



短长结合，优化曲线

——央行临时正逆回购公告点评

7月8日，央行发布公开市场业务公告称，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，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。本次公告明确了新的利率走廊，并明确重启已暂停多年的正回购交易，主要为实现双重目的。

一、短端利率：收窄走廊

6月19日，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛上指出，未来货币政策框架演进的内容之一，就是要健全利率调控机制。随着利率市场化改革的不断推进，当前我国利率形成、调控和传导机制已基本建立。一方面，7天期逆回购操作利率已成为主要政策利率，银行间市场资金利率基本上围绕着这一中枢上下波动。另一方面，对于短端利率调控，利率走廊已初步成形，上廊是常备借贷便利（SLF）利率，下廊是超额存款准备金利率，这意味着利率走廊区间是0.35%-2.65%，宽度230bp。

本次公告有助于强化逆回购操作利率的基准作用，并实现流动性管理的进一步精细化。一是临时正、逆回购利率均在7天期逆回购利率基础上减点或加点，这进一步巩固了7天逆回购利率作为短端政策利率的定价锚作用。二是将短端利率走廊区间收窄至1.6%-2.3%，宽度收敛至70bp，或降低市场资金利率的波动幅度，增强对短端利率的精确引导。今年以来，银行间市场隔夜利率dr001均值为1.74%，运行区间为1.56%-1.98%，显示市场利率是围绕新利率走廊的下限在波动，可见在当前资金需求相对疲弱的背景下，政策下限的约束力更强。



二、长端利率：向上倾斜

今年以来，我国长债利率快速下行，但央行认为当前的长债利率走势和市场交易结构隐含了较大金融风险，亟需“纠偏”。7月1日，央行发布开展国债借入操作的公告，5日已与几家主要金融机构签订了债券借入协议，约定采用无固定期限、信用方式借入。这一系列操作，本质是收益率曲线管理，以改变长债利率快速下行、曲线形态快速牛平的趋势。本次央行公告计划开展临时正、逆回购，可与借债卖出操作进行有机配合。

一方面，临时逆回购旨在保持流动性合理充裕。对央行借债卖出而言，在借入阶段，如果借入债券计入央行资产端，央行资产负债表会表现为扩张，但没有传统意义上的释放流动性，对资金利率影响总体不大；但在卖出阶段，央行操作既推升中长端利率，也会收缩流动性，可能导致短端利率出现上行。若此时央行开展临时逆回购操作，数量上，可按需补充市场资金，保持流动性合理充裕，避免钱荒等极端情况出现；价格上，临时逆回购利率将高于7天逆回购利率50bp，可对金融机构过度加杠杆的行为形成约束。

另一方面，临时正回购可适度回收短期流动性。为实现交易闭环，央行借债卖出后还需要再买债偿还，这一操作伴随着流动性释放。央行可相机进行临时正回购操作，回收流动性，以巩固前期借债卖出操作的效果。

总体而言，临时正逆回购操作有助于精细化调节流动性，对金融机构进行预期管理，未来或与国债买卖操作协同配合，实现对收益率曲线从短端到中长端的全面精细化管理。

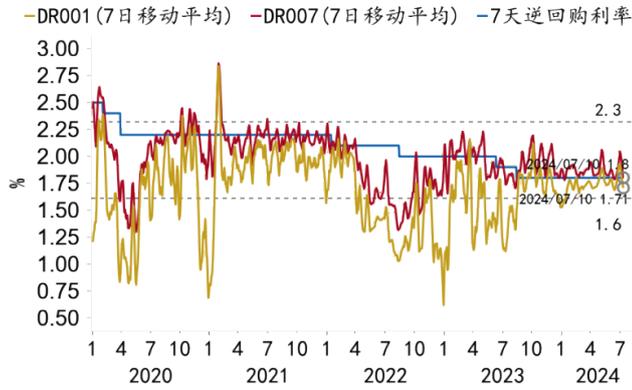
（作者：谭卓 牛梦琦）

附录



图 1：市场资金利率围绕新的政策利率下廊在窄幅波动

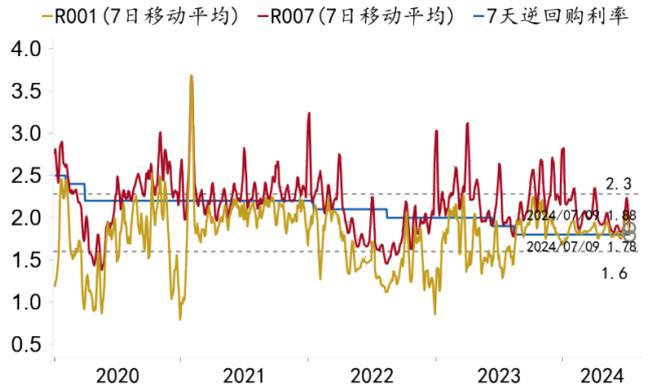
DR007、DR001与7天逆回购利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：非存款类机构质押式回购利率波动区间稍大

R007、R001与7天逆回购利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院