

银行

再论隔夜 OMO

证券研究报告
2026 年 06 月 15 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523110002
liujiea@tfzq.com

曹旭冉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110525090005
caoxuran@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《银行-行业专题研究:6 月以来银行资产负债热点解析》 2026-06-14
- 2 《银行-行业专题研究:当前合意超储是多少?》 2026-06-12
- 3 《银行-行业专题研究:流动性投放的外汇渠道》 2026-06-11

近期,市场比较关注隔夜 OMO 的推进情况,我们有如下判断:

第一,隔夜 OMO 定价多少?

综合考虑利率曲线构建、负债工具比价效应、货币市场运行经验,预计隔夜 OMO 利率或为 1.30%或 1.35%。1、目前 7 天 OMO 利率为 1.4%,考虑期限溢价(各期限货币政策工具一般为 0/5/10bp 的步长),隔夜 OMO 利率设定在 1.30-1.35%,比较符合向上倾斜的利率曲线构建规律。2、同业活期自律升级后,大行同业活期利率或已普遍降至 1.35%(但预计 6 月份部分银行由于头寸压力或阶段性上调至 1.4%,不过最终会再度回调)。若隔夜 OMO 落地,作为央行背书、流动性最强的货币政策工具,其定价也应与具有同等流动性的同业活期利率看齐,甚至应发挥引导同业活期定价的作用。3、经过 4-5 月的“极度宽松”行情,央行有意将资金利率引导回归至政策利率附近,意味着后续再度出现隔夜 1.2%的概率较低。6 月份至今,在资金明显偏紧情况下,DR001 日均值维持在 1.36%,若考虑后续资金回归中性状态,隔夜 OMO 利率设定在 1.30%或 1.35%可能较为合意。

第二,隔夜 OMO 何时落地?

对于隔夜 OMO 落地时点,市场比较关注是否可能将在 6 月 17-18 日召开的陆家嘴论坛上推出。陆家嘴论坛作为年度金融峰会,往往也是央行宣布阶段性重磅政策与阐释改革框架的重要窗口。随着利率调控机制趋于精细化、隔夜利率重要性明显强化,市场对隔夜 OMO 已有充分预期和讨论。因此,隔夜 OMO 作为一项重磅的创新性货币政策工具,通过陆家嘴论坛这一“高规格、有预期”的平台进行宣导和阐释,可以最大程度地向市场传递清晰政策信号。当然,陆家嘴金融论坛是否会提及隔夜 OMO 落地进度,尚有不确定性,但即便不提,隔夜 OMO 后续落地的可能性也较高。在具体节奏上,我们判断,若 2026 年下半年 6MMDS 和 1YMLF 边际利率能进一步下调至 1.4%,则隔夜 OMO 有可能落地。

第三,隔夜 OMO 如何实施?

将隔夜 OMO 利率培育为新的政策利率,其过程可能并非“一蹴而就”,可能需要经历一个“隔夜 OMO 操作常态化、7 天 OMO 政策属性淡化”阶段。我们推测,演进节奏可能是“先试点、后完善、再确立”的“三步走”改革,即:

- 1、**培育期:**隔夜 OMO 期限更短,需要每日滚动,在落地之后,短期内或依然维持 7 天 OMO 基准利率低位不变。一级交易商可根据自身情况选择是否申报隔夜 OMO,通过试点逐步推广,再稳步扩容提升其定价影响力,逐步培育为“政策利率”品种。
- 2、**过渡期:**该阶段不排除会在保留 7 天 OMO 唯一政策属性的基础上,加速隔夜操作常态化,夯实 DR001 的基准定价能力。并且,在合适时机,将隔夜 OMO 招标方式明确为“固定利率、数量招标”的基准模式。
- 3、**稳定期:**隔夜 OMO 正式取代 7 天 OMO 成为政策利率品种。这也意味着,7 天 OMO 需要与 14 天 OMO、MLF 一样,转变为“固定数量、利率招标、多重价位中标”,退出政策属性。

第四,隔夜 OMO 影响如何?

第一,若隔夜 OMO 利率明确为 1.30%或 1.35%,具有类似降息的政策效果。这意味着银行获取央行流动性的边际成本直接压降了 5bp 或 10bp,那么即便政策利率没有下调,随着银行货币政策工具申报向隔夜 OMO 倾斜,也能起到类同降息的效果,实现负债成本下行。

第二,从 7 天 OMO 到 1YMLF,“固定数量、利率招标、多重价位中标”的货币政策工具边际利率有望渐进式趋近于隔夜 OMO。若隔夜 OMO 落地,由于其定价更低,或对其他货币政策工具形成一定的“定价引力”。若后续隔夜 OMO 确立政策利率地位、7 天 OMO 招标方式改革,在降负债成本诉求较为刚性的情况下,银行申报点位也会自发性下行。只要央行维持支持性货币政策立场不变,7 天 OMO 到 1YMLF 边际利率有望渐进式趋近于隔夜 OMO,最终使货币政策工具边际利率形成一条“直线”,各一级交易商则根据中标利率获取央行流动性,利率调控更加精细化。

第三,同业活期利率不排除会阶段性下调至 1.30%。若隔夜 OMO 落地,且利率在 1.30%或 1.35%:一方面,不排除自律会顺势引导同业活期利率向隔夜 OMO 利率看齐。另一方面,DR001 将围绕隔夜 OMO 利率波动,隔夜回购、同业活期作为对标品种,比价效应驱动下,同业活期定价也可能下调至这一水平附近,甚至不排除同业活期利率更低,以避免出现套回购反存活期的套利现象。

第四,若未来再有“极度宽松”环境,隔夜回购利率下限进一步放宽至 1.10-1.15%。今年在 4-5 月的“极度宽松”状态下,DR001 最低下行至 1.2%附近,和 7 天 OMO 利率的利差最大约 20bp。6 月以来,DR001 回升至 1.3-1.4%,利差收窄至 10bp 以内,央行此前的“纠偏”态度也边际缓和。因此,若隔夜 OMO 落地且作为政策利率,DR001 围绕隔夜 OMO 利率上下波动 10bp,可能也在央行所定义的“平稳运行”区间内,而向下偏离 10bp 以上则可能步入“极度宽松”状态。参考前期极度宽松时,DR001 与政策利率的最大利差水平约为 20bp,所以隔夜回购利率下限可能放宽至 1.10-1.15%。

风险提示:货币政策呵护力度不足、资金面持续收敛、对隔夜 OMO 推演存在偏差。



内容目录

1. 隔夜 OMO 定价多少?	3
2. 隔夜 OMO 何时落地?	3
3. 隔夜 OMO 如何实施?	4
4. 隔夜 OMO 影响如何?	5
5. 风险提示.....	6

图表目录

图 1：6 月 DR001 中枢回归至 1.36%（%）	3
图 2：2023 年后 7 天 OMO 操作大幅放量（万亿元）	4
表 1：陆家嘴论坛是央行宣布重磅政策的重要窗口	4

自 2025Q2 货币政策执行报告中，央行首次将 DR001 与 7 天 OMO 利率进行对比，释放了短端利率调控重心从 DR007 转向 DR001 的信号。2026Q1 货币政策执行报告更是明确提出“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，意味着 DR001 正式成为央行监测短期货币市场利率的核心指标。然而，在隔夜利率重要性日益提升的背景下，现存利率传导体系存在一定“阻滞”：

一是隔夜利率锚定 7 天 OMO 利率运行，存在天然的“期限错配”问题，期限溢价可能导致政策意图传导“打折扣”。

二是临时隔夜正逆回购工具创设近两年，但从未使用，且 70bp 的利率走廊偏宽，对隔夜利率的约束效力有限。

三是国际主要经济体的政策利率普遍以隔夜利率为主，加快推进价格型货币政策调控框架转型，也需要与国际接轨。

近期，市场比较关注隔夜 OMO 的推进情况，我们有如下判断：

1. 隔夜 OMO 定价多少？

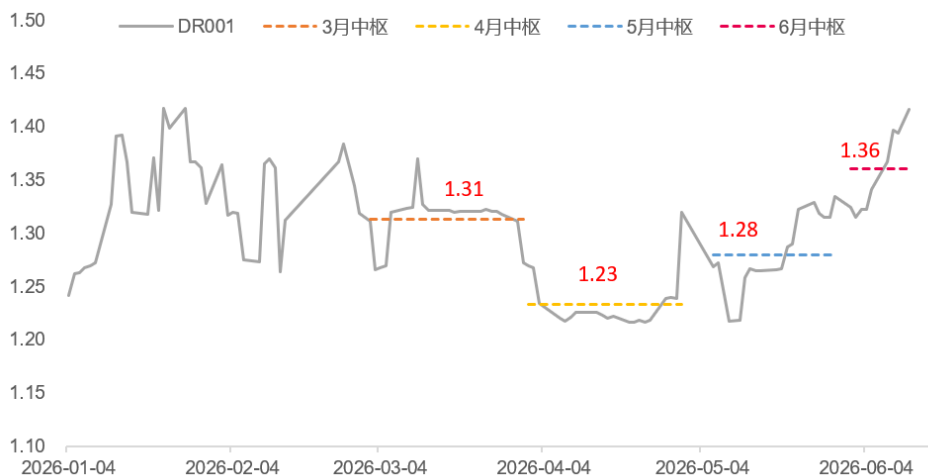
综合考虑利率曲线构建、负债工具比价效应、货币市场运行经验，预计隔夜 OMO 利率或为 1.30% 或 1.35%。具体而言：

1、目前 7 天 OMO 利率为 1.4%，考虑期限溢价（各期限货币政策工具一般为 0/5/10bp 的步长），隔夜 OMO 利率设定在 1.30–1.35%，比较符合向上倾斜的利率曲线构建规律。

2、同业活期自律升级后，7 天 OMO 利率的上限约束更加刚性，大行同业活期利率或已普遍降至 1.35%（但预计 6 月份部分银行由于头寸压力或阶段性上调至 1.4%，不过最终会再度回调）。若隔夜 OMO 落地，作为央行背书、流动性最强的货币政策工具，其定价也应与具有同等流动性的同业活期利率看齐，甚至应发挥引导同业活期定价的作用。

3、经过 4–5 月的“极度宽松”行情，央行有意将资金利率引导回归至政策利率附近，意味着后续再度出现隔夜 1.2% 的概率较低。6 月份至今，在资金明显偏紧情况下，DR001 日均值维持在 1.36%，若考虑后续资金回归中性状态，隔夜 OMO 利率设定在 1.30% 或 1.35% 可能较为合意。

图 1：6 月 DR001 中枢回归至 1.36%（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 隔夜 OMO 何时落地？

对于隔夜 OMO 落地时点，市场比较关注是否可能将在 6 月 17–18 日召开的陆家嘴论坛上推出。

陆家嘴论坛作为年度金融峰会，往往也是央行宣布阶段性重磅政策与阐释改革框架的重要窗口。尤其在 2024 年陆家嘴论坛，央行宣布了一系列重大的利率调控机制改革方向，后续有条不紊地推进创设隔夜正逆回购工具收窄利率走廊、调整 14 天 OMO 和 MLF 招标方式等举措，进而确立了 7 天 OMO 利率的唯一政策利率地位。

随着利率调控机制趋于精细化、隔夜利率重要性明显强化，市场对隔夜 OMO 已有充分预期和讨论。因此，隔夜 OMO 作为一项重磅的创新性货币政策工具，通过陆家嘴论坛这一“高规格、有预期”的平台进行宣导和阐释，可以最大程度地向市场传递清晰政策信号。

当然，陆家嘴金融论坛是否会提及隔夜 OMO 落地进度，尚有不确定性，但即便不提及，隔夜 OMO 后续落地的可能性也较高。在具体节奏上，我们判断，若 2026 年下半年 6MMDS 和 1YMLF 边际利率能进一步下调至 1.4%，则隔夜 OMO 有可能落地。

表 1：陆家嘴论坛是央行宣布重磅政策的重要窗口

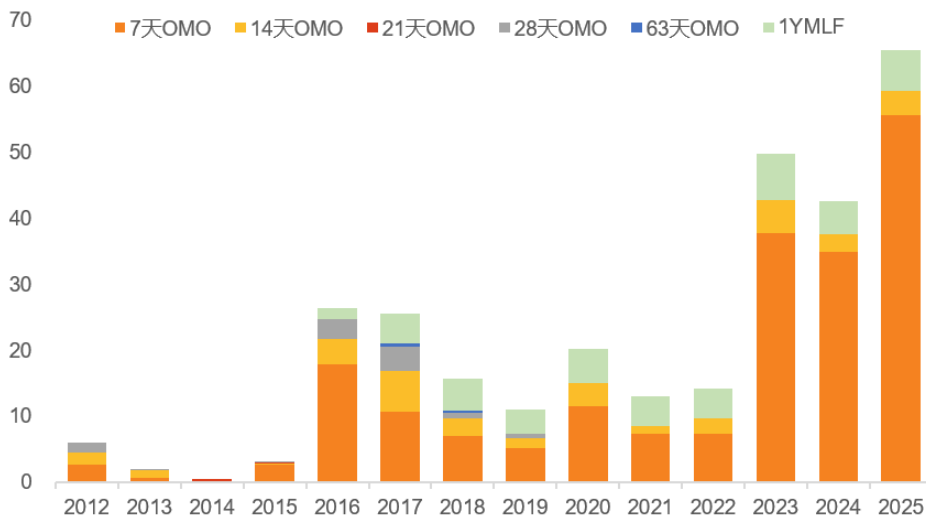
时间	届次	央行演讲主题	关于利率调控机制的内容
2023/6/8	第十四届陆家嘴论坛	《全球金融周期：趋势和影响》	/
2024/6/19	第十五届陆家嘴论坛	《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》	未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。……如果未来考虑更大程度发挥利率调控作用，需要也有条件给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，让市场心里更托底。除了刚才谈到的需要明确主要政策利率以外，可能还需要配合适度收窄利率走廊的宽度。
2025/6/18	第十六届陆家嘴论坛	《关于全球金融治理的若干思考》	我们完善货币政策框架，优化货币政策中间变量，培育政策利率，提升货币政策传导效率，丰富货币政策工具箱，做好政策沟通和预期引导。货币政策框架的转型是一个渐进、持续的过程，未来我们还将不断地做好评估和完善。

资料来源：央行，天风证券研究所

3. 隔夜 OMO 如何实施？

将隔夜 OMO 利率培育为新的政策利率，其过程可能并非“一蹴而就”，可能需要经历一个“隔夜 OMO 操作常态化、7 天 OMO 政策属性淡化”阶段。

图 2：2023 年后 7 天 OMO 操作大幅放量（万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

参考 7 天 OMO 的演变规律：（1）2012–2015 年：重启操作，但规模不大；（2）2016–2019 年：操作放量，与其他期限 OMO 并行使用；（3）2020–2024 上半年：操作放量加速、并与 MLF 共同作为政策利率品种；（4）2024 下半年以来：招标方式改革，逐渐成为唯一政策利率品种。

由此可见，在2024年6月央行宣布7天OMO利率能够基本承担主要政策利率功能之前，7天OMO在操作规模、信号功能方面的条件皆已成熟。

我们推测，演进节奏可能是“先试点、后完善、再确立”的“三步走”改革，即：

1、培育期：这一阶段的目标或在于，在不冲击现有利率体系的前提下，完成隔夜OMO的制度设计，使一级交易商充分熟悉工具功能、申报机制。隔夜OMO期限更短，需要每日滚续，在落地之后，短期内或依然维持7天OMO基准利率地位不变。一级交易商可根据自身情况选择是否申报隔夜OMO，通过试点逐步推广，再稳步扩容提升其定价影响力，逐步培育为“政策利率”品种。

2、过渡期：这一阶段的目标或在于推动隔夜OMO向政策利率品种平稳转换。参考7天OMO与1YMLF双轨并行时期的经验，不排除会在保留7天OMO唯一政策属性的基础上，加速隔夜操作常态化，夯实DR001的基准定价能力。并且，在合适时机，将隔夜OMO招标方式明确为“固定利率、数量招标”的基准模式。

3、稳定期：隔夜OMO正式取代7天OMO成为唯一政策利率品种。这也意味着，7天OMO需要与14天OMO、MLF一样，转变为“固定数量、利率招标、多重价位中标”，退出政策属性。

4. 隔夜OMO影响如何？

第一，若隔夜OMO利率明确为1.30%或1.35%，具有类似降息的政策效果。

自2025年5月以来，7天OMO利率始终维持在1.40%。若隔夜OMO落地且其利率设定在1.30%或1.35%，则意味着银行获取央行流动性的边际成本直接压降了5bp或10bp。

这样一来，即便政策利率没有下调，随着银行货币政策工具申报向隔夜OMO倾斜，也能起到类同降息的效果，实现负债成本下行。

第二，从7天OMO到1YMLF，“固定数量、利率招标、多重价位中标”的货币政策工具边际利率有望渐进式趋近于隔夜OMO。

目前，从7天OMO到1YMLF，边际利率或在1.40-1.45%，呈现相对平坦的曲线形态。若隔夜OMO落地，由于其定价更低，或对其他货币政策工具形成一定的“定价引力”。

若后续隔夜OMO确立政策利率地位、7天OMO招标方式改革，在降负债成本诉求较为刚性的情况下，银行申报点位也会自发性下行。

只要央行维持支持性货币政策立场不变，7天OMO到1YMLF边际利率有望渐进式趋近于隔夜OMO，最终使货币政策工具边际利率形成一条“直线”，各一级交易商则根据中标利率获取央行流动性，利率调控更加精细化。

第三，同业活期利率不排除会阶段性下调至1.30%。

同业活期自律升级后，7天OMO利率作为定价上限的约束更加刚性，实务中大行同业活期利率或也鲜有突破1.40%上限的情况。

若隔夜OMO落地，且利率在1.30%或1.35%：一方面，不排除自律会顺势引导同业活期利率向隔夜OMO利率看齐。另一方面，DR001将围绕隔夜OMO利率波动，隔夜回购、同业活期作为对标品种，比价效应驱动下，同业活期定价也可能下调至这一水平附近，甚至不排除同业活期利率更低，以避免出现拿回购反存活期的套利现象。

第四，若未来再有“极度宽松”环境，隔夜回购利率下限进一步放宽至1.10-1.15%。

今年在4-5月的“极度宽松”状态下，DR001最低下行至1.2%附近，和7天OMO利率的利差最大约20bp。5月中下旬以来，央行在表态、举措上皆实质性“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”。6月以来，DR001回升至1.3-1.4%，利差收窄至10bp以

内，央行此前的“纠偏”态度也边际缓和。

因此，若隔夜 OMO 落地且作为政策利率，DR001 围绕隔夜 OMO 利率上下波动 10bp，可能也在央行所定义的“平稳运行”区间内，而向下偏离 10bp 以上则可能步入“极度宽松”状态。参考前期极度宽松时，DR001 与政策利率的最大利差水平约为 20bp，所以隔夜回购利率下限可能放宽至 1.10–1.15%。

5. 风险提示

货币政策呵护力度不足、资金面持续收敛、对隔夜 OMO 推演存在偏差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com