

从陆家嘴论坛看现代化央行体系建设

主题报告

投资要点

- ◆ **货币政策立场维持支持性，但强调防风险意味着向中性区间收敛。**汇率方面，潘功胜行长在发言中指出以美欧为主的发达经济体当前“还保持着高利率、限制性的货币政策立场”，造成“中美利差保持在相对高位”的现状，并且给人民币造成了较大的外溢性贬值压力。未来将进一步运用好政策工具箱，防范人民币汇率超调和异常跨境资金流动风险。当前房地产市场风险和地方政府隐性债务风险双重风险持续化解，货币政策应盘活存量信贷、提高资金使用效率。信用需求方面，潘功胜认为在房地产市场风险和地方政府隐性债务风险持续化解的过程中，我国的信用结构正在发生剧烈变化，在前期房地产市场和广义基建投资快速扩张的阶段我国货币体系积攒下了很多“低效存量贷款”，但“随着经济高质量发展和结构转型，实体经济需要的货币信贷增长也在发生变化”，并解释了信贷和社融同步收缩的原因，“当前近 250 万亿元的贷款余额中，房地产、地方融资平台贷款占比很大，这一块不再增长，反而还在下降”，因此“全部信贷增速要像过去一样保持在 10% 以上是很困难的”。
- ◆ **优化货币政策调控的中介目标，逐步淡化对数量目标的关注。**在信用需求结构发生剧烈变化的当前，央行后续需优化货币政策调控的中介目标，逐步淡化对数量目标的关注，并需考虑动态完善货币供应量的统计口径以真实反映当前货币市场供给的真实情况。不同于主要发达经济体央行以价格调控作为主要货币政策工具，我国人民银行当前采取数量型和价格型调控并行的方法，但上文中已经详细论述，在经济结构转型升级的现阶段，我国的信用融资需求发生剧烈变化，从总量角度来看，“货币信贷增长已由供给约束转为需求约束”，贷款和社融的存量规模已经无法准确反映实体经济的货币信贷需求，因此，需要逐步淡化对数量工具的关注，更加注重价格工具，也就是利率的调控作用。
- ◆ **确认 7D 逆回购利率为政策目标，长端单边放大效应或趋缓解。**建立健全利率形成、调控、传导机制是建设现代化中央银行体系的应有之义，未来我国央行可以考虑以 7 天逆回购利率作为主要政策利率，逐步淡化其他期限货币政策工具的政策利率色彩，逐步理顺由短及长的传导关系，长端单边放大效应或将趋于缓解。当前我国以 SLF 利率作为上廊、超额存款准备金利率作为下廊的利率走廊基本上已经初步形成，当前市场利率能够围绕政策利率中枢平稳运行，波动区间明显收窄。但后续为了更大程度发挥利率调控的作用、给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，未来可以考虑适度收窄利率走廊的宽度。这些操作都是为了在经济转型升级的阶段建立健全利率形成——调控——传导机制，进一步弱化数量型工具、强化价格工具可行性较高的提议和畅想。长端包括 LPR 在内的利率报价如果回归市场化，我国商业银行即可强化净息差约束传导机制，在经济下行期银行业经营的市场驱动稳健性将大幅提升，短端政策利率大幅波动引导长端市场化利率小幅波动的高效率稳健传导机制有望对真正意义上的逆周期调节属性的货币政策框架的建立提供坚实的基础。
- ◆ **国债二级买卖是货币投放现代化的主要方向，不等于量化宽松。**现代化的中央银行工具体系具有两个特征，一是公开操作，给市场及时形成稳定预期，二是量价分离，长期基础货币工具不带有政策利率属性，二级市场国债买卖，特别是长期国债买卖是最优解。在当前货币财政形势下，是央行开始酝酿回归二级市场买卖国债操作较为理想的时点，加之在本次讲话中，潘行再度强调了淡化数量型工具、重视价格调控，以及适度缩窄利率走廊的宽度，无论从哪个方面来看，而二级市场买卖国债无疑是相当理想的公开市场操作方法，但是从年内的短期时间维度来看，实际上并不十分迫切。我们在前期报告《再论央行买卖国债——双循环周报（第 55 期）》（2024.4.26）中已经进行过更为详细的论述。
- ◆ **风险提示：**货币政策向中性区间收敛快于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 商品消费、地产基建冷热分化边际扩大——经济数据点评（2024.5） 2024.6.17
- 如何避免“流动性陷阱”？——金融数据速评（2024.5）·暨双循环周报（第 62 期） 2024.6.14
- 薪资、房租、汇率：鲍威尔的三大超预期逻辑意味着什么？——美联储 FOMC 会议点评（2024.6） 2024.6.13
- 美国核心 CPI 见底蓄势反弹的两大迹象——美国 CPI 点评（2024.5） 2024.6.13
- 消费内需仍有很大促进空间——CPI、PPI 点评（2024.5） 2024.6.12



内容目录

1、货币政策立场维持支持性，但强调防风险意味着向中性区间收敛	3
2、优化货币政策调控的中介目标，逐步淡化对数量目标的关注	4
3、确认 7D 逆回购利率为政策目标，长端单边放大效应或趋缓解	5
4、国债二级买卖是货币投放现代化的主要方向，不等于量化宽松	6

图表目录

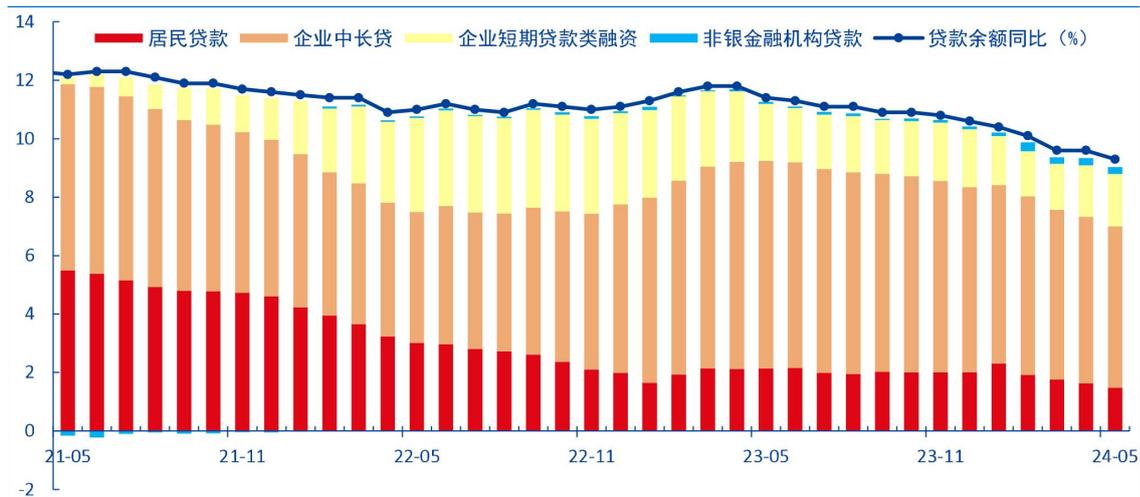
图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）	3
图 2：社融存量同比及贡献结构（%）	4
图 3：社融存量、贷款余额与 M2 同比（%）	5
图 4：M2 同比及贡献结构（%）	5
图 5：7 天逆回购利率和政策利率（%）	6
图 6：基础货币同比及贡献结构（%）	7

6月19日上午，第十五届陆家嘴论坛召开，中国人民银行行长潘功胜在论坛上发表题为《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》的演讲，同日下午中国人民银行副行长、国家外汇局局长朱鹤新发表题为《扩大金融高水平开放，支持上海国际金融中心建设》的主题演讲，两个讲话共同传递出重磅货币政策信号。

1、货币政策立场维持支持性，但强调防风险意味着向中性区间收敛

发达经济体高利率、限制性的货币政策立场给人民币造成外溢性贬值压力，采取支持性的货币政策立场，“为经济持续回升向好提供金融支持”。汇率方面，潘功胜行长在发言中指出，当前全球通胀虽然从高位降温，但仍然具有较强的黏性，也导致以美联储为首的发达经济体央行不断推迟降息时点，总体上以美欧为主的发达经济体当前“还保持着高利率、限制性的货币政策立场”，造成“中美利差保持在相对高位”的现状，并且给人民币造成了较大的外溢性贬值压力。朱鹤新副行长则提出，随着我国经济基本面更加坚实、市场韧性更加明显、应对经验更加丰富三大原因，未来我国的外汇市场“有基础有条件保持稳健运行，人民币汇率将在合理均衡水平上保持基本稳定”。整体上货币政策立场在当前阶段维持支持性立场不变，未来将进一步运用好政策工具箱，防范人民币汇率超调和异常跨境资金流动风险。

图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）

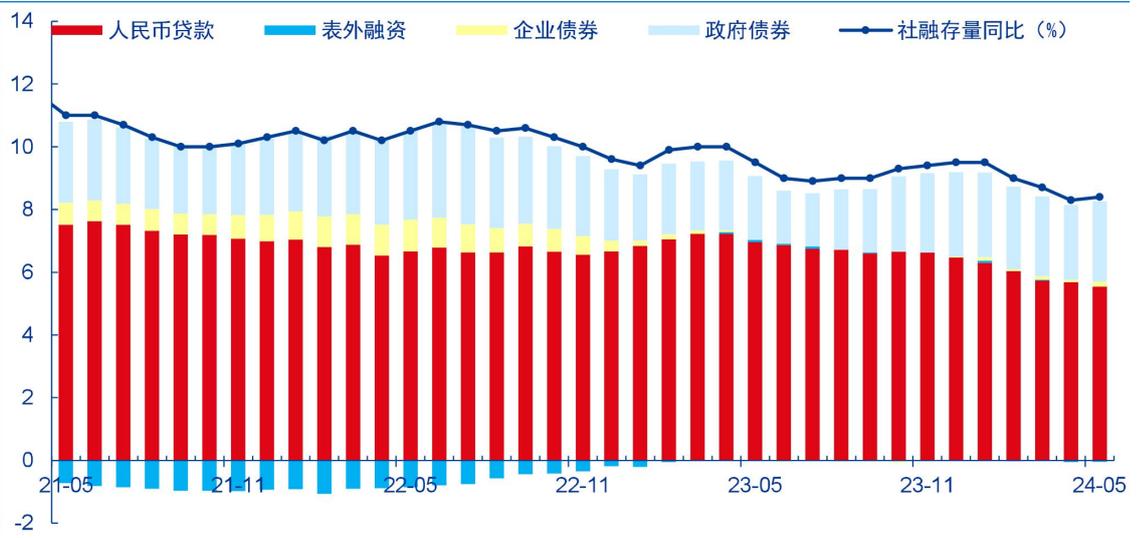


资料来源：CEIC，华金证券研究所

当前房地产市场风险和地方政府隐性债务风险双重风险持续化解，货币政策应盘活存量信贷、提高资金使用效率。信用需求方面，潘功胜认为在房地产市场风险和地方政府隐性债务风险持续化解的过程中，我国的信用结构正在发生剧烈变化，在前期房地产市场和广义基建投资快速扩张的阶段我国货币体系积攒下了很多“低效存量贷款”，但“随着经济高质量发展和结构转型，实体经济需要的货币信贷增长也在发生变化”，并解释了信贷和社融同步收缩的原因，“当前近250万亿元的贷款余额中，房地产、地方融资平台贷款占比很大，这一块不仅不再增长，反而还在下降”，因此“全部信贷增速要像过去一样保持在10%以上是很难的”。年初至今已经公布的5个月金融数据显示，当前我国居民和企业部门的内生性信用需求正在同步产生收缩，因此，在现阶段，盘活低效存量贷款和新增贷款“对经济增长的意义本质上是相同的”。综合汇率和信用需求两方面因素考虑，当前阶段人民银行的货币政策立场正在从前期的“中性偏松”逐步转向“支

持性”，年内的货币政策预计将以支持性立场配合财政政策为主，我们维持 9 月份降准 50BP、1Y LPR/MLF 利率有 30BP 下调空间、5Y LPR 维持不变的预测不变。

图 2：社融存量同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

2、优化货币政策调控的中介目标，逐步淡化对数量目标的关注

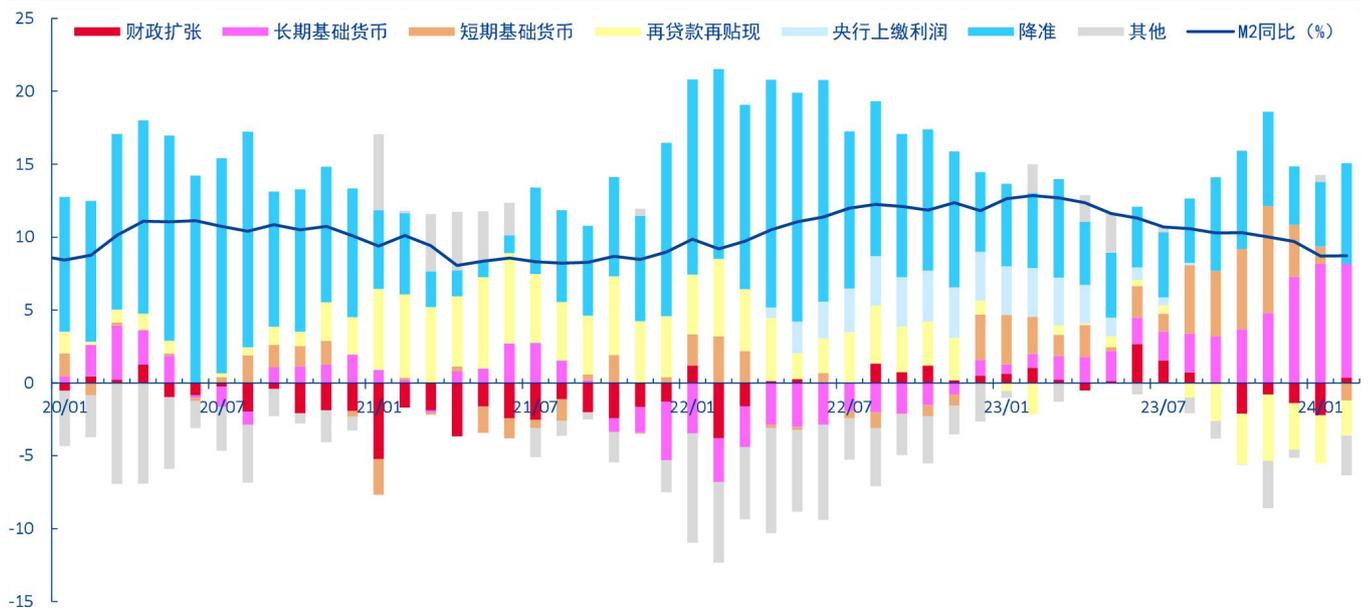
在信用需求结构发生剧烈变化的当前，央行后续需优化货币政策调控的中介目标，逐步淡化对数量目标的关注，并需考虑动态完善货币供应量的统计口径以真实反映当前货币市场供给的真实情况。不同于主要发达经济体央行以价格调控作为主要货币政策工具，我国人民银行当前采取数量型和价格型调控并行的方法，但上文中已经详细论述，在经济结构转型升级的现阶段，我国的信用融资需求发生剧烈变化，从总量角度来看，“货币信贷增长已由供给约束转为需求约束”，贷款和社融的存量规模已经无法准确反映实体经济的货币信贷需求，因此，需要逐步淡化对数量工具的关注，更加注重价格工具，也就是利率的调控作用。此外，4-5 月，我国的 M1 增速出现了创纪录的连续两个月负增长，M2 也在存款向理财和证券市场回流以及贷款的存款创造能力减弱双重影响下创纪录低增。但潘行指出，前者主要是由于我国的 M1 统计口径确立于 30 年前，“随着金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展，符合货币供应量特别是 M1 统计定义的金融产品范畴发生了重大演变”，当前口径下的 M1 增速已经不能很好地反映我国真实的货币供应量情况，“需要考虑对货币供应量的统计口径进行动态完善”，例如“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，从货币功能的角度看，需要研究纳入 M1 统计范围，更好反映货币供应的真实情况”。

图 3：社融存量、贷款余额与 M2 同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：M2 同比及贡献结构 (%)



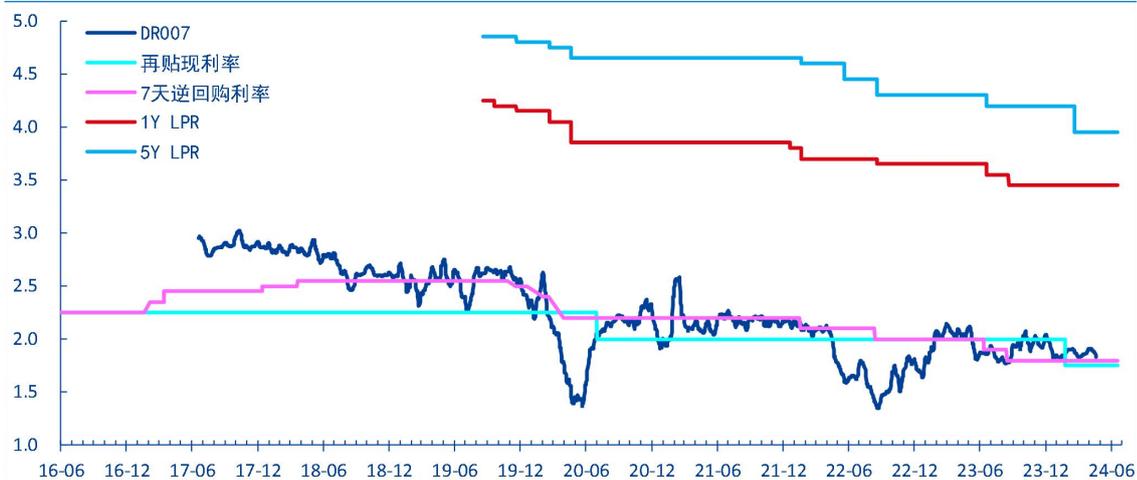
资料来源：CEIC，华金证券研究所

3、确认 7D 逆回购利率为政策目标，长端单边放大效应或趋缓解

建立健全利率形成、调控、传导机制是建设现代化中央银行体系的应有之义，未来我国央行可以考虑以 7 天逆回购利率作为主要政策利率，逐步淡化其他期限货币政策工具的政策利率色彩，逐步理顺由短及长的传导关系，长端单边放大效应或将趋于缓解。潘功胜指出，“近年来我们持续推进利率市场化改革，已基本建立利率形成、调控和传导机制”，7 天逆回购操作利率基本承担了主要政策利率的角色，后续可以考虑淡化其他期限货币政策工具利率的政策利率色彩，“逐步理顺由短及长的传导关系”。并提出，当前我国以 SLF 利率作为上廊、超额存款准备金利率作为下廊的利率走廊基本上已经初步形成，当前市场利率能够围绕政策利率中枢平稳运行，波动区间明显收窄。但后续为了更大程度发挥利率调控的作用、给市场传递更加清晰的利率调控目

标信号，未来可以考虑适度收窄利率走廊的宽度。此外，当前我国 LPR 需持续改革完善，注重提高 LPR 报价质量，更真实地反映贷款市场利率水平。这些操作都是为了在经济转型升级的阶段建立健全利率形成——调控——传导机制，进一步弱化数量型工具、强化价格工具可行性较高的提议和畅想。

图 5: 7 天逆回购利率和政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

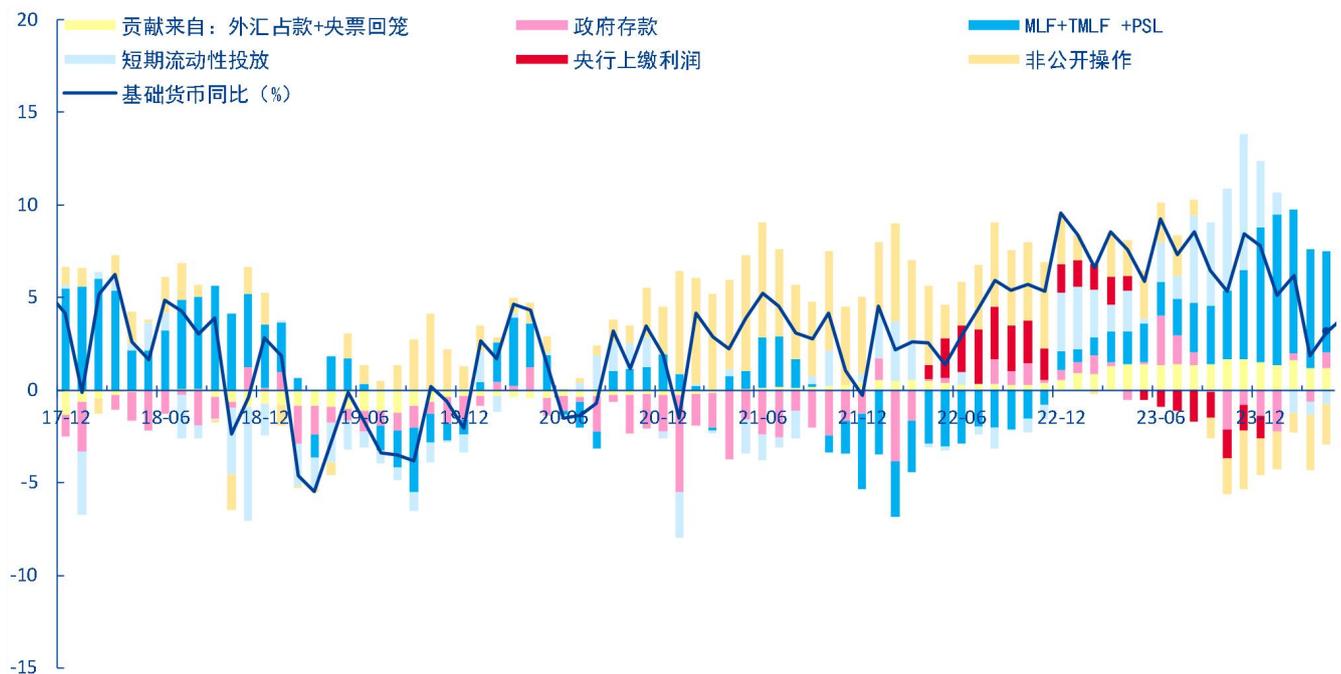
长端包括 LPR 在内的利率报价如果回归市场化，我国商业银行即可强化净息差约束传导机制，在经济下行期银行业经营的市场驱动稳健性将大幅提升，短端政策利率大幅波动引导长端市场化利率小幅波动的高效率稳健传导机制有望对真正意义上的逆周期调节属性的货币政策框架的建立提供坚实的基础。如果商业银行可以根据自身在不同经济发展阶段扩张规模和化解金融风险所需要的净息差水平而对长端利率进行市场化报价，则长端利率的波动性大概率将大幅下降，特别是在类似当前的信用需求内生性下降阶段，房地产市场风险和地方债务风险加快化解过程中，或可避免因长端利率下行过快（甚至下降幅度超过短端政策利率）而导致银行净息差政策性大幅压缩，削弱银行化解较为集中的金融风险的能力，而导致实体经济去杠杆过程延长，风险分辨难度加大，隐性债务风险在企业部门和银行资产负债表之间循环放大等衍生性的更为复杂的系统性风险。

4、国债二级买卖是货币投放现代化的主要方向，不等于量化宽松

现代化的中央银行工具体系具有两个特征，一是公开操作，给市场及时形成稳定预期，二是量价分离，长期基础货币工具不带有政策利率属性，二级市场国债买卖，特别是长期国债买卖是最优解。在当前货币财政形势下，是央行开始酝酿回归二级市场买卖国债操作较为理想的时点，加之在本次讲话中，潘行再度强调了淡化数量型工具、重视价格调控，以及适度缩窄利率走廊的宽度，无论从哪个方面来看，而二级市场买卖国债无疑是相当理想的公开市场操作方法，但是从年内的短期时间维度来看，实际上并不十分迫切。我们在前期报告《再论央行买卖国债——双循环周报（第 55 期）》（2024.4.26）中已经进行过更为详细的论述，首先，随着 2023 年以来再贷款再贴现作为长期流动性投放工具发挥的作用日渐下降，降准成为近年来主要的中长期流动性投放方式，但降准过程不可逆，准备金率越频繁使用，就将越快接近央行认为调控货币乘数的下限临界点，长期来看对更稳定成熟高效的基础货币投放工具需求持续提升。第二，当前

使用的基础货币投放工具因同时兼具数量型和价格型工具的性质，而在一定程度上导致了利率和货币投放量之间关系的模糊性，进而一定程度上增加了央行与公众沟通货币政策立场的困难。如果转而采取二级市场买卖国债的方式，以随行就市的即时利率水平进行国债交易，就可以实质性区分作为交易工具的量 and 作为中介目标的利率价格，从而为利率走廊的建立、收窄，利率走廊保证的刚性承诺可信度提升，银行体系信用创设效率的提高都提供了重大的体制性基础。第三，从财政政策需要货币政策配合的程度来看，当前财政扩张融资的力度尚在正常货币信用传导可以承受的范围之内，央行尚无需通过非传统的大规模一级市场购买的方式来应对巨额的流动性冲击，二级市场买卖所需的潜在规模仍然较小，最近几年内仍可通过降准或适度的 MLF 等既有流动性投放工具实现对冲。

图 6：基础货币同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：货币政策向中性区间收敛快于预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn