

我国实施以利率为货币政策操作目标的难点及建议

文/张红玉

自上个世纪80年代以来,世界主要发达国家货币政策大都转向利率操作目标。目前我国货币政策操作中仍以货币供应量为主要操作目标,随着经济市场化程度的提高,如何提高利率在我国货币政策调控中的作用已成为一个热门话题。

一、普尔分析与货币政策操作目标的选择

货币政策传导机制一直是凯恩斯主义和货币主义直接交锋的领域。货币主义提出应将货币供应控制在一个事先规定的固定增长率以内,以消除实际经济运行中内在的不稳定性。凯恩斯主义则主张将利率作为货币政策的中介目标。实际上,随着货币理论的发展以及中央银行调控实践的丰富,货币主义和凯恩斯主义逐步从对立走向调和:货币无疑是重要的,而利率对金融市场以及实际部门经济活动的影响也是非常显著的。那么中央银行如何在货币供应量和利率之间进行选择呢?为此,普尔(Poole, 1970)通过一个简单的IS-LM模型对这个问题作了回答。

普尔假定,中央银行的政策目标是稳定实际产出,在此情况下,中央银行是努力保持市场利率不变而允许货币数量波动,还是应当保持货币数量不变而允许利率波动。通过比较两种情形下的产出方差,只有当来自货币需求干扰的方差比较大,此时LM曲线比较陡峭,且IS曲线比较平缓时,利率操作目标优于货币量操作目标;反之,如果来自总需求冲击的方差比较大,LM曲线比较平缓,或者IS曲线比较平缓,则货币数量目标优于利率目标。如果将上述简单模型进行扩展,即考虑中央银行对货币的控制力,则会得到一个很重要的推论。实际上,中央银行能直接控制的只是基础货币,从基础货币到更广义上的货币供应量有赖于货币乘数。当引入货币乘数后,如果以货币数量作为操作目标,则货币乘数的稳定性会对中央银行政策的有效性产生很大的影响。而如果选择利率作为操作目标,则货币乘数是否稳定不会对政策的有效性产生影响。

由于上个世纪80年代中期以来金融管制的放松以及由此引发的广泛金融创新活动,大大降低了货币乘数的稳定性,相应的货币需求更加难以准确测量,正是由于货币乘数干扰的存在,才使更多的中央银行更加倾向于采用利率作为操作目标。

二、发达国家以利率作为操作目标的实践

自布雷顿森林体系解体到1979年10月,美联储货币政策的操作目标主要是围绕联邦基金利率来展开的,并将该利率稳定在设定目标的一个很小范围内波动。后来,由于货币主义政策主张的影响,美联储从1975年开始公布一些货币总量增长率目标。1978年,根据Humphrey-Hawkins法案,美联储每年需向国会报告货币供应量增长的目标区,1979年10月以后,美联储在货币政策操作实践中正式转向对货币数量的控制,开始所谓的“货币主义试验”。但在三年的货币主义试验中,联邦基金利率波动明显加大,利率水平大幅度提高,从而造成了经济的衰退。自1982年开始,美联储开始重新关注利率指标,特别是1987年10月股市崩盘后,美联储再次选择了以基金利率作为其货币政策的操作目标。从90年代开始,美联储对联邦基金利率水平进行了多次周期性调节,对美国经济持续低通胀增长发挥了重要作用。

从世界主要经济体的货币政策操作目标演变过程来看,基本上遵循了相似的规律。在20世纪70年代中期,德国、加拿大、瑞士、英国、法国等都以货币供应量作为操作目标,但从80年代开始,除瑞士之外的上述国家又重新转向以利率作为操作目标。目前,在世界上主要经济体的中央银行都选择了以利率为导向的货币政策操作目标。如欧洲中央银行的操作利率目标基本上有两个,一是期限为一周的短期融资主导利率,另一个是期限为三个月的融资主导利率。这些利率的变化已成为世界金融市场最重要的指示器。

值得一提的是,日本自1989年泡沫经济崩溃之后,日本央行为刺激经济复苏,开始积极降低利率,并分别于1999年和2001年两次实施零利率政策,以此为标志,日本的货币政策进入了一个超宽松时代。由于利率已经降低到零,所有的利率政策工具已经失效,日本央行通过买进日本政府债券直接向银行体系注入基础货币,使商业银行在央行的存款余额维持在一定目标数量,也称定量宽松的货币政策。所以,在以利率为货币政策的操作目标并不是在任何情况下都是有效的,其基本前提条件是不存在“流动性陷阱”。2005年以来,随着日本经济的逐步好转,2006年3月,日本央行宣布放弃已实施多年的量化超宽松货币政策,并于7月14日再决定将隔夜拆借利率调升至0.25%,并将官方贴现率由0.1%升至0.4%,这标志着日本央行正式结束了“超宽松”的货币政策,并可能逐步重新转向以利率为目标的操作程序。

三、我国实施利率操作目标的主要障碍

在1993年国务院颁布的《关于金融体制改革的决定》中，我国货币政策的中介目标和操作目标确定为货币供应量、信用总量、同业拆借利率和银行备付金率等一组目标，随着1997年传统的指令性贷款计划退出历史舞台以来，我国货币政策操作目标主要是货币供应量，而以利率作为货币政策操作目标程序还存在以下障碍。

1、利率还没有实现完全市场化。在存贷款管制的条件下，中央银行可以直接通过对存贷款基准利率的调控实现其宏观经济政策目标。今年以来，为遏止固定投资过快增长的势头，保持价格稳定，中央银行先后两次调整存贷款基准利率。由此可见，中央银行仍然将存贷款基准利率以及存贷款利差作为货币政策调控的主要工具。

但是，目前我国以放松利率管制为特征的利率市场化进程已取得很大进展。存贷款利率基本上实现了上下限管制，特别是将贷款利率浮动幅度扩大到基准利率的0.85倍进一步增强了金融机构利率自主定价能力。随着利率管制的放松，以存贷款基准利率作为货币政策工具的有效性将逐步减弱。

2、货币市场发育还有待进一步完善。货币市场是中央银行实施货币政策操作的主要平台。目前，我国货币市场上的利率已基本实现市场化，但由于整个市场的一些内在缺陷，一个市场化的利率政策传导机制还很不健全。首先是债券市场还处于分割状态，市场分割直接导致利率政策传导效力降低。此外，在债券市场上长期难以形成一个合理的期限结构，从而大大削弱了债券市场上利率的指标作用。其次，票据市场目前还是一个区域性市场，再贴现利率政策工具难以发挥作用。再次，同业拆借市场的规模偏小。此外，存款准备金付息制度也大大降低了同业拆借市场利率对银行短期头寸的敏感性。

3、现行的结售汇制度使得对冲流动性成为货币政策操作的首要任务。1994年外汇体制改革以后，我国实行了银行结售汇制度。在银行与企业这个环节，企业经常项目下的外汇收入实行强制结汇。虽然目前企业经常项目外汇帐户限额管制已逐步放松，但整个强制结汇的基本制度框架还没有改变。在外汇指定银行与中央银行这个环节，对外汇指定银行的外汇结售汇周转头寸实行的是头寸限额管理，超过限额部分需在银行间外汇市场上卖出，当整个外汇市场供大于求时，中央银行被迫被动地买入外汇，投放人民币。

自2000年以来，我国的外汇收支形势发生了很大变化，外汇资金大量流入成为一个非常突出的宏观经济现象。由于外汇资金的大量流入，外汇市场一直处于供大于求状态。中央银行被迫买入大量外汇，外汇占款急剧增长，并成为中央银行投放基础货币的主渠道。截止到2006年9月，中央银行的外汇占款已达7.7万亿元，成为中央银行发行货币的主渠道。在外汇资金大量流入的情况下，中央银行只能大量发行央行票据来对冲市场上过剩的流动性，货币政策操作只能以货币数量调控为主。

四、实现以利率为操作目标的有效途径

随着我国经济市场化 and 国际化程度的提高，以货币供应量为操作目标将同样面临“普尔分析推论”所面临的困境，所以应加大改革力度，为构建通畅的利率政策传导机制创造条件。

1、进一步放松对贷款利率的管制，增强金融机构自主定价权和定价能力。根据发达国家利率市场化的经验，放松利率管制的次序一般是先贷款、后存款。目前贷款利率的下限幅度已达到基准利率的0.85倍，进一步放松对贷款利率管制的条件已基本成熟。贷款利率市场化可以提高金融机构的市场定价能力，从而使贷款利率水平能更好地反映市场对信贷资金的真实需求，同时也为中央银行调控利率水平提供准确的价格信号和决策依据。

2、在货币市场上，构建合理的利率期限结构，培育货币市场的基准利率。首先，为形成合理的利率期限结构，在国债市场上应增加长期债券的发行量，使债券在期限结构上分布相对均匀，改变目前由于长期债券供给不足而造成的收益率过低的问题。同时，在条件成熟的时候，统一银行间和交易所两个债券市场，增强债券市场利率在整个利率体系中的指示器作用。其次，改革准备金付息制度，提高同业拆借市场利率对银行准备金水平的敏感性，使得同业拆借利率逐步成为货币市场调控基准利率。再次，尽快构建一个统一的票据市场，以充分发挥再贴现货币政策工具的职能。

3、积极推进“藏汇于民”的外汇管理政策，增强人民币汇率弹性，增强中央银行执行货币政策的主动性。实行“藏汇于民”的外汇管理政策就是要进一步减少金融机构、企业和个人持有外汇的政策障碍，如取消外汇指定银行结售汇周转限额，企业实行意愿结售汇等。同时，扩大人民币波动范围可以在一定程度上增强市场对外汇供求的自主调节能力，从而减少中央银行对外汇市场的干预，改变目前在外汇供求失衡条件下，中央银行一味买进外汇、投放基础货币的被动局面。

需要指出的是，逐步增强中央银行利率调控能力并不是简单地对货币供应量调控手段的否定。由于“流动性陷阱”的存在，以利率为货币政策的操作目标并不是万能的，而是有了足够有效的利率调控手段之后，中央银行可以根据不同经济形势的需求，能更好地进行“相机抉择”。

（本研究获上海市教委项目（04PE07）支持。作者单位：上海立信会计学院）

国有商业银行股改上市工作透析
存款保险制度的成本收益分析
商业银行特殊性研究
推行我国住宅贷款证券化的构想
国内商业银行贷款损失准备的合理计量探析
我国开放式基金面临的风险及法律防范对策
我国实施以利率为货币政策操作目标的难点及建议

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心