

央行对货币市场利率关注重点出现变化

隔夜利率或成“新锚” 短端资金面有望保持合理充裕

从政策实践看，央行对货币市场利率的关注重点已出现变化。

在近日国新办举行的新闻发布会上，中国人民银行副行长邹澜表示，将“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”。

业内认为，这一表态显示央行短端利率调控思路更加清晰，DR001在货币政策操作中的重要性正在上升，但7天期逆回购利率仍是核心政策利率。在更清晰的利率走廊和更丰富的工具配合下，短端资金面有望保持合理充裕、均衡宽松。

隔夜利率或成短端调控“新锚”

记者梳理发现，自2025年一季度起，央行已连续三个季度在《中国货币政策执行报告》中，以DR001与7天期逆回购利率进行比照，而在此前的报告中，更多使用的是DR007。这一变化，显示央行对隔夜资金价格的重视程度明显提升。

国泰海通证券发布的研报认为，相比之下，DR001更多反映隔夜资金供求状况，对流动性边际变化更为敏感。央行在公开表态中强调引导隔夜利率运行区间，意味着短端利率调控的观察和约束重心正在向隔夜端前移。

从调控逻辑看，这一变化并非对既有框架的否定，而是精细化调控的延伸。浙商证券宏观首席分析师林成炜表示，DR001更多反映日内或跨日头寸平衡和支付清算、监管考核、税期等短周期扰动，对流动性边际变化更敏感，因此更适合作为央行精细化调控的着力点。DR007与7天期逆回购利率更贴近，常被用来观察跨周资金成本与政策利率的贴合度，

波动通常比隔夜更慢一些，更利于部分合同约定与机构跨周配置。

进一步看，DR001重要性上升，也与利率走廊体系的完善密切相关。林成炜表示，当前，7天期逆回购利率仍是我国主要政策利率，但央行已在此基础上新增临时隔夜正、逆回购工具，其利率分别位于7天期逆回购利率下方20个基点和上方50个基点，短端利率运行区间更加清晰。同时，SLF和超额准备金利率构成“宽走廊”。

“我国逐步构建双层利率走廊，并且临时走廊更直接框定DR001中枢，再影响DR007区间。”林成炜说。

期限错配的影响被弱化

有机构认为，DR001期限短于7天期政策利率，是其作为短端基准面临的主要争议之一。但这一错位，已被纳入央行货币政策框架调整的整体设计中。

自2024年下半年以来，央行持续推进价格型调控框架迭代，明确7天期逆回购利率作为唯一主要政策利率，同时创设临时隔夜正、逆回购工具，构建起新的短端利率走廊。相较于此前由超额准备金利率和SLF构成、区间较宽的利率走廊，新框架对短端利率的约束更加直接，调控指向更加明确。

值得注意的是，2024年7月新推出的临时隔夜正、逆回购工具期限均为隔夜，与DR001在期限维度上实现直接对应，使央行能够在隔夜层面更有效地引导资金价格运行，也在一定程度上弱化了期限不匹配的影响。

林成炜表示，过去市场更习惯用DR007来观察资金利率围绕政策利率的

运行情况，而在新的操作体系下，央行一方面明确7天期逆回购利率仍是目标利率，另一方面通过临时隔夜正、逆回购工具，直接框定更窄的短端走廊区间，从而更直接影响DR001的运行中枢，并通过期限传导间接影响DR007。这意味着，目标仍在7天端，但操作和约束已明显前置到隔夜端。

从流动性环境看，隔夜利率的稳定本身也具有稳预期的作用。林成炜表示，在“适度宽松”的政策环境下，若隔夜利率保持平稳，意味着机构对当日或跨日头寸的焦虑下降，更容易形成资金不紧、预期不慌的市场状态，有助于抑制短端利率的尖峰波动，使定价逻辑更多回归基本面，而非流动性冲击。

短端资金面有望保持均衡宽松

尽管稳定隔夜利率有助于缓解资金面波动、稳住市场预期，但同时也需要防范期限错配和杠杆累积等潜在风险。在更清晰的利率走廊和更丰富的操作工具支持下，短端资金面大概率将保持合理充裕、均衡宽松。

围绕隔夜利率在短端调控中的作用，林成炜表示，引导隔夜利率平稳运行，会提高机构“滚隔夜”融资的吸引力，但也可能带来两类隐患。一方面是期限错配与流动性脆弱性风险。在税期、跨季、监管考核或突发风险事件中，隔夜利率容易出现阶段性尖峰，依赖滚动隔夜融资的机构，其再融资压力可能集中暴露。另一方面是杠杆与拥挤风险，隔夜利率过低，容易诱发加杠杆和久期错配，进而累积金融稳定压力。

正因如此，央行在短端调控中并非

单向压低利率，而是更加注重“走廊+节奏”的平衡。林成炜表示，通过临时隔夜正、逆回购工具，央行可以将短端利率约束在更明确的区间内，既托底也封顶；同时以7天期逆回购利率维持政策利率锚，并根据资金波动在数量层面进行更精准的投放与回笼。

在这一框架下，隔夜利率与7天期逆回购利率围绕政策目标运行，意味着央行对短端利率的“锚”更加清晰。林成炜判断，资金面更可能在合理充裕、均衡宽松的区间内波动，而非出现趋势性收紧。不过，税期、跨月跨季、政府债发行缴款及财政收支节奏，仍可能带来阶段性扰动，但在工具箱更加丰富的情况下，短期波动被快速熨平的概率正在上升。

从资金面现实表现看，数据也印证了短端的相对宽松。国泰海通证券研报介绍，税期过后，DR001加权价格已回到1.3%附近，大型银行的资金融出余额处于历史同期高位。在央行未主动收紧投放的情况下，大行短期内的融出能力不太可能受到明显影响。

针对市场对政府债供给冲击流动性的担忧，国泰海通证券认为，从央行配合财政发债的一贯做法来看，即便短期内不一定看到国债买卖放量，流动性仍有望持续得到呵护。与此同时，央行可用的流动性投放工具已明显多于2025年以前，对流动性的调控能力显著提升，后续更可能是一个随发债进程动态对冲的过程。综合判断，2026年一季度资金面的整体波动幅度，大概率将明显弱于往年同期的季节性水平。

(据《上海证券报》)

央行护航春节前流动性 年内降准降息仍有空间

随着春节临近，市场对流动性的关注度持续升温。1月26日，央行开展1505亿元7天逆回购操作，操作利率为1.40%，与此前持平。因26日有2000亿元1年期中期借贷便利(MLF)和1583亿元7天期逆回购到期，当日实现净回笼2078亿元。

纵观全周，流动性面临的考验不容小觑。Wind数据显示，本周(1月26—30日)公开市场逆回购到期总额高达11810亿元，叠加周初的MLF到期，自然形成的资金净回笼压力超过1.3万亿元。

但这一潜在收紧压力已被货币政策操作的前置响应抚平。1月23日，央行已开展9000亿元MLF操作，在对冲当月到期量后，实现净投放7000亿元。再结合本月内通过买断式逆回购净投放的3000亿元，1月中旬流动性净投放总额已达1万亿元，其投放力度与节奏均显著超出往常。

“考虑到春节临近，央行加

大流动性净投放规模是呵护市场流动性平稳的重要手段。”中信证券首席经济学家明明对记者表示，这一系列操作旨在应对由季节性、财政与信贷因素叠加形成的流动性“三重收紧”压力。东方金诚首席宏观分析师王青同样指出，这些因素共振可能导致资金面阶段性趋紧，央行的“提前量”操作有效稳定了市场预期。

操作效果直接反映在货币市场利率上。1月26日，尽管公开市场实现净回笼，但银行间1天质押式回购(DR001)开盘报1.3%，银行间7天质押式回购(DR007)开盘报1.4%，均较上日加权平均价下调，显示银行间体系短期资金供给依然充裕，市场情绪平稳。

在提供充足总量供给、熨平短期波动的同时，央行的政策着力点也正向结构优化与成本降低的纵深领域延伸。近期，央行实施了一系列结构性货币政策工具的优化改革，包括下

调支农支小再贷款、科技创新再贷款等工具的利率，并增加了相关额度。与此同时，货币政策在短端利率的调控框架也呈现出更趋精细化的新特征。

中国人民银行副行长邹澜近日在国新办新闻发布会上明确表示，将“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”。这一重要表态被市场解读为，央行短端利率调控的观察和约束重心正在向更敏感的隔夜端前移。事实上，自2025年一季度起，央行已连续三个季度在《中国货币政策执行报告》中，以DR001与7天期逆回购利率进行比照分析。业内普遍认为，这标志着DR001在货币政策操作中的重要性显著提升。

国泰海通证券研报认为，这一变化是利率走廊体系完善下的自然延伸，在更清晰的利率走廊和更丰富的工具配合下，短端资金面有望保持合理充裕、均衡宽松。

业内人士表示，结构性工

具的“降价”与短端利率调控的“精细化”共同作用，有利于在流动性总量充裕的宏观背景下，引导金融“活水”更精准、更高效地流向政策鼓励的领域，实现“总量稳、结构优”的政策组合效果。

除了实质性的流动性投放与工具创新，政策层对未来货币政策空间的明确表态，进一步巩固了市场的长期宽松预期与信心。

中国人民银行行长潘功胜日前在接受采访时明确表示，在总量政策方面，将灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具，保持流动性充裕，并指出“今年降准降息还有一定的空间”。副行长邹澜亦强调，央行将“根据经济金融形势和宏观调控需要，灵活把握政策力度和节奏，综合运用多种货币政策工具”。这些权威发声被市场解读为，货币政策将继续维持稳健偏宽松的基调，并有能力在必要时加大逆周期调节力

度，为经济回升向好营造适宜的货币金融环境。

从时点来看，在1月MLF实现大额净投放后，市场普遍认为春节前降准紧迫性下降。招联首席研究员董希淼认为，本次MLF实现较大规模净投放后，短期内降准的必要性和可能性有所降低。但他同时指出，降准作为深度宽松信号，依然是2026年政策工具箱中的重要储备工具。

市场机构对全年货币政策仍抱有进一步宽松的预期。王青预计，2026年央行可能实施1—2次降准，幅度在0.5—1个百分点；同时，有望降息2次，幅度为20—30个基点。

明明表示，根据以往经验，再贷款利率调降后，总量降息空间也相应打开。随着一季度定存大量到期，银行息差压力缓释，预计政策利率调降时点在二季度。

(据《经济参考报》记者/向家莹)