

“利率走廊”调控的 理论与实践

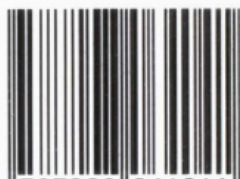
货币政策操作的新思路新方法

胡海鸥 贾德奎 著

世纪出版集团 上海人民出版社

上架建议：财政金融

ISBN 7-208-06404-0



9 787208 064041 >

定价 25.00 元

易文网: www.ewen.cc

“利率走廊”调控的 理论与实践

货币政策操作的新思路新方法

胡海鸥 贾德奎 著

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

“利率走廊”调控的理论与实践: 货币政策操作的新思路
新方法/胡海鸥, 贾德奎著.

—上海: 上海人民出版社, 2006

ISBN 7-208-06404-0

I. 利... II. ①胡...②贾... III. 利息率-研究

IV. F830.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 078001 号

责任编辑 林 芸

封面装帧 陈 楠

“利率走廊”调控的理论与实践

——货币政策操作的新思路新方法

胡海鸥 贾德奎 著

出 版 世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

出 品  上海世纪出版股份有限公司高等教育图书公司
www.hibooks.cn
世纪出版 (上海福建中路 193 号 24 层 021-63914988)

发 行 世纪出版集团发行中心
印 刷 上海商务联西印刷有限公司
开 本 850 × 1168 毫米 1/32
印 张 10.25
插 页 2
字 数 217,000
版 次 2006 年 8 月第 1 版
印 次 2006 年 8 月第 1 次印刷
ISBN 7-208-06404-0/F·1456
定 价 25.00 元

序

我很乐意为胡海鸥和贾德奎写的专著作序,不仅因为胡海鸥是我的第一位博士生,更因为他们研究的利率走廊调控比较领先,分析这种方法在我国应用的视角也比较有特色。

以我国目前公开市场的成熟程度而言,要将其培育到能够发挥调控利率作用的地步,还需要相当长的时间,因为公开市场培育不仅在于它的本身,还要受到一系列经济、金融以及外部各种条件的限制。在此期间,利率调控还在很大程度上依靠行政手段。而只是运用行政手段调控,利率就不能随行就市地波动,利率市场化进程势必受到制约。这就需要寻找既不用公开市场,也不用行政手段调控利率的可能性。本书的研究因此具有相当重要的理论与现实意义。

利率走廊调控实际上是用央行的存贷款利率设定市场利率的波动区间,这就能将市场利率的均衡确定在央行期望的范围内,从而使得央行逐渐趋于向市场表达自己的意向,而不必过多地进行实质性的公开市场操作,因此能大大降低央行的调控难度和调控成本。更重要的是,这样的调控充分尊重所有市场参与者的利益,它是以市场交易的方式进行调控,而不是建立在市场主体对管理层的服从之上,市场规律因此得到最大限度实现,这就能避开行政手段调控的主要弊端。还有,这样的调控方式似乎也不必等到公开市场发育得非常成

熟,这就有利于用来解决在我国公开市场操作不成熟条件下的利率市场化和利率调控问题。

本书的研究非常具体细致地说明这种调控方式的含义、机制和效果,也探讨运用这种方式所不可或缺的前提条件。这可以帮助读者比较系统完整地理解这种正在成为调控趋势的操作方式,及其长短利弊。更重要的是,本书的研究还深入细致地分析和探讨运用利率走廊调控所需的体制条件,这是在发达国家的论述中所没有的,因为它们调控方式是从既定体制中生长出来的,体制前提是从来就有,不言自明,也是无需论证的。但是,对发展中国家来说,却非得深入地探讨这个问题不可,否则,正如书中所说的,会遭遇“排异”反应。本书的这个研究视角是不多见的,也是难能可贵的。

可以肯定地说,本书的研究还没有解决有关利率走廊调控的所有问题,在中国应用这种调控方式还需要作进一步的研究和探讨,但是,这一研究开启了一个方向,希望有更多理论和实务界的人士参与深化、拓展和丰富这个问题的讨论。这对提高我国利率调控的水平,加快利率市场化进程将大有裨益。

盛松成

2006年5月13日

1 “利率走廊”调控的含义与操作/1

- 1.1 利率走廊的含义/1
- 1.2 利率走廊调控在各国的操作/3
- 1.3 国内外相关研究综述/20
- 1.4 小结/27

2 “利率走廊”调控的运行机制/31

- 2.1 以美国为例的传统利率调控模式/31
- 2.2 美联储的改革对储备需求的影响/35
- 2.3 利率走廊调控模式的作用机制——加拿大的操作/40
- 2.4 利率走廊调控的主要优点/61
- 2.5 利率走廊与“告示效应”/65
- 2.6 小结/71

3 “利率走廊”调控的两种模式/74

- 3.1 对商业银行储备供求模型的研究综述/74
- 3.2 余额准备金制度中的利率走廊调控/78
- 3.3 零准备金制度中的利率走廊运作/89
- 3.4 小结/101

4 “利率走廊”调控的理论继承与突破/104

- 4.1 货币供给决定理论/104
- 4.2 货币需求决定理论/118

4.3 两种理论支撑“利率走廊”/135

4.4 小结/142

5 “利率走廊”调控的依托条件/146

5.1 比传统调控方式要求更新的条件/146

5.2 与传统调控方式共享的金融市场条件/161

5.3 与传统调控方式共同依托的市场条件/185

5.4 小结/194

6 我国推行“利率走廊”的必要与可能/198

6.1 顺应利率调控大趋势的客观需要/198

6.2 加快利率市场化进程的可行选择/205

6.3 降低目前调控成本的有效方式/208

6.4 引导早熟预期的必要选择/211

6.5 “利率走廊”所需市场条件相对宽松/213

6.6 我国央行对市场有很强的影响力/216

6.7 我国银行间同业拆借市场已较成熟/218

6.8 小结/223

7 我国实行利率走廊调控所欠缺的条件/228

7.1 我国拆借利率波动较大的主要原因/228

7.2 我国拆借利率决定的特殊性及其主要局限/235

7.3 制约我国实行利率走廊调控的其他原因/239

7.4 小结/266

8 我国推行“利率走廊”调控的可行步骤/268

8.1 确定利率上下限的基本思路/268

- 8.2 央行代扣结算,消除多元拆借利率/273
- 8.3 不再以货币供给量为中介目标/274
- 8.4 凸显拆借利率的核心地位/277
- 8.5 完善电子结算系统,降低准备金率/278
- 8.6 推行市场化调控,改变央行的信誉基础/282
- 8.7 培育和引导公众的理性预期/286
- 8.8 建立适合我国国情的通胀目标制/288
- 8.9 商业银行的经营目标就是利润最大化/292
- 8.10 缩小个人利益与企业银行利益的背离/294
- 8.11 把政策操作转移到货币需求管理上来/295
- 8.12 建立相应的汇率目标区间/297
- 8.13 小结/301

参考文献/305

后记/318

1 “利率走廊”调控的含义与操作

利率走廊调控与传统的公开市场操作调控利率的方式不同,它主要通过变动央行的存贷款利率,而基本无需买卖国债,来调节货币供给量。目前这种调控方式正在为越来越多的处于不同经济发展阶段的国家所采用。

1.1 利率走廊的含义

利率走廊^①(interest rate corridor)不是一个创新的名词,它早就出现在有关公司债务管理的文献中,但是,利率走廊调控则是近十年来国外实行的货币政策操作新方法。国内还鲜有这方面的介绍和说明。

在债务管理中,利率走廊是企业进行债务操作的一种方式:也就是设定利率变动的上下限,只要利率达到上限,企业就坚决买入某种资产;而一旦降到下限,企业就坚决卖出某种资产,以此来规避利率波动的风险。而在货币政策操作中,利率走廊调控则是央行通过设定和变动自己的存贷款利率,实现对同业拆借利率的调节和控制,主要用来稳定、公开和简便利率政策的操作。

如图 1.1 所示,其上限为央行向商业银行发放贷款的利率,下限为商业银行在央行存款的利率,中间为央行调控的目标,即商业银行同业拆借利率。实际拆借利率在央行存贷款

利率之间波动,该存贷款利率的区间就成了实际拆借利率随时间推移而游走的通道,拆借利率不会越过央行存贷款利率的上下限,这一上下限就被称为利率走廊。央行提高贷款利率,降低存款利率,同业拆借利率波动的幅度相应变宽;反过来,降低贷款利率,提高存款利率,同业拆借利率波动范围变窄。商业银行的盈利空间随之发生变化。央行也可以提高自己的存贷款利率,拆借利率随之上升;反之,拆借利率将相应下降。通过这种方式,央行可以将拆借利率调节在自己期望的水平上,而不像过去那样,主要通过公开市场的国债买卖来实现对拆借利率的调控。

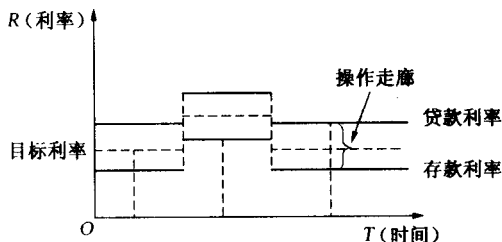


图 1.1 利率走廊示意图

需要指出的是,利率走廊调控与管制利率浮动上下限的形式颇为相似,因为大家都调控利率波动的上下限,但是,这两者的本质却有着根本的不同。这种不同主要表现在以下几个方面。(1)调控的对象不同:利率走廊调控的是央行自己的存贷款利率,且只调控一个存款利率和一个贷款利率。利率管制浮动调控的是商业银行存贷款利率波动的上下限,存款利率和贷款利率各有自己的上下限,这就至少有 4 个利率。

(2)调控者的地位不同:在利率走廊调控中,央行是同业拆借市场最大的庄家,它通过吸收存款、发放贷款的實力影响市场参加者的利率决定方式。在利率管制浮动中,央行是市场的最高决策者和监督执行者,它以行政命令规定商业银行的利率波动限度。(3)调控的方式不同:利率走廊通过市场手段进行调控,商业银行按照利润最大化的要求决定自己的利率。它把同业拆借利率控制在利率走廊中,不是出于对央行的服从,而是因为在利率走廊之外的利率不符合它们的利益。利率管制浮动通过行政手段规定商业银行的利率,商业银行将存贷款利率限制在管制浮动的限度内,不是因为利率超出这个位置不符合商业银行的利益,而是因为必须服从央行的指令。比较原来完全不能浮动的利率,管制浮动已经朝着市场化的方向跨出了一大步,但是服从央行指令的本质依然没变化。(4)调控的效果不同:利率走廊调控相当稳定,并且随着时间的推移,同业拆借利率波动的幅度越来越小,无限趋近于央行的目标利率。利率管制浮动的稳定性相对较差,尽管对违规银行配套的行政制裁越来越严厉,但是,只要外部经济环境发生较大的变化,违规操作的事情就会屡禁不止,所以商业银行的利率不会自发趋近于央行的目标利率。

有关利率走廊和管制浮动的不同,笔者还会在以后的讨论中作进一步的分析证明。

1.2 利率走廊调控在各国的操作

在不到十多年的时间里,利率走廊就普遍应用于许多经济、金融发展程度不同的国家和地区,目前明确采用利率走廊

调控模式的国家有 G7 中的加拿大、德国、法国和意大利；欧洲的瑞典、瑞士、芬兰、匈牙利、斯洛文尼亚等和欧元区建立后的欧洲央行；还有大洋洲的澳大利亚、新西兰和亚洲的印度、斯里兰卡，甚至包括非洲小国纳米比亚等。以下主要介绍几个不同国家或地区的利率走廊调控实践。

1.2-1 德国和欧洲央行的利率走廊调控

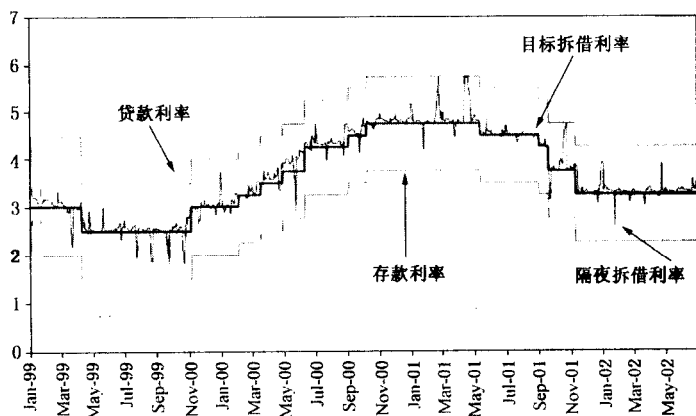
德国联邦银行是最早运用利率走廊调控的央行之一。从 1985 年开始，德国联邦银行就实行了灵活的货币市场管理政策，即通过设定利率走廊来控制货币市场利率的波动范围 (Daniel C. Harely, 1998)。利率走廊上限为伦巴德利率 (指由央行对商业银行的抵押贷款利率^②，根据德意志联邦银行法的规定，德意志银行有权在接受合格证券抵押的情况下向商业银行发放 3 个月以下期限的伦巴德贷款。该贷款原则上是为了弥补头寸不足的应急贷款，一般为 1—7 天，其利率高于再贴现率，并跟随其变化，它们之间的差额一般在 1—2 个百分点的幅度内变动，抽紧银根时大一些，放松银根时则相对小一些。伦巴德利率是联邦德国货币市场上最高的日拆利率，它每月公布在德意志银行的月报上，每年都有数次变动)。利率走廊的下限是联邦银行的贴现率。尽管，伦巴德贷款的限制较少，但是它要求商业银行提供足够的抵押品，这就能够制约对上限利率的贷款需求，伦巴德利率因此能够比较有效地充当货币市场利率的上限。同时，以贴现率为利率走廊的下限，却无法阻止市场利率的下降，因为在市场上流动性比较充裕的情况下，商业银行可以以更低的利率从同业市场拆入资金，而不向德国联邦银行要求贷款，同业拆借利率就会低于

作为下限的联邦贴现利率。可见,在德国较早的利率走廊实践中,利率走廊调控模式的优势并没有充分发挥出来,它能控制拆借利率的上限,却不能控制拆借利率的下限,因为德国联邦银行贴现利率并不适宜作为利率走廊的下限。笔者将在后面的讨论中分析这种不适宜。

1998年7月欧洲央行诞生,它在货币政策的操作上借鉴了德国联邦银行的做法,但是,与德国央行不同的是,欧洲央行重新定义利率走廊,把向商业银行提供抵押贷款的融资利率作为利率走廊的上限,而将商业银行在央行的储备存款利率作为下限(Carol C. Bertaut, 2002)。如此设定有效地避免了市场利率突破利率走廊的上下限。但是,设定的央行存贷款利率上下限的区间过大,留下了利率波动幅度过大的问题。目前欧洲央行的存、贷款利率和目标拆借利率分别为1.0%、3.0%和2.0%,利率走廊上下限的利差为2个百分点,超过大多数国家1.0%的利差,这就允许同业拆借利率有较大幅度的波动空间。同时,商业银行向央行借款的成本相对较高,它们就不会轻易向央行借款。加上,欧洲央行要求商业银行持有最低存款准备金,在准备金保持期的不同阶段,商业银行的储备需求变动相当之大,特别在准备金保持期的最后一天。因为,商业银行不轻易向央行借款,它们的储备需求就转化成对同业拆借市场的资金需求,从而造成当天同业拆借利率的大幅攀升。这不能不是欧元区货币市场利率整体波动幅度较大的重要原因之一。

如图1.2所示,上限为央行的贷款利率,下限为商业银行在央行存款的利率,中间的实线为央行的目标拆借利率,上下波动的曲线为实际的隔夜拆借利率。显然,实际利率没有越

出利率走廊的上下限,这表明欧洲央行利率走廊运作的有效性,但同时,尽管实际拆借利率有多次的下降,但是,在总体上利率上升的压力仍是非常明显的。并且,比较后面加拿大、新西兰和澳大利亚的拆借利率波动图,欧洲的拆借利率波动的幅度明显要大。

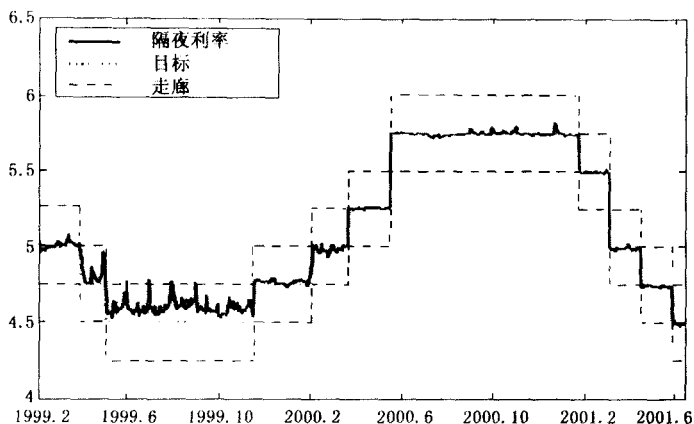


资料来源: Stephen Cecchetti and Roisin Sullivan, "The European Central Bank and The Federal Reserve", NBER Working Paper, December 2002, p. 16.

图 1.2 欧元区隔夜拆借利率调控示意图(1999.01.01—2002.06.01)

1.2-2 加拿大、新西兰和澳大利亚的利率走廊调控

从上世纪 90 年代开始,加拿大、新西兰和澳大利亚先后采用了利率走廊调控模式(Michael Woodford, 2001)。与德联邦银行和欧洲央行相比,这三国的利率走廊调控效果比较明显。从图 1.3、图 1.4、图 1.5 中我们可以直观地看出,它们



资料来源: Michael Woodford, “Monetary Policy in the Information Economy”, NBER Working Paper, December, 2001, No. 8674, p. 44.

图 1.3 加拿大隔夜拆借利率调控示意图(1999.01.01—2001.06.10)

的实际拆借利率都能被稳定地控制在央行的目标水平上,即便有限的几次波动,其幅度都远远小于德联邦银行和欧洲央行。因此有理由认为,利率走廊调控模式在这三个国家的实践已经趋于成熟。

所以取得这样效果的原因首先在于这三个国家的利率走廊区间设定相对较小,它们央行存贷款利率分别与目标利率相差 25 个基本点,如加拿大银行目前的存、贷款利率和目标拆借利率就分别为 2.5%、3.0% 和 2.75% (Michael Woodford, 2001),这就决定了这三国的同业拆借利率只能在上下 0.5% 的区间中波动,而不像欧洲的同业拆借利率要在 2% 的区间中波动。同时,这三国商业银行向央行借款的成本也只是欧洲商业银行向欧洲央行借款成本的二分之一,商业银行