

2024年07月02日

国债借入，不改债市利率“短期下行、长期上行”

固定收益研究团队

——事件点评

陈曦（分析师）

刘伟（联系人）

chenxi2@kysec.cn

liuwei1@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790124060034

7月1日央行公告：“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，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。”

● 国债借入，意味着央行判断利率上行

市场对国债借入操作的理解：（1）央行借入国债，（2）央行以当前利率水平卖出借入的国债，（3）预期之后收益率上行（即债券价格下降），（4）央行按远期的利率水平买回，并偿还借入的国债。

一方面，市场判断央行当前卖出国债，增加了国债供给，另一方面，央行卖出行为，意味着央行判断之后利率上行。

● 央行信号意义“10年国债不低于2.2%”，目的“维护债券市场稳健运行”

7月1日，10年国债下行至2.2%附近（1年MLF 2.5%-30bp），央行公告“国债借入操作”，上一次4月23日，金融时报发文：“长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为流动性管理方式和货币政策工具储备”，10年国债同样处于2.2%附近，反映出央行试图维持10年国债不低于2.2%，政策信号意义明确。

央行无论是喊话、还是国债借入，目的是“维护债券市场稳健运行”。经济上行周期初期、收益率会继续下行，该阶段金融机构往往无视债券的久期风险，等利率反转时，金融机构亏损明显，为防止债券市场剧烈波动引发的风险，央行有意控制债券下行幅度，维护债券市场稳健运行。国内的案例：2016年底债市风险、2022年底债市风险；国外的案例：硅谷银行、日本第五大银行。

● 维持债市利率“短期下行、长期上行”观点，短期下行是投资者博弈决定的、长期上行需要重点跟踪资金面是否收紧

尽管央行多次对市场进行预期指导，我们维持4月以来的债市观点不变：债券收益率“短期下行、长期上行”。

债市利率短期下行，是投资者博弈导致的结果。央行指导长端的久期风险，投资者集中买入中端推动5-7年收益率下行，10年及以上久期债券收益率区间震荡横盘，但踏空者为增厚收益总会买入10年及以上补久期，形成债市循环“中端下行—长端补涨—央行指导、收益率上行—中端下行”。由于央行预期引导、国债借入、卖出国债等，只是信号意义，收益率上行之后仍会重新下行。

债市利率长期上行，需要等资金面收紧，债市“资产荒”变为“钱荒”，类似于2013年6月、2016年8月、2020年5月。2024年7月资金收紧概率低（央行预期操作，正好对应实际操作概率反而较低），重点观察2024年8月，因为2016年、2022年、2023年均均为8月收紧资金；以及11月特别国债发行结束，央行不再需要配合国债发行。如果资金面收紧，债市“钱荒”下反转，债市“长空”。

● 维持转债市场的全面上涨行情

转债市场，当前投资者对政策预期过低、忽视当前房地产微观的积极变化，转债市场存在显著的预期差机会，我们维持转债市场全面上涨行情。另外，转债与正股存在定价关系，转债市场同样存在“5月和6月调整、7月上涨”的规律，比如，2016年、2019年二季度都有调整，但不妨碍之后转债市场重新上涨。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《升24转债投资价值分析：汽车精密铝合金零部件领先企业—固收专题》-2024.6.15

《大盘价值转债或占优——2024年6月转债策略—固收专题》-2024.5.31

《“核心资产”或牛市归来—固收专题》-2024.4.29

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn