



研究报告

(2018年第16期总第47期)

清华大学国家金融研究院

2018年5月27日

对货币政策框架转型和利率调控机制改革的思考¹

金融与发展研究中心

马骏

我国利率市场化改革已经取得了巨大的成就。下一步，作为我国宏观经济治理体系和治理能力现代化的一个重要内容，应该加快推动货币政策调控从数量型向价格型转变，建立以政策利率为中介目标的货币政策框架，疏通利率传导机制，理顺货币政策与宏观审慎监管之间的关系，形成适应市场化、专业化、国际化要求的货币政策调控机制和利率体系。本文对我国货币政策框架转型所面临的问题和挑战进行了分析，提出了我国货币政策框架转型的中期目标和未来几年的应该推动的具体改革措施。

¹本文为中国金融四十人论坛课题报告《利率市场化评估和货币政策框架转型》中由马骏执笔的第五章。作者感谢管涛、张晓慧、李波、李斌、张漪、张翠微、郑志丹、林振辉、钟伟、Simon Gray、张建波、刘立男、冯思果等专家的意见和建议。作者对文中所有观点负责。



Research Report

2018-5-27 edition

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

On the Reform of Monetary Policy Framework²

Center for Finance and Development

MA Jun

Abstract

China has made significant progress on deregulation of interest rates. The next step of the reform is to accelerate the transition of monetary policy framework from a quantity-based to a price-based one. This requires designation of a policy rate as the intermediate target, improvement in interest rate transmission mechanism, and a clear relationship between monetary policy and macro-prudential policy. The current decision-making mechanism of monetary policy is identified as the key institutional challenge to the reform. Based on our analysis of the institutional barriers to effective central bank decision making, the paper puts forward the medium-term objectives of a new monetary policy framework, and makes specific recommendations on reform measures in the shorter- and medium-term.

² This report is Chapter 5 of a study sponsored by China Finance 40 Forum on “Interest rate liberalization and reform of monetary policy framework”.

一. 目前体制面临的问题

从利率政策调控的有效性的角度，并主要考虑了国内外市场人士的观点，我们认为我国目前的货币政策框架和利率调控体系存在如下问题：

1. 货币政策最终目标过多

我国货币政策在一定程度上同时追求增长、就业、通胀、汇率、外储水平、金融稳定和结构调整等至少七个目标，目标之间的冲突经常造成政策信号混乱、不同工具效果冲突和市场预期不稳。比如，在劳动年龄人口持续下降的背景下，就业目标与 GDP 目标之间增速之间会发生冲突；在货币贬值的背景下，国内平衡目标（稳定国内就业与通胀）与外部平衡目标（稳定汇率与外储）之间市场发生冲突，最后可能导致成本很高的资本管制；国内经济稳定与金融稳定目标之间也会出现矛盾，比如可能导致由于货币政策去杠杆而带来的利率波动。

2. M2 作为货币政策中介目标已经过时

在金融创新、资产价格快速上升、资本项目开放、支付电子化等大背景下，数量型目标（M2、贷款增速）与我国实体经济主要指标（如名义 GDP 增速、CPI 涨幅）之间的相关性已经大幅弱化，而利率波动则远远高于发达国家（见附件 1）。换句话说，即使忠实地完成 M2 的既定目标，也未必能达到预期的经济增长、通胀和金融稳定的目标。另外，高度发达的市场主体对利率的关注远远大于对 M2 的关

注，也使得调控数量指标的效果大打折扣。此外，货币政策工具对M2的影响能力也在弱化。在相关性、有用性、可控性等都明显弱化的情况下，继续维持以数量调控为主的货币政策框架的基础已经不存在。

3.在货币政策操作层面，目标不同的数量型和价格型工具并存，带有政策利率色彩的利率种类太多

各种数量工具（如MPA）和同时使用的各种价格工具（如各种带有政策意义的利率）往往会发出不同的政策信号。另外，包括基准存贷款利率、回购、SLF、MLF、PSL的利率等都被市场认为带有政策利率色彩，工具碎片化、操作短期化，容易导致市场对货币政策信号的误解、市场预期混乱、收益率曲线被扭曲（如出现M型收益率曲线）等问题。

4.利率决策机制不清晰，利率和其他货币政策调控的市场沟通不足，前瞻性引导缺失

基准存贷款利率、存款准备金利率到底由谁来决策，官方从来没有对外明确表述，许多市场人士也不理解。由于决策机制不清，而且央行在这些主要货币政策工具上没有决策权，因此无法充分利用发达国家央行最优先运用的低成本“前瞻性指引”工具，只能依赖真金白银的市场干预，导致调控成本过高。

5.短期利率波动太大

在金融创新、投资者偏好变化、资本项目开放等背景下，我国货币需求已经非常不稳，因此盯住货币供给（不论是广义货币、贷款或社会融资规模总量）的货币政策会人为导致利率的波动。另外，货币政策目标过多、带有“政策色彩”的利率太多、货币政策与监管政策时常发生矛盾等因素，也加剧了我国的短期利率的波幅。尽管近年来通过隐性利率走廊的构建，我国市场利率的波动率有所降低，但根据利率（如R007）日间数据的变异系数与其它国家的比较，我国短期利率的波幅仍经常为欧美短期利率波幅的数倍。

6.通过银行体系的利率传导效率过低，通过货币和债券市场的利率传导效率也有提高的空间

由于政策信号不明确（银行不确定何时存贷款基准利率会取消）、银行内部管理（大银行过度接受“稳增长”的政策信号、对市场利率和存贷款利率分割管理等）、能力建设（一些银行还缺乏定价模型）、市场发展（债券市场的流动性和衍生品不足）等问题，我国通过债券市场的利率传导效率约为发达国家的3/4，通过银行体系的利率传导效率估计不到美国的一半。



7.对各种影子银行的金融产品监管缺失，使这些产品干扰了货币市场、债券市场和存贷款市场的定价，扭曲了利率传导

银行、基金、保险、券商和互联网金融机构提供了大量“理财产品”，这些产品由于基本不受监管、透明度很低，加上许多提供这些产品的机构事实上提供了刚性兑付，其风险被市场严重低估，导致市场认为的“无风险利率”被推高。这些产品严重冲击了各种利率产品和银行业存款的定价，使得短期市场利率对其它金融产品的利率传导变得十分不确定。

二. 货币政策决策机制是问题的关键

1. 货币政策缺乏独立性

以上提到的许多问题，包括货币政策的最终目标过多且经常互相矛盾、过度依赖数量化的中介目标但这些目标的有效性已经大大下降、货币政策操作工具过多并导致信号混乱、决策机制不清、前瞻性引导缺失、市场利率传导不畅等等，都在不同程度上与我国央行缺乏货币政策的决策权或独立性有关。本节对上述问题与货币政策独立性的关系作简要说明。

(1) **最终目标过多**。我国在《中央银行法》中模糊地规定了货币政策的最终目标为维护币值的稳定并以此促进经济增长。但是在实际操作中逐步形成了中央银行应该支持和配合国务院实现几乎所有重要的经济目标的运行机制，这些目标包括通胀目标、GDP 增速目标、

就业目标、金融稳定目标、各种类型的国际收支平衡目标（往往包括汇率稳定目标、外汇储备稳定目标、经常项目平衡目标，甚至与某些国家之间的双边汇率和贸易平衡目标）、结构调整目标（如支持某些特定产业）等等。多数目标虽然没有写入《中央银行法》，但由于国务院掌握了确定主要货币政策工具的决策权和批准权（包括 M2 目标的确定权、存贷款基准利率和法定准备金率的调整等决策权等，以及影响央行其它货币和外汇政策工具使用的各种渠道），事实上许多部门和利益集团都会通过现行的决策机制来影响货币政策的走向，从而使货币政策的最终目标变得十分多元化，也使得货币政策操作者难以向市场解释其决策意图。

(2) 依赖过时的 M2 作为中介目标。前文指出，M2 从有效性、相关性等角度来看已经基本过时，但仍然是我国货币政策的官方中介目标。其原因主要在于，M2 目标不是央行确定的，而是“国家”确定然后赋予央行的。这里，“国家”在确定 M2 的过程中，考虑的往往主要不是货币政策的可操作性、有效性，而是用传统（事实上已经过时的）模式实现 GDP 增长目标的所需要的资金支持，也没有考虑到严格执行 M2 目标可能导致利率大幅波动等负面效应。

(3) 货币政策工具过多。最近几年，除了传统的存贷款基准利率、法定准备金率等政策工具之外，央行又引入了包括各种回购、SLF、MLF、PSL 等一系列货币政策工具，而且这些工具的使用频率和市场影响力不断增强。但是，市场难以理解为什么需要如此之多的政策工具，且这些工具与部分传统工具之间的走向和政策信号往往不



一致，有时会导致市场信号混乱。除了一些技术性的原因之外，央行引入这些工具的一个重要的体制原因是“它们可以被灵活运用”。换句话说，由于缺乏对重要政策工具的决策权（即货币政策独立性），和担心重要决策的时点和力度不能保证适度，反而异化出了许多未必需要的政策工具。

（4）决策机制难以明确表述。官方从来没有向市场和社会明确解释我国货币政策的决策程序和机制，因此市场一般不知道到底是谁在决定哪个货币工具的使用。由于不同的工具在不同的决策者手中（如M2目标的确定、基准利率和准备金率的决策权在国务院，公开市场操作和SLF、MLF、PSL等利率决策权在央行），不同工具表明政策导向会有所不同，会引起市场信号的混乱（比如，M2目标定在12%，实际操作中只有9%；基准利率不变，但MLF等利率数次上调），因此不断争论货币政策到底是松了还是紧了，而央行对外的解释也是语焉不详。这是货币政策决策体制所造成的后果。

（5）前瞻性指引工具的缺失。过去几十年，在多数发达和中等收入国家的货币政策操作中，中央银行通过与市场沟通开展“前瞻性指引”来管理市场对未来货币政策预期，从而影响市场利率，以达到调节宏观经济的做法越来越普遍。学术、实证和各国的实际操作都表明，有效使用前瞻性指引工具（如央行向市场解释货币政策规则、发表对未来的经济乃至利率预测、讨论影响货币政策的决定因素的走势和上下行风险等），可以明显降低货币政策的操作成本。国际上央行有效沟通的案例显示，有时央行高级官员的几句话就可能改变市场利

率，其效果甚至强于数千亿资金投入公开市场的作用。相反，如果沟通不足，过度依赖各种使用真金白银的干预性操作，又经常发出互相矛盾的政策信号，往往会大量浪费子弹，并降低央行政策的可信度和有效性。在我国，难以有效使用“前瞻性指引”工具的主要原因是货币政策的主要决策权不在央行手中，央行无法保证未来货币政策的决策是按照相对明确的原则（如中国版的泰勒规则）进行，因此不敢公开表述对未来货币政策走势的基本判断，只能经常使用“适度、合理”等模糊语言来应对市场提出的问题。

2. 货币政策独立性缺失的后果

（1）导致宏观杠杆率上升过快，房地产出现严重泡沫，金融风险大幅上升。在缺乏货币政策独立性的体制下，货币政策目标过分多元化，货币政策决策频繁受到各种主张货币刺激的利益集团的干扰。推高货币增速的许多目标（如保GDP、保房市、保股市等短期目标）经常压倒维持宏观经济长期稳定的目标，导致我国广义货币增速连续二十多年持续大幅高于名义GDP增速，以M2/GDP为指标的宏观杠杆率从1990年的78%上升到2016年的208%，该指标已经在G20国家中排名第二（远高于G20平均约105%的水平）；与此高度相关的非金融企业债务余额与GDP的比例已经在G20国家中排名第一。

许多研究表明，杠杠率大幅上升将导致金融风险的大幅上升。我们的模型分析显示，如果我国宏观杠杆率接近年的速度继续上升五年，五年后我国发生金融危机的概率将比现在上升60%。另外，宏观

杠杆率大幅攀升的一个在实体经济中的重要表现是主要城市房地产出现严重泡沫，也增加了未来房地产价格出现暴跌的可能。

假设过去三十年中，央行曾经有充分的独立性，则根据笔者对央行内在政策取向的判断，估计 M2 的年均增幅可能比我国实际发生的 M2 增幅会低 2 个百分点。根据我们的初步模型估算（考虑到了 M2 增速与名义 GDP 增速之间的弹性），如果过去三十年央行曾经有充分的独立性，我国的宏观杠杆率（如 M2/GDP 比例）就会比现在的实际水平低得多，未来发生金融危机的概率也会比目前的估计概率降低约 50%。

(2) 导致产能过剩和加剧经济波动。从实体经济的后果来看，货币的快速增长导致在一段时间内产能非理性的大幅扩张，最后导致严重的产能过剩，价格下降，反而强化的经济周期的波动。与美国相比，美国从 2009 年危机中复苏的速度虽然缓慢，但九年的复苏轨迹十分稳定和持续；而中国在 2009-10 年大幅刺激（包括近 10 万亿货币总量的超常扩张之后），2012 年经济增长见顶，此后开始了长达 5 年的经济下行，2017 年才刚刚开始开到复苏的迹象，走出了一个 W 的轨迹，人为导致了过度频繁的经济周期和经济的大起大落。

(3) 缺乏控制通胀的长效机制。从国际经验和我国的历史经验来看，货币政府缺乏独立性的另一个后果是央行没有充分的能力和信誉来抑制通胀。大量理论和实证文献都表明，央行独立性较低的（典型情况是：央行是政府的一部分，央行行长由政府任命，主要货币政策决策权不在央行手中）国家的通胀率高于央行独立性较高的国家的



通胀率。虽然近年来由于经济周期和全球经济低迷等原因我国通胀率并不高，但过去三十多年以来出现过四次（1987-88、1994-95、2007-08，2010-11年）5%-25%的CPI通胀压力的事实表明，我们的决策体制并不能保证高通胀不会再度袭来。

（4）难以有效稳定利率预期，抑制投资 and 经济发展，也会间接加大杠杆率。由于缺乏独立性，货币政策反映的是各个部门的不同诉求，最终目标、操作目标和操作工具多元化，前后经常出现不连续、不稳定的情况，导致市场无法建立对未来货币政策（如利率走势）的稳定预期。比如，作为利率预测基础的我国短期市场利率的波动率（经过水平调整后的波动率）为发达国家的数倍。而利率预期不稳，就使企业和金融机构难以判断未来的项目十分可能盈利，因此抑制了许多本来可以发生的投资和经济活动。在一定货币总量的前提下，预期不稳会降低投资意愿；因此（与利率稳定的体制相比）为了达到既定的经济增长目标就必须多发货币，最终导致高杠杆率和金融风险。

（5）货币政策难以通过银行体系有效传导，以达到调控实体经济的目的。长期以来，我国商业银行对存贷款产品的定价取决于存贷款基准利率。虽然这些基准利率被冠名为“人民银行”存贷款基准利率，但其决策权在国务院，决策依据往往是滞后的经济增速和已经观测到的通胀指标（而非对通胀、就业、增长的预测），因此基准利率的调整本身就缺乏货币政策应有的前瞻性^①。最近几年，虽然一些市

^①根据我们的模型研究，利率政策调整后要经过4至5个季度对实体经济的影响才达到最大化，因此货币政策调整必须基于对未来一至两年的经济预测。

场利率（如七天回购利率）逐步对货币和债券市场利率开始体现出引导作用，但是对银行存贷款利率的引导作用仍十分有限，原因在于基准利率与市场利率的并存使得银行认为“基准利率”是主要的政策信号。因此，银行产品定价仍然以基准利率为基础，市场利率的变动难以影响产品利率，导致“利率传导不畅”。如果未来的政策利率无法通过银行体系向存、贷款利率有效传导，货币政策就无法起到调控实体经济的作用。

三. 建议考虑的改革中期目标（3-5年）

（1）建立和完善保证货币政策独立性的法律框架。

（2）取消M2目标，取消存贷款基准利率，代之以某个短期利率（政策利率）为货币政策的中介目标。

（3）明确只有一个政策利率。其它影响短、中期利率的政策工具（如SLF、MLF、PSL等）应在特定情况下使用，以结构调整为目的，但不应该作为与短期政策利率同等地位的政策利率目标，以避免多重政策利率导致市场信号混乱。

（4）在央行两次调整政策利率的期间，保持短期利率的基本稳定（波幅应该比目前低数倍）。

（5）建立一个可信的利率走廊机制。调整政策利率时，同时调整利率走廊的上下限。

（6）建立较为顺畅的由政策利率向中长期利率的传导机制。



(7) 建立一个较为明确的货币政策与监管政策的分工协调机制。

四. 建议考虑的过渡期安排（2-3年）

(一) 修改《中央银行法》，减少货币政策的最终目标，明确央行货币政策的独立性。应该在《中央银行法》明确将货币政策的最终目标收敛到通胀、就业和金融稳定三个内容。另外，为了顺利推进货币政策中介目标向清晰的政策利率转型，提升央行开展前瞻性指引的能力，强化货币政策的可信度与调控效果，降低调控成本，避免出现政策信号矛盾和混乱，必须建立货币政策的独立性。这是国际上主要央行的大量实证研究和央行操作实践所证明的。以色列的经验表明，在几年内通过制度变革建立货币政策的独立性是可能的（见附件2）。我们的具体建议是，修改我国的《中央银行法》，将货币政策的决策权和执行权赋予人民银行或货币政策委员会。另外，可以参考高等法院在我国政体中的地位，规定人民银行向全国人大负责和报告，从制度和人事体制上确保货币政策的独立性。

(二) 将M2点目标改为参考区间，适时再考虑取消M2区间。比如，在预期当年名义GDP增速为9%左右的情况下，国务院年初可设定M2增速参考区间为6-12%。通过将点目标改为参考区间，弱化M2对货币政策操作的约束，为设定和调控政策利率提供空间（否则M2点目标与政策利率目标将发生矛盾）。



(三) 在将M2目标改为参考区间的同时，取消存贷款基准利率，宣布启用某个短期利率（如7天回购利率）为唯一政策利率，在政策利率上下正式设立走廊。以超额存款准备金利率为走廊下限，以常备借贷便利利率（SLF）为走廊上限。在明确政策利率之同时，宣布取消存贷款基准利率，并宣布其它利率（如MLF、PLS利率等）不是常态化调控的目标利率，目的不是央行要控制收益率曲线的所有部分，而是执行中央政府结构调整意图（如支持小微、三农、绿色产业等薄弱环节）的特殊政策安排。进一步扩大央行货币政策操作工具的合格抵押品范围，稳定7天回购利率，建立利率走廊的有效性和可信度。

(四) 明确将政策利率的决策权交给货币政策委员会。货币政策委员会季度会议的主要工作应该是决定是否调整政策利率。明确央行利率决策会议时间表。在正常情况下，保证每次利率政策调整决策均由会议作出。明确与市场沟通通胀、就业指标对货币政策决策的影响机制（即建立中国的泰勒规则）。避免宏观审慎目标与货币政策目标和工具的混淆。对政策利率之外的其他货币政策工具的使用，建议在人民银行内部形成决策和操作两个不同的工作模块，避免决策低层化和碎片化。

(五) 提高货币政策的透明度和前瞻性指引的能力。在货币政策的主要决策宣布（如每次调整政策利率之后），除了常规的新闻通稿之外，人民银行应召开记者吹风会，向社会和市场公开解读决策的背景和意图，直接解答市场最关心的问题。不定期召开与市场人士的沟通会。货币政策报告要有具体的前瞻性内容，包括引用工作人员预

测。建立按季度发布人民银行宏观经济预测的常态化机制，人民银行内部预测要整合为一套。将人民银行网站的至少20%的主要内容翻译为英文（目前人行网站上只有2%的内容为英文）。每年在国际上进行一至两次宏观经济与货币政策路演，与全球资本市场进行有效沟通。加强人民银行工作论文在引导市场预期方面的功能。

（六）明确放弃汇率目标。取消“保持汇率在合理均衡基础上的基本稳定”的官方表述，避免由于同时必须满足汇率和利率目标所导致的政策信号混乱，为真正提高汇率弹性、维护货币政策独立性提供基础。明确放弃汇率目标，才能为央行退出常态化外汇市场干预提供前提。

（七）明确货币政策不是用于宏观审慎管理的主要工具。在新的、以价格调控为主的货币政策框架下，货币政策像“感冒”药，用于调控经济热度；宏观审慎政策是用于预防“脑中风”（防范金融危机）的药，感冒药对脑中风是基本无效的。宏观审慎管理体系必须针对病源（如房地产泡沫、地方债务、影子银行资管、资本流动等）分别采取房产税、首付、强化地方广义债务管理、对大资管建立资本金要求、建立跨境审慎监管等措施来加以应对，而非依靠货币政策工具。

（八）解决由于监管套利而导致的理财产品收益率过高，从而干扰无风险利率和利率传导的问题，防范固定收益市场的过度加杠杆和套利问题。从控制金融风险（如挤兑风险）和覆盖刚兑成本等角度来看，有必要对被消费者视为提供无风险收益的各类理财产品强化监



管。比如，对银行提供的一些理财产品和有“系统重要性”的货币基金实行资本监管、风险拨备或类似存款准备金的安排，通过监管规定限制这些产品和机构的期限错配的程度。针对“无风险”理财产品要求提供每日估值，提高收益率的透明度。这些措施会加大合规成本、减少投资者被误导（误以为有无风险收益）的几率，降低理财产品的收益率，收缩理财业的规模，减少理财产品对存款利率的冲击，从而缓解理财产品市场对利率调控和传导的干扰。此外，还要采取措施真正打破银行理财产品的刚性兑付，从根本上解决由于刚兑导致的收益率过高的问题。上述对影子银行期限错配的风险管控措施，也将有助于抑制固定收益市场过度加杠杆的问题。

（九）采用如下措施疏通利率传导机制：

1、取消MPA中旨在落实数量调控目标的部分内容，特别是容易被央行分支行异化为对每个银行实行贷款规模管制的调控要求（注：数量管制是利率传导的主要障碍之一）。

2、在基础货币收缩或增速较低的情况下，充分利用降低法定存款准备金率的政策，在扩大乘数的同时，弱化由于准备金率过高对利率传导的制约（注：存款准备金率越高，利率传导越弱；在高准备金率的情况下，准备金率的调整随时可能大幅冲击短期利率；高准备金率不利于资本项目开放后我国银行参与国际竞争。）。

3、完善利率走廊机制。将SLF适用范围扩大到参与做市的券商，并扩大面对商业银行的合格抵质押品范围。



4、央行可更加明确地向商业银行发出几年内将取消存贷款基准利率的信号，激励其在存贷款定价中摆脱对存贷款基准利率的依赖，增加存贷款定价模型中参考市场价格的成分和加强风险因素在定价模型中的作用。

5、央行可组织对银行市场化定价模型和机制的宣传和公开推广活动（或为此类业界培训活动站台），形成一种央行积极鼓励“市场化”定价机制的氛围，以对冲一些银行管理问题对市场化定价造成的阻力。

6、央行应通过窗口指导，引导银行业开展合理利率竞争，防止出现价格同盟。

7、改善国债发行结构和频率，提升债券市场流动性，改善无风险收益曲线的基准性。适当提高国债发行频率，降低单次国债发行规模，增加2年期及2年以内国债发行量和发行次数。

8、改善财政预算的编制和执行，提升国库管理的科学化水平。建议各地尽量错开相同税种的缴税截止日期，使用月内平均法对地方财政库款余额进行考核，合理安排地方政府发债计划，强化对预算收支的短期预测能力，继续推进国库现金市场化改革，争取将国库现金管理对市场流动性的影响降低到可控水平。

9、发展衍生品市场，提升对冲的便利性，提升通过债券市场的利率传导效率，提升银行开展市场化利率定价的意愿。探索银行参与国债期货市场的路径，进一步推动利率掉期产品的发展，开发7天期

银行间质押式回购利率或中央银行认可的其他短期市场利率为基础的场内衍生工具，研究开发与通胀指数挂钩的国债产品。

10、完善回购市场，扩大合格抵押品范围。打通中债登、上清所在回购抵押品上的隔阂。

11、加大债券市场对外开放的力度。简化对境外投资者进入我国债券市场的准入程序、进一步澄清税收政策、延长交易时间和结算周期、允许选择外资投资机构选择NAFMII或者ISDA主协议、解决外汇与债券衍生品保证金汇出汇入及统计结算问题、允许同一投资者在不同账户之间进行头寸转移。

12、加大推动资产证券化的力度，提升银行资产定价的市场化程度。

13、进一步开放债券评级市场，推动境内外债券评级标准的趋同化。

(十) 有助于推动货币政策框架转型、疏通利率传导的配套改革。

1、强化对地方政府和平台的全口径预算约束。通过提升地方财政透明度、强化地方人大的监督作用、设立地方债务率上限、严格限制地方政府担保、允许平台违约等财政改革，将地方政府和各种类型的地方平台的显性和隐性负债冲动限制在“财政审慎监管”框架之内，让财政、货币政策各司其职，为货币政策摆脱“软预算约束要求货币政策进行数量型管控”的怪圈创造条件。



2、明确货币政策与监管政策的分工与协调关系。货币政策是央行的主要职责，其主要目标应该是稳定物价并支持就业和金融稳定。鉴于央行在危机时要承担最后贷款人的地位，央行同时应该负责制定和协调实施宏观审慎政策，以有效防范和应对系统性金融风险。要避免使用货币政策工具（如利率调控）来替代审慎监管（如降低金融机构和交易杠杆）的问题。微观层面的金融机构行为监管应该交给三会。

3、放松对民营银行的准入监管，缓解由于小微企业金融服务供给不足所导致的融资难与贵的问题。

4、发展专业性的担保机构（包括专注担保某些行业或本地区的某类贷款），以缓解由于非专业金融服务所导致的对信用风险和风险溢价的高估。

5、大力发展征信体系，缓解由于信息不对称导致的风险溢价过高的问题。充分整合企业信用数据和包括税务、公安、环保、海关等机构提供的借款人的行为信息，鼓励征信机构之间的适度竞争，支持使用商业交易数据和大数据分析手段来评估借款人的违约倾向。

（2018年5月 日）

参考文献

[1] Stanley Fischer. *THE ROLE OF THE CENTRAL BANK: THE ISRAELI CASE*[J], Israel Economic Review Vol. 4, No. 1 (2006), 15–25

[2] Guy Debelle, Stanley Fischer. *How Independent Should a Central Bank be?* Working Papers in Applied Economic Theory, 1994, 195-221

[3] Prakash Loungani. *A Class Act: Prakash Loungani*

profiles Stanley Fischer[J], Finance & Development, September 2013, 4-7

[4] Alex Cukierman. *Central bank independence and monetary policymaking institutions - past, present and future*[J], European Journal of Political Economy 24(2008), 722-736

[5] Proceedings of Bank of Israel Jubilee Conference, Jerusalem, November 2004, 64-67

[6] BANK OF ISRAEL LAW, 5770-2010

[7] <http://www.boi.org.il>

附件 1 货币政策中介目标转型的必要性

中央银行的核心职能之一在于通过使用货币政策工具影响货币供应量或政策利率，使之接近中介目标，并通过货币政策传导机制进一步影响经济变量，以期达到货币政策的最终目标(如稳定物价、充分就业、经济增长等)。货币政策中介目标的不同(到底是货币供应量目标还是利率目标)是区分不同类型货币政策框架的关键之一。从近几十年来发达国家与多数中等收入国家货币政策框架转型的经验来看，主要是由于货币供应量与实体经济相关性的严重弱化，使得这些国家的中央银行放弃了以货币供应量作为中介目标，转向以政策利率作为中介目标(见表1)。

表 1 中介目标从货币供应量转向利率的国家案例

经济体	转型后的中介目标	向盯住利率的货币政策框架转型时段
美国	联邦基金利率	20 世纪 80 年代
德国	再融资利率	20 世纪 80 年代
日本	隔夜拆借利率	20 世纪 80 年代
韩国	隔夜利率	20 世纪 90 年代
印度	回购利率	20 世纪 90 年代
中国台湾	贴现率	20 世纪 90 年代
澳大利亚	隔夜利率	20 世纪 80 年代
加拿大	隔夜利率	20 世纪 80 年代

资料来源：作者根据相关资料整理。

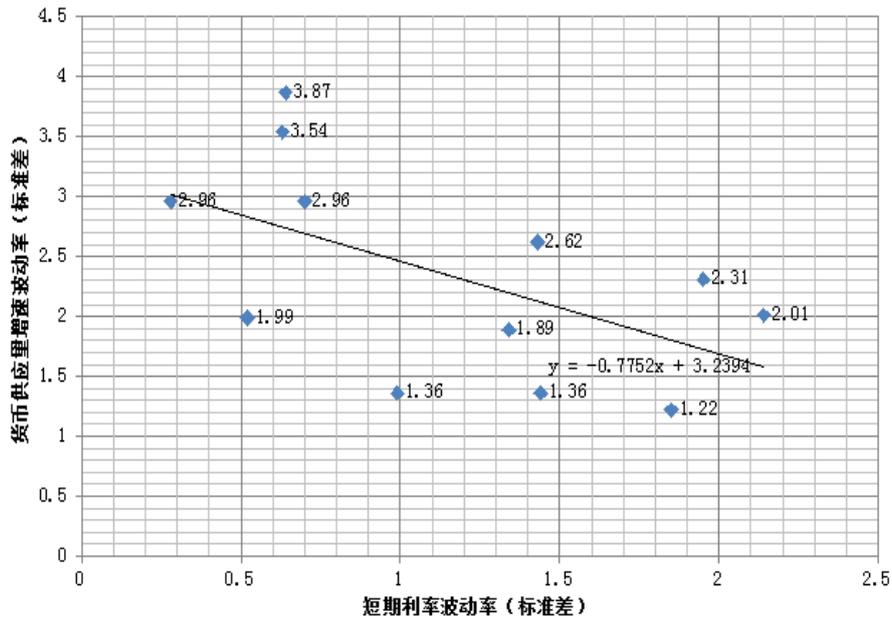
Friedman 和 Kuttner（1992）利用 VAR 模型证实了美国货币供应量与名义收入和物价水平之间的相关性在 20 世纪 80 年代开始显著弱化。Bernanke 和 Blinder（1992）通过格兰杰因果关系检验和 VAR 模型方差分解证明了联邦基金利率比 M1 和 M2 对经济中实际变量的预测能力更强。这些理由是美国当年放弃货币供应量，转向以联邦基金利率为新的中介目标的主要依据。加拿大于 1975 年开始启动其“货币渐进主义”进程，通过盯住一个逐步下降的 M1 目标区间，试图解决国内严峻的通货膨胀问题。在短暂尝试的几年期间，尽管 M1 增速目标完成得非常理想，但通胀依然高企。这段失败的经历也说明，在当时的加拿大，货币供应量 M1 已经与实体经济变量（如 CPI 等）脱钩，即使中介目标 M1 增速调对了，也难以实现预期的最终目标。正如前加拿大央行行长 Gerald Bouey 所说的：“不是我们放弃了货币供应量，而是它放弃了我们”。

那是什么原因导致了货币供应量与实体经济指标相关性的弱化呢？大量文献证明，各国在货币政策框架转轨期间都出现过货币需求不稳定。对货币需求的冲击可能来自多方面因素，如金融创新、技术发展、预期变化、货币深化以及资本项目开放等。金融创新会引入新的金融工具，加速了金融资产在这些新金融产品的重新配置（部分新金融工具属于货币供应量的统计范围，而其他工具不在统计之内），导致货币需求波动；技术发展提高了支付与交易效率，从而可能降低货币需求；经济的货币化进程会提高货币需求（易纲，2004）。另外，开放资本项下非居民对本币的需求也是难以估计的。

Walsh (2010) 构建了一个包括新凯恩斯菲利普斯曲线 (New Keynesian Phillips Curve)、前瞻性 IS 曲线 (Forward-looking IS Curve) 和货币需求曲线 (Money Demand Curve) 的一般均衡模型, 结果表明, 在存在多种需求扰动因素的情况下, 越是试图盯紧货币供应量, 越难以实现货币政策的最终目标。换句话说, 在货币需求不稳定的转型时期下, 将货币供应量的增速维持在一个固定的水平, 会人为地造成市场利率的大幅波动, 而利率大幅波动会导致经济的过度波动。这是因为, 市场利率是货币需求和供给的均衡结果, 如果固定了货币供给, 但货币需求在变化, 利率就会波动。我们用 12 个国家在各自货币政策框架转型期间的数据所做的跨国实证研究也表明, 在货币政策框架转型过程中, 一国的货币供应量增速越稳定, 该国短期利率的波动就越大 (见图 1)。过高的利率波动使得融资者 (包括企业和按揭消费者等) 难以预测投资收益和成本, 从而会产生抑制投资和消费的作用, 有的市场参与者甚至会为了避险而产生囤积流动性的倾向, 从而进一步加大了利率波动。

从我国的情况来看, 近年来作为中介目标的 M2 增速与实体经济之间的关系也已经明显弱化。盯住 M2 已经无法保证货币政策能有效地实现对宏观经济的调控目标, 而且会人为导致过度的利率波动。因此, 货币政策框架转型 (将中介目标改为政策利率) 势在必行。具体说来:

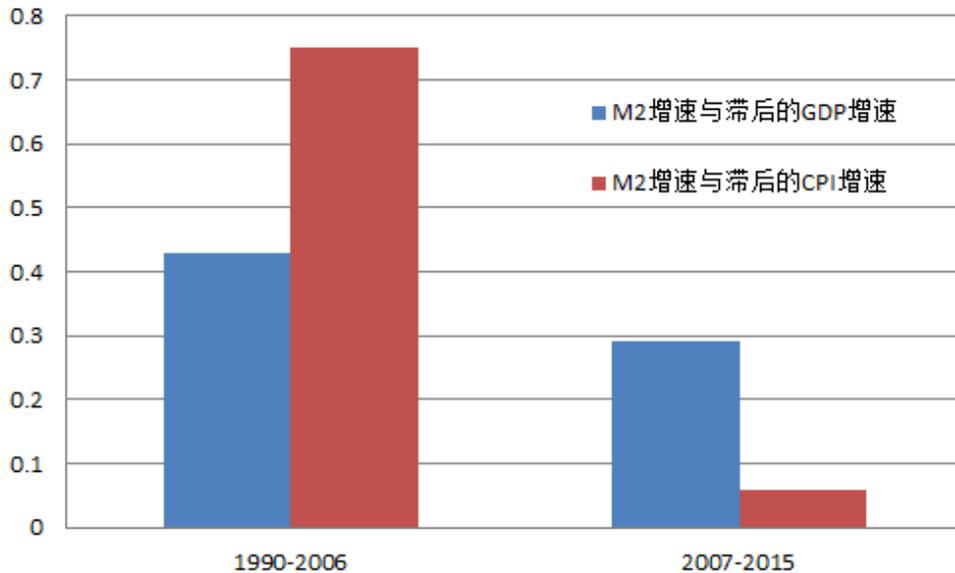
图 1 各国货币政策框架转型期间利率波动率与货币供应量增速波动率



1. 数量目标与实体经济指标之间相关性明显弱化

我们的估算表明，在 1990-2006 年间，M2 增速与名义 GDP 增速的相关性（滞后一年）为 0.43，在 2007-2015 年间该相关系数下降至 0.29；类似地，在 1990-2006 年间，M2 增速与 CPI 增速的相关性（滞后一年）为 0.75，而 2007-2015 年间该相关性降低为 0.06。这些相关性的下降，使得 M2 继续作为货币政策主要中介目标的合理性受到挑战。

图 2 中国 M2 增速与实体经济指标的相关性变化趋势



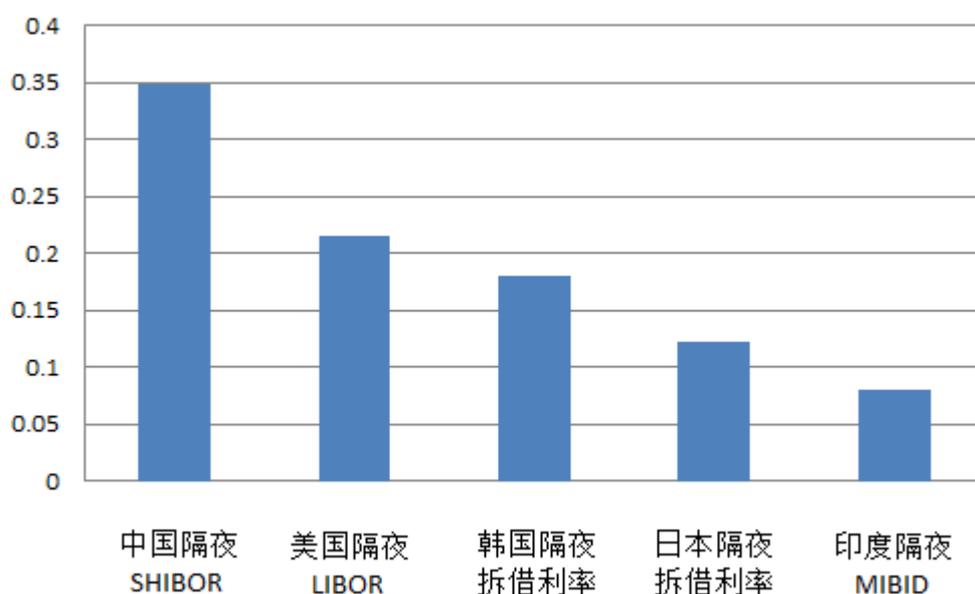
数据来源：Wind 及作者测算。

2. 盯住货币供应数量目标导致市场利率过度波动

我们用 HP 滤波法剔除了 7 天回购利率中的趋势性因素，分析了我国近十五年的短期利率波动。结果发现，以 2006 年为界，短期利率波动的标准差由之前的 0.24 上升了近四倍，达到 0.90。用变异系数（标准差除以平均利率）来衡量利率波幅并作国际比较，我国近年的隔夜利率波幅是美、欧、日、韩的同类利率波幅的数倍（见图 3）。究其原因，主要是货币需求的变化。Liao 和 Tapsoba（2014）的研究结果表明，中国自 2008 年以来货币需求面临着结构性的变

化。此外，我们利用季度数据测算了货币需求函数的解释能力^①，发现在1999-2006年间，货币需求函数的 R^2 可决系数为0.51，而在2007-2015年间，该系数下降为0.38。这也从另一侧面说明中国的货币需求变得越来越不稳定。

图3 中国与其他国家短期利率波动率的跨国比较：2012/01-2015/06



数据来源：Wind 及作者测算。

注：波动率定义为短期利率的变异系数（日均利率标准差除以平均利率），该计算方法所得波动率更具有跨国可比性。

综上所述，根据国际经验和我国的实际情况，我国向以利率为中介目标的新的货币政策框架转型是大势所趋。但是，货币供应量与实体经济指标关系的弱化和短期利率过度波动只是转轨的必要条件，成

^①大量文献说明只有当货币存量、收入水平与货币的机会成本存在长期的协整关系时，才存在稳定的货币需求。因此，当货币需求稳定时，我们可以根据总收入水平（或总产出水平）与短期利率水平来估测货币需求。我们设定回归方程为 $m_t = \alpha_t + \beta_t y_t + \gamma_t r_t + \varepsilon_t$ ， R^2 可决系数越大，说明货币需求具有越强的可预测性，货币需求越稳定。

功转轨的第三个条件是利率传导机制基本有效。如果政策利率无法有效传递到其他利率（包括贷款利率、存款利率、债券收益率），就无法影响实体经济和达到货币政策的最终目的。我国通过债券市场的利率传导机制已基本建立，但通过银行体系的利率传导还需要通过多项改革来加以疏通。

资料来源：马骏、纪敏等著，《新货币政策框架下的利率传导机制》，中国金融出版社，2016年。

附件 2 央行独立性国际经验—以色列银行案例研究

一、以色列央行缺乏独立性的两种表现

以色列央行曾严重缺乏独立性，表现主要有二：一是央行为财政赤字提供融资；二是央行受政府短视化的影响，频繁采取扩张性货币政策，在短期内提振经济，但却埋下了通胀的隐患。这两种情形曾经在以色列同时存在。

第一种情形终结于 1985 年。当时，Stanley Fischer 受邀帮助解决以色列通胀高企、外储流失、增长放缓等一系列经济问题，提出政府过度支出是其他经济问题根源的结论。以色列政府听从了他的建议，为切实削减财政赤字，对《以色列银行法》进行重大修订，明确禁止央行为政府预算赤字提供贷款融资，央行独立性得以大大提高。

第二种情形在以色列的表现与绝大多数国家不同。房地产、租金及其他一些资产以美元标价的特殊安排，使得以色列银行的货币宽松政策对于通胀的影响几乎立竿见影。2001 年 12 月，以色列银行大幅降息，立即引发汇率贬值，通胀和通胀预期上扬随之而来，最后只能以更大幅度的加息予以应对，金融市场运行规律对于以色列政府的短视化政策行为形成了有力制约。

二、以色列央行取得事实上的独立性

1985 年后，一系列举措推动以色列银行独立性逐步提高：一是主要通过存量自然到期、且不再新增的手段，逐渐降低对政府直接授

信；二是逐步放松、并于 2001 年取消对央行出于货币政策操作目的发行短期证券的限制；三是推进原本分割的信贷市场渐进统一；四是加强资本管制；五是提高汇率灵活度，并于 1991 年 12 月明确规定，通胀取代汇率成为货币政策目标。从 20 世纪 90 年代中期开始，以色列银行顶住财政部和出口商的反对压力，大幅提高短端利率，从而有效地实现了货币政策对稳定物价水平的侧重。

2005 年，Stanley Fischer 出任以色列银行行长。当时以色列银行已实现了事实上的（de facto）独立性，但需要说明的是：第一，这种独立性是工具独立性（instrument independence），即政府决定货币政策目标，并交由央行执行，政策工具由央行自主选择，而不是目标独立性^①（goal independence），在前一种状态下，央行职能更趋技术性和专业化，避免了涉及过多政治方面的考量；第二，央行还没有实现法律上的（de jure）独立性，1954 年出台的《以色列银行法》虽经多次修订，但一直未对央行的独立性做出明确规定。

三、以色列银行法对央行独立性的规定

在 Fischer 的推动下，2010 年新版《以色列银行法》出台，以色列银行被赋予了法律上的独立性。主要改进包括：

其一，明确货币政策目标优先顺序。以色列银行实行“弹性通胀目标制”（flexible inflation targeting），在该制度下，央行将

^①指央行可以自主决定政策目标。Fischer 主张的是工具独立性。

价格稳定作为首要目标，就业与经济增长作为次要目标，金融稳定作为第三位目标。

其二，改变货币政策决策机制。根据新法设立货币政策委员会，改变了以往货币政策由央行总裁一人决定的决策机制。委员会由6人组成，包括主席（央行总裁担任）、2名央行职员与3名外部专家。货币政策决定由委员会成员投票作出^①。委员会成员的遴选规则避免政治任命。

其三，对央行的自主性（Autonomy of the Bank）进行了明确规定。新法第5条对以色列银行自主性进行了定义，“为实现政策目标和履行职能，央行可自主选择行动并行使权力”；第36条列举了以色列银行为履行职能可采取的行动，“1）发行央行证券，2）在交易所、受管制的市场或场外市场开展资本、货币、外汇以及衍生品交易，3）在符合货币政策委员会提出的条件下，接受银行业金融机构存款，4）在符合货币政策委员会提出的条件下，为银行业金融机构提供授信，5）在货币政策委员会认为金融体系稳定性面临真实威胁等特殊情形下，向非银行金融机构提供授信”。

其四，增强货币政策透明度。新法要求，货币政策委员会每一次会议之前，应公布上一次会议关于利率政策的讨论和投票记录，以保证货币政策决策过程无论对于议会、政府还是公众，都公开透明。

^①票数出现平局时，主席可以加投一票。

以色列央行的研究表明，全球来看，各国央行在降低通胀、将通胀控制在较低水平的成功程度，与其独立程度明显相关。



附件 3：关于央行独立性的理论、实证研究和近期案例

过去 30 多年，中国经历了几次严重的通胀或资产泡沫，其中一个重要原因就是此前一两年货币扩张过度。由于货币政策决策以“共识”为基础，就几乎必然导致货币政策的过度扩张和经济增长的大起大落。而其他国家经过上百年的探索和实践得出一个重要经验，即保证中央银行的独立性，可以避免货币政策过度扩张，以及由此导致的恶性通胀和经济的大起大落。国际上的理论和实践也已证明，一个国家如果有可独立决策的中央银行来操作货币政策，其通货膨胀水平一般低于没有央行独立性的国家。

一、关于中央银行独立性与通胀关系的理论研究

所谓“中央银行独立性”包含多方面的内容：（1）制度独立，即中央银行的独立性能够在法律和规章制度中得到确认；（2）政策独立，即中央银行能够自由选择政策工具和政策组合来应对不同的情况；（3）人事独立，即中央银行主要官员的任免不受其他政府部门的干涉；（4）财务独立，即政府的财政赤字无法强行通过中央银行直接或者间接地消化。

在理论研究领域，西方经济学家主要从三个大的角度来论证中央银行独立性的重要性。一是公共选择理论。政府总是倾向于更宽松的货币环境，以提高铸币税收入、降低政府的债务成本。如果屈从于政府压力，中央银行的货币政策就会变得过于宽松。二是从财政赤字的角度来分析。如果中央银行具有很高的独立性，政府就难以通过向中

央银行借款来弥补其财政赤字；如果中央银行独立性不够，政府总是能够通过“印钞票”的方式来解决财政赤字问题，长此以往将使得货币增长失控。三是从“时间不连贯”的角度来分析。政府总会以较高通胀为代价来降低失业率，从而赢得短期政治筹码。如果央行没有独立性，政府所设定的任何政策目标，无论最初如何完美，都是“时间不连贯”的，最终不得不放弃。如果中央银行有独立性，就能阻断“时间不连贯”的政府对货币政策的影响。

二、关于中央银行独立性与通胀关系的实证研究

许多研究人员还就中央银行的独立性能否稳定通货膨胀率进行了实证分析。研究人员设计了很多不同的指数，背后的基本设计理念大多类似，主要是从政策目标、财务独立、政策工具独立等角度，给每个国家的中央银行评分，并将这些不同项下的评分加权汇总为一个指数。据此，研究人员对中央银行独立性、通货膨胀水平、经济增长率之间的关系进行分析。结果如下：在发达国家中，如果法律规定中央银行的独立性较高，那么往往通胀率较低。有研究表明，央行独立性指数提高2个点，通胀率就会下降约3-4个百分点。在发展中国家和中东欧转型国家，中央银行的实际独立性与通货膨胀率的波动性也成负相关。就是说，央行独立性确实有助于降低和稳定通货膨胀水平。

三、近年来部分中央银行独立性获得提升的案例分析

最近二十年来，有若干国家的央行独立性得到改善，其中较为明显的包括冰岛、委内瑞拉、伊拉克、立陶宛、马其顿和挪威等6个国家。

家的中央银行。此外，亚洲金融危机期间，韩国也提升了中央银行的独立性。本文以冰岛、挪威和韩国为例，分析他们在提升央行独立性方面的做法和政策考虑。

（一）冰岛以克朗汇率体制改革为契机，通过《新央行法案》确认央行独立性

在 80 年代至 21 世纪初的近 20 年里，冰岛完全放开了利率市场和资本流动的管制，成功将 80 年代初的高通胀降至 90 年代中期的 2% 左右。在此过程中，稳定的克朗汇率发挥了重要作用。但随着金融市场的完全开放和去通胀过程的结束，有专家指出自 1990 年实施的“盯住一篮子货币”的汇率形成机制，制约了央行货币政策的独立性，这种货币政策框架不再适用当前经济发展需求，代表人物包括首席经济学家 M á rGuðmundsson 等央行官员。对此，冰岛首相于 2000 年底成立了由首相办公室、冰岛议会和央行行长组成的专家委员会，对冰岛央行和 1986 年《央行法案》进行彻底评估。

2001 年 3 月 23 日，专家委员会经过评估后就央行改革方案达成一致，建议改革克朗汇率形成机制，调整货币政策目标，提高冰岛央行的独立性，否则难以将通胀率维持在较低水平，并在此基础上形成了《新央行法案（草案）》。3 月 27 日，冰岛央行决定放弃“盯住一篮子货币”的汇率形成机制，采用“有管理的浮动汇率制”，并与冰岛首相发表联合声明，宣布货币政策采取“通胀目标制”；5 月，冰岛《新央行法案》开始生效，以代替 1986 年《央行法案》。新法

案在货币政策工具的选择和使用，以及财政预算等方面确认了冰岛央行更高的独立性。主要包括：

- 简化冰岛央行货币政策目标为保持物价稳定，但通胀目标须经冰岛首相批准，目前通胀目标为 2.5%；
- 为实现通胀目标，央行可独立选择和使用货币政策工具；
- 提高透明度，并强化央行对政府和公众的责任与义务；
- 首次以法律的形式规定央行不得向财政直接提供融资；
- 改变管理层的任命方式，央行委员会三位委员（包括主席）全部由首相任命，一届任期为 7 年，最多可连任一次。

（二）挪威学界通过影响政府决策，推动以《央行法案白皮书》和相关修正案的形势提升央行独立性

在挪威管理学院与经济研究中心（CME）的建议下，挪威政府于 2001 年 3 月引入通胀目标，要求央行“以较低且稳定的通胀水平为目标，将 CPI 长期保持在 2.5% 左右”，并负责具体实施货币政策。2002 年，CME 又建议对央行进行全面改革，进一步提升央行独立性，认为如果没有央行的独立性，就无法适应其新的使命。主要建议包括：

- 明确央行的职责在于维持物价稳定；
- 删除央行法案中有关维持汇率稳定的表述；
- 赋予独立经营权，并承担相应的责任和义务；
- 央行执行委员会应当由货币政策专家构成，而非政客；
- 提高央行决策透明度，公布会议纪要和投票结果。



2003年1月，挪威政府发布了《央行法案白皮书》，并向议会提交了一份央行法案修正案，提出从2004年起由政府任命央行执行委员会成员。虽未对央行进行全面改革，但也在一定程度上提升了央行独立性。

（三）金融危机推动韩国提高中央银行独立性

上世纪90年代亚洲金融危机前夕，韩国金融体系效率低下且充斥着大量坏账，经济增速持续下滑。1997年1月，时任韩国总统金泳三宣布对金融部门进行改革，并成立了“金融改革总统顾问委员会”。随后，顾问委员会提交了两份改革报告，提出了一系列的金融自由化和现代化改革建议，其中包括改革韩国央行。但由于各部委不愿意为失败的经济和金融政策承担责任，相互推诿，最终顾问委员会只对其中一条建议进行了认真讨论，即改革韩国央行。改革方案主要内容包括：

- 主要职责限定为保持物价稳定，并设定通胀目标框架；
- 货币政策委员会直接向政府负责；
- 将韩国央行的银行、保险和证券监管职能转移至总理办公室下设的金融监督院。

各部门同意韩国央行改革方案，主要出于四个方面的考虑：一是央行独立性被认为是进一步降低通胀率的必要举措；二是对韩国央行赋予更高的独立性和自主权，能够反映韩国的现代化央行体系及其作为OECD成员的地位；三是提高韩国央行的独立性，有利于建立更加

独立的私人银行体系；四是对韩国央行进行改革是韩国金融监管框架整体改革的一部分。

随着 1997 年底亚洲金融危机的爆发和韩国经济濒临崩溃，顾问委员会的改革建议被提到了更高层面的结构性改革。作为接受 IMF 援助项目的条件之一，韩国政府迅速拿出了对实体经济和金融部门进行结构性改革的时间表，并实施了紧缩的货币政策以限制韩元进一步贬值。其中，《韩国银行法》于 1997 年 12 月底获得修订，并于 1998 年 4 月 1 日起施行。

韩国政府通过修改《韩国银行法》，改变了央行行长的任免程序，切断了财经部对中央银行的实际控制。而改革前，韩国央行实际上是在财经部的严格控制之下，缺乏应有的独立性。但实际上改革后的韩国央行保留了间接监管功能，主要包括：在制定货币政策时，有权要求金融监督院提供金融机构经营资料；在法定范围内，可要求与金融监督院共同调查金融机构；有权根据调查结果要求金融监督院制裁违规的金融机构。



清华大学国家金融研究院
TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

报 送:

联系人: 付静仪

电话: 62797519
