



宏观研究

央行卖债渐近——如何理解央行借入国债的政策意图？

2024年07月01日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】数字经济时代财税体系面临的挑战与发展趋势》2024-06-30

《【粤开宏观】重塑激励——2024年下半年中国经济展望》2024-06-30

《【粤开宏观】当前财政形势与对下阶段财政政策的建议》2024-06-27

《【粤开宏观】土地市场供需低迷，土地财政何去何从？》2024-06-23

《【粤开宏观】5月分化的经济数据反映了什么？》2024-06-17

事件：

7月1日午间，央行发布公开市场业务公告，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。

公告发布后，10年期国债活跃券240004收益率大幅上升，从2.2115%一度升至2.2850%。国债期货同步走弱，截至收盘，30年期主力合约报108.44，跌1.06%；10年期主力合约报104.975，跌0.37%。存量资金博弈情况下，股市午盘后出现明显提振，截至收盘，上证指数涨0.92%，沪深300涨0.48%。

风险提示：宏观经济情况超预期变化、央行货币政策思路变化



目 录

一、央行借券卖出的政策意图何在?	
二、为什么通过借券卖出的方式?	
三、有什么影响?	

图表目录

图表 1: 10 年期国债收益率持续走低	
图表 2: 中小银行债券投资占比不断提高	
图表 3: 央行对政府债权余额	
图表 4: 央行国债持仓情况概览	
图表 5: 7 月 1 日 30 年期国债期货主力合约价格分时图	



国债借入操作即央行向部分公开市场业务一级交易商(主要是商业银行)借入国债,支付相应利息和费用,并约定到期后归还。这一过程中,央行可以快速获得国债持仓,进而在二级市场上出售,压低国债市场价格,推升相关国债收益率。简单说,可以类比为资本市场的“融券交易”。

目前央行公开市场业务公告中未提及借入国债的具体规模、期限,但结合5月以来央行多次提示长债收益率风险,我们预计央行将“借长卖长”,即先借入长期国债,而后择机卖出,卖出国债可能即将落地。5月,央行主管媒体《金融时报》连续发文,提出“如果长期国债收益率持续下行,并非买入的好时机;相反,如若银行存款大量分流债市,无风险资产需求进一步增大,央行应该会在必要时卖出国债”。6月19日潘功胜行长陆家嘴论坛主题演讲指出“当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险”。同月28日,中国人民银行货币政策委员会召开2024年第二季度例会,提出“在经济回升过程中,也要关注长期收益率的变化”。

基于央行近期表态和本次业务公告,本文主要回答以下三个问题:一是央行借券卖出的政策意图何在?二是为什么通过借券卖出的方式?三是有什么影响?

一、央行借券卖出的政策意图何在?

央行多次向市场预告未来可能卖出国债并开始采取实质操作,主要出于对长端收益率偏低的担忧,央行引导长端收益率向上的诉求较强。一般情况下,实际利率应保持在略低于潜在经济增速的水平上,这也是判断长期国债收益率是否合意的标准(黄金法则)。我国经济潜在增速在5%左右,未来通胀按照近十年平均约2%左右的水平测算,长期国债收益率应保持在2.5%-3%的区间。但2024年以来,我国长期债券收益率持续下行,30年期国债收益率运行至2.5%下方,10年期国债运行至2.3%下方,一度创近10年新低(见图表1),长债收益率明显偏低。截至2024年6月28日,50年期、30年期、10年期中债国债到期收益率分别为2.475%、2.4282%、2.2058%。

央行关注长端收益率的原因主要有两个方面:

一是担忧利率风险,避免类似“硅谷银行”的风险事件在我国发生。美国硅谷银行的风险事件启示我们,中央银行需要从宏观审慎角度观察、评估金融市场的状况,及时校正和阻断金融市场风险的累积。当前,我国由于市场缺乏安全资产,债市投资需求激增,部分机构为增厚债券投资收益拉长投资久期。

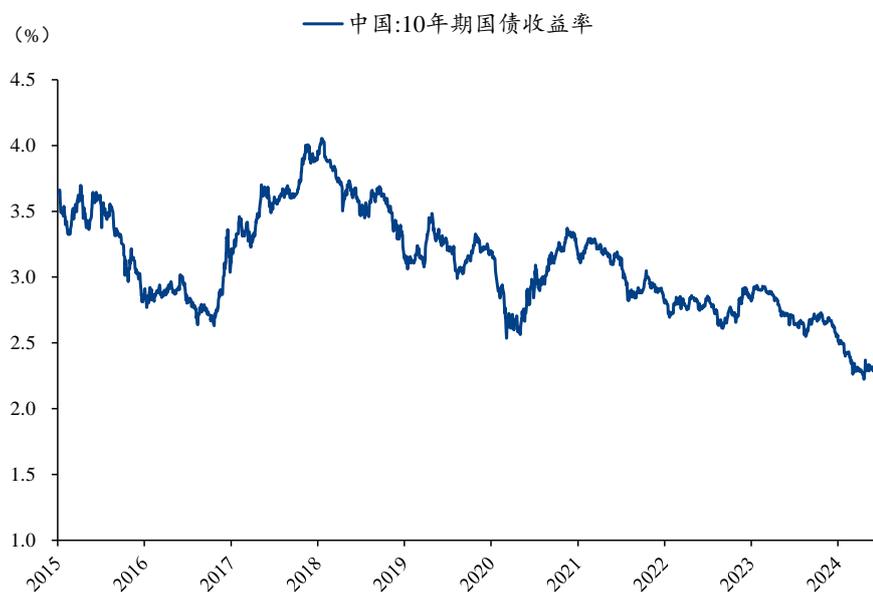
1) 对于银行、保险等配置型投资者而言,一旦未来经济基本面边际修复导致利率上行,其负债端成本将显著上升,资产端债券也将出现亏损,进而面临收不抵支的局面。特别是中小银行的债券投资占比不断上升(见图表2),将大量资金锁定在收益率过低的长久期债券资产上。一季度,银行间债券市场20至30年期债券成交8.9万亿元,其中,农村金融机构交易规模占银行间债券市场比重为24.8%,较上年同期上升约10.5个百分点。

2) 对于基金等交易型投资者而言,加大杠杆、拉长久期、持仓集中可能面临更大的风险,一旦利率转向,可能出现“踩踏式交易——债券价格大幅下跌——基金理财集中赎回——债券价格进一步下跌”的负向循环。2022年11月由于疫情防控平稳转段,债券价格短期内大幅下挫,一度引发银行理财赎回风波。

二是引导市场预期。长期国债收益率反映了市场对经济增长的预期,期限溢价较低甚至为负,往往代表市场对长期经济增长悲观,也会削弱金融机构长期信贷供给的意愿,反过来进一步拖累实体经济发展,导致悲观预期的自我实现。因此,健康的、斜向上的收益率曲线至关重要,有助于稳定市场预期,保持市场对投资的正向激励作用。

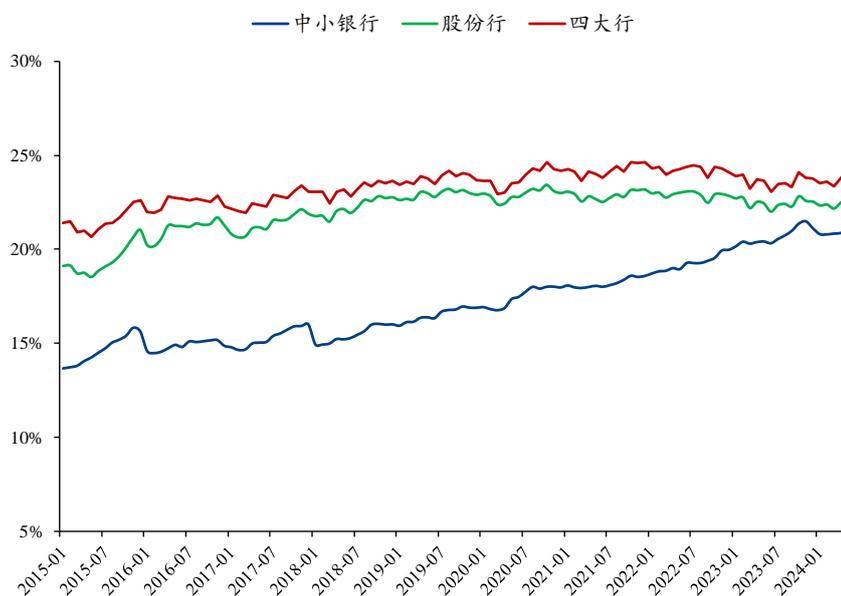


图表1：10年期国债收益率持续走低



资料来源：Wind、粤开证券研究院整理

图表2：中小银行债券投资占比不断提高



资料来源：Wind、粤开证券研究院整理

二、为什么通过借券卖出的方式？

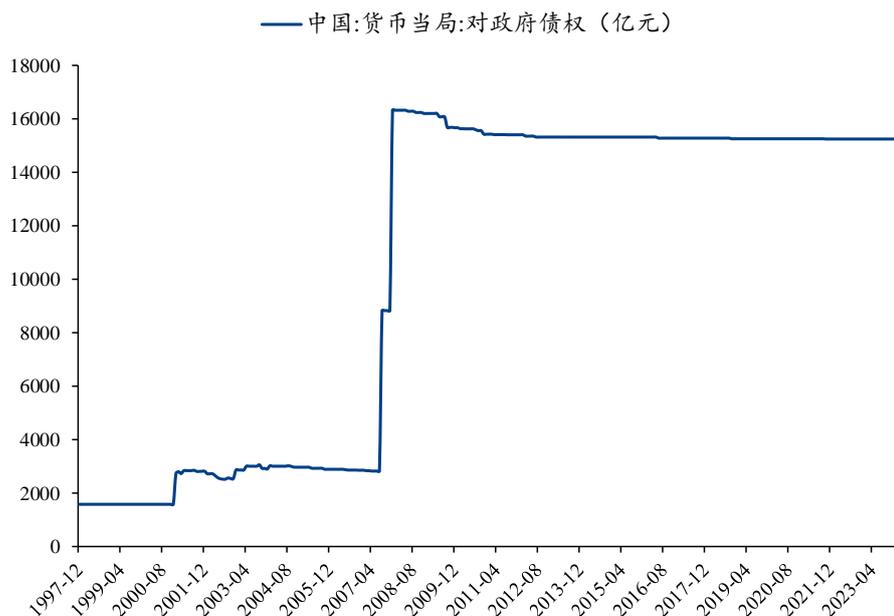
央行之所以采用借券卖出的方式，主要是由于当前持有的长期国债规模较小，直接



卖出对市场影响有限，需要先通过借券扩大持仓规模。央行持有国债余额 1.52 万亿元，已知明细的有 1.36 万亿元，加权剩余期限为 1.37 年，以短久期国债为主。

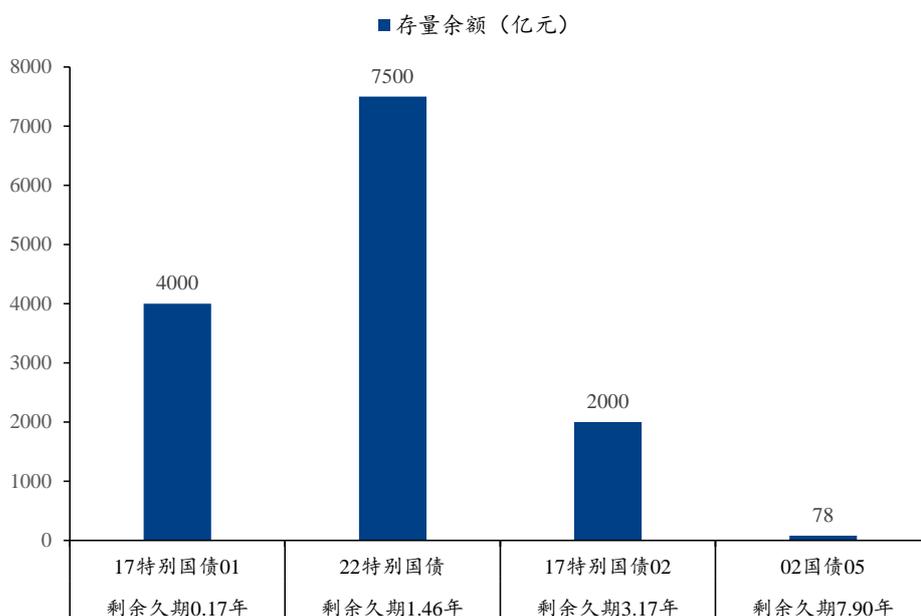
观测央行国债的持仓规模可以通过其资产负债表中“对政府债权”科目，该科目反映央行当前持有国债余额为 1.52 万亿元，占央行总资产的 3.56%。根据历史操作推断，其中 1.36 万亿元国债已知明细情况，主要涉及 4 个券种，依次是 17 特别国债 01（4000 亿元，剩余期限 0.17 年）；22 特别国债（7500 亿元，1.46 年）；17 特别国债 02（2000 亿元，3.17 年）；02 国债 05（78 亿元，7.90 年）。

图表3：央行对政府债权余额



资料来源：Wind、粤开证券研究院整理

图表4：央行国债持仓情况概览



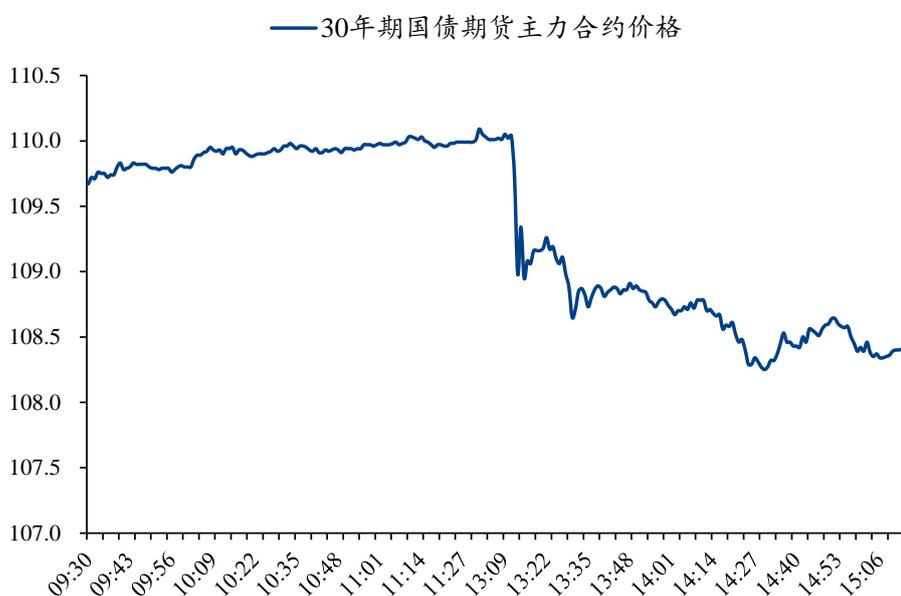


资料来源：央行公开市场交易公告、Wind、粤开证券研究院整理
注：统计截止日期2024年6月28日

三、有什么影响？

短期看，一是影响市场情绪，抑制短期投机行为。前期央行虽然多次提示长债收益率风险引导预期，但效果不佳，而随着央行采取实质行动，卖债进入“实操”环节，债市热度有所下降，前期获利盘加速止盈。截止7月1日收盘，国债期货悉数收跌，30年期主力合约报108.44，跌1.06%；10年期主力合约报104.975，跌0.37%。现货市场中，10年期国债活跃券240004收益率大幅上升，央行公告发布前报2.2115%，随后一度升至2.2850%。

图表5：7月1日30年期国债期货主力合约价格分时图



资料来源：Wind、粤开证券研究院整理

二是若后续卖出债券，将对市场供需产生实质影响，有利于稳定长债收益率，纠偏收益率曲线形态。斜向上的收益率曲线，不仅有助于提振市场预期，也会增强金融机构长期信贷意愿。建议密切关注央行借入国债过程中是否提供质押物，以及借入国债的期限和规模。

三是在资金存量博弈情况下强化了股债跷跷板效应。截止7月1日收盘，上证指数报2994.73，上涨0.92%；沪深300报3478.18，上涨0.48%。

长期看，国债收益率走势关键还是取决于基本面。当前仍面临有效需求不足、微观主体信心偏弱的局面，6月制造业PMI仍在荣枯线以下，长债收益率下行趋势的彻底扭转还需经济基本面的支持。这需要政策进一步发力，固本培元。财政政策加大力度，靠前发力，增发国债，确保必要支出力度，优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态。货币政策腾挪空间，加大对实体经济支持力度，打击银行违规高息揽储行为、支持中小银行补充资本金、适当增加人民币汇率弹性遏制套息交易，进一步降低存量房贷利率等。继续优化房地产政策并尽快扭转房地产价格下行预期，放松限购、增加一线城市



购房指标，从优化存量到释放增量需求；加大政府收储力度并由中央解决部分地方资金问题；增加核心地段高品质商品房供给。详见《重塑激励——2024年下半年宏观经济展望》《当前财政形势及政策应对：推动地方从应急状态回归常态》。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com