
公开市场操作、利率走廊与中国利率调控模式探究

王春丽

(福建社会科学院 亚太经济研究所 福州 350001)

摘要:作为当今世界大多数国家货币政策调控的主要手段,公开市场操作和利率走廊有着各具特色的运作机制和实施效果。相关研究表明,公开市场操作与利率走廊之间并非完全排斥,甚至在某个阶段还是可以互补的:一方面,利率走廊可以减轻公开市场操作的调控压力;另一方面,公开市场操作能够确保利率走廊目标利率的实现。基于我国现阶段的特征考虑,单一的公开市场操作或单一的利率走廊都不适应中国当前的利率调控需求,顺应中国当前经济金融环境的利率调控模式应该是公开市场操作与利率走廊的有效结合。未来中国构建利率走廊模式的总体方向是通过设定利率走廊上下限,将货币市场利率控制在利率走廊区间之内,再通过公开市场操作将市场利率调控到目标利率水平附近。

关键词:货币政策;公开市场操作;利率走廊;常备借贷便利

中图分类号:F224 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-2674(2018)11-089-08

作为当今世界大多数国家货币政策调控的主要手段,公开市场操作和利率走廊有着各具特色的运作机制和实施效果。根据金融宏观调控的现实需要,中国一直以来采用的都是与美国、日本等国类似的公开市场操作来调控短期市场利率,从调控效果来看,这种利率调控模式也较为符合中国宏观经济的发展要求。但是从利率调控模式的发展趋势来看,除了较早采用利率走廊模式调控市场利率的加拿大、新西兰、澳大利亚等国,20世纪90年代以来美国也开始着手对传统公开市场操作模式进行调整和转变,通过设定利率走廊区间以降低利率调控成本、提高利率调控效果。事实上,随着金融市场和电子货币的发展,近年来在货币政策调控领域,中国也逐步显现出从传统公开市场操作向利率走廊模式过渡的态势,常备借贷便利的频繁使用,官方渠道的公开信号,都表明中国正式进入利率走廊模式构建的探索之路。基于此,本文通过分析公开市场操作与利率走廊的运作机制、互动关系等,为探求中国利率调控的最佳模式提供参考与建议。

一、相关文献综述

公开市场操作和利率走廊是近年来世界各国央行货币政策调控的两种主要模式,其中,公开市场操

收稿日期:2018-06-23

基金项目:国家社会科学基金一般项目(14BGL028);福建省社会科学基金一般项目(FJ2017B040)

作者简介:王春丽(1978-),女,福建武夷山人,经济学博士,福建社会科学院亚太经济研究所副研究员,主要从事世界经济研究。

作在 20 世纪 80 年代之前处于调控的主流地位,是指中央银行为了实现货币政策目标,在金融市场上买进或卖出有价证券,以改变商业银行等金融机构的准备金数量,影响金融市场的货币供应量,进而引导利率向货币政策目标水平变动的一种政策手段。此后,特别是 20 世纪 90 年代之后,受限于公开市场操作的支撑条件变化,公开市场操作调控利率的效果明显下降,大多数国家开始从公开市场操作向利率走廊模式的转型。利率走廊与传统的公开市场操作调控利率的方式不同,它是指中央银行通过设定和变动商业银行在央行的存贷款利率,以实现将同业拆借利率调节和控制央行的目标利率水平上。经过多年的实践,利率走廊模式正在以其操作的便捷、有效而取得货币政策调控的主导地位。

有鉴于此,公开市场操作和利率走廊两种调控模式及其比较研究也引起了许多国内外学者的兴趣。国外文献方面,伍德福德(Woodford)考虑了私营部门信息处理能力改善对货币政策有效性可能造成的影响。通过理论模型分析,伍德福德认为,私人部门对中央银行货币需求的潜在侵蚀不应该从根本上削弱中央银行实现稳定目标的能力,中央银行可以通过常备借贷便利控制隔夜利率,这是利率渠道系统的主要优点,此时,如若公开市场操作(或其等价物)仍然在这样一个系统下使用,它就不是用来调控隔夜利率的操作手段,而是对外部干扰预测的一种技术性回应,由于私人部门外部干扰预测的每日变化会对结算余额需求产生影响,公开市场操作对结算余额供给的调控就能使结算余额供求达到均衡状态。^[1]克雷格(Craig)构建了商业银行在银行间市场借款与商业银行从中央银行常设机构借款的决策之间的相互作用模型,深入分析了中央银行利率设定对商业银行行为的影响。在储备要求低和下降的环境下,常备借贷设施正成为许多中央银行经营框架中更为核心的组成部分。研究表明:中央银行贷款利率设定比传统公开市场操作的成本要低得多,但是单一贷款利率的设定也是有局限性的,它影响商业银行参与私人银行间市场的程度还有较大的不确定性。(1)仅仅存在一个常设机构可能会抑制商业银行向市场提供有吸引力的市场报价的动机,以及(2)仅仅从中央银行而不是银行间市场借贷可能是一个耻辱,这两种结果对于银行从中央银行借款的可能性有相反的预测。^[2]马丁和莫内(Martin & Monnet)从福利与收益的角度深入比较了国际上流行的公开市场操作和利率走廊这两种货币政策框架,研究结果显示,单一利率走廊不能实现弗里德曼规则,但对于给定的通货膨胀率而言,单一利率走廊能实现比单一公开市场操作更高的福利增长;而单一公开市场操作虽然有利于实现弗里德曼规则,但无法有效实现通货膨胀目标制。对此,马丁和莫内认为,货币政策的最优调控模式应是公开市场操作和利率走廊的有效结合,如果要实现低利率,中央银行在进行利率走廊调控时可能需要持有证券组合,使公开市场操作能够调节储备供应的演变,与之相反,使用公开市场操作的中央银行执行货币政策可能希望支付储备利息,以缓解弗里德曼规则产生的一些扭曲。^[3]

国内文献方面,贾德奎和胡海鸥通过分析总结加拿大、新西兰和澳大利亚等国货币政策实践经验,发现利率走廊正在逐渐取代公开市场操作的地位,成为各国中央银行货币政策调控的主流。就中国而言,公开市场操作在调控利率方面受到许多条件的限制,而利率走廊的优越性却表现明显,从发展方向来看,利率走廊模式是中国央行调控货币市场利率的一个较优选择。^[4]胡海鸥和贾德奎对以美国为代表的公开市场操作的运作机制和以加拿大为代表的利率走廊调控模式的运作机制进行了比较分析,在深入分析的基础上,系统地提出了利率走廊调控相较于传统公开市场操作的许多优点,比如成本更低,更充分发挥市场机制的作用,调控更为直接、透明和有效,更有利于公众形成稳定的合理预期,更有利于发展公告操作,更有助于实行通货膨胀目标制等。^[5]牛慕鸿等主要从央行降低市场利率波动的角度来讨论公开市场操作和利率走廊在应对市场利率波动时的调控成本问题,通过建立博弈论模型、商业银行的动态流动性需求模型等系统地分析了利率走廊的运行机制,研究发现利率走廊可以有效地引导市场预期,消除市场对出现流动性危机的预期,因此在降低市场利率波动方面,具有“自动稳定器”的功能,同时,利

率走廊的可信区间会有效减少市场对流动性的“囤积性需求”,从而减少央行进行公开市场操作的需求,进而有效降低央行货币政策调控成本。此外,牛慕鸿等人还构建了中央银行的最优利率走廊下静态模型,深入分析了最优利率走廊的选择问题,研究发现最优利率走廊宽度与利率波动情况、流动性冲击的频率和幅度都有关,因此它的设定取决于常备借贷便利与公开市场操作的成本比较。^[6]

现有的研究成果大多从利率走廊的优越性角度探讨了利率调控模式的发展趋势和具体构建问题,然而,已有研究也表明,利率走廊机制如果想发挥最大优势,需要有较高的条件和环境要求,当市场条件与实施利率走廊机制的标准还有一定差距的时候,传统的利率调控模式,如公开市场操作就能成为利率走廊机制的有效补充。对此,本文从公开市场操作与利率走廊互为补充的角度切入,将系统分析公开市场操作和利率走廊的互动关系,这对于中国现阶段的市场环境而言,具有较强的现实意义。

二、公开市场操作和利率走廊的作用机制

长期以来,公开市场操作一直是各国中央银行调控利率的主要模式,其调控逻辑为:买卖有价证券→银行准备金→同业拆借利率。根据伍德福德的研究发现,在发达的金融市场条件下,公开市场操作主要通过商业银行储备供求关系得以实现,其作用机制如图1所示:横坐标代表央行的储备供给与商业银行的储备需求,纵坐标代表同业拆借利率和贴现率。曲线 D 为商业银行的储备需求,它与同业拆借利率之间的关系可由函数 $D(R) = r^f$ 来表示,表明储备需求与同业拆借利率负相关,利率越低,储备需求越大;反之则越小。利率非常低时,储备需求甚至趋于无穷大。曲线 S 为央行的储备供给,它由商业银行非借入准备金和借入准备金共同决定,它与同业拆借利率之间的关系可用公式 $TR = NBR + BR(r^f - r^d)$ 来表示,其中, TR 代表商业银行的储备供应量; NBR 代表非借入准备金量,由曲线 S 的垂直部分来表示; BR 为商业银行从贴现窗口借入的准备金量,该准备金量是同业拆借利率 r^f 与贴现率 r^d 之差的函数,由曲线 S 向右上方倾斜的部分来表示。^[7]

储备供给曲线与储备需求曲线的交点表明均衡的储备供求为 TR ,均衡的同业拆借利率为 r^* 。当商业银行受到市场流动性冲击导致市场利率偏离目标利率 r^f 时,中央银行需要通过公开市场操作使市场利率回到目标利率,由需求函数 $r^* = D(R + R^*) - r^f$ 来决定,可得央行公开市场操作总幅度为: $R^* = D^{-1}(r^* + r^f) - R$,其中, R 为商业银行的储备需求量, r^* 为目标利率, r^f 为市场利率偏离目标利率的幅度, R^* 为央行公开市场操作的幅度。为了实现该调控目标,央行就需要通过在公开市场买卖国债以将曲线 S 移动到 S' 的位置,此时公开市场操作总幅度为 R^* ,同业拆借利率由 $r^* + r^f$ 下降到 r^f 。

基于上述公开市场操作的作用机制,一国中央银行进行公开市场操作的步骤得以明确:首先根据实现既定经济发展水平的要求,确定同业拆借目标利率水平;然后根据商业银行的储备需求曲线,确定与同业拆借目标利率水平相对应的储备需求量,通过目标储备需求量和实际的储备需求量的差额计算公开市场操作幅度;最后根据该公开市场操作幅度,在公开市场上进行国债买卖交易,进而使同业拆借利率达到目标利率水平。因此,确保公开市场操作有效的前提条件是商业银行的储备需求曲线是稳定的,即同业拆借利率与商业银行储备需求之间的关系是明确的,否则,公开市场操作的幅度就难以确定,公开市场操作的效果也可能降低,甚至会产生相反效应。事实上,20世纪90年代以来,由于电子货币的发展导致商业银行储备需求曲线变得不稳定,同业拆借利率与商业银行储备需求之间的关系难以明确,公开市场操作幅度就无法预先估计,更无法仅通过公开市场操作来确保同业拆借利率实现预定的目标利率水平。在此背景下,考虑到中央银行通过公开市场操作调控利率需要承受越来越大的调控压力和调控成本,寻求利率调控模式的改变也就必然成为中央银行的重要任务之一。为此,许多西方国家中央银

行开始探索一种新的利率调控模式——通过设定商业银行的利率波动区间以简化利率调控方式,提高利率调控效果。这种中央银行通过设定商业银行利率波动区间,以实现对同业拆借利率调节和控制的调控模式,就是利率走廊模式。目前这种调控模式正在为越来越多的国家所采用。

利率走廊调控模式主要借助于市场机制和商业银行对利润最大化的追求,使实际拆借利率在央行存贷款利率之间波动,且不会越过央行存贷款利率的上下限,因此央行设定的存贷款利率上下限就被称为利率走廊,而该存贷款利率的区间就成了实际拆借利率波动的通道。由于这种利率走廊模式主要通过变动央行的存贷款利率,基本无需通过公开市场上的国债买卖来影响货币供给量,因此相对于公开市场操作更具有稳定、公开和简便的特性。从理论来看,标准的利率走廊(即无准备金要求的对称利率走廊)不仅能使同业拆借利率波动在央行的存贷款利率之间,甚至还能将同业拆借利率均衡在央行存贷款利率的二分之一处,其作用机制如图2和图3所示,可以通过央行设定的存贷款利率上下限和商业银行结算资金供求曲线来加以解释。^[8]

图2主要解释了利率走廊调控下,同业拆借利率如何在央行存贷款之间波动。在图2中,横坐标代表商业银行的结算资金供求,纵坐标代表利率,曲线 S 、 D 分别为商业银行的结算资金供给、需求曲线,央行设定的商业银行在央行存贷款利率上下限分别为 $i^* + s$ 、 $i^* - s$,在此条件下,商业银行同业拆借利率的波动就不会越过这个上下限,因为当商业银行同业拆借利率越过央行贷款利率这个上限时,如图2商业银行结算资金供求均衡点为 e_1 时,商业银行与其向同业拆入资金,不如按央行设定的贷款利率向央行借款,这样同业拆借利率均衡点就会回落至利率走廊区间内,图中 A_1B_1 就为央行向拆借市场注入的资金额。同理,当商业银行同业拆借利率低于央行存款利率这个下限时,如图2商业银行结算资金供求均衡点为 e_2 时,商业银行与其向同业拆出资金,不如按央行设定的存款利率给央行存款,这样同业拆借利率均衡点就会回升至利率走廊区间内, A_2B_2 就为央行从拆借市场吸入的资金额。

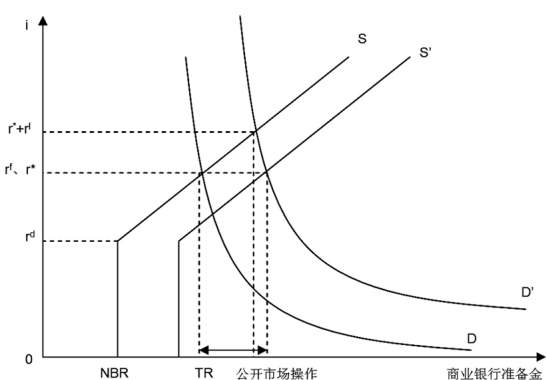


图1 公开市场操作情况下商业银行的储备供求关系

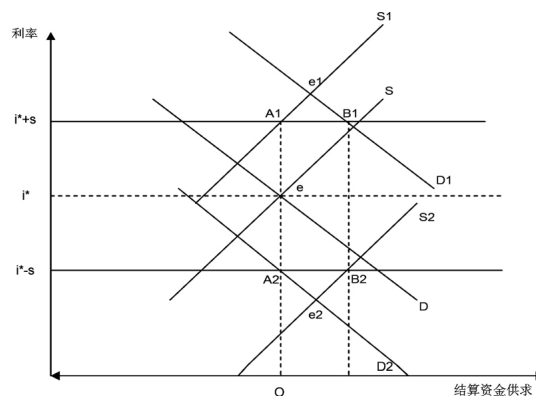


图2 商业银行的结算资金供求

图3主要解释了利率走廊调控下,同业拆借利率如何均衡在央行存贷款利率二分之一处。在图3中,横纵坐标、曲线 SD 、央行存贷款利率上下限($i^* + s$ 、 $i^* - s$)均与图2的条件设定保持一致,此时,同业拆借利率的初始位置位于利率走廊区间内,基于商业银行对利润最大化的追求,同业拆借利率最终会稳定在央行存贷款利率的二分之一处。这是因为对于拆入银行来说,其拆入资金的最高成本为央行贷款利率,央行贷款利率与实际拆借利率的差额为其可能增加的收益,在利润最大化的诱导下,拆入银行会选择从拆借市场拆入成本较低的资金,而不是从央行借入成本更高的资金。对于拆出银行来说,其拆出资金的最低收益为央行存款利率,央行存款利率与实际拆借利率的差额为其可能增加的收益,在利润最大化的诱导下,拆出银行会选择向拆借市场拆出收益较高的资金,而不是将资金存入收益较低的央行。在这种情况下,当实际拆借利率高于或低于央行存贷款利率二分之一的 i^* 时,即同业拆借利率的初始位

置在 e_1 或 e_2 点上,受到商业银行利润最大化的驱使,结算资金供给曲线会从 S_1 或 S_2 移动至 S ,需求曲线会从 D_1 或 D_2 移动至 D ,而 e_1 或 e_2 会回到均衡点 e 。只有在实际拆借利率处于央行存贷款利率二分之一位置上时,即同业拆借利率位于 e 点上,拆入银行和拆出银行的收益相等,曲线 S 、 D 相交于 e 点并达到均衡状态。

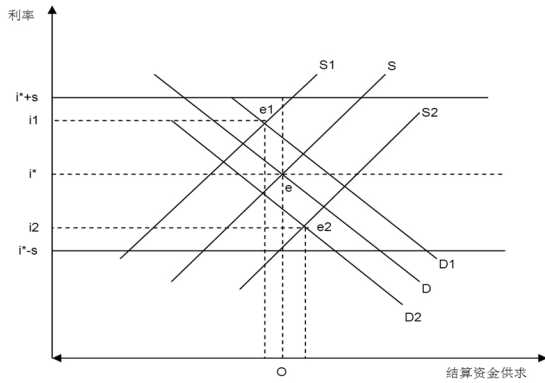


图3 商业银行拆借利率偏高偏低的调整

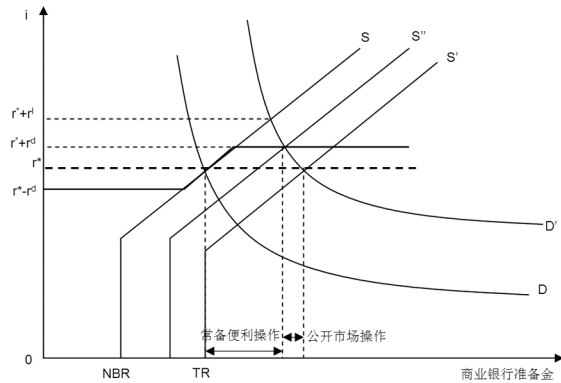


图4 利率走廊+公开市场操作情况下商业银行的储备供求关系

三、公开市场操作和利率走廊的互动关系

1. 利率走廊减轻了公开市场操作的调控压力

利率走廊通过设立商业银行利率波动区间,简化了利率调控方式,降低了公开市场操作的调控成本,减轻了公开市场操作的调控压力。如图4所示,与单一进行公开市场操作的调控模式不同,在利率走廊与公开市场操作相配合的模式下,当商业银行受到市场流动性冲击导致市场利率偏离目标利率 r^l 时,在利率走廊上限的设定下,央行可以通过常备便利操作在利率走廊上限给市场提供流动性,然后通过公开市场操作把市场利率从利率走廊上限 $r^* + r^d$ 拉回到目标利率 r^* 。由此可见,为了实现央行利率调控的目标,央行首先能够通过常备便利操作将曲线由 S 移动到 S'' 的位置,常备借贷便利操作幅度为 R' ; [9] 其次能够通过公开市场买卖国债的方式将曲线由 S'' 移动到 S 的位置,公开市场操作幅度为 R^* , 同业拆借利率由 $r^* + r^l$ 下降到 r^* 。根据牛慕鸿等的研究启示,此时,商业银行的储备需求由函数 $r^* = D(R + R' + R^*) - r^l$ 来决定,可得央行公开市场操作总幅度为:

$R^* = D^{-1}(r^* + r^l) - (R + R')$, 其中 R 为商业银行的储备需求量, r^* 为目标利率, r^l 为市场利率偏离目标利率的幅度, $r^* + r^d$ 、 $r^* - r^d$ 分别为央行设定的利率走廊上下限, R' 为央行常备借贷便利操作幅度, R^* 为央行公开市场操作的幅度。 [6]

因此,利率走廊可以从两个方面降低公开市场操作的调控压力:一方面,利率走廊的区间设定直接减小了央行公开市场操作的幅度,这是由于在央行的储备供给中,原来由公开市场操作完成的很大一部分都被常备借贷便利给替代了(如图4所示),而常备借贷便利的调控成本又明显小于公开市场操作。在公开市场操作中,央行主要通过公开市场频繁买卖国债实现对市场利率的调控,其中,为降低市场利率,央行就必须在公开市场上相对高价买入国债;为提高市场利率,央行又不得不在公开市场上相对低价卖出国债。高价买入、低价卖出,这无疑增加了央行的调控成本。与公开市场操作不同,利率走廊则是通过常备借贷便利将市场利率控制在利率走廊上下限的区间内,其中,在利率上限,央行可以通过常备借贷便利发放商业银行的贷款,此时,央行需要对商业银行的贷款收取利息,这种利息

可以看作央行的调控收益,并没有成本。在利率下限,央行可以通过常备借贷便利吸收商业银行的存款,此时央行需要对商业银行的存款支付利息,这种利息可以看作央行的调控成本,但这种成本相对固定,明显低于央行在公开市场上低价卖出有价证券的成本。另一方面,利率走廊的区间设定会通过“告示效应”影响商业银行的预期和行为,从而会降低单一公开市场操作的流动性冲击。“告示效应”是一种通过政策信誉度及货币政策操作透明度提高公众的理性预期水平所产生的相关影响,这种影响在很大程度上会确保政策效果的实现。在利率走廊操作中,表达意向是央行的基本操作方式,央行所公布的利率目标及其政策意图很容易被公众所理解,这就有利于提高商业银行的预期水平,在很大程度上会对公众产生“告示效应”,进而提高央行的利率政策调控效果。与此相对,公开市场操作却有可能误导公众预期,使得商业银行采取与央行意图相悖的操作。这是由于公开市场操作是一种央行主动出击的调控模式,容易使得商业银行将央行抵御市场异动而采取的防卫性措施看作主动性政策变化,从而采取与央行意图相悖的操作,进而加剧央行降低流动性冲击的压力。

2. 公开市场操作确保利率走廊目标利率的实现

公开市场操作通过变动央行货币供给量,确保了受准备金制度影响(非零准备金制度)的利率走廊模式下均衡利率与目标利率的一致性,也确保了利率走廊条件下实际市场利率达到央行预设的目标利率水平。根据利率走廊作用机理,标准的利率走廊模式(即零准备金制度下的利率走廊模式)能够将市场利率稳定在利率走廊区间的二分之一位置,此时央行只要将目标利率水平设定在利率走廊区间的二分之一位置,实际市场利率就会自动向央行预设的目标利率靠拢,对此央行一般无需进行公开市场操作,货币供给量可以基本保持不变。因而,利率走廊模式相较于公开市场操作更为直接、透明和有效。然而,从现实条件来看,利率走廊模式的操作也并不完美,因为其相较于公开市场操作,有着更高的条件约束。比如存款准备金付息制度和大量实时电子结算系统,其中,存款准备金付息制度是标准利率走廊机制构建的基础,它相当于央行所设定的利率走廊下限,是确保商业银行在利率走廊框架下完成预设目标的有效支撑。如果不对存款准备金付息,商业银行就会因为存款准备金所产生的成本而做出与利率走廊机制相悖的储备管理行为,这会大幅度降低标准利率走廊的调控效果。而大量实时电子结算系统是利率走廊运作的重要技术支撑,通过大量实时电子结算系统进行商业银行的储备资金结算,有助于商业银行的储备资金得到充分利用,并确保标准利率走廊模式下零准备金制度的达成,否则同业拆借利率就无法在央行存贷款利率二分之一位置实现均衡,利率走廊调控也就无法完美实现。此外,标准利率走廊还要求央行存贷款能够作为同业拆借的完全替代,也即要求央行存贷款与同业拆借的拆入拆出一样,既无担保需求却又有风险承担。然而,现实操作中,央行的存贷款利率通常与同业拆借相反,在贷款时要求提供抵押品,在存款时又无风险承担,这就导致央行存贷款不能作为同业拆借的完全替代,进而使得利率走廊无法围绕其中点给商业银行制造对称的机会成本,标准利率走廊的效果也无法实现。^[10]

对于大多数国家或地区来说,上述确保利率走廊机制完美操作的约束条件还难以实现,此时央行如若不变动货币供给量,利率就可能偏离央行的目标利率,而位于利率走廊的上限或下限。因此,大多数国家或地区央行在利率走廊实际操作中并非保持货币供给量不变,而是需要通过公开市场操作变动货币供给量,以辅助利率走廊将实际市场利率稳定在央行预设的目标利率水平上。具体而言,就是央行既要盯住目标利率,使得市场利率稳定在利率走廊区间的二分之一位置上,又要通过公开市场操作的方式使得货币供给量为零,从而实现央行对利率目标的最初设定。仍以图3为参照,首先,在拆借利率偏高、货币供给量为负的情况下,即储备供给与需求曲线相交于图3中的 e_1 点,央行为了实现货币供给量为零,就会通过公开市场操作(如正回购等)促使储备供给曲线 S_1 向 S 移动,此时,商业银行储备资金被动增加,在理性预期利润最大化的驱使下,商业银行意愿减少储备资金会推动储备需求曲线 D_1 向左移动

到 D 的位置,最终回到均衡点 e ,市场利率与预设目标保持一致。其次,在拆借利率偏低、货币供给量为正的情况下,即储备供给与需求曲线相交于图 3 中的 e_2 点,央行为了实现货币供给量为零,就会通过公开市场操作(如逆回购等)促使储备供给曲线 S_2 向 S 移动,此时,商业银行储备资金被动减加,商业银行为了补充结算资金就会推动储备需求曲线 D_2 向右移动到 D 的位置,最终回到均衡点 e ,市场利率也与预设目标保持一致。

四、中国利率调控模式的选择

目前,中国货币政策框架正处于从数量型向价格型转变,价格型货币政策框架要求短期利率调控采取一种更有利于发挥市场作用的方式,从国际成功经验来看,利率走廊机制无疑是扮演这种利率调控方式较为有效的途径。基于此,我国央行也开始推动利率政策调控从公开市场操作(数量型)向利率走廊(价格型)的转变。早在 2014 年,央行行长周小川就公开表示“在货币政策框架从数量型向价格型转变过程中,未来中国的短期利率调控方式将采取‘利率走廊’模式。”^[11]然而,在我国当前经济金融环境下,受限于较高的存款准备金率和其他市场条件的制约,单纯地依靠利率走廊来调控市场利率还面临较大的挑战,公开市场操作在很长一段时间内还有其存在的意义。

鉴于此,对大多数国家而言,虽然从公开市场操作向利率走廊转变是金融宏观调控发展的必然趋势,但公开市场操作与利率走廊之间并非完全排斥,甚至在某个阶段还可以互补。具体到我国,基于现阶段特征考虑,单一的公开市场操作或单一的利率走廊都不适应中国当前的利率调控需求,顺应中国当前经济金融环境的利率调控模式应该是公开市场操作与利率走廊的有效结合,使其既能发挥利率走廊的成本控制优势,又能展现公开市场操作的精准调控效果。对此,中国应该加快理顺准备金制度与公开市场操作的关系,有计划地构建利率走廊模式。

从理论上说,标准的利率走廊模式要求实施零准备金制度,在这种情况下,央行可以通过幅度较小的公开市场操作,甚至无需公开市场操作就能高效调控利率。近年来,中国央行多次对存款准备金的制度安排进行调整,包括合并法定和超额准备金账户、降低存款准备金利率水平、改革存款准备金考核方式等,但比较而言,中国商业银行的准备金率还相对较高(总体仍高于 15%)。考虑到准备金制度影响下的利率走廊还需要通过公开市场操作调节储备资金供给,以确保利率走廊目标利率得以实现。基于此,未来中国构建利率走廊模式的总体方向是首先通过设定利率走廊上下限,将货币市场利率控制在利率走廊区间之内;然后通过公开市场操作将市场利率调控到目标利率水平附近。在具体构建过程中要考虑以下几点:

一是选择适合的工具来充当利率走廊上下限,并打通商业银行与利率走廊上下限之间的使用障碍。从现状来看,常备借贷便利工具和超额存款准备金利率作为中国利率走廊上下限有一定的优越性,但与超额存款准备金利率由央行主导不同,常备借贷便利的使用基于商业银行的主动性,而中国常备借贷便利工具推出时间不长,业务流程上相对繁琐,商业银行对常备借贷便利工具的使用还缺乏完全的主动性,所以,要想充分发挥常备借贷便利作为利率走廊上限的功能,就需要继续改进常备借贷便利的采取措施,加强中央银行引导,简化业务办理流程,降低常备借贷便利工具的使用时滞等。

二是从互动关系角度对利率走廊的区间宽度进行理性思考,使市场利率波幅和央行操作成本都趋向最小。根据此前利率走廊和公开市场操作互动关系的分析,利率走廊的区间宽度直接影响市场利率偏离目标利率的范围,即市场利率的波动幅度;而公开市场的操作频度又会影响央行的操作成本,为此,在设计利率走廊框架时,就要充分考虑降低利率波幅和央行操作成本问题,通过将常备借贷便利、超额

存款准备金利率与公开市场操作进行成本比较,从可能达到的利率波动幅度和实际操作成本出发,以明确利率走廊上下限水平和最优区间宽度。

三是继续深化相关配套改革,完善利率走廊实施的制度环境,包括取消存贷款基准利率、降低存款准备金率和增强信息公开透明等。利率走廊属于央行调控利率的价格型货币政策框架,它依赖于市场机制的有效发挥和市场手段的充分运用,为了配合这种模式的成功运作,就必然需要构建起与之相匹配的制度环境。其中,取消存贷款基准利率并确定以同业拆借利率为基准利率的方向是利率走廊发挥作用的必然前提,降低存款准备金率是推动商业银行以利润最大化为目标将市场利率稳定在目标利率附近的必要保证,增强信息公开透明是充分利用“告示效应”以确保利率走廊实施成效的基础条件。

参考文献

- [1]Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy[R]. NBER Working Paper, 2001, No. 8674.
- [2]Craig H F. Interbank Exposure: Quantifying the Risk of Contagion[J]. Journal of Money Credit & Banking, 2003, 35(1): 111 - 128.
- [3]Martin A., Monnet C. Monetary Policy Implementation Frameworks: A Comparative Analysis[J]. Macroeconomic Dynamics, 2011, 15(S1): 145 - 189.
- [4]贾德奎,胡海鸥. “利率走廊”调控模式的机制与启示[J]. 北京: 中央财经大学学报, 2004(1): 31 - 35.
- [5]胡海鸥,贾德奎. “利率走廊”调控的理论与实践[M]. 上海: 上海人民出版社, 2006: 43 - 54.
- [6]牛慕鸿,张黎娜,张翔. 利率走廊、稳定性和调控成本[J]. 北京: 金融研究, 2017(7): 16 - 28.
- [7]Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money[J]. International Finance, 2010, 3(2): 229 - 260.
- [8]Whitesell W. Interest Rate Corridors and Reserves[J]. Journal of Monetary Economics, 2006, 53(6): 1171 - 1195.
- [9]孙国峰,蔡春春. 货币市场利率、流动性供求与中央银行流动性管理——对货币市场利率波动性的新分析框架[J]. 北京: 经济研究, 2014(12): 33 - 44.
- [10]王春丽,刘义圣. 利率走廊与准备金制度的互动效应与中国选择[J]. 北京: 宏观经济研究, 2017(11): 21 - 29.
- [11]周小川. 货币政策框架从数量型向价格型转变[EB/OL]. 新浪网 (2015 - 12 - 10) [2018 - 9 - 11]. <http://finance.sina.com.cn/roll/20151210/073423980854.shtml>.

责任编辑:刘威 魏旭