



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006 年第 11 期(总第 123 期)

2006 年 4 月 7 日

2005 年货币政策操作回顾

中国社会科学院金融研究所 李扬 彭兴韵

中国的货币政策工具主要包括准备金政策、公开市场操作、再贴现、再贷款、利率政策和信贷政策等。针对某一时期不同的宏观经济运行状况，中央银行会选择不同的货币政策工具组合。2005 年，中国并没有 2004 年那样调整法定存款准备金比率，再贴现机制也基本没有发挥作用，货币政策的操作主要集中于公开市场操作、利率政策、再贷款及针对房地产市场的选择性操作。

一、公开市场操作

中国人民银行公开市场操作的方式是多样化的，除了基于债券进

行正回购与逆回购之外，中国人民银行还通过发行（或购回）央行票据和通过货币互换来进行公开市场操作。2005 年公开市场操作的特点是：以发行央行票据为主导、回购操作和货币掉期多种方式并存。

1. 央行票据

央行票据是中国人民银行为冲销外汇占款而向金融机构发行的以自己为债务人的债券。围绕央行票据的公开市场操作方式始于 2003 年，其直接动因是对冲过多外汇资金的流入。当年春天，在 G7 会议上，日本财长公开要求人民币升值。自那之后，人民币升值预期不断增强，导致大量的国际短期资本流入中国，中国的外汇储备迅速增加。在强制结售汇制度下，过快增长的外汇储备大多通过中国人民银行的购汇变成了人民币的供应；反映在它的资产负债表上，就是外汇占款迅猛增加。由于外汇占款的增加扩大了基础货币的供应，中国的货币供应量因之明显增长，物价水平和投资增长率也大幅度地增长。由于中国人民银行缺乏对冲来自外汇储备迅速增加所导致过快增长的货币供应的有效手段，当年 6 月，经过缜密的研究之后，中国人民银行推出了央行票据，自那之后，发行央行票据便成为中国人民银行从事公开市场操作的主要方式。在 2004 年，这甚至成为中央银行公开市场操作的唯一方式。

中央银行发行央行票据的方式有利率招标和数量招标两种。在利率招标交易中，发行规模是确定的，交易商投标决定发行利率（价格）。利率招标一般也叫价格招标贴现发行。采用价格招标贴现发行方式来发行央行票据，有利于形成更为合理的央行票据利率，也能够完成中央银行票据的计划发行量和较好地控制基础货币的发行量。不足之处在于，当市场利率上升时，采用价格招标贴现发行，中央银行票据的发行利率会大幅上升，这会相应提高中央银行的经营成本。

数量招标就是中央银行事先确定其票据的利率，一级交易商根据这个利率投标决定发行数量。在货币市场利率起伏较大、中央银行希

望通过央行票据利率来引导市场利率的趋势时，往往会采取数量招标的方式来进行发行。但是，中央银行自己确定的票据利率，往往与一级交易商的期望存在差距。当一级交易商不接受中央银行确定的央行票据利率时，央行票据的发行就可能流标。例如，2003年第55、56期中央银行票据采取数量招标的形式，结构期限3个月的第55期央行票据仅被认购了38.2亿元，仅相当于150亿元招标数总量的25.5%；期限6个月的第56期央行票据也只被认购了62.5亿元，占150亿元的招标量的比重也不过41.7%。

无论是债券的正回购操作、逆回购操作还是发行中央银行票据，公开市场操作都是在央行与一级交易商之间完成的。换言之，中国人民银行并不与所有的商业银行直接进行债券的买卖或回购交易，只有那些经中国人民银行审定（有时还要会同其他相关监管机构，证监会、保监会等共同审定）、具有直接与中国人民银行进行债券交易资格的商业银行、证券公司、保险公司和信托投资公司等被认定为“一级交易商”的金融机构，才有资格进入这一市场，目前，共有53家公开市场一级交易商。这些机构与中央银行的交易是批发性的，然后，这些机构再同其他金融的和非金融的机构在市场上进行零售交易，从而传导中央银行的货币政策意图。

2005年的公开市场操作仍以发行央行票据为主，全年共发行了23780亿元的央行票据。表7总结了2005年的发行情况。与2004年相比，2005年央行票据发行有以下几个特点：

第一，从时间分布来看，三月份的央行票据发行量最高，达到了3650亿元，之后的几个月央行票据的发行量逐渐减少，7月份达到最低值，为1100亿元。这种状况反映出，人民币升值预期在一季度最强，到了第二季度则有所减弱。但是，7月份汇率制度改革之后，人民币升值的预期似乎得到加强，致使外汇资产以更大的规模进入中国。为了对冲其不利影响，央行票据发行量又呈节节上升之势；11

月份，其发行量达到了接近 3600 亿元的高水平。

第二，2005 年上半年的央行票据的期限结构继续呈长期化趋势。一年期以下的央行票据所占的比重只有 34.75%；一年和三年期的央行票据所占的比重达到了 65.24%。其中，第一季度期限结构的长期化更为明显：一年期以下票据所占的比重为 33.02%，一年期及三年期的央行票据所占比重达到了 66.98%。到了第二季度，这种状况有所改变，短期票据所占比重为 36.8%，中期票据占比则略微下降到了 63.2%。

第三，今年央行票据发行的透明度有所提高。年初央行就公布了央行票据发行的时间安排，每周二、四进行两次期限不同的公开市场操作。

2. 回购操作

中国的公开市场操作最初是通过债券的正回购与逆回购操作方式进行的。正回购操作主要是回笼基础货币，逆回购操作则向金融体系投放基础货币。但是，由于中国的外汇储备近年来急剧增加，在强制结售汇制下，这意味着基础货币的供给呈单向被动增加之势，于是，中央银行的公开市场操作的主要任务就是要大量地回笼基础货币。然而，中国人民银行手中持有的政府债券余额难以满足中央银行公开市场操作回笼基础货币的要求，于是，作为一种次优选择，中国人民银行从 2003 年开始主要通过发行央行票据回笼基础货币，回购交易曾一度停止。

2004 年底，随着情势的变化，中国人民银行又恢复了债券的正回购与逆回购的公开市场操作方式。2005 年，央行共进行了 62 次正回购操作和 3 次逆回购操作。3 次逆回购操作都是在年初为应付春节期间增加社会流动性的需要而进行的，逆回购投放的基础货币很少，总共只有 380 亿元。由于主要任务是对因冲外汇储备增加所引起的基础货币的过快过量增加，2005 年总共进行了 62 次正回购操作，交易

总额达到了 7380 亿元。从全年的情况看，正回购交易的期限从 7 天至 182 天不等。但是，由于对冲的压力不断积累，而短期交易不能满足需要，主要的交易集中在 28 天，占正回购交易量的 50.81%；其次是 182 天的正回购，全年交易量为 1800 亿元，占 24.39%。从交易的时间分布来看，6 月份以前公开市场正回购操作的量较小，上半年的全部交易量只有 1600 亿元，其中，1~5 月份的正回购操作全部是 7 天的交易，6 月份则主要集中于 28 天的交易。7 月、8 月和 12 月份的正回购交易量均超过了 1000 亿元，而且操作的期限主要集中在 182 天。上述情况表明，由外汇储备单向增加引起了基础货币不断单向增加，央行的正回购操作也出现了相对长期化的趋势。

3. 货币掉期

2005 年 11 月 25 日，中国人民银行向包括四大国有商业银行、交通银行、中信银行、浦东银行、招商银行、国家开发银行和中国进出口银行在内的国内十家主要商业银行招标，进行了首次一年期的货币掉期交易。在这次掉期操作中，中国人民银行将 60 亿美元兑换给上述商业银行，约定一年后再以约定汇率从商业银行手中换回美元，约定汇率为 7.85 人民币兑 1 美元。12 月上旬，央行再次进行了一次货币掉期操作，但没有透露具体的交易情况。据我们分析，这次货币掉期的汇率实际上比 7.85 的汇率水平要高。

掉期交易相当于一个即期的买入/卖出交易和一个远期的卖出/买入交易的组合。从实际效果看，对货币的掉期交易与基于债券的回购交易有着相同的经济性质，只是两者的基础金融产品不同。从这个意义上说，央行的此次外汇掉期交易依然是为了（在一定期限内）回笼基础货币。

然而，除了回笼基础货币这种“数量”功能之外，作为一种衍生品性质的交易，掉期交易当然还有其他功能，同时，作为央行直接推动的一项交易，它自然还有其他的含义。

首先，掉期交易具有价格发现的功能。在 2004 年底和 2005 年初，央行就曾发行过几期远期央行票据，交易中确定的远期利率水平非常明确地显示了央行对未来货币市场利率走势的期望，此后的货币市场利率走势果然与远期央行票据发出的信号相去不远。同样地，央行此次货币掉期交易中确定的远期汇率水平也向市场发出了未来汇率走势的重要信号：一年后的掉期汇率为 7.85 元人民币兑 1 美元，这在一定程度上暗示了央行对人民币汇率走势的期望。

其次，如果外汇掉期交易今后以一种持续不断的格局展开，央行就将获得一种运用其外汇储备的渠道，市场也将获得持续不断的新增外汇供应，这将有利于我国外汇市场的深化。

第三，以央行为一方的外汇掉期交易的产生，反映了中国人民银行正在积极寻找一种干预人民币汇率水平变化的新方式。中国早在 1994 年就已确立了有管理的浮动汇率制，此后由于发生亚洲金融危机，管理得到强化，浮动渐趋式微。2005 年 7 月份的汇率改革，实际上就是向 1994 年业已确定的有管理的浮动汇率制的回归。有管理的浮动汇率制的关键点在于，汇率形成机制的市场化，即由外汇市场的供求关系来决定本外币之间的汇率水平。当然，一旦汇率水平的变化危及到宏观经济的稳定、物价水平的稳定和充分就业等公共政策目标，中央银行势将出面干预。我们看到，虽然全球有越来越多的国家实行了浮动汇率制，但绝大部分国家，特别是广大发展中国家，都是实行的有管理的浮动汇率制。在有管理的浮动汇率制下，中央银行对汇率水平干预并不是通过行政命令来强制实施的，同样需要通过市场化的手段来予以实现。7 月份汇率机制改革以来，人民币汇率虽然在央行规定的幅度内实现了浮动，但中国并没有建立起相应的市场化的汇率干预机制，倘若缺乏汇率水平的反向修正机制，所谓建立有管理的浮动汇率制的改革，实际上也只完成了一半。

在人民币升值预期依然存在的情况下，货币掉期交易就为央行提

供了对汇率持续升值的反向修正机制。在升值预期较为强烈、游资大举进入的情况下，央行就可以通过大量的货币掉期交易来减缓升值的压力；反之，如果升值预期和游资冲击减弱，央行的货币掉期交易就可以随之而减少。因此，央行的货币掉期交易，既是央行对人民币汇率水平干预手段的探索，也是对此前汇率机制改革的进一步深化和完善。

二、利率政策

2005年3月17日，央行继2003年12月10日将超额准备金利率从1.89%下调到1.62%之后，再次将之下调到了0.99%。这是2005年一项重要的利率政策变化。对准备金存款支付利息，是我国存款准备金制度有别于其他多数国家的一个重要特点。实践显示，这种制度扭曲了存款准备金的功能。其机理是：它客观上为存款货币银行提供了“倒吃”央行利息的便利，从而弱化了准备金作为央行对商业银行存款“课税”的经济意义。我国商业银行的超额准备金率一直较高，尤其是，每当经济发展处于不够活跃的水平，因而发放贷款的收益下降或（和）风险加大时，我国银行体系的超额准备金率便会迅速上升（2005年底超过4%），其主要原因就在于，对准备金提供利息，事实上相当于央行对存款货币银行提供了某种补贴。基于此，我国存款准备金制度的效率自然就大打折扣了。不仅如此，从利率体系角度分析，正的较高的超额准备金利率还使得我国的利率机制发生了“变异”，即：存款货币银行从央行获取的超额准备金利率事实上构成我国全部利率体系的底限。这是因为，如果市场利率低于央行给付的超额准备金利率，任何理性的商业银行都会毫不犹豫地把资金反存至央行账户上。简言之，对超额准备金提供利息，使得我国超额准备金率长期保持相当高的水平，而过高的超额准备金率的存在，必然会大大降低我国存款准备金制度以及货币政策的效力。因此，低超额准备金利率，无论对利率市场化改革还是对完善货币政策传导机制，都是有益的。

除了降低超额准备金利率外，自 2005 年 5 月以来，央行先后四次提高了境内外币存款的利率。表 8 列出了 2002 年以来美元存款利率的历次调整情况。美元的活期存款利率从 5 月 20 日的 0.075% 上调到了 12 月 28 日的 0.775%、一年期美元存款利率则由 5 月 20 日的 1.125% 上调到了 10 月 15 日的 2.5%；其他外币存款的利率均有相应的调整。

中国人民银行先后数次提高境内外币存款利率，固然有美联储连续提高联邦基金利率的外部因素影响，更是央行面对境内美元等外币存款余额出现了加速下降之势而被迫采取的行动。大幅度提高外币存款利率，将相对提高外币存款对居民的吸引力，弱化因人民币升值预期造成的国内居民大规模换取人民币的动力，进而减少外汇储备急剧增加的压力。

受中国人民银行提高境内外币存贷款利率、美联储连续加息、以及国际金融市场利率上升影响，2005 年境内商业银行外币贷款、大额存款（300 万美元以上）利率水平继续上升。12 月底，期限 3 个月以内的大额美元存款（占金融机构大额美元存款全部发生额的 95%）加权平均利率为 4.05%，比 11 月上升 0.83 个百分点，比年初上升 2.77 个百分点；1 年期固定利率美元贷款加权平均利率为 5.44%，浮动利率贷款加权平均利率为 5.52%，分别比 11 月上升 0.01 和 0.25 个百分点，比年初上升 2.01 和 2.14 个百分点。

三、中央银行贷款

中央银行贷款（再贷款）是中国人民银行对商业银行、信用社、信托投资公司和证券公司等金融机构的贷款。作为中央银行的资金运用，再贷款规模的变动可以起到调节基础货币的功效，因此，再贷款曾一度作为我国央行最重要的基础货币调控手段。除了作为货币政策工具的作用之外，再贷款还在金融稳定中发挥着重要作用，如为陷入流动性困境或需要破产清算的金融机构提供的再贷款。保持金融市场

的稳定在各国中央银行的货币政策也有着越来越重要的地位。1994年我国改革外汇管理体制之后，由于外汇占款成了中央银行基础货币供给的主要渠道，之后的几年里，央行更多的是采取减少再贷款的方式来冲销外汇占款增加对货币供给的冲击。2000年之后，中央银行的公开市场操作得到了长足发展，再贷款在货币政策操作中的作用便日渐式微，但是，它在金融稳定方面的功能却更加突出了。

2005年上半年，再贷款在金融稳定方面的作用表现在三个方面。首先，为了稳定股票市场和配合股权分置改革，中央银行将再贷款的对象扩大到了证券公司，对经营基本正常、但有流动性困境的申银万国、华安证券公司提供了200亿元的再贷款。虽然相对于流通市值而言，央行提供的再贷款数额是有限的，但它明确地向市场传达了一个政策信号：政府为稳定股票市场进行了切切实实的努力。这对稳定股票市场的信心发挥了重要作用。其次，2005年6月末，中国人民银行会同中国银行业监督管理委员会，按照规定的条件和程序进行严格审查考核，完成了六期对改革试点农村信用社的专项票据发行工作，共计对22个省（区、市）1468个县（市）发行专项票据985亿元，其中，811亿元用于置换不良贷款，174亿元用于置换历年亏损挂账。最后，6月30日，经国务院批准，中国人民银行与四家资产管理公司和中国工商银行分别签订专项再贷款和专项中央银行票据协议书，向四家资产管理公司共发放专项再贷款4587.9亿元，用于认购工行的可疑类贷款，工行以其出售可疑类贷款所得，归还283.25亿元再贷款，余额4304.65亿元认购专项中央银行票据。

在股票市场持续数年的下跌之后，中央银行发放再贷款来对证券公司给予支持，从保持市场的短期稳定来讲是可以理解的。为了促进国有商业银行改革而向金融资产管理公司提供再贷款，也是不得已而为之。但是，再贷款的增加毕竟会影响到基础货币的供给，因此，通过再贷款来保证金融体系的稳定，就可能削弱中央银行的信用独立

性，降低了货币政策的效率。为了改革这种状况，中国正在探讨更为规范化的金融稳定机制。首先是探讨建立存款保险制度，通过商业银行缴纳的存款保险来对陷入困境的商业银行的存款者提供保险，这也便于对资不抵债的商业银行实施市场化的破产清算机制。其次是探讨建立证券公司联合稳定基金。这种稳定基金将根据证券公司的资产规模和风险资产的权重来确定：公司的资产规模越大，所要缴纳的金融稳定基金数额越高；公司的资产风险越高，所应缴纳的联合稳定基金比例越高。一旦某一家证券公司陷入了流动性困境或市场风险暴露而遭受巨额损失，就可由该联合基金来对其进行救助，而不必需要中央银行发放再贷款了。

四、选择性货币政策

选择性货币政策是中央银行针对某一行业的特殊情况而采取的针对性极强的货币政策操作方式。1998 年以来，中国人民银行曾多次采用选择性的货币政策操作方式，其中最为显著者，当推对房地产市场的调控。1998 年 4 月 7 日，央行便在《加大住房信贷投入，支持住房建设与消费的通知》（央行 196 号文）中明确指出：住房建设为国民经济新的增长点，各商业银行应当调整贷款结构，积极支持住房建设和消费。紧接着，央行又在 5 月 26 日的《关于改进金融服务，支持国民经济发展的指导意见中》中强调，应当加大住房信贷投入，促进住房消费，支持住房建设。2002 年中国的经济增长率出现了明显的回升，投资、信贷和货币供应量的增长率也开始上升。2003 年初，鉴于中国房地产市场增长过快，央行在 2003 年 6 月份颁布了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，这是带有明显的紧缩信号的政策。2004 年 10 月 28 日，央行将商业银行的存贷款利率提高了 0.27 个百分点。

2005 年，尽管央行在年初断定中国成本推动型的通货膨胀压力很大，经济总体上还存在过热，但并没有据此而再一次提高金融机构

存贷款的基准利率，中国也没有像人们普遍预计的那样进入所谓的加息周期。于是，央行针对部分行业，尤其是针对房地产市场价格持续上涨的状况再次采取了选择性的货币政策。2005年3月16日，央行决定，自3月17日起取消对住房抵押贷款的优惠利率，对房贷利率实行同档次的商业贷款利率，同时允许商业银行在实际执行房贷利率时，可以在基准利率的基础上向下浮动10%。在这次针对房地产市场的货币调控中，央行还要求部分价格上涨过快的地区和城市，适当提高住宅抵押贷款的首付比率，如从原来的20%提高到30%。由于商业银行之间竞争的加强，各商业银行的住宅抵押贷款利率最终还是执行了央行给定的下限。虽然调整房贷利率的初衷是为了贯彻政府“有保有压”的结构性调整方针，但是，利率调整之后，房地产贷款的增长率开始下降，普通居民的购房成本有所提高，提前还贷案例大幅度增加。因此，这项政策的综合效果究竟如何，尚待进一步观察。

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