



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《银行家》2004年第1期

2003中国货币政策盘点

国际贸易研究室 姚枝仲

2003年中国货币政策可谓好戏连台，从年初开始闹得沸沸扬扬的人民币汇率问题，到年中掀起轩然大波的“121”，房贷政策，然后再到下半年于无声处听惊雷的准备金率调整，最后在年底又悄然推动利率市场化，无不成为各界关注的焦点。

货币政策之一：维持稳定的人民币汇率

从2002年12月日本的黑田东彦鼓吹人民币应该升值开始，国际上要求人民币调整汇率的舆论不断升温，随着美国财长斯诺和联储格林斯潘的加入，人民币汇率似乎到了非动不可的地步，由此也给人民币累积了大幅升值的预期，外汇储备超常增长，冲销压力巨大。到2003年年中，人民币已经处于升值不容易、不升值也难的窘困境地。

货币当局充分认识到了稳定人民币汇率预期的重要性，利用2003年贸易顺差大幅度减少的有利国际收支条件，一方面使用央行票据等手段对外汇储备增加导致的基础货币扩张进行完全冲销，向外界展示央行有足够的 ability 来维持汇率稳定，另一方面果断宣布将维持人民币汇率稳定，坚定了货币当局维持汇率稳定的信心和决心，从而逐渐平息了这一场争论。此举对于维持中国的宏观经济稳定具有至关重要的作用，也充分体现了货币当局在应付外来压力时优先考虑国内经济稳定的政策理念。惟一美中不足的是央行票据可能潜伏着较大的风险。

从中央银行的资产负债表可以看出，中央银行对外汇储备增长引起的基础货币扩张进行冲销的方法有资产冲销法和负债冲销法。所谓资产冲销法，就是中央银行通过减少对存款货币银行的资产，或将持有的资产转让给存款货币银行，以减少存款货币银行在中央银行的存款，从而达到减少基础货币的目的。所谓负债冲销法，就是中央银行向存款货币银行发行债券或票据，将中央银行对存款货币银行的负债从“基础货币”这一负债项目，“挪入”到另一负债项目——央行债券或票据发行”。

中国人民银行可以利用的冲销资产主要包括国债、对商业银行的再贷款和再贴现。事实上，2002年年末，人民银行对政府和商业银行的债权总和仅为12800亿元，约1500亿美元，可见冲销资产非常有限。

目前，人民银行使用央行票据(负债法)进行冲销。央行票据几乎可以无限制地发行，因此其冲销能力是无限的。但是票据是有利息成本的，随着票据规模的增大，中央银行需要付出的利息成本就越高。票据利息成本反映了冲销的代价。由于中央银行利润需要上缴财政，因此，利息成本最终需要由财政来承担。如果利息成本由中央银行自身负担，很容易动摇中央银行作为货币政策决策和执行机构的独立性。如果考虑用相应的外汇资产收益来弥补票据利息成本，则将影响到中央银行未来对汇率政策的使用，因为如果人民币升值，则外汇资产的人民币价值会降低，这样，就会使票据发行出现较大的

亏损。

货币政策之二：“121”房贷政策

2003年中国宏观经济形势的显著特征是正在从通货紧缩向通货膨胀过渡，某些领域已经表现出过热趋势，而在另外一些领域则仍然面临严重的通货紧缩。从宏观经济上看，新一轮经济增长正在形成，并形成一定的通货膨胀压力，但在同时，新一轮经济增长的基础还没有完全形成，通货紧缩还没有真正结束，甚至还无法准确判断出中国经济是处于通货紧缩状态还是膨胀状态，抑或是宏观政策孜孜以求的“零通货膨胀状态”。在这种情况下，宏观经济政策若以扩张为基本方向，则可能导致过高的通货膨胀，若以紧缩为基本方向，则可能抑制经济正常增长，若不作为，则可能失去实施政策的有利时机。在这种背景下，一些结构性的、微观化的手段就会替代“一刀切”式的总量宏观经济政策，从而进入决策者的视野。

2003年一季度固定资产投资是增长率达到28.1%，由此导致GDP增长达9.9%，二季度固定资产投资增长率继续攀高至31.5%，由于固定资产投资在GDP中大约占39%的比例，如此高的固定资产投资增长，很有可能将GDP的增长率拉到10%以上，因此很多经济学家呼吁要防止经济过热，事实上，生产资料价格指数在一季度已从去年的负增长一跃为正增长5.5%。而房地产开发投资占2003年固定资产投资完成额的24.5%，其投资额比去年同期增长32.8%。与此同时，中国房地产开发企业的资产负债率平均达到75%，并且继续呈大规模利用银行贷款进行开发的趋势，“121”房贷政策正是在这一背景下出台的。

“121”房贷政策的核心是要通过对房地产市场的打压来防止经济过热，应该说，这是针对经济中的结构矛盾采取结构化的货币政策的一个良好尝试，其思路是正确的。尽管这是2003年争议最大的政策，并且也确实存在这样或那样的问题但是回过头来仔细思考这一政策的背景和思路，还是应该肯定其中值得借鉴的地方。

货币政策之三：提高准备金率

由于2003年以来货币供应量增长过快，人民银行决定从2003年9月1日起将存款准备金率提高一个百分点。此举是2003年继房贷政策以后央行的第二个紧缩性的货币政策。但是相比于房贷政策，这一政策蕴涵了不同的操作思路。前者对房地产市场而言，是激烈的紧缩性手段，但对于整个经济而言，是局部的，是轻微的调整，是结构性、微观化的货币政策手段；后者则对整个银行体系甚而对整个经济体系来说都是十分激烈的手段，结果也造成了较大的震荡，9月和10月，全国金融机构人民币贷款增速立即下降，10月贷款增额同比减少106亿元。

提高准备金率，实际上是一种基于从总量上紧缩货币的无奈选择。目前，中央银行主要通过对基础货币的操作来紧缩货币，但是，2003年前三个季度，基础货币虽然负增长，但是各层次货币供应量仍然出现了较快的增长，因此，紧缩基础货币已经无法达到紧缩货币的作用。为此，中央银行只有选择提高准备金率。通过降低货币乘数的办法来紧缩货币。然而，提高准备金率确实是一种冲击巨大的措施。其对经济的紧缩作用很有可能抑制正在形成的良好增长预期。

目前，中央银行也已经注意到提高准备金率的过度效应，并通过公开市场操作投放基础货币，这一操作使11月份银行间债券市场回购利率迅速下降。如果不是中国的利率市场化程度还不高，利率管制还较强，这些操作对利率的影响很可能引起经济的过度波动。

由此看来，中央银行在缺少总量政策手段的时候，适当使用一些结构性、微观化的政策是可取的。

货币政策之四：降低超额准备金利率，扩大贷款利率浮动范围

2003年12月10日，中国人民银行发布通知，决定从2004年1月1日起扩大金融机构贷款利率上浮区间，同时，从2003

年12月21日起下调金融机构在人民币的超额准备金存款利率。

从金融改革的角度来看，此举无疑是渐进式利率市场化改革的又一重要步骤。降低超额准备金利率有利于向国际通行的准备金零利率靠拢，促使存款货币机构提高资金运营效率，并有利于货币市场基准利率的培育和形成。而扩大贷款利率向上浮动范围，进一步增强了银行业的差别定价能力，为银行业更加合理地配置金融资源提供了更加宽广的空间。

实际上，这一利率市场化的步骤，蕴涵了更多的货币政策含义。

首先，2003年前三个季度，中央银行对基础货币采取紧缩政策，但并没有有效地紧缩贷款增长和货币供应量增长，其中很大一部分原因就是存款货币银行拥有高额超额准备金，其贷款扩张能力并没有受到紧缩政策的影响。因此，降低超额准备金利率，进而降低超额准备金率是提高货币政策效果的关键一环。

其次，自9月提高准备金率以后，贷款明显收缩，中央银行担心过度紧缩的政策会阻碍经济正常增长，因此，必须适当地采取一些反向操作。第四季度中央银行在公开市场上的一系列操作就是为了缓解过度的紧缩。而降低超额准备金利率，实际上也可以降低超额准备金率，从而提高货币乘数，因此也有缓解过度紧缩的效果。

第三，扩大贷款利率向上浮动幅度，不仅不会抑制贷款需求、紧缩贷款，反而会导致贷款增长。原因在于银行业对优质大客户几乎都是实行贷款利率向下浮动的政策，而对中小企业则普遍反映贷款利息收入不足以补偿信贷成本和风险，因此对中小企业而言，资金短缺现象较严重。而扩大贷款利率向上浮动幅度实际会增加对中小企业的贷款供给。

推荐好友

相关文章

- 何新华等 中国央行可行的货币政策选择 《第一财经日报》2008年4月28日 (2008-5-6)
- 反通胀要谨防“误伤”——专访中国社科院世界经济与政治研究所所长余永定 《中国证券报》200 (2008-1-4)
- 访余永定：解开央行货币政策的“手铐” 《南风窗》2007年10月（上） (2007-10-27)
- 余永定 央行三个目标的矛盾与回旋 《21世纪经济报道》2007年7月10日 (2007-7-11)
- 姚枝仲、刘仕国 中国国民对外贸易差额评析 《中国社会科学院院报》2007年6月28日 (2007-6-28)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号