



价格型调控工具将如何演进

—— 三中全会改革前瞻系列

首席经济学家：章俊

宏观分析师：张迪、詹璐

价格型调控工具将如何演进

—— 三中全会改革前瞻系列

2024年6月23日

核心观点

- 三中全会召开在即，加快现代中央银行制度建设、构建中国特色现代金融体系是财税金融体制改革的重要方向。其中，深化利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制是建设现代中央银行制度的重要举措之一。货币政策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”，有效控制短端利率的波动区间并提高利率传导效率是央行未来货币政策调控工具的重要建设方向。
- **政策利率的演进：从双政策利率到唯一政策利率。7天OMO利率成为唯一政策利率，MLF的政策利率身份将逐渐淡出。**过去中国由于利率市场化改革尚未完成，以及商业银行不对称的两部门决策机制，短期利率无法完美平滑传导至中长期利率，因此实行短期、中期双政策利率并行。事实上过去两年MLF的政策利率身份已有所淡化，未来将进一步淡出，其规模可能逐渐缩减。商业银行的内部定价和决策机制可能也会因此改变。
- **利率走廊的演进：实行对称模式，收窄走廊宽度。**全球主要央行大多使用利率走廊机制来调控短期利率。由于中国现阶段依然是稀缺准备金框架，因此利率走廊可能会采用对称模式，这也是2008年金融危机之前全球主要央行大多采用的模式。由于目前利率走廊宽度较宽，其发挥的作用仍不显著，未来有可能渐进收窄至200BP左右。
- **利率传导的演进：使用类似SOFR的市场基准利率进行传导。**央行可能参考国际经验，类似SOFR的市场基准利率将在利率传导机制中发挥重要作用，DR007有可能扮演这一角色，也有可能新设工具。具体方式可能是，类似SOFR的市场基准利率叠加央行引导向LPR传导，LPR再向债券、存贷款市场利率传导。同时，类似SOFR的市场基准利率直接向货币市场利率传导。这将有助于理顺债券利率与贷款利率，以及存款利率与贷款利率的关系。
- **货币政策与财政政策协同的必要性上升，央行在公开市场开启买卖国债是重要一环。**首先，MLF逐渐淡出政策利率，央行可能在MLF缩量的过程中，逐渐开启在二级市场购买国债，一方面可以对冲MLF缩量导致的基础货币投放下降，另一方面也能为将来在二级市场买卖国债、调节基础货币供应量做好充分准备。未来央行投放基础货币的方式可能以7天逆回购操作和公开市场操作买卖国债为主。其次，参考国际经验，中国如果使用类似SOFR的市场基准利率，其抵押品也可能是国债，这将对国债的规模和流动性产生较大影响。最后，财政政策，特别是政府债券的供给类型、数量、节奏对于类似SOFR的市场基准利率可能有较大影响，这将间接对货币政策构成重要影响。
- **货币政策展望：**LPR的调降幅度可能超出市场预期，我们认为下半年可能还有两次，总计20-40BP的调降。中性假设美联储于9月开启首次降息，之后中国央行可能调降7天OMO利率，幅度可能在10-20BP，并同时收窄利率走廊宽度，7天SLF利率的调降幅度可能在20-30BP。央行可能在年内渐进开启公开市场操作买卖国债，操作对象可能是短期国债。

分析师

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

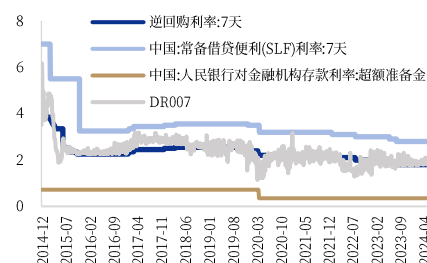
詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

中国利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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
3. 对现代中央银行制度建设理解不到位的风险
4. 对利率传导机制理解不到位的风险

目录

Catalog

一、 政策利率的演进：从双政策利率到唯一政策利率	3
二、 利率走廊的演进：实行对称模式，收窄走廊宽度	3
(一) 中国利率走廊的现状	3
(二) 中国利率走廊的未来	5
三、 利率传导的演进：类似 SOFR 的市场基准利率	7
四、 货币政策与财政政策积极协同的必要性上升	8
五、 货币政策展望	10
六、 风险提示	11

党的十九届四中、五中全会和党的二十大都明确提出建设现代中央银行制度。党的二十届三中全会召开在即，加快现代中央银行制度建设，构建中国特色现代金融体系将再次开启。其中深化利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制是建设现代中央银行制度的重要举措之一。

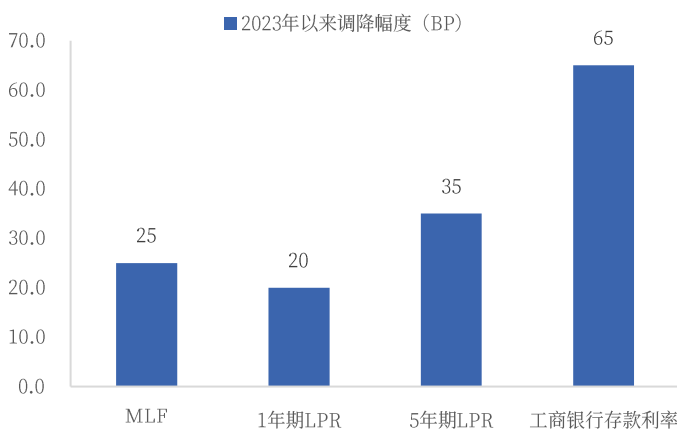
近期，中国人民银行行长潘功胜发表《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》主题演讲，提出中国货币政策框架在未来的五个演进方向。货币政策调控的中间变量将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”，短期利率将成为唯一政策利率，通过利率走廊机制将市场基准利率固定在政策利率，并通过市场基准利率向货币、债券、信贷市场利率传导的演进路径逐渐清晰。

一、政策利率的演进：从双政策利率到唯一政策利率

政策利率可能的演进路径是从双政策利率到唯一政策利率。7天OMO利率成为唯一政策利率，MLF的政策利率身份将逐渐淡出。过去中国由于利率市场化改革尚未完成，以及商业银行不对称的两部门决策机制，短期利率无法完美平滑传导至中长期利率，因此实行短期、中期双政策利率并行。

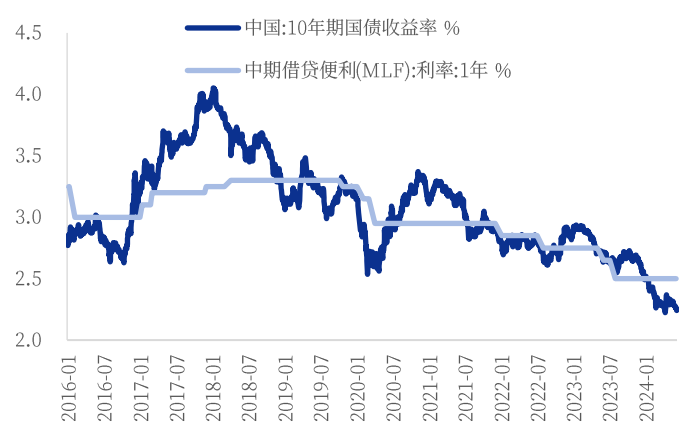
事实上过去两年MLF的政策利率身份已有所淡化，未来将进一步淡出，其规模可能逐渐缩减。商业银行的内部定价和决策机制可能也会因此改变。过去两年，央行暂时绕开了MLF→LPR→贷款利率的传导路径。央行通过发挥市场利率定价自律机制的作用，引导存款利率下行，同时引导LPR报价下行，进而降低实体经济利率。2023年以来，5年期LPR和存款利率的调降幅度已脱离MLF降幅的束缚。同时，10年期国债收益率的锚本应是MLF利率，而今年以来，其大幅偏离MLF利率，出现了单边的趋势性走势，MLF作为政策利率的作用已被削弱。

图1: MLF、LPR 和存款利率的调降幅度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 10年期国债收益率与MLF利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、利率走廊的演进：实行对称模式，收窄走廊宽度

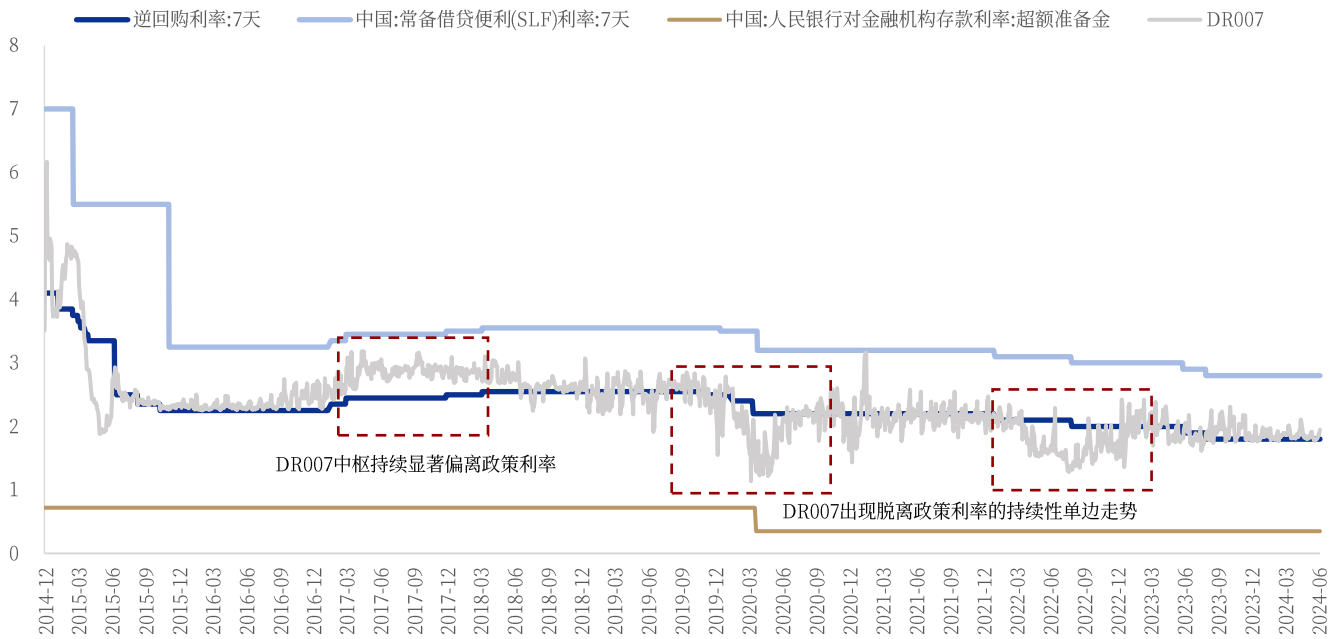
(一) 中国利率走廊的现状

全球主要经济体央行多用利率走廊机制来调控短期利率。目前中国利率走廊的上限是7天常备借贷便利 SLF 利率，下限是超额存款准备金利率，走廊宽度是 245BP，相对较大。走廊中间的政策利率是 7 天 OMO 利率。

目前利率走廊相对较宽，可能带来的不利影响包括：1、国际比较来看，我国市场基准利率的波动性较高，政策利率对市场基准利率的固定作用相对较弱。与欧元区市场基准利率 EONIA 或是 ESTR 相比，我国市场基准利率 DR007 的波动幅度更大；2、部分时期，DR007 中枢持续显著偏离政策利率；3、曾出现政策利率不变，而 DR007 出现趋势性单边走势。

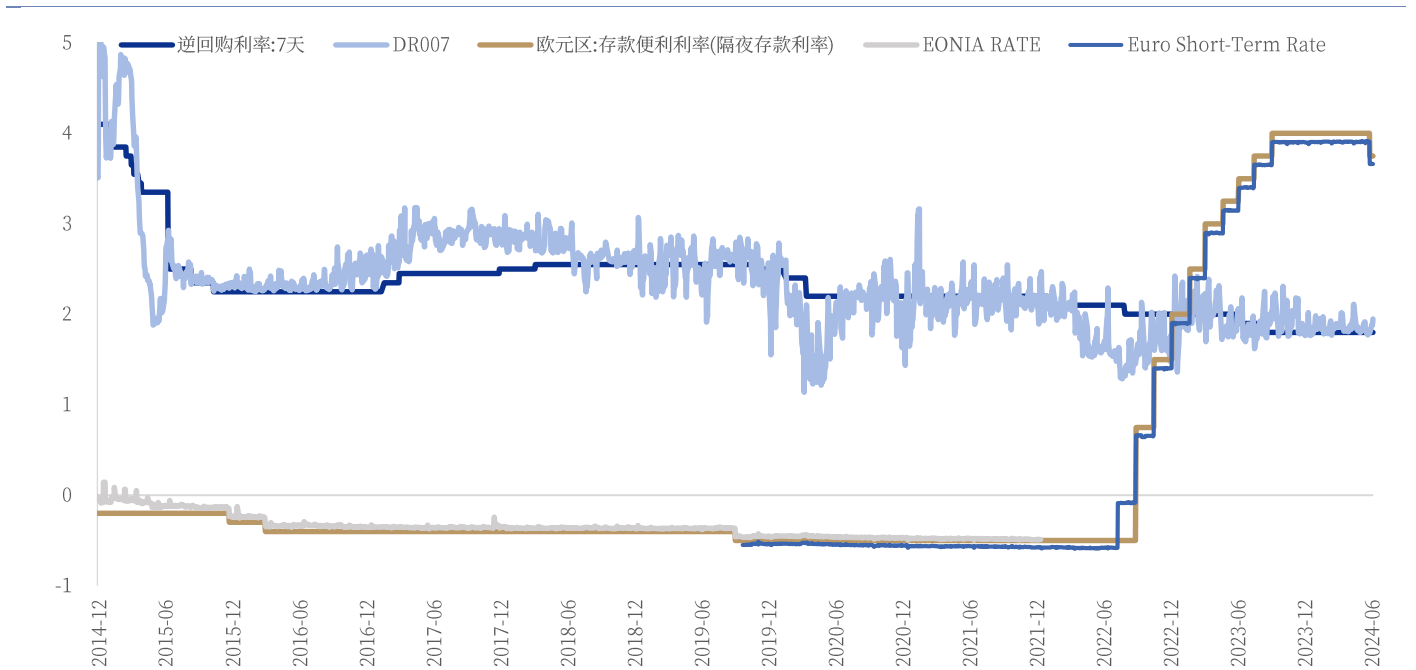
短期市场基准利率过度波动可能带来的问题主要是模糊货币政策信号，不利于向市场传递更加清晰的利率调控目标信号，无法有效引导市场预期，从而影响货币政策效果。

图3：中国利率走廊（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：中国和欧元区市场基准利率的波动情况（%）



资料来源：Wind, 欧央行, 中国银河证券研究院

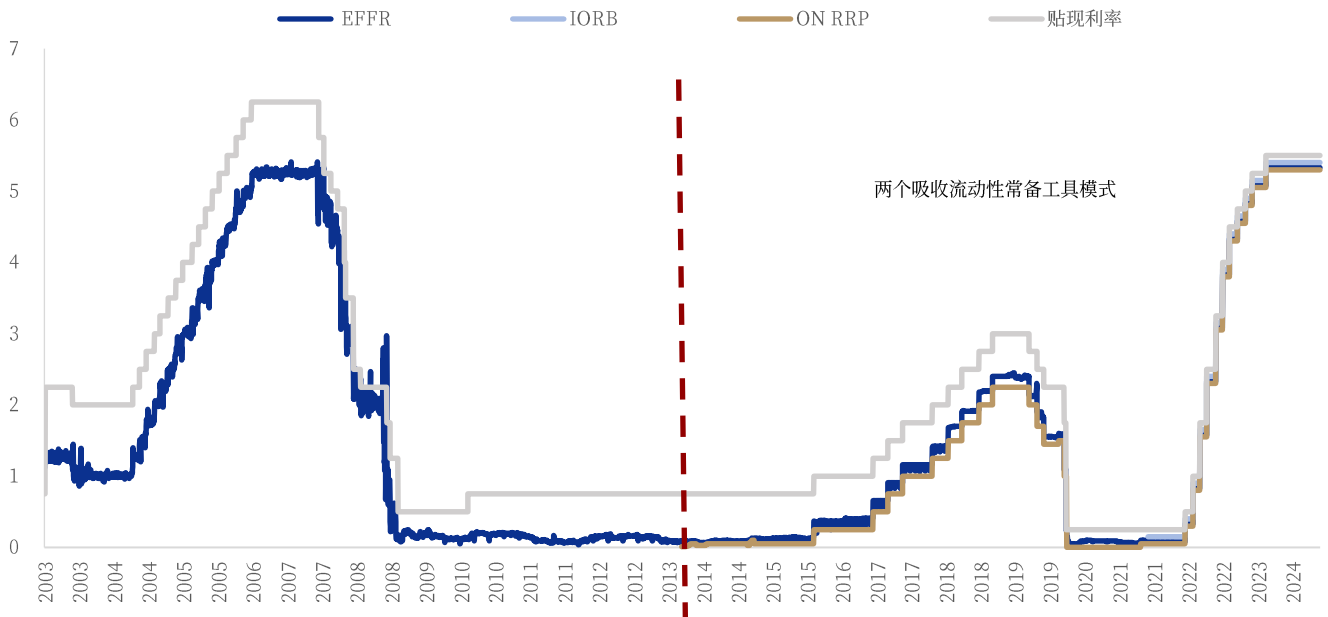
（二）中国利率走廊的未来

利率走廊有四种模式：对称模式、混合不对称模式、地板模式和两个吸收流动性常备工具模式。对称模式和混合不对称模式都是稀缺准备金框架下的模式。对称模式是政策利率与走廊上限、下限利率之差相等。全球主要央行在 2008 年金融危机之前多采用对称模式，较为常见。混合不对称模式则是政策利率与走廊上限、下限利率之差不相等，这种模式较为少见。欧央行曾很短暂的使用过这种模式，之后又切换至对称模式。

地板模式和两个吸收流动性常备工具模式则是过剩准备金框架下的模式。地板模式是政策利率与走廊下限的利率水平相等。2008 年金融危机之后，大多数经济体由于实行量化宽松的非常规货币政策操作，带来流动性过剩，于是 2008 年之后全球主要经济体均从对称模式转向地板模式。两个吸收流动性常备工具模式，是央行创设两个吸收流动性的常备工具。这种主要是由于货币市场分割明显，传统的存款便利工具不能涵盖主要交易对手，会出现短期市场基准利率击穿走廊下限的情况，因此需要创设新的可以涵盖更广泛交易对手的存款便利工具。

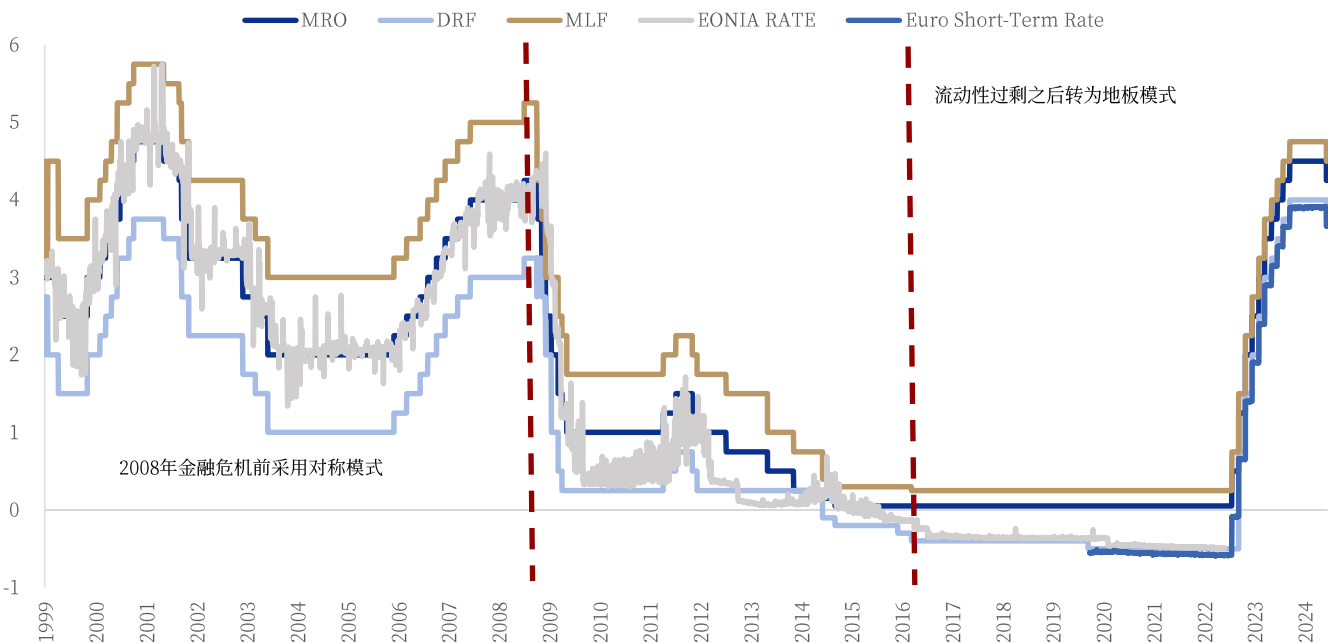
2008 年金融危机，美联储启用量化宽松应对，因此进入过剩准备金框架。准备金供给曲线大幅右移，与需求曲线相交于无弹性区间。美联储无法通过小规模的公开市场操作来调节短期利率，利率走廊进入地板模式，启用超额准备金利率 IOER 作为 FFR 的下限。但 IOER 只是银行隔夜拆借利率的下限，因为只有部分银行有准备金账户。而货币市场基金、政府支持机构等其他联邦基金市场的参与者，无法获得 IOER 的保留利率，因此出现 EFFR 运行于 IOER 以下的情况。因此 2013 年之后，美联储采用的利率走廊模式就是两个吸收流动性常备工具模式，使用超额准备金利息率 IOER 和隔夜逆回购 ON RRP 利率作为两个吸收流动性的常备工具运行。因为 ON RRP 的交易对手方包括更广泛的非存款类金融机构，如一级交易商、政府支持机构、货币市场基金等，是更有效的下限利率，与 IOER 共同形成了利率走廊的下限，将短期利率控制在政策目标区间内部。

图5: 美国利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 美联储, 中国银河证券研究院

图6: 欧元区利率走廊 (%)

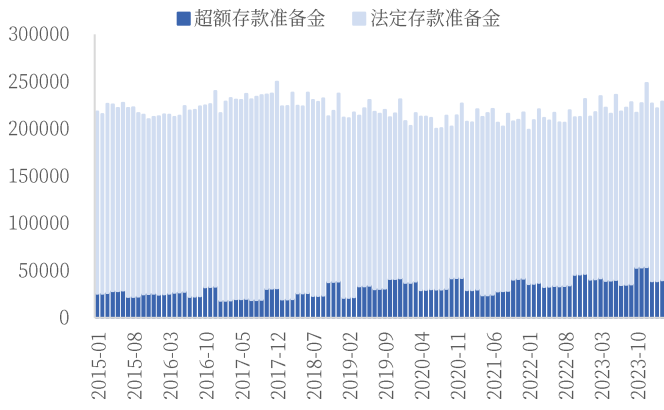


资料来源: Wind, 欧央行, 中国银河证券研究院

中国目前依然是稀缺准备金模式，因此未来大概率可能采用对称模式，收窄利率走廊至 200BP 左右，政策利率仍是 7 天 OMO，走廊上限工具和下限工具维持不变。截至 2024 年 1 季度，中国金融机构的超储率是 1.5%，数值较低。中国银行业的超额准备金规模约 4 万亿元，2019 年至今基本都保持在这个规模的水平。中国目前依然是稀缺准备金模式，在稀缺准备金模式下，准备金供给曲线和需求曲线相交之处，需求曲线的弹性较大，这意味着通过小规模 of 公开市场操作就可以实现有效的利率调节。参考国际经验，未来大概率可能采用欧央行在 2008 年金融危机之前的利率走廊模

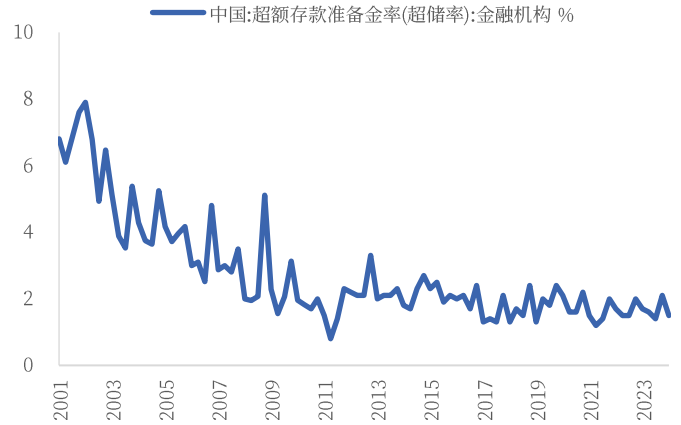
式，欧央行当时实行对称模式，走廊宽度长期维持在 200BP。中国目前利率走廊的宽度为 245BP，走廊宽度较宽影响利率走廊效果。未来可能会渐进收窄至 200BP 左右，收窄的方式可能是调降 7 天 OMO 利率的同时，更大幅度的调降 7 天 SLF 利率。

图7：中国法定准备金和超额准备金规模（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：超储率

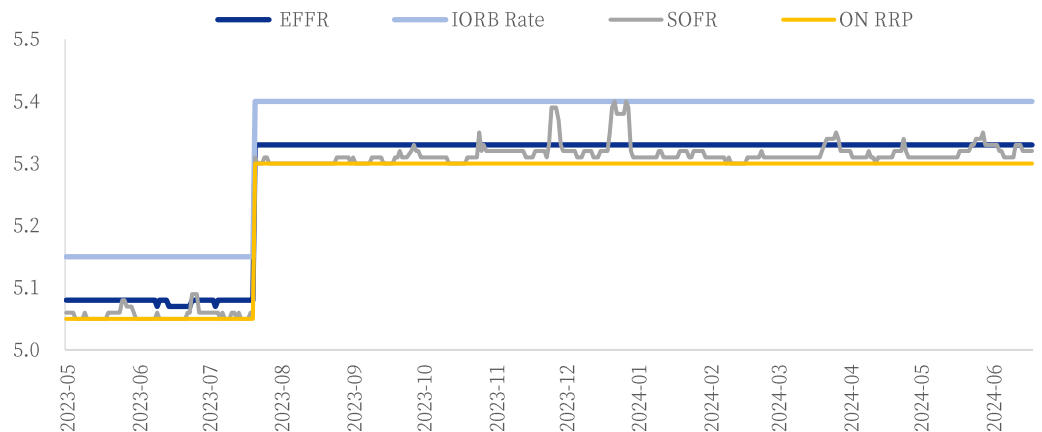


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

三、利率传导的演进：类似 SOFR 的市场基准利率

央行可能参考国际经验，类似 SOFR 的市场基准利率将在利率传导机制中扮演重要作用。美国采用担保隔夜融资利率 SOFR 作为市场基准利率，SOFR 是以美国国债为抵押品的回购协议交易，定价基于实际交易，而非银行报价，且交易量巨大。SOFR 能够更真实地反映资金成本，蓄意操纵的风险较低。

图9：EFFR 与 SOFR (%)

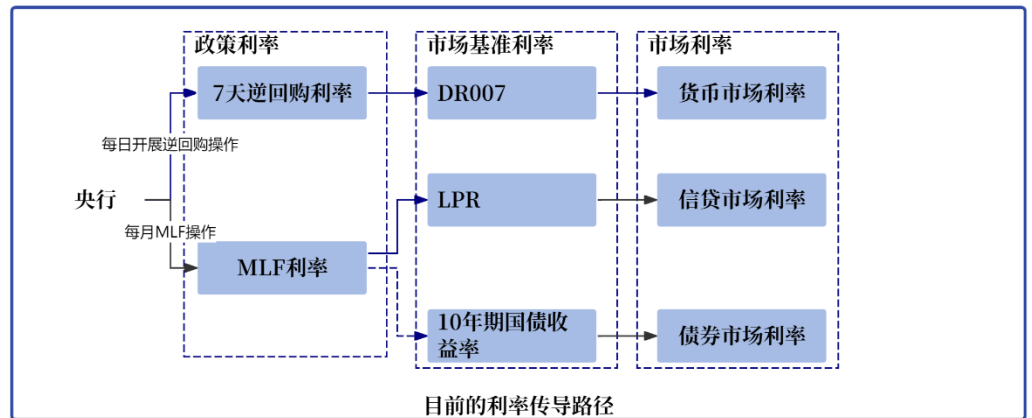


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

央行在 2023 年 1 季度货币执行报告中的专栏《合理把握利率水平》中提到：“下阶段，人民银行将继续实施好稳健的货币政策，合理把握宏观利率水平，持续深入推进利率市场化改革，健全“市

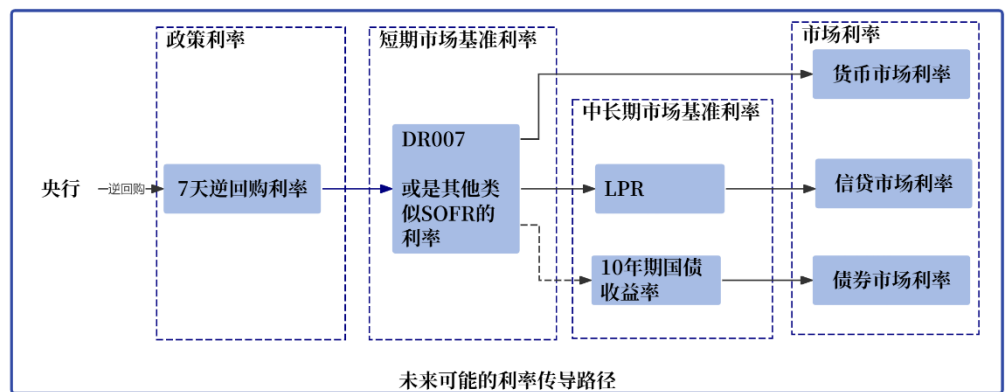
场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制，为促进经济实现质的有效提升和量的合理增长营造有利条件。”我们认为未来的利率传导模式，可能是在“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的基础上进一步优化，可能参考国际经验，明确“市场利率”是类似 SOFR 的市场基准利率。逐步形成，类似 SOFR 的市场基准利率叠加央行引导向 LPR 传导，LPR 再向债券、信贷市场利率传导。同时，类似 SOFR 的市场基准利率直接向货币市场利率传导。DR007 有可能扮演类似 SOFR 的市场基准利率的角色，也有可能新设工具。这将有助于推进利率市场化改革，理顺债券利率与贷款利率，以及存款利率与贷款利率的关系。

图10: 中国目前的利率传导路径



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图11: 中国未来可能的利率传导路径



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

四、货币政策与财政政策积极协同的必要性上升

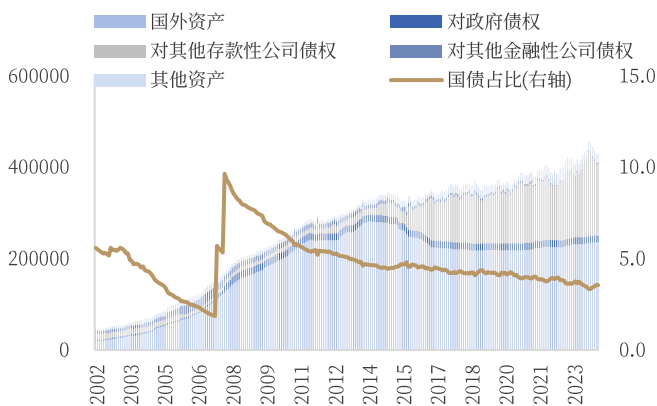
货币政策与财政政策积极协同的必要性上升，央行在公开市场开启买卖国债是重要一环。

首先，MLF 逐渐淡出政策利率，其规模可能逐渐缩减，未来央行投放基础货币主要的方式可能是 7 天逆回购操作和公开市场操作买卖国债。央行可能在 MLF 缩量的过程当中，逐渐开启在二级市场购买国债，一方面可以对冲 MLF 缩量导致的基础货币投放下降，另一方面也能为将来在二级

市场买卖国债、调节基础货币供应量做好充分准备。央行投放基础货币的方式大致分为三个阶段，2000年之前，央行通过再贷款投放基础货币。2000年-2013年，外汇占款主导基础货币投放，属于被动投放，央行没有完全掌握基础货币投放的数量和节奏。2014年至今，央行创新货币政策工具自主投放基础货币，央行主导基础货币扩张的速度和节奏。央行通过再贴现、再贷款、公开市场操作（逆回购、MLF）、PSL、结构性货币政策工具等主动投放的基础货币量开始不断提升。PSL和结构性货币政策工具虽然有投放基础货币的效果，但意在引导信贷加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，直达实体经济。MLF由于可能逐渐淡出政策利率的身份，其规模可能逐渐缩减，未来可能不会成为央行投放基础货币的主要方式。在此背景下，央行可能开启在公开市场国债买卖，与7天逆回购操作共同成为未来央行投放基础货币的主要方式。

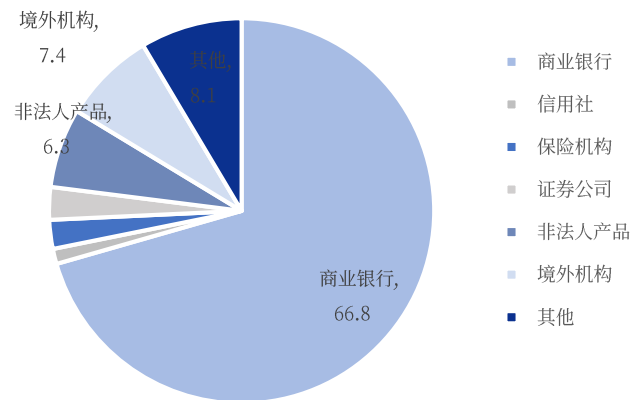
其次，参考国际经验，SOFR的交易量较大是其效果的重要保障，而其抵押品是美国国债。中国如果使用类似SOFR的市场基准利率，其抵押品也可能是国债，这将对国债的规模和流动性产生较大影响。截至2024年5月，中国国债规模约30.4万亿元，而美国国债规模约24.8万亿美元。中国商业银行约持有中国国债的66.8%，规模约20.3万亿元。由于央行目前投放基础货币的主要方式是再贴现、再贷款、公开市场操作（逆回购、MLF）、PSL、结构性货币政策工具等，这些均需要提供抵押品，通常接受的抵押品包括国债、中央银行票据、政策性金融债以及其他信用等级较高的金融工具。从央行资产负债表观察，截至2024年5月“对其他存款性公司债权”余额约15.6万亿元。如果简单假设这部分的抵押品都是国债，那被作为抵押品的国债规模约占国债总规模的51%，占商业银行持有国债规模的约77%。当然，实际上有其他抵押品的存在，占比将小于我们粗略测算的数字。但这对于国债的流动性也将产生较大影响。

图12: 中国央行资产负债表 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 中国国债持有者结构 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

最后，财政政策，特别是政府债券的供给类型、数量、节奏对于类似SOFR的市场基准利率可能有较大影响，这将间接对货币政策构成重要影响。政府债券的供给类型、数量、节奏都将对银行间流动性构成影响，从而影响类似SOFR的市场基准利率，央行需要密切跟踪通过公开市场操作调节超额准备金规模，降低市场基准利率的波动率，使其更好的固定在政策利率，传递货币政策信号。

五、货币政策展望

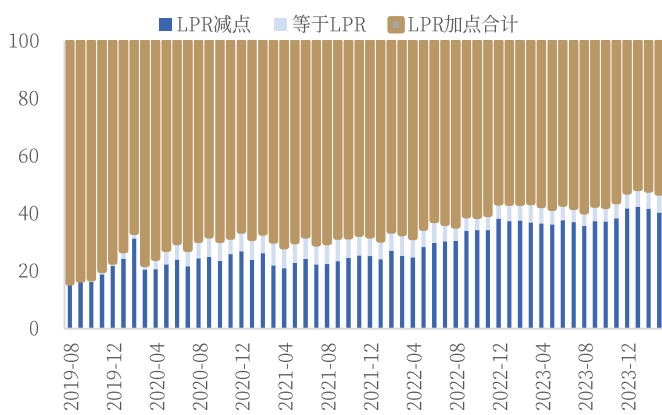
央行近期强调“持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平”。LPR 不再锚定 MLF 之后，其调降幅度可能超出市场预期，我们认为下半年可能还有两次，总计 20-40BP 的调降。LPR 是金融机构对最优惠客户的贷款利率。金融机构可结合资金成本、风险水平等多种因素形成对最优惠客户的贷款利率，并基于一定公式形成 LPR 报价。截至 2024 年 3 月，金融机构贷款中约 40% 都是执行的 LPR 减点，而 2019 年 8 月仅为 15.55%，目前部分报价利率显著高于实际最优惠客户利率。民间借贷与金融机构企业贷款利差 2024 年以来以明显收窄，显示信用风险有所下行。LPR 报价有进一步调降的空间。

中性假设美联储于 9 月开启首次降息，之后中国央行可能调降 7 天 OMO 利率，幅度可能在 10-20BP，并同时收窄利率走廊宽度，7 天 SLF 利率的调降幅度可能在 20-30BP。

三季度可能出现流动性结构性紧张，央行可能前瞻性降准 50BP。存款利率下调将在年内持续，存款向理财产品转移，资金从大行流向非银，大行流动性相对紧张。银行的负债结构将发生改变，存款向债券转移，商业银行需要提升超额存款准备金率以应对流动性风险。降准释放流动性，实现配合财政协同发力、节约银行成本和提高货币乘数推升 M2 三重目标。同时 MLF 缩量的过程中，降准也可以释放流动性配合。

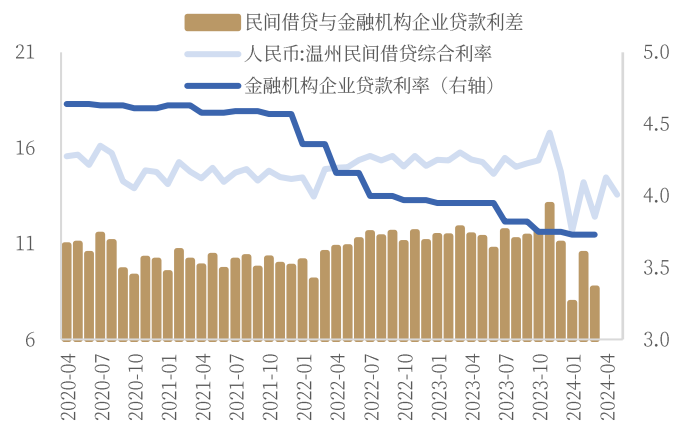
央行可能在年内渐进开启公开市场操作买卖国债。中国货币政策仍具有正常操作空间，央行买卖国债是丰富政策工具箱，增加投放基础货币方式，并非控制长端利率。常规的货币政策操作意味着央行的政策重心依然是控制短端利率，因此央行最可能的操作对象是短期国债。

图14: LPR 减点、等于 LPR、LPR 加点的占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 民间借贷与金融机构企业贷款利差 (BP、%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、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
3. 对现代中央银行制度建设理解不到位的风险
4. 对利率传导机制理解不到位的风险

图表目录

图 1: MLF、LPR 和存款利率的调降幅度.....	3
图 2: 10 年期国债收益率与 MLF 利率.....	3
图 3: 中国利率走廊 (%).....	4
图 4: 中国和欧元区市场基准利率的波动情况 (%).....	5
图 5: 美国利率走廊 (%).....	6
图 6: 欧元区利率走廊 (%).....	6
图 7: 中国法定准备金和超额准备金规模 (亿元).....	7
图 8: 超储率.....	7
图 9: EFR 与 SOFR (%).....	7
图 10: 中国目前的利率传导路径.....	8
图 11: 中国未来可能的利率传导路径.....	8
图 12: 中国央行资产负债表 (亿元).....	9
图 13: 中国国债持有者结构 (%).....	9
图 14: LPR 减点、等于 LPR、LPR 加点的占比 (%).....	10
图 15: 民间借贷与金融机构企业贷款利差 (BP、%).....	10

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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