

如何看央行国债借入操作

本周关注：

- 央行的长期国债借入操作就是为了改变长端收益率下行过快的问题，受此影响，本周债券收益率曲线显著走陡。
- 若收益率太低，则经济预期和汇率不保，反之则信贷投放和社会融资规模不保，这必然涉及取舍问题。一个中庸之道是：曲线变陡的同时，曲线不会总体上移，也就是说，央行不能用总量政策解决长端收益率的问题。
- 但央行的卖空操作，实际上也蕴含着一些总量政策，比如，若央行卖掉借入的债券，则相对于货币政策的收紧，这时，央行在其他渠道应多投放货币，以保证流动性总量的稳定，这意味着，受到实质压力的，只可能是长久期债券。
- 央行的干预的确会给长端利率带来压力，短期可适当规避，央行借入债券的“无期限”设计代表着央行在长端收益率的事情上也是面对着一一定的压力，因此，我们的确应认真对待这个政策对市场的影响。但是，目前看 10Y 收益率在曲线中的位置并不高，因此，这些政策上的变化不会影响我们之前继续推荐 10Y 国债的结论
- 理性看待美国 4、5 月非农数据的大幅下修，即使在下修后，美国非农就业人数的增长速度也在 1.7% 附近，比起 2019 年非农就业情况和目前的 GDP 增长情况来说，非农就业的增长速度还是偏高的，美国经济也许还在强韧性的状态之中，因此而预测 9 月美国降息的投资者，可能会落空。
- 现在的环境简单而直接，一则 risk-off 的趋势目前看来，只能靠强力且非常规的政策扭转，二则这种 risk-off 可能即将会传导到全球商品周期中来，因此，利率债的利好环境应未变化，A 股量价收缩，黑色系商品表现一般，往后来看，risk-off 依然是一个更为顺畅且确定的方向。

投资建议：

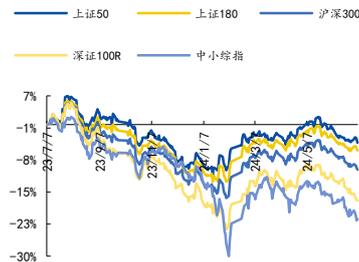
- 宏观经济：大规模设备更新的速度正在下降，这将导致宏观增长的位置可能会缓慢向去年年底的位置弥合。
- 资产配置：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的 risk-off，利率债应该还是占优资产。
- 权益市场：考虑到信用投放的问题依然无法解决，指数层面表现有限，可适当关注出口、出海及环保这些阿尔法层面的景气机会。
- 利率债：若流动性梗阻无法解决，利率债的行情持续性仍然有。综合考虑多方因素，建议仍然保持中性久期，但慎赌超长期利率债。
- 信用市场：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- 商品市场：商品周期可能重新下降，5 月的商品有概率是周期高点。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	2949.93
深圳成指：	8695.55
沪深 300：	3431.06
中小盘指：	3223.60
创业板指：	1655.59

主要市场走势图



资料来源：Wind

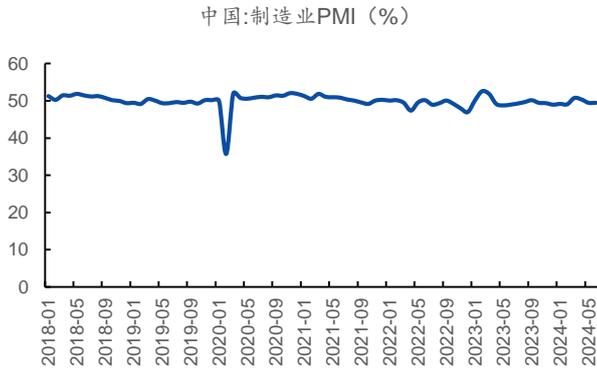
相关研究报告

- 《如何看待经济趋势》2024.06.30
- 《货币政策的坚持与善良》2024.06.23

报告作者

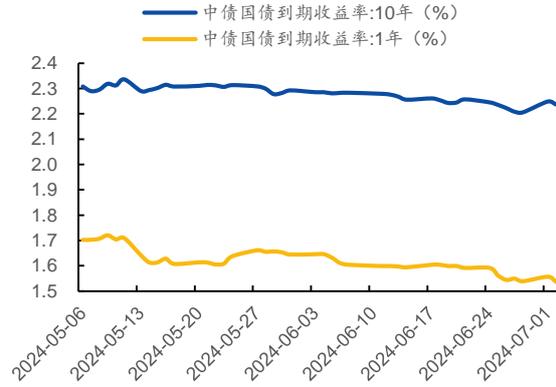
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图 1：中国 PMI 走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：1Y 和 10Y 国债收益率走势图



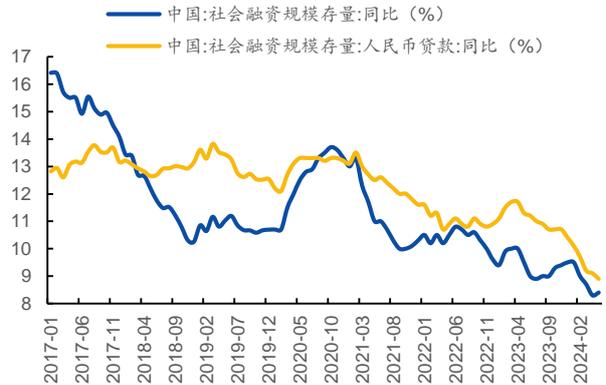
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：狭义社融同比增速走势图



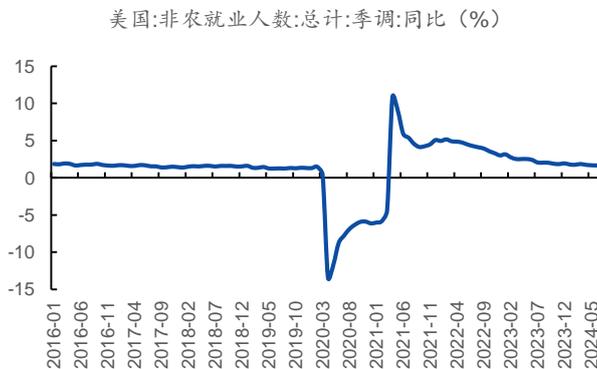
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：广义社融与人民币贷款同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：美国非农就业情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：美国 GDP 同比增速走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 邮编：100027