

间接货币政策工具的应用

第一部分 问题和概述

第二部分 国别分析

课题小组合著

主要撰稿人：威廉姆·E. 亚历山大、托马斯·J. T. 巴里诺、查尔斯·艾诺赫

译者：康以同 仲雨虹 周莹若



中国金融出版社·北 京

国际货币基金组织·华盛顿

1995 年 6 月

间接货币政策工具的应用

第一部分 问题和概述

第二部分 国别分析

课题小组合著

主要撰稿人:威廉姆·E. 亚历山大、
托马斯·J. T. 巴里诺、
查尔斯·艾诺赫

其他撰稿人:弗朗西斯科·卡拉马兹、
乔治·艾登、大卫·马斯顿、
约翰尼斯·马尔勒、
塞尔拉·巴兹巴西格鲁、
马克·奎弟恩、马修·萨尔、
加布里埃尔·森布尔恩尔

译者:康以同 仲雨虹 周莹若

中国金融出版社·北京
国际货币基金组织·华盛顿

1995年6月

责任编辑:王 忠
责任校对:张京文
责任印制:赵元桃

图书在版编目(CIP)数据

间接货币政策工具的应用/(美)亚历山大(Alexander, W. E.)等著;康以同等译.
—北京:中国金融出版社,1996.1

ISBN 7-5049-1580-7

I. 间…

II. ①亚…②康…

III. 货币政策—应用—研究

IV. F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 02128 号

出版 **中国金融出版社**
发行
社址 北京广安门外小红庙南里 3 号
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 北京印刷一厂
开本 889 毫米×1194 毫米 1/16
印张 4.5
字数 111 千字
版次 1996 年 5 月第 1 版
印次 1996 年 5 月第 1 次印刷
定价 12.00 元

序 言

引入和完善间接货币政策工具是近年来国际货币基金组织所支持的改革方案中重要部分。本文回顾和分析了一些采用间接货币政策工具国家的经验。本文的目的是通过这些国家的经验来了解如何正确地设计这些工具和需要哪些重要的配套政策来使这些工具能很好地发挥作用。本文重点分析从直接向间接政策工具的过渡,介绍不同国家过渡期的过程和改革措施的实施步骤。

本文还介绍了使用间接政策工具如何影响货币政策的设计。本文还想说明其他一些问题,例如,如何将货币政策实施中的技术问题与基金组织支持的改革方案、监督的手段和技术援助的方式联系起来等。

本文作者在此愿意向曼纽尔·奎因迪安和 J. B. 佐卢以及基金组织的同事所提供的鼓励、帮助和建设性的意见表示感谢。对外关系部的罗伊斯林·科尔曼和埃利萨·迪尔对本文进行了编辑,并对出版发行工作进行了协调。作者对本文阐述的观点全面负责。这些观点并不一定代表基金组织官员和其他工作人员的看法。

目 录

序言	vii
第一部分 问题和概述	
一、导论	1
二、直接和间接货币政策工具	2
操作模式	2
各类工具：优点、缺点和操作问题	2
三、货币政策工具变革中的问题	6
不同间接货币政策工具的作用	6
采用间接货币政策工具的实例	7
使用直接政策工具的巨大成本	8
间接政策工具的优点	13
运用间接政策工具的内在复杂性	13
确定使用哪种政策工具的标准	14
四、向间接货币政策工具过渡：一些国家的经验	15
工业化国家的经验	15
过渡期的内容	15
简要回顾	15
过渡期的问题	16
一些发展中国家和转制国家的经验	17
分析的重点	17
改革开始时的制度和宏观经济因素	17
政策实施的经验	18
货币政策工具的运用	19
金融业的效率和货币控制	20
五、采用间接货币政策工具的影响	24
配套改革	25
将货币政策与弥补财政赤字分开	25
推动市场一体化发展	25

银行业的重组和促进竞争	26
根据市场情况来建立监管机制	26
完善中央银行的操作技巧	26
转轨的步伐	27
改革的顺序	28
初始阶段	28
第二阶段	28
第三阶段	28
六、基金组织方针政策的影响	30
方案的设计	30
技术援助的方式	31
七、结论	32
第二部分 国别分析	
一、导论	37
二、智利	38
三、埃及	41
四、加纳	43
五、印度尼西亚	46
六、墨西哥	50
七、新西兰	53
八、波兰	57
表格	
二、1. 直接货币政策工具——概述	3
2. 间接货币政策工具——概述	4
三、3. 部分国家多种政策工具的综合运用	9
四、4. 部分国家在向使用间接政策工具过渡时的初始条件	17
5. 部分发展中国家在向使用间接货币政策工具过渡中的特点	18
6. 部分国家在过渡期结束时使用间接货币政策工具的情况	20
7. 过渡期前后金融变量的变动趋势	21
8. 货币指标的变动趋势	22
图示	
五、1. 向间接货币政策工具过渡	27

本书中使用下列符号：

…表示该项数据无法得到；

——表示该项数据为零、不足所示最末一位数的一半或该数据不存在；

年份或月份之间的“—”(例如,1991—92 年或 1—6 月)表示所跨的年份或月份,包括起始年份(月份)和终止年份(月份)；

年份之间的“/”(例如,1991/92 年)表示一个农业年度或一个财政年度。

“Billion”表示十亿。

分项数据与合计数据之间的微小差异是由四舍五入所致。

本书中使用的“国家”一词,并非在任何情况下都是指国际法和国际惯例意义上的领土实体;这一词也包括一些并非国家的领土实体,它们分别单独地保存并向国际上提供统计数据。

一、导论

在本世纪 70 年代后期,工业化国家开始逐步放弃运用直接货币政策工具来调控货币。这些直接货币政策工具,包括信贷控制,利率限制和委托贷款,在过去是实施货币政策的常用工具。70 年代后期这些国家开始转向使用这些间接货币政策工具,如公开市场业务,再贴现便利和准备金制度等等。近些年来,发展中国家和转制国家也开始更多地采用这些间接货币政策工具。

这种更多地使用间接货币政策工具的现象,可以看作是货币领域对经济价格信号作用增强的一种反应。二者的目的均在于提高市场效率,或者更确切地说,是逐步开放的经济的需要,即实行经常项目可兑换,并逐步实行货币完全可兑换的经济环境的需要。在这样一个环境下,直接货币政策工具已越来越不能发挥作用,并导致低效率和金融“脱媒”现象。在缺乏间接货币政策管理手段的情况下,政策很难解决基础货币投放过大的问题,如果这个问题不解决,将会严重影响政策稳定经济政策的实施效果。

随着国际货币基金组织更多地参与结构改革,包括金融和货币领域的改革,向采用间接货币政策工具管理过渡已成为国际货币基金组织所支持的改革方案中的一个部分。此外,国际货币基金组织的货币和外汇事务部还为此项改革提供了大量的技术援助。国际货币基金组织参与改革反映了一个客观实际,即无论政府制订的目标如何,如果没有足够的手段和必要的组织机构来执行,便无法保障货币政策目标的顺利实现。

本文研究了在实施货币政策中运用间接货币政策工具方面的经验,分析了所调查国家引入间接货币政策工具的历史背景。本文想说明,若要充分发挥间接货币政策工具的实施效果,在引入间接货币政策工具的同时,一般应预先或同时进行金融部门的改革,以及其他与使用间接货币政策工具有关的配套改革。此外,这些国家的经验也提醒我们,在条件不成熟的情况下,即在有关的配套改革未进行或在短期内不具备实施必要的相应政策措施时,不能引入间接货币政策工具。一旦引入了间接货币政策工具,则应该采用务实的方法和发展的原则来指导过渡期的进程。

本文第二部分描述了直接货币政策工具和间接货币政策工具的特点,并解释了从直接货币政策工具向间接货币政策工具过渡的主要原因。第三部分提出了货币政策工具改革中的几个主要问题。第四部分研究了一些运用间接货币政策工具的国家经验,分析了这些国家的作法和结果。

由于有效地实施间接货币管理通常需要同步或事先进行中央银行和整个金融业的改革,所以文中还列举了一些配套改革措施,并讨论了这些措施对于促进整个改革计划成功的重要性(第五部分)。

第六部分讨论了由国际货币基金组织支持的稳定计划和所需的技术援助。最后,第七部分归纳总结了主要的结论。(作为第四和第五部分背景材料的一些案例研究放在本文的后半部分中)

二、直接和间接货币政策工具

操作模式

在实施货币政策的过程中,中央银行可以有两种选择:或者直接运用控制权力,或者运用其货币(流通中的货币和在中央银行的存款余额)发行者的地位对货币市场实施间接的影响。“直接”的词义是指政策工具(如信贷管制)与政策目标(如国内信贷)之间的直接对应关系。

直接与间接货币政策工具的区别有以下两点:

1. 直接工具通过规定来建立或限制价格(利率)或数量(信贷量);而间接工具则通过市场来影响基本供求状况。

2. 信贷控制这种直接工具的主要目标是商业银行的资产负债状况;而多数间接工具的目标是中央银行的资产负债状况。

中央银行可以通过确定关键利率或信贷规模总量对市场实施影响。与直接控制相反,市场机制要求市场参与者适应利率或信贷规模等参数的变化。

间接工具也被称为以市场为基础的工具。因为一般来说它们是在自愿的基础上,通过银行、非银行机构之间按市场价格进行交易,通过这种买卖来调控银行的准备金。间接工具的特点一般按市场划分。但是,既使我们称这些工具为间接的和以市场为基础的工具,仍然需要对其实行一定的限制规定来规范其使用;如合格的订约方、拍卖的形式和结算方式等。整个间接货币工具的运作过

程是借助市场的力量,通过间接工具的作用来影响中央银行货币的变化。

各类工具:优点、缺点和操作问题

表1和表2描述了直接和间接货币政策工具的不同特点,并总结了它们的优点和缺点。最基本的直接工具是利率控制和银行信贷控制以及中央银行委托贷款管理。间接工具主要有三种,公开市场业务、准备金制度和中央银行贷款或再贴现业务。¹

广义上的公开市场业务是指中央银行在一级市场(类似公开市场操作)或在二级市场(完全公开市场操作)上购买或出售金融工具。市场上一般出售的金融工具有国库券、中央银行债券或票据。准备金制度是指要求某些类型的金融机构需持有一定数量的货币储备(现金或中央银行存款)。中央银行的融资一般是短期贷款,并且有多种方式。一般来说,主要包括对诸如国库券等信誉较高金融资产的再贴现、抵押贷款或是以拍卖方式进行的贷款展期。

中央银行可以通过使用间接工具调控银行储备货币的供应。²这将影响到银行的资金流动性状况。只要银行必须通过中央银行转帐清算它们的

1. 准备金制度通过法律规定来实施。但准备金制度的货币效果却是通过影响银行对储备货币的需求来实现的。中央银行可以通过其资产负债表来监控储备货币的变化。所以本文将准备金制度列入间接政策工具的范畴。

2. 严格地讲,只有在浮动汇率体制下,中央银行才能在长期内决定储备货币的供给。但即使是在钉住汇率或有管理的浮动汇率体制下,中央银行的政策至少在短期内可以对储备货币产生重大影响。

表 1 直接货币政策工具——概述

工 具	优 点	缺 点	设计和操作时的问题	经验和评价
利 率 管 制	在限制银行数量的情况下,可以减少垄断价格的影响。在信息少和银行监管不力的情况下,可减少选择的麻烦。在中央银行不能通过市场方式实现利率目标或长期利率本身就是政策目标时,常常使用利率管制。	资金的配置脱离了价格机制。通过将银行存款转移到其他有市场收益率的资产或商品的方式可以很容易绕过利率最高限额管理。利率管制造成银行资金流失和非银行机构金融中介作用的增强。利率最高限额使得借款成本降低,这会鼓励过量使用资金。	设计时有固定利率和固定利差的方式。	目前一些国家仍然使用利率管制。80年代末以前,工业化国家也使用利率管制。随着市场和金融工具的发展,管制越来越无效。是否有效取决于强有力的执行体系。
对 每 个 银 行 信 贷 限 额 管 理	如果不能控制储备货币的变动,信贷限额可以有效地控制银行的贷款。在传递机制不确定情况下,可以降低在过渡期间货币管理失控的风险。	由于信贷限额不是根据市场因素确定,所以会加剧资金配置的扭曲,会导致金融“脱媒”和最终失效。如果银行数量很多和存在外资流入,则很难操作。	额度分配是根据资本金、已发生的贷款数量和存款数量确定。未使用的额度进行交易转让可以增加市场分配资金的因素和减少资金配置的扭曲现象。	80年代末以前西欧国家使用这种管理。一些非洲和亚洲国家仍在使用。基础货币的供给必须与货币需求一致,否则会造成储备货币过多和逃避限额管理的客观基础。
法 定 流 动 性 比 率	通过增加对低风险资产(主要是国家债券)的需求,规定流动性比率可以降低这类资产发行人的借款成本	通过限制银行的资产管理会妨碍竞争。会扭曲有价证券的价格和影响二级市场的效率。会造成金融“脱媒”和减少对政府的财政约束,进而无法成为货币控制的有效方法。	操作时要选择合格的证券、适宜的期限和方式。	仍在许多国家使用,但主要是出于审慎管理的原因。近来则更多是为了增加对政府有价证券的需求。只有当中央银行能够控制出售证券的收入时,才能做为货币政策工具使用。但实际情况恰恰相反。在某些情况下有助于短期流动性管理。
委 托 贷 款	它是中央银行分配资金的方法,用于支持特定行业。原则上会增加对中央银行向商业银行提供贷款总额的直接控制。	信贷分配方法是主观的。资金配置不当是可能的。可以用于向国有企业直接贷款,减少直接透支的影响。	需要有一个分配资金的方式和监督资金最终用途的机制。贷款一般不需要抵押。有时会以特别再贴现的方式办理。	许多控制国家使用这种方法。由于有替换方法,所以很难有效地分配资源。从资源配置角度讲,成本高。
每 家 银 行 再 贴 现 限 额	在银行间同业利率之下确定一个最低利率,能增强利率变动的传递机制,一般用于再贴现特定行业的票据和向特定银行提供资金。	如果大量使用低于市场利率的再贴现,则会妨碍银行向货币市场的发展。很难控制资金的最终用途,如果再贴现主要用于委托贷款的话。	需要有确定限额的方法和合格票据的方法。	在贴现率低于市场利率时,工业化国家(德国和美国)使用过限额的方法。其他国家用于促进特定行业的发展(突尼斯和中国),贴现率在传递政策变化信息方面非常有效。

表 2 间接货币政策工具——概述

工 具	优 点	缺 点	设计和操作时的问题	经验和评价
存款准备金制度	有助于引导对储备货币的需求和增加对储备货币需求的预测能力。提高准备金率可以一次性消除过多的储备货币或适应储备货币需求的结构性变化。	高准备金率是对银行业的一种税赋。改变这一点的作法是对存款准备金按市场利率计付利息。这种税赋可能会造成存、贷款利差加大和金融“脱媒”现象的发生。不适用于短期流动性管理，因为经常变动准备率会打乱银行的资产和负债管理。	要定义和监督缴存准备金的基数，缴存的规则和计息标准，按存款的平均数计缴准备金使银行具有更大的灵活性来进行资产负债管理。	在很多国家广泛使用，特别是在拉丁美洲国家。在发达国家已不作为主要政策工具。
再贴现窗口	再贴现利率常常可以传递政策立场变化的信息，而且本身也是关键利率（法国、德国和美国）。初始时的影响比公开市场业务大，因为公开市场业务仅限于中央银行的交易对象和少数金融中心。促进对可再贴现票据的需求。也可以在公开市场业务由于票据不足而不能充分发挥作用的情况下使用。	不便于用于精确的基础货币目标。再贴现的票据和银行能够使用再贴现窗口的标准常被用来实行选择性信贷政策。	为了使银行不经常使用再贴现窗口，再贴现率可以高于市场利率。在一些国家（美国、日本、德国）再贴现率代替市场利率，所以必须使用非价格因素的管理方法。操作中要规定可以再贴现的票据和申请再贴现的条件。	在许多国家作为标准的货币政策工具使用。再贴现利率作为政策工具的有效性主要取决于管理规定对申请资格的限定。也用于道义劝告。
伦巴德窗口或透支窗口	提供非常短期的融资便利，利率通常高于其他形式的融资利率。是支付系统中的关键组成部分。	与再贴现窗口相似。	伦巴德窗口需要规定银行向中央银行借款的合适抵押品、期限和申请的标准等条件。透支窗口可以有也可以没有抵押品。	在许多国家是一种标准的融资方式，伦巴德利率变动可以表明政策立场的调整。
公共部门存款	可以使大量的政府部门资金每天流入或流出银行体系，在中央银行和商业银行之间重新分配政府部门的存款。可以抵消短期流动性变动的影响。	缺乏透明度。妨碍二级市场上政府有价证券交易的发展。	存款的分配机制要保证能平等地对待要求存款的商业银行。	少数国家使用（加拿大、马来西亚、德国在 93 年底使用）。需要中央银行和财政部之间密切协调。
信贷拍卖	提供中央银行信贷定价的方式。在市场不发达和银行间没有参考利率的情况下可以使用。可以建立最基本的利率。可以根据市场条件分配信贷。	中央银行面临难以评估的信贷风险。如果拍卖后的结算不是在当天办理，则不利于用于每天的管理操作。	开始时的可参加拍卖的资格标准可以减少信用风险。如果有合格有价证券，信贷拍卖可以有抵押品。随着可抵押品的增多，信贷拍卖可以转为回购拍卖。	在向间接政策工具过渡的初期时临时使用。将委托贷款转为按市场条件分配资金。

表 2 (续完)

工 具	优 点	缺 点	设计和操作时的问题	经验和评价
在一级市场上出售中央银行票据(类似公开市场业务)	它是短期流动性管理的灵活工具,因为票据的发行是根据中央银行的判断,各种形式的拍卖或招标可以引导利率变动。如果财政部不希望利率大幅度波动,则中央银行票据使中央银行具有操作上的自主权。	如果在一级市场上需要大量出售票据以抵消流动性的变化,则中央银行可能会出现亏损。如果中央银行票据与国库券同时使用,则当中央银行与财政部协调不够时会出现严重的问题。	通过在一级市场不定期地发行票据可以实现对流动性的管理。具体方法涉及到拍卖体系、交易对象、期限和清算规则等。	许多国家都使用,特别是当需要将货币政策目标与国家债券管理相分离时。当二级市场还不发达,还不能进行公开市场业务时,也使用这种工具。
在一级市场上出售政府债券(类似公开市场业务)	如果与财政部妥善协调则管理方法与出售中央银行票据类似,国库券的发行量要超过财政融资的需求量。如果不能从中央银行直接借款,则会促使政府加强财政约束。	如果财政部操纵拍卖以达到降低融资成本的目的,则债务管理目标与货币管理目标发生冲突。当货币管理依靠一级市场发行时,经常性的拍卖可能会妨碍二级市场的发展。	与中央银行票据相似,在中央银行持有政府债券的情况下,可以使用回购来替代直接出售方式。	许多国家在二级市场不发达时,都使用这种方式来实施公开市场业务。
外汇掉期和外汇直接买卖	在外汇市场发达而债券市场不活跃的情况下,掉期可以替代政府债券的回购业务,在外汇市场比货币市场更发达的情况下,可以使用直接买卖外汇的方式。	如果买卖外汇是为了维持一种难以维持的汇率水平,则中央银行会出现亏损。	需要有合适的风险管理措施。	只有少数国家经常使用掉期(德国、希腊、马来西亚、瑞士和土耳其)
二级市场业务(直接买卖和回购业务)	可以连续地使用,比较灵活。透明度高。促进市场发展。会立即对货币市场产生影响。	需要二级市场高度发达,中央银行必须持有足够数量的可上市交易的资产。	回购业务有自动抵消影响的优点,特别适用抵消季节性的波动。	多数具有发达二级市场的国家使用这种方法。

1. 存款准备金制度兼具直接和间接货币政策工具的特点。本文按传统上中央银行的做法把其归类为间接货币政策工具。

债权债务,而且不得逾期归还中央银行的优惠利率贷款,间接政策工具就会对银行的流动性产生影响。对银行流动性的影响将调整银行间市场和货币市场利率,并促使储备货币重新平衡。由于这一系列步骤是由金融市场来完成的,因此,中央银

行决定整个银行系统的流动性,而由市场来进行分配。流动性变化的影响将被那些愿意并且有能力承担的机构所承担。例如,购买国库券是自愿放弃流动性,但出售者认为价格适当。

三、货币政策工具变革中的问题

货币政策是市场经济国家经济政策中的主要构成部分,也是国际货币基金组织所支持的经济调整方案中的重要部分。在多数国家里,中央银行都承担实施货币政策的主要职责,而且通常也承担制定货币政策的责任。此外,中央银行的一些次要的职责——主要包括促进货币市场的发展、保证支付和清算体系的正常运转以及对银行业进行监管等都围绕和支持其主要职责来进行。

在一个使用本国货币的市场经济国家里,中央银行的基本政策目标一般来说是维持本国货币在中期内的稳定。这一结论是以往实践经验的总结,过去还要求货币政策达到其他目标——包括经济快速增长和低失业率。实践表明,试图用增发货币来直接促进经济增长往往会导致严重的问题。最为典型的情况就是,扩大货币供应量短期内会提高经济增长速度,但代价却是通货膨胀率上升、国际收支失衡和经济增长速度在长期内下降。在过去的十年里,越来越一致的看法是,如果能保持价格水平的稳定,货币政策就能最有效地促进经济中、长期内的稳定发展。

当然,中央银行也重视金融业的稳定和效率。作为金融业的首脑机构,中央银行重视金融体系作为存款人和投资者中介的效率,这种效率会促进经济增长。而且,金融市场的结构和运行会影响中央银行政策的传递和效果,因为中央银行的政策是通过金融市场来实施的。由于存在着这些必然的联系,所以货币政策方面大幅度的调整必须在金融市场结构和运行方面有相对应的措施。除非货币和银行间市场能有效地运行,否则公开市场业务不可能取得充分的效果。

不同间接货币政策工具的作用

在具有高度发达的初级和二级市场的工业化国家里,运用政府债券和中央银行债券的公开市场业务成为货币政策的一个工具。公开市场业务包括金融机构间直接买卖债券和回购及反回购协议。³当然,金融市场的运作是一个复杂的过程。除了彼此竞争的金融机构外,金融市场还需要具备其他基本要素:大额转帐系统、无纸化托管系统和复杂的法律及监管系统。只有具备了这些要素,公开市场业务才能成为一个高度有效和灵活的货币政策工具。

只有当金融市场高度发展时,中央银行才可以主要依靠公开市场业务来调节总的货币流量。在这种环境下,银行一般是通过市场来满足其对流动性的需要。但是当整个金融系统出现流动性不足时,就需要向中央银行来借款。实际上在某些国家,中央银行有意识地制造市场流动性不足来诱导银行向中央银行借款。这类借款的条件是货币政策的一个重要工具。

不具有发达金融市场的国家,可以通过中央银行干预证券的初级市场来实施类似的公开市场业务。这种方法的最普通形式是经常实行国库券和中央银行债券拍卖,并通过确定不同的拍卖净额来影响银行的准备金。为了取得预期的效果和

3. 回购协议是指中央银行根据一项协议购买某些资产,同时协议规定中央银行在未来某一天以既定价格再出售这些资产。回购业务用来提供储备货币。反回购交易是指中央银行根据一项协议出售某些资产,同时协议规定中央银行在未来某一天以既定价格再购回这些资产。反回购业务用以减少储备货币。

使流动性变动比较平稳,通常在使用这些工具时要配合运用其他工具,如拍卖中央银行的信贷额度、运用再贴现政策和变动存款准备率。

虽然拍卖国库券和中央银行债券是为了减少银行的准备金,但中央银行也需要在开始时运用其他方式来注入一些资金。在货币市场不发达的国家里,中央银行一般是通过拍卖中央银行信用额度来注入资金。假如有适宜的有价证券(如商业票据或其他政府有价证券),也可以拍卖回购协议。中央银行拍卖信用额度可以视为是一种过渡性的工具。这种方法可以按市场条件来分配资金,也可以向金融系统提供有代表性的利率。当然这种方法也会产生不利的风险,即愿意冒更大风险的借款人为了获得更多的信用额度,会将利率抬高,并且使中央银行面临信用总量失控的风险,因为借款人不能提供足够数量和质量有价证券来作为抵押品。

运用再贴现和其他方式向银行系统注入资金是出于三个不同的目的:解决流动性不足的问题;控制货币和信用条件;有选择地分配资金。在运用贴现方式时,中央银行通常以各种方式来限制借款人,既有行政性的,也利用变动利率的方法。一些中央银行利用市场来控制借款人向中央银行的借款量,比如中央银行的贷款利率非常高,以致于银行首先要通过吸收存款和同业市场拆借来满足资金需求。其他一些中央银行,如美国联储和德意志联邦银行,则是将再贴现率维持在市场利率之下,并通过行政方式来限制银行利用再贴现窗口。⁴更为普遍的情况是,中央银行必须保证再贷款利率不能太低,以防止出现套利行为,比如通过从中央银行借款来购买毫无风险的国库券。

一些中央银行调整再贴现利率主要是为了起到示范效应,即向市场表明货币政策正在发生变化和银行今后会更难或更容易从贴现窗口获得资金。另外一些中央银行将贴现窗口做为主要的政策工具来影响货币市场的条件。这类中央银行通

过使用其他工具(如出售国库券)来造成金融体系流动性的不足,再迫使银行向中央银行借款。此外,在中央银行向政府和商业银行提供资金量比较大的情况下,出售政策债券来减少银行的准备金通常是主要的调节工具,而贴现窗口则居次要地位。

存款准备金制度将中央银行和商业银行的负债直接联系起来。存款准备金变动可以调节银行的流动性。但是,这种方式也会造成一种扭曲,因为没有利息的存款准备金就如同对金融业的一种税收。所以存款准备率如果高于银行通常愿意保持的水平,就会导致金融“脱媒”现象的产生。存款准备金制度的另外一个问题是缺乏灵活性。经常变动存款准备率,特别是提高准备率,会破坏银行的经营秩序和增加银行的成本。此外,存款准备金制度不能用来调节银行间准备金的多寡。

在工业化的国家里,各种政策工具的使用是非常不同的。目前的趋势是,基本政策工具更多地是使用公开市场业务而不使用再贴现窗口,因为前者的主动权主要在中央银行手里,而后的主动权则主要由商业银行掌握。虽然多数中央银行仍实行存款准备金制度,但很少变动准备率,而且有降低准备率或取消准备金制度的趋势。

采用间接货币政策工具的实例

历史上许多国家偏爱直接货币政策工具,现在仍有许多国家依靠直接方式来控制货币量。这主要是由于这些方式表面上的一些特征。首先,使用直接的政策工具来控制货币总量和分配资金,让人感到是可靠的,至少在开始时是如此。而且这种方法至少在一些工业化国家 80 年代中期以前看上去很有效,也没有呈现出明显的副作用。第二,这种方法使用起来比较容易,也便于向政治家和公众作出说明。第三,这种方法的直接预算成本比较低。第四,这种方法也便于与一揽子货币政策方案相联系。第五,直接控制便于政府向特定行业或企业输送资金。第六,在那些金融体系不发达和缺乏竞争性的国家里,在建成间接政策工具所必

4. 当中央银行以这种方式操作时,贷款通常不是为了货币管理的目的。货币管理是通过其方式实施(如德国和美国的回购业务)。但日本却是例外,因为每天的金額可以不同。

备的金融体系之前，直接控制也许是唯一可行的政策工具。第七，在向间接货币控制的转轨时期，由于金融市场不成熟，可能导致剧烈的利率波动和其他冲击，所以许多政府担心会影响投资。中央银行因此在过渡期内保持一些直接控制手段，直到金融市场充分发展起来为止。第八，如果境内没有其他资金来源渠道，则可以不考虑汇率机制而采取对每家银行实行信贷额度控制的方法。第九，在金融市场无法运转或金融体系发生危机时，直接政策工具至少在短期内可以视为一种最好的辅助性手段。

使用直接政策工具的巨大成本

与前面所说的优点相比较，我们也应看到，实行直接控制所造成资源的配置低效和由于逃避管理使得政策目标失效的现实。由于信贷限额是在一段时期内由某一专门机构分配或投向特定的行业，所以这种方式会使得信贷资金的分配比较僵化。比如，信贷限额通常是根据一家银行以往在信贷市场上的份额来确定（如在埃及、加纳和牙买加）。这种制定限额的方式固定了市场份额，而不考虑银行的竞争能力，这也不利于促进银行去支持那些盈利的项目。如果是国有银行在银行业中居支配地位，则这种方式会限制私营企业在银行业的发展。

此外，决策当局为了努力使初始目标能够实现，常常会强化直接控制。当控制导致了巨大的市场扭曲时，就常出现加强直接控制的形势。比如在埃及，为了控制利率最终还是引入了信贷限额的作法。其他国家，如阿根廷、法国和匈牙利，当主要依靠直接政策工具时，也曾有过强化控制的经历。

直接政策工具还常常与具体的货币条件管理相联系，这种具体的货币条件管理通常是实行复杂的利率结构管理和信贷限额。肯尼亚、墨西哥、新西兰和突尼斯等国家就实行过这种作法。印度尼西亚更是一个典型的例子。在实行间接货币控制之前，印度尼西亚曾有过 20 多种不同类型的再贷款，每种都有不同的利率。

即使直接政策工具是有效的，也会导致银行

流动性的过多或过少，抑制金融业的发展和金融“脱媒”现象的产生。例如，财政部为了弥补赤字而向银行透支，这会造成银行准备金和存款的增加。但如果实行信贷限额管理，则会造成银行资金流动性过多，银行流动性过多则当信贷限额管理取消时，就会反过来形成潜在通货膨胀。使利率低于其均衡点的金融管制会造成金融业的萎缩。这必然导致储蓄资金运用不当和储蓄的低收益，也会使银行所吸收的存款下降和资金向有价证券和不动产转移（如曾在日本、法国、美国发生的情况）。就金融“脱媒”现象而言，由于存款会转向无管制和不规范的市场，所以金融控制会使货币当局所能行使货币控制的金融资产减少。这类“脱媒”通常采取下例形式：不规范的银行和“变相”贷款增长；个人和企业手持现金增加；资金流向国外；以持有贵金属和耐用消费品来代替储蓄。例如在加纳和泰国，金融“脱媒”表现为不规范金融业的发展。在其他一些国家（如埃及和波兰），金融“脱媒”表现为外汇资金的流失。

运用直接控制的货币政策，会使资金分配和资金成本的确定变得主观随意，也可能使资金分配与非货币目标相关联，比如用于促进某些经济部门的发展（如在冈比亚、印度尼西亚、马来西亚和泰国曾出现的情况）。然而，直接政策工具在确定资金的最终用途方面的作用是非常有限的，因为货币的流动性使得信用管理和信用限额很难达到预期的目标。确定哪些项目需要贷款是容易做到的，但确保这些项目是否能得到资金却很难。而且随着时间的推移，直接政策工具常会失去开始时所呈现出来的作用。经验表明，经济实体会想方设法绕过管制，并使得越来越多的经济活动游离于金融体系之外。银行本身也会设法通过引入新产品或金融工具来逃避直接管制，或将资金注入由于管制所人为造成的高利润行业。当直接管制能被躲避时，即使货币目标达到了，政策目标也无法实现。当越来越多的资金脱离金融体系，而又无法得到准确的数据来说明资金的去向时，实行信用限额管理并不说明资金流向得到了控制。因此，直接管制表面上的效果会使人

表 3 部分国家多种政策工具的综合运用

	公开市场业务				
	准备金制度	同业融资	工具	市场	操作方法
阿根廷	所有银行,所有存款;活期存款 43%, 30—59 天存款 3%, 60 天以上存款 0%, 准备金不一定是存款货币, 30% 以内可以是另一种货币。准备金不计利息, 按存款平均余额计算, 准备金不是一种储备资产。	向中央银行借款最长期限为 30 天; 不超过借款银行资本金; 不经常使用。	以外币计价的政府债券。	银行间市场。	中央银行在一定利率范围内操作, 按低价出售、高价购买的回购方式, 目的是消除利率的波动。
智利	比索活期存款 9%; 比索定期存款 3.6%; 外币存款 30%。本币准备金必须是比索, 外币准备金必须是外币。定期存款的准备金不计利息。计缴基数为每日平均余额。准备的存放也按平均余额计算。	所有银行都可以向中央银行借款, 但只能借一天。银行从市场上拆借不得高于其资产的 10%。	各种期限的中央银行债券 (30 天—20 年) 国库券。	主要为一级市场。中央银行最近开始办理回购业务。银行和养老基金是主要参与者, 保险公司自 1993 年起可以入市。	两种拍卖方式, 90 天以内的有价证券按中央银行的定价拍卖, 其他期限有价证券由中央银行定量、市场参与者竞价。
法国	所有银行, 一年以内的所有存款。准备金按月平均额计算。不计付利息。定期存款为 0.5%, 通知存款为 1%。不用于货币政策。	可用国库券和私人票据作 5—10 天回购业务。银行自定期限。利率很少变动, 其有很强的信号意义。	国库券和其他合格的私人票据。	一级市场上的发行与货币管理无关。所有市场参与者都可以进行即期交易。有银行间回购市场。	每周确定回购数额。期限为 7 天。国库券买卖当天交割。隔夜交易是为了微调流动性或利率水平。

表 3(续)

	公开市场业务				
	准备金制度	同业融资	工具	操作方法	其他工具
加纳	所有存款都执行统一的准备金率。此外还有第二准备金制度。外币存款不缴准备金。	中央银行向贴现公司办理再贴现。贴现公司再向银行贴现现有价证券。	政府和中央银行债券。	只在一级市场进行货币政策运作。	
印度尼西亚	自1988年起,所有存款的准备率一律为2%。1988年以前一直为15%。	1984年有两种贴现方式,一种为弥补短期头寸的不足,另一种为解决银行资产负债不匹配问题。1985年又增加了临时特别再贴现业务,专门向受到市场危机影响的银行提供流动性。期限不超过一年。从1985—1987年,规定标准的银行承兑汇票特别再贴现最高限额。	1984年引入中央银行存单,1985年引入标准的银行承兑汇票。	自1984年起每周拍卖中央银行存单。1987年使用中央银行存款和标准银行承兑汇票回购协议。1989年建立一个由15家银行组成的银团,作为交易商和代理商来承销中央银行存单和在二级市场上买卖。	公共部门存款。
日本	自1957年起实行。不计付利息。过去几年里几乎没有变动。	贴现金额占银行再融资业务量的3/4。贴现率低于货币市场利率。规定银行季度最高贴现额,但中央银行可以决定每家银行每天贴现额,并有权要求银行随时更改。	商业票据,商业汇票,政府金融债券,国库券和大额定期存单。	不通过一级市场进行货币管理。通过市场交易商买卖商业汇票。有多种票据的回购和反向回购协议。直接购买政府债券。	形式多种多样。以拍卖方式办理回购和反向购业务。只有少数金融机构可以按市场利率从日本银行直接购买政府债券。通义劝告。1991年以前,窗口指导是影响银行贷款业务的特殊工具。一些少量的利率管制措施正在消除。