



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第42期(总第198期)

2007年11月12日

金融形势和货币政策操作分析（下）^{*}

中国社会科学院金融研究所课题组

三、利率体系和货币政策操作

随着金融体系结构的调整，货币供应量正在受着内生因素的驱动，其作为中间目标的价值大幅度下降。同时，在利率体系依然没有实现市场化、利率传导渠道没有建立的情况下，央行调整管制利率的行为也难以产生如愿的效果。不过，可以清楚地看到，在当前流动性过剩的背景下，央行越来越依靠发行央行票据、尤其是提高法定准备

^{*}本文为“中国宏观经济分析·2007 秋季”报告中的部分内容。课题组负责人：李扬、王国刚、殷剑峰。

金率来回收流动性。

1. 利率体系：扑朔迷离

中国的利率体系依然是一个充斥着管制利率、半市场化利率和市场化利率的复杂系统。一方面，货币市场和债券市场利率已经基本市场化；另一方面，存、贷款利率依然受到严格管制，同时，央行还在对商业银行的法定准备金和超额准备金支付利息。在这种格局下，不同的利率传达出不同的信息，而央行的利率调整往往达不到预期的目标。利率政策所以成效甚微，根本原因在于，央行调整的利率是管制利率。金融学原理告诉我们，利率的变动以货币供应量的相反方向变动为唯一前提。换言之，如果要上调利率，则应以货币供应量的减少为其前提条件；反之则相反。中国的情况则不同。由于存、贷款利率至今依然受到央行的管制，而货币供应却受到另一个与此基本不相干的机制的影响，所以，在央行一再上调利率的同时，我们却看到了货币供应量一再增加的事实。在量、价不能协同变动的条件下，加息便只有在存款者和借款者之间再分配利息收入的含义。

就存、贷款利率而言，自 2004 年 10 月 29 日至今年 9 月 15 日，央行已经加息了 9 次。据说明，加息的主要目的之一是为了提高贷款成本，抑制“过热”的经济。对此，且不说企业利润率的大幅度上升以及企业由于自有资金增加而相对减少了对贷款的需求，即使观察相同期限的存、贷款利差结构，我们发现，1 年期、2 年期的利差基本未变。也就是说，商业银行吸收存款、发放贷款的利益冲动并不因“加息”而受到影响。虽然 3 年期和 5 年期的存贷利差有所收窄，但需要特别注意的是，由于银行存款结构正在趋于短期化，而央行的“加息”通常是短端少加或不加、长端多加，这就进一步刺激了商业银行“短借长贷”的行为。

进一步比较受到管制的存、贷款利率和银行间货币和债券市场中

的利率，可以发现，加息进一步抬高了银行的主要经营成本——存款利率，使得购买债券变得更加无利可图。例如，在 2004 年 10 月 29 日，1 年期、2 年期、3 年期和 5 年期国债收益率比相应存款利率低 52bp、67bp、94bp 和 103bp。经过历次加息，至 2007 年 9 月 25 日，相同期限国债收益率已经比存款利率低 72bp、97bp、137bp 和 154bp。虽然商业银行的综合资金成本会因存款结构的短期化而有所下降，但毫无疑问的是，央行的这种行为降低了银行购买债券的积极性，并进一步刺激了银行的放贷冲动。

至于已经市场化（不考虑准备金利率的话）的货币和债券市场利率，2006 年以来呈现出不同于以往的特点：一方面，货币市场利率在剧烈波动中呈现上升态势；另一方面，尽管因“加息预期”、特种国债发行等因素，债券收益率曲线有所抬升，但债市相对是平稳的。

货币市场利率的剧烈波动反映了三种因素导致的银行业短期流动性头寸的紧缺：第一，储蓄存款的搬家；第二，股市一级市场的 IPO 和二级市场行情引发的短期资金需求上升；第三，央行货币政策的影响。

与货币市场的剧烈波动相比，债券市场的收益率变化不大。这反映了整个经济可贷资金供大于求的格局，而金融结构的变化（股市发展引发的储蓄存款搬家）对短期货币市场的影响要远远大于对中长期债券市场的影响。

事实上，货币市场利率和债券市场利率的不同走势仅仅是两种“流动性”格局的结果：我国长期持续的储蓄率大于投资率导致经济中可贷资金的供给大于需求，即中长期的“流动性”过剩，这压低了中长期的债券市场利率；短期内银行和资本市场的“流动性”头寸短缺是金融体系结构变化和货币调控政策的结果，这影响了短期的货币市场利率。

2. 货币政策操作：公开市场操作频繁、定向央行票据愈发重要

面对宏观经济出现的新变化、货币与信贷的新趋势等，为了防止经济由偏快转向过热，国务院确定了“货币政策稳中适度从紧”的策略。“稳中适度从紧”一方面表明了货币政策操作的谨慎性原则，另一方面也清楚地传达了货币调控的方向，当然“稳中适度”又对货币政策的调控提出了更高的要求。2007 年前三季度，央行进一步运用多种手段加强了流动性管理，引导货币与信贷的合理增长，稳定通货膨胀预期。可以说，2007 年是改革开放以来中国人民银行的货币调控措施出台频率最为密集的一年。

2007 年在国际收支失衡压力继续加大的情况下，除了提高法定存款准备金比率冲销外汇占款外，央行继续加大了央行票据的发行力度。1-8 月，央行总计发行了 34020 亿元的央行票据，比 2006 年多发行了 29940 亿元。从期限结构来看，一年期和三年期央行票据占了绝大部分，一年期和三年期央行票据发行量分别为 14590 亿元和 10310 亿元，短期央行票据所占的比重大幅度下降，三个月期央行票据发行量为 9120 亿元，较 2006 年同期减少了 380 亿元。值得注意的是，在面对流动性持续增加的情况下，央行不得不重新启动三年期的央行票据，期限更长的央行票据能够更好地发挥冲销流动性扩张的效果。另外，央行为了引导信贷的合理投入，除了正常的央行票据发行外，2007 年定向发行的央行票据规模也大幅度地增加。1-8 月共发行了 5 期定向央行票据，总计 5550 亿元，期限均为 3 年。定向央行票据的利率略低于同档次的利率，且不能在市场上流通转让，大量发行定向票据对于央行加强对商业银行的流动性管理是有积极意义的。

不过，随着央行票据利率发行量的大量增加，央行票据的发行利率也在上升。到 9 月中旬，三个月期的央行票据利率上升到了 2.875%，一年期的央行票据利率则上升到了 3.3165%，三年期央行

票据利率则从年初的 2.97% 上升到了 9 月中旬的 3.81%。发行利率的上升意味着央行回收流动性的成本增加，这似乎不是央行所愿意看到的。

除了发行央行票据和少许正回购操作外，最近又增加了一个新的操作工具。2007 年 6 月，第十届全国人大常委会第二十八次会议审议通过了《国务院关于提请审议财政部发行特别国债购买外汇及调整 2007 年末国债余额限额的议案》，决定发行 15500 亿元的特别国债为国家外汇投资公司筹集资本金。8 月 29 日，财政部在银行间债券市场向境内商业银行发行了 2007 年第一期特别国债，总共 6000 亿元。根据银行体系流动性管理需要，中国人民银行于 8 月 29 日以数量招标方式进行了公开市场业务现券买断交易，从境内商业银行买入了 6000 亿元的特别国债，这使得特别国债的发行没有对市场流动性造成太大的冲击。此次特别国债的发行，体现了央行与财政部在加强流动性管理、外汇管理体制改革等方面的协调与配合。由于特别国债的期限较长，相对于期限较短的央行票据而言，大量的特别国债的发行能够对流动性管理起到更为积极的作用。

3. 货币政策操作：调整法定存款准备金成为惯用工具

调整法定存款准备金比率是央行进行流动性管理的“三大法宝”之一。2007 年 1-9 月份，央行先后七次以 0.5 个百分点的步调提高法定存款准备金比率。目前，法定存款准备金比率已到 12%，接近 1998 年存款准备金制度改革前的 13%。央行在 2007 年如此频繁地提高法定存款准备金比率，基本目的就在于收缩商业银行体系内的流动性，抑制商业银行信贷扩张的能力。应当说，2006 年第四季度以来，提高法定存款准备金比率在我国央行的流动性管理中发挥了重要作用。央行自身对这法定存款准备金比率在流动性管理中的作用曾给予了高度评价，认为发行央行票据仅是一种浅层次的对冲，而提高法定

存款准备金比率则可以深度冻结银行体系的流动性。仅仅从对银行体系资金流动性的影响来看，提高法定存款准备金比率要比发行央行票据能够发挥更为有效的作用，而且，还能够为央行提供更大的自主性，减轻了央行票据赎回对流动性扩张的压力。然而，对于这样一种有效的流动性管理办法的运用，央行自身也承认，它的作用是有限的。

(图表略；全文完)

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