

国债管理：财政政策与货币政策协调配合的关键点

胡志浩 国家金融与发展实验室副主任

时间：2024年2月23日 来源：《人民论坛·学术前沿》2024年2月上

【摘要】国债兼具财政和金融功能，是财政政策与货币政策互动最为频繁活跃的领域，而货币政策的立场和操作也会直接影响赤字融资的来源与成本。因此，国债管理是两大政策协调配合的关键切入点。鉴于财政政策与货币政策配合的国际经验，针对我国政策协调配合中面临的挑战，我国应根据经济形势适时调整宏观政策调控机制；推动央行开展公开市场买卖国债；稳步推进国债市场的国际化建设；完善债务约束机制，科学设置债务上限；优化国库现金与央行流动性管理；积极发挥财政部在债务管理与国债市场建设中的主导作用，建立统一高效的政府债券市场；协同健全国债收益率曲线，共同推动曲线深入应用；进一步加强以国债为基础的金融市场流动性机制安排；在更高层次确立财政政策与货币政策的协调机制；保持两大政策部门更为畅通的信息交流。

党的二十大报告明确指出，“健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合”。[1]由此可见，健全的宏观经济治理体系是高水平社会主义市场经济体制的重要组成部分，而财政政策和货币政策的协调配合正是完善宏观经济治理体系的关键抓手。两大政策配合千头万绪，必须找到一个合适

的切入口，牵一发而动全身。笔者认为，国债管理恰好是这个问题的关键点。

国债管理何以成为加强财政政策与货币政策协调配合的关键点

理论层面上，凯恩斯于开创宏观经济学之初，就将财政政策与货币政策确立为支撑这座学术大厦的两根立柱。而在宏观经济学成形之前，现实中的财政政策与货币政策早已相互协调配合。作为最重要的两大调控手段，财政政策与货币政策协调配合已成为宏观调控的应有之义。由于政策目标具有一定的重叠性，如旨在促进经济持续稳定增长，因此两大政策协调配合也就具有了基础和可能性。与此同时，考虑到两大政策在优先目标、传导机制、调控方式，乃至政策时滞等方面存在差异，[2]特别是两大政策的实施都将对对方产生明显的影响，政策之间协调配合自然也在情理之中。并且，财政政策与货币政策同为国家信用创造的关键手段，而在现代信用经济体系之下，国家信用早已成为整个社会信用循环的重要基石。由此可见，两大政策协调配合也是经济社会良性循环的内在需要。

当前，我国财政政策与货币政策协调配合具有极为重要的现实意义。首先，国内经济进入高质量发展阶段，经济结构转型需要两大政策协调配合。这种协调配合既体现在应对经济增长转型升级所带来的增速降低上，又体现在促进经济结构优化的结构性政策引导上。在经济增长失速的情况下，风险集中爆发与巨大的交易成本会令经济结构转型升级受阻，因此，保证宏观经济合理增速是实现最低成本转型的有效路径。同时，虽然经济结构转型应在市场机制下完成，但仍然离

不开宏观调控的积极引导，财政、货币两大政策在总量和结构政策上应该如何分工，分工之后应该如何协调，这些都是摆在我们面前的现实问题。其次，国际环境的变化使两大政策协调配合的紧迫性进一步提升。虽然，和平与发展的时代主题没有改变，但当前世界百年未有之大变局加速演进，世界进入新的动荡变革期，我国发展进入战略机遇和风险挑战并存，不确定和难预料因素增多的时期，必须准备接受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。应对巨大挑战的一个重要“稳定器”，就是保持国民经济的总体稳定。为此，财政政策与货币政策之间的高效协调配合不可或缺。最后，两大政策协调配合是社会主义市场经济体制的有机组成部分，是进一步完善宏观治理体系的内在要求。加强财政政策和货币政策的协调配合既是今后完善宏观调控机制和健全宏观经济治理的重要任务，又是健全宏观经济治理体系和国家治理体系的关键。

为什么国债管理会成为两大政策协调配合的关键点？这是由于两大政策都涉及国家信用、资金流通等问题，而国债兼具财政和金融功能，是财政政策与货币政策互动最为频繁活跃的领域。一方面，国债是中央政府创造的信用，与基础货币的国家信用有着相通之处，并且在当下高度发达的金融市场与日益复杂的金融结构下，其的货币属性甚至已经超越了由商业银行创造的货币，开始成为与基础货币并驾齐驱的流动性基础。[3]同时，国债收益率曲线作为金融市场定价的重要基准，事实上已成为宏观政策传导机制的核心组成部分。另一方面，货币政策的立场和操作也会直接影响赤字融资的来源与成本。财政与

货币的这种复杂关系，在国债问题上体现得淋漓尽致。当前，有效需求不足将成为接下来一段时期我国经济运行不得不面对的一个现实问题。在企业投资意愿下降、信用链条萎缩的情形下，政府稳经济的作用将无可替代。但与此同时，我国财政收支的矛盾却日益突出，如何确保在金融稳定的前提下便利赤字融资，如何通过高效合理的国债管理加强财政政策与货币政策的协调配合，已成为宏观经济管理必须尽快解决的重要问题。基于上述考虑，只有以国债管理作为切入点，统筹好宏观调控、机制设计和政策操作三个层面，[4]才能有效解决财政政策与货币政策协调配合中的诸多难点问题。

以国债管理为切入点加强财政政策与货币政策协调配合的国际经验

在成熟经济体中，财政政策与货币政策协调配合相关理论相对成熟，且政策实践经验丰富。通过对不同制度下国债参与两大政策协调配合机制的分析总结，不仅能给我国如何加强财政政策与货币政策协调配合带来启示，还能帮助我们更全面地理解现代财政体制与现代中央银行制度。从机制设计与政策操作来看，以下国际经验具有较强的借鉴意义。

第一，财政与货币在宏观经济治理体系中分工明确，而国债恰恰是两大政策协调配合的主要环节。[5]次贷危机之前货币政策正常化时期，央行通过在二级市场交易买卖国债，以准备金调节和以量带价的方式引导形成目标的短期政策利率、货币市场基准利率和国债基准利率，再通过国债收益率曲线传导政策意图。金融危机后，货币政策

进入一段较长的非正常时期，受制于零利率下界以及利率传导不畅的约束，发达经济体央行主要通过大规模买入国债等方式无限兜底市场流动性，或是通过公开市场采用买长卖短的曲线扭曲操作直接作用于长端国债利率，进而向经济体直接传达政策意图。同时，就财政方面而言，国债又是国家财政融资的重要手段，国债收益率曲线是财政融资成本的核心考量因素，财政当局通过实施风险平衡的国债管理策略来实现经济增长和债务可持续的目标。两大政策配合的焦点自然就汇聚到了国债之上。

第二，发达经济体的货币发行采用以国债为基础的主权信用模式。为什么发达经济体最终选择主权信用基础的货币发行模式，而没有采用外国资产模式和中央银行贷款模式？因为这正是经济运行内洽的选择。一个成熟的发达经济体无法依靠外汇的持续流入来支撑其稳定的货币发行机制。另外，央行贷款模式即使使用主权信用作为抵押品，也会面临期限限制引发的流动性压力、对收益率曲线影响过于间接、针对特定信贷对象的传导效率损失以及面临流动性压力时可能手段不足等制约。而让国债成为货币当局资产端关键的信用“压舱石”，不仅能解决货币发行基础的稳定供应问题，还能让本国国债与货币的国际化相辅相成，通过高流动性的国债市场来强化本国货币在全球经济金融中的国际地位。在信用货币制度下，财政政策与货币政策共同创造国家信用，而国债势必在其中发挥纽带功能。

第三，财政当局积极主导，建设一个统一高效的国债市场。国债市场建设一直以来都是财政当局与货币当局共同关注的焦点。两大部

门往往遵循合理的分工原则，共同推动形成高效的国债市场。[6]在发行方面，事实上已形成了一种以财政当局为主导、货币当局或国债管理机构具体实施的分工格局，以确保国债以预定的规模和丰富的期限品种顺利发行；在市场流动性维护方面，财政当局更多通过流动性增强发行、续发行等方式从国债供给端加强流动性，货币当局则更多通过市场沟通、流动性监测等方式从国债需求端进行流动性建设；在基础设施建设方面，财政当局与货币当局配合形成统一集中的托管结算后台，从发达经济体的历史经验来看，为了提升运行效率、降低操作风险，这些国家都经历了多个分散的后台逐步整合统一的过程。国际经验表明，鉴于财政当局在国债管理与政府债务融资中天然的主导地位，其理应在国债市场建设中发挥主导作用，包括国债市场的一二级市场相关制度建设、基础设施制度安排、监管与联合监测等。

第四，财政政策与货币政策协调配合共同推进国库现金管理。国库现金管理通常要实现满足日常财政支出需求、保证国库现金的合理收益、避免与央行货币政策操作产生冲突三个目标。[7]从各国国库现金管理实践来看，财政当局负责国库现金管理的主要决策事项，货币当局管理国库总账户、提供资金清算等服务，这已成为各国惯例。世界各国普遍建立了国库单一账户体系，并实行库底目标余额制度，用于满足当日财政支出需求，同时减少财政存款对央行流动性管理的冲击。[8]实行库底目标余额制度需要财政当局与货币当局协调配合，对国库现金量进行精准的预测。同时，各国普遍采用多种国库现金管理工具，实现双向操作。目前，各国普遍建立了国库现金管理的沟通协

调机制，就相关信息进行充分的交流和共享，对未来国库现金流开展合理预测，讨论国库资金市场化运作方式，保障国库现金管理与流动性管理平稳进行。[9]

第五，注重短期国债市场的发展。次贷危机以来，在各国非常规货币政策的操作过程中，短期国债的重要性日益凸显，在货币当局吞吐的国债中，短期国债的比重普遍超过了长期国债。相对于长期国债，短期国债的期限较短，对远端收益率的影响不大，因此货币当局购买短期国债对于收益率期限结构的影响相对较小，不会扭曲市场对于远期收益率的预期，而又能向市场提供合意的流动性规模，可以较好地兼顾救市和市场合理预期。同时，扩大短期国债的发行，不仅便利非常规货币政策的操作，也可以丰富国债品种，扩大政府的融资来源，控制融资成本，对于财政融资可持续健康发展具有重要意义。如果结合当前流动性市场变化的主要趋势来看，则整个金融体系的流动性管理已经与国债尤其是短期国债紧密相连。短期国债，甚至以短期国债为基础的货币基金已经更为广泛地承担了机构现金管理的“货币”职能。

第六，正确看待赤字和债务上限问题。《欧洲联盟条约》规定的赤字率和债务率限制条件分别为 3%、60%，这并不是严格的学理推导，而是一个极具历史性的政治选择。[10]从发达经济体的经验来看，为了刺激经济重回正轨，财政扩张屡次突破赤字率或债务上限的约束已经成了不争的事实。其原因在于，政府的债务其实就是一种类似于货币的国家信用载体，一个可承受的政府债务水平实际上是和社会信

用总量跨期的合理承载能力紧密相关的。发达经济体的财政政策与货币政策协调配合实践表明，相较于设置一个固定的债务上限，然后在实践中反复博弈突破该上限，更优的选择其实是更科学地设置灵活债务上限。以增长和就业为目标，采取灵活的相机抉择策略使得债务上限可以在一定范围内波动，可能是符合实际且后遗症更小的政策选择。

第七，财政当局与货币当局协同健全国债收益率曲线，共同推动曲线有效应用。发达经济体一般通过财政当局或货币当局编制发布国债收益率曲线，其编制的价格源、方法论与质量控制等往往由其他指定机构配合提供。[11]在协调配合形成健全的国债收益率曲线上，财政当局尽量保证国债发行期限的完备，保证收益率曲线各个期限点的完整性；同时，财政当局和货币当局会共同促进国债二级市场流动性，保证价格信息的充分有效；另外，国债收益率曲线需财政当局或货币当局，或由其指定的专业且中立的机构进行编制和维护，确保编制方法透明与严格质量管控，财政当局与货币当局同时予以公开发布支持，为市场各方提供公允参考。在此基础上，财政当局与货币当局共同致力于推动国债收益率曲线有效应用，发挥无风险利率基准的关键作用。财政当局与货币当局还联合建立国债收益率曲线应用评估小组，推动金融机构在金融工具与金融资产定价过程中广泛参考国债收益率基准，并将相关应用情况纳入对金融机构的考核中。此外，财政当局推动货币当局公开市场操作买卖国债，推行货币发行向主权信用模式转变，推动建立以国债收益率曲线为中介目标的货币政策框架与传导路径，包括特殊背景下的收益率曲线管理（控制）、扭曲操作、政策中

介目标和政策传导机制等诸多方面。

我国财政政策与货币政策协调配合面临的挑战

近些年,我国财政政策和货币政策协调配合虽然取得一定的进展,但相较于一个能有效推行协调配合的体制机制而言,仍面临一些亟待解决的问题。一是我国的赤字政策和债务规模调整机制仍较为传统,国债规模仍有增长空间。我国长期恪守 3%的赤字规则,国债余额与产出占比相较于其他成熟经济体仍留有较大余地。虽然赤字规则对于强调财政纪律意义重大,但在一定程度上也限制了危机期间的财政刺激力度和效果。同时,在经济增速放缓的背景下,低利率政策是实现政府债务可持续的必要条件之一。站在债务可持续角度,财政支出对于经济增速的正向作用和对财政赤字的负向作用间存在着一种平衡关系。在当前我国面临经济下行压力和有效需求不足的背景下,应根据经济运行情况,科学设置债务上限,在首先满足财政对经济支持力度的同时,确保债务的可持续性。

二是短期国债规模较小,功能发挥存在短板,一定程度上制约了政策协调配合的效率。我国长期面临短期国债不足的问题。近些年,我国短期国债的常规发行机制逐步完善,但相对于以美国为代表的发达国家,我国的短期国债无论是发行量还是余额比例都偏低。而短期国债能够更为灵活地控制财政筹资成本,使得财政部门的债务期限结构更具弹性,也能为央行提供了更为丰富的流动性管理工具,是加强财政政策与货币政策协调配合的重要政策工具。尤其是在危机期间,短期国债扮演着恢复流动性和提供安全资产的重要角色。

三是国库现金管理的制度建设有待进一步完善，国库现金管理工具有待丰富。从目前的实践操作来看，在我国国库现金管理中，财政部门、央行国库部门和其他预算单位之间仍存在信息沟通不及时的情况。同时，我国国库现金管理采用单一账户模式，大量资金冗余在央行财政存款账户，财政存款大幅波动会对金融市场流动性造成冲击，增加央行调控难度。同时，短期国债或国库券等操作工具不足也对国库现金管理形成了一定的制约。

四是货币发行机制仍有待进一步完善。当前，我国货币发行机制已由国外资产模式转变为央行贷款模式，而世界主要发达经济体均采用主权信用模式。外汇资产发行模式，一方面，可以起到稳定币值的作用，另一方面，也会影响货币政策自主性。在我国现行外汇管理制度下，外汇储备的吞吐将直接影响基础货币的总量，对国内宏观金融环境造成冲击。同时，央行的贷款模式，即使使用主权信用作为抵押品，也将面临期限限制引发的流动性压力，对收益率曲线影响过于间接，针对特定信贷对象的传导效率损失，并且在面临流动性压力时往往应对手段不足。而主权资产模式对于央行来说，资产的风险最低，可以为货币发行提供稳定的价值基础。同时，国债市场形成的收益率曲线也成为金融资产定价的基础。对财政部而言，央行持有国债，能够有效拓展财政收入来源，降低财政对于税收或者其他非税收入的过度依赖，这也会拓展财政政策的实施空间，并增强其灵活度。

以国债管理加强财政政策与货币政策协调配合的政策建议

转变宏观政策调控机制，加强财政政策与货币政策的协调配合。

实践证明，理论中的最优政策搭配，并不是政策当局的常态化选择。现实中，政策组合不得不根据经济形势的变化进行相应调整。结合政策调控机制的现实特征，常态下较优的政策搭配应该是被动型货币政策 / 被动型财政政策[12]的组合，而一旦出现高通胀或经济衰退，政策组合也应作出及时调整。[13]当前，我国的宏观政策应该考虑被动型货币政策 / 主动型财政政策的组合，实施“财政政策主导、货币政策配合”将是更优的策略。在这一政策组合下，财政政策可以进一步提升政策的效能，更加精准、可持续地实施扩张性政策；货币政策要维持相对宽松的政策环境，为积极财政政策的实施提供稳定、持续的金融条件。结合当前国内外错综复杂的形势，应该适时提升宏观调控手段和方式的灵活性，以更经济、更有效的方式实现调控目标。

货币发行更积极地向主权信用模式转变，推动央行开展公开市场买卖国债。事实上，作为国家信用的“一体两面”，一国国债与该国货币的国际化相辅相成，通过流动性较强的国债市场强化本国货币在全球经济金融中的垄断地位，已经成为较为普遍的做法。2014年以来，我国货币发行机制逐渐由外汇资产模式转向中央银行贷款模式。目前，我国已形成外汇资产和中央银行贷款并行的基础货币发行模式，并且新增的基础货币投放方式主要集中在质押式回购的定向授信模式，这看似具备了一定的主权资产模式的特征，但本质上还是央行贷款模式，且并不利于国债提升流动性。相较而言，央行真正持有国债的主权资产模式具有明显的优越性。对于央行来说，这一模式国债风险最低，价格也最为稳定，可以为货币发行提供稳定的价值基础。同

时，成熟的国债市场也为货币政策实施提供了切实有效的操作工具，国债市场形成的收益率曲线也成为金融资产核心的定价基础。对财政部而言，央行持有国债，扩大了收入来源，降低了对于税收的依赖，提升了财政政策的灵活度。当下，法律已明令禁止央行在一级市场上直接为国债筹资，但央行具有在二级市场上买卖国债的主动权。因此，财政纪律能否得以执行，债务扩张能否得到有效控制，关键点并不在于央行是否持有国债。此外，国债是否能够有效成为货币投放基础，还取决于国债市场自身的广度和深度，而这些都需要财政政策与货币政策之间进行长期的有效磨合。

稳步推进国债市场的国际化建设。国债作为最具代表性的主权信用资产，是境外投资者的重要投资品种之一。同时，建立在发行国之外的离岸国债市场，对于一国的金融开放、本币国际化同样具有重要的推动作用。近年来，我国颁布了多项政策措施，简化境外机构投资程序，大力推进中国债券市场统一对外开放。未来，我国完全可以通过市场的进一步有序开放，推动整个国债市场的发展与完善。为此，应对境外金融机构全面放开银行间债券回购业务，可先放开逆回购，在控制杠杆的前提下放开正回购，以促进流动性提升，回应投资者关切。同时，可以适时稳妥放开境外投资者参与境内国债期货交易等。在统筹境内外国债的前提下，逐步增加境外人民币国债发行规模，丰富境外人民币产品，推动人民币国债成为国际市场通行合格担保品，积极推动人民币国债离岸市场建设，完善人民币回流机制，更好助力人民币国际化。

完善债务约束机制，科学设置债务上限。我国自 2006 年起，由国债发行额管理制度转变为国债余额管理制度，在具体实施过程中，预算长期受 3% 赤字率硬约束（2021 年开始略有突破）。这一约束设置参考了“国际惯例”。但如前文所述，这一“国际惯例”的取值缺乏坚实的理论基础，更多的是历史条件下的政治选择，且近年来已被发达国家自身所突破。事实上，从国际经验和当前我国国情来看，应高度重视政府赤字和债务对于特殊时期刺激有效需求、保持经济稳定的关键作用，这对于一个具有战略纵深的经济大国而言更为重要。长期以来，我国债务率严格遵守债务的硬性约束，这使我国的法定债务水平具有较高的安全度，同时也意味着未来运用财政手段保持经济增长的稳定仍具有较大操作空间。因此，应该认真研究科学设置债务规模上限的约束机制，结合国内外形势的变化，科学精准评估国内有效需求、就业、物价以及货币币值状况，合理调整债务上限和赤字约束。

推进国库库底目标余额制度建设，丰富国库现金管理工具，优化国库现金与央行流动性管理。我国的国库现金管理，虽然也采用了类似于美国的以定期存款拍卖提升国库现金收益的做法，但中央银行资产负债表中长期存有居高不下的财政存款，这既造成了大量财政资金闲置，同时由于财政存款的波动较大，也增加了央行的流动性管理难度。因此，需要加快推进国库现金管理的库底目标余额制度建设。为此，应设置合理的库底目标，实现精细化的现金流预测；科学合理区分财政存款的投资操作与央行日常公开市场操作，避免产生冲突；注重财政与货币在维持库底目标余额工作中的紧密协调；加快丰富国库

现金管理工具，尤其是加大短期国债的发行等。

积极发挥财政部在债务管理与国债市场建设中的主导作用，建立统一高效的政府债券市场。国际成熟经验表明，应积极发挥财政当局的主导作用，协同央行、金融监管部门以及行业自律管理机构，建设一个统一高效的政府债券市场。财政部应确保在各种情况下国债供给的效率；在国债管理与债务政策制定之外，就国债市场管理的一些行政事务（招投标与赎回）以及国库现金管理的操作等，发挥更多的主导作用；与央行、金融监管部门以及自律管理机构共同推动完善国债二级市场交易机制，出台统一的国债市场相关管理规则（不区分交易场所）；主导建立集中统一的国债登记托管基础制度；适时主导建立财政部下属的债务管理办公室，或者设立由国债一级交易商等主要市场机构组成的国债融资顾问委员会，在财政部的管理下专责国债管理事务的具体制定与执行，密切关注国债市场流动性状况与市场建设，进一步促进国库现金管理与债务管理、财政货币政策之间的协调配合；不断提升地方政府债券的市场流动性，将地方政府债券纳入政府债券市场整体统筹发展进行考虑。

财政部与人民银行协同健全国债收益率曲线，共同推动曲线有效应用。当前，我国的国债收益率曲线由财政部、人民银行等主管部门官方发布，由中央结算公司通过每日广泛吸收成交、结算、报价等全市场价格数据源，使用公开透明的方法编制而成，整个编制过程严格对标 IOSCO 国际监管标准实行的产品质量管控体系。迄今为止，该曲线受到主管部门、市场机构乃至国际组织的广泛认可，且这种模式

与现今广泛推行的国际实践保持一致。未来，财政部与人民银行应进一步共同发力，以更好地发挥国债无风险利率基准的关键作用。为此，财政部与人民银行应联合成立国债收益率曲线应用评估小组，推动金融机构在市场化定价中广泛参考国债收益率基准，尤其是在商业银行的内部资金转移定价（FTP 定价）和存贷款定价中参考国债收益率曲线；推动人民银行逐步在公开市场适时重启国债买卖的日常操作，建立以国债收益率曲线为政策中介目标的货币政策框架与传导路径；重视国债收益率曲线中所蕴含的前瞻性信息，持续跟踪分析曲线形态的变化，进一步加强国债收益率曲线在货币政策分析与制定中的应用。

进一步加强以国债为基础的金融市场流动性机制安排。目前，各国都将保持流动性的充足合理作为金融稳定的重要内容。其中，国债作为安全抵押品的回购市场作用十分关键。现实中，政府债券作为支撑影子货币增长的基础资产，为整个市场流动性提供了重要的基础。从债券在当前流动性市场中的地位来看，财政已成为事实上的“影子中央银行”。但回购市场同样也存在一些内在的不稳定因素。因此，对回购市场的管理应当注意以下几点：对抵押品范围作出限制；设立危机协调应对机制，确保高质量抵押品的充足；宏观调控与监管政策就流动性影响保持沟通协调；设定抵押折扣率的逆周期调节机制。同时，应关注人民币离岸市场的流动性管理，根据人民币跨境融资债权形式的变化及时进行监管调整；央行应及时有效应对人民币流动性市场结构的变化，做好人民币“最后做市商”（Dealer of Last Resort, DLR）的准备；搭建好国际金融监管一致性框架，减少由于监管分化

衍生出的风险。

在更高层面确立财政政策与货币政策的协调机制，加强财政政策与货币政策协调配合的系统性。两大政策之间的协调配合，必须有一个构架于财政、货币两大主管部门之上的协调机制，唯此才能系统地将政策协调配合推上正轨。当前，我国在财政政策与货币政策协调配合方面尚未建立系统的工作机制，而当前经济增长方式转变、国内外发展环境的变化所带来的压力已对两大政策协调配合提出了迫切要求，亟需以国家宏观利益大局为根本依循，搭建一个公平、开放的平台以推进政策的协调配合。借鉴国际经验，可以考虑在中央财经委员会或者国务院层面设立专门的政策协调工作组（或委员会），专职负责推进政策协调配合的相关工作。同时，合理设置协调工作机制的组成人员，涵盖财政部、央行和金融监管机构等部门主要负责人，并适当引入在金融市场、宏观经济、政策研究等领域有丰富经验的外部专家。

保持更为畅通的信息交流，实现两大政策的主动配合。保持不同宏观调控政策之间的有效沟通交流机制，是理解双方政策目标、框架、操作方式最直接的途径，有利于提升政策配合的效率。考虑到经济形势和政策调控的复杂多变，有必要建立正式和非正式的信息交流沟通机制。在具体实践中，可建立正式的政策沟通机制，丰富现有沟通机制内涵，双方可就救助规模、时机以及职责（损失承担）保持及时密切沟通。此外，可借鉴国际经验，推动官员在两部门交叉任职，尤其是业务相关单位之间的交流任职，这对增进相互理解、提高政策传导

的效率大有裨益。

注释

[1]《中国共产党第二十届中央委员会第二次全体会议公报(2023年2月28日中国共产党第二十届中央委员会第二次全体会议通过)》，新华社，2023年2月28日，https://www.gov.cn/xinwen/2023-02/28/content_5743717.htm。

[2]李扬：《货币政策和财政政策协调配合：一个研究提纲》，《金融评论》，2021年第2期。

[3]胡志浩、叶骋：《美元流动性市场的转变、影响及启示》，《金融评论》，2021年第5期。

[4]B. Laurens and Enrique G. de la Piedra, "Coordination of Monetary and Fiscal Policies," IMF Working Paper, 1998, 3(25).

[5]E. Togo, Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework, DC: World Bank Publications, 2012.

[6]娄洪、韦士歌：《关于推进现代国债市场建设的几点思考》，《财政研究》，2018年第6期。

[7]P. Santoro, "The Evolution of Treasury Cash Management During the Financial Crisis," Current Issues in Economics and Finance, 2012, 18(3).

[8]次贷危机以后，美国已不再实施库底目标余额制度。这是因为

量化宽松下，美联储已改变了原有的货币政策操作框架，利率走廊的上下限都需要美联储进行利息支出，而美联储的盈利与亏损也最终会被归并到财政统筹中来。因此，美国已不再实施库底目标余额制度。但对于常规的货币政策框架而言，库底目标余额制仍然具有较强的参考意义。

[9]M. Pessoa and M. J. Williams, *Government Cash Management: Relationship Between the Treasury and the Central Bank*, DC: International Monetary Fund, 2013.

[10]L. Schuknecht et al., "The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform," *ECB Occasional Paper*, 2011, (129).

[11]M. R. O'Donnell, "Yield Curve Theories and Their Applications Over Time," *Senior Projects Spring 2020*, 2020, (115).

[12]名义利率对通胀充分反应的货币政策规则称为主动型货币政策（名义利率对通胀缺口反应系数大于等于 1，意味着货币政策对于通胀较为敏感），反之为被动型货币政策。非致力于保持政府债务稳定性的财政政策规则称为主动型财政政策（即政府税收对债务水平的反应系数较小，意味着财政政策对于债务稳定不敏感），完全致力于政府债务可持续性的财政政策为被动型财政政策。

[13]E. M. Leeper, "Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics*, 1991, 27(1).

