

## 央行“临时回购”的新义与深意

2024年07月08日

➤ **今天央行的利率市场化改革再迈出了重要一步。**继上周宣布借债后，央行转而在短端出手：宣布今后将开展临时回购操作，期限为隔夜。值得一提的是新工具的“锚”依然是7天逆回购利率，一方面，潘功胜行长曾提及的“以央行的某个短期操作利率为主要政策利率”，其答案呼之欲出；另一方面，新工具的上限（ $1.8\%+50\text{bp}=2.3\%$ ）仿佛与上周央行宣布借债时的市场10年期国债收益率（ $2.2-2.3\%$ ）“遥相呼应”，背后可能是央行推动利率曲线正常化的深意。

➤ **新的临时回购工具并非“降息”，但可能比“降息”更重要，**主要体现在央行对短端利率“更有把握”。由于央行今后可以使用临时回购利率从市场吸纳/投放资金，从而约束银行间融资价格，新设的“下限-20bp、上限+50bp”价格或将代替之前的“下限超储率、上限SLF”，迈出利率走廊收窄的第一步。

➤ **收窄利率走廊，思路与美联储类似。**美联储构建利率走廊的核心之一在于使用隔夜逆回购工具，确保了机构不会以低于目标下限水平融出资金，这一思路与这次央行临时回购工具类似。站在我国央行角度来看，我国银行间市场利率经常会受到缴税、假期、跨月等因素影响，波动幅度相对偏大，因此收窄利率走廊从而平抑资金价格波动可以说是“必经之路”。

➤ **同时，市场隔夜利率可能也有了“新基准”。**隔夜回购其实是金融机构间最主要的融资方式，曾长期占总回购规模的8到9成，但以往却缺乏明确的“政策利率”指引，容易“上蹿下跳”。从海外对比来看，美联储的联邦基金利率、欧央行的主要再融资利率均明确了隔夜利率“基准”，市场利率的波动也明显更低。

➤ **“更有把握”的背后，是央行“由短及长”的调控线索。**新临时回购工具的“锚”依然是7天逆回购利率，基本上印证了央行将7天OMO利率作为主要政策利率的思路，而以往常用的MLF可能逐步淡化其“政策利率”色彩。同时新工具的上限（ $1.8\%+50\text{bp}=2.3\%$ ）恰好位于上周央行宣布借债时的市场10年期国债收益率（ $2.2\%-2.3\%$ ）附近，我们认为央行“保持正常向上倾斜的收益率曲线”的目的不言而喻。

➤ **对于市场而言，我们认为新工具对资金价格的影响可控，而短债或有调整风险。**从近期的货币市场走势来看，DR001、R001均在新价格区间内波动，短期也难言触及区间上下沿；但考虑到短端债券收益率近期低于OMO利率运行，新工具的1.6%下沿可能对短债影响较大。

➤ **风险提示：**货币政策超预期；海外降息进度超预期；国内经济基本面超预期。



**分析师 陶川**

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

**分析师 赵宏鹤**

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

**分析师 吴彬**

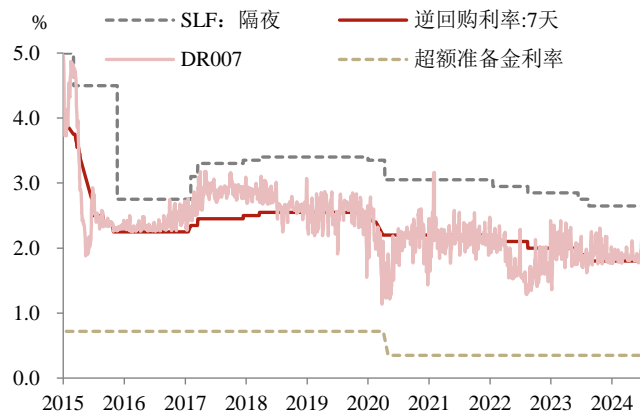
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

### 相关研究

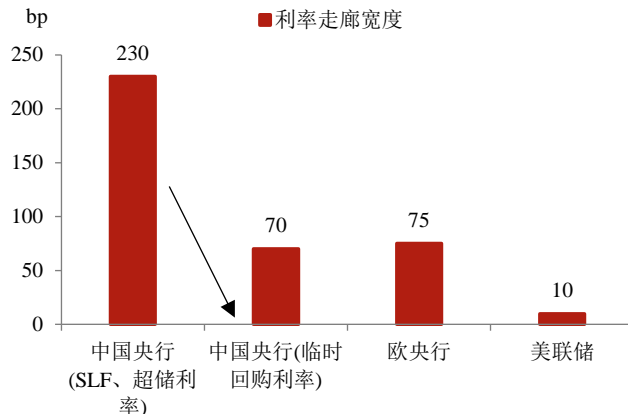
- 1.宏观事件点评：6月非农：繁花落？降息定？-2024/07/06
- 2.宏观事件点评：微妙的均衡：股市和汇率谁先破局？-2024/07/05
- 3.央行动态点评：央行借债的“玄机”-2024/07/01
- 4.宏观事件点评：美国大选首辩：中局还是终局？-2024/06/28
- 5.政治局会议点评：政治局会议的“三中”信号-2024/06/27

图1：以往我国央行的利率走廊较宽



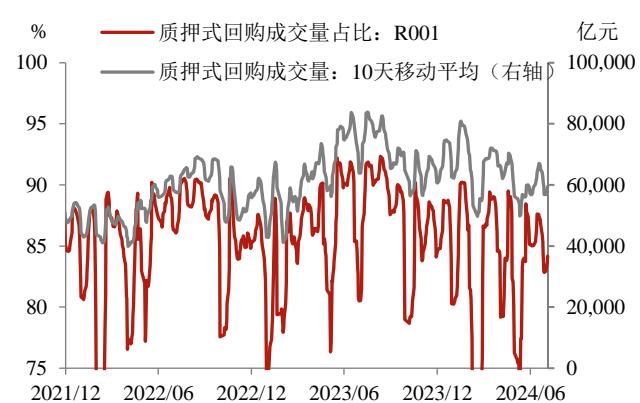
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：新工具有望形成宽度为 70bp 的利率走廊



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：隔夜回购占总回购规模的八到九成



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：我国市场隔夜利率的波动相对较大



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026