

下调 OMO 利率是对下调 MLF 利率的延迟确认

——OMO 利率下调点评

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号 S0280519040001

2019 年 11 月 18 日，央行公开市场开展 1800 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率下调 5BP 至 2.5%。

● **OMO 利率下调推动股市反弹、债市大涨。**2019 年 11 月 5 日，央行开展 4000 亿元 MLF 操作，较上期下降 5BP。紧随 MLF 下调利率，10 月 18 日，央行开展 7 天逆回购操作，下调 OMO 利率 5BP，这是四年来央行首次下调逆回购操作利率，也是自 2019 年 10 月 25 日以来央行将暂停的逆回购重新祭出。受此影响，沪深两市小幅低开后上行，收盘上证指数涨 0.62%，深证成指涨 0.7%，创业板指涨 0.46%；10 年期国债活跃券收益率下行 4.23bp，国债期货大幅收涨，10 年期主力合约涨 0.45%，5 年期主力合约涨 0.20%。

● **下调 OMO 利率是对下调 MLF 利率的延迟确认。**逆回购利率是资金利率的锚，近期由于税期高峰等因素影响，虽然下调了 MLF 操作利率，但是资金面依然紧张，主要回购利率仍在小幅上行，其中，DR007 自 11 月 5 日下调 MLF 操作利率之后，截至日 11 月 15 日反而上行了 46.58BP 至 2.7811%，下调 OMO 利率有助于降低短期资金利率，缓解银行间市场资金面紧张情绪。这样，11 月 18 日，央行重启逆回购操作并下调利率，成为四年来首次调降 7D 逆回购利率，使得资金面供给明显改善，隔夜及七天存款类机构质押式回购加权利率亦出现小幅下行，其中，DR007 下行 3.93BP。

● **OMO 紧随 MLF 操作，体现了央行降低实体经济融资成本的货币政策目标。**央行首先用低成本的 MLF 置换高成本的 MLF，有助于降低商业银行负债端成本，从而降低中小微企业的融资成本。目前除了资金面，影响银行配置需求的是银行综合负债成本，虽然存款仍是银行负债大头，但是下行的空间不大；因此银行负债成本就需要降低回购利率、同业拆借利率、同业存单利率等，通过资金面利率下行带动银行间市场资金利率大幅回落，从而显著降低商业银行综合负债成本，通过传导有助于降低整个金融机构负债端成本，从而降低 LPR 报价，最终传导至实体经济，降低中小微企业融资成本。

● **下调逆回购操作利率有助于引导 LPR 报价利率下行。**在缴税接近尾声，央行加大资金投放发力稳增长，并进一步引导资金价格回落，有助于提振流动性乐观预期。目前货币政策面临两难：一方面是经济下行压力依然存在，另一方面也要注意三季度宏观杠杆率再度抬头。央行 MLF 降息操作后，再将 OMO 操作利率降低 5BP，将有助于降低 11 月 20 日 LPR 报价。

● **下调 OMO 利率对实体经济和股市、债市的影响：**下调 OMO 利率显示央行积极应对短期经济下行压力。目前经济企稳根基并不够牢固，10 月数据显示经济依然下行压力较大，央行使用 MLF+OMO 降息操作，有助于提高宽货币向宽信用的传导，打开 LPR 下行空间，有利于推动经济企稳，短期，OMO 利率下行有助于引导短端利率下行，提振债券市场乐观预期，引导债券收益率小幅下行。中期来看，债市的扰动因素增加，长端利率下行空间较为有限。对股市影响：央行通过 MLF+OMO 降息操作，利好金融股，有助于提高市场流动性，恢复市场对资金面乐观情绪，推动市场逐步走强。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 OMO 利率下调推动股市反弹、债市大涨	3
2、 下调 OMO 利率是对下调 MLF 利率的延迟确认	3
3、 OMO 紧随 MLF 操作，体现了央行降低实体经济融资成本的货币政策目标	3
4、 下调逆回购操作利率有助于引导 LPR 报价利率下行.....	3
5、 下调 OMO 利率对实体经济和股市、债市的影响	4

事件：2019年11月18日，央行公开市场开展1800亿元7天期逆回购操作，中标利率下调5BP至2.5%，今日无逆回购到期，这是央行四年来首次下调OMO操作利率。

1、OMO 利率下调推动股市反弹、债市大涨

2019年11月5日，央行开展4000亿元1年期MLF（中期借贷便利）操作，中标利率为3.25%，较上期下降5BP。紧随MLF下调利率，11月18日，央行开展7天逆回购操作，下调OMO利率5BP，这是自2015年10月27日来央行首次下调逆回购操作利率，也是自2019年10月25日以来央行将暂停的逆回购重新祭出。受此影响，沪深两市小幅低开后上行，收盘上证指数涨0.62%，深证成指涨0.7%，创业板指涨0.46%；10年期国债活跃券收益率下行4.23bp，国债期货大幅收涨，10年期主力合约涨0.45%，5年期主力合约涨0.20%。

2、下调OMO利率是对下调MLF利率的延迟确认

逆回购利率是资金利率的锚，近期由于税期高峰等因素影响，虽然下调了MLF操作利率，但是资金面依然紧张，主要回购利率仍在小幅上行，其中，DR007自11月5日下调MLF操作利率之后，截至11月15日反而上行至2.7811%，下调OMO利率有助于降低短期资金利率，缓解银行间市场资金面紧张情绪。这样，11月18日，央行重启逆回购操作并下调利率，成为四年来首次调降7D逆回购利率，使得资金面供给明显改善，隔夜及七天存款类机构质押式回购加权利率亦出现小幅下行，其中，DR007下行3.93BP。

3、OMO 紧随 MLF 操作，体现了央行降低实体经济融资成本

本的货币政策目标

央行首先用低成本的MLF置换高成本的MLF，有助于降低商业银行负债端成本，从而降低中小微企业的融资成本。目前除了资金面，影响银行配置需求的是银行综合负债成本，虽然存款仍是银行负债大头，但是下行的空间不大；因此银行负债成本就需要降低回购利率、同业拆借利率、同业存单利率等，通过资金面利率下行带动银行间市场资金利率大幅回落，从而显著降低商业银行综合负债成本，通过传导有助于降低整个金融机构负债端成本，从而降低LPR报价，最终传导至实体经济，降低中小微企业融资成本。

4、下调逆回购操作利率有助于引导LPR报价利率下行

在缴税接近尾声，央行加大资金投放发力稳增长，并进一步引导资金价格回落，有助于提振流动性乐观预期。目前货币政策面临两难：一方面是经济下行压力依然存在，另一方面也要注意三季度宏观杠杆率再度抬头。尽管近期中央工作会议不再提去杠杆，但是2019年下半年猪肉价格大涨引发的结构性通胀依然是货币政策的掣肘，货币政策一方面要防风险，另一方面还需加大逆周期操作稳增长，这样流动性不会像之前那样过于充裕。虽然10月央行通过“OMO+MLF”对冲了缴税和到期的MLF，但商业银行息差被压缩，LPR报价并未下行。自LPR改革以来分别下调了两次，分别为6BP和5BP，10月份商业银行负债端成本较高，LPR报价保持不变，影响了央行降低实体经济融资成本的目标。这样公开市场操作利率成为影响LPR报价的关键，当前利率市场化后 $LPR=MLF+BP$ 构成，央行MLF降息操作后，再将OMO操作利率降低5BP，将有助于降低11月20日LPR报价。

5、下调 OMO 利率对实体经济和股市、债市的影响

下调 OMO 利率显示央行积极应对短期经济下行压力。目前经济企稳根基并不够牢固，10 月数据显示经济依然下行压力较大，央行使用 MLF+OMO 降息操作，有助于提高宽货币向宽信用的传导，打开 LPR 下行空间，有利于推动经济企稳，首先显著降低商业银行负债成本；其次通过商业银行传导至金融市场，有助于降低非银机构等金融机构负债端成本，从而传导至实体经济，降低实体经济融资成本，防止局部信用收缩产生的贷款利率反弹。

对债市影响：短期，OMO 利率下行有助于引导短端利率下行，提振债券市场乐观预期，引导债券收益率小幅下行。中期来看，债市的扰动因素增加，一方面来自基本面中美贸易谈判的缓和，同时猪肉价格上涨产生的连锁反应带动 CPI 增速快速上行 0.8 个百分点至 3.8%，结构性通胀压力不容小觑，因此，长端利率下行空间较为有限。

对股市影响：央行通过 MLF+OMO 降息操作，变相降低银行负债端成本，释放的流动性短期有助于提高资本市场预期，继续提振 11 月股市市场情绪，释放的中长期资金可以直接降低上市银行负债端成本，利好金融股，有助于金融板块行情走强；长期来看，MLF+OMO 降息操作，有助于提高市场流动性，恢复市场对资金面乐观情绪，推动市场逐步走强。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社2016年8月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

郑嘉伟，宏观分析师，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，从事宏观固收研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

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_8910

