

研究报告

2020 年第 12 期

2020.06.22

课题组负责人：周月秋 樊志刚

课题组成员：王小娥 朱妮
刘新

邮箱：

liuxin@icbc.com.cn

我国货币政策调控模式转型及其影响研究¹

摘要：

- 我国货币政策调控框架以现金投放计划为起点，到以数量调控为主的间接调控，再到当前的向以价格调控为主转变，每个时期都与当时的经济社会发展特点密切相关。随着经济进入新的发展阶段，当前货币政策在最终目标、中介目标、调控方式、政策传导等多方面面临新的挑战。通过对央行的货币政策实践的分析，可以大致总结出当前经济金融发展新时期下，我国搭建和完善货币政策调控框架的总体思路 and 方向。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

¹ 本课题为现代金融研究院院级重点课题。

一、我国货币政策框架演变历程

在不同的经济社会发展时期,我国货币政策有不同的特点和调控目标。大致可分为以下几个阶段:

(一) 1984-1997 年: 直接货币信贷计划管理阶段

在此阶段,央行以现金投放计划和信贷规模限额为中间目标,进行直接货币信贷计划管理。国家作为投资主体的计划经济体制和还处在萌芽状态的市场化程度是相匹配的。但是,央行信贷规模管理的有效性需要一个前提,即充裕的资金要以超额准备金的方式流向中央银行,再由央行在各地区间进行信贷规模调剂。

随着各地区拆借市场的发展和金融工具多样化发展,资金流向央行超额准备金的比例越来越低。与此同时,央行的信贷规模管理在一定程度上被地方政府“牵着鼻子走”:存款充裕地区的银行,在地方政府的压力下,要求央行增加再贷款和信贷额度;存款少的地区往往拥有剩余贷款额度,在地方政府投资冲动下,也要求央行追加再贷款。

在此背景下,随着社会主义市场经济体制的确立,1993年人民银行将各地分支机构再贷款发放权集中统一至中国人民银行总行,1994年停止对财政透支和专项贷款,1997年决定人民银行跨行政区域设立分支机构以避免地方政府干扰,最终于1998年取消信贷规模管理。

(二) 1998-2012 年: 以数量调控为主的间接调控阶段



这是我国货币政策调控模式的第一次重大转型。这一时期，央行取消了信贷规模管理，确定以货币供应量（M2）作为货币政策中间目标，货币政策调控模式转为以数量调控为主的间接调控。

为了更好地进行数量调控，央行还对货币政策工具进行了两大创新。一是1998年3月，法定存款准备金和备付金两个账户合并为“准备金存款”账户，账户的合并健全了存款准备金的支付清算功能，有利于发挥准备金工具作为货币政策手段的作用。二是从2003年4月开始发行央票。存款准备金率和央票这两大数量型调节工具取代了信贷规模管理，成为央行数量型间接调控工具箱中最主要的工具。

此外，2009年，央行开始着手研究构建和完善宏观审慎政策措施，作为传统货币政策工具的延伸和补充，以进一步完善货币政策框架。

数量控制有效性的前提是，货币供应与产出之间具有密切的关系，央行可通过控制基础货币来有效控制货币供应量，进而影响实体经济。随着全球金融改革的深化，大量替代存款的金融产品不断涌现，货币创造途径日渐多元，加剧了货币供应量的非可控性，货币供应量与产出之间的密切关系也逐渐减弱。同时，利率市场化使价格调控的稳定性和透明性特征凸显。因此，上世纪90年代前后，美联储等多数西方国家货币当局将货币调控的中间目标由货币供应量调整为利率。

2004 年左右，我国货币政策调控也开始面临同样的问题。利率市场化也在不断推进：1996 年，央行放开银行间同业拆借利率；1999 年起，政策性金融债、国债发行采取高度市场化的方式，外币存贷款利率管制也逐渐放松；2004 年 11 月，央行取消贷款利率上限。2005 年，人民银行启动汇率形成机制改革，为实施价格型调控进一步提供了条件。2011 年 1 月，周小川在接受新华社记者采访时称，不排除价格型工具的使用。

（三）2013 年以来：向价格型调控转型阶段

这是我国货币政策调控框架的第二次重大转型。这一时期，M2 的可控性降低，其作为货币政策中间目标的有效性也随之下降。货币政策调控由数量型向价格型转换的紧迫性上升。受此推动，央行加快了利率市场化步伐，2013 年 7 月，央行全面放开金融机构贷款利率管制；2013 年 10 月，首次推行市场利率报价机制（LPR），目的是以市场化的方式指导信贷产品定价；2015 年 10 月，央行宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，标志着利率管制全面取消。与此同时，不断创新数量价格复合型政策工具，为价格调控提供条件。央行于 2013 年初创设了常备借贷便利（SLF），以满足金融机构短期大额流动性需求；2013 年 1 月引入 SLO，调节公开市场短期流动性；2014 年 9 月创设中期借贷便利（MLF），以提供中期基础货币；2014 年创立抵押补充贷款（PSL），作为基础货币投放渠



道的补充。

2018 年开始,我国不再设定 M2 和社会融资规模的具体量化目标,但依然将其作为重要的货币监测目标。2019 年 8 月 17 日,人民银行决定改革完善 LPR 报价机制,旨在打破贷款利率隐性下限,促使货币市场利率进一步向贷款利率传导,被视为贷款利率并轨的重大举措,意味着中国的货币调控从数量调控向价格调控迈出了一大步。

二、经济发展新阶段给货币政策带来新挑战

当前,我国经济正转型进入高质量发展新阶段。在新阶段,我国经济的发展目标、增长方式和动力机制均会发生改变,国内外宏观经济和金融市场环境、微观市场主体的行为模式等均会发生变化,这就对货币政策调控带来新挑战,主要表现在以下三方面。

(一) 经济发展新阶段对完善货币政策目标体系提出新要求

一方面,最终目标更趋多元化。长期以来,在维持币值稳定的基础上促进经济增长是我国法定的货币政策目标。但事实上,基于经济发展不同阶段的需要,我国中央银行一直采取的是多目标制,在稳币值、保增长、促就业和平衡国际收支多个目标间寻求恰当的平衡,并在不同的发展阶段赋予各目标不同的权重。

在经济发展新阶段,结构转型升级是重要特征,防范化解重大金融风险又属三大攻坚战之列。这意味着货币政策调控在原有目标的基础上还要肩负调结构和防风险(金融稳定)的重任。货币政策目标进一

步多元化，不仅使得目标间的冲突更加难以协调，而且会给政策工具的搭配及调控模式的选择带来更大困难。

另一方面，中间目标转换的迫切性上升。在高质量发展新阶段，经济运行的主要矛盾是结构性问题，不是总量问题。理论研究及国内外实践均表明，以数量型目标作为调控手段更适合解决总量问题，但无法解决结构问题；而价格型目标在提高资金配置效率、推动解决结构性问题方面更具优势。因此，货币政策调控需要减少对数量目标和手段的依赖，转而培育更具市场化特征的价格型目标。

（二）转变货币政策调控方式面临的问题

货币政策调控方式涉及**操作时机和操作力度**的选择问题。从近年的实践来看，我国货币政策调控改变了原来“大水漫灌”的总量调控方式，采取了“精准滴灌”的定向调控、区间调控和预调微调模式。

调控时机的把握与中央银行对货币政策时滞的识别和判断有关。当前我国宏观经济运行的国内外环境日趋复杂，利率市场化、汇率自由化和人民币国际化等都对市场主体的行为决策产生影响，这些都会增加中央银行识别和判断货币政策内外时滞的难度。

调控力度的掌控取决于中央银行对新阶段经济潜在增长率合理区间的判断。目前我国对经济增长的宏观调控目标从以往的“点调控”转向了“区间调控”，货币政策调控需要助力实现经济增长的区间目标。但是，我国经济潜在增长率的合理区间是一个动态调整的区间，



如何根据不断变化的经济状况来合理判断这一区间并非易事。

（三）疏通货币政策传导渠道面临困境

在未来相当长的转型时期内，我国货币政策传导可能会出现**银行信贷渠道、利率渠道和汇率渠道**并存的局面，货币政策传导的机制将会更加复杂，效果更加不确定。

一是信贷渠道的传导机制更为复杂。长期以来，银行信贷渠道在我国货币政策传导中发挥着关键性作用。但是，随着利率市场化、金融创新以及直接融资市场的发展，银行信贷渠道传导的效果日益降低。近年来，我国出现金融领域流动性充裕与实体经济领域流动性不足并存的现象，在一定程度上与银行信贷渠道不畅有关。

二是利率传导的作用增强，但效果更难把握。构建以利率调节为主的价格型调控模式是货币政策调控转型的目标。在利率调控模式下，市场主体的行为会相应发生变化，资金供求对利率变化的弹性也会提高，利率传导渠道将发挥越来越重要的作用。**但是，利率传导下的货币政策效果取决于市场主体资金供求的利率弹性。**在经济转型过程中，如果市场主体的资源配置仍以政府调控为主，特别地，如果国有企业、地方政府这类资金需求利率弹性较低的市场主体的投融资行为未能真正实现市场化，则利率传导机制的效果将会非常有限。

三是汇率传导的作用日益显现，但平衡内外均衡的难度增加。人民币汇率制度改革和人民币国际化虽然有助于缓解资本项目管制下

货币政策面临的三难困境,但也会导致人民币汇率波幅扩大以及跨境流动资本规模上升,加大我国同其他经济体之间货币政策的共振效应,削弱自身货币政策效果。

总的来看,在经济发展新阶段,我国货币政策的最终目标将更趋多元化,目标之间的权衡取舍将更加困难;人民银行在中间目标和操作目标的选择中,向价格型目标转换的紧迫性进一步上升;结构性政策工具虽然有利于稳增长,但需要解决中短期政策工具与长期目标之间的期限匹配、发挥政策工具的市场调节功能等问题;货币政策调控方式则面临调控时机把握、调控力度掌控等问题;货币政策传导机制将会更加复杂。

三、货币政策预判

(一)新形势下我国货币政策框架

面临一系列新的挑战,人民银行不断适应宏观形势新要求,创新政策工具和调控方式,逐渐形成了中国货币政策新的框架。

1.厘清当前货币政策目标间的主次关系,强调要保持货币政策的独立性

作为一个结构转型中的经济大国,中国的国际收支外部目标应当服从内部目标(经济增长和物价稳定)。在外部形势复杂多变的背景下,人民银行和政府高层多次强调货币政策要以“内”为主,注重政策的独立性和自主性,为未来货币政策预留空间,防止盲目跟进国际



货币政策风向而给国内经济造成冲击。

2. M2 和社融规模增速要与 GDP 增速大体保持一致

尽管 M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性较以往下降，但在实现经济增长这一货币政策最终目标的过程中，仍然需要关注货币信贷供应等数量型指标。与经济增速从点目标到区间目标相适应，M2 和社融的调控目标也发生了转变。2019 年政府工作报告首次提出，M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，为评估流动性是否处于合理水平提供了重要依据。如果 M2 或社融增速与名义经济增速长期大幅度背离，说明要么是发生了资金空转和过度加杠杆，资金对经济增长的效用下降，要么是资金规模相对较小，对经济增长的支撑不够。

3. 关注的价格指标有所拓展

控制通货膨胀始终是货币政策最终目标之一。但在 2008 年金融危机过后，国际清算银行和美、日、欧等国的中央银行开始检讨货币政策应关注何种口径的消费物价指数，思考货币政策如何应对资产价格这个问题，并逐渐认识到，为更好地维护币值稳定、促进经济平稳持续发展，防止形成新的资产价格泡沫，有必要更加关注更广泛意义上的物价稳定。这意味着，以 CPI 衡量的物价水平已逐渐不再是货币政策控制通货膨胀时所参考的唯一指标。换句话讲，为了达成控制通货膨胀的货币政策目标，货币政策不仅受到 CPI 物价指数的制约，还

在更广泛的范围上，受到了更多价格走势的影响。

人民银行对于价格水平的关注也更加广泛，在关注传统的消费者物价指数的同时，还将资产价格（比如房地产价格）更多地纳入货币政策的视野，关注更广泛意义上的整体价格水平。从简单的CPI到更广泛意义上的价格水平，这一转变反映了防范金融风险成为宏观调控政策的重要任务后，货币政策最终目标也随之有所拓展，体现了维护金融稳定的政策目标视角。

4. 中间目标采取数量型与价格型并行的过渡方式

从全球新兴市场及转型国家的实践来看，在经济转型阶段，使用单一的货币政策规则（或是数量型调控、或是价格型调控）并不能取得最好效果，而实施兼顾数量与价格目标的混合型货币政策可以更好地熨平宏观经济波动。

从我国情况看，尽管客观上货币政策需要向价格型调控转型，但完全转向价格调控的条件并不成熟。金融市场仍存在市场分割、深度不够等问题，影响了市场利率的有效形成及利率的传导效率。

一是债券市场仍被人为分割。我国债券市场一直存在银行间和交易所两个市场，两个市场准入和监管存在明显差异，市场价格分化明显，助长了市场的监管套利。特别是，交易所市场信用风险溢价较高，利率水平和波动都明显高于银行间市场，干扰了市场预期和中央银行的流动性管理。



二是金融市场交易仍存在严格的准入限制，衍生品市场仍交易类型为主，针对价格发现和风险管理的金融产品发展滞后。

三是金融市场产品仍待丰富完善。目前质押式回购是我国货币市场最主要品种，但质押式回购需要冻结债券流动性，且银行（特别是大型商业银行）是市场资金来源主体，债券换手率较低，不利于债券市场价格发现。此外，信贷资产证券化是有效畅通金融市场和存贷款市场利率传导的重要途径。但我国目前主要以公司信贷资产支持证券为主，而非国际通行的按揭或消费信贷，产品信息不对称严重，很难准确估计产品违约概率并合理定价，不利于市场的健康深化发展。

受以上因素制约，加上很多情况下数量型工具的调控针对性更强，效果立竿见影，是应对转型期金融风险的有力工具，因此，央行没有放弃数量型调控，而是注重过渡期数量型和价格型调控工具的兼顾和灵活使用，初步形成了以公开市场操作、存款准备金率、利率以及再贴现、再贷款等手段构成的货币政策工具组合，以量价协调并行的方式，将流动性保持在合理充裕的水平。

5. 货币政策开始发挥更多结构性调控功能

结构性问题是当前中国经济面临的主要问题。在资本市场发展相对滞后、间接融资承担融资结构主体的前提下，结构性问题的解决还主要依赖于间接融资发挥效用，在一定程度上承担直接融资的职能。中国这种金融体系结构特征决定了央行不仅要货币总闸进行调控，

以保证流动性供给在总量处于合理水平，还要引导和干预资金流向，挖渠，引水，以避免流动性供给在结构上出现过度不平衡：资金过度涌入某些领域而助生资金泡沫，其他部门却遭遇资金供给不足。尤其是在经济下行压力加大的时期，在马太效应的驱动下，资金更容易出现分配不平衡的局面。这对货币政策发挥结构性调整作用提出了更为紧迫的要求，也是人民银行近来不断加大结构性政策工具创新和使用力度的原因。货币政策的“普惠性”特征显著增强。

在运用结构性货币政策工具的过程中，央行重点参考的是小微企业和民营企业融资状况。小微企业和民营企业经营状况的持续恶化往往是触发央行动用结构性工具加大流动性供给，或调降货币市场利率的重要因素。一是结构性降准，2018年，央行4次结构性降准，2019年结构性降准2次。二是各类创新型的流动性供给工具，比如SLF、MLF以及PSL等，已经逐渐成为优化流动性投向和结构的调控手段。

值得注意的是，定向结构性货币政策工具为稳增长、调结构和防风险发挥了积极的作用。但长期来看，这类政策工具的运用和实施面临一些需要进一步探讨和解决的深层次问题。首先是政策工具与政策目标之间的期限匹配问题。目前推出的定向结构调节工具均为中短期政策工具，在缓解实体经济领域流动性短缺和稳增长方面发挥了有效的作用，但其是否能够实现调结构的长期目标则有待实践检验。

其次是发挥政策工具的市场调节功能问题。在实施过程中，人民



银行对大多数结构性货币政策工具的数量和部分工具的价格做了限制。若使用长期化，可能与构建市场在资源配置中发挥决定性作用的战略目标相悖，甚至可能进一步扭曲资金配置。

6. 加强与宏观审慎政策框架的相互协调

强化宏观审慎政策是国际金融危机后金融管理改革重要的全球共识。货币政策主要针对整体经济和总量问题，侧重于经济和物价水平的稳定；宏观审慎政策则可直接和集中作用于金融体系或某个金融市场，抑制金融顺周期波动，防范跨市场的风险传染，侧重于维护金融稳定。两者可以相互补充和强化，形成两个支柱。

在防范金融风险要求下，人民银行也开始进行货币政策与宏观审慎政策相结合的探索和实践，货币政策与宏观审慎政策框架间的互动日趋紧密。主要体现在：**一是**于 2011 年引入差别准备金动态调整机制，并于 2016 年起将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估（MPA），将更多金融活动和资产扩张行为纳入宏观审慎管理，实施逆周期调节。**二是**先后将表外理财和同业存单纳入 MPA 广义信贷指标范围。**三是**将跨境资本流动纳入宏观审慎管理范畴，着重对资本流动中的过度加杠杆和短期炒作行为进行有针对性的逆周期调节。**四是**加强房地产市场宏观审慎管理，形成了以“因城施策”差别化住房信贷政策为主要内容的住房金融宏观审慎政策。**五是**强化对系统重要性金融机构和金融控股集团的宏观审慎管理。

7. 在增加价格型调控的同时，注重加强预期管理

价格型工具主要是通过利率的变化来影响经济主体的行为，因而较为市场化、相对间接。它更加重视央行与市场的互动和预期管理，通过价格变量传递宏观信号进而影响市场行为，以间接影响宏观经济变量运行趋势。理论研究和政策实践表明，价格型调控与预期管理密切相关，稳定预期是价格型调控及利率有效传导的核心。

随着货币政策逐渐向价格型调控过渡，人民银行相应加大了预期管理的力度。主要包括：

一是建立了央行与公众的沟通平台。人民银行办公厅（党委办公室）下设新闻处，专司新闻宣传组织管理等事宜，实现央行与公众动态的便捷沟通。

二是建立货币政策委员会例会机制。成立于 1997 年的货币政策委员会负责依据国家宏观调控目标，讨论货币政策的制定等涉及货币政策的重大事项，并提出政策建议。货币政策委员会每季度召开一次例会，会议结束之后，通过新闻稿的形式向公众通告会议内容。

三是定期发布统计数据和货币政策执行报告。从 2019 年开始，人民银行每月召开吹风会，对上月金融数据进行解读，回应市场关切，引导市场预期。《货币政策执行报告》的发布始于 2001 年，每季一期。同时，《金融稳定报告》自 2005 年起，一年发布一次。

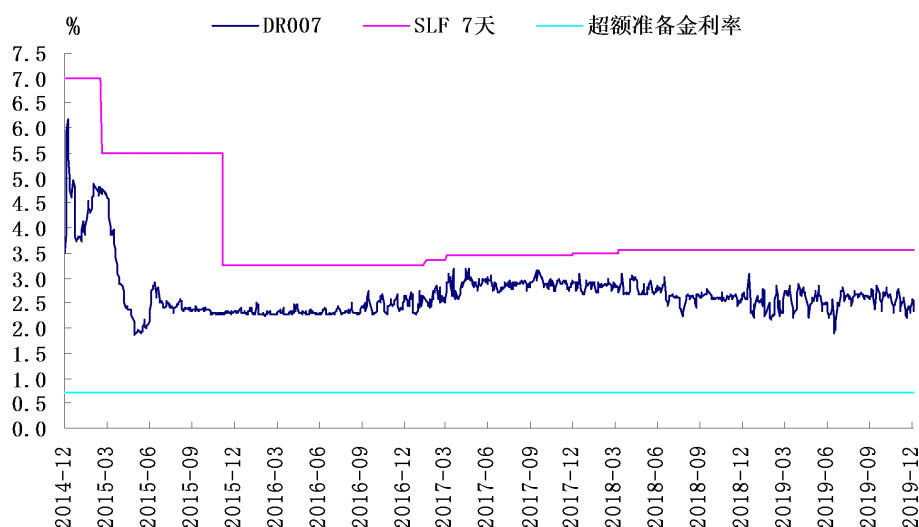
8. 加快完善货币政策传导机制



一是加快利率并轨。2019年8月17日，人民银行出台新的LPR报价机制，将LPR报价与MLF政策利率挂钩，并通过调低MLF利率引导市场利率和贷款利率下行。实施新的报价机制将银行贷款利率与货币市场利率挂钩，进一步淡化了贷款基准利率对信贷利率的影响，有利于厘清和疏通货币政策利率传导渠道，增强货币政策对信贷市场的影响。

二是构建利率走廊。2016年初，人民银行发布《2015年第四季度中国货币政策执行报告》，提出下一阶段货币政策思路要探索利率走廊机制，增强利率调控能力，理顺央行政策利率向金融市场乃至实体经济传导的机制，标志着我国正式开始探索构建以利率走廊机制为主的价格型货币政策调控模式。

对于利率走廊的构建，央行表示，我国政策利率标的以存款类金融机构七天回购利率（DR007）为主，以常备借贷便利利率（SLF）为利率走廊上限，以央行超额准备金利率为利率走廊下限。意味着货币政策调控的一个重要目标是将DR007利率维持在以SLF利率为上限、以存款准备金利率为下限的利率走廊之中。



但从实际情况看，我国利率走廊宽度偏大，超额准备金利率长期稳定在 0.72%，与 SLF 利率之间相差逾 280BP。相比之下，美国、加拿大等的利率走廊宽度只有 60BP 左右。过宽的利率走廊对市场利率的约束较小，导致 DR007 波动较大，金融机构也就难以将其作为重要定价的参考工具。

（二）下一步货币政策走势

在新的货币政策框架下，预计未来货币政策将呈现以下几个特点。

1. 量价并行

我国经济还将在较长时间内处于转型阶段，经济金融中的深层次矛盾和问题难以短期解决。因此，在未来较长一段时间内，数量型调控和价格型调控将继续协调并存，互为补充和强化。价格型调控方面，主要会以“小幅快调”的特点，调节公开市场操作利率（包括 MLF



利率、逆回购中标利率等），引导货币市场和信贷市场利率。

数量型调节方面，现阶段可能会适当加大对存准率调节的使用，减少通过逆回购、再贷款、再贴现等扩表的方式向市场提供流动性。主要原因：一是随着央行资产规模扩大，通过大幅扩表来提供流动性的方式存在一定约束。2018 年末，人民银行总资产规模达 37.25 万亿元（约折合 5.42 万亿美元），资产规模已超过美联储、欧洲央行和日本央行，成为全球资产规模最大的央行。按照央行的说法，在此背景下若继续大幅扩张资产负债表，可能会对货币政策信誉带来不利影响。

二是进一步扩表会加大央行资产负债表管理的难度。近几年，人民银行通过逆回购、再贷款、再贴现等方式向市场提供流动性，累积起对金融机构的大量债权（2019 年 9 月末达 10.7 万亿元，约占总资产规模的 30%）。为了保持市场流动性稳定，人民银行需对金融机构的到期债务进行滚动续作。继续采取扩表的方式提供流动性，意味着需要进一步加大公开市场和再贷款业务操作频率，使资产负债表的管理难度继续上升。

因此，预计央行将把数量调控的重点放在调控存款准备金率上，发挥存准率在释放流动性方面具有的普惠性优势，为更多的金融机构

提供具有低成本、长期性和稳定性特征的流动性供给。并且，从我国法定存准率水平看，也的确存在下调的空间²。

长期来看，随着国际收支更趋均衡，汇率和利率市场化改革不断推进，金融机构市场化定价能力增强以及市场主体预算软约束问题的缓解，价格型调控的作用将不断增强并逐步占据主导地位。因此，价格型调控和数量型调控并行的双轨调控模式最终会有一个“并轨”的过程，货币政策调控最终将实现由以数量型调控为主向以价格型调控为主的转变。

2. 增信用

货币政策不能过度刺激经济增长，但应适应经济增长的需要。M2 和社融增速要与名义经济增速保持大体一致，但这种关系更多的是在中长期内呈现出的特点。在某些阶段或时间点上，根据经济运行的需要，广义货币增速可以适当高于或低于名义 GDP 增速。而这也正是货币政策增强“灵活性”、加强逆周期调节的要求。

从当前情况看，稳定信用增长（M2 和社融增速），需要货币政策在两个层面发力。一是在货币供给源头，增加基础货币投放。由于央行对物价水平的关注逐渐从 CPI 扩展到更广泛意义的价格总水平，意味着央行释放基础货币所受到的约束更多，更复杂。从目前情况看，2019 年 11 月和 12 月，CPI 增速均高达 4.5%，2019 年全年 CPI 上涨

² 从国际比较看，目前我国法定存款准备金率仍然较高，具有较大的调整空间，可操作性较强。我国商业银行法定存款准备金率的基本区间为 7.5%~13%；美联储对大部分存款执行 0 或 3% 的法定存款准备金率；欧洲央行法定存款准备金率的区间为 0~1%；日本央行法定存款准备金率的区间为 0.05%~1.3%。



2.9%，为 2011 年以来最高年度涨幅。但剔除食品和能源后的核心 CPI 一直维持在 1.5%左右的低位，PPI 连续负增长，生产资料价格下降，表明经济运行中的主要矛盾仍是需求偏弱。猪肉供给下降带来的结构性物价指数上涨对货币政策放松的制约暂时有限。相比之下，金融资产和具有金融资产属性的房地产对国内流动性仍具有强大的“吸引力”，金融资产泡沫风险对货币放松的制约更大。这是中国货币政策所面临的特有情况。宏观政策以“内”为主的含义之一，就是要从实际国情出发，避免盲目跟从国际货币政策潮流。

二是在货币流通环节，促进信用创造。主要是从金融供给端入手，解决金融机构资产配置风险偏好保守和表外融资受限的问题。主要可行性方式包括：通过将结构型货币政策工具的担保品范围进一步向低评级企业债券，间接实现为中小民营企业融资增信；通过加快小微企业信用体系建设，扩大征信系统对小微企业主的覆盖面，避免部分金融机构风险偏好的非理性下降；通过适当调整宏观审慎框架对表外融资业务的监管，改善表外融资持续下降的局面。

3. 降成本

在我国以银行信贷为主导的融资体系中，要实现实体经济融资成本的进一步降低，一个重要的落脚点，就是从“量”和“价”两方面给银行的负债端“减负”。

“量”方面，通过增加流动性投放，压低货币市场利率，降低银

行负债成本。LPR 新机制只是贷款利率并轨的突破，存款利率依然存在“双轨”。新 LPR 的推出，对银行存贷两端利率产生的是非对称的调整效果：贷款利率趋于下降，但存款利率不变，息差空间趋于收窄。对此，央行需综合运用多种渠道向银行体系提供更多低成本资金，促进其放贷意愿。

“价”方面，通过调低政策利率，引导贷款利率下行。自 2020 年 3 月起将推动存量浮动利率贷款定价基准转换，这是贷款市场报价利率（LPR）改革的进一步深化。近百万亿规模的存量浮动利率贷款“换锚” LPR 后，存量贷款利率下行通道将被“激活”，使得 LPR 改革能够惠及覆盖面更广的实体企业，带动全社会综合融资成本走低。

不过，若想引导 LPR 进一步走低，中期借贷便利（MLF）利率下调仍有空间和必要。因为目前来看，银行业负债成本居高难下，行业风险偏好相对保守，导致金融机构贷款利率下降幅度有限，金融机构一般贷款加权平均利率甚至比改革前还上升了 2BP。因此，为了降低实体经济融资成本，有必要进一步降低金融机构的融资成本。其一，小幅多次调降 MLF 等政策利率。其二，继续完善 LPR 利率形成机制，尤其是在将存量贷款定价替换为按 LPR 定价后，探索推动存款利率并轨改革，放宽对商业银行存款利率上限的非正式指导。其三，逐步收窄利率走廊区间，保障利率走廊机制的作用充分发挥。

4. 调结构



在经济下行期和结构转型期，货币政策尤其需要把握好取向和力度。政策过紧，会加剧总需求收缩和经济下行；政策过松，又可能固化结构扭曲，推高债务并积累风险。实际上，传统上作为总量政策的货币政策，可以通过加大结构性货币政策工具创新和运用，增强政策的针对性和有效性，在引导结构调整优化方面发挥积极作用。

根据这个思路，预计货币政策将加大结构性政策工具使用频率，并适时创设新的政策工具，完善政策工具箱。疏通货币政策传导，补短板、强弱项，支持经济结构调整优化。

一是稳定中小金融机构流动性供给水平。中小金融机构面临的流动性分层问题是造成中小企业融资难、融资贵局面的重要原因。预计央行会加大针对中小金融机构的定向、结构性流动性投放便利工具的创新力度，直接向中小金融机构提供低成本资金。

二是加大中小银行资本补充力度。有望创新出台更多适合中小银行的资本补充工具，并给予差异化资本补充门槛等政策支持；进一步放开保险资金投资银行永续债的限制³，以此提高中小金融机构资本补充工具的流动性；可能为持有中小金融机构资本补充工具的机构提

³当前银保监会对险资能投资的永续债发行主体做了四个具体规定：一是公司治理完善，经营稳健；二是最新经审计的总资产不低于 1 万亿元，净资产不低于 500 亿元；三是核心一级资本充足率不低于 8%，一级资本充足率不低于 9%，资本充足率不低于 11%；四是国内信用评级机构评定的 AAA 级或者相当于 AAA 级的长期信用级别。从实际情况来看，许多中小银行由于资产不足，或评级不够，不满足这一要求，就被排除在险资的投资范围之外。

供定向流动性；随着更多商业银行开始发行永续债，为提高银行永续债的市场流动性，央行票据互换（CBS）操作的规模和频率都有可能增加，且中小金融机构永续债作为 CBS 操作标的物的数量会有所上升。

四、对商业银行的影响及相关建议

随着我国货币政策进一步向价格型调控转型，我国金融业的运行环境将发生深刻变化。对于在我国金融体系占据主导地位的商业银行来说，如何应对货币政策转型的挑战，将是今后面临的重大课题。

（一）货币政策调控转型对商业银行影响分析

1. 存款利率上升，存贷利差缩小，以存贷款业务为主的银行盈利状况将受冲击

在我国货币政策向价格型调控转型的过程中，综合考虑我国长期存在利率管制、存款增速放缓条件下存款市场竞争加剧等因素，预计存款利率水平趋升。特别是随着我国利率市场化改革不断推进、刚性兑付被进一步打破，预计我国活期存款利率水平可能逐步上升并接近货币基金利率，定期存款利率水平将向对应期限的理财产品收益率靠拢。

贷款利率方面，从理论上讲，利率市场化初期由于放贷竞争加剧，在银行无法迅速调整贷款结构将贷款投向更具议价能力的领域之前，贷款利率会趋于下行。从实践看，央行通过 LPR 改革等手段，引导社



会融资成本下行；贷款优质客户竞争加剧、社会融资渠道进一步丰富等因素也会加大贷款利率下行压力。综合考虑存贷两端利率变化趋势，商业银行息差趋于收窄，以存贷款业务为主的银行盈利能力将下降。

2. 银行贷款投放冲动加大，但实际增速将有所放缓，银行贷款客户结构和行业结构将进一步调整

存贷利差收窄，将迫使银行扩大信贷投放规模，尤其是投向高风险、高收益信贷类资产的冲动将加大。但是，经济结构调整、潜在经济增速下降、直接融资占比上升等也会导致有效贷款需求增速下降。此外，资质优良的大中型企业可能更多地选择发债等成本更低的融资方式。因此，实际贷款增速或将放缓。

从信贷客户结构看，由于银行对大中型企业议价能力较弱，为减缓利差收窄的影响，银行将有意愿向小微企业投放更多贷款。

从信贷行业结构看，随着国有企业预算约束的强化和国家政策的调整，一部分传统产能过剩的低效率行业企业将不得不破产退出；考虑到房地产行业和地方融资平台风险，银行对这类贷款将保持更为审慎的态度。在当前新一轮科技革命和产业变革的推动下，物联网、云计算、大数据、人工智能等技术广泛渗透于经济社会各领域，催生出大批具有跨学科、多领域、交叉性特征的新兴产业，它们是推动经济转型升级的主要力量，拥有更高的效率和回报率，也是公司金融布局

的新方向。

3. 风险明显增大，风险管理能力亟待进一步提高

一是风险偏好上升，信用风险增大。如前所述，银行为了保持盈利稳定，可能会扩大信贷投放规模，甚至可能放松信贷标准以投向高风险信贷资产，从而加大信用风险。

二是利率波动频繁，利率风险上升。随着货币政策进一步向价格型调控转型，利率波动会更加频繁。当市场利率频繁变化时，资产、负债重新定价的时间差异会导致资产、负债业务价格调整时间的不一致，从而使得利差收益发生变化，利率风险将明显上升。

三是存款稳定性下降，流动性管理难度加大。随着货币政策进一步向价格型调控转型，加之金融市场发展壮大，投资渠道增多，资金会频繁在不同银行之间、银行和资本市场间不断流动，季节性波动进一步加大。存款稳定性下降，会带来潜在的流动性风险，对银行流动性管理提出了更高要求。

4. 利率市场化程度进一步深化，定价能力亟待提高

一是存款定价能力提升困难较大。多年来，国内银行的人民币存款主要执行央行基准利率，存款定价简单、统一，普遍缺乏量化定价模型和相应系统支持，定价的精细化、科学化程度不够。而且，面对监管要求和资产业务增长需要，存款承担了效益、合规、流动性等多重职责，存款定价面临复杂挑战。未来银行如何综合考虑成本、收益、



监管要求、流动性需要等多方面因素，建立适合自身实际情况的存款定价机制，应尽快加以认真研究。

二是贷款风险定价能力需要进一步提高。银行更多投放高风险、高收益贷款，利率定价看起来是存贷款定价问题，实质上是风险管理能力的问题。如何平衡好收益与风险、提升对高收益贷款的风险管理能力，是商业银行需要尽快解决的一个难题。

（二）商业银行对策建议

面对货币政策调控转型带来的挑战，商业银行需要积极转变发展战略，主动适应货币政策调控转型时期的经营环境变化，在更有效服务实体经济的同时，提升自身市场竞争力。

1. 找准定位，实施差异化发展策略

商业银行应从市场定位、商业模式、产品创新、金融服务等方面入手，落实适合自身特色的差异化发展策略，巩固和强化核心竞争力，避免新一轮的“同质化经营”。

大型银行应以“优化结构，全面发展，综合经营”作为发展方向。大型银行的**优势**是庞大的资产负债规模、广阔的网点布局、巨大的客户资源和全方位的渠道，并因此具备了规模经济优势；**不足**则是经营机制不够灵活，信贷结构、资产结构、收入结构失衡较为严重，经营特色不显著。在权衡上述优势和不足的基础上，大型银行的战略方向应是在全面协调发展各项业务的基础上，努力打造经营特色。根据自

身经营特色，理顺管理体制，加强各业务条线、各子公司的服务整合、流程衔接和系统融合，最终发展成为**综合化水平领先**的金融集团。

2. 调整资产负债结构，提升主动负债占比

资产结构方面，为应对利息收入下降的压力，商业银行要把握债券市场、货币市场发展壮大的机遇，通过大力发展资金交易业务提升债券投资和同业资产在生息资产中的比重，降低信贷资产占比。在信贷资产中，建议利用好央行结构性货币政策工具，**提升小微企业信贷比重，缓解贷款利率下行压力。**

负债结构方面，在强化产品和服务创新、增强储蓄存款稳定性的同时，把握金融市场发展带来的机遇，加强主动负债拓展，积极促进负债结构多元化，以应对存款增长放缓、存款利率上行的压力。

3. 加快中间业务和产品创新，发展表外业务，提升非息收入占比

非息收入主要依靠中间业务和表外业务收入。一方面，银行应在努力提升金融产品创新能力、做好支付结算等传统中间业务服务的基础上，充分发挥银行资产规模、营业网络、技术设施、社会声誉等方面的优势，开发具有高收益和高附加值的投资咨询等中间业务，扩大非息业务利润来源。

另一方面，在政策允许和风险可控的条件下，充分发挥银行渠道优势，与证券、基金、信托、保险等机构合作开发能够满足不同客户不同层面需求的表外金融产品，通过“一站式”金融服务提升非息业



务收入。

4. 提升定价管理水平

存款定价方面，需要进一步根据市场流动性状况、客户资信情况以及自身的管理水平确定合理存款成本，**构建精细化、差异化定价体系。**

一是做好客户分层管理。客户精细化分层是银行获取超额利润的基础。银行可以根据客户需求偏好和议价地位的不同实施精细化定价。而且，银行还可以根据客户所在区域、所处生命周期等标准将客户进一步分层，制定出更加精细化的包含核心客户、高端客户及关注客户的客户管理体系。

二是做好价格策略管理。在客户分层的基础上，需要构建与之相匹配的多层次差异化定价策略。首先需要根据客户群结构、资产负债结构等基本资料，确定挂牌利率；然后以此为基础，根据客户行为特征、价格敏感性、生命周期等要素实施差异化定价，甚至个性化定价。

三是做好产品服务管理。高品质且差异化的产品服务是拓展客户资源、增加客户黏性必不可少的组成部分。只有满足不同客户群体差异化的产品服务需求，才有可能以最低的资金成本，获取最大化的客户支持，并保持客户群体的稳定性。

贷款定价方面，要健全风险定价机制。

首先，进一步完善针对大中型企业大样本数据的内部评级法，提

高违约率、违约损失率、风险暴露测算估值的准确性，提高其风险定价的精准性。一方面，要运用大数据等互联网技术充分收集、积累大中型客户的有关数据。另一方面，要充分利用中国人民银行征信中心积累的各行业、各地区的相关企业数据，定期滚动跟踪测算内部评级和风险定价的有关指标，争取在大样本数据的支持下通过大概率事件统计分析风险定价指标，不断提高风险溢价估算的精准性。

其次，建立健全小微企业和个人客户的风险定价机制。由于小微企业和个人客户的贷款需求时间短、波动大、金额小而分散、时效性强，数据收集积累不连续、时序短、差异大，以及财务透明度不够和经营稳健性差等原因，需要通过打分卡制度来建立小样本数据的风险定价机制，和依托国家中小企业发展中心的大数据库批量抓取有关数据以及互联网电子商务销售等平台的有关商品流和资金流等大数据积累跟踪分析验证客户所在行业和地区的风险定价指标。

5. 提升信用、流动性以及利率风险管理能力

信用风险管理方面，应完善内部评级体系，准确量化信贷风险；建立和利用以核心数据为基础的信息系统，逐步积累风险计量所需的客户评级基础、评级历史及级别迁徙、违约及违约清偿记录等一系列基本历史数据，不断提升风险计量的准确性和稳定性；进一步深化内部评级体系在信贷业务审批、贷款定价、限额管理、行业政策制定等领域的应用。



流动性风险管理方面，优化流动性风险计量方法，包括高频精准的常规资金预测、全面合理的压力测试方法等；将流动性管理结合到各项业务流程之中，起到业务开展与风险管理相互促进、共同发展的作用，包括完善流动性风险管理框架、细化流动性风险的分担机制等。

利率风险管理方面，应培养专业的利率风险管理团队，并在集团层面控制整体利率风险；将各子公司所面临的利率风险进行度量和综合，并且将数量庞大的表外业务纳入到风险监管的范围之内。