

## 如何看待央行近期创设的两项新货币政策工具

——固定收益点评

### 华龙证券研究所

分析师：杨晓天

执业证书编号：S0230521030002

邮箱：yangxt@hlzqgs.com

### 相关阅读

#### 摘要：

➤ 央行近期公告国债借入和临时回购的原因：1、国债借入及买卖能够提升央行对长端利率的引导，控制长债利率风险。央行目前持仓国债规模在 1.52 万亿，期限主要以中短端为主，持有长端国债较少，通过国债借入并卖出能有效提升央行对长端收益率的引导。2、隔夜临时回购操作有助于完善利率走廊，提升 7 天逆回购政策利率“锚”的作用。央行推出的临时正逆回购操作工具，能够提高央行公开市场资金面调控的效率和精准度，用利率走廊工具，调控短端利率，把货币市场利率“框”在一定的区间。本次央行临时回购工具是央行完善利率走廊的一部分，此次央行应对隔夜利率设置新的利率走廊，基于 7 天期逆回购利率+50bp 与 -20bp，同样也是强化 7 天逆回购政策利率的中枢作用，更好发挥短端基准利率向长端的传导作用。

#### ➤ 央行近期公告及后续操作的影响：

1、中美利差和人民币汇率稳定性有望加强。近期美国大选结果不确定性增加，避险需求上升导致美元指数走强，人民币汇率持续走弱，中美 10 年国债利差持续扩大进一步增加人民币汇率压力。

2、国债买卖纳入常规化货币政策工具箱。央行借入国债表明调控长端利率的态度，短期央行进行国债长端利率操作的预期管理目的明确，央行二级市场操作或将作为政策合意利率以便于市场进行参考。

3、收窄利率走廊，维持向上倾斜的收益率曲线。此次央行应对隔夜利率设置新的利率走廊，基于 7 天期逆回购利率+50bp 与 -20bp，实质收紧利率走廊至 70bp，有助于提高调控能力，平抑资金较大波动。目前新利率走廊以 7 天逆回购利率（当前为 1.8%）为中枢，以临时隔夜正、逆回购操作利率（分别为 1.6%、2.3%）作为上限和下限。

4、债市或延续阶段性震荡，金融机构资产配置有望改善。央行新创设货币政策工具能够使债券利率更合理反映当前我国经济基本面情况。政策目的在于完善货币政策框架，稳定资金利率，疏通从短端向长端的利率传导机制，债市走势仍由经济基本面及“资产荒”等因素决定。

短期地产周期逆转难度较大，经济再通胀目标实施仍有待确认，

金融机构负债端降成本仍有较大空间，基本面周期明显转向前央行或仍将维持较为宽松的货币政策，“资产荒”情形下国债长端利率的配置价值仍然较高，短期债市面临阶段性震荡加剧的情形，但中长期长端利率仍难有整体上行的机会。短期长端利率上行预期将有助于改善金融机构资产配置能力，提升长期配置的选择和空间。

- **风险提示：**美国大选不确定性风险，央行货币政策框架变动风险，经济数据不及预期，市场波动风险，公开市场操作超预期风险。

## 内容目录

|                                                 |   |
|-------------------------------------------------|---|
| 1 央行国债借入与临时回购的含义 .....                          | 1 |
| 2 央行近期公告国债借入和临时回购的原因 .....                      | 1 |
| 2.1 国债借入及买卖能够提升央行对长端利率的引导，控制长债利率风险 .....        | 1 |
| 2.2 隔夜临时回购操作有助于完善利率走廊，提升 7 天逆回购政策利率“锚”的作用 ..... | 2 |
| 3 央行近期公告及后续操作的影响 .....                          | 3 |
| 3.1 中美利差和人民币汇率稳定性有望加强 .....                     | 3 |
| 3.2 国债买卖纳入常规化货币政策工具箱 .....                      | 4 |
| 3.3 收窄利率走廊，维持向上倾斜的收益率曲线 .....                   | 5 |
| 3.4 债市或延续阶段性震荡，金融机构资产配置有望改善 .....               | 5 |
| 4 风险提示 .....                                    | 6 |

## 图目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1： 10 年、30 年国债收益率持续下行 .....  | 2 |
| 图 2： 7 日逆回购利率稳定在 1.8% 位置 ..... | 3 |
| 图 3： 7 日逆回购利率稳定在 1.8% 位置 ..... | 4 |
| 图 4： 中美利差持续收窄 .....            | 4 |
| 图 5： 利率走廊临时收窄至 70bp，% .....    | 5 |

2024年7月1日，中国人民银行官网发布消息称，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。

2024年7月5日，金融时报消息称，中国人民银行已与几家主要金融机构签订了债券借入协议。中国人民银行确认该信息属实。已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。

2024年7月8日中国人民银行公告，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，央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》。

## 1 央行国债借入与临时回购的含义

央行历史上未进行过国债借入操作，债券借贷是指债券融入方提供一定数量的履约保障品，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还履约保障品的债券融通行为，借券卖出是开展债券借贷操作主要目的。

本次央行从一级交易商借入国债，预计可能卖出，央行本次国债借入的规模与利率并未公布，预计央行以“维护债券市场稳健运行”为导向，着力防范债市风险，加大预期引导力度，长期国债收益率有望逐渐回升至合意区间。

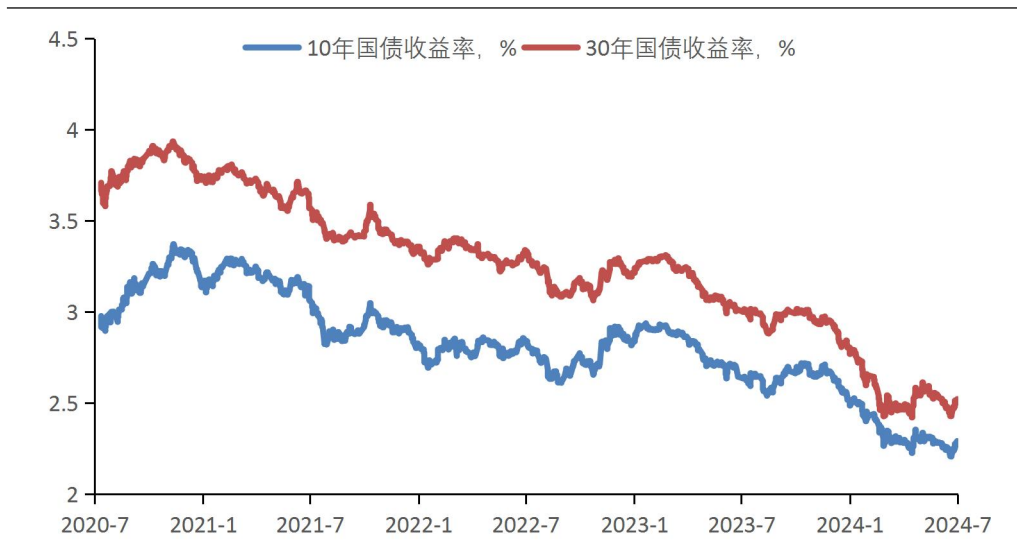
## 2 央行近期公告国债借入和临时回购的原因

### 2.1 国债借入及买卖能够提升央行对长端利率的引导，控制长债利率风险

4月以来央行多次提示长债利率风险，4月《金融时报》专访央行有关负责人指出需要高度重视利率风险。5月17日《金融时报》央行再度撰文援引市场人士分析表示：“从近年市场正常运行情况看，2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间。”5月底《金融时报》发文提醒长端风险，同时提及“人民银行应该会在必要时卖出国债”。6月央行行长潘功胜在陆家嘴论坛中讲话指出“要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险”、“保持正常向上倾斜的收益率曲线”。

央行目前持仓国债规模在1.52万亿，期限主要以中短端为主，持有长端国债较少，通过国债借入并卖出能有效提升央行对长端收益率的引导。

图 1：10 年、30 年国债收益率持续下行



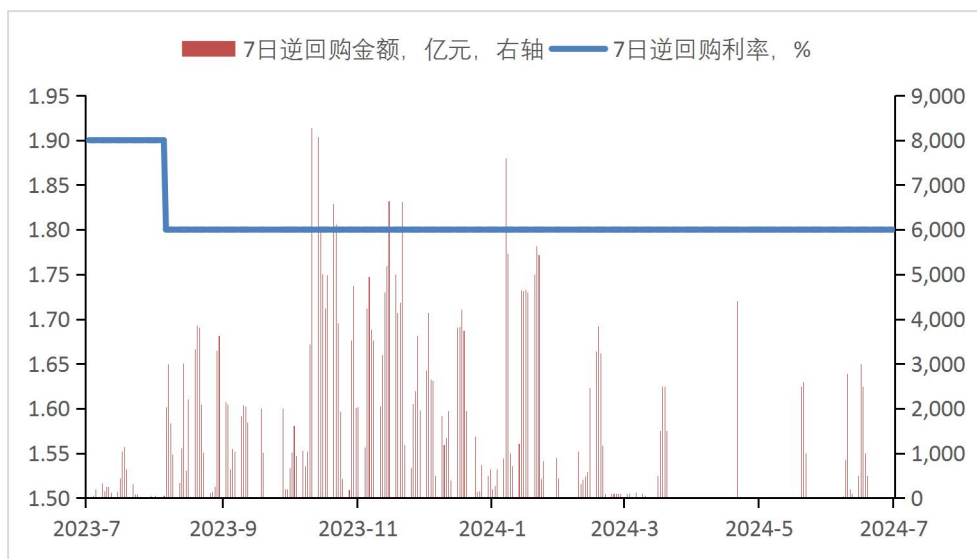
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

## 2.2 隔夜临时回购操作有助于完善利率走廊, 提升 7 天逆回购政策利率“锚”的作用

央行推出的临时正逆回购操作工具，能够提高央行公开市场资金面调控的效率和精准度，用利率走廊工具，调控短端利率，把货币市场利率“框”在一定的区间，本次央行通过临时正逆回购操作工具，能够有效将短期利率控制在一定范围内，如果市场流动性充裕，短期市场利率超出基准利率下限 20 个 bp 以上，央行可通过正回购吸收市场流动性，反之市场流动性偏紧，短期市场利率高于基准利率 50 个 bp 以上，央行可通过临时逆回购投放市场流动性。

本次央行临时回购工具是央行完善利率走廊的一部分，我国的利率走廊上廊是常备借贷便利（SLF）利率，下廊是超额存款准备金利率。此次央行应对隔夜利率设置新的利率走廊，基于 7 天期逆回购利率+50bp 与 -20bp，同样也是强化 7 天逆回购政策利率的中枢作用，更好发挥短端基准利率向长端的传导作用，而 MLF 未来可能逐步淡化“政策利率”作用。设置基于利率走廊波动幅度相对偏大，利率走廊收窄能够有助于平抑资金价格的波动，引导短期利率，发挥利率走廊的作用。

图 2：7 日逆回购利率稳定在 1.8% 位置



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 3 央行近期公告及后续操作的影响

#### 3.1 中美利差和人民币汇率稳定性有望加强

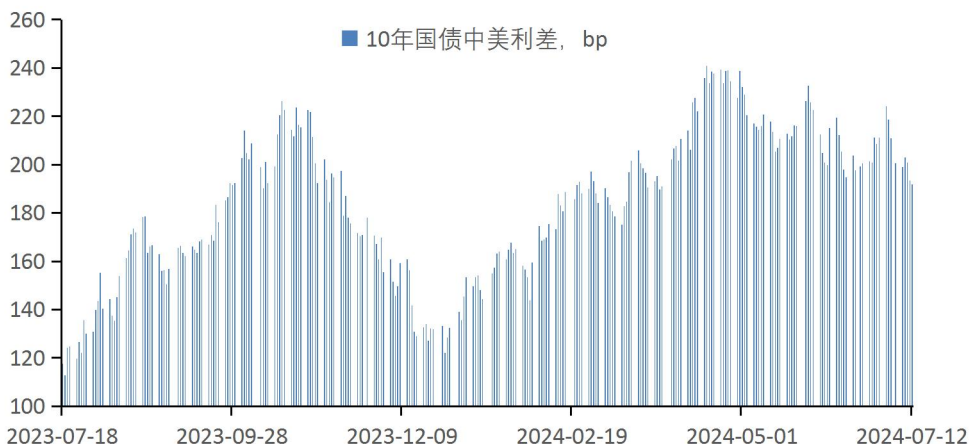
近期美国大选结果不确定性增加，避险需求上升导致美元指数走强，人民币汇率持续走弱，7月3日，人民币对美元汇率跌至去年11月中旬以来新低，离岸人民币对美元汇率跌破7.31元，中美10年国债利差持续扩大进一步增加人民币汇率压力。随着央行稳定长端利率风险，卖债预期下提升我国10年国债利率，将有力支持人民币汇率的稳定，同时防止资金外流，加强我国实体经济与资本市场吸引力。

图 3：7 日逆回购利率稳定在 1.8% 位置



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 4：中美利差持续收窄



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

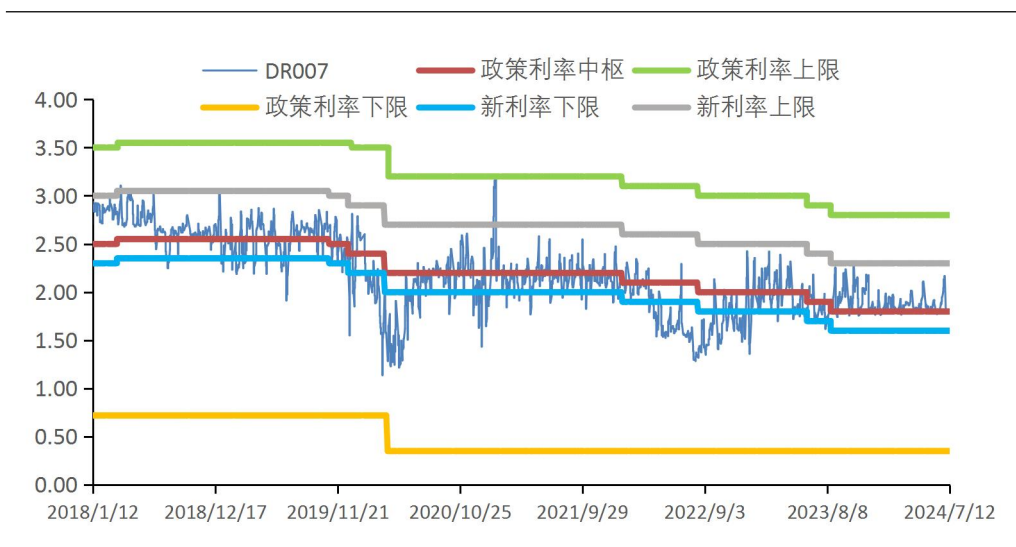
### 3.2 国债买卖纳入常规化货币政策工具箱

央行借入国债表明调控长端利率的态度，从央行过往对长端利率风险的多次提示以及淡化长端政策利率的引导作用来看，本次央行借入国债以及后续的二级市场国债买卖或将形成一种新的常规化货币政策工具，常态化的进行二级市场国债利率的价格引导。短期央行进行国债长端利率操作的预期管理目的明确，央行二级市场操作或将作为政策合意利率以便于市场进行参考。

### 3.3 收窄利率走廊，维持向上倾斜的收益率曲线

我国的利率走廊上廊是常备借贷便利（SLF）利率，下廊是超额存款准备金利率，目前利率走廊的上下限约 245bp，而此次央行应对隔夜利率设置新的利率走廊，基于 7 天期逆回购利率+50bp 与 -20bp，实质收紧利率走廊至 70bp，有助于提高调控能力，平抑资金较大波动。目前新利率走廊以 7 天逆回购利率（当前为 1.8%）为中枢，以临时隔夜正、逆回购操作利率（分别为 1.6%、2.3%）作为上限和下限。

图 5：利率走廊临时收窄至 70bp，%



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

### 3.4 债市或延续阶段性震荡，金融机构资产配置有望改善

央行新创设货币政策工具能够使债券利率更合理反映当前我国经济基本面情况。政策目的在于完善货币政策框架，稳定资金利率，疏通从短端向长端的利率传导机制，债市走势仍由经济基本面及“资产荒”等因素决定。

短期地产周期逆转难度较大，经济再通胀目标实施仍有待确认，金融机构负债端降成本仍有较大空间，基本面周期明显转向前央行或仍将维持较为宽松的货币政策，“资产荒”情形下国债长端利率的配置价值仍然较高，短期债市面临阶段性震荡加剧的情形，但中长期长端利率仍难有整体上行的机会。短期长端利率上行预期将有助于改善金融机构资产配置能力，提升长期配置的选择和空间。

#### 4 风险提示

美国大选不确定性风险，美元指数走势将影响人民币汇率，以及央行货币政策操作；

央行货币政策框架变动风险，货币政策框架随着经济及监管导向有持续变动的可能；

经济数据不及预期，经济数据受多方影响有不及预期的可能；

市场波动风险，债券市场对政策影响不可预测；

公开市场操作超预期风险。

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

| 投资建议的评级标准                                                                                                    | 类别   | 评级 | 说明                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。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）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                              |      | 增持 | 股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间 |
|                                                                                                              |      | 中性 | 股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间 |
|                                                                                                              |      | 减持 | 股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间 |
|                                                                                                              |      | 卖出 | 股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上     |
|                                                                                                              | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数          |
|                                                                                                              |      | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数          |
|                                                                                                              |      | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数          |

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

### 华龙证券研究所

| 北京                                               | 兰州                                                           | 上海                                     | 深圳                                        |
|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------|
| 地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层<br>邮编：100033 | 地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼<br>邮编：730030<br>电话：0931-4635761 | 地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼<br>邮编：200000 | 地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层<br>邮编：518046 |