



央行里程碑 货币新时代

2024年8月30日

- **央行开启国债买卖日常操作，将成为央行公开市场操作的里程碑，迎来基础货币吞吐新时代。**8月30日，央行发出国债买卖业务公告[2024]第1号，根据公告，央行在8月国债买卖的操作方式是买入短债+卖出长债，买入短期国债意在投放基础货币，卖出长期国债则意在阻断可能的长债泡沫，维护金融稳定。买入短债+卖出长债的组合有助于保持收益率曲线正常的向上形态。8月央行净买入债券1000亿元，实现基础货币净投放。央行保持“宽货币”政策意图明显，年内国债买卖可能继续保持净买入。本次央行国债买卖公告采用的方式是月末最后一个交易日公告全月操作情况，后续国债买卖可能延续按月公告的方式。
- **央行为何开启国债买卖的日常操作？**第一，中国货币政策仍具有正常操作空间，央行买卖国债是丰富政策工具箱，增加投放基础货币方式。央行在公开市场进行国债买卖操作时点更为灵活，覆盖的期限更为广泛，可以作为其他投放基础货币方式的有效补充。第二，**央行在二级市场开启国债买卖是转向价格型调控为主的必由之路，国债收益率曲线将成为重要的货币政策操作目标之一。**政策利率、利率走廊和利率由短及长的传导是实现价格调控的关键。在利率由短及长的传导中，国债收益率曲线将扮演重要角色，成为央行的货币政策操作目标之一。央行收益率曲线的操作目标可能是保持收益率曲线正常的向上的形态。央行保持收益率曲线正常的向上的形态可能有三点考量：保持投资的正向激励、缓解银行净息差、实现自主的降息。**现阶段央行对国债收益率曲线的引导可能通过三个公开市场操作工具：逆回购+MLF+买卖国债。未来可能逐步过渡到逆回购+买卖国债。**第三，**买卖国债是货币与财政协同发力的交汇点。**央行买卖国债可以熨平政府债券集中发行可能带来的流动性冲击，避免资金价格的剧烈波动。将于**9月10日召开的人大常委会以及10月份的人大常委会或是观察增量财政工具出台的重要观察时间节点。**届时央行可能会加大公开市场买卖国债操作，协同发力。
- **如何看待央行买入4000亿元特别国债？不属于公开市场买卖国债的日常操作，不影响市场流动性。**8月29日，财政部发行到期续作特别国债，面向境内有关银行定向发行，央行面向有关银行开展公开市场操作，买入4000亿元特别国债。本次续作特别国债采取定向发行并不影响市场流动性。并且等额滚动发行，央行并未扩表，财政不增加赤字。**央行本次买入的4000亿元特别国债较难作为公开市场国债买卖的储备标的。**如果央行通过二级市场卖出本次续作的4000亿元特别国债，最终持有者将从央行转移至金融机构、企业和居民，将改变该笔特别国债的用途属性（由收入转移工具变为了公开市场筹资工具），使得政府债券与中投公司资产的对应关系打破，中投上缴利润、财政还本付息的方式也将改变。且如果通过卖断方式出售，理论上来说还本付息将不再是央行和财政之间的内部记账处理，而是财政部需要向金融机构、企业、居民还本付息，**这其中可能涉及到预算科目的调整以及是否应该重新纳入赤字的讨论，**从流程上或需提请全国人大或人大常委会审议。结合上述因素来

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 聂天奇

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

看，我们认为央行未来卖出该笔特别债券的概率依然较低。本次操作也并未列入央行新增的“公开市场国债买卖业务公告”中。

- **货币政策展望及对投资的影响：“顺风”的逆周期已开启，货币宽松的三个路径：降息、降准、国债买卖。**央行的二季度货币政策执行报告中，针对国际、国内经济金融形势，央行已做出当下是中国货币政策“顺风”的逆周期判断。在9月美联储降息几乎已成定局的背景下，中国货币政策的空间再次打开，自主性提升。年内剩余月份MLF的到期量较大，叠加政府债迎来融资的阶段高峰。未来仍有进一步释放中长期流动性的必要，降准可能会到来，幅度可能在25-50BP。另外，9月份7天OMO利率、LPR也有调降空间，随后MLF利率跟随调降，幅度约为10~15BP。如果降息如此落地，10年期国债收益率的波动区间可能下探至2.0%-2.1%。宽货币的基调下，年内央行国债买卖可能保持净买入，增加基础货币投放。

一、央行开启国债买卖日常操作

央行开启国债买卖日常操作,将成为央行公开市场操作的里程碑,迎来基础货币吞吐新时代。

今年 6 月陆家嘴论坛,央行明确“逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱”。提到“人民银行正在与财政部加强沟通,共同研究推动落实”。

央行二季度货币政策执行报告提出“充实货币政策工具箱,丰富和完善基础货币投放方式,在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。

8 月 30 日,央行发出国债买卖业务公告[2024]第 1 号,“为贯彻落实中央金融工作会议相关要求,2024 年 8 月人民银行开展了公开市场国债买卖操作,向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债,全月净买入债券面值为 1000 亿元。”

根据公告,央行在 8 月国债买卖的操作方式是买入短债+卖出长债,买入短期国债意在投放基础货币,卖出长期国债则意在阻断可能的长债泡沫,维护金融稳定。买入短债+卖出长债的组合有助于保持收益率曲线正常的向上形态。8 月央行净买入债券 1000 亿元,实现基础货币净投放。央行保持“宽货币”政策意图明显,未来国债买卖可能继续保持净买入。本次央行国债买卖公告采用的方式是月末最后一个交易日公告全月操作情况,后续国债买卖可能延续按月公告的方式。

二、央行为何开启国债买卖的日常操作?

央行为何开启国债买卖的日常操作?第一,丰富基础货币的投放方式;第二,央行开启国债买卖是转向价格型调控的必由之路,收益率曲线将成为货币政策操作目标之一;第三,货币与财政协同发力的交汇点。

中国货币政策仍具有正常操作空间,央行买卖国债是丰富政策工具箱,增加投放基础货币方式。PSL 和结构性货币政策工具虽然有投放基础货币的效果,但意在引导信贷加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度,直达实体经济。PSL 主要是通过政策性银行投向特定领域,产生的杠杆效应带来信用扩张,具有准财政功能意在支持实体经济发展。结构性货币政策工具主要是围绕“五篇大文章”,加大对信贷的方向引导,有针对性地支持经济中的重点领域和薄弱环节。逆回购期限一般是 7 天、14 天,投放资金偏短期。中期借贷便利 MLF 可以提供中期基础货币,但央行在公开市场进行国债买卖操作时点更为灵活,覆盖的期限更为广泛。可以作为有效补充。

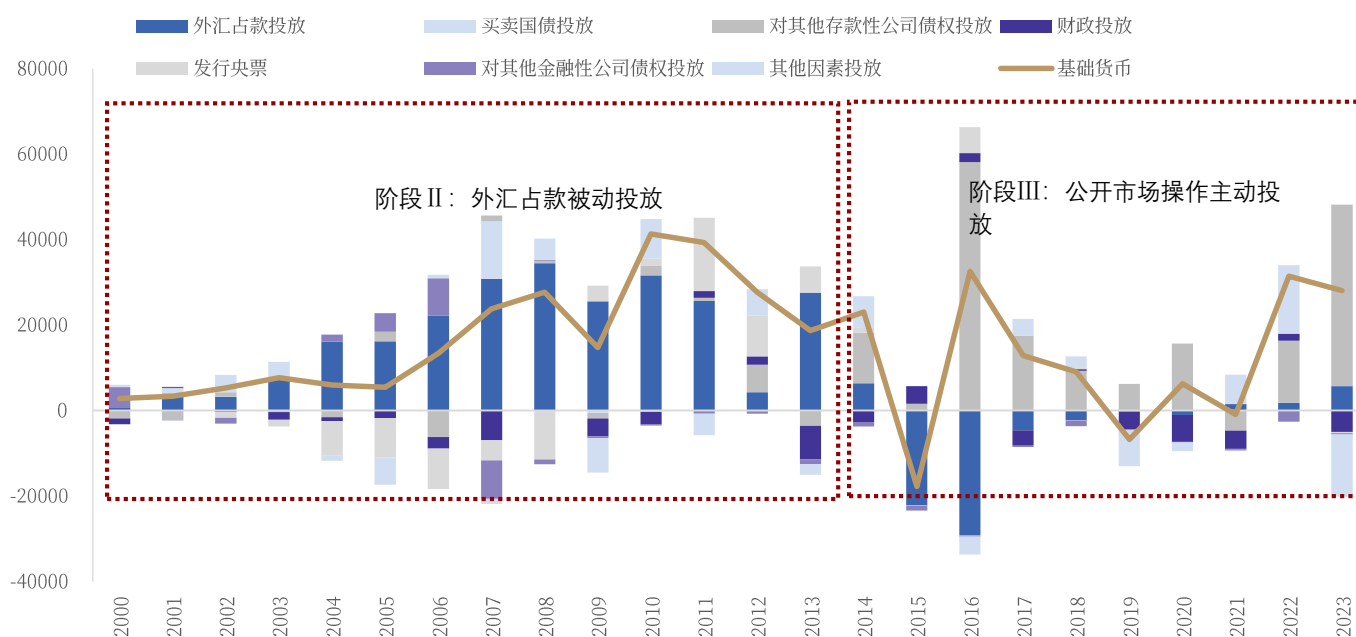
中国央行投放基础货币的方式大致分为三个阶段

阶段 I: 2000 年之前,央行通过再贷款投放基础货币。

阶段 II: 2000 年-2013 年,外汇占款主导基础货币投放,属于被动投放,央行没有完全掌握基础货币投放的数量和节奏。加入 WTO 之后,中国出现了经常账户和资本账户的双顺差,外汇上升。2012 年之前实行的是强制结售汇制度,私人部门的外汇通过商业银行上缴到央行,央行口径的外汇占款不断上升。这阶段央行可以采用外汇市场上结售汇操作投放基础货币,表现为央行从商业银行手中购买外汇而对应投放人民币。

阶段III：2014年-至今，央行创新货币政策工具自主投放基础货币，央行主导基础货币扩张的速度和节奏。从2014年开始，央行通过再贴现、再贷款、公开市场操作（逆回购、MLF）、PSL、结构性货币政策工具等主动投放的基础货币量开始不断提升，对央行资产负债表的影响表现为“对其他存款性公司债权”占比逐步提升。2015年末占比8.4%，2016年末快速上升至24.7%，2022年末来到34.4%，2023年快速增长至40.6%。

图1：中国央行投放基础货币的来源（亿元）



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

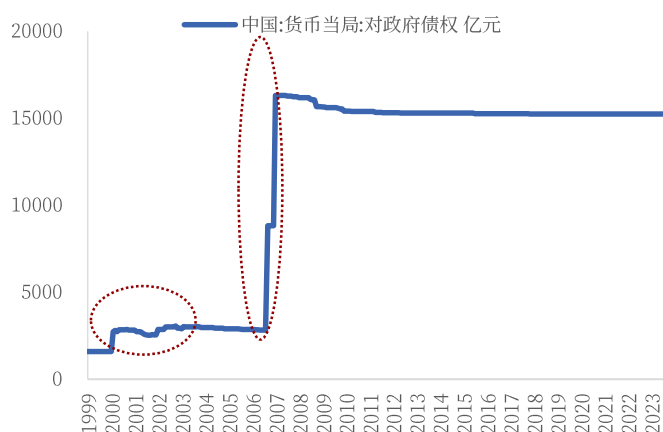
央行在二级市场逐步开启国债买卖实际上是转向价格型调控为主的必由之路，国债收益率曲线将成为重要的货币政策操作目标之一，发挥重要作用。潘功胜行长在陆家嘴论坛上提出，未来货币政策调控的中间变量将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。政策利率、利率走廊和利率由短及长的传导是实现价格调控的关键。因此，政策利率、利率走廊的上限、下限、国债收益率曲线将可能成为货币政策操作目标。央行已采取的行动包括强化7天逆回购操作利率的主要政策利率属性，将公开市场操作招标方式改为固定利率的数量招标。MLF做为中期政策利率正在逐步淡出。增加午后临时正、逆回购操作，在不改变现有利率走廊格局的情况下，将短期利率的运行保持在相对较窄的70BP的区间。央行未来可能的行动包括强化7天逆回购做为政策利率的权威性，研究适度收窄利率走廊宽度，和疏通利率由短及长的传导。在利率由短及长的传导中，国债收益率曲线将扮演重要角色，成为央行的货币政策操作目标之一。

央行收益率曲线的操作目标可能是保持收益率曲线正常的向上的形态。央行之所以要保持收益率曲线正常的向上的形态，有三点考量：保持投资的正向激励、缓解银行净息差、实现自主的降息。央行在多个场合强调“保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用”。收益率曲线走向平坦化无疑会压缩银行净息差。央行当前对长债利率的关切实际上是为下一步更自主的降息创造空间。一方面如果长债利率过于快速的下行，将过度消耗央行降息的操作空间，另一方面需要保持中美利差在合意水平，否则将给人民币汇率带来贬值压力。

现阶段央行对国债收益率曲线的引导可能通过三个公开市场操作工具：逆回购+MLF+买卖国债。未来可能逐步过渡到逆回购+买卖国债。逆回购和 MLF 做为短期和中长期的基础货币投放工具，分别对短期和中长期的资金价格水平产生直接影响，并间接影响不同期限的国债收益率。MLF 政策利率身份虽然将逐渐淡出，但这并不意味着 MLF 的价格没有任何引导作用。相反，在利率市场化改革尚未完成之前，MLF 利率将做为中期资金的价格水平，在利率由短及长的传导中扮演重要角色，并对收益率曲线的形态构成重要影响。MLF 对长期国债的利率仍然有部分锚定作用。8 月央行已开启公开市场买卖国债的常规操作，公开市场买卖国债可以通过灵活操作购买和卖出的国债期限与数量，对收益率曲线产生更为精准的影响。未来 MLF 可能逐步淡出收益率曲线引导身份。

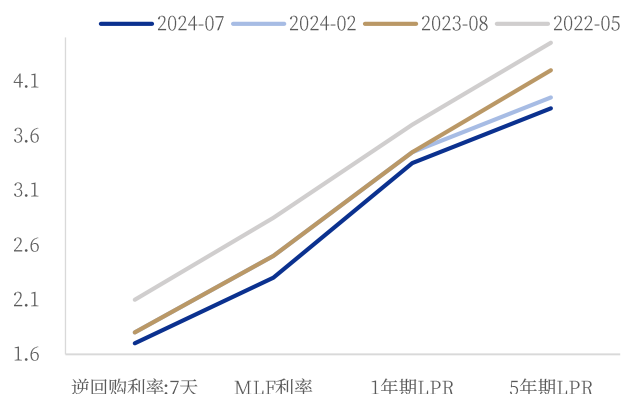
买卖国债是货币与财政协同发力的交汇点。央行买卖国债可以熨平政府债券集中发行可能带来的流动性冲击，避免资金价格的剧烈波动。从目前财政收支数据来看，由于税收收入和土地收入双双不及预期，今年全年预算收支缺口或在万亿元以上，对此，7 月政治局会议也提出“及早储备并适时推出一批增量政策举措”。我们认为伴随九月份美联储降息，外部压力缓解，9 月 10 日召开的人大常委会以及 10 月份的人大常委会或是观察增量财政工具出台的重要观察时间节点。届时央行可能会加大公开市场买卖国债操作，协同发力。

图2：对政府债权



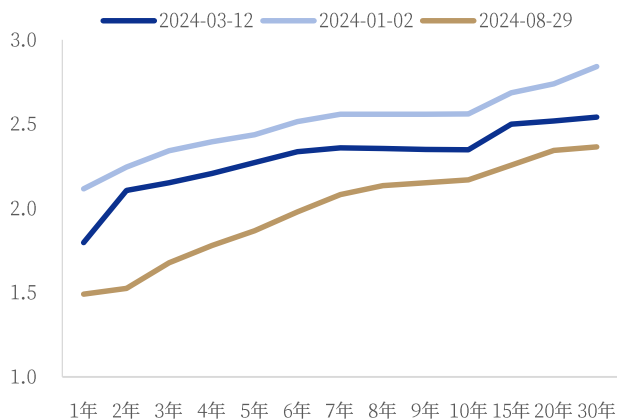
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：利率曲线 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：国债收益率曲线 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：10年期国债收益率与 MLF 利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

三、如何看待央行买入 4000 亿元特别国债？

8月29日，财政部发行到期续作特别国债，在全国银行间债券市场面向境内有关银行定向发行，央行面向有关银行开展公开市场操作并在官网的“公开市场业务交易公告”栏目公告。央行从公开市场买入4000亿元国债延续历史操作方式，不属于公开市场买卖国债的日常操作。本次续作特别国债采取定向发行并不影响市场流动性。并且等额滚动发行，央行并未扩表，财政不增加赤字。

2007年特别国债是中投公司的资本金来源。2007年8月至12月，财政部共计发行了1.55万亿元特别国债作为中国投资有限责任公司的资本金，期限为10年、15年，其中1.35万亿元向农业银行定向发行并由人民银行买断。该特别国债陆续到期，财政部采取滚动发行的方式进行等额续作。

当年发行实际上分为三个步骤：1、财政部面向有关银行定向发行特别国债，募集人民币；2、财政部利用特殊国债募集所得人民币，向央行购买外汇，然后将外汇注入中投公司，补充其资本金；3、央行用出售外汇所得人民币，在二级市场向特别国债定向发行机构购买特殊国债。在整个过程中，商业银行资产负债表中途发生改变，但最终状态与初始相同。财政部扩表，资产增加“对中投公司股权”，负债增加“特别国债”。央行并未扩表，只是资产端两个项目一增一减，表现为资产端项目的转换，“外汇”项减少，“对政府债权”项增加。该特别国债的利息支付方式采用，由中投公司上缴至财政，体现在中央政府性基金收入的“中央特别国债经营基金财务收入”之中，然后财政再向央行偿还国债利息。

表1：2007年特别国债发行明细

债券简称	发行日期	到期日	发行票面利率(%)	发行面额(亿元)	期限(年)
07 特别国债 01	2007-08-29	2017-08-29	4.30	6000	10
07 特别国债 02	2007-09-17	2022-09-18	4.68	320	15
07 特别国债 03	2007-09-21	2017-09-24	4.46	351	10
07 特别国债 04	2007-09-28	2022-09-29	4.55	363	15
07 特别国债 05	2007-11-02	2017-11-05	4.49	350	10
07 特别国债 06	2007-11-16	2022-11-19	4.69	356	15
07 特别国债 07	2007-12-11	2022-12-11	4.45	7500	15
07 特别国债 08	2007-12-14	2017-12-17	4.41	263	10
			合计	15502	

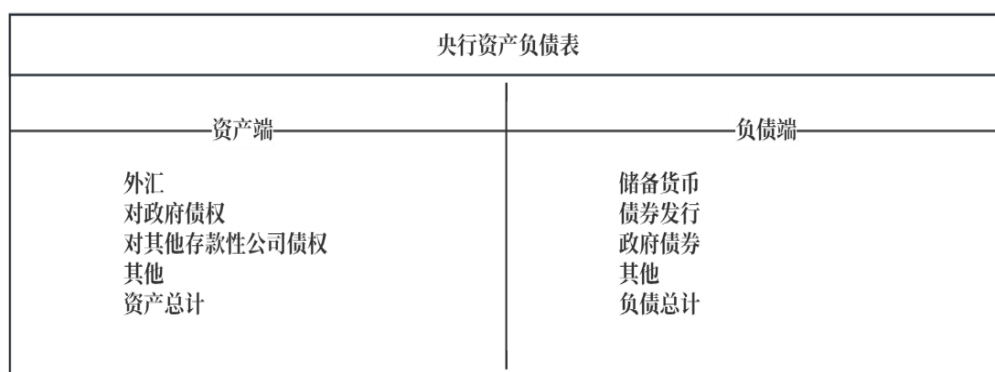
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表2: 特别国债续作发行明细

债券简称	发行日期	到期日	发行票面利率(%)	发行面额(亿元)	期限(年)
07 特别国债 01	2007-08-29	2017-08-29	4.30	6000	10
07 特别国债 07	2007-12-11	2022-12-11	4.45	7500	15
17 特别国债 01	2017-08-29	2024-08-29	3.60	4000	7
17 特别国债 02	2017-08-29	2027-08-29	3.62	2000	10
22 特别国债	2022-12-12	2025-12-12	2.48	7500	3
24 续作特别国债 02	2024-08-29	2039-08-29	2.25	1000	15
24 续作特别国债 01	2024-08-29	2034-08-29	2.17	3000	10

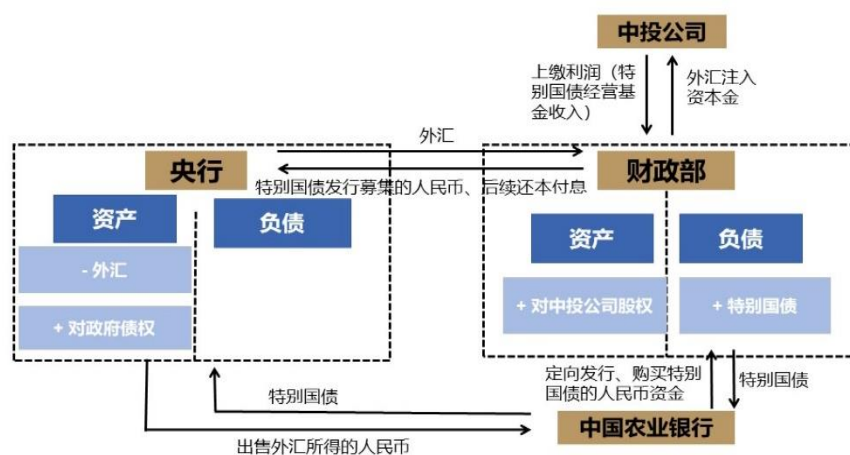
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图6: 央行资产负债表 (简化版)



资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究院

图7: 2007 年特殊国债发行示意图



资料来源: 中国人民银行, 财政部, 中国银河证券研究院

本次续作特别国债采取定向发行并不影响市场流动性。并且等额滚动发行，央行并未扩表，财政不增加赤字。“07 特别国债 01” 6000 亿元到期之后，分成 7 年期 4000 亿元的“17 特别国债 01”和 10 年期 2000 亿元的“17 特别国债 02”两笔进行续作，本次续作特别国债为“17 特别国债 01”到期之后的再次续作（见表 2）。本次财政部延续以前年度做法，继续采取滚动发行的方式，向有关银行等额定向发行，所筹资金用于偿还当月到期本金。由于是定向发行所以对二级市场流动性不会产生冲击。由于等额滚动发行，并不增加财政赤字。央行也并未扩表，“对政府债权”科目金额不变。同时，商业银行的报表也并未发生改变。

央行本次买入的 4000 亿元特别国债较难作为公开市场国债买卖的储备标的。

需要区分“特别国债”的不同属性。2007 年定向发行的 1.35 万亿元特别国债的最终持有者是中国人民银行，该笔特别国债实际发挥了将外汇资产从央行转移到财政的作用。而 2007 年市场化发行的 2000 亿元和 2020 年 1 万亿元抗疫特别国债的最终持有者为金融机构、企业和居民，特别国债的作用是为特定目的向公开市场筹资。

如果央行通过二级市场卖出本次续作的 4000 亿元特别国债，最终持有者将从央行转移至金融机构、企业和居民，将改变该笔特别国债的用途属性（由收入转移工具变为了公开市场筹资工具），使得政府债券与中投公司资产的对应关系打破，中投上缴利润、财政还本付息的方式也将改变。且如果通过卖断方式出售，理论上来说还本付息将不再是央行和财政之间的内部记账处理，而是财政部需要向金融机构、企业、居民还本付息，这其中可能涉及到预算科目的调整以及是否应该重新纳入赤字的讨论，从流程上或需提请全国人大或人大常委会审议。结合上述因素来看，我们认为央行未来卖出该笔特别国债的概率依然较低。本次操作也并未列入央行新增的“公开市场国债买卖业务公告”中。

四、货币政策展望及对投资的影响

“顺风”的逆周期已开启，货币宽松的三个路径：降息、降准、国债买卖。央行的二季度货币政策执行报告中，针对国际、国内经济金融形势，央行已做出当下是中国货币政策“顺风”的逆周期判断。国际方面，全球经济复苏动能弱化，通胀压力缓解，劳动力市场降温。经济、通胀、就业数据均支持主要央行进入降息周期，这为中国降息提供友好的“顺风”环境。国内方面，新增“为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境”，弱化“避免资金沉淀空转”，强调在发展中防范化解金融风险。货币政策基调转向宽松，删除“跨周期”，货币政策更具“逆周期”属性，货币政策目标由金融稳定切换至促进经济增长，将为“保 5”创造条件。在 9 月美联储降息几乎已成定局的背景下，中国货币政策的空间再次打开，自主性提升。年内剩余月份 MLF 的到期量较大，叠加政府债迎来融资的阶段高峰。未来仍有进一步释放中长期流动性的必要，降准可能会到来，幅度可能在 25-50BP。另外，9 月份 7 天 OMO 利率、LPR 也有调降空间，随后 MLF 利率跟随调降，幅度约为 10~15BP。如果降息如此落地，10 年期国债收益率的波动区间可能下探至 2.0%-2.1%。宽货币的基调下，年内央行国债买卖可能保持净买入，增加基础货币投放。

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn