



央行开启新利率走廊的探索

2024年7月8日

核心观点

- 7月8日，央行公告将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，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。央行今日的行动可以视为中国人民银行行长陆家嘴论坛谈及的货币政策演进方向的具体落实，央行已真正开启构建新利率走廊的探索。本次行动的时间、方案，利率走廊收窄的幅度均超出市场预期。
- 央行意在提高公开市场操作的精准性和有效性，这是转向以价格型调控为主的必要步骤。**以价格型调控为主需要加强政策利率对市场基准利率的固定作用，减少市场基准利率的偏离幅度和波动。过度波动可能会模糊货币政策信号，不利于向市场传递更加清晰的利率调控目标信号，无法有效引导市场预期，从而影响货币政策效果。我国旧有的利率走廊相对较宽，与欧元区市场基准利率相比，我国市场基准利率DR007的波动幅度更大。同时，部分时期，DR007中枢持续显著偏离政策利率。也曾出现政策利率不变，而DR007出现趋势性单边走势。新的利率走廊是7天OMO做为政策利率，隔夜逆回购利率成为走廊上限，隔夜正回购利率成为走廊下限，DR007做为市场基准利率在走廊区间内波动。7天OMO利率成为唯一政策利率，MLF的政策利率身份将逐渐淡出的路径更加明晰。参考国际经验，DR007做为市场基准利率，可能扮演类似SOFR的角色，在利率传导机制中发挥重要作用。DR007叠加央行引导向LPR传导，LPR再向债券、存贷款市场利率传导。
- 利率走廊的收窄会减少DR007的偏离幅度和波动，但不会影响其波动的中枢，对债市的影响偏中性。**新的利率走廊的宽度为70BP，相较原有的利率走廊收窄175BP，将有效降低DR007的偏离幅度和波动。新的走廊下限1.6%，上限2.3%，实际上2023年9月至今DR007基本都保持在此区间运行，因此新的利率走廊并不会对DR007的价格带来本质冲击。值得关注的是2023年9月以来，DR007的波动中枢实际上高于政策利率。新的利率走廊并非对称型，而是下窄上宽，这传递的政策信号可能是央行并没有改变DR007波动中枢的意图，短期内其波动中枢可能仍将保持在1.8%的上方。央行本次没有采用调降7天SLF利率来收窄利率走廊，可能是因为SLF利率与政策利率的调降通常同时发生，央行并不想给市场传递错误信号。中性假设美联储9月开启首次降息，我们仍维持在此之前央行将采用“不一样”的降息，维持政策利率不变。“针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平”的政策引导下，LPR三季度可能下行10BP—20BP，降低实体经济融资成本。
- 长期视角下，利率走廊仍将向对称型演进，央行公开市场的操作工具箱将逐渐丰富。**根据国际经验，全球主要央行在2008年金融危机之前多采用对称模式，不对称模式则较为少见。不对称模式可能会使得市场基准利率波动中枢持续偏离政策利率，影响货币政策效果。但这是长期演进方向并不意味着短期马上变更。本次央行开展临时正回购或临时逆回购操作的行动，释放出重要的政策信号，货币政策未来会更加重视对于短期利率的精准调控，丰富公开市场操作工具箱的必要性提升，央行公开市场买卖国债可能会渐行渐近。

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

风险提示

1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 对利率传导机制理解不到位的风险

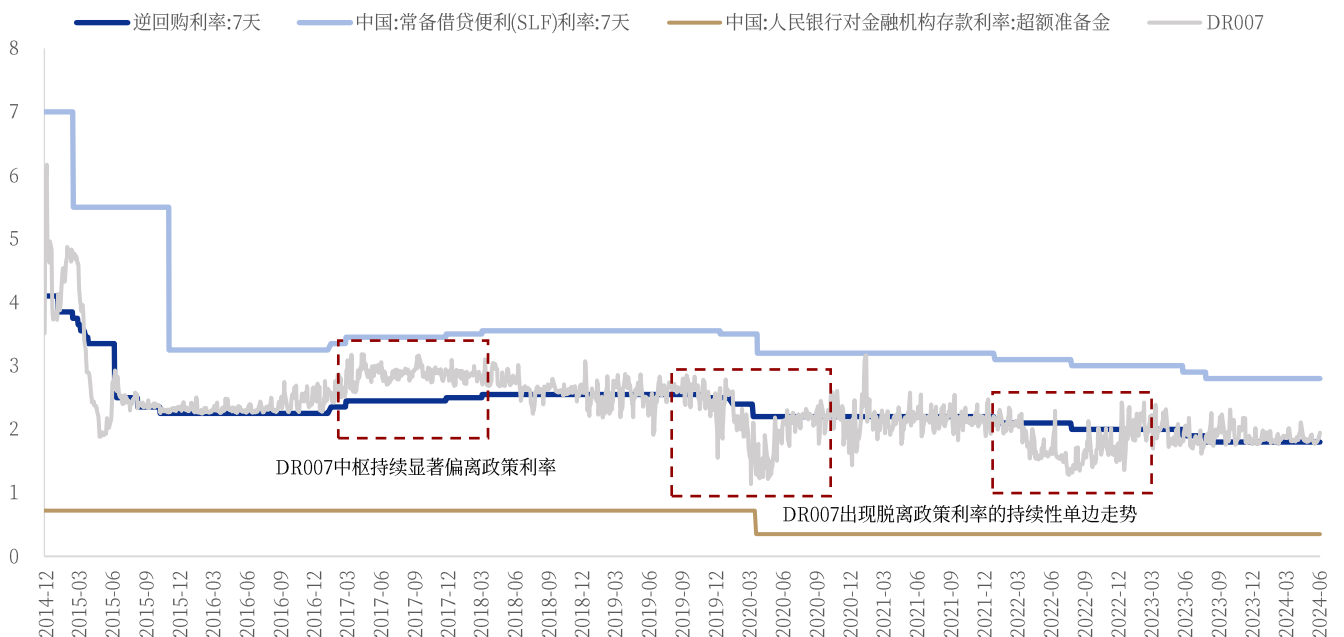
7月8日，央行公告“为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。如果当日开展操作，操作结束后将发布《公开市场业务交易公告》。”我们前期对中国人民银行行长陆家嘴论坛主题演讲的解读报告《“支持性”的货币政策将向五个方向演进》中分析了未来中国货币政策框架的五个演进方向，方向1为货币调控的中间变量将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”，方向2为告别多政策利率，MLF可能逐步淡出，7天逆回购利率成为唯一政策利率，并收窄利率走廊宽度。央行今日的行动可以视为针对这两个演进方向的具体落实，央行已真正开启构建新利率走廊的探索。行动的时间、方案，利率走廊收窄的幅度均超出市场预期。

一、央行意在提高公开市场操作的精准性和有效性

央行视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，意在提高公开市场操作的精准性和有效性，这是转向以价格型调控为主的必要步骤。以价格型调控为主需要加强政策利率对市场基准利率的固定作用，减少市场基准利率的偏离幅度和波动。过度波动可能会模糊货币政策信号，不利于向市场传递更加清晰的利率调控目标信号，无法有效引导市场预期，从而影响货币政策效果。

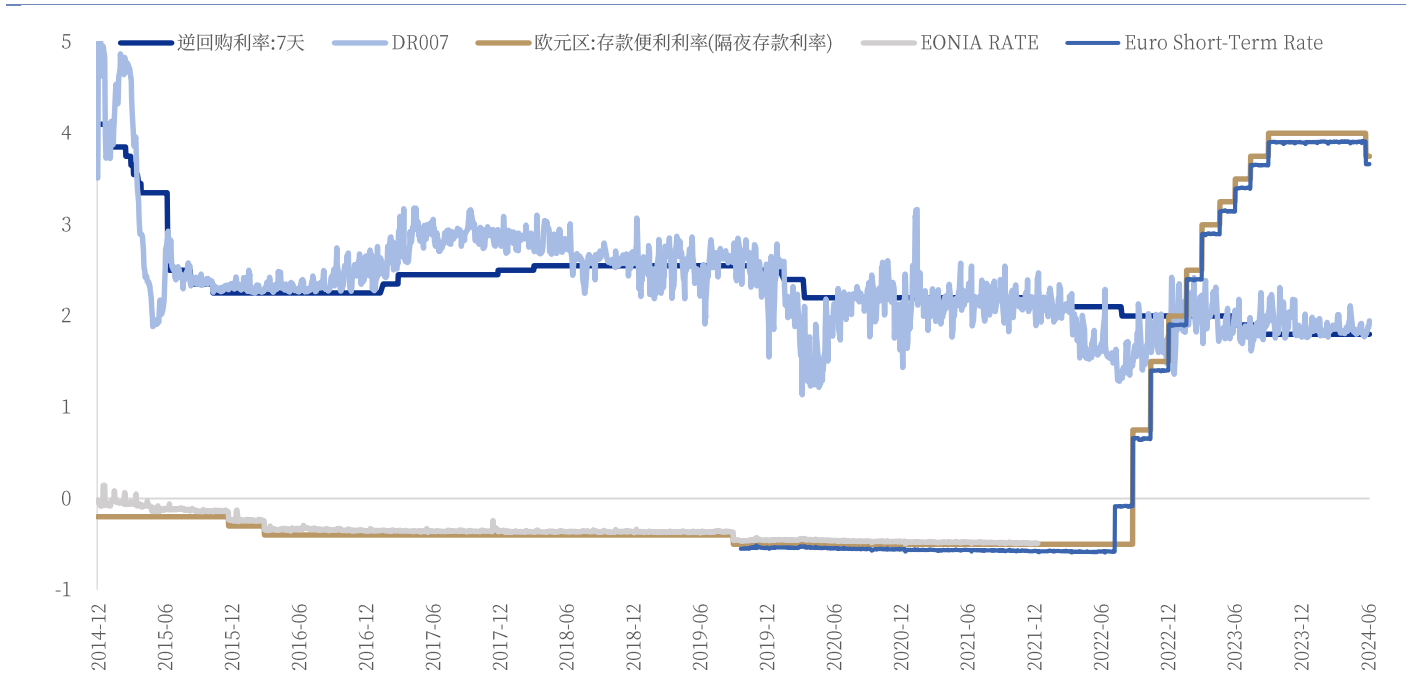
中国之前的利率走廊的上限是7天常备借贷便利SLF利率，下限是超额存款准备金利率，走廊宽度是245BP，相对较大。走廊中间的政策利率是7天OMO利率。利率走廊相对较宽，可能带来的不利影响包括：1、国际比较来看，我国市场基准利率的波动性较高，政策利率对市场基准利率的固定作用相对较弱。与欧元区市场基准利率EONIA或是ESTR相比，我国市场基准利率DR007的波动幅度更大；2、部分时期，DR007中枢持续显著偏离政策利率；3、曾出现政策利率不变，而DR007出现趋势性单边走势。

图1：中国过去的利率走廊（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

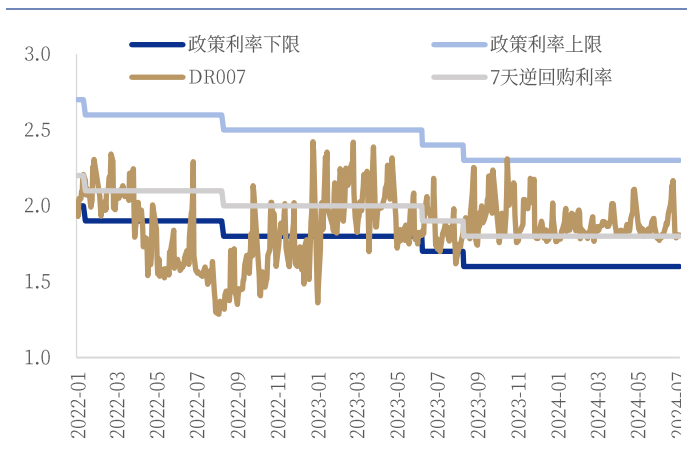
图2：中国和欧元区市场基准利率的波动情况（%）



资料来源：Wind, 欧央行, 中国银河证券研究院

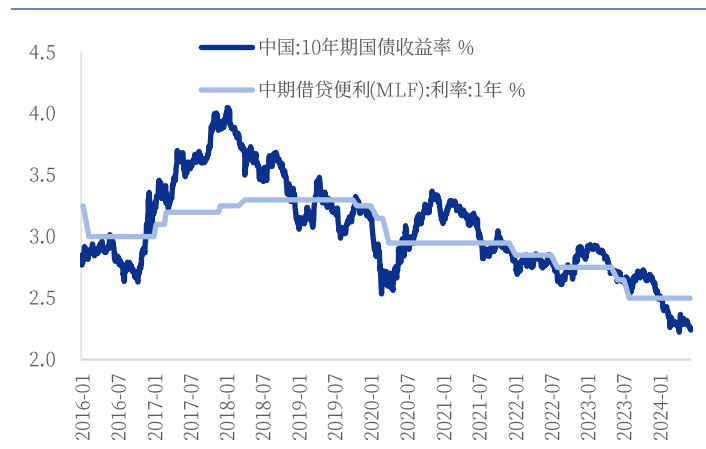
新的利率走廊是 7 天 OMO 做为政策利率，隔夜逆回购利率成为走廊上限，隔夜正回购利率成为走廊下限，DR007 做为市场基准利率在走廊区间内波动。7 天 OMO 利率成为唯一政策利率，MLF 的政策利率身份将逐渐淡出的路径更加明晰。过去中国由于利率市场化改革尚未完成，以及商业银行不对称的两部门决策机制，短期利率无法完美平滑传导至中长期利率，因此实行短期、中期双政策利率并行。事实上过去两年 MLF 的政策利率身份已有所淡化，未来将进一步淡出，其规模可能逐渐缩减。商业银行的内部定价和决策机制可能也会因此改变。过去两年，央行暂时绕开了 MLF → LPR → 贷款利率的传导路径。央行通过发挥市场利率定价自律机制的作用，引导存款利率下行，同时引导 LPR 报价下行，进而降低实体经济利率。2023 年以来，5 年期 LPR 和存款利率的调降幅度已脱离 MLF 降幅的束缚。同时，10 年期国债收益率的锚本应是 MLF 利率，而今年以来，其大幅偏离 MLF 利率，出现了单边的趋势性走势，MLF 作为政策利率的作用已被削弱。

图3：中国新的利率走廊（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

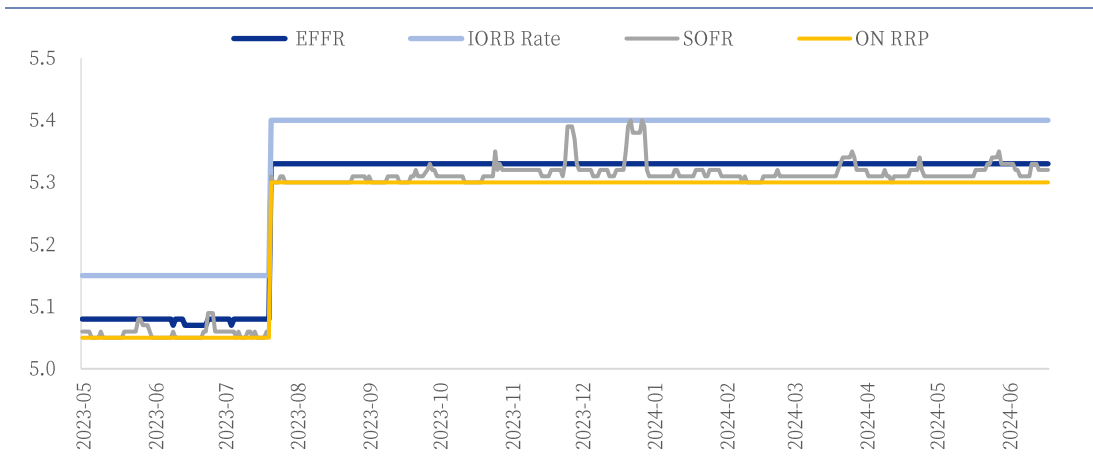
图4：10 年期国债收益率与 MLF 利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

央行可能参考国际经验，DR007 做为市场基准利率，可能扮演类似 SOFR 的角色，在利率传导机制中发挥重要作用。美国采用担保隔夜融资利率 SOFR 作为市场基准利率，SOFR 是以美国国债为抵押品的回购协议交易，定价基于实际交易，而非银行报价，且交易量巨大。SOFR 能够更真实地反映资金成本，蓄意操纵的风险较低。

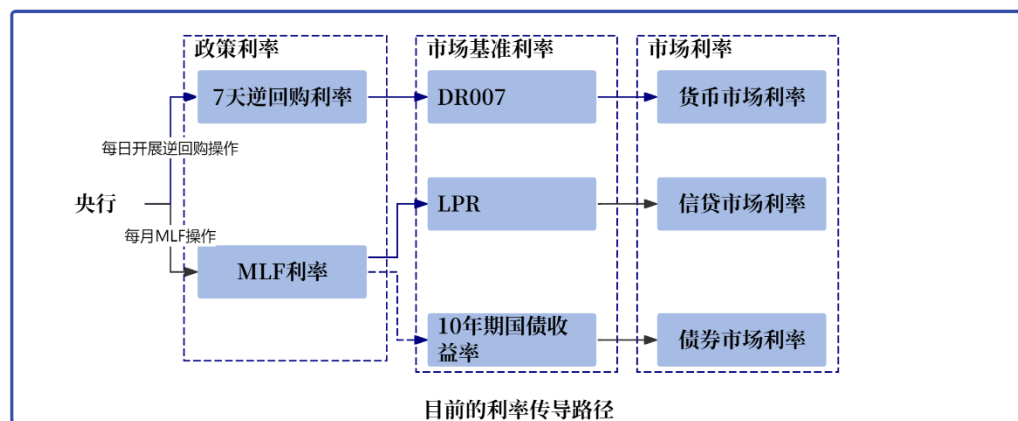
图5: EFFR 与 SOFR (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

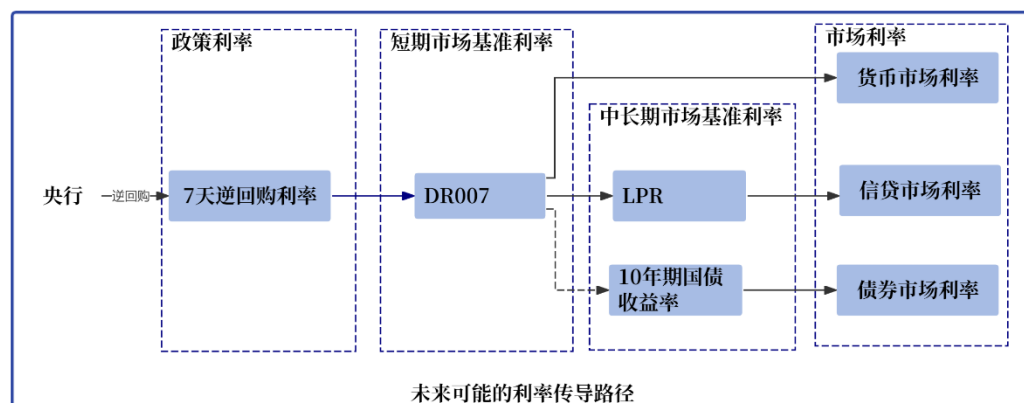
央行在 2023 年 1 季度货币执行报告中的专栏《合理把握利率水平》中提到：“下阶段，人民银行将继续实施好稳健的货币政策，合理把握宏观利率水平，持续深入推进利率市场化改革，健全“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制，为促进经济实现质的有效提升和量的合理增长营造有利条件。”我们认为未来的利率传导模式，可能是在“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的基础上进一步优化。DR007 叠加央行引导向 LPR 传导，LPR 再向债券、存贷款市场利率传导。DR007 直接向货币市场利率传导。这将有助于理顺债券利率与贷款利率，以及存款利率与贷款利率的关系。

图6: 中国过去的利率传导路径



资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究院

图7：中国未来可能的利率传导路径



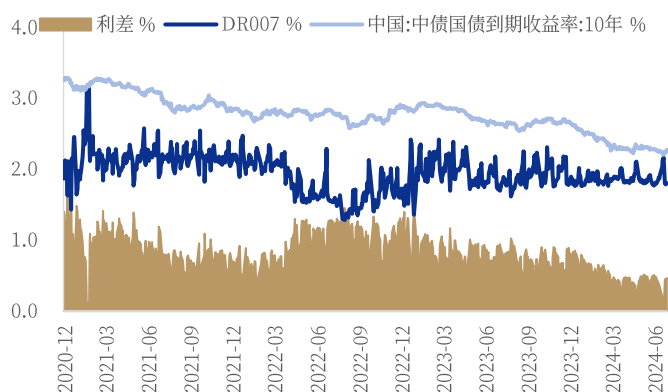
资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

二、利率走廊的收窄对债市的影响偏中性

利率走廊的收窄会减少 DR007 的偏离幅度和波动，但不会影响其波动的中枢，对债市的影响偏中性。新的利率走廊的宽度为 70BP，相较原有的利率走廊收窄 175BP，将有效降低 DR007 的偏离幅度和波动。新的走廊下限 1.6%，上限 2.3%，实际上 2023 年 9 月至今 DR007 基本都保持在此区间运行，因此新的利率走廊并不会对 DR007 的价格带来本质冲击。值得关注的是 2023 年 9 月以来，DR007 的波动中枢实际上高于政策利率。而新的利率走廊并非对称，而是下窄上宽，这传递的政策信号可能是央行并没有降低 DR007 波动中枢的意图，短期内其波动中枢可能仍将保持在 1.8% 的上方。央行本次没有采用调降 7 天 SLF 利率来收窄利率走廊，可能是因为 SLF 利率与政策利率的调降通常同时发生，央行并不想给市场传递错误信号。中性假设美联储 9 月开启首次降息，我们仍维持在此之前央行将采用“不一样”的降息，维持政策利率不变，通过引导 LPR 下行 10-20BP 来降低实体经济融资成本。

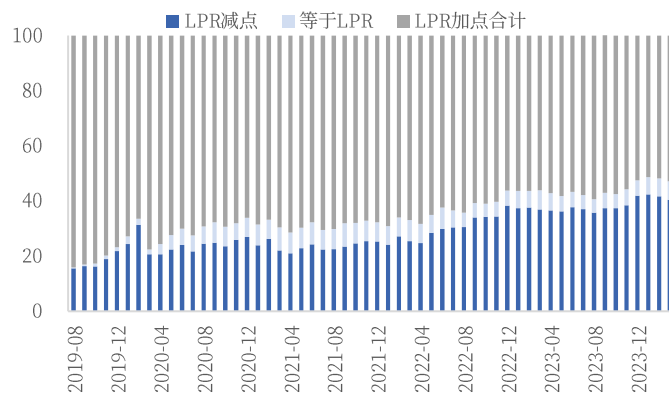
央行近期强调“持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平”。LPR 不再锚定 MLF 之后，其调降幅度可能超出市场预期，我们认为下半年可能还有两次，总计 20-40BP 的调降。LPR 是金融机构对最优惠客户的贷款利率。金融机构可结合资金成本、风险水平等多种因素形成对最优惠客户的贷款利率，并基于一定公式形成 LPR 报价。截至 2024 年 3 月，金融机构贷款中约 40% 都是执行的 LPR 减点，而 2019 年 8 月仅为 15.55%，目前部分报价利率显著高于实际最优惠客户利率。民间借贷与金融机构企业贷款利差 2024 年以来以明显收窄，显示信用风险有所下行。LPR 报价有进一步调降的空间。

图8: 10年期国债收益率与 DR007



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: LPR 减点、等于 LPR、LPR 加点的占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

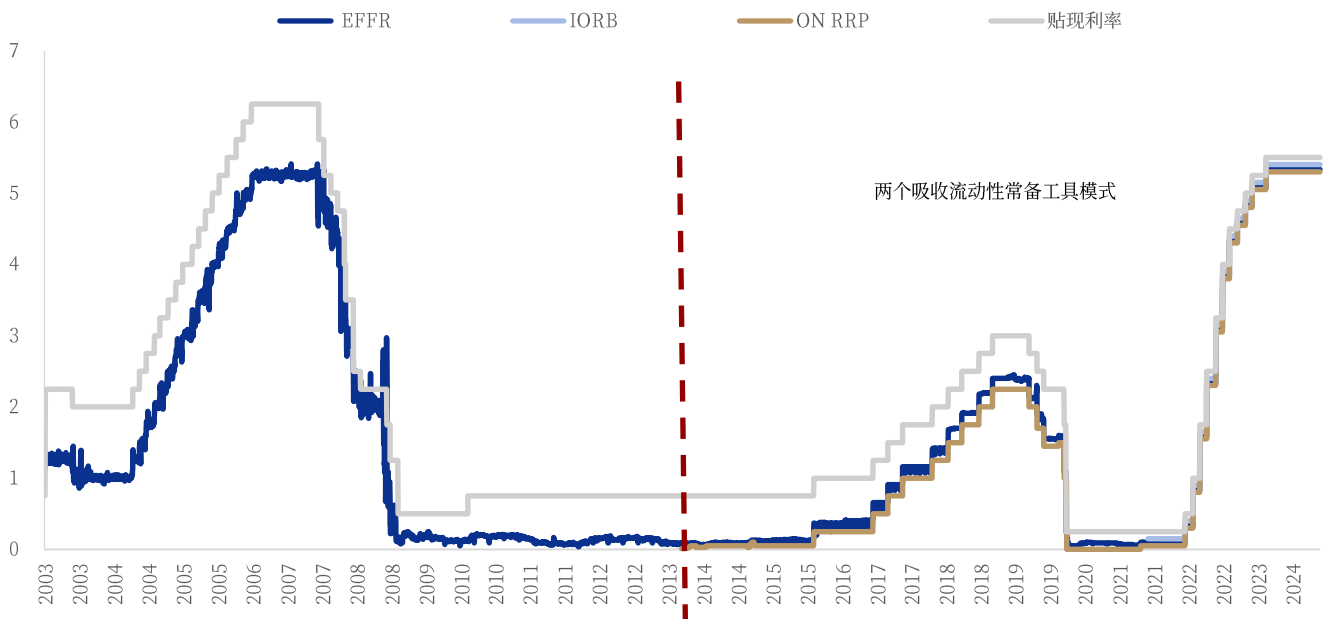
三、长期视角下，利率走廊仍将向对称型演进

利率走廊有四种模式：对称模式、混合不对称模式、地板模式和两个吸收流动性常备工具模式。对称模式和混合不对称模式都是稀缺准备金框架下的模式。对称模式是政策利率与走廊上限、下限利率之差相等。全球主要央行在 2008 年金融危机之前多采用对称模式，较为常见。混合不对称模式则是政策利率与走廊上限、下限利率之差不相等，这种模式较为少见。欧央行曾很短暂的使用过这种模式，之后又切换至对称模式。不对称模式可能会使得市场基准利率波动中枢持续偏离政策利率，影响货币政策效果。长期视角下，利率走廊仍将向对称型演进。但这是长期演进方向并不意味着短期马上变更。

地板模式和两个吸收流动性常备工具模式则是过剩准备金框架下的模式。地板模式是政策利率与走廊下限的利率水平相等。2008 年金融危机之后，大多数经济体由于实行量化宽松的非常规货币政策操作，带来流动性过剩，于是 2008 年之后全球主要经济体均从对称模式转向地板模式。两个吸收流动性常备工具模式，是央行创设两个吸收流动性的常备工具。这种主要是由于货币市场分割明显，传统的存款便利工具不能涵盖主要交易对手，会出现短期市场基准利率击穿走廊下限的情况，因此需要创设新的可以涵盖更广泛交易对手的存款便利工具。

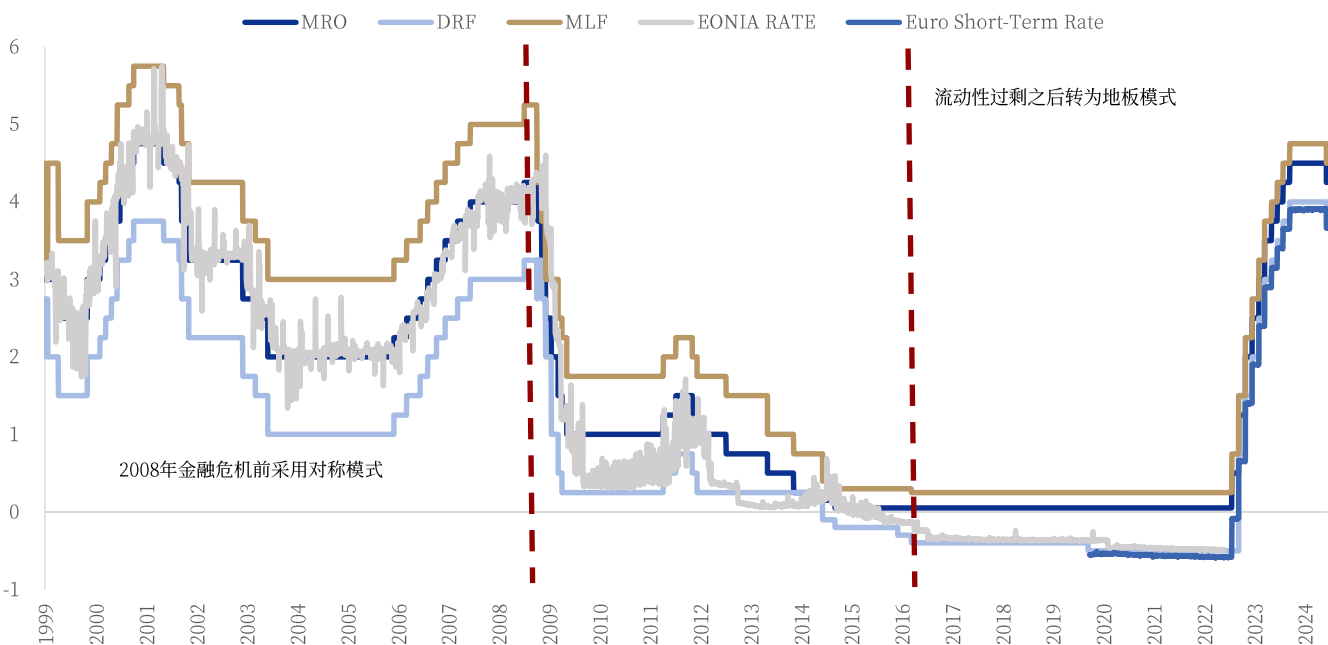
2008 年金融危机，美联储启用量化宽松应对，因此进入过剩准备金框架。准备金供给曲线大幅右移，与需求曲线相交于无弹性区间。美联储无法通过小规模的操作来调节短期利率，利率走廊进入地板模式，启用超额准备金利率 IOER 作为 FFR 的下限。但 IOER 只是银行隔夜拆借利率的下限，因为只有部分银行有准备金账户。而货币市场基金、政府支持机构等其他联邦基金市场的参与者，无法获得 IOER 的保留利率，因此出现 EFFR 运行于 IOER 以下的情况。因此 2013 年之后，美联储采用的利率走廊模式就是两个吸收流动性常备工具模式，使用超额准备金利率 IOER 和隔夜逆回购 ON RRP 利率作为两个吸收流动性的常备工具运行。因为 ON RRP 的交易对手方包括更广泛的非存款类金融机构，如一级交易商、政府支持机构、货币市场基金等，是更有效的下限利率，与 IOER 共同形成了利率走廊的下限，将短期利率控制在政策目标区间内部。

图10: 美国利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 美联储, 中国银河证券研究院

图11: 欧元区利率走廊 (%)

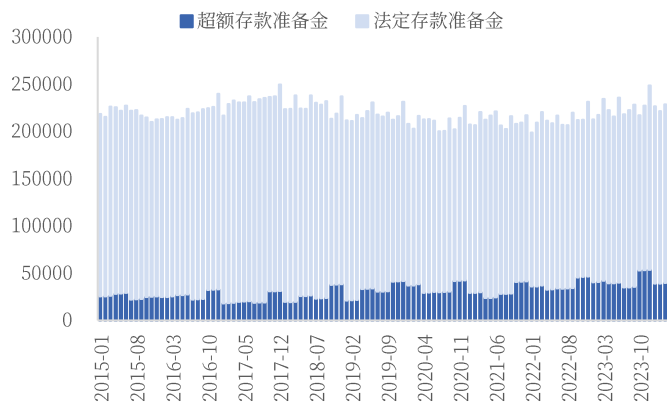


资料来源: Wind, 欧央行, 中国银河证券研究院

中国目前依然是稀缺准备金模式，新的利率走廊是 7 天 OMO 做为政策利率，隔夜逆回购利率成为走廊上限，隔夜正回购利率成为走廊下限。截至 2024 年 1 季度，中国金融机构的超储率是 1.5%，数值较低。中国银行业的超额准备金规模约 4 万亿元，2019 年至今基本都保持在这个规模的水平。中国目前依然是稀缺准备金模式，在稀缺准备金模式下，准备金供给曲线和需求曲线相交之处，需求曲线的弹性较大，这意味着通过小规模 of 公开市场操作就可以实现有效的利率调节。参考国际经验，未来大概率可能采用欧央行在 2008 年金融危机之前的利率走廊模式，欧央行当时实行对称模

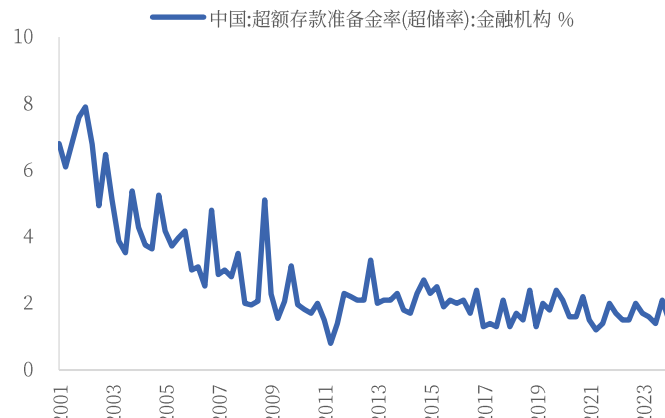
式，走廊宽度长期维持在 200BP。中国目前新的利率走廊是不对称模式，政策利率距离下限 20BP，距离上限 50BP。利率走廊未来可能向对称型逐步演进。

图12: 中国法定准备金和超额准备金规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 超储率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本次央行开展临时正回购或临时逆回购操作的行动，释放出重要的政策信号，货币政策未来会更加重视对于短期利率的精准调控，丰富公开市场操作工具箱的必要性提升，央行公开市场买卖国债可能会渐行渐近。中国货币政策仍具有正常操作空间，常规的货币政策操作意味着央行的政策重心依然是控制短端利率，因此央行最可能的操作对象是短期国债。

MLF 逐渐淡出政策利率，其规模可能逐渐缩减，未来央行投放基础货币主要的方式可能是 7 天逆回购操作和公开市场操作买卖国债。央行可能在 MLF 缩量的过程当中，逐渐开启在二级市场购买国债，一方面可以对冲 MLF 缩量导致的基础货币投放下降，另一方面也能为将来在二级市场买卖国债、调节基础货币供应量做好充分准备。央行可以通过在公开市场操作短期国债的买卖，调节基础货币的供应量，更加精准的实现对短期利率的调控。

四、风险提示

1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 对利率传导机制理解不到位的风险

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn