

## 公开市场操作手册

宏观专题报告

2020年12月30日

## 报告摘要:

公开市场操作是通过改变银行体系的准备金总量而控制基础货币投放的一种政策手段。

- **公开市场业务操作工具作为公开市场操作的载体，主要包括：逆回购、MLF、国库定存和CBS：**逆回购目的主要是向市场释放流动性；MLF设立原因是为了保持银行体系流动性总体平稳适度，支持货币信贷合理增长；国库定存发行量与财政收支有关，国库定存利率走势与货币市场利率走势基本一致；CBS是央行为了提高永续债的吸引力而创设的工具，保障安全性的同时也提高了收益。
- **影响公开市场操作的因素可分为财政因素、季度因素、节假日因素：**财政因素的影响主要来自于税期、财政支出和地方债发行三者的影响。缴税和地方债发行会对流动性形成冲击，央行会投放流动性进行对冲；财政支出对流动性起到补充作用，央行可能暂停逆回购操作。季度节奏受到金融机构信贷投放因素的影响，有着明显的季节性特点。节假日因素：由于春节期间居民现金需求上升，央行通常在春节前大量投放流动性，春节后回笼流动性。
- **央行公告文本中高频词追踪：**自2017年以来央行公开市场交易公告中的措辞可分为“总量充足”、“总量较高”、“较高水平”、“适中水平”、“合理稳定”、“合理充裕”几种表述。自2018年3月起，央行公告中不再出现关于“适中水平”的表述；2018年6月26日起，“合理充裕”取代了公告中关于“合理稳定”的表述；2020年2月5日及6日7日，央行公告首次出现“总量充足”的字样。
- **从央行公告变化把握公开市场操作节奏：**大多数逆回购或MLF到期、税期高峰、政府债券发行时期往往伴随着公告表述转变为“合理充裕水平”并将重启逆回购操作；当央行公告提及“财政支出加大”的时点附近通常伴随出现“总量较高水平”的措辞，央行通常将暂停逆回购操作。多数情况下，季度首月央行都暂停逆回购操作，财政支出对跨季首月的资金面影响要大于企业缴税的季节性影响。
- **央行公开市场业务公告的表述变化是央行向市场传递信息的重要方式，但是在具体推测公开市场操作节奏时还应结合多方面因素综合进行判断。**
- **风险提示：**  
海外疫情持续恶化，货币政策进一步收紧。

## 民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

## 相关研究

## 目录

1. 公开市场业务操作工具.....	3
1.1 逆回购.....	3
1.2 MLF vs TMLF.....	3
1.3 国库定存.....	5
1.4 央行票据互换（CBS）.....	7
2. 公开市场操作的影响因素.....	7
2.1 税期的影响.....	8
2.2 财政支出的影响.....	11
2.3 财政因素总结.....	13
2.4 季度因素的影响.....	13
2.5 节假日因素：节前投放，节后回笼.....	14
3. 央行公告文本分析.....	15
3.1 高频词分析.....	15
3.2 特殊月份回顾.....	16
3.3 央行公告措辞变化与利率水平的关系.....	16
3.4 季节性因素分析.....	16
3.5 临时性因素分析.....	17
3.6 定期性因素分析.....	17
3.7 12月末展望：央行维护年末流动性.....	17
3.8 总结.....	17
风险提示.....	18

## 1 公开市场业务操作工具

是指中央银行在公开市场上通过采用什么样的资产进行操作,改变银行体系准备金总量而达到控制基础货币投放,影响整个社会货币供应总量。它是公开市场操作的载体,是整个公开市场业务操作的重要组成部分。

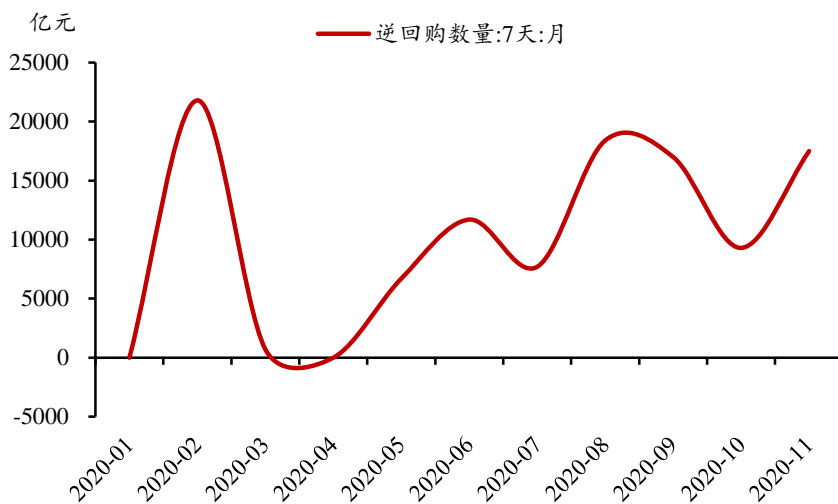
### 1.1 逆回购

**央行逆回购**, 主要指央行向一级交易商购买有价证券, 借出资金, 并约定在未来特定日期再将**有价证券**卖给一级交易商的交易行为。就是获得**质押的债券**, 把钱借给**商业银行**。**目的主要是向市场释放流动性**。有助于防止**资金过度紧张**, 导致**利率飙升**。**逆回购到期**则为央行从市场收回流动性, 资金回笼的意思。逆回购**常见期限**为“7 天逆回购”、“14 天逆回购”等。

逆回购是央行调节市场上货币量的手段, 是央行执行货币政策的工具。具有如下作用: 1、央行开展逆回购可以改善市场资金充裕程度, **增加市场资金流动性**, 缓解市场短期流动性问题; 2、央行逆回购可以**降低市场贷款利率**, 一定程度上代表货币政策宽松。3、**影响投资者心理预期**。

12 月 15 日, 央行开展**100 亿元逆回购操作**, 逆回购期限为**7 天**, 中标利率为**2.2%**。因今日有**600 亿元逆回购到期**, 当日实现净回笼**500 亿元**。**向市场传达了明确的呵护资金面的信号**。

图 1: 今年以来央行逆回购数量



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 1.2 MLF vs TMLF

**中期借贷便利 (MLF)**, 是中国人民银行于**2014 年 9 月**创设的提供中期基础货币的货币政策工具。设立原因是为了保持银行体系流动性总体平稳适度, 支持货币信贷合理增长。MLF 操作对象主要包括符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行, 可通过招标的方式开展。发放方式为**质押方式**。MLF 担保品范围包括: 国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债、不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券等。MLF 的期限通常为**3-6 个月**, 临近到期可重新约定利率并展期。MLF 利率发挥中期政策利率

的作用,通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响,引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金,促进降低社会融资成本。

**定向中期借贷便利 (TMLF)** 是人民银行为改善小微企业和民营企业融资环境、加强金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业等重点领域的支持力度,定向提供中期基础货币的货币政策工具。

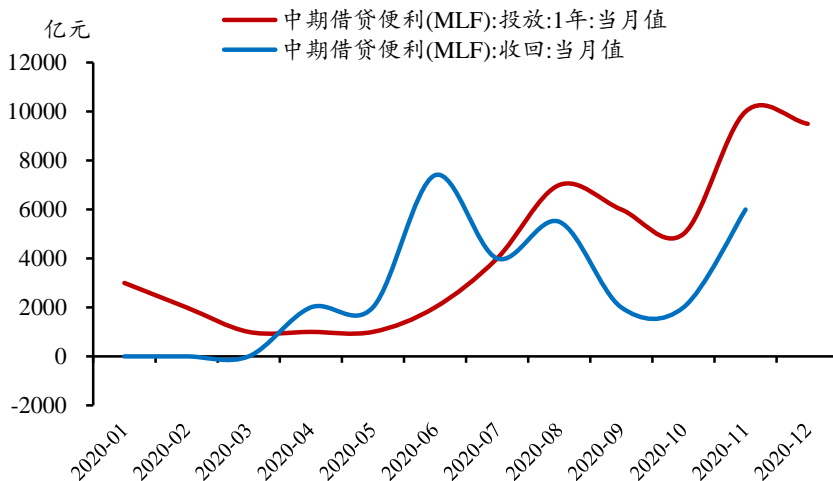
图 2: MLF 和 TMLF 的区别

	中期借贷便利 (MLF)	定向中期借贷便利 (TMLF)
操作对象	商业银行、政策银行	大型商业银行、股份制商业银行、大型城商行
参与方式	招标	申请
期限	3 个月-1 年,临近到期可重新约定利率并展期	一年期,可续作两次,实际使用期限可达 3 年
利率	中标利率	央行制定,通常低于 MLF 利率
资金导向	结合金融机构流动性需求,引导符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金	引导金融机构加大对小微企业和民营企业等重点领域的融资支持力度

资料来源:中国证券业协会,民生证券研究院

12 月 15 日,央行在官网公告称,为维护银行体系流动性合理充裕,当天开展规模高达 **9500 亿规模 MLF 操作,创下单日投放量历史新高**,充分满足了金融机构需求。这也是今年以来央行最大规模的 MLF 操作。**期限为 1 年,中标利率为 2.95%**,本月 7 日和 16 日分别有 3000 亿 MLF 到期,MLF 净投放 3500 亿,这也是自今年 8 月以来,人民银行连续第 5 个月净投放。

图 3: 本次 MLF 是年内最大一次投放



资料来源: Wind, 民生证券研究院

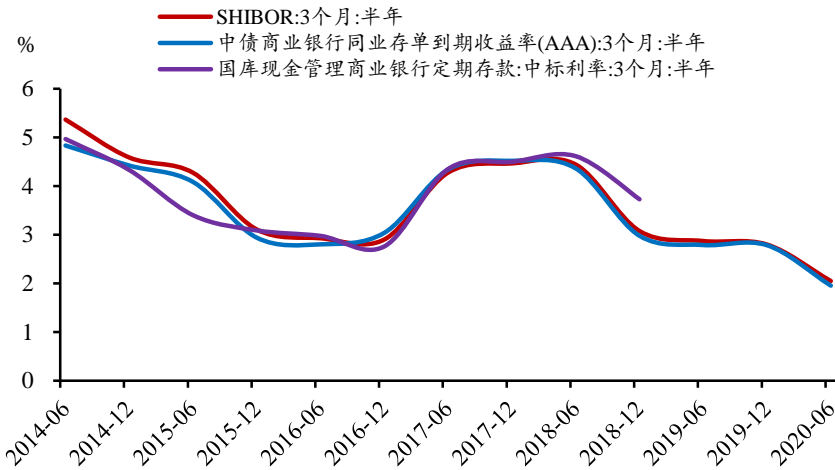
**MLF 超量续作, 以呵护跨年资金:** 一般到年末, MLF 操作会以净投放为主, 15-19 年 12 月 MLF 月均净投放 1833 亿。今年 12 月截至目前, MLF 已净投放 3500 亿。探究其“超额”完成任务背后的原因, 一方面是流动性结构性短缺背景下, 缓解银行中长期负债压力的应对之举。另一方面是近期微观风险暴露下, 宏观流动性边际扩张的对冲之策。随着社融增速小幅下滑和年底流动性紧张的出现, 央行在今日超额续作 MLF 释放了稳定流动性的明确信号。

### 1.3 国库定存

**中央国库现金管理定期存款**是指财政部通过招标的方式将国库现金存到商业银行, 商业银行以国债或地方政府债券为质押获得存款, 并向财政部支付利息的交易行为。存款期限包括 1 个月、2 个月、3 个月、6 个月和 9 个月等五种期限, 招标采用单一价格方式, 边际中标利率为当期存款利率, 单家银行投标额不得超过当期招标额的 20%。

由于中标利率由市场化招标确定, 因此**国库定存利率走势与货币市场利率走势基本一致**。历次中标利率与当日同期限的同业拆借利率、质押式回购利率和同业存单利率之间均存在强相关性。受银行间流动性影响较强。

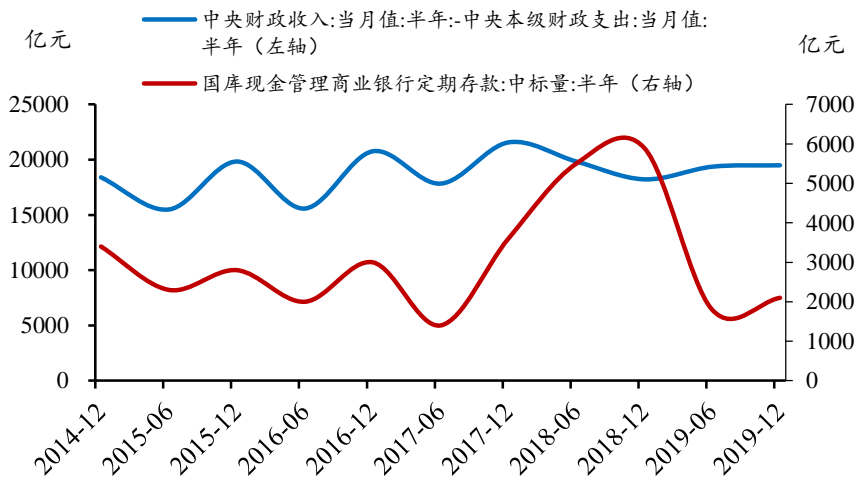
图 4: 国库定存利率与货币市场利率基本一致



资料来源：Wind，民生证券研究院

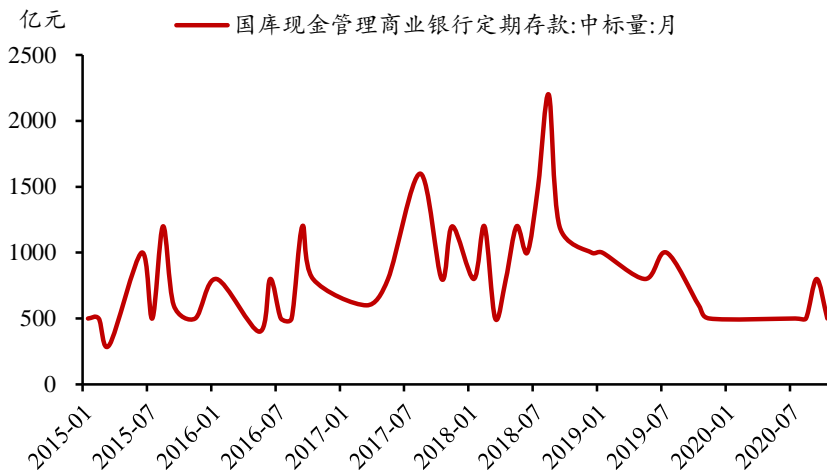
国库定存不同于常规货币政策工具，发行量与财政收支有关，财政资金紧张会降低操作空间。近年来经济转型增速放缓配合企业减负引发财政资金趋紧，预算赤字和结转结余资金使用量持续增加，国库定存操作频率和发行量有所放缓，“十三五”期间存款规模较“十二五”期间有明显回落，2019年国库定存次数和发行量分别为5次和3900亿元，明显低于往年。此外，存款期限呈持续缩短态势，主流操作期限由6个月逐步变更至1个月。

图 5：国库定存量受到财政收支影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：国库定存操作频率降低，期限缩短



资料来源：Wind，民生证券研究院

今年疫情冲击导致财政形势严峻，上半年未实施国库定存操作；而伴随经济回暖后收入压力缓解，二季度财政存款余额同比显著回升。7月23日，财政部、中国人民银行开展了500亿元国库现金定存操作，期限1个月，中标利率2.7%，较上次下降48BP。本次中标利率下降的主要原因在于宽松的资金面环境和宽信用环境下银行揽储能力增强，国库定存作为一般存款的稀缺性减弱。整体来看，中标利率下行符合市场预期。

## 1.4 央行票据互换（CBS）

央行票据互换是指公开市场业务一级交易商可用手上所持有的合格银行发行的永续债，从央行换入央行票据，到期后再从央行换回债券，期限一般不超过3年，期间银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换工具可以提高银行永续债的市场流动性，继而支持银行发行永续债补充资本，为加大金融对实体经济的支持力度创造有利条件，也有利于疏通货币政策传导机制。为了提高永续债的吸引力，央行创设了CBS，使得购买永续债的银行，名义上持有的是永续债，实际上持有的是央行的债权，极大的保障了安全性，同时又提高了收益。CBS主要具有以下作用：1、央行票据互换后，永续债不出表，永续债的风险和预期收益仍由原持有银行承担，互换后银行不用消耗资本。2、央行票据互换后，持有永续债的银行，其债券也由对永续债发行银行的债权变成了对央行的债权，风险得到稀释。3、银行可以将央票作为合格抵押品，通过MLF、TMLF等操作再抵押给央行换得流动性，相当于二次抵押融资。

中国人民银行于2020年11月27日开展了央行票据互换（CBS）操作，操作量50亿元，期限3个月，费率0.10%。本次操作面向公开市场业务一级交易商公开招标，中标机构包括国有大型商业银行、股份制银行、城商行、农商行、证券公司等各类金融机构。换入债券既有国有大型商业银行和股份制银行发行的永续债，也有城商行和农商行发行的永续债，体现了对中小银行发行永续债补充资本的支持。

## 2 公开市场操作的影响因素

总体来看，影响公开市场操作的因素可分为财政因素、季度因素、节假日因素。公开市场操作的月内节奏受到财政因素的影响。财政因素的影响主要来自于税期、财政支出和地方

**债发行三者的影响。**从对央行公开市场操作的影响效果来看，缴税会收紧流动性，在缴税规模较大的时点，央行会投放流动性进行对冲；财政支出对流动性起到补充作用，央行可能暂停逆回购操作；地方债发行会对流动性形成冲击，在地方债发行规模较大时，央行通常配合投放流动性。其中，前两者具有较为明显的季节性，地方债的发行节奏最近几年有较大差异。下文着重分析具有明显季节特征的税期和财政支出对资金面以及公开市场操作的影响。

## 2.1 税期的影响

缴税主要涉及四个主体：税务部门、商业银行、人行国库、财政部门。根据国家税务总局公布的办税日历，**各月的纳税申报期限一般为 1 至 15 日，最主要税种国内增值税与企业所得税申报截止日为 15 日**，如遇节假日，征期会相应顺延。出于减少资金占用的考虑，企业通常倾向于选择在临近截至日期再完成报税，因此资金面受缴税期扰动往往开始于本月办税工作周内，办税截止日及前日与次日经常是“缴税高峰”。因企业延迟缴税、流程差异等原因，税期因素对资金面的冲击可能会延续到缴税截止日后数天。以 2020 年为例，**每个月的纳税截止日期以 15 日居多，还分布在 16 日、17 日、22 日、23 日等日期。**

图 7：2020 年各月份纳税截止日分布

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
截止日	15	17	16	20	22	15	15	17	15	23	16	15

资料来源：国家税务总局官网，民生证券研究院

我国最主要的五大税种（按占比从高到低）分别为国内增值税、企业所得税、进口环节增值税与消费税、个人所得税、企业消费税，共占整体税收的比重超过 80%。**其中前两大税种占比超过 60%且月度波动较大（尤其是企业所得税），后三大税种占比均在 10%上下且月度波动较小。企业纳税行为可以解释月度缴税金额波动的绝大部分。**

从全年数值上看，税收收入的季节性相当明显，**缴税大月主要是 1、4、5、7、10 这五个月。**其中 1、4、7、10 为跨季首月，可以采用按季申报缴纳方式的税种（所得税、部分增值税）会增大当月缴税金额，而其中又以**1月的金额最为巨大，4月与7月是次高点。**5月是上年企业所得税的汇算清缴时点，一般呈现为补缴，缴税金额同样比较大。这导致这几个月中旬开始税

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_523](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_523)

