

中国 货币政策工具研究

—— 汪 洋 著 ——

ZHONGGUO
HUOBI ZHENGCE GONGJU
YANJIU



中国金融出版社

中国货币政策工具研究

汪 洋 著



中国金融出版社

责任编辑：彭元勋 贾 真

责任校对：李俊英

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策工具研究 (Zhongguo Huobi Zhengce Gongju Yanjiu)/汪洋著.
—北京：中国金融出版社，2009.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4849 - 6

I. 中… II. 汪… III. 货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 177285 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com).

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 15.5

字数 280 千

版次 2009 年 3 月第 1 版

印次 2009 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 38.00

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4849 - 6/F. 4409

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

1	导 言
6	第一章 法定存款准备金制度
6	第一节 我国法定存款准备金制度的发展
7	一、法定存款准备金制度的主要内容及其功能
7	二、我国法定存款准备金制度的历史沿革
10	三、对我国法定存款准备金制度功能的传统认识
15	第二节 1998 年合并存款准备金账户的实质意义
15	一、我国设置支付准备金账户的历史原因
16	二、1998 年合并存款准备金账户的实质意义
16	三、第二存款准备金制度与备付金制度的差异
17	第三节 我国法定存款准备金制度具体规定的探讨
17	一、我国部分金融机构法定存款准备金缴存制度的变化
18	二、法定存款准备金制度中对非银行机构存款的规定
19	三、我国存款准备金付息制度的分析

26	四、动用存款准备金保支付问题
26	第四节 对我国法定存款准备金率历次调整的简要分析
27	一、1984—1999 年法定存款准备金率的下调及其效果
28	二、2003 年以来我国人民币存款准备金率的上调及其效果
34	三、2003 年以来我国外汇存款准备金率的上调及其效果分析
37	四、外汇存款准备金缴存制度的实施效果
38	本章小结
40	第二章 公开市场业务
41	第一节 我国公开市场业务概述
41	一、我国公开市场业务的发展
43	二、我国公开市场业务的主要方式
45	三、我国公开市场业务的招标方式
46	第二节 我国通货紧缩时期的公开市场业务
47	一、1998 年 5 月至 1999 年：以投放流动性为目标
47	二、2000 年：对冲向资产管理公司再贷款带来的流动性增加
48	三、2001 年：注入流动性以抑制通货紧缩
49	四、2002 年：全面对冲外汇占款投放的流动性
55	第三节 我国通货膨胀压力不断扩大背景下的公开市场业务
56	一、2003 年的公开市场业务
62	二、2004 年的公开市场业务
68	三、2005 年的公开市场业务
74	四、2006 年的公开市场业务
78	五、2007 年的公开市场业务

84	第四节 我国公开市场业务的特征总结
85	一、公开市场业务周期性显著，且与经济周期不一致
86	二、从政策意图上分析，以被动型对冲操作为主
86	三、缺乏财政政策的有效配合
86	四、一定程度上遏制了流动性泛滥的程度
87	本章小结
88	第三章 中央银行票据
89	第一节 我国中央银行票据的特征及其调控机理
89	一、我国中央银行票据的特征
90	二、发行中央银行票据与其他货币政策工具的对比
92	三、货币当局对发行中央银行票据的评价
93	第二节 我国发行中央银行票据的可持续性研究
93	一、我国发行中央银行票据的历程
94	二、我国发行中央银行票据的主要障碍
109	第三节 中央银行票据：终将消逝的货币政策工具
109	一、其他国家与地区的经验和教训
110	二、从货币政策与财政政策协调角度的分析
115	三、从货币政策与汇率政策协调角度的分析
115	四、中央银行票据能否成为中央银行宏观调控的主流工具
124	第四节 专项中央银行票据、定向中央银行票据与特种存款

124	一、我国发行专项中央银行票据的背景分析
127	二、发行专项中央银行票据带来的负面影响
128	三、定向中央银行票据
130	四、中国人民银行特种存款
130	本章小结
132	第四章 再贴现和再贷款
133	第一节 我国再贴现政策工具
133	一、典型市场经济国家再贴现政策工具的功能定位分析
134	二、1998 年以来我国再贴现业务的发展和功能定位的变化
138	三、我国能否借鉴“利率走廊”操作模式
139	第二节 我国再贷款政策工具
140	一、文献回顾
140	二、我国再贷款政策工具功能的演变
149	三、现阶段我国中央银行再贷款职能扩大化的危机与挑战
151	第三节 再贷款（再贴现）浮息制度的讨论
153	本章小结
155	第五章 邮政储蓄、政策性金融与货币政策
155	第一节 邮政储汇局、政策性银行和中央银行的资金关系
156	一、文献回顾
156	二、邮政储汇局与我国中央银行的资金关系
159	三、邮政储汇局与政策性银行之间的资金关系

160	四、中央银行发放的再贷款是否需要资金来源
161	第二节 我国金融系统是否从农村抽走资金
161	一、对农业发展银行的再贷款是否弥补了邮政储蓄抽走的资金
162	二、中央银行对“三农”的信贷投放整体在下降
164	三、国有商业银行的分支机构从县域经济撤出
165	四、对“三农”经济获得贷款的整体分析
165	第三节 邮政储蓄转存款利率与政策性金融债券利率的关系
167	第四节 邮政储蓄业务的影响——基于货币政策周期的分析
167	一、20 世纪 90 年代中期通货膨胀条件下邮政储蓄的紧缩作用
168	二、世纪之交通货紧缩状态下邮政储蓄的紧缩作用
169	三、2003 年以来邮政储蓄体制改革对货币政策造成的影响
171	本章小结
172	第六章 政府存款与流动性管理
172	第一节 我国国库管理制度的一般分析
173	一、我国传统国库管理制度的特征及其缺陷
174	二、我国国库管理制度改革的主要内容及其影响
175	第二节 国库账户管理制度变化对银行体系流动性的影响
175	一、1998 年法定存款准备金制度改革前财政支出对银行流动性的影响

176	二、1998 年法定存款准备金制度改革后财政支出对银行流动性的影响
178	三、实施国库单一账户改革后财政支出对银行流动性的影响
179	第三节 国库现金管理制度对银行体系流动性的影响
179	一、以美国为代表的银行存款模式
180	二、以英国为代表的债券投资模式
182	三、我国国库现金管理的现状及问题
184	四、我国两级政府存款体系制度的构想
186	第四节 对政府存款付息问题的讨论
186	一、中央银行是否应对政府存款付息
187	二、商业银行是否应对政府存款付息
190	本章小结
191	第七章 我国货币政策操作目标的研究
191	第一节 国外市场经济国家的操作目标模式
191	一、价格型的操作目标及其操作模式
192	二、数量型的操作目标及其操作模式
193	第二节 我国现行货币政策操作目标的主要问题
193	一、我国货币当局对货币政策操作目标的认识
193	二、现行做法可能遭遇的障碍
194	第三节 我国中央银行未来操作目标的选择
194	一、我国选用价格型操作目标的必要性
195	二、对我国几种主要利率作为基准利率的可能性分析
202	三、对我国货币市场基准利率的初步评价
208	本章小结

209	第八章 我国货币政策工具的制度背景
209	第一节 我国货币政策框架的总结
210	第二节 我国货币政策与汇率政策的冲突
221	本章小结
222	结束语 我国货币政策工具的特征总结
225	附录 货币当局与中央银行的辨析
225	一、对货币当局和中央银行的不同理解
227	二、货币当局与中央银行的差异
231	参考文献
237	后记

导 言

以 1998 年初取消贷款限额管理制度为标志，为执行稳健的货币政策，我国中央银行采取了降低法定存款准备金率、连续减息等各种传统的政策工具以刺激内需、遏制通货紧缩；与此同时，宏观金融间接调控的主要政策工具——公开市场业务——开始崭露头角。这一时期的货币政策工具的操作导向主要以扩张性为主，其调整以非常规方式为主。

2002 年 9 月，我国中央银行将尚未到期的正回购转为中央银行票据，此后发行中央银行票据逐渐成为我国最主要的货币政策工具。随着通货紧缩压力的消失，通货膨胀的压力日渐显现，以 2003 年 6 月中国人民银行出台 121 号文件为标志，此后的货币政策开始转向明显的紧缩性操作范式。提高法定存款准备金率、调高金融机构存贷款基准利率、发行中央银行票据以及多种政策工具搭配使用，成为市场关注的焦点。可以说，1998 年以来是我国货币当局综合运用各种货币政策工具最为频繁的时期。

在我国中央银行的货币政策工具箱当中，除了有法定存款准备金率、公开市场业务和再贴现等传统的“三大法宝”之外，还有诸如中央银行特种存款、邮政储蓄转存款等并不十分引人瞩目的政策工具，更有发行中央银行票据、专项中央银行票据等创新性的政策工具。这其中有的传统性的政策工具在国外已经不再发挥作用，如法定存款准备金率，但是在我国银行体系流动性过剩的条件下，其仍然是货币当局非常倚重的政策工具；有的政策工具，如发行中央银行票据，在成熟的市场经济国家并不是主流的政策工具，但在我国已经成为对冲外汇占款最为主要的手段；有的政策工具将不再发挥宏观金融调控的作用，如伴随着邮政储蓄体制的改革和中国邮政储蓄银行的诞生，邮政储蓄转存款制度将最终消失，我国中央银行不为人们所关注的一项紧缩性政策工具将不复存在。另外，在现阶段并没有正式成为政策工具的政府存款（国库现金余额），在有的国家已经是货币当局一项运用比较娴熟的政策工具，将来不排除其成为我国中央银行货币政策工

2 中国货币政策工具研究

具的可能。本书将逐一考察上述货币政策工具的历史沿革、功效及其面临的挑战。

从总体上来看,我国货币政策工具的变化一直伴随着体制性改革和政策性调整两个特征。所谓体制性改革,就是货币政策工具向其传统的宏观调控意义上复归,中国特色的成分日渐减少。所谓政策性调整,就是在经济周期的作用下,货币当局周期性地调整货币政策工具以熨平经济周期的波动。这两种调整的方向对货币政策的影响有时候是一致的,如1998年法定存款准备金制度的改革,既规范了法定存款准备金在实践中的具体做法,又增加了金融体系的流动性。有时候这两种调整的影响方向是完全相反的,如经济过热要求货币当局紧缩整个金融市场的流动性,然而国库现金管理制度市场化导向的改革——政府存款的商业化运作,又将增加市场上的流动性。总之,在货币当局运用政策工具的过程中,这两类性质的调整相互交织在一起。因此,本书的重点之一是对我国货币当局的各种货币政策工具进行全面的回顾和剖析,揭示在各个阶段货币政策工具受体制性改革和政策性调整两类因素的影响及其所发挥的积极作用与不足,并提出改革的方向和政策建议。

不论是传统的货币政策工具,还是我国近年来频繁使用的货币政策工具,其目的在于影响金融体系超额准备金的数量和价格水平(货币市场利率)。由于金融调控方式和金融市场发育程度的差异,各国中央银行选择的操作目标通常分为两大类:一类是价格型操作目标,如美联储的联邦基金利率、英格兰银行的14天期的回购利率等利率指标;另一类是数量型操作目标,典型的如处于通货紧缩期间日本中央银行采用的存款准备金指标。通常,各国中央银行选择其中的某一类指标作为其操作目标,而不会同时要求实现价格类和数量类两类目标。从中央银行资产负债表来看,有的工具是从其资产方来实现这一目的,如公开市场业务、再贴现等业务;有的工具则是从负债方来实现,如法定存款准备金制度、邮政储蓄转存款和发行中央银行票据等。不论是从资产方还是负债方,中央银行运用货币政策工具的主要政策指向都是实现或者达到其预定的某一类操作目标。

进入21世纪以来,我国中央银行货币政策工具调控的重点集中体现在中央银行的负债方。现阶段中国人民银行选择的操作目标是基础货币,同时对货币市场利率的关注程度在日益提高。处于转型、发展和开放的宏观经济背景下,我国中央银行未来应选择何种类型的操作目标呢?货币当局2007年推出的Shibor前景如何?对这一问题的讨论将构成本书的重要内容之一。

亚洲金融危机爆发后,1998—2002年我国经济一直陷于通货紧缩之中,中国人民银行除了调整存款准备金率、再贷款、再贴现等传统的货币政策工具外,

更突出的是货币当局的业务对象从传统的银行类金融机构扩展到新成立的金融资产管理公司。2003 年以来,通货膨胀则成为我国经济运行的主要威胁,我国货币当局不仅相继推出了各种新型政策工具及其组合,典型的如中央银行票据,而且还将法定存款准备金率的运用发挥到极致,如 2007 年上调法定存款准备金率达到 10 次。然而,不论是针对通货紧缩还是通货膨胀,货币政策工具的运用效果均不明显,这是什么原因导致的呢?笔者以为,不能仅仅从货币政策工具本身来进行分析,必须跳出这一窠臼,即从我国货币政策框架的角度来进行探讨货币政策工具的效果。因此,对我国货币政策框架的分析以及在这一框架下揭示货币政策工具效果不显著的主要原因也是本书的重要内容之一。

综上所述,本书将对我国改革开放以来各种货币政策工具进行全景式的回顾和剖析,通过对我国货币政策的操作目标和货币政策框架进行分析,揭示我国货币政策工具效果不显著的深层次原因。本书对我国各种货币政策工具的讨论主要围绕以下几个方面的问题展开:

第一,传统的货币政策工具存在哪些不为人们所关注的特点和模糊认识?应该在哪些方面进行改进?

第二,若干新型的货币政策工具在未来能否继续保持其主流地位,它们又何以能或者何以不能成为主流的货币政策工具?

第三,货币政策的操作目标与一国主流的货币政策工具选择密切相关,因此本书用专门的一章探讨适合我国国情的货币政策操作目标。

第四,从更深层次的角度来看,货币政策工具的效果受制于货币政策的框架。那么我国现阶段的货币政策框架是什么呢?本书将以 1994 年以来我国货币政策与汇率政策发生的三次冲突为主线,概括出我国的货币政策框架。在此基础上,本书将探讨我国货币政策工具效果不显著的深层次原因。

本书的结构如下:

第一章通过对我国法定存款准备金出台历史背景的分析,解释存款准备金制度和当时“实贷实存”信贷管理体制并存的内在原因,由此剖析对存款准备金功能的不同理解。通过探讨我国在采用该政策工具时的若干政策细节,进一步澄清对该制度的若干模糊认识。最后对 2003 年以来中国人民银行连续多次上调法定存款准备金率进行了分析。

第二章研究公开市场业务,探讨我国公开市场业务的独特特征,全面描述我国公开市场业务的发展历程,并探讨其发展前景。由于 2002 年以来我国的公开市场业务主要以发行中央银行票据为主,因此在第三章重点讨论中央银行票据。

第三章分析中央银行票据与其他货币政策工具的差异,介绍其他国家和地区

4 中国货币政策工具研究

采用这一政策工具的经验与教训,分析该政策工具与财政政策、汇率政策的协调问题,探讨该政策工具能否成为未来主流的政策工具。最后还分析了我国中央银行发行用于解决农村信用社不良资产的专项中央银行票据问题。由于公开市场业务和发行中央银行票据是进入 21 世纪以来中国人民银行重点采用的政策工具,因此这两章构成本书的核心。

第四章研究再贴现和再贷款。再贴现仅仅是作为辅助的货币政策工具在使用,再贷款业务已经不再成为我国中央银行投放基础货币的主要渠道,未来我国再贴现和再贷款政策工具的功能应该如何定位,我国如何借鉴西方国家主流的“利率走廊”操作模式,这些都是本章重点探讨的问题。

第五章从政策工具的角度分析邮政储蓄转存款的历史背景和政策功效,揭示邮政储蓄、中央银行与政策性银行之间的相互关系,分析邮政储蓄体制改革将带来的政策冲击。

第六章探讨政府存款能否作为一项货币政策工具为货币当局所运用。在不少工业化国家,财政部主动与中央银行进行协调,通过政府存款在中央银行和商业银行之间的转移,一方面平抑政府税款的收入与财政支出对金融体系超额准备金和货币市场利率的影响,另一方面也通过这种调整,主动协助中央银行实现其政策目标,因此本章在分析我国现行国库单一账户制度改革的基础上,探讨其成为新型货币政策工具的可行性。

第七章是对我国货币政策操作目标的分析。之所以探讨这一问题,主要原因在于货币当局运用政策工具时必然有所指向,这就涉及货币政策操作目标类型的选择。就我国的发展趋势而言,从数量型的操作目标向价格型的操作目标过渡是一种必然的选择,在这个基础上,选择何种价格型的操作目标是本章探讨的重要内容之一。

第八章以我国现阶段货币政策框架为切入点,以 1994—2007 年我国货币政策与汇率政策冲突为主线,探讨和揭示我国货币政策工具事倍功半的制度性原因;并对我国改革开放以来货币政策工具的改革、发展、运用进行全景式的归纳和总结。

本书的主要结论:

第一,本书的切入点是在货币政策与汇率政策存在冲突的货币政策框架下,审视我国货币政策工具的运用、发展、改革和创新问题。显然这种冲突明显制约了我国货币政策工具的运用效果,要改变这一状态,我国货币当局必须解决这种制度上内生的政策矛盾。也只有消除这一矛盾,货币政策工具的运用才会应付裕如、游刃有余。

第二,我国货币政策工具的变化一直伴随着体制性改革和政策性调整。前者体现为政策工具的市场化特征不断提高,其运行轨迹基本上可以归纳为从对金融机构直接的价格—数量双重控制逐渐转变为对中央银行自身资产或负债价格—数量的双重控制;后者要求政策工具的变化随经济周期变化。这对货币政策工具的运用有时候会出现相互矛盾的信号。

第三,我国货币政策工具普遍存在“功能错位”的现象,如对资产管理公司的再贷款、发行专项中央银行票据解决不良资产问题,尽管在短期内货币政策代替财政政策能解燃眉之急,但在长期内这种功能错位带来的危害是明显的。

第四,我国中央银行在经济萧条时期和经济繁荣时期对运用货币政策工具的侧重点各有不同。在通货紧缩时期,我国货币当局以非常规的政策措施调整传统的政策工具,如大幅度降低法定存款准备金率、连续降息等手段来刺激国内需求;在通货膨胀时期,则进行政策工具创新,如回购操作和发行中央银行票据,这些政策工具日益成为货币当局最为倚重的政策工具。

第五,正是由于各个领域都在实行制度改革,并且又都是以解决本部门的首要问题为核心,因此各部门制度改革的相互衔接问题没有被充分考虑到。货币政策不仅仅要用于平抑经济周期的波动,在我国还必须考虑由于种种制度改革对货币政策所造成的冲击。如目前推行的国库单一账户改革和邮政储蓄制度的改革均是如此。

第一章

法定存款准备金制度

法定存款准备金制度最初为美联储所采用，此后逐渐成为各国中央银行最重要的货币政策工具之一，也是对流动性调整力度相对最大的一项政策工具。其最初目的在于保证商业银行的支付和清算，防止金融机构大量贷款而导致的流动性不足，从而影响对客户支付能力。从世界范围来看，法定存款准备金制度作为调整金融机构流动性的“利器”，并不常用。近年来，随着金融全球化的加剧，各国货币当局纷纷降低法定存款准备金率，有的中央银行甚至执行零存款准备金率的政策，以强化本国金融机构的竞争力。

我国于1984年开始实施法定存款准备金制度，这也是中国人民银行开始正式发挥中央银行职能的开始。在法定存款准备金制度实施之初，中国特色的成分非常明显，国内学者对此有若干不同的认识。1997年下半年中国经济陷入通货紧缩之后，中国人民银行决定进行存款准备金制度改革，并先后两次下调法定存款准备金率以刺激内需。2003年以来，中国人民银行频繁向上调整法定存款准备金率，并成为货币当局非常倚重的紧缩性调控手段。

本章将主要考察我国中央银行实施法定存款准备金制度的根源、对其存在的不同认识以及该制度在实践过程中的若干问题。本章的结构如下：第一节分析我国法定存款准备金制度的发展，第二节分析1998年我国法定存款准备金制度改革的实质意义，第三节是对我国法定存款准备金制度具体规定的探讨，第四节是对2003年以来的法定存款准备金率向上调整的分析，最后是小结。

第一节 我国法定存款准备金制度的发展

自从我国法定存款准备金制度确立后，其制度建设经历了一个不断规范的过程。国内学者对存款准备金率的理解方面，还出现过不少模糊认识。本节通过对

国外法定存款准备金制度功能的介绍，试图澄清我国法定存款准备金制度产生后所产生的一系列模糊认识。

一、法定存款准备金制度的主要内容及其功能

一般来说，在各国法定存款准备金制度的实践当中，其主要内容包括以下方面：法定存款准备金率的调整、对缴纳法定存款准备金机构类型和负债类型的规定（机构是否属于存款货币银行的范畴，负债是否是存款类型的资金来源，准备金率是单一型的还是累进型的）、充当准备金资产的种类（除了在中央银行的存款之外，是否包括库存现金、短期债券等）、存款准备金的计提方式（平均型还是时点型，同期型还是滞后型）、对金融机构持有法定和超额存款准备金的利息补偿规定、违反缴存制度的相关罚则等。

法定存款准备金制度的功能主要体现在两方面：第一，调控金融体系流动性松紧；第二，旨在缓解货币市场短期利率波动。从世界范围来看，第一项功能逐渐弱化，第二项功能日渐显著。例如，在欧洲中央银行成立之初，关于在欧元区内是否实行法定存款准备金制度就存在激烈的争论。以英国为代表的一方认为，法定存款准备金制度会有损于欧元区金融机构的竞争力；而以德国为代表的另一方则认为，法定存款准备金制度还必须保留，因为在欧元问世之初的转轨时期，存款准备金的要求会使金融机构对中央银行基础货币的需求保持在一个相对稳定的水平上，从而缓解货币市场短期利率的波动，进而便于货币当局对货币供应量的控制（Eijffinger and de Haan, 2000）。欧洲中央银行最终采取了这一制度，欧元区各商业银行根据法定存款准备金率的规定计算每日的月平均储备率来确定最低的储备额，这便于商业银行平抑临时性的流动性短缺（De Grauwe, 2003）。由于这一做法增加了欧元区各家商业银行的经营成本，遭到了它们的普遍反对，为平息这一矛盾，欧洲中央银行决定对最低准备金进行补偿。

二、我国法定存款准备金制度的历史沿革

（一）我国法定存款准备金出台的历史背景

我国法定存款准备金制度从1984年开始实行，这是以中国人民银行开始承担中央银行职能为前提的。在该制度实施之初，我国中央银行采取了差别存款准备金率制度，按存款种类核定存款准备金比率，即企业存款为20%，储蓄存款为40%，农村存款为25%。与法定存款准备金制度同时出台的还有中国人民银行实施的信贷资金管理办，即“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”。为什么这两个制度会同时出台？这主要源于两方面：