



重启国债操作？短期或难定论！

联合资信 研究中心



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



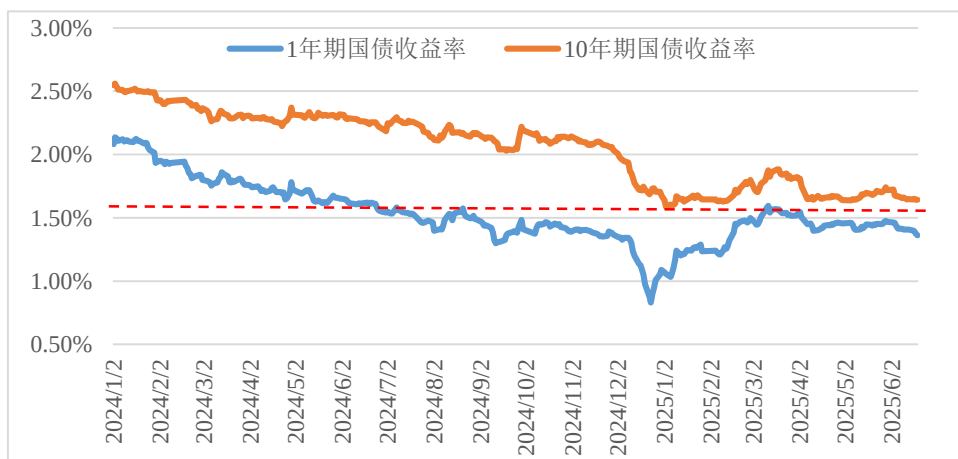
主要观点

近期，市场对于央行是否会重新开启国债买卖操作保持着高度关注。**我们认为短期内难以判断央行是否要重启国债买卖操作。**一方面，截至6月19日，10年期国债收益率为1.6422%，接近央行在《货币政策执行报告》中所表示的历史低位。另一方面，5月份的消费数据表明，经济在当前阶段保持着一定的稳定增长态势，消费市场并未出现明显的萎缩或停滞，经济似乎并不需要立即进行货币刺激。最后，当前SHIBOR利率与银行间同业拆借利率整体维持低位运行，充分反映出市场流动性保持合理充裕状态，在此背景下，短期内难以判断央行是否会重新启动国债买卖操作。

一、央行重启国债购买操作的可能性

央行在2025年1月份停止了自2024年8月开始的公开市场上买卖国债的操作，但是近期，市场对于央行是否会重新开启国债买卖操作保持着高度关注。一方面是央行在《2025年一季度中国货币政策执行报告》表示“将继续从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复操作。”另一方面，6月6日央行开展1万亿买断式逆回购操作后，大型商业银行大量购入国债。这两方面因素结合起来，被市场看做是央行即将重启买卖国债的信号。但我们认为短期内**难以判断央行是否要重启国债买卖操作。**

一方面，央行在《2025年一季度中国货币政策执行报告》表示“国债市场供不应求状况进一步加剧，10年期国债收益率一度跌破1.6%的历史低位。1月宣布阶段性暂停在公开市场买入国债”。而截至6月19日，10年期国债收益率为1.6422%，接近央行在《货币政策执行报告》中所表示的历史低位。因此从长端利率看，我们认为重启国债买卖操作的可能性较低。



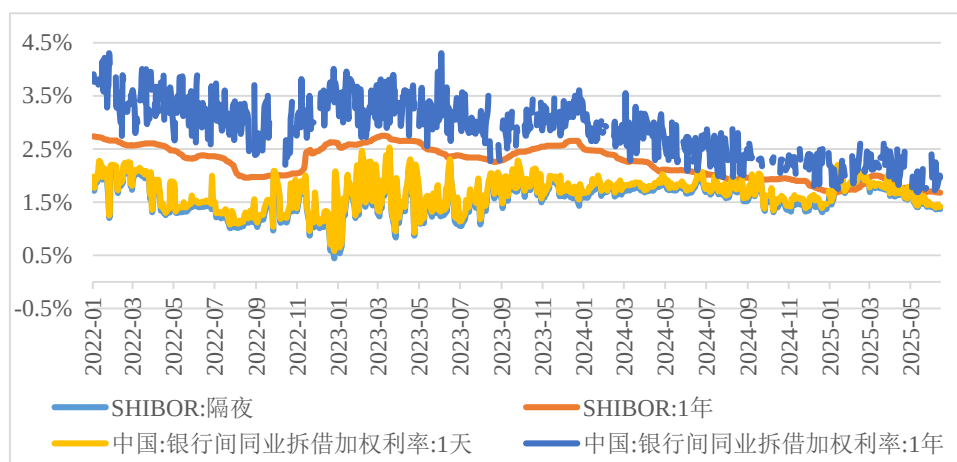
数据来源：中国货币网，联合资信整理

图 1 国债收益率

另一方面，消费作为经济增长的重要引擎之一，其表现直接反映了经济的活力和内生动力。如果经济数据疲软，经济增长面临较大压力，那么央行可能会考虑采取包括购买国债在内的一系列货币刺激措施，以增加市场流动性，促进消费和投资。但 5 月份的消费数据表明，经济在当前阶段保持着一定的稳定增长态势，消费市场并未出现明显的萎缩或停滞，当前的经济似乎并不需要立即进行货币刺激。

最后，从市场资金利率看，当前市场流动性较好。“双降”政策落地不久，SHIBOR 利率与银行间同业拆借利率整体维持低位运行，市场流动性保持合理充裕状态，在此背景下，央行重启国债买卖操作的迫切性较低。

此外，被市场视为信号之一的大型商业银行大量购买国债，我们认为不排除是由于 6 月 6 日央行开展的 1 万亿买断式逆回购缓解了银行头寸紧张的情况，商业银行对国债的配置需求上升所致。可持续跟踪大型商业银行的买债数据，以进一步辅助判断。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2 市场资金利率水平

综上所述，基于当前 10 年期国债收益率水平、5 月份消费数据所反映的经济现状以及市场资金利率所体现的市场流动性情况，我们认为短期难以判断央行是否会重启国债买卖操作。

二、央行买卖国债产生的影响

出于央行独立性、避免赤字货币化等要求，各国央行通常不会向财政部直接买入

国债，但根据《中国人民银行法》¹规定，我国央行可以在二级市场上进行国债的买卖操作。从国际经验上看，美国、日本等发达国家将国债买卖作为货币调控的常用手段之一，相对而言，我国央行对国债买卖的历史较短。

表 1 央行买卖国债对央行资产负债表的影响

央行资产负债表		
买入 (卖出则相反)	对政府债权 增加	其他存款性公司存款 增加

数据来源：联合资信整理

历史上，我国直接在二级市场上进行国债买卖的次数较少。截至 2025 年 5 月，央行资产负债表中对中央政府债权规模约为 24341.49 亿元，占全部资产的 5.40%，其中还包含历史留存的中央财政向央行借款而转化债券。

表 2 历史上央行直接在二级市场上买卖债券的情况

时间	央行操作
1996 年	央行直接向 14 家商业银行购买 29 亿国债
2000—2003 年	央行多次开展现券买卖操作
2007 年	财政部发行 1.55 万亿特别国债成立中投公司，向农行定向发行 1.35 万亿，央行从二级市场向农行全额购买
2017 年	对 2007 年特别国债中到期的 6500 亿元财政部进行等额定向发行，随后央行在二级市场上进行了现券买断
2022 年	2007 年财政部特别国债有 7500 亿元到期，财政部向发行定向发行等额国债，随后央行在二级市场上进行了现券买断
2024 年	2024 年 8 月开始，为贯彻落实中央金融工作会议相关要求，加大货币政策逆周期调节力度，保持银行体系流动性合理充裕，央行连续 5 个月均在公开市场开展了国债买卖操作，截至 2024 年 12 月底，共计向市场释放 1 万亿元。

数据来源：央行官网、新闻报道，联合资信整理

央行在二级市场上买卖国债主要可以发挥以下几点作用：

¹ 《中国人民银行法》第 23 条“中国人民银行为执行货币政策，可以运用下列货币政策工具……在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇”，第 29 条“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”，即央行不允许在一级市场上进行国债的买卖，但在二级市场购买国债本质上是明文规定的央行货币政策工具之一。

一是有效增加稳定的长期资金供给。当央行在二级市场购入国债时向市场投放基础货币，资金同步流入金融机构，将增强其信贷投放与资产配置能力，进而推动信贷规模扩张，为实体经济注入增长动能。这一机制在国际实践中得到充分验证：2008 年全球金融危机爆发后，美国与日本央行相继实施大规模国债购买计划。美联储推出量化宽松政策（QE），通过持续增持国债向市场注入数万亿美元流动性；日本央行则将国债购买规模扩大至 GDP 的 10% 以上。这些举措不仅有效缓解了市场流动性危机，更通过供需关系调节引导长期利率下行，降低企业融资成本，助力两国经济逐步走出衰退。

二是引导国债收益率曲线。中长期利率与企业投资决策、居民资产配置等跨期经济行为关联更为紧密。在此机制下，央行可通过调控国债收益率曲线的中枢位置与形态结构，实现对全社会融资成本的引导，并有效管理市场主体预期。

从传导逻辑看，国债收益率作为无风险利率基准，其曲线变化会通过风险溢价传导至企业债、房贷利率等各类金融资产定价。当央行通过公开市场操作影响国债长端收益率中枢时，实体经济融资成本将同步受到牵引——例如央行买入 10 年期国债将会压低 10 年期国债收益率，可降低企业长期项目融资成本，进而刺激企业投资。

而对收益率曲线形态的调节，则能释放更丰富的政策信号。比如通过“卖短买长”压低长端利率，既能避免短端过度宽松引发通胀担忧，又能定向缓解长期融资约束，形成更具针对性的政策传导路径。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。