

□ 盛松成 王维强

## 我国金融宏观调控的改革和发展

近年来,随着社会主义市场经济体制的日益完善和金融体制改革的逐步深化,我国的金融宏观调控体系也发生了历史性的变化,原先在计划经济体制下的那种以指令性信贷计划和不变的利率为主要手段的直接调控方式越来越不能适应市场经济条件下进行宏观调控的需要。市场经济强调发挥市场在资源配置中的作用,政府只能通过经济的而不是行政的手段对经济进行间接的而不是直接的调控,作为政府实施宏观调控的主要执行者的中央银行,其相应的调控目标、机制、基本货币政策、监管方式等都要适应新形势的需要。

80年代,我国对宏观经济的调控还是以行政的计划的手段为主,这种直接的调控是服务于计划经济的,但是,到了90年代,随着市场经济体制的逐步确立,以直接手段为主的调控受到了严峻的挑战。90年代初,我国宏观经济正处于新一轮的高涨期,各地盲目加大投资力度,导致经济出现过热,宏观形势一度十分严峻:当时,由于大量资金涌向房地产行业,造成建材等生产资料价格上涨,同时,也由于忽视了农业的基础地位,对农业的投入减少,使得农副产品供不应求,拉动物价上涨,造成严重的通货膨胀。在金融领域里则表现为相当程度上的金融秩序混乱,各地乱集资、乱拆借、乱提高利率现象严重,造成了资金的无序流动,影响了部分金融机构的支付能力;同时,也使得社会信用急剧膨胀,货币供应量超常增多,信用风险日益增加。针对90年代初的经济过热,我国政府从1993年起开始了以抑制通货膨胀为首要任务,以适度从紧的货币政策及与其他政策相配套为主要手段的宏观经济调控。与80年代相比,这次的宏观调控有三个方面的变化:一是宏观调控目标由过去的以控制贷款规模和现金发行为主转变为以控制货币供应量为,二是宏观调控的工具由以直接控制工具为主逐步过渡到以间接控制工具为主,三是宏观调控中加强了金融监管的力度和加快了金融法制建设的步伐。

### 一、宏观经济调控目标的确立

关于宏观调控的最终目标,传统的提法是“稳定货币、发展经济”,1993年12月25日,国务院《关于金融体制改革的决定》首次明确将宏观调控的目标定为“保持货币稳定,并以此促进经济发展”,1995年3月15日,人大八届三次会议通过的《中华人民共和国中国人民银行法》又以法律的形式重申了这一提法,该法第三条明确规定:货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。与传统的提法相比,新提法强调了稳定币值的重要性,将保持币值稳定作为货币政策的首要任务,并阐明了稳定币值与经济增长的关系,指出保持币值的稳定是促进经济增长的前提和基础,而要保持经济增长又必须摒弃零通胀的方案,在适当增加投入的基

基础上保持经济的适度增长。这一目标是在对当时宏观经济形势进行分析、判断和总结历史经验,适应市场经济新形势的基础上提出的。

在当时通货膨胀严重、物价上涨幅度较大的情况下,人民银行把控制通货膨胀作为货币政策实施的出发点,提出通过实施适度从紧的货币政策控制总需求的过快增长。这一措施是合理的。后来,我国政府提出在整个“九五”期间都实行适度从紧的货币政策,这一政策是与央行的宏观调控目标相一致的,是宏观调控目标的具体表现形式。它包括以下三层含义:

1. 货币政策目标适当。即在制定货币政策目标时,既不过高也不过低,而是始终使物价的增长低于经济的增长。我国政府在制定“九五”规划时,提出在“九五”期间将物价水平保持在 $6\% \sim 7\%$ ,经济增长水平保持在 $8\% \sim 9\%$ 。这个目标是适当的。

2. 货币供应量适量。在“九五”规划中,央行将 $M_1$ 的年均增长率定为 $18\%$ 左右, $M_2$ 的年均增长率定为 $23\%$ 左右,这一目标与年均经济增长目标 $8\%$ 和物价增长目标 $6\%$ 之和相比,尚有 $4\%$ 的余地,这说明央行的货币供应量目标是适度的。

3. 货币政策工具间接化。执行适度从紧的货币政策,要求央行加大推进金融宏观调控改革的力度,逐步改革货币政策手段,运用利率、公开市场操作、准备金率、央行再贷款等间接的、经济的政策工具来调节货币供应量,达到央行的宏观调控目标。

## 二、中央银行货币政策的实施

### 1. 货币政策中介目标的转变

货币政策的中介目标应该是能够代表和反映社会总需求变化的指标。在1984年人民银行行使中央银行职能之前,是以信贷规模(贷款限额)和现金发行量( $M_0$ )作为货币政策中介目标的,其间还用过信贷差额。1984年以后,央行对金融机构的再贷款被纳入货币政策中介目标。1993年,国务院《关于金融体制改革的决定》将“货币供应量、信用总量、同业拆借利率和银行备付金率”作为货币政策的中介目标。1994年第3季度,人民银行开始向社会按季度公布货币供应量。次年,人行开始尝试将 $M_1$ 、 $M_2$ 作为中介目标,并于1996年正式把 $M_1$ 、 $M_2$ 作为货币政策的中介目标的组成部分。从上述中介目标的变化可以看出我国经济体制的变迁,在过去单一的银行体制下,信贷管理高度集中统一,金融工具和金融资产结构单一,对货币供应量的创造几乎全部依靠银行贷款,国家银行贷款总量与货币供应量接近,因而,控制了国家银行的贷款规模也就基本控制了社会总需求。在那时,以贷款规模作为中介目标是合适的。但是,随着我国经济体制的变迁,贷款规模的局限性日益明显,表现在:一是随着股份制商业银行等新兴金融机构的兴起,贷款规模管理的范围只包括了四大商业银行的新增贷款,而对其他商业银行和城乡信用合作社,以及变相办理存贷款业务的信托投资公司的信贷活动难以管理,也就是说,贷款规模所管理的不再是贷款的全部,控制了贷款规模不意味着就控制了全社会贷款规模的增长。二是随着我国银行的资产结构向多元化方向的发展,贷款在银行资产中的比重相对下降,其他资产业务,主要是外汇占款和银行对财政净债权所创造的货币增多,单单控制贷款规模难以控制全社会货币供应量的变化。从贷款规模对货币供应量的形成和创造的贡献度来看,1986年国家银行规模管理的贷款对广义货币 $M_2$ 增长的贡献度是 $110.1\%$ ,1989年为 $100.4\%$ ,1990为 $82.3\%$ ,1995年为 $49.6\%$ ,这表明贷款规模管理的作用已经越来越小。形势的发展要求央行寻求新的足以代表社会总需求变化的货币政策中介目标。正是在这种情况下,央行经过长期的探索,建立了能够预示社会总需求变化的货币供应量统计制度,正式将货币供

供应量定为货币政策中介目标。之所以选择货币供应量,是因为货币供应量是由流通中的现金和企事业单位在银行的存款构成的,作为流通手段和支付手段,其与商品和劳务相对应,目前我国货币供应量的变动基本能够代表社会总需求的变化。其中,广义货币  $M_2$  的变化代表社会总需求的变化,反映总需求的中长期变化趋势;狭义货币  $M_1$  是货币供应量中最活跃的部分,它代表全社会的即期需求,反映短期经济运行状况。以货币供应量作为货币政策的中介目标,是我国金融宏观调控体系由以直接控制为主向以间接调控为主转变的重要举措和标志。

货币供应量是分层次核算的。根据国际通用的按货币流动性强弱进行划分的原则,结合我国的国情,把货币供应量划分为四个层次: $M_0$ :流通中的现金; $M_1$ : $M_0$ +企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款; $M_2$ : $M_1$ +城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款; $M_3$ : $M_2$ +金融债券+商业票据+大额可转让定期存单等。

了解央行对货币供应量的调控过程可以从分析央行的资产负债结构入手。我国中央银行的主要资产构成是:对金融机构(主要是商业银行)的再贷款,财政净借款(财政透支及借款减财政存款),黄金及外汇借款,人民银行的各项其他贷款。随着我国金融、财政体制改革的不断深化,财政净借款及其他贷款将很少发生,对央行资产起主要作用的是对金融机构的再贷款、再贴现商业票据、开展公开市场业务后主动买进的政府债券及黄金外汇占款。主要负债是其向市场提供的基础货币,包括流通中的现金、法定存款准备、超额准备及一般存款。中央银行本身的特点决定了其可以通过变动自身的资产、利率及准备金率水平等方法,影响其主要负债——基础货币。而基础货币的供应对整个社会货币供应量的变动起着决定性的作用。央行可以通过调节基础货币的供应,影响存款银行及其他社会经济主体的经济行为,调控社会货币供应量。其作用过程是:货币供应量等于基础货币与货币乘数的乘积,货币乘数是由法定存款准备金率、超额储备率、现金漏损率、活期存款占存款的比率等共同决定的。其中,现金漏损率、活期存款占存款的比例是由金融机构的技术装备水平、企业、居民、个人的行为决定的。超额储备率是由商业银行等金融机构的行为决定的,而中央银行所制定的法定存款准备金率、再贴现率、基本利率以及央行的公开市场操作等都会影响金融机构的行为,一般来说,法定存款准备金率、超额储备率越高,活期存款占存款的比率越高,货币乘数越小;现金漏损则等于直接增加等量基础货币。在我国近年的宏观调控中,对货币供应量的调控已经转向以控制基础货币为主,并取得了极大的成功,如1994年外汇体制改革以后,针对当时外汇占款增加较多的情况,央行为了控制货币供应量的增加,采取了资产“对冲”操作,即减少或回收对金融机构贷款的方法控制基础货币增量,在资产“对冲”仍不能抑制货币过快增长时,又通过负债业务,发行中央银行融资券和对某些金融机构发行特种存款进行对冲,有效控制了基础货币的增长。与此同时,央行引进了再贴现政策工具,试行公开市场业务政策。目前,在我国,通过调控基础货币间接调控货币供应量的格局已基本形成。

## 2. 货币政策工具的转变

与以贷款规模和现金发行作为央行货币政策的中介目标相适应,在货币政策工具的使用方面,传统的宏观调控做法是,对贷款规模和现金发行实行严格的指令性管理。随着我国经济体制的变迁,这一做法越来越不能适应宏观调控的要求,特别是进入90年代以来,问题更加严峻。于是,从1993年开始,央行便着手进行货币政策工具的改革,以寻求通过控制基础货币调控货币总量的有效途径。

### (1) 信贷规模的取消

将信贷规模作为货币政策工具的理论基础是“贷款=存款+现金”，货币都是贷款供应的，只要控制住贷款，就能控制住货币供应量。改革开放前30年的实践，证明了这种理论是正确的。之所以如此，原因在于，1979年以前我国经济尚属于封闭式的，国际收支变动对货币供应量的影响甚微；国内在财政预算管理方面长期实行“收支平衡，略有节余”的方针，财政部门的净储蓄抵销了贷款供应货币的相当部分；加之，在信贷管理上长期实行“统存统贷”的政策，国有银行垄断金融，使贷款成为银行信贷资产的唯一形式，除了贷款之外，几乎没有其他渠道供应货币，这样，控制住了贷款就相当于控制住了货币。

改革开放以来，随着我国经济的日益开放和经济结构多元化进程的加快，我国的国际收支状况对经济的影响越来越大，金融机构的数量和种类越来越多，金融资产越来越呈现出多元化的倾向。国家银行增加的贷款在新增贷款总额中所占的比重也越来越低，从1980年的91.6%下降到1990年的82%，到1995年又进一步下降为70.3%。这意味着，光控制贷款规模已经不足以控制货币供应量了。到了1993年的下半年，由于一系列改革措施的出台，使人民银行初步具备了根据货币政策需要调控基础货币的能力。

一是从1993年下半年起，人民银行将再贷款权收归总行，并将再贷款的实施对象改由人民银行总行直接贷给商业银行总行，从而基本取消了地方政府对人民银行基础货币投放的压力。同时，也强化了商业银行总行统一调度资金的权力，明确指出各商业银行实行总行一级法人制度，这样，总行对系统内各分支机构的控制能力和抵御地方政府干预的能力大大加强了。

二是在1994年，先后成立了3家政策性银行，即国家开发银行、农业发展银行、中国进出口银行，并开始发行金融债券。3家银行的成立基本上将除了农副产品收购之外的各种政策性贷款需求与基础货币供给相脱钩。

三是从1994年起人民银行发布了对商业银行等金融机构实行资产负债比例管理的一系列考核办法。资产负债比例管理和风险控制开始在商业银行中试行，商业性金融机构信贷扩张约束机制开始形成。

在上述改革措施实施的基础上，人民银行从1998年1月1日起取消了对国有商业银行的贷款限额控制，改为对商业银行实行贷款增加量管理，不再下达指令性计划，改为指导性计划，在逐步推行资产负债比例管理和风险管理的基础上，实行“计划指导，自求平衡，比例管理，间接调控”的信贷资金管理体制，从而实现了货币信贷总量由直接控制向间接调控的转变。

### (2) 准备金政策的变革

存款准备金要求作为一项制度，是在中央银行体制下建立起来的，建立存款准备金制度的初始意义在于保证商业银行的支付和资金清算的需要，世界上最早以法律形式规定商业银行向中央银行缴存准备金的国家是美国，早在1913年，“美联储”就在其颁布的联邦储备条例中作出了缴存存款准备金的规定。之后，历经演变，存款准备金制度才成为宏观调控的货币政策工具。存款准备金制度作为货币政策工具，其调节货币供应量的作用表现在，通过变动存款准备金率，可以影响货币乘数，进而影响货币供应量和社会信用总量。

我国是在1984年开始建立存款准备金制度的。与西方国家相比，我国的存款准备金制度还很不完善，较具中国特色，主要表现在：一是在存款准备金的计算方法上，有的国家以存款余额为计提基础，有的国家以一段时间内的平均存款余额为计提基础，后一种方法比较科学。由于受条件所限，目前我国只采取前一种方法。二是在所提准备金的核算上，我国是以存款准备

金计提期的最后一天的余额为标准核算的,这样只能反映某一时点准备金余额,而不能反映准备金计提期内的平均准备金余额。三是在准备金的构成上,国外多数国家是由商业银行的库存现金和在央行存款构成的,而我国的存款准备金则是分为准备金帐户和备付金帐户的。四是我国央行对准备金存款是付息的,并且利率较高,而西方国家大都对商业银行的准备金存款不支付利息。

从准备金率的水平来看,我国央行制定的准备金率也是很高的。在央行制定存款准备金政策之初,为加强央行的结构调整力度,确定了较高的准备金率。当时,央行按存款种类核定工商银行、农业银行、中国银行的缴存比例为,企业存款 20%,储蓄存款 40%,农村存款 25%,1985年,针对当时法定存款准备金率偏高(1984年末,工、农、中 3家银行各项一般存款的平均缴存比例为 25.7%),超过了各银行的承受能力的情况,为促进各大银行自求资金平衡,减少央行再贷款的过度投放,央行对存款准备金率作了第一次调整,将工、农、中 3家银行按存款种类核定的准备金率一律调整为 10%。其后,央行又分别于 1987年第 4季度和 1988年 9月将存款准备金率上调为 12%和 13%,这两次调整都是针对当时宏观经济过热、货币投放过多、物价上涨幅度较大的情况而作出的,并收到了一定的效果,但考虑到调整存款准备金率对商业银行的影响比较剧烈,且央行对各商业银行发放大量再贷款影响了准备金政策调节货币供应量的功效,从 1989年至 1998年 3月,央行在长达 9年的时间内没有再调整过准备金率。

由于我国商业银行的法定准备金已全部用于再贷款,不能用于商业银行的日常资金清算,1985年以后,人民银行规定各国有商业银行和其他金融机构都要在人民银行设立备付金帐户,以保证存款支付和资金清算。1989年,针对当时各国有商业银行普遍存在备付金率过低,支付出现困难,一些商业银行总行和分支机构在人民银行出现透支的情况,人民银行对备付金率作出了具体的规定,要求各商业银行的备付金水平应占其各项存款的 5%~7%。

从以上介绍来看,我国的存款准备金制度是很不完善的。首先,它算不上是真正的货币政策工具。我国建立存款准备金制度的初衷是为了平衡中央银行信贷收支,弥补由于大量发放再贷款而造成的资金短缺,而不是将其作为货币政策工具来运作的。一方面是通过高的存款准备金率(法定存款准备金率加备付金率之和超过 20%)使得各商业银行在中央银行保持大量的储备;另一方面,中央银行为解决结构调整所需资金,又通过再贷款的形式将大量资金回流到商业银行,这在一定程度上抵销了存款准备金率变动对货币乘数的影响,削弱了其对于货币供应量的调控功能。其次,法定存款准备金不能用于清算支付,使得商业银行必须在央行保持大量的备付金存款,增大了商业银行的经营成本;同时,中央银行又要为商业银行的准备金存款和备付金存款支付大量的利息,加重了央行的利息负担。再次,央行虽然规定了一定的备付金率,但在实际操作中约束性不强,波动较大,影响货币乘数的稳定,使央行通过控制基础货币来调控社会货币供应总量的传导机制难以发挥明显的作用。此外,在准备金的计提、缴存方式,准备金计算期的确定等方面,我国的存款准备金制度都存在一些缺陷,有待于进一步改进提高。

针对我国存款准备金制度存在的各种问题和当前宏观经济调控的需要,为了更好地发挥存款准备金政策的作用,实现央行金融宏观调控由直接向间接的转变,1998年 3月 21日,央行对存款准备金制度进行了改革,其主要内容是:将现行的各金融机构法定存款准备金帐户和备付金存款帐户合并为存款准备金帐户,结束了“两户并行”的局面;降低了法定存款准备金率,由现行的 13%下调为 8%,同时降低了央行对金融机构的存款利率,由现行的存款准备金利率 7.56%和备付金利率 7.02%统一降为 5.22%。这次改革是央行改进金融宏观调控的重

大举措,也是一项通过改革存款准备金制度,调节货币供应量,以实现1998年经济增长目标的重要措施(随着1998年3月21日以后的两次降息,准备金存款利率又作了下调,12月7日开始为3.24%)。

这次存款准备金制度的改革是在我国经济成功实现软着陆,国民经济正沿着“高增长,低通胀”的良性轨道运行的宏观背景下进行的。近年来,为保证国民经济的健康稳定的增长,我国在制定国民经济“九五”计划和2000年远景规划时,明确提出我国在整个“九五”期间都要实行适度从紧的货币政策。这次央行下调准备金率就是运用货币政策工具对宏观经济进行的微调,并没有改变央行适度从紧的货币政策。其次,从政策措施来看,为削弱由于下调准备金率给商业银行带来的信贷扩张能力,中央银行同时采取了对冲操作手段。一是收回了商业银行向央行的再贷款,限制了金融机构的信贷扩张能力。二是发行了2700亿元特别国债,这些国债定向向四大国有商业银行发行,用以补充四大银行的资本金,使其达到8%的最低资本金要求。当四大银行用自己的存款和下调准备金回流到商业银行的资金购买国债时,其信贷扩张能力就会减弱。而且,就那些商业银行自身而言,在商业银行普遍实行资产负债比例管理和风险意识日益加强的今天,那种不计成本、不计效益、不顾投资后果的盲目冲动投入和扩张机制已经不复存在。所以,这次准备金制度的改革应该说是非常成功的,央行能够在既不改变既定的适度从紧的货币政策,又能达到宏观调控目标,适当刺激国内需求,拉动经济增长,这本身就说明央行进行金融宏观调控能力的增强,说明我国以间接调控为主的宏观调控体系已经初具规模。

### (3) 利率政策的变革

我国央行将利率作为一种货币信贷政策工具使用,始于1986年。当时的中央银行利率体系由存款准备金利率、备付金存款利率、再贷款利率、再贴现利率组成的。其中,准备金存款、备付金存款和再贷款利率水平的制定主要从利益的角度考虑,遵循以下原则:即各商业银行向央行的存款利率应略高于商业银行吸收存款的平均利率,央行对商业银行的计划内再贷款利率略高于商业银行吸收存款的平均利率,计划外再贷款利率略低于商业银行吸收存款的平均利率;再贴现利率低于再贷款利率。1987年,根据中国人民银行下发的《关于中国人民银行对专业银行贷款利率有关事项的通知》对再贷款利率不再按计划内外划分,统一按9%的利率水平执行。1993年,央行再次修订了这一办法,改为按期限长短划分档次,实行期限利率,并规定再贷款利率的期限不得超过1年。这几种利率种类和利率水平的确立,初步构筑了中央银行的利率体系。其后,随着金融体制改革的日益深化,央行的利率体系也作了一些补充和修改,如为适应货币政策的需要,央行推出融资券和特种存款,规定了融资券、特种存款利率,规定了保险公司存入人行的保险总准备金和未到期责任准备金及财产保险金利率,以及专项贷款利率、邮储转存款利率等,这些利率种类和档次的确立,进一步完善了我国央行的利率体系。

由于我国经济体制正处于转轨时期,作为央行货币政策工具的利率也不可避免地打上了计划经济的烙印,央行的利率体系还存在着不少问题,这些问题的存在严重削弱了利率作为货币政策工具在宏观调控中的作用,表现在:一是央行利率水平的确定不是根据货币信贷市场的松紧,由市场供求决定,而是着重于利益的调整。我国央行最初确定准备金、备付金利率和再贷款利率时,其政策目标是鼓励专业银行将暂时不用的资金存入中央银行,同时运用央行再贷款利率对贷款规模进行控制,促使专业银行尽量运用自身吸收的存款发放贷款。但是实际的结果是,在准备金存款和备付金存款增长的同时,央行再贷款也大幅增长,1995年各金融机构的两金存款总计为8937亿元,而同期再贷款达11628亿元。这说明央行的利率水平不合理,利率调

整达不到预期目的。二是央行利率的政策导向作用小。根据我国利率管理暂行规定,央行对专业银行和其他金融机构的存贷款利率是基准利率,是央行利率体系的核心,应起到引导和调节社会利率水平的作用。但是,在现行利率管理体制下,央行不仅制定基准利率,而且制定社会存贷利率,在我国,几乎所有的利率,包括存贷利率水平、利率种类和利率档次都由人民银行统一管理和制定,央行利率作为基准利率,难以发挥其应有的导向和调节作用。三是准备金和备付金利率水平过高,使得商业银行大量的资金存入央行,商业银行可用资金减少。在国外,央行一般不对准备金付息或很少付息,不付息或少付息,可以鼓励商业银行放贷,同时,由于央行对商业银行的利息支付实际上相当于基础货币投放,不付息或少付息有利于控制基础货币和货币乘数。此外,再贷款的利率水平过低使得商业银行在资金上过分依赖央行。

针对我国利率体系存在的问题,央行从90年代起,陆续采取措施对利率体系作了一些调整,并且在宏观调控过程中明显地加大了对利率的调整力度。从1996年起,央行先后6次降低了存贷款利率,其频率之高,力度之大,影响面之广,均是前所未有的,这表明利率作为宏观调控工具,正发挥着越来越重要的作用。这6次降息尽管调整的方式都是向下的,但每一次降息都是针对当时不同的宏观环境而展开的。如1996年的两次降息是在1995年国家宏观调控取得明显成效,物价大幅下降,实际利率水平较高,导致货币流动性减弱,资金面偏紧的情况下,为增加货币供应量,调整货币结构而采取的调整策略;1997年的第三次降息是在国内买方市场形成,物价持续回落,国内需求不振的情况下,为实现稳中求进的经济目标,在总量从紧的前提下,对经济进行结构调整而采取的措施;1998年的3次降息则是为了确保经济增长目标的实现,支持国内投融资体制、社会保障体制、住房体制改革的顺利展开,刺激国内需求,消除东南亚金融危机对我国的影响而进行的宏观经济调控的一部分。从这6次降息的实施过程来看,我国央行体现了较高的宏观调控水准,表现在:一是在利率调整中,市场决定的因素在不断增加。这6次降息都是在市场物价回落,以及货币资金供应偏紧的情况下进行的,这与市场化利率体系下利率决定因素主要应由物价水平和金融市场资金供求状况决定的原则相一致,为我国最终实现利率市场化改革奠定了一定的基础。二是这6次利率调整是与其他货币政策同时出台的,确保了利率调整的政策效果。三是这6次调整的方式多样化,更注重了对存贷款流动性的调整。这6次调整,既有所有档次利率的调整,又有局部档次利率的调整,又有存款准备金利率和再贷款利率的调整;并且这几次调整,基本上定期存款利率下降幅度大于活期存款利率的下降幅度,这种分档次、不同力度的调整,有利于增加货币流动性,调节资金流向,满足生产和交易的资金需求。对再贷款和准备金利率的调整则进一步理顺了央行利率体系。总的来看,这几次利率调整时,央行不仅注重了利率调整对经济运行带来的实际影响,而且更加注重利率本身作为价格信号在调整过程中所表达出来的各种信息。这样既能表达央行的宏观政策意向,又使经济主体能产生合理的经济预期。此外,对再贷款和准备金利率的调整则进一步理顺了央行利率体系,理顺了中央银行和商业银行的利率关系,促使商业银行下调了内部资金往来利率,改变了商业银行内部上存、下贷利率高于基层行对社会办理存贷款利率的格局,消除了资金从基层行向总行倒流,再向央行倒流的机制,使利率体系更趋合理化。

#### (4)再贴现业务和公开市场业务的开展

我国人民银行再贴现是从1994年11月正式开办的。目前,央行用于再贴现的余额偏少,比例偏低,与其作为宏观调控政策工具的地位极不相称。造成这种现象的主要原因在于:我国银行结算工具票据化的程度比较低,银行票据保有量偏少,难以形成再贴现所需的票据量。企

业金融意识淡薄,不会运用各种商业票据进行结算,部分企业的信用观念差,企业间相互拖欠现象严重,商业银行由于缺乏良好的信用环境,不能大胆地运用票据承兑手段,从而限制了贴现与再贴现业务的发展;此外,对贴现和再贴现业务范围的限制也使得票据业务难以普遍开展。我国在推行再贴现业务之初,曾明确规定其应用范围为五行业 and 四品种,这虽然对优化信贷结构、保证重点资金需求起了重要作用,但不利于票据业务的开展。

为了扩大再贴现政策的作用,今后我国央行应加大对再贴现业务的拓展。首先,应当以《票据法》的颁布实施为契机,积极推广和普及商业承兑汇票的承兑、贴现和再贴现,取消对再贴现范围的限制,扩大再贴现业务的适用范围,为再贴现政策的开展创造条件。其次,应当取消对再贴现额度的限制,只要在申请贴现时商业银行以真实合法的商品交易为基础,能提交合格的商品交易合同和增值税发票复印件就必须保证其能通过贴现融通资金,而不再给以规模限制。再次,应降低再贴现利率与央行再贷款利率的差距,1987年央行规定再贴现利率按同档次再贷款利率的0.36%执行,这一利率差距过大,不能吸引商业银行积极向央行再贴现。今后,应进一步降低再贴现率,扩大商业银行办理贴现和再贴现的利差,以利益驱动促进票据业务的发展。据分析,按我国经济结构对贷款的需求,只有再贴现占央行资产运用的30%以上时,再贴现利率才能成为央行的基准利率,再贴现利率的变化才能成为央行货币政策的强有力工具。

公开市场业务操作是指央行在金融市场上买卖有价证券(主要是政府短期债券)的活动,它是央行吞吐基础货币、调节各金融机构超额储备的一种货币政策工具。在我国,公开市场业务与再贴现业务一样,也是一项“年轻”的货币政策工具。与西方国家不同,我国的公开市场操作不是一开始就以单一的政府债券为交易工具的,而是以外汇和国债同时作为交易工具。我国央行首次进行的公开市场操作是1994年的外汇公开市场操作,当时,受结售汇规定的影响,央行大量买入外汇,投放基础货币。其后,又于1995年进行了以融资券为工具的公开市场操作。直到1996年4月9日,央行才进行了以国债为交易工具的公开市场操作,当日央行回购短期国债2.9亿元,这标志着我国央行开始全面运用公开市场业务工具进行间接调控。我国之所以采用外汇和国债作为操作工具,主要是考虑到我国的具体情况,我国在1994年外汇体制改革以后,基本实现了以市场供求为基础、单一的有管理的浮动汇率制,建立了全国银行间的外汇交易市场,这些为外汇成为交易工具奠定了基础;重要的是,我国人民币汇率没有实现自由兑换,央行通过在银行间外汇市场买卖外汇同样可以达到吞吐基础货币的作用。对国债而言,由于我国目前国债发行的市场化程度明显提高,国债的发行方式日益多样化,期限由长期向短期转变,加之一级自营商和国债一级市场的形成,更使国债作为交易工具的条件成熟了。

---

#### 主要参考文献:

1. 中国人民银行货币政策司:《转轨时期的货币政策》,警官教育出版社1998年版。
2. 盛松成:《货币供给的理论与实践》,中国金融出版社1994年版。
3. 中国人民银行计划资金司:《金融·现代企业制度——政策与法规》,西南财经大学出版社1995年版。
4. 张新泽等:《1993年以来金融宏观调控经验和存在问题》,《金融研究》1997年第5期。

(盛松成系中国人民银行上海市分行金融研究所教授;王维强:上海浦东发展银行。单位邮编为200120)