

# 宏观

证券研究报告

2024年07月09日

## 央行创新工具的深意

央行创设了两个新工具。

第一个是采用无固定期限、信用式借入国债并卖出的操作。

第二个是开展临时正回购或逆回购操作，期限隔夜、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（下限1.6%，上限2.3%）。

以无固定期限、信用方式借入国债再卖出的方式，在央行持债规模较小时，能够为央行提空更大的操作空间。

此次隔夜回购利率相当于提供了一个新的利率走廊。

**风险提示：**货币政策框架继续调整，央行或推出新的政策工具，国债利率波动超预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-分析地产问题的三个层次》 2024-07-08
- 《宏观报告：宏观报告-枪炮、粮食与能源：美国出口“新三样”》 2024-07-04
- 《宏观报告：宏观-市场的两个恐惧症》 2024-07-03

央行创设了两个新工具。

第一个是采用无固定期限、信用式借入国债并卖出的操作<sup>1</sup>。

第二个是开展临时正回购或逆回购操作，期限隔夜、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（下限 1.6%，上限 2.3%）<sup>2</sup>。

以无固定期限、信用方式借入国债再卖出的方式，在央行持债规模较小时，能够为央行提空更大的操作空间。

目前中长期国债总盘子不大，且以一级交易商为主。2024 年 5 月银行间市场国债规模（中债登口径）在 28.8 万亿左右，其中商业银行共持有约 20.3 万亿国债，占银行间市场国债总持仓的 71%。Wind 口径显示银行间市场国债结构中 10 年以上占比为 14.4%，仅 4.3 万亿。假设持债结构近似，则商业银行持有了约 3 万亿中长期国债。

一级交易商是持债的主力。2024 年 5 月银行中，大型银行（中、农、工、建、交、邮储、国开行，均为一级交易商）债券投资占银行债券投资比重的 51%。

在这样的情况下，央行想要影响中长期国债利率所需要借入的债券体量或并不大，其对中长期利率的引导能力不弱。央行是否引导利率调整重点并不在于能不能，而在于想不想。对央行而言，它只是需要在多个目标之间进行权衡，想要以最小的代价来引导利率曲线变动。

短期来看，在央行表态要借入国债卖出后设立隔夜正、逆回购工具，也是为了实现上述目的。央行此时推出短期流动性工具也能够将后续市场流动性稳定在合意区间，稳定机构预期，避免因国债利率调整引发的流动性压力。

这两类工具的出台也是推动货币政策框架转型的必要工具之一。

潘行长<sup>3</sup>此前在陆家嘴论坛上表示，要以短期政策利率（OMO 利率）为核心、配合利率走廊工具，推动形成价格型调控为主的货币政策框架（详见《货币政策框架的过去、现在和未来》2024.06.21）。

此次隔夜回购利率相当于提供了一个新的利率走廊。在流动偏宽松时，央行可以按照 1.6% 的利率通过正回购回笼流动性；在流动性紧张时，可以通过逆回购以 2.3% 的利率向市场投放流动性。不对称的利率走廊设计也意味着央行对资金面上行有更高的容忍度。以 7 天 OMO 利率为核心确定隔夜回购利率则进一步明确了 OMO 利率的政策核心地位。

这也符合潘行长此前提到的要适度收窄利率走廊宽度、明确以 OMO 利率为主要政策利率表述。过去以常备借贷便利利率（7 天利率为 2.8%）和超额存款准备金利率（0.35%）为上下限的利率走廊宽度达到了 245BP，并不利于央行向市场传递清晰的利率目标信号。对比美联储、欧央行的利率走廊宽度也仅有 10BP 和 75BP。此次创设的隔夜回购利率修正了偏宽松的利率走廊（区间宽度或收窄至 70BP），能够更有效的向市场传递政策信号，引导短期利率的形成。

我们认为至此，央行推出了以债券借贷引导中长期利率、以隔夜回购稳定短期利率的新货币政策框架。利率走廊宽度收窄、OMO 利率地位的强化，提高了央行对短端利率的调控力度。借入国债买卖则让央行能够更好的引导利率曲线形成，在保持短期利率稳定的情况下，引导形成向上的收益率曲线。而 MLF 的地位则在持续弱化。

我们认为，当下的各类政策工具对债券市场的影响或依旧偏短期，在央行推动形成“正常向上倾斜的收益率曲线”时，债券市场短期或面临一定的调整压力。但中长期债券利率的

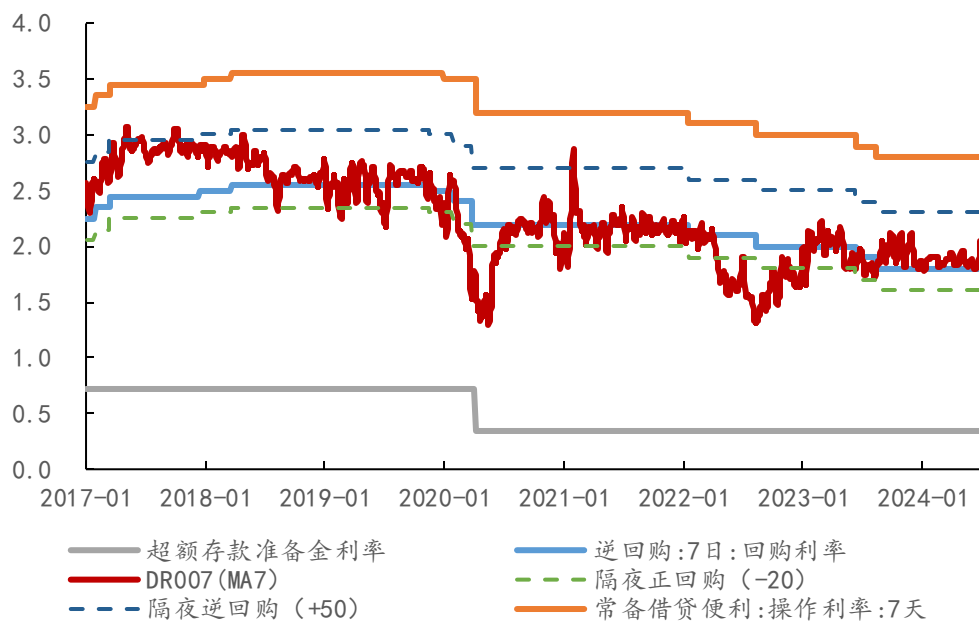
<sup>1</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/cZZPdBxR9dzQF\\_2xIncX3w](https://mp.weixin.qq.com/s/cZZPdBxR9dzQF_2xIncX3w)

<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125469/5392190/index.html>

<sup>3</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/\\_T98nAoYc1xBTfySQTYSsCA](https://mp.weixin.qq.com/s/_T98nAoYc1xBTfySQTYSsCA)

走势依旧取决于后续基本面和资产荒表现。

图 1: 利率走廊区间 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com