

未来中国货币政策框架演进的思考

王晋斌

中国人民银行行长潘功胜日前在第十五届陆家嘴论坛上发表了题为“中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进”的主题演讲，就未来货币政策框架演进发表了五点思考。未来中国货币政策新框架是建设现代中央银行制度的重要组成部分，更好服务于经济高质量发展。

未来货币政策框架演进需考虑六方面内容

从未来货币政策框架的演进来看，包含了以下几个重要部分。

第一，物价稳定目标优先。《中华人民共和国中国人民银行法》规定了货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。对内来说，币值的稳定是国内物价的稳定；对外来说，币值的稳定是人民币汇率的稳定。综合来看，货币政策要在维持物价和汇率“双稳定”的基础上，促进经济增长。从长远视角来看，汇率主要由国内外物价相对水平决定，国内长期物价稳定是汇率长期稳定的基础。从短期视角来看，汇率主要由国内外利差决定，价格黏性以及预期变化等因素的冲击会导致汇率因国内外利差变化而出现超调，货币政策需要防范汇率出现超调风险。物价稳定有利于形成利润—工资—物价之间的良性循环机制，促进就业和经济增长。

第二，跨周期和逆周期调节相结合。自2020年二季度以来，央行在《中国货币政策执行报告》中多次提及跨周期和逆周期调节相结合的货币政策。跨周期货币政策是结构性政策，立足于解决经济中长期结构性问题，通过结构性信贷引导实现经济结构性调整目标；逆周期货币政策是总量政策，立足于解决经济过热或者过冷的短期总需求问题。在相当长的时期内，我国经济发展还面临着结构不平衡问题，跨周期调节有助于收敛结构性产出缺口，逆周期调节有助于收敛总产出缺口，两者共同推动经济回到充分就业状态。跨周期和逆周期调节有机结合，货币政策就可以在优化经济结构的过程中完成总需求管理功能，服务于经济高质量发展。

第三，单一政策性利率。利率(价格)工具是央行货币政策调控的关键性工具。单一政策性利率更便于央行清晰传递货币政策立场，并将整体市场利率控制在预期水平，有效调节货币需求和信贷需求。单一政策性利率这种货币政策工具并不容易形成，在实践中，各国央行通常会借助利率走廊的辅助，将政策性利率限定在某一区间内。比如，欧洲央

行隔夜贷款利率(银行在央行的隔夜存款利率)和存款便利利率(银行在央行的隔夜存款利率)构成了欧洲央行利率走廊的上下限。欧洲央行利率走廊宽度从1999年初的250个基点收窄至当前的75个基点，利率走廊宽度仍然较大。次贷危机爆发后，2008年10月1日，美国国会授予美联储向银行支付准备金利息的权力。随后，美联储推出了以准备金利率(IOR)作为银行系统的利率下限和以公开市场逆回购(RRP)利率作为非银行机构利率下限的“双下限”方式，帮助形成美联储的联邦基金利率(EFFR)区间。但在实践中，由于EFFR高于IOR会损害准备金架构，IOR更多时候承担了EFFR上限的作用。IOR和RRP支撑美联储将EFFR控制在相当狭窄的目标区间内(一般在10个基点以内)，从而保证了EFFR的变动能够几乎等量传递至市场上的银行和非银行金融机构，调节整个金融市场的资金成本，发挥政策性利率的调节作用。

利率走廊区间越狭窄，政策性利率控制就越精确，可以抑制利率走廊本身可能衍生出来的套利交易机会。目前，我国的利率走廊已初步成形，利率走廊上限是常备借贷便利(SLF)利率，利率走廊下限是超额存款准备金利率，走廊宽度还比较大，具有一定的弹性和灵活性。央行未来也有可能通过公开市场业务创新工具，逐步收窄利率走廊的宽度，提高政策性利率控制的精确性，并使得政策性利率变动几乎等量传递至市场上的银行和非银行金融机构，提高政策性利率传递的效能。

第四，动态的结构性工具创新。结构性调节要求货币政策创新工具，通过结构性工具调节实现特定时期的结构性目标。结构性工具创新具有动态调整的特点，可进可退。在实践中，央行先后创设支小再贷款、抵押补充贷款(PSL)、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、专项扶贫再贷款等结构性货币政策工具，并针对小微企业、“三农”、脱贫攻坚、“双创”等普惠金融领域实施定向降准，逐步形成“三档两优”的存款准备金框架。截至目前，结构性货币政策工具余额约7万亿元，约占央行资产负债表规模的15%，聚焦支持小微企业、绿色转型等国民经济重点领域和薄弱环节。

第五，保持金融的稳定性。金融稳定是货币政策有效发挥作用的必要条件。货币政策的价格和数量调控需要与宏观审慎政策相互配合协调，确保金融稳定性和货币政策的传递效果。

第六，提升货币政策的透明

度。透明度降低了市场主体之间关于货币政策的信息不对称问题。货币政策的透明度高，市场主体可以充分了解央行的政策目标和实现手段，有助于不同市场主体在理解和信任央行货币政策取向上保持一致性，引导市场主体形成符合政策引导的投资与消费预期，最大限度发挥货币政策的调节功能。

形成政策目标—工具—市场主体之间紧密的三维互适架构

纵观央行货币政策新框架的演进历史，其基本逻辑是：与时俱进地修正原有框架中不适应经济金融新场景的政策调控目标，并提升对未来经济金融场景演进的前瞻性把握度以及工具与目标之间的匹配度。

近年来，我国外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，国内经济尚未走出“三期叠加”阶段，再加上三年疫情冲击，经济需要固本培元，才能更好推动经济持续回升向好。央行货币政策面临复杂的经济金融新场景，必须坚持稳中求进、以进促稳。货币政策坚持新发展理念，一方面，通过信贷结构调整优化促进科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融的创新与发展；另一方面，坚持以市场化调控手段为主，发挥市场在资源配置中的决定性作用。逐步选择出单一政策性利率，形成相应的市场基准利率，与基于信用差异形成的风险的弹性和灵活性。央行未来也有可能通过公开市场业务创新工具，逐步收窄利率走廊的宽度，提高政策性利率控制的精确性，并使得政策性利率变动几乎等量传递至市场上的银行和非银行金融机构，提高政策性利率传递的效能。

与主要发达经济体央行大多以价格型调控为主有所差异，我国货币政策采用数量型和价格型调控并行的办法。未来货币政策会更加注重利率价格型调节，体现金融资源的稀缺性和成本，盘活金融信贷存量，提高金融资源存量的使用效率。由于我国经济运行中诸多矛盾和挑战是结构性的，货币政策结构性的调整是必要的。全球主要经济体央行在特定时期均采用了结构性货币政策，尤其是美联储的反疫情结构性货币政策，都针对特定领域、特定主体、特定目的开发出一系列结构性货币政策工具。我国央行一直在探索发挥结构性货币政策工具的牵引带动作用，积累了相关经验和做法。央行认为，结构性货币政策工具应坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”的基本原则，定位于常规总量工具的有益补充，通过内嵌激励

机制，以市场化方式引导金融机构优化信贷结构，合理把握结构性货币政策工具的规模，对已实现阶段性目标的工具及时退出，并注重防范道德风险。

央行逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，丰富了市场基础性货币的流动性调节工具。从全球来看，央行买卖国债是主要经济体央行公开市场业务的重要操作工具。除了调节市场流动性外，央行在二级市场上买卖国债还可以调节市场收益率的变化，及时修正特定时期由于市场主体偏好持有大量中长期债券导致的市场收益率曲线反向扭曲，保持市场正常向上倾斜的收益率曲线，维持市场对投资的正向激励作用，有助于防范市场预期转弱的风险，也有助于稳定汇率。

央行一直致力于提升货币政策透明度。潘功胜表示，央行将健全可置信、常态化、制度化的政策沟通机制，做好政策沟通和预期引导。现代货币政策框架的重要特征之一，是央行能够把政策考虑和未来展望，及时与市场公众进行比较透明、清晰的沟通。透明度提高后，政策的可理解性和权威性都会增强，市场对未来货币政策动向，会自发形成稳定预期，合理优化自身决策，货币政策调控就会事半功倍。对于央行来说，透明度也使问责力度得以增强。市场主体依据央行的政策行动以及目标完成情况，对央行承诺的绩效作出评估，形成对央行的外部监督与约束，促进央行更加明确专注于实现预先承诺的目标。

未来中国货币政策框架的演进将依据法律规定的明确目标，采用跨周期和逆周期相结合的调节方式，通过货币政策工具创新，逐步形成单一政策性利率，通过政策性利率引导形成市场基准利率，再传递至金融市场上的各种利率，形成完整、有序和健康的利率生态圈，发挥货币政策价格调节的功能，让市场在资源配置中起决定性作用。货币政策通过信贷引导持续优化经济结构，缓解和解决经济面临的结构性矛盾和挑战。新框架与宏观审慎政策一起筑牢不发生系统性风险的底线。新框架将更加注重政策与市场之间的有效沟通机制，使市场主体行为与央行货币政策取向保持一致性，形成政策目标—工具—市场主体之间紧密的三维互适架构，提升货币政策调控的精准性和有效性。

(作者系中国人民大学经济学院副院长、国家发展与战略研究院研究员、中国宏观经济论坛主要成员)

地方债近期发行情况

(7月8日—7月14日)

债券简称	债券代码	发行人简称	利率	发行期限(年)	发行金额(亿元)
24北京43	809161	北京市政府	1.86%	3	12.28
24北京44	809162	北京市政府	2.04%	5	101.779
24北京45	809163	北京市政府	2.31%	10	71.6852
24北京46	809164	北京市政府	2.04%	5	14.9
24北京47	809165	北京市政府	2.17%	7	44
24甘肃债08	2405562	甘肃省人民政府	1.86%	3	59.2585
24甘肃债09	2405563	甘肃省人民政府	2.17%	7	3.215
24甘肃债10	2405564	甘肃省人民政府	2.53%	20	25.7028
24甘肃债11	2405565	甘肃省人民政府	2.53%	20	25
24甘肃债12	2405566	甘肃省人民政府	2.54%	30	40.76
24甘肃债13	2405567	甘肃省人民政府	2.04%	5	35.3477
24吉林债12	2405541	吉林省人民政府	2.37%	10	7.8168
24吉林债13	2405542	吉林省人民政府	2.37%	10	10.77
24吉林债14	2405543	吉林省人民政府	2.60%	30	11
24吉林债15	2405544	吉林省人民政府	2.37%	10	8.38
24吉林债16	2405545	吉林省人民政府	2.49%	15	5.64
24吉林债17	2405546	吉林省人民政府	2.54%	20	29.22
24吉林债18	2405547	吉林省人民政府	2.37%	10	125.838
24山西债20	198521	山西省人民政府	2.34%	10	48.85
24四川债29	2405587	四川省人民政府	2.37%	10	108.8956
24四川债30	2405588	四川省人民政府	1.94%	3	8.19
24四川债31	2405589	四川省人民政府	2.10%	5	100.8569
24四川债32	2405590	四川省人民政府	2.23%	7	20.1729
24厦门债19	2405572	厦门市人民政府	2.49%	20	6
24厦门债20	2405573	厦门市人民政府	2.44%	15	2
24厦门债21	2405574	厦门市人民政府	2.49%	20	59.83
24厦门债22	2405575	厦门市人民政府	2.55%	30	0.55
24厦门债23	2405576	厦门市人民政府	2.32%	10	8
24厦门债24	2405577	厦门市人民政府	2.32%	10	5
24厦门债25	2405578	厦门市人民政府	2.32%	10	4.86
24厦门债26	2405579	厦门市人民政府	2.55%	30	99.68
24厦门债27	2405580	厦门市人民政府	2.44%	15	0.22
24厦门债28	2405581	厦门市人民政府	2.49%	20	1.28
24厦门债29	2405582	厦门市人民政府	2.32%	10	7.5
24厦门债30	2405583	厦门市人民政府	2.44%	15	8
24厦门债31	2405584	厦门市人民政府	2.49%	20	4.5
24厦门债32	2405585	厦门市人民政府	2.32%	10	6.6
24厦门债33	2405586	厦门市人民政府	2.49%	20	6.6
24新疆债20	2405568	新疆维吾尔自治区人民政府	2.23%	7	8.56
24新疆债21	2405569	新疆维吾尔自治区人民政府	2.37%	10	7.09
24新疆债22	2405570	新疆维吾尔自治区人民政府	2.49%	15	6.5
24新疆债23	2405571	新疆维吾尔自治区人民政府	2.54%	20	2
24重庆债20	2405552	重庆市政府	2.07%	5	90
24重庆债21	2405553	重庆市政府	2.07%	5	56.7
24重庆债22	2405554	重庆市政府	2.37%	10	94
24湖南22	809166	湖南省人民政府	1.94%	3	47.2746
24湖南23	809167	湖南省人民政府	2.37%	10	232.5091

数据来源：中央结算公司(www.chinabond.com.cn)

地方传真

江苏常州修订富民创业担保贷款管理办法

本报讯 近日，江苏省常州市修订《常州市富民创业担保贷款管理办法》，进一步加强富民创业担保贷款管理，不断完善创业就业金融服务体系。

一是坚持上下一致。与中央、省普惠金融及富民贷最新文件精神保持一致，同时结合常州实际，确保上级精神在常州精准落地。《普惠金融发展专项资金管理办法》《关于调整省财政富民创业担保贷款奖补政策的通知》等实施后，富民创业担保贷款贴息奖补政策要求发生变化，常州市基于政策动态优化的需要，及时推进新一轮《常州市富民创业担保贷款管理办法》修订，让群众享受到普惠高效的金融服务。

二是坚持问题导向。针对前期富民贷工作中的管理问题，优化制度；针对可能存在的风险，未雨绸缪。一方面，设立创业担保基金为富民创业贷款提供担保。市本级(新北区、天宁区、钟楼区)创业担保基金总额不低于3000万元，溧阳市、金坛区、武进区、经开区担保基金总额分别不

低于1000万元。对符合条件的逾期贷款，按规定由创业担保基金和经办银行进行分担。另一方面，严格制定管控措施防范风险。各区放贷规模达到年度放贷计划90%时，自动触发放贷预警机制。对单个经办银行的累计逾期贷款金额首次达到创业担保基金10%或达到该银行富民贷余额1%时，暂停其新增业务。

三是坚持便民优先。在制度建设、流程规范中始终坚持以人民为中心，让群众享受到普惠高效的金融服务。从方便创新创业主体角度出发，深化政银合作，优化富民贷申请服务，通过开发线上申报平台，让数据多跑路、申请人少跑腿。个人富民创业担保贷款可直接通过“常州人社”手机APP进行申请。小微企业富民创业担保贷款可向经办银行提出申请，并提供相关材料报相应就业管理机构审核。经办银行受理后，满足条件的一类贷款原则上5个工作日内完成审批放款，二类贷款原则上在办妥抵押登记后2个工作日内完成放款。(王珏)