



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2007年第16期(总第172期)

2007年4月25日

---

## 2006年中国货币政策操作回顾

中国社会科学院金融研究所 李扬 彭兴韵

2006年中国经济依然保持了快速增长的势头。一至季度的经济增长率分别为10.2%、10.9%和10.7%。在经济保持高增长的态势下，物价水平却比较平稳，CPI的增长率已连续20个月保持在2%以内。中国的宏观经济的高增长、低通胀的良好局面得以继续维持。然而，上半年中国的固定资产投资增长率却出现了明显回升，1~2月份的固定资产投资增长率为26.6%，到了6月份，城镇固定资产投资增长率就上升到了31.3%。从7月份开始，固定资产投资增长率开始回落。与固定资产投资增长率在上半年明显回升相对应的是，银行信贷大量

增加。第一季度的信贷增加额就达到了 1.26 万亿元，超过了央行年初计划增加额的 50%。事实上，银行信贷增长的这一变化早在 2005 年第四季就已经开始了。全年的信贷增加额接近 3.2 万亿元。除了信贷的明显增加外，广义货币 M2 的增长率也一直比较高。再加上持续的国际收支顺差和资本流入，导致了外汇占款依然大幅度增长，中国的流动性因此而不断增加。另外，尽管美联储自 2004 年 6 月份开始的连续加息步调在 2006 年 6 月中止，但欧洲央行却在 2006 年连续数次升息，日本央行也调整了其货币政策框架，鼓励无担保的同业拆借利率提高到 0.25% 的水平。上述复杂的国内国际环境，致使中国 2006 年的货币政策操作面临相当复杂的环境。

### **一、三次提高法定存款准备金比率**

调整法定存款准备金比率这种在理论上被称做货币政策之“巨斧”且已被绝大多数国家逐渐废弃的政策工具，在中国却戏剧性地成为我国央行高度依赖的经常性政策工具了。在第一季度的信贷超乎预期的增长之后，市场就普遍预计中央银行要提高法定存款准备金比率。但是，直到 6 月 16 日央行才宣布从 7 月 5 日起提高 0.5 个百分点的法定存款准备金比率。针对第二季度的经济增长率大大超出预期、6 月份投资增长率居高不下、CPI 逐渐上升和金融机构信贷增加额与货币供应量增长率均处于相对较高水平的问题，央行于 7 月 21 日再次宣布，从 8 月 15 日起，上调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，农村信用社（含农村合作银行）的存款准备金率则保持不变。央行在一个月左右的时间里两次提高法定存款准备金比率，大约直接可以冻结资金 3000 多亿元左右，再加上乘数的影响，实际紧缩的流动性可能会达到 12000 至 15000 亿元左右。在央行连续两次提高法定存款准备金比率之后的数月里，银行信贷和广义货币供应 M2 的增长率开始回落，提高法定存款准备金比率看来收到了一定的效果。

就在中国的固定资产投资、银行信贷和广义货币供应增长率出现

明显下降势头的情况下，中国人民银行却在 11 月 3 日出人意料地宣布，再次从 11 月 15 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。仔细阅读央行的声明便不难发现，央行这次提高法定存款准备金比率的依据较今年的前两次准备金调整有了较大的变化。

在 7 月 21 日提高法定存款准备金比率的时候，央行声明：“当前经济运行中仍存在固定资产投资增长过快、货币信贷投放过多、对外贸易顺差过大等突出矛盾和问题。此次存款准备金率提高 0.5 个百分点，主要是为了加强流动性管理，抑制货币信贷总量过快增长，维护经济良好的发展势头。”

在 11 月 3 日央行再次宣布提高法定存款准备金比率的之后，央行声明：“今年以来，人民银行综合运用多种货币政策工具，大力回收银行体系流动性，流动性过剩状况有所缓解。但是，当前国际收支顺差矛盾仍较突出，银行体系新的过剩流动性仍在产生。根据流动性的动态变化，人民银行再次提高存款准备金率，以巩固流动性调控成效。”

将两次声明对照分析，可以明显地看到，在决定第三次调整准备金率时，央行再没有提到投资、货币与信贷的投资增长率过快，而单单是为了对冲因国际收支顺差带来的流动性的增加。这意味着，法定存款准备金率的功能在中国的货币政策实践中有了一些新的变化，它主要成为回收和紧缩流动性的工具。既然如此，人们自然要将之与央行近年来回收流动性的另一政策工具——发行央行票据——联系起来分析。

我们曾经指出：发行央票是央行面对流动性过剩局面愈演愈烈而不得已采用的一种“次优”工具。但若长期依赖央票来冲销增加的流动性，至少可能有两个方面的问题：其一，随着央行票据发行规模的扩大，央行票据利率也随之大幅度地上升，这极大地提高了中央银行对销外汇占款的成本。到 10 月底，三个月期的央行票据利率达

到了 2.5023%，一年期央行票据利率更是高达 2.7855%。其二，央行票据的发行规模越来越大，可能对中国的货币市场带来一定程度的扭曲，因为，货币市场的交易工具被央行票据所主宰，利率的变化就可能受制于央行发行央票过程中的成本考量，进而可能使得利率难以真实反映整个经济金融体系中的资金供求关系，从而利率的走势便难反映真实的均衡关系。

在上述形势的制约下，经过比较分析，央行决定启用调整法定存款准备金率手段。这是因为，对商业银行法定存款准备金支付的年利率为 1.89%，远远低于央行票据的利率；用前者代替后者来对流动性实行紧缩，显然是一种更经济的办法。

自 1994 年我国实行强制结售汇制之后，央行就一直在穷于应付外汇占款带来的货币扩张的问题。简要回顾一下，央行对外汇占款的冲销操作大致经历了几个方面的变化：先是减少对金融机构的再贷款、继之以持有的国债进行正回购操作、再到发行央行票据、最后又发展到现在的提高法定存款准备金比率等。每一次新的冲销操作方式的出现，无不是前一种冲销方式难以为继而逼迫出来的“创新”。不过，仅仅出于成本方面的考虑，以一种扭曲性的方式来对销外汇占款对中国货币政策效率的损失却是可以存疑的。提高法定存款准备金比率固然可以较长时期地冻结商业银行的准备金，相应地收缩商业银行信贷扩张的能力，但是，在法定准备金率已经接近 10%的条件下，继续提高法定准备金率显然也有限度。而在另一面，持续的贸易顺差和大量资本流入的状况，显然还不可能在短期内结束。就此而论，我国中央银行今后仍将面对非常棘手的局面。

## **二、利率政策**

尽管提高法定存款准备金比率在 2006 年的货币政策操作中引起了人们更大的关注，但 2006 年的货币政策紧缩却是以提高利率为开端的。为了减少企业和个人对信贷的需求，央行还在 2006 年先后两

调整了金融机构利率。然而，两次利率调整的内容是有所差别的。第一次升息是在4月28日，央行提高了各期限档次贷款基准利率0.27个百分点，而存款利率并没有相应地提高，人们称之为“非对称性升息”。第二次升息是在8月19日，金融机构一年期存款和贷款基准利率均上调0.27个百分点，其他各档次存贷款基准利率也相应调整，长期利率上调幅度大于短期利率上调幅度。在第二次调整利率时，为了进一步推进商业性个人住房贷款利率的市场化并约束该市场的过度发展，商业性个人住房贷款利率的下限由贷款基准利率的0.9倍扩大为0.85倍，商业银行可按照国家有关政策，根据贷款风险状况，在下限范围内自主确定商业性个人住房贷款利率水平。

2006年的第一次利率调整反映了央行在努力追求货币政策的前瞻性，根据金融指标的先行变化提早采取政策行动，以达到稳定币值和物价水平的目的，这与2004年10月底的加息明显不同。2004年10月的加息是在物价指数连续三个月超过了5%（2004年7、8、9月份的CPI分别为5.3%、5.3%和5.2%），达到周期波动的最高点、货币供应与信贷增长率出现了下降趋势的背景下展开的，结果导致了2005年的CPI和银行信贷增长率更大幅度地下降，以至于2005年底还引发了人们对通货紧缩的担忧和对那一次加息的诟病。2006年第一次利率的调整是在信贷高涨的苗头初露、而且物价指数处于较低水平的背景下进行的，毕竟3月份的CPI仅为0.8%，在价格水平上并没有表现出明显的通货膨胀迹象，因此，若按照以往的利率操作，以稳定币值为己任的货币政策似乎没有必要在此时采取紧缩性的行动。但金融指标的先行高涨，尤其是商业银行信贷扩张的冲动及流动性更强的狭义货币M1的增长率的大幅回升，表明经济在短期内存在物价上涨的压力，因此，及时小幅提高利率，在社会上造成紧缩的心理预期，迫使借款者谨慎地行动，对避免信贷的过度扩张和物价水平的上涨是有益的。总之，此次利率的调整显示了央行追求货币政策前瞻性的努

力。2006 年的第二次利率调整则是在对宏观前景不明朗的情况下巩固性的政策行动，其目的是进一步抑制投资需求和稳定物价水平。

另外，第二次利率调整还有两个不同的特征。

第一，贷款利率期限结构的变化。央行这次是将各期限的贷款基准利率普遍都上调了 0.27 个百分点。如果所有的贷款都按央行的基准利率来执行，那么，贷款利率的期限结构将会变得更为平坦。这意味着，借入长期贷款更为可取，利率期限结构的这一变化会在一定程度上鼓励借款者借取更为长期的资金，对短期资金的需求会相对减弱。如果借款者当真按照央行的意愿行事，则我国的收益率曲线可望改变过于平缓的趋势。

第二，由于 2006 年第一次利率调整是“非对称性的”，这次利率调整后，存贷之间的利差进一步扩大了。例如，一年期贷款利率与存款利率之差从此前的 3.33% 增加到了现在的 3.60%，这自然是受到商业银行欢迎的。粗略算来，此次利率的调整至少给银行体系带来 500 亿元的额外利润。但是，这一利润的来源却是牺牲了存款人的利益。自 1996 年以来，央行就一直在人为地扩大利差，十多年来，通过人为管制利差，存款人对商业银行提供了至少 3 万亿元的利息补贴。人为地扩大利差，虽然有央行并不希望有太多的剩余资金在较高存款利率的诱导下进一步集中到银行体系中的苦衷，有将过多的流动性驱逐到金融市场当中去、协调投资与消费比例的良好愿望，但通过利率管制，以牺牲存款人的利益，为商业银行创造租金机会和提高商业银行的贷款收益，对增强商业银行在更为市场化的利率环境下持续的盈利能力却是没有什么帮助的。相反，长此以往，会使商业银行的利润增加对管制利差形成更强的依赖性，这将会使得中国下一步的利率改革遇到强大的利益集团阻力。

除了央行调整存贷款的利率基准外，2006 年，央行还进一步推进了利率的市场化改革。2006 年 8 月 19 日将商业性个人住房贷款

利率下限由法定贷款利率的 0.9 倍扩大到 0.85 倍，扩大了商业银行在个人住房贷款的自主定价空间。另一项措施则更值得关注，那就是央行启动了全国银行间同业拆借利率体系建设，即上海银行间同业拆放利率（SHIBOR），它于 2006 年 10 月至 12 月进行试运行，从 2007 年 1 月 4 日起正式运行。启动 SHIBOR 的目的，是为金融市场提供 1 年期以内产品的定价基准。SHIBOR 是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，对社会公布的 SHIBOR 品种包括隔夜、1 周、2 周、1 个月、3 个月、6 个月、9 个月及 1 年共 8 个品种。SHIBOR 报价银行团由 16 家商业银行组成。这些报价行是公开市场一级交易商或外汇市场做市商，他们在中国货币市场上人民币交易相对活跃、信息披露也比较充分。根据设计，央行将根据每个交易日各报价行的报价，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。这符合国际惯例。SHIBOR 推出后，我国金融市场上逐渐形成了一条从隔夜至 1 年期的完整利率曲线，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。从推出之后的实践看，已有交叉货币利率掉期和人民币利率互换以 3 个月 SHIBOR 为基准开展交易。同时，这一基准利率的建立和完善，为中国将来的货币调控机制的改革，即从现行的以货币供应量为中介目标的货币政策框架转向以利率为中介目标的货币政策框架，创造了必要的条件。

### **三、公开市场操作**

公开市场操作早已成为我国中央银行实施货币政策的主要手段。迄今为止，我国公开市场操作方式依然以发行央行票据为主，以正回购操作为辅。2006 年全年共发行央行票据 36712.5 亿元，正回购操作 20430 亿元。在央行票据的期限结构方面，三个月期和一年期央行票据的发行量分别为 11190 亿元和 25422.5 亿元，全年仅发行了一期

总额 100 亿元的六个月的央行票据，一年期的央行票据成了中国公开市场操作最主要的工具，它占 2006 年全部央行票据发行额的 69.24%。

随着央行票据发行量的增加，央行票据的利率也出现了大幅度的上升。2005 年 3 月，央行在将超额准备金利率下调到 0.99 之后，我国货币市场利率曾出现大幅度下调，质押式回购和三个月期央行票据利率都曾非常接近超额准备金利率这一市场利率的底线。在此背景下，央行曾经表示，过低的货币市场利率对我国金融机构带来了较大的风险。在央行发表这一表态之后，中央银行票据的发行力度逐渐加大，基础货币的增长率总体呈下降趋势。受此影响，央行票据利率逐渐上升，并相应地带动了我国同业拆借利率和银行间债券回购利率的上升。这一状况，在 2006 年 3 月份之后，受银行信贷出人意料地增长、广义货币 M2 在高位运行，狭义货币 M1 增幅明显回升的影响而得到了强化。例如，三个月期央行票据利率从 2005 年 9 月初的 1.0859% 上升到了 2006 年 9 月底的 2.4617%；一年期央行票据利率在同期则从 1.3274% 上升到了 2.7855%。可以说，央行票据利率的上升体现了央行在此期间有意识地引导货币市场利率的逐渐上升，以减轻过低的货币市场利率对资金借贷可能带来的扭曲。

除此之外，央行票据利率的上升，也可能体现了央行试图寻求一种新的“价格型”调控手段，即通过央行票据利率的上升来引导金融机构贷款利率和其它债券利率的上升，从而探索一种用市场化手段来调控利率的渠道。如果从这个角度来理解，央行票据利率的上升显然是有积极的意义。只不过，在货币政策实践中，央行票据利率显然还没能担当起货币政策中介目标的重任，除了货币市场利率曾经跟随央行票据利率有所上升外，金融机构的贷款利率和债券发行利率并没有随之而上升。以商业银行的贷款利率为例，中国人民银行的货币《政策执行报告》显示，2005 年第三、第四季度和 2006 年第一季度商业银行一年期贷款的加权平均利率分别为 6.81%、6.07% 和 5.85%。商业

银行贷款利率与央行票据利率走出了完全相反的趋势，这正是中央银行探索新的货币政策框架所面临的困境。在此背景下，中国人民银行才不得已在两次提高贷款的基准利率这样行政性的货币政策操作。

2006 年央行公开市场操作的另一个突出特点就是，在加大央行票据发行力度对冲外汇占款和到期央行票据的同时，还不断地采用了向某些金融机构定向发行央票的方式对那些信贷增长较快的银行实施惩罚或警告。央行在 2006 年先后四次定向发行票据，规模达到 3700 亿元，发行的对象都是 2006 年新增贷款较多的银行。由于定向票据发行之后银行所持的定向票据不能回购且不能转让，相当于购买票据的资金被上存到央行，因此，央行发行定向票据的效果在紧缩流动性的效果方面与上调准备金率是一样的，只不过发行定向票据对银行来说收益高一些，定向票据的收益可达 2.1138%，但远远低于通过利率招标发行央行票据的利率。毫无疑问，定向票据发行带有某种行政控制的色彩，在商业银行的市场化改革进程中，央行采用定向票据发行来收缩流动性和控制商业银行的放贷能力，在一定程度上与市场化改革的取向相冲突，因而遭受了来自商业银行和理论界的诸多抱怨。

#### **四、窗口指导**

窗口指导一向是我国货币当局的一个重要货币政策工具。2006 年以来，尤其是在上半年，面对商业银行贷款出人意料地增长，中国人民银行多次召开“窗口指导”会议，提示商业银行应当高度重视贷款过快增长可能产生的风险，避免因过度追求利润而盲目进行信贷扩张，要求它们应合理、均衡放款，同时还要求商业银行强化资本约束，树立持续稳健经营理念，提高风险控制能力。另外，与其它监管当局一道，货币当局还要求商业银行按照国家宏观调控政策及产业政策的要求，加强贷款结构调整，严格控制对过度投资行业的贷款，加强对房地产信贷的管理。面对年初打捆贷款急剧增长以及地方政府较深地介入银行信贷融资活动中的现象，央行与银监会联合阻止商业银行对

地方政府的打捆贷款和授信活动，避免地方政府信用为当地的企业争取银行信贷而提供隐性的担保；鼓励和引导金融机构通过体制、机制和工具创新，加大对中小企业、就业、助学、农民工和非公经济等的信贷支持。这些都有助于改革我国一些经济主体融资难的问题，引导商业银行通过拓展中间业务调整盈利结构，增强持续盈利能力。此外，中央银行多次发行的带有惩罚性质的定向央行票据，也起到了窗口指导的作用。

尽管“窗口指导”作为一种货币政策工具具有重要的作用，可与其他货币政策工具结合起来共同引导市场预期。我国近年来的货币政策实践表明，利用“窗口指导”来增加政策透明度，不但可以降低货币政策的操作成本，还在一定程度上有助于中央银行顺利实现既定的政策目标。但是，“窗口指导”有效与否，取决于商业银行与中央银行的配合程度，也取决于中央银行在商业银行中的权威，它还离不开公开市场操作等其它货币政策操作的配合。毕竟，已经市场化改革了的商业银行，其经营机制和目标已经发生了较深刻的变化，在利润与股东价值最大化的上市公司纪律约束下，单纯的窗口指导是难以发挥重要作用的。

---

**主 办：** 中国社会科学院金融研究所

**主 编：** 李 扬

**副 主 编：** 王国刚

**联 系 人：** 刘戈平

**电 话：** 010-85195338

**电子信箱：** ifb@cass.org.cn