

货币政策工具点评

临时正回购启用，资金价格或回归中性

事件：7月8日，中国人民银行公告称，为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作。临时正逆回购操作是潘行长6月19日发言内容的具体落实，自此未来货币政策框架演进中的优化货币政策中间变量（逐步淡化对数量目标的关注）、健全市场化的利率调控机制、逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱都已开始启用，将短端和长端利率都纳入了价格型工具的控制范围内。随着资金价格波动区间进一步收窄，流动性充裕的局面可能会发生改变回归中性，长端利率存在持续震荡调整的可能性。

- **利率走廊宽度收窄。**潘行长在6月19日的表态中曾提及“如果未来考虑更大程度发挥利率调控作用，需要也有条件给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，让市场心里更托底。除了刚才谈到的需要明确主要政策利率以外，可能还需要配合适度收窄利率走廊的宽度”，从新工具临时隔夜正、逆回购操作机制本身来看，其主要目的是为了替代原有的利率走廊，即上限常备借贷便利（SLF）利率和上限超额存款准备金利率。新的利率走廊主要内容包括：1. 价格上，以潘行长同一场演讲提及的主要政策利率即7天期逆回购操作利率为中枢，上限加点50bp至2.30%，下限减点20bp至1.60%，其中下限较原先走廊（0.35%）大幅收窄，上限与原先走廊（2.65%）接近，这意味着新的利率走廊宽度更大程度上是为了传递限制下限的信号；2. 操作方式上，期限为隔夜、操作时间为工作日16:00-16:20、不定期操作，即主要目的是为了平抑日内资金利率大幅波动，这意味着，临时性工具主要的应用场景是跨月、跨季或重大消息面冲击时期。
- **正回购重新启用。**新工具中具有强烈信号意义的变化，除了非对称上下限调整外，还有正回购的重新启用，这改变了以往市场观察短期流动性投放的方式。在央行开启逆回购日度操作后，市场倾向于关注逆回购操作量的高低，在市场资金充裕时央行往往采取连续地量操作表态，而临时正回购启用则带来了方向性的转变。此外值得注意的是，2015年以前正逆回购交替操作持续时间较长，正回购操作日期包括2013年2月至2013年6月、2014年2月至2014年11月，逆回购操作日期包括2012年6月至2013年1月、2013年7月至2014年1月，持续时间均超过半年。而当前临时正逆回购操作可能更为灵活。
- **具体到价格上来看，利率走廊下限的调整影响较大。**过去利率走廊下限托底作用比较强，但距离政策利率中枢较远，实际作用有限，在2020年上半年和2022年下半年都很难发挥利率调控作用。而新的利率走廊下限与利率中枢加点较小，对于日内资金利率则形成了较大约束。尽管2023年8月以来DR001收盘价已在下限以内运行了将近一年时间，但DR001日内最低利率往往在1.0%-1.6%之间。政策工具的出台一定程度上表明了央行的态度，即不存在资金面过度宽松的基础。上限与利率中枢加点较大，且与原先走廊接近（仅相差35bp），主要仍是为了平抑跨月跨季或部分临时性冲击（如2023年10月31日）。
- **操作方式上来看，临时工具作用大但存在不确定性。**新推出的临时正逆回购工具作为央行调控短端利率的辅助手段，这一工具解决了原先逆回购操作之外风险管控，即尾盘资金异动的问题，通过设定较窄的上下限避免了流动性不确定性。同时，在当前推出长端利率管理工具后，短端利率也进一步过渡到价格工具。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

相关研究报告

《6月非农点评：就业形势放缓》20230706

《需求侧存结构性亮点—6月PMI点评》

20230630

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：7月8日，中国人民银行公告称，为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

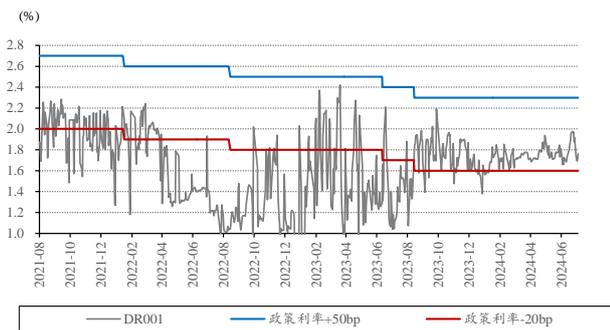
利率走廊宽度收窄。潘行长在6月19日的表态中曾提及“如果未来考虑更大程度发挥利率调控作用，需要也有条件给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，让市场心里更托底。除了刚才谈到的需要明确主要政策利率以外，可能还需要配合适度收窄利率走廊的宽度”，从新工具临时隔夜正、逆回购操作机制本身来看，其主要目的是为了替代原有的利率走廊，即上限常备借贷便利（SLF）利率和下限超额存款准备金利率。新的利率走廊主要内容包括：1. 价格上，以潘行长同一场演讲提及的主要政策利率即7天期逆回购操作利率为中枢，上限加点50bp至2.30%，下限减点20bp至1.60%，其中下限较原先走廊（0.35%）大幅收窄，上限与原先走廊（2.65%）接近，这意味着新的利率走廊宽度更大程度上是为了传递限制下限的信号；2. 操作方式上，期限为隔夜、操作时间为工作日16:00-16:20、不定期操作，即主要目的是为了平抑日内资金利率大幅波动，这意味着临时性工具主要的应用场景是跨月、跨季以及重大消息面冲击时期。

正回购重新启用。新工具中具有强烈信号意义的变化，除了非对称上下限调整外，还有正回购的重新启用，这改变了以往市场观察短期流动性投放的方式。在央行开启逆回购日度操作后，市场倾向于关注逆回购操作量的高低，在市场资金充裕时央行往往采取连续地量操作表态，而临时正回购启用则带来了方向性的转变。此外值得注意的是，2015年以前正逆回购交替操作持续时间较长，正回购操作日期包括2013年2月至2013年6月、2014年2月至2014年11月，逆回购操作日期包括2012年6月至2013年1月、2013年7月至2014年1月，持续时间均超过半年。而当前临时正逆回购操作可能更为灵活。

具体到价格上来看，利率走廊下限的调整影响较大。过去利率走廊下限托底作用比较强，但距离政策利率中枢较远，实际作用有限，在2020年上半年和2022年下半年都很难发挥利率调控作用。而新的利率走廊下限与利率中枢加点较小，对于日内资金利率则形成了较大约束。尽管2023年8月以来DR001收盘价已在下限以内运行了将近一年时间，但DR001日内最低利率往往在1.0%-1.6%之间（图4）。政策工具的出台一定程度上表明了央行的态度，即不存在资金面过度宽松的基础。

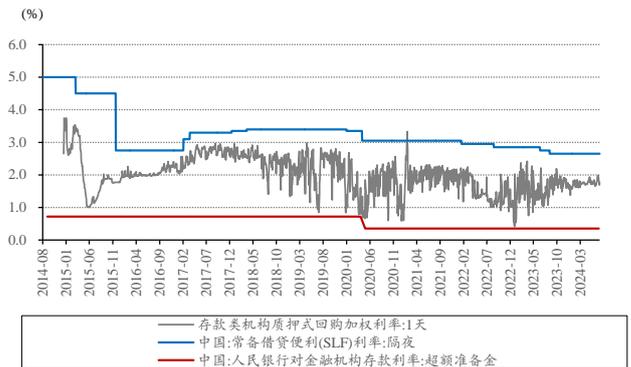
上限与利率中枢加点较大，且与原先走廊接近（仅相差35bp），主要仍是为了平抑跨月跨季或部分临时性冲击（如2023年10月31日）。

图表 1. DR001 收盘价与新利率走廊



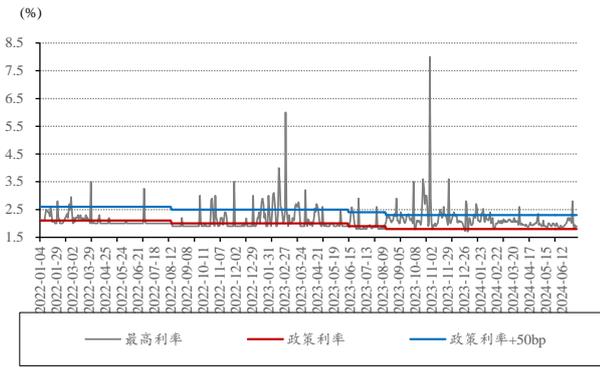
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. DR001 与旧利率走廊



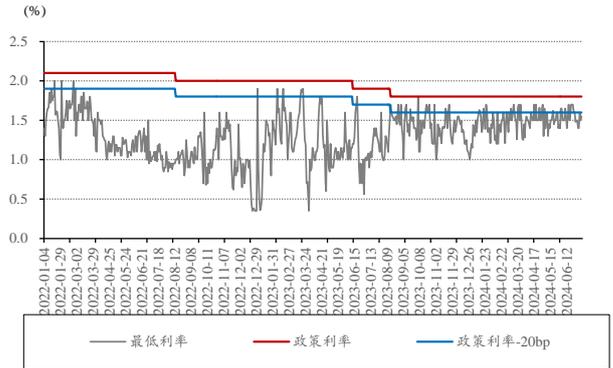
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. DR001 日内最高利率与新利率走廊上限



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. DR001 日内最低利率与新利率走廊下限



资料来源: Wind, 中银证券

操作方式上来看，临时工具作用大但存在不确定性。新推出的临时正逆回购工具作为央行调控短端利率的辅助手段，这一工具解决了原先逆回购操作之外风险管控，即尾盘资金异动的问题，通过设定较窄的上下限避免了流动性不确定性。同时，在当前推出长端利率管理工具后，短端利率也进一步过渡到价格工具。

此外，央行曾于 2013 年、2017 年、2018 年分别设立过短期流动性调节工具（SLO）、临时流动性便利（TLF）、临时准备金动用安排（CRA），均作为公开市场操作的补充，用以调节市场流动性，具有短期临时性。临时正逆回购工具是否会成为常规政策仍存在不确定性。

整体而言，临时正逆回购操作是潘行长 6 月 19 日发言内容的具体落实，自此未来货币政策框架演进中的优化货币政策中间变量（逐步淡化对数量目标的关注）、健全市场化的利率调控机制、逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱都已开始启用，将短端和长端利率都纳入了价格型工具的控制范围内。随着资金价格波动区间进一步收窄，流动性充裕的局面可能会发生改变回归中性，长端利率存在持续震荡调整的可能性。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371