



研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

8 月 30 日下午 5 点，中国人民银行发布消息称，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。

核心观点

■ 长期：人民币流动性结构转变

央行国债买卖操作开启了人民币流动性主动扩张的序幕。从央行资产负债表的角度，随着“公开市场国债买卖操作”的正式实施，资产端的结构将逐渐从“国外资产”向“对政府负债”转变，意味着负债端的“货币发行”将从“美元主权信用”转向“人民币主权信用”，对于未来人民币流动性供给的“以我为主”特征将进一步明显。

人民币流动性结构的转变或加剧美元流动性收紧的风险。从长期的角度来看，随着人民币流动性供给结构的转变，或将成为中国金融去依附的开始（8 月美国总统国安事务助理沙利文访华，中美博弈进入新阶段），也将加剧全球美元流动性的不确定性。从短期的角度来看，随着美联储 9 月“预防式降息”增强美元资产的吸引力，以及日元央行再次加息驱动套息交易平仓和南海不确定性的再次增强，美元流动性有进一步收紧的风险，增加国内人民币流动性供给的对冲需要。

■ 短期：展望人民币资产的回升

货币政策的支持性作用增强。去年 10 月中央金融工作会议指出“始终保持货币政策的稳健性”和“充实货币政策工具箱”；今年 8 月公布的财政政策执行报告将积极财政政策的目标从“巩固和增强经济回升向好态势”转向“着力增强经济持续回升向好态势”。随着财政政策的进一步积极，央行国债买卖操作正是货币政策在“宏观政策协调配合”的体现。

人民币资产的回升通道将打开。从外部条件角度，在 9 月 18 日美联储“预防式”降息正式落地前，市场依然存在流动性宽松预期下的反弹空间。从内部条件角度，随着“地方政府债务风险得到整体缓解”和“国债买卖作为基础货币投放方式”的正式开启，央行资产负债表结构的转变或将改善国内流动性空间，8 月份央行买短卖长的扭曲操作在推动收益率曲线短期陡峭化的同时，也推动人民币 8 月以来表现出快速升值的特征。我们认为，未来一个季度在宏观策略上对于股指的配置可以转为更为积极的逢低配置。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
附录	3
8月30日：国债买卖业务公告 [2024]第1号	3
8月30日：2024年上半年中国财政政策执行情况报告	3
附图	4

图表

图1：央行主要操作利率 单位：%	4
图2：存款准备金率水平 单位：%	4
图3：央行逆回购投放和回笼情况 单位：万亿元	4
图4：结构性货币政策工具情况 单位：%，亿元	4
图5：国债净融资情况 单位：亿元	4
图6：国债收益率曲线变动 单位：%	4
图7：中国截止2024Q2宏观杠杆率 单位：%GDP	5
图8：中国宏观杠杆率增速 单位：%YoY	5
图9：人民银行资产负债结构 单位：万亿元	5
图10：人民银行资产负债一年变动 单位：万亿元	5

附录

8月30日：国债买卖业务公告 [2024]第1号¹

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。

8月30日：2024年上半年中国财政政策执行情况报告²

财政部当天发布的执行报告“财政政策展望”中指出，“下一步，财政部将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，因地制宜发展新质生产力，着力推动高质量发展，围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革，适度加力、提质增效实施好积极的财政政策，**着力增强经济持续回升向好态势**，推动坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，且第一项任务是“（一）加大财政政策实施力度”。

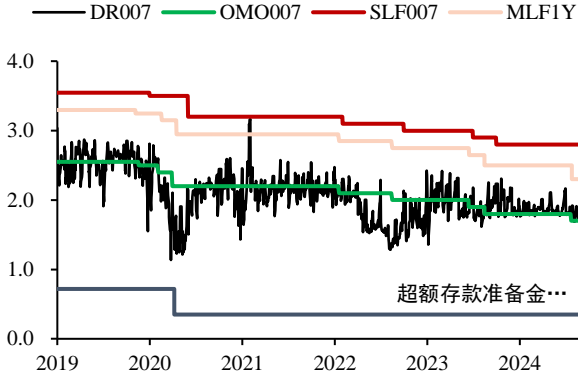
而在3月发布的2023年执行报告“2024年财政政策展望”中，财政部指出，“2024年，财政部将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届三中全会精神，按照中央经济工作会议部署，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，积极的财政政策适度加力、提质增效，**巩固和增强经济回升向好态势**，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，且将扩内需放在了第二项任务“（二）支持扩大国内需求”中。

¹ 参见：<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/5442785/5445617/index.html>

² 参见：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202408/t20240830_3942886.htm

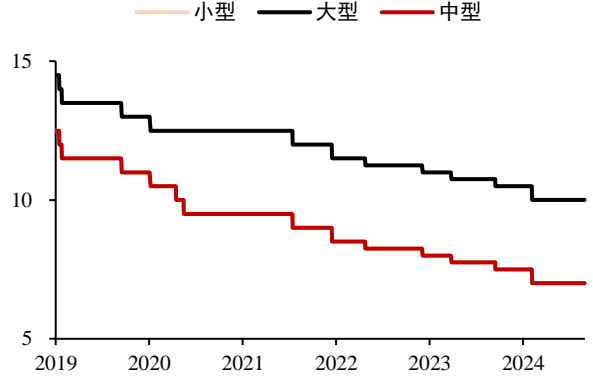
附图

图 1: 央行主要操作利率 | 单位: %



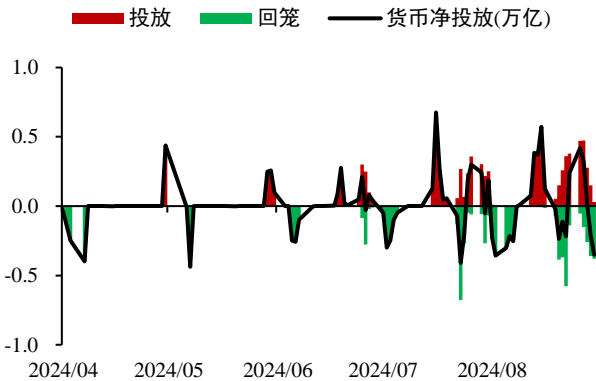
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 2: 存款准备金率水平 | 单位: %



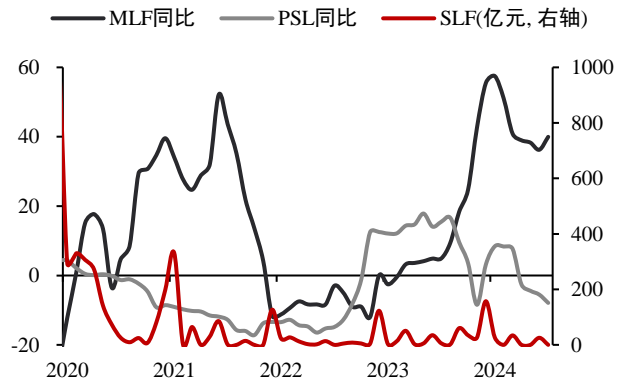
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: 央行逆回购投放和回笼情况 | 单位: 万亿元



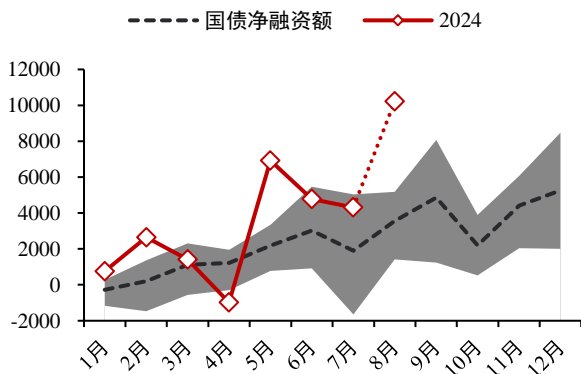
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 4: 结构性货币政策工具情况 | 单位: %, 亿元



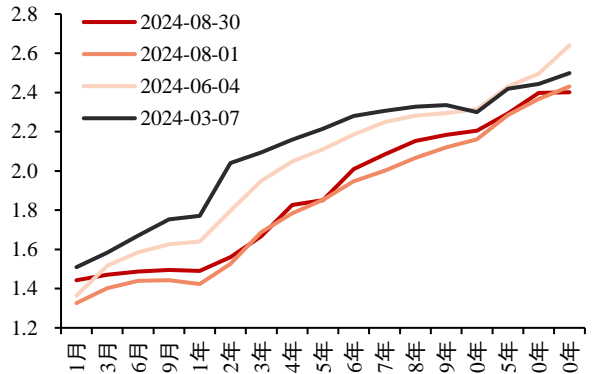
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: 国债净融资情况 | 单位: 亿元



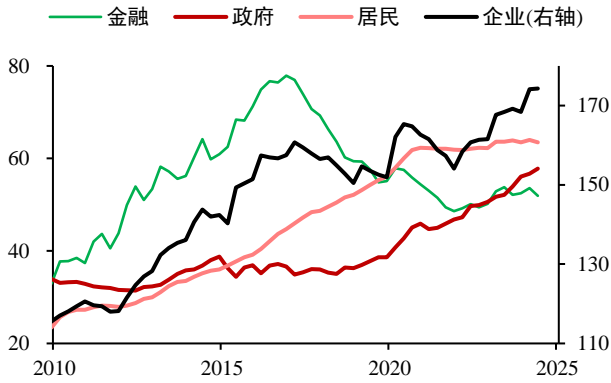
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 6: 国债收益率曲线变动 | 单位: %



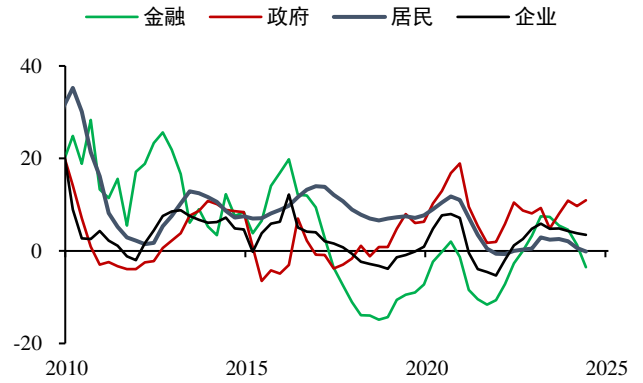
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 7：中国截止 2024Q2 宏观杠杆率 | 单位：%GDP



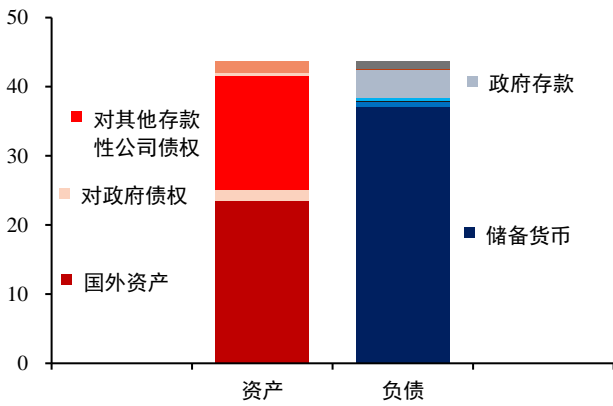
数据来源：CNBS 华泰期货研究院

图 8：中国宏观杠杆率增速 | 单位：%YoY



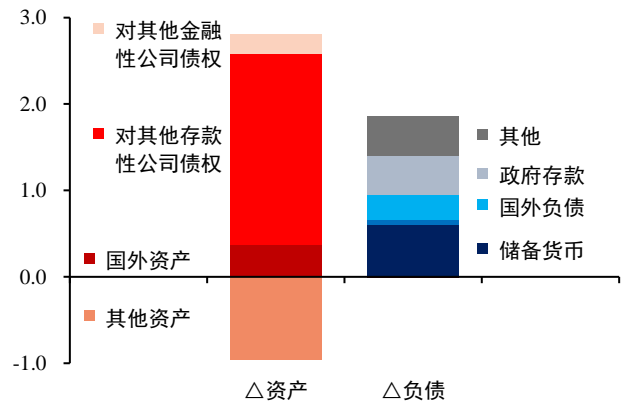
数据来源：CNBS 华泰期货研究院

图 9：人民银行资产负债结构 | 单位：万亿元



数据来源：PBC 华泰期货研究院

图 10：人民银行资产负债一年变动 | 单位：万亿元



数据来源：PBC 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com