

债券市场助力货币政策开新局

联合资信 研究中心

7月1日，央行发布公告，提出：为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。“借入证券”是有一定的卖空倾向，作为借入方的人民银行或采取公开市场操作，压低国债价格，稳定国债利率。当日，市场反应积极，主要国债期货收跌，股票价格有所提振，流动性的整体风险偏好也有所修复。央行公告的推出在一定程度上，向市场传递了明确信号，短期稳定国债利率走势的态度明显。

一、国债借入工具主要为应对短期目标，不改稳健、支持性总方向

从7月1日的公告来看，该货币工具是通过国债的“借入”来增加短期内国债市场供给，还没有涉及资产负债表已有国债的“直接卖出”。比较“借入”和“直接卖出”国债两个操作，直接卖出是明确的流动性回收，借入在央行实现做空盈利时才实现流动性回收。如果央行可以承受一定的做空损失，那么既可以避免流动性的回收，也可以在短期内增加国债的供给方，起到稳定国债价格的作用。因此，借入国债更多体现为一种短期目标，这在公告“为维护债券市场稳健运行”中也有所体现。

央行的“支持性”货币政策，天然就不是利率上升的政策取向，采取的主要货币工具都不指向利率上升。直接来看，做空国债是倾向于利率上升，看似与支持性相反。但是，央行在短期利率控制中可以提供利率下限，但在长期利率控制中更多只能提供流动性，是天然的国债多头，特别是在支持性货币政策取向下。“稳健”的货币政策取向要求政策利率不能大升大降，市场利率可以在一定范围内围绕政策利率上下波动。因此，长期利率的未来决定方式还是取决于市场对于经济增长和通胀水平的预期，借入国债是对这种预期的合理引导。对于国债期货价格来说，核心决定性因素不变。国债价格将进入波动形态，单边上升的趋势将会有所缓解，央行的借入操作可能承受一定损失，这反而能够注入一定的流动性。

本次公告对于货币工具目标没有采取数值表述，其概括性表述更像中间目标：通过稳定债券市场，从而抑制金融惯性对整体利率体系带来系统性风险，例如中小金融机构有太多资金进入低利率债券市场，而难以应对通胀在短期内快速上升的风险。通过稳定债券市场，推动社会投资向风险资产的转移，实现稳增长目标。从这一方向来看，此次国债借入没有提及具体的做空利率目标和数量目标，因为理论上央行可以承受的做空损失是无限的，这为接下来的货币政策预留了广阔的操作

空间和灵活性。正是这种“灵活性”，保证了不与“支持性”货币政策冲突。

二、债券市场高质量发展丰富了货币政策工具

央行通过债券市场公开操作来满足更多政策目标，离不开长久以来债券市场的高质量发展，例如健全的交易基础设施、深厚的券种和数量储备、较好的流动性、完善的风险评级体系。在《习近平关于金融工作论述摘编》中首次提及“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”以来，对于央行的具体国债买卖行为的市场讨论逐步丰富，对于货币调控新框架的认识也逐渐清晰。就在市场各方热议央行接下来是否以及何时通过降准、降息投放流动性的情况下，央行公告将通过国债“借入”控制流动性，此举正式拉开了新框架的一角。通过直接融资渠道进行利率调控，稳定国债市场，有利于减轻商业银行的压力，稳定商业银行的信贷供给能力，有利于应对信贷收缩的逆风。直接融资市场更加频繁、前瞻的货币政策操作，也有利于进一步推动中国利率市场化改革的发展。

信用债种类的丰富和完善满足未来结构性货币政策需求。信用债市场在货币政策新框架下，通过信用利差市场化改革优化资源配置，同时为央行未来可能的资产购买提供多样化的券种选择。在间接融资体系下，央行通过再贷款工具来实现对结构性改革的支持，目前央行披露结构性货币政策存量已经达到约 7 万亿，约占到央行资产负债表的百分之十五。在央行逐步增加在国债市场的买卖实现流动性投放的同时，未来结构性货币政策施行也可以考虑通过债券市场来实现。欧洲的资产购买计划提供了丰富的实践成果，信用债市场的买卖将满足央行的结构性货币政策工具需求。以“科创债”为例，其体量发展至今相对较小，而且发债主体主要是以大型企业为主，中小科创企业直接通过债券进行短期融资的实践较少，其中科创债的交易不活跃、流动性差是其发展较慢的重要因素。通过增加在科创债市场的债券买卖，提高其交易流动性，可以起到与再贷款相同的支持科技创新的重要作用。以活跃的科创债市场，拉动债券承做、信用评级、创业资本债券发行、创新企业债券发行的快速增长，为企业创新提供长期、廉价的流动资金，支持科技创新发展。除“科创债”外，熊猫债、绿色债券、REITs 等融资工具都可以满足结构性货币政策工具的需求。结构化融资工具的高质量发展也为未来的货币政策支持结构性改革提供广阔空间。为保障信用债的结构性货币政策作用，要提高我国债券市场的风险发现功能，完善相关考核和保障制度，不能让央行在资产购买中作为最后的信用提供者，出现只能买入而无法卖出的实践困境。