



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

政策研究



健全现代货币政策框架

作 者：中国人民银行货币政策司司长 孙国峰

摘 要：建设现代中央银行制度要求健全现代货币政策框架。健全现代货币政策框架是推动高质量发展的内在需要，是推进国家治理体系和治理能力现代化的重大任务，是加强国际宏观经济政策协调的必然要求。现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制。中央银行需要创新货币政策工具体系，不断疏通传导渠道，实现货币政策目标，将这三者形成有机的整体系统。要健全现代货币政策框架，搞好跨周期政策设计，保持正常货币政策，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，构建金融有效支持实体经济的体制机制，推动构建新发展格局迈好第一步，见到新气象。

关键词：货币政策框架 新发展格局 跨周期政策设计

党的十九届五中全会提出“建设现代中央银行制度”，建设现代中央银行制度要求健全现代货币政策框架，以现代货币政策框架支持经济高质量发展，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

一、健全现代货币政策框架的重要意义

人民银行自1984年开始专门行使中央银行职能以来，在党中央、国务院的领导下，根据经济金融发展状况，不断完善货币政策框架。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视货币政策工作。习近平总书记强调，“千招万招，管不住货币都是无用之招”，全面深刻概括了中央银行管理货币对经济发展全局的重要作用。党的十九届五中全会立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，对建设现代中央银行制度作出了战略部署，需要抓紧健全现代货币政策框架。

（一）健全现代货币政策框架是推动高质量发展的内在需要。当前我国转向高质量发展阶段，要求以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。在此大背景下，要以现代货币政策框架作为战略支撑，既坚决不搞“大水漫灌”，避免造成结构扭曲和资产泡沫，防止严重的通货膨胀和货币贬值，也不能发生信用收缩引发风险，要保持总量适度，设计激励相容机制引导银行货币创造行为，支持经济高质量发展，确保我国现代化进程顺利推进。

（二）健全现代货币政策框架是推进国家治理体系和治理能力现代化的重大任务。现代中央银行制度是现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制的总和，

现代货币政策框架是现代中央银行制度的重要组成部分。在现代信用货币体系下,银行通过贷款等资产扩张方式创造存款,是货币创造的直接主体,货币政策框架是中央银行引导银行货币创造行为,从而管理货币的重要制度安排。人民银行在制度框架内开展货币政策操作,并不断完善货币政策框架,取得重要阶段性成果,但货币总量的锚定方式以及调节银行货币创造行为的流动性、资本和利率约束的长效机制等仍有待进一步完善,需要按照推进国家治理体系和治理能力现代化的要求健全现代货币政策框架。

(三)健全现代货币政策框架是加强国际宏观经济政策协调的必然要求。党的十九届五中全会提出“加强国际宏观经济政策协调”。2008年国际金融危机后,主要发达经济体央行出台了非常规货币政策,包括零利率或负利率政策,以及大规模购买国债等资产的量化宽松政策等,其宏观政策的溢出效应加大。作为大国经济,我国宏观政策也有很强的溢出效应。在百年未有之大变局的深刻背景下,加强国际宏观经济政策协调,需要利用外部的正面溢出效应,防范外部的负面溢出效应,用好自身的溢出效应,把握战略主动,为此必须要加快健全现代货币政策框架。

二、健全现代货币政策框架的内涵

现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制。中央银行需要创新货币政策工具体系,不断疏通传导渠道,实现货币政策目标,将这三者形成有机的整体系统。

(一)优化货币政策目标体系

1、坚持币值稳定的最终目标

以币值稳定为首要目标,更加重视就业目标。根据《中国人民银行法》,人民银行以“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”为目标,这意

味着首先要保持币值稳定，对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，为经济发展提供适宜的货币金融环境。同时要以服务实体经济为方向，将就业纳入考量。坚持系统观念，加强前瞻性思考、全局性谋划、战略性布局、整体性推进，在多重目标中寻求动态平衡。

2、完善中介目标的锚定方式

货币政策中介目标要保持广义货币供应量(M_2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。过去在高速增长阶段，我国经济潜在增速较高，实际增速围绕潜在增速波动，因此设定 M_2 和社会融资规模增速的数字目标，或者参考上年实际值测算是可行的。随着我国转向高质量发展阶段，潜在增速有下降趋势，如果继续按照过去的实际值来设定 M_2 和社会融资规模增速的数字目标，就可能导致货币信贷与经济运行偏离，形成过度宽松的局面，也不利于稳定宏观杠杆率。进入新发展阶段，有必要优化货币政策中介目标的锚定方式，保持 M_2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，将其作为健全现代货币政策框架的重要内容。这一中介目标锚定方式有利于搞好跨周期政策设计，跨越经济周期稳住货币总量，以适度的货币增长支持高质量发展；有利于为宏观政策实施提供更加科学合理的“锚”，使 M_2 和社会融资规模增速根据宏观经济形势变化向反映潜在产出的名义经济增速靠拢，提高逆周期调节能力；有利于实现稳增长和防风险长期均衡，货币供应量、社会融资规模增速与债务增速的走势基本上是一致的，这一锚定方式实际上将稳定宏观杠杆率的机制内嵌进了货币政策中介目标之中。

在操作上，理解这一中介目标锚定方式要把握以下几点。一是“基本匹配”不意味着“完全相等”。 M_2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理需要略高或略低于名义经济增速，体现逆周期调节；二

是要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。在高质量发展阶段，实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速应当大体一致。但在受到严重冲击时，名义经济增速可能会偏离反映潜在产出的名义经济增速，货币政策就要参照后者，支持经济增长回归潜在增速。同时，在操作中还要考虑经济增速目标。**三是基本匹配是中长期概念，不是短期概念。**体现在操作上，是按年度做到基本匹配，而不是每个季度甚至每个月都要匹配，以保持政策连续性、稳定性和可持续性。

近年来，人民银行保持 M_2 和社会融资规模平均增速与名义经济增速基本匹配，2018—2019年实现了大致相当。2019年中央经济工作会议提出货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应。2020年，为应对疫情， M_2 和社会融资规模增速目标为明显高于上年，随着经济恢复常态，2020年中央经济工作会议提出保持 M_2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，我国货币政策中介目标的制度更加定型。随着我国转向高质量发展阶段，发展方式转向更多依靠创新驱动，实体经济发展所需要的货币增速与名义经济增速更趋适应，这一制度应当坚持。

3、以央行政策利率体系实现操作目标

完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系，有效实现操作目标。从国际经验看，央行实现货币政策操作目标有两类做法，一类做法是将市场利率作为操作目标，通过流动性调节引导市场利率在操作目标附近运行，另一类做法是将货币政策工具利率作为央行政策利率，并以此为操作目标，从而将操作目标、政策利率和货币政策工具利率合而为一。2008年国际金融危机之后，第二类做法提高货币政策有效性和传导效率的优势显现，逐渐成为主流。人民银行通过政策利率体系影响市场利率，贷款市场报价利率

(LPR)在MLF利率基础上按照市场化方式加点形成,再通过银行运用LPR定价影响实际执行的贷款利率,共同形成市场化的利率形成和传导机制,以此调节资金供求和资源配置,实现货币政策目标。

(二) 创新货币政策工具,完善中央银行调节银行货币创造流动性、资本和利率约束的长效机制

我国金融体系以银行为主,货币政策的传导主要通过银行实现。近年来,人民银行抓准作为货币创造直接主体的银行,通过流动性、资本、利率这三大外部约束影响银行货币创造行为,完善货币供应调控机制。人民银行不断丰富货币政策工具箱,发挥好宏观审慎评估(MPA)的激励约束作用,对银行货币创造的行为做前瞻性引导,保持M₂和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配;注重引入激励相容机制,健全结构性货币政策工具体系,根据经济发展不同时期的需要动态调整支持重点,促进提升经济发展的可持续性和韧性。

一是稳总量优结构,缓解流动性约束。在法定准备金制度下,银行通过资产扩张创造存款货币后,需要更多的准备金以满足准备金需求,而央行掌握基础货币供应,可以从源头上来约束银行货币创造。2018年以来,人民银行10次下调存款准备金率,共释放长期流动性约8万亿元,灵活开展中期借贷便利和公开市场操作,保持流动性合理充裕。同时,注重将流动性的量价与银行货币创造行为联系起来,设计激励相容机制,创新和运用定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,精准加大对民营、小微企业等重点领域和薄弱环节的支持力度。2020年,分层次、有梯度推出3000亿元抗疫保供再贷款、5000亿元复工复产再贷款和1万亿元普惠性再贷款再贴现,创新普惠小微企业贷款延期支

持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具,有力支持了统筹疫情防控和经济社会发展。

二是以永续债为突破口推动银行多渠道补资本,缓解资本约束。银行资本是金融和实体经济循环的重要纽带。2018年,资本不足对银行信贷投放形成强约束,削弱银行货币创造服务实体经济和应对风险的能力。人民银行通过设计将永续债的到期日设为银行存续期,解决了法律和监管矛盾的难题,在现行法律、监管和会计框架下探索出一套可行模式,并创设央行票据互换工具(CBS)提供流动性支持,稳定了银行预期。截至2020年末,银行累计发行超过1.2万亿元的永续债,有力支持银行投放信贷服务实体经济。同时,推动分类施策、有针对性地补充中小银行资本。

三是推动企业综合融资成本明显下降,缓解利率约束。银行贷款创造存款,需要贷款需求的配合,而贷款需求除了受实体经济状况影响外,很大程度受贷款利率约束。2018年四季度以来,人民银行引导MLF利率和公开市场操作利率累计下行0.35个百分点,先后下调常备借贷便利(SLF)利率、再贷款再贴现利率,推动整体市场利率和贷款利率下行,支持合理的贷款需求增长。2020年11月,企业贷款利率为4.62%,较2019年12月下降0.50个百分点,是2015年有统计以来的最低水平。2020年,督促金融机构按照商业可持续原则,积极通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等措施,实现全年向实体经济让利1.5万亿元。

(三)用改革的办法畅通货币政策传导

以深化利率市场化改革为抓手疏通货币政策传导机制,打破利率的“地板”。找准市场化利率传导的关键“堵点”,2019年8月改革完善LPR形成机制。2020年起,金融机构新发放贷款已主要参考LPR定价。2020年3月至8月,按市场化、法治化原则顺利完成存量浮动利率贷款定价基准

转换。促进银行将 LPR 嵌入内部转移定价 (FTP) 体系, 切实打破贷款利率隐性下限, 引导金融资源更多配置至小微、民营企业, 以市场化改革办法促进降低贷款实际利率。逐步建立适应高质量发展需要的市场化利率形成和传导机制, 完善 “MLF 利率 → LPR → 贷款利率” 的市场化利率调控传导路径。与此同时, 继续发挥存款基准利率作为我国整个利率体系 “压舱石” 的重要作用, 加强存款利率自律, 压降不规范存款创新产品, 维护存款市场竞争秩序。

稳步深化人民币汇率市场化改革, 打破汇率的“天花板”。近年来, 人民银行坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用, 保持战略定力、加强预期引导, 既以我为主、又兼顾外部均衡, 保持了人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民币汇率 7 元这个点位曾备受关注, 市场和社会担心汇率 “破 7” 会使预期发散。2018 年底以来人民银行逐步建立了在香港常态化发行人民币央行票据的机制, 优化了离岸人民币市场的结构, 形成了稳定离岸人民币汇率预期的长效机制。在预期稳定的前提下, 人民币汇率于 2019 年 8 月在市场力量推动下首次 “破 7”, 又在短时间内调整恢复均衡 “反向破 7”, 人民币汇率弹性明显增强, 减少了外部掣肘, 增强了货币政策自主性。2020 年, 我国经济基本面向好带动人民币对美元汇率有所升值, 全年人民币对美元平均汇率与 2019 年持平。过去两年, 人民币对美元汇率年化波动率超过 4%, 已与国际主要货币基本相当, 发挥了宏观经济自动稳定器功能, 促进实现内部均衡和外部均衡的平衡。

三、健全现代货币政策框架的重大举措

“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后的第一个五年, 我国进入新发展阶段, 将乘势而上开启全面建设社会

主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军。这在我国现代化建设进程中具有特殊重要性。“十四五”时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化，既要看到我国经济长期向好的基本面，也要看到当前世界百年未有之大变局加速演变、诸多矛盾叠加的复杂环境，同时我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨。在这样的大背景下，货币政策作为宏观经济治理的主要政策之一，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻落实党的十九届五中全会和中央经济工作会议精神，根据党中央、国务院部署，坚持科学决策和创造性应对的根本方法，健全现代货币政策框架，保持正常货币政策，搞好跨周期政策设计，完善货币供应调控机制，健全市场化利率形成和传导机制，推动构建新发展格局迈好第一步，见到新气象。

一是完善货币供应调控机制。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持以币值稳定为首要目标，更加重视就业目标，进一步完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。根据形势变化灵活调节政策力度、节奏和重点，既要避免“大水漫灌”导致经济过热和通胀，也要防止信用收缩，满足经济和社会发展的需要。处理好恢复经济和防范风险关系，保持宏观杠杆率基本稳定。

二是构建金融有效支持实体经济的体制机制，健全结构性货币政策工具体系。要继续抓准作为货币创造直接主体的银行，通过管理央行对银行债权工具，设计激励相容机制，不断完善基础货币投放的方式、渠道、工具等相关机制，在保持流动性合理充裕的同时，创新和完善结构性货币政策工具体系精准滴灌，构建金融有效支持实体经济的体制机制，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，加大对科技创新、小

微企业、绿色发展等重点任务的金融支持，增强经济内生增长动力。把握好结构性工具与总量工具的协调配合，结构性工具的存续期要与其服务的阶段性目标相适应，稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策。

三是健全市场化利率形成和传导机制。完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系，健全利率走廊机制，推动货币市场基准利率改革，引导市场利率围绕央行政策利率中枢运行。深化贷款市场报价利率改革，巩固贷款实际利率下降成果，带动存款利率逐步走向市场化，使央行政策利率通过市场利率向贷款利率和存款利率的传导更加顺畅，发挥利率市场化调节金融资源配置的重要作用。发挥好市场利率定价自律机制作用，规范存款利率定价行为，强化对各类贷款主体明示贷款年化利率的要求，维护公平定价秩序和市场竞争，切实保护金融消费者权益。

四是深化人民币汇率市场化改革，把握好内部均衡和外部均衡的平衡。完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。引导企业树立“财务中性”理念，通过外汇避险产品管理汇率风险，引导金融机构坚持“风险中性”理念，为基于实需原则和“风险中性”原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。注重预期引导，加强跨境资本流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

五是完善宏观经济治理，促进货币政策与其他宏观经济治理政策目标优化、分工合理、高效协同。坚持央行和财政两个“钱袋子”关系定位，既合理分工，又高效协同，防止财政赤字货币化，维护银行货币创造的正常市场化功能。以国家发展规划为战略导向，促进货币政策与财政政策以

及就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策紧密配合。加强国际货币政策协调，提高参与国际金融治理能力，维护全球经济和金融市场稳定。