

第一章 中国的货币政策制度

中国在由计划经济体制向市场经济体制转化过程中，随着经济货币化的迅速发展，货币政策起着越来越重要的作用，但由于中国转轨经济环境的复杂性和特殊性，这又给货币政策的实施和货币制度的完善带来了一定的难度。1995年通过的《中华人民共和国中国人民银行法》，在第三条对中国人民银行的货币政策目标做了明确规定：“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”；在第七条规定：“中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策，履行职责，开展业务，不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉”；在第二十二条对货币政策工具进行了规定，货币政策工具包括法定存款准备金率、中央银行基准利率、再贴现、向商业银行发放短期贷款、公开市场操作和国务院批准的其他货币政策工具。至此从法律上解决了中国货币政策的目标、工具和中央银行执行货币政策的独立性问题，中国的货币政策制定与实施进入一个新阶段。

第一节 中国的货币政策目标

在建国初期，中国货币政策信贷政策的主要任务是在建立新中国的货币金融体系的同时，为国民经济的全面恢复提供金融支持，并利用国家力量保证公有经济的建立与发展，限制私有经济成份的发展。1956年以后，中国逐步建立、健全了大一统的银行体系，尤其是1960年以后，开始对物价实施管制。中国人民银行成为国民经济的总出纳，货币信贷政策的主要任务是为保证完成国民经济计划筹措资金。1978年中国进行改革开放，以建立社会主义有计划的商品经济为目标，物价管制逐步放开，这时货币信贷政策的目标是稳定币值和发展经济，即双重目标制。

1992年中共十四大确立了在中国建立社会主义市场经济体制的目标；1993年国务院颁布《关于金融体制改革的决定》，明确改革的目标是“建立一个国务院领导下独立执行货币政策的中央银行调控体系”，“中国人民银行货币政策的最终目标是保持货币稳定，并以此促进经济增长”。这一目标又体现在1995年通过的《中华人民共和国中国人民银行法》中，这标志着中国人民银行职能的根本转变。

尽管实现经济发展、币值稳定、充分就业和国际收支平衡是政府宏观经济调控的目的，但发达市场经济国

家的货币政策目标多倾向于单一目标制，即确保本币币值对内稳定与对外稳定的一致。国内外经济发展的历史经验和教训都表明，稳定币值，为国民经济的各个经济主体提供稳定的货币环境是中央银行货币政策的最佳选择。

第二节 中国货币政策的独立性

根据 1993 年国务院颁布的《关于金融体制改革的决定》，中国人民银行在国务院领导下独立执行货币政策，不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干预。1995 年通过的《中华人民共和国中国人民银行法》把这一精神以法律形式规定下来，确保中国人民银行依法执行货币政策及其有效性和目标的实现。

一、统一集中货币政策的决策权

在 1993 年 7 月，在以治理通货膨胀为目标，进行经济金融秩序整顿的初期，中国人民银行收回了各级省级分行的贷款规模调剂权，实现了国家货币发行权、贷款规模分配权、中央银行贷款权和基准利率等货币政策制定与调控权力的统一与集中。1994 年停止办理向非金融机构的专项贷款，取消了中央银行的直接贷款。1995 年，中国人民银行一、二级分行停止办理中央银行贷款。1998 年 12 月，中国人民银行进行机构改革

后，分行的主要职责是监管辖区内的金融机构，确保金融业的平稳，执行总行的货币政策并向总行报告辖区的经济金融运行情况；建立中国人民银行党委与分行党委的隶属关系，中止分行与地方之间的隶属关系。至此，从制度上完全排除了中国人民银行分行在执行货币政策过程中来自地方政府和其他政府部门干扰的可能性。

二、规范与财政的关系

从历史经验来看，财政、信贷综合平衡是确保国民经济平稳、健康发展的关键。凡是国民经济失衡，出现通货膨胀都与财政收支失衡、向银行进行巨额透支、增发货币（财政发行）有关。截止 1993 年底，中央财政向人民银行的借款与透支达到 1688.7 亿元，占人民银行当年总资产的 13%。为此，割断财政与中央银行之间的直接融资联系，是确保币值稳定的关键所在。1994 年，中国人民银行停止向中央财政透支，第二年停止借款。中央财政的赤字由向社会融资弥补，中央银行在中央财政进行融资时提供专业支持与服务，不直接购买、包销政府债券，从而完全切断了中央银行直接向财政提供基础货币的通道。但是中央银行可以从市场上买卖国债，调节商业银行的流动性，调控宏观经济。

与此同时，从 1994 年开始中央银行采取措施解决信贷资金财政化问题，要求财政制定时间表，逐步拨补拖欠企业的资本金；对于利用银行贷款充当资本金的，要求商业银行予以坚决拒绝；对于资本金达不到投资额

的 30% 的项目与企业，要求商业银行拒绝发放贷款，确保银行贷款的安全。

第三，协调财政政策与货币政策，做好宏观经济调控工作。依据需要，中国人民银行与财政部建立了经济运行情况通报与交流制度，为货币政策与财政政策的协调与配合服务，力求政策方向协调、松紧搭配、力度得当，确保宏观经济平稳、健康运行。1998 年，财政增发 1000 亿元国债后，用于基础设施投资与建设，中国人民银行增加贷款计划 2000 亿元予以配合；1999 年财政增发 600 亿元国债用于企业技术改造，人民银行增加 2000 亿元贷款进行配合。1998 年的财政政策与货币政策协调配合，拉动中国经济增长 2 个百分点；1999 年可能拉动经济增长 1.5 个百分点，长期效果会更大。

三、规范货币政策与计划投资之间的关系

由于计划经济固有的投资饥渴症，多年来，由于投资项目资本金不足而挤占挪用银行信贷资金，因干预商业银行信贷资金投放，引发信贷收支失衡，逼迫中央银行增加基础货币投放，最后引发通货膨胀的现象屡屡发生，1992-1993 年发生的经济过热就是一例。为此，在治理经济过热时，国家进行投资体制改革，实行项目法人制度和资本金制度，抑制投资冲动。人民银行也积极配合，一方面严格控制贷款规模，加强固定资产投资贷款管理，严禁金融机构向缺乏资本金的项目提供贷款，严禁以银行贷款充当项目资本金，严格审查资本金

的来源，控制投资资金来源；另一方面，推进银行政策性业务与经营性业务分离，1995 年建立国家开发银行，计划投资所需的信贷资金，由国家开发银行向商业银行发行金融债券进行筹集，从而割断计划投资所需贷款与中央银行基础货币之间的联系。

第三节 中国货币政策调控工具

改革开放 20 年来，中国的货币政策工具，包括直接工具和间接工具，多达 10 种^①，可以分为实质性工具和指导性工具两类。实质性工具包括数量控制性工具、价格控制工具和央行微调工具，主要用于控制金融机构的信用扩张能力，从直接限制社会资金（流动性）的绝对数量、资金融通的价格、银行的扩张能力进行等等；指导性工具主要是人民银行关于信贷活动的意见，对商业银行不具备法律意义上的约束力和对业务经营的影响。随着国家经济金融体制改革的推进，货币政策目前已经实现了从直接控制向间接调控的完全转变，一些工具已经废止，一些工具则从后台走向前台。

一、实质性货币政策工具

实质性货币政策工具主要调控金融机构的信用扩张

^①包括官方利率、法定准备金率、超额储备率、再贴现率、公开市场操作、中央银行贷款、贷款规模、中央银行债券、特种存款、存贷款比例等等。

与收缩能力，对它们的经营活动具有实质性的影响。

1 数量调控工具

数量控制工具可分为确定性工具和变动性工具。确定性工具包括贷款计划（规模）、现金计划、贷款指导计划、政策性贷款计划等等，其作用基本相似，就是对经营活动的最终结果做出限制，这里主要介绍贷款规模；变动性工具是指数量控制的力度依据其他因素变化，包括法律与制度规定的比例，比如法定准备金率、超额准备金率、存贷比例、资产负债比例等等。

贷款规模 根据以往的经验，每年全社会的信贷总量与存款总量之差额就是当年的现金投放量。由于现金的发行量与通货膨胀逐渐存在密切的数量关系，人民银行只要能够控制信贷投放量就可以控制现金的发行量，进而稳定物价，抑制经济过热。据此，在 1979 年实施信贷差额包干的基础上，1984 年对专业银行信贷资金管理进行改革，实行“统一计划、划分资金、实存实贷、相互融通”的信贷资金管理办法，把中央银行与专业银行之间的资金往来由原来的供给制改为借贷关系，同时对全社会年度贷款总量进行上限计划管理，严格控制专业银行发放贷款的总规模，这种资金管理模式就是规模管理。年度全社会信贷总规模由人民银行提出，经国务院批准，在各个商业银行和各个省市之间划分，人民银行省级分行掌握规模的 7% 在当地的 专业银行之间进行调剂分配。年度信贷规模总量，既是人民银行当年进行货币信贷操作的中介目标，也是当年货币政策操作

的工具。客观地说，规模管理对人民银行控制 1988 年的经济过热和通货膨胀起了十分重要的作用。1990 年以后，贷款在全社会资金运动中所占的比例逐渐下降，它与经济总量之间的关系日渐弱化；同时，从执行结果来看，实际信贷总量在绝大部分年份都突破了年初的贷款计划。贷款规模已经不能准确反映全社会的流动性规模。1994 年人民银行放弃了对全社会信贷规模的计划监控，但作为货币政策工具，依然对国有独资商业银行实施规模管理。1996 年以后，贷款在全社会流动性中的比例下降到 77% 左右，国有独资商业银行当年新增贷款在全部金融机构新增贷款中的比例下降到 77%，仅仅监控国家银行的信贷规模已经不能准确反映社会的流动性状况。1997 年底，人民银行决定放弃信贷规模管理，要求商业银行在推行资产负债比例管理和风险管理的基础上，实施“计划指导，自求平衡，比例管理，间接控制”管理。这一变化标志着中国货币政策操作基本实现了向间接调控的转变。

准备金制度 中国的准备金制度始于中国人民银行专门行使中央银行职责的 1984 年，至今经历了 6 次调整。1984 年，准备金存款分法定准备金与超额准备金两部分，分账存放。超额准备金用于金融机构间的结算与清算，而法定准备金不得动用，作为补偿，人民银行对金融机构的准备金存款支付存款利息。法定准备金率按存款类别核定，企业存款为 20%，储蓄存款为 40%，农村存款为 25%，1985 年为了促进商业银行资金自求

平衡，统一下调为 10%，1987 年上调为 12%，1988 年 9 月再次上调到 13%，同时规定超额准备金率为 5%~7%，这样实际的准备金率在 20% 左右，对于中小金融机构可能会更高一些。1993 年以前，由于中国人民银行还办理对非金融企业的信贷业务，法定准备金实际上成为它从金融机构筹集来的资金，用于直接信贷业务和在银行间资金的分配。1993 年以后，随着金融改革的推进，中国人民银行逐渐停止了直接信贷业务，致力于宏观调控，同时也要求把国家专业银行办成真正的商业银行。这时的准备金制度适合商业银行发展的需要，过高的准备金成了超额税赋，不利于金融机构的经营与发展，与其他国家相比明显偏高^①。因此，1998 年进行了改革：首先是并账，就是将原来分设的法定准备金账户与超额准备账户合二为一，成为一个准备金账户；其次是下调法定准备金率，由原来的 13%，下调为 8%，并把超额准备金率定为 5%，这一改革使中国的准备金真正成为市场经济意义上的准备金。1999 年 11 月 21 日法定准备金率再次下调 2 个百分点。

资产负债比例 资产负债比例是资产负债比例管理和风险管理的内容，从本质上讲是商业银行为防范资产风险、实施商业化经营而采取的一项自律性管理制度，但在中国目前则是约束、规范商业银行经营活动的一项监管措施，对商业银行的信用扩张能力构成约束。从

加拿大、新西兰实行零法定准备制度。

1994 年第四季度起，中国人民银行在全国所有商业银行、城乡信用社和信托投资公司开始推行资产负债比例管理和风险管理。1995 年颁布的《中华人民共和国商业银行法》也体现了这一制度，比如商业银行的存款与贷款的比例规定为 100:75，即，商业银行的贷款余额不得超过存款余额的 75%。为了促进商业银行发放贷款，支持国民经济增长与发展，1998 年中国人民银行曾发文放松了对国有商业银行年内存贷比例的约束力度^①。1998 年国有独资商业银行的存贷余额比例为 100:88.79，当年新增存贷款比例为 100:100.85，分别比 1993 年降低 25 个百分点和 11 个百分点。

2. 价格调控工具

目前，中国的资金价格工具有利率、再贴现率、汇率三种。由于利率没有完全市场化，由政府“官定”，因而金融机构与公众的资金交易价格成了货币政策工具。我们将在第三节专门讨论中国的利率问题。其次，尽管中国实行有管理的浮动汇率制度，但 1994 年汇率并轨以来的实践表明这一浮动基本“不动”，而且经常是政府的宏观经济目标，因而作为货币政策工具的意义不大，我们会在最后一节涉及这个问题。我们下面着重讨论中国的再贴现率。

商业票据是现代市场经济的主要信用工具之一，是企业之间、金融机构之间以及企业与金融机构之间进行

银发 [1998] 251 号文件。

短期金融的重要手段，在经济生活中起着调剂资金余缺、优化资金使用效率的重要作用。1984年中国人民银行颁发《关于下发商业汇票承兑、贴现暂行办法的通知》，于次年全国推行，1986年由人民银行上海分行开办再贴现业务开始，在全国大中城市推广，后来因操作不规范而暂停。1994年10月，经国务院批准，对五个行业、四个品种恢复办理商业票据^①，中国人民银行开办再贴现业务。贴现与再贴现的数量纳入当年的贷款规模管理。再贴现利率按同档次中央银行贷款利率下浮5%~10%执行，再贴现的数量与对象由人民银行根据调控基础货币的需要确定。人民银行操作再贴现的主动性很大，对于微调基础货币变动、影响货币供应量起到了积极的作用。

1998年3月21日，中国人民银行把再贴现利率与中央银行银行贷款利率脱钩，正式确立为单独的中央银行基准利率，改变了再贴现利率的形成机制，使之更能体现中央银行的货币政策意图。

3. 央行微调工具

为了便于及时调整金融机构的经营行为，调控经济运行，为稳定币值和促进国民经济增长服务，中国人民银行也采用一些比较主动、温和的货币政策工具对金融的活动进行微调。这类工具包括中央银行贷款、公开市场操作和再贴现活动。

^①五个行业是煤炭、电力、冶金、化工和铁路，四个产品指棉花、食糖、茶叶和生猪，且限于银行承兑汇票。

中央银行贷款 中央银行贷款是从 1984 年开始发放的，由中国人民银行省级分行根据总行的计划对当地商业银行发放，用于支持农副产品收购、国家重点建设、国有大中型企业生产、外贸收购以及清理“三角债”等政策性资金。由省级分行发放中央银行贷款存在明显的弊端：首先是由中国人民银行省级分行向商业银行分行发放中央银行贷款，使得商业银行分行的“法人化”，诱发商业银行分行盲目扩大信贷规模，向人民银行举债，不利于商业银行总行内部的统一、全面管理和资金调度；其次是使人民银行分行陷于具体的信贷业务之中，而偏离中国人民银行省级分行的本职工作，即加强对金融机构的经营行为的监督管理工作；第三是强化了地方政府把中央银行贷款看做是类似于财政拨款的中央政府资金观念，从而干预银行信贷工作，对人民银行作为中央银行实施金融调控工作产生十分消极的影响。因此，1993 年人民银行总行收回了省级分行的中央银行贷款发放权和贷款规模调剂权，把中央银行的贷款权集中在人民银行总行，主要向政策性银行（农业发展银行和国家开发银行）发放，用于农副产品采购和国家重点建设项目。从 1997 年开始，国家开发银行通过发行政策性金融债券进行融资，此后，中央银行贷款投向农业开发银行，用于对农副产品的收购。

公开市场操作业务 公开市场操作是指中央银行参与货币市场上国债买卖的活动，目的在于调节商业银行的流动性，影响商业银行的信用扩张能力，它具有连续

性、主动性和时效性等特点，被公认是比较温和的货币政策工具，备受各国中央银行喜爱和使用。

进行公开市场操作，必须具备一个先决条件，那就是发育适度的货币市场，这里必须包括足够的参与者和足够的交易工具。从中国的情况来看，公开市场操作处于起步阶段，从外汇市场开始，通过各方面准备，逐步发展起国债回购业务。1994年初中国进行外汇体制改革，实现人民币汇率并轨，实行银行结售汇制度，建立全国统一的银行间外汇市场。1994年4月，中国人民银行正式进入银行间外汇市场，在稳定汇率条件下，承担最后买入（卖出）人的角色。1981年中国政府恢复国债发行工作，1988年允许国债流通转让，1991年试行国债的承购包销，1992年国债进行市场化发行。1996年4月9日中国人民银行进入国债市场开始试办回购业务。期间国债市场因违规操作而停办，1998年5月26日恢复，交易行为逐步走向规范。到1998年底，债券市场一级交易商达到29家，包括国有独资商业银行4家、股份制商业银行11家和城市商业银行14家；交易工具包括国债、政策性金融债和中央银行债券；交易品种有债券回购与现券买断，回购期限包括7天、14天、21天、28天、91天、182天和364天等7种；交易方式包括底价利率招标、固定利率数量招标和底价价格招标。1998年的7个月时间，中国人民银行通过公开市场融出资金1761亿元，净投放基础货币701亿元，占人民银行资产的比重达到2.22%，成为

当年投放基础货币的重要渠道。

二、指导性货币政策工具

之所以称为指导性的货币政策工具，是因为它们的最大特点是对金融机构的经营不产生法律意义上的约束力；其次是它们不具备普通工具所具有的调控对象的直接与明确性质，比如商业银行信贷的数量，或者价格；第三是工具本身的不可测性质，即工具本身无法用量化指标予以明示，包括信贷政策、人民银行的有关意见和会议。这可能是中国独有的货币政策工具，它以中国人民银行文件（或者是与其他政府机构联合发布的文件）的形式出现。

信贷政策 信贷政策是中国人民银行根据国家宏观经济政策、产业政策、区域经济发展政策和投资政策，并衔接财政政策和外资政策等经济政策制定的指导金融机构贷款投向的意见，目的在于改善信贷结构，促进经济结构调整、科技进步和社会资源的优化配置，其原则是“扶优限劣”，属于歧视性政策工具，对符合国家其他经济政策的企业在信贷资金上予以大力支持，对国家其他政策限制发展的行业与企业予以信贷限制。从本质上讲，信贷政策不是宏观经济政策，不是面向宏观经济总量的政策，不属于货币政策范围，它是计划经济体制遗留下来的传统，是转轨时期中国货币政策的特色，起源于中国经济发展的实际国情，比如弱化的中央政府财力、发展不均衡的区域经济、投资主体的国有性质、避

免经济建设中的重复与浪费和国民经济的持续发展需要等等。

尽管信贷政策从法律上来讲，对商业银行的经营不具备约束力，因为贷款与否的最后决定权掌握在商业银行自己手中，但它实际上能够影响金融机构的经营活动，因为中国的金融机构，尤其是目前的国有银行是由国家出资建立的，其负责人由政府任命，实际上是政府有关行为的代表，而且具有听命于政府的传统。对于中央政府的有关意志，金融机构不敢不从，这类政策包括中国人民银行代表国家出台的一些倾向性的信贷政策，比如 1998 年中国人民银行发布的关于支持中小企业发展的意见、关于消费信贷的意见、关于农业和外贸的意见等等。

窗口指导 同样基于传统，人民银行经常召开宏观经济形势分析和专业会议，对有关信贷政策的进展与落实情况进行讨论，通报各个金融机构的工作进度。这种做法对商业银行产生实际上的敦促作用，促进金融机构按照国家有关的宏观经济政策意志进行相应的经营活动。当然，我们可以把它看做人民银行对商业银行经营活动的“窗口指导”和“道义劝说”。与其他发达市场经济国家“窗口指导”不同的是，人民银行的“窗口指导”更具某种约束力。

三、货币政策操作目标

关于货币政策的操作目标问题，还存在着争论。一

些学者主张以基础货币作为货币政策的操作目标，因为基础货币与货币政策的中介目标之间存在数量关系，即有货币乘数存在，比较容易把握两者之间的关系，观察货币政策操作的力度，便于进行必要的调整。而反对者认为，尽管在理论上货币供应量与基础货币之间存在数量关系，但从中国的实际来看，这一数量关系从未稳定过；第二是基础货币中法定准备金率在短期内是确定的，而现金漏损率由公众的行为决定，几乎是一个随机变量，具有中央银行不可控的性质，因而只有超额储备才是合适的操作目标选择，它既是商业银行的流动性水平的反映，又是中央银行货币政策直接影响、作用变量。

从目前的实际情况来看，没有定论，但人民银行似乎倾向于以基础货币作为操作目标。

第四节 中国的货币政策 传导机制与中介目标

如何选择与运用货币政策工具，实现货币政策目标，既关系货币政策的传导机制，又关系中介目标的选择。这里介绍中国的货币传导机制的变动以及中介目标调整。

一、计划经济时期的货币信贷传导机制与中介目标选择

对于传统的计划经济而言，中国不存在严格意义上的货币政策及其中介目标，只有国民经济计划、信贷计划和信贷政策。如前所述，在实践中，只要能够控制全社会的信贷总量，减少贷款总量与存款总量的差额，即中央银行的现金投放量，就可以控制社会总需求的膨胀速度，控制物价水平。而全社会存款水平取决于社会经济发展水平，即人民的富裕程度，因而控制社会总需求的惟一可行工具就是控制全社会的信贷总量。当然这里是基于财政收支平衡的假设，如果财政发生巨额赤字需要通过银行融资予以弥补，则会诱发信用膨胀和现金巨额投放，引起市场供需矛盾恶化，通货膨胀加剧。因而，在中国计划经济时期，十分强调财政与信贷的综合平衡问题，这是贷款规模作为货币信贷政策中介目标的主要理论与实践基础，也是贷款规模在中国既是中介目标又是货币政策工具的主要原因。

二、市场经济条件下的货币政策中介目标与传导机制

1. 货币政策中介目标调整

1978 年开始经济体制改革以后，中国经济逐步走向市场化。随着 1984 年中国人民银行专门行使中央银行职责、承担制定与实施货币政策调控宏观经济运行以