
利率市场化条件下中国货币政策框架重构

——公开市场操作还是“利率走廊”

范志勇

摘要：利率市场化的本质不仅包括存贷款利率的市场化，还包括整个货币政策调控体系的重构。数量调控模式被发达国家的实践证明无法在金融创新飞速发展的时代完成货币政策目标，因此价格调控模式是货币政策框架改革的方向。本文针对价格调控的两种主要模式，即公开市场操作为主的模式和“利率走廊”为主的模式进行比较研究，并在结合中国金融市场发展现状的前提下分析哪种模式更适合中国的现状。

关键词：利率市场化 公开市场操作 利率走廊

一、前言

近年来，中国的利率市场化进程呈现不断加速的态势。利率市场化不仅意味着存贷款利率的完全放开，同时还包括基准利率体系的培育；以及货币政策体系的重构，形成市场化利率调控和传导机制、建立存款保险制度和利率风险管理工具等内容，周小川(2012)。受金融体系发育程度的约束，中国货币政策当局虽然在1998年的亚洲金融危机期间宣布放弃了直接的信贷额度调控模式，但此后货币政策仍然主要以准备金率、货币供应量等数量工具和目标为主。而以利率为主的价格型货币政策调控方式在货币政策中发挥的作用相对比较有限。

从国际经验来看，20世纪70年代之后随着金融创新的不断深入，涌现出大量新型金融工具和金融产品，而且各类型金融产品之间的替代性大大提高。这不仅导致货币与非货币金融资产之间的界限越来越模糊，而且随着居民货币需求稳定性的下降，货币数量短期内与通货膨胀和产出缺口等核心宏观经济变量的相关性不断下降。由于货币数量作为名义锚的有效性不断下降，中央银行试图通过修改货币供应目标和货币统计口径来增强政策有效性，例如1971—1986年间美联储曾6次对货币层次的划分进行调整，1970—1984年间英国对货币的定义修改达9次之多。但是上述调整终不奏效，西方发达国家在20世纪90年代之后陆续放弃货币数量目标和工具，转而采取利率等价格型政策工具，并一度取得了良好的宏观政策效果。例如1993年，格林斯潘在国会作证时承认美联储不再以任何货币总量作为实施货币政策目标；由于统计困难及其与经济关系稳定性下降，美联储于2006年3月停止了对M3的统计。^①

与传统的数量调控和行政干预不同，在利率市场化条件下，要求当金融机构能够根据市场基准利率进行产品定价和收益核算。因此利率市场化建设包含着市场基准利率体系的形成，而且中央银行可以通过调整中央银行利率体系和公开市场操作引导市场基准利率和收益率曲线变化，进而改变金融机构的行为，并最终实现价格、产出等政策最终目标。

^① 刘丹、李宏瑾(2011)。

本文主要在中国利率市场化大背景下，对中国货币政策框架重构进行研究。下文分为如下几个部分：第二节主要介绍在利率市场化之前，中国由于金融抑制所导致的利率双轨制现象。利率双轨体系不仅决定了利率市场化改革的起点，也表明了利率市场化过程中要解决的问题。第三节主要介绍利率市场化条件下，货币当局进行政策干预的主要方式，包括“公开市场操作”和“利率走廊”模式及其“利率走廊”模式的最新发展——利率下限盯住模式。第四节主要介绍中国建立以市场利率对目标的货币政策调控体系所具备的条件，包括中国已经拥有的日益完善的市场基准利率以及潜在的“利率走廊”框架。第五节结果中国历史上对准备金和超额准备金付息所产生的问题，讨论中国适宜的“利率走廊”框架及其建立的步骤。

二、中国利率市场化的起点：金融抑制下的双轨利率体系

长期以来，金融抑制(repression)作为中国经济发展的核心战略之一，被认为是导致中国金融市场乃至整个经济扭曲的重要因素。金融抑制在利率体系上最重要的体现是零售市场管制利率，即商业银行体系中的存、贷款基准利率基本以及存款利率上限和贷款利率下限都是由中央银行管制的。^①在银行间的批发市场上，利率则早已实现自由浮动，因此中国利率体系的现状是金融抑制下的双轨利率体系。

在银行贷款利率管制取消之前，已有研究表明存、贷款利率管制对金融市场的约束是不对称的。中国人民银行(2009)和Feyzioglu et al.(2009)等研究认为存款利率对金融市场造成了实质性的约束；而何东、王红林(2011)和李宏瑾等(2013)等发现贷款利率下限管制政策早在贷款利率管制完全放松之前就已经失效。根据中国人民银行发布的货币政策执行报告，自2004年之后只有16%-32%的贷款是采用贷款利率下限的，大多数贷款利率都是在下限之上，因此贷款利率下限在实际中大多约束无效，何东、王红林(2011)。

在以银行信贷为主要渠道的货币供给体系中，具有实际约束力的银行存款利率管制将会对贷款供给产生实质性影响，见图1。由于人为压低的存款利率上限导致银行资金成本降低，在银行业充分竞争的情况下，低存款利率(低资金成本)导致银行贷款供给曲线向右移动，在图1中从 S_1 移动到 S_2 的位置。在这种情况下，银行愿意以低于均衡利率的水平供给贷款，而企业也会产生过度的信贷需求，因此在金融抑制条件下，市场决定的贷款数量为 Q_2 ，对应的利率水平为 r_2 ，见(图1)。

金融抑制不仅对贷款供给产生影响，而且导致利率体系中银行间市场的批发利率与零售市场上的存贷款利率之间的动态因果关系发生逆转。在利率市场化国家中，银行间市场利率作为货币政策工具，其变化将会导致其他金融资产(包括银行存、贷款)价格变化，进而影响其他宏观变量。因而银行间市场利率变化是其他零售利率变化的原因。然而Porter和Xu(2009)却发现中国银行间市场利率最主要的决定因素是被管制的零售市场存、贷款利率。存、贷款利率不仅决定了银行间市场利率的水平，而且决定了该利率的波动程度。尽管人民银行通过央行票据不断扩大空开市场操作的规模，公开市场操作的影响主要体现在是改变银行间流动性多少，对市场利率的影响不大。因此在中国，银行间市场利率变化反而成为被管制的零售利率变化的结果，而且对零售市场存、贷款利率的管制也降低了银行间市场利率作为价格信号进行资产定价和传递货币政策的能力。

^① 2013年7月20日，我国完全放开了贷款利率管制。

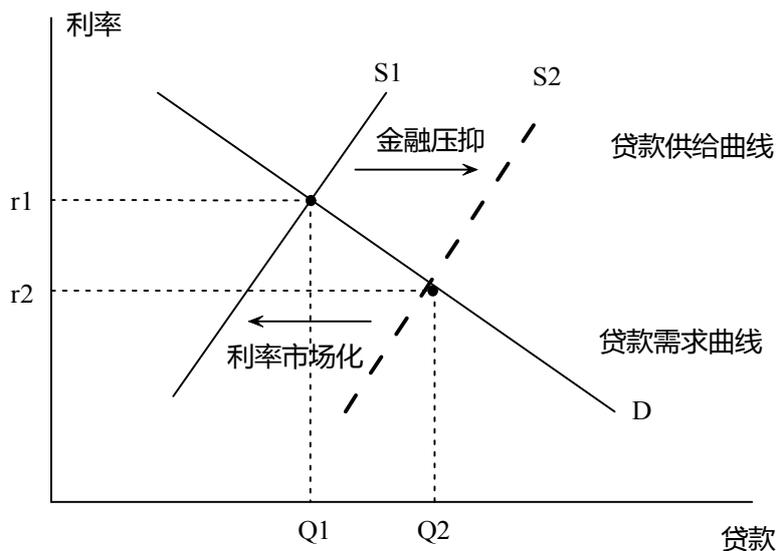


图1 金融抑制下贷款供给

何东、王红林(2012)以及He和Wang(2011)专门讨论了存款利率上限有效而贷款利率下限无效时货币政策传导渠道的特征。如果市场上不存在信贷额度控制,提高存款利率上限会推高市场利率,而贷款利率下限的变化对市场利率没有影响;提高存款准备金率和发行更多央票将会推高市场利率。因为存款利率上限约束有效,当央行提高存款利率上限时,会吸引资金从银行体系外流入体系内,导致存款供给增加。而银行间市场上,资金流出导致该市场资金减少,债券价格下降、收益率提高。当资金流入银行系统变成存款后,部分资金作为准备金上缴,导致市场上的资金总量(银行体系内外)减少。这种机制会导致货币与债券市场的利率较没有提高存款利率上限时上升。

除了对金融市场的扭曲之外,金融抑制被认为是导致中国经济长期以来存在结构性扭曲顽疾的重要原因。被人为压低的利率导致市场上供给了过多的流动性,导致通货膨胀压力的产生。流动性多进入国有企业和资本密集型行业,不仅导致经济结构畸形发展,而且衍生出收入分配和需求结构失衡等一系列问题。因此利率市场化所带来的零售利率管制的解除不仅意味着各利率之间因果关系和货币政策传导渠道的变异;而且可能将会对经济结构产生深刻的影响。

三、利率市场化下货币政策调整的两大模式： 公开市场操作和“利率走廊”

在利率市场化条件下,中央银行通过引导货币市场基准利率变动,使短端利率变化沿债券收益率曲线传递到长短利率,从而完成对实体经济的间接调控。为了使市场基准利率保持在合适的目标区间内,中央银行传统的调控方式主要有两种:一是通过公开市场操作;二是采取“利率走廊”模式。

(一)以公开市场操作为主的利率调控模式

一般认为,美联储在1994年正式确立以联邦基金市场利率作为调控目标后,主要采取这

种方法来进行利率调控。作为美国货币市场基准利率的“联邦基金”利率是银行间同业拆借利率。为了保证商业银行和中央银行之间保持交易，美联储可以通过公开市场操作，调节商业银行头寸余缺，达到实现“联邦基金”利率与美联储拆借利率同步变动的目的。以公开市场操作为主的利率调控模式参见(图2)。

由于美联储具备干预市场利率的强大能力，市场会对美联储的拆借目标做出反应。只要美联储提高自己的拆借利率，整个市场就会发生联动，进而导致联邦基金利率发生变化。这样通过公开市场操作，美联储可以使联邦基金利率与联储所设定的联邦基金目标利率相一致，从而实现货币政策目标。

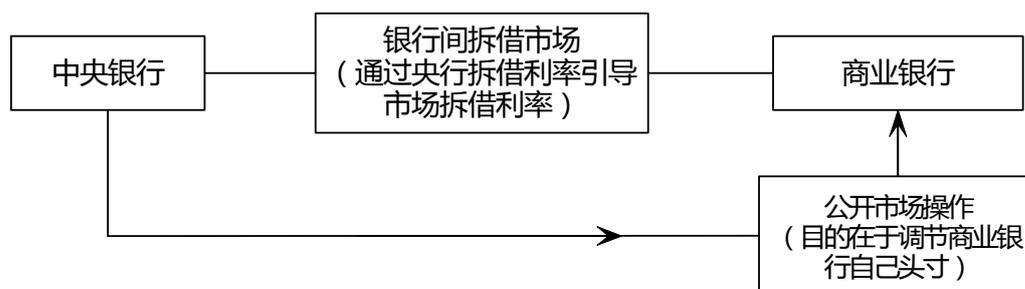


图2 以公开市场操作为主的基准利率调控模式

(二)以利率走廊为主的利率调控模式

所谓利率走廊(Interest Rate Corridor),也称为利率通道(Interest Rate Channel)是以中央银行为货币市场的提供短期存、贷款利率为上下限,以存、贷款利差为走廊宽度,从而使得银行间拆借市场利率向中央银行所设定的目标利率收敛的一种市场基准利率调控体系。

利率走廊系统基本原理的研究是从Clinton(1997)对加拿大央行在零准备金制度下货币政策操作问题的分析框架发展而来的。在最基本的利率走廊系统中,中央银行在银行间拆借市场上向商业银行提供短期贷款与存款的金融工具。商业银行可以以 i^u 的利率向中央银行进行短期贷款;同时商业银行也可以以 i^l 的利率将货币资金存入中央银行。当商业银行间互相拆借资金的利率低于 i^l 时,商业银行可以将多余资金存入中央银行,获得 i^l 的收益率;而当商业银行间互相拆借资金的利率高于 i^u 时,需要资金的银行则可以以 i^u 的利率从中央银行拆入资金。由此(i^l, i^u)分别构成了银行间拆借市场利率的下限和上限,市场利率维持在(i^l, i^u)之间,见(图3)。

进一步,Woodford(2001)分析了在利率走廊系统中,银行间拆借市场上利率的决定机制。作者指出在对称利率走廊系统中,商业银行对准备金的需求(D)在利率 i^u 与 i^l 处呈现完全弹性(水平状态)。而在利率走廊上下限之间,由于持有超额准备金的机会成本随着市场利率下降而降低,准备金需求曲线 D 在此区域呈向右下方倾斜态势。 S 曲线表示准备金的供给量,位于 R 处的准备金供给曲线垂直部分由中央银行决定,并受其公开市场操作的影响。例如,当央行通过公开市场购进债券增加准备金供给时,供给曲线的垂直部分向右移动,反之则向左移动。 R 左侧的供给曲线由市场利率下限即准备金存款利率决定; R 右侧的供给曲线由市场利率上限即中央银行贷款利率决定。随着商业银行准备金需求的变化,需求曲线(D)会发生左右移动,但是无论准备金需求如何波动,即便中央银行不进行公开市场操作,市场利率也总是被控制在利率走廊的上下限之间。通过上述分析可以发现,利率走廊系统最大的特点是将利率政策与流动性管理政策相分离,即不借助公开市场操作,中央银行依然有能力调控货币市场基准利率。

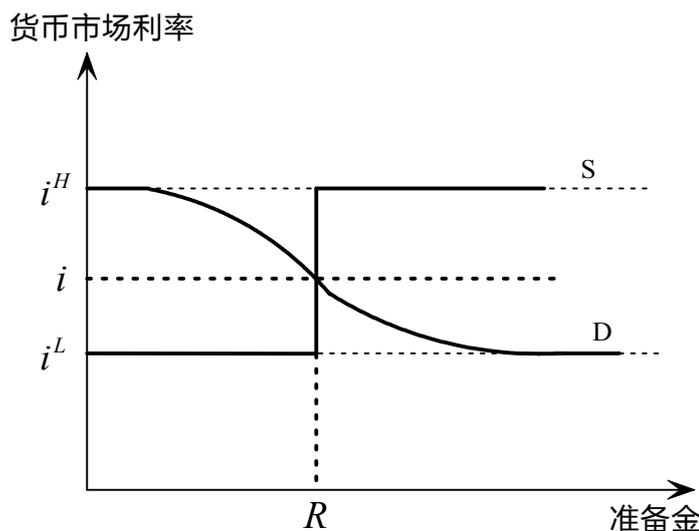


图3 基本的对称利率走廊模型

欧洲中央银行在进行利率调控时采取的就是利率走廊系统。由于欧洲区存在法定准备金要求，欧洲中央银行为商业银行提供了日终备用贷款便利机制和存款便利机制(deposit and loan facilities)，贷款利率和存款利率分别称为市场隔夜利率的上限和下限，见(图 4)。如果商业银行日终清算资金不足，可以从欧央行借入成本较高的资金(该借款利率提供了隔夜利率的上限)；另一方面，日终清算账户仍有余额的机构可以将多余的头寸存入中央银行并获得相应的利息收益(该利率提供了隔夜利率的下限)，由此构建了一个利率走廊，央行不必频繁进行公开市场操作就可将隔夜拆借利率被限制在利率走廊之间。除了欧洲中央银行之外，新西兰、加拿大、澳大利亚和英国也都实行类似的机制。^①

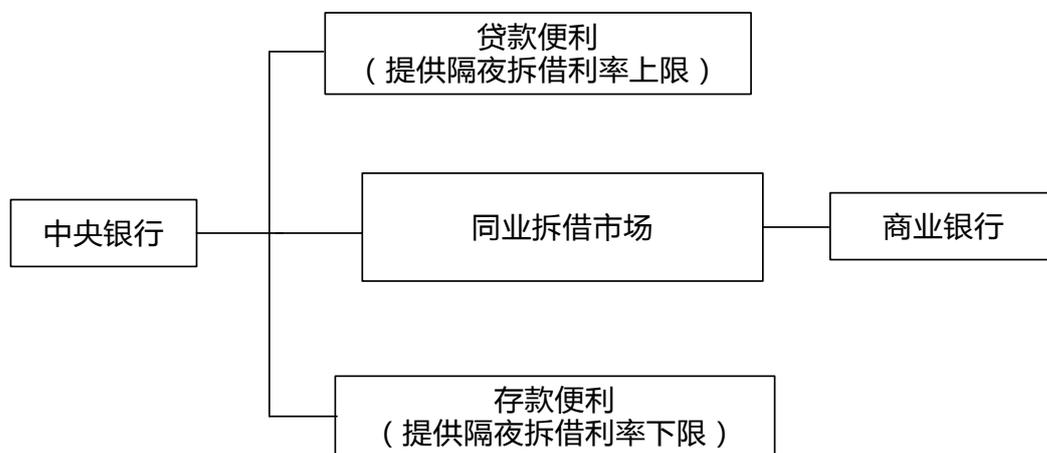


图4 以“利率走廊”为主的基准利率调控模式

(三)公开市场操作和“利率走廊”的新融合

^① 各国在实施利率走廊框架时也存在一定差异。例如英格兰银行和欧洲央行采取的走廊幅度较大，贷款便利和存款便利的利率目标利率相差约100个基点；而澳大利亚和加拿大则采取比较低的走廊幅度，贷款便利和存款便利的利率目标利率相差约25个基点。

尽管在理论上，市场利率的调整方式可以区分为公开市场操作和“利率”走廊两种模式，但在具体实践中公开市场操作模式与“利率走廊”模式实际上是相辅相成，相互融合，并不存在严格的划分。

Todd 等(2008)认为商业银行准备金担负着日间清算等重要的经济功能，中央银行传统的公开市场操作模式可能导致准备金数量和货币政策目标之间存在冲突，而这种冲突在金融危机期间往往会更加尖锐。^①传统单纯依赖公开市场操作的模式可能会导致市场利率出现剧烈波动，因此中央银行应该实施使货币数量和货币政策明白脱钩(divorcing)的政策框架，其基本思路是通过将准备金付息去除商业银行持有准备金的机会成本，从而使准备金数量与利率目标脱钩。

存款准备金利率由此形成了银行间市场利率的下限，当中央银行在金融动荡或者金融市场资金短缺时向市场注入大量资金而不必担心利率过度下跌。事实上 2008 年次贷危机爆发之后，美联储进行了庞大资产购买行为，导致商业银行准备金迅速增加。2006 年美国《金融服务监管救援法》(Financial Services Regulatory Relief Act)授权美联储于 2011 年 10 月 1 日起对金融机构存款准备金付息。因此美国的货币政策实施框架将由传统的主要依赖公开市场操作模式转变为附加利率下限(floor system)和公开市场操作相结合的模式。同时贴现窗口利率一般高于银行间市场利率，因此贴现窗口利率构成了银行间市场利率的上限。

2008 年底，美联储开始向存款类机构的法定和超额准备金付息，目前美联储对超额准备金支付联邦基金目标利率区间上限(即 0.25%)。这实际上为商业银行货币市场资金提供了一个利率下限。所以，尽管目前联邦基金目标利率为 0~0.25%，但零利率的可能性不大，美联储的利率走廊为 50 个基点。不过，由于贴现业务较少，利率走廊机制在使用频率和引导利率功能上并不是非常重要。^②

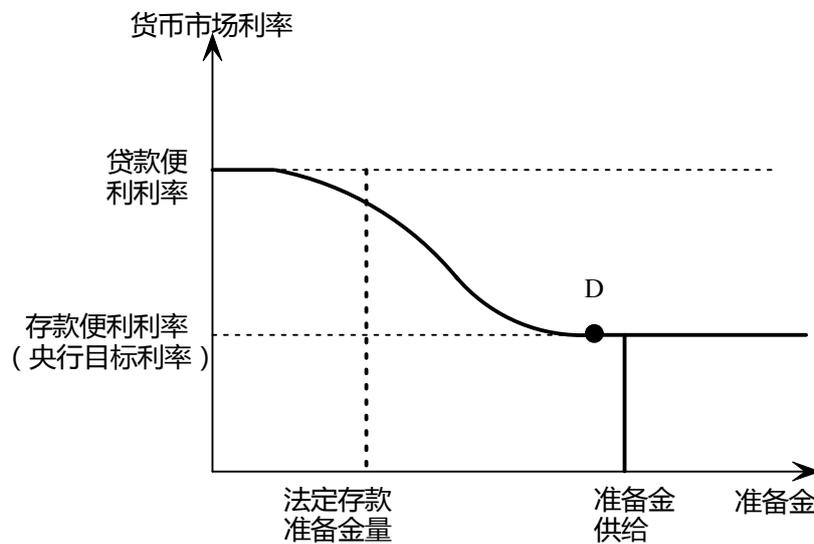


图 5 利率下限(floor)政策体系框架

与传统的对称利率走廊政策体系相比，利率下限(floor)政策体系有如下两个特点：首先，中央银行将货币市场利率目标设定为存款便利利率，因此在该货币政策系统中，央行盯住的是利率走廊的下限而非走廊内部的某个点。其次，只要准备金供给曲线与准备金需求曲线的水平部分相交(在存款便利利率处)，任意的准备金供给都与相同的央行货币政策利率水平相对应，因此实现货币数量与货币政策目标脱钩。第三、货币数量和货币政策目标脱钩使得央

^① 随着银行间大额清算体系的发展，日间清算对银行持有的准备金提出了更高的要求。

^② 美国的准备金政策 <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>

行获得两个独立的政策工具，一是传统的利率工具；二是准备金数量工具。

全球金融危机爆发之后，美国和日本都采取了对准备金支付利息的做法，利率走廊模式几乎成为一种潮流(Goodhart, 2009)。同时，有很多研究表明(如Nautz and Scheithauer, 2011; Bindseil and Jablecki, 2011)，对存款准备金进行利息补偿、采取滞后期的准备金考核方式、加强政策沟通和透明度、公开市场操作频率越高、采用利率走廊模式、实行较窄的利率走廊区间等制度安排，货币市场利率与中央银行目标利率的偏离更小，更有利于货币政策当局的利率引导。

三、中国货币政策体系转型的基础

无论是何种利率调控体系，在利率市场化条件下要实现货币政策体系的转型要求有如下几个必要条件。首先，要有完备的市场基准利率；其次，中央银行要能够对市场基准利率实现有效的调控。

(一)潜在市场基准利率雏形已经具备

由于我国货币市场和存贷款市场利率长期存在着二元结构，在此二元结构下，一些研究发现存款管制利率是中国金融市场上最具影响力的利率。例如上文中提到的Porter和Xu(2009)发现中国银行间市场利率最主要的决定因素是被管制的零售市场存、贷款利率。存、贷款利率不仅决定了银行间市场利率的水平，而且决定了该利率的波动程度。公开市场操作的影响主要体现在是改变银行间流动性多少，对市场利率的影响不大。何东、王红林(2012)进一步研究了贷款利率管制放松后各利率之间的因果关系，同样发现存款利率和市场利率之间的应该关系是从前者指向后者。^①但是在存、贷款利率全部放开之后，根据国际经验，货币市场上批发利率将决定零售市场的存贷款利率，因此上述两个利率体系的因果关系将会发生逆转。

在存贷款利率全部放开之后，利率市场化还包括货币政策体系逐步从数量调控型向价格调控型，进一步完善利率传导机制以及发展利率风险管理工具等必要的金融基础设施(周小川, 2013)，而这些都离不开基准利率体系的建设。要顺利完成货币政策目标，货币市场基准利率在功能上必须满足一定的要求，从金融市场的角度看，市场基准利率应该具有市场代表性、基准性和稳定性的特征；而从货币政策调控的角度看，基准利率应该具有与实体经济的相关性，并且要求市场具备期限完整的收益率曲线。

经过多年的政策和市场培育，目前我国的 Shibor 与银行间市场质押式回购利率已具备货币市场基准利率的特征，可以作为潜在市场基准利率的备选。但是银行间市场质押式回购利率相比，Shibor 自身有一定的缺陷需要克服。首先，Shibor 并不是市场实际成交的利率，仅是基于报价体系计算的利率。虽然中国人民银行在机制设计和监管体系方面使得 Shibor 在交易真实性和数据质量方面与 Libor 相比具备一定的优势(张晓慧, 2011a)，但毕竟分别剔除两个最高最低报价行后的简单算数平均利率无法完全反映市场的全部情况。其次，由于 Shibor 只是报价银行的报价，报价行并没有成交义务，因此报价质量和真实性存在问题，尤其是 3 个月以上的中长端 Shibor 报价和实际成交价之间的价差仍然较大。Shibor 在商业银行资产负债表中

^① 事实上在存款利率存在管制条件下，存款利率由中央银行货币政策决定，可以看作是经济体系的外生变量；而银行间市场利率可以看作由市场决定的，是经济体系的内生变量。根据外生变量决定内生变量的基本原则，自然是管制利率决定市场利率。同时在存贷款利率管制条件下，所谓的市场基准利率仅是指在某一特定市场的发挥基准作用的利率。

的应用占比仍然较低(张晓慧, 2011)。更为重要的是以 Shibor 为基准利率的金融产品仍然较少, 如浮息债中大部分仍然以定期存款利率作为基准利率。

目前, 银行间市场已经成为我国货币市场的主体。银行间债券市场经过多年的发展已具备了一定的市场广度和深度, 为货币调控和有效传导货币政策提供了必要的条件。从交易品种来看, 中国的货币市场包括同业拆借市场、债券市场和票据市场。同业拆借市场和债券市场构成货币市场交易的主体, 其中, 质押式回购占最主要部分, 同业拆借利率和银行间市场质押式回购利率是中国最主要的货币市场利率。由于质押式回购规模远远超过同业拆借, 中央银行以质押式回购利率作为政策目标能够最大程度地影响市场利率。而且, 债券质押式回购有债券作为质押担保, 其信用风险要远小于同业拆借, 与基准利率所要求的无风险利率性质更为接近。因此, 将隔夜银行间市场质押式回购利率目标作为中央银行基准利率是一个比较理想的选择。

表 1 中国货币市场主要交易品种及其规模(单位: 万亿)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
同业拆借	10.7	15	19.4	27.9	33.4	46.7	35.5
银行间债券回购	44.8	58.1	70.3	87.6	99.5	141.7	158.2
其中: 质押式	44.1	56.4	67.7	84.7	96.7	136.6	151.98
银行间现券	15.6	37.1	47.3	63.9	63.6	75.2	41.6
其中: 1 年以下	n.a.	n.a.	n.a.	14.4	19.3	22.5	10.58
票据贴现	10.1	13.5	23.2	26	25	31.6	45.7

(二)潜在的利率走廊框架

由于我国长期以来, 包括贴现窗口、再贷款对存款准备金和超额准备金支付利息的制度长期存在, 因此事实上由法定准备金利率、超额准备金利率、再贷款利率、再贴现利率等构成的央行利率体系, 一定程度上具备“利率走廊”的类似功能。这些都是金融宏观调控由数量型为主向价格型为主逐步转变中的必要步骤, 周小川(2012)。

我国在存款准备金制度建立之初就一直对法定存款准备金和超额存款准备金支付利息。出于清算和缴存法定存款准备金的目的, 商业银行始终要保留一定的超额准备金。因此理论上超额准备金利率实际上就是我国货币市场利率理论上的下限。超额存款准备金利率长期保持稳定, 自 2008 年 11 月以来一直保持在 0.72%的水平。在货币市场上, 再贷款和再贴现是金融机构从中央银行获得资金的渠道, 利率上可以成为货币市场利率的上限。中国人民银行于 1998 年 3 月改革再贴现利率和贴现利率的生成机制, 规定再贴现利率作为独立的利率档次由中央银行确定。2004 年 3 月中国人民银行实行了再贷款(再贴现)的浮息制度。超额准备金率作为货币市场利率下限, 再贷款(再贴现)作为货币市场利率上限, 我国中央银行利率体系实际上具备了利率走廊的功能(周小川, 2012)。

然而在现实中, 再贷款(再贴现)作为货币市场利率理论上的上限, 并没有完全发挥作用。在图 6 中可以发现, 由于再贴现规模有限, 无法作为中央银行向市场投放货币的主要渠道, 因此自 2011 年之后, 随着银行间市场利率的上升, 银行间同业拆借利率和银行间质押式回购利率基本维持在再贴现利率之上。同样对于再贷款利率而言, 2011 年以来银行间市场利率也长期高于该利率水平。事实上, 再贷款和再贴现曾经是中央银行主要的货币政策工具, 但是在过去十年中, 这两个工具的作用不断降低并逐渐淡出。由此可见中国银行间市场仅存在单边利率下限。

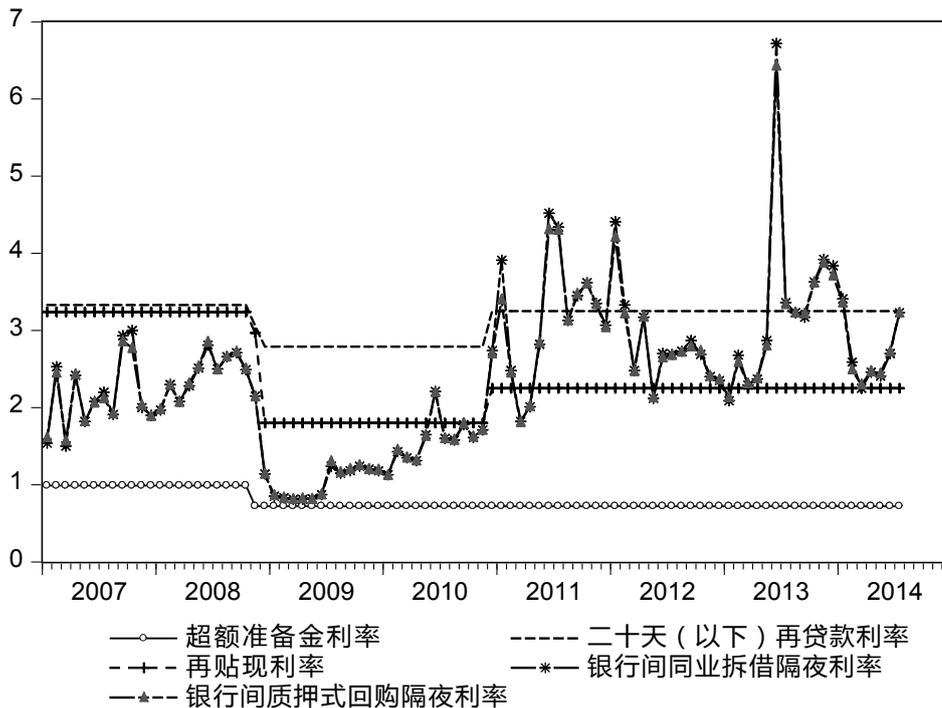


图6 潜在的利率走廊框架(单位%)

四、“利率走廊”模式的优势与中国的现实

金融危机之后，美国开始对存款准备支付利息，并积极推进利率走廊体系，很大程度上是由于利率走廊框架可以使得利率政策可以与准备金数量相分离。而这一特征对中国来说更有吸引力，主要体现在两个方面：首先，金融危机之后中国基础货币的供给渠道正在发生微妙的变化，基础货币供给短期内可能面临较大的波动和不确定性；其次，受中国金融市场，特别是债券市场发展的制约，中国人民银行通过公开市场操作干预市场利率的能力还相对有限。

(一)金融危机之后货币供给渠道的变异加剧了数量调控的难度

进入新世纪以来，中央银行的资产结构变异导致基础货币攻击渠道发生结构性变化。截至2014年8月国外资产占中国人民银行资产比例为84.7%，而外汇资产比例为82.3%，由此导致外汇占款长期以来成为中国基础货币供给的主渠道。金融危机之前，为了冲销由外汇储备不断增加所造成的基础货币供给，中国人民银行不得不依靠不断提高的存款准备金率和发行央行票据等手段回收流动性，导致中国的货币政策面临及其被动的局面。

金融危机之后，特别是近期以来，由于国外直接投资快速下降，贸易顺差的波动，导致增量外汇占款出现加大波动，影响中国基础货币稳定供给，见(图7)。2011年10月之后当月新增外汇占款出现快速下降，并有连续多个月份出现负值。新增外汇占款剧烈下降意味着央行终于得以甩开外汇占款的包袱，走出被迫发行央票、上调存准率以不断对冲流动性的困境，货币政策自主空间也得以大大拓展。但硬币的另一面是，由于在过去十年间我国基础货币供应渠道是以外汇占款被动投放为主，新增外汇占款下降，让这一运转了近十年的货币供应机

制突然失灵。^①

利率走廊模式的基本出发点是要弱或基础货币数量和银行间市场利率的关系,实现无货币数量变动的利率调控模式。在中国当前基础货币供给数量呈现剧烈变动且预期不稳定的情况下,采取利率走廊模式是较好的选择。



图7 新增外汇占款及其三月移动平均(万亿)

(二)公开市场操作规模约束了数量调控的能力

在美国传统的以公开市场操作为主的利率调控模式下,货币政策调控的精确程度取决于货币当局公开市场干预的能力和准确性。即便是在美国这样发达的债券市场条件下,由于商业银行流动性需求的不确定性和变异性都导致出现货币政策目标与市场流动性需求之间的矛盾与冲突。

在公开市场操作中,通过买卖国债吞吐基础货币,需要一个有足够深度和广度的国债二级市场,否则空间不够,大规模的购买国债将引发利率出现剧烈波动。然而在中国,国债发行的规模、品种以及期限结构和中央银行现券资产规模都将限制其公开市场操作和利率引导的能力。人民银行发行中央银行票据很大程度上就与此有关。与金融危机前国债占总资产近90%的美联储不同,中国人民银行最主要的资产是外汇储备(2013年末为83.3%),对政府债权占总资产的比重不到5%。这大大限制了中国人民银行通过公开市场操作干预货币市场的能力。因此从货币政策干预能力的角度,利率走廊模式也是理想的选择。

五、中国构建“利率走廊”面临的挑战

虽然利率走廊模式对于中国存在较强的吸引力,但是在构建利率走廊模式的过程中,以及该模式建成之后,中国的货币政策体系仍然面临一系列的挑战。

(一)确定适宜的利率走廊上限和下限

^①在外汇占款之前,再贷款一直是基础货币投放的主渠道。上世纪90年代的部分年份央行再贷款占基础货币增量比重甚至曾超过八成。随着外汇占款投放基础货币机制的确立,再贷款才逐渐退出。目前新增再贷款主要用于促进信贷结构调整。

在图 6 中我们发现，虽然中国理论上存在潜在的利率走廊框架，但是仅有超额准备金利率真正起到了下限的作用。2009 年上半年，银行间市场利率一度接近超额存款准备金率。^①理论上可以用来作为利率走廊上限的再贴现和再贷款利率由于市场规模有限，并没有起到框定利率波动的作用。2013 年以来，随着 SLO 和 SLF 等新兴货币政策工具的相继出台，中国人民银行通过新兴市场工具引导市场利率的意图明显。只有当金融市场上流动性短缺的机构可以方便的以央行规定的利率活动资金，央行对市场利率上限的管理才能起到真正的效果。

除了工具问题之外，适当的市场利率上限和下限是多少？即便是利率下限管理(Floor)模式下，央行也应该确立适当的超额准备金利率使其与市场均衡利率相一致。根据西方国家的实践经验，从货币数量目标废除之后，Taylor 规则和通胀目标制一直是西方国家设定政策利率的主要方法。^②这意味着在实施利率走廊调控模式之后，中国人民银行应该通过货币政策规则确定超额准备金利率。同时随着宏观经济形式的变化，中国人民银行应该灵活的调整超额准备金利率，如果调整存在时滞，或者调整不恰当就会导致宏观经济异常波动。1997 年亚洲金融危机期间，由于中央银行向商业银行支付过高的超额存款准备金利息，加剧商业银行惜贷。

在市场风险加剧的情况下，超额准备金利率接近甚至高于一年期存款利率水平，大量资金回流到中央银行，使得贷款过度紧缩。高准备金利率不仅削弱了商业银行创造货币信用的作用，还把商业银行变成了单纯回笼现金的工具。当贷款回收预期变差时，银行会大量减少贷款；一旦企业效益改善，银行贷款回收预期好的时候就会大量放贷。从商业银行的角度来看，银行贷款和准备金作为持有资产的两种方式一定程度上存在竞争关系。如果超额准备金利率达到目前市场利率水平，将超过短期存款利率，造成存款市场套利行为。由此可见，利率走廊的实施，特别是如果采取利率下限管理模式的话，应该与存款利率市场化同步进行。

(二)利率期限结构的培育

无论是何种利率政策调整模式，中央银行控制的仅是短期利率。长期以来，我国缺乏一条完整的基准收益率曲线，特别是短期债券品种相对较少，期限品种不健全，货币市场基准利率体系发展缓慢，这在一定程度上制约了利率市场化改革的推进(周小川，2004)。尽管期限的完整性并非市场基准收益率的核心属性，而更多的是从对金融衍生品定价的角度来考虑的，但是在市场利率货币政策中间目标的框架下，政策利率变化沿利率期限结构向长期利率传导是货币政策顺畅的前提。而中国目前所欠缺的恰恰是这一市场化的利率传导渠道。虽然贷款利率已经实现市场化，但存款利率仍然处于管制；更重要的是由于债券市场不完善，金融市场上尚无法形成一条完善的利率期限结构曲线来实现短期利率向长期利率的传导。因此培育完善的利率体系，实现通常的短期利率到长期利率的传导机制，是实现利率市场化的重要挑战。

(三)利率市场化可能加速货币需求的不稳定性

根据国际经验，金融市场的发展将会加速货币需求函数的不稳定性，从而导致数量型调控模式的有效性加速下降。根据Wei和Sampawende(2014)的发现，金融自由化和金融创新都会导致货币数、产出水平和利率之间的长期关系发生变化。金融改革和创新将降低货币需求对收入的弹性；同时随着金融资产的丰富，货币需求对利率的弹性将会上升。在以货币数量为中间目标的政策调控体系下，货币政策对产出的影响取决于货币需求函数对收入和利率的

^① 2011 年之后，随着市场利率的上升，市场利率的平均值接近 3%，约比超额准备金利率高出两个百分点，实际上并未对利率走廊的下限构成任何实际的压力。

^② 金融危机之后，经济学家对货币政策规则进行了深入的反思，包括传统通胀盯住制和 Taylor 规则的缺陷及其改进方向。尽管通胀盯住制和 Taylor 规则存在一定的缺陷，但是并不妨碍利率规则作为货币政策的主要调控手段。同时在 Taylor 中，如何及时准确地测算产出缺口和通货膨胀缺口并没有得到有效的解决。

弹性。伴随着利率市场化进程不断深化，金融市场自由化和市场化又会对货币政策市场化产生反作用，加速弱化原有货币数量框架的作用，同时也会造成一定程度的市场波动。

参考文献：

周小川，2004：《推进利率市场化改革 建立基准收益率曲线》，《中国金融家》第1期。

周小川，2012：《新世纪以来中国货币政策主要特点》，《新世纪》第46期。

刘丹、李宏瑾，2011：《“二战”后发达国家货币政策变迁及对我国的启示》，《经济与金融》第6期。

李宏瑾、唐珂，2013：《从利率市场化改革的角度看货币市场波动》，《南方金融》，第8期。

何东、王红林，2011：《利率双轨制与中国货币政策实施》，《金融研究》，第12期。

Woodford, M. (2001). “Monetary Policy in the Information Economy”, NBER Working Paper, No. 8674.

Clinton, K. (1997). “Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements”, Bank of Canada Working Paper 97-8.

Wei Liao and Sampawende J.-A. Tapsoba. (2014). “China’s Monetary Policy and Interest Rate Liberalization: Lessons from International Experiences”, IMF working Paper, WP/14/75.

Feyzioglu, Tarhan, Porter, Nathan and Takats, Elod. (2009), “Interest Rate Liberalization in China”, IMF Working Paper, 09/171, Washington DC.

Hu Bo. (2014), “Financial Repression and Interest Rate Liberalization in China”, Department of Economics, Indiana University Bloomington.

He, Dong and Wang, Honglin, “Dual—track interest rates and the conduct of monetary policy in China”, HKIMR Working Papers No.21/2011.

Goodhart, C., 2009, “Liquidity Management”, Paper for the Symposium on Economic Policy for the Information Economy, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Nautz, D. and J. Scheithauer, 2011, “Monetary Policy Implementation and Overnight Rate Persistence”, Journal of International Money and Finance, 30(7): 1375-1386.

Whitesell, W. , 2006, “Interest Rate Corridors and Reserves”, Journal of Monetary Economics, Vol. 53, No. 6. P. 1177-1195.