

中国经济市场化进程中的 的货币政策工具变革

冷国邦

一、货币政策工具变革的一般理论

1. 直接和间接货币政策工具

在实施货币政策的过程中,中央银行有两类工具可供选择:直接货币政策工具和间接货币政策工具。直接货币政策工具意味着中央银行直接运用控制权力,通过行政的或计划的形式直接对目标变量进行控制,这里“直接”的词义是指政策工具(如信贷管制)与政策目标(如国内信贷)之间的直接对应关系,直接货币政策工具一般包括利率管制、对银行的信贷限额管理、法定流动性比率、委托贷款和对商业银行再贴现限额等。间接货币政策工具意味着中央银行运用其货币发行者的地位对货币市场实施间接的影响,即通过中央银行的资产负债状况间接调节目标变量,它是以市场为基础的工具,一般包括存款准备金制度、再贴现窗口、公开市场业务、伦巴德窗口或透支窗口、公共部门存款、信贷拍卖等。从理论上讲,直接与间接货币政策工具的区别主要在于:(1)直接工具通过规定来建立或限制价格(利率)或数量(信贷量);而间接工具则通过市场来影响基本供求状况。(2)信贷控制这种直接工具的主要目标是商业银行的资产负债状况;而多数间接工具的目标则是中央银行的资产负债状况。

2. 货币政策工具选择的一般标准

从理论上讲,无论是直接货币政策工具,或是间接货币政策工具,都有技术设计上的优点与缺点,在操作运用时都面临着一些问题。从现实来看,国与国之间由于在结构性和宏观经济方面的因素上存在着很大差异,从而它们在货币政策工具的选择上也有着明显的区别,即各国确定货币政策工具的标准是有所不同的。当然这并不否认存在共同的标准,这些共同的标准包括:(1)满足货币当局调节其希望调节的变量的程度;(2)对资源配置的影响;(3)对一国金融业发展和稳定的影响;(4)能否处理个别银行所遇到的危机。一般来说,中央银行是同时运用几种货币政策工具来达到上述各项标准,这就要求中央银行能协调各种货币政策工具的使用力度进而影响到社会总的流动性。

3. 货币政策工具变革的一般规律

金融理论和经济发展的一般规律告诉我们,尚未进入工业化和市场化阶段的国家或处于工业化和市场化初期阶段的国家,由于大都采取金融抑制的宏观经济政策,金融深化特征十

分突出,货币领域对经济价格信号的作用较弱,这时大都采取直接货币政策工具或货币政策工具的行政控制色彩较浓。随着经济发展,特别是工业化和市场化进程的深入,金融领域内的金融管制放松、金融自由化和金融创新的趋势影响越来越大,一国经济的开放度和各国经济间的相互依存度愈来愈高。此时,直接货币政策工具由于导致了低效率和金融“脱媒”现象,越来越不能发挥作用。这时,引入并依靠市场化的间接货币政策工具不仅是中央银行对金融形势变化的对策,也是在直接货币政策工具越来越失去效力情况下的一种必然的调整。但是,直接货币政策工具在新的环境下也并不是完全失去了存在的基础,运用间接货币政策工具技术上和协调上的内在复杂性,要求直接工具在某一时期或某一领域仍有作为“一揽子工具”中的辅助性工具的必要,只是须从技术设计和运用的技巧等方面进行一定的变革,这丝毫不会影响间接货币政策工具作为主要政策工具的发挥。总之,货币政策工具的变革是与一国经济的市场化进程密切相关的,随着经济市场化程度的提高,从直接货币政策工具向市场化的间接货币政策工具的变革则是一般的趋势和规律。

二、中国经济市场化进程中的货币 政策转变与货币政策工具变革

1. 货币政策转变的理论分析和实证研究

中央银行执掌的货币政策在理论上可分为两类:权衡性货币政策和规则性货币政策。主张权衡性货币政策者认为,货币因素对经济运行和宏观稳定具有重要影响,中央银行在货币政策执掌上应逆经济风向行事,依靠主动操作实现对经济的微调,从而抵消经济的波动和为经济运行提供一个稳定的环境,即认为货币政策应当是相机抉择型的。主张规则性货币政策者则认为,货币数量对经济增长和物价水平有重要影响,但这种影响由于易产生“时间不一致性”,从而难以理解和把握,而且从长期来看,经济增长是由真实因素决定的,货币需求函数也是稳定的,所以中央银行的货币政策在执掌上应遵循“简单规则”,即认为货币供应量应保持一个固定的增长比率,而对货币供应量的调节则属于一种间接总量控制。这两种理论都简单化了,具有不合理性:(1)货币政策的制定和执行不可能没有一个规律或规则,比如,构成货币政策最终目标的货币稳定问题就是中央银行货币政策的总规则,它作为现代中央银行制度的基础是始终不可动摇的。(2)在稳定货币的总规则指导下,中央银

行的日常操作又必须根据具体的经济形势的要求而相机抉择,以实现经济运行的积极性微调,使货币在经济良性运行的基础上实现稳定,而不是“以不变应万变”的呆板做法。因此,权衡与规则总是相对而言的,在总规则的框架内进行主动而积极的相机抉择可能是中央银行货币政策执掌的理性选择。

从实践上分析经济发达国家货币政策实践对中国货币政策的转变是具有借鉴意义的。从50年代至60年代末,发达国家大都采用权衡性货币政策作为货币当局的操作选择,货币当局可以追求双重的目标,即在实现经济增长的同时抑制通货膨胀,并根据当前经济运行的实际情况作出以反经济周期为特征的动态性决策,以促进宏观经济达到长期均衡状态。在70~80年代,发达国家受货币主义学说与世界性通货膨胀和经济衰退并存的影响,大都转而采用规则性货币政策,货币当局通过运用间接性的货币政策工具,达到预定的与最终目标相联系的中介目标,从而在反通货膨胀方面取得了相当的成功。80年代下半期以来,由于金融自由化、金融创新和市场一体化的发展,作为中介目标的货币供应量与作为最终目标的宏观经济变量之间的关系趋于弱化,发达国家货币当局货币政策执掌的趋势是更多地采用权衡性与规则性货币政策的混合体。

2. 中国货币政策的转变与货币政策工具变革

1993年党的十四届三中全会以前,中国货币政策的基本特征在于,中央银行通过综合信贷计划规定银行的信用规模,并控制反映银行与客户信用关系的存贷款利率,从而达到严格控制银行资产负债表中的资产项目的目的。这一政策安排的最大缺陷之一,是对中央银行的主要资产没有任何明确的质量与数量上的规定,往往是根据短期需求和特定项目安排。中央银行的主要功能是执行作为政府经济增长计划派生物的信贷计划,其目标是多重的,缺乏在市场经济条件下发挥包括“反周期”在内的调节与稳定作用的货币政策工具,货币政策受到政治与社会因素的严重影响,中央银行的货币政策表现为一种随机性的货币政策。这种随机性的货币政策在实践中使得中央银行处于两难地位:它一方面要推行促成雄心勃勃的经济增长目标的货币政策,另一方面又不得不在相当程度上承担对宏观经济不稳定与价格水平上涨的调控责任。

在中国向市场经济转变的过程中,一个相对独立并有较高操作技术水平的中央银行以及由其参与制定与实施的货币政策,对于保持宏观经济稳定,促进金融体制完善具有关键性作用。经过10多年来的探索,中国经济改革的决策层终于在货币政策方面作出了重大转变的决定:1993年,《国务院关于金融体制改革的决定》把我国货币政策的最终目标确定为“保持货币的稳定,并以此促进经济增长”,从而对多年来“稳定货币,发展经济”的双重目标作出了重大的改革。此后,1995年3月通过的《中华人民共和国中国人民银行法》又为中国人民银行按照这一目标制定和实施货币政策提供了法律基础。这种转变是由随机性货币政策向近似的规则性货币政策的转变。

现代金融理论、发达国家的经验和中国现状已显示了我国货币政策改革的可能性,以信贷规模管理作为中介目标的失效则充分说明了货币政策变革的必要性。在现阶段,实证研究表明,货币变量包含了宏观经济波动的有效信息,那么货币政策由直接的信用控制转变为间接的货币总量管理则是中国金融体制改革的内在逻辑的必然选择。

货币总量控制属于间接型的货币管理方式,它要求中央银行放弃直接干预银行的资产项目,而将注意力集中于调节中央银行本身的资产负债上,即通过中央银行资产负债表的变动来间接影响银行的流动性,从而达到调节社会总需求的目的。结合本文前面论述的货币政策工具的一般理论不难看出,只有采取市场化的间接货币政策工具才能使货币总量控制的基本机制得以正常运转。

综上所述,货币政策工具理论和我国货币政策转变的实践表明,我国货币政策工具从直接向间接的变革是我国经济市场化进程中合乎理论与实践的选择。这一变革提供了这样的契机:基础货币供给将由“全民所有制”不同单位的内部分配转化为不同利益主体的外部契约行为,这不仅会硬化中央银行对银行系统的约束机制,而且会成为为货币当局提供抵御政治压力的技术保护。

三、中国货币政策工具变革跟踪研究

1. 中国货币政策工具变革的现状

中国货币政策工具变革的含义是指:随着中国经济改革进程的深入和市场化程度的提高,一方面,直接货币政策工具在演变,在原有调控作用弱化的同时,不得不作出必要的修正与改革;另一方面,市场化的间接货币政策工具也开始引入,但由于中国客观历史条件和经济条件的限制,为了适应中国的国情也需作出必要的调整,变革的趋势是从直接货币政策工具转向间接货币政策工具。

目前,中国货币政策工具变革方案的设计是带有一定的过渡性特点的。《国务院关于金融体制改革的决定》规定我国的货币政策工具是:法定存款准备金率、中央银行贷款、再贴现率、公开市场操作、中央银行外汇操作、贷款限额、中央银行存贷款利率。其中既有被各国中央银行普遍运用的公开市场业务等间接货币政策工具,也有带有过渡特点的贷款限额等直接货币政策工具,这种过渡性的政策安排在《中国人民银行法》中弱化了,该法规定贷款限额不再作为法定的政策工具而存在,至多可作为“国务院规定的其它货币政策工具”在某些特定时期被使用。

改革方案中的货币政策工具,有的早已运用,但很不规范,带有浓厚的行政色彩;有的原来没有运用过,则面临着如何引进的问题。中央银行货币政策工具变革首先是对原有货币政策工具进行改进。(1)在外汇操作方面改变了汇率稳定的单一目标,在外汇政策和人民币政策的内外平衡方面改革进一步深化。(2)改进了中央银行的贷款利率操作,不仅把调整对商业银行的利率和调整商业银行的利率区分开来,而且采用了经常性小幅度调整的办法,增强了灵活性。(3)对国有商业银行贷款增加量的管理,取消了指令性计划,改为指导性计划,逐步推行资产负债比例管理和风险管理。在改革上述货币政策工具的同时,中国人民银行还引进了两项间接货币政策工具:公开市场业务和再贴现率。1994年成立了中国人民银行公开市场操作室,1994年4月开始在全国联网的银行间外汇市场进行以稳定汇率为目的的公开市场操作,1996年4月9日中央银行开始正式启动公开市场业务。目前,中国公开市场业务的参与者仅限于商业银行,工具是财政部发行的短期国债和中央银行债务,交易方式是回购协议式。1996年《中华人民共和国票据法》的实

施,为票据业务提供了法律依据和基本准绳;1997年3月,中国人民银行在总行一级为商业银行总行开设再贴现窗口,进一步完善了中央银行的再贴现体系。

2. 中国货币政策工具变革中存在的问题

从整个中央政府的宏观经济政策来看,我国目前实际上还把货币政策视同为结构调整政策,因此与结构调整的目标相适应,不仅保持了一定数量的直接货币政策工具,而且也使得一些间接货币政策工具扭曲变形。目前,在我国货币政策工具体系中,直接控制型的货币政策工具仍占较大比重;间接货币政策工具带有一定的行政色彩,市场化程度不高,随机性强;各种货币政策工具之间的配合不协调,它们之间在运用上还存在着碰撞与冲击。

就间接货币政策工具在我国的运用而言,也存在着一些问题:(1)存款准备金率。由于结构调整的目的,中央银行一方面采取了很高的存款准备金率,将商业银行的大量资金集中于中央银行,另一方面又向国有商业银行进行大量不合理的贷款。这种政策安排的最大缺陷在于:一方面商业银行以更多的资金用于其它流动性资产,如证券、商业票据等,影响公开市场业务的开展和再贴现扩大;另一方面,高准备金率导致了中央银行利用准备金率调整的货币政策空间狭小。(2)再贴现业务。由于我国缺乏广泛使用商业票据的习惯和信用观念的淡薄,所以我国还不存在一个深厚的贴现市场;在实际操作中,由于规模有限,贴现率不合理,再贴现率尚不具备基准利率的功能;最为关键的是由于我国再贴现业务的初衷是结构调整而非调节银行系统流动性,所以再贴现业务替代中央银行的再贷款,真正成为支持公开市场业务的工具,尚需时日。(3)公开市场业务。中央银行和商业银行的资产结构中,都极度欠缺流动性强的债券资产,中央银行有史以来从未持有过国债,国有商业银行仍保持数量很大的中央银行贷款,这样的资产结构显然不适应开展公开市场业务的现实需要。利率市场化是公开市场业务的基础,我国管制型的利率政策也成为开展公开市场业务的一个重要障碍。

3. 中国货币政策工具变革的环境制约

我国货币政策工具变革是一个政治决策、结构改造、体制改革与技术创新相结合的综合过程,需要有一个协调的宏观经济环境相配合,这样,我国货币政策变革总体方案设计中的配套改革的滞后性,就构成了我国货币政策工具变革的环境制约。(1)中央银行缺乏相对独立性及运用市场化的货币政策工具的技巧,在某种程度上中央银行仅仅扮演货币政策的咨询者与执行者的角色,所以中央银行在货币政策工具运用上基本不具备主动性与创造性,这是我国货币政策工具变革的最大环境制约。(2)现行国有银行体制存在的种种弊端,导致了它们基本上不能对中央银行发出的调控信号作出有效反应,所以间接货币政策工具无法取得调节货币信贷条件以及最终影响经济发展的理想结果。(3)金融市场发展缓慢,利率管制问题突出,货币政策工具的市场化缺乏市场基础,不仅导致了各种货币政策工具的作用有限,而且很难达到各种货币政策工具的有效配合。(4)我国的货币政策工具变革缺乏相应的法律制度环境、支付和清算系统等基础设施和广泛市场的信用观念作为支撑。

四、中国货币政策工具变革方案设计

1. 中国货币政策工具变革的目标

随着中国经济市场化改革进程的深入,金融机构会逐渐以市场导向原则来分配资金。为了建立有效的货币控制机制和提高金融机构的效率,从而保证货币政策目标的顺利实现,我国货币政策工具变革的最终目标必然是:货币当局充分灵活运用市场化的货币政策工具,建立一种以间接货币政策工具为主的货币政策工具体系,最终实现以间接货币政策工具代替直接货币政策工具。

2. 中国货币政策工具变革的步骤

我国经济市场化改革的渐进性决定了货币政策工具变革也必然要采取一种渐进的方式,在这种渐进的过程中阶段划分和时机选择是最为关键的两个因素。从我国目前现有的制度和宏观经济环境出发,为了顺利实现货币政策工具变革的目标,我国的货币政策工具变革的顺序具体可分三步走。

初始阶段:中央银行应逐渐取消利率管制,这需要在国有企业改革上有新的突破;采取技术和法律等方面的创新和改革举措,促进货币、政府债券市场的发展和银行业的竞争;改革现有的货币政策工具尤其是直接货币政策工具,部分引入和运用间接货币政策工具,为货币政策工具变革的深入创造一个良好的初始条件。

第二阶段:允许利率有更大的浮动余地,提高运用间接货币政策工具的比重和扩大间接工具的调控范围;和公开市场业务相配合,货币当局应逐渐降低存款准备金率;国有商业银行改革应取得重大进展,从而使得金融机构在金融市场上能对利率信号作出灵活的有效反应。

第三阶段:宏观利率市场化,中央银行应加快机构改革和市场基础设施的发展,进一步促进货币市场尤其是二级市场的发展;应基本取消直接货币政策工具,进一步完善间接货币政策工具,更多地依靠公开市场业务操作,基本上实现货币政策工具变革的目标。

3. 中国货币政策工具变革的环境构造

我国货币政策工具变革的顺利实现需要一些关键性的配套改革措施,这主要包括:(1)中央银行要具有独立性和权威性,要具有对基础货币的直接控制权,要具备一定的货币控制技巧,这些不仅需要中央银行主动地改变自身地位和行为方式,而且依赖于经济和政治体制改革的整体进展。(2)银行业尤其是国有银行业的重组和促进竞争,不仅要改变现行的国有银行体制,而且要积极采取措施解决国有商业银行的不良资产问题,要进一步开辟和发展直接投融资渠道,为中央银行运用市场化的货币政策工具创造一个健康和有竞争性的金融体系。(3)加快国有企业改革步伐,逐步放松利率管制;推动一体化的金融市场的发展,尤其是相对完善的货币和银行间市场对运用间接货币政策工具至关重要。(4)中央银行应积极采取措施解决目前银行业面临的资产分类和呆帐准备金问题,借鉴巴塞尔委员会的《有效银行监管的核心原则》,建立有效的监管机制,这是金融深化和货币政策工具变革稳定、顺利推进的重要保障。

(作者单位:武汉大学经济学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑: 向运华)