

# 新中国货币政策框架 70 年：变迁与转型<sup>\*</sup>

何德旭 冯 明

**内容提要：**本文从货币创造机制、货币政策目标、货币政策工具、货币政策规则、货币政策传导渠道等五个维度，系统地回顾梳理新中国 70 年来货币政策框架的历史变迁，并着重探讨当前货币政策框架的转型特征。当前，基础货币创造机制正在发生结构性变化，货币信用体系日趋复杂；货币政策多元目标之间易出现冲突，中介目标由数量型向价格型过渡；数量型工具与价格型工具并存，多种新型结构性工具的有效性仍有待实践检验；货币政策规则以削峰填谷式的相机决策为主，尚未形成明确的量化规则；货币政策传导以银行信贷渠道为主，传导不顺畅的问题仍较为突出。最后，结合当前国内外经济金融形势的重大变化，分析了我国既有货币政策框架面临的四个方面的突出挑战，并分别从上述五个维度探讨未来货币政策框架的转型方向。

**关键词：**货币政策框架 货币创造机制 货币政策目标 货币政策工具 货币政策规则

**作者简介：**何德旭，中国社会科学院财经战略研究院院长、研究员，100028；

冯 明（通讯作者），中国社会科学院财经战略研究院副研究员、博士，100028。

**中图分类号：**F820.3 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2019)09-0005-16

## 一、引言

新中国成立 70 年来，伴随着经济体制的变革和经济发展阶段的不同，我国的货币金融管理体制和理念也几经变迁，但不论在哪个历史时期，货币金融始终在经济发展中扮演着至关重要的角色。本文聚焦于“货币政策框架”这一货币金融学理论与实践中的核心议题，系统梳理 70 年以来货币政策框架的历史变迁，分析其现状及面临的挑战，并探讨未来货币政策框架转型的方向。

概括而言，狭义的货币政策框架由四部分内容构成——货币政策目标、货币政策工具、货币政策规则和货币政策传导渠道，其中货币政策目标又可分为最终目标和中介目标（见图 1）；广义的货币政策框架还应包括一个国家或经济体的货币创造机制。狭义的货币政策框架更多是从宏观调控视角来

<sup>\*</sup> 基金项目：国家社会科学基金青年项目“宏观债务与高杠杆的形成机制及对策研究”（17CJY054）。

审视和理解货币政策的,货币创造机制虽然不属于宏观调控范畴,但却是货币政策的重要内核和运行基础,是比狭义货币政策更为根本的概念。可以说,关于货币政策目标、工具、规则、传导渠道的讨论,都离不开货币创造机制这一基础,特别是在当前我国经济金融结构调整的特殊时期,货币创造机制也在发生深刻转型,对货币政策框架的讨论尤其离不开对货币创造机制及其内在变化的充分认识。因而,本文也将货币创造机制纳入讨论范畴,从货币创造机制、货币政策目标、货币政策工具、货币政策规则、货币政策传导渠道等五个维度对货币政策框架的历史变迁和现状特征展开阐述。

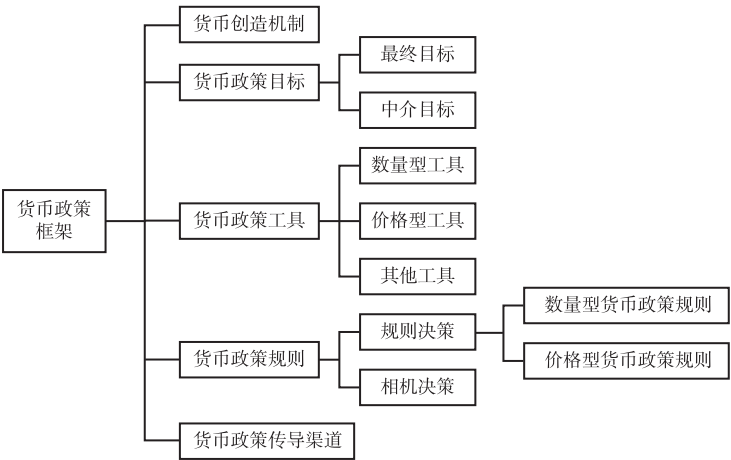


图1 货币政策框架内涵示意

在阐述货币政策框架之前,有必要对新中国成立 70 年来货币金融管理体制的历史沿革加以简要回顾,作为理解下文的制度背景。中华人民共和国的货币金融管理体制的历史渊源,可追溯至第二次国内革命战争时期——1931 年在江西瑞金成立的“中华苏维埃共和国国家银行”(戴相龙,1998;刘国昆,2012)。在此后的土地革命和抗日战争时期,多个根据地各自发行流通于本区域内的货币。1948 年 12 月,中国人民银行在石家庄以原华北银行为基础组建成立,开始发行人民币作为法定本位币。新中国成立之初完成了全国货币的统一,<sup>①</sup>建立起了统一、垂直领导的国家银行体系。以 1953 年开始实施的第一个“五年计划”为标志,我国进入了计划经济时期。在高度集中统一的计划经济管理体制下,货币金融领域也实行高度集中统一的国家银行体制和计划管理,中国人民银行同时兼负中央银行和商业银行的双重职能——“既是行使货币发行、金融管理职能的中央银行,又是从事信贷、储蓄、结算、外汇等银行业务活动的金融机构”。<sup>②</sup> 这一时期的宏观经济管理以实物管理为主、以价值管理为辅,资金分配调动以财政为主、以货币信贷为辅,在 1969 年 7 月至 1978 年 1 月期间甚至曾一度出现财政部与人民银行总行合署办公的情形,货币金融处于相对次要的地位。1978 年十一届三中全会做出了改革开放的重大战略部署,我国开始由计划经济体制向市场经济体制渐进转轨,同时金融体系也开始朝着机构多元、门类多样的方向发展,中央银行职能与具体金融业务的分野日渐清晰。1983 年 9 月国务院发布《关于中国人民银行专门行使中央银行职能的决定》,从此开始探索建立现代意义上的货币政策调控管理框架。1992 年十四大之后,在

① 具体过程可参见武力(1995)、潘连贵(1998)。  
② 详见戴相龙(1998)。

建立和完善社会主义市场经济体制的过程中,对金融领域进行了大刀阔斧的改革,金融体系得以长足发展。特别是1995年《中国人民银行法》颁布后,基本形成了中国人民银行在国务院领导下独立执行货币政策的中央银行体制。货币政策框架经历了1993年经济过热、亚洲金融危机后通货紧缩、加入WTO以及2008年全球金融危机等内部压力和外部冲击的考验,并在压力和考验中不断完善。2012年十八大之后,中国经济一度处于“三期叠加”的特殊时期,面临一系列新机遇与新挑战,金融领域的形势比以往更加复杂,各种新金融业态涌现,影子银行体系呈快速演化发展之势,信用创造活动活跃多变,宏观杠杆率持续攀升,金融风险隐患增多……这些都对货币政策框架提出了新的要求。以2017年全国金融工作会议召开为标志,新一轮的金融改革开启,货币政策框架也进入了新一轮的调整和创新。

## 二、货币政策框架的历史变迁

本文大致分五个历史阶段对70年以来我国货币政策框架的演进脉络进行梳理分析:第一个阶段是新中国成立之初的国民经济恢复时期,时间跨度大致为1949年至1952年;第二个阶段是计划经济时期,时间跨度大致为1953—1977年;第三个阶段是计划与市场调节并存时期,时间跨度大致为1978—1992年;第四个阶段为建立与完善社会主义市场经济时期,时间跨度大致为1993—2012年;第五个阶段是2013年全面深化改革以来。本部分对前四个时期的回顾侧重于货币创造机制、货币政策目标和货币政策工具三方面,对货币政策规则和传导渠道的讨论放在下一部分进行。

### (一)国民经济恢复时期的货币金融政策(1949—1952年)

在新中国成立之初的国民经济恢复时期,尚不存在现代意义上的货币政策框架。由于连年战乱,区域经济长期处于分割状态,难以得到有效整合,各个地区使用不同的货币进行流通,货币名称多样,版式各异,比价不一,全国币值体系纷繁复杂(武力,1995)。对于新生政权而言,首要任务之一是尽快地建立起自主、独立、统一的货币体系,因而推进人民币发行和全国币制统一成为当时货币金融领域的中心工作。解放区之间的货币统一早在1947年解放战争转入战略进攻阶段就已开始。1948年3月,华北五大解放区<sup>①</sup>在华北金融贸易会议上做出《统一新中国货币问题》的决议,提出了统一货币的原则性方案——“先统一本区<sup>②</sup>之货币,然后再由北向南,先是东北和华北,其次是西北和中原,然后是华西和华南,最后以中国人民银行之本位货币之发行实现全国之大统一”(中国人民银行,2008)。1948年12月,华北人民政府开始发行中国人民银行钞票,作为华北、华东和西北三区统一流通的本位货币,同时规定了新旧货币的比价,逐渐收回各个根据地或解放区在土地革命、抗日战争和解放战争等不同历史时期发行的旧币,并对国民党政府发行的金圆券采取“排挤为主、收兑为辅、限期兑换”(中国人民银行,2008)的方针。

这一时期的货币创造机制较为简单,人民币现钞的发行流通和币值稳定主要依赖于新生政权的信用与权威,包括军事实力、保障物资供应和物价稳定的能力等多个方面。相对而言,银行、钱庄等私营金融机构的信用派生活动在货币创造中的作用很有限。

该时期的货币政策目标聚焦于防治通货膨胀和确保金融稳定,从而树立和维护全社会对人民

① 指陕甘宁、晋绥、晋察冀、晋冀鲁豫边区和山东解放区。

② 指的是“东北、华北、西北、中原、华西、华南”六大区。

币的信心,保障人民币发行和全国币值统一。1949年4月到1950年3月,先后发生了四次以大城市为中心的物价上涨风潮。以“上海批发物价指数”为例,1950年3月比1948年12月上漲了42倍(中国人民银行,2008)。同时,金银、外币的黑市交易活跃,高利拆借等金融投机活动猖獗,严重影响人民币发行和币值稳定,并易陷入恶性循环。事实上,防治通货膨胀、确保金融稳定、维护全社会对人民币的信心在当时不仅是货币金融政策的目标,也是整个财经工作全局的重要目标(薛暮桥、吴凯泰,1985),为了实现这一目标,不仅要控制现金发行,而且需要物资调配、打击投机倒把等工作的密切配合。这一时期初步形成了“三大平衡”的财经工作理念,“现金收付平衡”作为三大平衡之一,<sup>①</sup>或可近似地被认为是该时期货币政策的中介目标。

为了实现防治通货膨胀、确保金融稳定、维护人民币信心、保障人民币发行的目标,新生政权综合使用了多种货币政策工具和非货币政策工具。其中,货币政策工具主要包括:一是减少现钞投放,加强现金管理。例如,中国人民银行与贸易部签订《贸易金库合同》,与铁道部、燃料工业部、重工业部、邮电部等部门签订代理金库与调拨资金合同,(中国人民银行,2008)统一收纳调度资金。1949年颁布《全面开展内汇决定的通知》,推进非现金结算。二是开展“折实储蓄”、保本保值储蓄、有奖储蓄,鼓励银行吸收存款、收回贷款,以紧缩银根。三是调整存款、贷款利率,多次根据物价形势调高或降低存贷款利率,间接调节市场资金供求。四是发行“人民胜利折实公债”,收进黄金、美元,回笼货币。五是对国营部门和私营部门、贸易部门和生产部门实行有区别的信贷政策,灵活运用信贷杠杆。非货币政策工具主要包括:一是跨区调配物资,组织国营贸易集中抛售物资,调动私营企业生产积极性,减轻商品市场供求压力;二是加强税收,回笼货币;三是运用行政手段打击投机势力,查缉投机活动、取缔据点、惩处首要投机分子;四是疏导游资,开放北京、天津原已查封的证券交易所。<sup>②</sup>

## (二)计划经济时期的货币金融政策框架(1953—1977年)

计划经济时期形成了一套独特的、从属于计划管理体制的货币金融政策框架。在计划经济时期,财政与信贷作为资金供应的两种渠道实行分口管理,其中财政是主渠道,“基本建设资金、国营企业自有资金和定额流动资金”的供应由财政承担,银行信贷政策居于从属地位,仅提供“企业临时性资金或超定额流动资金、集体所有制的生产流动资金、对农民的小额生活贷款”。以1978年为例,银行信贷供应只占到生产、流通、建设资金的23.4%,其余主要部分通过财政分配,(戴相龙,1998)生产资料的交换主要按照计划规定的价格采取转账方式进行结算,因而企业之间生产资料交换只涉及银行存贷款的增减划拨,不涉及现金交易。使用现金的领域主要包括:一是机关企事业单位工资发放,二是机关企事业单位零星费用开支,三是农副产品采购,四是个人或集体存款提取。

这一时期的货币投放机制分为两类:一类是现金投放,如机关企事业单位对员工的工资支出;另一类是信贷投放,如农业贷款、基本建设贷款等。虽然贷款派生存款的货币创造机制理论上仍然存在,但考虑到“大一统”的国家银行体制与严格的信贷计划管理,派生机制难以对实体经济有效发挥实质性作用。

与国民经济恢复时期相比,这一时期的货币信贷政策在严格的计划管理体制下有了更为明确的目标:一是现金收支平衡,二是信贷平衡,以及信贷与财政物资之间的综合平衡。这些计划平衡

① 详见1950年3月政务院颁布的《关于统一国家财政经济工作的决定》。

② 根据“中国人民银行大事记”、《陈云文选》(第二卷、第三卷)等资料整理。

关系集中地反映为消费品领域的物价稳定与否——由于现金主要用于消费品交易,因而一旦流通中的现金量超过消费资料供给量,就容易出现物价上涨,或者造成有价无市、排队抢购、凭票供应的“隐性通胀”局面。1956 年、1958 年“大跃进”之后以及“文革”期间的 1967—1968 年和 1976 年,曾先后出现过四轮较为严重的通货膨胀,为了实现消费品领域物价稳定的目标,货币信贷政策当局习惯以“市场现金流通量增速”和“市场现金流通量与社会商品零售额的比例”作为中介目标。在“大跃进”及“文革”期间,信贷计划管理体制受到严重干扰,中国人民银行的组织机构一度被裁减破坏,计划平衡目标及现金流通量目标失去效力(张鹏等,2010)。1956 年,在国营商业商品库存同比减少 6.5% 的情况下,市场现金流通量同比增加了 42%,预示着通货膨胀压力。“文革”初期由于货币增发,市场现金流通量与社会商品零售额的比例由 1965 年的 1:8.9 快速下降至 1:6,消费品供应短缺和物价上涨压力日趋紧张。

计划经济时期的货币政策工具主要是各类行政指令性的计划管理手段,主要包括两类。

一类是“综合信贷计划管理”。“综合信贷计划管理”从 1953 年开始实行,特点是“统收统支、统存统贷”,主要内容可以概括为三点:一是各级存款全部集中于总行统一支配,贷款由总行统一核批指标;二是各级银行的存款与贷款脱钩,各项贷款指标不能调剂使用;三是各级企业编制并逐级上报贷款计划,经国家主管部门和总行同意后再逐级下批。<sup>①</sup> 中国人民银行每年根据有关国民经济计划编制年度综合信贷计划,经国家计委进行综合平衡,报国务院批准后纳入国民经济计划下达执行。各产业部门和地区也要分别编制相应的部门或地区信贷计划,上报中国人民银行总行进行统一平衡。除年度计划外,季度和月度也有相应的信贷计划管理。

另一类是“现金收支计划管理”。中国人民银行从 1953 年开始以国民经济计划为依据编制现金出纳计划,分现金收入和现金支出渠道测算现金流动总规模,计算当年现金投放或回笼差额,<sup>②</sup> 并按照计划调节货币流通。具体调节手段主要包括:控制现金使用范围,强化非现金结算;控制工资开支,如 1960 年开始实行的工资基金监督制度;鼓励储蓄;通过商品销售回笼现金<sup>③</sup>等。

### (三) 计划与市场调节并存时期的货币政策框架(1978—1992 年)

改革开放之后,伴随着计划管理体制向市场经济体制的转轨,原有计划体制下的货币金融政策框架也开始逐步调整,初步为日后社会主义市场经济环境下的货币政策框架塑造了雏形。可以说,转轨是改革开放之初计划与市场调节并存时期货币政策框架最为典型的特征。转轨特征首先体现在货币创造机制的转型上。1983 年中国人民银行开始专门行使中央银行职能之后,中央银行与专业银行等商业金融机构的分工日渐清晰,人民银行不再针对社会公众办理银行业务,专业银行等金融机构开始在货币创造中发挥越来越重要的作用,“双层”货币创造机制逐渐得到巩固——中央银行通过对金融机构贷款、购买外汇和金银等手段发行基础货币,银行金融机构通过贷款派生等渠道创造存款货币。

在这一时期,货币政策的最终目标主要体现在两个方面:首先,维护物价稳定依然是主要目标。由计划经济向市场经济转轨的特殊阶段,通货膨胀易发高发,通胀治理始终是货币政策面临的首要难题和突出任务,其中以 1979 年、1984 年和 1988 年的通胀治理最具代表性。其次,促进产业结构调整也开始成为改革者赋予货币政策的目标之一。在总量控制回旋余地有限的情况下,政

① 根据 1955 年 6 月中国人民银行《关于编制季度信贷计划的暂行规定》、戴相龙(1998)。

② 详见 1959 年中国人民银行《关于进一步加强现金出纳计划工作的报告》。

③ 例如,1961 年曾通过销售高价点心、糖果、酒的临时办法回笼 33 亿元现金。详见戴相龙(1998)。



府通过信贷结构的有增有减,推动产业结构调整优化。考虑到改革开放初期的供求特点,当时的信贷结构调整主要是优先保证农副产品生产收购加工、纺织等轻工业以及国有大中型骨干企业的贷款需求,压缩低效益项目、非生产型项目、自筹固定资产投资项目等的不合理贷款。<sup>①</sup>

与此同时,随着货币信贷监测范围的逐步扩大,市场化的货币政策中介目标体系也开始初步形成并日渐清晰。随着商品经济的发展,经济货币化程度不断提高,现金和信贷适用范围大幅扩张,因此 1987 年中国人民银行开始试编“货币供应量计划”,<sup>②</sup>将存款纳入货币统计概念之中;1989 年开始编制“全社会信用规划”,将信贷管理由银行贷款推广到更广泛的信用创造。这两个举措标志着“双向”调控模式的雏形开始形成,即同时从信用创造和货币供应两端进行监测和调控。此后,“双向”调控模式不断完善,在很大程度上奠定了我国货币政策中介目标体系的格局,后来人民银行定期发布的货币统计、金融机构信贷收支统计、社会融资统计就脱胎于此,时至今日依然是监测货币金融环境和研究制定货币政策的重要依据。另外,这一时期货币信贷监测工作不断体系化,由以往的“一次计划管全年”转向了季度、月度的经常性监测、预测,指标体系更为健全。

该时期既是我国经济由计划体制向市场体制的转轨期,也是中国人民银行由“大一统”的国家银行向专门行使中央银行职能的过渡期,地方和部门利益干预仍在较大程度上存在,制约着间接调控工具的作用发挥,因而一方面,原有的信贷规模和现金发行计划控制仍然在较大程度上作为货币政策工具发挥作用;另一方面,由于非银行金融业务的发展,原有的信贷计划管理模式也出现了一定调整,形成了分层次的信贷计划管理体系。<sup>③</sup>此外,中国人民银行对货币政策工具进行了一系列重大改革与创新,先后创设了多种间接调控工具,尝试建立起直接调控工具与间接调控工具相结合的格局。一是创立了中央银行贷款制度。中国人民银行通过增减对国有专业银行等金融机构的贷款投放,从而在不直接干预专业银行自主经营的前提下间接影响其信贷量,成为调控贷款规模和货币供应量的一种重要工具。二是设立了存款准备金制度。1984 年开始实施法定准备金制度,1988 年又建立了支付准备金制度。三是对利率体系进行了调整改革,增加利率档次、实行差别利率、调整利率体系,加强了对各类金融机构的利率管理。这一时期曾多次动用利率调整工具来实施货币政策。

#### (四)建立与完善社会主义市场经济时期的货币政策框架(1993—2012 年)

1992 年,中共十四大确立了建立社会主义市场经济体制的改革目标,以此为标志,我国进入了建立和完善社会主义市场经济体制的新阶段。这一时期,货币政策框架加快丰富完善,向日趋成熟的方向发展。

首先,双层货币创造机制进一步发展演化,货币信用创造活动更加活跃。这一时期的货币创造机制呈现出两个典型特征:一是基础货币发行渠道多元化,特别是外汇占款渠道一度成为央行发行基础货币的主要机制。在经常项目和资本项目双顺差规模不断扩大的情况下,出口企业和来华外商将手中的外汇到开户行结汇,换成人民币,开户行再将收到的外汇到中央银行结汇,这一过程同时也是“外汇占款渠道”创造基础货币的过程。中国加入 WTO 之后到 2009 年之前,通过外汇占款渠道创造的基础货币曾一度超过当年基础货币的净增量,尤其是 2004—2006 年,央行资产负债

① 详见国务院批转中国人民银行《关于控制货币、稳定金融几项措施的报告》(1988 年 8 月 11 日)、国务院《关于当前产业政策要点的决定》(国发[1989]29 号)等文件。

② 详见中国人民银行《关于完善信贷资金管理暂行办法的规定》(银发[1986]401 号)。

③ 详见 1986 年 12 月中国人民银行《关于完善信贷资金管理暂行办法的规定》,1988 年 3 月中国人民银行《1988 年深化信贷资金管理体制改革的意见》。

债表的外汇占款项目每年分别增加了1.6万亿、1.6万亿和2.2万亿元,分别占到当年基础货币净增量的268%、295%和166%(冯明、杨赫,2018),以至于中央银行不得不经常通过发行央行票据的方式回笼外汇占款渠道释放的过量基础货币。二是商业银行的货币派生能力不断增强,在货币创造机制中发挥着越来越主动和主要的作用。存款货币的增速远远快于流通中现金的增速——在1993—2013年的20年间,M0由5864.7亿元增长到58574.4亿元,仅扩大了9倍;而M2由34879.8亿元增长到1106525亿元,扩大了30.7倍之巨。M0占M2的比例由1993年的16.8%持续下降到2013年的5.3%。

其次,在这一时期,货币政策调控由直接调控向间接调控转型,逐步建立起同社会主义市场经济相适应的货币政策调控体系。1993年国务院《关于金融体制改革的决定》(国民[1993]91号)首次以中央文件的形式阐述了货币政策的最终目标和中介目标、操作目标——最终目标是“保持货币的稳定,并以此促进经济增长”,中介目标和操作目标是“货币供应量、信用总量、同业拆借利率和银行备付金率”。1995年通过的《中国人民银行法》沿用了“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”的表述,但未就最终目标和中介目标进行区分说明。通过梳理历史脉络可知,相对于之前而言,此时“保持货币(币值)的稳定,并以此促进经济增长”的表述是对货币币值稳定这一目标的强化,在一定程度上标志着当时改革者和立法者转变中国人民银行职能的意图以及对货币政策目标单一化的取向。随着金融改革的深入,地方或部门利益干扰货币信贷政策的弊病在这一阶段后期得到了较大程度的遏制。在货币政策中介目标层面,货币供应量逐渐受到更多的关注和依赖。央行从1994年开始逐季发布三个层次的货币供应量数据(M0、M1、M2)。

与此同时,货币政策开始更加注重采用间接工具和国际通行的政策工具来进行宏观调控。一是自1994年10月开始办理再贴现业务,再贴现逐步成为一种常用的货币政策工具。此后,央行可以灵活地通过增减额度、放松或收紧再贴现条件、调整再贴现率、选择再贴现对象等手段进行货币量调控。二是央行开始进行公开市场操作,通过买卖有价证券收放货币供应和调节利率水平,包括1994年4月开始的外汇公开市场操作、1996年4月开始的国债公开市场操作,以及后来的政策性金融债、央行融资券等证券的公开市场操作。三是改革完善已有的中央银行贷款制度和存款准备金制度。1995年,中央银行贷款统一收归总行管理,由中国人民银行总行直接向各商业银行法人发放;中国人民银行分支机构与商业银行分支机构不再直接参与中央银行再贷款操作。1998年,法定准备金与支付准备金合并,并大幅下调法定存款准备金率。相应地,计划工具和直接指令性工具逐渐被弱化或终止使用。例如,1998年1月取消了对国有银行的贷款规模控制,<sup>①</sup>不再下达指令性计划,而改为指导性计划,转而对商业银行推行资产负债比例管理和风险管理。

### 三、全面深化改革以来的货币政策框架转型及新特征(2013年以来)

2008年全球金融危机之后,世界经济形势发生了重大变化,我国经济在经历了“四万亿”政策刺激和短暂调整之后,开始由高速增长阶段转向中高速增长阶段,经济结构转型加快,2013年到2014年,中央先后对宏观经济形势做出“三期叠加”和“新常态”的重大论断。经济形势的变化改变了货币政策的运行环境,也在客观上要求货币政策框架进行主动适应和转型调整(何德旭,2015;孙国峰,2017)。本部分着重刻画2013年全面深化改革以来尤其是当前我国货币政策框架

① 详见中国人民银行《关于改进国有商业银行贷款规模管理的通知》,1997年12月24日颁布。

的转型变化及新特征。

(一)基础货币创造机制发生结构转型,货币信用体系日趋复杂化

在基础货币创造层面,外汇占款渠道与央行再贷款渠道此消彼长。外汇占款渠道从 2010 年开始相对收缩,2015 年之后则进一步发生了方向性逆转,由释放基础货币转为回笼基础货币(见图 2)。2015—2017 年,外汇占款分别缩减了 2.2 万亿、2.9 万亿和 4637 亿元。在外汇占款渠道收缩的情况下,中国人民银行新创设了常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)、中期借贷便利(MLF)等工具来补充基础货币,这些工具本质上都是中央银行向商业银行的再贷款。2016 年和 2017 年,央行再贷款分别增加了 5.8 万亿元和 1.7 万亿元,占当年基础货币净增量的 159% 和 150% (冯明、杨赫,2018)。

在基础货币创造渠道转型的同时,商业银行、非银行金融机构以及民间金融的信用创造活动也在发生明显变化。一是银行信贷出表,信用创造活动复杂化。商业银行在传统的贷款信用创造之外,通过信托、基金、资管计划等非银行通道向实体经济大规模输送资金,信用创造链条加长,银行信用、非银行金融机构信用、商业信用相互交织,高度复杂化。二是银行理财和货币市场基金爆发式增长。在传统的活期存款和定期存款之外,这些具有部分货币属性的新型金融资产规模不断扩大,货币的内涵与外延在动态发展中出现了模糊地带。三是在互联网、智能手机等技术普及的推动下,以 P2P、区块链代币为代表的民间信用活动在正规金融体系之外野蛮生长。这些信用创造活动有的确实以真实的实体经济活动为基础,提高了金融服务实体经济的效率,有的是为了实现监管套利,有的则是乘借新兴科技浪潮在合法与非法的边缘游走,但不论如何,这些信用创造活动均在一定程度上改变了原先主要依靠贷款派生存款的传统货币创造体系,同时也影响着传统货币政策工具的有效性和货币政策传导渠道的通畅程度。



图 2 外汇占款渠道与央行再贷款渠道在基础货币增量中的占比

资料来源:中国人民银行。

(二)多元目标相机调整,中介目标由数量型向价格型过渡

1. 货币政策的最终目标

关于我国货币政策的最终目标,长期以来存在争议。首先,《中国人民银行法》第三条的表述为“保持货币币值的稳定”,但“币值稳定”一词的含义较为宽泛,理论上和实践均容易产生歧义,在不同场景下可能产生至少如下三种不同理解:一是理解为人民币相对于一般消费品的购买力稳定,即通货膨胀率保持在适度区间;二是理解为人民币相对于美元或一篮子外币的汇率稳定;三是



理解为人民币相对于黄金等贵金属或其他资产的比价稳定。

其次,尽管《中国人民银行法》立法文本中体现了一定的“单一目标”取向,但在实践中,我国货币政策追求的最终目标却较为多元。周小川(2016)将我国央行的货币政策目标表述为“4+2 模式”,其中的“4”包括维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡;“2”是推动改革开放和金融市场发展。他认为我国转轨经济体的特性决定了央行“多目标”的特点。马骏和管涛(2018)认为,我国的货币政策在一定程度上同时追求增长、就业、通胀、汇率、外汇储备水平、金融稳定和结构调整等至少七个最终目标。本文的梳理总结发现,我国货币政策的最终目标兼顾物价稳定、经济增长、就业、汇率、外汇储备水平、金融稳定和防风险、经济结构调整、促改革、惠民生等多个方面。

上述这些最终目标在具体操作中又分别对应一系列的统计指标。如经济增长目标对应于实际 GDP 增速、工业增加值增速、固定资产投资增速等,就业目标对应于城镇新增就业量和失业率等,通胀目标对应于 CPI、PPI、GDP 平减指数等,汇率目标对应于人民币兑美元汇率和 CFETS 人民币汇率指数等,外汇储备目标对应于外汇储备余额及其变化量,金融稳定目标对应于信贷市场、股市、债市、汇市、房地产市场的表现,经济结构调整目标对应于三次产业结构、消费投资结构、高新技术产业占比等重要的结构比例关系等。

在不同时期,货币政策当局对不同目标的相对重视程度会随着国内外经济金融形势的变化而做出相机调整。例如,当通胀压力较大时,会调高物价稳定的权重;当外部冲击来临时,会调高经济增长和就业的权重;当资产价格大幅变动时,会调高金融稳定的权重等。但是,不同目标对货币政策走向的要求并非总是一致的,彼此之间可能发生冲突,从而导致货币当局陷入两难境地。例如,在 2012 年之后的一段时期,我国经济持续面临增速下行压力,同时,防范金融风险 and 结构性去杠杆的任务也很艰巨,一方面,稳增长目标需要偏宽松的货币政策;而另一方面,宽松的货币环境却不利于去杠杆,反而可能进一步推升房地产价格,积聚金融风险。这时,央行就需要在稳增长目标与金融稳定目标之间做出权衡取舍,恰当地把握好平衡。

## 2. 货币政策的中介目标

当前,我国央行盯住的中介目标正在由数量型目标向价格型目标过渡。长期以来,我国央行主要盯住广义货币量(M2)、社会融资规模、新增贷款及其增速等数量型中介目标。随着经济结构和金融结构日趋复杂,一方面,央行跟踪监测、准确调控货币信贷数量的难度越来越大;另一方面,货币信贷数量与经济增速、通货膨胀、金融稳定之间的相关性也在弱化。这两方面因素都提高了货币政策中介目标由数量型向价格型转变的必要性和紧迫性。

在存贷款利率上下限管制放开之前,央行关注的价格型中介目标主要是商业银行存贷款基准利率;利率管制放开之后,尽管从理论上而言,一般贷款加权平均利率可作为备选的中介目标,但是,一般贷款加权平均利率并非市场交易直接形成的价格,需要经过抽样统计和计算处理,时效性和可靠性都存在不足,因而一般不作为中介目标使用。目前充当中介目标的主要是货币市场利率,如上海银行间同业拆放利率(Shibor)、正逆回购利率等指标。近年来,央行尝试建立了以常备借贷便利(SLF)7 天期利率为上限、以 7 天期逆回购利率为下限的“利率走廊”,同时更加重视存款类金融机构 7 天期质押回购利率(DR007)的中介作用。从金融市场反映来看,从 2018 年以来 DR007 作为央行政策利率的认可度最高,或在一定程度上发挥着“准政策利率”的功能。

## (三)数量型工具与价格型工具并存,新创设多种结构性工具

我国央行当前的货币政策工具箱中,数量型工具与价格型工具并存。传统上,我国央行依赖的数量型货币政策工具如调整法定存款准备金率、公开市场操作、再贷款和再贴现等,价格型工具

如调整商业银行存贷款基准利率、调整超额准备金的利率等。2015 年 10 月,随着存款利率上限管制的取消,所有主要利率的管制名义上已经解除,此后,存贷款基准利率调整尽管仍是一项货币政策工具,但至少从法律意义而言,其政策效力会减弱。有必要说明的是,数量型中介目标与数量型工具、价格型中介目标与价格型工具之间并非一一对应的关系,数量型目标既可以通过数量型工具来实现,也可以通过价格型工具来实现;价格型目标亦然。在中介目标由数量型向价格型过渡的过程中,货币政策工具仍然需要数量型与价格型并用。未来,即便完全过渡到价格型目标,存款准备金率、再贷款等数量型工具依然有存在的必要。

从 2013 年开始,央行先后创设了多种新的结构性货币政策工具,如短期流动性调节工具(SLO)、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;同时,央行多次使用定向降准、定向增加支农支小再贷款和再贴现额度、定向降低支农支小再贷款利率等结构性工具,以引导金融机构加大对小微企业、“三农”和科技创新领域的信贷投放。新中国成立以来,我国央行货币政策工具使用情况如表 1。

另外,我国央行近年来不断加强与市场的沟通,尝试将前瞻性指引作为一种货币政策工具发挥作用,主动发声,引导市场预期。<sup>①</sup>

表 1 中国人民银行货币政策工具及其创设时间(1949—2018)

货币政策工具	创设时间	当前是否仍在使用
利率调整	中国人民银行成立以来	是
行政手段	中国人民银行成立以来	较少使用
特种储蓄	1949 年 4 月,折实储蓄、保本保值储蓄;1950 年,有奖储蓄	基本不再使用
有区别的信贷政策/ 结构性信贷政策	1950 年以来	是
综合信贷计划管理	1953 年	否
现金收支计划管理	1953 年	否
中央银行贷款(再贷款)	1984 年	是
存款准备金率	1984 年设立法定存款准备金制度;1988 年建立支付准备金制度;1998 年 3 月法定准备金与支付准备金账户合二为一;2014 年 4 月之后新创设了定向降准工具	是
特种存款	1987 年和 1988 年、2007 年	极少使用
再贴现	1994 年 10 月	是
公开市场操作*	1994 年 4 月开始外汇交易,1996 年 4 月开始国债交易	是
窗口指导	创设时间不明确,1998 年开始经常性使用	偶尔使用
前瞻性指引	2008 年以来	是
短期流动性调节工具(SLO)	2013 年	是
常备借贷便利(SLF)	2013 年	是

① 详见 2018 年第二季度《中国货币政策执行报告》。

续表 1

货币政策工具	创设时间	当前是否仍在使用
中期借贷便利 (MLF)	2014 年	是
抵押补充贷款 (PSL)	2014 年	是
定向中期借贷便利 (TMLF)	2018 年	是

注：\* 表示早在新中国成立之初的国民经济恢复时期，中国人民银行就曾采取过在公开市场买卖黄金、美元等资产来调节货币供应量，也可视作公开市场操作的早期形态。

资料资源：作者根据相关官方资料整理。

(四) 削峰填谷相机决策，尚未形成明确的量化规则

“规则决策”和“相机决策”是央行制定货币政策的两种不同理念，前者讲求货币政策制定遵循事先确定的量化规则，后者讲求根据实时经济金融环境的变化做出决策。新中国成立之初，国民经济和货币金融体系均处于恢复时期，既不可能存在现代宏观调控意义上的货币政策框架，也不可能形成明确的货币政策规则。在计划经济时期，货币信贷政策遵循“信贷计划平衡”和“现金收支计划平衡”两个平衡，同时这两个平衡也必须考虑和配合财政平衡和物资平衡，从而反映和实现国民经济综合平衡。改革开放之后，货币政策框架开始由计划平衡向与市场经济体制相适应的框架过渡，原有的指令性现金计划管理与信贷计划管理逐步淡出，转向总量调控和间接调控。当前，我国货币政策实践中大体上遵循削峰填谷的相机决策机制，尚未形成明确的量化规则。实际上，在货币政策最终目标多元并存、中介目标尚不明确的情况下，客观上也难以形成明确和透明的量化规则。

实践中，“规则决策”和“相机决策”各有优劣，单独依靠其中任何一种都难以胜任货币政策实践的复杂要求，需要搭配使用。实际上，很少有央行完全遵循绝对的“规则决策”理念或“相机决策”理念。易纲(2016)曾用“货币政策是一门科学，更是一种艺术”来形象地描绘规则决策和相机决策的关系。现实中，有的央行更倾向于“规则决策”的理念，在参考量化规则的基础上综合考虑经济金融形势变化辅助以相机决策；有的央行更偏向于“相机决策”的理念，相对而言不太重视量化规则。一般认为美联储是规则决策理念的典型代表，但实际上，在 2008 年金融危机之后，美联储果断偏离了“泰勒规则”等给出的参考基准，转而采取诸如量化宽松、扭曲操作等一系列非常规货币政策。

尽管如此，事前明确透明的量化规则，既能为中央银行货币政策决策提供参考依据，又能提供约束机制发挥信号作用。缺乏明确透明的量化规则，弊端是显而易见的：其一，非“规则决策”的货币政策操作容易引发外界的无端猜测，造成预期混乱，导致金融市场波动；其二，在缺乏事前量化规则的情况下，不仅货币政策当局内部面对意见分歧时不易达成共识，而且也容易使货币政策当局屈从于外部压力；其三，缺乏明确透明的量化规则不利于中央银行公信力的树立。近年来，这些问题已经多次对我国货币政策实践造成困扰，因此应逐步探索形成符合中国经济实际、相对透明、可追踪、可检验的量化货币政策规则。

(五) 货币政策传导仍然以银行信贷渠道为主

在新中国成立之初的国民经济恢复时期，我国是一个农业占绝对主体、经济货币化程度很低的经济体，经济结构单一，金融体系不发达，因而货币政策传导渠道也较为简单，主要是通过现金的发行和回笼直接实施。信贷渠道、资产价格渠道、汇率渠道的作用很有限。到计划经济时期，货

币信贷政策框架的传导渠道主要依赖于层层上报计划、层层下达指标的各类计划管理渠道。尽管表面上看信贷和储蓄仍然发挥着货币投放与回笼的功能,但实际上,在严格的计划管理之下,利率渠道的作用很有限。此外,带有市场性质的信用渠道和资产价格渠道在这一时期几近消失。在外部封锁的条件下,外汇渠道也几乎不发挥作用。

改革开放之后,随着经济货币化程度的加深、经济开放度的提高以及金融体系的日益完善,货币政策传导渠道也变得更为多元和复杂。但迄今为止,银行信贷渠道仍然是我国货币政策传导的主渠道,也是央行货币政策操作中一直最重视的一条渠道。这是由商业银行在我国金融体系中占据主导地位的客观事实决定的——贷款在社会融资规模中所占的比重长期在 70% 以上,有些时期甚至超过 90%。

当前,货币政策传导渠道有一些新动向值得引起关注:其一,随着居民部门资产和负债的积累,“资产价格渠道”的重要性日益凸显,其中影响最大的是房地产和住房抵押贷款。据统计,2017 年,我国城市家庭中,住房资产占家庭总资产的比例已经高达 78%。<sup>①</sup> 截至 2018 年末,个人住房贷款余额达到 25.75 万亿元,已占到金融机构人民币各项贷款余额的 18.9%。<sup>②</sup> 不论从资产端来看还是从负债端来看,资产价格渠道在货币政策传导中的作用都应引起高度重视。其二,“利率渠道”传导不畅,亟待通过深化改革疏通利率传导机制。当前,利率渠道呈现“半边通畅、半边阻塞”的特征——民营经济主体,尤其是小微企业和三农部门,对利率渠道较为敏感;而国有企业、地方政府融资平台等国部门由于预算软约束的存在,对利率渠道的敏感性较低。这导致总量型的货币政策工具常常遭遇两难境地,难以有效发挥作用。尽管央行近年来多次有意通过定向降准、定向再贷款、再贴现等结构性工具疏通货币政策传导渠道,但仍难以起到治本的效果。

#### 四、我国货币政策框架面临的突出挑战与未来转型方向

货币政策是在特定经济金融环境中实施和发挥作用的。没有最“好”的货币政策框架,只有与一国一时特定经济金融环境及制度背景最相适应的货币政策框架。当前情况下,尤其必须要关注三方面因素变化对货币政策框架的影响:一是经济增速中枢下移,经济结构正在发生剧烈调整,宏观经济环境发生明显变化;二是金融市场快速发展,金融业务门类日趋复杂,“影子银行”体系盘根错节,宏观杠杆率明显抬升,金融风险环境恶化;三是随着中国经济由小型开放经济体演变为大国开放经济体以及金融开放度的提升,国内政策的“外溢效应”开始显现,外部掣肘增多,货币政策国际协调的必要性和困难程度均显著加大。

在国内外经济金融环境发生深刻变化的背景下,原有货币政策框架逐渐暴露出一些问题,面临的挑战集中体现在四个方面:其一,金融市场发展和科技进步导致支付手段和储蓄理财手段日趋多样化,货币的内涵与外延边界发生演化调整,导致传统数量型中介目标的可靠性降低。其二,利率传导不够顺畅,近年来屡次出现“央行下调政策利率,银行间市场利率随之下行,但实体企业融资成本居高不降”的不利局面。其三,资金在金融系统内部传导环节增加,传递链条加长,货币资金总体使用效率下降。央行货币政策操作释放的流动性中的一部分淤积于金融体系内部,未能有效转化为实体经济的投融资,其中流动性向中小微企业和三农部门的传导尤为不畅。其

① 数据来源:西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心和广发银行联合发布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》。

② 数据来源:中国人民银行官方网站。

四,传统上各国央行依赖和盯住的通货膨胀指标对货币政策的敏感性降低,资产价格与金融稳定重要性凸显,而如何将资产价格与金融稳定因素纳入货币政策框架仍然是一个新课题(Goodhart, 1988; Mishkin, 2010; Issing, 2011)。

货币政策框架转型是一项系统性工程,既涉及政策目标、政策工具、传导机制等不同要素之间的彼此配合,又与利率市场化改革、汇率形成机制改革、更广层面金融改革,乃至国有企业改革、财税改革等问题相互交织。因而,货币政策框架转型对顶层设计的要求较高,需要在中国实际的基础上,充分借鉴国际经验,加强统筹,协调推进。综合上文分析,下面分别从货币创造机制、货币政策目标、工具、规则、渠道等五个维度探讨货币政策框架的未来转型方向及相应的对策建议。

### (一)货币创造机制

货币创造机制是一个国家货币政策框架的运行基础,培育和建立与本国经济金融结构相适应的货币创造机制是优化货币政策框架的根本性前提。当前,在经济金融结构发生剧烈变化的情况下,优化货币政策框架的一项基础性工作就是调整和改善货币创造机制。

一是顺势降低货币创造对外部信用的依赖程度,逐步提升货币创造中以国内信用为基础的比例。在各类国内信用中,中央政府信用等级最高,应当有序做大、做活国债市场,完善国债期限品种,提高国债市场的流动性,重视发挥国债市场在货币创造和货币政策宏观调控中的基础性作用。

二是利用好逆周期调控的契机,逐步降低法定存款准备金率。在法定存款准备金率降到适当水平之前,优先通过降准而非央行再贷款工具来补充流动性,避免高准备金率与大规模央行再贷款同时存在的“扭曲操作”造成社会福利损失(冯照明, 2018)。此外应借机通过降准来置换各类央行再贷款资产存量。

三是加强银行等金融机构的效率识别能力和风险定价能力建设,规范影子银行业务发展,提高资金总体使用效率。推动商业银行在发放信贷过程中由基于抵押品的被动风控转向基于效率识别的主动风控。严格财经纪律,硬化国有部门的预算约束。完善信用评级等金融基础设施,提高信用评级机构的独立性和公信力。采取必要措施有效规避央行再贷款渠道货币创造过程中衍生出的资金传导链条加长、资金成本抬升等问题,防范“影子央行”干扰货币政策的有效传导。

### (二)货币政策目标

在最终目标层面,首先应推动由多目标向双目标过渡,最终确立以通货膨胀和金融稳定为核心的货币政策双目标制。稳增长、调结构、惠民生等目标应主要由其他部门通过其他政策工具来完成。在具体操作层面,一是优化 CPI、PPI 等通货膨胀统计指标的篮子选取、指数设计、权重设定、动态调整工作,使通货膨胀指标能更及时、客观地反映物价变化,提高统计数字的可靠性。二是加强对金融风险和金融稳定的关注,注重传统货币政策工具与宏观审慎工具“双支柱”的协调配合,货币政策侧重逆周期调控,宏观审慎政策侧重系统性金融风险防范。

在中介目标层面,稳步推进数量型目标向价格型目标的转型。第一,在货币政策实践中加快形成官方明确、外部公认的央行政策利率,推动利率走廊机制走向成熟。第二,在过渡期,数量型目标仍有必要兼顾,应根据货币金融体系的变化及时完善既有的货币信用指标体系,调整货币供应量、社会融资规模等统计指标的口径,优化统计方法,增强可靠性。在调整统计口径的过程中,要尽可能做到透明、公开、可追溯、可对比,避免信息紊乱干扰金融市场情绪。

### (三)货币政策工具

首先,在协调搭配、综合运用好数量型工具和价格型工具的同时,更加注重发挥价格型工具的作用,最终实现货币政策由以数量型工具为主向以价格型工具为主的转型。要认识到数量型货币



政策工具在银行主导的金融体系中具有独特优势,仍将长期发挥难以完全替代的作用;也要认识到数量型工具存在弊端,随着金融体系日趋复杂以及利率市场化的推进,数量型工具的可靠性会进一步降低,向价格型工具转型的必要性和紧迫性在增强。

其次,密切跟踪研判新型结构性货币政策工具的传导机制和政策效果,及时调整优化。近年来,中国人民银行注重货币政策的结构性,先后创设并多次使用了若干结构性货币政策工具,如SLO、SLF、MLF、PSL、TMLF、定向降准、定向再贷款再贴现等。作为新生事物,这些结构性货币政策工具的作用机理和实际效果如何,是否存在副作用,目前尚无定论。应在理论基础、机制方法、政策效果等多个层面加强研究,科学判断、合理使用结构性货币政策工具。

最后,更加注重预期的作用,擅于运用前瞻性指引工具。前瞻性指引被称为“成本最低”的货币政策工具。货币政策当局应通过发布政策报告、官员讲话、统计数据解读、举办参与研讨会等形式,加强与金融市场及更广泛舆论的沟通,有效引导市场预期。前瞻性指引工具能够有效发挥作用,既与货币政策目标的清晰界定有关,也依赖于货币政策决策机制的制度化与透明化。货币政策制定的相关权力如何归属、重要事项分别由哪个部门决策、决策机制是什么,作为世界第二大经济体的中央银行,这些情况应当清晰地传递给公众。尤其是考虑到中国经济的开放程度将进一步提高、货币政策操作对国际金融市场乃至全球经济的影响将进一步扩大的时候,决策机制的制度化与透明化就显得更为迫切。否则,这不仅容易造成外界尤其是国际金融市场的猜测和疑虑,引发市场波动,而且有可能损害中央银行的声誉和公信力,导致前瞻性指引乃至实质性的货币政策操作难以有效发挥作用。

#### (四) 货币政策规则

“规则决策”理念和“相机决策”理念各有优劣,并不矛盾和相互排斥,应当结合使用。长期以来,我国央行在相机决策方面已经积累了丰富经验,不足之处在于缺乏可供参考的量化规则。未来应在充分研究和实践检验的基础上,逐步探索和建立适合中国实情的货币政策量化规则。这既有助于提高货币政策当局的公信力,也有助于引导市场预期,维护金融市场稳定。

实际上,围绕“泰勒规则”“麦克勒姆规则”在中国的适用性等问题已形成了大量的研究成果(谢平、罗雄,2002;王胜、邹恒甫,2006;宋玉华、李泽祥,2007;中国人民银行营业管理部课题组,2009;郑挺国、刘金全,2010;刘金全、张小宇,2012;江春等,2018)。结合已有文献和当前货币政策实践中遇到的新情况,构建中国货币政策量化规则有如下四个重点、难点问题亟待突破。

一是数量型规则与价格型规则的兼容问题。构建单独的数量型或价格型货币政策规则,都有理论支撑并有丰富的研究文献可供借鉴,但是,对于二者能否并存、如何兼容、在何种情况下可能存在冲突等问题,仍缺乏研究。考虑到我国正处于货币政策框架转型的特殊时期,数量型与价格型中介目标并存、数量型与价格型工具并存的格局仍将在一定时期内长期持续,兼容性问题值得深入研究。

二是潜在产出水平、潜在通胀率、自然失业率、自然利率等隐含经济变量的测算问题。这些隐含经济变量是研究、设计、确立货币政策量化规则的基础。相对于接近稳态的后工业化国家而言,针对经济结构转型国家中这些隐含经济变量的理论研究和计算方法较为缺乏。考虑到中国经济正处于剧烈的结构转型期,产业结构、要素分配结构、支出结构都在发生较快的变化,中国货币政策量化规则的建立显然不能简单照搬、照抄美国、欧洲等后工业化国家和地区的经验。

三是相关统计体系和统计数据的建立与完善。例如,可靠的失业率数据是计算自然失业率的前提,从而也是构建量化货币政策规则的前提,但遗憾的是,我国长期使用的登记失业率指标可靠

性较低,而新的调查失业率于 2018 年才开始发布,无法支持计量研究。另外,共享经济、平台经济、免费经济等近年来层出不穷和不断壮大的新业态,也对传统的国民经济核算体系和方法带来了挑战。在这种情况下,GDP、CPI 等统计指标如何与时俱进地做出改进,便成为货币政策量化规则绕不开的问题。这些问题需要统计部门、货币政策当局以及经济学、统计学、计算机科学、大数据等领域的专家密切配合,共同推动理论和实践的发展。

四是如何将资产价格与金融稳定因素纳入量化货币政策规则。如前文所述,资产价格与金融稳定在货币政策实践中的重要性应当引起高度重视,不过到目前为止,对于如何将其纳入量化规则,国内外文献仍然是空白,需要加强研究。

### (五) 货币政策传导渠道

利率渠道是当前疏通货币政策传导渠道的重中之重,要多管齐下,提高利率渠道的货币政策效率。一是要疏通“政策利率—银行间市场利率—商业银行贷款利率”的传导,尤其是向中小微企业和三农部门的传导。二是要疏通“政策利率—信用债利率”的传导机制,要点在于改善信用评级和定价。三是要疏通短端利率向长端利率的传导机制,避免政策同时直接作用于收益率曲线的多个点而造成扭曲。疏通利率传导机制不仅要靠中央银行,而且离不开其他相关领域的改革做配合,其中两项基础性改革尤为关键。一是加强财经纪律,硬化国有部门的预算软约束。只有彻底解决国有企业、地方政府融资平台“举债不问成本”的弊病,提高这些主体的利率弹性,才可能从根本上疏通货币政策的传导机制。二是加强商业银行在资产端的效率识别能力和风险定价能力。我国商业银行长期以来在信贷定价中主要被动依赖于土地使用权、房产、机器设备等有形资产的抵押品价值,而非依靠自身的效率识别能力和风险定价能力。未来随着服务业在经济中占比越来越高、无形资产在总资产中的占比越来越高,商业银行更加需要加强主动的效率识别和风险定价能力。

此外,随着居民财富特别是房产的增值,未来货币政策实践中应当更加重视资产价格渠道的作用,尤其要避免房地产市场价格的大涨大跌。房价过快上涨会挤出消费,诱导资金从制造业涌向房地产,提高宏观经济运行的物价成本,加剧财富分配不平等,从根本上恶化中国经济的内生增长动力;房价大幅下跌则容易触发金融风险,进而通过消费、投资等多种渠道对经济造成负面冲击,还容易引发社会不稳定情绪。未来要加强跟踪监测并善于利用货币政策经由资产价格渠道对消费、投资、工业生产等经济行为的影响。

### 参考文献:

1. 陈云:《陈云文选》(第二卷)、(第三卷),人民出版社 1995 年版。
2. 戴相龙主编:《中国人民银行五十年——中央银行制度的发展历程 1948—1998》,中国金融出版社 1998 年版。
3. 冯明、杨赫:《基础货币创造机制转型》,《中国金融》2018 年第 8 期。
4. 冯煦明:《货币创造的“扭曲操作”与存款准备金率政策》,《金融博览》2018 年第 7 期。
5. 何德旭:《货币政策新框架》,《中国经济报告》2015 年第 1 期。
6. 江春、司登奎、李小林:《基于拓展泰勒规则汇率模型的人民币汇率动态决定:理论分析与经验研究》,《金融研究》2018 年第 2 期。
7. 刘国昆:《史诗般的创举——中央革命根据地货币纪实》,《金融与经济》2012 年第 9 期。
8. 刘金全、张小宇:《时变参数“泰勒规则”在我国货币政策操作中的实证研究》,《管理世界》2012 年第 7 期。
9. 马骏、管涛:《利率市场化与货币政策框架转型》,中国金融出版社 2018 年版。
10. 潘连贵:《建国前后人民币制度的形成与发展》,《上海金融》1998 年第 11 期。
11. 宋玉华、李泽祥:《麦勒姆规则有效性在中国的实证研究》,《金融研究》2007 年第 5 期。

12. 孙国峰:《后危机时代的全球货币政策新框架》,《国际金融研究》2017年第12期。
13. 王胜、邹恒甫:《开放经济中的泰勒规则——对中国货币政策的检验》,《统计研究》2006年第3期。
14. 武力:《中华人民共和国成立前后的货币统一》,《当代中国史研究》1995年第4期。
15. 谢平、罗雄:《泰勒规则及其在中国货币政策中的检验》,《经济研究》2002年第3期。
16. 薛暮桥、吴凯泰:《新中国成立前后稳定物价的斗争》,《经济研究》1985年第2期。
17. 易纲:《转型中的中国货币政策》,载伍戈、李斌著《货币数量、利率调控与政策转型》,中国金融出版社2016年版。
18. 张鹏、许亦平、林桂军:《中国计划经济时期货币政策回顾:1952—1978》,《中国经济史研究》2010年第3期。
19. 郑挺国、刘金全:《区制转移形式的“泰勒规则”及其在中国货币政策中的应用》,《经济研究》2010年第3期。
20. 中国人民银行:《中国人民银行六十年:1948—2008》,中国金融出版社2008年版。
21. 中国人民银行营业管理部课题组:《非线性泰勒规则在我国货币政策操作中的实证研究》,《金融研究》2009年第12期。
22. 周小川:《把握好多目标货币政策:转型的中国经济的视角》,《金融时报》2016年6月25日。
23. Goodhart, C., *The Evolution of Central Banks*. Cambridge MA: MIT Press, 1988.
24. Issing, O., *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*. Globalization & Monetary Policy Institute Working Paper, No. 11(97), 2011.
25. Mishkin, F. S., *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, 6th ECB Central Banking Conference, 2010.

## China's Monetary Policy Framework in the Past 70 Years: 1949—2019

HE Dexu, FENG Ming(National Academy of Economic Strategy, Cass, 100028)

**Abstract:** In this paper, we review the historical transformation of China's monetary policy framework in a systematical way in the last 70 years since the founding of the People's Republic of China, from the five dimensions of money creation mechanism, monetary policy objective, monetary policy instrument, monetary policy rule and monetary policy transmission channel. We then focus on the current policy framework and propose its major characteristics: the base money creation mechanism is undergoing fundamental structural changes and the credit system is becoming more and more complex; the multiple objectives of the monetary policy are prone to conflicting with each other; quantitative tools and price-based tools coexist, while the validity of various new structural tools still needs to be tested; the monetary policy decisions are mainly discretionary and clear quantitative rules have not been formed; the monetary policy transmission is still dominated by bank credit channels, and the transmission to real economy is partially blocked. In the end, we outline the four major challenges facing China's existing monetary policy framework and put forward policy recommendations for its further transformation in the future.

**Keywords:** China's Monetary Policy Framework, Money Creation Mechanism, Monetary Policy Objective, Monetary Policy Instrument, Monetary Policy Rule

**JEL:** E52, E58

责任编辑:无 明