

隔夜逆回购常态化 利率换锚信号渐明

改革主线 构建完整传导链条

事实上,围绕利率市场化改革,人民银行还有更多动作形成配合。在一季度货币政策执行报告中,人民银行在专栏中强调了“构建多元基准利率定价体系”的重要性。来到7月下旬,全国多地落地DR基准利率贷款,推动我国贷款定价从单一LPR报价迈向多元格局。

“隔夜逆回购常态化以及DR基准利率贷款试点,共同构成当前推进货币政策框架价格型转型的大方向。”王青表示,整体看,改革的基本思路是先稳定货币市场短端利率水平,再由短及长,有效向中长端市场利率传导。本轮改革重点解决两个问题:一是短端市场利率波动大;二是货币市场利率向贷款利率传导偏慢。

曾刚指出,一系列举措并非孤立,而是一条内在逻辑清晰的改革主线:以短端利率稳定为起点,构建“央行调控货币市场利率—货币市场利率锚定贷款基准利率—贷款利率影响实体经济”的完整传导链条。在这条链条上,每一环节均有对应布局:公开市场操作层面收窄走廊,增加品种,解决短端利率波动失控问题;基准利率层面引入DR与LPR并行机制,打破单一LPR定价的局限,让货币市场流动性松紧能够更直接、更快速地传导至贷款定价;监管层面则依托市场利率定价自律机制,防止银行绕过利率管理体系进行竞争。这一改革的最终目标,是让央行通过调节一个核心政策利率,便能有效影响整个金融体系的资金价格,从而以更小的流动性投放代价实现更精准的政策效果,最终服务于稳增长、稳物价、防风险的宏观调控目标。

王青进一步提到,要想实现这一最终目标,还需要破解深层次制度性约束,有序推进金融机构和国有企业领域的市场化改革,推动国有企业市场化改革,才能从根本上解决一些国有企业对贷款利率及融资成本敏感度较低的问题,也意味着未来一段时期,数量型调控还要发挥一定作用。

北京商报记者 董晗萱



政策工具;进一步看,为未来隔夜逆回购利率替代7天期逆回购利率成为主要政策利率铺平道路。

长期来看,政策利率“换锚”具有必要性。多年来公开市场操作主力操作品种是7天期逆回购,兼顾了操作精细程度和到期滚续压力;随着金融市场发展,操作频率也从最初的每周一次增加到每日操作,较好发挥了公开市场操作“削峰填谷”、保持银行体系流动性基本稳定的功能。近些年,货币市场回购交易中的隔夜占比已逾90%,隔夜融资成为机构流动性管理的重要手段,特别是在月末、税期等时点,部分机构的短期流动性需求可能只有两三天,在这些时点选用隔夜操作可以提高流动性管理效率、降低金融机构成本。

曾刚指出,一方面,当前银行体系流动性分层、短端波动加剧,单一7天期逆回购利率难以及时回应日内和隔夜的流动性缺口;另一方面,与美联储、欧洲央行等发达经济体央行的做法对标,隔夜利率更具实时性和市场代表性,是国际主流的政策利率锚。

不过需要注意的是,“换锚”动作尚未完成,货币政策框架调整需要稳妥、渐进推动,而隔夜逆回购操作机制也需要一个逐步成熟、稳定的过程。曾刚推测,其正式落地的时间窗口,可重点观察两个维度:一是隔夜逆回购是否开始公布中标利率并形成固定的操作惯例;二是DR001均值是否被官方明确纳入贷款基准定价的核心参考,若两者同步确认,则换锚进程或将逐步开启。

过去几周,货币市场消息不断。7月20日,全国首单DR基准利率贷款落地;8月11日起,公开市场7天期逆回购连续零操作;8月14日、8月17日,超9000亿元隔夜逆回购落地。近日人民银行发布的《2026年第二季度中国货币政策执行报告》(以下简称《报告》)中,更是开辟专栏,聚焦“完善短端利率调控机制”。

看似没有关联的各事件,却释放了相同的信号:人民银行正加快推进货币政策框架从数量型向价格型转型。而这一变化的核心,要求人民银行畅通利率传导链条,尤其控制短端利率的稳定。

调控目标 增强短端利率稳定性

“调控货币市场短端利率是全球央行实施货币政策的普遍做法,在政策利率选择和调控方式上略有差异。发达经济体央行调控的目标利率都是货币市场短端利率,且多为最短期限的隔夜利率。”《报告》专栏系统阐述了各国央行的实践路径,并详解我国短端利率调控机制的发展进程,包括明确7天期逆回购操作利率是主要政策利率,淡化中期借贷便利(MLF)等工具的政策利率属性,短端利率调控目标从过去的DR007逐步转向DR001等。

专栏进一步介绍,中国人民银行行长潘功胜在2026年6月的陆家嘴论坛上宣布了继续完善短端利率调控机制的两项措施:优化临时正/逆回购工具的使用机制,适时增加隔夜逆回购操作品种。“上述两项措施将进一步提升央行流动性管理和短端利率调控的精准性、有效性。”

人民银行指出,将灵活精准开展各项操作,保持流动性总量在合适水平,更好引导货币市场短端利率平稳运行。

“专栏释放了人民银行将加快推进货币政策框架从数量型向价格型转型的信号。”东方金诚首席宏观分析师王青说道。

天府立言金融研究院院长曾刚认为,人民银行已将目光从7天期政策利率的中期平稳,延伸至对隔夜利率的日常精细化管理。这

背后的核心逻辑在于,只有短端利率真正稳定、可预期,才能形成有效的利率基准,进而畅通从货币市场到信贷市场、债券市场的传导链条。

北京商报记者注意到,《报告》正文同样对下阶段货币政策作出部署:平稳有序推动货币政策操作框架改革完善,更好引导货币市场短端利率围绕政策利率平稳运行。

“完善短端利率调控机制的核心,就是显著增强市场隔夜利率DR001的稳定性,并以此为基础,进一步畅通货币政策传导机制,深入推进利率市场化。”王青强调。

释放信号 政策利率或将换锚

针对下一步工作,专栏还强调,人民银行将结合一级交易商需求,逐步增加隔夜逆回购的操作频率,进一步畅通政策利率向市场利率的传导。

值得一提的是,人民银行宣布于8月14日、8月17日—19日连续开展隔夜逆回购操作,采用固定利率、数量招标方式,单日操作量不超过6000亿元。其中已落地的8月14日、8月17日操作量分别为3490亿元、5655亿元。

此外,7天期逆回购已连续5个交易日操作量为零。在王青看来,这些都表明当前隔夜逆回购操作正在较快常态化。同时,也可能意味着未来隔夜逆回购有望逐步替代7天期逆回购,成为人民银行短期流动性调节的核心

债券压舱权益加仓 险资首破40万亿元

作为市场上重要的长期资本力量,保险资金正在悄然调整其投资格局。8月17日,北京商报记者注意到,国家金融监督管理总局(以下简称“金融监管总局”)近日发布的最新行业数据显示,截至今年二季度末,我国保险资金运用余额突破40万亿元关口,规模达40.82万亿元,创下历史新高。

保险资金稳步增长的同时,延续多年的“固收为主”配置格局。相较于一季度末,债券配置占比保持平稳,股票、证券投资基金两类权益资产配置占比持续提升,凸显险资在低利率环境下寻求收益突破的主动调整。

指标	2024Q2末	2025Q2末	2026Q1末	2026Q2末
资金运用余额(万亿元)	30.87	36.23	39.44	40.82
同比增速	10.98%	17.4%	12.9%	12.7%
人身险公司(万亿元)	27.71	32.6	35.55	36.87
财产险公司(万亿元)	2.11	2.35	2.47	2.54

时间,保险资金规模就增长了10万亿元。

为何保险资金扩张规模如此可观?苏商银行特约研究员付一夫表示,负债端,居民风险偏好趋于保守,储蓄型保险产品持续热销,保费收入维持稳健增长,为资产端提供源源不断的资金供给。资产端,监管政策有序放宽投资领域限制,险资可配置的“菜单”不断丰富,资金吸纳能力显著增强。两者共振,使得新增资金在资产荒

环境下并未淤积,反而加速流入各类市场,形成规模越滚越大的正循环。

从监管披露的最新数据来看,2026年上半年,保险公司原保险保费收入3.9万亿元,同比增长3.2%;新增保单件数668亿件,同比增长27.4%。

业内人士指出,随着资产配置能力不断提升和投资体系逐步完善,作为资本市场重要的长期机构投资者和耐心资本,保

险资金正通过多元化的配置策略,精准高效地服务实体经济高质量发展。

固收打底、增配权

在资本市场布局上,保险资金秉持哑铃型配置策略,以债券打底,权益进取,权益投资占比稳步提升,成为资本市场的稳定器。

具体来看,二季度末人身险公司和财产险公司合计债券配置占比维持高位平稳,占比50.52%,与一季度末持平。固收类资产一直是保险资金的压舱石,尤其在低利率环境下,险企通过增配长久期利率债和优质信用债,拉长资产久期、匹配负债,缓解再投资压力。

在固收打底基础上,权益资产配置则继续增加,截至二季度末人身险公司和财产险公司投资于股票的余额占比分别达到了10.47%和9.52%,在保持高位的基础上,均较一季度末有所增加。

在付一夫看来,权益占比提升并非单纯源于主动加仓,一方面,当前债券收益率已无法覆盖险企负债成本,险资必须向权益市场寻求超额收益,尤其是高股息资产提供了类债的稳定现金流。另一方面,监管持续倡导中长期资金入市,险资作为最大的机构投资者之一,需响应政策导向。两者叠加,推动权益配置比例趋势性上行。

国信证券研报同样提到,2025年以来,具有理财属性的分红险等产品销售态

势良好,为行业带来了规模可观、期限相对长的资金来源。这部分资金对投资收益率有更高的要求,从而要求保险公司在资产配置上提升风险偏好,通过增配权益类资产力争获取更高的长期投资回报,以匹配负债成本并满足客户预期。

最终落地到二级市场的实际操作中,保险资金具体投向了何方?北京商报记者通过Wind梳理保险资金持仓A股前十大流通股东情况统计发现,金融、公用事业、电子设备、交通运输等板块在二季度受到险资青睐,高股息、高成长性属性仍是保险资金选股的核心逻辑。

展望后市,政策支撑叠加负债端驱动下,保险资金2026年大概率仍将延续增配权益资产的趋势,成为市场的重要增量之一。

近日一项调查结果的出炉也印证了这一市场判断,中国银行保险资产管理业协会公布的2026年第2期银行保险资产管理业资产配置展望调查结果显示,多数机构对2026年下半年A股市场持较乐观态度,震荡上行成为行业预期共识。半数机构认为当前A股估值基本合理,为结构性配置提供了基础。2026年下半年,科技成长板块成为超配主力,机构看好电子、通信等科技板块,以科技成长、AI算力、芯片半导体为核心投资主线,高股息红利资产作为稳健配置底仓;AI产业链上中下游全面覆盖,形成了完整的科技配置逻辑。配置策略上,多数机构计划小幅增配权益类资产。

北京商报记者 李秀梅

两年增10万亿元

日前,金融监管总局发布数据显示,截至今年二季度末,保险公司资金运用余额约40.82万亿元,其中,人身险公司约36.87万亿元,财产险公司约2.54万亿元。

从2024年二季度末突破30万亿元,到2026年二季度末突破40万亿元,短短两年



Market focus