



中国新供给经济学研究书系
BOOKS OF STUDIES IN CHINA NEW SUPPLY-SIDE ECONOMICS

优势突围

——论中国优势与金融改革

(中册)

徐诺金◎著



中国金融出版社



中国新供给经济学研究书系
BOOKS OF STUDIES IN CHINA NEW SUPPLY - SIDE ECONOMICS

优势突围

——论中国优势与金融改革

(中册)

徐诺金◎著



中国金融出版社

目 录

(上册)

第一篇 经济理论	1
主流经济学的迷误与反思	3
论中国优势	13
警惕轻视增长的危险	29
降税降息降准, 释放经济增长潜力	36
充分认识当前我国稳定投资的重要性	49
坚定扩大投资拉动经济增长的信心和决心	66
投资是平衡我国人口红利与负债的最好办法	71
再论消费、储蓄与投资的关系	83
中国经济杠杆率研究	94
中国经济仍有适度加杠杆的空间	113
怎样看待我国的低消费	123
怎样看待我国的高储蓄	133
怎样看待我国的高投资	142
怎样看待我国国际收支的高顺差	149
怎样运用木桶原理	159
高储蓄格局下的宏观经济平衡	162
高储蓄格局下的宏观经济平衡方法	193
回归恒等式是实现我国宏观经济均衡的根本途径	200
重视松紧搭配 力促总量平衡结构转换	207
物价与经济波动的关系实证	213
货币超发是经济失衡的根源还是结果	215
对我国“池子理论”的一点认识	228
如何看待当前我国的通胀形势	234



对当前通货膨胀的一点看法	243
当前我国的经济金融形势正在发生新的变化	256
我国的经济金融形势及政策趋向	262
当前宏观经济形势判断	283
关于当前经济金融形势的认识与思考	288
对当前的经济金融形势保持谨慎的乐观	302
我们没有更多的选择	305
对中央银行宏观调控及经济金融形势的一点看法	319
贯彻落实科学发展观 加强和改善金融调控	329
外贸持续大额顺差的因素分析：广东案例	339
大力发展消费信贷，促进经济增长方式转变	346
房贷新政及房地产调控	353
当前房地产政策宜适度微调	358
建议开征住房特别消费税	366
我国房地产市场的根本出路在于深化市场化改革	372
东莞农民工状况调查	385
改革农民工制度 加快现代经济发展	408
国际金融危机背景下珠三角劳动密集型企业用工情况调查	413
美国应对金融危机的经济刺激措施及实施情况	424
美国再度宽松政策的实质及对我国的影响	441
美国次贷危机对我国房地产金融发展的启示	448
钱借给我国地方政府比借给美国政府安全	454
全球金融危机处置中的中国策略	457
 第二篇 金融理论	 465
金融生态研究综述（国外）	467
金融生态研究综述（国内）	487
如何理解金融生态	493
我国金融生态问题	500
论我国的金融生态主体问题	512
论我国的金融生态环境问题	525
论金融生态平衡及其调节原理	536
论金融生态平衡及调节	547
金融生态环境建设中的法制问题	583
怎样运用生态学的方法分析考察金融	592

金融生态指数的设计	600
金融生态评估	611
农信社金融生态问题	624
优化金融生态环境 促进广东金融强省建设	627
论科学的金融发展观	641
对我国货币供应量调控适度性的研究	651
我国货币供应量理论及实践应用	656
怎样看待我国的货币信贷高投放	689
货币政策形势及其面临的问题	695

(中册)

对央行基准利率的一点认识	715
当前货币政策工具操作空间分析	720
关于过剩流动性的管理问题	725
关于“池子理论”的认识与思考	733
中央银行是否过度调控	738
用好用活信贷 促进储蓄向投资和消费方面转化	748
存款准备金政策调整的效应分析：以广东农信社为例	753
树立大金融理念 提高货币政策执行水平	760
优化金融宏观调控的新思路	762
我国金融改革所面临的形势和任务	772
中国金融业的现状及其发展方向	787
中国金融改革的方向及路径	815
怎样看待当前的农村信用社改革	827
进一步深化农村信用社产权制度与管理体制改革的建议	833
以政策性开发性金融为杠杆撬动农村金融步入繁荣发展轨道	840
关于建立金融监督管理协调机制的建议	844
银行业利润分析	849
小额贷款公司的前世、今生与未来	855
从经济学角度看诚信文化建设	863
从郁南模式看信用体系建设的社会管理功能	877
当前我国征信体系建设需要明确的六个问题	886
加快推进粤港澳货物贸易人民币结算	892
建立与“走出去”战略相适应的外汇管理模式	896



治理影子银行	906
把财富管理市场引向正确有序的方向	912
互联网金融可能带来的十大挑战与冲击	918
中国中小金融机构风险防范与处置	923
我国商业银行的市场退出及存在的问题	935
美国 80 年代银行危机	952
美国次贷危机的传导链条	966
论美国金融业体制及其对我国金融业改革的启示	977
美国处置金融危机的政策特点及对我国的启示	982

第三篇 实践应用 991

广东省金融情况汇报提纲（2000 年）	993
广东银行业的优势与不足	999
广州分行辖区的经济金融情况	1008
对粤北农村金融服务情况的调查	1017
地方政府融资平台情况调查	1029
关于信贷限额管理条件下商业银行应对情况的报告	1037
关于 2008 年外汇管理政策变动对企业经营影响的调查报告	1043
从社会主义新农村建设的高度强化人民银行县支行的职能作用	1052
进一步深化农信社产权制度与管理体制改革的几点建议	1065
关于深化广东省农村信用社改革的几点意见	1069
近期广东物价走势特点分析	1072
从贷款增长结构看广东行业复苏势头	1079
从存贷比、资本充足率及资产质量看广东金融对经济的支持	1083
广东省银行上半年净利润情况及下半年盈利预测	1089
关于广东省 2005 年房地产金融运行情况的报告	1094
2005 年广东经济金融形势与 2006 年展望	1105
2006 年第一季度广东金融运行情况	1128
当前广东信贷形势分析报告	1134
当前广东经济金融形势及问题	1143
美国金融危机和当前我国的经济金融形势	1159
把握形势 开拓创新 努力开创货币信贷工作新局面	1182
把握形势积极进取 进一步推动农村信用社改革试点工作	1193

在广东省农村信用社支持“三农”扶持中小企业经验交流会上的讲话	1206
认清形势 转变思路 努力开创反洗钱工作新局面	1210
明确目标 转变思路 着力突破 打造广东省反洗钱工作新局面	1215
巩固基础 突出重点 不断提升反洗钱工作水平	1221
积极创新 全面提高 深入推进辖区反洗钱工作	1229
开拓创新 科学发展 积极推动反洗钱工作迈上新台阶	1236
强化风险管理 提升情报质量 扎实推进广东省反洗钱工作深入开展	1242
运用绩效评估机制优化反洗钱监管资源配置	1250
开拓创新 深化发展 开创广东省信息化建设新局面	1256
解放思想 创新发展 实现分行科技工作新突破	1263
抢抓机遇 继往开来 力促广东省金融科技工作再上新台阶	1269
趁势而上 创新突破 实现广东省金融信息化建设新腾飞	1278
借鉴国际经验 深化“三性”认识 加快我国金融 IC 卡的应用推广	1287
以征信应用为突破口 推动广东省征信建设再上新台阶	1294
积极探索多方配合 努力提升广东省征信系统应用与服务水平	1304
创新运用征信产品 促进国家助学贷款健康发展	1313
以信贷征信为核心 以数据质量为根本 全面提升广东征信工作水平	1321
求真务实 开拓进取 开创辖区人民银行安全保卫工作新局面	1328
第四篇 对话演讲	1335
珍惜中国优势 突破发展陷阱	1337
如何认识与用好中国优势	1344
拿什么来稳增长？投资、改革	1350
货币政策要服务于实体经济和金融改革	1356
稳货币不等于控信贷	1361
去杠杆之辩	1370
理性看待中国的低消费率	1377
理性看待中国的高投资率	1381
充分认识投资对于稳增长的重要性	1383
充分认识我国稳定投资的重要性	1389
解决中国经济失衡唯有扩大投资	1394
恐“投”症背后的理论辨析	1401



“对症”理论的辨识与运用有助于解决现实问题	1405
促进储蓄向投资和消费转化	1410
“双顺差”与宏观经济平衡	1412

(下册)

关于过剩流动性的管理问题	1419
回归恒等式是实现宏观经济均衡的根本途径	1423
中国经济回归平衡发展与良性循环的关键	1428
重视宏观调控的松紧搭配 力促总量平衡结构转换	1433
关于宏观经济几个热点问题的再认识与新思考	1437
金融宏观调控需改革与发展并重	1443
警惕过于微观化的行政调控	1448
完善房地产调控政策重在增加供给与引导需求	1454
标本兼治 提高治理通胀政策的针对性	1461
抑制货币超发在于投资与储蓄平衡	1467
理性看待我国货币信贷的高投放	1472
利率市场化的中国进度	1477
后全球危机时代的“中美国”：脱钩，还是照旧	1486
关于金融生态平衡及其调节原理	1507
关于金融生态理论与实践问题的对话	1513
绿色金融（一）	1528
绿色金融（二）	1532
金融在和谐社会建设中的作用	1536
关于金融支持县域经济发展的实践与思考	1546
广东郁南县农村征信体系建设的新发现	1552
融资平台靠信用搭建	1559
我们有必要鼓励中国式“尤努斯”的成长	1563
重点向小微企业倾斜 服务实体经济	1568
中国式“影子银行”的发展道路	1573
互联网金融：不要神秘化也不要简单化	1584
金融生态方法及研究意义	1588
当前我国宏观经济金融形势及分析框架	1615
从美国金融危机看我国的金融改革与发展战略	1652
当前的经济金融形势及分析框架	1689

如何看待当前我国的经济金融形势	1792
充分认识我国高投资的重要性	1816
从经济学角度看诚信文化建设	1835
人民币汇率走势分析	1846
中法金融合作	1887
抓住改革窗口 突破发展陷阱	1905
中国优势·中国梦	1920
一个被遗忘了的发现	1969
 第五篇 其他杂文	 2015
关于东莞金融发展的一点想法	2017
关于东莞社会经济发展的一点建议	2024
《回归恒等式》书序	2029
如何实现我国宏观经济的放大式均衡	2033
《金融生态论》书序	2036
《中国优势》前言：从一则幽默故事讲起	2044
《中国优势》后记：从伯南克到耶伦	2049
《新美国经济》译者序	2052
《美国银行危机处置》书序	2060
《金融机构的绩效：效率、创新和监管》（书序）	2062
美国金融危机的启示及对中国金融改革发展战略思考（提纲）	2067
博士后研究报告开题说明	2069
二十年回眸	2084
丁鹄金融学说概要	2087
回忆丁鹄先生	2097
丁鹄先生：一个值得我永远纪念的导师	2102
2012 年新春贺词	2108
2013 年新春贺词	2110
任重道远 立志弘毅	2112
致新闻界朋友们的一封公开信	2115
理论联系实际的学术银行家	2117

对央行基准利率的一点认识^{*}

一、什么是一个好的基准利率

基准利率，是在整个金融市场利率体系中处于核心地位、起着基础性作用的利率。一个好的基准利率应该具有六个属性：市场性、基础性、相关性、稳定性、可测性和可控性。市场性即基准利率的形成以市场供需为基础，真实反映市场上资金的供求状况。基础性即基准利率是其他利率的基础，对其他利率的形成具有引导性和成因性影响，是货币市场有效运行的核心要素。相关性即基准利率通常是货币当局制定实施货币政策的重要依据，其变化应该与其他利率的变化紧密相关，进而影响金融主体的投融资行为。稳定性是指基准利率的变动要稳定在一定幅度范围之内，不宜大起大落、大幅波动。可测性即基准利率必须是一种明确的、容易识别应用的利率指标。可控性是指央行能够利用货币政策工具对其进行有效调控，使其朝着央行所预期的方向变动。基准利率是价格型货币政策框架的重要基础，它既要灵敏、充分反映金融市场资金供求的匹配状况，又要充分、及时反映央行调控意图。因此，它是连接市场与央行的重要中介，既是央行货币政策操作的重要目标，也是全部金融市场的定价基础。

二、基准利率应当由谁决定

基准利率应当由央行决定，还是由市场形成？这是一个决定货币政策框架本质上是行政性直接调控还是经济性间接调控的根本问题。党的十八届三中全会指出，要发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用。这是关于政府与市场关系认识的革命性突破。其核心是让市场在价格形成和资源引导中起决定性作用，政府在尊重市场的基础上，主要运用经济性的手段发挥间接调控作用。这一指导思想反映到央行货币政策框架结构中，首先要求央行从

^{*} 本文写于2014年3月。



数量型行政性直接调控向价格型经济性间接调控转变。其次，调控要尊重市场的决定性作用，建立在市场决定价格，市场决定资源配置，市场主体权利得到充分尊重的基础上。最后，央行与市场主体的行为规范要建立在法制的基础上，央行不能通过行政手段捆住市场主体的行为来达到自己的调控目标。市场主体要受市场规律约束对自己的行为负责，不能把失败的成本往央行转移。

由于基准利率是市场与央行连接的中介，其形成从根本上说也应由市场决定。首先，只有高度市场化的利率才能准确反映整个市场的资金供求状况。其次，只有通过市场形成基准利率，这种利率才能成为市场定价的基础，获得市场的认可。最后，央行只有通过对市场形成的基准利率进行观测，才能真正识别出市场资金供求状况，准确把握市场。因此，央行在基准利率形成中的作用主要是两个方面，一是充分培育市场，使基准利率在市场充分竞争中形成。二是央行作为基准利率形成过程中的主体之一，能在其中发挥主导性作用，使基准利率能朝着自己预期的目标和方向运动。对此，央行可以设置基准利率目标区间，在区间内由市场供求决定利率水平和波动，超出区间上下限时，则进行引导和调控，保持基准利率相对稳定。

三、选什么利率作为基准利率

从交易规模、期限完整性、报价连续性的角度来看，我国货币市场上银行间货币市场利率（包括银行间债券回购利率和银行间同业拆借利率）、上海银行间同业拆借利率、央行票据发行利率、央行存贷款基准利率四大利率体系在我国具有较强代表性（见表1）。

表1

我国四大代表性利率

利率名称	价格形成	交易规模	期限完整性	期限集中度	报价连续性
银行间债券质押回购利率、银行间同业拆借利率	市场交易制	银行间债券质押回购、银行间同业拆借分别占银行间资金交易的50%和16%左右	隔夜、7天、14天、21天、1个月、2个月、3个月、4个月、6个月、9个月和1年	主要集中在隔夜和7天；2013年，银行间债券质押回购中，隔夜和7天交易额分别占78%和13%左右；银行间同业拆借中，隔夜和7天额分别占82%和12%左右	3个月以下报价连续，4个月以上由于交易清淡，报价不连续
SHIBOR	报价制	以SHIBOR定价的浮息债占比20%左右，利率互换占比45%左右	隔夜、7天、14天、1个月、3个月、6个月、9个月和1年	—	报价连续

续表

利率名称	价格形成	交易规模	期限完整性	期限集中度	报价连续性
央行存贷款基准利率	央行决定	对居民、企业的储蓄、投资、消费行为影响广泛	存款利率：活期，3个月、6个月、1年、2年和3年；贷款利率：6个月、1年、1~3年、3~5年以及5年以上	—	价格连续
央票发行利率	市场交易制	2011年底占整个债券存量的10%左右，占银行间市场债券交易的18%	3个月、6个月、1年、3年	1年期以下占发行总量的90%左右，长期品种匮乏	3个月以下报价比较连续，3个月以上报价连续性较差

上述四大利率体系在市场性、基础性、相关性、稳定性、可测性和可控性等方面真正具有全面优势，具备培养和操作条件的是全国银行间同业拆借利率（IBOR）、银行间债券回购利率（REPO），尤其是其中的银行间债券隔夜回购利率，适合作为基准利率。

首先，从交易量看，2013年，银行间市场债券回购累计成交158.2万亿元，日均成交6327亿元，同比增长11.2%；同业拆借累计成交35.5万亿元，日均成交1421亿元，同比下降24.3%。银行间市场债券回购金额无论是成交量，还是增长势头，都高于银行间同业拆借金额。从期限结构看，隔夜品种交易最为活跃，2013年，回购和拆借隔夜品种的成交量分别占各自总量的78.4%和81.5%，因此，银行间市场债券隔夜回购在交易量上具有明显优势。

其次，从参与主体看，银行间市场债券回购和同业拆借的参与主体广泛，包括大中小型银行，证券及基金公司，保险公司，外资金融机构，以及城市信用社、农村信用社、财务公司、信托投资公司、金融租赁公司、资产管理公司、社保基金、投资公司、企业年金、其他投资产品等其他金融机构。SHIBOR由18家做市商提供报价，参与主体较少。

再次，从市场敏感性看（见表2），SHIBOR和REPO要低于IBOR。通过对2007~2013年SHIBOR、REPO和IBOR的日度数据（日度加权平均，下同）进行分析，各种利率的标准差与期限总体正相关（只有SHIBOR3个月期的标准差小于7天期），隔夜利率的标准差小于7天和3个月。隔夜利率中，SHIBOR标准差最小，REPO略高于SHIBOR，IBOR较大，而这正好反映了银



行间同业拆借市场的市场敏感性。

表 2 SHIBOR、IBOR 和 REPO 的稳定性

	SHIBOR: 隔夜	SHIBOR: 7 天	SHIBOR: 3 个月	IBOR: 隔夜	IBOR: 7 天	IBOR: 3 个月	REPO: 隔夜	REPO: 7 天	REPO: 3 个月
平均	2.360547	2.948868	3.630932	2.374404	3.03054	4.066865	2.368946	2.956498	4.025259
中位数	2.1937	2.919	3.8816	2.1992	2.9818	4.3007	2.1931	2.9187	4.0124
众数	0.8025	0.9408	3.8803	1.5271	2.9785	3.5	0.8193	1.4291	4
标准差	1.168086	1.374694	1.319614	1.178101	1.397898	1.400571	1.170163	1.386873	1.4492
方差	1.364425	1.889784	1.741382	1.387923	1.954119	1.9616	1.369282	1.923416	2.100181
峰度	8.963817	2.858099	-0.9287	9.498249	3.015981	-0.16929	7.00891	3.058267	0.079201
偏度	1.987072	1.17773	-0.24328	2.033914	1.195653	-0.01878	1.85078	1.212881	0.091915

最后,从基础性看,REPO 高于 SHIBOR,SHIBOR 高于 IBOR。隔夜 SHIBOR、REPO 和 IBOR 日度数据走势高度一致,三者之间相关系数均在 0.99 以上,说明三者高度正相关。为分析隔夜 SHIBOR、REPO 和 IBOR 在多大程度上受前一交易日情况影响,我们计算 2007~2013 年日度 SHIBOR、REPO 和 IBOR 和前一交易日 SHIBOR、REPO 和 IBOR 的相关系数,发现 SHIBOR、REPO 和 IBOR 均与前一交易日的 REPO 相关性最强(见表 3),说明银行间隔夜回购利率对下一交易日的隔夜 SHIBOR、REPO 和 IBOR 影响较大。

表 3 SHIBOR、IBOR 和 REPO 的相关系数

	前一交易日隔夜 SHIBOR	前一交易日隔夜 IBOR	前一交易日隔夜 REPO
隔夜 SHIBOR	0.935	0.934	0.939
隔夜 IBOR	0.934	0.934	0.939
隔夜 REPO	0.934	0.934	0.939

对相同期限的 SHIBOR、REPO 和 IBOR 进行 Granger 因果检验,结果表明:各个期限的 SHIBOR 对银行间市场债券质押式回购利率(REPO)均不产生影响,反而在短期期限品种(1D、1M 和 3M)中,SHIBOR 会受到 REPO 影响,说明 SHIBOR 报价行在报价时很有可能参考了同期限的 REPO 利率,也说明 SHIBOR 对市场利率的引导性还需进一步加强。

四、如何调控基准利率

基准利率的调控主要在两个方面:一是方向性调控,即依据货币政策最终目标,包括物价稳定、充分就业、经济增长和国际收支平衡等,决定基准利率

的上下走向变化。二是波幅调控，即央行要维持基准利率的基本稳定。方向性调控可以参考泰勒规则，根据通胀缺口（实际通胀率与目标通胀率之差）和产出缺口（实际总产出与潜在总产出之差）决定调控的方向。如果通胀上行、通胀缺口减少，或者经济上行、产出缺口缩小，则下调基准利率（基准利率区间）；如果通胀下行、通胀缺口扩大，或者经济下行、产出缺口扩大，则上调基准利率（基准利率区间）。波幅调控方面，央行可以设定利率波动幅度范围，如每日变化不超过若干基点，若超出则进行调控。

面对这两类调控，央行可以分别采取不同的货币政策工具结合，一类是数量无约束条件下通过超额准备金利率、再贷款利率、再贴现利率等政策利率方向变动和数量操作的配合引导利率方向性调整；另一类是日常政策性的利率不变条件下的公开市场操作。应该说，如果金融市场传导机制没有根本性障碍，央行是可以通过货币政策工具箱中的工具实现对基准利率的调控的。



当前货币政策工具操作空间分析*

一、当前货币政策工具操作空间

(一) 以对冲过剩流动性为目的，存款准备金率仍有很大上调空间

当前，提高存款准备金率主要作用是回收流动性、降低金融机构信贷扩张能力，在控制流动性方面优点是可深层次冻结资金、回收成本较低，但操作灵活性较差、货币收缩力度较大，对银行经营利润和资金运用会造成一些不利影响。

在传统货币政策工具理论中，存款准备金由于威力巨大，其微小变化会造成货币供给的巨大波动，被认为不宜作为日常的货币政策工具使用。但在我国目前情况下，存款准备金率工具却可频繁使用：一是对银行流动性影响不大。以目前 40 万亿元左右存款规模看，存款准备金率每提高 0.5 个百分点，将冻结银行可用资金约 2 000 亿元。但当前每月平均新增外汇占款 2 500 亿元以上，每次小幅上调 0.5 个百分点，银行总体流动性仍将保持正常增长。二是由于我国对存款准备金支付利息，因此提高准备金率对银行利润影响较小。目前法定存款准备金利率为 1.89%，根据主要上市公司年报及银监会报告测算，2007 年银行资金平均收益率约为 4.5%、税前总利润约有 4 500 亿元；以平均收益率与法定存款准备金利率之差计算，提高存款准备金率 0.5 个百分点减少银行税前利润约 52 亿元，只占银行税前总利润的 1.2%。

根据广义货币供应量 $M_2 = \text{货币乘数} \times \text{基础货币}$ ，假设 2008 年 M_2 增长控制目标为 16.5%，根据基础货币增长趋势可计算出 2008 年末存款准备金率为 19.5%，较 2007 年末提高 5 个百分点。简要计算过程如下：

1. 将基础货币数据用 X12-ARIMA 方法进行季节调整后，以 2007 年以来

* 本文写于 2008 年 6 月发表于人民银行广州分行《行长参阅件》。

基础货币走势为基础建立基础货币预测方程, 方程为 $B^* = \exp(0.025783 \times T + 10.2395)$, B^* 为季节调整后基础货币, T 为时间, 方程的拟合度较好, $R^2 = 0.96$, $dw = 2.3$, 预测出 2008 年末基础货币为 13.97 万亿元。

2. 由 2007 年末 M_2 余额 40.3 万亿元及 2008 年末 M_2 增长 16.5%, 得出 2008 年末 M_2 余额为 47 万亿元, 由 M_2 与基础货币公式计算出 2008 年末货币乘数应为 3.364。

3. 2006 年 6 月以来货币乘数与存款准备金率存在明显的负相关, 相关系数为 -0.82, 回归分析表明每提高存款准备金率 1 个百分点, 将导致货币乘数下降 0.13, 要使货币乘数降至 3.364, 2008 年末存款准备金率应提至 19.5 个百分点。

当然预测出来的 19.5% 存款准备金率会因基础货币增长发生变化等原因而产生偏差。但计算表明, 在外汇占款导致的基础货币不断增长下, 2008 年末存款准备金率上调至 19.5% 后货币供应量仍然能够满足经济正常增长的需要。历史上, 我国准备金率最高达 20% 以上 (我国 1984 年建立存款准备金制度, 准备金率为: 企业存款 20%, 农村存款 25%, 储蓄存款 40%), 韩国在 20 世纪 70 年代面临流动性过剩时期准备金率也曾达到 22% 的水平, 说明当前存款准备金率仍未超纪录。

(二) 受制于发行成本, 央行票据发行增量空间不大

发行央票主要作用也是回收流动性, 央行可根据需要决定每期发行量、期限及利率, 商业银行可随时在银行间市场变现, 因此相对于存款准备金率具有灵活性高、对银行业的经营业绩影响较小等优点, 由于发行利率较存款准备金率高、票据变现能力强, 调控中也面临发行成本高、回收力度小等不足。

目前一年期央票利率约为 4.06%, 高于存款准备金利率约 2.17 个百分点, 如果提高存款准备金率 0.5 个百分点冻结的 2 000 亿元以发行央票的方式进行回收, 央行将多支付 43 亿元的回收成本。假设外汇储备中以美元为主, 且以投资美国国债为主, 外汇储备平均收益率约为 6%, 由于央票的发行成本以一年期发行利率计算已达 4%, 算上人民币对美元的升值所带来的损失 (2008 年 1~4 月人民币对美元升值已达 4.3%), 保守估计 2008 年发行的央票在运营后年平均亏损将达 1% 以上, 由于现平均每周发行一年期票据有 500 亿元以上, 因此 2008 年发行的一年期票据将在 2.5 万亿元以上, 以亏损 1% 计算, 则 2008 年央行发行票据亏损在 250 亿元以上。因此当前限制央票发行因素在于发行成本, 而发行成本与美国联邦基金利率走势和人民币对美元的升值幅度有关, 随着美元利率走低、人民币升值趋势持续, 央票发行成本则会走高。



（三）受制于美国利率走势等，我国利率上调空间不大

加息会导致投资和消费需求下降，有利于调节社会总供求。但加息受到两方面的因素制约：一是加息会直接抬高央票发行成本；二是与美元利率走势相反的加息会直接刺激热钱的流入。

从第一个因素的作用来看，由于央票利率与存款利率走势基本一致，每提高基准利率0.5个百分点，将导致央票利率提高0.5个百分点左右，每年将新增公开市场操作成本150亿元左右。如果考虑通货膨胀对实质利率的影响，2008年第一季度CPI上涨8%，其中新涨价因素为3%，2008年全年CPI翘尾因素为3.4%，考虑国际能源及粮食价格持续上涨，2008年第二季度以后物价总水平难有较明显的回落，以新涨价因素加上翘尾因素计算，2008年CPI涨幅将达到6.5%左右，高于一年期定期存款基准利率2.36个百分点。要使实质利率为正，基准利率至少要在6.5%以上。因此，如考虑2008年通胀水平，一年期存款基准利率的上调将对票据发行成本产生极大的上推压力。从第二个影响因素来看，近期美国联邦基金利率处于下降通道，上调利率将会导致中美利差扩大，在人民币升值预期依然较强的情况下，可能进一步加速热钱流入，进一步加剧当前流动性过剩状况。因此，美国利率走势压缩了我国利率上调的空间。

二、政策建议

（一）在流动性过剩问题没有根本解决之前，应坚持综合应用各种货币政策工具进行调控

从前面对货币政策各项工具的特点分析看，不同工具在调控方面具有一定的针对性，也存在一些不足（见表1）。在当前流动性过剩压力没有根本解决之前，各种货币政策工具须综合为流动性管理和币值稳定服务。近两年来，人民银行通过综合运用不同工具调控的策略，取长补短，提高针对性，较好地实现了加强流动性管理、合理分担调控成本的目的。目前，宏观调控任务远未完成，流动性过剩的压力远未从根本上缓解，新的国际国内形势给货币政策施加了新的约束。面对新情况，必须综合运用各种货币政策工具进行调控，很难说，哪一种工具可以用来单独解决问题。从目前情况来看，存款准备金率作用空间较大，央票作用次之，利率工具因美国货币政策走势而定。根据各种货币政策工具的作用特点，货币政策工具的选择受两种平衡线的约束：一是对冲流动性所推高的利率不能引致热钱流入，从而加剧流动性过剩。二是对冲流动性