

加强利率机制在中国货币调控中的作用

彭兴韵(《经济学动态》2008年第2期)

1998年中国改革货币调控机制后,货币供应量就成了中国人民银行货币政策的中介目标。近年来,在流动性持续增加的环境下,中国不断加强对货币与信贷总量的控制,尤其是,在2007年央行先后十次提高了法定存款准备金比率,还与中国银行业监督管理委员会加强合作,强化了对商业银行的窗口指导,以控制商业银行的信贷扩张。同时,中国人民银行还连续六次调整存贷款的基准利率,以稳定公众的通货膨胀预期和引导信贷与货币供应的合理增长。然而,另一方面,投资增长率仍然较高,通货膨胀率逐月上升。这反映了现行的以货币供应或信贷总量为中介目标的货币政策体系的困境。本文在对货币供应、信贷总量和利率进行比较分析后认为,中国应当加强利率机制在货币调控中的作用。

一、中国数量型货币调控在实践中的困境

1. 货币供应与信贷的可控性并不理想

无论是货币供应量还是金融机构贷款的增加额,央行的可控性并不令人满意。表1是2001年以来,中国两个层次的货币供应增长率目标值和金融机构贷款增加额的目标值与实际值的比较。从表中可以看到,各个指标中国人民银行的调控目标值与实际值之间有明显的差异,尤其是在快速扩张的时期(年份),实际值都远远超过中国人民银行的调控目标值。例如,在2006年初,中国人民银行公布M2的调控目标增长率为16%、M1的调控目标增长率为14%,而两个层次的实际增长率分别达到了16.9%和17.5%;就信贷增加额而言,全年的人民币贷款新增额达到了3.18万亿元,高于年初确定的2.5万亿元的调控目标值6800亿元。针对数量指标的可控性不甚理想的状况,2007年初,中国人民银行只公布了广义货币M2的调控目标,取消了狭义货币M1的调控目标,不再向社会公布金融机构信贷增长的调控目标。之所以做出这样的选择,可能有几个方面的原因。首先是,在过去几年里,M2增长率的实际值偏离调控目标值的程度相对要小,从达到总量控制的效果评价的角度而言,选择M2可能是符合调控当局的需要。事实上,这种状况不独中国有,欧洲中央银行在货币政调控中,其监测的重点也是更广义的货币供应量M3,也是因为M3统计口径的范围要宽泛一些,因而无论结构如何变化,作为总量货币供应口径的M3是相对稳定的(彭兴韵,包敏丹,2005)。

两个层次的货币供应增长率的不可控性,主要是因为货币供应在相当程度上是内生于经济之中的,因为影响货币供应量的两大因素——基础货币和货币乘数——都具有内生性质,是央行无法较好地控制的,更准确地说,货币供应与其说是中央银行所能控制的,不如说是复杂的经济运行的结果。首先,根据基础货币方程式,中央银行资产负债表中,资产方的任何一项增加都会增加基础货币的供给,它的减少也会使基础货币相应地减少;负债方的中央银行债券、政府存款等的增加则会相应地冲销基础货币,反之,则会使基础货币相应地扩张。在现行的结售汇制和汇率机制下,央行并不能根据中国宏观经济形势的变化有效地主动控制基础货币的增长率,由于外汇占款随国际收支的变动而增减,中央银行现有的对基础货币的控制主要局限于对冲操作,难以根据物价、经济增长和就业的变化主动伸缩基础货币的供应。由于近年来中国的贸易顺差和国际资本流入的影响,中国人民银行的外汇占款持续扩张,这是造成中国基础货币扩张的根本因素。除了外汇占款的影响外,中央银行作为最后贷款人,往往要承担金融稳定的职责,这也可能迫使中央银行增加对金融机构的再贷款,从而扩张基础货币。在负债方,虽然中央银行债券的发行和赎回,是央行可以控制的,但是,在中国现行的国库管理体制下,政府存款的变动却是央行无法控制的,尤其是,每年年末,政府存款都有大幅度地减少,这直接增加了基础货币的供给,中央银行不得不对此加以被动地对冲。简言之,国库管理体制及政府资金运动,也是引起基础货币内生性的重要原因之一。

表 1 2002 年以来,中国货币政策数量型三类指标的调控目标与实际值的比较

调控指标与实际值		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
M2	目标增长率 (%)	13-14	13	16	17	15	16	16
	实际增长率 (%)	14.4	16.8	19.6	14.6	17.6	16.9	18.5**
	实际值与目标值之差	0.4	3.8	3.6	-2.4	2.6	0.9	2.5
M1	目标增长率 (%)	15-16	13	16	17	15	14	没公布
	实际增长率 (%)	12.7	16.8	18.5	13.6	11.8	17.5	22.1**
	实际值与目标值之差	-3.3	3.8	2.5	-3.4	-3.2	3.5	—
信贷	目标增加额 (亿元)	13000	13000	18000	26000	25000	25000	没公布*
	实际增加额 (亿元)	12900	18475	28000	22600	24000	31800	33600
	实际值与目标值之差	-100	5475	10000	-3400	-1000	6800	4600**

注: (1)2007 年初,中国人民银行只公布了广义货币 M2 的调控目标, M1 不再是货币政策的调控指标,同时,也没有公布银行信贷增长目标。但是,人们普遍认为,央行实际上确定的全年信贷增加额是 2.9 万亿元; (2)2007 年的实际值为 9 月末的实际值。

资料来源:根据中国人民银行各年度《货币政策执行报告》、《2007 年第三季度货币政策执行报告》整理。

决定货币供给内生性的第二个方面的主要因素就是货币乘数的内生性,影响货币剩余的主要因素除了法定存款准备金比率之外,还有超额准备金比率和流通中的现金比率等。在这些因素中,中央银行所能控制的只有法定存款准备金比率,不能直接控制后两个因素。影响超额准备比率和流通中现金比率的因素同样复杂而多样,它们也都是不稳定的。也正是因为决定乘数值的几个因素是不稳定的,央行又无法控制,因而货币乘数值也是不稳定的。根据夏斌和廖强(2001)的计算,1993年至2000年间,M1的乘数波动率为23%;M2的乘数波动率更是高达43%;根据我们的计算,1993年至2007年的第二季度,M1的乘数波动标准差为0.21,M2的乘数波动标准差为0.68。

正是货币供应量的不可控性,使得中央银行在以货币供应量为中介目标的货币政策操作中总是遇到这样那样的麻烦。美联储在70年代和80年代实行以货币供应量为中介目标的货币政策框架后,由于货币供应量的可控性较差,迫使美联储后来不得不放弃了这一货币政策操作框架(彭兴韵,施华强,2007)。也正因为货币供给是内生的,到2007年,中国人民银行也不再公布M1的调控目标了,只公布当年M2的调控目标了。

彭兴韵(2006)认为,在中国的货币政策操作中,信贷实际上发挥着比货币供应量更为重要的作用,它成了中国货币政策事实上的中介目标。虽然中国信贷规模控制的历史比较长,但从它诞生之日起,其可控性都不理想。1998年以前,中国的货币调控是建立在信用分配上的直接信用管制,即便是依赖于强烈的行政信贷管制措施,但那时也有“信贷的倒逼机制”之说,即地方政府、商业银行倒逼中央银行增加信贷规模,使得实行的贷款量远远超过政府的计划信贷增加量,结果造成信贷膨胀和经济的大起大落。1998年,中国改革了货币调控机制,取消了对商业银行的信贷规模控制,实行资产负债比例管理,货币政策开始向以法定存款准备金比率、公开市场操作等为主的间接调控机制的转变。在这样的货币调控机制下,中央银行对信贷的调控就主要依赖于准备金比率的调整了,商业银行对信贷资产的选择就基本上取决于商业银行自身对收益与风险的评价。实践证明,在间接货币调控机制下,尽管信贷总量依然是政府货币政策决策的一个重要指标,但中央银行对信贷的可控性较之于1998年以前的直接信用控制并没有太大的改善。表1已经清楚地表明了这一点。在间接货币调控机制下,无论是在经济扩张、需要紧缩银行信贷的时期,还是在通货紧缩、需要银行扩张信贷的时期,银行信贷都表现出了可控性不理想的特征。在经济增长率和物价水平持续下降的时期,政府希望商业银行扩大信贷,刺激经济增长,但商业银行往往又具有“惜贷”的倾向,中国在1998年至2001年间就出现了这种情况;反之,当经济处于扩张期时,政府希望商业银行的贷款增长率有所放缓,但商业银行往往又具有强烈的信贷扩张的冲击,这在2003年

以来的经济扩张中得到了很好地体现，在 2006 年，实际的信贷增加额超过了央行年初确定的目标增加额 6800 亿元，超出幅度达 27% 以上，2007 年的情况基本类似。

信贷的不可控性，其原因是多方面的。首先，信贷本身就具有顺经济周期的特征。即在经济扩张时，商业银行发放贷款的意愿更强，在经济衰退时期，商业银行贷款的意愿会相应地减弱。信贷顺经济周期的特征并不是中国所独有的现象。以经济扩张期为例加以简要地说明。在经济扩张期，往往伴随着物价水平的上涨和企业现金流量的增加，这增加了借款者的偿付能力；同时，在经济扩张期也往往会出现资产价格的上涨。如果商业银行的信贷风险管理依赖于抵押品的价值和借款者的净值，那么，资产价格的上涨就相应地提高了抵押品的价值和净值，从而弱化了商业银行信贷的道德风险和逆向选择问题。

表 2 样本商业银行资本充足率的变化(2004-2007/06)(单位: %)

	工行	建行	中行	招行	浦发	民生	交行	兴业
2004				9.55	8.03	8.59	9.72	8.07
2005	8.11	13.57	10.4	9.06	8.04	8.26	11.2	8.13
2006	14.05	12.11	13.59	9.58	9.27	8.12	8.52	8.71
2007	13.67	11.34	13.39	9.23	8.24*	10.84	14.17	11.24

资料来源：根据各商业银行年报、中报整理。年报、中报来自于各商业银行网站。

注：2007 年为第三季度末的数据。

其次，银行信贷的可控性并不理想，还有中国特殊的体制因素。1998 年以前，中国信贷的倒逼机制导致了信贷的可控性较差，而现在，更多的是银行信贷的自身因素导致了信贷的扩张冲动。2003 年中国银行业监督管理委员会成立后，加强了对银行业的监管，要求商业银行必须达到 8% 的资本充足率要求。如果商业银行的资本充足率只是在边际上超过了监管资本的要求，那么，8% 的资本充足率就会对商业银行的信贷扩张起到抑制效果。在 1988 年推动巴塞尔资本协议后，由于国际活跃银行要达到 8% 的资本充足率，不得不削减信贷，导致了全球主要国家在 20 世纪 80 年代末 90 年代初出现了不同程度的通货紧缩。然而，若商业银行的资本充足率要远远高于 8% 的监管要求，那么，资本充足率管制就难以抑制商业银行的信贷扩张了。中国现在恰恰就是这种情况。2003 年底，政府对建行、中行注资 450 亿美元，随后又剥离了大量的不良资产，2005 年又对工商银行注资 150 亿美元，剥离了大约 6500 亿元的不良资产。这些银行获得注资和财务重组后，又很快地在香港和上海证券交易所成功地上市，筹集了大量的股本金。所有这些措施都极大地提高了中国国家控股的商业银行的资本充足率。除了国家控股的商业银行外，其它股份制商业银行也通过 IPO、增发、

引进战略投资者、发行可转换债券、次级债或者是混合次级债等方式，也极大地提高了资本充足率。根据银监会的统计，2006 年底，资本充足率达到 8% 监管要求的商业银行有 100 家，达标银行的资产占全部银行资产的比重上升到了 77.4%，2003 年，这一数额分别只有 8 家和 0.6%。¹ 中国商业银行超过 8% 的监管要求的资本充足率，固然提高了银行体系的稳定性，但也为其信贷扩张奠定了基础。

除了较高的资本充足率减轻了监管资本的要求对信贷的约束外，商业银行经营与激励机制的变化也是导致信贷难以控制的一个重要因素。中国商业银行改革的目标就是建立公司治理结构合理、财务健全、能够独立自主、自负盈亏、自我约束的银行经营实体。已经上市的商业银行在成为公众公司后，经营目标和激励机制都发生了相当大的变化。利润最大化和股东价值最大化成了商业银行最重要的经营目标，激励机制也逐渐从过去的工资与奖金的方式转变到工资、奖金与股票期权等利用现代金融工具的新激励方式。在商业银行盈利结构对存贷利差依赖性还相当强的约束下，利用宏观经济上升周期而扩张信贷，显然是银行经营者实现其经营目标的一条捷径。从金融全球化的角度来看，自 1999 年以来，中国银行业信贷增长率的变化与美国联邦基金利率的变化表现出了高度的负相关性，即美国联邦基金利率上升时，中国的信贷增长率往往会下降；反之则会上升。可见，在商业银行市场化已达到相当程度、金融全球化不断加深的情况下，中国银行信贷增长的变化国内外一系列因素作用的结果，并不是中央银行所能完全控制的。

2. 货币供应、信贷与货币政策最终目标之间的相关性在减弱

货币供应量与货币政策最终目标之间的相关性也并不明显。在货币供应量方面，若货币流动速度是稳定可测的，那么，经济增长、物价水平与货币供应量之间就会存在稳定的相关关系，中央银行就可以通过调控货币供应来控制物价水平和经济增长率。在费雪交易方程式里，由于经济总是处于充分就业状态，货币供应量的变化不会影响实际产出，货币流通速度是由技术、制度和习惯等决定的，变化非常缓慢，因而货币流通速度是稳定的。弗里德曼提出的现代货币数量论也认为，货币流通速度是稳定可测的，货币供应量的变化与名义国民收入之间具有稳定的相关关系，中央银行的货币政策应当公布固定的货币供应增长率。然而，实践证明，货币流通速度并不仅不是稳定的，而且还难以预测。米什金（1998）指出，即使是在短期，货币流通速度的波动也是十分剧烈的。中国的货币流通速度同样不稳定。改革开放以来，中国的货币流通速度总体上呈下降趋势，但波动也是比较明显的。尤其是，到 20 世纪 90 年代之后，中国的货币流通速度的波动性更强。之如以如此，是因为，货币流通速

¹ 资料来源：《中国银行业监督管理委员会 2006 年年报》，中国银行业监督管理委员会网站。

度并不像费雪所认为单纯由制度、技术和习惯等因素决定，由于货币流通速度与货币需求负相关，因而，诸如名义收入、利率等影响货币需求的诸多因素也同样影响着货币流通速度，而收入与利率都是易变的，这决定了货币流通速度也是不稳定的。货币流动速度的易变性使得货币供应量与中央银行货币政策最终目标之间的相关关系变得很不稳定。

除此之外，目前影响中国货币供应与最终目标之间的关系还有以下几个因素：（1）金融创新和人们对资产收益与风险评估、或者对待风险态度的变化都可能改变整个社会的流动性（彭兴韵，2007），这会对原来的货币统计口径带来相当大的冲击。货币统计有两种不同的方法，即归纳方法和实证方法。归纳方法强调货币区别于其它资产的特质，因而只把具有交易媒介功能的资产视为货币。实证方法强调资产与国民收入之间具有很强相关性、且易被中央银行所能控制的金融资产的集合。在实际的货币统计与货币层次的划分中，蕴含了两种不同的货币定义方法，但大多是从公众的资产方、商业银行的负债方来统计货币、并划分不同的货币层次。然而，这种只从资产方或只从负债方来统计货币的缺陷在于，商业银行表外业务的快速发展创造了一些流通手段，从而极大地改变了原有的货币统计与货币政策最终目标之间的相关性。除此之外，商业银行对超额准备金的需求也深受信息技术、清算和支付方式的变革的影响，使得货币供应与经济增长、物价水平之间的关系不再是稳定和可测的。近年来，国内的一些实证研究也表明，货币供给与货币政策的最终目标之间并不存在稳定的相关性。例如，刘斌（2001）、周锦林（2002）的研究认为货币供应的变动对消费和投资只有短期影响而无长期影响；陆军、舒元（2002）认为货币供应与实际产出之间存在单向因果关系，但在长期内货币供应量是中性的。然而，我们将货币供应与物价水平的变动之间进行相关性分析发现，中国货币供应量的变动与物价水平之间的相关性较弱，物价水平的变动能够由货币供应量解释的部分不足 30%。

银行信贷与货币政策最终目标之间的相关性也受金融结构变动的深远影响。随着金融市场的发展，企业融资和居民资产选择正在出现脱媒的趋势，对银行机构传统的存贷款金融服务需求在逐步下降。在企业融资方面，2005 年央行推出短期融资券后，发行短期融资券就成了越来越多企业直接债券融资工具。2006 年发行的短期融资券达到了 2943 亿元，在短期融资券的发行中，资产规模相对较小的企业发行份额逐步上升。2005 年，资产规模在 1 万亿元以上的企业发行额占到全部发行额的 12% 左右，资产规模在 100 亿元以下的企业发行额占比不到 10%。2006 年，资产规模在 100 亿元以下的企业份额上升到了 20% 左右，这导

致了每只短期融资券的发行规模下降到了 2006 年的 9 亿元。²随着中国公司债券发展制度的改革，中长期公司债券也将会有较大的发展。2007 年前三个季度，股票市场融资占非银行金融机构的融资总额达到了 8.6%。在居民的资产结构方面，随着人们收入水平的提高和财富总量的增长，人们越来越偏好于风险相对较高的资产，而对低风险的安全资产的需求有所减弱。例如，根据中国人民银行的统计，在 2007 年年 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。³

3. 数量控制可能带来货币政策操作的扭曲

数量指标的实际值逐步偏离其目标值，迫使调控当局采取了越来越多的手段来加以调控，而且，在各项体制，尤其是汇率机制和外汇管理体制尚未理顺的情况下，数量控制也主要是冲销操作。为了稳定货币供给与信贷增长率，2007 年以来，中国人民银行已经先后十次提高了法定存款准备金比率，目前的法定存款准备金比率已经达到了 14.5%，且还将继续提高。中国人民银行（2006）认为，提高法定存款准备金比率对流动性具有深度冻结的功能，而发行央行票据等公开市场操作只是对流动性的浅层次对冲，事实上，自 2006 年 11 月以来，冲销流动性就成了不断提高法定存款准备金比率的基本功能，这对将来的存款准备金制度改革可能形成一定的阻力。

2007 年中国连续十次总共将法定存款准备金比率提高了 5.5 个百分点，假定其它因素不变，应当说这是非常严厉的紧缩措施，但即便如此，货币供应与信贷增长依然持续地高于政府所期望的水平。当间接调控手段难以达到政府所期望的调控目标时，最后又自然地回到了过去直接信用控制下的行政化调控道路上去了。这种情况在 2004 年曾出现过。是年 4 月底和 5 月初，针对当时的信用与货币供应扩张、以及高达 30% 以上的高投资增长率，政府对金融机构的信贷采取了严厉的紧缩措施，甚至要求在五一后的一个星期停止放贷。2007 年，当货币供应量继续上升，银行信贷增加额在 9 月份就超过了年初 2.9 万亿元的情况下，监管当局和央行最后不得不要求商业银行在年末的贷款余额不得超过 9 月份余额的强制管制措施。中央经济工作会议明确了 2008 年要实行从紧的货币政策，并且要求把握信贷投放的节奏后，监管当局和央行“要求（各家银行）提交明年的贷款计划，监管部门还提出了季度贷款限额建议，超过放贷限额者将面临惩罚。”⁴为了达到调控的总量目标，而采取具有行政管制色彩的窗口指导，可能是有违于市场化改革的方向的，也可能促使正规金融体系之外的黑色金融活动更加活跃，这反而降低了金融体系的效率。

² 资料来源：李扬、王国刚主编：《中国金融发展报告，2007》，中国社会科学文献出版社，2007 年。

³ 资料来源：中国人民银行网站。

⁴ 参阅中金在线：<http://yhcs.bank.cnfol.com/071207/138.1399.3590188.00.shtml>。

二、利率在货币调控中具有更为重要的作用

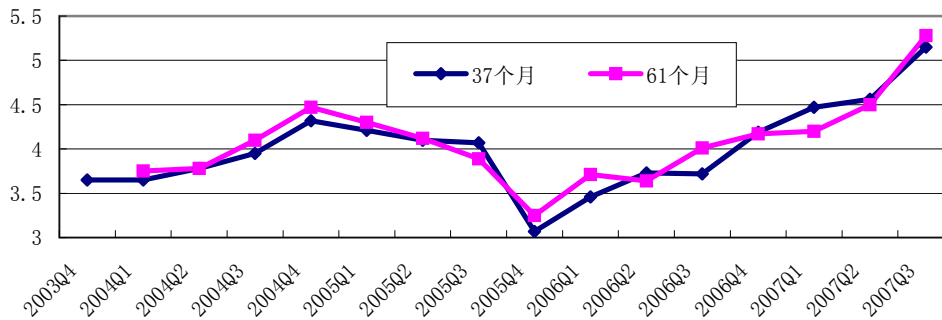
1. 中国货币政策在数量管理的同时，提高存贷利率仍然是必要之举

在中国目前的货币政策实践中，央行仍然在不断地加强货币供应与信贷总量的控制，在以货币供应或者银行信贷为中介目标的货币政策框架下，为什么在货币政策操作中，中国的央行还不得不提高利率呢？这是由中国的利率体制决定的。因此，我们需要先谈谈中国的利率体系和利率体制。

中国的利率体系包括：（1）中央银行利率——法定和超额准备金利率、再贴现与再贷款利率、央行票据利率等；（2）货币市场利率——同业拆借利率、债券回购利率、票据贴现与转贴现利率和上海银行间同业拆借利率（Shibor）等；（3）各类债券的发行与交易利率，如企业债券、国债和政策性金融债券等；（4）金融机构的存贷款利率。在上述利率体系中，货币市场利率和各类债券的发行与交易利率已经实现了市场化，央行票据利率一般也是通过价格招标贴现发行确定的，可以说是完全市场化的利率。金融机构的存贷款利率是半市场化的，贷款利率的上限已经放开，金融机构可以根据借款者的风险状况在中国人民银行确定的相应期限贷款基准利率上不受限制地向上浮动，但是，各期限贷款利率还受下限管制，居民个人住房抵押贷款（第一套房）可以在贷款基准利率上向下浮动 15%，一般工商业贷款利率可以向下 10%。各期限的小额存款利率则实行上限管制，下限已经完全放开，3000 万元以上的大额存款则实行协议利率。因此，在小额存贷款利率依然受到管制的情况下，小额存款利率的上升要依赖于中国人民银行提高存款的基准利率。在贷款利率方面，如果商业银行的流动性比较充裕，且由于商业银行的竞争越来越激烈，再加上短期融资券和票据贴现的利率都已市场化，且其利率水平又大大低于贷款利率的情况下，商业银行实际向上浮动贷款利率的动力并不强烈。因此，在实行贷款利率下限管制的利率体制下，提高贷款的基准利率就成了提高商业银行实际的贷款利率的一条便捷途径。

首先，我们看看存款中国存款利率的变动。图 1 是 2003 年第四季度以来各季度 3000 万元以上协议存款利率的变动。从图中，我们明显地看到，在 2003 年至 2004 年底，37 个月和 61 个月的 3000 万元以上协议存款利率逐步上升，但在 2005 年则逐季下降，这是因为 2005 年中国的 CPI 在逐步下降。从 2006 年开始，这两种利率又逐季上升，这主要是由于 CPI 的逐渐上升和中国人民银行在 2006 年先后两次、2007 年 10 月前又先后五次提高存款的基准利率所致。

图1 中国3000万元以上协议存款利率 单位：%



资料来源：根据中国人民银行相应季度《货币政策执行报告整理》

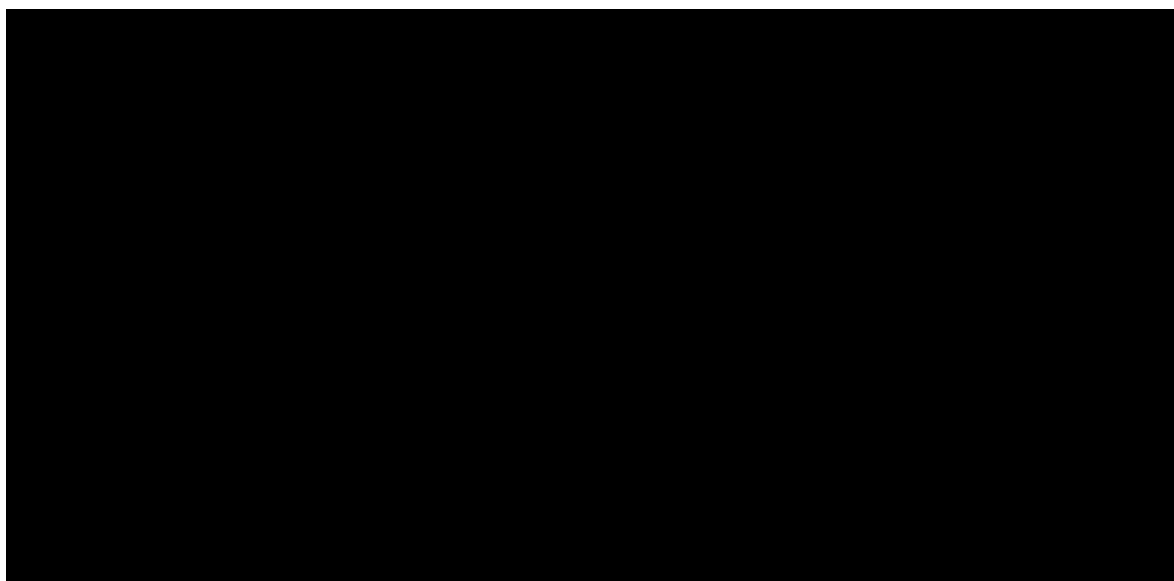
以上我们看到，3000 万元以上的大额协议存款利率已具有较大的灵活性，但由于中国存款利率的市场化是按照“先大额、后小额”的顺序推进的，目前的小额存款利率尚不能向上浮动的情况下，即便中国人民银行通过货币与信贷总量控制，使得市场利率因资金供给的减少而相应地上升，但小额存款利率依然无法上升。因此，小额存款利率的变动（尤其是向上调整）就要完全依赖于中国人民银行提高存款的基准利率了。也正因为如此，在中国，人们一谈起负利率时，总是拿一年期的存款利率与CPI的变动做比较，是有道理的。居民的储蓄存款一方面反映了居民的时间偏好，另一方面也反映了居民资产配置偏好，因此，举凡CPI的变动与各类资产价格的相对变动（存款利率反映了的居民储蓄存款的价格变动），都可能会引起居民储蓄存款的变动。从理论上说，一个均衡的储蓄存款利率不仅要代表居民的时间偏好率，而且还要反映各类不同风险资产之间的均衡相对回报率。因此，合理的储蓄存款利率应当随CPI和其它资产价格的变动而相机调整。以2007年前十个月为例，中国的CPI从元月份的2.2%上升到了10月份的6.5%，结果，2007年各月CPI持续高于一年期的存款利率，即中国持续居民储蓄存款持续地处于负利率的状态；上海证券交易所综合股票价格指数则从年初的2715点上涨到了10月末的5954点，涨幅达119%。在这种两种因素的影响下，居民储蓄存款的增长率则持续地下降。

其次，我们看看贷款利率。表3显示了2006年第一季度和第四季度、2007年第一季度和第三季度不同类型的商业银行贷款利率浮动情况。在2006年第一季度，全部商业银行加权计算，在央行基准利率上向下浮动的贷款占比为22.96%，执行基准利率贷款的占比为28.2%，上浮的占比为48.4%。但是，到2007年第三季度，在央行基准利率上向下浮动的贷款占比上升到了28.59%，执行基准利率贷款的占比为26.65%，上浮的占比下降到了44.76%。可见，商业银行贷款利率向下浮动的占比越来越高。

表 3 2006-2007 第三季度商业银行利率浮动占比情况(单位: %)

		四大国有 商业银行	股份制 商业银行	区域性 商业银行	城乡 信用社	政策性 银行	合计
2006 年第 一季度	下浮	28.26	30.57	22.83	1.38	29.54	22.96
	基准	31.83	34.36	20.16	4.50	69.63	28.20
	上浮	39.93	35.07	57.01	94.12	0.82	48.84
2006 年第 四季度	下浮	31.52	40.75	24.34	1.51	26.43	25.81
	基准	29.96	30.21	18.73	4.62	72.15	26.63
	上浮	38.52	29.03	56.93	93.86	1.42	47.56
2007 年第 一季度	下浮	31.54	38.03	29.71	2.66	25.48	26.89
	基准	27.85	32.45	33.54	15.62	4.77	72.95
	上浮	36.01	28.43	54.67	92.57	1.55	45.26
2007 年第 三季度	下浮	34.41	41.17	38.13	2.50	22.61	28.59
	基准	28.71	32.65	17.75	4.48	75.86	26.65
	上浮	36.88	26.19	44.12	93.02	1.53	44.76

资料来源：根据中国人民银行相应季度《货币政策执行报告》整理。



资料来源：根据中国人民银行相应季度《货币政策执行报告》整理、中国人民银行网站公告数据。

与此相对应,图 2 反应了商业银行一年期贷款的加权利率与季末一年期贷款基准利率的比率。从图中可以看出,在 2006 年以前的两年里,实际的贷款加权利率要远远高于央行确定的贷款基准利率。但到 2006 年后,各季度的一年期贷款加权利率与贷款基准利率之间的差距越来越小,而到了 2007 年第三季度,一年期的贷款加权利率甚至还低于了季末的贷款基准利率。在图中,我们还可以看到,将商业银行贷款的实际加权利率扣除基准利率上调的影响后,商业银行的贷款利率是在不断下降的。因此,我们看到,尽管中国贷款利率上限

已经完全放开,从理论上说商业银行可以根据借款者的潜在风险确定超过中国人民银行确定的基准利率若干来发放贷款,但在商业银行竞争越来越激烈、企业替代性融资手段越来越多样化的环境下,商业银行真正向上浮动贷款利率的意愿并不十分强调。由于在现行的利率体制下,商业银行的一般工商业贷款利率只能在中国人民银行确定的贷款基准利率上向下浮动10%,因而,提高贷款基准利率就能够相应地提高商业银行实际发放的贷款利率。这充分地表明,2006年以来,商业银行一年期贷款加权利率的上升完全是中国人民银行上调贷款基准利率的结果。反过来说,如果中国人民银行在提高法定存款准备金比率、加强信贷规模控制的同时,若没有相应地提高基准利率,企业的融资成本总体上仍会处于较低的水平。在这种情况下,单纯的货币供应与信贷紧缩仍然难以达到宏观调控的目的。

2. 以利率为主导的货币政策框架是全球趋势

在20世纪70年代和80年代,美国、英国、加拿大、德国等实行了以货币供应量为中介目标的货币政策框架,意大利还以国内信用总量为中介目标。但是,现在无论是以泰勒规则为货币政策操作理论基础的美联储还是实行通货膨胀目标制国家的中央银行,都是以货币市场利率为货币政策的(中介)操作目标的。到20世纪90年代之后,英国和加拿大等国实行了通货膨胀目标制,在通货膨胀目标制下,货币政策以短期利率为中介或操作目标。英格兰银行每次调整利率时都是官方利率,即英格兰银行对金融机构提供贷款时收取的利率;而加拿大银行的货币政策现在是以隔夜回购利率为操作目标。美国则在94年开始转向了以联邦基金利率作为操作目标的货币政策框架。在这一货币政策框架下,为了提高(降低)联邦基金利率的目标值,美国联邦储备银行在每次宣布调整联邦基金利率目标值的同时,就会相应地调整联储对金融机构的再贴现利率,从而影响金融机构从美国联邦储备银行的借入准备金和联邦基金市场上的资金供给,同时,联储还通过公开市场操作使实际的联邦基金利率与联储的目标值基本一致(彭兴韵、施华强,2007a)。德国和意大利在欧洲货币联盟成立后,其货币政策则由欧洲中央银行制定和实施。现在,欧洲中央银行在制定和实施货币政策时,利率也是处于中心地位。欧洲中央银行(2004)指出,连接货币政策决策和物价水平的路径始于欧洲中央银行的利率变化,欧洲中央银行的利率操作主要有边际贷款利率、存款便利利率、和主要再融资最低投标利率。其中,边际贷款利率是欧洲中央银行对欧元区信贷机构提供贷款时收取的利率;存款便利利率则是欧洲中央银行支付给欧元区信贷机构存入到欧洲央行的存款的利率;主要再融资最低投标利率则是欧洲中央银行公开市场操作的利率。从以上我们对主要经济体中央银行的货币政策操作中可以看出,调整官方利率是它们货币政策操作的第一步。

随着这些国家货币政策框架、货币政策哲学的转变，它们的中央银行已基本不再采用过去那种注重货币供应量或者信用总量的货币政策工具。比如，在以货币供应量为中介目标的货币政策框架下，法定存款准备金比率就是一个非常有力的货币政策工具。然而，在以短期市场利率作为操作目标的货币政策框架下，中央银行要求对市场利率进行平滑操作，而法定存款准备金比率素有货币政策巨斧之称，调整法定存款准备金比率往往会引起市场利率较大幅度地波动。因此，英国和加拿大等国的中央银行在转向通货膨胀目标制后，就纷纷放弃了法定存款准备金制度。美国虽然依然保留着法定存款准备金制度，但在 1992 年之后就很少调整法定存款准备金比率了。欧洲央行也同样保留着法定存款准备金制度，但法定存款准备金比率很低，活期存款的法定准备比率为 2%，而且还有相应的扣减额不用缴纳法定准备。欧洲央行之所以还保留法定准备金制度，主要目的在于平滑流动性和货币市场利率(彭兴韵，2005)。

3. 转向以利率作为操作目标是中国货币调控机制改革的方向

近十年来，国内的一些理论研究者指出，货币供应量不合作为中国货币政策中介目标，在货币政策框架改革的方向上，有主张实行通货膨胀目标的(李扬，1999；夏斌、廖强，2001)，也有主张以利率作为货币政策的中介目标。尤其是，近年来很多学者运用中国的数据对泰勒规则进行了检验，得出了大致相同的结论。谢平和罗雄(2002)的研究表明，泰勒规则可以很好地衡量中国的货币政策，能够为中国货币政策提供一个参照尺度。陆军和钟丹(2003)则在谢平和罗雄(2002)的基础上，进一步探讨了中国应用泰勒规则的可行性，他们认为，同业拆借市场上的资金价格在理论上可以反映央行货币政策的取向，同业拆借利率可以作为央行货币政策的参照依据。刘斌(2003)通过同时计算与福利损失等价的通胀率变化，结果表明，最优泰勒规则能够很好地近似完全承诺的最优货币政策规则，这为进一步改革中国的货币政策决策提供了一个指导方向。

早在 2005 年，央行行长周小川就曾表示，中国的货币政策应该更多地加强对价格型工具的运用，降低对数量型工具的依赖，因为事实往往证明，价格型调控的效果要好于数量型调控的效果，价格机制的效果和灵活性比数量机制更符合市场经济⁵。这里所说的价格型调控，主要就是指建立在以利率作为中介(操作)目标基础之上的货币政策框架。为了从数量型货币调控机制转向价格型调控机制，首先需要确定，在纷繁复杂的利率体系中，以哪一种利率作为货币政策的中介(操作)目标。例如，美联储以联邦基金利率作为中介目标，加拿大和英格兰银行以隔夜回购利率作为操作目标等。即便中国确立了以利率作为货币政策的中

⁵ 参阅人民网：<http://www.people.com.cn/GB/jingji/1040/2455749.html>

介目标，这个利率也显然不是一年期银行存款利率或贷款利率，而应当是某一种对金融体系利率具有全局影响的某种货币市场利率。实际上，中国人民银行正在做出积极的努力，探索适合于作为中国货币政策中介目标的利率。这其中，最重要的莫过于在 2007 年初推出的上海银行间同业拆借利率，简称 Shibor。上海银行间同业拆借利率由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，是单利、无担保、批发性利率，是报价银行拆出资金的利率报价而非实际交易利率；报价银行团由信用等级较高、交易规模较大、定价能力较强的一流银行组成。Shibor 报价银行团由 16 家商业银行组成，它们是公开市场一级交易商或外汇市场做市商。每个交易日根据各报价行的报价，剔除最高、最低各 2 家报价，对其余报价进行算术平均计算后，得出每一期限品种的 Shibor。上海银行间同业拆借利率 Shibor 从 2007 年 1 月公布至今，每日各期限档次的 Shibor 形成了一条从隔夜至 1 年期的完整利率曲线，具有较好的平滑特征，且各期限档次利率能够综合反映货币市场的资金供求状况和利率的期限结构，为货币市场的产品定价提供了初步参考。各种以其作为基准的金融产品不断涌现，丰富了货币市场产品种类，有利于货币市场的深化。根据中国人民银行的统计，以 Shibor 为基础确定利率的金融产品种类越来越多，包括利率互换、远期利率协议、同业借款、转贴现、债券买卖、金融理财产品、货币互存业务等，部分商业银行还将内部转移资金价格以及绩效考核办法与 Shibor 挂钩，Shibor 的影响力以及基准性正在初步显现（中国人民银行，2007）。

三、建立与完善价格型货币调控机制，仍然需要深化金融体制改革

1. 再贴现机制应发挥更大的作用

再贴现即中央银行对商业银行发放贷款，它是商业银行获得借入准备金的基本途径。再贴现率上升，增加了商业银行借入准备金的成本，会相应地提高货币市场利率和整个金融体系的中长期借贷利率。美联储、欧洲中央银行、英格兰银行等中央银行，在调整作为货币政策中介目标的短期利率时，都会相应地调整对金融机构的再贴现利率，再贴现利率的调整是这些经济体的中央银行贯彻其货币政策意图的第一环。

表 4 中国人民银行再贴现发生额和期末余额(单位：亿元)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
再贴现发生额	1150	2667	2778	不详	405	223.7	25	39.9	92.3
期末余额	500	1256	655	不详	65	33	2.39	18.2	56.1

资料来源：根据中国人民银行各年度《货币政策执行报告》整理而得。

*2007 年为截止第三季度末的数据

中国在改革直接货币调控机制、完善货币调控体系的过程中，也建立了再贴现机制。中国人民银行总行设立再贴现窗口，并对各授权窗口的再贴现实行总量控制，并根据金融宏观调控的需要适时调增或调减各授权窗口的再贴现限额。但是，再贴现政策在中国的货币调控中基本上没有发挥什么作用，十年来，调整再贴现率也只是有限的几次。⁶再贴现对基础货币调控的作用就非常有限了。表 4 的数据显示，在 2001 年以前，中国人民银行每年办理的再贴现额在 1000 亿元以上，而到 2003 年之后，再贴现发生额和再贴现余额都不断地下降，即使在 2007 年第三季度末再贴现发生额和再贴现余额较 2006 年有了较大幅度地上升，但相对于数据亿元的外汇占款、央行票据发行量而言，几乎小到可以忽略不计的地步。再贴现机制在中国的货币政策体系中基本上不发挥作用，与其它国家现在主要依赖于中央银行对商业银行的贴现放款机制的货币政策操作体系，形成了鲜明的反差。

2. 进一步改革外汇管理与汇率机制，使公开市场操作真正成为微调的工具

再贴现机制之所以在中国的货币调控中几乎不发挥作用，基本原因就在于中国现行的外汇管理体制和汇率机制制约了实施再贴现机制的空间；也正因为如此，公开市场操作在中国也异化为纯粹冲销外汇占款的工具，很难以成为货币政策的微调工具，从而平滑货币市场的利率。建立价格型的货币调控机制，需要进一步改革中国的外汇储备管理体制与人民币汇率机制。过去两年里，中国在人民币汇率机制改革方面取得了重要进展，2007 年又成立了国家外汇投资公司，并由财政部发行特别国债从中国人民银行手中购买了相应数量的外汇资产。但是，所有这些改革从并没有从根本上改变中国的货币政策受制于国际收支的状况，中国人民银行的信用独立性仍然是不理想的。因此，要让再贴现政策和公开市场操作成为货币政策操作的基本工具、平滑作为货币政策中介目标的货币市场利率，如 Shibor，就需要切实改革现行的外汇管理体制和汇率机制。这一点，我们进行了多次论述（彭兴韵，2006；彭兴韵，施华强，2007b）。

3. 进一步推进利率市场化，提高存贷款利率的灵活性

正是由于中国的存贷款利率尚未完全市场化，因而调整存贷款利率才成了中国货币政策的一个工具，这与其它国家中央银行的利率调整机制有着本质的区别。在过去两年里，中国人民银行在货币政策操作中，曾经做过一些尝试，努力通过提高货币市场利率才引导商业银行提高贷款利率，但并没有达到所期望的效果。最后在银行信贷持续扩张和物价上涨的压力

⁶ 1999 年 6 月 10 日利用下调金融机构存贷款利率的机会，将再贴现利率由 3.96% 一次性下调至 2.16%；2001 年 9 月，中央银行又将再贴现利率从 2.16% 提高到了 2.97%；2003 年和 2004 年初，为了抑制投资和货币供应量的快速增长，中央银行在加大公开市场操作力度、提高法定存款准备金比率的同时，将再贴现利率在 2.97% 的基础上加 0.27 个百分点，加点浮息后利率为 3.24%。

下，不得不提高存贷款的基准利率。造成这一状况的重要原因之一就在于中国的存贷款利率仍然是受管制的，且在历次的利率调整中，都对商业银行的利益加以严格的保护，结果，商业银行总是能够获得丰厚的管制利差收益。以三大上市国有银行为例。2006 年底，工行、中行和建行的净利息差分别为 2.32%、2.12%和 2.59%。在中国人民银行经历 2007 年 3 月和 5 月两次上调存贷款基准利率后，它们的净利息差在 2007 年第二季度末分别上升到了 2.54%、2.49%和 3.01%⁷。正是商业银行获得了有保障的管制利差收益，因此，即便中央银行通过公开市场操作提高了短期货币市场利率，商业银行也没有动力、也不愿意冒险失去借款者而相应地提高贷款的利率以获取更大的利差收益。由此看来，进一步的存贷款利率市场化，即扩大乃至放开存款利率的上限和贷款利率的下限，是建立起以 Shibor 作为中介目标的货币政策操作体系的一个先决条件。

4. 改革存款准备金制度，让准备金平滑货币市场利率

如上文所述，在欧元区，欧洲中央银行虽然不像英格兰银行和加拿大银行等，完全取消了存款准备金制度，但其最低准备金要求不再是货币数量控制的工具，欧元区最低准备金的首要功能在于稳定货币市场利率（欧洲中央银行，2004）。欧元区法定准备金之所以具有这样的功能，在于其准备金计算的周期，即它只要求信贷机构在一个月的准备金维持期内的准备金账户日均余额满足法定要求就可以了。在一个准备金的计算周期内，暂时的准备金失衡可以通过反向的准备金失衡来加以抵消。这样，如果货币市场利率超出预期，时，信贷机构就可以贷出更多的资金，从而平抑货币市场利率的上升。反之则反是。这种套利机制稳定了货币市场利率，并且使中央银行不必对货币市场进行过多的干预。

1998 年中国改革法定存款准备金制度后，对金融机构的法定存款准备金按法人统一考核，法定准备金的交存以不同的商业银行而有别，在准备金的计算周期上，中国对商业银行按旬考核，各商业银行按统一法人存入的准备金余额，按上旬该行全行的一般性存款余额为基础和相应的法定存款准备金计算而得。在这样的准备金计算方法下，实际上是时点余额的存款准备金缴存方法，难以达到像欧元那样平滑货币市场利率的作用。鉴于中国在冲销外汇占款的过程中，法定存款准备金已经完全成了流动性控制的一个工具，且经过十多次提高法定存款准备金比率之后，法定存款准备金比率已经达到了相当高的水平，中国也不可能在未来几年里取消法定存款准备金制度，但是，在逐步调控法定存款准备金比率的过程中，进一步改革中国法定存款准备金的计算依据和周期，对完善中国货币调控机制的改革，自动地平滑货币市场利率和减少中央银行对市场利率的干预，具有积极的意义。

⁷ 资料来源：相应上市银行的年报和中报，见相应银行网站。

5. 国库现金管理应避免对货币政策目标的冲击

国库现金管理的推出对我国货币政策产生的潜在影响,并不局限于其对基础货币和货币结构方面,而且也可能会对市场利率及利率结构产生相应的影响。在我国目前的货币调控框架下,中国人民银行的货币调控仍然是以数量型的调控为主,尚没有以利率作为货币政策的操作目标。在数量型的货币调控机制下,短期市场利率的波动对货币政策的影响相对较小。但如果以利率作为中介目标,情况就不同了。正因为如此,包括美联储在内的其它国家中央银行的货币政策,现在都十分强调对利率的平滑操作,避免作为货币政策操作目标的短期市场利率出现较大波动,严重地偏离货币政策的操作目标值;也正因为国库现金管理可能对市场利率产生影响,因而各国的国库现金管理都要尽力避免它对货币政策操作的冲击,影响货币政策最终目标的实现。然而,中国已有的国库现金管理既没有考虑它对短期货币市场利率的影响,也没有确立适度的平均余额。在中国现行的国库现金管理安排下,中标的商业银行要以持有的国债作为质押,这就不可避免地减少了可用于交易的国债数量,同时,通过招标获得国库存款后又会增加商业银行的超额准备金,两种因素结合在一起,对可能对市场利率产生相当大的影响。随着将来货币调控机制的改革,如何平滑利率操作,避免国库现金管理对作为货币政策中介目标的短期利率的冲击,是加强财政货币政策协调配合的重要内容。

参考文献

- 卞志村(2006):“泰勒规则的实证问题及在中国的检验”,《金融研究》第8期。
- 李扬(1999):《中国金融改革研究》,江苏人民出版社。
- 刘斌(2001):“货币政策冲击的识别及我国货币政策有效性的实证分析”《金融研究》第7期。
- 陆军和钟丹(2003):“泰勒规则在中国的协整检验”,《经济研究》第8期。
- 欧洲中央银行(2004):《欧洲中央银行货币政策》中译本,中国金融出版社。
- 彭兴韵(2005):“全球法定存款准备金制度的演变及其对中国的启示”,《国际经济评论》第5-6期。
- 彭兴韵(2006):“论中国货币政策框架的调整”,《经济学动态》第9期。
- 彭兴韵(2007):“流动性、流动性过剩与货币政策”,《经济研究》第11期。
- 彭兴韵,施华强(2007a):“美国货币政策的演变”,《国际经济评论》第5-6期。
- 彭兴韵,施华强(2007b):“货币市场对货币政策操作的反应——中国的实证分析”,《金融研究》第9期。
- 夏斌、廖强(2001):“货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标”,《经济研究》第8期。
- 谢平、罗雄(2002),“泰勒规则及其在中国货币政策中的检验”,《经济研究》第3期。
- 中国人民银行,2007,《第一季度货币政策执行报告》,中国人民银行网站。