

## 对临时正逆回购的三点理解

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

### 投资要点

- **2024年7月8日，中国人民银行公开市场业务操作室发布公告，称即日起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》。**
- 我们认为，短期来看正回购时隔近 10 年重出江湖，和上周央行公告借入国债一样，都释放了维持长端利率下限的信号；中长期来看，中国货币政策框架从数量型调控向价格型调控转型再进一步。
- 具体来看，有以下三点值得关注：
  - **第一，7 天期逆回购利率作为政策利率的地位进一步强化。**今年 6 月央行领导在陆家嘴金融论坛做主题演讲时，称“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看 7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能”。尽管未来临时正、逆回购操作都是隔夜的，但锚定 7 天期逆回购利率，强化了它作为政策利率的地位。
  - 相应地，1 年期 MLF 作为中长期政策利率的地位可能弱化，这也符合海外主要央行政策利率以短期限为主的规律。
  - **第二，从操作时间的选择看，临时正、逆回购操作，主要目标可能是意在稳定资金面，短期回笼的资金规模，以及对市场利率的影响可能偏中性。**
  - 是否选择实施正、逆回购操作要视情况而定，且时点选择在工作日的 16:00-16:20。我们认为在收盘前相机抉择，主要是为了防范极端的流动性风险。如果市场预期尾盘时可以从央行获得流动性支持，那么这种预期可能推动在 16:00 之前，隔夜利率就回到 7 天逆回购利率+50bp 之下（极端情形除外）。
  - 根据央行公告，临时正、逆回购采取“数量招标”。对于市场关注的临时正回购而言，央行公告所释放的信号，一是相比于隔夜资金利率上行，对于其下行的容忍度更低；二是隔夜资金利率可能难以长期向下偏离。
  - 短期来看，考虑到当前的 DR001 仍明显高于 1.6%（7 天期逆回购利率 1.8% -20bp），短期通过临时正回购回笼的资金规模，以及对资金面的影响可能偏中性。在新的框架下，DR001 的波动中枢在 1.95%，并不代表 1.95% 是 DR001 的合理中枢水平。
  - **第三，中国利率走廊是否重建还需要观察，但短端利率波动区间收窄，对货币政策框架转型具有深远意义。**
  - 此前中国利率走廊的中枢是 7 天逆回购，上、下限分别是 7 天 SLF 利率和超额准备金利率，三者最新分别为 1.80%、2.80% 和 0.35%。中国的利率走廊上下限宽度为 2.45%，明显高于美国的 0.1%（上限准备金利率 5.4%，下限隔夜逆回购利率 5.3%）、欧洲的 0.75%（上限边际贷款便利利率 4.50%，下限存款便利利率 3.75%）。加之由于申请流程等原因，金融机构申请 SLF 的意愿并不强，SLF 操作规模多数月份在 100 亿以内。

### 相关报告

- 因此，关于推动中国利率走廊改革的呼吁不断。比如 2021 年 9 月 23 日，中国人民银行召开电视会议，提到“要把推动常备借贷便利（SLF）操作方式改革作为当前的重要工作来做”。
- 通过临时正、逆回购减点和加点，将 DR001 控制在 1.6%-2.3% 这个区间内波动，是否代表了放弃原有的利率走廊框架，可能还需要观察。因为在 SLF、7 天逆回购和超额准备金利率所构建的利率走廊中，最重要的市场利率是 DR007。利率走廊所控制的市场利率，是否已经从 DR007 转变为 DR001，可能还需要进一步观察。
- **但对于中国货币政策框架而言，正回购重出江湖，具有重要意义。**收窄市场利率的波动区间，中国货币政策框架向价格型调控转型再下一城。随着基础货币投放渠道的多元化（包括央行买卖国债），对降准等数量型调控工具，以及每个工作日逆回购投放规模的关注度可适度降低，更应该关注市场利率波动本身。
- 
- 
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。