

建立以利率为中间目标的货币政策新框架

彭兴韵 国家金融与发展实验室副主任

欧明刚 外交学院国际经济学院教授

摘要：20 世纪 90 年代中期开始，中国建立了以货币供应量为中间目标的货币政策框架。2018 年政府不再宣布 M2 的调控目标，意味着中国事实上放弃了以货币供应量为核心的数量型货币政策框架。建立以利率为中间目标的货币政策框架已经成为学术界与管理层的共识。尽管中国央行曾尝试建立市场化的利率调控机制，但它并不是以利率为中心的货币政策框架。中国建立新的货币政策框架，首先需要明确选择作为货币政策中间目标的指标利率，隔夜回购利率是比较好的选择，同时要完善利率走廊机制，使利率走廊收窄并变得更加灵活；其次，在法定存款准备金率正常化的基础上，建立中央银行贷款和基于国债买卖的公开市场操作相结合的政策工具组合。为此，需要发挥再贷款或再贴现的第一级市场流动性调控功能，扩大国债发行规模，丰富国债品种，完善公开市场操作，促使利率平滑化和引导利率期限结构。

关键词：货币政策框架；中间目标；政策工具组合

一、引言

党的二十大报告提出“建设现代中央银行制度”后，二十届三中全会报告再一次提出：“加快完善中央银行制度，畅通货币政策传导

机制。”2024年1月，习近平总书记指出，“强大的货币”和“强大的中央银行”是金融强国的关键核心金融要。有效的货币政策框架则是现代中央银行制度的重要方面，也是强大的货币和强大的中央银行的重要保障，对货币政策传导机制有着直接的影响。在2024年6月的陆家嘴论坛上，中国人民银行行长潘功胜从优化货币政策中间变量、健全市场化利率调控机制、逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱、健全精准适度的结构性货币政策工具体系、提升货币政策透明度等五个方面简述了未来货币政策框架的调整方向，内容具体而明确，中国新的货币政策框架似乎呼之欲出，引起了市场的高度关注。货币政策框架涉及货币政策的最终目标、中间目标、操作工具和央行与公众的沟通以及政策透明度等多个方面。由于《中国人民银行法》对货币政策最终目标有了明确的规定，即“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，因此，人们关注更多的就是货币政策的中间目标变量和操作工具。实际上，货币政策中间目标的选择，在很大程度上会影响政策工具的选择。鉴于此，本文集中讨论中国货币政策框架中的中间目标与政策工具的组合。

二、中国数量型目标的货币政策框架：确立与废弃

新中国成立至改革开放初期，中国并无现代意义上的货币政策。1993年底才确立了间接货币调控的改革方向。次年，中国正式建立M0、M1和M2的现代货币统计与层次的划分。但直到1996年，中国才正式引入货币供应量作为中间目标。1998年中国正式放弃了对商业银行的信贷规模控制，转而实行资产负债比例管理，同时尝试建

立法定存款准备金比率、公开市场操作和再贴现与再贷款的“三大法宝”的政策工具组合。一个顺应市场经济发展的中间目标、政策工具体系的货币政策框架已然十分明确。此后若干年每年 3 月总理的政府工作报告中，都会将货币供应量作为宏观调控目标的一部分向社会宣告（参见表 1）。不过，这一政策框架从一开始便遇到了一些难题，于 2006 年起不再宣布 M1 的调控目标，继而在 2018 年又终止宣告 M2 的目标值，这意味着，中国事实上放弃了以货币供应量为中间目标的货币政策框架。

表 1 中国货币供应量增长率的目标值与实际值（%）

年份	M2			M1		
	目标值	实际值	实际与目标之差	目标值	实际值	实际与目标之差
1998	17	15.3	-1.7	16	11.9	-4.1
1999	14	14.7	0.7	16	17.7	1.7
2000	15	16.0	1	15	16.0	1
2001	13	13.99	0.99	13	12.7	-0.3
2002	13	14.4	1.4	17	16.82	-0.18
2003	16	16.78	0.78	15	18.7	3.7
2004	17	19.6	2.6	16	13.6	-2.4
2005	15	17.57	2.57	15	11.78	-3.22
2006	16	16.94	0.94	—	17.48	
2007	16	16.72	0.72	—	21.01	
2008	16	17.82	1.82	—	9.06	
2009	17	27.68	10.68	—	32.35	
2010	17	19.72	2.72	—	21.19	
2011	16	13.6	-2.4	—	7.9	
2012	14	13.8	-0.2	—	6.5	
2013	13	13.6	0.6	—	9.3	
2014	13	12.2	-0.8	—	3.2	
2015	12	13.3	1.3	—	15.2	
2016	13	11.3	-1.7	—	21.4	
2017	12	8.1	-3.9	—	11.5	
2018	—	8.1		—	1.5	

资料来源：根据中国人民银行历年货币政策执行报告整理。

尽管以货币供应量为中间目标的政策框架为中国经济高速增长提供了良好的环境，在宏观经济调控中发挥了积极作用。但是，这一政策框架在中国开始实施时，发达市场经济国家就已放弃了货币供应量的调控目标，转向了以利率为中间目标的政策框架。而且，由于货币供给的内生性，从一开始央行对货币供应量的可控性并不理想，因此，它一经实践，便立即受到学者们的质疑。而且，不同层次的货币供应量增长率的变化还常常出现相互背离的现象，即 M2 与 M1 之间

存在“剪刀差”问题，这导致央行往往左右为难。

此外，货币供应量与最终目标之间的相关性也并不明显。若货币流通速度较稳定，经济增长、通胀率与货币供应量之间的相关性就可能较强。但是，问题恰恰在于，货币流通速度并不是单纯由技术和制度因素所决定的稳定变量，名义收入、利率等影响货币需求的因素也同样影响着货币流通速度，从而导致货币流通速度并不稳定，极大地削弱了货币供应量与货币政策最终目标之间的相关性。此外，金融创新也改变了金融体系的流动性结构，并对原有的货币统计口径带来相当大的冲击。许多商业银行表外业务创造了新的流通手段，但它们并不在传统的货币统计内。信息技术的发展、清算和支付方式的变革，会改变货币流通速度和商业银行的超额准备金需求；金融市场的快速发展和金融资产的交易吸收了大量货币，货币在金融市场与实体经济之间频繁地转换，也会导致货币供应量与货币政策的最终目标之间的关系变得更加不稳定。总之，在金融创新、直接融资迅速发展的背景下，我国货币需求函数波动性加大了，使数量型的货币调控的精确度和效果都难以保证。

在此情况下，央行开始编制社会融资规模的统计指标。社会融资规模是反映金融与经济关系的良好指标，央行也能有效地对其施加影响。此后，政府虽然开始强调“保持合理的社会融资规模”，但它并没有成为货币政策中间目标，更不用说建立以此为中间目标的货币政策框架了。“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，是一个具有相当灵活性的表述，政府并没有宣布社 会

融资规模与货币供应量的目标值。事实上，在 2018 年不再公布 M2 的调控目标值后，尽管我国依然注重货币政策的“量”的调控，但再也没有一个明确的货币政策中间目标。对于建设现代中央银行制度的大国而言，一个模糊不清的货币政策框架，并不利于提高货币政策的透明度，也不利于中央银行与市场和公众的沟通，当然也加大了中央银行对公众预期管理的难度。

三、以利率为中间目标的货币政策框架：共识与尝试

当以货币供应量为中间目标的货币政策框架遇到麻烦时，人们自然会想到以利率来替代。自中国确立以货币供应量为中间目标的政策框架后不久，一些国内学者在指出货币供应量不适合用于货币政策中间目标的同时，主张以利率作为中间目标。尤其是，国内学者对泰勒规则在中国的运用表示了浓厚的兴趣。谢平和罗雄的研究表明，泰勒规则可以很好地衡量中国的货币政策，能够为中国货币政策提供一个参照。陆军和钟丹则在此基础上，进一步探讨了我国应用泰勒规则的可行性；他们认为，同业拆借市场上的资金价格在理论上可以反映央行货币政策的取向，同业拆借利率可以作为央行货币政策的参照依据。不过，王曦等的研究表明，利率规则对于实体经济的拟合优于数量规则；在通货膨胀拟合上，数量规则与利率规则的表现相当但均不甚理想。他们认为，尽管在实体经济冲击（技术和投资专有技术冲击）下，央行使用混合规则的福利损失最小，但在面对货币政策冲击时，利率规则的社会福利损失最小。不过，从全球来看，相对于通胀目标制的规则性货币政策规则而言，几乎没有中央银行宣告过其利率政策的调

整是基于泰勒规则的。但是，不管是否有中央银行实行过泰勒规则，但利率已居于货币政策框架的核心，确实是发达经济体的普遍做法，也是 21 世纪以来中国学术界与管理层的普遍主张。自周小川以来的历任行长都一直强调以利率为目标的货币政策的重要性。

如今，以利率为中间目标的货币政策框架，不仅是学界的共识，也是全球众多（特别是发达经济体）中央银行的普遍实践。潘功胜行长在陆家嘴论坛上说：“逐步淡化对数量目标的关注……需要把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用。”显然，**建立以利率为中心的新货币政策框架，已是未来的基本方向了。**

虽然中国多用数量型的货币政策手段，但央行也积极尝试过市场化的利率调控或通过货币政策操作来引导市场利率。早在 2005 年，我国央行在公开市场操作时，就做过引导市场利率的尝试。那时，面对国际收支双顺差带来的流动性扩张，央行不得不发行央行票据来回收流动性，导致央行票据发行规模迅速扩张，这在客观上提高了央行对货币市场利率的影响。同时，由于央行票据的信用等级高、期限短，它在一定程度上促进了货币市场短期基准利率的形成，对完善货币市场收益率曲线也有积极的影响。以央行票据为主导的公开市场操作对市场利率的引导主要体现在央行票据的数量招标。数量招标就是央行事先确定央行票据的利率，一级交易商根据这个利率投标决定发行数量。在货币市场利率起伏较大、中央银行希望通过央行票据利率来引导市场利率的趋势或为了控制央行票据的成本时，数量招标就是一个

较好的方法。不过，在通胀率上升的时期，中央银行确定的票据利率，并不能充分地反映利率的通胀升水，往往与一级交易商的期望相差甚远。这时，央行票据的发行就会出现流标。2003 年第 55、56 期中央银行票据采取数量招标的形式，均没能完成央行预定的发行量。在此后的央行票据发行中，就基本没有再采用过这种方式了，通过央行票据的数量招标来引导市场利率的尝试也就无疾而终。

即便央行采取了数量招标的央行票据发行方式，但央行依然没有通过市场化调控机制来引导存贷款利率。那时，我国存贷款利率仍然是被高度管制的，央行把存贷款利率的调整当作货币政策的一个重要工具。乃至，当时任央行行长周小川说到，我国货币政策注重数量调控而忽视价格调控、但价格调控的效果要优于数量调控时，人们就将其简单地理解为央行将要调整存贷款利率。不过，随着存贷款利率市场化改革的不断深入，央行也探索了通过货币政策操作间接引导贷款利率进而影响存款利率的调控框架。这就是，**建立以贷款市场报价利率（LPR）为核心的市场化利率调控。**

LPR 于 2013 年 10 月正式运行。LPR 是商业银行对最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率根据信用风险的差异，可在 LPR 基础上加减点生成。然而，LPR 创立之后的数年里，商业银行在报出 LPR 时，仍以央行设定的贷款基准利率为参照。但 2015 年之后，我国央行再也没有调整贷款基准利率，结果，LPR 在长达四年左右的时间里一直保持不动（见图 1）。这表明，LPR 既没有反映信贷市场的资金供求关系，也没有反映和传递央行的货币政策意图。

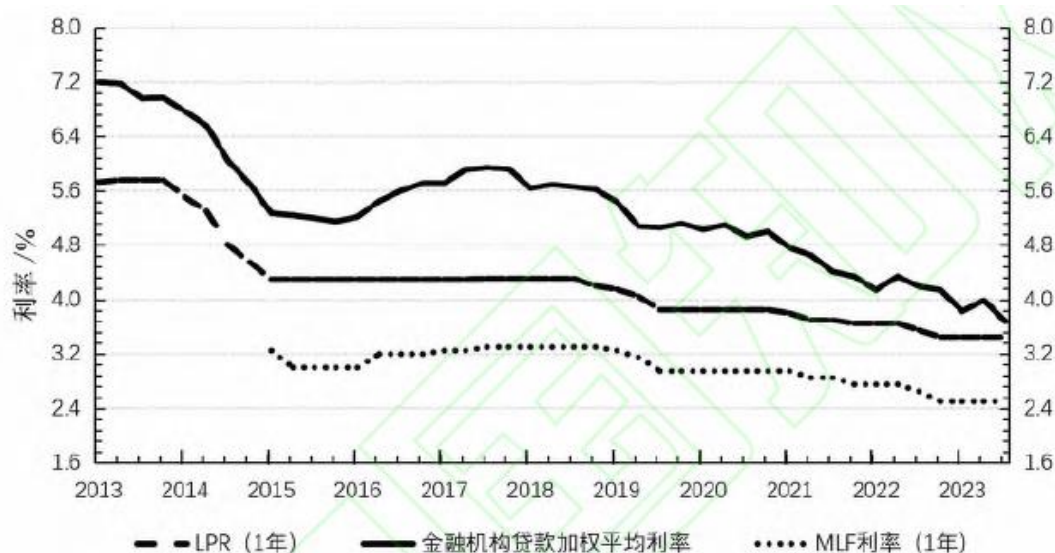


图1 中国贷款市场报价利率（LPR）与金融机构贷款加权利率变动

资料来源：Wind 数据库

于是，央行在 2019 年对 LPR 进行了改革。此次改革，除了增加报价行数量外，最重要的就是将 LPR 的报价方式改为按照中期借贷便利（MLF）利率加点形成。中期借贷便利，即央行对商业银行提供以 1 年期为主的中期再贷款，其利率构成了银行边际资金成本的一部分。LPR 加点幅度则主要取决于各银行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。此次改革还新增了 5 年期品种，便于为商业银行长期贷款的利率定价提供参考。同时，央行还要求，各银行在新发放贷款中主要参考 LPR 定价。这意味着，贷款市场报价利率取代央行原来对商业银行设定的贷款基准利率，成为商业银行发放贷款的定价新基准。

此次改革后，我国央行就在货币政策操作中通过调整 MLF 利率来引导 LPR 的变化，在此基础上进一步引导商业银行对企业和个人贷款利率的变化。事实证明，在 2019 年以后，央行下调中期借贷便

利的利率后，LPR 也随之相应地向下调整。当然，相应地，商业银行贷款加权利率也随之变动。如图 1 所示，自 2019 年以来，央行在调整 MLF 利率后，LPR 随之下降，也直接带动了金融机构贷款加权利率的下行，这就更直接地传达了降低实体经济融资成本的货币政策意图。虽然央行一直在强化商业银行利率的自律机制，但仍有部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率，为此需要着重提高 LPR 报价质量，以更真实地反映贷款市场利率水平。于是，LPR 的参考利率再次发生了变化。中国人民银行《2024 年第二季度中国货币政策执行报告》中明确了 7 天逆回购利率作为主要政策利率，这意味着中期政策利率在 LPR 中的地位已被弱化了。这样，央行试图通过公开市场 7 天逆回利率来引导 LPR，再进一步影响商业银行存贷款利率。

不过，尽管央行在市场化的利率调控体系中做了一些有益的探索和尝试，但这并不意味着，中国已经建立起了现代意义的市场化利率调控体系和以利率为中间目标的货币政策框架。市场化的利率调控体系，需要央行明确货币政策的中间变量，并实施相互配合的政策工具。

四、以利率为中间目标的货币政策框架：确立中间目标利率与利率走廊机制

在建立以利率为中间目标的货币政策新框架时，涉及相互关联的两个方面，那就是，确立中间目标利率和完善利率走廊机制。

（一）确立中间目标利率

市场化的利率调控需要中央银行确定哪种利率作为其政策操作的指标利率，这个利率在金融学中通常也叫作货币政策的中间目标利

率。国际上，最有名的中间目标利率就是美国联邦基金利率。人们通常关注的美联储加息或降息，就是指它提高或降低联邦基金利率目标值若干点。美联储在宣布联邦基金利率的目标值后，就会通过贴现窗口和公开市场操作使实际运行的联邦基金利率（也叫有效联邦基金利率）与其目标值大体一致。美联储调整联邦基金利率后，短期（比如3个月和1年期）国债利率会立即随之而变动，进一步带动中长期国债利率变动，再经由风险溢价而使企业债券收益率、银行信贷利率相应地调整，这些中长期利率变动才会直接影响投资与消费等实体经济活动，并最终作用于其通胀率、失业率等货币政策的最终目标。

虽然中国已经放弃了以货币供应量为中间目标的货币政策框架，央行也做了一些市场化利率调控的探索，但仍然没有建立起以某种短期货币市场利率为中间目标的政策框架。2007年初，中国就开始计算并发布 SHIBOR（上海银行间同业拆放利率），它是中国金融市场体系中最重要基准利率。有研究认为，将 SHIBOR 作为我国货币政策的基准利率不仅是可行的，而且也是有效的。不过，2008年全球金融危机后伦敦银行同业拆放利率（LI-BOR）的多起操纵丑闻，严重削弱了它的公信力；于是，各主要经济体进行了基准利率改革，新基准利率多为无风险基准利率，均为实际成交的单一的隔夜利率。我国央行认为，SHIBOR 发展也面临一些问题，与 LIBOR 类似，报价形成的 SHIBOR 与实际交易利率难免存在差异，银行间拆借市场发展也慢于回购市场，对 SHIBOR 的支撑作用减弱，况且，它的运用范围非常小。

在此背景下，基于报价而非实际成交的 **SHIBOR** 的地位便日趋式微了，我国央行就更加重视基于实际交易而形成的基准利率。事实上，自中国建立银行间市场之初，就已培育形成了基于实际交易的债券回购利率等基准利率体系。这其中就包括：质押式债券回购利率（**R**）、存款类金融机构间债券回购利率（**DR**）、回购定盘利率（**FR**）。质押式回购利率参与主体包括所有参加银行间市场交易的机构，没有区分质押物，体现整个银行间市场流动性状况，期限涵盖隔夜、7 天等 11 个品种，其运行时间最长。存款类金融机构间以利率债为质押形成的 **DR**，直到 2014 年才开始编制。不过，此类回购交易量占银行间市场的回购交易量只有 50% 左右。中国于 2006 年开始计算并发布回购定盘利率，即以每个交易日 9 点至 11 点半的质押式回购交易为基础，通过正常排序后取中位数而得到的利率。2017 年推出了银银间回购定盘利率（又称存款类金融机构间的回购定盘利率，**FDR**），其计算方法与 **FR** 一样，只不过其样本的机构范围小一些。

潘功胜指出：“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。”事实上，这并不是央行领导第一次指出 7 天回购利率作为主要政策利率的功能。早在 2015 年两会期间，时任央行副行长易纲就曾指出，“7 天回购利率有作为政策利率的苗头”。2021 年作为央行行长的他则指出，公开市场操作 7 天逆回购利率是央行短期政策利率。不过，这里所说的“政策利率”，更准确地说，是我国央行货币政策操作工具的利率，是不能与货币政策中间目标利率混为一谈的。之所以说这

个利率是短期政策利率，原因无非是，近几年来，我国央行公开市场操作主要是以 7 天逆回购作为央行向市场提供短期流动性的一种方式。因此，它的利率也构成了其交易对手获得短期流动性的资金成本。自然地，央行 7 天逆回购利率会传导到银行体系的其他利率。但我国央行从未向市场正式宣告过 7 天逆回购利率的调控值，况且，作为中间目标的利率，也不应当是央行的政策操作工具的利率。是故，无论是央行公开市场操作的 7 天逆回购利率，还是诸如中期借贷便利或常备借贷便利等央行贷款的利率，都可以作为央行的政策利率，但不是也不应当是货币政策的中间目标利率。

无论是从国际通行的货币政策中间目标利率的实践来看，还是从利率结构的金融学理论来看，作为货币政策中间目标利率的应当是某种隔夜货币市场利率。上文已指出，LIBOR 操纵案后的国际基准利率改革中，各国都选择了实际成交的单一隔夜利率；在货币政策中间目标的实践中，美国、加拿大、日本等发达市场经济体选择了隔夜利率。就中国货币市场结构而言，中国银行间同业拆借利率（CHIBOR）早已淡出了市场，而上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）运用范围又较小，它不能准确地反映中国货币市场总体的流动性状态。相较而言，债券回购市场的交易远比同业拆借活跃、交易规模更为庞大，因此，它对其他金融市场的影响也较同业拆借更大。2023 年，中资大中型银行在债券回购市场中净融出的资金，是同业拆借市场中融出的 10 余倍（见表 2）。这也意味着，债券回购市场在货币政策传导中发挥着比同业拆借更为重要的作用。

表 2 金融机构在债券回购和同业拆借市场的净融资额（2022
2023 年）（亿元）

	债券回购		同业拆借	
	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年
中资大中型银行	-8627548	-6665164	-592915	-635244
中资小型与外资银行	669325	212094	86523	65747
证券业机构	2282209	1754480	424875	443887
保险业机构	249533	229671	1952	2803
其他金融机构及产品	5426481	4468919	79566	122807

资料来源：中国人民银行《2023 年第四季度中国货币政策执行报告》。

在债券回购中，银行间市场债券回购也较交易所更加活跃，而在我国回购市场的交易期限方面，二十多年来，隔夜回购是我国银行间债券回购最主要的回购方式，它的交易量要远远超过 7 天回购的交易量。例如，2023 年，隔夜回购交易量占债券回购交易总量的比重高达 87.5%。这表明，隔夜回购的流动性强于 7 天回购交易，其利率也反映了货币市场流动性变动的更多信息。此外，隔夜回购利率的波动性也较 7 天回购利率要小，这也有利于使实际的货币政策中间目标利率与央行设定的目标值相一致。而且，以国债为质押的隔夜回购利率期限最短、信用风险最低，相较于 7 天回购利率，它在理论上也更加符合基准利率的要求，因为，基准利率要求它自身既无期限升水，也无信用风险溢价，能够最直接地传达货币政策意图。有实证结果也表明，回购市场中的隔夜利率具有更强的基准性质，因此，可以选择隔夜质押式回购利率作为短期利率基准，使货币政策传导效率最大化。而且，

从表 2 可以看出，在债券回购市场中，中资大中型银行是资金净融出方，其他诸如券商、保险等金融机构和产品则是资金净融入方。须知，中资大中型银行是我国央行公开市场操作的一级交易商，央行货币政策操作首先影响的是中资大中型银行的超额准备金水平，然后由它们在债券市场回购的交易（提供短期流动性）来影响其他金融机构，因此，债券回购市场特别是隔夜回购更直接地传递了货币政策的意图。

（二）完善利率走廊机制

过去，主要经济体货币政策中间目标利率通常是由央行设定一个具体的值。2008 年全球金融危机后，以美联储为代表的发达经济体转而实行了利率走廊机制，将货币政策的中间目标利率设定在某一个区间。比如，目前美联储的联邦基金利率目标区间为 5.25%~5%，即现在美联储货币政策中间目标利率的下限为 5.25%，上限为 5.5%，只要实际的联邦基金利率在此区间，美联储便不会对其进行干预。

2013 年，“钱荒”和货币市场利率短时间内大幅攀升后，中国也开始尝试建立利率走廊机制。2013 年第一季度《中国货币政策执行报告》中指出，发挥常备借贷便利的利率作为市场利率上限的作用。我国利率走廊的上廊是常备借贷便利（SLF）利率，下廊是超额存款准备金利率，这样将短期利率的波动限定在合理的范围内。

不过，我国的利率走廊并不是货币政策中间目标的走廊机制。央行支付给商业银行的超额准备金利率却很少调整，2004 年以来，我国央行仅调整了 3 次超额准备金利率，分别是 2005 年 3 月从 1.62% 下调至 0.99%，2008 年 11 月下调至 0.72%，2020 年 4 月下调至 0.35%，

目前仍保持 0.35% 的水平，而在此 20 年间，我国债券市场利率经历了 5 个上升和下降的周期，可见，我国利率走廊的下限并不能反映央行的政策意图。至于常备借贷便利（SLF），央行在 2013 年，“钱荒”后的一个较短的时间里，曾发放了数千亿元的 SLF，但此后，其操作规模非常小，常常出现央行常备借贷便利余额为零的情形。2024 年 6 月，其余额仅为 25 亿元，相对于庞大的央行资产而言，这个数量小到可以忽略不计。由于央行很少进行常备借贷便利操作，其利率也不能及时反映变化了的的市场流动性，结果，常备借贷便利利率还一直高于中期借贷便利利率（见图 2），这显然是有违于基本的利率期限结构原理的。

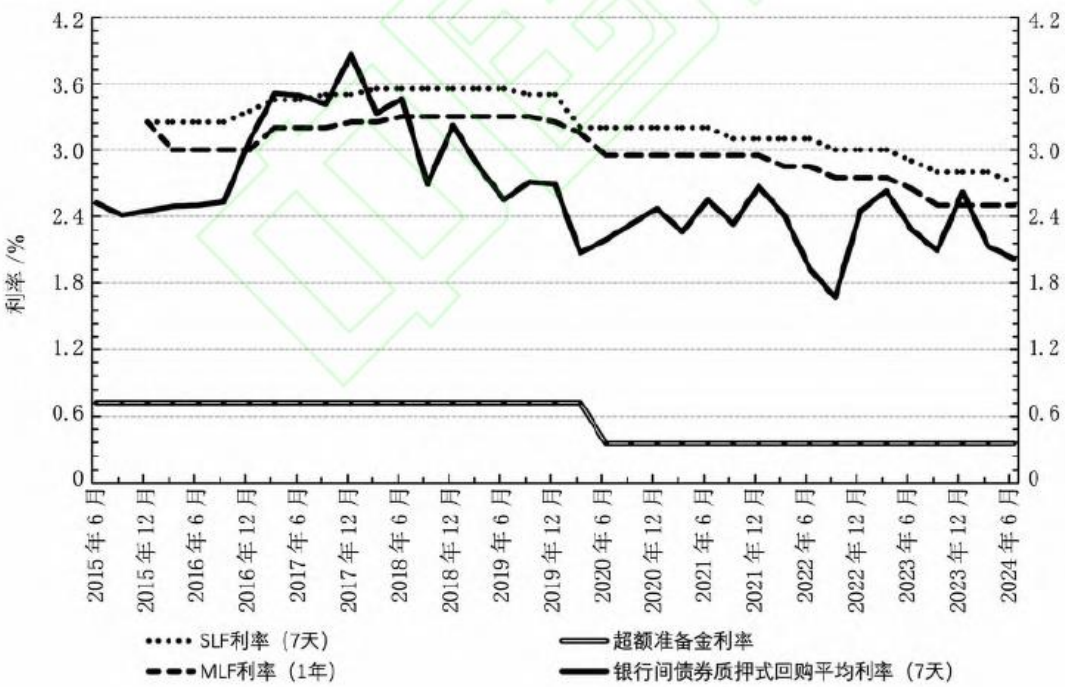


图 2 中国的利率走廊

资料来源：Wind 数据库

况且，目前以超额准备金利率为下廊、常备借贷便利利率为上廊

的利率走廊，超过 2% 的走廊宽度（见图 2），固然提高了市场利率波动的区间和灵活性，但一个长期不变动的走廊下限和很少运用的常备借贷便利工具导致利率的长时断点，也难免让人对这个利率走廊的货币政策意义产生怀疑，所以，就有学者提出了要逐步收窄利率走廊的建议。因此，若央行确立了某个债券回购利率作为中间目标，则利率走廊机制也应相应地加以调整。比如，若根据宏观经济形势的需要，央行将隔夜回购利率的目标区间设置为 2%~2.25%，则超额准备金利率和常备借贷便利利率也应相应地调整。2024 年 7 月上旬，央行宣布开展临时隔夜正回购或逆回购操作。所谓“临时”，意味着这不是常规的公开市场操作，只有在市场出现了央行所不期望的波动时，它才会进行此类操作；临时正回购与逆回购操作利率分别为 7 天逆回购操作利率减点 20 个基点和 50 个基点。这也表明，7 天逆回购利率成了临时正（逆）回购的定价基准。显然，这是央行在干预市场过度波动方面而创设的新工具。有了这个工具，临时逆回购利率便可能取代常备借贷便利利率，成为中国式利率走廊新的上廊。若如此，中国利率走廊的区间也将被大幅收窄。当然，超额准备金利率也应根据央行中间目标利率的上升或下降而相应地上升或下降，以使超额准备金利率与中间目标利率一致变动。

五、以利率为中间目标的货币政策框架：政策工具的新组合

当央行确立了一种市场利率作为市场化利率调控的中间目标后，在具体的货币政策操作中还需要不同政策工具之间的协调与配合。

21 世纪以来，中国在货币政策的数量型调控机制下，央行的政

策工具的组合经历了两个阶段。第一个阶段就是，为对冲外汇占款而不断提高法定存款准备金率和发行央行票据。提高法定存款准备金率深度冻结了流动性。在我国早期债券市场品种单一、市场深度欠缺的环境下，发行央行票据不仅回收了部分流动性，同时还丰富了债券市场品种。随着宏观经济形势的转变，国际收支不再造成基础货币被动地扩张，2013 年以来央行的政策工具组合迈入了第二个阶段，那就是，通过持续不断降低法定存款准备金释放原来被冻结的流动性，同时既通过大量各种类型的央行贷款向市场提供流动性供给，也通过结构性的央行贷款引导信贷资源的投向。

然而，在以利率为中间目标的货币政策框架下，还需要进一步调整央行的政策工具的组合。在市场化利率调控机制中，央行只是根据宏观经济的需要，调整中间目标利率的目标值，实际的目标利率水平则是由货币市场供求关系决定的，这样，实际的中间目标利率与央行的目标值之间就可能会存在差异。同时，为了防止利率的剧烈波动，还需要对利率进行平滑化操作。无论是使实际的指标利率与央行的目标值大体保持一致还是利率的平滑化操作，都需要央行进行政策的组合协调，这种政策工具的组合依然是通过央行改革货币市场的资金供给来实现。因此，即便是在市场化的利率调控机制下，央行仍然需要通过“量”的改变来实现“价”的变化。换言之，与数量型货币调控机制的不同之处在于，在市场化利率调控的货币政策框架下，央行“量”的改变是服务和服从于“价”的目标实现的。

（一）法定存款准备金率正常化

在利率目标调控框架下，调整法定存款准备金率并不是理想的货币政策工具，因为这往往会造成流动性的大收大放，加剧利率波动，并不利于利率的平滑化操作。况且，过高的法定存款准备金率，从央行资产与负债两端均造成了货币政策的扭曲。这意味着，中国在建立以利率为中间目标的政策框架之前，需要进一步降低法定存款准备金率，彻底实现法定存款准备金率的正常化。而且有研究发现，过高的存款准备金率会削弱政策利率的传导效率，因此，要疏通新货币政策框架中利率传导机制，应降低法定存款准备金率。自 2014 年以来，通过定向降准与普遍降准相结合，中国已大幅度降低了法定存款准备金率，现今平均 7.5% 的法定存款准备金率相较于原来 21.5% 的水平，已降低了 14 个百分点。但相对于全球主要经济体，这依然是非常高的。况且，在对商业银行资本充足率监管要求不断增强的条件下，资本充足率要求对商业银行信贷的约束力不弱于法定存款准备金率。正因为如此，在以利率为中间目标的货币政策框架确立后，一些国家便已放弃了法定存款准备金制度，或者基本不将法定存款准备金当作一项货币政策工具加以使用。比如，欧洲央行虽然继续保留了法定存款准备金制度，但它的主要作用是通过准备金计算周期的制度设计，来平滑货币市场利率波动。

（二）发挥再贷款（再贴现）的第一级市场流动性调控功能

若以利率作为操作目标，就需要中央银行对短期市场利率有较强的调控能力，但这并不等于中央银行依然通过行政手段将各种利率控制在中央银行的目标值范围内，而通常是中央银行通过公开市场操作

和再贴现（或央行再贷款）的组合，改变货币市场的资金供给，使实际的指标利率保持在央行的目标水平，并通过短期利率的变化来引导长期利率的变化。比如，美联储实施利率政策时，并不是人为地“规定”一个固定的联邦基金利率，它调整的是联邦基金的目标利率。在绝大多数时候，美联储宣布的联邦基金目标利率都构成一个“中心”，有效联邦基金利率围绕目标利率在很小的范围内波动。美联储主要是通过调整准备金的供给来影响联邦基金利率的。它把准备金供给分解为银行体系借入准备金和非借入准备金，通过贴现窗口控制借入准备金，公开市场操作控制非借入准备金。通常情况下，美联储在宣布调整联邦基金目标利率水平时，就会调整再贴现利率，影响商业银行的非借入准备金水平，使有效联邦基金利率与目标利率保持基本一致；若有效联邦基金利率明显偏离了其目标利率，则它就会通过公开市场操作影响银行体系的非借入准备金，再进一步使有效联邦基金利率趋于其目标利率。

建立中国特色的以利率为中间目标的货币政策框架，同样需要央行贷款（或再贴现）与公开市场操作的组合协调。2013年6月，银行间利率大幅攀升，“钱荒”迫使央行创造新的贷款工具（如常备借贷便利等）来保证流动性与基础货币供给。通过央行贷款利率来管理货币市场利率“上限”，通过超额准备金利率来管理货币市场利率“下限”，形成了中国特色的“利率走廊”机制。自此，增加央行贷款与降低法定存款准备金率，成为“保持流动性合理充裕”的基本手段。常备借贷便利、正（逆）回购操作、短期流动性调节工具（SLO）一起，

构成了中国央行管理和调节市场流动性的工具体系。此外，更多的央行贷款工具也被用作结构性货兑政策工具，以引导银行信贷资金更多地投向国民经济的薄弱环节和国家的战略方向。当然，央行为了维护金融市场的稳定，向问题金融机构提供再贷款也是其发挥“最后贷款人”职能的体现。

（三）完善公开市场操作，促使利率平滑化和引导利率期限结构

除了降低法定存款准备金率和增加央行贷款外，央行还通过公开市场操作来管理流动性。1998 年，我国便开始尝试以国债为基础的公开市场操作，但那时，有限的国债规模难以支持央行大规模的公开市场操作。因此，2001 年后，流动性过剩要求央行回笼基础货币之时，以国债为基础的公开市场操作已无用武之地。由于央行持有的政府债券规模非常小，无法通过卖出国债来实施冲销操作，央行便主动发行债券（央行票据）来回笼基础货币，央行资产负债表中的“发行债券”余额一度大幅增长。但是，2013 年后，国外资产不再构成基础货币投放的主要渠道，央行票据陆续到期偿付，央行债券余额也逐年下降到几乎可以忽略不计的水平。

我国当前公开市场操作的主要方式是回购交易。无疑地，它可以调节基础货币和市场流动性，但回购交易只体现为央行与其交易对手方之间买入返售的债权债务关系。正因为如此，与国外主要央行持有大量政府债券不同，我国央行对政府的债权不仅占其总资产的比重极低，而且绝对额也很小。2024 年 4 月，央行表示，央行在二级市场开展国债买卖，可作为一种流动性管理和货币政策工具储备。紧接着，

潘功胜行长说：“人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实。”央行买入国债而提供基础货币和调控流动性，已经被提上了议事日程。

通过买断或卖断的国债现货交易，也是以利率为中间目标的货币政策框架的必要的政策工具和操作方式。由于短期国债发挥着基准债券的作用，央行调整中间目标利率水平后，首先影响的就是短期国债收益率。这样，若货币政策框架以利率为中间目标，就必然要求从原来数量型政策框架中的准备金调整与央行再贷款的组合，转变为央行贷款与基于国债买卖的公开市场操作的组合。具体地说，通过央行贷款改变银行的准备金供给，使中间目标利率向政策目标利率调整，然后，通过公开市场操作对实际成交的利率在货币政策目标利率上下小幅波动。

为了促成货币政策的这一变革，需要扩大国债发行规模。现代国债的功能，除了是弥补财政赤字的手段外，也是金融机构流动性管理的基本手段，更是公开市场操作最理想的工具。认识到这一点，就需要改变国债管理的思路，国债的发行规模，就不应只考虑当年预算赤字，还应同时考虑金融市场和货币政策操作的需要。一直以来，我国央行之所以没有大量买断或卖断国债来调控基础货币，重要的原因之一，固然在于过去外汇占款迫使央行需要回购流动性，使得央行买入国债没有操作空间。但是，2013年后情况已然逆转，外汇占款不再造成基础货币被动扩张，央行依然没有通过买入国债来调控基础货币，其中的原因之一，或许就在于，中国国债余额难以支持央行大规模的

公开市场买入操作。到 2023 年末，我国国债余额 29.71 亿元，与 GDP 之比不足 25%，若央行大量买入国债，势必造成可供流通的国债余额大幅减少，国债的市场流动性不足，最终会扭曲国债的收益率曲线。同时，从国债余额占 GDP 的比重来看，我国国债规模尚有较大的发行空间。虽然 2003 年地方政府债务余额占 GDP 的比重达到 32%，合计政府债务余额与 GDP 的比率接近 60% 的债务率警戒水平。姑且不论这个警戒水平是否存在或是否合理，但要看到，中国政府拥有庞大的国有资产，为增加国债发行提供了实物资产的支持和保障。

以利率为中间目标的货币政策框架，还要关注利率期限结构，也就是央行需要关注甚至直接调控收益率曲线。为此，财政部门要丰富国债发行的不同期限，央行在公开市场操作中也要对不同期限的国债进行相互搭配，使短期利率与长期利率之间建立较强的联动关系。众所周知，长期利率的变化比短期利率对企业的投资需求、最终消费的影响更大。如果央行通过货币政策操作改变了短期中间目标利率，而中长期债券（尤其是国债）利率却不能随之而改变，即收益率曲线比较平坦，那么货币政策对投资、物价和就业等方面的影响就会大打折扣。在此情况下，即便中央银行成功地调整了短期利率，也难以实现货币政策最终目标。2004 年后的加息周期中，美联储就遇到了长端与短端利率变动不一致的麻烦。美联储自 2004 年 6 月以后连续 17 次提高联邦基金利率，但美国的长期利率并没有相应上升，这种长短期利率之间的利差减小的现象称为“格林斯潘之迷”。与之相反的情况，美国货币政策中也出现过，2008 年全球金融危机后，尽管美联储大幅

降低了联邦基金利率，但中长期美国国债收益率却并没有像美联储所期望的那样下降，制约了其他中长期利率的下降。结果美国失业率依然居高不下。直到 2011 年美联储采取扭转操作，即以买入长期国债置换短期国债后，长端收益率出现较大幅度下降，才让美国经济步入次贷危机之后的复苏之路。美国在货币政策操作中的教训，是有启发意义的。它提醒我们，在我国建立以利率为中间目标的货币政策框架后，不仅需要央行贷款与国债买卖为基础的公开市场操作之间的政策工具的组合，还需要央行进行不同期限国债之间买卖的组合，调整短期中间目标利率的同时，引导收益率曲线和中长期利率一致变动，方能提高货币政策的效率。

六、总结与建议

1994 年中国金融改革后，央行在货币政策间接调控的探索中确立了以货币供应量为中间目标的数量型政策框架。但是，在实践中，由于可控性和相关性均不够理想，我国分别于 2006 年和 2018 年先后停止公布 M1 和 M2，逐步放弃了以货币供应量为中间目标的政策框架。虽然 2018 年后，我国央行在货币政策的实际操作中仍然十分注重数量型的调控，但我国的货币政策框架中事实上没有中间目标。现在，以利率为中间目标的货币政策框架，既是学术界与管理层的共识，又是各国普遍的实践，我国央行为这一政策框架的确立创造了积极的条件，也做过多方面的市场化利率调控的尝试和努力。在建立以利率为中间目标的货币政策新框架时，需要确立中间目标利率和完善利率走廊机制，同时完善货币政策工具的新组合。

第一，选择隔夜回购利率为中间目标利率。无论是从国际通行的货币政策中间目标利率的实践来看，还是从利率结构的金融学理论来看，作为货币政策中间目标利率的应当是某种隔夜货币市场利率。隔夜回购是我国银行间债券回购最主要回购方式，且有很好的流动性，隔夜回购利率应是合适的中间目标利率。

第二，完善利率走廊机制。我国已经建立了以超额准备金利率为下廊、常备借贷便利利率为上廊的利率走廊，但超额准备金利率不常变动，而常备借贷便利利用得也不多。一方面，超额准备金利率应随中间利率目标而调整；另一方面，用某种更常用的央行贷款利率来取代常备借贷便利利率。2024 年 7 月央行推出的临时隔夜回购的利率便可能取代常备借贷便利利率，成为中国式利率走廊新的上廊。

第三，法定存款准备金率正常化。中国在建立以利率为中间目标的政策框架之前，需要进一步降低法定存款准备金率，彻底实现法定存款准备金率的正常化。

第四，加强央行贷款（或再贴现）与公开市场操作的组合协调。常备借贷便利、正（逆）回购操作、短期流动性调节工具以及央行各种结构性贷款一起，构成了中国央行管理和调节市场流动性的工具体系。关键是需要做好各种工具使用时的协调工作。

第五，扩大国债规模、优化国债结构并完善公开市场操作。建立以利率为中心的货币政策框架，就需要完善公开市场操作。扩大国债发行规模，从货币政策操作来说很有必要，而从国家承受能力来说也有可能。同时，要丰富国债的期限结构，央行应根据货币政策的利率

目标来进行不同期限国债买卖的公开市场操作。