

价格型为锚，结构性为轴：中国货币政策新范式



魏争 分析师
Email: weizheng@lcqz.com
证书: S1320524100001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

摘要:

计划经济时期：货币政策作为行政工具，缺乏市场基础。1949 年至 1977 年，中国采用“大一统”银行体制，人民银行兼具中央银行和商业银行职能，货币政策服务于计划经济目标，流动性主要根据行政指令调节，信贷资源配置依赖“统借统还”，信贷派生机制基本缺位。这一时期，货币政策更像是一种行政执行工具，而非调节经济周期的市场化手段。

改革开放初期：货币政策独立性增强，“双层”货币创造机制逐步确立。1978 年后，央行与商业银行职能逐步分离，货币政策开始从行政工具向独立调控机制过渡。一方面，信贷派生机制开始发挥作用。人民通过发行基础货币调节流动性，商业银行开始承担信贷扩张角色，信贷派生机制逐步建立。另一方面，伴随制度改革，货币政策工具逐步丰富。1987 年确立 M2 目标增长目标，1989 年规划社会融资规模，并引入再贷款、再贴现等间接调控工具。1993 年后，再贴现、存款准备金率、公开操作逐步成为调节流动性的常规工具。此外，调控规则法治化初步形成，1995 年《人民银行法》明确提出“保持货币的稳定，并以此促进经济增长”。货币供应量、信贷总量成为中期调控目标，以数量调控为核心的货币政策基础框架初步形成。

数量型调控主导期：以 M2 与信贷总量为核心的调控体系成型。1998 年至 2012 年，央行逐步将数量工具作为主要调控手段。其形成原因主要有三点，一是利率尚未市场化，金融体系对价格信号反应“迟钝”，数量工具具有较强的可控性和直接性；二是外汇占款持续激增，基础货币被动投放压力加大，倒逼央行通过提高存准率和央票操作对冲流动性；三是经济高速增长叠加投资主导格局，增强了政策对总量指标的依赖。这一阶段，央行依靠数量型工具在高增长、高流动性环境中维持宏观稳定，但调控精准性和穿透力存在边界。

价格型框架兴起时期：政策目标转向利率导向，调控机制加速转型。2012 年后，随着经济结构变化与金融体系复杂化，数量型工具效力边际递减，货币政策开始向价格型调控转型，利率逐步成为调控核心。转型逻辑主要体现为“三重驱动”：一是表外信用扩张加速导致调控“穿透难”。以信托、资管计划等通道出表业务迅速发展，新增人民币贷款占社融的比重从 2002 年的 91.9% 下降至 2020 年的 57.5%，传统手段难以覆盖非信贷融资。央行需要更依赖价格型工具，通过政策利率引导市场利率调节市场流动性。二是脱媒削弱 M2 等数量指标的有效性。理财、非银等金融创

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

相关报告

6 月财政数据点评：支出连续下降，或继续推出增量政策

2025.07.29

二季度经济数据点评：需求修复仍需政策加力

2025.07.23

6 月外贸数据点评：出口韧性延续

2025.07.21

新加速，货币供给与实体融资脱钩，M2对经济增长与通胀的预测能力下降，难以全面反映融资状况。三是**外汇占款由正向释放转为负向回笼，央行重获基础货币调节主动权**。2010年后，我国国际收支趋渐平衡。经常项目余额占GDP比重从2007年的高点10%左右下降至3%以内。2015年起外汇占款转为回笼基础货币，为央行重构基础货币投放机制提供契机。在此背景下，2013年起，央行陆续设立SLF、MLF、PSL、定向MLF等多种新的复合型货币政策工具。一方面，从数量上弥补了外汇占款减少带来的基础货币缺口。另一方面，为货币政策价格转型提供了新的政策利率锚。

利率体系成型，市场化逐步开展。价格型框架过渡下，央行不再设定固定的M2、社融增速值，淡化数量型目标的绝对地位。同时，央行逐步建立系统利率体系、推进利率市场化改革，分阶段放开利率管制并建LPR报价机制。央行于2013年取消贷款利率下限管制、建立LPR机制。但是，贷款基准利率的保留以及LPR较窄的报价范围使得LPR运行初期存在流于形式、市场化程度不够等问题。同时，“政策利率→货币市场利率→存款利率→贷款利率”传导链条不畅，一是货币市场利率到存款利率效率低，二是存款利率到贷款利率传导受阻。2019年8月，LPR机制进行变革，改革后的LPR质量和市场化程度提高，直接越过“货币市场利率→存款利率→贷款利率”中的堵塞路径，直接实现对贷款利率的引导作用。形成“MLF利率→LPR→贷款利率”传导机制。

利率走廊成型期：政策利率信号机制成型。2015年起，央行系统构建了利率走廊。明确SLF为上限、超储利率为下限、7天逆回购利率为中枢的价格调控体系。同时将MLF利率作为中长期资金的基准，其变动直接影响LPR，进而传导到长期贷款利率。因此，**利率走廊机制实现了“7天OMO利率→DR007→货币市场利率”和“MLF利率→LPR→贷款利率”双重传导链条**，一方面起到了稳预期的作用，为市场利率设定运行区间，引导资金定价；另一方面通过提供“流动性保险”，缓解了中小机构囤积流动性、推高市场利率的问题。同时，利率走廊下政策信号更为清晰，市场能基于利率偏离程度判断央行操作意图，提升了预期管理效能。

货币调控机制“提效”：政策利率单轨传导成型。2023年以来，货币政策进一步优化利率机制，强化政策利率的价格导向功能。一是**利率走廊收窄，结构优化**。2024年7月，央行引入临时正逆回购操作机制：利率分别为7天逆回购利率减点20bp和加点50bp。将走廊宽度从245bp收窄到70bp，形成“上宽下窄”的布局，增强了利率锚定作用。二是**重构政策利率体系，政策利率中枢短期化**。形成了“7天OMO利率→LPR→贷款利率”的传导链条，取代了之前的“MLF→LPR→贷款利率”路径。

2024年7月，央行公开市场操作改为固定利率、数量招标，OMO利率成为主导政策信号；2025年3月，MLF操作改为多利率中标，其政策利率属性弱化，回归流动性管理工具的本源。改革后“政策信号更明确、传导路径更高效”，利率传导与市场调节的精准度进一步提升。

结构性导向加深，货币政策适配经济转型，提升资源配置效率。伴随新旧动能转换加速，货币政策重心从总量调节向结构优化迁移，结构性工具日

益成为调控重点。传统依赖信贷刺激的地产等行业对货币政策弹性较高，而绿色、科创等新兴产业融资方式更加依赖股权、政策工具支持。因此结构性货币政策工具（如再贷款、PSL、定向MLF）逐步成为央行精细化调控的重要抓手。**一是**从供给端看，结构性政策支持传统产业转型与绿色升级，有助于抑制低效产能重复扩张；**二是**从需求端看，政策通过定向工具引导资源投向科技创新、绿色发展、普惠小微等重点领域，对冲传统行业信用收缩带来的空缺；**三是**从工具选择看，央行更倾向使用再贷款、PSL、定向MLF等方式，精准滴灌、定向宽信用，逐步建立“结构优先、总量配合”的政策组合。

往前看，我们预计价格型框架将继续深化，结构性货币政策优先度会进一步提升。**一方面**，价格型深化将继续推进。央行明确以7天期逆回购操作利率为主要政策利率，政策引导市场利率能力料将增强。在扩内需、促转型背景下，清晰利率信号对降低实体经济融资成本、稳定市场预期、激发微观活力至关重要。**另一方面**，结构性货币政策优先度会进一步提升。一是市场融资弹性收敛，总量工具的边际效应减弱。结构性政策不仅能弥补传统工具的盲区，更能对冲行业周期错配、保障重点领域资金可得性。二是，在“全方位扩大国内需求”的背景下，政策发力点不再局限于单一领域，信贷资源配置更强调精准导向，从保交楼到大宗消费、从城市更新到新基建，均需政策资金有的放矢。总量调控或将退居“稳”的角色，而结构性工具或将成为“进”的主力。

风险提示：国内政策落地不及预期，海外货币政策超预期。

目 录

1. 货币政策初期演变：行政计划主导的直接调控	6
2. “市场化”探索：数量调控为核心的货币政策框架形成.....	6
2.1 政策工具完善：从行政调控到间接调控.....	6
2.2 数量型调控：以货币增量为核心的调控手段	7
3. “市场化”加深：以利率调控为核心的价格型框架初步成型	8
3.1 价格型框架转变下，利率传导成为关注重点	10
3.2 利率走廊构成价格型框架下重要引导机制	12
4. 2023 年以来：强化价格和结构调控功能	14
4.1 缩窄利率走廊，实现精细化价格调控	14
4.2 政策利率由长切短，OMO 政策利率地位抬升	16
4.3 货币政策的结构性导向将进一步加深	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1 “大一统”时期货币政策工具	6
图 2 “市场化”探索时期货币政策工具	7
图 3 2001 年后，经常账户顺差陡增（亿美元）	8
图 4 外汇占款对基础货币增量贡献度（%）	8
图 5 2001-2010 主要使用数量型估计对冲流动性（亿元，%）	8
图 6 2001- 2010 年，我国经济高速增长（%）	8
图 7 “市场化”探索时期货币政策工具	8
图 8 2002—2013 年，新增人民币贷款占社融规模比重下降（%）	9
图 9 2015 年后，M2 增速与社会融资规模增速背离（%）	9
图 10 经常账户余额占 GDP 比重自 2007 年下滑（%）	10
图 11 增量外汇占款自 2015 年后大幅收缩（亿元）	10
图 12 2018 年前 GDP、M2、社融增速目标与实际值（%）	10
图 13 中国主要利率品种	11
图 14 贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题	11
图 15 LPR 改革主要内容	12
图 16 LPR 直接实现政策利率对市场利率的引导	12
图 17 我国利率体系和调控框架	13
图 18 短期政策利率和利率走廊（%）	14
图 19 美联储利率走廊宽度为 15bp	15
图 20 中国利率走廊宽度从 245bp 收窄至 70bp	15
图 21 DR001(%)	16
图 22 十年期国债收益率（%）	16
图 23 政策利率“单轨”传导机制	16
图 24 2023 年以来名义 GDP 增速偏低（%）	17
图 25 新兴产业投资高增，地产投资疲弱（%）	17

1. 货币政策初期演变：行政计划主导的直接调控

初期货币政策服务于计划目标，政府以行政指令直接控制流动性，信贷派生机制缺失。1949年至1977年，在“大一统”金融体制下，人民银行统筹中央银行与商业银行职能，严格依据国家计划调配信贷资源，通过行政指令控制货币发行与信贷投放。信贷派生机制因严格的计划管控而受限，货币金融政策完全内嵌于计划经济框架。

新中国成立初期（1949-1952），货币政策以防治通货膨胀，维护金融稳定为主要目标。新中国成立之初，货币流通情况复杂且币值体系混乱。因此，国家目标任务在于恢复经济秩序，在这一时期，发行新币、回收旧币、限制现金流通是主要手段。1948年12月，政府开始发行中国人民银行钞票，收回旧币，此时货币创造机制简单，人民币现钞的发行流通和币值稳定主要依赖于政权信用与权威，金融机构缺乏信用派生功能。1949年4月到1950年3月，金银、外币黑市交易和投机活动活跃，物价频繁上涨。因此，控制现金发行，配合物资调配、打击投机等工作较为重要，货币政策目标主要在于防止通胀、确保金融稳定。

计划经济时期（1953-1977），货币政策主要服务于计划经济，控制物价和服务国家工业化发展为主要目标。计划经济时期，全国实行统一的计划管理，形成了从属于计划管理体制的货币金融政策框架。通过平衡信贷及现金收支，实现社会物价稳定。一方面，人民银行兼具央行和商业银行职能，根据行政指令统一分配信贷额度，对存贷款资源进行集中调配。另一方面，人民银行以国民经济计划为依据编制收支平衡计划，严格控制货币发行和各行业的信贷投放。这一时期，货币政策更多服务于国家经济计划，目标在于服务国家工业化发展和维持物价稳定。信贷派生机制受到“大一统”银行体制与严格信贷计划管理的限制，难以有效发挥作用。

图1 “大一统”时期货币政策工具

货币政策工具	创立时间	操作方式
行政手段	中国人民银行成立以来	政权直接调控货币供应量
综合信贷计划管理	1953年	统一分配信贷额度，对存贷款资源进行集中调配
现金收支计划管理	1953年	以国民经济计划为依据编制收支平衡计划，严格控制货币发行和各行业的信贷投放

资料来源：中国人民银行，《新中国货币政策框架70年：变迁与转型》（何德旭、冯明）、联储证券研究院整理

2. “市场化”探索：数量调控为核心的货币政策框架形成

1978年改革开放后，中国经济市场化推进，货币政策独立性增强，逐步形成以数量调控为核心的货币政策框架。一方面，信贷派生机制开始发挥作用。改革开放后，央行与商业银行分工逐渐明晰，央行负责基础货币发行与流动性调节，商业银行负责贷款创汇，这种双层货币创造机制为信用派生创造条件。另一方面，货币政策工具进一步完善。人民银行1987年确立M2目标增长目标，1989年规划社会融资规模，并引入再贷款、再贴现等间接调控工具。1993年后，央行广泛采用公开市场操作等间接工具，再贴现、存款准备金率、公开操作逐步成为调节流动性的常规工具。1995年《人民银行法》确立以“保持货币的稳定，并以此促进经济增长”为终极目标。央行开始把货币供应量、信贷总量等纳入中期调控目标，建立了以数量调控为核心的货币政策框架。

2.1 政策工具完善：从行政调控到间接调控

1978—1992年，计划与市场机制并轨，货币政策初步市场化，央行通过控制信贷规模进行流动性调控。1978年后，货币政策框架开始转变以适应经济体制市场化，主要体现在三点，一是央行与商业银行职责分离，形成“双层”货币创造机制。1983年开始，人民银行主要履行央行职能，通过发行基础货币调控市场流动性。商业银行则通过贷款派生存款货币。二是从货币供应和信用创造两端设定监测指标。由于经济货币化程度提高，货币与信贷的适用范围扩大，人民银行于1987年开始编制货币供应量计划，于1989

年开始编制全社会信用规划,从货币供应和信用创造两端进行监控。这其实也是目前 M2、社融的前身。三是创设间接调控工具。央行设立再贷款制度、引入存款准备金制度,实施差别利率等。通过将间接调控与直接调控相结合,提升货币政策实施效果。

1993—2012 年,货币政策由直接调控向间接调控转型。随着社会主义市场经济体系建立,“双层”货币创造机制更加成熟,计划管理方式逐渐退出。市场化计划工具和直接指令性工具等直接调控工具逐渐停用,比如 1998 年取消对国有银行的贷款规模控制。央行更加注重采用间接型调控工具。再贴现、存款准备金率、公开操作逐步成为调节流动性的常规工具。1995 年《人民银行法》确立以“保持货币的稳定,并以此促进经济增长”为终极目标。央行开始把货币供应量、信贷总量等纳入中期调控目标,建立了以数量调控为核心的货币政策框架。

图2 “市场化”探索时期货币政策工具

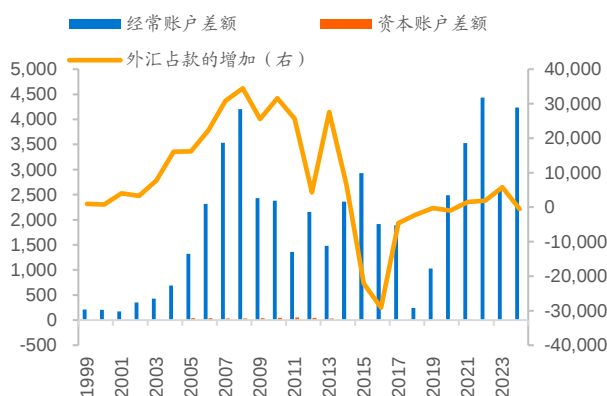
货币政策工具	创立时间	操作方式
特种存款制度	1983 年	中国人民银行为调整信贷资金结构和规模而设立的专项存款类别,具有特定政策属性
货币供应量计划	1987 年	中国人民银行为实现宏观经济目标而制定的关于货币供应量的调控计划。
全社会信用规划	1989 年,中国人民银行总行试编社会信用规划,1990 年开始正式编制社会信用规划	对全社会信用活动所进行的全面规划,中国人民银行对全社会信用活动总量进行宏观管理的一种手段
中央银行贷款制度(再贷款)	1984 年	中国人民银行对金融机构的贷款,促进货币信贷总量调控,合理引导资金流向和信贷投向
存款准备金制度	1983 年	中国人民银行要求金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要按一定的存款准备金率而准备的存款
窗口指导	1987 年	中国人民银行根据产业行情,物价变动趋势和金融市场动向,规定商业银行的贷款重点投向和贷款变动数量,以保证经济中优先发展部门的资金需要

资料来源:中国人民银行,《新中国货币政策框架 70 年:变迁与转型》(何德旭、冯明)、联储证券研究院整理

2.2 数量型调控:以货币增量为核心的调控手段

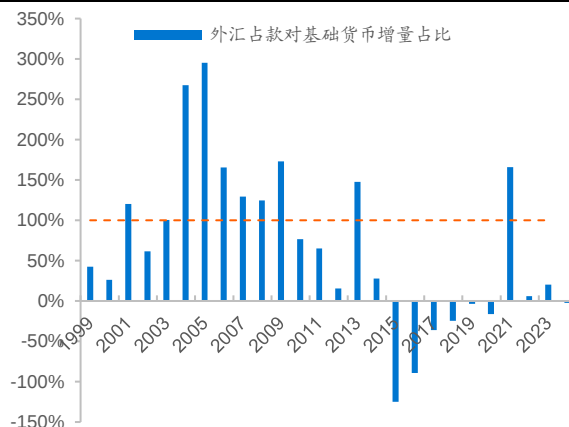
1998 年至 2012 年,央行深化数量型货币政策框架,将货币供应量作为货币政策的核心中介目标,数量工具成为主要调控手段。在此阶段,数量型工具占优的原因主要有三点,一是金融市场尚不完善。一方面,中国利率市场化程度有限:虽然银行间同业拆借利率已经放开,但是存贷款利率浮动空间依旧受限,商业银行缺乏自主定价能力,另一方面,尚未建立有效利率传导机制,价格调整作用微弱。二是外汇占款激增倒逼数量工具对冲。2001 年中国加入 WTO 后,经常账户顺差陡增,为了稳定人民币汇率稳定,央行被迫大量购入外汇资金,释放大量基础货币。因此需要通过提高存款准备金率和发行央票等数量型工具对冲流动性过剩。三是经济持续高增对成本不敏感。2001 年至 2010 期间,我国经济高速增长,GDP 平均增速在 10%左右,固定资产投资增速平均增速在 24.0%左右,在投资驱动的增长模式下,地方政府和企业对资金成本不敏感,价格工具的调控作用不放大,数量管控仍为主要的手段。

图3 2001年后，经常账户顺差陡增（亿美元）



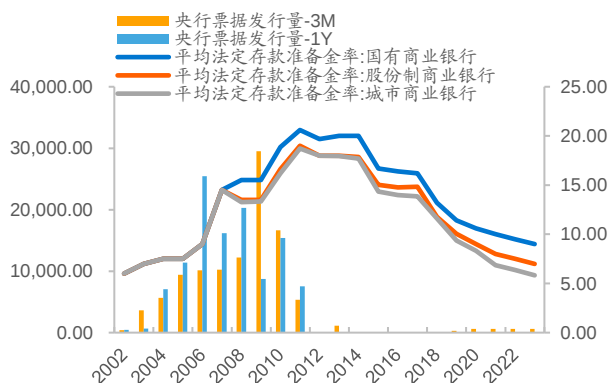
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 外汇占款对基础货币增量贡献度（%）



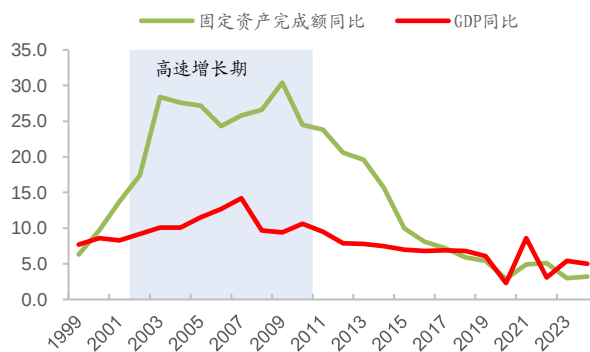
资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 2001-2010 主要使用数量型估计对冲流动性（亿元，%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 2001- 2010 年，我国经济高速增长（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 “市场化”探索时期货币政策工具

货币政策工具	创立时间	操作方式
公开市场操作	1998年	中国人民银行在货币市场上公开买卖有价证券，目的是调节货币供应量
差别存款准备金率制度	2004年	针对不同的金融机构执行不同的存款准备金率，制约资本充足率不足且资产质量不高的金融机构的贷款扩张
前瞻性指引	2008年	中国人民银行通过引导市场对未来利率的预期以调控经济，通过政策沟通使市场预期与央行目标趋同

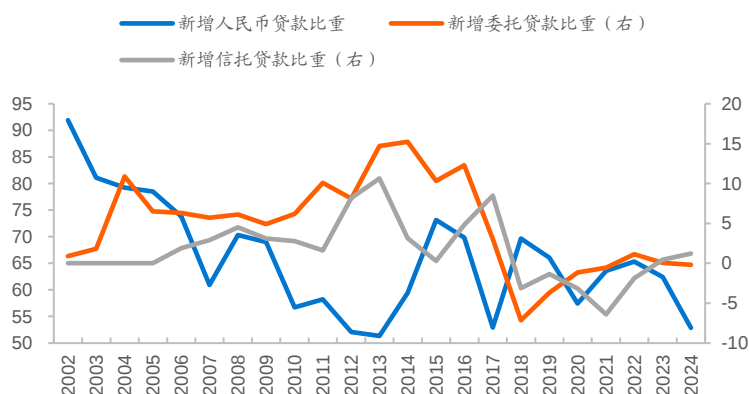
资料来源：中国人民银行，《新中国货币政策框架 70 年：变迁与转型》（何德旭、冯明）、联储证券研究院整理

3. “市场化”加深：以利率调控为核心的价格型框架初步成型

2012年后，中国经济和金融市场发生较大的变化，使用数量型工具进行流动性调控的精准性变弱，同时货币投放机制的转变为了利率工具发挥作用创造了条件，货币政策开始向价格型调控转型。从数量型到价格型转变的逻辑主要基于三点。

一是表外融资加速，信用创造链条复杂化。商业银行通过信托、基金、资管计划等非银通道进行出表的信贷规模扩张。2002年，新增人民币贷款占社融规模比重为91.9%，这一比例在2020年降至57.5%。传统数量型工具如存款准备金率，对金融机构表内信贷有较强的调控作用，但是对委托贷款、信托贷款等表外融资的调控作用有限，央行难以管控货币实际派生情况。在这种情况下，央行需要更依赖价格型工具，通过政策利率引导市场利率调节市场流动性。

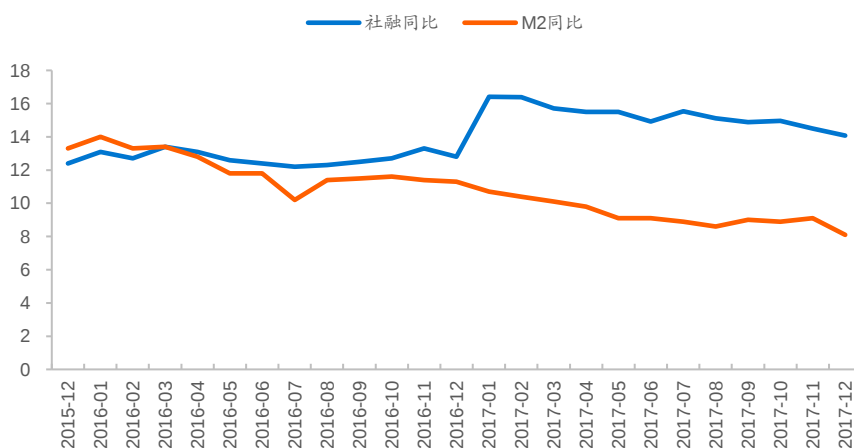
图8 2002—2013 年，新增人民币贷款占社融规模比重下降（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

二是脱媒趋势下，数量指标有效性减弱。金融脱媒前，通过跟踪数量型指标如 M2 调节货币供应量能够较为精准地影响经济增长和通胀情况。随着金融脱媒，资金在银行存款、理财产品等之间流动，M2 已难以全面反映融资状况。2015 年后，中国 M2 增速与社会融资规模增速长期背离，说明单纯依赖 M2 已不再能精准指导货币政策。

图9 2015 年后，M2 增速与社会融资规模增速背离（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

三是外汇占款收缩，货币投放机制改变，央行政策主动性增强。2010 年后，我国国际收支趋渐平衡。经常项目余额占 GDP 比重从 2007 年的高点 10% 左右下降至 2011 年 2% 左右，之后维持在 3% 以内。外汇占款自 2015 年后大幅收缩，由释放基础货币转变为回笼基础货币，说明以外汇占款为主的被动基础货币投放机制已出现变化，人民银行重新获得了基础货币供给和调节流动性的主动权，这就为货币政策由数量型调控向价格型调控转型创造了有利环境。2013 年起，央行陆续设立常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、定向中期借贷便利（TMLF）等多种新的复合型货币政策工具。一方面，从数量上弥补了外汇占款减少带来的基础货币缺口。另一方面，为货币政策价格转型提供了新的政策利率锚。

图10 经常账户余额占 GDP 比重自 2007 年下滑 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 增量外汇占款自 2015 年后大幅收缩 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.1 价格型框架转变下，利率传导成为关注重点

价格型框架过渡下，货币政策中介目标从数量型目标转变为数量与价格目标兼顾，从数量引导向价格引导转变，利率传导成为关注重点。

央行不再设定固定的 M2、社融增速值，淡化数量型目标的绝对地位，将管控重点转为 M2、社融增速与经济、通胀增速相配合。央行自 2007 年开始对 M2 设定绝对增速目标，并在 2016 年首次同步设定 M2 和社融增速双目标。2018 年之后，政府工作报告不再设立具体的 M2 和社融增速目标，转而采用“M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配”的定性表述。指向货币政策不再锚定某一绝对增速，转而将中介目标与经济、通胀的变化相结合。

图12 2018 年前 GDP、M2、社融增速目标与实际值 (%)

	GDP 目标增速	GDP 实际增速	M2 目标增速	M2 实际增速	社融目标增速	社融实际增速
2007	8.00	14.20	16.00	16.70	-	21.50
2008	8.00	9.70	16.00	17.80	-	20.50
2009	8.00	9.40	17.00	27.70	-	34.80
2010	8.00	10.60	17.00	19.70	-	27.00
2011	8.00	9.50	16.00	13.60	-	18.20
2012	7.50	7.90	14.00	13.80	-	19.10
2013	7.50	7.80	13.00	13.60	-	17.50
2014	7.50	7.50	13.00	12.20	-	14.30
2015	7.00	7.00	12.00	13.30	-	12.36
2016	6.75	6.80	13.00	11.30	13.00	12.80
2017	6.50	6.90	12.00	8.10	12.00	12.50

资料来源：Wind，联储证券研究院

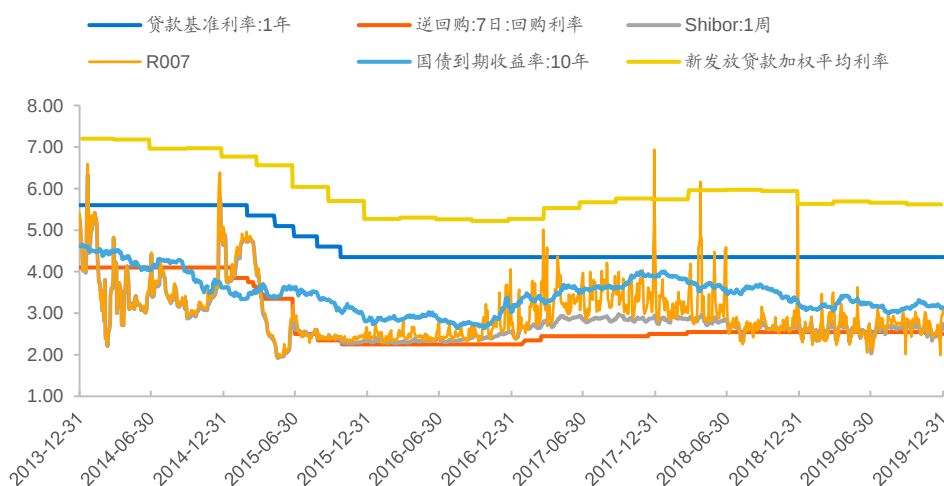
央行逐步建立系统的利率体系，同时推进利率市场化改革，分阶段放开对利率的管制并且建立 LPR 报价机制。2013 年 7 月，央行正式取消金融机构贷款利率下限管制，打开贷款利率限制。同时，我国在 2013 年建立 LPR 报价机制，将 LPR 培育为信贷市场新的参考基准：LPR 是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，因此其他贷款利率可以在 LPR 基础上加减点生成。但是在实践操作中，LPR 也存在一定问题。一是虽然存贷款利率限制被打开，但是贷款基准利率仍被保留，LPR 报价流于形式。银行仍然参照贷款基准利率进行定价，一些银行通过贷款基准利率的一定倍数设置隐形下限，形成了市场利率和贷款利率“双轨”。二是 LPR 市场化程度不够。由于 LPR 最终报价只反映十家全国性大中型银行的报价，未考虑到其他城商行、农商行、外资行和民营行的情况，因此 LPR 的质量和市场化都有一定缺陷。

图13 中国主要利率品种

分类	利率品种	当前利率水平	简介
政策利率	短期		
	公开市场操作 (OMO) 利率	7天1.40%	短期限逆回购操作利率
	常备借贷便利 (SLF) 利率	隔夜2.25%, 7天2.40%, 1个月2.75%	央行在利率走廊上限向金融机构按需提供短期资金的利率
	中期借贷便利 (MLF) 利率	1年期2.00%	央行投放中期资金的利率
	再贴现利率	2%	再贴现利率
	贷款基准利率	1年期3.00%, 5年期以上3.50%	人民银行公布的商业银行对客户贷款指导性利率
	存款基准利率	活期0.05%, 定期1年期0.95%	人民银行公布的商业银行对客户存款指导性利率
	超额准备金利率	0.35%	央行对金融机构超额准备金支付的利率, 是利率走廊的下限
市场利率	法定准备金利率	大型金融机构9.00%, 中小金额机构6.00%	央行对金融机构法定准备金支付的利率
	上海银行间同业拆借利率 (Shibor)	隔夜1.3130%, 7天1.4640%, 3个月1.5620%	由信用等级较高的银行自主报出的同业拆借利率的算术平均数
	回购利率 (R、DR)	目前R007为1.5058%, DR007为1.4635	金融机构间以债券作为抵押进行相互融资的利率
	贷款市场报价利率 (LPR)	1年期3.00%, 5年期以上3.50%	报价行按自身对最优质客户执行的贷款利率报价的算术平均数
	国债收益率	1年期1.36%, 5年期1.50%, 10年期1.64%	通过市场交易形成的债券市场利率参考指标

资料来源: 中国人民银行, 联储证券研究院整理 (截至7月9日)

图14 贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题



资料来源: Wind, 联储证券研究院

政策利率传导受阻进一步推动 LPR 改革。央行的利率传导机制一般通过四个步骤进行。**首先**, 央行通过公开市场操作或者再贷款等方式传递政策利率。**其次**, 政策利率的变化会引导市场利率发生同向变化。比如, 央行可以通过投放更低利率的 MLF 将给市场带来宽松的预期, 从而引导货币市场利率下行。市场利率的变动主要影响银行同业融资的成本, 比如银行定价时短期会参考 SHIBOR、DR007 等短期货币市场利率, 中长期会参考 10 年期国债收益率等债券市场利率。**再次**, 货币市场利率的变化会引起存款利率变化。对银行而言, 同业负债和存款都能实现融资目的, 由于套利机制的作用, 二者的成本利率理论上相差不大, 因此货币市场利率下降后, 存款利率理论上也会随之下降。同时, 由于存款利率是实体经济对银行的定价, 货币市场利率向存款利率传导这一环便实现了从银行间市场向实体经济的跨越, 使得货币政策能够对实体经济产生影响。**最后**, 同业融资和存款利率的变化会引起银行贷款利率的变化。无论是同业融资还是存款, 均构成银行的负债, 因此同业融资利率和存款利率反映的是银行的主要负债成本。如果银行的负债成本降低了, 就可以为贷款利率的下降打开空间。总结看, 理想情况下, 央行政策利率的传导路径便可以总结为“政策利率→货币市场利率→存款利率→贷款利率”, 但是实际操作下, 传导路径并不通畅, **一是**货币市场利率传导到存款利率的效率不高, 主要由于存款与同业负债存在异质性, 导致套利机制失效。存款与同业负债在流动性、监管约束、客户结构等方面存在根本差异, 使得二者利率形成分离。**二是**贷款定价能力不足直接影响了银行负债成本到资产成本的传导效率, 即存款利率到贷款利率的传导受

阻。

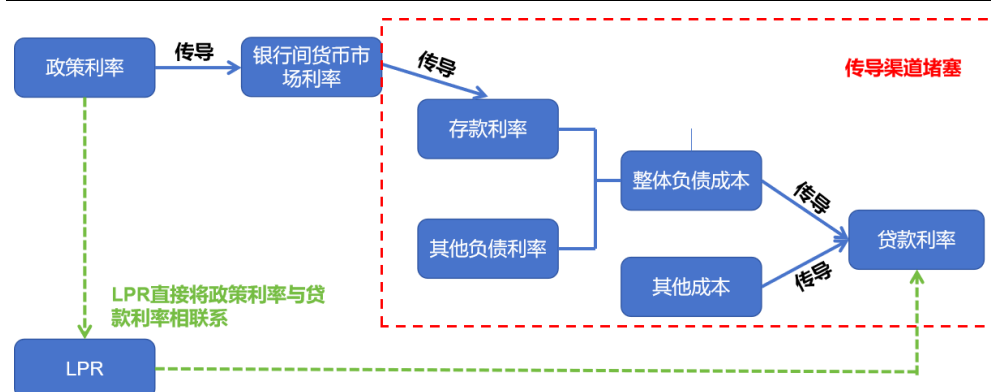
改革后的 LPR 将贷款利率与政策利率、市场利率进行关联，越过“货币市场利率→存款利率→贷款利率”中的堵塞路径，直接实现对贷款利率的引导。2019 年 8 月，LPR 机制进行变革，期限扩展，报价行范围扩大。报价行在 MLF 利率的基础上，综合考虑资金成本、风险溢价等因素进行报价，这样一来，LPR 的质量和市场化程度均有提高，成为金融机构贷款利率定价参考基准，金融机构难以设定贷款利率的隐形下限，贷款利率的市场化程度也明显提升。最终形成“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制。

图15 LPR 改革主要内容

项目	旧版LPR（2019年8月前）	改革后LPR（2019年8月起）
形成机制	参考央行贷款基准利率报价，市场化程度低，与基准利率联动弱	改为公开市场操作利率（主要为1年期MLF利率）加点形成，反映银行边际资金成本和市场供需
报价行范围	仅10家全国性银行（如工行、农行等）	扩大至18家，新增城商行、农商行、外资行、民营银行各2家（如微众银行、网商银行等），增强代表性
期限品种	仅1年期单一品种，缺乏长期贷款定价参考	新增5年期以上品种，为房贷等长期贷款提供定价基准
报价频率	每日报价，频率高但报价质量参差不齐	每月报价一次（每月20日）
市场化程度	银行易协同设定“隐性利率下限”，阻碍利率传导	打破隐性下限，监管强化监督，推动利率反映真实市场水平
利率传导效率	路径为“贷款基准利率→贷款利率”，传导滞后	路径改为“货币政策利率（MLF）→LPR→贷款利率”，疏通政策传导渠道

资料来源：中国人民银行，联储证券研究院

图16 LPR 直接实现政策利率对市场利率的引导



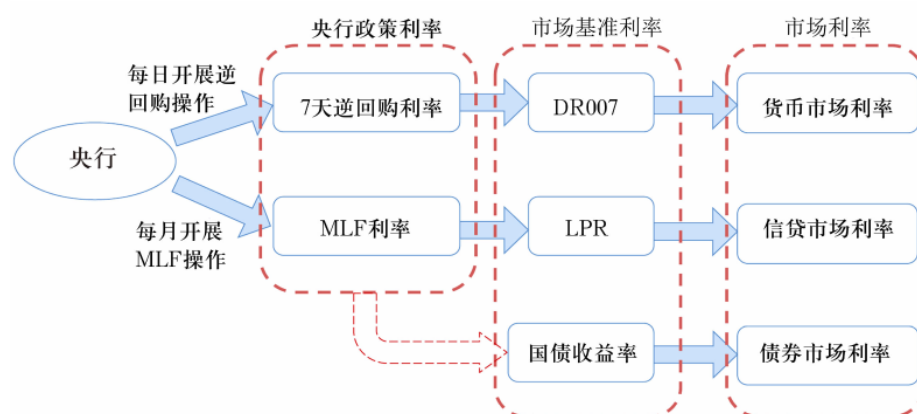
资料来源：联储证券研究院整理

3.2 利率走廊构成价格型框架下重要引导机制

价格型框架的核心在于使市场利率在目标区间上下波动，利率走廊是传导关键。2015 年以来，央行逐步建立利率走廊机制。利率走廊的基本原理是，通过存贷款便利工具和公开市场操作，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标¹。具体而言，央行的两个货币政策工具，即贷款利率和存款利率分别构成走廊的上限和下限，央行通过货币政策工具释放政策利率调控信号，引导市场基准利率以政策利率为中枢，在利率走廊范围内波动。

¹ 中国的利率体系与利率市场化改革

图17 我国利率体系和调控框架



资料来源：《中国的利率体系与利率市场化改革》（易纲，2021年），联储证券研究院

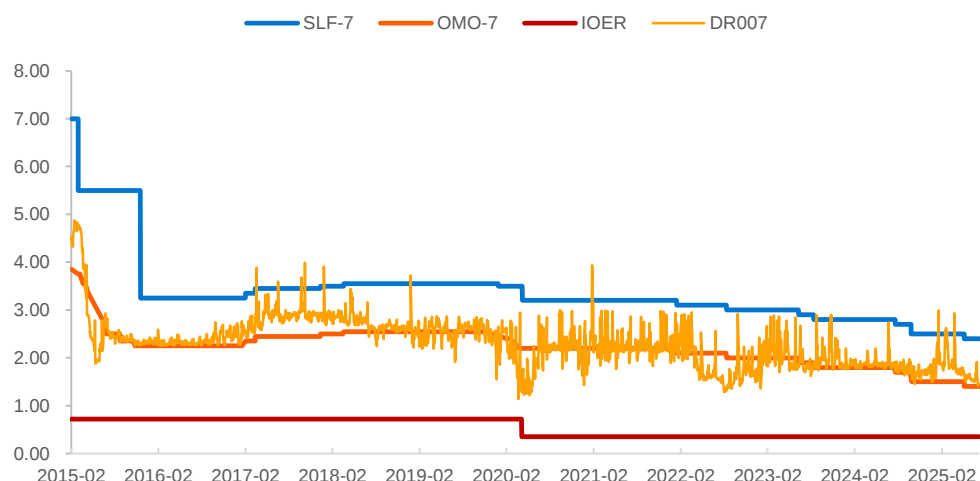
7天常备借贷工具（SLF）构成零利率走廊的上限。SLF是中国人民银行在2013年创设的流动性调节工具，由政策性银行、全国性商业银行等金融机构主动发起，申请时金融机构需要以国债、央行票据等高信用评级的债券资产及优质信贷资产作为抵押品，申请期限主要包括隔夜、7天、1个月。理性假设下，金融机构有流动性需求时，仅愿意以低于SLF利率的价格获取流动性，否则可以按照SLF利率从央行获取资金，因此SLF可以成为利率走廊的上限。我国SLF利率自2019年开始调降，目前隔夜、7天、1个月SLF操作利率分别为2.25%、2.40%、2.75%。

超额存款准备金利率（IOER）构成利率走廊下限。超额准备金利率是央行对商业银行存放在其中资金中超出法定准备金的部分所执行的利率。早在2003年，央行就逐步拉开了法定存款准备金利率与超额存款准备金利率的差距，降低超额存款准备金利率，目的在于鼓励商业银行将更多的资金用于信贷投放，而不是将其沉淀在央行获取利息。2020年4月，央行将维持了12年的超额存款准备金利率从0.72%降至0.35%，显示了央行“量价”双角度鼓励信贷扩张的意图，一方面，央行希望通过降低超额存款准备金利率，释放沉淀在央行的超额准备金，为市场提供流动性以支持信贷投放；另一方面，由于超额存款准备金利率降低，释放了资金利率下行的信号，有助于降低银行整体负债成本，引导银行贷款利率下行。

7天逆回购操作利率构成短期政策利率的核心，成为银行间短期资金利率（DR007）的定价锚。公开市场操作（OMO）利率中7天逆回购政策利率是央行进行日常调节流动性的主要价格工具。逆回购是央行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，逆回购为央行向市场投放流动性的操作，逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。2016年起，央行将每周固定两次开展公开市场操作改为每天进行公开市场操作，建立起常态化操作机制，使得银行间市场短期资金利率（如DR007）在关键政策利率波动，起到了释放央行利率信号、稳定市场预期作用。

中期借贷便利利率（MLF）构成中长期政策利率核心，成为贷款市场报价利率（LPR）的定价锚。中期借贷便利（MLF）由央行在2014年9月创设，是央行提供中期基础货币的政策工具，其发放对象与SLF一致。MLF期限包括3个月、6个月、1年，目前运用最广泛的是1年期MLF。在利率方面，MLF主要通过招标的方式确定，目前1年期MLF利率为2.00%。MLF主要提供中长期基础货币，是贷款市场报价利率（LPR）的主要定价基础。2019年LPR报价机制改革后，LPR利率在MLF利率的基础上进行加点报价，因此MLF利率的变化会直接影响LPR的调整，最终会影响到贷款市场利率，这样一来便形成“MLF利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制，实现对中长期资金价格的引导。

图18 短期政策利率和利率走廊 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

利率走廊的设置与单纯的公开市场操作调控相比，主要有两点优势，一是起到了稳定的作用。一方面，利率走廊通过 SLF 利率和 IOER 为市场利率划定了明确的、可预期的运行区间。SLF 利率代表了金融机构从央行获取紧急流动性的最高成本，超额准备金利率则代表了持有闲置资金的最低收益，这样一来便有利于市场形成利率区间的共识，消除市场利率运行方向的不确定性。另一方面，政策利率的信号作用被放大。当市场利率偏离中枢时，金融机构能够根据市场利率偏离的程度，预判央行的操作方向，市场达成共识会更容易将利率拉回到政策目标附近。二是起到了降成本的作用。在缺乏流动性保障机制时，中小金融机构对资金的预防动机偏高，倾向于囤积超额流动性，一方面，可能会造成市场流动性分布不均，央行需要频繁进行大规模 OMO 操作，增加操作成本；另一方面，资金形成沉淀，机会成本较高。利率走廊则设置了流动性保险，有助于降低金融机构持有大量闲置、低效资金的必要性。

4. 2023 年以来：强化价格和结构调控功能

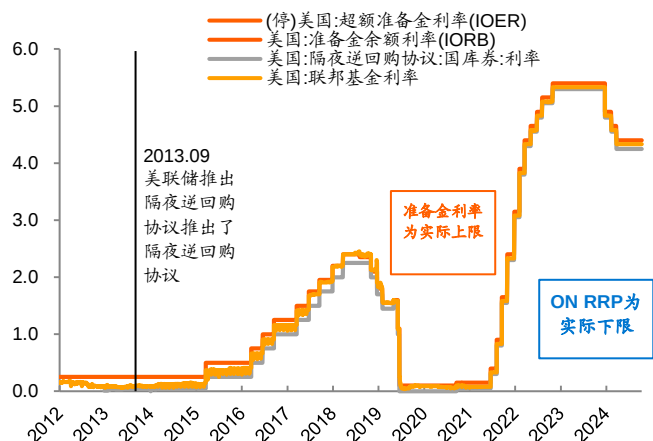
货币政策框架进一步向价格调控转型，同时将调控重点从总量调控转向结构性调控，以支持新质生产力发展所需的经济结构升级。我国货币政策框架属于多目标型框架，其政策目标涵盖经济增长、物价稳定、国际收支平衡和充分就业，最终旨在实现稳增长、稳通胀、稳汇率、调结构等多重效果。因此，货币政策框架会根据经济实际运行情况，在定位目标时会抓住主要矛盾。2023 年以来，我国名义 GDP 增速偏低，通胀水平持续处于低位。这主要是新旧动能转换过程中的阵痛所致：一方面，地产等传统行业持续疲弱，导致上游传统产业面临产能过剩压力；另一方面，尽管新质生产力相关产业投资高速增长，却难以消化地产链上的传统产能。这种供需错配、供过于求的情况，共同造成名义增长疲弱和通胀低迷。此外，逆全球化趋势带来的外需不确定性，也对汇率构成了潜在压力。然而，无论面对内部还是外部环境挑战，货币政策都需要以稳定内需为着力点。一方面，货币政策框架继续向利率调控的框架转型，深化价格型调控；另一方面，调控重点将从总量调控向结构性调控倾斜，满足转型阶段中产业升级的要求。

4.1 缩窄利率走廊，实现精细化价格调控

利率走廊建设跨入第二阶段，走廊宽度收窄进一步提高政策利率对市场利率的锚定作用。结合各国经验，利率走廊的建设一般包括三个阶段，一是建立基本的隐性利率走廊机制；二是压缩隐性利率走廊的区间范围；三是明确指定利率走廊机制的重要变量，建立显性走廊制度。至 2023 年，我国基本完成了利率走廊第一阶段建设：建立了以 SLF

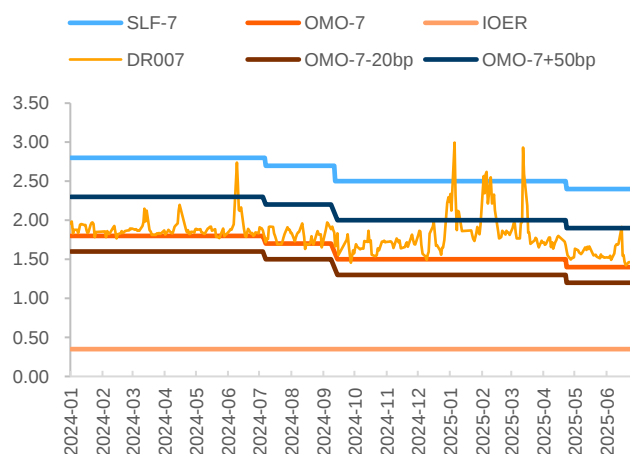
利率为上限,以超额准备金为下限的走廊机制。在收窄之前,我国利率走廊宽度为 245bp,远高于美联储当时的 20bp。走廊宽度较大有助于保持货币政策足够的弹性和灵活性,但同时也会导致利率波动性较大,影响政策信号的传导效率。2024 年 7 月,央行宣布将视情况开展临时正、逆回购操作,操作时间为工作日 16:00-16:20,期限为隔夜,采用固定利率、数量招标,临时正、逆回购的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。如果资金利率太高,央行可以通过逆回购向市场投放流动性,利率为 7 天 OMO 利率+50bp。如果利率太低,央行可以通过正回购收回流动性,利率为 7 天 OMO 利率-20bp。这样一来,利率走廊的宽度被缩窄到了 70bp,同时临时正、逆回购操作更便利,有助于及时平抑市场利率的波动,对市场利率向上与向下偏离幅度起到更有效的约束。

图19 美联储利率走廊宽度为 15bp



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图20 中国利率走廊宽度从 245bp 收窄至 70bp



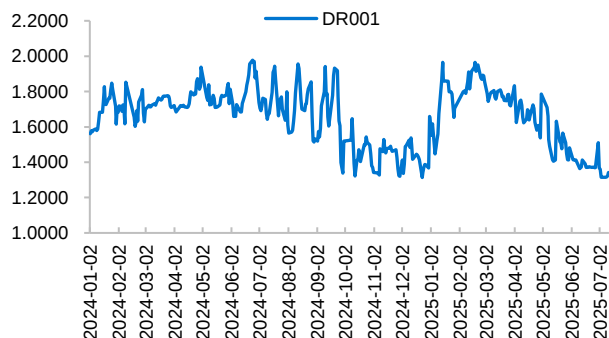
资料来源: Wind, 联储证券研究院

新走廊“上宽下窄”指向央行对利率向下偏离的限制更严格。利率走廊的下限与政策利率更近,上限距政策利率更远,这样设置主要因为央行对利率下行的限制更严。

一是当前阶段实体融资弹性较低,利率倾向走低,流动性陷阱风险放大。中国经济正处在新旧动能转换阶段,面临地产等传统行业收缩与新兴行业尚未完全补全的结构性矛盾,使得价格端疲弱,企业利润低位徘徊,导致整体融资需求较弱。实体融资需求对利率变化不敏感,使得资金在金融系统内淤积。一方面,市场利率下行倾向显著,DR001走低。另一方面,十年期国债收益率低位徘徊,指向优质资产缺失情况下,资金涌入利率债市场使得利率进一步下探。央行通过“下窄”走廊设计托底利率,防止利率过低,避免出现流动性陷阱。

二是利率过度下行容易引发金融机构加杠杆套利,加剧资金空转。货币市场利率过低,金融机构能够以较低的价格融入短期资金,购买更高收益率的同业存单或者债券,赚取差价,这种资金在金融体系内循环的倾向会进一步导致资金脱离实体经济。央行通过“下窄”设计,能够及时通过临时正回购收回流动性,阻止 DR001 突破下限,压缩套利空间。

图21 DR001(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图22 十年期国债收益率(%)

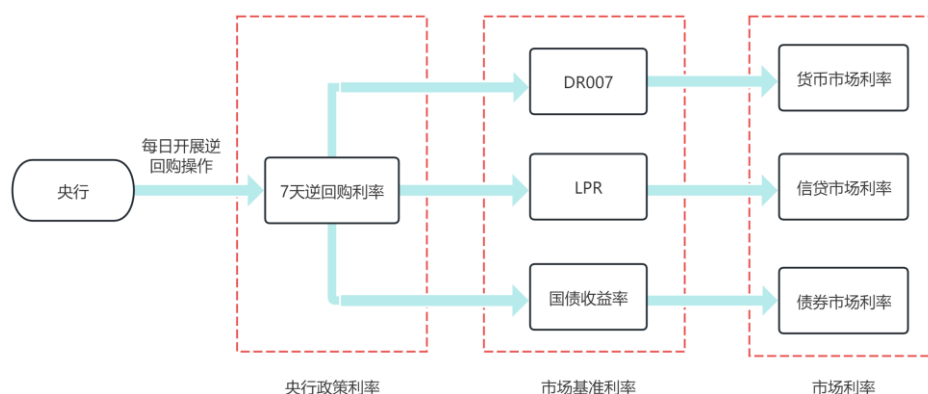


资料来源：Wind，联储证券研究院

4.2 政策利率由长切短，OMO 政策利率地位抬升

政策利率传导从“双轨制”切换为“单轨制”，7天 omo 利率成为核心政策利率。2024 年 6 月 19 日，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛上明确将 7 天逆回购利率作为主要政策利率，淡化 MLF 的作用。指向 7 天 omo 作为主要政策利率的重要性提升。2024 年 7 月，OMO 从利率招标调整为固定利率、数量招标，利率锚定作用强化。2025 年 3 月，MLF 操作从单一价位中标改为多重价位中标，指向 MLF 彻底剥离政策利率属性，回归流动性管理工具定位，LPR 与 MLF 利率正式“解绑”。政策利率“单轨”传导机制，主要有两方面的原因，一是加强政策信号的清晰性。央行政策利率品种较多，MLF、OMO、SLF 等工具均被赋予政策信号功能，明确一种工具利率作为主要政策利率有助于更清晰地传递政策信号。二是化繁为简，提高利率传导效率。中长期看，要及时且有效引导贷款利率下行，LPR 需要锚定一个更加市场化的利率。MLF 通常在每月月中操作，OMO 在每日操作，因此 OMO 更能实时影响货币市场利率。从“MLF→LPR→贷款市场利率”改变为“7 天期 OMO 利率→LPR→贷款市场利率”的传导机制会更有效。

图23 政策利率“单轨”传导机制



资料来源：联储证券研究院制作

利率功能淡化后，MLF 仍是央行调节中长期流动性的重要工具。MLF 操作机制改变前，央行通过调整 MLF 利率，向市场传递政策信号，影响市场利率。操作机制改变后，MLF 利率由市场资金供需决定，央行只控制 MLF 投放量，不再通过 MLF 利率传导政策信号，MLF 从政策利率工具回归流动性管理本源。尽管政策地位淡化，MLF 依旧是当前重要的中期流动性管理工具。与直接降准和其他结构性工具相比，MLF 具备两大优势，一是 MLF 投放稳定。降准会一次性投放大量流动性，而 MLF 可以实现分阶段灵活调节投放量。结构性工具的有效性主要与银行信贷意愿相关，投放规模也不如 MLF 稳定；二

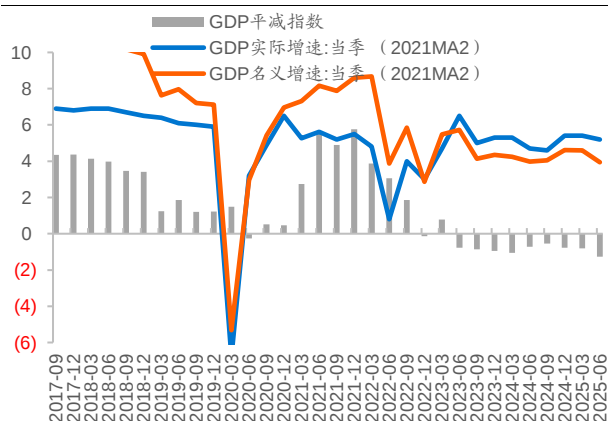
是在中性或偏紧周期中，MLF 操作更合适。政策中性或偏紧周期中，市场更需要衡量资金收益与成本。降准相当于释放零成本资金，容易引发套利。MLF 本身带有资金成本，天然防范资金空转。三是与买卖国债相比，MLF 操作能够避免“多生枝节”。央行买卖国债固然能够调节流动性，但是同时也会释放出复杂的信号，对收益率曲线产生影响，相比之下 MLF 的“副作用”更小。

4.3 货币政策的结构性导向将进一步加深

高质量发展阶段融资特征改变，货币政策的结构性导向作用凸显。总量性货币政策过去相对占据主导地位，主要是因为经济模式从以房地产等为首的高弹性、强周期传统产业驱动的高速发展模式逐步转向以科创、绿色等低弹性、弱周期新兴产业驱动的高质量发展模式。**生产端看**，工业产品呈现传统行业与新兴行业分化的特征，传统工业品如生铁、粗钢、水泥、平板玻璃等产品产量增速处于低位。但是计算机、机器人、新能源汽车、光伏电池等高技术产品产量保持高增。**需求端看**，从 2022 年开始，地产收缩趋势加深，流入地产领域的资金也大幅下降。房地产投资增速、资金到位增速均处于低位负增区间。同时，“新质生产力”涉及高技术产业如计算机、航空航天等高技术行业投资增速近年来迅速攀升。生产端和需求端出现的产业分化均指向中国经济模式的转变。**两种模式下，货币融资特征存在根本不同。**地产行业作为资本密集型产业，融资弹性较高，宽松时则迅速加杠杆、紧缩时便立即降速。央行可以通过降准降息措施影响 M2 和信贷规模，通过地产产业链传导至需求端和价格端。因此使用总量性工具对流动性进行调整更有效。技术密集型行业的融资弹性较小，一方面，技术密集型行业普遍缺乏可抵押资产，融资更依赖现金流预期和政策担保，因此融资渠道偏向股权等直接融资，信贷融资弹性有限。另一方面，与地产等传统行业不同，科创、绿色等新兴行业更多依赖于创新与技术进步，与基建地产行业的重资产特征有本质区别。因此产业升级背景下，总量型调控的引导效率会有一定程度下降，结构型调控更能适应高质量发展阶段的经济特征。

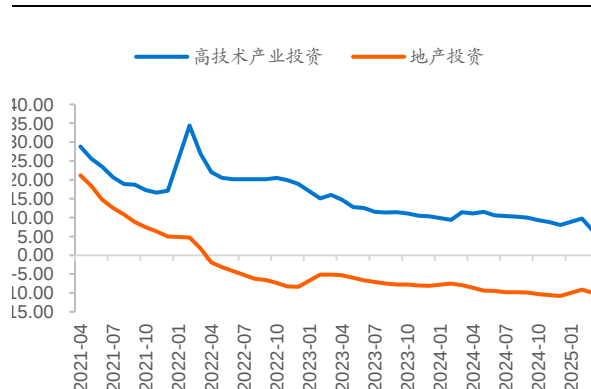
结构性货币政策有助于缓解经济新旧动能转换的阵痛。2023 年以来，新质生产力相关产业投资高速增长，但难以消化地产产业链的收缩，市场上的供需错配的情况造成我国名义 GDP 增速偏低，通胀水平持续处于低位。在货币宽松的大背景下，需要结构性政策来缓解结构性矛盾，背后的逻辑主要有三点。**一是从供给端入手，支持传统产业升级，抑制落后产能堆积。**2024 年中国人民银行创设科技创新和技术改造再贷款，额度 5000 亿元，利率为 1.75%，主要用于激励金融机构支持科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新。2025 年 5 月，央行将 5000 亿元增加至 8000 亿元。**二是从需求端入手，定向支持科创与绿色产业，以对冲传统工业收缩。**央行 2025 年创设的科技创新债券风险分担工具，主要解决科技企业早期融资难的问题。央行提供低成本再贷款资金，与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。

图24 2023 年以来名义 GDP 增速偏低 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图25 新兴产业投资高增，地产投资疲弱 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

往前看，我们预计价格型框架将继续深化，结构性货币政策优先度会进一步提升。一方面，价格型货币政策框架的深化将继续推进。一是央行明确表态“未来会进一步夯实 7 天期逆回购操作利率作为主要政策利率”，预计政策引导市场利率的能力将持续增强。二是在扩内需和促进经济转型背景下，清晰的利率信号对于降低实体经济融资成本、引导市场形成合理预期、激发微观主体活力至关重要。另一方面，结构性货币政策优先度会进一步提升。一是政策会进一步引导资金向金融“五篇大文章”倾斜。政策导向下，信贷结构已经出现明显变化，地产领域相关贷款收缩，专精特新、普惠小微贷款增长较快。2025 年 3 月末，专精特新中小企业贷款、普惠小微贷款同比分别增长 15.1% 和 12.2%，继续高于全部贷款增速²。随着新旧产能交替，预计信贷资源仍然将向科技、绿色、普惠、养老、数字这“五篇大文章”倾斜。市场融资弹性将进一步收敛，总量性工具的效率或有降低。二是在“全方位扩大国内需求”的背景下，政策发力点不再局限于单一领域，而是需要资金精准、有效地流向政策支持的重点领域和薄弱环节。比如当前阶段保交楼、支持刚性和改善性住房需求、刺激消费、推动城市更新项目落地等可能被赋予更高优先级。总量性货币政策在解决结构性问题上存在一定局限。再贷款、PSL、普惠金融支持工具等结构性货币政策工具的重要性将被放大。未来货币政策的重心或将更多地向结构调节倾斜。

5. 风险提示

国内政策落地不及预期，海外货币政策超预期。

² 2025 年第一季度中国货币政策执行报告

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000