

<?xml version="1.0" encoding="utf-8" standalone="no"?>

第八章 货币调控——理解央行的货币政策

货币，也就是我们常说的钱，在经济活动中起到度量价格、交易媒介以及储藏财富等多重功能，是经济运行中不可或缺的“润滑剂”。货币通常由各国的中央银行控制发行。根据《中国人民银行法》，中国人民银行是我国的中央银行，并在国务院领导下制定和执行货币政策。相关统计指标均由人民银行按月发布。同时，当一国货币与其他国家货币进行兑换时就涉及汇率的问题，我国人民币汇率政策的制定和实施也由中国人民银行负责。

一、货币政策的目标与工具

中央银行对货币供给量或利率的调控形成了货币政策。通常，中央银行将实现物价稳定、充分就业等经济社会发展目标作为货币政策的最终政策目标。20世纪80年代以来，各国货币政策目标表现出从多目标向单一目标收敛的特征，即首要目标是维持物价稳定。比如根据《马斯特里赫特条约》，欧洲中央银行体系的主要目标是保持物价稳定。在不与此目标相抵触的情况下，各国中央银行可以在促进就业、经济增长等方面提供支持。《日本银行法》规定，日本银行货币政策的最终目标是保持价格水平稳定，并以此为国家经济活动的提供稳定和持续增长的基础。根据《中国人民银行法》，我国的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

，

这意味着对内

保持物价稳定，对

外保持人民币汇率在合理均衡水平上

基本稳定⁽¹⁾

。最终政策目标的实现需要通过一定的中介目标来完成，而达成中介目标又依赖于央行对货币政策工具的使用（见图1-8-1）。

图1-8-1 货币政策工具、中介目标及最终目标之间的关系

“工欲善其事，必先利其器”，要实现货币政策目标，就需要相应的货币政策工具。在中国人民银行的网站上，列举了八种货币政策工具（见图1-8-2）。其中，公开市场操作、存款准备金率和再贴现率政策通常被称为央行金融宏观调控的“三大法宝”。

图1-8-2 货币政策工具

资料来源：根据中国人民银行网站信息绘制。

公开市场业务是中央银行通过买卖有价证券调节货币供应量的活动。央行卖出证券相当于回收货币，反之则是投放货币。与其他货币政策工具相比，公开市场业务可以由中央银行主动控制交易的规模和方向，而且对货币供给的调节具有即时性，所以是中国人民银行货币政策日常操作的主要工具之一。目前中国人民银行每个工作日上午9点20分（无操作在9点公布，有操作在9点20分公布）之前在网站以《公开市场业务交易公告》的方式公布当日公开市场业务操作情况。

按照交易品种划分，公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据。其中回购交易分为正回购和逆回购两种，正回购为中国人民银行卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为，正回购为央行从市场收回流动性的操作，正回购到期则为央行向市场投放流动性的操作；逆回购为中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。现券交易分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。中央银行票据即中国人民银行发行的短期债券，央行通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。2002年起，我国“双顺差”规模不断扩大，外汇占款增加使得国内基础货币供给大量被动投放，央行票据主要被用于对冲外汇占款。2013年后，随着对冲外汇占款的需求降低，央行已很少发行中央银行票据。

2013年1月，中国人民银行还创设了“短期流动性调节工具”（Short-term Liquidity Operations, SLO），作为公开市场常规操作的补充，调节短期货币供应，但随着2016年2月公开市场操作的日常化，以7天为主的SLO与7天期逆回购重复，而且SLO操作对象较逆回购范围窄，导致SLO的运用频率降低，目前已经基本暂停使用SLO。

存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款，中央银行要求的存款准备金占其存款总额的比例就是法定存款准备金率。中央银行通过调整法定存款准备金率，可以影响金融机构的信贷扩张能力，从而间接调控货币供应量。打比方说，如果法定存款准备金率为10%，就意味着金融机构每吸收100万元存款，要向央行缴存10万元的存款准备金，用于发放贷款的资金为90万元；倘若将法定存款准备金率提高到10.5%，那么金融机构的可贷资金将减少到89.5万元。由于法定存款准备金率的微小调整也会引起社会货币供应总量的较大

变动，所以央行在调整法定存款准备金率时往往比较谨慎。

中央银行贷款，实际上包含了再贷款和再贴现两种政策工具。再贷款是中央银行对金融机构的贷款。自1984年中国人民银行专门行使中央银行职能以来，再贷款一直是我国中央银行的重要货币政策工具。但随着我国金融宏观调控方式由直接调控转向间接调控，再贷款所占基础货币的比重逐步下降，目前新增再贷款主要用于引导扩大县域和“三农”信贷投放。再贴现是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。在我国，中央银行通过调整再贴现总量及利率，明确再贴现票据选择，达到吞吐基础货币和实施金融宏观调控的目的。

利率政策。根据中国人民银行网站上的介绍，目前采用的利率工具主要有：①调整中央银行基准利率，包括：再贷款利率，是指中国人民银行向金融机构发放再贷款所采用的利率；再贴现利率，是指金融机构将所持有的已贴现票据向中国人民银行办理再贴现所采用的利率；法定存款准备金率，是指中国人民银行对金融机构交存的法定存款准备金支付的利率；超额存款准备金率，是指中央银行对金融机构缴存的准备金中超过法定存款准备金水平的部分支付的利率。②调整金融机构法定存贷款利率。③制定金融机构存贷款利率的浮动范围。④制定相关政策对各类利率结构和档次进行调整等。

近年来，中国人民银行为推进利率市场化进程，推出了一些新的公开市场操作工具，比如，常备借贷便利、中期借贷便利、抵押补充贷款等（见表1-8-1）。

表1-8-1 新型公开市场操作工具

常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF）。中国人民银行于2013年初创设了常备借贷便利，主要功能是满足金融机构的大额流动性需求。央行在每月初公布上月常备借贷便利开展情况。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。SLF的操作期限并不长，以1个月以内的短期为主。期限为隔夜、7天和1个月。常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。

中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）。中期借贷便利是中国人民银行2014年9月创设的，用于提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用。央行每月初在官方网站上公布上月中期借贷便利开展情况。

抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）。抵押补充贷款是2014年4月人民银行为支持国家“棚户区改造”而设立的信贷支持工具，主要用于为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。贷款对象为国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行，抵押补充贷款的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资。抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。央行每月初在官方网站上公布上月抵押补充贷款开展情况。

定向中期借贷便利（Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF）。为加大对小微企业、民营企业的金融支持力度，2018年12月中国人民银行创设定向中期借贷便利工具，该操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，这样实际使用期限可达到三年。定期中期借贷便利利率比中期借贷便利（MLF）利率优惠15个基点，操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。中国人民银行在2019年1月和4月进行过两次定向中期借贷便利操作。

此外，中国人民银行根据形势变化和政策需要，还创设了其他一些政策工具，比如2020年6月，为增强对稳企业、保就业的金融支持力度，创设“普惠小微企业贷款延期支持工具”和“普惠小微企业信用贷款支持计划”两项直达实体经济的货币政策工具。

二、我国的货币政策转型

货币政策按中介目标可以划分为数量型和价格型两种。当前我国货币政策仍是以M2、社会融资规模为中介目标的数量型货币政策，但从国际经验看，随着金融市场日益复杂化，央行越来越难以有效控制货币总量，货币政策将转向以利率为中介目标的价格型货币政策。20世纪80年代后，美、欧、日等的货币政策中介目标纷纷从M1、M2转向联邦基金利率、隔夜拆借利率等。近年来，人民银行也在推进货币政策框架向价格型调控转型。下面对我国两种类型的货币政策中介目标以及货币政策转型方向进行介绍。

（一）货币供应量

货币供应量是指一国经济中可用于各种交易的货币总存量。货币不仅包括我们平时用的现金、银行存款，购买的余额宝等宝宝类货币基金，还包括各种商业票据，是承担流通和支付手段的金融工具总和。按照流动性的高低，货币供应量被划分为不同的层次，根据《中国人民银行货币供应量统计和公布暂行办法》，我国的货币供给包含四个层次：

M0：流通中现金。

M1：M0+单位活期存款。

M2：M1 + 储蓄存款 + 定期存款 + 其他存款，包括了可能成为现实购买力的货币形式。

以上三个层次的货币供给划分中，流动性依次递减，M0是居民和企业手中的现金，随时能拿来消费支出，所以流动性最高。单位活期存款虽然流动性低于现金，但也是能够随时变现的，所以也有较高的流动性，也被称为狭义货币。由于M2中的定期存款受期限限制，不能随时变现，所以流动性最低，但它涵盖的范围广，包括了可能成为现实购买力的货币形式，所以又称为广义货币。M2与M1的差额通常称作准货币。

此外，在我国货币供给的统计层次里还有M3，主要是M2再加上金融债券、商业票据、大额可转让定期存单等。但我国目前只测算和公布M0、M1和M2的货币供应量，M3只测算不公布。

我国自1994年10月起，由中国人民银行正式编制并按季公布“货币供应量统计表”。1996年起按月公布月度的货币供应量，通常在每月中旬公布上一个月M0、M1、M2的绝对值以及同比增速。

从我国货币供应量的结构看，如图1-8-3所示，M0的占比在逐步降低，这其中一个重要的原因便是信用卡等支付工具的普及，特别是微信、支付宝被广泛使用，人们在交易中越来越少地用到现金，未来如果数字货币普及，那么M0的占比将变得微乎其微，甚至可能被完全取代。同时，准货币的比重在逐步提高。

图1-8-3 货币供给层次

资料来源：中国人民银行。

通常所说的货币供应量主要是指广义货币M2。1996年，我国正式将货币供应量作为货币政策的中介目标，即央行通过控制M2的变化，从而实现经济平稳增长和物价的稳定。1998年后，中国人民银行每年年初都会确定当年的M1、M2和信贷规模调控目标，2007年后改为只公布广义货币供应量M2的增长目标。同时，每年的政府工作报告中也会公布当年M2的预期增速，但自2018年起，政府工作报告中不再提及M2增速目标。

在货币政策的具体执行过程中，比如2018—2019年，M2增速与名义经济增速基本保持了同步增长。2020年底的中央经济工作会议提出，要保持M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。需要注意的是，“基本匹配”而不是“完全匹配”或者“完全相等”，意味着我国货币供给兼顾原则性和灵活性，一方面，货币供给与名义经济增速基本匹配可以使货币供给与经济需求的货币需求总体保持一致，避免货币超发，从而有利于实现人民银行“保持货币币值的稳定”的目标。另一方面，当名义经济增长出现明显下滑或者过热时，可以发挥货币政策的逆周期调节作用，使货币供给增速暂时性高或低于名义经济增速，而不必拘泥于既定的数值目标。比如2020年，为应对新冠肺炎疫情，M2增速明显高于上年及GDP名义增速，随着二季度后经济逐步恢复常态，M2增速逐步回落。

货币供给与名义经济增速的基本匹配也符合货币与经济增长之间的基本规律。传统经济学理论认为，长期内货币是中性的，不会影响到实际产出的变化，货币供给的变化长期看只会改变社会整体的价格水平。而在短期，货币被认为是非中性的。假如中央银行实施宽松的货币政策，增加货币供给或者降低基准利率，就会刺激企业增加投资，居民扩大消费，从而起到刺激经济增长的作用；反之则会导致经济减速。

由于货币政策的传导存在时滞，M2变化一定程度上要领先于实际GDP增速。比如，在图1-8-4中，2008年随着美国次贷危机蔓延加深，对我国经济的冲击逐步显现，年中央行调整货币政策方向，年内五次下调存贷款基准利率，四次下调存款准备金率，M2增速迅速提高，2009年11月最高达到29.7%。在强有力的刺激政策支持下，我国GDP增速在2009年二季度反弹，2010年最高回升至12.2%。

图1-8-4 货币供给与经济增长

资料来源：中国人民银行、国家统计局。

同时，在经济常态运行情况下，货币供给要与经济增长相适应，否则会造成通货膨胀或者紧缩的压力。在第五章提到，我国M2增速要领先于GDP平减指数变化一年左右。2008—2009年货币政策放松期间，M2高速增长，这也造成了其后物价水平的较快上升。2011年三季度，GDP平减指数衡量的整体通胀水平同比上涨了9.25%。当年7月CPI同比涨幅最高达到了6.45%。所以货币供应量的过快增长与通货膨胀之间存在因果关系。货币供给需要与名义经济增速保持基本匹配。

专栏

央行的货币如何投放出去？

货币发行是中央银行的负债业务，而投放货币形成的债券以及外汇资产则构成了存款性公司的资产。所以货币供给数据反映在央行编制的“存款性公司概况”表中。所谓存款性公司，主要是央行和各类银行，以及财务公司等。

以2020年1月的数据表（见表1-8-2）为例，M0是指表中流通中的货币，M1为M0 + 单位活期存款，也就是货币。M2为货币加上准货币。根据会计准则中的“资产 = 负债”原则：

$M2 = \text{国外净资产} + \text{国内信贷} - \text{不纳入广义货币的存款} - \text{债券} - \text{实收资本} - \text{其他（净）}$ 式中，国外净资产主要是购买外汇而投放的货币，也就是我们平时说的外汇占款，这部分为26.6万亿元；国内信贷是通过银行贷款等投放的货币221.1万亿元。其中又以对非金融部门债权为主，为166.9万亿元。这主要包含了对非金融企业、居民部门的信贷。

表1-8-2 存款性公司概况

资料来源：中国人民银行网站。

目前我国投放货币的主要渠道是国内信贷。我国2001年加入世贸组织后，由于贸易顺差迅速扩大，通过外汇占款渠道投放的货币一度占比上升，但随着近年来我国贸易趋于均衡，央行逐步退出对汇率的常态化干预，外汇占款投放的货币主要是前期已经投放出去的存量，增量已经很少甚至较最高点还有所下降。

（二）社会融资规模

近年来，随着我国金融市场和金融产品不断发展，社会融资结构发生显著变化，企业通过发行股票、债券等方式直接融资的规模增长迅速，以证券、保险等为代表的非银行金融机构对实体经济的影响显著加强，商业银行表外业务大量增加，新增贷款已难以全面反映实体经济的融资总量。在这样的背景下，社会融资规模指标应运而生。

与货币供应量M2不同，社会融资规模是从金融机构的资产端，度量了一定时期末实体经济从金融体系获得的全部资金总额，涵盖的资产范围更广，是我国独创的指标。社会融资规模自2011年由中国人民银行首次公布以来，已经与M2共同成为央行货币政策调控的中间目标。社会融资规模的增量和存量数据按月公布，由中国人民银行每月中旬公布上月数据。数据来源于“一行两会”（中国人民银行、银保监会、证监会）、中央国债登记结算有限责任公司和银行间市场交易商协会等部门。

社会融资规指标自发布以来，也在不断调整完善⁽²⁾

，按照最新的统计口径，社会融资规模由10项子指标汇总而成，可以划分为四部分：

表内业务，是指金融机构资产负债表中，可以由资产和负债栏目揭示的业务，主要是实体经济从银行系统中获得的资金，包括人民币贷款和外币贷款。

表外业务，是指金融机构从事的不列入资产负债表，但能影响当期损益的经营活动，包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票；表外业务部分反映了实体经济从影子银行体系中获取的资金。

直接融资，是指实体经济以股票、债券等金融工具直接从金融市场获得的融资，包括非金融企业境内股票筹资、企业债券融资、政府债券。

其他业务，是指金融系统通过其他方式向实体经济提供的资金支持，社融开始统计时主要包括保险公司赔偿、投资性房地产、其他融资，但它们的规模很小，现在中国人民银行仅公布存款类金融机构资产支持证券、贷款核销两项数据。

其中，资产支持证券（Asset-Backed Securities，ABS）是指由银行、企业等，将贷款、应收账款等作为基础资产，委托给一个特殊目的载体（SPV），由其发行的，以该财产所产生的现金支付其收益的收益证券。以商业银行贷款为基础资产发行的资产支持证券归为存款类金融机构资产支持证券，以企业应收账款、融资租赁租金、小额贷款公司债权、市政基础设施收费、商业物业租金等为基础资产发行的为交易所企业资产支持证券，被归入企业债券。

加入贷款核销，主要是由于人民币贷款在统计时扣除了不良贷款，但这部分资金实际上已经贷出去了，所以计算社融总规模需要做加回处理。

我国社会融资首先以间接融资为主，以2019年为例，当年银行提供的人民币贷款占我国社会融资规模的比例为66%；其次是直接融资，其中债券融资占比13%，股票融资占比1%，政府债券融资占比达到18%。因近年来国家加强了对表外融资的监管，委托贷款、信托贷款和未贴现票据融资均不同程度下降。

从前面M2的计算过程中可以看出，社会融资规模相当于金融机构的资产，与M2是一枚硬币的两面，理论上走势应基本一致。但实际上两者由于统计范围上的差异，短期走势也可能背离。如图1-8-5所示，社融增速和M2增速基本同步，但2016年后，由于通过信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、存款类金融机构资产支持证券等途径的融资规模迅速增长，导致二者出现一定背离。2018年我国加强了对表外融资

的监管，这部分融资同比增速出现持续收缩，社融增速与M2再次趋于一致。

(三) 基准利率

近年来，我国货币政策调控框架逐步向价格型转变，总体路径是建立并完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系，进而引导市场利率围绕央行政策利率中枢运行⁽³⁾

。目前，我国基于实际交易的基准利率体系建设已取得重要进展，货币市场、债券市场、信贷市场等基本上都已培育了各自的指标性利率⁽⁴⁾

。如存款类金融机构间的债券回购利率（DR）、国债收益率、贷款市场报价利率（LPR）等已成为观测我国流动性和货币政策松紧情况的重要参考。

图1-8-5 社会融资规模与M2同比增速

资料来源：中国人民银行。

1. 短期政策利率

短期利率（Short-Term Interest Rate）是指融资期限在一年以内的各种金融资产的利率，也指货币市场上的利率。我国的货币市场主要包括银行间同业拆借市场、债券回购市场和票据市场等。其中，同业拆借和债券回购是商业银行在货币市场上融通短期资金的主渠道。所以央行通过影响货币市场资金利率，就可以调节金融体系的货币供给。

短期政策利率的作用在于引导短期利率走向。国际上对于短期利率的调控存在公开市场操作和“利率走廊”两种模式，实施公开市场操作模式的国家有中国、美国、日本等国家。欧元区国家、加拿大、澳大利亚、新西兰等则是实行“利率走廊”调控模式。

当前，我国的公开市场业务以逆回购操作为主，期限和数量根据财政、现金等多种临时性因素以及市场需求情况灵活调整。近年来，央行逆回购的期限多为7天，也会少量开展14天、28天以及63天期限的逆回购，在市场资金量需求量比较大的时间节点，如逆回购集中到期，以及春节前后、季末、缴税缴准、国债和地方债集中发行时，会增加逆回购操作规模，从而维持市场流动性平稳。在2020年1月末2月初，正值春节前后，加之疫情逐渐蔓延，人民银行加大了逆回购操作力度，节前一周央行实现资金净投放3630亿元。节后在2月3日进行了1.2万亿元的逆回购，除了

对冲到期的逆回购外，净投放流动性1500亿元，同期银行体系流动性也整体上比上年增加了9000亿元。

尽管逆回购操作的数量可以一定程度上反映央行货币政策执行的力度，但观察货币政策的取向关键还是要看逆回购利率的高低。中国人民银行在《2020年第四季度中国货币政策执行报告》中强调，“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场7天期逆回购操作利率是否变化。”2020年春节后，伴随着逆回购数量的大幅增加，逆回购利率也出现了下降，相比2019年末，2020年逆回购操作中标利率下降了30个基点，反映出央行在疫情期间加大了货币政策逆周期调节的力度。

判断短期政策利率调整是否有效传导，则需要观察短期市场利率的变化，该利率也正是央行所要调控的利率，因而被称为市场基准利率。国际金融市场中运用最广的基准利率是伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）。2007年1月，中国人民银行借鉴LIBOR的经验，推出了SHIBOR，并一度将其作为基准利率培育。但与LIBOR类似，SHIBOR不是成交利率，而是报价利率。而且随着银行间债券回购交易量的持续扩大，拆借交易在货币市场交易中的市场份额持续下降，造成SHIBOR运用范围较为有限，代表性不足。此外，国际金融危机后LIBOR陷入操纵丑闻，并将在2021年被取消，这也令与其类似的SHIBOR难以成为基准利率。

所以，基准利率应该是基于真实、活跃交易的利率。2014年12月，中国人民银行开始指导交易中心编制存款类金融机构间的债券回购利率（Depository-Institutions Repo Rate，DR），即存款类金融机构间以利率债为抵押，向其他银行借款的利率。其中，存款类金融机构主要是指商业银行，债券主要是国债、地方政府债券、政策性金融债和央行票据。对交易者和质押品范围的限定可以降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，从而更好地反映银行体系流动性松紧状况。2020年生成DR的交易在银行间回购市场中的占比已经接近一半。DR已经成为我国反映银行体系流动性松紧变化的“晴雨表”⁽⁵⁾

。在《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书中，人民银行提出未来将以培育DR为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系。

DR涵盖隔夜（DR001）到1年（DR1Y）等11个品种。其中，借款期限为7天的DR，即DR007，是判断货币政策松紧程度的重要指标。中国人民银行副行长刘国强在2019年4月举行的国务院政策例行吹风会上曾表示，判断货币政策松紧程度可以直接看流动性。而观察流动性“可以用一个最简单的指标，就是看银行间的回购利率像DR007等”。⁽⁶⁾

中国人民银行在《2020年第四季度货币政策执行报告》中也指出，在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及DR007在一段时

期的平均值。

除
公开
市场操作
外，我国也尝试通
过建立“利率走廊”的方式进行调控
短期利率⁽⁷⁾

。所谓“利率走廊”，是指中央银行通过货币政策工具设置一个利率的上限和下限，相当于走廊的“顶”和“底”，从而使短期市场利率只能在这个区间范围内变化，从而实现对利率水平的控制。

“利率走廊”的上限通常是银行向中央银行借款的利率。如果市场利率超过这一水平，银行就可以向央行而不是其他银行借款，从而使得银行间利率下降至上限利率以下⁽⁸⁾

。“利率走廊”的下限一般为银行在央行存款的利率。如果市场利率低于这一水平，那么银行将更愿意将钱存进央行而不是借钱给其他银行，所以市场利率将会上涨至下限水平以上。

我国构建的“利率走廊”上限为“常备借贷便利（SLF）”，下限为“超额存款准备金率”，走廊中的短期利率是央行所要调控的利率，也就是DR007利率。

如图1-8-6所示，自发布以来，DR007一直在“利率走廊”里窄幅波动，但远高于超额存款准备金率，这使得“利率走廊”下限对市场利率波动的约束作用有限。2015年底至2018年上半年，DR007持续运行在7天逆回购利率之上，市场上一度也将其作为隐性的“利率走廊”下限。但之后DR007利率向下突破7天逆回购利率，超额存款准备金率作为“利率走廊”下限回归人们的视野。2020年初，为应对新冠肺炎疫情的冲击，货币政策边际放松，“利率走廊”的上限和下限均有所调降，DR007也明显下降。下半年随着经济的恢复，DR007反映出的市场流动性逐步向正常水平回归，但中枢值仍略低于2019年的水平。

图1-8-6 我国的利率走廊

资料来源：万得资讯。

2. 中期政策利率

按照货币政策的传导机制，中央银行通过控制短期资金利率，首先影响到金融机构

间的流动性进行调节，然后再通过金融市场的传导，影响到金融机构对居民、企业等实体经济部门的存贷款利率，进而实现对经济和通胀的逆周期调节，是一个从金融到实体，从短期到中长期的传导过程。然而从实际情况看，虽然央行现有的货币政策工具能够有效降低货币市场利率，但对于实体经济融资成本的影响却较为有限，存在货币政策传导机制不畅的问题。2018年，我国货币政策偏向宽松，对此货币市场利率反应较为灵敏，较早出现下降态势。DR007从2018年上半年的2.95%左右下降至2018年下半年的2.8%上下。但贷款加权平均利率的下降相对迟缓，实体企业融资成本仍居高不下，央行货币政策通过货币市场利率传导到贷款利率的效率大打折扣。这其中一个重要原因是我国的利率双轨问题。即虽然我国实现了短期利率的市场化，但仍保留着存贷款基准利率，二者形成了利率双轨。银行发放贷款时大多仍参照贷款基准利率定价，特别是个别银行通过协同行为以贷款基准利率的一定倍数（如0.9倍）设定隐性下限，对市场利率向实体经济传导形成了阻碍，成为市场利率下行但实体经济感受不明显的重要原因。

为此，中国人民银行近年来逐步推进“两轨合一轨”，推动贷款利率的市场化定价。早在2013年10月，中国人民银行就推出了基于10家报价行的贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR），作为贷款定价的市场化参考指标。但是在此后的近六年时间里，由于报价行仍主要参考贷款基准利率报价，LPR始终保持和贷款基准利率一致的变化幅度。为进一步推动LPR成为市场化贷款利率的基准利率，2019年8月17日，央行正式提出基于18家报价行最优质客户贷款利率，按MLF加减点形成的LPR新报价机制（即 $LPR = \text{MLF利率} + \text{加点幅度}$ ）。该利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，因此理论上来说，LPR应是客户贷款利率的下限。同时，由于MLF利率由市场化招标形成，反映了银行平均的边际资金成本，从而有效提升了LPR报价的市场化程度。新LPR有1年期和5年期以上两个品种，由全国银行间同业拆借中心在每月20日上午九点半发布。

截至2019年末，新发放贷款中运用LPR的占比已达到90%。在推动增量业务运用LPR的基础上，央行还进一步推进存量贷款基准利率转换，2019年12月28日，人民银行发布了存量浮动利率贷款定价基准转换的公告。转换于2020年3月启动，并已于当年8月末完成。LPR改革实施后，货币政策利率向贷款利率传导路径总体变得更为通畅，贷款利率隐性下限被打破，贷款利率跟随市场利率明显下行。如图1-8-7，截至2020年12月，1年期LPR合计调整5次，5年期以上LPR调整4次，1年期LPR与MLF利率之间的加点幅度稳定在90BP。

图1-8-7 LPR报价利率变化

资料来源：万得资讯。

三、人民币汇率的决定

汇率是货币之间兑换的比率，如果把国外货币看作是一种商品，那么汇率相当于商品的标价。汇率通常有两种表示方法，一种叫直接标价法，即一定单位外币兑换多少单位本币，也可以理解为单位外币的本币价格，美元兑人民币汇率就是直接标价法，2019年下半年，人民币兑美元的汇率在7左右，这意味着1美元能够兑换7元人民币。如果汇率上升，代表1美元能兑换更多人民币，即人民币贬值了，反之则是升值。日元、瑞士法郎、加元等世界多数货币采用的都是直接标价法。还有一种是间接标价法，即一单位本币能兑换多少外币，比如英镑、欧元、澳元兑美元汇率都是间接标价法，英镑兑美元汇率是1.3，意味着1英镑能够兑换1.3美元。此时汇率上升则代表本币升值，正好与直接标价法相反。

专栏

我国外汇交易市场的结构

当前我国外汇交易市场的结构可以用图1-8-8总结。在零售市场，个人和企业客户通过结售汇业务与外汇指定银行进行外汇买卖。同时，外汇指定银行又作为外汇交易中心的会员，根据自身外汇资产管理和央行综合头寸管理的要求，参与银行间外汇市场的交易，平衡外汇资金头寸。其中，做市商正发挥着越来越大的作用。央行作为银行间市场的参与者之一，一方面行使国际储备管理的职能，代理本国的官方外汇储备，成为一般的外汇市场供求者。另一方面中央银行通过参与外汇市场操作，稳定汇率，调节货币供应量，实现货币政策目标。

图1-8-8 我国外汇交易市场结构

(一) 汇率制度与人民币汇率形成机制

汇率的变化与一国实施的汇率制度密切相关。一般按照汇率变动的幅度，汇率制度可分为固定汇率制度（Fixed Exchange Rate System）和浮动汇率制度（Floating Exchange Rate System）。其中，浮动汇率制度通常是指本币汇率完全由外汇市场的供求决定，货币当局不施加任何干预的汇率制度。固定汇率制度则是货币当局通过一定的外汇干预手段，维持本币汇率固定不变的汇率制度。但在各国的实践中，浮动汇率制度与固定汇率制度之间的划分并非如此的泾渭分明，许多国家货币汇率并非固定不变，但在外汇市场上货币当局也进行不同程度的干预，实际上采取了介于二者之间的汇率制度，形成了所谓的“中间汇率制度”。

前面提到，我国是由中国人民银行负责制定和实施汇率政策。1994年我国废除汇率

双轨制，确立了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，但此后很长一段时间，我国实际上采取了钉住美元的汇率制度。由于20世纪90年代后我国贸易一直保持顺差，而且顺差规模不断扩大，人民银行主要通过持续买入外汇使美元兑人民币汇率保持在8:1的水平，但这也造成外汇占款逐年扩大，货币被动投放，2000年后外汇占款一度成为我国基础货币投放的主要来源。为此，2005年7月，我国启动新一轮的人民币汇率形成机制改革，开始实行以市场供求为基础、参考“一篮子”货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率的波动性开始显著增强，如图1-8-9所示，在2014年之前，美元兑人民币汇率总体呈单边升值的趋势。2014年初，美元兑人民币汇率最低跌至接近6:1，2014年后，人民币汇率双向波动的特征更为明显。

图1-8-9 美元兑人民币汇率

资料来源：万得资讯。

在我国现行的汇率制度下，人民币汇率存在中间价和即期汇率之分。人民币汇率中间价相当于人民币汇率的指导价。中国人民银行授权中国外汇交易中心于每个工作日上午9时15分对外公布当日人民币兑美元、欧元、日元和港币汇率中间价，作为当日银行间即期外汇市场以及银行柜台交易汇率的中间价。即期汇率是外汇市场交易形成的实际汇率，但只能在规定的浮动区间内，围绕中间价上下波动。目前美元兑人民币汇率的浮动幅度为 $\pm 2\%$ 。所以央行通过中间价的确定，就可以起到引导汇率走势的作用。

专栏

人民币汇率中间价的确定

以美元兑人民币汇率为例，目前，美元兑人民币汇率中间价报价由“收盘价+‘一篮子’货币汇率变化+逆周期因子”组成。其中，“收盘汇率”是指上日下午四点半银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率，主要反映外汇市场供求状况。“‘一篮子’货币汇率变化”是指为保持人民币对“一篮子”货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度，主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。“‘一篮子’货币”汇率计算时段为下午四点开始计算到第二天早上七点半。做市商在报价时既会考虑CFETS货币篮子，也会参考BIS和SDR货币篮子。

添加逆周期因子是为了缓解市场的顺周期行为。根据中国人民银行发布的《2017年第二季度中国货币政策执行报告》，在计算逆周期因子时，可先从上一日收盘价较

中间价的波幅中剔除“一篮子”货币变动的的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到“逆周期因子”。由于逆周期因子并不公布，所以并不能直接观察到央行对汇率的干预程度，但2020年10月27日，外汇市场自律机制秘书处发布消息称，将逐步淡出“逆周期因子”的使用，这表明人民币汇率将主要由收盘价和“一篮子”货币汇率变化决定，汇率形成机制的市场化程度因此得到进一步提高。

（二）汇率变化的影响因素

由于货币是购买力的代表，理论上同样一件商品，即便是在不同的国家，如果以同一种货币计价，其价格应是相等的。以我们熟知的巨无霸指数（Big Mac Index）为例，根据美国《经济学人》杂志的数据，在2020年7月，美国一个麦当劳巨无霸汉堡的价格是5.71美元，而中国同样的汉堡价格为17.7元人民币，在不考虑其他考虑因素的假设下，5.71美元的购买力应该等同于17.7元人民币，即美元兑人民币的汇率应该是3.1:1。

但现实却远没有理论那么完美，从多数国家的经验看，购买力平价在短期内至少并不成立。按照国际收支理论，汇率反映了外汇的供需情况，外汇的供给来自出口和资本流入所获得的外汇收入，外汇的需求则来自需要使用外汇支付的进口以及对外投资支出。当一个国家国际收支为顺差时，外汇收入大于外汇支出，也就是外汇的供给大于对于外汇的需求，那么该国货币就会对外升值；如果是逆差，本币就会贬值，所以国际收支的变化会影响汇率的波动。

我国国际收支平衡表中的交易可以分为三个部分：经常账户、资本账户和金融账户以及净误差与遗漏。经常账户、资本账户以及非储备性质金融账户的余额之和反映了市场主体经济活动形成的国际收支情况，将三者之和以国际总差额表示。

以2014年为分水岭，在此之前，我国出口大于进口，而且外商直接投资持续大量流入，国际收支呈现“双顺差”且顺差规模不断扩大的局面，外汇供大于求，因而人民币汇率自2005年汇改后便进入单边升值的通道。美国次贷危机和欧洲主权债务危机期间，外需下降和资本流出使我国“双顺差”逐年扩大的势头减速，但人民币仍面临升值的压力。为应对国际金融危机对我国经济的负面影响，央行通过外汇干预使人民币汇率重新钉住美元，直至2010年6月之后才重新使人民币回到稳步升值的通道。2014年二季度起，随着我国资本外流加大，资本和金融项目开始出现连续逆差，同时经常项目继续保持顺差，但规模相对较小，从而使国际收支出现外汇净流出，人民币转而不断贬值。2015年下半年开始，央行逐步收紧对资本外流的控制，国际收支趋于平衡，人民币也呈现双向波动的态势。2020年，在出口增长的带动下，我国经常账户顺差大幅增加，支撑人民币汇率升值。

除了外汇供求，在金融市场日益开放的情况下，短期以投机为目的的跨境资本流动更加频繁，利率日益成为影响短期汇率波动的重要因素。当国外利率上升，或者本国利率下降时，资本会流出本国寻求更高的收益，从而导致本币汇率贬值，外币升值；反之，则会使本币升值，外币贬值。

国内外利率的变化通常用利差来反映。以人民币为例，根据图1-8-10，2008年国际金融危机后，美联储大幅降息，导致中美之间利差扩大，国际资本不断流入我国，带动人民币升值。而2014年美联储开始加息，中美息差缩小，国际资本转而流出我国，进而带动美元兑人民币汇率贬值。2020年，美联储为应对新冠肺炎疫情造成的经济衰退，实施大规模量化宽松政策，中美利差再度扩大，促使人民币对美元不断升值。

图1-8-10 中美利差与美元兑人民币汇率

资料来源：万得资讯。

(1) 孙国峰．健全现代货币政策框架 [EB/OL] ． <http://www.financeun.com/newsDetail/38332.shtml> ， 2021-01-15.

(2) 2018年7月，中国人民银行将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社融统计，在“其他融资”项下单独列示。9月，将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。2019年9月，中国人民银行将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标。12月起，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。

(3) 易纲．建设现代中央银行制度[N]．人民日报，2020-12-24。

(4) 中国人民银行．《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书 [EB/OL] ． <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4079810/index.html> ， 2020-08-31.

(5) 中国人民银行．《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书 [EB/OL] ． <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4079810/index.html> ， 2020-08-31.

(6) 澎湃新闻．央行谈怎么判断松紧适度：最简单的指标是银行间的回购利率 [EB/OL] ． https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_3338583 ， 2019-04-25

。

(7) 2014年5月，时任央行行长的周小川表示，在我国货币政策框架从数量型向价格型转变过程中，未来短期利率的调控方式将采取利率走廊模式。

(8) 人民银行在2015年一季度货币政策执行报告中提出“探索常备借贷使得利率发挥货币市场利率走廊上限的功能”。2017年12月，人民银行在创设CRA时明确了将法定存准率利率作为货币市场利率的下限。