



关于国债准货币化的思考

摘要

目前一些观点认为国债准货币化就是财政要加杠杆，这一理解是片面的。第一，国债在过去、现在、未来都是货币政策的工具，只是这一工具现在还有很多的短板，使用工具的方式还有很大的改善空间，所以要对工具进行完善，更好地发挥国债对于达成货币政策目标的作用，这是财政部官员所指的加强国债与货币政策衔接的关键要义；

第二，国债市场过于狭小是一个客观问题，但扩大国债市场规模也不是一朝一夕的事情，而是一个长期的方向，这并不是短期宏观政策的范畴，而是长期的财政管理完善和金融市场建设的范畴，当然，经济的下行会给我们稳步提高财政杠杆提供契机；

第三，目前最主要的问题是结构性问题，也即短期国债量太少，这可能是最先改良的一个方向，那么在流动性逐渐增加的过程中，可能会存在一定的套利机会。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

关于国债准货币化的思考

在1月16日举办的2019年债券市场投资论坛上，财政部国库司副主任郭方明表示，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制，健全国债收益率曲线的利率传导机制，强化国债作为基准金融资产的作用，使国债达到准货币的效果。

这一消息出来之后一些观点将其与财政加杠杆联系，这一理解失之片面。实际上，在现代金融市场，国债已经远远不只是财政融资的一种手段，而是金融市场的重要基石和实现货币政策目标的重要抓手，但目前在国内，国债的这一功能还尚未得到很好的运用，本文想就这一话题谈谈一些思考。

一、国债与货币供给

从国内金融资产结构来看，长期是以信贷资产为主，占比接近60%，其次为股票和债券，在大部分里股票市值占比高于债券市值，而美国的情况则刚好相反，信贷占比仅有10%左右，上市公司市值占比约40%，而债券市值占比为50%，占据半壁江山，所以美国庞大的债券市场给货币政策操作带来很大的便利，美联储可以通过买卖债券来达到其货币政策目标。而在我国不长的货币政策操作史上，债券市场过于狭小、央行持有的国债数量太小，曾经一度成为货币政策发挥作用的阻碍。

2002年之后，随着贸易顺差大幅扩大和外汇占款大量增加，央行手中持有的国债已经不足以对冲这样大的流动性，所以才创设了央票这一工具。2013年以来，随着贸易差额日益收窄，货币政策的操作方式已经由以流动性回笼为主变成以流动性释放为主。以前是卖出证券，所以可以创设各种各样的工具去回笼流动性，就像汉武帝搞白鹿皮币一样，只要央行能想出来名堂，银行就必须买单，但现在的情况变成了央行得去市场上购买证券，所以国债不足的问题将会逐渐凸显。

从中美两国资产负债表的对比来看，中国货币当局的资产以外汇占款（58%）和对银行债权（30%）为主，负债以银行存款（63%）和货币发行（21%）为主，且银行存款数额基本与法定准备金规模一致，说明目前我国货币的投放仍然是以外汇占款和向银行借贷为主，且法定准备金占用了相当大一部分的流动性，这也是我国以信贷为主的金融资产结构所决定的；

而美国货币当局的资产则是以持有证券为主，美国国债和抵押贷款支持债券（MBS）在美联储资产中占比高达54%和40%，而负债则是以流通货币和联储银行准备金余额为主，两者占比为41%和40%。可见美联储的货币投放方式是以买卖债券为主，美联储持有国债占美国国债的比例为10%左右，中国人民银行持有国债的比例可能不到10%（中债特殊结算会员持有国债占比估计）。

图 1、中国货币当局资产构成

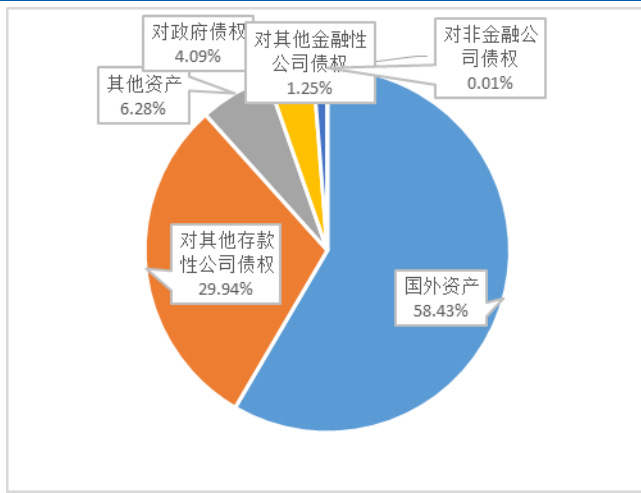


图 2、中国货币当局负债构成

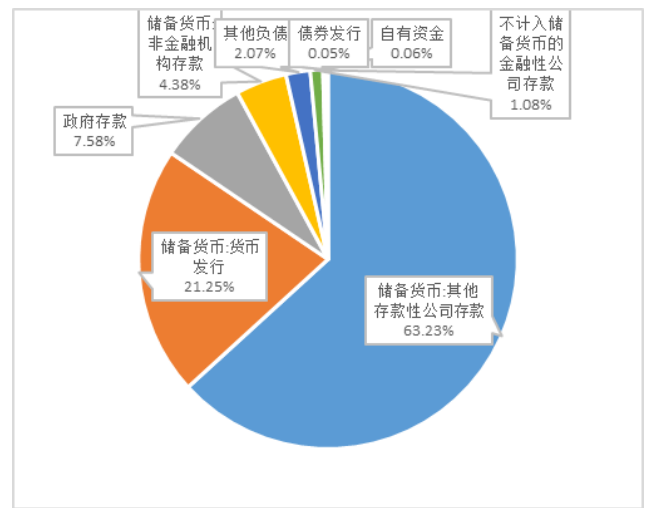


图 3、美联储资产构成

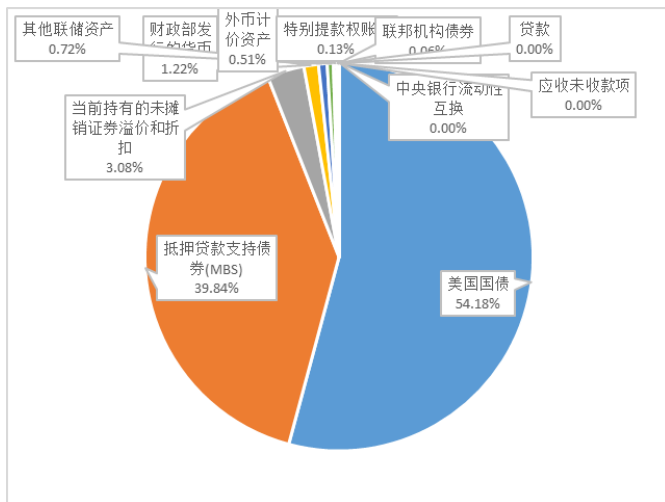
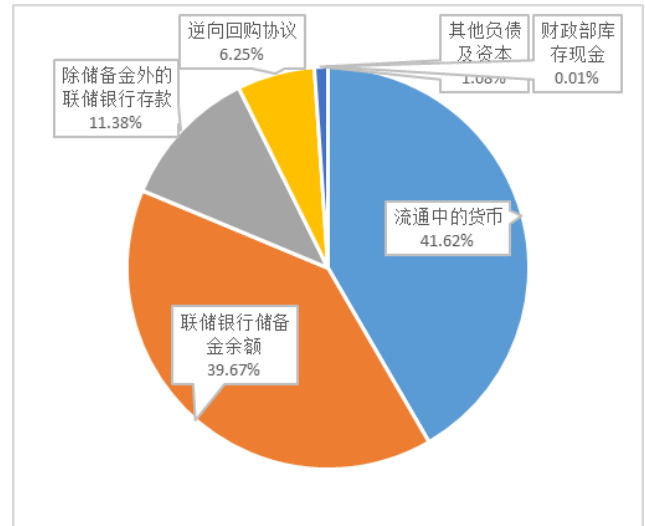


图 4、美联储负债构成



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

考虑目前我国的货币投放仍然是以外汇占款和向银行借贷为主，而未来外汇占款有不断下滑的可能，向银行借贷这种方式也存在一定的成本，随着未来央行所需要释放的流动性越来越大，而法定准备金率的下调是有限度的，届时央行就需要越来越多的债券资产进行货币投放，如果没有一个足够大的债券市场，我们连货币政策的执行都会有困难。

二、国债与利率调节

国债除了能够影响货币供给量之外，对于市场利率也可以发挥重要影响。以前人民银行货币政策的中间目标以量为主，但现在已经逐渐向价（利率）过渡，

也就是说未来货币政策的实施会更加依赖于对利率的控制,而正是在这个问题上,由于国债市场发展不够完善,央行对利率的市场调节能力还有所不足。

以美联储为例,联邦基金利率即美国银行间隔夜拆借利率,而联邦基金目标利率就是针对这个市场利率所设定的目标。在具体操作上,2008年以前,美联储通过买卖国债来使市场利率达到目标水平,考虑到它操作的是短期利率,那么就需要这个市场里面有大量的短期国债,也即国库券;但2008年之后,由于美联储向市场注入了大量流动性,使得银行储备金过剩,导致市场利率时常低于联邦基金目标水平,因此美国国会授权美联储向准备金支付利息,之后美联储又推出隔夜逆回购(相当于国内正回购),从而使得市场利率达到联邦基金目标利率的水平。

目前我们的情况和美国相比有很大的不同。前些日子易纲行长在新浪长安论坛上表示,目前货币政策主要参考的市场利率是DR007,也即银行间存款类金融机构以利率债为质押的7天期回购利率,然后利率走廊的上限是SLF利率,下限是超额准备金利率,利率走廊可以理解为目标利率,也即让市场利率在这一区间里面波动。但问题是利率走廊有点太宽了,无法起到调节利率的作用。而央行最常用的短期操作逆回购利率,如果这个政策利率扮演的是目标利率,其走势对DR007也缺少引领作用。而且本质来讲,我们的短期市场利率波动太大,说明债券市场流动性不够,还不能够满足货币政策的利率调节需求。美国的1月期国债收益率和联邦基金目标利率走势基本一致,但我们的1月期国债收益率比DR007的波动要大得多。

图 5、国内利率走廊情况

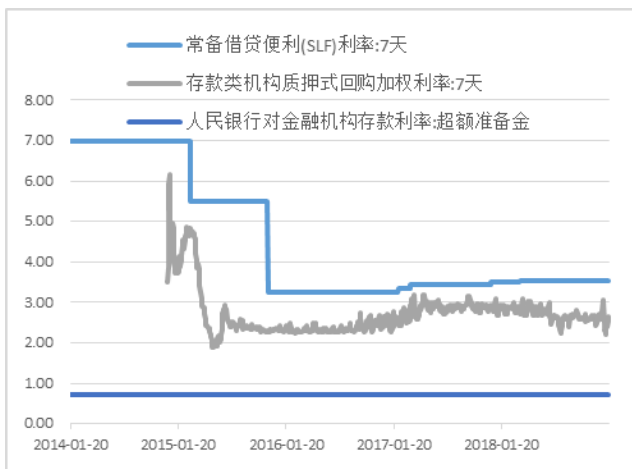


图 7、美国联邦基金利率和美国国债收益率对比

图 6、逆回购利率和 DR007 走势对比

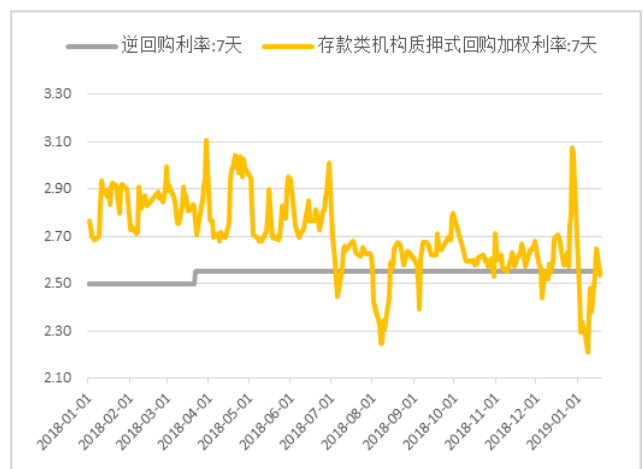
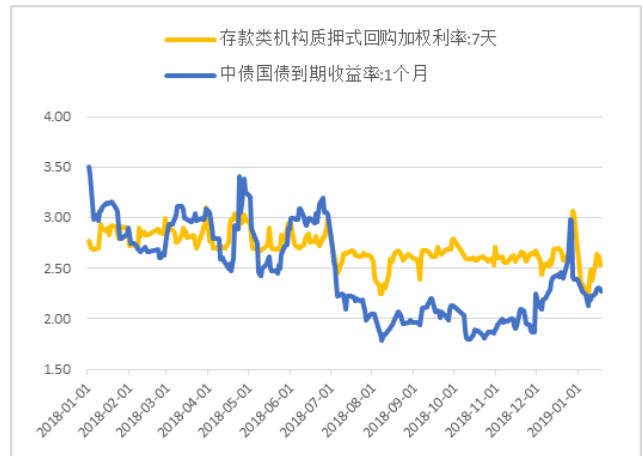


图 8、我国 DR007 和国债收益率对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

一方面是规模太小，另一方面是收益率曲线不完整，目前我国短期国债余额占比很低，远远低于美国平均水平，市场大部分都是长期国债，短期国债的流动性差、价格发现功能弱、收益率波动大，不稳定可靠，而货币政策的主要操作标的就是短期国债，这就导致目前利用国债买卖来影响利率缺乏可行性。正因为此，财政部官员表示的内容才显得非常紧迫。

三、国债与国际货币

上周四举办的中国债券市场国际论坛上，国家外汇局局长潘功胜发表了演讲，主要谈了两个重要问题，一是境外机构来中国债券市场发行债券，也即熊猫债；二是吸引境外投资者到国内投资债券。

这两个问题说白了，一是鼓励外国人来中国借钱，二是鼓励外国人借钱给中国，而且用的是人民币，这是金融市场和人民币国际化最主要的两个问题。从金融史的角度来讲，一个地区要想成为国际金融中心，其货币要想实现国际化，首先得先成为国际借贷中心，能够为国际市场提供流动性，与此同时能够满足国际市场所持本币的投资需求，人民币光是走出去是没用的，你要给人家提供一个投资和保值增值的渠道，而需求量最大的就是无风险利率和高等级债券品种。

正是在这个问题上，我们现在的债券市场还远远不能满足这样的需求。首先我们就是一个银行信贷占比非常高的国家，金融市场本身不是很大，而不大的市场里面债券和国债市场占比更小，相对于所应发挥的作为一国金融市场基石的作用，我国国债市场实在过于弱小。具体而言，一是国债市场的规模不够，二是部分期限的国债规模太小，收益率曲线不完整，不能满足投资者多样需求；三是国债期货市场不完善，作为最大玩家的商业银行和保险公司不能参与，这就制约了国债期货套保和对冲功能的发挥。

在一个成熟的金融市场里，国债所发挥的作用远远不仅仅只是财政融资那么简单，所以，要想向国际金融中心和国际货币的方向发展，我们的国债市场必须扩大，国债发行量必须提高，市场结构必须改善，定价机制必须优化，这不是什么短期的放不放水的问题，而是长期的战略需求问题。

四、加强国债与货币政策衔接的重点不在于财政加杠杆

目前市场所理解和猜想的是短期的宏观相机抉择政策，认为国债准货币化就是财政要加杠杆，这一理解是片面的。正如上文所说，第一，国债在过去、现在、未来都是货币政策的工具，只是这一工具现在还有很多的短板，使用工具的方式还有很大的改善空间，所以要对工具进行完善，更好地发挥国债对于达成货币政策目标的作用，这是财政部官员所指的加强国债与货币政策衔接的关键要义；

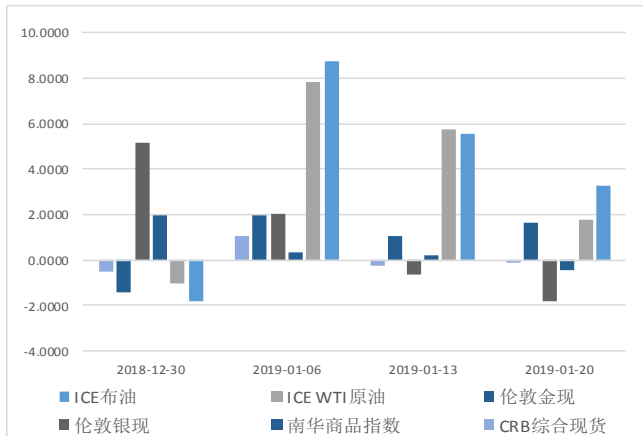
第二，国债市场过于狭小是一个客观问题，但扩大国债市场规模也不是一朝一夕的事情，而是一个长期的方向，这并不是短期宏观政策的范畴，而是长期的财政管理完善和金融市场建设的范畴，当然，经济的下行会给我们稳步提高财政杠杆提供契机；

第三，目前最主要的问题是结构性问题，也即短期国债量太少，这可能是最先改良的一个方向，那么在流动性逐渐增加的过程中，可能会存在一定的套利机会。

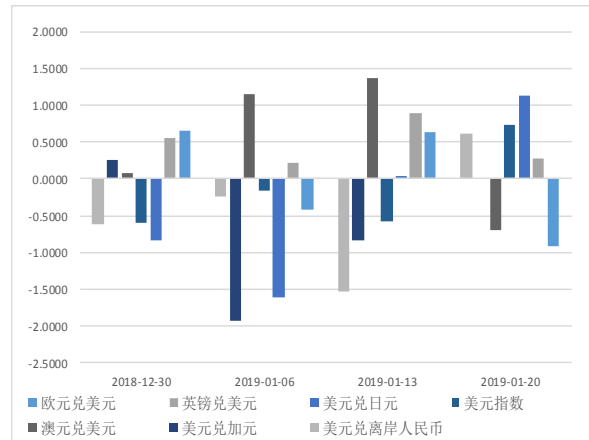
【本周全球大类资产表现】

2019年1月21日

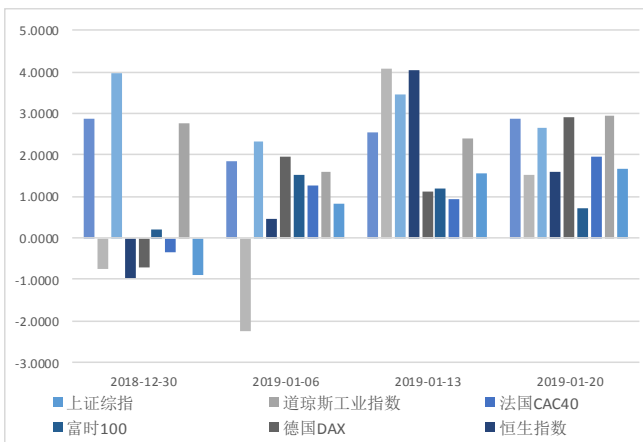
主要大宗商品涨跌幅



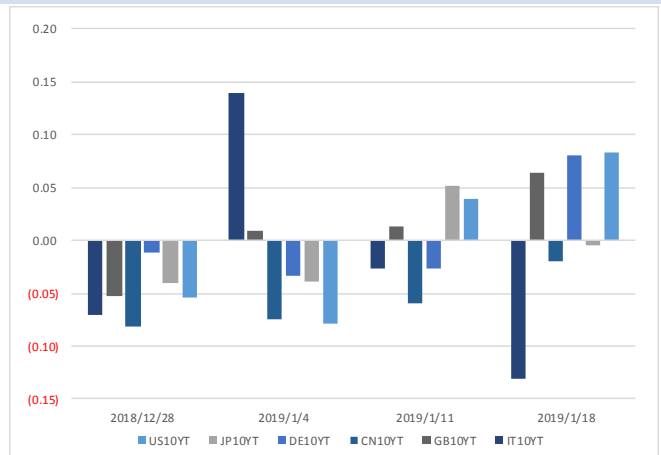
全球主要货币对涨跌幅



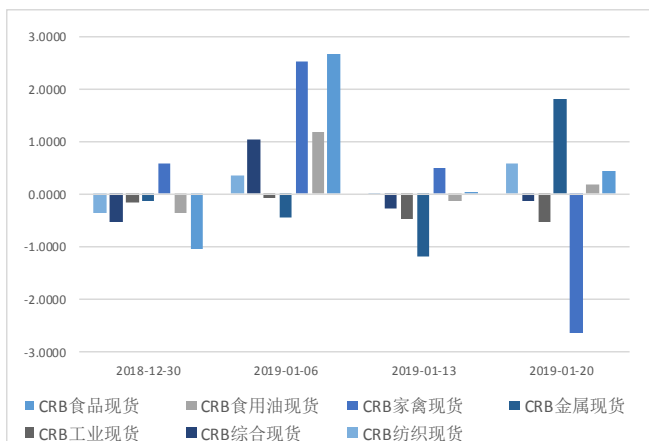
全球股指涨跌幅



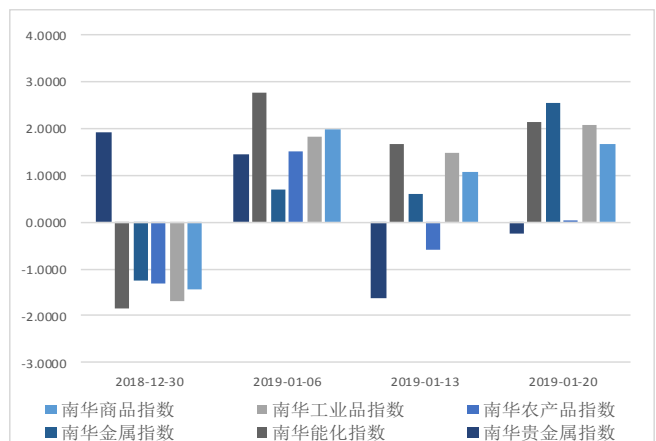
全球债市涨跌基点



CRB指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话: 0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话: 0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话: 0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话: 0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话: 0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话: 0512-87660825

济南营业部

地址: 山东省济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505室
电话: 0531-80998121

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话: 0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话: 0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话: 0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)
电话: 0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话: 0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话: 025-86209875

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路505号融通商务中心3幢1801室
电话: 0573-89997820

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net