

No. 2414

研究报告



中国货币政策取向及前瞻

马勇



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>



目 录

一、 构建中国的货币形势指数（MSI）	1
（一） 实际利率	3
（二） 实际有效汇率	4
（三） 货币供应量	6
（四） 流动性溢价	7
二、 基于 MSI 分析中国的货币政策取向	8
三、 中国未来的货币政策前瞻与判断	14

图表目录

图 1 实际利率及其周期波动项	4
图 2 实际有效汇率及其周期波动项	6
图 3 货币供应量同比增速及其周期波动项	7
图 4 流动性溢价及其周期波动项	8
图 5 不同权重下的 MSI 月度变化图	9
图 6 不同权重下的 MCI、MSI 月度变化对比图	13
图 7 货币政策感受指数	17

表格目录

表 1 货币形势指数（MSI）的基础指标选择	3
------------------------------	---

中国货币政策取向及前瞻¹

框架与逻辑：全文分三个部分，围绕中国货币政策的数量分析、取向判断及政策前瞻的主线展开，充分说明中国货币政策的历史经验、现实情况和未来取向。写作逻辑：构建用于分析中国货币政策总体态势的货币形势指数（MSI）——基于货币形势指数（MSI）分析中国的货币政策取向——对未来一段时期内中国的货币政策进行前瞻性的分析与判断。

一、构建中国的货币形势指数（MSI）

货币政策的分析和研判需要有明确的事实和数量基础作为依据。在历史上，各种类型的指标和指数先后被纳入央行货币政策的考虑范畴。其中，在综合指数方面，最具有代表性的是货币状况指数（Monetary Condition Index，简称 MCI）。该指数最初由加拿大银行在 20 世纪 80 年代末提出并用以作为货币政策的操作目标，此后澳大利亚、新西兰、泰国等国家央行也在 20 世纪 90 年代将货币状况指数作为货币政策的操作目标，其他许多国家的央行则将货币状况指数作为货币政策的重要指示器。在中国，包括香港金管局、汇丰银行、彭博等在内的诸多监管部门与市场机构，都建立了针对中国的货币状况指数，用于监测中国货币政策立场的变化。

¹ 作者：马勇，中国人民大学财政金融学院教授

为了能够更为准确地评估总体货币状况和货币形势，为政策制定者、各类金融机构及其他市场主体提供货币政策执行情况参考，本报告在传统的货币状况指数（MCI）基础上进行改进，构建了货币形势指数（Monetary Situation Index，以下简称 MSI）。在货币形势指数（MSI）构建过程中，本报告首先纳入传统货币状况指数（MCI）中通常包括的利率和汇率指标。其次，考虑到除利率和汇率等价格渠道外，货币政策的主要传导路径还包括数量渠道，因而在中国货币状况指数构建的相关文献中，往往会加入货币供应量指标。最后，本报告新纳入了流动性溢价指标，用以反映市场预期未来一段时间内货币和流动性的变化情况。因此，货币形势指数（MSI）对反映中国货币状况变化、监测货币市场流动性状况以及判断货币政策的可能取向具有重要的参考意义。

本报告用以构建货币形势指数（MSI）的基础指标包括：实际利率、实际有效汇率、货币供应量和流动性溢价。由于上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate，以下简称 Shibor）自 2006 年 10 月起开始披露数据，因此，本报告选取 2006 年 10 月以来的月度数据计算货币形势指数（MSI）。表 1 展示了 MSI 的基础指标选择、变量含义及相关数据来源。

表 1 货币形势指数（MSI）的基础指标选择

变量	含义	变量说明	影响方向	数据来源
<i>R</i>	实际利率	银行间同业拆借利率（7天） 减去CPI月度均值	-	中国人民银行
<i>REER</i>	实际有效汇率	实际有效汇率指数 （2010年=100）	-	国际清算银行
<i>M</i>	货币供应量	M2同比增速	+	中国人民银行
<i>L</i>	流动性溢价	Shibor（3M）月度均值 减去Shibor（1W）月度均值	-	全国银行间同业 拆借中心

为更好地反映货币形势的周期性变化，本报告首先对所有数据进行季节性调整，以消除宏观数据中季节性波动的影响，取对数²后再进行 HP 滤波处理，从而提取出各变量对应的周期波动项。由于周期波动项是数据序列剔除趋势项后的剩余部分，因而更有助于捕捉货币形势变化的短期趋势。

（一）实际利率

利率的变动反映了市场资金供需和资金成本的变动，利率作为货币政策传导的重要渠道，对消费、投资等经济活动有直接影响。伴随着中国利率市场化改革的不断深入，价格型货币政策工具在中国货币政策框架中的作用越来越重要。作为货币政策的指示器之一，实际利率水平反映货币政策取向与宏观经济状况的有效性也在不断增强。因

² 除对利率、流动性溢价等数据不取对数外，其他数据取对数后再进行后续数据处理。

此，本报告将实际利率变量作为 MSI 基础指标体系中的重要变量之一，用以衡量货币政策的“价格”变化。

本报告中，实际利率由银行间同业拆借利率（7 天）月度均值减去对应月份的通货膨胀率（CPI）计算得出。在名义利率不变的情况下，实际利率上升意味着投资成本提高，投资额下降，从而使得总需求下降，代表着货币政策的紧缩；反之，实际利率走低则意味着货币政策更为宽松。相对于名义利率而言，实际利率排除了通胀的潜在影响，因而能够更为准确地反映货币政策取向。图 1 展示了 2007 年 11 月以来根据上述方法得到的中国实际利率的季调后结果以及经 HP 滤波处理后得到的实际利率周期波动项。

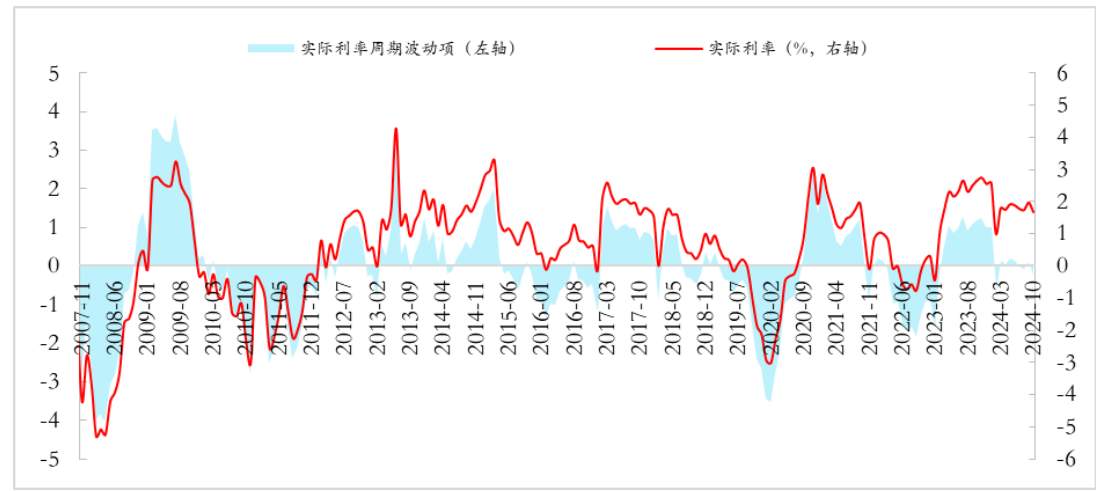


图 1 实际利率及其周期波动项

数据来源：中国人民银行、国家统计局。

（二）实际有效汇率

实际有效汇率是衡量一国货币对宏观经济作用的重要指标之一。在开放经济条件下，汇率变动不仅反映了本国货币与外国货币的相对

价格变化，也对国际贸易、外汇储备、外商直接投资甚至货币政策产生深刻的影响。同时，货币政策意图也在一定程度上影响了实际有效汇率的变化，并通过汇率渠道传导至实体经济中。一般来说，当货币政策收紧或国内利率上行时，实际有效汇率往往会随之上升，本国货币标价的金融资产收益率相对于外币资产升高，本国货币升值，在导致本国货币购买力上升的同时，也降低了本国商品的国际竞争力，从而影响进出口贸易额和总需求，最终导致总产出下降。因此，本报告将实际有效汇率纳入 MSI 基础指标体系，作为衡量本国货币相对价格变化的指标。

本报告中采用国际清算银行（Bank of International Settlements，以下简称 BIS）提供的实际有效汇率指数作为实际有效汇率的测度变量。实际有效汇率指数是经 CPI 调整后的双边汇率几何加权平均值，实际有效汇率指数的上升对应着本国货币升值，反之则意味着本国货币贬值。与实际利率类似，实际有效汇率的上升代表着货币政策紧缩，其下降则意味着货币政策宽松。图 2 展示了 2007 年 11 月以来中国实际有效汇率的季调后结果以及经 HP 滤波处理后得到的实际有效汇率周期波动项。

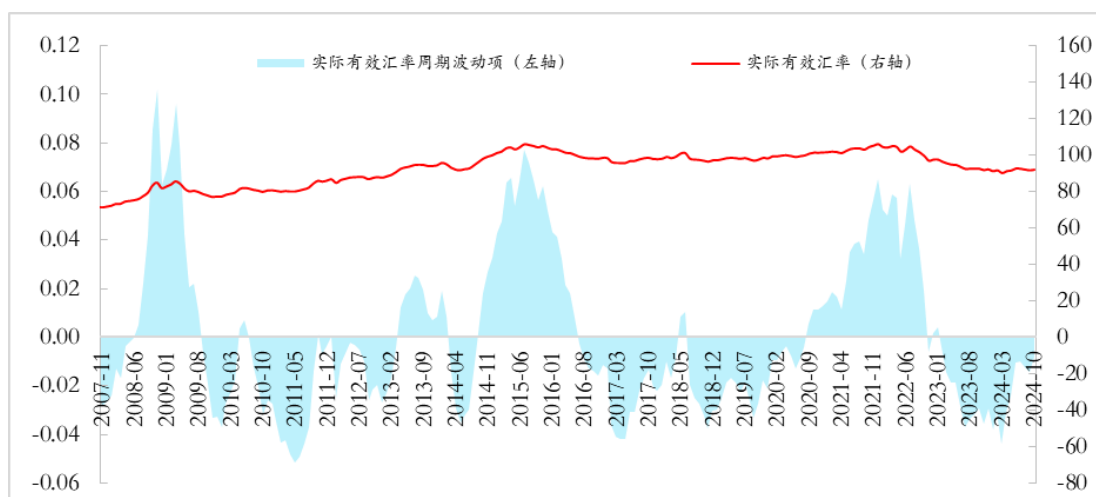


图 2 实际有效汇率及其周期波动项

数据来源：国际清算银行（BIS）。

（三）货币供应量

货币供应量作为货币政策的中介目标之一，其增减变动能够直接影响经济活动，也与货币政策取向直接相关。中国人民银行长期以来采取的是数量型工具和价格型工具相结合的货币政策框架，数量型工具在中国货币政策实践中扮演着重要的角色，货币供应量也是反映中国货币政策松紧程度的重要参考指标。因此，本报告将货币供应量变量纳入 MSI 基础指标体系，用以衡量货币政策的“数量”变化。

本报告选取的货币供应量变量是中国人民银行公布的广义货币供应量（M2）的同比增速。货币供应量增速的上升，意味着货币政策趋于宽松；货币供应量增速的下降，意味着货币政策收紧。图 3 展示了 2007 年 11 月以来中国货币供应量同比增速的季调后结果以及经 HP 滤波处理后得到的货币供应量同比增速周期波动项。

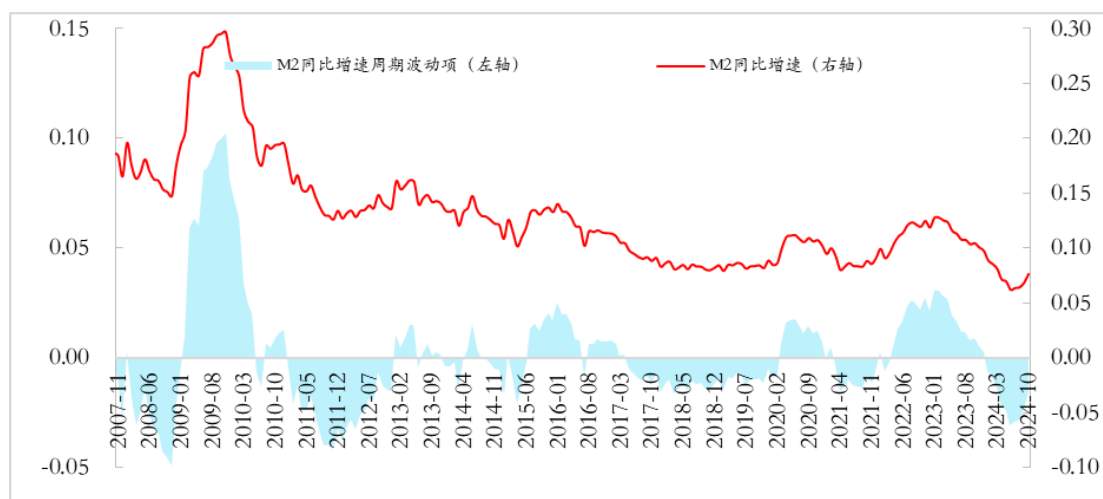


图 3 货币供应量同比增速及其周期波动项

数据来源：中国人民银行。

（四）流动性溢价

货币市场流动性状况也是衡量一段时期货币形势的重要因素之一。从流动性供给角度来看，央行的货币政策取向在一定程度上决定了货币市场流动性的走向；从流动性需求角度来看，市场对于货币政策及未来流动性水平的预期也会反映在货币市场的流动性状况中。因此，本报告将流动性溢价变量纳入 MSI 基础指标体系，用以反映货币市场的流动性状况。

本报告选取的流动性溢价变量由 3 个月期限的货币市场利率（Shibor）与 1 周期期限的货币市场利率（Shibor）之差来表示。流动性溢价的扩大意味着市场主体的流动性偏紧，流动性预期较为悲观，也意味着未来一段时间内的货币形势可能会趋紧。相反，流动性溢价收窄则意味着货币市场流动性趋于改善，说明货币形势较为宽松。图 4 展示了 2007 年 11 月以来中国流动性溢价的季调后结果以及经 HP 滤波处理后得到的流动性溢价周期波动项。

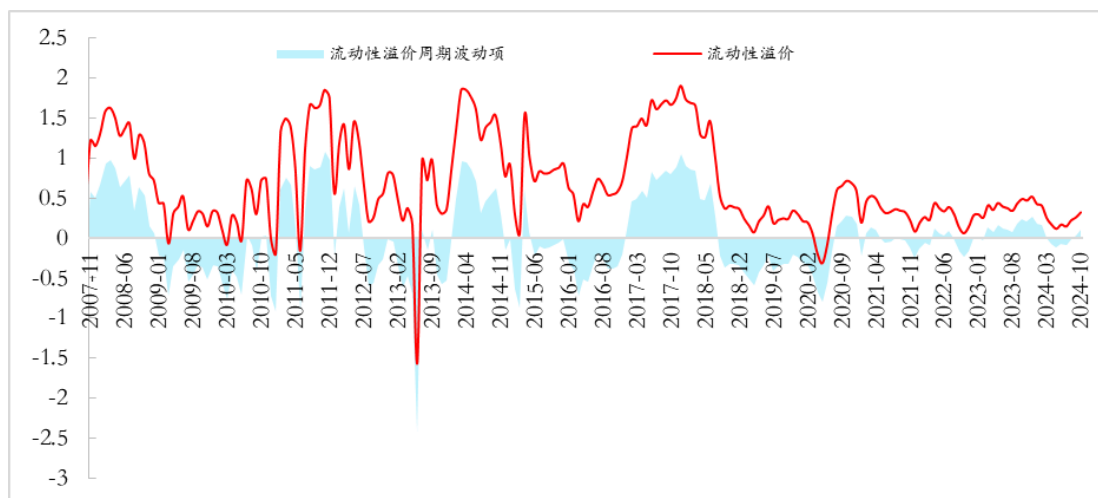


图 4 流动性溢价及其周期波动项

数据来源：中国人民银行。

二、基于MSI分析中国的货币政策取向

为了直观地反映实际利率（ R ）、实际有效汇率（ $REER$ ）、货币供应量（ M ）和流动性溢价（ L ）四个基础指标的变化对 MSI 的影响程度，本报告首先对所有指标的周期波动项使用 Min-Max 方法进行去量纲处理，将数据统一转化为-100 到 100 之间的标准化序列，然后采用等权重、波动性加权和主成分加权三种加权方法合成货币形势指数（MSI），之后再将计算所得的货币形势指数转化为-100 到 100 之间的标准化序列。

基于此，本报告构建的货币形势指数（MSI）可表示为：

$$MSI_t = \omega_M M_t - \omega_R R_t - \omega_{FX} REER_t - \omega_L L_t$$

其中， ω_R 、 ω_{FX} 、 ω_M 、 ω_L 分别表示实际利率、实际有效汇率、货币供应量和流动性溢价在货币形势指数（MSI）中的权重。基于上述设定，本报告定义的货币形势指数（MSI）上升对应表示货币形势

的总体宽松，下降则表示货币形势的总体趋紧。图 5 展示了三种加权方法下的货币形势指数（MSI）月度变动情况，相比之下，等权重、波动性加权的 MSI 重合度较高，且两者权重含义均易于理解，主成分加权所构建的指数则具有更强的统计学含义，基于三种方法构建的 MSI 在走势上基本一致，这在一定程度上反映出 MSI 指标构建的稳健性。

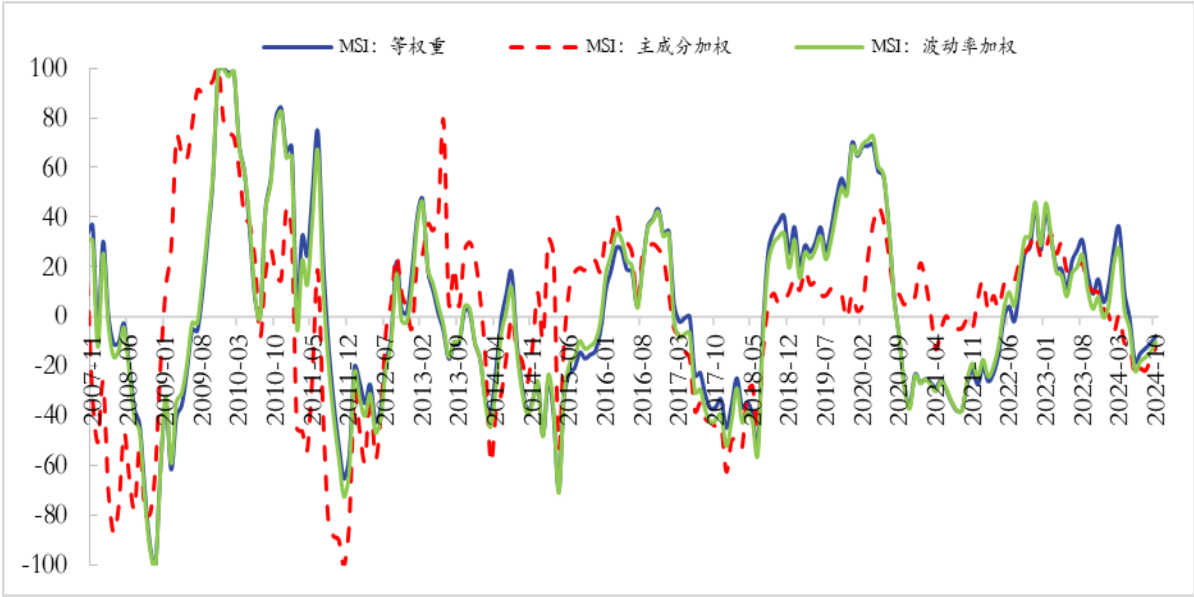


图 5 不同权重下的 MSI 月度变化图

2008 年上半年，央行多次上调存款准备金率，2008 年 6 月至 2008 年 11 月，M2 增速出现了连续下降，而实际有效汇率和实际利率则出现了较明显的上升，共同导致货币形势趋向紧缩，并在 2008 年 11 月达到了周期低点。

在美国次贷危机影响下，中国政府在 2008 年 11 月出台了扩内需、稳经济的“四万亿”计划。多维度的经济刺激也使得 2009 年中国出现了近十万亿的天量信贷，为经济体提供了充足的流动性。反映在指标上，自 2008 年 12 月起货币供应量增速开始提升，保证了市场所需

的流动性，流动性溢价也开始逐步下降，实际有效汇率则从 2009 年 3 月起开始下降，货币形势逐步开始放松，MSI 也相应出现了上升趋势。随着货币供应量不断增加，2009 年下半年开始实际利率也逐渐下降，而流动性溢价出现了一定幅度的波动，在这一阶段 MSI 也延续了上升态势，2009 年中国新增信贷总量创历史新高，MSI 也达到历史最高点。

自 2010 年起，随着央行多次上调存款准备金率，M2 增速开始连续下降，实际有效汇率和流动性溢价也分别开始回升，MSI 开始下降，2010 年下半年至 2011 年上半年，各项指标均出现波动，但货币形势指数整体仍处于宽松的范围。2011 年 7 月开始 M2 增速连续下降，实际利率、实际有效汇率和流动性溢价连续上升，使得货币形势逐渐由宽松转向趋紧，到 2011 年底 MSI 出现了一段时间内的低点。2012 年年中，央行决定下调金融机构人民币存贷款基准利率并调整了利率浮动区间，货币政策再次由稳健走向适度宽松。

2015 年开始，受国内经济增速放缓和国外发展环境的影响，为稳定经济，货币政策转向稳健略显宽松状态，央行通过连续下调准备金率和基准利率来应对经济下行的风险，货币供应量增速加快，实际利率与流动性溢价下降，2015 年二季度至 2016 年年中，MSI 持续攀升，及时地反映出了货币形势的转变。2016 年底开始，在金融结构调整和金融去杠杆的背景下，M2 增速下降，实际利率和流动性溢价上升，实际有效汇率波动上升，MSI 开始逐步下降，货币形势由宽松开始趋紧。2018 年下半年至疫情爆发之前，央行货币政策由稳健中

性的表述转变为稳健的货币政策，该阶段货币供应量增速、实际有效汇率变化有限，均在同期水平小幅度波动，而实际利率呈现较为明显的下行趋势，在合理的预期管理下，流动性溢价处于相对低位，MSI 则表现为处于 0 上方一定的区间波动，也反映了相对稳健的货币政策取向。

2020 年，为应对突如其来的新冠肺炎疫情对中国经济社会发展带来的冲击，稳健的货币政策更加灵活适度，央行综合采用多种货币政策工具应对疫情冲击，M2 增长率加快的同时，流动性溢价持续下探，MSI 开启上升态势，体现出货币政策稳健偏松的取向。至 2020 年下半年，随着国内疫情防控形势的不断向好，货币增速开始放缓，实际利率和流动性溢价均出现较大幅度的回升，MSI 也开始持续下行。从 2020 年底至 2022 年一季度，货币政策导向并未发生明显变动，但随着 2022 年一季度末全国多地尤其是上海疫情的集中爆发，加之俄乌冲突带来的国际局势动荡，中国主要经济指标下滑明显，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”这三重压力陡然上升，为稳住经济基本盘，央行通过降准、增发专项再贷款等总量和结构性工具加强对实体经济的支持力度，同时引导 LPR 下降进一步降低了企业的融资成本，货币政策形势逐渐转向稳健偏松区间。

2022 年下半年至 2023 年上半年，货币政策保持了稳健偏松的态势，2022 年 12 月和 2023 年 3 月，人民银行两次下调金融机构存款准备金率共 0.5 个百分点，并于 2022 年下半年相继印发了《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》、《关于下调首套个人住房公积

金贷款利率的通知》以及《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，不断适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，调整优化房地产政策，促进房地产信贷市场复苏。在一系列政策的支持下，M2 增速在这一时期维持在了较高的水平，同时受发达经济体持续加息和国内基本面偏弱的影响，实际有效汇率在这一时期也呈现出较为明显的下行趋势，尽管流动性溢价在这一时期已经开始攀升，但 MSI 整体仍维持在了“正向温和”区间。但从 2023 年下半年开始，特别是四季度以来，持续的低通胀导致实际利率偏高，政府债的放量也使得银行间市场流动性收紧，12 月流动性溢价达到 0.77%，为 2021 年以来的最高水平，M2 增速在这一时期也开始逐渐下降，多重因素的综合作用之下，MSI 持续下行，尽管人民银行于三季度针对 1 年期 MLF 利率、7 天逆回购利率分别下调了 15 个基点与 10 个基点，引导一年期 LPR 下行 10 个基点，并进一步下调金融机构存款准备金率 25 个基点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构），但受制于政策时滞和社会预期整体偏弱，人民银行的一系列举措并未扭转货币形势的收紧之势。由于 M2 增速持续下滑，加之美联储降息预期节奏放缓在一定程度上制约了货币政策的进一步宽松，MSI 在 2024 年前三季度持续下降，但是在国内宽松金融政策叠加美联储降息的影响下，9 月货币市场回暖，MSI 指数开始回升。

为进一步验证 MSI 相比于传统货币状况指数（MCI）的优越性，本报告将 MSI 与 MCI 进行对比。图 6 同时展示了 MSI 与 MCI 随时间变动的情况，以便观察 MSI 与 MCI 的区别以及 MSI 相对于 MCI 对货币形

势判断的准确性。

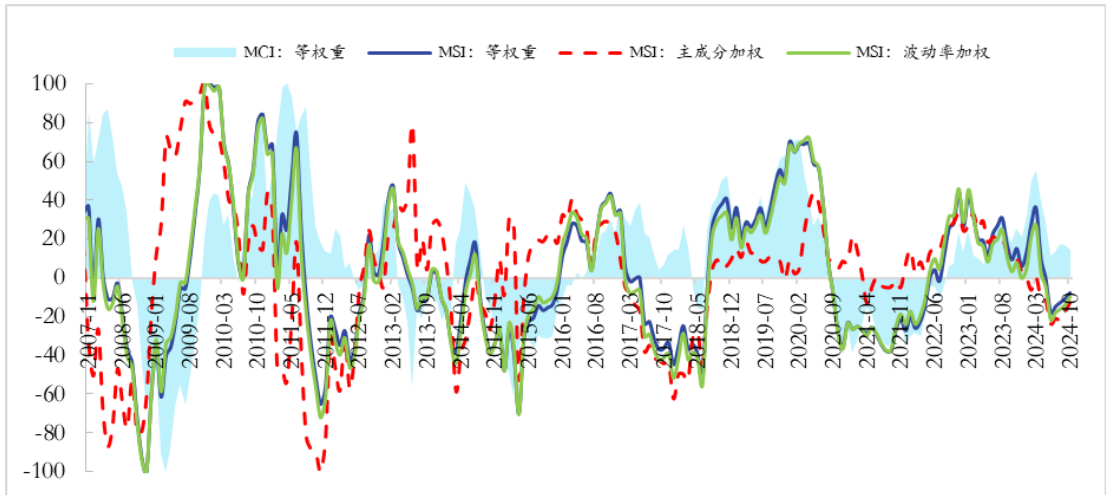


图 6 不同权重下的 MCI、MSI 月度变化对比图

整体来看，MSI 与 MCI 的变动趋势具有一定相似性，对货币形势变动均有较好的解释效果，这说明货币形势指数（MSI）的构建方法具备一定合理性，符合传统理论对货币形势变动的判定情况。更进一步来看，MSI 相对 MCI 具有一定的优越性。第一，MSI 包含了货币供应量增速、货币市场流动性等更多维度信息，因而相对于 MCI 而言指数更为平滑，更能综合地反映货币形势的变化。第二，MSI 对货币形势的判断领先于 MCI，例如，2007 年 11 月，MSI 先于 MCI 见顶，转向收缩；2008 年 11 月，MSI 则先于 MCI 见底，开始上升；类似情况在其他货币形势拐点都可观察到，即表明 MSI 是 MCI 的领先指标。总体来看，本报告所构建的货币形势指数（MSI）能够准确反映货币形势变化，且与传统的货币状况指数（MCI）相比，货币形势指数（MSI）更具综合性和领先性，因而能够更好地起到预判作用。

基于上述 MSI 分析中国最近一年多的货币政策取向可以发现，MSI 自 2023 年 8 月开始逐渐下行，由于低通胀环境下实际利率偏高以及政府债放量导致的银行间市场流动性收紧，2024 年 1 月跌入偏冷区间，结束了 2022 年 5 月以来的“正向温和”状态，随后维持下行趋势。2024 年三季度，由于实际有效汇率的回升和 M2 增速的相对放缓，MSI 较二季度下降 4 个点至-21，维持在“轻度偏冷”区间，但 9 月指数值已出现边际回暖迹象。10 月，随着流动性溢价和实际有效汇率上升，货币增速和实际利率较上月进一步提升，导致 10 月 MSI 环比上升 4 个点至-13，维持在“轻度偏冷”区间。后续 MSI 是否会进一步回暖，有待进一步观察。

三、中国未来的货币政策前瞻与判断

为落实中央经济工作会议对 2024 年经济工作的总体要求，有力有效支持经济稳定增长和高质量发展，提振市场预期，央行在坚持稳字当头、稳中求进的基础之上，加大了宏观政策调控力度。全年两次降准 50bp，累计释放 2 万亿元，并推出一系列宽松政策，为实体经济回升向好提供了有力的支持，综合运用多种政策工具有效应对不利冲击，稳定住了宏观经济大盘。

从 MSI 走势来看，在央行稳健偏松的政策导向下，2024 年上半年 MSI 整体维持在了“轻度偏冷”区间，但从 2024 年三季度末起，MSI 开启上行趋势。虽然从季度指数走势来看，三季度主成分加权构建的 MSI 指数较今年二季度进一步下行 4.79 个百分点至-21.34，季

度均值继续运行在轻度偏冷区间，但 9 月 MSI 指数已经呈现边际回暖趋势，指数值较上月回升 3.93 个百分点。三季度 MSI 整体遇冷的主要原因在于实际有效汇率的回升和 M2 增速的相对放缓，9 月份的边际回升则主要受益于 M2 增速出现一定幅度的回调。展望下一阶段货币政策形势，在“稳增长”这一核心诉求下，预计央行将继续推出宽松的货币政策，货币形势指数（MSI）方面，在低基数和各部门出台的多重支持政策支持的作用之下，通胀有望逐步回升，实际利率也或将随之逐渐回落，MSI 指数预计也将会企稳回升。

综合考虑我国当前所面临的复杂的内外部经济形势，我们预期未来一段时期内的货币政策将延续稳中偏松的主基调，判断依据主要包括以下三个方面：

第一，从通胀数据来看，三季度 CPI 和 PPI 分别为 0.5%和-1.8%，较今年二季度变化相对有限，继续低位运行，伴随着经济的进一步复苏和基数效应的影响，四季度通胀中枢或将迎来一定幅度的抬升，但考虑到当下较低的基数水平，通胀在短期内预计仍将不会成为制约货币政策操作的重要因素。此外，在当前出台经济支持政策的背景下，稳健偏松的货币政策所带来的通胀上升预期将在一定程度上降低实际利率，同时可以推升名义 GDP 增长率，提振经济主体的未来预期，从而更好地实现“稳增长”目标，这也与央行前期所强调的“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”形成了呼应。

第二，从国内经济形势来看，三季度实际 GDP 同比增长 4.6%，高于市场预期。全国财政收入从 8 月的同比-2.8%转正为 9 月的 2.5%，结束今年以来的下跌趋势。虽然前 9 个月规模以上工业利润同比下降-3.5%，但在前期一系列促进发展政策的推动下，经济恢复的基础进一步巩固，货币市场流动性保持合理充裕，为实体经济提供了有力的支持。然而，当前仍面临经济下行压力、有效需求不足、就业严峻、社会预期偏弱、房地产和资本市场低迷等挑战，“稳增长”需求依然存在，实现全年经济增长目标仍面临不小压力，因而仍然需要稳健偏松的货币政策给予必要的流动性支持和信心支持。

第三，从国际形势来看，美联储降息 50bp 为中国央行实施更为积极的货币政策提供了空间。随着中美利差收窄，中国央行在货币政策上的外部压力减小，错位风险降低。这有助于改善国内流动性状况，降低实体经济的融资成本，并增强人民币汇率的稳定性。在此背景下，中国人民银行已表态将加大调控力度，并着手推出一些增量政策举措，以降低企业融资和居民信贷成本。考虑到资本流动，降息策略可采取紧盯美联储利率调整的“跟随降息策略”，以避免复杂形势下的货币政策实施出现方向性错误。同时，在利率操作间歇期，可根据实际需要配合降准和定向流动性支持等其它流动性调节手段，以更好的方式实现经济的内外均衡。

作为分析补充，本报告结合中国人民银行发布的银行家问卷调查报告中的货币政策感受指数对未来货币政策取向进行判断。货币政策感受指数是反映银行家对货币政策感受程度的指数，该指数的计算方

法是在全部接受调查的银行家中，先分别计算认为本季货币政策“偏松”和“适度”的占比，再分别赋予权重 1 和 0.5 后求和得出。图 7 展示了 2005 年二季度以来人民银行开展银行家调查中的货币政策感受指数的变化情况，因为人民银行并未公布 2024 年第三和第四季度的银行家问卷调查报告，因此这里的补充分析所用数据截止到 2024 年第二季度。报告显示，2024 年第二季度货币政策感受指数为 67.4%，比上季下降 2.7 个百分点，比上年同期上升 3.2 个百分点。其中，有 36.3% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 5.4 个百分点；62.2% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 5.4 个百分点。货币政策感受指数的下降也与 MSI 的下行形成了呼应，反映出央行的货币宽松政策传导至现实经济仍然需要一定的时间。

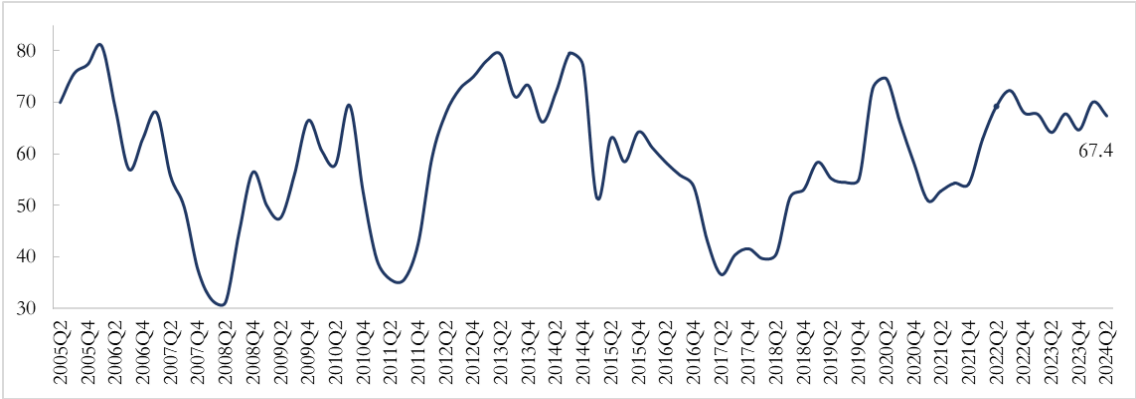


图 7 货币政策感受指数

数据来源：中国人民银行。

在一揽子稳增长政策和结构性改革的推动下，2024 年第三季度中国经济呈现出恢复向好的局面，总体经济形势表现出较强的韧性和潜力，整体经济数据实现了超预期增长，经济稳步恢复，但国内有效

需求不足引发的供需失衡的主要矛盾依然存在，经济增速与名义增速的背离，宏观数据与微观感受的差异对预期和信心的有效提振产生影响。面对当前国内外经济金融形势，中国人民银行货币政策委员会2024年第三季度例会认为，要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控精准性。

在下一阶段，货币政策应重点关注以下几个方面：

第一，适度加大公开市场操作力度，保持市场流动性合理充裕，同时通过结构性货币政策工具引导资金流向实体经济，提高金融支持实体经济的效率。特别是在复杂多变的国际形势下，为应对国内外经济形势的变化，货币政策要注重保持政策的灵活性和前瞻性，并加大逆周期调节力度。在合理使用利率工具的同时，将继续通过降准、再贷款等手段支持实体经济发展，实施有力度的降息，特别是加大对中小企业和科技创新领域的支持，帮助它们解决融资难、融资贵的问题。可以通过定向降准、再贷款等工具，专门为相关领域提供融资支持，提升资金使用效率。

第二，随着金融市场的波动加剧和债务风险的累积，央行进一步加强宏观审慎监管和金融风险防范，通过完善金融监管框架、加强跨市场风险监测和预警机制，确保金融系统稳定运行。特别是，应考虑加强中央银行与金融市场的联通与贯通，通过政策工具的创新，为金融市场的稳定运行提供“托底式”的流动性支持。无论是在理论上还是法理上，中央银行都具有金融稳定的职能。但在历史上，中央银行的金融稳定职能侧重于为金融机构提供“最后贷款人”贷款，直接面

对资本市场的金融稳定工具相对比较匮乏。与此同时，证券监管部门的资源（特别是货币信贷资源）比较有限，这就在很大程度上限制了其直接提供大规模流动性支持的能力。因此，通过将中央银行的“最后贷款人”功能进一步延伸至资本市场，在必要的时候为资本市场提供“压舱石”式的流动性支持，将极大地提升金融政策稳定资本市场的长期能力，并且有助于改善市场预期，提高政策实施的综合效果和效率。

第三，从更长期来说，货币政策传导渠道的畅通仍然是我国货币政策调整的重心，未来央行仍需深化利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，发挥好存款利率市场化调整机制作用，巩固贷款实际利率下降成果，推动社会融资成本稳中有降，为经济高质量发展提供良好的货币金融环境。为此，可考虑调整公开市场操作招标方式，强化公开市场7天期回购操作利率的主要政策利率属性，将7天期逆回购操作改为固定利率的数量招标，明示操作利率，有助于增强其政策利率地位，提高操作效率，稳定市场预期。同时，进一步完善贷款市场报价利率（LPR），畅通利率期限结构传导机制，理顺由短及长的利率传导关系。

最后，加强市场预期的引导和管理，通过货币政策的积极、有效、反复宣示，并配合以其它方面的政策行动，通过打出一套“掷地有声”的政策组合拳，促进市场信心的全面恢复。经济增长和金融市场的稳定，都必须建立在市场信心稳固的基础之上，这就需要货币政策与其它经济金融政策的充分协调和搭配。就目前的经济金融形势而言，供

需调整的政策要平衡，不应偏废。扩大内需的政策要持续、反复用力，促进消费和投资需求的真实恢复，让市场主体有订单、有收入、有钱挣。首先要让市场主体看到“结果”和“效果”，信心才能真正重新建立起来。金融方面，股价、房价、汇率等关键金融资产的价格受预期的影响都很大，且在短时间内容容易出现过度调整。金融相关管理部门要加强常规性的预期管理，并将市场预期的动态变化纳入政策目标，通过强化引导和多手段调控，让市场相信政策当局永远“有办法”让市场重回目标轨道。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2414	中国货币政策取向及前瞻	马勇
IMI Report No.2413	中国财政政策：演进、逻辑与取向	贾俊雪、刘勇政
IMI Report No.2412	跨境人民币观察报告（2024 年第 3 季度）	IMI
IMI Report No.2411	中国财富管理行业趋势报告（2024 上）	IMI 中国数字金融合作
		论坛
IMI Report No.2410	跨境人民币国际化观察报告	中国人民大学 交通银行
IMI Report No.2409	人民币国际化发展趋势与香港作为国际金融中心的机遇与挑战	IMI
IMI Report No.2408	IMI 宏观月度分析报告（第 86 期）	IMI
IMI Report No.2407	IMI 宏观月度分析报告（第 85 期）	IMI
IMI Report No.2406	IMI 宏观月度分析报告（第 84 期）	IMI
IMI Report No.2405	IMI 宏观月度分析报告（第 83 期）	IMI
IMI Report No.2404	中国财富管理评价报告（2023）	IMI
IMI Report No.2403	IMI 宏观月度分析报告（第 82 期）	IMI
IMI Report No.2402	IMI 宏观月度分析报告（第 81 期）	IMI
IMI Report No.2401	IMI 宏观月度分析报告（第 80 期）	IMI
IMI Report No.2324	2023 天府金融指数报告（简版）	IMI
IMI Report No.2323	揭秘人民币基础资产价格联动与风险传导机制	IMI
IMI Report No.2322	迈向绿色未来：经济金融的低碳转型之路	IMI
IMI Report No.2321	以供给侧改革夯实人民币国际化的经济基础	IMI
IMI Report No.2320	如何应对人民币国际化进程中的宏观金融风险？	IMI
IMI Report No.2319	资产配置与资本流动：我国银行国际化风险几何？	IMI
IMI Report No.2318	低碳时代：全球可持续浪潮下的人民币国际化	IMI
IMI Report No.2317	“一带一路”建设中的货币战略	IMI
IMI Report No.2316	碳市场与基建保障：低碳投资如何助力“一带一路”？	IMI
IMI Report No.2315	高悻惟：防范化解金融风险与金融高质量发展	IMI
IMI Report No.2314	IMI 宏观月度分析报告（第 79 期）	IMI
IMI Report No.2313	IMI 宏观月度分析报告（第 78 期）	IMI
IMI Report No.2312	IMI 宏观月度分析报告（第 77 期）	IMI
IMI Report No.2311	IMI 宏观月度分析报告（第 76 期）	IMI
IMI Report No.2310	IMI 宏观月度分析报告（第 75 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn