

# 宏观

证券研究报告

2024年06月21日

## 货币政策框架的过去、现在和未来

央行行长潘功胜在十五届陆家嘴论坛上描绘出了未来的货币政策框架的蓝图，其核心是以短期政策利率（OMO 利率）为中枢逐步形成价格型调控为主的货币政策框架。

淡化其他期限货币政策工具利率、调整利率走廊宽度、将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱是后续货币政策操作框架的改革方式。

**风险提示：**货币政策调控框架定调发生额外变化、央行一揽子工具变化、货币政策变动超预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-二季度 GDP 增速有多少？》 2024-06-19
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 6 月第 4 周》 2024-06-18
- 《宏观报告：宏观-美国政府侧重支持哪些先进信息技术？》 2024-06-17

央行行长潘功胜在十五届陆家嘴论坛上描绘出了未来的货币政策框架的蓝图<sup>1</sup>，我们认为其核心是以短期政策利率（OMO 利率）为中枢逐步形成价格型调控为主的货币政策框架。

淡化其他期限货币政策工具利率、调整利率走廊宽度、将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱是后续货币政策操作框架的改革方式。

**我们认为中国央行货币政策框架转型大致可以分为两步**，第一步是从数量型工具调控转向数量型和价格型工具调控并行。第二步是进一步转向价格型工具调控，逐渐淡化数量型工具调控。我们认为潘行长的讲话标志着货币政策操作框架的改革正迈向第二步。

早在 2012 年，《金融业发展和改革“十二五规划”》就明确表示要推动货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主的转型<sup>2</sup>。

此后政策一直在推进存贷款利率市场化改革。我们认为到 2019 年，以贷款市场报价利率（LPR）改革<sup>3</sup>为标志，央行逐渐理顺了从政策利率向市场利率的传导体系，价格型调控框架初见雏形，央行正式迈出了货币政策框架改革的第一步。

2021 年，央行建立了以 OMO 利率为短期政策利率，MLF 利率为中期政策利率的调控框架，并引导形成了 DR007（资金利率）围绕 OMO 利率波动，MLF 利率（中期政策利率）向 LPR 利率再向实际贷款利率传导的利率引导机制。此时，央行也开始强调市场应该重点观察政策利率，而无需过度关注公开市场操作数量。<sup>4</sup>

此后的利率市场化主要是对上述框架的完善。如 2022 年，央行确定 LPR 形成机制为“市场利率+央行引导->LPR->贷款利率”<sup>5</sup>，相比于 2019 年 LPR 利率是在 MLF 利率上加价<sup>6</sup>，2022 年在一定程度上弱化了 LPR 利率对于 MLF 的锚定力度。

同时，央行推进了存款利率市场化调整机制，明确存款利率会参考 10 年国债利率和 1 年期 LPR 利率。

在此期间，央行对这套利率传导机制的操作也开始越发熟练，体现为 2024 年以来 DR007 与 OMO 利率之间的偏离明显收窄。

图 1：政策利率走廊（单位：%）

<sup>1</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/\\_T98nAoYc1xBTfySQTysCA](https://mp.weixin.qq.com/s/_T98nAoYc1xBTfySQTysCA)

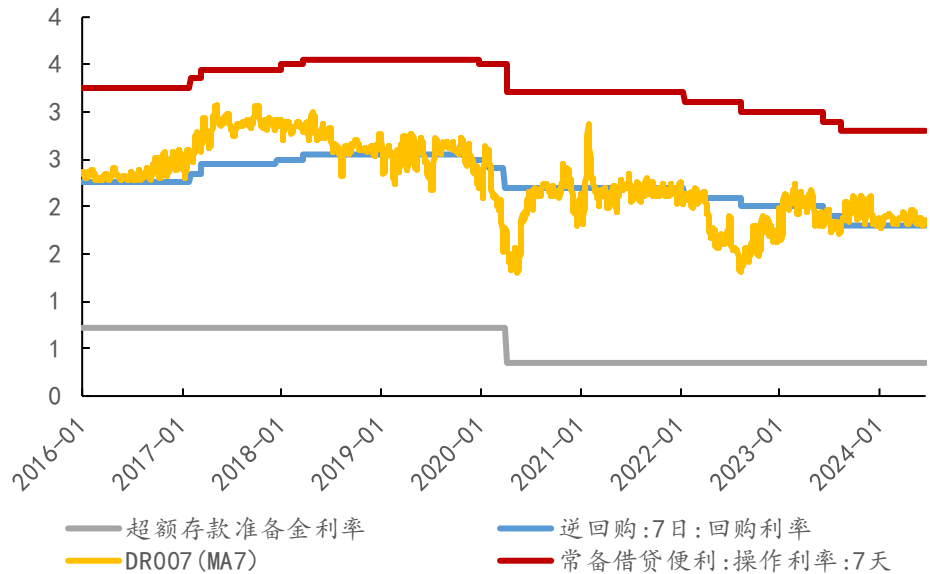
<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/gzdt/2012-09/17/content\\_2226795.htm](https://www.gov.cn/gzdt/2012-09/17/content_2226795.htm)

<sup>3</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/btMAsoJsQp0F7NoK8gkGtg>

<sup>4</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4246985/4246761/index.html>

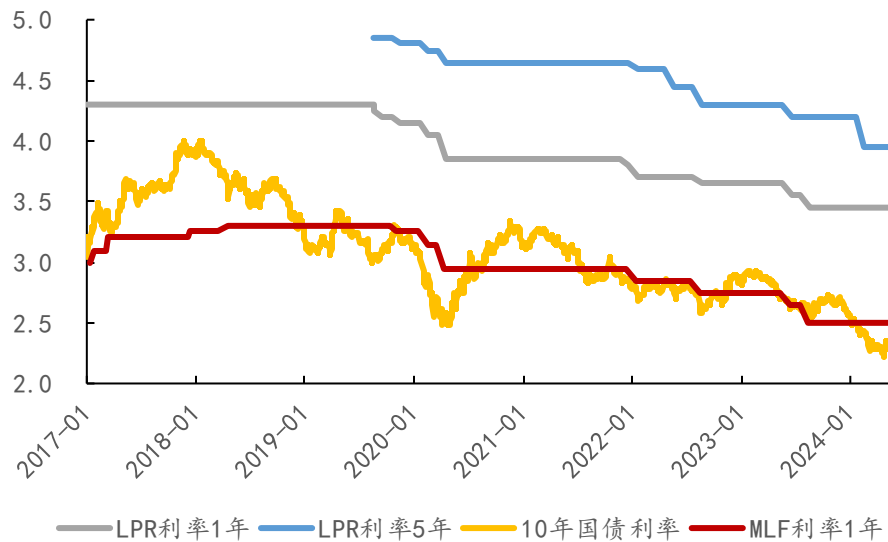
<sup>5</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4584071/4547221/2022050917023223026.pdf>

<sup>6</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3830536/3922261/2019111521260575804.pdf>



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 2：MLF 利率是国债利率和 LPR 利率的锚点（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

近年来，传统的数量型指标如信贷增速、社融增速对经济的指示意义逐渐减弱（详见《再论经济去金融化》，2024.06.16），这也为央行逐渐淡化数量型工具调控，加速转向价格型调控提供了基础。

**央行顺势迈出了货币政策框架改革的第二步，从数量型和价格型调控并行转向以价格型调控为主。**此次央行行长的讲话也是对货币政策框架再改革的一次宣告。

从讲话上看，我们认为此次货币政策框架改革的核心是将**多个政策工具利率缩减为一个短期政策利率，即 OMO 利率。**

之前，央行同时使用短期和中长期两个政策利率是权宜之策。因为当时中国利率传导体系尚不完善，如直到 2022 年 4 月，央行才建立起存款利率市场化调整机制<sup>7</sup>。所以央行通过 OMO 利率引导货币市场资金利率走势，又通过 MLF 利率直接为中长期的存、贷款利率等提供锚点。

<sup>7</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/sZhitmKmk9HDIRQwWJnVEQ>

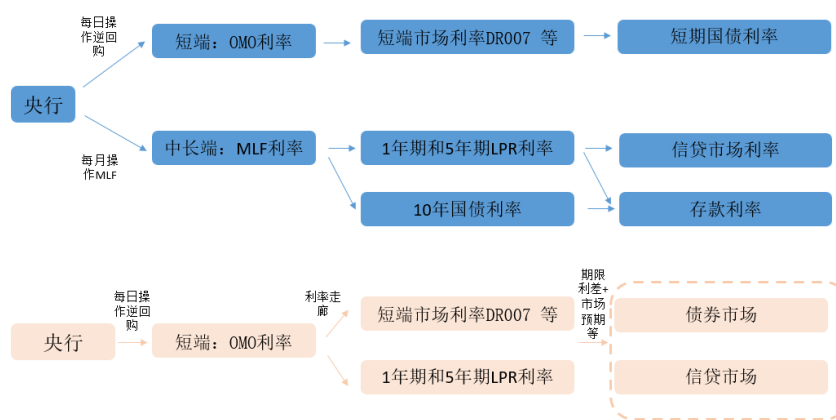
但随着近年来政策利率传导机制逐渐完善，央行开始进一步完善、精简当前的货币政策传导机制。

参考海外经验，在国内利率市场逐渐完善时，淡化 MLF 的中期政策利率地位，形成以 OMO 利率为核心，通过利率走廊、公开市场操作调整流动性等方式引导形成中长期利率或是后续政策的重心。

往后来看，央行或以 OMO 政策利率为操作目标，通过二级市场国债买卖等方式来调节市场流动性（逆回购以投放为主，国债买卖兼具投放和回笼流动性的功能），将市场的短期利率稳定在 OMO 利率附近。再配合着利率走廊来引导市场形成远期利率。

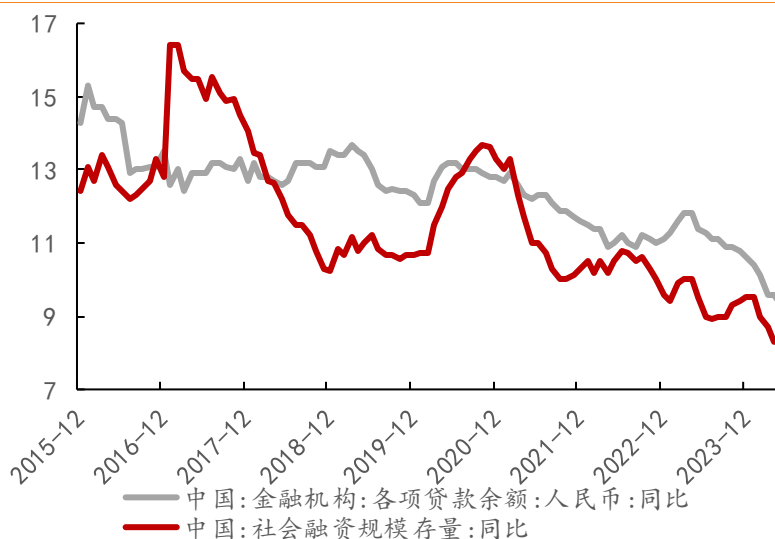
目前中国利率走廊的区间宽度达到了 245bp（上限常备借贷便利利率 2.8%，下限超额存款准备金利率 0.35%），考虑到政策效应，后续央行可能通过提高下限，压低上限的方式，收窄利率走廊宽度。但这与央行降息不能混为一谈。

图 3：利率框架可能的变化



资料来源：中国人民银行公众号等，天风证券研究所（注：上半部分蓝色的是现在，下半部分是我们认为以后可能的形式）

图 4：信贷增速、社融增速持续性下台阶（单位：%）



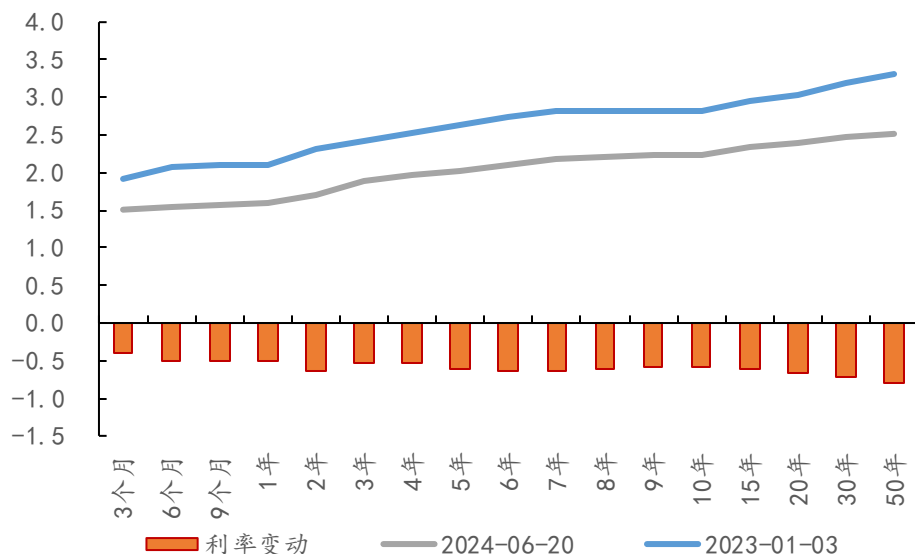
资料来源：wind，天风证券研究所

以上是货币政策操作框架改革的远景。但是站在当前看，MLF 利率淡出利率体系尚需要时间，过于平坦的利率曲线也不利于短端利率通过期限利差和市场预期来影响中长期利率。

最后，利率体系精简的另外一个重点是，LPR 利率不再强锚定 MLF 利率。而从潘行长的政

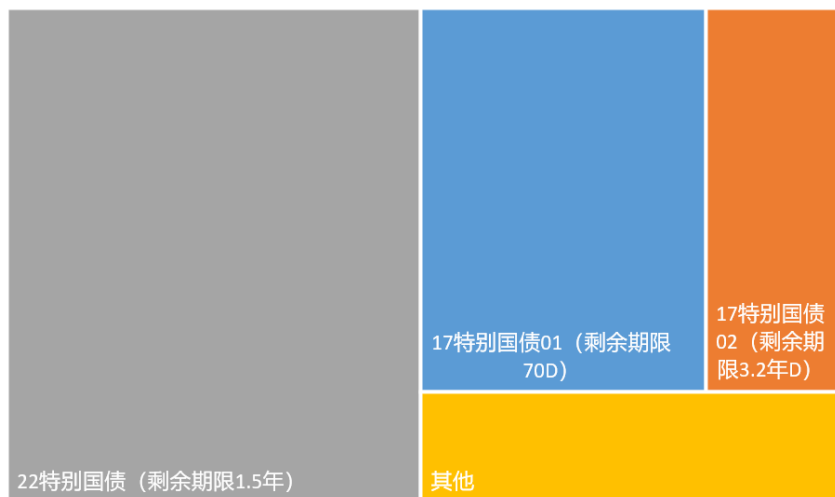
策表述来看，既要灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，又要保持政策定力，不大放不收。这意味着虽然政策利率大概率不会下调，但是 LPR 利率可以变得更加灵活。潘行长也提到，针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更加真实反映贷款市场利率水平<sup>8</sup>。我们认为后续 LPR 利率的下调空间有望再打开。

图 5：利率曲线偏平坦（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：央行持债情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

<sup>8</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/\\_T98nAoYc1xBTfySQTYsCA](https://mp.weixin.qq.com/s/_T98nAoYc1xBTfySQTYsCA)

## 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com