

# 利率走廊:我国利率调控模式的未来选择\*

贾德奎, 胡海鸥

(上海交通大学 安泰管理学院, 上海 200030)

**摘要:**对于银行间同业拆借利率的调控,我国中央银行更倾向于通过控制货币供给量来实现,而西方国家近年来的政策实践表明,通过设定利率走廊可以对商业银行等金融机构的储备需求行为施加影响,从而引导市场利率向政策利率目标靠近,因此我国有必要借鉴这种新的利率调控思路,从而建立一个操作更为简单透明、效率更高的利率调控框架。

**关键词:**公开市场操作;利率走廊;货币政策;隔夜拆借利率

**中图分类号:**F822 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)09-0056-10

利率走廊(Interest Rate Corridor),亦有学者称为利率通道,指中央银行通过向商业银行等金融机构提供存、贷款便利机制,从而依靠设定的利率操作区间来稳定市场拆借利率的调控方法。在经过不到10年的发展,利率走廊调控模式就被包括美国、加拿大和澳大利亚在内的许多西方国家所采用,从而成为中央银行稳定货币市场利率的重要政策工具。随着我国金融改革的进一步深入,我国政策当局也势必会将货币政策操作目标转向短期名义利率,而如何选择适合于我国经济现实的利率调控模式,将是我国中央银行需要迫切考虑的问题之一。

## 一、利率走廊调控的理论与实践进展

### (一)利率走廊调控模式的理论研究现状

在国外的研究文献中,较早涉及利率走廊操作方法和程序的主要有Kevin Clinton分别完成于1991年和1997年的两篇论文,在其论文中较为细致地描述了利率走廊的实际操作步骤和程序。他在论文中指出,中央银行的货币政策操作在没有法定准备金需求的情况下也会十分有效,只要货币当局

收稿日期:2004-05-24

作者简介:贾德奎(1978—),男,宁夏同心人,上海交通大学安泰管理学院博士生;

胡海鸥(1952—),男,上海人,上海交通大学安泰管理学院教授,博士生导师。

能够设定一种恰当的利率稳定机制，那么商业银行追求利润最大化的行为就会有助于中央银行实现平抑利率波动的目标。

另外，加拿大银行的一篇工作论文(1999)、澳大利亚储备银行的一篇工作论文(1998)和新西兰储备银行的几篇政策研究论文(1999, 2000, 2001)也分别有针对性地讨论了本国货币当局的相关操作方法，值得一提的是，上述论文都特别提到大额电子结算系统(Large Value Transfer System)在央行预测商业银行的结算需求中起到了关键作用；另外，央行政策操作的透明化也在引导市场主体预期方面起了相当重要的作用。

对于利率走廊较早期的研究，大多是这一调控模式的一般性介绍；而近期，西方学者则主要通过建立模型，来重点研究利率走廊设定对同业拆借利率形成机制的影响，如 Craig Furfine(2003), Julius Moschitz(2003)以及 Vitor Gaspar 和 Gabel P. Quiros(2004)的论文等。这些文献通过建立商业银行的储备管理模型，从而研究了利率走廊设定下商业银行的储备需求行为改变及其对市场拆借利率均衡的影响，所得出的结论表明，与传统利率调控模式所不同，在利率走廊调控模式下，中央银行对市场利率的调控，是通过影响商业银行的储备需求行为和引导经济主体的市场预期来实现的。

## (二)利率走廊调控操作的实践进展

自1985年起，德国联邦银行就实行了灵活的货币市场管理政策，即通过设定利率区间来控制货币市场利率的波动范围。其中，利率区间的上限被定义为伦巴德利率，下限是联邦银行的贴现率。1998年7月，欧洲中央银行借鉴了德国联邦银行稳定市场拆借利率的做法，把向商业银行提供抵押贷款的融资利率作为利率走廊的上限，而将商业银行在央行的准备金存款利率则作为下限，由此形成的利率走廊成为市场利率波动的锚，从而在实践中较好地控制了市场拆借利率的波动幅度。

20世纪90年代开始，加拿大、新西兰和澳大利亚先后取消了法定准备金制度，并通过明确设定利率走廊来调节市场隔夜拆借利率。其中，中央银行向市场提供流动性的贷款利率作为利率走廊的上限，而商业银行的超额准备金存款利率则作为下限。在每个交易日开始时，中央银行都会明确宣布利率目标，而在交易日结束时，规定商业银行必须保持账户平衡；除此之外，中央银行还承诺在市场利率偏离政策目标利率时进行干预，如此设定，不但简单透明、有利于引导市场预期，而且在大部分时间内，中央银行在不需要使用公开市场操作的情况下，就能很好地实现政策利率目标。

在2003年1月9日，美联储正式实施了修改后的A条例(Regulation A, 即贴现窗口制度)，这次改革重新调整了目标联邦基金利率与贴现利率之间的关系，并以此为基础实行了利率走廊调控(Furfine, 2003)。不仅如此，在不过10多年的时间里，已明确采用利率走廊调控模式的其他国家还有G7中的德

国、法国和意大利,在欧洲还有瑞典、瑞士、芬兰、匈牙利、斯洛文尼亚等国家。除此之外,就连亚洲的印度、斯里兰卡,甚至非洲小国纳米比亚等也都先后采用了这一调控模式。由此可以看出,通过设定利率走廊来稳定市场利率波动,将是西方乃至世界各国中央银行货币政策操作的未来发展趋势,所以也理应为我国货币当局所借鉴。

## 二、利率走廊下同业拆借利率的决定机制

在传统的利率调控模式下,中央银行通过公开市场操作来调节市场流动性,并进而影响市场利率水平,这种调控方式主要通过控制市场上的流动性供给来达到稳定利率的目的,因此可以称为供给控制型的利率调控模式;与此不同的是,在利率走廊调控模式下,中央银行则主要通过引导市场预期和影响商业银行的储备管理行为来实现利率调控,因此本文称之为需求管理型的利率调控模式。而利率操作区间蕴含的“利益诱导”(Profit Allurement)和中央银行向公众表达政策意图时产生的“告示效应”(Announcement Effects),是这一调控模式对市场拆借利率施加影响的关键路径,这个过程可简单地用图1表示。

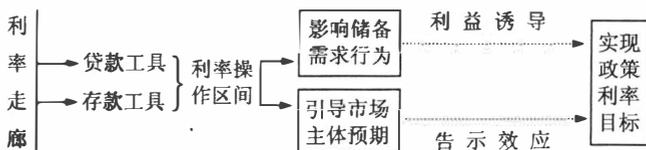


图1 利率走廊调控模式的作用机制

### (一)利率走廊调控操作中蕴含的利益诱导

在典型的利率走廊调控操作中,商业银行无须持有法定准备金,在此基础上,中央银行向商业银行提供稳定的存贷款便利机制,并且规定商业银行在交易日结束时必须保持账户平衡。如图2所示,中央银行的政策利率目标正好位于其存款利率与贷款利率的中间,商业银行在流动性不足或交易日未出现透支时,可以利率  $i^* + s$  从央行处得到贷款;与此相对应,如果商业银行在交易日结束后,仍持有超额准备,则这部分资金可以利率  $i^* - s$  存入中央银行的账户。在实际操作中,无论交易日结束时商业银行是透支还是出现超额储备,大额实时电子交易系统都会自动进行贷款或存款操作,以保证交易网络中所有商业银行的账户平衡。

与利率管制下的浮动范围设定不同,在利率管制下,中央银行设定的浮动范围则带有强制性;而在利率走廊调控模式下,存贷款便利设定的利率波动范围并不具有强制性,中央银行实际上充当了一个市场参与者的角色,商业银行可以选择与中央银行、或是其他市场参与者进行交易,而实践中利率之所以能够稳定,主要在于利率走廊所蕴含的利益诱导机制。

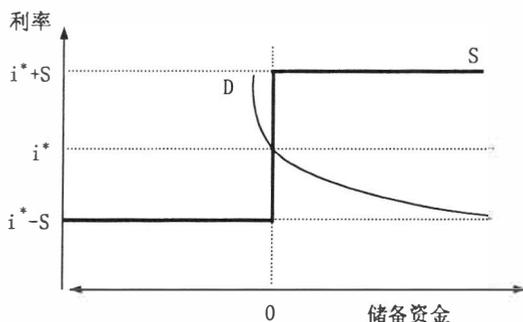


图2 利率走廊下的商业银行储备需求

具体而言，在利率走廊设定下，中央银行存贷款工具所对应的利率水平，实际上以市场化的方法限制了商业银行的盈利空间。因为，当商业银行能以利率  $i^* - s$  将超额储备存入央行账户时，就不会以更低的利率在市场上拆出资金；同样，当商业银行能以利率  $i^* + s$  从中央银行处获得贷款时，就不会在市场上以更高的利率拆入资金，如此一来， $i^* - s$  和  $i^* + s$  就构成了利率浮动的有效界限，从而将市场拆借利率稳定地控制在中央银行的目标范围之内（见图2）。

### （二）利率走廊调控模式下的告示效应

在利率走廊调控模式下，中央银行利用媒体或其他正式渠道向市场公布政策利率目标及其政策操作意图时，会在很大程度上影响市场拆借利率的变动趋势，这一现象被称之为货币政策操作的告示效应。

在利率走廊操作中，中央银行会竭力保持政策操作的信誉度及透明度。比如在货币当局公布了目标政策利率水平后，若市场上的实际交易利率与中央银行的目标利率水平产生了背离，则中央银行就会立即使用公开市场操作来调整利率至目标水平。当多次博弈使得市场交易主体确信中央银行的这一政策决心之后，每当中央银行宣布新的政策利率目标时，市场交易就会自发地实现这一利率目标，而无须中央银行进行频繁的公开市场干预。

可以看出，在利率走廊调控模式下，一旦中央银行公布了目标拆借利率，商业银行就可据此得知货币当局的政策态度，并会以此作为参照来调整自己的储备管理及市场交易行为，从而最终促使实际拆借利率与中央银行的目标利率水平趋于一致。

## 三、我国同业拆借市场简评

近几年，我国银行间同业拆借市场发展相当迅速，拆借市场一级网会员从1996年1月的63家，发展到2002年末的500多家；1996年银行间同业拆借市场交易额为5871.61亿元（包括隔夜到120天等各种期限），2003年达到24096.11亿元，增长了4.1倍。不仅如此，货币市场上不同期限的拆借利率水平之间也形成了较为合理的利差，这在某种程度上反映了我国同业拆借市

场正逐渐走向稳定和成熟,但需要正视的是,相比较货币市场成熟的西方发达国家,我国的同业拆借市场仍然表现出下列特点:

(一)市场拆借利率持续产生较大幅度的波动。在 2000 年以前,由于我国货币市场存在着严重的市场分割以及市场拆借主体的非理性行为等诸多原因,使得同业拆借利率的波动相当剧烈,甚至于出现了同业拆借利率长时间高出中央银行向商业银行等金融机构的半年期贷款利率的反常现象;而在 2002 年之后,我国同业拆借利率的波动幅度也相当之大,其中在最近的 1 年中,我国同业拆借市场利率的日平均波动幅度超过了 15 个基点,而期限更长的 7 天和 30 天期的拆借利率波动幅度则更大,对此后面会有进一步说明。

(二)市场资金拆借的流动基本呈现出单一方向。在我国银行间同业拆借市场上,包括国有独资银行在内的各个商业银行是市场上的净拆出方,而证券投资基金等其他金融机构及外国金融机构则是市场资金的净拆入方。这一方面说明了我国商业银行普遍持有较高准备金率,因此具有更多流动性的现实;另一方面也反映了相对于证券投资基金等其他金融机构以及外国金融机构,我国的商业银行仍存在着资金使用效率不高的问题。

(三)同业拆借市场交易量的波动幅度较大。随着我国同业拆借市场的发展,商业银行等金融机构的市场交易行为日趋活跃,交易量不断创出新高,但同时我国同业拆借市场交易量每日的变化也相当大(见图 3)。其最显著的表现是,任意相邻二天的同业拆借量之差往往在倍数以上,这其中很大一部分原因可以由市场利率的波动来解释,但同时不容忽视的是,与发达国家相比,我国商业银行等金融机构的日常流动性管理水平不高也是一个不争的事实。

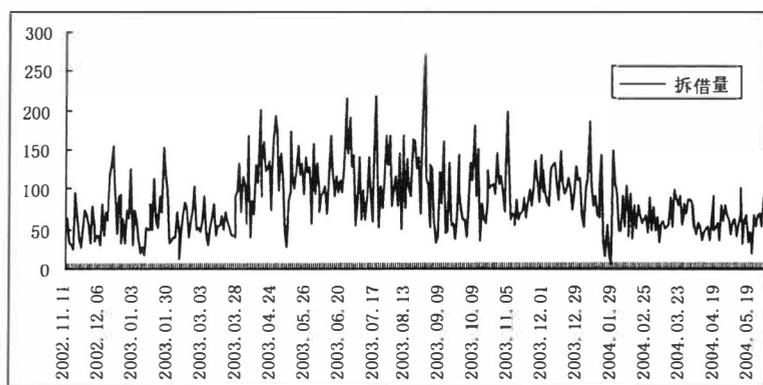


图 3 中国同业拆借市场交易量变化(单位:亿元)<sup>①</sup>

(四)同业拆借市场受资本市场的影响相当大。在考虑影响我国同业拆借市场的因素时,需要特别提到的是,与其他大多数国家不同,在我国,有一个对银行间同业拆借市场产生较大影响的特有因素,即证券市场上的股票发行。我国目前的股票首次发行时需要实际资金认购,这是中国特有的阶段性产物。

因此，当发行大盘股或有股票连续发行时，会在市场上冻结很多流动资金，并由此影响到同业拆借市场，从而导致短期利率波动非常剧烈。

#### 四、我国同业市场拆借利率的波动

对于我国同业拆借利率的波动，在不同的时间段内有着相当大的变化，其中某一个时期中，同业拆借利率波动幅度相对较小；而在另一个时期，又会出现利率波动剧烈的现象，这极有可能是因为同业拆借市场易受政府政策变动、金融机构调整以及市场谣言等因素的影响。基于这种考虑，这里拟采用广义自回归条件异方差模型(Generalized ARCH Model—GARCH)，对我国同业拆借利率的波动进行测度，其中数据选用中国同业拆借市场的每日隔夜拆借利率，并通过平稳性检验，时间范围为 2002 年 11 月 12 日到 2004 年 6 月 1 日，回归模型采用二阶滞后项，其具体形式如下：

$$\text{回归方程: } Y_t = \alpha + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \epsilon_t \quad (1)$$

$$\text{方差方程: } \sigma_t^2 = \alpha + \gamma \epsilon_{t-1}^2 + \delta \sigma_{t-1}^2 + \epsilon_t \quad (2)$$

回归结果如表 1 所示。

表 1 回归方程参数

	系数	标准差	z-统计值	P 值
C	18.52093	4.251424	4.356405	0.0000
RT(-1)	0.546104	0.058939	9.265627	0.0000
RT(-2)	0.369132	0.063544	5.809049	0.0000
方差方程				
C	5.472444	1.495199	3.660010	0.0003
ARCH(1)	0.434363	0.054346	10.38470	0.0000
GARCH(1)	0.566686	0.041105	13.78647	0.0000
似然值	-1416.096	F-统计	298.3296	
DW-统计	1.765432	F-统计 P 值	0.000000	

最后计算得出中国同业拆借市场利率在这段时期的平均波动率为 11.39，利用相同方法对加拿大、日本、英国和美国的拆借利率进行回归分析，并分别计算平均波动率后可得表 2。

表 2 各国同业拆借利率的平均波动率—GARCH

国家	中国	加拿大	日本	英国	美国
时间	2002.11.12—2004.06.01	1999.12.31—2003.09.17			
GARCH	11.39	3.2	1.8	5.3	10.5

通过对比不同国家同业拆借利率的平均波动率，可以看出，虽然回归所用的数据样本选用的时间较近，但与其他国家相比，我国同业拆借市场利率的波动幅度仍然相当大(见图 4)，这不仅使得商业银行等金融机构短期融资成本的不确定性增大，而且导致经济主体无法对市场变动形成稳定的预期，并最终

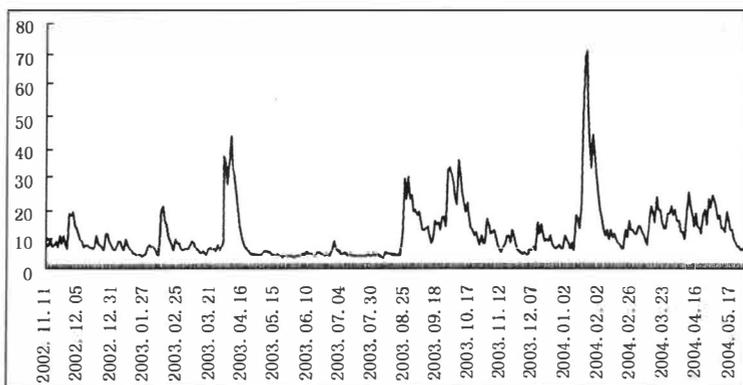


图4 中国同业拆借利率波动—GARCH

影响宏观经济的稳定运行。因此,竭力保证市场拆借利率的稳定,将是我国中央银行面临的一项重要政策调控任务。

### 五、我国现行利率调控思路所面临的问题

目前,我国人民银行更偏重于通过控制货币供给来影响货币市场利率走势,具体包括公开市场操作、提高存款准备金率、再贷款付息、实施差别存款准备金率等。这些政策工具强调了中央银行的市场干预行为在稳定利率波动中的核心作用,而忽视了积极引导市场主体与中央银行进行合作博弈,故而如此操作不仅加大了货币政策操作成本,而且直接造成了货币市场利率的大幅波动。另外,由于我国国债市场规模比较小,流动性也较差,与发达国家的商业银行相比我国商业银行持有较高的超额准备金率,再加上我国公开市场操作经常在协调本、外币公开市场操作中处于两难境地等诸多不利因素的影响,都表明利用公开市场操作(或控制货币供给)来有效调控短期名义利率的条件还不具备。不仅如此,就长期而言,即使在我国,随着电子货币的发展,货币量与市场利率之间的相关性也会不断减弱,因此通过供给控制来影响市场利率的前景更是不容乐观,而与之相比,利率走廊在稳定货币市场利率方面有着更为出色的表现,这一结论不仅体现在理论推导上,而且也为许多国家的政策实践所证实。如图5所示,自2000年至今的绝大部分时间内,加拿大的隔夜拆借利率都被稳定地控制在中央银行的政策利率目标水平上,市场利率与目标利率的标准偏差几乎为零。

由于我国央行目前并没有明确地设定利率操作区间,因此,这里选择人民银行向金融机构提供再贴现贷款的利率来模拟利率走廊的上限,而将商业银行的准备金存款利率作为其下限,实际市场利率选用隔夜拆借利率(每日的加权平均利率),所得出的图6基本反映了我国近年来的同业拆借利率在“利率走廊”中的运行情况。

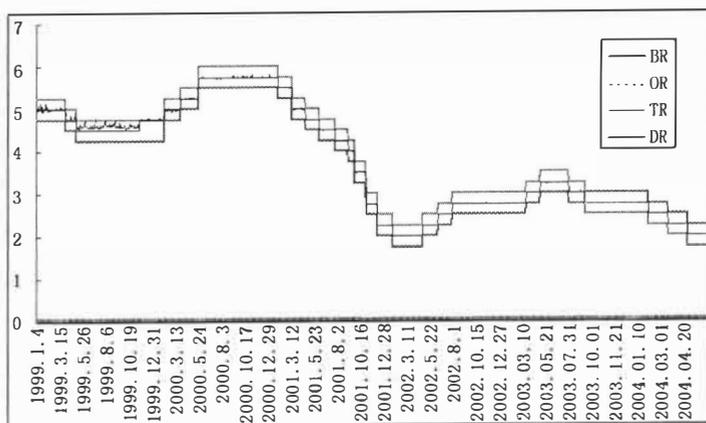


图5 加拿大同业拆借市场利率变化(1999.01.01—2004.05.31)<sup>②</sup>

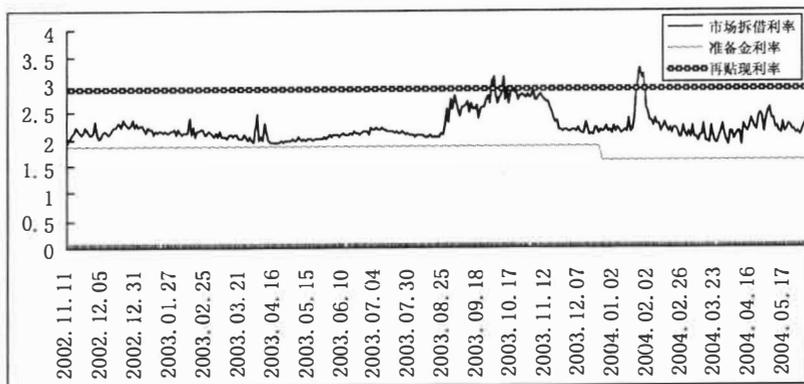


图6 中国同业拆借市场利率变化(2002.11.11—2004.06.01)<sup>③</sup>

从上面的对比结果可以看出,在我国目前的政策调控思路下,市场上尚没有一个明确的可供利用的政策波动区间,以期望将市场拆借利率控制在一个合理的范围之内;不仅如此,依据国际经验可以预测,在我国未来的货币政策操作中,试图通过控制市场流动性来实现利率稳定的做法,也势必无法获得预期的效果,而利率走廊在国外的成功实践,无疑给我国未来的利率调控模式选择提供了一个较好的参照。

## 六、我国利率调控模式的未来选择

基于上述讨论,笔者认为,在我国未来的利率调控操作中,我国货币当局应当借鉴西方国家利率走廊调控模式的做法,从而实现从控制市场货币供给到影响商业银行储备需求行为的利率调控思路转变,为此,在未来的时间内,我国中央银行需在以下几个方面做出努力,以保证利率调控操作的最终效果。

(一)建立商业银行的准备金供求预测体系,以便分析测算因中央财政收

支、外汇交易、现金投放等引起的准备金供求变动;另外,在人民银行自动质押融资系统的支持下,建立中央银行的贷款便利机制,使得商业银行可以在清算资金不足时向人民银行自动进行债券质押融资,这些措施将大大降低商业银行持有的准备金数量,并建立起以准备金利率为下限,以隔夜自动质押融资利率为上限的货币市场利率走廊,以稳定货币市场利率水平(戴根有,2003)。

(二)培育理性的、追求利润最大化的市场主体。在利率走廊调控模式所设定的制度框架中,商业银行追求利润最大化的理性行为是保证其正常发挥作用的重要微观基础。因为,利率走廊中存贷款工具所设定的成本收益激励是这一调控模式发挥作用的主要途径之一,正是这种利益诱导机制使得商业银行追求利润最大化的行为成为稳定市场利率的保证;换言之,如果市场主体的行为是非理性的,则这种利益诱导机制将无法充分发挥其作用。

(三)慎用法定准备金工具,逐渐向自愿持有准备金的制度过渡。让商业银行自主决定其储备持有行为,这是利率走廊调控模式发挥作用所需要的一项重要制度条件,因为随着经济金融环境的变化,存款准备金很难被用于微调储备市场,甚至于在很长一段时间内,法定准备金制度根本没有发挥抑制信贷扩张的作用,而在取消了法定准备金制度之后,则不但大大简化了商业银行的储备管理行为,而且也使得中央银行可以更为精确地预测市场上的流动性供求状况。

(四)建立实时全额电子清算系统(Real-time Gross Settlement Systems)。实时全额电子清算系统(RTGSS)是中央银行采用利率走廊调控市场利率的重要技术保证,因为稳定市场利率需要中央银行能够精确预测并掌握市场上储备资金的供需状况,为此,中央银行必须强制金融机构在央行开设清算账户,而且规定金融机构之间所有的交易都必须通过统一的支付清算系统进行,也就是说,利率走廊对市场拆借利率的调控,需要以建立一个在中央银行控制下的全国统一的清算系统为前提,而先进的电子清算系统,会保证中央银行和金融机构能够实时、准确地了解清算账户的详细状况。

(五)提高中央银行的独立性、政策信誉度及透明度。一个具有独立性和透明度高、并且有良好信誉的中央银行,是货币政策操作效果的重要保证,在利率走廊调控模式下,引导公众预期是稳定市场利率的重要渠道之一,为此,中央银行需要增加货币政策的透明度、连续性及可信性,这样才能保证市场正确地理解货币当局的政策意图,并使得公众预期向有利于实现政策目标的方向发展,从而达到平抑市场利率波动的目的。

\* 本研究得到上海交通大学人文社会科学基金资助(04-05)。

注释:

①绘图数据来源为中国货币网:<http://www.chinamoney.com.cn/>。

- ②其中, BR 为中央银行贷款利率, DR 为准备金存款利率, TR 为目标拆借利率, OR 为市场实际拆借利率。资料来源为加拿大银行网站: [www.bankofcanada.ca/](http://www.bankofcanada.ca/)。
- ③绘图数据来源为中国货币网: <http://www.chinamoney.com.cn/>, 但由于绘图所用拆借利率已经过加权平均处理, 因此还无法完全真实地反映同业拆借利率水平的波动状况, 而实际上我国同业拆借利率在这一时期的波动要比图示更为剧烈。

**参考文献:**

- [1]戴根有. 中国中央银行公开市场业务操作实践和经验[J]. 金融研究, 2003, (1).
- [2]Craig Furfine. The Fed's new discount window and interbank borrowing[R]. Federal Reserve Bank of Chicago working paper, May, 2003: 2~18.
- [3]Craig Furfine. Standing facilities and interbank borrowing: Evidence from the Federal Reserve's New Discount Window[R]. Federal Reserve Bank of Chicago working paper, January, 2004: 3~27.
- [4]Daniel L. Thornton. The relationship between the Federal Funds Rate and the Fed's Federal Funds Rate Target: Is it open market or open mouth operations? [R] Working Paper, December 2000: 2~8.
- [5]Julius Moschitz. The determinants of the overnight interest rate in the Euro Area [R]. Job Market Paper, October 2003: 2~42.
- [6]Vitor Gaspar, Gabriel Perez-Quirós, Jorge Sicilia. The monetary policy decisions of the ECB and the money market[R]. BIS Paper, No. 12, 2001: 404.

## Interest Rate Corridor: The Intending Choice of Stabilizing Exchange Rate Mode in China

JIA De-kui, HU Hai-ou

(Antai School of Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

**Abstract:** For the volatility of overnight rate in interbank market, the central bank in China is inclined to achieve interest rate stabilization by controlling money supply. But the recent years' policy practice in western countries proves that influence can be imposed on reserve demand behaviour of financial institutions such as commercial banks through using interest rate corridor so as to lead market interest rate to approach the target of policy interest rate. Therefore, it's quite necessary for China to use this new idea of controlling interest rate for reference to establish a simpler, more transparent and more efficient framework of monetary policy implementation.

**Key Words:** open market operation; interest rate corridor; monetary policy; overnight rate