

央行货币微调 3%以上的隔夜只是暂时

核心内容:

- **央行货币操作1月中有微调，OMO的投放和回收都显得超出预期，但3%以上的隔夜利率，银行间隔夜更为紧张，显然不是央行政策目标。**央行在1月份上半月主要践行精准滴灌，而1月19日央行OMO开启了800亿逆回购，21日超乎市场预料的开展了2500亿逆回购，被市场认为精心呵护年前市场流动性。1月26日央行并未续作OMO，27日和28日央行缩量续作了OMO，1月下旬央行从公开市场抽离2280亿元，同时MLF回收405亿元。这种操作带来了市场恐慌，货币市场利率全线走高，DR001连续两天处于3%以上，而银行间质押回购隔夜已经升至4%以上，银行间市场更为紧张。央行希望货币市场利率保持相对平稳，而不是大幅波动，风声鹤唳的货币市场不是央行的目标。
- **央行对货币市场的操作第一为了平稳市场利率，第二降低金融机构的杠杆水平。**货币市场利率已经全线走高，隔夜的质押回购日成交量也大幅下降，央行目标基本完成，后续的货币操作以保证跨年资金为主。货币市场利率已经全线上行，1月28日R001为4.2%，DR001为3.04%，shibor隔夜为3.02%，部分时段1天和7天利率倒挂。银行间市场资金紧张蔓延，交易所国债回购隔夜利率28日到达7.14%，这种情况上一次出现是在2019年元旦前。这种利率水平已经超过了正常的利率水平，央行对隔夜资金的管控显得严厉，利率会在1-2天的时间得到缓解，即最迟在2月2日缓解（下周二）。而央行更为注重的金融机构加杠杆问题也在隔夜利率飙升的情况下得到解决。1月28日银行间隔夜质押回购成交量2.44万亿，比10天前下降了1.12万亿，更多运用杠杆资金的创业板指数也快速下滑。
- **马骏讲话和后续央行的操作释放了货币操作的微调信号，货币操作从“紧信用+平稳货币”进入到“紧信用+边际收紧货币”阶段。**央行下一阶段（至少1个月）可能处于货币操作的边际收紧阶段，而是否进入到收紧阶段需要看到经济指标是否持续向上。经济先行指标有所回落，1-2月份经济回升可能不及预期，央行货币操作很难进入实质收紧阶段。
- **进入2月份央行要开始跨年资金操作，我们认为央行更多采用OMO+TLF操作，OMO7天和14天兼用，不排除一定额度的CRA。**历年来央行应对跨年基本上是OMO、MLF、TLF、CRA、降准和定向降准。由于本年度MLF操作已经结束，同时央行现阶段降准和定向降准的货币意向较为强烈，不符合其“边际紧货币”的态度。而CRA也是投放无成本资金，即使采用可能量也相对较小。更可能的还是各种期限OMO和TLF的组合。

分析师

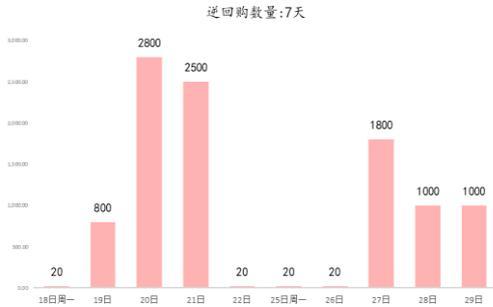
许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

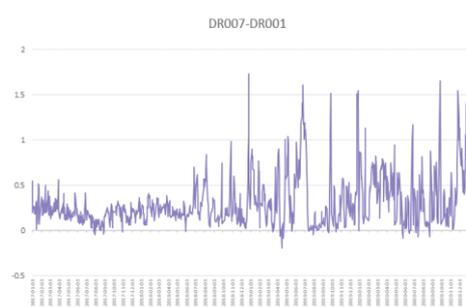
分析师登记编码: S0130515030003

图 1: 逆回购净回笼 (亿)



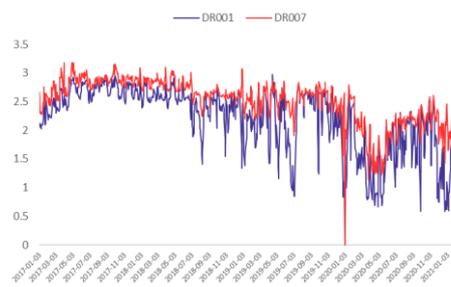
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: DR001 和 DR007 出现倒挂 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 存款类机构质押回购利率 (%)



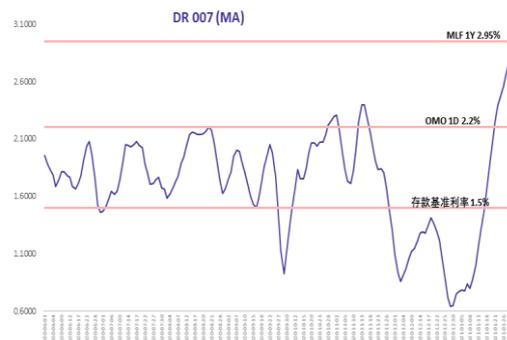
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 上海证券交易所国债质押回购利率 (%)



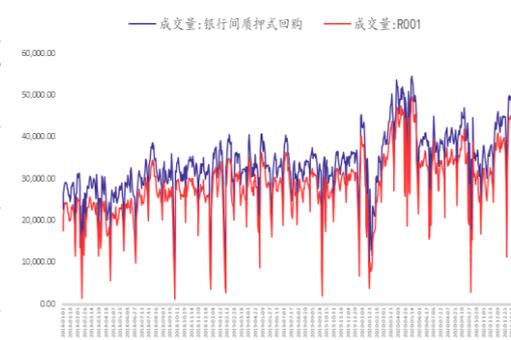
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: DR007 移动平均利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 银行间市场成交量下行 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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_18360

