

上海新金融研究院工作论文系列

No. SFIWP0010

## 新金融发展对我国货币政策的挑战和应对措施

郭 峰

2012年9月3日

说明：上海新金融研究院是为支持上海国际金融中心建设而成立的非营利性金融类专业学术研究机构，由中国金融四十人论坛举办，并与上海市黄浦区人民政府展开战略合作。

本工作论文是上海新金融研究院研究人员在工作期间形成的、尚未公开发表的研究成果，文中观点仅代表作者本人，不代表本研究院。未经书面同意，谢绝任何形式的转载和复制。

# 新金融发展对我国货币政策的挑战和应对措施

郭 峰<sup>①</sup>

**摘要：**新的金融工具、新的金融业态、新的金融机构等新金融的发展对货币政策的理论和实践带来了诸多方面的挑战。首先，新金融的发展使得很多金融业务游离在正规的货币政策调控范围之外，传统的货币政策工具，例如法定存款准备金率政策、再贴现政策等效力下降。但新金融的发展所带来的证券化趋势和金融市场的高度发达，有利于货币当局开展公开市场业务，并扩大了这一工具的影响范围，增强了其力度。其次，新金融的发展扰乱了传统的货币供应量的定义和统计，从而弱化了货币供应量这一中介目标的可测性。同时，新金融的发展扩大了货币供应的主体范围，货币乘数复杂多变，改变了货币供应量的运行规律，从而也弱化了货币供应量的可控性和相关性。最后，由于拥有自己平行的信用创造途径和机制，新金融的发展弱化了货币当局调控的信贷渠道。同时由于传统融资渠道或信用形式获取信用的重要性下降，新金融的发展弱化了存贷款基准利率调控的影响力。

**关键词：**新金融、货币政策、数量型工具、价格型工具

---

<sup>①</sup> 上海新金融研究院研究员，Email: guofeng@sfi.org.cn。本文是上海新金融研究院课题《我国新金融发展研究：背景、现状和政策》的一部分，感谢上海新金融研究院的资助，感谢课题负责人海通证券首席经济学家李迅雷以及课题组其他成员对本文的帮助，感谢课题评审会上各位专家的批评和意见。当然文责自负。

# 一、引言

无论是新的金融工具，还是新的金融业态、新的金融机构，皆是由盈利动机驱动并规避现行调控和监管的新鲜事务。新的金融工具、业态、机构出现时，调控和监管政策的有效性就会下降，货币当局则会设定新的目标，运用新的工具，意图将新金融重新纳入调控和监管的轨道，而这又会再次激发新的金融工具、业态、机构等的出现。因此，新金融和政府调控和监管政策是相互联系的。新金融在给实体经济发展带来巨大资源和动力的同时，也可能造成经济的剧烈波动，为我国的宏观调控带来了新的挑战。货币政策作为重要的宏观调控政策之一，不可避免地受到了新金融发展的重要影响。

货币政策是指中央银行等货币当局<sup>①</sup>为实现既定的经济目标（稳定物价、充分就业、经济增长、国际收支平衡等），运用各类货币政策工具调控货币供给、信贷、利率等目标，从而影响宏观经济的指导方针和实施措施的总和。货币当局实现货币政策的目的是通过货币工具的运用达到货币政策的目标，从而从手段实施到目标的实现存在一个过程。通常的调控方式为：首先确定一定的最终调控目标；其次根据经济形势的实际发展选取适当的中介指标；最后运用合适的货币政策工具去具体地实施。因此本文我们从新金融发展对货币政策工具和中介目标的影响入手，讨论新金融发展对货币政策带来的挑战和应对措施。

第二节我们讨论新金融发展对货币工具的影响。由于新金融的发展使得法定存款准备金率的作用范围缩小，并且增加了超额存款准备金率、现金存款比率等的弹性，因此削弱了法定准备金率这一货币政策工具的影响力。新金融的发展也削弱了调整再贴现率的作用力，使得再贴现条件的有效性下降，因此新金融的发展也削弱了再贴现率这一我国目前并不常用的货币政策工具的影响力。新金融的发展为公开市场操作提供了大量可供买卖的工具，也引起了金融机构资产负债结构的变化，并增强了公开市场操作的“告示效应”，从而扩大了公开市场操作的效力。

第三节我们讨论了新金融的发展对我国货币政策中介目标，特别是货币供应量的影响。新金融的发展使得狭义货币和广义货币的定义，以及它们之间的层次划分等都变得模糊，因而弱化了货币供应量的可测性。而大量新型投融资体制的出现，则同时增加了基础货币和货币乘数的内生性，弱化了货币供应量的可控性。同时，新金融的发展使得货币供应量的运行规律发生变化，使其变得较为松散和不稳定，破坏了其与货币政策最终目标之间的相关性。此外，新金融的发展也弱化了另一个中国常用的中介目标-新增人民币贷款的相关性和可控

---

<sup>①</sup> 尽管在我国货币政策并不完全是央行制定的，因此“货币当局”和“中央银行”概念上并不一致（汪洋，2009），但限于本文的讨论目的，我们并没有做严格区分。

性。而新金融的发展虽然可以提高利率中介目标的相关性和效力，但在尚未完全实现利率市场化的中国具体情况下，新金融的发展则弱化了存贷款基准利率的相关性和影响力。

第四节我们总结了新金融的发展对货币政策带来的挑战，并相应地提出了我们的政策建议。第一，加强调查统计，建立统一全面共享的金融业综合统计体系。第二，建立货币供应量和社会融资规模、通胀等多指标相协调的中介目标体系。第三，弱化数量型货币政策工具，强化价格型货币政策工具。第四，中央银行要加强与其他金融监管机构的合作。第五，加强资本充足率监管，降低对法定存款准备金率调控的依赖，等等。

## 二、新金融发展对货币政策工具的影响

货币政策工具是指中央银行为了实现货币政策的最终目标所采取的一定的货币政策操作手段，常用的货币政策工具主要有法定存款准备金政策、再贴现政策和公开市场操作等。在过去较长时期内，中国货币政策以直接调控为主，即采取信贷规模、现金计划等工具。1998年以后，主要采取间接货币政策工具调控货币供应总量。现阶段，中国的货币政策工具主要有存款准备金、公开市场操作、再贴现与再贷款、利率政策、窗口指导等。

### （一）新金融的发展减弱了法定存款准备金制度的效力

存款准备金是中央银行根据法律的规定，要求各商业银行按一定的比例将吸收的存款存入到中央银行开设的准备金账户。商业银行缴存准备金的比例，就是准备金率。因此，所谓的存款准备金政策就是货币当局通过制定和调整商业银行交存中央银行的存款准备金率，来控制商业银行的信用创造能力，从而间接地调节货币供应量的活动。但是，新金融的发展会削弱法定准备金的作用效力，其原因主要有以下几点：

**（1）法定存款准备金制度的作用范围缩小。**第一，新金融的发展使得资本市场、货币市场逐渐成熟，融资证券化趋势明显，促使了金融业从专业化经营向混合经营转变，进而银行金融机构和非银行金融机构之间的界限模糊，银行金融机构可以将资金转移到非银行金融机构，这样可以交纳较小比例的法定存款准备金，或者根本就不缴纳法定存款准备金。例如，信贷类理财产品能增加信托公司等非银行金融机构的存款，而这些存款并不需要向央行交纳法定存款准备金（伍戈，2010；周莉萍，2011a；段胜辉，2012），因此通过发行理财产品，银行能够有效规避存款准备金和信贷规模控制的要求。在存款准备金不变的情况下，仍多发放贷款，这实际上缩小了法定存款准备金的范围，在一定程度上削弱了法定准备金率政策工

具的效力。第二，新金融的发展改变了金融机构的负债结构比例，存款在其负债中所占比例逐渐下降，而通过国内外货币市场如同业拆借、回购协议、欧洲美元借款等短期借入款和发行金融债券其他较长期负债的比重却稳步增加。由于这些负债无需交纳存款准备金，从而使大量资金绕开了存款准备金的限制。第三，商业银行可以通过创造介于活期存款与定期存款之间的金融产品来减少存款准备金的提取，或是创造出新型债务种类来减少法定存款准备金的缴纳。以上即为“基数漂移”和“金融脱媒”（张晓慧等，2008）

**（2）增强了金融机构超额准备率的弹性。**超额存款准备金是金融机构存放在中央银行、超出法定存款准备金的部分，主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金。一般情况下，我们所讨论的通过调节法定准备金率来调节信贷或货币供应，其前提是金融机构的超额准备金率不变。只有满足了这个前提，增加或减少法定存款准备金率才能通过货币乘数的数倍收缩或者扩张来提高货币创造能力，而新金融的发展恰恰破坏了这个基本前提。新金融的发展使银行调整超额准备金的途径丰富而便利，银行超额准备金率的刚性减少而弹性加大。例如当经济陷入过热时，货币当局调高法定存款准备金率以求缩小货币乘数，促使商业银行缩小贷款规模，减少市场流动性，但此时银行可能不愿意收缩信贷，它们可以通过减少超额准备金来保持其贷款规模，流动性不足的问题可以通过货币市场来弥补。另一方面，如果经济陷入衰退，货币当局欲通过降低存款准备金率来增加市场流动性，但此时商业银行为了自身利润最大化和防范风险，可能不愿意扩张信贷，则可以通过增加超额存款准备金率来维持信贷规模。其结果便削弱了调整法定存款准备金率的效力。

事实上，目前发达国家的中央银行一般已不再将法定存款准备金率作为常规性的货币政策调控工具，甚至部分国家已从有限存款准备金变为零存款准备金制度，即允许商业银行完全可以按照意愿持有准备金（李扬和彭兴韵，2005；周莉萍，2011a），即便有法定存款准备金的要求，一般也不超过5%（O'Brien，2007）。此外，在新金融环境下，货币的定义逐渐扩大，从而准备金与货币和流动性之间的联系就逐渐弱化，从而也就削弱了法定存款准备金率的效力。例如，美国2007年广义货币达到7.25万亿美元，而其中应提准备金存款仅为6000亿美元，即仅占美国当年广义货币的约8%。通过调整法定存款准备金率，从而调整信贷和货币供给的渠道在美国已经基本无效（Carpenter and Demiralp，2010）。

与发达国家淡化法定存款准备金率政策形成鲜明对照的是，虽然我国的准备金制度的初衷是为了“集中资金、配置资金”<sup>①</sup>（张晓慧等，2008），但目前法定存款准备金政策却是货

---

<sup>①</sup>先通过较高的准备金率征收高额的“准备金税”，而后通过再贷款的方式，支持农副产品的收购和某些重点产业、重点项目的资金需要。

币当局最常用、最为倚重的货币政策工具之一（专栏 1）。特别是在 2003 年之后，为了对冲外汇占款造成的中长期流动性过剩，法定存款准备金率更成为央行常规的，与公开市场操作互为搭配的流动性管理工具（余明，2010；周小川，2011）。如图 1 所示，一方面，央行调整存款准备金率的频率有加快趋势，例如 2003 年至 2012 年 5 月，我国共调整存款准备金率 39 次，其中 2003 年-2011 年分别调整 1 次、1 次、0 次、3 次、10 次、9 次、0 次、6 次、7 次，2012 年前五个月 2 次。另一方面，我国法定存款准备金的调整基本上以调高为主，例如，2003 年至 2012 年 5 月，法定存款准备金率共调高 32 次，调低 7 次<sup>①</sup>。此外，我国政府也不断将新的资产类别纳入法定存款准备金缴存范围。例如央行自 2011 年 9 月 5 日起将商业银行信用证保证金存款、保函保证金存款及银行承兑汇票保证金存款等 3 类保证金存款，纳入存款准备金的缴存范围。

**专栏 1：我国存款准备金政策**

我国的存款准备金制度是在 1984 年建立起来的，至 2012 年 5 月，近 30 年来，存款准备金率调整 45 次，且调整的频率越来越高，目前已经成为我国央行最常用的货币政策工具之一。

1984 年，中国人民银行根据当时我国实际情况实行差别准备金率，按存款种类核定存款准备金比率，即企业存款为 20%，储蓄存款为 40%，农村存款为 25%。

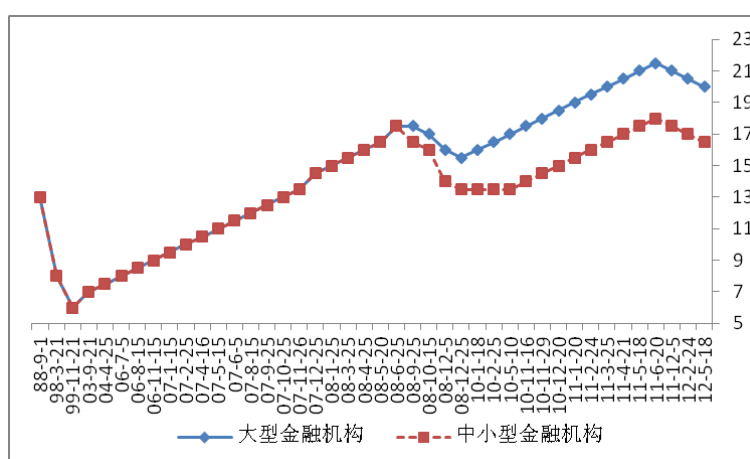
1998 年 3 月，中国人民银行对金融机构的存款准备金制度进行了重大改革，法定存款准备金和超额准备金合并，法定存款准备金率由 13% 下调到 8%，准备金存款账户超额部分的总量及分布由各金融机构自行确定；对各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核。

2004 年 4 月，中国人民银行决定开始实行差别存款准备金率制度。主要内容是，金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩。

2011 年 9 月，中国人民银行将保证金存款纳入存款准备金缴存范围，并根据金融机构流动性状况在 3-6 个月内逐步实施到位。

资料来源：中国人民银行

图 1：1988 年以来我国法定存款准备金率变动情况（%）



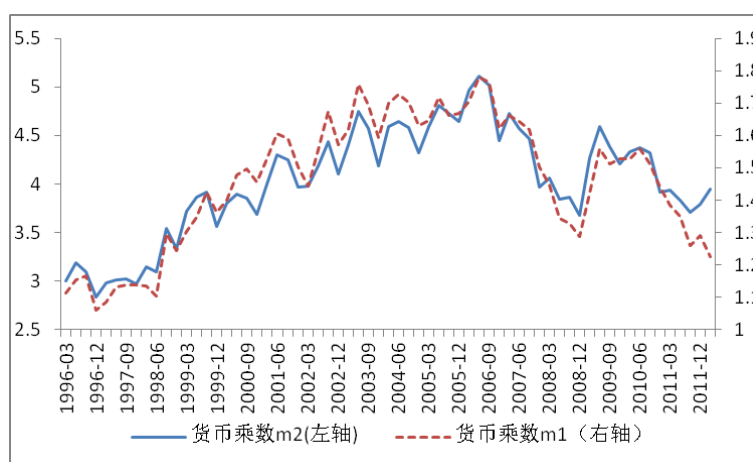
数据来源：根据中国人民银行历次公告整理

频繁、大力度的法定存款准备金调整在对冲外汇占款上确实起到了一定的作用，因此尽

<sup>①</sup> 其中大型金融机构法定存款准备金率调低 6 次。

管近年来我国流动性仍然快速增长，但如果没有央行的法定存款准备金等对冲操作，流动性增速可能会更快，对我国宏观经济金融环境造成更大冲击(余明，2009，2010；伍戈等，2011)。如图 2 所示，2006 年年中之前由于法定存款准备金率调整的频率和力度还不是很大，并且其影响也被其它因素所削弱，因此，法定存款准备金率的调整对货币乘数影响不大，此阶段我国货币乘数上升主要是由于超额存款准备金率、现金比率和定活比率等因素变化所致。2006 年年中至 2008 年下半年，央行调高存款准备金率的频率显著加快，导致货币乘数下降。2008 年年末开始，为应对金融危机，央行调控方向逆转，几次下调法定存款准备金率，又导致货币乘数出现一定反弹，之后调高存款准备金率应对通胀压力时，货币乘数再次出现下行。

图 2：1996 年以来我国货币乘数的变化情况

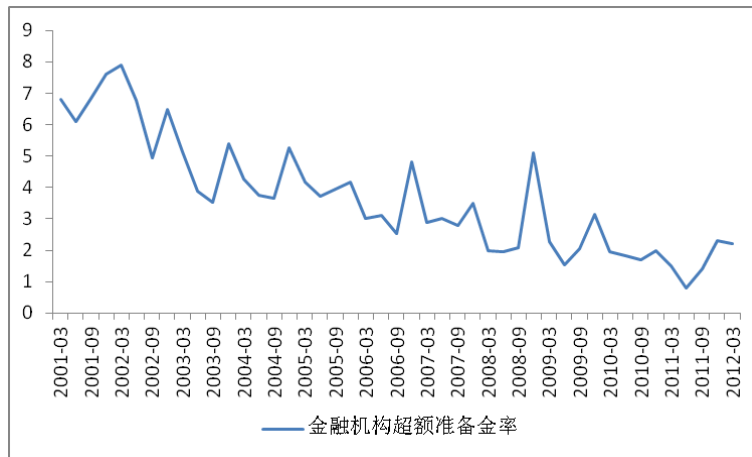


数据来源：中经网统计数据库

但是尽管如此，我国调整法定存款准备金率的效应，特别是上调法定存款准备金率的紧缩效应仍被其他因素变化产生的扩张效应部分抵消。

**第一，超额存款准备金率下降且弹性增加。**如图 3 所示，我国法定存款准备金率不断调高的同时，金融机构超额存款准备金率出现明显的下降。此外，股份制商业银行的超额准备金率高于国有大型商业银行，所以紧缩性法定存款准备金政策对国有大型商业银行的调控力度强于股份制商业银行，因为央行上调法定存款准备金率后，那些超额存款准备金率较高的商业银行，可以通过减少其在央行的超额存款准备金账户中的存款来增加法定存款准备金账户的存款，而无需对信贷等做出调整(余明，2009，2010)。当然股份制商业银行在同业拆借市场上拆借资金的难度高于国有大型商业银行，会限制其利用超额存款准备金调剂法定存款准备金率的能力。相反，如果央行下调法定存款准备金率，商业银行也可能增加其在央行的超额准备金存款，以避免在经济低迷时增加自身风险。

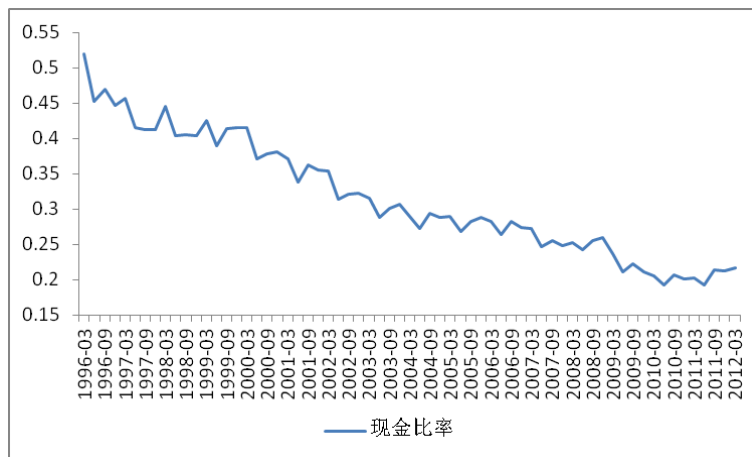
图 3：2001 年以来我国金融机构超额存款准备金率走势（%）



数据来源：根据历年《中国人民银行货币政策执行报告》整理

第二，现金比率下降，导致货币乘数趋于上升，部分抵消了法定存款准备金率上调减小货币乘数的影响。如图 4 所示，随着我国支付结算体系建设加快以及银行结算服务的不断创新，转帐结算的速度和便利程度越来越高，居民持有通货的机会成本上升，从而相对减少了公众的通货持有量，促使通货-活期存款比率下降，从而增加了货币乘数。而 2012 年以来，现金比率的上升导致的货币乘数下降（2012 年 2 月份以来，流通中的货币 M0 的月度增速均高于狭义货币 M1），也同样部分抵消了法定存款准备金率下调的部分影响。

图 4：1996 年以来我国金融机构现金活期存款比例变化情况

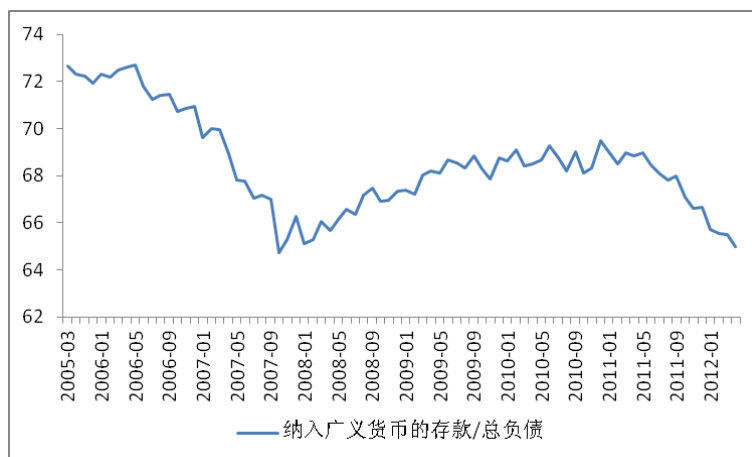


数据来源：中经网统计数据库

第三，通过扩充资本金或增加无须交纳存款准备金的同业存款规模，可以抵补法定存款准备金率提高引起的可用资金减少。如图 5 显示，纳入广义货币的存款在金融机构总负债中的比重倾向于下降，特别是在法定存款准备金率大幅上调的时期，例如 2006—2008 年，及 2010 年—2011 年年中。这自然削减了调整法定存款准备金率所能起到的作用。

图 5：2005 年以来我国纳入广义货币的存款在总负债中的比重（%）





数据来源：根据历年《中国人民银行统计季报》整理

## (二)新金融的发展削弱了再贴现政策的效果

所谓再贴现政策,就是中央银行通过制订或调整再贴现利率来干预和影响市场利率及货币市场的供应和需求,从而调节货币供应量的一种金融政策<sup>①</sup>。通常来说,再贴现政策主要包括两方面内容:一是再贴现率的调整;二是再贴现窗口的管理,即规定再贴现的条件;新金融的发展对这两项内容都产生了较大的影响。

**(1) 新金融的发展削弱了调整再贴现率的作用力。**货币当局调整再贴现率,其作用的大小与金融机构对中央银行再贴现的依赖程度成正比。金融机构是否有意向到央行申请再贴现,以及申请再贴现具体金额,主要取决于金融机构所处的融资环境,也就是金融机构通过其他途径短期融资的难易程度和代价。新金融的发展使金融机构融资渠道多元化,可以通过出售证券、贷款证券化、同业拆借、发行短期存单,从国际金融市场上借款等多种方式满足其流动性需要。在新金融深度发展的背景下,再贴现不过是金融机构弥补流动性不足的众多途径之一。除了扩展多种借入途径外,新金融的发展还可以降低借入成本、提高借入便利度,其结果是金融机构对再贴现的依赖程度下降,这些都削弱了货币当局再贴现窗口的重要性,调整再贴现率的作用不再突显。

**(2) 新金融的发展使再贴现条件的规定丧失约束力。**一方面,由于金融创新使“真实票据说”的理论影响逐渐消失,活跃的金融工具创新使新型票据更容易符合货币当局的规定,使金融机构轻易达到再贴现条件;另一方面,金融机构以政府债券作抵押向货币当局借入准

<sup>①</sup> 在中国,与再贴现政策相关的另一项政策是中央银行贷款,即中央银行对金融机构的贷款,简称再贷款。自1984年中国人民银行专门行使中央银行职能以来,再贷款曾是中央银行注入基础货币的主渠道。但1990年代之后再贷款经历了一个以调节商业银行流动性为主要目标的货币调节功能向维系金融稳定为主要目标的最后贷款人功能的转变(汪洋,2009)。目前新增再贷款主要用于促进信贷结构调整,引导扩大县域和“三农”信贷投放,在货币政策中的角色已经淡化,因此我们不再分析新金融的发展对其的影响。

备金的方式在再贴现业务中所占比重越来越大，这种方式不受再贴现条件的约束。

调整贴现率是美联储建立早期几乎唯一的货币政策工具，20世纪中期以后，再贴现窗口在实施货币政策的重要性方面逐渐被公开市场业务取代。2002年，美联储又对再贴现工具进行了改革，主要措施是放宽办理再贴现条件、再贴现率与市场目标利率挂钩等，以主动吸引金融机构利用再贴现窗口融资。

而在中国，央行主要通过信贷规模控制和公开市场、法定存款准备金率等措施，来控制贷款投放和市场流动性，已经很少调整再贴现率来调控市场资金。例如，1998年至2012年5月，我国央行共调整存款基准利率22次、贷款基准利率24次、调整法定存款准备金利率41次，而调整再贴现利率仅11次<sup>①</sup>。

表 1：中央银行基准利率（%）

调整时间	法定准备金	超额准备金	对金融机构贷款				再贴现
			一年	六个月	三个月	二十天	
1996.05.01	8.82	8.82	10.98	10.17	10.08	9	**
1996.08.23	8.28	7.92	10.62	10.17	9.72	9	**
1997.10.23	7.56	7.02	9.36	9.09	8.82	8.55	**
1998.03.21	5.22		7.92	7.02	6.84	6.39	6.03
1998.07.01	3.51		5.67	5.58	5.49	5.22	4.32
1998.12.07	3.24		5.13	5.04	4.86	4.59	3.96
1999.06.10	2.07		3.78	3.69	3.51	3.24	2.16
2001.09.11							2.97
2002.02.21	1.89		3.24	3.15	2.97	2.7	2.97
2003.12.21		1.62					
2004.03.25			3.87	3.78	3.6	3.33	3.24
2005.03.17		0.99					
2008.01.01			4.68	4.59	4.41	4.14	4.32
2008.11.27	1.62	0.72	3.6	3.51	3.33	3.06	2.97
2008.12.23			3.33	3.24	3.06	2.79	1.8
2010.12.26			3.85	3.75	3.55	3.25	2.25

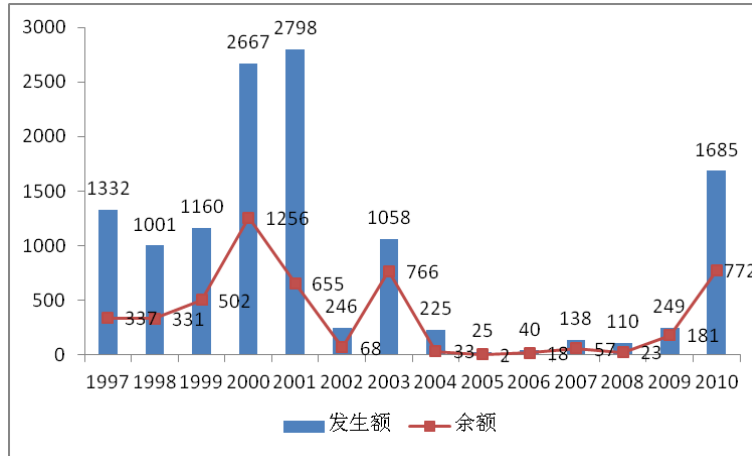
注：（1）1998年3月法定准备金和超额准备金两个帐户合并为准备金帐户。（2）\*\*按同档次中央银行贷款利率下浮5-10%。数据来源：中国人民银行

由于新金融的发展，我国金融机构流动性相对充足，并且再贴现利率高于其他市场利率，不具备价格优势，因此商业银行往往选择通过转贴现、回购等交易获得流动性，而不再依赖再贴现，因此1998年再贴现利率成为独立的利率指标以来（表1），再贴现业务起伏较大，并且总体上呈现萎缩趋势（图6）。并且，目前我国央行的再贴现政策已经由吞吐基础货币和实施金融宏观调控为主，调整为优化信贷结构、支持扩大“三农”和中小企业融资的引导

<sup>①</sup> 2012年6月8日，中国人民银行在再次调整存贷款基准利率，将一年期存贷款基准利率下调0.25个百分点。

作用为主（孙国峰，2012）。例如，2010年，央行累计办理再贴现1712.0亿元，同比增加1463.2亿元；再贴现年末余额791.0亿元，同比增加609.8亿元。从投向看，再贴现总量中涉农票据占32%，中小企业签发、持有的票据占87%。

图6：1997-2010年央行再贴现发生额和余额（亿元）



数据来源：孙国峰：《第一排：中国金融改革的近距离思考》，北京：中国经济出版社，2012年1月。

#### 专栏2：我国央行再贴现政策概况

自1986年中国人民银行在上海等中心城市开始试办再贴现业务以来，再贴现业务经历了试点、推广到规范发展的过程。

1986年，针对当时经济运行中企业之间严重的贷款拖欠问题，中国人民银行下发了《中国人民银行再贴现试行办法》，决定在北京、上海等十个城市对专业银行试办再贴现业务。这是自中国人民银行独立行使中央银行职能以来，首次进行再贴现实践。

1994年下半年，为解决一些重点行业的企业贷款拖欠、资金周转困难和部分农副产品调销不畅的状况，中国人民银行对“五行业、四品种”（煤炭、电力、冶金、化工、铁道和棉花、生猪、食糖、烟叶）领域专门安排100亿元再贴现限额，推动上述领域商业汇票业务的发展。再贴现作为选择性货币政策工具为支持国家重点行业和农业生产开始发挥作用。

1995年末，中国人民银行规范再贴现业务操作，开始把再贴现作为货币政策工具体系的组成部分，并注重通过再贴现传递货币政策信号。人民银行初步建立了较为完整的再贴现操作体系，并根据金融宏观调控和结构调整的需要，不定期公布再贴现优先支持的行业、企业和产品目录。

1998年以来，为适应金融宏观调控由直接调控转向间接调控，加强再贴现传导货币政策的效果、规范票据市场的发展，人民银行出台了一系列完善商业汇票和再贴现管理的政策。改革再贴现、贴现利率生成机制，使再贴现利率成为中央银行独立的基准利率，为再贴现率发挥传导货币政策的信号作用创造了条件。适应金融体系多元化和信贷结构调整的需要，扩大再贴现的对象和范围，把再贴现作为缓解部分中小金融机构短期流动性不足的政策措施，提出对资信情况良好的企业签发的商业承兑汇票可以办理再贴现。将再贴现最长期限由4个月延长至6个月。

2008年以来，为有效发挥再贴现促进结构调整、引导资金流向的作用，人民银行进一步完善再贴现管理：适当增加再贴现转授权窗口，以便于金融机构尤其是地方中小金融机构法人申请办理再贴现；适当扩大再贴现的对象和机构范围，城乡信用社、存款类外资金融机构法人、存款类新型农村金融机构，以及企业集团财务公司等非银行金融机构均可申请再贴现；推广使用商业承兑汇票，促进商业信用票据化；通过票据选择明确再贴现支持的重点，对涉农票据、县域企业和金融机构及中小金融机构签发、承兑、持有的票据优先办理再贴现；进一步明确再贴现可采取回购和买断两种方式，提高业务效率。

资料来源：中国人民银行

### （三）强化了公开市场操作的作用

所谓公开市场操作业务是指中央银行通过在公开市场上买进或卖出有价证券，调节市场

流动性的货币政策工具，通过中央银行与指定交易商进行有价证券和外汇交易，实现货币政策操作目标。新金融的发展所带来的证券化趋势和金融市场的高度发达，有利于货币当局开展公开市场业务，并扩大了这一工具的影响范围，增强了其力度。

**(1) 新金融的发展为公开市场操作提供了大量可供买卖的工具。**中央银行可以通过对政府债券、央行票据等金融工具的买卖来吞吐基础货币。而且在创造出回购协议等灵活有效的买卖方式下，货币当局能够在金融市场上更为主动地按既定的时间和数量调整基础货币。

**(2) 新金融的发展引起了金融机构资产负债结构的变化。**政府债券或央行票据因兼备流动性、安全性、赢利性而成为各金融机构举足轻重的二级准备和流动性资产，因此，金融机构在补充流动性资产或进行资产组合调整中日益依赖公开市场，积极参与市场买卖，这不仅在客观上配合了货币当局的操作，而且也有利于增强政策效果。

**(3) 新金融的发展加强了公开市场业务的“告示效应”。**随着信贷来源从银行放款向可上市买卖的债务证券转移，证券日益成为公众及经济主体所持有的重要资产形式。中央银行的公开市场业务通过变动政府债券或央行票据的收益率和价格来影响一般证券的收益率和价格，调控货币供给量和信用总量，并引导公众和金融机构对经济前景的预期，更加扩大了公开市场业务的影响范围。

### 专栏 3：我国发行央行票据的历程

中央银行发行中央银行票据，是不少新兴市场国家采用的货币政策工具之一。从历史上看，我国曾经在 1993 年两度发行央行票据（当时称为央行融资券），发行量为 200 亿元，并制定了《中国人民银行融资券管理暂行办法》及其实施细则。

1995 年，央行开始试办债券市场公开市场业务。为弥补国债数额过少的不足，央行也曾将融资券作为一种重要的补充性工具。

2002 年 9 月 24 日，为增加公开市场业务操作工具，扩大银行间债券市场交易品种，央行将 2002 年 6 月 25 日至 9 月 24 日进行的公开市场业务操作的 91 天、182 天、364 天的未到期正回购品种转换为相同期限的中央银行票据，转换后的中央银行票据共 19 只，总量为 1937.5 亿元。此举为央行票据的发行起始的标志。

2003 年 4 月 22 日，中国人民银行正式通过公开市场操作发行了金额 50 亿元、期限为 6 个月中央银行票据。中央银行票据开始成为货币政策日常操作的一项重要工具。

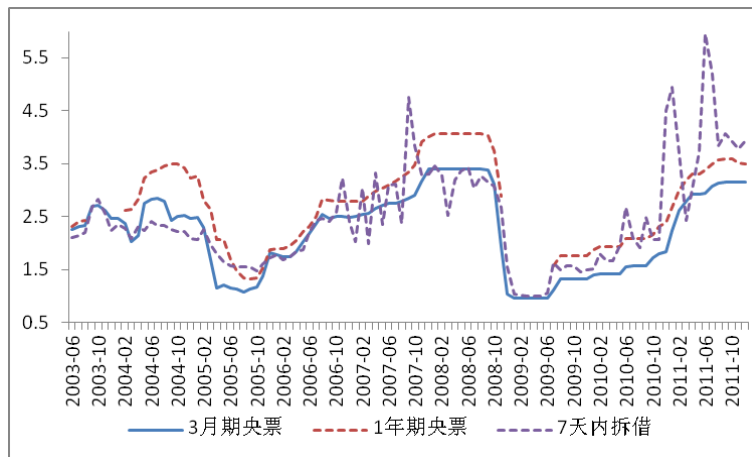
资料来源：根据中国人民银行网站资料汇编

在多数发达国家，公开市场操作是中央银行吞吐基础货币，调节市场流动性的最主要的货币政策工具之一。中国的人民币公开市场操作 1998 年 5 月 26 日恢复交易，规模逐步扩大。1999 年以来，公开市场操作已成为中国人民银行货币政策日常操作的重要工具，对于调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率走势发挥了积极的作用（孙国峰，2012）。但不同于发达国家主要操作对象为国库券，目前，中国人民银行公开市场操作的主要品种包括中央银行票据、债券买卖及回购交易等。特别是央行票据，最近几年已经成为中国人民银行最重要的货币政策操作工具之一（专栏 3）。由于央行票据的灵活性、主动性等

优点，逐渐成为央行进行冲销操作回收基础货币的重要手段（余明，2010；姚余栋和谭海鸣，2011）。

在我国当前短期国债发行量有限的情况下，央票利率也构成了金融市场无风险收益率曲线短期利率的不可或缺的部分，而短期无风险利率可发展成利率市场化后央行的价格型货币政策操作工具<sup>①</sup>。央票利率具有一些优点，第一，央票利率可以公开、高频地观测，可测性强。第二，央行通过调整数量型货币政策（存款准备金率）和价格型的货币政策（存贷款利率），可以综合地调节央票发行利率，必要时还可以运用数量招标的方式直接设定该利率，央票发行利率的可控性较强；从货币政策操作的实践看，央票发行利率对数量型货币政策和价格型货币政策的反应均十分灵敏。第三，央票发行利率与货币市场利率也显示出了很好的相关性和引领性（图 7）。但央票是为对冲外汇占款而采取的具有鲜明时代特征的货币政策工具，在我国国际收支趋向均衡时，其可持续性就会成为严重问题，例如 2012 年以来，央行已经暂停发行央票。

图 7：央票加权利率和银行间 7 天内拆借加权平均利率（%）



数据来源：聚源数据

### 三、新金融发展对货币政策中介目标的影响

货币政策的目标可以分为最终目标和中介目标两个层次。根据 1995 年通过的《中国人民银行法》，我国货币政策的法定最终目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。因此，维护人民币币值稳定是我国央行的法定首要目标，但实际上由于我国经济结构的特殊性和复杂性，货币政策的最终目标也包括促进经济增长、调整经济结构、维护人民币汇率稳定等等（周小川，2011）。而所谓中介目标是介于货币政策工具和货币政策最终目标的经济

<sup>①</sup>由于我国央票发行方式绝大部分仍是价格招标，即在确定发行数量的基础上由市场发现价格（利率）。因此央票利率更应该被归类货币政策的中介目标，而不是操作工具（姚余栋和谭海鸣，2011）。

变量，这些变量既受中央银行货币政策工具变动的影响，反映与体现货币政策操作的效果，又和最终目标存在稳定的关系，从而能够影响最终目标的实现。

由于货币政策的作用机理的滞后性、动态性以及货币当局可能存在机会主义行为，因此一个有效的货币政策操作框架中，中介目标的选择是一个非常重要的环节（夏斌和廖强，2001）。货币理论一般认为，选择货币政策中介目标必须考虑三个标准：（1）可测性，即中央银行不仅能及时准确地获取有关中介目标的数据，而且中介目标的内涵和外延较为明确、稳定，中央银行能据此作出分析，社会其他人员能据此作出预测、判断。（2）可控性，就是中央银行通过操作其货币政策工具，能够准确地控制中介目标参数的变动情况。（3）相关性，即货币当局选择的中介目标必须与货币政策最终目标有密切的相关性。此外，中介目标还必须与特定的经济金融环境相适应。在特定的条件下，由于经济金融环境不同，中央银行置身的经济体制背景不同，中央银行为实现其不同的货币政策目标所采取的货币政策就不同。

如表 2 和表 3 所示，20 世纪 90 年代以来，越来越多的国家转向了利率、汇率或通胀等价格型中介目标，即使是采用货币数量目标的国家，也注意控制利率、汇率和通货膨胀等变量（谢杭生，1997；Dack，1999）。而中国货币当局 1994 年开始货币统计与货币层次的划分，1996 年正式将货币供应量作为货币政策的中介目标。虽然遭受了一定的质疑（夏斌和廖强，2000；彭兴韵和包敏丹，2005；汪洋，2006；姚余栋和谭海鸣，2011），但目前货币供应量仍是我国货币当局最重要的中介目标。因此，下文我们着重分析新金融的发展对货币供应量这一中介目标的影响。总结而言，传统的货币统计及货币层次的划分越来越不能适应新金融环境的要求，货币供应量的可测性、可控性和相关性均不同程度地受到新金融发展的影响。

**表 2：第二次世界大战后西方各国货币政策中介目标**

国别	20 世纪 50-60 年代	20 世纪 70-80 年代	20 世纪 90 年代
美国	以利率为主	先以 M1 后改为 M2	逐步放弃货币供应量为中介
英国	以利率为主	改为以 M0 为主	目标，在政策运用上检测更多
加拿大	先以信用总额为主，后改为信用调节为主	先以 M1 为主，后改为以 M2 为主	的变量，如以利率、汇率等价
德国	商业银行的自由流动准备	先以中央银行货币量后改为 M3 为主	格型变量为主
日本	民间融资体系的贷款增加额	M2+CDs	
意大利	以利率为主	国内信用总量	

资料来源：谢杭生，《战后西方国家货币政策目标比较》，《金融研究》，1997 年第 6 期。

**表 3：新兴经济体货币政策中介目标**

国家或地区	主要目标	辅助目标
中国香港	汇率	-
印度	M3	利率、汇率、信贷
印度尼西亚	M1、M2、信贷	利率

韩国	M3	M2、MCT (M2+CDs+货币信托)、利率、汇率
马来西亚	无	货币供给 (M1、M2、M3)、汇率、信贷
新加坡	汇率目标带	利率
泰国	广义 M2	利率、M1、M2、信贷
巴西	货币基础、扩大的货币基础、M1、M4	-
智利	-	通货膨胀目标和外部平衡下的支出和产出
哥伦比亚	基础货币	汇率、利率
墨西哥	基础货币	汇率、预期通胀
秘鲁	基础货币	银行间利率、汇率、收支平衡储备
以色列	无	通胀预期、M1、预算赤字、经常账户、总需求
波兰	广义货币	
俄罗斯	汇率波动幅度	M2
沙特阿拉伯	汇率	通货膨胀和国际收支
南非	M3	私人部门信贷、利率、外汇储备、实际汇率

资料来源: Daek Jozef Van 't, "Implementing monetary policy in emerging market economies: an overview of issues", BIS Policy Papers No.5, 1999.

## (一) 新金融发展削弱了货币供应量的可测性

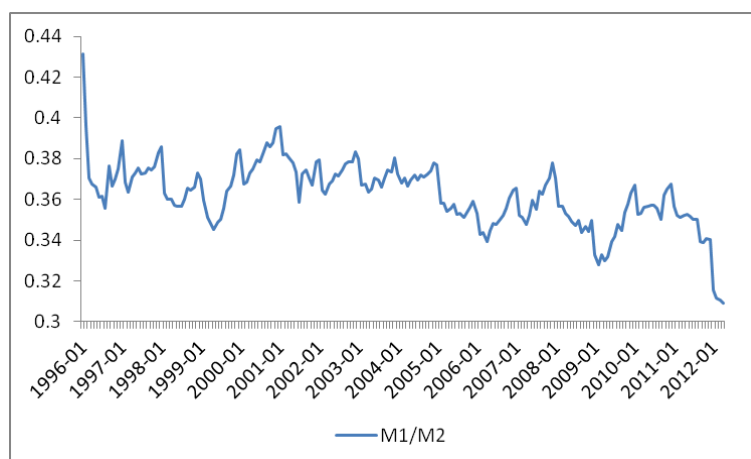
各国央行在确定货币供应量统计口径时,根据流动性强弱,即货币执行流通手段和支付手段的方便程度作为标准,将货币供给量划分为不同的层次加以检测、分析和调控。在传统金融环境下,货币的定义,无论是狭义的还是广义的,都是比较明确的。但是随着新金融的不断发展,货币的狭义和广义定义都发生了一定的改变(夏斌和廖强,2000;彭兴韵和包敏丹,2005;汪洋,2006)。传统金融下,狭义货币仅仅包括现金和活期存款,但随着新金融的发展,支票、信用卡的广泛使用等等对狭义货币该概念带来了调整。而对于广义货币而言,各个层次的货币的流动性上的差别已经不那么明显了。一些新型的金融产品的资金流动和金融产品有待于纳入央行的管理范围。虽然我国央行不断扩充广义货币供给的统计范围<sup>①</sup>,但在新金融环境下,官方统计的货币供给仍然可能低估实际货币条件。因为在新金融环境下,企业与居民投资渠道日渐丰富,分流了企业与居民存款,如银行表外理财资金、境外金融机构在境内的存款等等。

新金融的发展对货币供应量的内部层次划分也产生影响。按照现行的货币统计制度,虽然信贷类理财产品等新金融产品的大幅增加对 M2 总量的影响是双向和不确定的(伍戈和李斌,2011)。但是它却使得货币供应量内部结构发生相应变化(伍戈,2010)。例如,部分

<sup>①</sup> 自我国 1994 年 10 月份正式向社会公布货币供应量统计之后,我国央行已经多次调整货币供应量的口径。例如,2001 年 6 月将证券公司客户保证金计入 M2。2002 年年初将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务分别纳入不同层次的货币供应量。最近的一次调整是 2011 年 10 月:将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款纳入 M2 统计范围。

活期存款（属于 M1）转而流向信托存款（属于 M2），直接导致货币流动性比例（M1/M2）减小（图 8）。而如果理财产品收益率较高，还会使得 M2 内部“储蓄存款”和“定期存款”转移至“信托存款”。这些都给传统的货币定义和层次划分，从而给货币信贷形势分析和流动性研判带来一些不利影响。

图 8：1996 年以来中国货币流动性比例（M1/M2）



数据来源：中经网统计数据库

## （二）新金融发展削弱了货币供应量的可控性

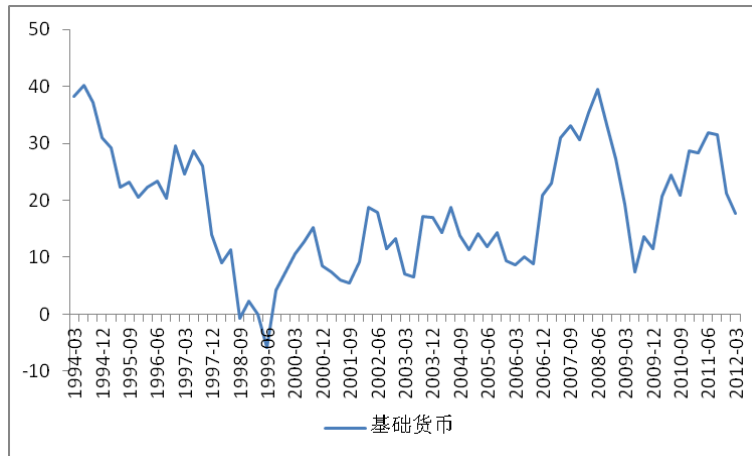
货币供给量等于基础货币与货币乘数之积。新金融的发展使得基础货币难以控制，并且货币乘数也变得不稳定，因此导致我国货币供应量可控性变差。

一般来说，货币当局能够完全控制基础货币，否则货币供应量目标根本无从谈起。但在新金融环境下，央行对基础货币的控制被削弱，这一削弱不仅仅体现在新金融的发展所带来的基础货币或数量的可控性的削弱，更体现为基础货币需求或结构方面的控制性的削弱。一方面，由于新金融的发展，商业银行的存款准备金受到冲击。部分新金融具有信用创造机制，使得存款准备金和现金不再是唯一的高能货币（周莉萍，2011a）。另一方面，新金融的发展导致中央银行投放现金的途径和数量不断变化，现金需求量不再容易测度。总之，新金融的发展意味着货币供应量所依赖的基础货币可控性下降。

由于我国长时间实行了“管制有余而浮动不足”的汇率制度（夏斌和廖强，2001），在持续双顺差背景下，我国的基础货币的投放基本上完全是以外汇占款的形式被动投放的，虽然货币当局采取了法定存款准备金、央行票据等手段对冲（余明，2010），但图 9 显示，我国基础货币的增速依然忽快忽慢，很不平稳。

图 9：1994 年以来中国基础货币余额同比增速（%）





数据来源：中经网统计数据库

而货币乘数由法定存款准备金率以及超额存款准备金率、通货-存款比例、非交易存款比率等决定。如同本文第二节的分析，随着新金融的发展，影响货币乘数的通货-存款比例、非交易存款比率以及超额存款准备金率都变得不稳定，货币乘数复杂多变，从而在一定程度上脱离了中央银行的控制，降低了货币供应量这一中介目标的可控性。有学者甚至已经开始质疑“货币乘数是否还存在”（Carpenter 和 Demiralp, 2010; 周莉萍, 2011a）。

如表 4 所示，自从 1994 年我国开始公布货币供应量，并将其作为中介目标以来，货币供应量的目标值几乎从来没有实现过。以最近几年为例，央行年初制订的货币供应量增长目标一再偏离实际情况，政策调控目标无形之中形同虚设。比如，央行制定的 2008 年-2011 年货币供应量 M2 增长目标分别 16%、17%、17%、16%，但实际执行的结果分别为 17.8%、27.7%、19.7%和 13.6%。如此巨大幅度的偏差，说明我国货币供应量增长的可控性很低，政策调控效果很不理想。换言之，货币供应量作为政策调控目标已不再有效并失去了应有的政策意义。

表 4：货币供给量目标值与实际值比较（%）

年份	M1		M2	
	目标值	实际值	目标值	实际值
1994	21	26.2	24	34.5
1995	21-23	16.8	23-25	29.5
1996	18	18.9	25	25.3
1997	18	16.5	23	17.3
1998	17	11.9	16-18	15.3
1999	14	17.7	14-15	14.7
2000	14	16	14	12.3
2001	15-16	12.7	13-14	14.4
2002	13	16.8	13	16.8
2003	16.9	18.7	16	19.6

2004	17	13.6	17	14.6
2005	15	11.8	15	17.6
2006	14	17.5	16	16.9
2007	-	21	16	16.7
2008	-	9.1	16	17.8
2009	-	32.4	17	27.7
2010	-	21.2	17	19.7
2011	-	7.9	16	13.6
2012	-	-	14	-

数据来源：根据历年《中国金融年鉴》或《中国人民银行货币政策执行报告》整理

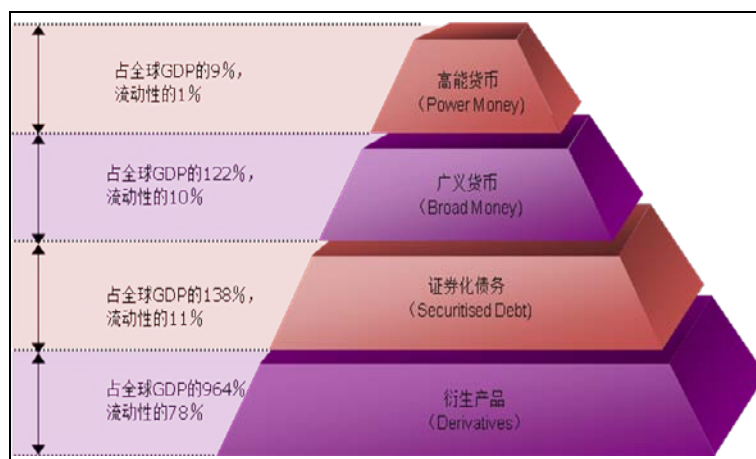
### （三）新金融的发展削弱了货币供应量与最终政策目标的相关性

新金融的发展使得货币供应量的运行规律发生变化，破坏了其与货币政策最终目标之间的相关性，使其变得较为松散和不稳定。

由于货币乘数不稳定，中央银行即使能控制基础货币，也不一定能控制货币供给总量；由于货币需求不稳定，即使货币供应量达到中介指标的要求也不一定能实现稳定币值等最终目标，从而使货币供应量无法满足作为中介指标的“相关性”要求，无法成为有效的货币政策中介指标。另外，全球金融的电子化和网络化程度不断加深，金融产品的品种丰富多样，各金融资产之间转化更加快捷、便利，显著扩大了金融交易规模，在这种情况下，货币供应量的流向日趋分散，“脱媒”现象日益突出，对最终目标的影响力逐渐减弱，加大了中央银行通过调控货币供应量以实现特定货币政策最终目标的难度。

事实上，随着新金融的发展，各种证券化产品和衍生工具层出不穷，从而创造了大量的“广义流动性”（李波和伍戈，2011；周莉萍，2011b）。据 Bollard（2007）的估算，由各种衍生产品创造的流动性约占全球广义流动性的 78%，为全球 GDP 总值的 9.64 倍；而广义货币 M2 仅占全球广义流动性的 10%，为全球 GDP 总值的 1.22 倍（图 10）。没有被纳入货币当局统计和控制之下的巨量广义流动性的存在说明传统定义的货币供应量与最终经济变量的联系必然弱化，失去了原有的作用。

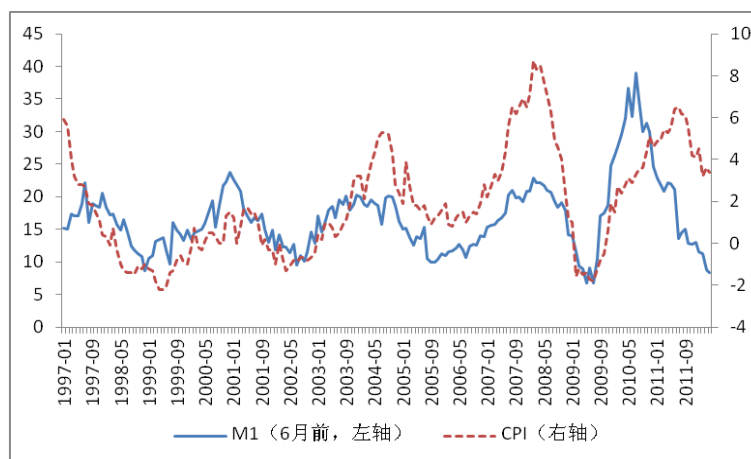
图 10：全球广义流动性估算



资料来源: Bollard, A., “Easy Money- Global Liquidity and its Impact on New Zealand”, BIS Review, No. 25, 2007.

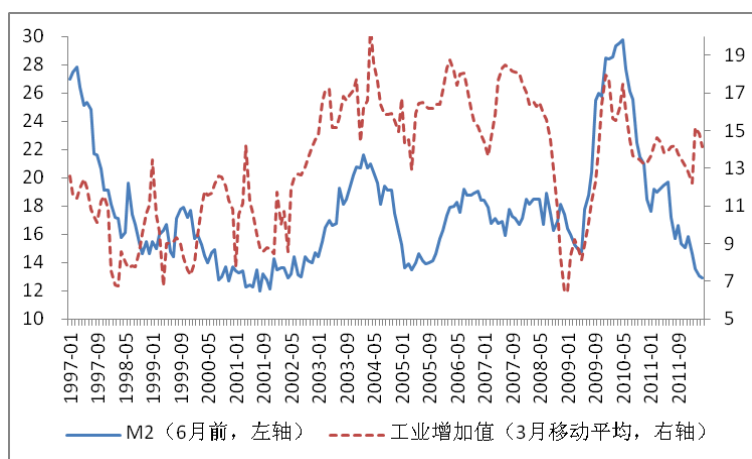
如图 11 所示, 长期以来中国的货币增长和 CPI 通胀之间总体保持着较好的同步关系, 尤其是 M1 (6 个月前) 同比增速与 CPI 同比增速的变化趋势存在十分明显且稳定的关系, 即 6 个月前的货币投放将在大约半年后对同比物价产生实质性的影响, 这也是多年来各界预测物价走势的重要依据。但值得注意的是, 最近几年, M1 增速对 CPI 的增速的引领性显著下降。例如, 2010 年下半年以来, 在 M1 持续较快下行的情况下, CPI 却仍持续上升, 货币与通胀的同步关系出现趋势性的背离。图 12 也显示, 近两年, M2 和工业增加值也出现趋势性的背离。

图 11: 1997 年以来 M1 与 CPI 同比增速 (%)



数据来源: 中经网统计数据库

图 12: 1997 年以来 M2 和工业增加值同比增速 (%)



数据来源：中经网统计数据库

#### (四) 新金融的发展削弱了新增信贷目标的作用

在货币供应量之外，我国货币政策的另外一个重要的中介目标即为新增人民币贷款。在某些年份，新增人民币贷款甚至比货币供应量受到更多关注，有“双中介目标”的特征（盛松成和吴培新，2008；周小川，2011）。然而近年来随着新金融的发展，金融产品和融资工具不断创新，证券、保险类机构对实体经济资金支持加大，商业银行表外业务对传统贷款表现出明显替代效应。例如，部分信托理财、资产证券化产品等新金融工具都具有一定的信用创造功能，但不属于传统意义上的一般贷款，对传统的商业银行信用创造渠道产生一定的替代效应，而又可以规避新增信贷调控指标（伍戈，2010；周莉萍，2011a；2011b；李波和伍戈，2011），从而模糊了央行货币政策的窗口指导口径，削弱了货币当局新增人民币贷款目标的相关性和信贷调控的影响力。

目前由于新增人民币贷款已不能完全反映金融与经济关系，也不能全面反映实体经济的融资总量，如果只控制贷款规模，其他方式的融资就可能较快增长，出现“按下葫芦浮起瓢”的现象，削弱金融宏观调控的效果（盛松成，2011；周小川，2011）。2011年央行开始统计、监测覆盖面更广的“社会融资规模”指标（专栏3）。图13显示，新增人民币贷款在社会融资规模中的比重自2002年的90%下降到2011年的58.2%。图14也显示，六个月前金融机构各项贷款余额的增速对CPI的领先作用下降。

##### 专栏4：社会融资总量的内涵及实践意义

社会融资总量是全面反映社会融资规模的总量指标。从2002—2010年，我国社会融资规模由2万亿元扩大到14.27万亿元，年均增长27.8%，比同期人民币各项贷款年均增速高9.4个百分点。人民币贷款以外融资快速增长主要有三方面原因：一是直接融资快速发展。二是非银行金融机构作用明显增强。三是金融机构表外业务大量增加。

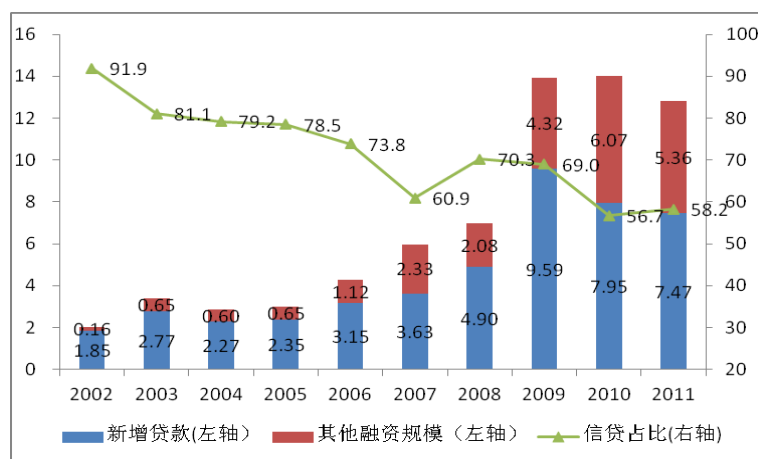
社会融资总量是全面反映金融与经济关系，以及金融对实体经济资金支持的总量指标。社会融资总量是指一定时期内（每

月、每季或每年，实体经济从金融体系获得的全部资金总额。这里的金融体系为整体金融的概念，从机构看，包括银行、证券、保险等金融机构；从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。社会融资总量的内涵主要体现在三个方面。一是金融机构通过资金运用对实体经济提供的全部资金支持，即金融机构资产的综合运用，主要包括人民币各项贷款、外币各项贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券、非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性房地产等。二是实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构服务所获得的直接融资，主要包括银行承兑汇票、非金融企业股票筹资及企业债的净发行等。三是其他融资，主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等。

综上所述，社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。

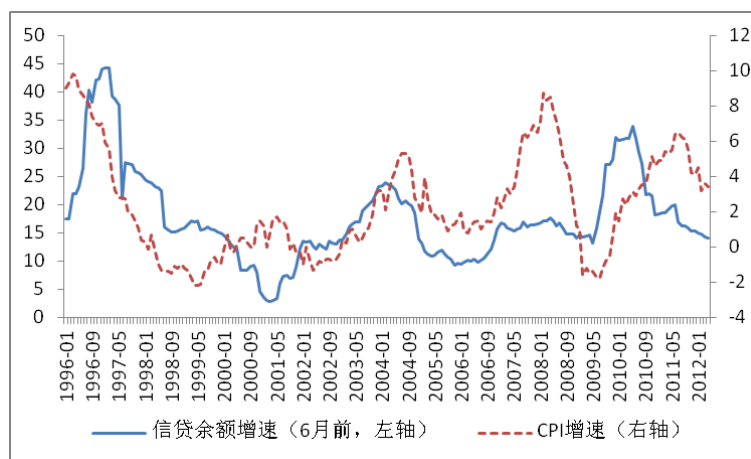
资料来源：中国人民银行

图 13 2002-2011 年新增人民币贷款和其他社会融资规模（万亿元，%）



数据来源：根据历年《中国人民银行统计季报》整理，经可比口径调整。

图 14 1996 年以来金融机构各项贷款与余额增速及 CPI 增速（%）



数据来源：中经网统计数据库

## （五）新金融的发展对利率目标的影响是双向的

由于货币供应量与通货膨胀的关系以及货币乘数的稳定性越来越差，很多国家不得不放弃货币总量目标，并重新转向利率中介目标。但是发达国家的中央银行往往并不干预借贷名

义利率，而是以短期利率（主要是隔夜利率）为目标，在政策操作上遵循一定的规则，如著名的泰勒规则。市场参与者根据短期利率水平及对通货膨胀、市场风险等的预期，决定借贷利率，从而影响价格、消费、投资和国民经济。由于中央银行不直接干预实体经济的借贷活动，价格型间接货币调控更接近于市场，政策调控效果也更明显。中央银行设定的短期利率目标也逐渐成为金融市场的基准，因而中央银行的短期利率操作目标也被称为中央银行基准利率<sup>①</sup>。在那些实行通货膨胀目标制的国家（如英国、新西兰、印度尼西亚等国），政策操作上也仍然以中央银行基准利率为主要手段（李宏瑾和项卫星，2010）。

但是，新金融的发展也使得利率的可控性有下降趋势。金融创新使市场信息的传递十分灵敏和充分，因而利率的决定更为复杂多变。同时新金融的发展使得利率中介目标的相关性相对得到了加强。金融创新引入了新的金融工具和金融市场，经济主体拥有的金融资产迅速增加，对金融资产的保值和增值问题关注程度日益提高。随着利率市场化进程加快，利率作为各种金融资产价格的直接体现，作用日益突出。与货币供应量等其他中介目标相比，各类经济主体对利率信号更容易有所反应，从而通过对利率变动引导各类经济主体对未来经济前景的预期以及投资和消费等经济活动，进而实现货币政策的最终目标。此外，新金融往往以高杠杆为标志，因此也增加了利率等价格型货币政策工具的影响力。

不过以上分析，仅是一般性的理论分析。由于目前我国利率仍没有完全实现市场化<sup>②</sup>。因此在我国，所谓的利率调控与发达国家的利率调控是不同的（专栏5）。以美国为例，美联储提高了联邦基金利率，就提高了商业银行等金融机构从联邦基金借款的成本，从而收紧了这些金融机构的银根，反之，美联储降低了联邦基金利率，也就放松了对商业银行等金融机构的银根。但在中国，央行每每调整的不是央行利率，而是金融机构的存贷款利率，这有着政府给企业定价的特点。因此，随着新金融的发展，银行存款和贷款在居民和企业投资和融资中的重要性都有所下降，因此在新金融的环境下，我国现行的存贷款基准利率的调控的影响力是趋于下降的。

#### 专栏5：我国与发达国家利率体系的比较

按资金借贷性质划分，我国的利率体系可分为中央银行利率、金融市场利率与存贷款利率三类。中央银行利率指中央银行与金融机构之间借贷的利率，包括法定与超额准备金存款利率，再贷款（再贴现）利率和公开市场操作利率。中央银行设定或以市场方式确定上述利率（如公开市场操作利率），以此影响基础货币总量或市场利率，实现货币政策的调控意图。金融市场利率主要是机构之间资金借贷的利率，已经完全实现市场化，包括货币市场的拆借、回购交易利率，基于报价产生的上海银行间同业拆借利率（Shibor）等，资本市场的国债、金融债以及企业债等的收益率。存贷款利率是金融机构对客户的零售利率，目前

<sup>①</sup>事实上，称之为中央银行目标利率(target rate)更为准确，因为中央银行并不是直接规定货币市场短期利率水平，只是通过公开市场操作等手段使市场利率与目标利率水平相接近（李宏瑾和项卫星，2010）。

<sup>②</sup>2012年6月7日，我国利率市场化又向前迈进一步：央行在宣布降息的同时，也宣布将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍；并将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍。

正处于市场化进程中。存贷款基准利率由中国人民银行公布，是重要的货币政策调控工具。金融机构以贷款基准利率的 0.9 倍为贷款利率下限（2012 年 6 月 8 日调整为 0.8 倍），以存款基准利率为存款利率上限（2012 年 6 月 8 日调整为 1.1 倍），自主确定存贷款利率。

发达国家金融市场已经完全实现利率市场化，中央银行通过调整政策利率引导市场利率变动，从而实现货币政策调控目标。一般说来，发达国家中央银行政策利率均为短期公开市场操作利率，本身具有较强的市场化特征，但中央银行对其具有很强的操控能力。发达国家金融市场利率亦包括机构之间的批发利率和对客户的零售利率，两者之间具有较强联动关系，这也是利率调控和传导的基础。以美国为例，美联储公布联邦基金目标利率，并通过公开市场操作将联邦基金利率，即机构间的隔夜拆借利率引导至目标值左右。市场批发利率，如国债利率、商业票据利率、衍生产品隐含利率、报价制的 Libor 等，以及对客户的零售利率，如 CD（大额存单）利率、商业银行最优贷款利率等均由市场决定，中央银行不直接干预，但联邦基金目标利率对其具有很强的影响力。

资料来源：中国人民银行

## 四、结论和政策建议

综合以上论述，新的金融工具、新的金融业态、新的金融机构等新金融的发展对货币政策的理论和实践带来了诸多方面的挑战。主要结论为：第一，由于新金融的发展使得很多金融业务游离在正规的货币政策调控范围之外，使得传统的货币政策工具，例如法定存款准备金率政策、再贴现政策等效力下降。但新金融的发展所带来的证券化趋势和金融市场的高度发达，有利于货币当局开展公开市场业务，并扩大了这一工具的影响范围，增强了其力度。第二，新金融的发展扰乱了传统的货币供应量的定义和统计，从而弱化了货币供应量这一中介目标的可测性。同时，新金融的发展扩大了货币供应的主体范围，货币乘数复杂多变，改变了货币供应量的运行规律，从而也弱化了货币供应量的可控性和相关性。第三，由于拥有自己平行的信用创造途经和机制，新金融的发展弱化了货币当局调控的信贷渠道。同时由于传统融资渠道或信用形式获取信用的重要性下降，新金融的发展弱化了存贷款基准利率调控的影响力。

为应对新金融的发展对货币政策带来的挑战，宏观经济、货币当局应该积极应对，从而有的放矢地制定出科学的货币政策。

**第一，加强调查统计，建立统一全面共享的金融业综合统计体系。**及时准确的统计数据是科学宏观调控的现实基础。新金融是正在演进中的新鲜事物，对此的理论研究和实践探索仍处于初级阶段。并且，相当部分的新金融都是规避金融监管的产物，具有一定的隐蔽性，其数据和信息的可得性方面存在较大难度。因此，“获得数据、弄清机制”应该是深入研究和制定政策的前提条件。因此，要继续适时调整存款准备金缴存范围，完善货币供应量和社会融资规模等指标的统计口径。在已经编制银行业为主的货币概览和信贷收支表的基础上，应扩展至包含证券、保险以及其它新金融业态的较为完整的金融概览，扩大货币政策工具和

中介目标的覆盖面。此外，由于新金融之间的业务分类越来越模糊，因此在分业监管的背景下，各个监管当局要在社会融资规模等金融统计、监测中加强合作，提高金融统计的标准化和一致性。

**第二，建立货币供应量和社会融资规模、通胀等多指标相协调的中介目标体系。**由于货币供应量这一中介目标的可测性、可控性和相关性均已弱化，因此需要寻找其补充和替代中介目标，以满足金融调控面临新的环境和要求。在此背景下，人民银行于2011年第一季度首次公布社会融资规模，这是一种探索和创新，适合我国融资结构的变化，符合金融宏观调控的市场化方向，但由于很多统计项目数据还没有公布等问题，市场还很难对其给予足够的预期和重视，因此需要进一步的完善和推广。与货币供应量和新增人民币贷款相比，社会融资规模与主要经济指标相互关系更紧密。应该成为央行监测、调控的重要的中介目标。此外，通胀、汇率、货币市场利率等也应该成为重要的货币政策中介参考目标。当然，只要商业银行在金融业中仍居于主导地位，货币供应量仍将应作为货币当局重要的中介目标之一。

**第三，弱化存款准备金等数量型工具，强化价格型工具。**根据上文的分析，法定存款准备金率等数量型货币政策工具的调控力度下降，而价格型货币政策工具调控力度强化。因此要促进货币政策调控由数量型向价格型的演进。为此，要坚定不移地推动利率市场化改革，发挥价格型工具在宏观调控中的重要作用，综合运用利率、汇率等工具，提高货币政策有效性。

**第四、央行要加强与其他金融机构的合作。**本文以上的分析表明，央行的货币总量控制能力减弱，货币供给内生性增强。根本原因在于狭义货币乘数论的失效，即中国人民银行的货币政策措施不再能从源头上直接影响信贷传导机制，提高存款准备金等“巨斧型”政策的效果也是非常有限的。目前，在中国，银行监管部门比央行更能直接控制商业银行的放贷行为和货币创造能力，更能直接影响银行信贷传导机制。因此，央行只有与银行监管等部门协调配合，货币政策执行效果才能如其所愿。而银行监管部门也只有与中央银行紧密配合才能减少政策间的抵消和摩擦，使总体的宏观经济政策效果保持一致。

**第五，加强资本充足率监管，降低对法定存款准备金率调控的依赖。**由于法定存款准备金率调控力度的弱化，并且很难覆盖众多作为表外项目的新金融工具。因此应该与国际接轨，降低对法定存款准备金率调控的依赖，而加强对资本充足率的监管。资本充足率监管的覆盖范围可以有效地扩展到银行的表外项目。并且，对银行来说，存款准备金是客户的资金，约束力不够，而资产充足率要求的是自有资金，约束力高。所以，在银行大量从事表外业务的今天，资本充足率监管显然比存款准备金制度更为全面、更为可靠，也更为强硬。因此，



要通过加强对资本充足率的要求和监管，弥补法定存款准备金率调控力度的弱化。同时，结合宏观审慎理念和流动性管理的需要，对差别准备金制度作了进一步的规则化、明晰化，作为一种支持、激励性工具加以运用。

## 参考文献

- [1]段胜辉：《银信合作、货币供应与货币政策》，《上海金融》，2012年第3期。
- [2]李波、伍戈：《影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战》，《金融研究》，2011年第12期。
- [3]李宏瑾、项卫星：《中央银行基准利率、公开市场操作与间接货币调控》，《财贸经济》，2010年第4期。
- [4]李扬、彭兴韵：《资本充足率监管下的存款准备金制度》，中国社科院金融研究所金融论坛，2005年第16期。
- [5]彭兴韵、包敏丹：《改进货币统计与货币层次划分的研》，《世界经济》，2005年第11期。
- [6]盛松成：《社会融资规模是符合金融宏观调控市场化方向的中间目标》，《资本市场》，2011年第04期
- [7]盛松成、吴培新：《中国货币政策的二元传导机制-两中介目标，两调控对象模式研究》，《经济研究》，2008年第10期。
- [8]孙国峰：《第一排：中国金融改革的近距离思考》，北京：中国经济出版社，2012年1月。
- [9]汪洋：《对我国货币供应量统计中若干问题的讨论》，《管理世界》，2006年第5期。
- [10]汪洋：《中国货币政策工具研究》，北京：中国金融出版社，2009年3月。
- [11]伍戈：《信贷规模规避与货币政策调控》，《财经科学》，2010年第9期。
- [12]伍戈、张文、明明：《对冲型货币政策的实践与效果》，《中国金融》，2011年第19期。
- [13]伍戈、李斌：《论货币与通胀关系的背离》，《投资研究》，2012年第4期。
- [14]夏斌、廖强：《货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标》，《经济研究》，2001年第8期。
- [15]谢杭生：《战后西方国家货币政策目标比较》，《金融研究》，1997年第6期。
- [16]姚余栋、谭海鸣：《央票利率可以作为货币政策的综合性指标》，《经济研究》，2011年第S2期。
- [17]余明：《中国存款准备金政策有效性分析》，《世界经济》，2009年第2期。
- [18]余明：《中国货币冲销工具的选择与安排》，北京：中国金融出版社，2010年9月。
- [19]张晓慧、纪志宏、崔永：《中国的准备金、准备金税与货币控制：1984—2007》，《经济研究》，2008年第7期。
- [20]周莉萍：《货币乘数还存在吗》，《国际金融研究》，2011年第1期。
- [21]周莉萍：《影子银行体系的信用创造：机制、效应和应对思路》，《金融评论》，2011年第4期。
- [22]周莉萍：《论影子银行体系国际监管的进展、不足、出路》，《国际金融评论》，2012年第1期。
- [23]周小川：《建立符合国情的金融宏观调控体系》，《中国金融》，2011年第13期。
- [24]Bollard, A., "Easy Money- Global Liquidity and its Impact on New Zealand", BIS Review, No.25, 2007.
- [25]Carpenter B. S., and Demiralp S., "Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?", Finance and Economics Discussion Papers, No.2010-41, Federal Reserve System, 2010.
- [26]Dack Jozef Van 't , "Implementing monetary policy in emerging market economies: an overview of issues", BIS Policy Papers No.5, 1999.
- [27]Obrien, Y., "Reserve Requirement Systems in OECD Countries", Finance and Economics Discussion, No.2007-54, Federal Reserve System, 2007.