

▶ **今天央行的买卖国债公布得有点快。**时间上，央行罕见地在盘中公布了“国债借入操作”，使人不由得想起上一次出手稳汇率（去年9月11日午间召开外汇自律机制会议+公布金融数据）。内容上，公告常驻的“为维护银行体系流动性合理充裕”被替换成了“为维护债券市场稳健运行”，央行稳债市、稳利率的意图“呼之欲出”。

▶ **央行的这次快速出手也不意外。理论上央行借入国债后可能随时在公开市场卖出，以调节长期收益率，防范利率风险。**这在近期的政策吹风已“有迹可循”：二季度以来，央行已通过例会、主管媒体及发布会多次向市场提示长端利率风险，如5月30日《金融时报》称“人民银行应该会在必要时卖出国债”。从今天的市场走势来看，2.20%的10年期国债利率可能是央行的合意下限。

▶ **新提的“国债借入操作”，在历史上并非主流。**央行在公开市场上卖出国债理论上有两种途径，一是通过正回购、二是现券卖出，两者多出现于2000-2011年。而本次央行的“国债借入操作”表述与上述两种不同，**我们认为机制上可能有两项经验值得参考：**

▶ **一是日央行YCC的下沿情景。**即长期债券收益率触及利率下限时，央行可以大量卖出国债，影响债券二级市场供求关系，推升利率。不过在日本长期超宽松的货币政策背景下，触发YCC下沿后日央行卖出国债的案例并不多。

▶ **二是我国央行此前的“稳汇率”式操作。**历史上我国央行曾在远期市场上借入美元，并在即期市场卖出美元，释放外币流动性，对冲人民币贬值压力。“先借再卖”的操作逻辑上可能与本次“国债借入”相似。

▶ **不过就本次而言，信号意义可能大于实质。**以日本为例，央行需要通过相当规模的国债买卖，才能实现调控市场利率。**我们认为央行后续不太可能走“日本化”赤字扩张+大量发行的路径，而是类似于此前的“介入式”稳汇率操作，纠偏市场的信号意图更多。**

▶ **今天央行的“介入”可能并非偶然。**在当前金融防风险的政策框架下，股、债、汇可能均有各自的“政策底”，从近期市场表现来看，10年期国债收益率2.20%-2.30%以上、美元兑人民币汇率7.3以下可能是政策端的期望区间，后续需要警惕市场点位触及关键下沿后引发的波动。

▶ **风险提示：**货币政策超预期；海外降息进度超预期；国内经济基本面超预期。



分析师 陶川

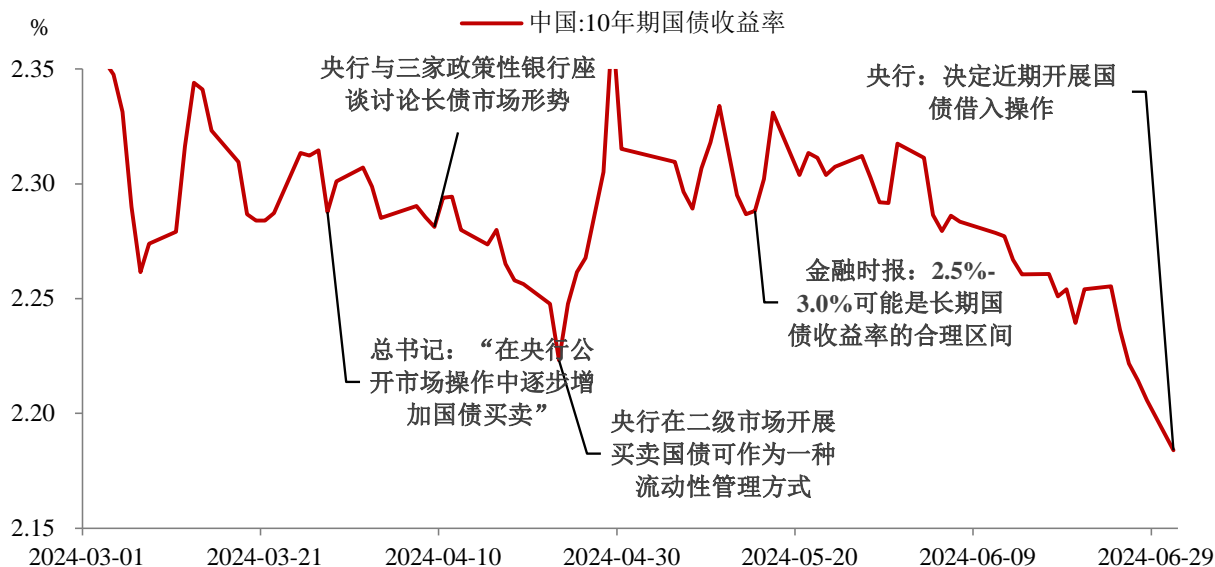
执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

### 相关研究

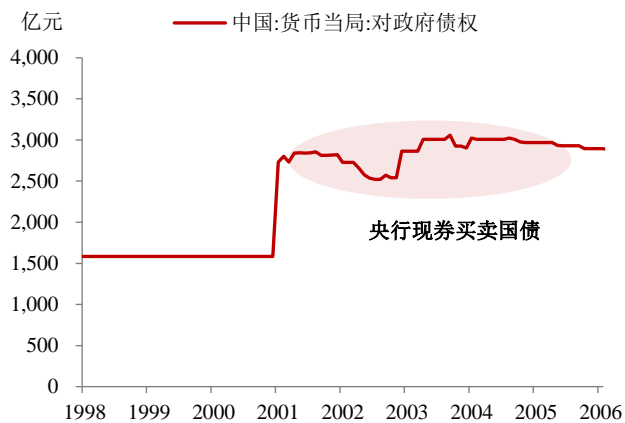
- 1.宏观事件点评：美国大选首辩：中局还是终局？-2024/06/28
- 2.政治局会议点评：政治局会议的“三中”信号-2024/06/27
- 3.全球大类资产跟踪周报：强美元延续的概率提升-2024/06/22
- 4.人民币汇率点评：如何理解近期汇率波动-2024/06/21
- 5.2024年下半年宏观经济展望：下半年的“变”与“不变”-2024/06/17

图1：近期央行的政策吹风



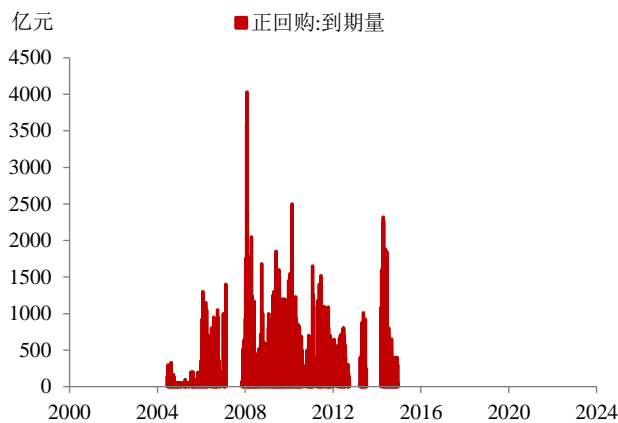
资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

图2：央行曾开展现券买卖国债操作



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2015年之后央行基本停止在公开市场通过正回购卖出国债操作



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026