

史上第三长逆回购停摆期的玄机

摘要

央行自2020年4月1日暂停公开市场逆回购操作以来，已经连续44天未进行逆回购操作，创下2019年以来逆回购操作最长空窗记录。

从历史上看，2018年下半年以来央行的逆回购操作在操作力度与频率上出现了同步淡化。逆回购操作更多地被用于对冲春节、税期、缴款等季节性时点压力导致的流动性紧张，平均投放规模明显下降，平均操作空窗期明显上升。

央行持续暂停公开市场逆回购操作并不意味着货币政策收紧。央行此举可能出于以下几个方面的考虑：第一，当前银行体系流动性总量依然处于合理充裕水平，市场利率依然保持低位运行；第二，公开市场政策利率持续高于同期限市场利率，对金融机构吸引力不足。

本轮逆回购暂停期间，市场资金面总体仍平稳宽松，各期限关键利率持续在低位运行，央行短期流动性的供给缺位或由财政投放弥补。今年第一季以来，为对冲疫情影响，财政支出力度明显加大，是货币政策操作之外的另一条重要的流动性供给渠道，这或可侧面解释在央行短期流动性“断供”的情况下，资金面仍旧保持宽松的现象。

展望未来，稳健的货币政策将更加灵活适度，加强逆周期调节、支持实体经济恢复发展、保持流动性合理充裕依然是下一阶段央行货币政策的主要思路。预计央行将继续呵护流动性的宽松局面，并适时启动降准、降低公开市场操作利率的操作，逆回购操作频率可能依然较低。

关键词：逆回购

宏观研究部

雷迅

分析师

电话：021-22852651

邮箱：leixun@cib.com.cn

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

5月14日，央行发布公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，今日不开展逆回购操作。截止当日，央行从今年4月1日起已经连续44天暂停逆回购操作，创下2019年以来逆回购操作最长空窗记录，由此引发市场关注。那么，如何看待央行较长时间暂停逆回购的操作意图？以及后续可能的操作方向？本文将对此展开分析。

一、逆回购暂停的历史观察

纵观历史，自2015年央行公开市场操作常态化以来，尚未有在整个4月都不开展逆回购操作的现象。从此次逆回购暂停的时间上看，目前已持续44天的操作空窗期，仅次于2015年4月17日至6月24日的69天与2018年10月26日至12月16日的52天，叠加4月的中期借贷便利（MLF）和定向中期借贷便利（TMLF）操作也以缩量对冲告终，全月公开市场操作已现净回笼。那么，这种相对长时间的逆回购暂停是否能在历史上找到某些对应、提供经验呢？

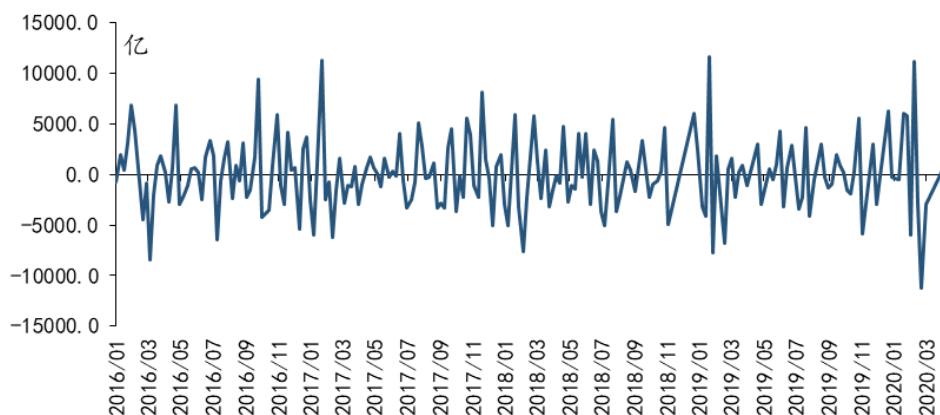
1、逆回购“空窗期”梳理

多年以来，市场习惯将央行公开市场操作规模等量化指标视为评判流动性状况、分析货币政策走向的重要依据。同时，众多研究机构亦习惯凭借这些数量信号，前瞻存款准备金率、政策利率等货币工具的未来变动。但是，自2018年下半年起，我们可以明显地看到：公开市场操作特别是逆回购操作这一政策工具在多个维度都在同步淡化。

第一，逆回购投放力度趋于温和。央行自2月投放大量流动性以对冲疫情影响后，逆回购操作偏向谨慎温和。3月至今，除3月末进行过两次总量相对较小的7天逆回购操作之外，逆回购净投放量长期处于零值，没有明显的单边增幅；同时，投放量与波动幅度大幅收窄，远小于2016年至2019年同期。对比观察2018年下半年以后央行公开市场逆回购操作^①，我们可以看出，逆回购资金净投放量与波动均有所减小（除历年1月春节时点与今年2月为应对疫情冲击外）。央行更倾向以一年期MLF以及降准为主要投放方式，由此，市场逐渐难以从逆回购操作的力度判断明确的政策信号。

^① 我们合并统计了7天、14天、28天、63天四种不同期限的央行逆回购操作，如无特殊说明，下同。

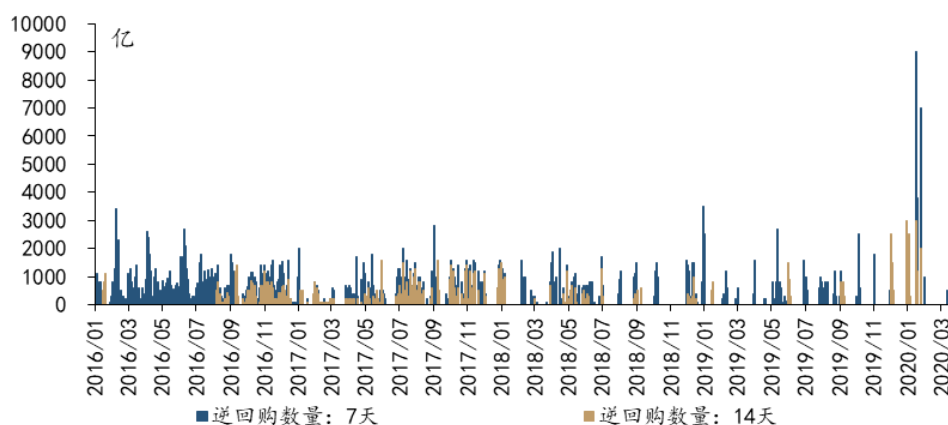
图表 1 2016 年以来央行逆回购操作货币净投放量



资料来源：WIND，兴业研究

第二，投放频率趋于克制。在流动性投放力度持续降低之后，那么，央行是否转向了“小步快跑”模式，以频率来补充数量上的降低呢？历史数据也否定了这一认识，以 7 天与 14 天逆回购操作为例^①，我们可以明显发现自 2018 年下半年起，伴随着逆回购操作力度的收窄，操作频率也相比 2016 年与 2017 年变得更加稀疏。数据显示，2020 年 4 月两者共操作零次，为历年（2016-2020）最低；2019 年 4 月两者仅操作 4 次，低于上年同期的 10 次，全年共操作 92 次，低于上年的 145 次；2017 与 2016 年 4 月央行操作较多，分别为 22 次与 20 次，全年共操作 305 次与 307 次。

图表 2 2016 年以来央行逆回购操作量分布



资料来源：WIND，兴业研究

第三，从逆回购操作的空窗期来看，随着操作频率的降低，平均操作间隔也在不断拉长。2016 年与 2017 年央行暂停公开市场操作 15 天以上仅 3 次，分别为 2017 年 3 月 24 日至 4 月 12 日、6 月 23 日至 7 月 12 日、12 月 22 日至 2018 年 1 月 9 日，同时操作非常具有规律性，基本上每 1 到 4 天左右便会操作

^① 相对而言，28 天与 63 天期限逆回购操作量较少，故不纳入观察样本。

一次，间隔以 2 天为主；2018 年央行暂停公开市场操作 15 天以上的次数为 6 次，最大操作空窗期也上升到了 58 天；2019 年这一数据进一步上升到了 10 次，但操作相对平均，最大空窗期有所降低，为 28 天；2020 年至今，除了 1 月与 2 月央行大量投放流动性以应对春节资金需求以及对冲疫情影响外，上一次开展逆回购操作是 3 月 30 日与 31 日，而在此之前，央行已连续 41 天暂停逆回购操作。另外，从逆回购空窗期的分布上看，季末所在月份的中下旬与年末时点，央行较长时间暂停逆回购操作的概率较大。

图表 3 2016 年至今央行逆回购空窗期

时间	最小暂停天数	最大暂停天数	平均暂停天数
2016 年	1	8	2.33
2017 年	1	20	4.02
2018 年	1	52	7.28
2019 年	1	28	10.03
2020 年至今	1	42	17.5

央行公开市场操作暂停 15 天及以上汇总			
日期	暂停天数	日期	暂停天数（天）
2017/03/24	20	2017/06/23	18
2017/12/22	19	2018/01/15	28
2018/03/23	16	2018/07/20	27
2018/08/22	21	2018/09/26	23
2018/10/26	52	2019/02/02	18
2019/02/28	15	2019/03/20	27
2019/04/20	16	2019/06/22	24
2019/07/23	20	2019/09/28	20
2019/10/26	23	2019/11/20	28
2019/12/24	22	2020/02/18	41
2020/04/01	44		

注：暂停天数单位为自然日。

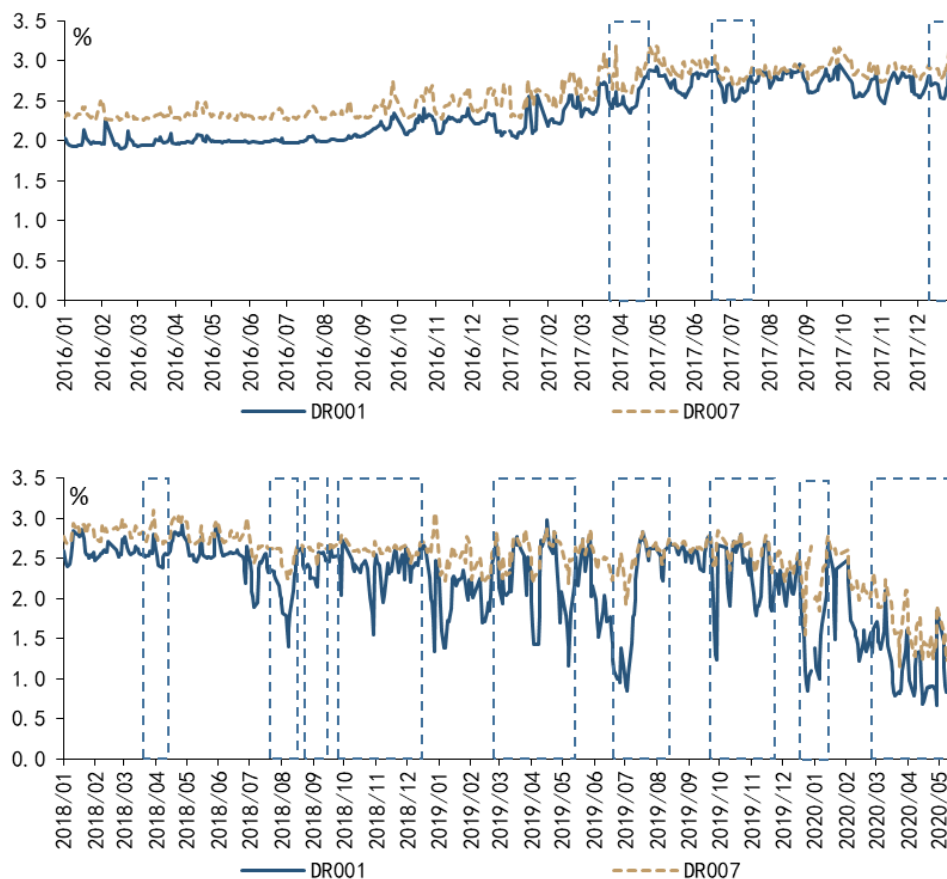
资料来源：WIND，兴业研究

2、逆回购“空窗期”的资金面

央行较长时间暂停公开市场逆回购操作时资金面呈现何种特点？一般来说，央行暂停逆回购操作对应资金面回暖、流动性较为充裕的时点，在市场上的直接反映就是资金利率的走低。从图表 4 我们也可以看出：在逆回购较长时间暂停的区间内 DR001 与 DR007 大多呈下行趋势，而当资金利率下行了一定

幅度之后，市场也有可能因短期扰动因素影响出现局部回调。因此，在公开市场逆回购操作暂停期间，资金利率下行后常出现阶段反弹，短端期限资金利率波动幅度明显加大。这一现象在今年4月也可以得到印证。

图表4 2016年以来DR001与DR007运行情况



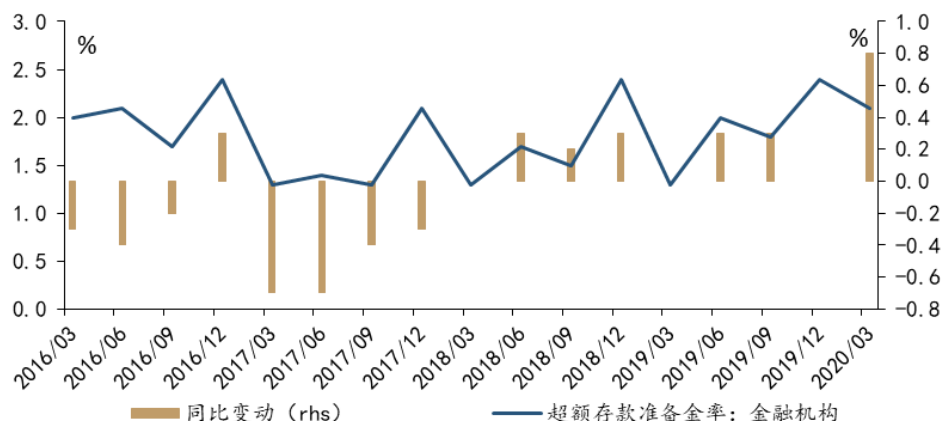
注：虚线框内对应公开市场逆回购连续15天及以上暂停。

资料来源：WIND，兴业研究

二、如何理解央行此次暂停逆回购操作？

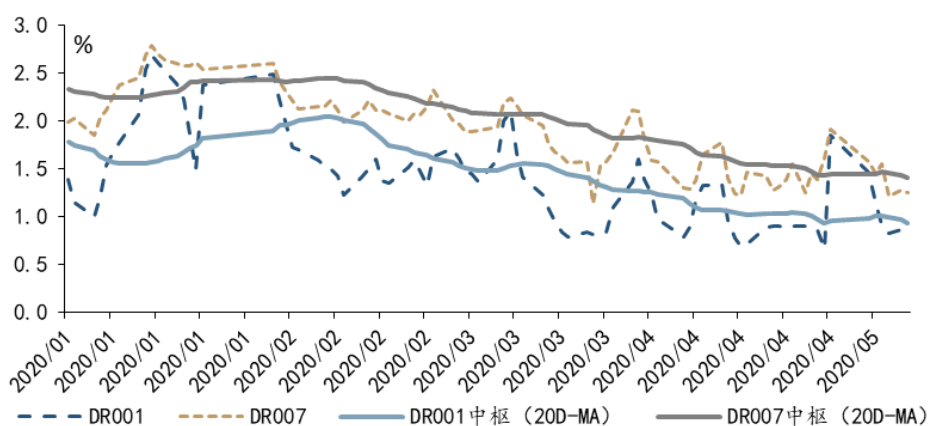
央行此举可能有以下几个方面的原因：第一，当前银行体系流动性总量依然处于合理充裕水平，市场利率依然保持低位运行。从数量上看，截止3月末，商业银行超额存款准备金率为2.1%，比去年同期提高0.8个百分点，流动性总量维持在一个较高水平，足以吸收临时性流动性需求。另外，为进一步支持疫情防控和企业复工复产，今年以来各月缴税期相继后延，叠加税收收入的缩减和财政支出的增加，税期因素对资金面的扰动明显减弱，对逆回购操作投放的短期流动性需求较小。从价格上看，今年第一季度以来以DR007为代表的资金利率整体处于低位运行。虽然自3月31日起逆回购操作连续空窗，但定向降准与超储利率降低对资金面宽松驱动明显，资金价格中枢持续下移，续创历史低位记录，短期限利率波动有所放大。

图表5 2020年第一季度超储率同比有所上升



资料来源：WIND，兴业研究

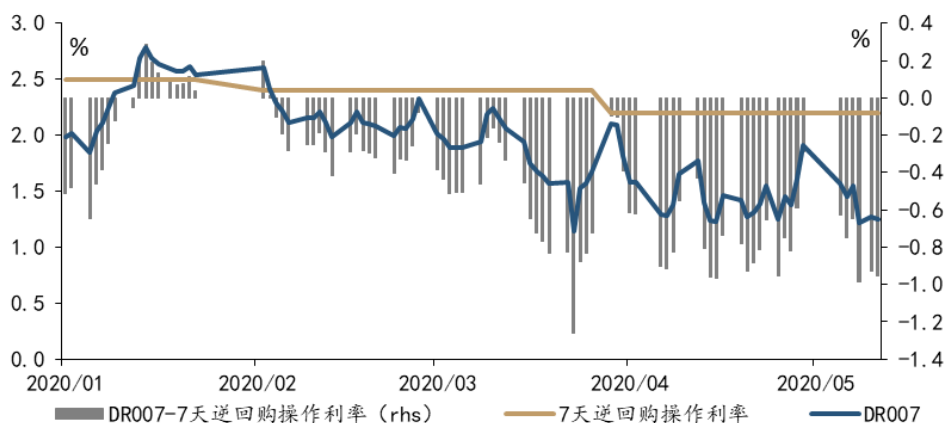
图表6 DR001与DR007移动平均中枢持续回落



资料来源：WIND，兴业研究

第二，公开市场政策利率持续高于同期限市场利率。随着第一季度货币政策宽松驱动资金利率持续下行，市场利率持续低于公开市场操作利率逐渐成为常态。此后政策利率多次下调，实际上处于追赶市场利率的状态，但在此期间市场利率中枢不断走低，与政策利率利差处在一个较大的位置。这种利率“倒挂”并不是短时现象，数据显示，4月DR007算术均值为1.46%，最低为1.23%，最高为1.91%，始终大幅低于被视为关键短期政策利率的央行7天逆回购操作利率。在此情境下，央行若不调整公开市场操作利率，则逆回购资金对一级交易商的吸引力不足。因此，市场利率与政策利率之间过大的利差或可从侧面解释央行此次较长时间暂停逆回购、减少短期流动性投放的操作意图，未来可能主要通过继续下调政策利率，使其向市场利率靠拢的方式进行修复。

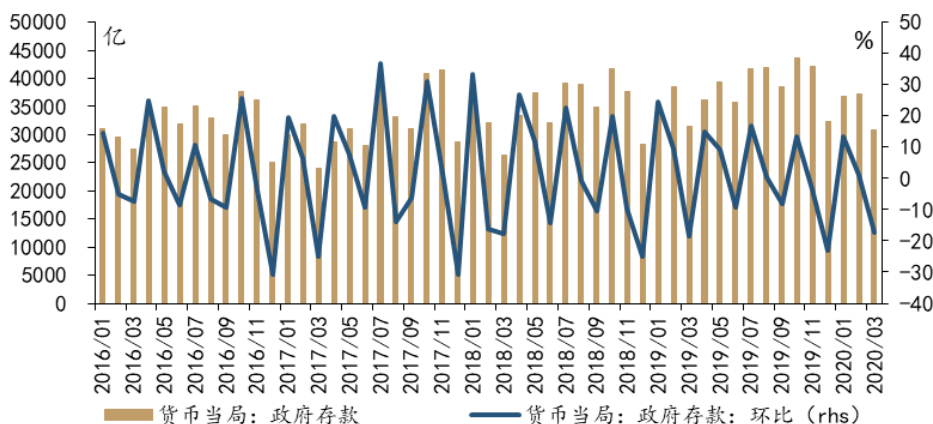
图表 7 2020 年以来市场利率持续低于政策利率



资料来源：WIND，兴业研究

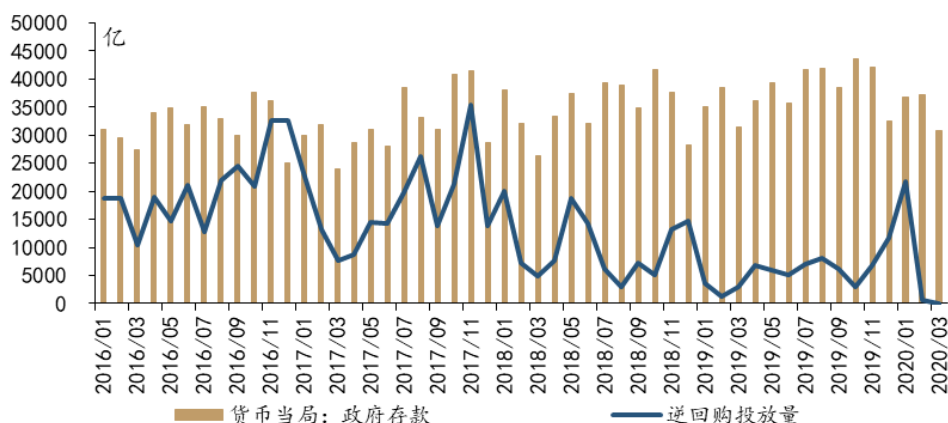
第三，在逆回购连续暂停期间，财政支出对流动性形成补充。第一季度财政投放力度显著加强，政府存款余额环比明显下降。财政支出作为货币政策操作之外另一项投放流动性的重要手段，对于商业银行来说是获得基础货币的重要渠道之一。财政存款的变化具有比较明显的季节性特征，季末及年末的财政支出力度较大，或可与前述逆回购暂停多集中在季末年末月份相呼应。

图表 8 2016 年以来政府存款余额及其环比增速



资料来源：WIND，兴业研究

图表 9 2016 年以来政府存款余额与逆回购投放量



资料来源：WIND，兴业研究

三、结束语

截止 5 月 14 日，央行已经连续 44 天未进行逆回购操作。本轮长时间的暂停大体上延续了前期降低逆回购投放频率的趋势。这是由于在财政支出力度较大的背景下，当前银行体系流动性并不紧张，维持合理充裕，央行没有迫切需求再增加短期流动性投放。

总结来看，虽然 4 月 M2 与社融等货币金融数据均超传统季节性以及市场预期，但第一季度货币政策执行报告显示央行对于经济下行风险的担忧进一步上升。考虑到财政政策的配合发力以及由宽货币向宽信用传导仍需要时间，**预计央行仍将维护资金面的宽松状态并延续更长时间**。除非公开市场政策利率持续高于市场利率的状况得到改变，否则，逆回购操作的频率可能仍然较低。

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的, 应视为分析师的个人观点, 并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场, 但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证, 相关风险务请报告阅读者独立做出评估, 我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议, 不能作为任何投资研究决策的依据, 我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体, 我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述, 均应从严格经济学意义上理解, 并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见, 报告阅读者也不应该从这些角度加以解读, 我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任, 并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登, 否则, 均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发, 需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研	练晓楠	lianxiaonan@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255
 					