



“支持性”的货币政策将向五个方向演进

——中国人民银行行长陆家嘴论坛主题演讲解读

2024年6月19日

- 6月19日，中国人民银行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上，发表《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》主题演讲，强调中国坚持“支持性的”货币政策立场，通过逆周期和跨周期调节，为经济持续回升提供支持。并提出中国货币政策框架在未来的五个演进方向。
- **方向1：货币调控的中间变量将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。**数量目标未来将更多作为“观测性、参考性、预期性的指标”，利率调控将发挥更重要的作用。未来将淡出M2、社融增长的量化目标，仅要求保持与名义经济增速实现基本匹配，意味着“经济增长和价格预期水平”的阶段性提法将会淡出，而且这种匹配也是跨周期视角的匹配。央行再次强调宏观金融总量规模已经很大的背景下，重点仍是盘活存量，信贷将告别超高增速。M1统计口径可能发生变化，纳入“个人活期存款以及一些流动性很高甚至直接有支付功能的金融产品”，类似余额宝的产品可能纳入。
- **方向2：告别多政策利率，MLF可能逐步淡出，7天逆回购利率成为唯一政策利率，并收窄利率走廊宽度。**现阶段存在短期和中期两个政策利率，而MLF可能将逐步告别政策利率的身份，余额逐步缩减，用降准置换。利率政策的自主性将得到提升。现阶段10年期国债收益率锚定MLF，汇率成为MLF调降的重要制约。如果MLF不再是政策利率，10年期国债收益率的定价将更多通过期限溢价实现定价。为了更好的引导市场利率围绕政策利率中枢运行，央行可能会收窄利率走廊的宽度，现阶段利率走廊的宽度为245BP，相对较宽需要进一步收窄，央行可能会调整现有的利率走廊上下限SLF和超额存款准备金的利率，或者通过公开市场操作，创设新的工具形成新的利率走廊。
- **方向3：基于丰富基础货币投放和流动性管理工具，央行将渐进式推进二级市场国债买卖。**正如我们在2024年中期货币政策展望《“不一样”的降息》的判断，央行很可能在年内开启公开市场买卖国债的常规操作。中国货币政策仍具有正常操作空间，央行买卖国债是丰富政策工具箱，增加投放基础货币方式，并非控制长端利率。常规的货币政策操作意味着央行的政策重心依然是控制短端利率，因此央行最可能的操作对象是短期国债。我们认为可能有两种情形促发央行行动：1、央行通过其他方式无法有效投放基础货币，持续缩量；2、央行保持收益率曲线正常的向上倾斜的形态的需要。当然如果出现利率剧烈波动可能引发金融风险，央行可能短时采用长端买卖操作进行应对。
- **方向4：明确结构性货币政策工具定位是常规总量工具的补充。**这意味着货币政策虽然是总量和结构的双重发力，但仍以总量为主。结构性政策工具的规模不会无限扩张，而是“聚焦重点、合理适度、有进有退”，已实现阶段性目标的工具会及时退出。
- **方向5：货币政策的透明度将大力提升。**事实上央行今年通过新闻发布会、《金融时报》等渠道与市场信息沟通的频次已显著上升。未来央行可能会进一步通过工作论文、货币政策委员会专家委员等渠道加强和市场的沟通。央行也可能通过设定通胀目标等方法引导通胀预期，加强货币政策预期引导，提升货币政策的权威性。

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

风险提示

1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险

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。

章俊，首席经济学家。张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn