

如何理解央行买卖国债？



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2024 年 04 月 25 日

★两轮央行买卖国债操作复盘

现有政策规定，我国央行可以在二级市场上买卖国债。2000-2003 年，为管理流动性，我国央行频繁进行买卖国债的操作。彼时受制于国内国债市场规模较小，现券买卖包括了国债和政金债，且由于当时短期国债规模低，央行买卖现券的期限以 10 年和 7 年为主。2007 年，为配合财政部门提升外汇管理效能，央行购入了约 1.35 万亿元的特别国债，主要期限为 10 年和 15 年。财政部用募集资金向央行购买外汇，最终成立中投公司。

★如何理解央行买卖国债？

未来财政稳信用必要性上升，国债供给放量后对资金面冲击加剧，而降准、MLF 等中长期流动性管理工具均存在不足。央行买卖国债作为流动性管理方式被重启，存在必要性。从长期来看，央行买卖国债也能推动货币发行方式转向主权信用模式，国债将成为人民币的锚，货币传导效率也会提升。

我国常规货币政策仍有空间、现券交易作为流动性管理工具更为关注短端利率水平、央行双向操作，尽量避免透支政府信用，因此我国央行买卖国债和海外 QE 存在本质区别。值得注意的是，央行现券交易也将作为一种货币政策工具储备，这至少意味着央行对于收益率曲线的潜在调控能力上升。

★央行买卖国债，对债市影响几何？

国债期货大跌的直接导火索不是央行买卖国债，而是央行认为长期利率水平过低。现券交易作为流动性管理工具，应尽可能降低对于长债利率的影响，暂时来看，央行直接干预超长债的概率低。策略方面：1) 单边操作需观察市场情绪，暂不建议做多。2) 可以考虑用短端的 TS、TF 和超长的 TL 做陡曲线。3) 若后续超长债明显超跌，可关注反套机会。4) 较为担忧调整的机构可关注空头套保策略。

★风险提示：

输入性通胀压力上升，政府债集中发行，央行收紧流动性。

张荣东

宏观策略分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

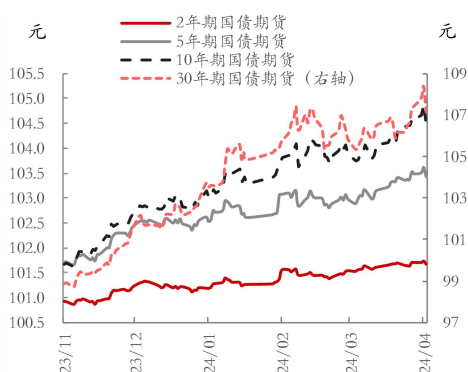
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com

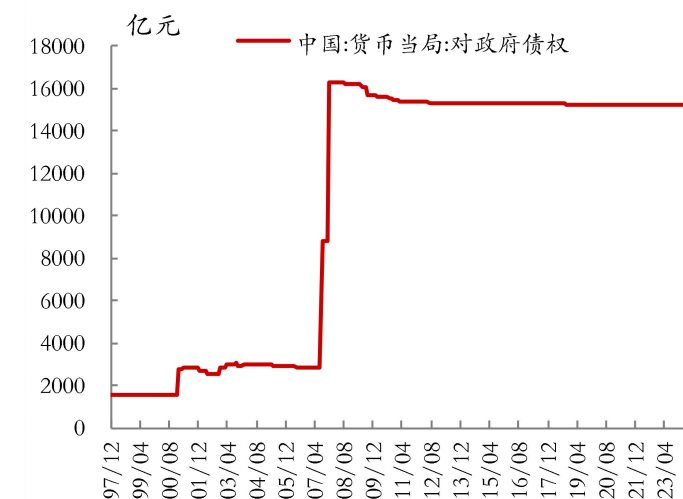


4月23日，央行有关负责人在《金融时报》记者采访时表示，“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”。同时，央行负责人再度表达了对于长期利率水平偏低以及利率风险的担忧。受央行表态的影响，24日国债期货全线下跌，30年期主力合约跌1.17%报107.1元，10年期主力合约跌0.36%报104.48元，5年期主力合约跌0.17%，2年期主力合约跌0.07%。那么，该如何理解央行买卖国债，国债后市又将怎么走呢？

1、两轮央行买卖国债操作复盘

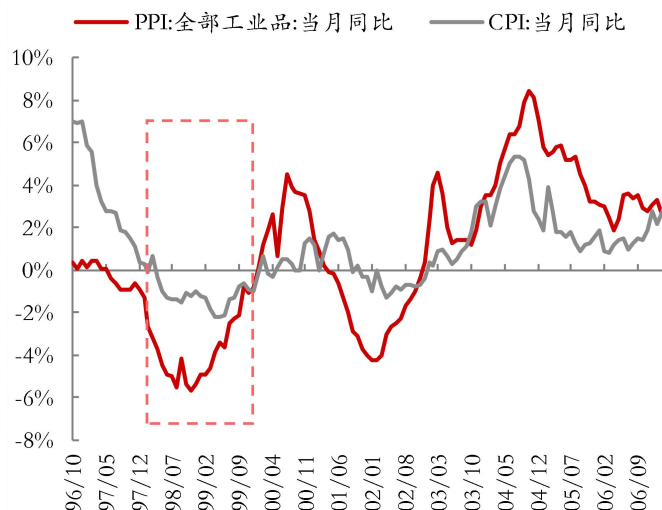
现有政策规定，我国央行可以在二级市场上买卖国债。根据央行介绍，现券交易是央行公开市场业务的一种形式，其分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。

图表1：央行对政府债权规模变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：1998-2000年我国通胀水平偏低

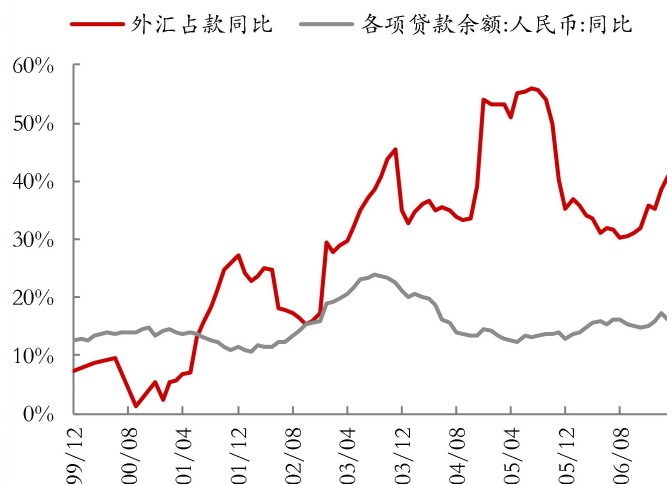


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从央行资产负债表上可以看到，2000-2003年是央行买卖国债第一段较为频繁的时期。受我国产能相对过剩、东南亚金融危机冲击的影响，1998-2000年我国物价水平持续偏低，贷款增速持续下降。为向商业银行提供长期流动性、提升货币政策效能，1999年10月，我国首次开展现券买断操作。2000年起，现券买卖规模不断上升，现券交易也从管理流动性的配合性工具逐渐转变为央行公开市场业务的主要工具。彼时受制于国内国债市场规模较小，现券买卖包括了国债和政金债，且由于当时短期国债规模低，央行买卖现券的期限以10年和7年为主。但进入2003年之后，贷款增速稳步回升，继续向银行提供长期流动性的必要性下降；另一方面，外汇占款规模大幅增加，央行转向回收流动性。由于彼时国债市场深度有限，央行持有的债券规模比较低，难以通过

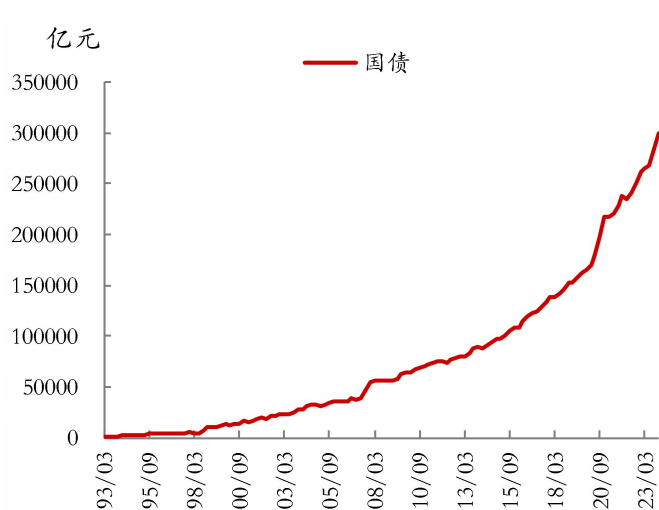
大规模现券卖断回笼资金，因此最终选择发行央票来遏制基础货币的过度增长，国债买卖逐渐淡出市场。综合来看，这一时期央行买卖国债的主要目的是管理流动性。

图3：2003年后，外汇占款和贷款增速均上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图4：2000-2003年，我国国债规模偏小



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

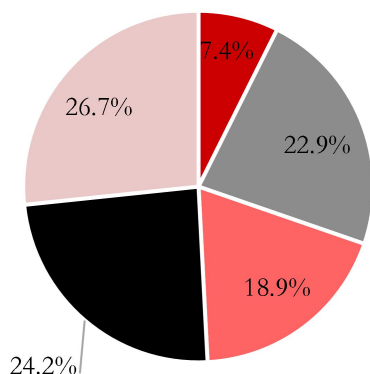
2007年，央行大量买入了国债。这部分国债主要是财政部发行的特别国债。为了有效管理规模快速增加的外汇储备，2007年财政部发行了1.55万亿元特别国债，其中1.35万亿元向农业银行定向发行，央行从农行处购得这笔特别国债，财政部在获得了购债资金后，向央行购买了2000亿美元的外汇，随后将这笔外汇资金作为注册资本金成立了中投公司。2017年，10年期的特别国债到期后，财政部选择续作，发行方式和2007年一致，央行再次从商业银行处购得特别国债。综合来看，这一时期央行买卖国债的主要目的是配合财政部门提升外汇管理效能。

2、如何理解央行买卖国债

央行负责人表示，“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”。据此表述，本次央行买卖国债，目的应与2000-2003年的那次买卖国债相似。但当前央行开展现券买卖的条件无疑是更为充足的：一者，我国国债市场规模逐年增加，尤其是作为流动性管理抓手的短债发行占比明显上升。二者，流动性环境从相对充裕转向结构性短缺，我国央行调控流动性的主动权有所增加。三者，利率市场化进程和利率传导机制也更为完善。

图表 5：2003 年各期限国债发行金额比重

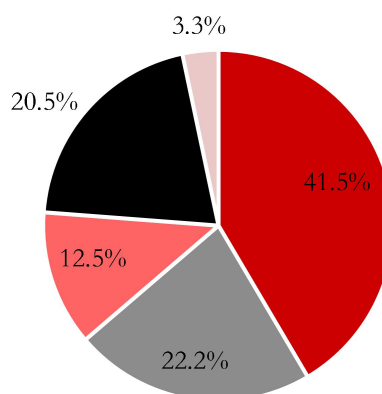
■ 1年以内 ■ 1-3年 ■ 4-5年 ■ 6-10年 ■ 10年以上



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：2023 年各期限国债发行金额比重

■ 1年以内 ■ 1-3年 ■ 4-5年 ■ 6-10年 ■ 10年以上



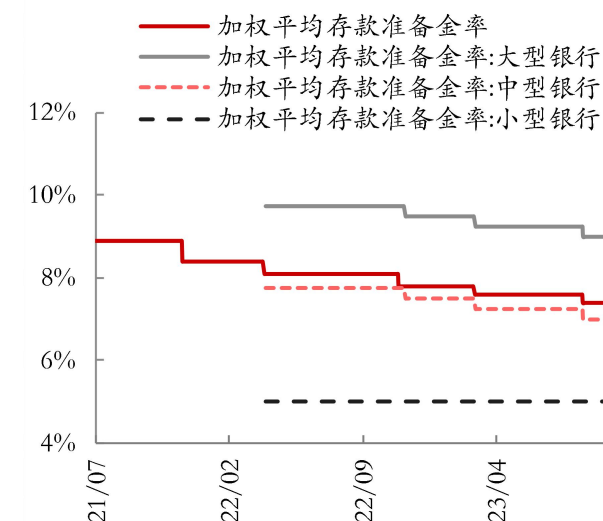
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

那么为何要在此时讨论重启央行买卖国债呢？一者，央行买卖国债作为流动性管理方式被重启，存在必要性。货币、信用重塑格局下，央行买卖国债将成为一种重要的流动性管理方式。长期以来，商业银行是我国货币创造的主体，央行对于货币创造的影响是相对间接的。在实体内生性融资需求不足、通胀水平低迷的时候，央行贷款模式的货币创造体系能够起到的作用就比较有限了。为了对冲私人部门的缩表，作为另一货币创造主体的财政，地位明显上升，未来用国债来弥补的实际赤字率将不断上升。大规模发行国债，将会大量消耗掉银行间的中长期资金。对于央行而言，当前补充银行间中长期资金的方式主要是降准和MLF，但这两种工具均存在着不足。当前我国金融机构的平均法定存款准备金率只有约7%，小型银行的存款准备金率只有5%，考虑到小型银行的存款准备金率长期不变，5%或是平均法定存款准备金率的暂时性底线。虽然央行官员多次强调降准仍有空间，但这种空间无疑是越来越小的。若前期MLF净投放资金规模过大，后续到期量也会很大，此时央行继续通过MLF来投放资金也会受到限制。现券交易也是长期流动性调节的工具，重启国债买卖，无疑充实了央行的货币政策工具箱。

二者，从长期来看，央行买卖国债也能推动货币发行方式转向主权信用模式，人民币迎来新锚，利率传导效率上升。2000年至今，我国的货币发行方式经历了两阶段变化。2000-2014年，外汇是我国发行基础货币的主要渠道，美元是人民币的锚。这种模式的优势是人民币的锚比较稳定，但劣势在于央行只能被动地回收剩余流动性。2014年至今，央行贷款模式成为货币发行的主要方式。回购交易、MLF以及结构性货币政策工具成为我国发行基础货币的主要渠道，人民币的锚逐渐转为以地产为代表的内需。这种模式的优势是央行调控流动性的主动权增加，但劣势在于应对内生性融资需求不足的问题较为无力。货币、信用重塑的大格局下，我国货币发行方式有必要逐渐

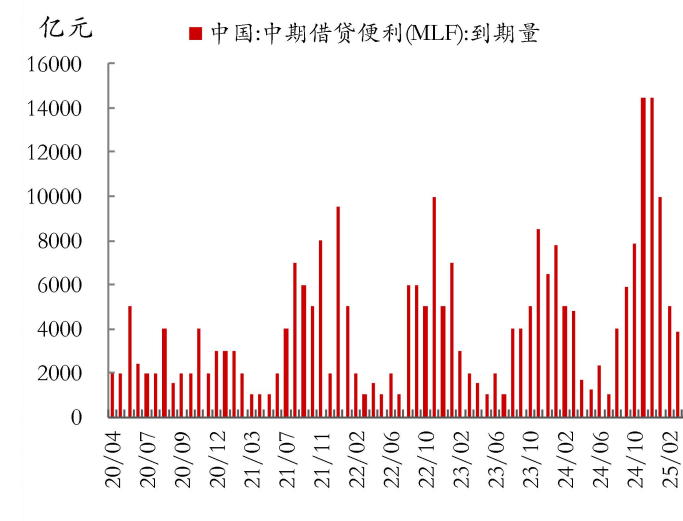
转为主权信用模式，央行买卖国债对流动性的影响增加，国债成为人民币的锚，海外发达经济体也普遍采用这种货币发行方式。一者，财政对于税收的依赖性下降，进行逆周期、跨周期调节的空间将会被打开。二者，国债价值相对较为稳定，能够起到人民币锚的作用。三者，国债流动性上升，收益率曲线定价更为完善，利率传导的效率也会上升。

图7：我国法定存款准备金率逐渐下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图8：部分月份MLF到期量偏高，投放流动性受限



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

作为流动性调节手段，央行重启国债买卖与QE存在着较多区别。一者，短端利率下行空间有限，常规货币政策无法有效向市场注入流动性是海外各国进行QE的重要前提，这与我国当前情况不符。二者，QE往往是央行压低中长端利率，但流动性调节主要关注的是短端利率的水平，且央行认为当前我国长期利率水平偏低。三者，QE和流动性管理工具还存在着操作量的差异。QE是央行在二级市场上大量买入资产，快速扩表，直接影响长债利率水平或者为遭遇流动性危机的资产提供流动性，这实际上是对国家信用的透支。流动性管理模式下，央行可买可卖，扩表速度相对温和，广义货币增速也锚定于实际经济增速和通胀预期目标。

值得注意的是，央行现券交易也将作为一种货币政策工具储备，这至少意味着央行对于收益率曲线的潜在调控能力上升。如果买卖规模上升，央行就能够影响到国债利率的水平。当利率传导不畅，长端利率偏低时，央行可以通过类似扭曲操作的办法改变收益率曲线的形态。再者，长期来看，若低效债务、低效产能出清的速度过慢，常规货币政策的潜在空间也会被压缩，央行也可以通过买卖国债来提升货币政策操作的效率。但是，央行若大量买入债券向金融市场注入流动性，人民币贬值的压力也会增加，故此类操作暂时只能作为政策储备，未来央行在操作上也会慎之又慎。

3、央行买卖国债，对债市影响几何？

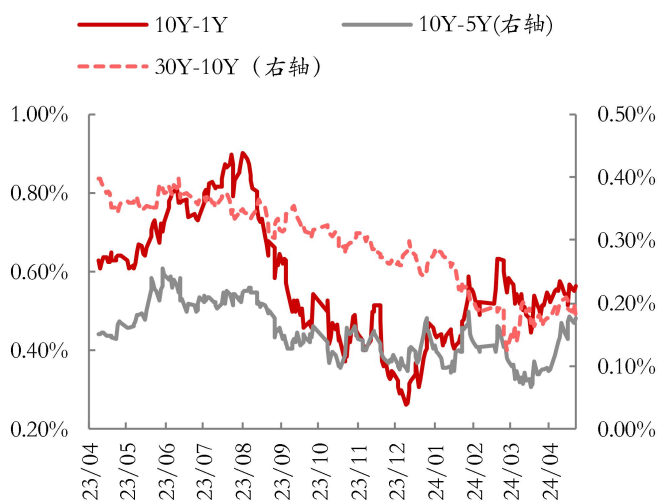
笔者认为，国债期货大跌的直接导火索不是央行买卖国债，而是央行认为长期利率水平过低，二者要区别看待。在资产荒的格局下，债牛已近癫狂。短债利率和资金利率之差被压缩到历史低位，收益率曲线非常平坦，信用利差也被压缩到了极致，利率继续下行的空间明显有限，市场本身就开始关注起潜在的风险点。央行多次称长期利率水平过低，就是最为明显的风险。因此23日央行表态后，市场情绪发生明显变化，24日各类机构乘势止盈，国债期货大跌。

图表9：短债利率和资金利率利差水平较低（截止04.24）

利差	最近交易日 (%)	一周前	变化 (BP)	历史分位数 (2020年以来)	历史分位数 (2022年以来)	走势
1Y国债-DR007	-0.1721	-0.0950	-7.71	7.19%	3.94%	
1Y国开-DR007	-0.0416	0.0244	-6.6	9.20%	5.92%	
2Y国债-DR007	-0.0203	0.0434	-6.37	5.56%	2.33%	
2Y国开-DR007	0.1371	0.2087	-7.16	3.25%	2.51%	

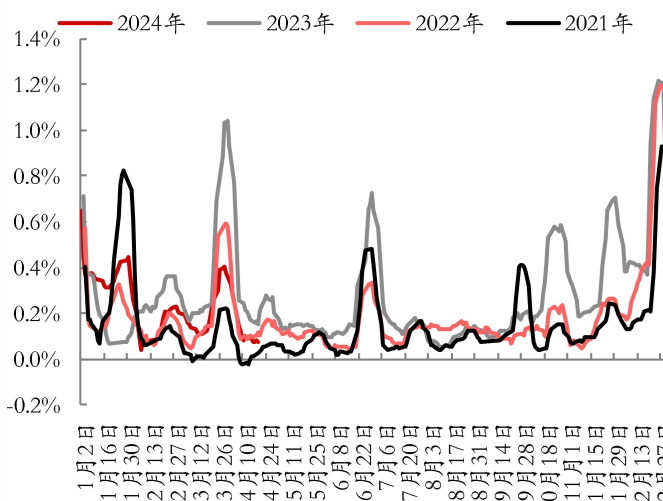
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：曲线偏平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表11：R007-DR007 (7MA) 略低于季节性水平



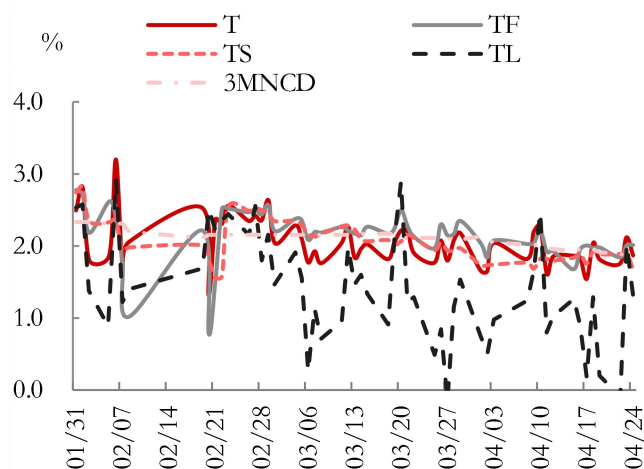
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

若超长债国债收益率水平持续过低，央行会采取行动吗？笔者认为概率不高。现券交易作为流动性管理工具，应尽可能降低对于长债利率的影响。且超长期特别国债的供给终会到来，我国现存的期限在10年以上的国债规模仅为4.2万亿，若万亿超长期特别国债集中发行，市场供需结构会被改变，超长债利率本身就存在着上行的压力，央行干预超长债利率的必要性不高。

若小概率事件发生，央行要干预超长债利率，潜在的政策操作会有哪些？央行直接买短债卖超长债的概率不高，更有可能改变超长债的出售利率。央行现在仅持有1.52万

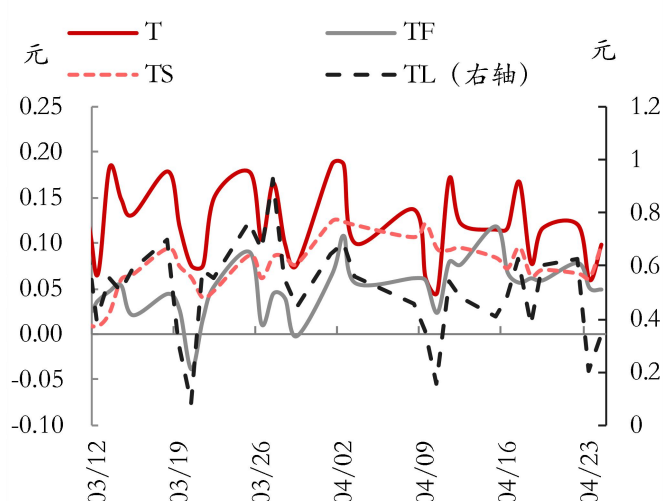
亿元国债，其中约1.3万亿为特别国债，其余部分规模有限。另外，从超长债发行节奏来看，央行现在持有的国债头寸中，超长债的占比应偏低，直接大量卖出超长债引导利率上行的概率不高。但在超长债头寸上，央行可以先买后卖，且可以用更高的利率水平卖出，向市场表达自己的利率观点。

图表12：国债期货主力合约CTD券IRR



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表13：国债期货主力合约CTD券基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

后续债市怎么看？当前的调整主要是情绪面驱动的，后续要密切观察情绪面的变化，暂不建议做多。中期维度来看，只要资产荒的格局不发生变化，走强依旧是国债阻力最小的方向。即使后续政府债发行放量，但预计难以扭转资产荒格局，利率上行的空间相对有限，反而会带来加仓的机会。品种上看，短债性价比暂高于超长债。超长债的风险是相对确定的，30年国债利率在2.5%以下的安全边际极低，预计仍有调整压力。但资金面风险暂时不大。另外，资产荒格局下，机构净卖出短债的意愿也不强，甚至卖出超长债后反而可能增加短债配置规模。

策略方面：1) 单边操作需观察市场情绪，暂不建议做多。2) 可以考虑用短端的TS、TF和超长的TL做陡曲线。3) 若后续超长债明显超跌，可关注反套机会。4) 较为担忧调整的机构可关注空头套保策略。

4、风险提示

输入性通胀压力上升，政府债集中发行，央行收紧流动性。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com