



您的位置：首页 - 最新观点

李扬：理顺货币调控机制，加快利率市场化进程(11月26日)

文章作者：

---央行调整超额准备金利率政策行为评析

今年3月，中国人民银行宣布：从当月17日起，存款金融机构的超额准备金利率由2003年12月21日的1.62%下调至0.99%。这是从1996年5月以来算起的超额准备金利率的第9次下调。这一举措的意义十分深远：一方面，它表明我国存款准备金利率体系以及与之密切关联的存款准备金制度逐步趋向合理，从而进一步理顺了我国货币政策的传导机制；另一方面，它也表明我国的利率市场化改革又迈出了新的步伐。

超额准备金利率（以及法定存款准备金利率）是我国存款准备制度的组成部分，因此，分析超额准备金利率调整的意义，必须从分析我国的存款准备金制度入手。

改革存款准备金制度的重要步伐

我国的存款准备金制度在这个世界上是独一无二的。其独特性首先就表现在：我国央行是对准备金支付利息（而且是较高的利息）的。如所周知，通过规定存款货币银行必须保持其存款负债的某一比例作为支付准备金，一方面，存款户的存款事实上得到了某种“保险”；另一方面，货币当局事实上对存款货币银行的贷款行为设定了一个上限，从而可以有效地约束商业银行的信用创造能力。所以，中央银行制度建立以后，调整银行的存款准备金率便成为它们进行宏观调控的主要工具之一。因其影响力极大，准备金率制度甚至获得了货币政策之“巨斧”的美称。显而易见，存款准备金制度发挥作用的基本原理是：通过提取准备金的安排，货币当局事实上对存款货币银行课征了“税收”。由于税收发挥作用的条件之一是其无偿性，因而不对存款准备金提供利息便成为准备金制度发挥作用的必要条件之一，这就是世界各国央行均不对存款准备金支付利息的基本原因。

反观我国的情况。长期以来，我们是对存款准备金提供利息收入的。实践显示，这种制度扭曲了存款准备金的功能。其机理是：它客观上为存款货币银行提供了“倒吃”央行利息的便利，从而弱化了准备金作为央行“课税”的经济意义。我国商业银行的超额准备金率一直保持较高的水平，尤其是，每当经济发展处于不够活跃的较低水平，因而发放贷款的收益下降或（和）风险加大时，我国银行体系的超额准备金率便会迅速上升（目前已经超过5%），其主要原因就在于：将吸收的存款放在央行的超额准备金帐户上，足可使得商业银行在弥补吸收存款之成本之外获得净收益的好处。简言之，对准备金提供利息，事实上相当于央行对存款货币银行提供了某种补贴。

研究显示，我国的利率政策效力不高的原因，从利率体系来寻找，就在于现行的存款准备金利率体系为存款货币银行提供了合理的“套利”机会，从而弱化了利率政策的力度；而大规模套利活动赖以存在和发展的主要基础，则在于存款货币银行能够从央行那里安全地获得事实上敞口供应的最低为1.62%的收益。因此，要想使得存款准备金制度能够充分发挥作用，要想使得利率政策具有足够的刺激力，我们必须撤除准备金利率这种“缓冲器”。

我国存款准备金制度的第二个特点，就是法定准备金事实上不能发挥清算头寸的作用，因而需要同时存在一个比例很高的超额准备金。基于如此复杂的准备金制度，若希望它正常发挥作用，我们首先需要搞清楚：在货币信贷调控中，实际发挥作用的究竟是法定存款准备金率，还是超额存款准备金率，亦或是总存款准备金率（法定存款准备金率加超额存款准备金率）？如果是后一种情况，则仅仅调整法定准备金率，由于它事实上主要只是引致总存款准备金率内部法定准备金率和超额准备金率的“此盈彼消”，总准备金率并不会发生较大变化。于是，调整法定准备金率的政策未能产生应有的效果，就是理所当然的了。分析起来，导致我国银行体系较高超额准备金率的原因之一，也归因于我们对超额准备金支付了收益可观的利息。

顺便指出，在理论上，对准备金支付利率固属不合理，对活期存款支付利率同样也很难成立。这是因为，活期存款的功能，主要是满足客户的交易需求而非投资需求，而银行在满足这种需求的过程中，需要付出大量的资源。因此，对活期存款支付利息固然没有道理，对其索取费用倒是合理之举。分析一下诸如花旗、汇丰等国际一流银行进入中国后便毫不犹豫地要对低于某一水平的存款索取费用的行为，我们便可明了其中的道理。

应当看到，对存款准备金支付利息的制度，是在我国特殊的历史条件下形成的。如今，随着金融体制改革的逐步深化，对存款准备金支付利息的客观条件已渐趋丧失，其弊端则日渐明显，因此，调低对存款准备金支付的利率，是完善我国存款准备金制度的重大改革。同样可以预料，在未来，不仅超额准备金利率还会下降，法定准备金的利率也会逐步下降，直至达到零水平。

为利率市场化提供必要条件

调整超额准备金利率的第二个意义，在于它为我国的利率市场化提供了必要的条件。下图展示了1997年以来我国同业拆借市场利率的走势同超额准备金利率走势的关系。可以明显地看到，较高的超额准备金利率使得我国的利率机制发生了“变异”，即：存款货币银行从央行获取的超额准备金利率事实上构成我国市场利率的底限。这是因为，如果市场利率低于央行给付的超额准备金利率，则任何理性的商业银行都会毫不犹豫地把资金反存至央行帐户上。问题在于，在我国这种银行主导的金融体系中，资金的主要吸收者——银行——是以超额准备金利率作为其零利率底限的，而居民、企业以及其他非银行金融机构显然无此优惠条件。这种变异的潜在弊端需要我们深思。首先，我们的经济中存在一种使得商业银行无须发放贷款而又能敞口且无风险地取得收入的合法机会，从而可能导致资金不进入实体经济部门，而仅仅在

金融部门之间流动。这显然大大降低了我们的金融中介效率。其次，对准备金支付利息，显然是造成我国银行超额准备金率过高的基本原因之一，而准备金率过高，特别是超额准备金率过高，显然会大大降低我国存款准备金制度以及货币政策的效力。再次，同业拆借利率和回购利率紧贴着超额准备金利率这种中国的“零利率”水平运行，说明我国的金融运行在相当程度上与日本有相似之处，即，我国的利率事实上已接近了零水平。这种状况值得我们高度警惕，它显然会收窄我国利率改革乃至利率政策的活动空间。正是在这个意义上，我们认为，从降低超额准备金利率开始的对我国准备金利率以及准备金制度的改革，将为推动我国利率市场化改革创造必要的条件。

最后需要指出：由于超额准备金利率事实上构成了中国金融市场的“零利率”，它的任何变动显然就会对金融市场利率产生显著影响。这种变动，是通过超额准备金利率对银行保有超额准备金之意愿产生影响，继而对货币市场乃至债券市场的资金供求关系产生影响而展开的。以拆借市场为例，根据我们对1997年至2004年的月度数据统计的分析，国有银行与其他银行的超额准备金率均同超额准备金利率呈现显著的正相关关系，且前者的相关系数大于后者。换言之，超额准备金利率的下降可以显著地降低银行体系的超额准备金率，并且，国有银行降低的比例要大于其他银行。同时，市场拆借量及拆借利率同超额准备金利率分别呈现显著的负相关和正相关关系。也就是说，超额准备金利率的下降将导致市场出现显著的量涨价跌现象。这意味着，此次央行降低超额准备金利率的改革行为，同时也具有较强的货币政策含义，它对今后我国金融市场的运行也将产生深远影响。

文章出处：《经济参考报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所