

货币政策工具的新特点

彭兴韵 费兆奇

在经济下行压力不断加大、通缩显现的背景下，央行在2015年秉承了“稳增长、促改革、调结构”的政策思路，坚持中性稳健货币政策，在利用传统政策工具的同时，还创设了诸多新的货币政策工具，更加注重松紧适度，在“稳增长”的同时，努力为经济、金融相关改革营造良好的货币环境。

公开市场操作

公开市场操作属微调的货币政策工具，可以较好地管理流动性和平抑市场利率的意外大幅波动。中国的公开市场操作一直具有自己鲜明的特色，不仅在流动性管理的具体实践中，一直与存款准备金等工具搭配，而且公开市场操作方式也随着宏观环境的变化而变化。作为冲销流动性的央行票据已经式微，取而代之的是通过短期流动性调节工具（SLO），搭配使用到期央票的续作、债券回购与逆回购、国库现金管理等工具，适时适度地管理流动性。

2015年央行公开市场操作总体上在提供净的流动性。此外，为有效配合存贷款基准利率的下调，央行适时增强公开市场操作利率弹性，将7天期逆回购操作利率从年初的3.85%下调至12月末的2.35%，累计下行150个基点，引导货币市场利率平稳下行。总体来看，2015年以来的公开市场操作相对稳健，并没有大规模的扩张之意。不过，在解决“融资难、融资贵”已然成为政府稳增长的重要中间环节之际，有必要更好地发挥公开市场引导市场利率下行的作用，就此而论，我们认为，公开市场仍有较大

的改善空间。

存款准备金政策

2014年以来，央行对存款准备金政策的运用，不仅让其发挥流动性总量调节的功能，还发挥着引导信贷投向的功能。2015年，央行通过多次普调、同时辅以定向方式，逐步下调金融机构人民币存款准备金率。

先后4次普降金融机构存款准备金率累计2.5个百分点，截止到2015年10月24日，大型和中小型金融机构的存款准备金率分别下调至15.50%和17.50%。2015年普降存款准备金比率，是在外汇占款持续下降、国际资本流动出现新趋势的背景下，中国存款准备金水平正常化的开端。通过降低法定存款准备金比率，从“池子”里释放了大量的流动性，比较有效地应对了资本外流造成的宏观流动性收缩。应当说，2015年的降准行动，保障了市场流动性，促进了债券市场收益率的普遍下行，为降低企业和地方政府的债务成本发挥了积极的作用。

为加强金融机构支持经济结构调整的能力，加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，央行从2015年初至10月24日先后5次对符合相关条件的金融机构进行了定向降准。对三农或小微企业贷款达到标准的大型商业银行、股份制商业银行、外资银行，以及城商行、非县域商业银行、农信社、村镇银行等农村金融机构累计降准1.5个百分点；对中国农业发展银行累计降准6个百分点；下调财务公司存款准备金率3个百分点；下调金融租赁公司和汽车金融公司存款准备

金率3个百分点；此外，统一下调农村合作银行存款准备金率至农信社水平。诸如此类的定向降准，瞄准国民经济的薄弱环节，具有弥补“市场失灵”之功。

2015年累计降准4次，共释放了大约3.21万亿元的流动性（不包括定向降准）。从绝对值看，2015年的存款准备金调整似有大举扩张之嫌，但结合中国近些年的经济金融背景及相关改革来看并非如此。一方面，2003年以来，在人民币升值预期和国际收支双顺差背景下，中国外汇占款快速上升，央行为了缓解货币扩张的压力，不得不以发行央票和提高存款准备金率的方式来冻结流动性。但在2008年国际金融危机以后，上述因素逐步弱化，外汇占款增速开始下降。特别是2015年以来，外汇占款出现负增长。为此，央行在2015年多次、大幅下调存款准备金率，并配合其他货币政策工具补充由于外汇占款下降所减少的流动性。另一方面，随着中国利率市场化改革的推进，央行为了增强引导和影响市场利率水平的能力，逐步转向资产负债表的资产方而非负债方操作。但中国目前的存款准备金率仍然处于高位，央行资产负债表中较高的负债水平不符合利率市场化改革的方向，也扭曲了中国的货币政策工具。在国际资本流动出现新的趋势、中国汇率机制更加市场化背景下，我们认为央行在未来几年逐步下调存款准备金率将成为常态。

在降低法定存款准备金比率总水平的同时，央行还改革了我国存款准备金的考核方式。2015年9月15日，央行将存款准备金考核制度由现行的时点法改为平均法考核，即将存款准备金考核标准由



每日达标改为维持期内的平均达标。平均法考核法可以为金融机构管理流动性提供缓冲机制,增强灵活性;也有利于平滑货币市场波动。但同时央行流动性管理提出了更高的要求,为此央行采取了审慎推进的做法,对存款准备金实施平均法考核的同时,辅以日终透支上限的管理,即金融机构每日的存款准备金水平可以低于法定存款准备金率,但幅度不能超过1个百分点。

中央银行再贷款

央行不断创新再贷款工具、再贷款在货币政策操作中地位的上升,成为2015年中国货币政策的一个突出特点。再贷款工具形形色色,每一种工具又被分配了不同的职能。在2015年的再贷款应用中,央行不仅让它来管理流动性和信贷总量,还通过再贷款抵押品扩容提高相应资产的流动性、管理利率水平和利率结构等。

常备借贷便利(SLF)。为了稳定市场预期、平滑短期利率波动,央行曾在2015年春节期间分别向符合条件的大型商业银行和中小金融机构开展了累计3347亿元的SLF。由于常备借贷便利的期限非常短,此次发放的SLF在上半年使全部收回,到第二季度末SLF余额已经为

0。常备借贷便利既是为了管理短期市场流动性,也是为了引导短期市场利率。为了探索SLF利率发挥利率上限的作用,央行在2015年11月份分别下调分支行隔夜和7天的SLF利率至2.75%和3.25%,并于11月和12月累计开展SLF操作1.85亿元,12月末余额0.4亿元。

中期借贷便利(MLF)。MLF是央行在2014年9月创设的提供中期基础货币的货币政策工具。自创设以来,央行通过MLF操作净投放2.38万亿元,到期回笼1.21万亿元,到2015年12月末,中期借贷便利的余额为6658亿元。此外,为了加强中期基础货币的供给,央行在2015年6月首次将MLF期限由3个月扩展为6个月,并将利率由3.50%下调为3.35%,旨在发挥MLF的中期政策利率作用,引导社会融资成本下行。

抵押补充贷款(PSL)。央行在2014年4月通过创设PSL为“棚改”提供长期稳定的资金来源。根据棚改贷款进度,央行在2015年多次向国家开发银行提供PSL,截至2015年末,PSL余额为10812亿元,是余额最大的再贷款。此外,为适时发挥价格杠杆的作用,央行经多次调整,将PSL利率从创设初期的4.50%下调至目前的2.75%,旨在引导国家开发银行降低“棚改”贷款利率,加大对棚户区改造的支持力度。不难发现,相较于

其他再贷款利率的下调,PSL利率的下调幅度最大,表明央行也在试图让再贷款发挥“托底的社会政策”的作用。

信贷资产质押再贷款。央行2014年在山东和广东开展了信贷资产质押再贷款的试点工作,2015年进一步在北京、上海等九省(市)推广试点。信贷资产质押再贷款的核心是金融机构以非标准化的信贷资产作为抵押品从央行获得贷款。信贷资产质押再贷款是完善央行抵押品管理框架的一个重要举措,极大地扩展了地方法人金融机构合格抵押品的资产范围。由于央行可以根据金融机构抵押信贷资产的特点,决定放贷与否、放贷的比例和规模,为此,信贷资产质押再贷款还有利于提高央行货币政策操作的有效性和灵活性,便于引导金融机构扩大对“小微”和“三农”企业的信贷力度。

随着再贷款工具的丰富和完善、再贷款合格抵(质)押品范围的扩大,再贷款的功能也随之而丰富,极大地改变了货币政策的传导渠道。尽管再贷款功能的扩展和抵押品范围的调整,使得货币政策的传导更直接,也可以影响市场利率总水平与结构,但是,无论是流动性管理功能、结构调整还是引导市场利率结构变化,单单有再贷款是不够的,需要协调再贷款与公开市场的使用。

利率政策

央行自2014年11月至2015年10月先后下调金融机构人民币贷款和存款利率6次。其中,金融机构一年期贷款基准利率累计下调1.65个百分点至4.35%;一年期存款基准利率累计下调1.50个百分点至1.50%。央行连续6次降息是国际和国内多重因素使然。全球主要经济体近些年的经济增速普遍低于潜在增速,各国为了刺激需求和产出竞相推出量化宽松的货币政策,为中国下调存贷款利率创造了条件。进入2015年以来,中国宏观经济下行压力进一步加大,投资增速

香港离岸中心的新进展

本刊记者 孙芙蓉

国际货币基金组织2016年1月19日发布的国家与地区经济展望报告指出,香港特别行政区在不确定中增长,基金组织香港团队负责人Malhar Nabar认为,下一阶段,香港经济将经受考验,但香港已建立充足的缓冲,因而风险依然可控,这得益于灵巧的政策管理和先进的监管标准。报告指出,香港与内地金融一体化程度不断提高,渠道多种多样。银行债权、发行离岸美元证券、离岸人民币业务、沪港通、内地香港基金互认等均使两岸金融联系更加紧密。

正如人们所感受到的那样,香港人民币离岸市场一年来又取得了突出进展。香港金融管理局局长陈德霖2015年底曾对媒体表示,香港已经成为最具规

模和效率的离岸人民币业务中心,可以为全球各地的企业和金融机构提供一站式服务。他列举了香港人民币离岸业务的最新数字,企业以人民币进行的跨境与离岸交易活动保持强劲,2010年经香港银行处理的人民币贸易结算交易额为3700亿元,2014年增至62583亿元,增长63%,2015年前10个月达5.6567万亿元,年增长12%。香港的人民币每日平均交易金额于2015年4月达930亿美元,比5年前高出8倍以上,相当于全球主要离岸中心总额1911亿美元的48.7%,较2013年4月增长90%。截至2015年10月底,香港未偿还点心债及银行贷款余额共6600亿元,较年初增长16%。据SWIFT统计,香港银行人民币收付交易量占全球进出内地和

离岸市场交易总量的70%。

根据环球银行金融电信协会(SWIFT)的资料,人民币已成为第五大全球支付货币,同时在亚太区与中国内地及香港地区支付货币中排名第一,这些都得益于人民币国际化的巨大进展。2015年10月香港的人民币存款总额为9604亿元,相当于全球主要离岸中心1.64万亿元的58.6%。由于以人民币作为交易货币的金融活动增长强劲,香港人民币实时支付结算系统平均每日交易额由2014年的7300亿元人民币增长至近期的1万亿元人民币。2015年6月以来,合格境外机构可于在岸市场进行回购交易,扩大了离岸人民币的流动性。

人民币加入SDR给香港带来新的机

快速下行、消费增速稳中有降、国际贸易出现了衰退型贸易顺差、通缩风险显现。为了缓解经济下行对就业以及宏观稳定带来的不利影响,央行多次降息,旨在降低实体经济的融资成本、刺激需求。从降息的效果来看,央行经过多次降息,降低了企业的融资成本:金融机构人民币贷款加权平均利率由2014年第三季度的6.97%下降至2015年第三季度的5.70%,下降了1.27个百分点,其实际利率水平(扣除CPI影响)下降了1.24个百分点。按照2015年末的贷款余额计算,2016年的贷款利息成本会减少1万余亿元。在债券市场利率方面,一年期国债收益率从2014年11月初的3.3718%下降至2015年12月底的2.3682%,累计下降了1个百分点。

相较于利率水平的调整,利率机制

的市场化更为重要。2015年中国利率市场化的步伐之快,超过了原有的市场预期。央行总结了过去利率市场化的经验,充分评估放开存款利率上限后的风险,及时地抓住了利率下行周期的有利时机,本着循序渐进的原则逐步放开存款利率浮动区间的上限:2014年11月将金融机构存款利率浮动区间的上限由基准利率的1.1倍调整为1.2倍;2015年3月将1.2倍调整为1.3倍;2015年5月将1.3倍调整为1.5倍;2015年8月完全放开一年期以上(不含一年期)定期存款的利率浮动上限,但活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限维持在1.5倍;最终,2015年10月彻底放开了存款利率浮动的上限。在放开存款利率上限后,中国金融机构并没有为吸收存款而大幅度地提高存款利率,这显示了商业

银行在利率定价中相对较为理性。需要说明的是,随着存款利率上限的放开,中国的利率市场化改革迈出了历史性的一步,但只是实现了利率管制的基本放开,不等同于利率市场化改革已经完成。央行仍然保留着调节存贷款基准利率的权利。因此,对于中国存贷款利率市场化而言,下一步需要修改《中国人民银行法》中关于央行调节存贷款基准利率的条款。同时,需要加快培育市场基准利率和收益率曲线,提高央行运用市场化货币政策工具调控市场利率的能力和有效性,进一步理顺和完善从央行政策利率到各类市场基准利率、从货币市场到债券市场再到信贷市场的传导机制。

作者单位:中国社会科学院金融研究所

(责任编辑 纪 崑)