



## 宏观点评

### 证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

# 央行采访释放出哪些信息

## 投资要点:

- **事件:** 4 月 23 日, 中国金融新闻网发布金融时报对人民银行有关负责人的采访。
- **央行采访释放出的五重信息:** 我们认为, 央行负责人本次表述中释放出央行或比市场对经济更乐观、长期国债收益率下行或是由于供求关系、央行或认同后续通胀上升有望带动长债收益率回升、利率风险可能在于长债收益率回升后的市场衍生风险、作为货币政策工具储备的“央行购债”或将双向操作五重信息。
  - **其一, 对于宏观经济运行和增长前景, 央行或比市场更加乐观。** 文章提到“长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期, 但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动……央行对经济增长前景是长期看好的。但供求关系等因素也会对长期国债收益率带来短期扰动”, 或与央行一季度货币政策委员会例会中“同时, 在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化”的表述共同指向央行与市场对宏观经济的判断并不一致, 政策端或更有信心和定力。
  - **其二, 对于今年以来长债收益率的下行, 央行认为或是由于供求关系导致的。** 央行负责人表示“长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期, 但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动”, 或指向央行认为今年以来长债收益率下行可能是供求关系导致的。从发行情况来看, 今年以来国债发行力度并不低, 反而持续高于 2019 年以来同期, 但地方债发行显著慢于去年。在地方债发行较慢的情况下, 对无风险利率债的配置需求更多转移到国债上, 这也是今年以来国债收益率大幅下降的原因之一。
  - **其三, 对于长债收益率未来走势, 央行或认同通胀上升有望带动长债收益率回升。** 文章提到“一些机构投资者也认为, 未来通胀有望从低位温和回升, 长期国债收益率作为名义利率, 本身会随着通胀水平回升而提高”, 或指向央行认同通胀上升有望成为长期国债收益率回升的动力。在去年下半年以来 CPI 持续低迷的基础上, CPI 增速若出现趋势性回升则有望对长期国债收益率产生一定上升动力, 但通胀能否持续上升仍有待观察。
  - **其四, 对于利率风险, 央行关注点或在于长债收益率回升引发市场衍生风险。** 央行负责人表示“固定利率的长期限债券久期长, 对利率波动比较敏感, 投资者需要高度重视利率风险”, 或表明央行对长期国债收益率走低的关注点或是出于担忧长债收益率过快下降、大幅偏离合理区间后经济基本面好转信号逐步释放引起债市快速调整并衍生理财赎回潮等市场衍生风险。长债收益率快速下行后债市的主要风险可能更集中于部分交易过于激进的机构, 对于这部分机构监管可能更趋严格化。
  - **其五, 对于“央行购债”, 央行表示主要是货币政策工具储备, 或将双向进行。** 央行负责人表示“央行在二级市场开展国债买卖, 可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”, 文章也提到“不少专家提出……未来央行开展国债操作也会是双向的”, 或指向“央行购债”主要目标是丰富货币政策工具箱, 更加有效调控金融条件。中国版“央行购债”若开启, 可能更像日本央行的 YCC (收益率曲线控制), 即通过央行在公开市场上的交易, 手动控制国债收益率在合意水平。若央行开启公开市场购债, 对债市的影响可能比较中性。
- **风险提示:** 货币政策变化超预期; 资金面大幅波动; 市场预期非理性变化

## 内容目录

1. 央行采访释放出的五重信息.....	4
2. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1: 国债发行节奏 .....	4
图 2: 地方政府债发行节奏 .....	4
图 3: CPI 同环比走势 .....	5
图 4: PPI 同环比走势 .....	5
图 5: 当前 10 年国债和 30 年国债到期收益率均在 MLF 利率以下运行.....	6
图 6: YCC 不代表央行大幅买入国债, 日本央行开启 YCC 后国债增持速度并不及前期	7

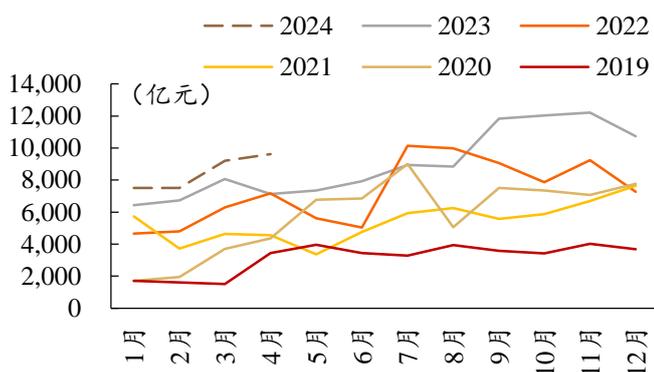
## 1. 央行采访释放出的五重信息

4月23日，中国金融新闻网发布《金融时报》对中国人民银行有关部门负责人的采访。我们认为，央行负责人本次表述中释放出央行或比市场对经济更乐观、长期国债收益率下行或是由于供求关系、央行或认同后续通胀上升有望带动长债收益率回升、央行对利率风险的关注或在于长债收益率回升可能引发的市场衍生风险、作为货币政策工具储备的“央行购债”或将双向操作五重信息。

其一，对于宏观经济运行和增长前景，央行或比市场更加乐观。对于近期市场持续关注、央行多次提及的长期国债收益率的问题，文章提到“我国经济长期向好的基本面没有改变……央行对经济增长前景是长期看好的”，或与央行一季度货币政策委员会例会中“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”的表述共同指向央行与市场对宏观经济的判断并不一致，政策端或更有信心和定力。

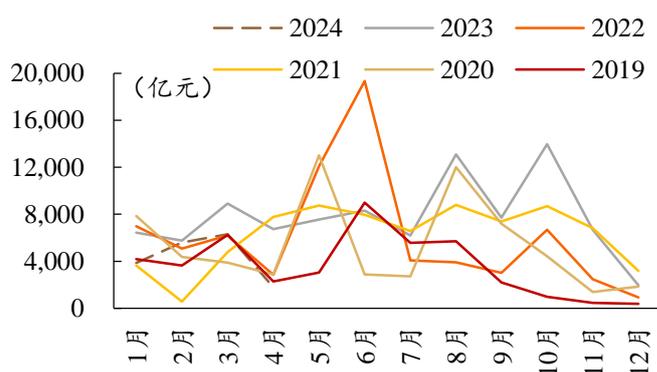
其二，对于今年以来长债收益率的下行，央行或认为是供求关系导致的。央行负责人表示“长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动”，或指向央行认为今年以来长债收益率下行可能是供求关系导致的。从发行情况来看，今年以来国债发行力度并不低，反而持续高于2019年以来同期，但地方债发行显著慢于去年。地方政府化债的持续推进或构成对地方政府发债需求的压制，在地方债发行较慢的情况下，对无风险利率债的配置需求自然就更多转移到国债上，这也是今年以来国债收益率大幅下降的原因之一。

图1：国债发行节奏



资料来源：Wind，德邦研究所

图2：地方政府债发行节奏



资料来源：Wind，德邦研究所

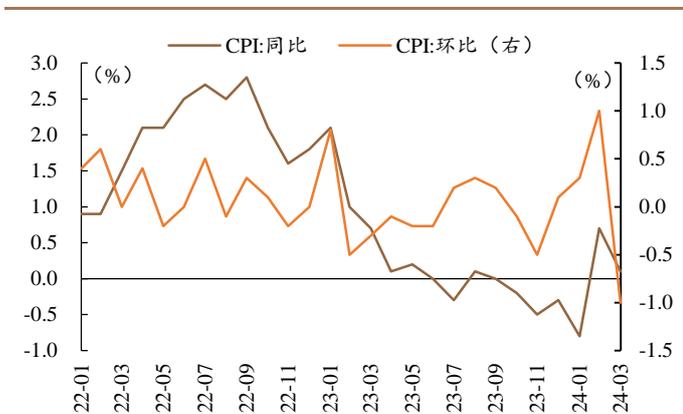
其三，对于长债收益率未来走势，央行或认同通胀上升有望带动长债收益率回升。文章提到“一些机构投资者也认为，未来通胀有望从低位温和回升，长期国债收益率作为名义利率，本身会随着通胀水平回升而提高……随着未来超长期特别国债的发行，‘资产荒’的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升”，或指向央行认同通胀上升将成为长期国债收益率回升的动力。

从近期通胀走势来看，3月CPI同环比增速较2月明显下降，春节过后消费

需求季节性回落，食品与出行相关服务基本解释了CPI环比降幅，季节性因素在3月通胀数据中影响明显。向后看，未来几个月猪价的低基数影响或将显现，食品项同比可能迎来改善，服务价格预计也将处于较为稳定的上涨状态，在4月18日国新办新闻发布会上，央行货币政策司司长邹澜表示“对于文化娱乐等服务业和新动能领域，价格一直保持上涨态势”，后续食品（尤其是猪肉）价格回升、服务价格持续上升有望带动CPI上升动力有所恢复，但由于开年以来新房销售持续低迷、车企价格竞争依然激烈等因素，消费品价格仍难见快速回升动力，**CPI整体或仍将低速增长（详见4月11日外发报告《季节性扰动过后：食品与服务价格有望再回升——3月通胀数据点评》）**。在去年下半年以来CPI持续低迷的基础上，CPI增速若出现趋势性回升则有望对长期国债收益率产生一定上升动力，但通胀能否持续上升仍有待观察，债市预期层面目前也并未对这一点明确计价。

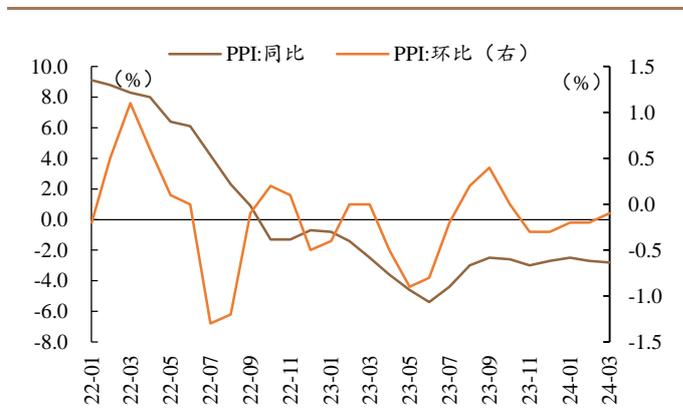
**低通胀环境持续是微观感受与宏观数据产生偏离的主要原因。**一方面是CPI同比低位波动，另一方面是PPI持续低位运行。开年以来基建投资未见明显发力，工业品需求恢复相对缓慢，分行业PPI来看，主要的工业品类别中，自2022年7月以来的21个月中，化学原料及化学制品制造业有14个月环比下跌；非金属矿物制品业和金属制品业有17个月环比下跌；橡胶和塑料制品业仅2023年10-11月环比上涨0.1%和持平，其余19个月均环比下跌。工业品行业的普遍跌价导致实体盈利预期难以改善，作为微观主体的企业对经济增长的实际感受与宏观数据显示的有一定偏离。

图3：CPI同环比走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图4：PPI同环比走势

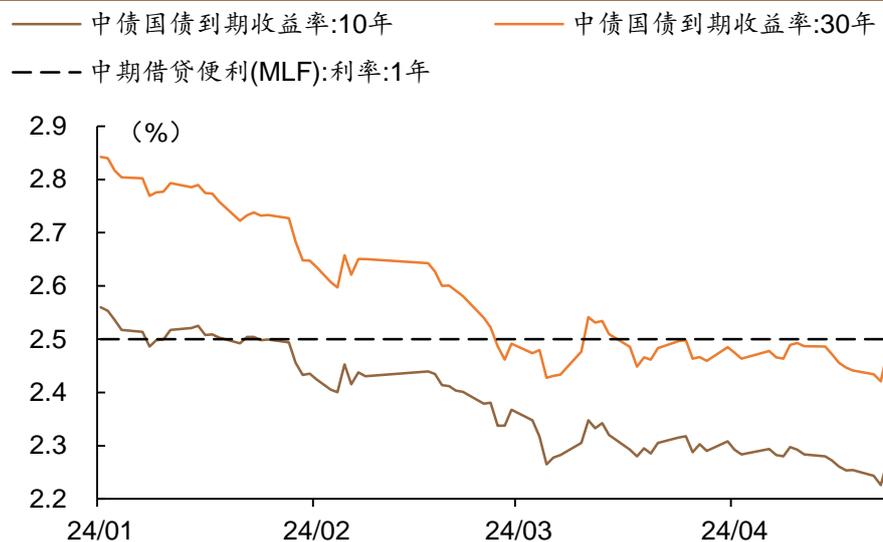


资料来源：Wind，德邦研究所

**其四，对于利率风险，央行关注点或在于长债收益率回升可能引发的市场衍生风险。**央行负责人表示“理论上，固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险”，文章也指出“对于银行、保险等配置型投资者，如果将大量资金锁定在收益率过低的长久期债券资产上，若遇到负债端成本显著上升，会面临收不抵支的被动局面”，或指向央行对长期国债收益率走低关注是出于担忧长债收益率过快下降、大幅偏离合理区间后经济基本面好转信号逐步释放引起债市快速调整并衍生理财赎回潮等市场衍生风险。这种衍生风险可能更集中于部分交易激进的机构，对于这部分机构监管可能更趋严格化。

对于央行而言，严格控制在市场交易中形成的长债收益率或并无必要，但长债收益率在合理区间稳定运行比较重要，因此央行近期频繁表态关注长期国债收益率，可能意在引导市场预期，避免长债收益率调整引发市场风险。央行的目标是建立稳定运行的利率走廊和有效的利率传导机制，若建立起一个有效、稳定运行的利率走廊，市场利率也应当在其中的合理区间运行，代表性的市场利率 10 年国债到期收益率甚至是 30 年国债到期收益率持续低于代表性的政策利率一年期 MLF 利率，显然不利于央行维持利率走廊的稳定性与利率传导的有效性。3 月下旬汇率一度大幅波动，在美国通胀韧性较强、美联储降息预期一再延后的情况下我国 MLF 降息可能面临更大的内外均衡压力，因此，政策利率与市场利率的弥合可能仍需以市场利率回升为主，央行更关注的或是长债收益率回调可能引发的市场衍生风险。

图 5：当前 10 年国债和 30 年国债到期收益率均在 MLF 利率以下运行



资料来源：Wind，德邦研究所

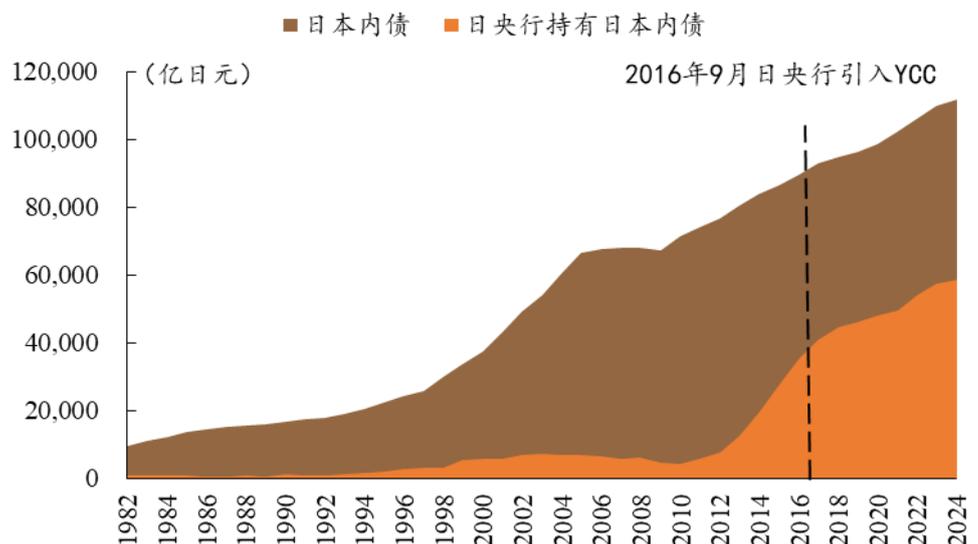
其五，对于“央行购债”，央行表示主要是货币政策工具储备，或将双向进行。央行负责人表示“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”，文章中也提到“不少专家提出，央行公开市场操作可以配合财政进行赤字融资，但国债发行规模要相对足够大，同时发行节奏要相对稳定，才能有效实现政策传导，也能避免市场利率大幅波动；而且，未来央行开展国债操作也会是双向的……人民银行买卖国债与这些央行的量化宽松（QE）操作是截然不同的”，或指向“央行购债”主要目标是丰富货币政策工具箱，更加有效调控金融条件。

一方面，我国货币政策的降准、降息空间仍然充足，继 2 月 5 日央行降准 0.5 个百分点，2 月 20 日 5 年期以上 LPR 历史单次最大幅度调降 25 个 BP 后，3 月 6 日两会经济主题新闻发布会和 3 月 21 日国新办新闻发布会上央行连续表态存款准备金率仍有下调空间。在 2008 年全球金融危机和 2020 年新冠疫情两次冲击后我国均没有效仿主要发达经济体采取非常规宽松货币政策，常规货币政策空间尚

充足，短期内开启非常规货币政策的必要性不大。另一方面，央行当前主要使用逆回购和 MLF 这两大公开市场业务，分别对应短期利率调控和中期基准利率以及基础货币投放，当前基础货币投放主要依靠 MLF 和再贷款，长期来看，基础货币投放或需要一个受限幅度更小的、更具备总量功能的稳定方式。MLF 具有期限属性，不断到期与续作会给市场流动性带来预期扰动，也是一种决策复杂性较高的货币政策执行方式；而再贷款则具有一定结构性特征，当前主要应用于支农、支小等方向，并没有有效发挥总量型货币政策的功能。未来若能提高公开市场现券交易业务的重要性，则或可解决基础货币投放和决策复杂性较高两个问题。

中国版“央行购债”若开启，可能更像日本央行的 YCC（收益率曲线控制）。文章提到“不少专家提出……未来央行开展国债操作也会是双向的”，我们认为，公开市场现券买卖或将是央行更有效的调控利率的工具，例如，若央行有意维持 10 年国债到期收益率在 MLF 利率附近波动，则在不同市场状态下央行的操作将是灵活双向、有买有卖的，而这种模式也可能更像日本曾实施的 YCC（收益率曲线控制）政策，即通过央行在公开市场上的交易，手动控制国债收益率在合意水平。这意味着，若央行开启公开市场购债，对债市的影响可能比较中性。央行实施双向交易的基础是要有足够的活跃券持仓，目前存在于央行资产负债表里的国债主要是 2007 年首发、2017 年和 2022 年续发的特别国债，总量有限，也并非活跃券，这一部分国债经由央行公开市场交易进入市场的可能性不大，央行若需要建立起足够进行双向交易的国债持仓，可能通过定向方式从大行购买。

图 6: YCC 不代表央行大幅买入国债，日本央行开启 YCC 后国债增持速度并不及前期



资料来源：Bank of Japan，德邦研究所

## 2. 风险提示

- (1) 货币政策变化超预期；
- (2) 资金面大幅波动；
- (3) 市场预期非理性变化。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。