

# 利率市场化条件下的中央银行基准利率\*

## ——兼论价格型货币调控机制

王 宇 李宏瑾

**〔摘要〕**利率市场化不仅意味着利率由市场供求决定,还要求利率调控方式的市场化。随着利率管制的完全放开,中央银行应进一步发挥利率价格机制的作用,明确市场化条件下的中央银行基准利率,货币政策实现由数量为主到以价格为主的调控方式转型。本文对利率市场化条件下中央银行基准利率的含义进行了界定,并说明了与之相关的几个重要理论问题。通过梳理有关文献和比较各国实践经验,分析了以中央银行基准利率调整为手段的货币政策运行机制。在对中国主要货币市场利率、中央银行利率体系和公开市场操作进行全面考察的基础上,本文还就适应利率市场化条件下的中国中央银行基准利率选择和利率调控模式进行了讨论。

**关键词:**利率市场化 中央银行基准利率 货币价格调控

**JEL 分类号:**E42 E52 E58

### 一、引言

近年来,我国利率市场化改革进程骤然加速,作为改革最后一步,存款利率放开将尽快择机实现<sup>①</sup>。利率完全放开后,虽然市场利率的决定权由政府转向金融机构,但这并不意味着金融机构可以随意开展产品定价,中央银行也不会对利率放任不管。为了顺利推进利率市场化改革,中央银行还应在培育基准利率体系、形成市场化利率调控和传导机制等方面进行大量技术性的准备工作(周小川,2013)。受金融体系发育程度、货币传导机制和计划经济思维的影响,1998 年我国放弃直接干预转向间接货币调控模式后,货币政策主要以数量调控为主,对利率调控机制的作用重视不够(周小川,2004)。作为金融要素的价格,利率市场化是完善社会主义市场经济的重要内容,货币政策应充分发挥价格机制的作用,通过市场化手段开展利率调控,逐步实现以数量为主向以价格为主的货币调控方式转型。同时,只有当金融机构能够根据市场基准利率进行产品定价和内部收益核算,利率完全放开的条件才得以成熟完备(易纲,2013)。为此,中央银行必须明确市场化条件下的基准利率,通过中央银行基准利率调整引导市场基准收益率曲线,进而影响金融机构行为,实现价格、产出等货币政策最终目标。

利率调控始终是各国中央银行最主要的货币政策工具,即使在 20 世纪 70 年代以来的货币数量目标制实行期间,各国中央银行也非常重视利率操作。全球金融危机后很多国家都采用了数量工具和超低(零)利率政策,但在政策机理上并未突破传统的利率调控框架(李宏瑾,2013)。作为应对危机的非常规手段,各国中央银行在经济好转后应逐步退出并回归传统的利率模式(Taylor,

\* 王宇,中国人民银行研究局副局长,研究员,经济学博士;李宏瑾(通讯作者),中国人民银行营业管理部,副研究员,经济学博士。本文为国家社科基金重点项目“利率市场化改革与利率调控体系”(12AZD038)的阶段性成果,仅代表作者个人观点,与所在机构无关。

① 中国人民银行行长周小川等就“金融改革与发展”答记者问, www.pbc.gov.cn, 2015 年 3 月 12 日。

2014)。在国内利率市场化改革进入最后攻坚阶段并即将完成的当下,金融创新和金融脱媒的迅猛发展使得货币数量调控有效性明显下降,数量目标与价格目标愈加难以兼得。因此,应尽快明确市场化条件下的中央银行基准利率,完善价格型货币调控机制,这对于顺利实现利率市场化改革和中国经济金融的长远健康发展至关重要。

目前,国内有关利率市场化的研究大多侧重于利率放开对宏观经济的影响(金中夏等,2013),或是从货币政策效率的角度论述向货币价格调控转型的必要性(项卫星和李宏瑾,2012)及价格型货币政策调控机制的必要条件(李宏瑾和项卫星,2010)。有关基准利率的研究主要集中在 Shibor 货币市场基准利率作用(项卫星和李宏瑾,2014)或国债收益率曲线的完善(水汝庆,2013),针对利率市场化条件下中央银行基准利率的内涵和利率调控机制的研究仍不多见,甚至有研究混淆了中央银行基准利率与市场基准收益率曲线的作用(戴金平和陈汉鹏,2013)。因此,本文试图在此方面进行努力,以期厘清一些基本认识,并为相关改革提供有益借鉴。余文安排如下:第二部分将对中央银行基准利率的含义及相关问题进行讨论;第三部分将就中央银行基准利率操作及价格型货币调控的几个重要理论进行简要梳理;第四部分将对各国中央银行基准利率和利率调控模式进行比较;第五部分将对利率市场化条件下中国中央银行基准利率选择和利率调控模式进行探讨;最后是结论性评述。

## 二、中央银行基准利率的含义及相关问题

### (一)中央银行基准利率:含义、货币政策的中间目标与操作目标

在全球金融危机爆发前的很长一段时期内,利率是主要国家中央银行唯一的货币政策调控工具。就操作角度而言,中央银行可以设定多种利率水平或利率目标,所谓“中央银行基准利率”(central bank benchmark rate)通常仅是指对金融市场运行最具影响、能够引导作为市场金融产品定价基准的市场基准利率体系和金融机构产品定价(包括存贷款利率、债券和衍生品价格、股票市值及汇率)及市场决策发生变化、对中央银行货币政策操作和通胀产出等最终目标的实现最为重要的利率,根据应用场合和各国习惯的不同,又被称作“目标利率”(target rate)、“政策利率”(policy rate)、“关键利率”(key rate)、“官方利率”(official rate)或“资金利率”(cash rate)。随着经济金融的发展和中央银行运行机制的变化,一国不同时期的中央银行基准利率也会有所不同。例如,美国1994年正式宣布联邦基金目标利率之前,再贴现利率对联邦基金利率具有非常重要的基准性指导作用;英格兰银行于1997年获得利率定价权后,将短期回购利率确定为中央银行官方基准利率,但自2006年起将向金融机构在英格兰银行的自愿协议储备支付的利率作为官方利率;为应对全球金融危机的影响,美联储和欧央行采取的“反转操作”和长期再融资操作(LTRO)又使得美国十年期国债收益率和LTRO利率成为市场非常看重的中央银行利率目标。

中央银行主要是通过调整基准利率的目标水平来表明货币政策立场,因而中央银行基准利率实际上就是货币政策的中间目标(Intermediate Target)。通过调整中央银行基准利率,在一定机制下各国中央银行主要是为了引导货币市场主要产品的交易利率水平与基准利率目标水平相接近,从而影响金融产品价格和存贷利率水平,因而与基准利率对应期限的主要货币市场利率就是中央银行的操作目标(Operating Target,或操作工具[Operating Instrument]、政策工具[Policy Instrument],Mishkin,2009)。

### (二)中央银行基准利率的几个关键性问题

#### 1.利率种类

由于金融市场交易习惯和中央银行决策机制的不同,各国中央银行基准利率也存在很大的差

别,有的国家是中央银行设定主要货币市场利率的目标水平,有的国家则是中央银行与商业银行业务往来的利率(具体可参见第四部分)。货币政策的中间目标(中央银行基准利率)和操作目标(主要货币市场利率)可以一致(如美国联邦基金利率),也可以不同(如英格兰银行政策利率为向自愿储备支付的利率,操作目标则是市场隔夜利率)。还有的中央银行并未明确宣布操作利率目标,但金融市场通常隐含地将主要货币市场利率视为央行的操作目标,例如欧央行并未明确货币政策操作目标,但金融市场非常看重无担保的欧元同业市场隔夜拆借利率(Euro Interbank Rate, EIR),通过观察其与主要再融资利率(MRO)的差异来判断货币政策走势。

## 2. 利率期限

在期限上,中央银行基准利率通常仅是短端利率(大多是隔夜利率,仅瑞士盯住三月期利率),并以货币市场短端(隔夜)利率作为操作目标。这是因为,根据利率期限结构的预期理论,短期利率与长期利率存在长期均衡的协整关系(Engle and Granger, 1987),收益率曲线的形状主要是反映了市场对未来通胀和增长的预期(Estrella and Hardouvelis, 1991)。中国的利率期限结构也支持预期理论(李宏瑾, 2012),并包含了大量宏观经济信息(姜再勇和李宏瑾, 2013)。因此,中央银行可以仅通过调节短端(隔夜)利率影响长期利率,进而影响实体经济和通货膨胀,实现货币政策最终目标。可见,中央银行基准利率并不是一条完整的收益率曲线,仅是特定期限(通常是隔夜短端)利率<sup>①</sup>。

## 3. 与市场基准收益率曲线和金融产品(包括存、贷款)定价的关系

市场基准收益率曲线通常由短期的货币市场基准利率体系(当前各国主要是以报价利率为主的利率体系,如英国的 Libor 和中国的 Shibor)和中长期市场资金基准收益率曲线(主要是国债收益率曲线)共同组成一条完整的利率期限结构曲线,应具备无风险性质和期限的完整性。但是,无风险性质仅是一个理论上的抽象,期限结构的完整性更多地是出于对资产定价和衍生品估值的考虑(项卫星和李宏瑾, 2014)。由于在风险性质和市场流动性的影响力方面的重要地位,中央银行基准利率调整能够影响市场基准收益率曲线和金融产品定价(债券和衍生品市值),并有效影响资本市场的流动性和股票市场价格。资本市场价格的变化,又会通过财富效应等方式影响居民储蓄和消费。这样,就形成了“中央银行基准利率—市场基准收益率曲线—证券市场价格(债券和股票市场)—消费(储蓄)投资—实体经济和通货膨胀”这一完整的货币政策利率传导链条。

与美国缺乏期限完整的市场基准利率体系类似,商业银行贷款利率定价通常采用最优惠利率(Prime Rate)报价模式,根据市场产品风险和运营成本等情况,报出银行针对优质客户贷款的最优惠利率。受市场不确定因素的影响,市场实际交易的隔夜利率(通常是中央银行的操作目标)往往与央行利率目标水平存在微小的差异且经常变化,因而银行最优惠利率主要是与中央银行基准利率挂钩,并随着中央银行政策利率目标的变动而调整,其他产品利率在最优惠利率基础上根据客户信用和产品情况加一定的风险和期限溢价<sup>②</sup>。存款利率定价与贷款利率定价方式类似,根据不同

<sup>①</sup> 事实上,如果中央银行直接决定(盯住)长期利率,也就意味着中央银行将决定市场利率期限结构(也即事实上的利率管制),这既不符合市场经济的内在要求,也可能超出中央银行的能力。美国 1960 年代反转操作的政策失败就是一个例证。从更长期视角看,全球金融危机后美联储的反转操作也难以发挥效果。美国长期利率走低尽管与反转操作有关,但也是以预期未来通胀较低为前提。一旦美联储结束反转操作并随着经济好转美联储开启货币政策正常化进程(即加息),长期利率也将随之上升。2012 年 12 月美联储结束反转操作并于 2014 年 10 月美联储宣布结束量化宽松政策后,美国长短期国债收益率走势充分说明了这一点。2014 年,中国创设中期借贷便利工具(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL),在开展流动性管理的同时意图引导市场中长期利率水平,其目的主要还是在于引导金融机构优化信贷结构,是在地方政府和国有企业预算软约束问题尚未根本解决、其他领域改革相对缓慢情形下,为进一步提高货币政策传导效率、提高货币政策有效性而不得已采取的措施。参见《中国货币政策执行报告》(2014 年第 2 期、第 3 期有关专栏)。

<sup>②</sup> 例如,美国商业银行最优惠贷款利率就是在联邦基金利率上加 300 个左右基点。出于市场竞争的考虑,在中央银行未调整利率政策之前,很少有商业银行主动调整本行的最优惠利率水平。

客户的金额、流动性等情况设定具体的存款利率水平。这样,就形成了“中央银行基准利率—最优惠利率—存、贷款利率—消费(储蓄)投资—实体经济和通货膨胀”这一完整的货币政策利率传导链条。

#### 4.与汇率和资本流动的关系

利率和汇率分别是货币的对内价格和对外价格,因而利率市场化也要求汇率具备充分的弹性。在当前国际资本流动愈加便捷的大背景下,一国自主的货币政策需要汇率自由浮动。为抑制经济过热而加息,只要汇率弹性充分,币值变化足以反映资金流动(预期)成本,就不会带来过多的国际资本涌入。类似地,利率调整也没有必要过度担心对出口部门的影响,因为提高利率的目的就是为了抑制通货膨胀和经济过热,而本币升值将减少净出口,并降低进口品价格,这与利率政策的目标是一致的。在全球金融危机爆发世界经济尚未完全企稳之时,作为发达经济体的以色列和全球主要经济体的澳大利亚相继加息的决策过程,可以充分说明这一点。这样,就形成了“中央银行基准利率—汇率—净出口和资本流动—实体经济和通货膨胀”这一完整的货币政策利率传导链条。

#### 5.影响利率调控效率的几个因素

(1)预算软约束和价格机制失灵。利率调控能够发挥作用的前提是价格机制在资源配置中发挥主导作用,这要求微观主体对利率敏感并具有硬预算约束。尽管中国实体经济的利率敏感性和银行定价能力及资金配置效率已显著提高(丁剑平和王婧婧,2013),但房地产等预算软约束部门仍推高了社会融资成本,制约利率调控的效率<sup>①</sup>。(2)数量严重失衡和流动性供求极端不稳定。理论上,数量和价格正如硬币的两面,价格的调整将引导数量的变化,数量的变化也将引发价格的反应。我国货币决策者很早就意识到,数量工具和价格工具是一个相互作用的过程,当数量没有处于合理区间时,价格传导机制往往会出现问题;同样,不考虑价格因素,就会影响数量调控的效率(周小川,2006)。2013年中国货币市场流动性波动也可以说明这一点。(3)“流动性陷阱”和超低(零)利率水平。如果发生金融危机和恐慌或经济陷入深度萧条,就会出现所谓“流动性陷阱”,即使利率降至极低(甚至为零),市场参与者对利率变化并不敏感,货币需求弹性无限大,从而导致利率政策失效。为了稳定金融市场和刺激经济,中央银行不得不依靠数量手段进行操作。全球金融危机爆发后各主要国家中央银行纷纷扩大资产负债表开展数量扩张的非常规货币政策操作,充分说明了这一点。

### 三、中央银行基准利率与利率调控:几个重要的基础性理论

#### (一)货币政策传导机制理论:利率渠道 V.S 信贷渠道

当前,国内很多学者认为,在金融市场发展程度低、金融管制比较严重的情况下,信贷渠道发挥着更大的作用,中国货币政策传导的利率渠道是无效的(如盛松成和吴培新,2008)。但是,信贷渠道实质上是基于对货币渠道或新古典渠道信息完全假设条件的修正,作为分析的基准,信贷渠道并不是完全独立于传统利率渠道之外的传导机制,而是对其扩大和补充(Bernanke and Gertler, 1995)。国内大量经验研究表明,我国微观主体的利率敏感性已大大增强,利率渠道随着金融创新的发展愈加通畅,针对信贷传导机制的研究也支持了利率渠道(宋旺和钟正声,2010;姚余栋和李宏瑾,2013)。

#### (二)中央银行利率操作:流动性效应和预期效应

作为货币政策中间目标,中央银行基准利率目标水平虽然可以由货币当局决定,但在操作中

<sup>①</sup> 《关于社会融资成本问题的观察》,《中国货币政策执行报告》,2014年第2期。

如何使由市场供求决定的操作目标与中间目标相符,仍是很重要的理论和实践问题。在理论上,主要是流动性效应(Liquidity effect)和预期效应(Expectation effect)的作用,使中央银行可以有效引导货币市场利率,李宏瑾(2013)对此进行了全面的文献综述。流动性效应是中央银行利率操作的基础,即流动性数量与市场利率价格应存在显著的负相关关系。Christiano, et al.(1999)等大量经验研究表明,20世纪80年代以来流动性效应较之前明显地变弱了,这主要与20世纪70年代理性预期革命以来中央银行对市场预期认识的变化及政策的相应变化密切相关。20世纪90年代以来各国中央银行都已意识到加强与公众的沟通、增强货币政策的透明度对提高货币政策效果的重要性,以有效引导市场预期并实现事半功倍效果(Blinder, et al., 2008)。特别是,在金融危机期间各国实行“量化宽松”和超低(零)利率非传统货币政策下,预期效应对货币政策有效性至关重要(Woodford, 2012)。

### (三)利率操作规则:经典泰勒规则及其扩展、最优货币规则与相机抉择

正是由于因循传统凯恩斯主义会导致滞胀的教训,经济学家们认识到货币政策必须遵循一定的规则,以解决货币政策的动态不一致性问题。著名的“泰勒规则”(Taylor Rule, Taylor, 1993)就是对利率操作规则的一种经典表述,其核心思想就是利率决策需要盯住一个合理水平的实际利率“锚”,即均衡实际利率水平,货币政策应在均衡实际利率水平上根据通胀或产出目的变化进行利率调整。在提出经典泰勒规则之后,很多经济学家根据不同的情况对标准泰勒规则进行扩展,如引入开放条件、前瞻性或考虑利率平滑和货币供应量等因素。Giannoni and Woodford(2005)将货币政策作为跨期优化问题处理,根据中央银行目标函数得到动态最优化条件下的利率操作规则,也即所谓的最优货币政策规则(Optimal Monetary Policy Rules)。但是,对经典泰勒规则的扩展往往存在问题,而经典规则在大多数宏观经济模型中的表现与复杂的最优政策规则一样好且是稳健的(Taylor and Williams, 2010)。中央银行即使仅是隐含地遵循了泰勒规则,也意味着货币政策具备了预先承诺机制,这有利于解决动态不一致性(Taylor, 1993)。由于简洁灵活易于理解,经典泰勒规则更利于中央银行与公众的沟通和预期引导,提高货币政策的透明度和有效性(Taylor and Williams, 2010)。

## 四、中央银行基准利率与利率调控机制:主要国家经验

理论上,流动性效应和预期效应决定了中央银行的市场利率引导能力,而在实践中,各国主要采用了以公开市场操作为主和利率走廊为主的模式,使货币市场利率与中央银行利率目标相符。根据商业银行储备头寸管理和中央银行流动性管理机制, Poole(1968)最早对货币市场利率的形成和公开市场操作机制进行了理论刻画, Henckel et al.(1999)最早对利率走廊机制下货币市场利率决定问题进行了理论分析。在 Gaspar et al.(2004)和 Whitesell(2006)的基础上,中国人民银行营业管理部课题组(2013)提出了一个融合公开市场操作和利率走廊机制的利率决定模型。在本部分,我们主要是对各国中央银行基准利率和利率调控的具体模式,进行比较分析。

### (一)以公开市场操作为主的利率调控模式

美联储是以公开市场操作为主开展利率操作的代表。对金融机构准备金账户考核或清算账户资金要求使中央银行能够更有效地预测金融机构的流动性需求。美联储根据金融机构日均存款情况计算法定存款准备金水平,并对金融机构进行考核,储备头寸管理是影响流动性和市场利率的重要手段。同时,美联储作为同业拆借市场的最大参加者,对市场流动性情况进行密切跟踪和预测,通过公开市场操作和流动性管理,能够有效引导货币市场利率接近目标利率水平。如果目标利

率低于市场利率,商业银行之间的拆借就会转向商业银行与美联储,因为向美联储拆借的成本低,整个市场的拆借利率就将随之下降。反之,如果美联储提高利率目标,在市场资金比较短缺的情况下,联邦基金利率本身就承受上升的压力;在市场资金比较宽松的情况下,美联储通过在公开市场上抛出国债或进行正回购交易,吸纳商业银行过剩的超额准备,造成各银行头寸紧张,迫使联邦基金利率与美联储的拆借利率同步上升。这样,美联储通过反复多次的操作,市场就会形成合理预期。只要美联储宣布变动利率目标水平,整个市场就会闻风而动,进而美联储能够直接宣布联邦基金利率的变动。

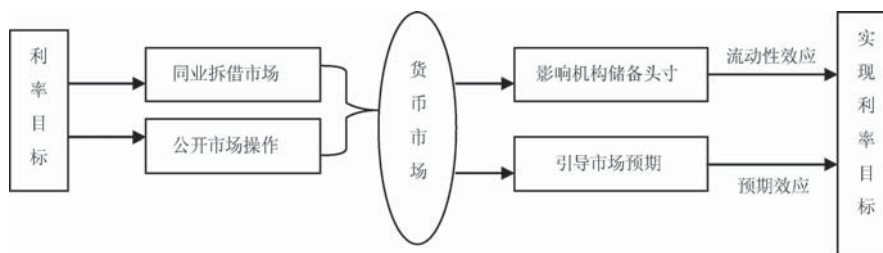
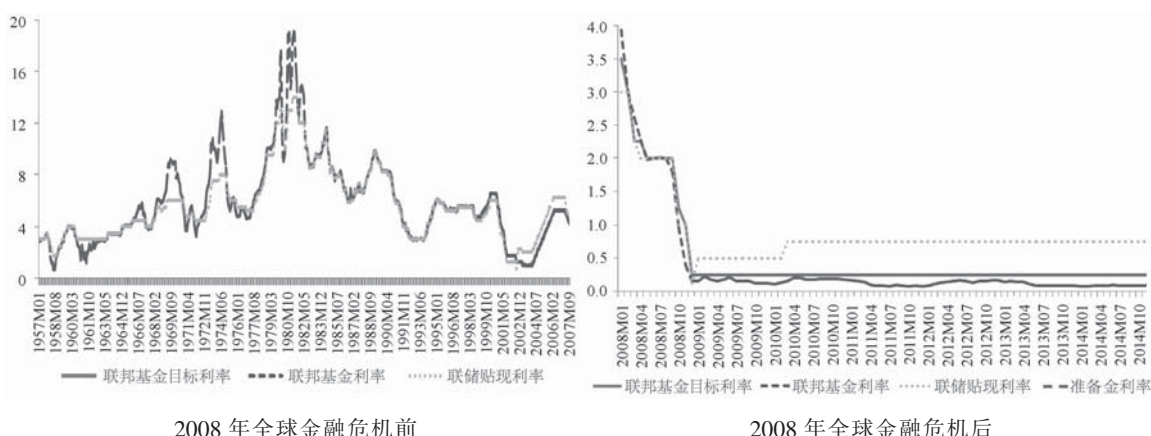


图1 公开市场操作模式示意图



2008 年全球金融危机前

2008 年全球金融危机后

图2 美国联邦基金目标利率及主要相关利率

## (二)利率走廊为主要的模式

随着技术的进步,特别是支付体系的发展,很多国家中央银行货币政策操作框架都发生了明显的改变(Woodford, 2001)。美联储对准备金不支付利息,这实际上是对金融机构的变相征税,而若对准备金进行补偿不合理仍然会使金融机构将成本转嫁给金融消费者,这不利于金融资源的有效配置和货币政策的顺利实施(Feinman, 1993),因此 20 世纪 90 年代以来各国都降低甚至实行了零准备金要求。不过,各国中央银行都要求商业银行参加统一的实时支付系统并开立清算账户并保留一定金额的清算头寸,其作用类似于储备头寸账户。在实行准备金要求的欧央行和许多执行零准备金要求的国家,都实行了明确的存贷款便利制度(deposit and loan facilities),也即“利率走廊”机制(interest rate corridor, 或称为利率的“渠道体系”,channel system)。即中央银行可以按照贷款便利利率(通常高于目标利率水平)向金融机构提供流动性,或以存款便利利率水平(通常低于目标利率水平)向金融机构在中央银行的存款头寸支付利息,这样目标利率就被锁定在存、贷款利率走廊区间,市场利率在利率走廊区间内围绕目标水平波动,中央银行不必要进行过多的公开市

场操作和流动性干预就能够实现利率引导的目标<sup>①</sup>。通过建立存贷款便利机制,并结合公开市场操作调节市场流动性,利率走廊机制有效引导市场利率趋向政策目标水平,取得了良好的效果。

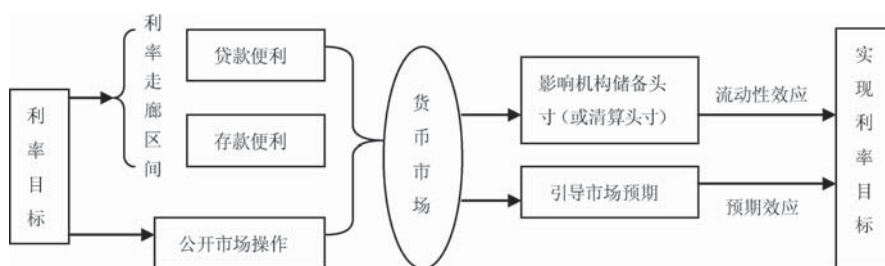


图3 利率走廊模式示意图

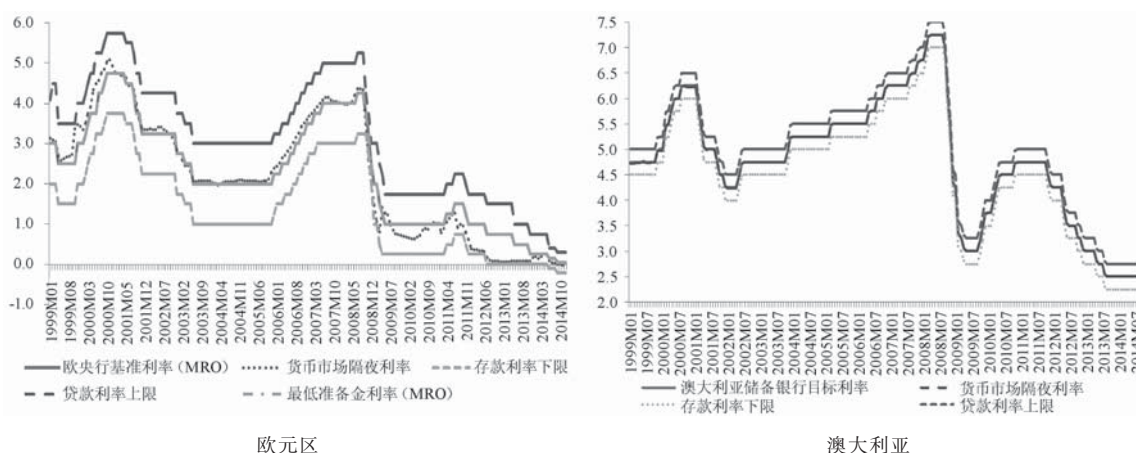


图4 欧元区、澳大利亚中央银行基准利率及其他主要率

### (三)不同利率操作模式比较

必须指出,公开市场操作模式与利率走廊模式是相辅相成的,二者并不存在严格的划分。事实上,几乎所有中央银行都开展再贷款(再贴现)业务,只是有的国家对金融机构在中央银行的存款并不支付利息(即单边利率走廊)。全球金融危机之后,美国和日本都对(超额)准备金支付利息从而形成双边的存贷款便利和利率走廊机制,利率走廊模式几乎成为一种潮流。不过,各国具体的制度安排仍各有侧重并存在差异。很多研究表明(如 Bindseil and Jablecki, 2011),对存款准备金进行利息补偿、采取滞后期的准备金考核方式、加强政策沟通和透明度、公开市场操作频率越高、采用利率走廊模式、实行较窄的利率走廊区间等制度安排,货币市场利率与中央银行目标利率的偏离更小,更有利于货币政策当局的利率引导。从欧元区、澳大利亚和美国市场利率表现中,可以非常清晰地看到这一点。主要国家中央银行基准利率、利率操作模式及利率操作实际效果的简要情况参见表1。

中央银行贷款和存款的收益和成本应当匹配,因而传统上各国目标利率通常设定在存、贷款利率区间的中间位置,这也被称作政策利率的均衡情形(Woodford, 2001)。但是,利率调控存在零利率下限约束,更不能是负的名义利率,否则只能通过中央银行资产负债表扩张的非传统数量政

<sup>①</sup> 如2002年新西兰储备银行的公开市场操作规模仅为1999年采用利率走廊调控模式之初的十分之一,目前新西兰储备银行已经很少进行市场干预,参见 [www.rbnz.govt.nz/statistics/govfin/d3/data.html](http://www.rbnz.govt.nz/statistics/govfin/d3/data.html)。

表 1 主要国家中央银行基准利率、利率操作模式及利率操作效果简要情况

国家	中央银行基准利率及当前利率水平	利率操作目标	利率走廊区间	准备金要求	主要公开市场操作手段	公开市场操作频率	主要操作品种期限	市场利率与央行目标之差均值及其标准差(2008.1~2014.12)
澳大利亚	资金目标利率 (2.5%)	同业市场无担保隔夜拆借利率	±25BP	无	回购	每天操作	隔夜至 1 年	0.0013% (0.0012)
巴西	基准利率 (11.75%)	同业市场有担保隔夜拆借利率	±80BP	有,不同存款类型 (0%~本币 44%,外币最高 60%)	回购	短期每天操作; 长期债券每周 1 次	短期:1~30 个工作日; 长期:5 个月和 7 个月	-0.110% (0.236)
加拿大	隔夜利率目标 (1%)	同业市场有担保的隔夜利率	±25BP	无	与做市商的资金交易及对清算系统 LVTS 日终头寸管理	偶尔;通过每天拍卖分配政府存款,管理清算头寸	1 个工作日	-0.002% (0.008)
欧元区	主要再融资目标利率 MRO (0.05%)	无正式目标(市场通常以 EIR 替代)	最初为±100,目前为±25BP	有,本外币 2%	回购或担保信贷	每周 1 次	1 周	-0.275% (0.284)
印度	回购利率 (7.75%)	2011 年 5 月将市场回购利率确定为政策操作目标	±100	有,本币 4%	LAF(回购); 现券买卖; 特定期限回购 STRF	每天操作	STRF 一般为 14 天	1.081% (3.319)
日本	无担保隔夜拆借利率目标 (0.1%)	同业市场无担保隔夜拆借利率	+20BP -0BP	有,本币 0.05~1.3%, 外币 0.15%~0.25%	回购交易和现券买卖,直接购买国债	每天操作; 购买国债 1 月 4 次	隔夜至 1 年(直接购买国债无期限限制)	-0.015% (0.016)
韩国	基准利率 (2%)	同业市场无担保隔夜拆借利率	±100BP	有,0~7%	回购	每周 1 次	7 天	-0.002% (0.089)
瑞典	回购利率 (0%)	银行间市场隔夜利率	±75BP	无	回购	每周 1 次	1 周	0.194% (0.156)



续表

国家	中央银行基准利率及当前利率水平	利率操作目标	利率走廊区间	准备金要求	主要公开市场操作手段	公开市场操作频率	主要操作品种期限	市场利率与央行目标之差均值及其标准差(2008.1~2014.12)
瑞士	三月瑞士法郎 Libor 目标区间 (-0.75%~0.25%)	三月瑞士法郎 Libor 波动区间	仅有贷款机制	有, 2.5%	回购、固定期限拍卖、外汇掉期、货币互换	每天操作	通常 1 周	-0.141% (0.277) 根据市场利率与目标区间均值计算
英国	官方利率 (对自愿协议储备支付的利率) (0.5%)	市场隔夜利率与官方利率相符	+25BP -0BP	无, 2006 年 5 月建立自愿储备	回购	短期每周 1 次; 长期债券 1 月 1 次	短期: 1 周 长期: 3~12 个月	-0.028% (0.199)
美国	联邦基金目标利率 (0~0.25%)	无担保的联邦基金市场隔夜利率	+50BP -0BP	有, 0~10%	与做市商回购, 购买国债	每天操作	隔夜至 14 天	-0.110% (0.111)

注: 本表尽可能反映各国截至 2014 年 12 月的最新情况。  
资料来源: BIS(2009); 各国中央银行网站, CEIC。

策。2008 年底, 美联储开始向存款类机构准备金(包括超额准备金)支付利息, 也就是非对称利率走廊区间, 这相当于为商业银行进入货币市场的资金提供了一个利率下限。所以, 尽管目前联邦基金目标利率为 0~0.25%, 但零利率的可能性不大。不过, 由于非联邦储备体系的金融机构无法获得准备金收益, 这类机构愿意以低于存款利率下限的水平拆出资金, 因而, 目前联邦基金利率往往要比联邦基金目标利率低 10~15 个基点<sup>①</sup>。由于习惯于每天在公开市场进行流动性管理且贴现业务较少, 存贷款便利机制在美联储日常操作中的使用频率和引导利率功能上相对而言并不是非常重要。

与美联储不同, 尽管欧央行对法定存款准备金支付最低准备金利率(也即法定准备金利率, 其利率水平为 MRO 利率), 但由于 2012 年 7 月欧央行将 MRO 降至 0.75%, 存款便利利率触及零利率的下限, 而且欧央行对超额准备金并不付息, 因此欧元区很容易出现零利率(甚至是负利率)。为了应对经济下行和通缩压力, 2014 年 6 月欧央行将 MRO 利率降至 0.15%, 存款便利利率首次出现负利率, 在 2014 年 9 月, 欧央行甚至将 MRO 利率降到了 0.05% 的接近“零利率”水平, 存款便利利率也由之前的 -0.1% 进一步降为 -0.2%, 欧元区市场隔夜利率也在 2014 年末出现负利率。与欧央行类似, 瑞典银行于 2014 年 7 月将作为中央银行基准利率的回购利率由 0.75% 降至 0.5%, 而在其 ±75 个基点利率走廊区间下首次出现存款负利率; 瑞士央行则在 2014 年 12 月 18 日将三个月瑞士法郎 Libor 目标区间由之前的 0~0.25% 进一步降至 -0.75%~0.25%, 当月市场的三个月期瑞士法郎 Libor 也首次出现负利率(为 -0.06%)。

<sup>①</sup> 2013 年 9 月, 美联储启用固定利率的足额隔夜逆回购工具(Full Allotment Reverse Repos, FARPs), 将交易范围扩大至非联储体系成员的货币基金等联邦基金市场参与者, 进一步加强了市场利率下限的约束。

(四)中央银行基准利率调控机制

价格型货币调控模式下,利率政策成为货币当局影响经济最为重要(甚至是唯一)的手段。中央银行根据物价和产出的变化(隐含地遵循泰勒规则)确定中央银行基准利率目标水平后,在公开市场操作和利率走廊机制下,通过流动性效应和预期效应使市场实际交易的短端(隔夜)利率接近央行目标,市场基准收益率曲线也随着中央银行基准利率及对通胀产出等变量的预期发生变化。金融机构在市场基准利率基础上,根据金融产品性质和客户风险状况进行产品定价和存贷款定价。固定收益市场和资本市场价格将发生变化,从而影响直接融资行为和财富效应;居民和企业的存贷款利率变化将最终影响储蓄和投资;汇率(及汇率预期)也将随着中央银行政策利率的调整发生改变,从而影响净出口和资本跨国流动。这样,中央银行基准利率调整将最终传导到实体经济,实现通货膨胀和经济增长等货币政策最终目标。

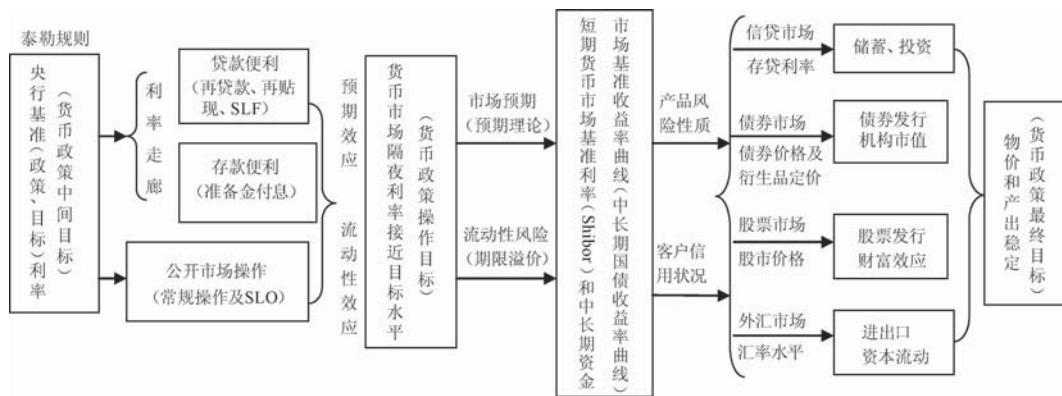


图5 中央银行基准利率调控机制示意图

五、我国的中央银行基准利率和利率调控

(一)中国货币市场利率及中央银行基准利率选择

由前面的分析可见,中央银行基准利率主要是短端的隔夜利率,并且可以是实际交易(无担保的拆借利率或有担保的回购利率)的货币市场利率目标,这主要根据各国的习惯而定。目前,银行间市场是我国货币市场的主体,特别是作为中国人民银行开展公开市场操作的场所,银行间债券市场经过十多年的发展已具备了一定的市场广度和深度,为货币调控和有效传导货币政策提供了必要条件。从交易品种来看,中国的货币市场包括同业拆借市场、债券市场和票据市场。同业拆借市场和债券市场构成货币市场交易的主体,其中,质押式回购为最主要部分,同业拆借利率和银行间市场质押式回购利率是中国最主要的货币市场利率。由于质押式回购规模远远超过同业拆借,中央银行以质押式回购利率作为政策目标能够最大程度地影响市场利率。而且,债券质押式回购有债券作为质押担保,其信用风险要远小于同业拆借,与基准利率所要求的无风险利率性质更为接近。因此,将隔夜银行间市场质押式回购利率目标作为中央银行基准利率是一个比较理想的选择<sup>①</sup>。如果以市场交易利率目标作为中央银行基准利率,那么货币政策中间目标与操作目标是重合的。

<sup>①</sup> 之所以选择隔夜期限,除了利率期限结构预期理论的考虑外,也符合我国货币市场的实际交易情况。虽然2006年之前7天交易占据绝大部分份额,但2007年以来隔夜交易成为主体。2007~2014年,银行间隔夜质押式回购和同业拆借分别占全部交易的52.2%、63.9%、77.8%、80.0%、75.4%、81.2%、79.1%、78.6%和75.4%、70.8%、83.5%、87.9%、81.7%、86.2%、81.5%、78.2%。

另外,我国不宜选择隔夜 Shibor 作为中央银行基准利率。一方面,Shibor 并非市场实际成交的利率,仅是基于报价体系计算的利率,无法完全反映市场的真实交易。另一方面,由于中国人民银行对报价行报价利率进行严格的考核,一旦中央银行选择隔夜 Shibor 作为政策利率目标,很可能对银行报价带来困扰。从国际上看,仅有瑞士国家银行选择报价利率作为中央银行基准利率,而且其目标利率也并不是设定为一个水平,而是一个波动区间(这也与瑞士央行重视货币供应量控制通货膨胀的传统有关)。

表 2 近年来中国货币市场概况(万亿元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
同业拆借	10.7	15.0	19.4	27.9	33.4	46.7	35.5	37.7
银行间债券回购	44.8	58.1	70.3	87.6	99.5	141.7	158.2	224.4
其中:质押式	44.1	56.4	67.7	84.7	96.7	136.6	151.98	212.4
银行间现券	15.6	37.1	47.3	63.9	63.6	75.2	41.6	40.4
交易所现券	0.18	0.37	0.34	0.37	0.47	0.59	1.009	1.49
交易所回购	1.86	2.43	3.59	6.62	20.45	36.85	63.07	90.18
签发汇票	5.87	7.1	10.3	12.2	15.1	17.9	20.3	22.1
票据贴现	10.1	13.5	23.2	26.0	25.0	31.6	45.7	60.7

数据来源:Wind,本文有关中国数据皆来自 Wind。

## (二)我国中央银行利率体系与利率走廊机制

当前,除金融机构存款基准利率外,中国人民银行的中央银行利率体系还包括法定存款准备金利率、超额存款准备金利率、再贷款利率和再贴现利率、常备借贷便利利率。我国存款准备金制度自建立之初起就一直付息。这样,超额准备金利率作为货币市场利率下限,再贷款(再贴现)作为货币市场利率上限,我国中央银行利率体系实际上具备了利率走廊的功能(周小川,2013)。为防范市场流动性风险,增强对货币市场利率的调控能力,提高货币政策效果,中国人民银行于 2013 年创新了常备借贷便利工具(SLF),并完善了再贷款体系,将流动性再贷款与信贷支持再贷款进行了明确的功能区分,我国利率走廊机制将更加健全完善并在中央银行流动性管理和利率操作方面发挥更大的作用。

## (三)我国的公开市场操作

与美联储类似,公开市场操作是我国最常用的货币政策手段,货币市场利率稳定也是货币政策重要的操作目标(张晓慧,2011)。目前,中国人民银行通常每周开展两次公开市场操作(在周二和周四进行)。为进一步完善公开市场操作机制,提高公开市场操作的灵活性和主动性,促进银行体系流动性和货币市场利率平稳运行,中国人民银行于 2013 年启动了以 7 天内短期回购为主的公开市场短期流动性调节工具(SLO)。SLO、SLF 和常规公开市场操作及再贷款(再贴现)等工具相互配合,将进一步增强中央银行流动性管理的灵活性和主动性,提高货币市场利率引导的能力和效果,也为今后探索构建完善的以利率为主的货币调控政策操作框架奠定了良好的基础。

## (四)中国的利率调控机制及需要注意的几个问题

公开市场操作对中央银行准确判断市场流动性变化、有效开展流动性管理和利率操作都有着很高的要求,而明确的存贷款便利相当于为市场提供了稳定的流动性预期,对公开市场操作要求

较少,而且恰当的公开市场操作安排还能够加强利率走廊的利率操作效果。因此,在今后利率完全市场化并以价格为主的货币调控模式下,中国人民银行应根据物价和产出缺口情况,设定合理的中央银行基准利率目标水平,以完善的存、贷款便利机制和利率走廊为制度保障,配合高效的公开市场操作,积极开展市场流动性和预期管理,有效引导市场利率和金融机构行为,通过信贷市场、证券市场和外汇市场的变化,顺利实现物价产出等货币政策最终目标,应成为我国价格型货币调控的主要模式,也是今后金融改革和货币政策转型的主要方向。为此,我们还需要注意以下几方面问题:

一是要高度重视预期管理和与市场的沟通,提高货币政策的透明度与可信性。虽然我国很早就认识到市场预期的重要作用,但中央银行沟通和预期管理仍有很大改善空间。今后应增加信息披露的频率、明确性和准确性,探索多种渠道表达中央银行对经济金融的判断和政策意图并逐步常规化、制度化,从而在既定制度框架下提高中央银行货币决策的独立性、权威性和市场信誉,切实提高货币政策调控的效果。

二是要尽快明确推出中央银行基准利率及其目标水平,逐步探索能够确保物价产出稳定的、符合中国实际的均衡利率开展利率规则操作。中央银行应当采用主要国家中央银行利率调控的通行做法,尽快明确新形势下的中央银行基准利率,货币调控框架也应以新的基准利率目标为核心开展政策操作。根据产出和缺口的情况设定合理的目标利率水平,是利率调控能否成功的关键。标准泰勒规则中的均衡实际利率仅为2%是与发达国家经济发展阶段有关的。对于中国而言,均衡实际利率水平的理论值显然应当更高,这就要求中央银行加强对中国自然利率的测算,逐步探索符合中国实际的合适利率水平。

三是要加快汇率形成机制改革并切实增强汇率弹性,以利率调控为目标逐步降低准备金等数量工具的作用。虽然从国际收支角度来看,当前汇率已接近均衡水平,中国人民银行也已经基本上退出了常态化的外汇市场干预(胡晓炼,2014),但无论是市场的参与者、汇率弹性以及汇率形成机制(如中间价报价机制、单日浮动幅度、汇率品种及衍生品交易等等),都有很大改善空间。在改革过渡阶段,可以发挥准备金工具在利率操作方面的作用,由原针对流动性数量而调整准备金转为针对利率价格稳定调整准备金,实现以利率价格工具为主准备金等数量工具有机配合的政策模式。特别是在当前潜在经济增速下行和稳增长宏观经济背景下,可逐步将法定存款准备金降至一个合理水平,实现稳增长、促改革一举两得。

四是要进一步完善公开市场操作和利率走廊机制,改进准备金管理方式。虽然中国人民银行通常会在公开市场操作的前一天与金融机构进行沟通并评估市场的流动性需求,但在实践中为实现某些特定目标也经常开展出乎市场意料的操作,这不利于货币政策的透明度和市场利率的稳定。我国对法定存款准备金和超额存款准备金实行不同利率,这隐含着对超额准备金罚息的政策意图。如果法定存款准备金利率低于超额准备金利率,将加大“准备金税”扭曲;反之,若法定准备金利率高于超额存款准备金利率但高于货币市场利率,这意味着对存款类机构的过度补贴。因此,法定存款准备金利率应与市场利率相同,而作为利率走廊下限的超额准备金利率不应过分低于市场利率。目前,我国准备金的考核基数是按照金融机构的会计科目进行,与经济分析中的存款分类并不一致,这不利于其他市场机构的流动性研判。为了避免时点因素对流动性的过分冲击,可以考虑美欧等央行做法,以平均存款余额作为考核依据。另外,为了避免减少准备金税扭曲,可借鉴美国、巴西、瑞士等将金融机构库存现金作为法定准备金的考核方式。

五是要加强金融机构利率定价机制建设工作,完善中小金融机构应急流动性安排。在存、贷款产品定价方面,虽然理财产品加强了金融机构负债利率定价水平,但商业银行仍将面临存款利率

放开的考验。贷款利率定价方面,市场利率定价自律机制和最优惠贷款利率(贷款基础利率)集中报价和发布机制也仅是处于探索阶段。特别是,我国中小金融机构利率定价机制建设工作仍相对滞后,利率风险管理仍比较薄弱。当前公开市场操作和流动性管理体系主要针对大中型金融机构,2013年创新的SLO、SLF等流动性管理工具主要是针对大型金融机构,但在市场面临重大冲击时,出于恐慌或套利的动机,大型机构并不愿意融出资金,这不利于市场利率的稳定。因此,应进一步完善人民银行分支机构再贷款(再贴现)功能,完善针对中小金融机构的应急流动性安排,理顺SLF操作机制,以有效防范区域性金融风险,促进包括中小金融机构在内的金融体系的健康发展,提高流动性管理和利率调控的效率。

## 六、结论性评述

1993年中国共产党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》和国务院《关于金融体制改革的决定》首次明确了我国利率改革设想,指出利率市场化的长远目标是“建立以市场资金供求为基础,以中央银行基准利率为调控核心,由市场资金供求决定各种利率水平的市场利率体系的市场利率管理体系”。2012年发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》也指出,要确保利率市场化改革按照“放得开、形得成、调得了”的原则稳步推进。只有利率的完全市场化才意味着作为现代经济核心的金融市场化改革的最终完成。让市场在金融资源配置中起决定性作用的同时,货币政策当局通过中央银行基准利率手段调控金融机构行为和金融市场运行,正是金融领域更好发挥政府作用的具体体现。

中央银行利用价格杠杆,通过基准利率的调整引导市场利率体系,能够充分反映结构性问题所包含的风险溢价,有效影响微观主体的资金成本和预期,从而使其能够根据货币政策调控的信号主动调整决策行为,货币调控更加激励相容,从而能够更好地实现价格产出稳定等货币政策最终目标。在利率市场化改革已取得重大进展且可能以超预期速度实现的当下,中央银行利率管理方式和货币调控模式的变革更加迫在眉睫。本文的分析表明,我们完全有条件尽快实现这一变革,这不仅符合各国货币政策的潮流,更关系到作为系统复杂工程的利率市场化改革乃至完善社会主义市场经济体制建设的成败。我们应牢牢抓住当前社会对全面深化改革凝聚高度共识的有利时机,尽快明确新形势下的中央银行基准利率及其目标,逐步实现价格为主的间接货币调控转型,只有这样才能够真正有效发挥市场竞争优胜劣汰作用,进一步优化金融资源配置,促进经济金融的可持续健康发展。

### 参考文献

- 戴金平、陈汉鹏(2013):《中国利率市场化中基准利率的选择》,《财经科学》,第10期。
- 丁剑平、王婧婧(2013):《中国制造业企业对利率和融资约束敏感度的检验》,《当代财经》,第7期。
- 姜再勇、李宏瑾(2013):《利率期限结构的宏观经济预测作用》,《金融评论》,第3期。
- 金中夏、洪浩、李宏瑾(2013):《利率市场化对货币政策有效性和经济结构调整的影响》,《经济研究》,第4期。
- 李宏瑾(2012):《利率期限结构的远期利率预测作用》,《金融研究》,第8期。
- 李宏瑾(2013):《流动性效应、预期效应与中央银行利率操作》,《经济学动态》,第2期。
- 李宏瑾、项卫星(2010):《中央银行基准利率、公开市场操作与间接货币调控》,《财贸经济》,第4期。
- 盛松成、吴培新(2008):《中国货币政策的二元传导机制》,《经济研究》,第10期。
- 水汝庆(2013):《精心打造国债收益率曲线》,《金融时报》11月29日。
- 宋旺、钟正声(2010):《我国金融脱媒对货币政策传导机制的影响》,《经济学家》,第2期。

- 项卫星、李宏瑾(2012):《我国中央银行数量型货币调控面临的挑战与转型方向》,《国际金融研究》,第7期。
- 项卫星、李宏瑾(2014):《货币市场基准利率的性质及对Shibor的实证研究》,《经济评论》,第1期。
- 姚余栋、李宏瑾(2013):《中国货币政策传导信贷渠道的经验研究》,《世界经济》,第3期。
- 胡晓炼(2014):《胡晓炼副行长在〈财经〉年会上的讲话》,www.pbc.gov.cn, 11月27日。
- 张晓慧(2011):《国际收支顺差下货币政策工具的选择》,《中国金融》,第9期。
- 中国人民银行营业管理部课题组(2013):《中央银行利率引导》,《金融研究》,第9期。
- 周小川(2004):《当前研究和完善货币政策传导机制需要关注的几个问题》, www.pbc.gov.cn, 4月14日。
- 周小川(2006):《中国货币政策的特点和挑战》,《财经》,第26期。
- 周小川(2013):《新世纪以来中国货币政策主要特点》,《中国金融》,第2期。
- Bernanke, B. and M. Gertler (1995): “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, 9, 27–48.
- Bindseil, U. and J. Jablecki (2011): “The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Bank’s Day-to-day Liquidity Management”, *ECB Working Paper*, No.1350.
- BIS (2009): “Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations”, *Market Committee*, May.
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. Haan and D. Jansen (2008): “Central Bank Communication and Monetary Policy”, *Journal of Economic Literature*, 46, 910–945.
- Christiano, L., M. Eichenbaum and C. Evans (1999): “Monetary Policy Shocks”, in Taylor, B. and Woodford, M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, 65–148. North Holland: Elsevier.
- Engle, R. and C. Granger (1987): “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, *Econometrica*, 55, 251–276.
- Estrella, A. and G. Hardouvelis (1991): “The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity”, *Journal of Finance*, 46, 555–576.
- Feinman, J. (1993): “Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform”, *Federal Reserve Bulletin*, June.
- Gaspar, V., G. Quiros and H. Mendizabal (2004): “Interest Rate Determination in the Interbank Market”, *ECB Working Paper*, No. 351.
- Giannoni, M. and M. Woodford (2005): “Optimal Interest-Rate Rules: I. General Theory”, *NBER Working Papers*, No. 9419.
- Henckel, T., A. Ize and A. Kovanen (1999): “Central Banking without Central Bank Money”, *IMF Working Paper*, No.99/92.
- Mishkin, F. (2009): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Boston: Pearson Education and Addison-Wesley.
- Poole, W. (1968): “Commercial Bank Reserve Management in a Stochastic Model”, *Journal of Finance*, 23, 769–791.
- Taylor, J. (1993): “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Taylor, J. (2014): “The Role of Policy in the Great Recession and the Weak Recovery”, *American Economic Review*, 104, 61–66.
- Taylor, J. and J. Williams (2010): “Simple and Robust Rules for Monetary Policy”, *NBER Working Paper*, No.15908.
- Whitesell, W. (2006): “Interest Rate Corridors and Reserves”, *Journal of Monetary Economics*, 53, 1177–1195.
- Woodford, M. (2001): “Monetary Policy in the Information Economy”, Paper for the Symposium on *Economic Policy for the Information Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Woodford, M. (2012): “Methods of Policy Accommodation at the Interest Rate Lower Bound”, Paper for the Symposium on *Changing Policy Landscape*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

(责任编辑:周莉萍)