

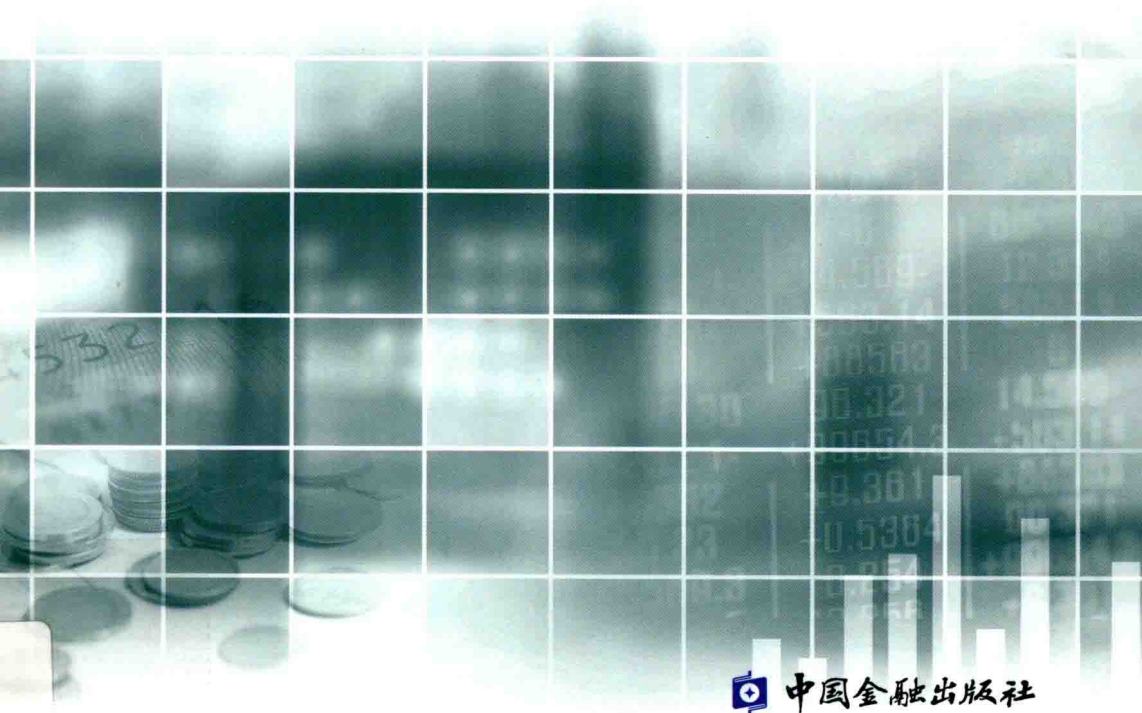


中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

Interest Rate Transmission under the
New Monetary Policy Framework

新货币政策框架下的 利率传导机制

马骏 纪敏 等著



 中国金融出版社

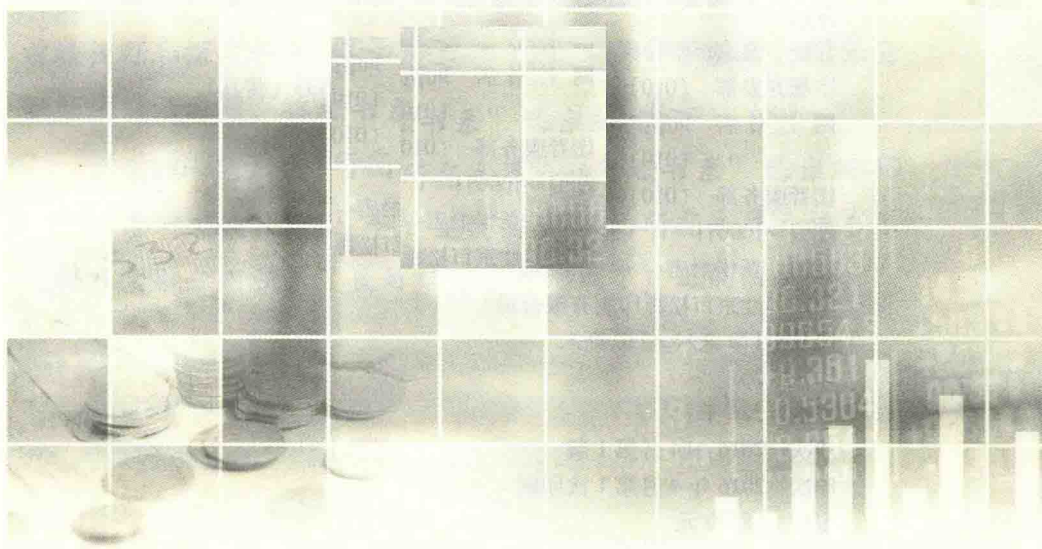


中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

Interest Rate Transmission under the
New Monetary Policy Framework

新货币政策框架下的 利率传导机制

马骏 纪敏 等著



 中国金融出版社

责任编辑：董 飞

责任校对：潘 洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

新货币政策框架下的利率传导机制 (Xinhuobi Zhengce Kuangjia Xiade Lili Chuandao Jizhi) / 马骏等著. —北京: 中国金融出版社, 2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8430 - 2

I. ①新… II. ①马… III. ①利率政策—研究—中国
IV. ①F832. 22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 052626 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 170 毫米 × 230 毫米

印张 26

字数 323 千

版次 2016 年 4 月第 1 版

印次 2016 年 4 月第 1 次印刷

定价 68.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8430 - 2/F. 7990

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。



中国金融四十人论坛书系 CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版40余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

序 言

2015年10月，中国人民银行宣布取消对存款上限的管制。中国从1996年启动利率市场化以来，到此终于取消了对所有主要利率的管制。这是一个里程碑式的事件。从利率市场化近二十年的历程来看，以1996年放开银行间同业拆借利率为起点，在2003—2004年取得了较为突出的进展，金融市场利率全面放开，存贷款利率上下限有所扩大。此后，受外汇储备积累过快、外汇占款向市场释放流动性过多等因素制约，宏观调控工作的重点转为运用数量型工具对冲过剩的流动性，利率市场化的步伐也有所放缓。2012—2013年以来，利率市场化的进程重新加快，直至最近基本取消利率管制。

利率市场化是让市场在配置金融资源和其他资源过程中发挥决定性作用的关键。在许多情况下，土地、劳动力、技术的配置是随着资金的配置而进行的：投资者决定将资本投入某一个行业、企业和项目之后，这些资金就会用于购买相应的其他投入品，从而引导整个社会的资源配置。如果利率受到过度管制，整个社会资源的配置就会被扭曲，资金就可能被过度配置于低效的部门。通过利率市场化，让价格机制更多地将资金配置给国民经济的高效部门，对经济发展和提高老百姓生活水平都是有好处的。

另外，利率市场化还有助于金融产品的多样化发展，满足不同类型投资者的需要。从投资需要来看，不同类型的投资者的偏好不同。比如养老基金、保险公司的投资，以及用于养老的和给子女结婚准备的个人投资，就倾向于投长期资产。再如，企业有现金管理



的需求，一些个人投资者也需要为随时需要支取的钱进行短期投资，这些资金就需要投资于期限较短的金融产品。只有利率市场化了，带动金融产品多样化发展，对不同期限、不同风险等级的产品进行差异化定价，才能满足多样化的投资理财需求。

利率市场化的另外一个重要意义在于为货币政策框架转型创造基础条件。过去，在经济和金融发展水平较低的阶段，货币供应量与通胀率之间的关系比较稳定和清晰。在那个阶段，只要将货币供应量的增长率控制在合适水平，通胀率就基本控制住了，名义GDP的增长速度基本可以把握住。因此，在转轨初期，货币政策必然比较倚重数量型的中介目标和政策工具。但是，国际国内的实证经验都表明，在金融创新加速、资本项目逐步开放、资本市场受利率预期影响日益强化的情况下，货币需求会变得越来越不稳定。在这种情况下，将货币供应量的增速控制在某一个既定的水平，反而可能加大利率的波动，而利率过度波动则不利于经济的稳定发展。另外，从实证研究的一些结果来看，最近七八年以来我国的货币供应量与通胀率之间的相关性也确实大幅下降。同时，与货币供应量创造渠道较为局限于银行信贷渠道不同，利率变动的影 响是覆盖所有信用与投资活动的，包括债市、股市等直接融资以及外汇市场，都会受利率变动的直接影响。这些情况都表明了从数量型的货币政策框架逐步向价格型框架转型的必要性。

但是，放开利率上限并不意味着新的货币政策框架会自动成形。培育和构建新的货币政策框架的一项重要任务，就是建立有效的利率传导机制，即从政策利率向其他市场利率有效传导的机制。这个题目就是中国人民银行研究局首席经济学家马骏博士和金融研究所副所长纪敏博士等著的《新货币政策框架下的利率传导机制》一书的研究内容。这项研究有重要的理论意义和现实意义。从理论上讲，虽然我们对目前传导机制所面临的问题有许多直观的感受，但还缺乏系统、严谨的分析框架和与国际经验的比较。本书用静态、动态

一般均衡模型，比较全面、系统地描述了在理想体制下和有各种扭曲因素的体制下影响利率传导的因素和这些因素对传导效率的影响，并用实证数据进行了许多定量分析，量化了我国利率传导的效率和受阻的程度。这些分析既是理论和方法上的创新，也为我们准确判断利率传导机制的现状提供了有益的参考。

从实践意义来看，这项研究的成果可以说正当其时。如果未来的政策利率无法有效地传导到存款利率、贷款利率和债券收益率，则在新的货币政策框架中调整政策利率就无法产生预期的调控宏观经济的效果。因此，未来一段时间的货币政策框架转型改革的关键就在于弄清楚哪些具体因素阻滞了政策利率向存贷款利率的传导，哪些具体因素阻滞了政策利率向债券收益率的传导。马骏等学者在本书中所提出的一个重要结论是，过去体制下的一些管制手段和特点，包括存贷比上限、合意信贷规模、很高的存款准备金率等，在当时的经济环境下都曾发挥过积极的作用，但在未来会不同程度地弱化和扭曲政策利率向其他利率的传导。大家可以看到，最近人大常委会已经将存贷比上限改为监测目标，人民银行于2016年年初推出的新的宏观审慎评估系统（MPA）正致力于改善合意贷款规模的管理方式，过去一年多以来法定存款准备金率也已多次下调。这些变化都将有助于改善未来的利率传导机制。

本书还研究了其他一些影响利率传导机制的因素和相关的改革措施。比如，书中强调，短期利率过度波动不利于市场形成对未来政策利率的预期，自然也不利于疏通利率传导机制，因此有必要通过构建利率走廊来稳定短期利率。这个观点与我们在实际操作中的努力方向是一致的。最近，人民银行在构建利率走廊的方向上进行了积极的探索，通过提高对短期利率稳定性的关注度、更加频繁使用公开市场操作、建立有走廊上限意义的SLF（常备借贷便利）等机制，从2015年下半年以来有效地降低了短期利率的波动。另外，本书用了不少篇幅讨论收益率曲线在债市利率传导中的作用，认为



目前传导机制的部分缺陷与国债发行结构不尽合理、对投资者准入的过度管制、衍生品市场不发达、商业银行市场化定价能力不足等有关，并提出了增加短期国债发行、允许银行参与国债期货市场、松动对投资者的准入限制、进一步提高商业银行资产负债的市场化水平等建议。这些具体的建议对未来的实际操作都有相当的借鉴意义。

当然，本书所涉及的问题十分复杂，技术性也很强，其中的一些观点还需要随着时间的推移让实践来检验。另外，我也希望有关专家学者进一步研究如下与传导机制相关的问题：在向新的货币政策框架转轨期间，必然是数量目标和工具与价格目标和工具并存的阶段，这个阶段中两类目标和工具应该如何协调和过渡？在以价格目标为主的政策框架下，数量工具是否仍应起一定的作用？什么是理想的商业银行的定价模式？如何打破我国商业银行的路径依赖（即依赖于央行公布的存、贷款基准利率作为定价基础）？信息处理成本的大幅下降，会如何影响金融产品的定价和定价竞争机制？如何构建对市场利率的监督和自律管理，防止出现过度、恶性竞争？

总之，我国在利率市场化方向上已经取得了里程碑式的成就，未来在货币政策领域的一个重头戏就是货币政策框架的有序转型。能否建立有效的利率传导机制，则是货币政策框架转型成败的关键。我对马骏、纪敏等同事在面临大量繁杂工作的同时，能够以严谨的治学态度潜心研究利率传导机制这一重要课题，表示高度赞赏。我向所有关心中国货币政策的朋友们推荐他们的这本专著。

中国人民银行副行长

2016年3月

目 录

第一章 总论	1
第一节 货币政策中介目标转型的必要性	3
第二节 理想体制下的货币政策传导机制	8
第三节 体制约束对利率传导的阻滞作用	10
第四节 对我国利率传导效率的实证研究	12
第五节 软预算约束与利率传导	15
第六节 通过建立利率走廊稳定短期利率	17
第七节 影响利率传导的其他因素	19
第八节 关于改善利率传导机制的政策建议	22
第九节 本报告的结构安排	27
第十节 本报告的作者与分工	28
第二章 市场化条件下的利率传导机制：静态模型	53
第一节 引言	54
第二节 文献简述	56
第三节 基准理论模型：四个经济主体及其行为方程	58
第四节 均衡条件下的利率传导机制	64
第三章 面临体制约束的利率传导机制：静态分析	73
第一节 存款准备金率对政策利率传导的影响	74
第二节 存贷比对政策利率传导的影响	76



第三节	对贷款的数量限制对利率传导的影响	83
第四节	债券发行成本高对政策利率传导的影响	86
第五节	债券发行规模对政策利率传导的影响	88
第六节	债券交易成本高对政策利率传导的影响	91
第七节	企业预算软约束对利率传导的影响	94
第八节	债券市场流动性不足对政策利率传导的影响	99
第九节	银行资产证券化对政策利率传导的影响	102
第十节	影子银行对政策利率传导的影响	107
第十一节	结论与政策含义	119
第四章	利率传导机制的动态模拟	125
第一节	引言	126
第二节	文献简述	128
第三节	基准模型	131
第四节	模型校准与稳态	142
第五节	政策利率冲击模拟	147
第六节	结论与下一步研究	171
技术附录		174
第五章	货币政策通过债券市场的传导：理论与国际经验	181
第一节	引言	182
第二节	我国国债收益率曲线的发展历程	185
第三节	收益率曲线理论	188
第四节	收益率曲线与货币政策关联性的文献简述	191
第五节	相关的国际经验	197
第六章	收益率曲线的决定因素和作用分析	215
第一节	货币政策对收益率曲线的影响	216

第二节	收益率曲线的有效性：基于 N-S 分解及 有效性检验的分析	229
第三节	国债收益率的经济预测功能	254
第七章	提升债券市场传导效率的改革	273
第一节	完善国债发行结构、方式和品种	274
第二节	提高国债二级市场流动性	278
第三节	进一步发展国债期货和衍生工具市场	282
第四节	进一步提高商业银行市场化程度	284
第八章	货币政策通过银行体系的传导	289
第一节	引言	290
第二节	文献简述	291
第三节	从银行资产负债业务角度看利率市场化进程	292
第四节	商业银行的产品定价机制	296
第五节	市场利率通过银行传导效果的实证研究	305
第九章	利率走廊、利率稳定性和调控成本	321
第一节	利率走廊基本原理	322
第二节	利率走廊降低利率波动的作用机制	323
第三节	最优利率走廊上限的设定	330
第四节	利率走廊操作的国际经验	337
第五节	结论与政策含义	346
第十章	软预算约束、利率市场化与传导机制	349
第一节	引言	350
第二节	文献综述	354



新货币政策框架下的利率传导机制

第三节	数据来源与研究设计	357
第四节	实证结果及分析	364
第五节	财政改革与预算约束硬化的努力	376
第六节	结论	379
参考文献		382
鸣谢		401



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章 总 论





“十三五”期间，我国宏观经济调控体系改革的一个重要内容将是货币政策框架从数量型向价格型调控的转型，而这个转型的关键是货币政策中介目标由货币供应量（如 M_2 ）向政策利率的转变。从国际上来看，所有发达国家和绝大多数中等收入国家已经在过去几十年内先后完成了这项转型。国际经验表明，推动这项转型的主要动力和条件有三个：一是数量型指标与经济增长和物价涨幅的相关性显著弱化，因此难以继续通过对货币供应量的调控来达到稳定经济和物价的目标；二是由于金融创新使货币需求变得不稳定和难以预测，盯住货币供应量会人为导致市场利率的大幅波动；三是政策利率能有效地传导到其他市场利率（包括债券收益率、存贷款利率）和实体经济。

从我国实际情况看，上述三个条件之一和之二已经基本满足（马骏，2014）。但是，第三个条件——即一旦货币政策中介目标改变为政策利率，该政策利率的变动能否带动债券利率和存贷款利率的变动，并起到调控实体经济的作用——还是一个有待回答的问题。回答这个问题的必要性至少有三个方面：第一，如果实证研究结论是我国政策利率的传导机制基本无效，就不应该贸然推进货币政策框架转型，否则无法保证在新的框架下货币政策能够有效调控经济。第二，如果传导机制已经基本顺畅，但由于缺乏支持这个结论的定量分析和证据，使得决策层难以下决心推动改革，就可能因此错过改革时机，让调控成本更高的旧体制延续过长时间。第三，如果传导机制还有一定的缺陷，但如果不知道这些缺陷程度如何，引起缺陷的体制和市场原因是什么，就难以对症下药地进行改革。从这几方面来看，都非常有必要加强对政策利率传导机制的研究，尤其是传导机理和定量研究。

本报告是由中国人民银行研究局主持的“新货币政策框架下的利率传导机制”研究课题的成果，该课题获得了“金融四十人论坛”所属上海新金融研究院和中国国债登记结算有限公司的支持。该课题首次系统地研究了我国未来政策利率传导机制的理论框架，

构建了静态、动态理论模型,进行了大量实证分析,参考了相关的国际经验,并在此基础上评估了我国利率传导机制的效率和阻滞传导的原因,提出了十几条疏通传导机制、稳定短期利率、培育有可信度的政策利率的改革建议。本章首先简述向新的货币政策框架转型的必要性,然后综述本课题研究的主要结论。

第一节 货币政策中介目标转型的必要性

中央银行的核心职能之一在于通过使用货币政策工具影响货币供应量或政策利率,使之接近中介目标,并通过货币政策传导机制进一步影响经济变量,以期达到货币政策的最终目标(如稳定物价、充分就业、经济增长等)。货币政策中介目标的不同(到底是货币供应量目标还是利率目标)是区分不同类型货币政策框架的关键之一。从近几十年来发达国家与多数中等收入国家货币政策框架转型的经验来看,主要是由于货币供应量与实体经济相关性的严重弱化,使得这些国家的中央银行放弃了以货币供应量作为中介目标,转向以政策利率作为中介目标(见表1-1)。

表1-1 中介目标从货币供应量转向利率的国家案例

经济体	转型后的中介目标	向盯住利率的货币政策框架转型时段
美国	联邦基金利率	20世纪80年代
德国	再融资利率	20世纪80年代
日本	隔夜拆借利率	20世纪80年代
韩国	隔夜利率	20世纪90年代
印度	回购利率	20世纪90年代
中国台湾	贴现率	20世纪90年代
澳大利亚	隔夜利率	20世纪80年代
加拿大	隔夜利率	20世纪80年代

资料来源:作者根据相关资料整理。



Friedman 和 Kuttner (1992) 利用 VAR 模型证实了美国货币供应量与名义收入和物价水平之间的相关性在 20 世纪 80 年代开始显著弱化。Bernanke 和 Blinder (1992) 通过格兰杰因果关系检验和 VAR 模型方差分解证明了联邦基金利率比 M_1 和 M_2 对经济中实际变量的预测能力更强。这些理由是美国当年放弃货币供应量，转向以联邦基金利率为新的中介目标的主要依据。加拿大于 1975 年开始启动其“货币渐进主义”进程，通过盯住一个逐步下降的 M_1 目标区间，试图解决国内严峻的通货膨胀问题。在短暂尝试的几年期间，尽管 M_1 增速目标完成得非常理想，但通胀依然高企。这段失败的经历也说明，在当时的加拿大，货币供应量 M_1 已经与实体经济变量（如 CPI 等）脱钩，即使中介目标 M_1 增速调对了，也难以实现预期的最终目标。正如前加拿大央行行长 Gerald Bouey 所说的：“不是我们放弃了货币供应量，而是它放弃了我们。”

那是什么原因导致货币供应量与实体经济指标相关性的弱化呢？大量文献证明，各国在货币政策框架转轨期间都出现过货币需求不稳定。对货币需求的冲击可能来自多方面因素，如金融创新、技术发展、预期变化、货币深化以及资本项目开放等。金融创新会引入新的金融工具，加速了金融资产在这些新金融产品的重新配置（部分新金融工具属于货币供应量的统计范围，而其他工具不在统计之内），导致货币需求波动；技术发展提高了支付与交易效率，从而可能降低货币需求；经济的货币化进程会提高货币需求（易纲，2004）。另外，开放资本项目下非居民对本币的需求也是难以估计的。

Walsh (2010) 构建了一个包括新凯恩斯菲利普斯曲线（New Keynesian Phillips Curve）、前瞻性 IS 曲线（Forward-looking IS Curve）和货币需求曲线（Money Demand Curve）的一般均衡模型，结果表明，在存在多种需求扰动因素的情况下，越是试图盯紧货币