



Research and
Development Center

公开市场操作解读指南

——信达宏观方法论之四

2022 年 09 月 07 日

解运亮

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

公开市场操作解读指南

2022年09月07日

摘要:

常说央行有“三大法宝”，存款准备金、再贴现和公开市场操作。其中公开市场操作频率高、最精细，利于央行“精准滴灌”调控流动性，可作为投资者观察货币政策变化的精确变量。

- **入门：公开市场操作的作用机制。**在“结构性流动性短缺”的操作框架下，中央银行能够有效地通过公开市场操作来调节银行体系流动性供给的数量、资金的价格，进而调控货币信贷总量，并最终实现央行的货币政策目标。银行体系流动性的实质是存款性金融机构在央行的超额准备金。通过拆解央行资产负债表、联立上述概念，推导得到五因素模型： $\Delta \text{银行体系流动性} = \Delta \text{超额准备金} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{人民币公开市场操作} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{M0} - \Delta \text{法定准备金}$ 。本文以此为基础，从需求和供给两方面因素分析银行体系流动性，前者主要指两项准备金需求，后者主要体现在等式右端，可进一步划分为自发性和货币政策因素。
- **熟识：公开市场操作的规律性分析。**影响流动性供需的主要因素包括政府存款，M0和信贷投放。政府存款减少将补充银行体系流动性，其中税收与财政支出的季节性明显。M0波动主要受节假日影响，春节效应最为显著。信贷投放则具有一季度冲“开门红”的特征。因此公开市场操作跨月季节规律呈现为：一季度回笼为主，二、四季度投放为主；春节前投放，节后回笼。月内时点规律则主要由税期与缴准因素主导，主要税种的申报截止日期多分布在每月中下旬；受月末冲存款的业务习惯影响，银行每月5号、25号缴准将对资金面形成压力。
- **进阶：央行公开市场操作公告文本分析。**公开市场交易公告具有高度结构化、用语严谨的特点，公告内容通常分为：判断流动性，央行具体操作和当前重点事件或主要影响因素三个部分。判断流动性的高频词有“总量充足、适中水平、合理充裕”等，重点事件或重要影响因素包括“税期、逆回购到期、财政支出、春节”等。定性词指公告中央行对流动性的表述，用词变化与市场资金短期利率具有较高一致性。当DR007相对较低时，定性词多为“较高水平”、“总量充足”，当DR007出现上升趋势时，定性词多为“合理充裕”。
- **实战：案例分析。**整个8月央行实现资金净回笼2000亿。从资金利率来看，8月15日，中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。本次央行使用“降息+缩量”组合，降息的目的在于降低社会融资成本，推动宽信用；缩量则是为了抑制资金空转的现象。往后看，我们判断，在宽信用取得明显成效之前，流动性或难以大幅收紧。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。



目 录

一、入门：公开市场操作的作用机制.....	4
二、熟识：公开市场操作的规律性分析.....	10
三、进阶：央行公开市场操作公告文本分析.....	15
四、实战：案例分析.....	17
附录 1：图表.....	19
附录 2：信达宏观方法论系列报告.....	23
风险因素.....	24

表 目 录

表 1：央行资产负债表（截至 2021 年末）.....	5
表 2：公开市场操作工具整理.....	9
表 3：2022 年各月纳税申报截止日期.....	14

图 目 录

图 1：央行通过调节银行体系流动性调控货币信贷总量.....	4
图 2：结构性流动性短缺框架示意图.....	6
图 3：流通中的现金主导了货币发行.....	7
图 4：2014 年后人民币操作开始成为公开市场业务主要渠道.....	9
图 5：1、4、7、10 月份作为跨季首月税收金额较高.....	10
图 6：每逢季末财政支出增加.....	11
图 7：我国金融机构信贷投放的季节特征明显.....	12
图 8：2015 年以来公开市场操作概览.....	13
图 9：公开市场操作春节前投放、节后回笼.....	13
图 10：2021 年公开市场操作在每月中上、中下旬的净投放情况.....	14
图 11：降准置换 MLF 成常态化操作.....	15
图 12：DR007 与 7 天 OMO 利率运行情况.....	16
图 13：DR007 与 7 天 OMO 利率运行情况.....	18
图 14：非金融机构存款在储备货币中的占比很小.....	19
图 15：央票不再是调节流动性的主要政策工具.....	19
图 16：政府存款环比增速表现出明显的季节规律.....	20
图 17：“节假日”效应显著影响 M0 波动.....	20
图 18：我国金融机构信贷投放集中在第一季度.....	21
图 19：公开市场操作分季度净投放情况.....	21
图 20：公开市场操作 3 月多回笼、5 月多投放.....	22
图 21：国债发行规模基本保持平稳.....	22
图 22：地方政府债发行没有明显的季节规律.....	23

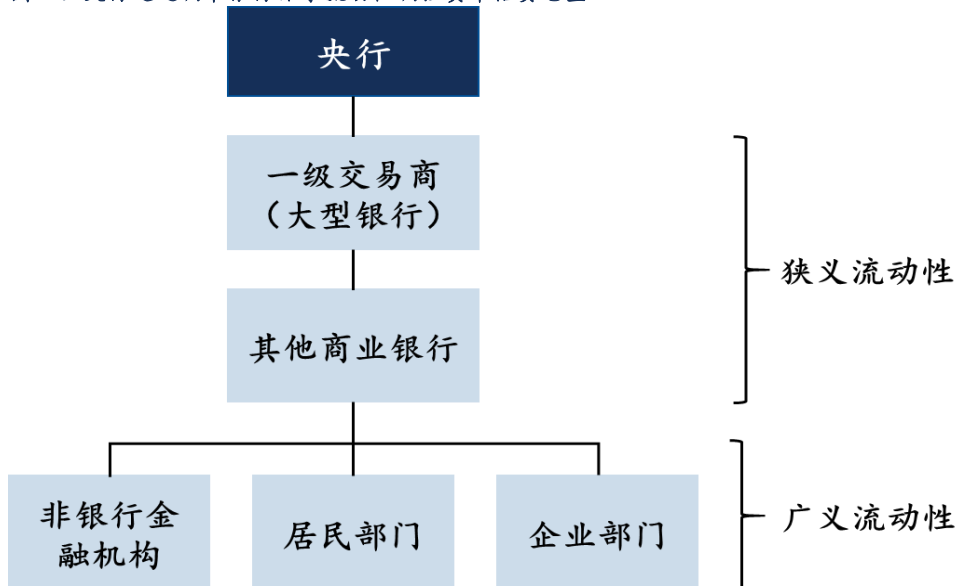
一、入门：公开市场操作的作用机制

1.1 公开市场操作的定义和目的

根据官方定义，公开市场操作是通过央行与市场交易对手进行有价证券和外汇交易，来实现货币政策调控目标，包含人民币操作和外汇操作两部分。公开市场操作发挥“精准滴灌”作用，是央行调节市场流动性的主要货币政策工具之一。相比准备金率、中央银行贷款、利率政策等其他货币政策工具，公开市场操作频率高、最精细，利于央行精准投放流动性，是我们用于观察货币政策变化的精确变量。

在宏观经济层面上，我们常把流动性直接理解为不同统计口径的货币供应总量。央行流动性管理对象通常特指银行体系流动性，央行通过调节银行体系流动性进而调控货币信贷总量，传导机制可概括为“央行—一级交易商（大型银行）—其他商业银行”。绝大部分一级交易商是资金实力雄厚的大型银行，直接作为央行公开市场操作的对手方，随后资金会通过同业业务流入其他商业银行，形成了银行体系流动性，即狭义的流动性概念。而银行体系进一步向非银金融机构、居民及企业部门发放贷款所形成的货币信贷总量，就是广义的流动性。一般来说，银行体系流动性是公开市场操作的直接管理对象，央行通过调节银行体系流动性供给的数量、资金的价格，进而调控货币信贷总量。

图 1：央行通过调节银行体系流动性调控货币信贷总量



资料来源：信达证券研发中心

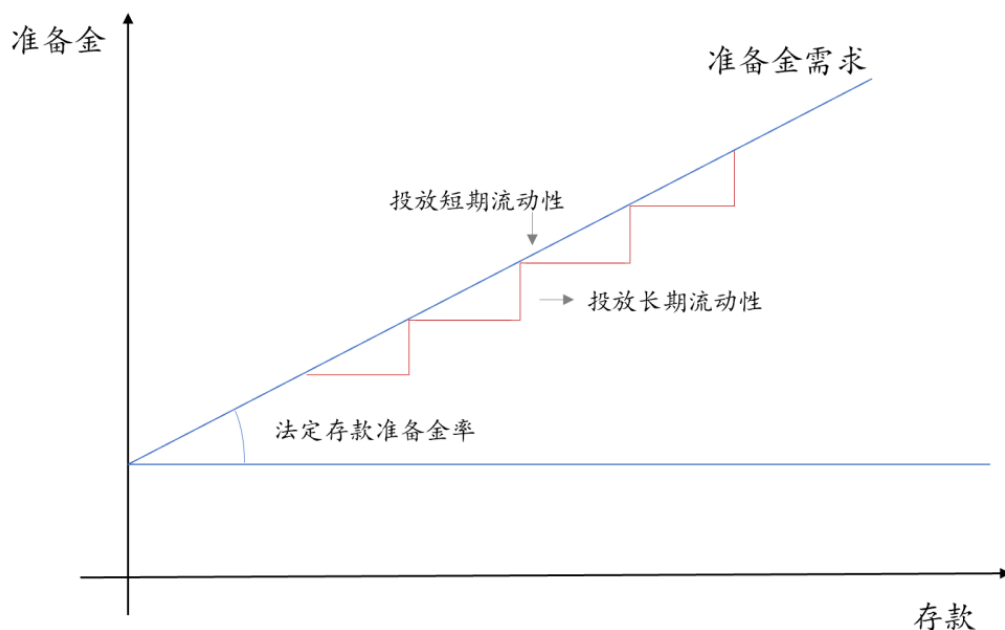
表 1：央行资产负债表（截至 2021 年末）

项目	2021. 12	项目	2021. 12
资产端	单位：亿元	负债端	单位：亿元
国外资产	225102.82	储备货币	329487.34
外汇	212867.20	货币发行	96164.80
货币黄金	2855.63	金融性公司存款	212392.89
其他国外资产	9380.00	其他存款性公司存款	212392.89
对政府债权	15240.68	其他金融性公司存款	
其中：中央政府	15240.68	非金融机构存款	20929.64
对其他存款性公司债权	128645.47	不计入储备货币的金融性公	6053.40
对其他金融性公司债权	4125.22	发行债券	950.00
对非金融性部门债权		国外负债	998.21
其他资产	22588.05	政府存款	42931.68
		自有资金	219.75
		其他负债	15061.88
总资产	395702.25	总负债	395702.25

资料来源：央行，信达证券研发中心

为了更好地理解公开市场操作的运行机制，我们首先介绍目前国内央行的操作框架，即“结构性流动性短缺”框架。2020 年 9 月 15 日，中国人民银行发布的《货币政策执行报告》增刊首次讨论了“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”的概念及其操作思路。简单来说，银行扩大信贷规模会派生存款，在法定存款准备金制度下，银行需要将超额准备金转换为法定准备金以满足监管要求（消耗超储）。假设央行不释放基础货币，则准备金的供给和需求将会出现缺口。央行将银行体系的流动性设置为偏紧的状态，这可以使央行作为基础货币的供给方处于有利地位。在“结构性流动性短缺”状态下，中央银行通过公开市场操作来进行流动性管理，能够有效地调控市场利率，并实现央行的货币政策目标。在此过程中，央行每日在公开市场开展逆回购操作提供短期流动性持续培育短期政策利率（OMO 利率），通过每月固定时点开展 MLF 操作提供中期流动性持续培育中期政策利率（MLF 利率），并引导市场利率围绕政策利率波动。OMO、MLF 等货币政策工具放在下一部分详细描述。

图 2：结构性流动性短缺框架示意图



资料来源：信达证券研发中心

在理解了央行的操作框架后，再来解析银行间流动性的决定性因素。分析商业银行的资产负债表，除去国外资产、各项债权及其他资产，商业银行可动用的资产在于储备资产。储备资产=法定准备金+超额准备金+库存现金，其中库存现金一般是银行用于满足日常经营活动的资金，规模很小，而法定准备金被央行锁定，商业银行只有超额准备金可以自由使用，所以分析银行体系流动性主要着眼于银行的超额准备金。超额存款准备金越多就意味着银行间流动性松，反之则意味着流动性紧张。

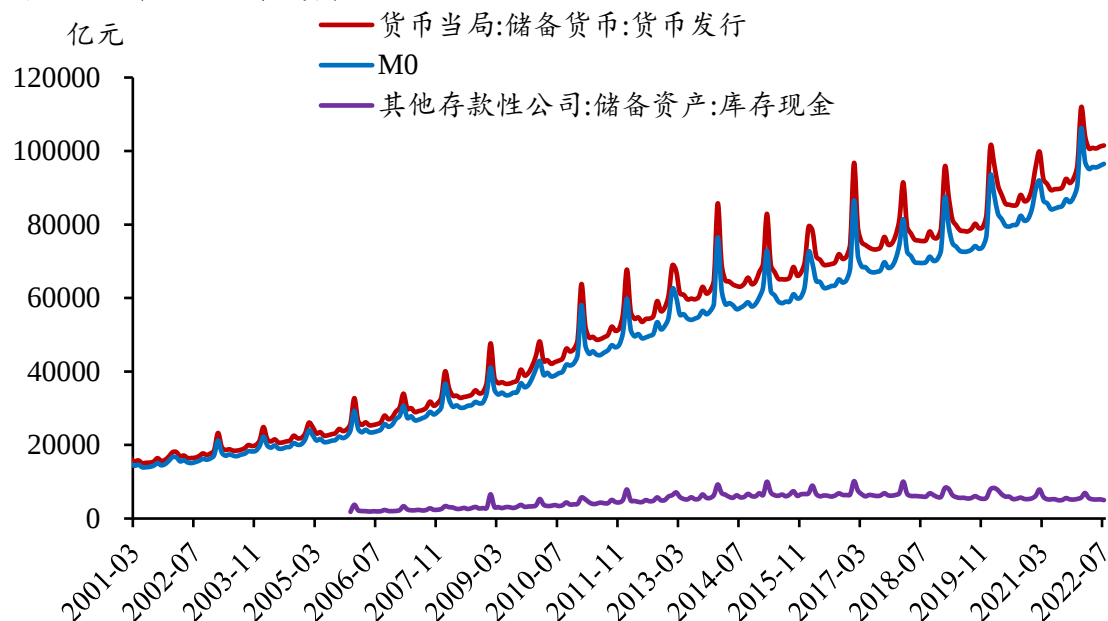
明确银行体系流动性的实质后，我们通过拆解央行资产负债表来建立银行体系流动性的分析框架。根据总资产=总负债，移项可得到：储备货币=总资产-除“储备货币”外的其他负债项=（国外资产+对政府债权+对其他存款性公司债权+对其他金融性公司债权+对非金融性部门债权+其他资产）-（不计入储备货币的金融性公司存款+发行债券+国外负债+政府存款+自有资金+其他负债）

根据部分科目规模不大或近年变动较小的特性，进一步推导得到：

$$\Delta \text{储备货币} = \Delta \text{外汇} + \Delta \text{对其他存款性公司债权} - \Delta \text{政府存款}$$

1) 储备货币=货币发行+其他存款性公司存款+非金融机构存款，其中货币发行=MO+商业银行库存现金，而流通中现金的占比基本在 90%以上，主导了货币发行；其他存款性公司存款即存款性金融机构在央行的存款，包括法定准备金和超额准备金；非金融机构存款表示支付机构交存在央行的客户备付金，该科目近年来规模上升，但在储备货币中的占比依然较小。2) 外汇指央行向商业银行结汇所形成的外汇占款，商业银行从央行手里换得人民币，这是央行通过“外汇占款渠道”投放基础货币的过程，也就是公开市场操作中的外汇操作部分。3) 对其他存款性公司债权，指的是央行通过人民币公开市场操作向以商业银行为主的其他存款性公司投放流动性所形成的债权。

图 3：流通中的现金主导了货币发行



资料来源：万得，信达证券研发中心

综合上述，我们最终推导得到银行体系流动性的五因素模型：

$$\Delta \text{银行体系流动性} = \Delta \text{超额准备金} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{人民币公开市场操作} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{M0} - \Delta \text{法定准备金}$$

根据公式，可从需求和供给两方面解读银行体系流动性的影响因素：

1) 需求因素主要由法定准备金需求和超额准备金需求两部分构成。前者来自于中央银行设定的法定准备金要求，后者是商业银行为满足支付清算、资产扩张等需要而自愿持有的部分。

2) 供给因素可分为自发性因素和货币政策因素。自发性因素包括 M0 和政府存款，取决于公众或政府的行为，不受货币政策操作控制，是影响银行体系流动性的最大不确定性因素；货币政策因素是央行能直接控制的，包括外汇和人民币公开市场操作。

1.2 公开市场操作工具梳理

2001 年中国加入 WTO，加速融入国际经济社会，随后中国出口贸易规模不断增长，国际资金持续流入中国市场，央行外汇占款规模随之扩大。直至 2014 年后外汇占款缩减，于 2017 年开始趋于平稳，同时其他存款性公司债权规模上升，央行开始创设各类货币政策工具来投放流动性，人民币操作成为了公开市场操作的主要渠道。

公开市场业务操作工具包括：

1) 回购交易。分为正回购和逆回购两种，以逆回购为主。逆回购是指央行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期卖回的交易行为，是央行向市场投放流动性的操作。回购交易期限以 7 天期为主，也包含 14 天、28 天等期限，目的在于满足市场短期流动性需求。逆回购利率是我国的短期政策利率。正回购为央行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期购回的交易行为，是收回流动性的操作，央行最后一次进行正回购操作是在 2014 年 11 月 25 日，此后央行就暂停了公开的正回购操作。值得一提的是，逆回购到期也代表央行收回流动性，其作用与正回购相同。



2) 各项创新货币政策工具。其中 MLF 和 PSL 是 2016 年以来央行基础货币投放的主力，使用相对较为频繁，具有重要的地位。

中期借贷便利 (Medium-term Lending Facility, MLF): MLF 是央行提供中期基础货币的货币政策工具，并以此引导中期利率。MLF 采取质押方式发放，金融机构各行可以通过质押利率债和信用债等获取中期借贷便利工具的投放。作为逆回购的补充，MLF 的期限较长，一般为 3 个月、6 个月和 1 年。央行每月会进行 MLF 的常态化操作，发放的 MLF 临近到期可能会重新约定利率并展期。央行对 MLF 的资金用途有要求，需要金融机构把资金向“三农”和小微企业倾斜，政策导向比较明显。2021 年末 MLF 的期末余额为 4.55 万亿元。

抵押补充贷款 (Pledged Supplementary Lending, PSL): PSL 是央行长期基础货币的投放工具，主要面向政策性银行，为特定政策或项目建设提供资金（主要针对棚户区改造）。抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产，期限是 3-5 年。除此之外，央行可以通过 PSL 引导中期政策利率。2021 年末 PSL 的期末余额为 2.8 万亿元。

另外还有短期流动性调节工具 (SL0)，期限为 1-7 天不等，用来调节超短期流动性，期限比回购交易更短；常备借贷便利 (SLF)，期限通常是 1-3 个月，其交易对手覆盖更广，通常覆盖存款金融机构，当金融机构缺少流动资金时，可以将高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等作为抵押，向央行一对一的申请抵押贷款，央行可以通过 SLF 进行短期利率引导，将其作为“利率走廊”上限（下限是超额存款准备金利率）；定向中期借贷便利 (TMLF)，其资金导向在于引导金融机构加大对小微企业、民营企业等重点领域的融资支持力度，期限为 1 年，可续做 2 次，实际使用期限可达 3 年，其操作对象包括大型商业银行、城商行以及股份行。这些货币政策工具近几年使用频率较低，且操作规模较小，故市场关注度不高，本文不再详细介绍。

3) 发行中央银行票据。央行票据是央行向商业银行发行的短期债务凭证，其重要作用之一是弥补公开市场操作的现券不足，但这一问题在央行创设各项货币政策工具后就不复存在了。历史上，在央行外汇占款快速上升的时期，央票是调节银行体系流动性（主要是收回流动性）的重要工具。2013 年后外汇占款规模缩减，央票的发行规模随之走低，2014 年后一度停发，直到 2018 年 11 月央行开始在香港发行离岸央票，其规模较小，不再是调节银行体系流动性的主要政策工具，主要作用在于稳定人民币汇率。

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。CBS 的本质在于支持银行发行永续债补充资本，银行资本充足率获得提升，扩张了其信贷投放能力；更重要的是银行可以在互换后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。

5) 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为质押获得存款，并向财政部支付利息的交易行为。国库定存具备几项特征，一是由于中标利率由

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_45799

