

公开市场操作的重点在价不在量

核心观点

2022 年 7 月 4 日央行公开市场公告称“为维护银行体系流动性合理充裕，2022 年 7 月 4 日人民银行以利率招标方式开展了 30 亿元逆回购操作”，由于操作量较小，引起了市场广泛关注。我们提示，央行公开市场操作的重点在价不在量，操作量较小的核心原因是季初银行间体系流动性合理充裕，资金缺口和流动性需求本身就不大，并不代表央行收紧流动性。央行公开市场操作的重点在价不在量，核心关注 DR007，7 月 4 日日内仍在 1.5%-1.6% 附近低位运行，明显低于其中枢水平 7 天逆回购利率 2.1%，说明流动性仍然较为宽松。

后续货币政策：预计 8-9 月出现宽货币边际收敛的拐点，进入 8 月需密切关注 DR007 走势，其将经历回归 7 天逆回购利率附近双向波动的过程，若物价存在阶段性较大上行压力，DR007 个别时段也可能加大波动幅度。

□ 公开市场操作量小不代表央行收紧流动性

2022 年 7 月 4 日央行公开市场公告称“为维护银行体系流动性合理充裕，2022 年 7 月 4 日人民银行以利率招标方式开展了 30 亿元逆回购操作”，由于操作量较小，引起了市场广泛关注。我们提示，央行公开市场操作的重点在价不在量，操作量较小的核心原因是季初银行间体系流动性合理充裕，资金缺口和流动性需求本身就不大，并不代表央行收紧流动性。

央行核心关注的货币市场基准利率，或市场利率锚 DR007 在 7 月 4 日日内仍在 1.5%-1.6% 附近低位运行，明显低于其中枢水平 7 天逆回购利率 2.1%，说明流动性仍然较为宽松，这也源自央行的主动引导。

□ 央行公开市场操作的重点在价不在量，核心关注 DR007

我们提示，央行公开市场操作的重点在价不在量，即公开市场操作规模不重要，核心需关注 DR007。实际上，央行为了避免市场对货币政策取向的过度解读和误读，已多次对“在价不在量”进行过预期引导，我们团队也在多次报告中提示此观点，如 2021 年 1 月发布的报告《流动性超预期的紧从何而来？》、2021 年 2 月的《公开市场操作量少代表收紧吗？》等。

在此我们先引用央行 2021 年一季度货币政策执行报告中的原文：“目前，人民银行逐步形成了在每月月中固定时间开展中期借贷便利（MLF）操作、每日连续开展公开市场操作的惯例，通过持续释放央行政策利率信号，引导市场利率围绕政策利率波动，显著提高了货币政策传导的效率”；“人民银行在公开市场操作中更加关注 DR007 等货币市场短期基准利率，并综合考虑现金投放回笼、财政收支以及市场需求等因素灵活调整公开市场操作的规模和期限品种。因此，市场在观察央行公开市场操作时，应重点关注公开市场操作利率、中期借贷便利利率等政策利率，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况，而不应过度关注央行操作数量”。

另一典型案例是 2021 年春节后，由于永煤事件对信用债一级市场发行的负面冲击逐步缓解，央行流动性有边际收紧，2 月 18 日央行转载了一篇金融时报文章，文章对春节前后的央行公开市场操作情况做出了分析，提出“央行在公开市场操作中更加注重利率目标，主要盯住 DR007 等货币市场短期基准利率开展操作。当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解”，央行转载也意在引导和纠正市场认知。

我们在此前的报告中持续强调：我国央行于 2004 年 6 月正式建立了流动性预测分析体系，按日对流动性进行分析、预测和监控，央行流动性调控有较强的主动性。央行公开市场操作数量是综合考虑现金、财政收支、外汇占款、OMO 到期量等因素带来的流动性缺口及市场需求后的灵活调整，数量的多少并不代表央行意图，而应主要看资金面的实际表现，即 DR007。未来 DR007 仍然是短端流动性最重要的指标，央行所有的意图都会在其中，同时也需强调，DR007 要看中枢，不能看高点，拉长一段时间看，一段时间的波动中枢更加体现政策意图，个别时点可能存在扰动因素（典型如近期的数据表现，受跨季影响，2022 年 6 月 30 日单日 DR007 上行至 2.1% 上方，但进入 7 月

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

再次大幅回落)。

□ 后续货币政策：预计 8-9 月出现宽货币边际收敛的拐点

我们认为，当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，维持稳健略宽松的政策基调，核心仍在宽信用。年内央行降准、增设多项再贷款工具、推动银行降低存款利率等负债成本、降低首套房贷利率下限及 LPR 报价调降等措施均指向宽信用，同时，央行也积极推动缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导增加信贷投放。后续政策工具方面，增量工具重点关注新增再贷款。总体看，预计宽信用延续，预计信贷、社融年末增速分别 11.4%、11%，预计 M2 年末增速 9.2%，M2 及社融增速均将略高于名义 GDP 增速，实现基本匹配。

但我们提示关注下半年宽货币或有边际收敛，时间点在 8-9 月，进入 8 月需密切关注 DR007 回归中枢水平 2.1% 的节奏。收紧的驱动因素在于保就业与稳物价两项最终目标相对重要性的切换。首先，随着常态化检测助力常态化经济增长，经济回暖、就业市场改善，预计调查失业率数据逐步回落，保就业目标将逐步退出央行首要目标，尤其关注 8 月中旬发布的 7 月调查失业率，7 月为大学生毕业季，调查失业率往往有季节性上行，但我们预计在疫情后期经济和就业市场环比修复中，7 月调查失业率也将延续下行，并降至年度目标值 5.5% 附近，因此其重要性明显减弱。其次，三季度稳物价的重要性将有所提高，我们预计 CPI 后续波动上行，8 月就有上冲突破 3% 的风险，预计 9 月达到全年高点 3.5% 左右，进入三季度，央行对物价稳定的考量会逐步提高。由此，央行首要目标将由稳增长保就业切换为物价稳定，货币政策基调由稳健略宽松有边际转紧，综合两项指标，判断时间点在 8 月-9 月。

货币政策转向将主要体现为货币端的收紧，即 DR007 将经历回归 7 天逆回购利率附近双向波动的过程，若物价存在阶段性较大上行压力，DR007 个别时段也可能加大波动幅度。

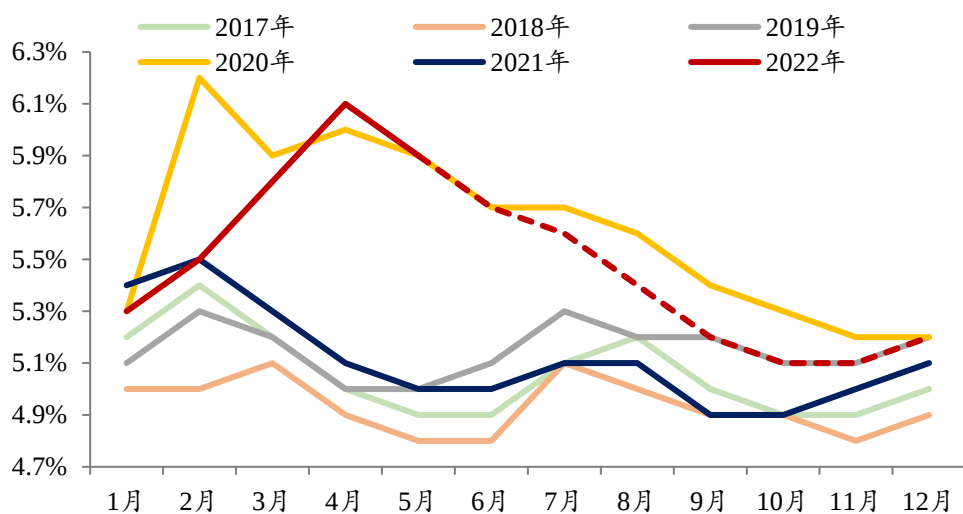
此外，国际收支平衡和金融稳定也可能掣肘下半年货币政策宽松节奏：1、我们 4 月初发布的 3 月外汇储备解读中就重点提示，今年二、三季度国际收支平衡均处于重要观察窗口期，一旦外储面临触及警戒线的风险，将牵制货币政策宽松，截至 5 月末，我国外储余额 3.12 万亿美元，我们经验判断警戒线为 3 万亿美元，目前有 1200 亿美元的安全边际，但美元、美债三季度仍有上行压力，均将从估值角度挫伤外储数据，国际收支平衡也将持续是央行的重要考虑变量；2、随着 4 月以来大规模宽货币，债市已呈现加杠杆情绪，债市杠杆率上行也可能扰动央行货币政策基调。

□ 看好股市结构性行情，预计债市震荡调整

对于市场，权益市场方面，最大预期差在常态化核酸检测带来的人员流动提高，提示重点关注与之相关的航空、机场、旅游、酒店、餐饮等出行消费产业链。此外，我们继续看多稳增长链条，如金融、地产、建筑、建材和地产后周期板块，也提示关注三季度美债收益率见顶后成长风格投资机会。固定收益方面，未来伴随经济快速修复，名义 GDP 增速显著回升，三季度预计 10 年期国债收益率将达到高点 3.0% 左右。

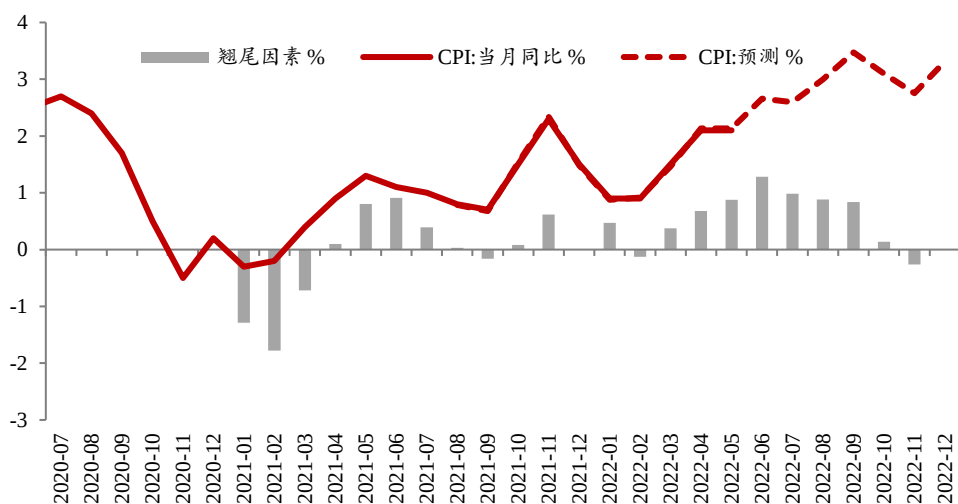
风险提示：物价上行压力加大、加快，货币政策收紧时点提前，力度超预期。

图 1：预计下半年调查失业率中枢下行



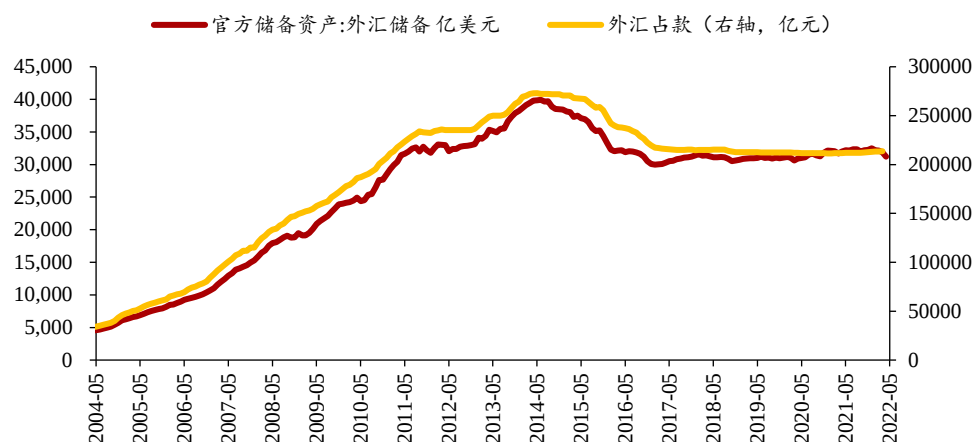
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：预计下半年 CPI 波动上行，8 月或“破 3%”



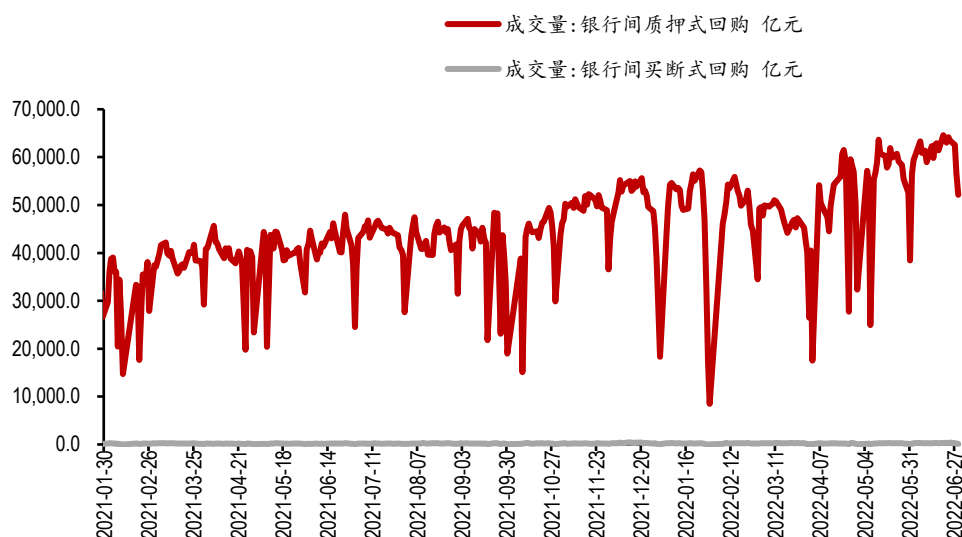
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：国际收支平衡二季度、三季度均为重要观察期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：银行间质押式回购成交量近期明显走高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_43564

