

2024年07月05日

# 详解国债借入操作的资产负债表传导机制

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第65期）

#### 投资要点

- ◆ **国债借入操作如何影响基础货币和长期国债收益率？**7月5日，媒体报道称人民银行“将采用无固定期限、信用方式借入国债，并将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债”，此前央行于7月1日发布公告称“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”，详细分析可参考我们前期的报告《国债借入操作是货币政策回归中性的明确信号》（2024.7.1）。在创设“国债借入操作”新工具的同时，央行已经开始较快实施短期流动性的回笼操作。我们建议从央行、商业银行资产负债表两步骤变化的角度详细分析对基础货币和长期国债收益率的潜在影响。**国债借入操作工具将如何实施？借入、卖出两个环节又将如何影响基础货币和长期国债收益率？**我们提供一个基于央行和商业银行资产负债表的深度视角。
- ◆ **第一步：央行借入国债，同时增加非储备信用，基础货币不变。**完整的操作涉及两个步骤：央行借入国债、央行卖出借入的国债。其中在第一步央行借入国债中，央行资产端增加国债持有，负债端增加非储备信用，在属性上和我们之前预测的发行央行票据是一致的，都不增加基础货币投放，不存在“现金质押”或“既有国债置换”的必要性。从第一步骤中我们可以得出一个结论，仅借入操作本身，既不增加也不减少基础货币，也不会改变金融机构对国债的需求结构，国债供给也不发生改变而仍由财政部发行节奏所最终决定。但央行创设的类央票的非储备信用负债工具，需考虑从债券借入价格或新负债工具利率的角度，对商业银行借出国债实施市场化的合理补偿，那么这个定价或者利率水平的确定机制，是高于还是低于原商业银行持有国债的到期收益率，也将代表着央行的货币政策立场方向。
- ◆ **第二步：央行将借入的国债卖出，回笼基础货币，并抬升利率曲线。**在第二个步骤，央行“视债券市场运行情况”，择机卖出借入的国债，将在央行资产负债两侧分别等额减计“对中央政府债权”资产和非现金的其他储备货币负债，基础货币对应回笼，商业银行对中央政府债权（国债资产）重新增加，同时准备金存款相当于置换为了不能用于信用扩张的“对中央银行债权”，金融体系对国债的需求、财政部发行国债的节奏均与第一步一样不受影响。也就是说，实际上只有两个步骤都完成后，央行实现了基础货币回笼，才能向债券收益率特别是长端实现向上压力的传导。
- ◆ **由此我们得出一个明确的推论：央行实施国债借入操作时，并不造成国债供需和基础货币的变化，但可能通过政策信号传导效应影响长端国债需求侧预期，国债收益率曲线长端可能提前有所上行，短端暂无直接影响；而在央行对借入的国债实施卖出时，短端资金面利率将因为实现了基础货币净回笼而率先走高，国债收益率曲线的长端则在资金面趋紧导致的商业银行资产结构优化过程中外溢性的出现上行。**
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股有色金属板块领涨，国防军工板块跌幅较深；美债收益率整体下行，中国长端国债收益率大幅上行，中美10Y利差收窄；美元指数小幅回落，CNY贬值。
- ◆ **风险提示：**央行回笼流动性快于预期、货币政策加速转向中性风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002  
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

国债借入操作是货币政策回归中性的明确信号 2024.7.1

外部环境严峻、投资增长降温，拖累 PMI 连续低迷——PMI 点评（2024.6） 2024.6.30

7.3 之后，汇率何去何从？ 2024.6.30

财政深度专题-超长期特别国债：这次有什么不一样？ 2024.6.27

PPI 改善为何未能带动企业利润向好？——工业企业利润点评（2024.5） 2024.6.27



## 内容目录

国债借入操作如何影响基础货币和长期国债收益率? .....	3
第一步: 央行借入国债, 同时增加非储备信用, 基础货币不变 .....	3
第二步: 央行将借入的国债卖出, 回笼基础货币, 并抬升利率曲线 .....	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP) .....	6

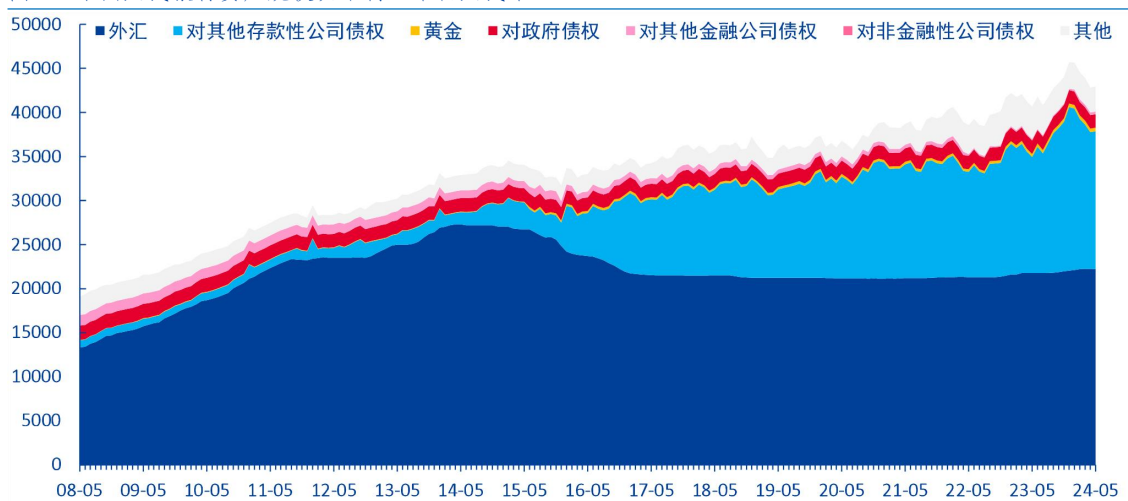
## 图表目录

图 1: 中国人民银行资产规模及结构 (十亿人民币) .....	3
图 2: 第一步: 国债借入操作 央行与商业银行资产负债表变动结构 .....	4
图 3: 第二步: 借入的国债实施卖出 央行与商业银行资产负债表变动结构 .....	5
图 4: 全球股市: 本周海外主要股指普遍上涨, A 股科创 50 跌幅最深 .....	6
图 5: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股有色金属板块领涨, 国防军工板块跌幅较深 .....	6
图 6: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股 IT 板块领涨, 健康护理板块跌幅较深 .....	6
图 7: 美国国债收益率变动幅度: 本周美债收益率整体下行 .....	7
图 8: 中国国债收益率变动幅度: 本周中国长端国债收益率大幅上行 .....	7
图 9: 本周中国国债短端收益率下行约 1BP (%) .....	7
图 10: 中美 10Y 利差收窄 (%) .....	7
图 11: 10Y 国开债与国债利差小幅收窄 (%) .....	8
图 12: 1Y、3Y 信用利差较上周持平 (BP) .....	8
图 13: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn) .....	8
图 14: 主要央行政策利率 (%) .....	8
图 15: 全球汇率: 美元指数小幅回落 .....	8
图 16: CNY 小幅贬值 .....	8
图 17: 本周金价有所上行 .....	9
图 18: 本周原油价格继续升温 .....	9
图 19: 6 月下旬煤价有所回落 .....	9
图 20: 本周铜价大幅上涨 .....	9

## 国债借入操作如何影响基础货币和长期国债收益率？

媒体报道称人民银行“将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债”，我们建议从央行、商业银行资产负债表两步骤变化的角度详细分析对基础货币和长期国债收益率的潜在影响。7月5日，金融时报等多家媒体均报道称，人民银行“已与几家主要金融机构签订了债券借入协议”，“目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元”，并称“将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债”。此前，央行于7月1日发布公告称“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”，5日媒体报道是对国债借入操作方式的一定程度的解释。在创设“国债借入操作”新工具的同时，央行已经开始较快实施短期流动性的回笼操作。7月初至今，央行通过7天逆回购等工具持续回笼流动性，本周净回笼达7400亿，为3月以来回笼量最高单周。国债借入操作工具将如何实施？借入、卖出两个环节又将如何影响基础货币和长期国债收益率？我们提供一个基于央行和商业银行资产负债表的深度视角。

图 1：中国人民银行资产规模及结构（十亿人民币）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

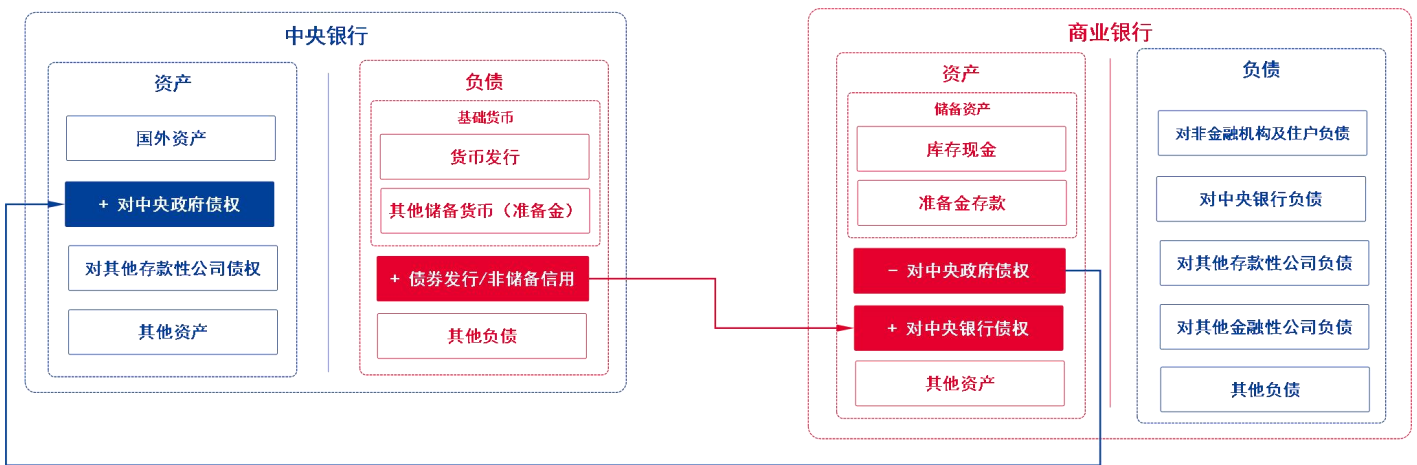
### 第一步：央行借入国债，同时增加非储备信用，基础货币不变

完整的操作涉及两个步骤：央行借入国债、央行卖出借入的国债。其中在第一步央行借入国债中，央行资产端增加国债持有，负债端增加非储备信用，在属性上和我们之前预测的发行央行票据是一致的，都不增加基础货币投放，不存在“现金质押”或“既有国债置换”的必要性。央行国债借入操作明确是通过“无固定期限、信用方式”借入，这在央行资产负债表一侧意味着，资产端将增加国债持有，即“对中央政府债权”增加，而不是MLF等基础货币投放工具所形成的对其他存款性公司债权增加，更不是此前市场部分观点讨论提及的“既有国债置换”的方式，事实上因为央行资产端所持有的有所有权的国债主要都是存续的2007年用于注资中投公司所发行的特别国债，这部分央行持有的国债本身应当不具有活跃的流动性，也无必要性；同时在央行负债端，当前较为明确的是并不会以任何方式增加基础货币投放，从而不是此前市场部分观点讨论提及的“现金质押”形式，另一方面，近二十年来已有大量实践的央行票据负债，实际

上就是央行的非储备货币信用存在的负债形态，也就是说，本次实施的国债借入操作，在央行负债端，既可以直接与央行票据同样记录于“债券发行”负债项下，也可以创设一个和央行票据类似的“非储备货币信用”新增负债项，而其性质和央票除在不设置到期时间方面有所区别之外，在避免因增持国债而创设基础货币的意义上，实际上是高度相近的。在商业银行资产负债表上，央行的国债借入操作改变资产端结构，商业银行将对应减少对中央政府债权，同时等额增加对中央银行债权，准备金存款、商业银行负债端主要项目将维持不变。

从第一步借入环节央行和商业银行资产负债表结构上我们可以得出一个结论，仅借入操作本身，既不增加也不减少基础货币，也不会改变金融机构对国债的需求结构，国债供给也不发生改变而仍由财政部发行节奏所最终决定。但央行创设的类央票的非储备信用负债工具，需考虑从债券借入价格或新负债工具利率的角度，对商业银行借出国债实施市场化的合理补偿，那么这个定价或者利率水平的确定机制，是高于还是低于原商业银行持有国债的到期收益率，也将代表着央行的货币政策立场方向。

图 2：第一步：国债借入操作 央行与商业银行资产负债表变动结构



资料来源：中国人民银行，华金证券研究所

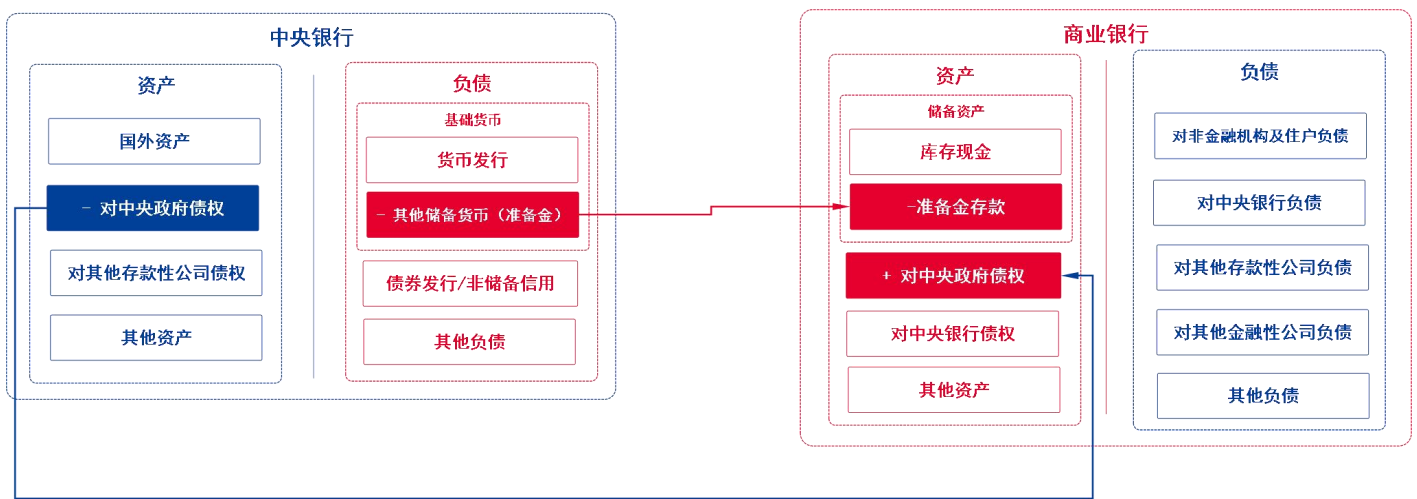
## 第二步：央行将借入的国债卖出，回笼基础货币，并抬升利率曲线

在第二个步骤，央行“视债券市场运行情况”，择机卖出借入的国债，将在央行资产负债两侧分别等额减计“对中央政府债权”资产和非现金的其他储备货币负债，基础货币对应回笼，商业银行对中央政府债权（国债资产）重新增加，同时准备金存款相当于置换为了不能用于信用扩张的“对中央银行债权”，金融体系对国债的需求、财政部发行国债的节奏均与第一步一样不受影响。也就是说，实际上只有两个步骤都完成后，央行实现了基础货币回笼，才能向债券收益率特别是长端实现向上压力的传导。央行借入的国债出售时，央行资产端对中央政府债权（即持有的国债资产）减少，负债端由于商业银行用准备金购买这一部分央行出售的国债，所以实现了基础货币的回笼。在商业银行资产负债表上，因为重新购入了国债，所以对中央政府债权资产重新增加，但同时因为使用准备金存款购买国债，准备金存款资产相应等额减少。而央行票据或者其他不是准备金的商业银行对中央银行债权资产，均不能用于资产购买。由此，两个步骤合并来看，央行资产端不变，负债端准备金减少、非储备信用工具或央行票据增加，实现了结构性的

基础货币回笼，商业银行国债资产不变，准备金存款减少的同时，不能用于创设信用的对中央银行债权相应增加，总资产负债规模同样不变。此外，两步骤合并来看，国债市场的需求结构、供给节奏均不受影响，也就是说，央行创设“国债借入操作”工具，并择机卖出之后，事实上只有通过结构性回笼基础货币，抬升资金面利率的方式，再向长端国债收益率形成利率曲线内的长短端传导，而不是通过直接改变国债供需关系的方式。

由此我们得出一个明确的推论：央行实施国债借入操作时，并不造成国债供需和基础货币的变化，但可能通过政策信号传导效应影响长端国债需求侧预期，国债收益率曲线长端可能提前有所上行，短端暂无直接影响；而在央行对借入的国债实施卖出时，短端资金面利率将因为实现了基础货币净回笼而率先走高，国债收益率曲线的长端则在资金面趋紧导致的商业银行资产结构优化过程中外溢性的出现上行。

图 3：第二步：借入的国债实施卖出 央行与商业银行资产负债表变动结构



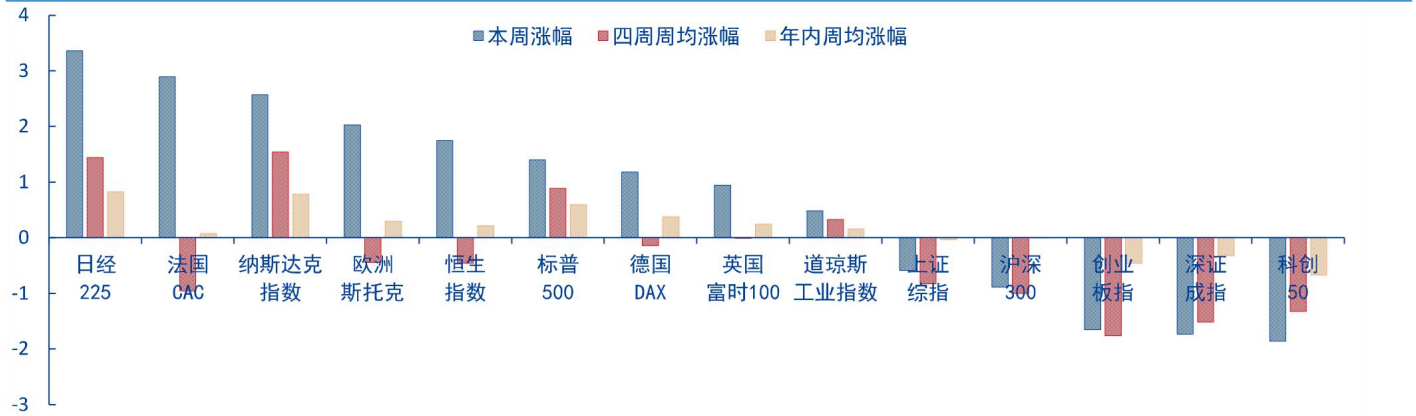
资料来源：中国人民银行，华金证券研究所

**风险提示：**央行回笼流动性快于预期、货币政策加速转向中性风险。



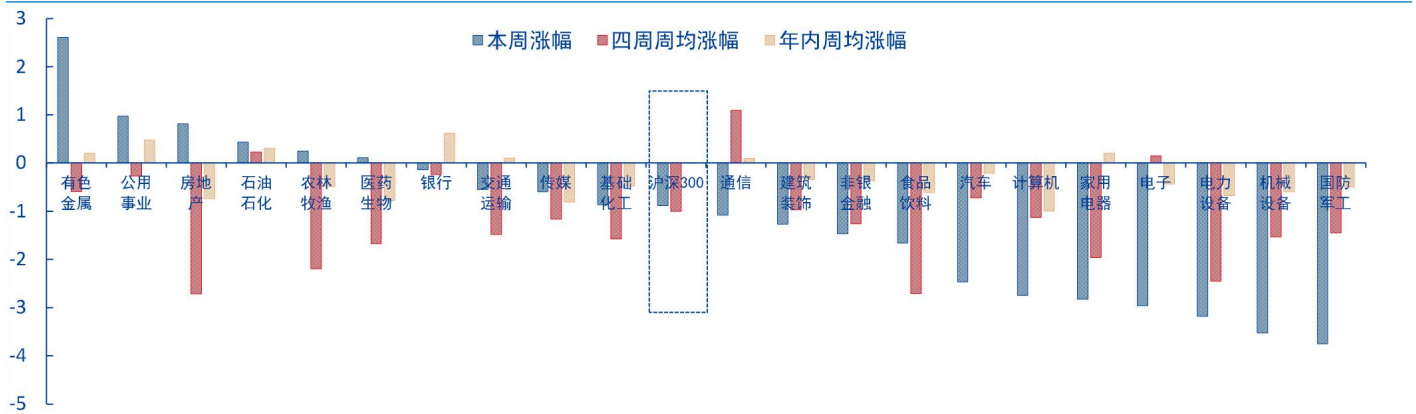
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 4: 全球股市: 本周海外主要股指普遍上涨, A 股科创 50 跌幅最深



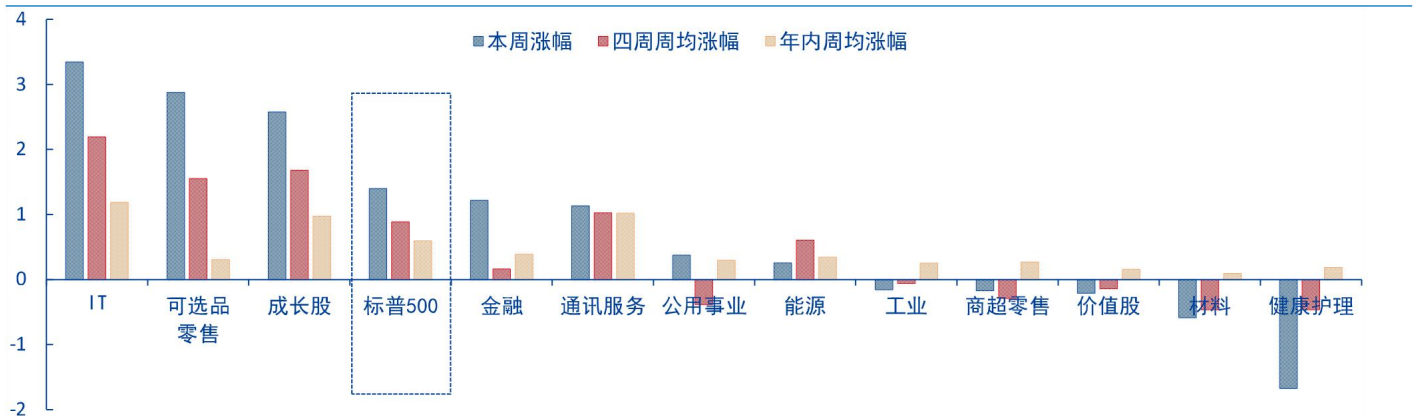
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 5: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股有色金属板块领涨, 国防军工板块跌幅较深



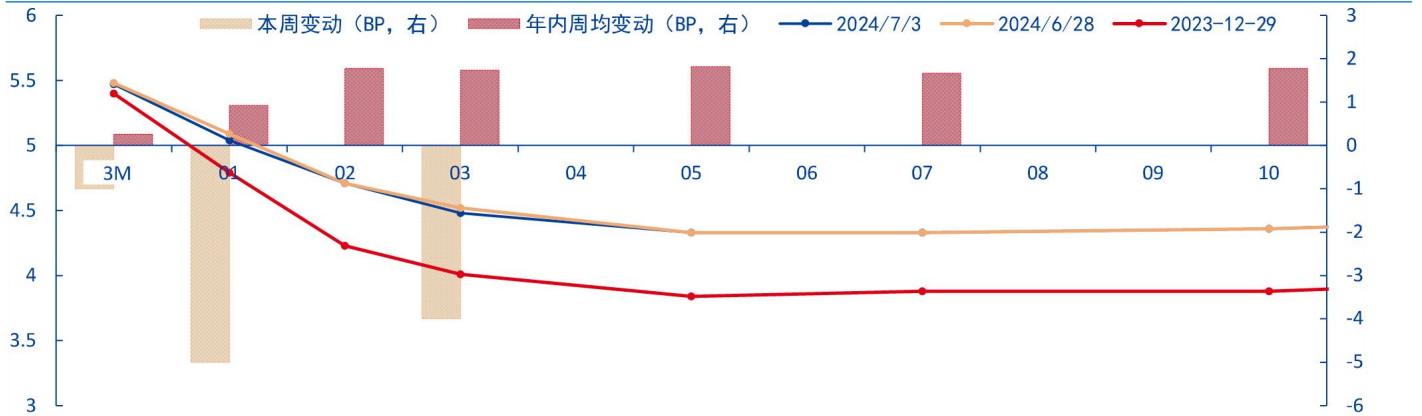
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股 IT 板块领涨, 健康护理板块跌幅较深



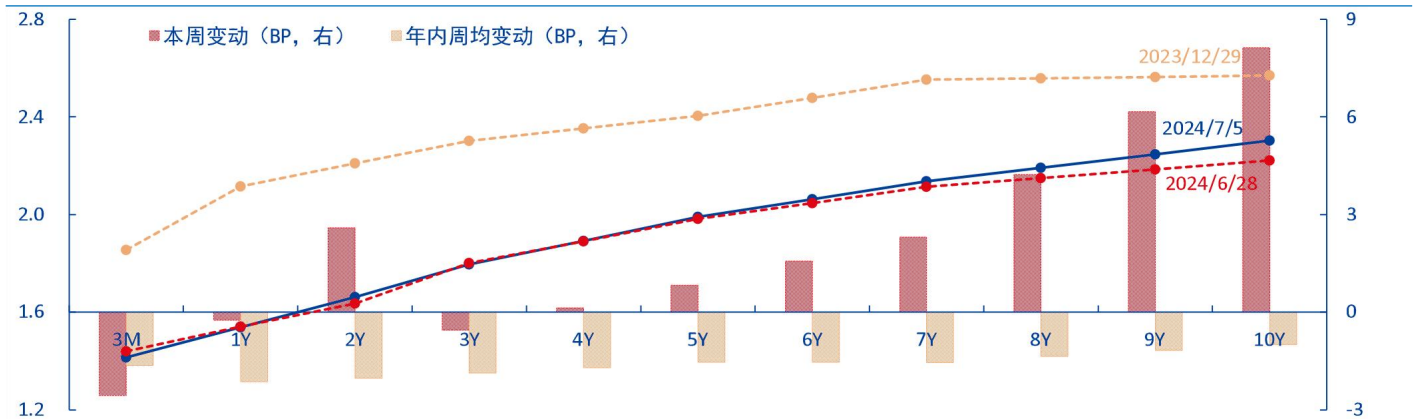
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体下行



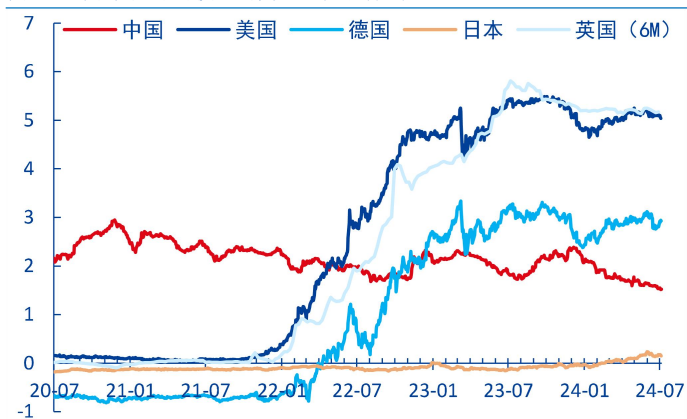
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：中国国债收益率变动幅度：本周中国长端国债收益率大幅上行



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 9：本周中国国债短端收益率下行约 1BP（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：中美 10Y 利差收窄（%）



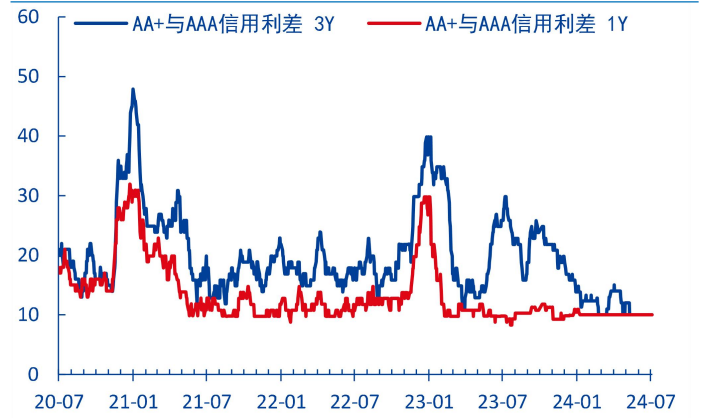
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11: 10Y 国开债与国债利差小幅收窄 (%)



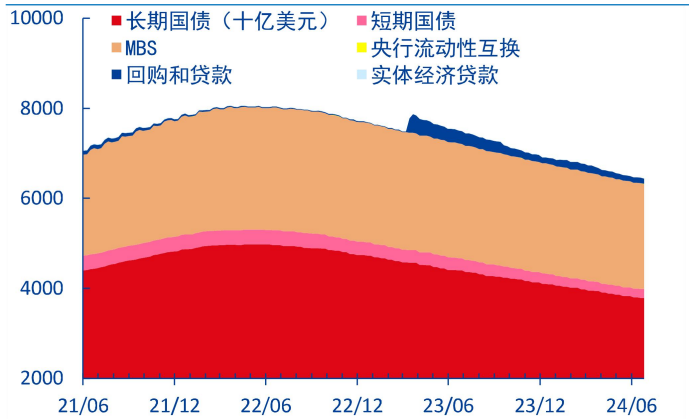
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 1Y、3Y 信用利差较上周持平 (BP)



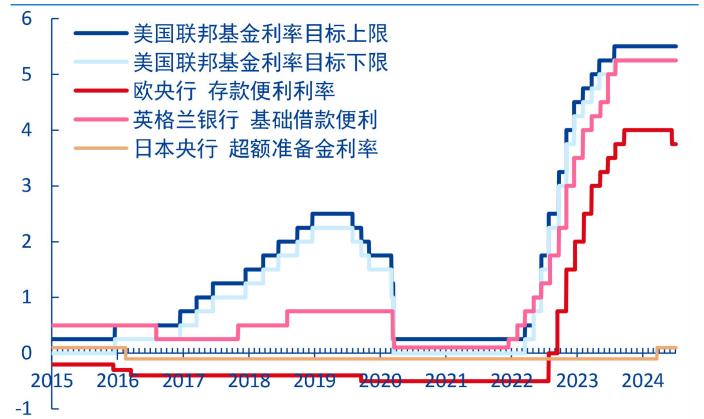
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



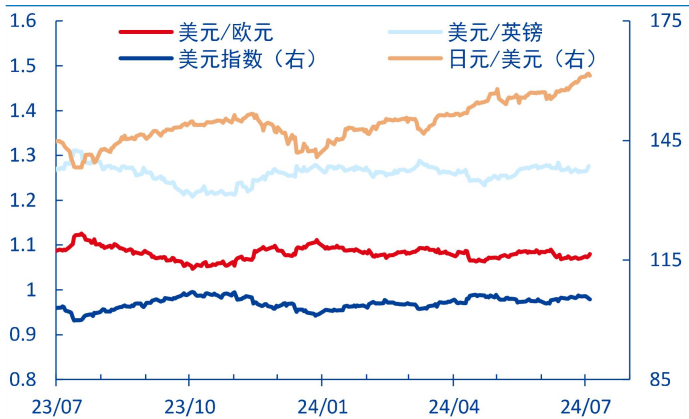
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 全球汇率: 美元指数小幅回落



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

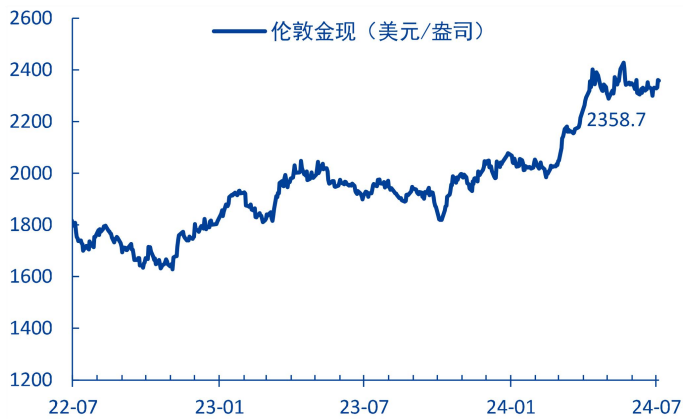
图 16: CNY 小幅贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

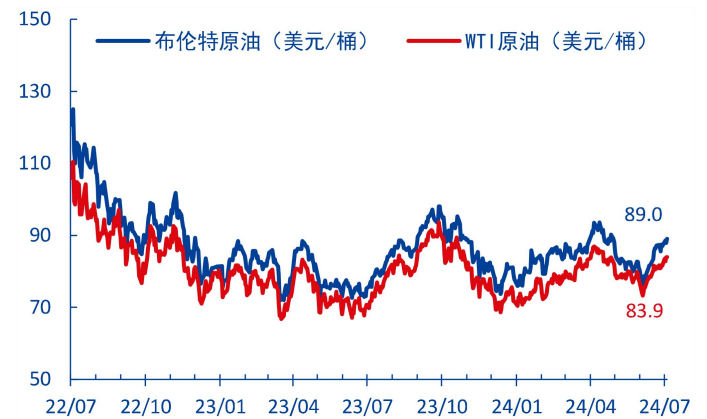


图 17: 本周金价有所上行



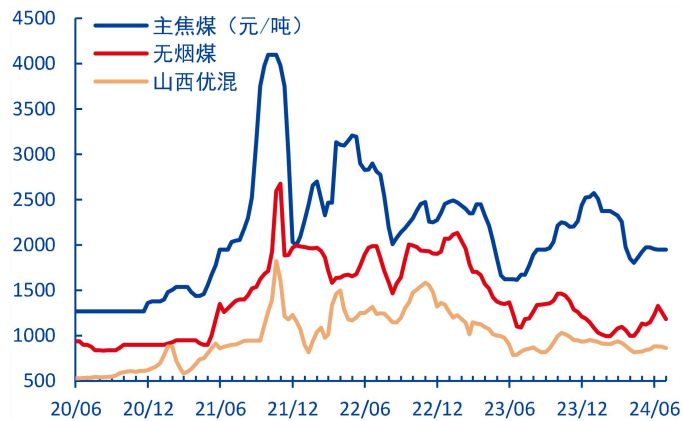
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 本周原油价格继续升温



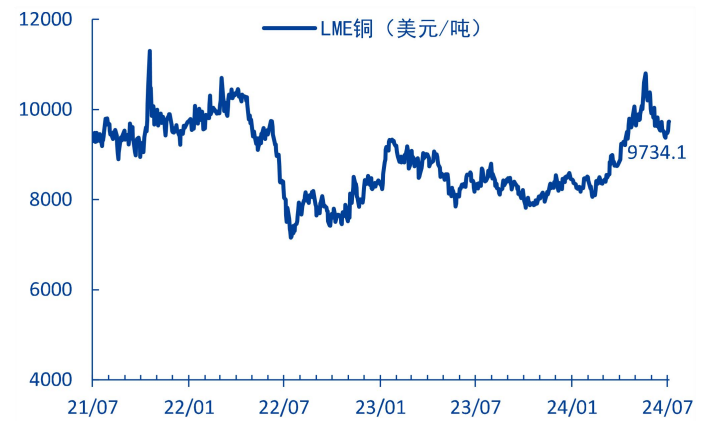
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 6 月下旬煤价有所回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 本周铜价大幅上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn