

央行借券解读

央行借入国债，国债买卖吞吐流动性机制或开启

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 联系人：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

7月1日，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。

解读：

图1：此前 2.5% 被视为长端利率的“经验下限”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

结论：央行借入国债，并可能在二级市场卖出，具有短期和长期双重意义。短期看，今年以来在配置力量驱动下，债券市场进入“牛市”，央行多次提示长期利率风险的效果并不显著。本次央行可能将提示转为实际操作，进一步“释放信号”，对市场利率进行合理引导。**长期看，**更为重要的是，央行可能以此尝试性地开启新基础货币投放方式。一方面将国债买卖作为吞吐流动性的新工具，另一方面逐步将央行主要资产（和货币发行基础）从外汇向我国主权信用切换。

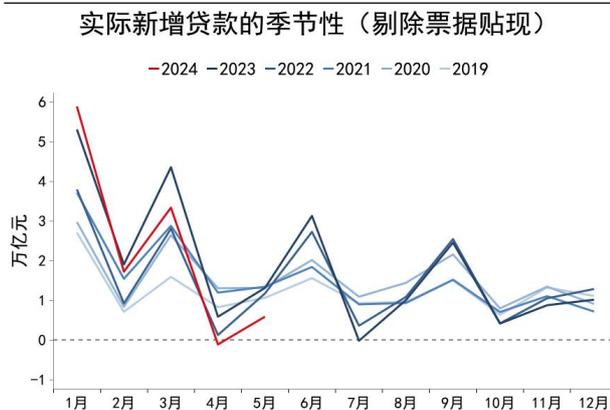
◆ 背景：我国长端利率快速回落

今年以来，我国长期国债利率快速下降。10年期、30年期国债利率相继突破 2.5% 的“经验下限”，从去年末的相对高位，在半年多的时间快速下降约 50BP 至 2.21% 和 2.43%，构成一轮“债牛”。

需要指出的是，本轮“债牛”背后的成因难言积极。首先，国内经济仍处于企稳复苏的前期阶段，恢复基础尚不牢固，社会总体预期有待提振。今年一季度，我国经济呈现良好的恢复性发展态势，实际 GDP 增速超出预期，但进入二季度后，经济增长略显疲态，消费、投资、金融等各项指标总体走弱。6 月 PMI 显示经济增长动能趋缓的势头并未扭转。其次，A 股市场走出震荡行情，叠加市场总体预期不强，在股债跷跷板的作用下，债券配置力度加大。最后，“资产荒”加剧长期国债配置拥挤度。近年，随着地产与城投两

大信用载体进入新发展格局，市场资产结构中兼具稳健和合理收益的资产相对匮乏，银行、基金、保险出现较大配置压力，纷纷通过“拉久期、加杠杆”的方式增厚收益，长期国债受到追捧。此外，随着防范金融“空转套利”，协议存款等高息揽储手段被禁止，部分存款从银行“出表”，转为配置债券基金等产品，进一步加大了买入压力。

图2: 银行贷款真实需求偏弱



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图3: 长期国债利率与经济增长走势背离



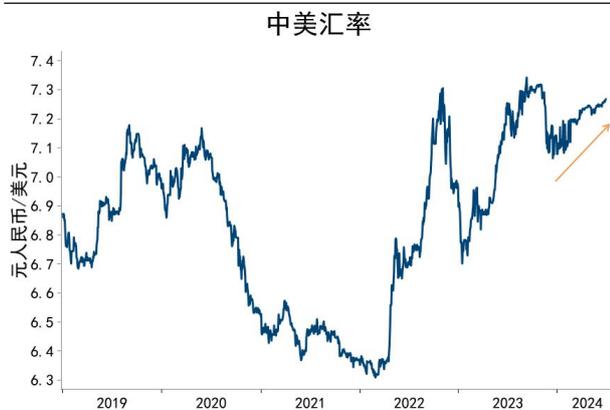
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

然而，“债牛”并非没有风险。理论上，长期国债受到市场“追捧”，客观上有助于降低财政融资成本，释放更多财政空间。但从央行视角观察，仍有两个问题不可忽视：

一是本轮“债牛”缺乏基本面支撑。如前所述，尽管当前我国经济基础仍需巩固，但总体仍处于修复进程中，市场配置力量更多来自于偏弱预期、充裕资金和机构行为。从利率绝对水平看，当前我国经济潜在增速位于5%左右，显著高于长期利率水平。从利率变化方向看，长期利率也与与名义经济增速（实际工业增加值增速+0.6*CPI+0.4*PPI 拟合）出现背离。债券市场素有“牛慢熊快”的特征，当预期扭转时，调整往往快速而剧烈，2022年底受防疫政策放松预期影响，债券利率快速回升引发的赎回踩踏依然历历在目。

二是当前汇率压力较大。人民币对照的一篮子货币中，美元权重最高，中美利差对人民币汇率有较大影响。美联储一再下调年内降息预期，叠加我国长端利率持续下行，中美息差不断扩大，绝对值已经达到200BP附近的历史高位。因此对长端国债利率进行合理引导有助于人民币在合理均衡水平上的基本稳定，防范形成单边贬值预期。

图4: 今年以来人民币贬值压力不断加大



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 中美利差倒挂幅度不断扩大



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

◆ 展望：央行或开启常态化国债吞吐

这样的背景下，央行多次公开发声，提示长端利率风险。4月以来，央行密集与市场沟通长期债券的潜在风险，包括：4月3日货币政策委员会一季度例会强调“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”；4月9日央行与政策性银行座谈指出长久期利率风险值得关注；4月23日《金融时报》表示“投资者需要高度重视利率风险”；5月17日《金融时报》引用市场人士分析，指出“从近年市场正常运行情况看，2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间”；5月30日央行回复外媒问询表示“高度关注当前债券市场变化及潜在风险，必要时会进行卖出低风险债券包括国债操作”，当晚《金融时报》再度强调“2.5%-3%是10年期国债收益率的合理区间”，并提示“若银行存款大量分流债市，人民银行应该会在必要时卖出国债”；6月28日，货币政策委员会二季度例会再度提示“关注长期收益率变化”等。

本次央行借入国债，可能具有短期和长期双重意义。

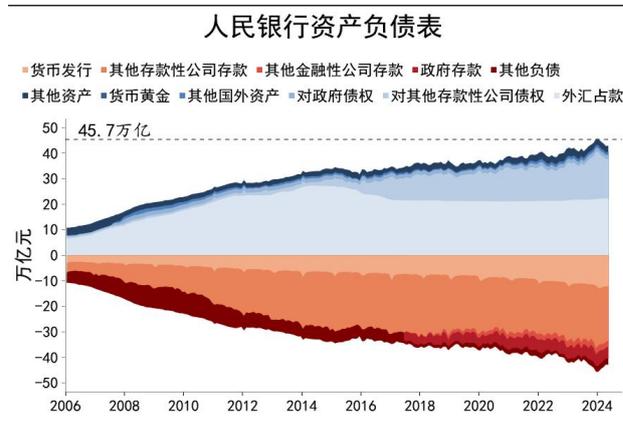
短期看，由于央行多次提示利率风险的效果并不显著，本次借入国债，央行可能将提示转为实际操作，通过国债吞吐进一步“释放信号”，对市场利率进行合理引导。今日（7月1日）午后消息公布后，10年国债期货下跌0.37%，30年下跌1.06%。

图6：我国降准空间已相对有限



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图7：外汇占款占据央行资产“半壁江山”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

长期看，更为重要的是，央行可能以此尝试性地开启新基础货币投放方式。去年中央金融工作会议提出，“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”，指向央行未来投放资金的方式可能发生重要变化。一方面，我国以往长期基础货币的投放方式以降准释放“冻结”的外汇占款为主，但当前降准空间已相对有限，7%的加权法准率距离5%的执行下限仅有200BP空间，亟需新的流动性吞吐方式。另一方面，当前外汇占款仍占据央行资产负债表资产端的“半壁江山”，随着央行逐步将国债买卖作为主要政策工具，国债在央行资产端比重将持续上升，未来人民币的发行基础将从外汇逐步向我国主权信用（即国债）转换。

◆ 风险提示

美联储货币政策波动风险，海外经济步入衰退风险。

相关研究报告：

- 《6月PMI数据解读-价格指数再度回落》——2024-06-30
- 《2024年5月财政数据快评-收支仍弱，财政政策力度指数边际回落》——2024-06-24
- 《5月金融数据解读-金融数据“健身”进行时》——2024-06-15
- 《美国6月FOMC会议点评-就业不衰，鹰派不改》——2024-06-14

《中国通胀数据快评-5月CPI环比表现强于季节性，PPI环比如期转正》——2024-06-13

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032