

# 我国利率调控体系亟待完善

□中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚

过去几年中,随着利率市场化加速,金融创新层出不穷,商业银行的资产、负债行为都出现了巨大的变化,不仅对金融结构和资金流向产生了深远影响,也极大地改变了货币政策传导路径。到目前为止,中国的货币政策仍然是以数量调控为主导,但人民银行为了适应外部环境变化,在构建利率调控框架方面也做出了持续的努力,我国货币政策价格调控框架的雏形已初现端倪。不过与成熟的体系相比,仍有四大问题亟待解决。

## 何谓价格调控框架

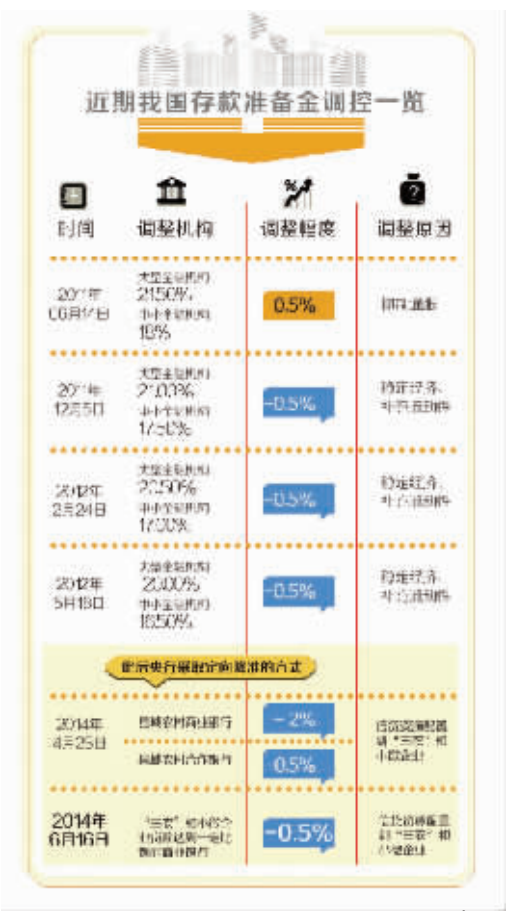
从国际范围的实践来看,所谓的价格调控政策,即中央银行以基准利率(在实践中常被称为“目标利率”Target rate,政策利率”Policy rate或“关键利率”Key rate等,)作为货币政策中介目标,以此引导金融机构产品定价(包括存贷款利率、债券和衍生品价格、股票市值及汇率)和其他市场参与者行为的变化,并最终对实体经济目标(物价、通货膨胀或就业)产生影响。

在各国货币政策的实践中,公开市场操作是调控基准利率最常用的手段,发展时间也最长。后来随着支付、清算体系的发展,各国的准备金制度发生了较大变化,在一定程度上改变了公开市场操作的基础。为此,一些国家开始纷纷采用利率走廊(Interest rate corridor)来锁定基准利率的波动区间。次贷危机之后,受困于中长期利率居高不下,各国央行在将基准利率维持在历史最低水平的时候,开始尝试直接影响中长期利率的途径,使利率调控体系日趋完善。

## 公开市场操作无明确的基准利率目标

从根本上讲,通过公开市场操作来影响基准利率的操作模式,其基础在于中央银行的准备金管理制度。通过对金融机构准备金账户的考核或清算账户资金要求,中央银行可以影响金融机构的自由准备金(即超额准备金)数量,进而也就能决定金融机构的流动性需求状况。从这个意义上讲,中央银行的法定存款准备金水平及其考核方式,都会对流动性产生重要的影响。

在准备金管理基础上,中央银行可以根据资金需求状况,通过公开市场操作来管理市场流动性,以引导货币市场利率接近目标利率水平。如果市场利率高于央行的目标利率,金融机构将转向央行借入资金,市场利率随之下降。反之,如果市场利率低于目标利率,中央银行将在公开市场上抛出国债或进行正回购交易,挤压金融机构的过剩头寸(即



IC图片

自由准备),迫使市场利率上升,直至其达到其目标利率水平。

我国央行公开市场操作始于1998年,之后规模逐步扩大,并成为货币政策日常操作手段,是调节商业银行流动性水平和引导货币市场利率走势最重要的工具之一。目前,公开市场操作尚无明确的基准利率目标,而在实践中,银行间市场的隔夜回购利率和隔夜拆借利率应是中央银行关注和调控的重点。

## 未形成明确利率走廊

法定准备金的核心是确保金融机构支付顺畅,避免出现流动性风险。随着技术的进步,特别是支付、清算体系效率的提高,维持支付所需要的资金数量大大减少。在这种情况下,多数国家都大幅下调了存款准备金要求,一些国家甚至实行了零准备金。当然,在中央银行的实时支付系统中,金融机构仍开立有清算账户并保留一定金额的清算头寸,其作用类似于储备头寸账户,但规模远小于以往的法定准备金。

在法定存款准备要求大幅下降甚至为零的情况下,公开市场操作赖以运行的基础在很大程度上发生了改变。面对新环境,各国央行在操作方式上进行了创新,以维持基准利率调控的有效性。为此,包括欧洲央行在内的许多中央银行,建立了明确的存、贷款便利制度,也即“利率走廊”机制。在这种机制下,中央银行可以按照贷款便利利率(通常高于目标利率),以合格资产做抵押品,向符合条件的金融机构提供流动性支持;或以存款便利利率水平(通常低于目标利率)向金融机构在中央银行的存款头寸支付利息。如此一来,目标利率的波动将被锁定在存、贷款便利利率所确定的区间。总体上讲,建立存贷款便利机制,用以补充和支持公开市场操作,可以更有效地引导市场利率趋向政策目标水平。

目前,中国还远未形成明确的利率走廊,但在实践中,人民银行的多种利率体系,理论上也对银行间市场隔夜利率的波动形成了约束。具体而言,除存、贷款基准利率外,人民银行可直接影响的利率包括法定存款准备金利率、超额存款准备金利率、常备借贷便利利率等。其中,超额准备金类似于其他国家的存款便利,其利率构成了货币市场利率理论上的下限。而与之相对,人民银行在2013年初推出的常备借贷便利(SLF),其利率则构成了银行间市场短期流动性价格的上限。

需要指出的是,此前曾有观点认为中国利率走廊的上限是人民银行的再贷款和再贴现利率。考虑到利率走廊所指的是中央银行对短期基准利率的锁定机制,在常备信贷便利推出之后,理论上,再贷款和再贴现利率对基准利率波动的上限约束效力应基本消失(对中长期利率的限制仍在)。

## 以再贷款利率引导中长期利率

在利率传导机制通畅的情况下,中央银行只需调控基准利率,而让金融机构和市场自行决定与实体经济关联度更高的中长期利率水平。但在经济危机期间,利率传导机制出现梗阻,中央银行将基础利率维持在极低水平,并不能有效拉低中长期利率水平。对此,一些国家的央行开始探索更有效的中长期利率调控方式,扭曲操作和量化宽松(QE)便是其中的代表。所谓扭曲操作即卖出较短期限国债,买入较长期限的国债,以此来压低长期国债利率,并进而推低与之相挂钩的中长期贷款利率。扭曲操作并非新生事物,早在1961年,美联储就曾进行过类似实践,并在2011年9月再次启用这一手段。不过,在短暂实施后,美联储迅速转向了刺激力度更大的第四轮QE。

在中国,再贷款和再贴现是人民银行用以支持商业银行信贷投放的重要工具。理论上说,再贷款和再贴现利率构成了银行贷款利率的上限,其操作规模和价格的变化,会对银行贷款行为产生直接的影响。但在过往的实践中,人民银行更多地再将贷款作为风险化解和支持落后产业、地区发展的工具,对其中长期利率引导功能并未充分发掘。近期,有报道称人民银行在再贷款和再贴现的基础上创设了抵押补充贷款工具(PSL),以合格资产作抵押,向商业银行提供再贷款。与现有的再贷款相比,引入抵押机制,可以让再贷款成为更为常规和覆盖范围更广的政策工具,更好地发挥再贷款利率对银行中长期利率的引导功能,并由此进一步完善利率调控机制。

## 四方面亟须完善

首先,完善基准利率体系。到目前为止,我国基准利率体系仍不完善,Shibor尽管已有较大发展并成为我国金融市场上重要指标性利率,但受市场分割、报价机制不完善、中长期交易规模不足等因素制约,Shibor对于其他市场利率的引导作用还有待提高,需要继续完善。

第二,进一步完善利率走廊机制。前面提到,人民银行直接控制的多种利率体系,理论上已经构成了某种意义上的利率走廊。但在实践中,由于受操作频率、透明度以及多重目标等因素的影响,货币市场实际利率频繁突破其理论上限。而新创设的工具,如常备信贷便利的利率引导效果也还没有太多体现。未来应继续梳理、优化各种利率调控工具,形成不同的分工,加强利率走廊对市场利率的引导和锁定作用。

第三,加快利率定价机制建设。央行对基准利率的调控,是否会对实体经济产生预想的效果,还要取决于商业银行的定价行为。因此,完善的利率调控体系,必然还包括金融机构利率定价机制的建设。目前,人民银行已经在推进“优惠利率”(Prime rate)报价试点,在此基础上,逐步提高商业银行定价对基准利率的敏感程度,建立通畅的从基础利率到中长期贷款利率的传导路径。

第四,提高政策透明度。足够的透明度会让公众对货币政策形成稳定的预期,并因此提高利率政策的传导效力。目前来看,我国货币政策的透明度仍有待提高,特别是新创设的工具如SLF和PSL,其定价规则、操作模式以及执行标准等,都应适度公开。如此方能真正提高其对于市场利率的引导,否则就只会沦为分配信贷资源的手段,无助于政策调控机制的转型与优化。

## 拓展中欧金融合作 助推人民币进入SDR

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

随着人民币和金融资本“走出去”,中国与全球金融网络的交集越来越大。中国外汇交易中心日前宣布,在银行间外汇市场开展人民币对英镑直接交易,这意味着在伦敦以人民币清算行为中心搭建起离岸人民币市场清算网络,将使人民币在欧洲直接进行清算运作。

2014年以来,人民币在欧洲的国际化进程大大加快,除人民币—英镑直接交易协议之外,巴黎、法兰克福、卢森堡也都跃跃欲试,欲建立人民币离岸中心。

中欧在金融货币方面的合作潜力巨大。中国是欧盟许多国家的最大贸易伙伴,中欧经济总量相加占全球的三分之一,双边贸易额过去十年翻了两番,去年达到5591亿美元,并共同制定了中欧合作2020战略规划,涉及100多个领域的合作。

与贸易和投资联系相比,中欧金融联系尚显薄弱。2014年4月,人民币已成为全球第七大支付货币和全球第九大交易货币,但在全球支付清算的使用份额仅为1.4%,在国际贸易中采用人民币计价及结算的比率不到9%,人民币外汇交易占全球外汇日均交易量的比重也仅为2.2%。

中国要提升金融战略能力就必须拓展与欧洲的金融合作。今年4月,国务院发布了《深化互利共赢的中欧全面战略伙伴关系——中国对欧盟政策文件》,强调要抓住机遇深化互利共赢的中欧全面战略伙伴关系,并阐明了新时期中国对欧盟的政策,特别是详细规划了中欧在财政金融领域的合作内容。

从当前情况看,中欧双方合作意愿较强,具备开展金融合作基础,不过中欧金融合作整体还处于初级阶段,合作的广度和深度还有待深化。为此,笔者提出几点建议。

首先,拓展中欧金融合作,助推人民币进入SDR。一方面,未来各国须共同推动金融和资本市场相互开放,推进金融创新,加快本币结算基础设施建设。从推动人民币国际化的战略目标角度,应该积极构建人民币互换基金池,这样可以有效地防范风险。在人民币“一对多”的互换、清算系统中,筹建互换资金池,可以极大地扩大这个系统,从而推进清算功能的发展。具体而言,可以仿照国际清算银行,按照年度实行双边差额互换以及余额结算,既包括一个经常账目系统,也包括逐步建立一个资本账目系统。在直接的双边结算融资中,鼓励围绕以人民币国际化为中心,实行间接的双边互换,摆脱“美元陷阱”。

另一方面,寻求欧盟对人民币进入SDR的支持。人民币进入SDR篮子一直是中国经济努力的方向。根据IMF现行规定,能够进入SDR篮子的货币只需符合以下两个标准:一是货币发行国(或货币联盟)在过去五年内货物和服务出口额位居前列;二是IMF认定该货币为自由使用货币。

显然,对于第一个标准而言,中国早已经满足,因为在过去五年内货物及服务出口额位居前列,且中国已经于2013年成为全球第一大货物贸易大国。对于第二个标准,中国也正在加快推进资本项目可兑换。当前,中国不可兑换项目有4项,占比不到10%,距离自由使用货币也越来越近,内部条件并不是最大障碍。不确定性主要来自于外部,SDR定值货币为美元、欧元、日元和英镑4种,由于中国进入SDR可能挑战美元霸权,因此尚存阻力,中国必须寻求更多支持。当前,中国已经与英国签署货币互换协议,并达成了清算网络,如果中国能够再下一城,进一步拓宽与欧盟的金融合作,就会大大提升中国进入SDR篮子的可能性,这将是人民币向储备货币迈进的重要一步。

其次,拓展中欧金融合作,优化金融市场结构。后危机时期,中欧都需要调整自身金融市场结构,以利于维护经济的稳定和发展。中国对欧金融区域合作关注的关键点之一是培育中国人民币债券市场,解决中国投资资金长期面临的借贷期限和货币币种双重错配的问题,确保人民币资金长期稳定的供给。而欧洲国家经济金融一体化程度较高,各国之间的证券投资非常活跃,中欧之间的金融市场合作有很大潜力。

最后,拓展中欧金融合作,提高金融对实体经济支撑能力。欧盟各国公路、铁路、电网、管道建设等基础设施方面有非常大的投资需求。相比之下,中国凭借在公路、高铁、桥梁等领域较强的基础设施能力已超过美国和欧盟成为世界上最大的基础设施投资国。数据显示,自1992年到2012年,中国将大约8.5%的GDP用于基础设施建设,远远超过欧盟2.6%的平均水平,中欧可能通过基础设施项目债券或共同基金等形式加强合作。此外,中欧各国可以加大相互之间在海外兼并、海外市场拓展、技术升级、资源能源收购、知识产权等项目的重点支持,进一步扩大中国与欧盟金融投资合作的深度和广度。

## ■ 记者观察

□本报记者 卢铮

尽管宽松货币向小微、三农企业定向投放数千亿资金,但小微企业的直观感受仍是融资成本居高不下,资金链不时出现紧张。与此同时,产能过剩、产品价格下行制约着企业扩大投资的意愿。投资需求不足而资金成本持续攀升,在供求扭曲的情况下,宽松货币可能导致制度套利行为。信贷资金在金融机构内部空转,民间资本“脱实入虚”,而这正是监管层不愿看到的。

截至今年一季度,执行利率上浮的贷款占70%以上。民间融资成本更高,6月以来,小微经济最活跃的温州和广州,其民间融资综合利率一直徘徊在20%左右,远高于6.55%的5年期基准贷款利率。

当然,利率上行是金融机构对小微企业的风险溢价。由于产品价格下行、资金成本高企,小微企业盈利情况普遍较差,加上前期“三角债”、“连环贷”问题频现,小微、民营企业的债务

风险上升。一季度商业银行不良贷款率达1.04%,为近三年来最高值。其中,新增不良贷款主要是面向制造业、批发零售业及中小企业发放的贷款。高利率对应的是高风险,当前我国融资市场以间接融资为主的情况下,小微企业不得不接受金融机构的风险溢价。

问题是,PPI已经连续二十几个月负增长,表明企业有持续去库存压力,同时中小企业投资信心不断下行,实体经济扩大生产、追加投资的意愿并不强烈。按照经济学原理,当利率上升到一定程度,高于其投资收益率,企业投资需求下行,继而减少融资需求,在需求下行的情况下,利率曲线也将下行,但实际情况却恰恰相反,投资率下行并未平抑贷款利率。

那么,为何会出现上述悖论?应该说,资本形成效率下降是原因之一。近年来我国企业不断受债务率高企的困扰,企业对债务融资依赖较大,杠杆率水平较高。据央行报告测算,2012年中国企业部门的杠杆率高达

110.8%,远高于德国的48.5%和美国的78.3%;2013年中国企业部门杠杆率进一步上升至113.4%。由于企业资本形成效率不断降低,为了维持单位产出需要更多投资,甚至陷入借新债还旧债的境地。

更为重要的是,在中国经济中,还有一种投资需求对利率不敏感,如地方债务平台、国有企业、部分房地产企业和一些投资过程中资金链出现问题的企业。由于地方政府投资软约束,加上我国融资主要以间接融资为主,这就导致在银行体系中,上述投资需求实际享受到了隐性担保,投融资需求几乎无穷扩张,促使整体利率水平不断上升。这类投资需求成为游戏规则“破坏者”,严重干扰了货币政策的有效性。尤其是数量型中间指标的先导意义明显减弱,而基于这些指标的数量型货币政策,对经济调控的有效性也大为降低。

在供求扭曲的情况下,制度套利行为也可能发生,宽松货币可能会加大投机。信贷资金在

企业之间倒手,资金没有流向实体需求,而是在金融机构内部空转,民间资本“脱实入虚”。一些拥有获得信贷资源的企业充当了“割爷”角色,频繁参与套利活动,以低成本获得融资后,再通过委托理财和信托产品的方式再贷给有资金需求的企业,人为延长融资链条。

对当前中国经济来说,让资金真正流到需要的地方去,定向降准还不够,必须辨证施治。具体来说,一是要降低企业融资成本,引导其逐步去杠杆,改善负债表。二是变财政软约束为硬约束。地方政府融资平台和国企投资软约束是抬高利率水平的根源之一,亟待硬化财政约束,减少经济当中的政府隐性担保。三是发展股权融资市场,培育直接融资体系,减少企业对银行融资的依赖。四是支持企业技术创新,加大核心技术投入,增加创造性生产,培育新的有效需求,改善企业产能过剩的情况。五是继续释放改革红利,尤其是要加大收入分配改革力度,通过制度安排创造消费需求。

亲,让我们从新开始吧

新华社发布客户端V1.0版  
新主流 新体验

你的新闻客户端升级了吗?