

2007 年货币政策操作评述

彭兴韵(《中国金融》2008 年第 1 期)

面对宏观经济出现的新变化、货币与信贷的新趋势等,为了防止经济由偏快转向过热,国务院确定了“货币政策稳中适度从紧”的策略。“稳中适度从紧”一方面表明了货币政策操作的谨慎性原则,另一方面也清楚地传达了货币调控的方向,当然“稳中适度”又对货币政策的调控提出了更高的要求。2007 年前三季度,央行进一步运用多种手段加强了流动性管理,引导货币与信贷的合理增长,稳定通货膨胀预期。可以说,2007 年是改革开放以来中国人民银行的货币调控措施出台频率最为密集的一年。

公开市场操作仍是央行流动性管理的重要工具,定向央行票据发挥着越来越大的作用

2007 年在国际收支失衡压力继续加大的情况下,除了提高法定存款准备金比率冲销外汇占款外,央行继续加大了央行票据的发行力度回笼基础货币,1-11 月,央行总计 38570 亿元的央行票据,比 2006 年 34132 亿元央行票据多发行了 4438 亿元。从期限结构来看,一年期和三年期央行票据占了绝大部分,一年期和三年期央行票据发行量分别为 15295 亿元和 13625 亿元,短期央行票据所占的比重大幅度下降,三个月期央行票据发行量为 9670 亿元,较 2006 年同期减少了 1390 亿元。值得注意的是,在面对流动性持续增加的情况下,央行不得不重新启动三年期的央行票据,期限更长的央行票据能够更好地发挥冲销流动性扩张的效果。另外,央行为了引导信贷的合理投入,除了正常的央行票据发行外,2007 年定向发行的央行票据规模也大幅度地增加。1-11 月共发行了 5 期定向央行票据,总计 5550 亿元,期限均为 3 年。定向央行票据的利率略低于同档次的利率,且不能在市场上流通转让,大量发行定向票据对于央行加强对商业银行的流动性管理是有积极意义的。从央行票据发行的时间分布来看,各月央行票据发行并不均匀,前三个季度的央行票据发行量较大,进入第四季度后央行票据的发行规模明显萎缩,到 11 月份,央行票据的发行规模只有 500 亿元。

由于央行票据利率发行量的大量增加,导致了央行票据利率的上升。2006 年初,央行票据就出现了明显的上升,这种状况持续到了 2006 年底。2007 年初,央行曾试图通过央行票据的利率上升来引导金融机构贷款利率的上升,因而央行票据利率也有所上升。但是,随着央行采用直接提高金融机构存贷款基准利率的手段和连结多次提高法定存款准备金比率政策来抑制银行信贷的扩张,央行票据的发行力度较第一季度明显地下降了,因此,第一季

度之后的央行票据利率上升的势头就减缓了，但总体而言，央行票据利率还是在上升。到12月中旬，三个月期的央行票据利率上升到了3.4071%，一年期的央行票据利率则上升到了3.9933%，三年期央行票据利率则从年初的2.97%上升到了9月中旬的4.47%。

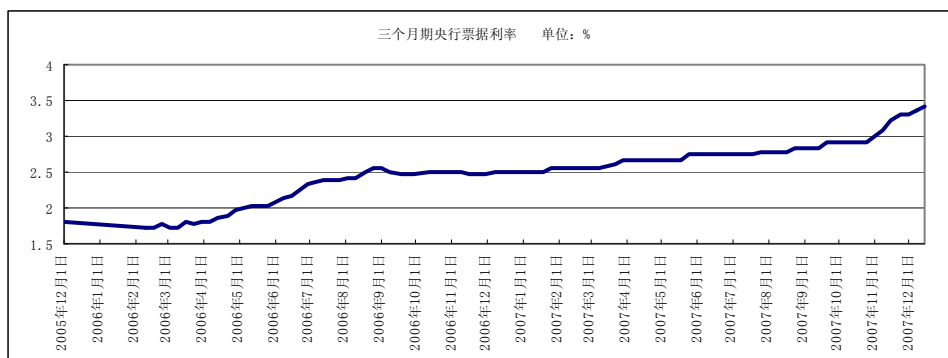


图1 3个月央行票据利率(%)

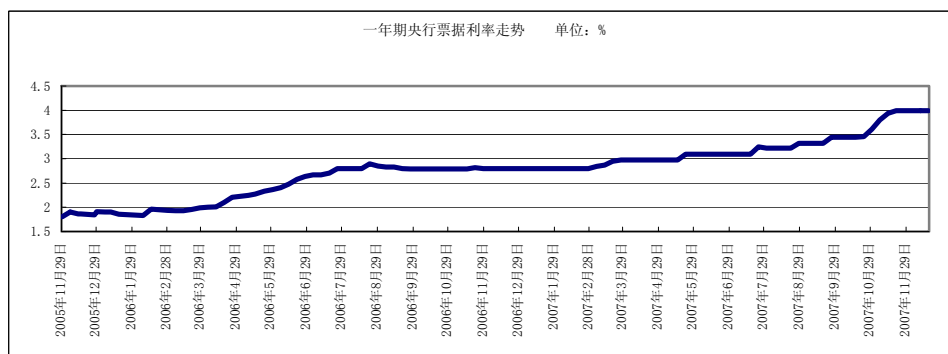


图2 1年期央行票据利率走势(%)

此外，央行还进行了七到半年不等的7535亿元的正回购操作，七天正回购操作的利率由年初的1.75%上升到十二月中旬的2.8%。除了日常的正回购和发行央行票据之外，2007年6月，第十届全国人大常委会第二十八次会议审议通过了《国务院关于提请审议财政部发行特别国债购买外汇及调整2007年末国债余额限额的议案》，决定发行15500亿元的特别国债为国家外汇投资公司筹集资本金。8月29日，财政部在银行间债券市场向境内商业银行发行了2007年第一期特别国债，总共6000亿元。根据银行体系流动性管理需要，中国人民银行于8月29日以数量招标方式进行了公开市场业务现券买断交易，从境内商业银行买入了6000亿元的特别国债，这样，特别国债的发行并没有对市场流动性造成太大的冲击。12月11日，央行再次通过现券操作，卖出了100亿元的特别国债。此次特别国债的发行，体现了央行与财政部在加强流动性管理、外汇管理体制改革的协调与配合。由于特别国债的期限较长，相对于期限较短的央行票据而言，大量的特别国债的发行能够对流动性管理

起到更为积极的作用。

央行年内十次提高法定存款准备，成为目前央行流动性管理的最重要工具

调整法定存款准备金比率是央行进行流动性管理的“三大法宝”之一。2007年1-12月初，央行先后十次提高法定存款准备金比率，其中，前九次提高法定存款准备金比率的幅度为0.5个百分点。在中央经济工作会议确定2008年从紧的货币调控方向后，中国人民银行于12月8日宣布将法定存款准备金比率提高1个百分点。目前，法定存款准备金比率已到14.5%，已经超过1998年存款准备金制度改革前13%的水平。央行在2007年如此频繁地提高法定存款准备金比率，基本目的就在于收缩商业银行体系内的流动性，抑制商业银行信贷扩张的能力。除了准备金率的大幅度提高外，中国人民银行还从8月份开始，对金融机构充当法定准备金的资产进行了调整，即要求商业银行以外汇资产充当新增的法定存款准备金，这既减少了中国的外汇储备增长，同时也冻结了一部分商业银行的超额准备金。应当说，2006年第四季度以来，提高法定存款准备金比率在我国央行的流动性管理中发挥了重要作用。央行自身对这法定存款准备金比率在流动性管理中的作用曾给予了高度评价，认为发行央行票据仅是一种浅层次的对冲，而提高法定存款准备金比率则可以深度冻结银行体系的流动性。仅仅从对银行体系资金流动性的影响来看，提高法定存款准备金比率双发行央行票据能够发挥更为有效的作用，也能够为中国人民银行提供更大的自主性，减轻了中国人民银行票据赎回对流动性扩张的压力。2007年9月份以后，随着美国次级抵押债务危机的持续恶化，迫使美联储先后两次降低联邦基金利率的目标值后，包括中国在内的许多国家的利率变动都受到了极大地牵制。在此背景下，针对数量控制的货币调控措施的重要性尤为突出。然而，对于这样一种有效的流动性管理方法的运用，央行自身也承认，它的作用是有限的。

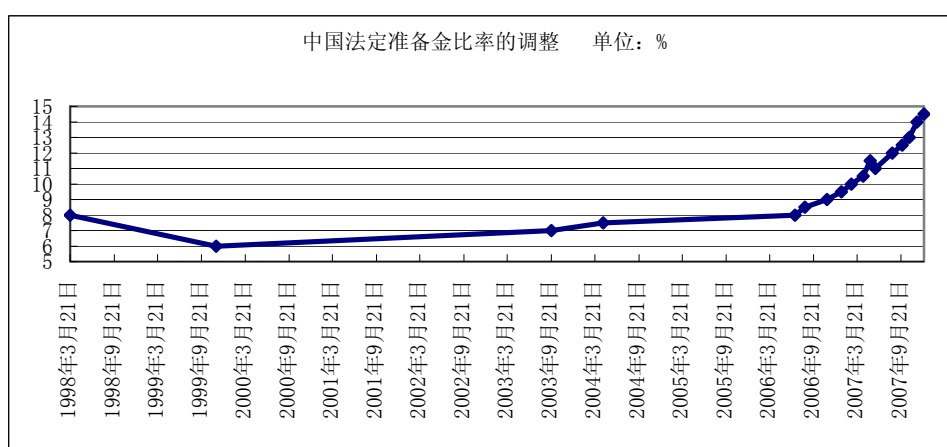


图3 中国法定准备金比率的调整(%)

六次提高存贷款基准利率，利率水平显著上升

2007年1-9月，央行先后五次提高利率，从需求方面管理流动性。央行加息主要还是基于信贷与物价指数而决策的。年初，央行在公布今年的调控目标时，只规定全年广义货币M2的增长率为16%，并没有公布全年的信贷增长目标。然而，在中国的货币政策实践中，银行信贷指标在货币政策决策中所发挥的作用往往超过了货币供应量指标的变化。虽然央行并没有对外公布信贷增长指标，但内部确定的全年信贷增长目标为2.9万亿元。然而，2007年第一季度的信贷增长就超出了当局的预期，一季度新增贷款1.42万亿元，接近央行确定的全年目标的一半；1-6月份的信贷增加额突破了2.5万亿元，1-8月份的信贷增加额就达到了3.08万亿元。除此之外，2007年的物价上涨率也超出了人们的预期，继6月份CPI达到4.4%以后，7月和8月份的CPI分别达到了5.6%和6.5%，远远超过了央行3%的通胀目标。信贷增长与CPI的不断上升这一现实，直接促使了央行连续五次的加息措施。到9月15日，一年期存款利率已上调至3.87%，一年期贷款基准利率已上调至7.29%。央行行长周小川表示，他希望实际利率为正。这意味着，利率的变化仍然要关注物价指数的变化。

尤其是，5月18日的利率调整值得关注。由于股票市场持续上涨，越来越多的居民将储蓄存款转化为了证券投资基金和直接投资于股票，今年4月份和5月份，居民人民币储蓄存款环比分别下降了1674亿元和2859亿元。居民资产持有结构的调整引起了一些人的关注，认为居民（散户）主导了股票市场的行情，助长了资本市场的投机泡沫，政府当局也对此表示了极大的关心，体现在货币政策方面，就是央行在5月份的加息，存款利率上调的幅度就要大于贷款利率的上调幅度。2006年，央行曾采取过非对称性加息，贷款利率的上升幅度大于存款利率的上升幅度。2007年5月再次采取非对称加息的策略，不过，这次是存款利率的上调幅度大于贷款利率的上调幅度。采取这种非对称加息策略的一个主要原因就在于，上半年股票市场的持续上涨吸引了大量的储蓄存款流入股票市场，导致了居民储蓄存款净额的减少。这次非对称加息策略便是货币政策对资本市场的变化所做出的一个反应。鉴于中国房地产价格在2007年以来仍然保持了快速增长的势头，央行在提高商业贷款利率的同时，在后四次的利率调整中，还提高了住房公积金贷款的利率。

2007年12月20日的利率调整是1996年以来最复杂的一次利率调整。这次并没有提高5年期以上的贷款利率和公积金贷款利率，1-5年期的贷款利率上调了0.18个百分点。比较有意思的是，期限越短的定期存款利率上调的幅度越大，而活期存款利率不仅没有上调，反而还下调了0.09个百分点。从利率调整的这些特点来看，央行至少在这次利率调整中顾及了以下几个因素：第一，9月份以来的通货膨胀率继续保持较高的水平是促进此次利率调整

的根本动因；第二，已经对利率大幅上调可能对房地产市场带来过大的冲击有所担心，因此，长期贷款利率没有相应上升；第三，为了尽可能减少非对称加息对银行部门利益的损害，因而降低了活期存款利率给予相应的补偿；第四，降低活期存款利率、3个月期和6个月期的定期存款利率上调的幅度较大，也是希望稳定居民储蓄存款，减少存款在银行与股市之间流动性的大幅波动。然而，应当指出的是，近几年我国的历次利率调整中，除了2007年5月18日央行将活期存款利率从0.72%提高到0.81%外，其它都没有相应地提高活期存款利率。由于商业银行的负债结构中，活期存款所占的比重达到50%左右。因此，这样一种利率调整策略，实际上在不断地扩大商业银行的净利息差。根据已在上海和深圳证券交易所公开上市的商业银行定期报告披露的信息来看，各商业银行的净利息差随着中国人民银行存贷款基准利率的调整而不断上升。应当说，净利息差的扩大为商业银行的利润增加发挥了极为重要的作用，也正因为如此，商业银行信贷扩张的激励也更为强烈。

推出了特种存款

2007年10月，央行重启了20年未用过的特种存款，以吸收城商行及农信社的流动性。12月央行再次开办特种存款，期限为3个月期和1年期，年利率分别为3.37%和3.99%。开办对象主要是公开市场一级交易商以外的部分农信社和城商行等金融机构，采取自愿申报额度的方式。与上调存款准备金率和公开市场操作一样，特种存款能够起到回收流动性的作用，但是，公开市场操作或者定向央票只能锁定公开市场一级交易商，在经过今年9次上调存款准备金率、多次发行定向央票之后，大机构的资金已经被大量吸收，而中小金融机构的超额准备比率仍然较高。中国人民银行2007年《第三季度货币政策执行报告》显示，2007年9月底，金融机构超额存款准备金率为2.8%，其中国有商业银行为1.97%，低于平均水平，股份制商业银行为4.10%，但是农信社的超额存款准备金率高达5.14%。因此，针对中小金融机构开办特种存款，可以更加平衡地回收流动性。

扩大人民币兑美元汇率区间，汇率灵活性有所增强

中国目前货币政策的困境在相当程度上是由汇率制度造成的。进一步改革人民币的汇率机制是提高央行货币政策自主性的必要措施。5月18日，在调整利率的同时，将人民币兑美元的浮动区间由原来每日的千分之三扩大到千分之五。被坊间称作“组合拳”的这次货币政策措施，固然有针对当前各项宏观经济指标（防止所谓“由偏快转向过热”）的强烈紧缩意味，也表明了央行对居民储蓄存款持续大规模地流入股市的担忧（这次采取的非对称加息与2006年4月的非对称加息完全相反，存款利率的提高幅度大于贷款利率的幅度），但我认为，更有意味的是，央行这次的货币政策调整不再单纯是集中在数量指标上的调控，而更多的是在主动地谋求货币政策的变革。央行这次扩大人民币兑美元的浮动区间，只是货币调

控机制“腾挪”的一个初步尝试，由于汇率机制的进一步市场化，是中国整个经济体制市场化的必要组成部分，随着金融体系汇率规避机制的日益完善，进一步扩大并最终取消人民币汇率的波幅限制，是中国完成市场化改革的必经之路。而且，就完善货币调控手段和提高央行货币政策的自主性而言，单纯有扩大浮动区间是不够的，还得有外汇管理体制的进一步改革，建立国内外的居民、企业和金融机构广泛参与的外汇市场也被提上了议事日程。这即是说，我国央行对流动性的管理思路可能正在发生一些积极可取的变化，即从被动地冲销输入型的过剩流动性，到将过多的流动性引导到外汇市场中去，通过更大的人民币汇率的灵活性来调节本外币的流动性。只有这样，在面对全球化和越来越大规模资本流动的环境下，让汇率机制在调节资源配置中发挥更大的作用，央行对人民币的流动性管理、稳定币值和其它货币调控目标才会有更大的回旋余地和空间。

中国在 2007 年连续五次提高存贷款基准利率后，中美之间的利差有了较大幅度地缩小。在美国次级抵押债务危机发生后，美联储又降低了 150 个基点再贴现利率，降低了 100 个基点的联邦基金利率目标值。美联储的降息政策牵制了中国的升息空间。在此情况下，中国人民银行提出要加强汇率与利率机制的协调配合，人民币升值的步伐明显加快。2007 年，人民币兑美元的汇率升值幅度达到了 6%。汇率机制与汇率水平在中国宏观调控中的作用有所加强。