

我国货币政策间接调控 存在的问题及对策

朱正元

货币政策最终目标的实现,离不开行之有效的货币政策工具。根据调控方式的不同,货币政策工具有直接控制和间接控制两种类型。直接控制通常采用控制总量的办法,由中央银行限定商业银行贷款的最高限额;间接控制则是依靠再贴现率、存款准备金比率以及有价证券买卖的公开市场业务等手段来调节货币供应量。这两种工具都能达到控制和调节货币供应量的目的。不同体制、不同发展水平的国家,可以根据本国的经济运行特点,选择适合本国国情的一种控制手段或同时兼用两种调控手段。

自 1984 年我国建立中央银行体制以来,中央银行采用过的货币政策工具主要有:贷款的规模控制、资金的计划管理和中央银行贷款限额。其间,虽然也采用了中央银行贷款利率、法定存款准备金比率、再贴现率等间接调控手段,但间接调控手段只是作为一种辅助性手段。10 多年的宏观金融调控实践证明,以贷款的规模控制、资金的计划管理和贷款限额为主的直接调控手段存在着许多难以克服的弊端,调控效果差;难以摆脱“一控就死,一放就乱”的困境。而法定存款准备金比率、再贴现率这两种间接调控手段缺乏弹性,操作起来对经济和金融活动震动较大,与金融市场化和国际接轨的要求相差甚远。因此,我认为,作为我国中央银行货币政策改革的重点和难点之一,就是要在完善存款准备金比率和贴现率两大工具的同时,积极创造条件,开展公开市场业务。公开市场业务是一种更为灵活、更为有效的货币政策工具,可以有效地克服上述弊端。

一、存款准备金比率政策工具在我国的适用情况

存款准备金比率政策工具的原理是,中央银行通过调节存款准备金比率,而改变银行的储备金水平,进而影响商业银行的信用创造能力。由于存款准备金比率政策威力较大,对经济的震动较大,因而它在更大程度上是作为一种金融法规,而不是作为一种货币政策工具而存在。

我国目前所采用的存款准备金比率政策和联储所采用的存款准备金比率政策是有区别的。联储的法定存款准备金是由商业银行的库存现金和商业银行在联储的存款两者组成。通常,商业银行不必将存款准备金全额存在联储的准备金帐户,商业银行的库存现金也可视为存款准备金。我国的法定准备金是中央银行对专业银行的存款的直接扣除;联储对存款准备金不付息,而我国中央银行对专业银行的存款支付较高的利息。

在以信贷计划作为货币政策主要操作手段的情况下,我国的存款准备金比率政策的作用甚微。原因是,中央银行在核定专业银行的信贷计划时,专业银行的资金来源与资金运用的差额最终要由中央银行来弥补,专业银行因上交存款准备金而导致超额准备金的减少,可以经由信贷差额计划指标的追加而得到弥补,专业银行交给中央银行的存款准备金实际上又被中央银行以再贷款的形式返回来了,存款准备金对专业银行的信用创造的限制力较弱。而且,

我国的存款准备金比率种类单一,有固定化的倾向,存款准备金比率政策在我国实际上起着一种金融法制,而不是一种货币政策调节工具的作用。我国于1984年开始实行法定存款准备金比率政策,当时的平均存款准备金比率为28.3%,1985年一下子降至10%,1987—1988年又调至13%,其调节幅度之大,为联储所望尘莫及,然而其作用之微,也是联储所没有过的。目前,我国要一下子完全取消贷款限额控制和再贷款等直接控制手段是不可能的(这一点下面将有论述),因此,要使存款准备金比率在我国宏观金融调控中发挥较大的作用,困难较大。

二、贴现率政策工具在我国的适用情况

贴现率作为货币政策工具的作用原理是,中央银行通过变动贴现率来影响商业银行的再贷款,进而通过商业银行变动贷款利率来影响企业的贷款。贴现率政策的使用必须具备两个条件:第一,社会经济中的票据化程度已相当高,商业票据、银行票据的贴现市场已相当发达,并且与银行的贴现贷款融为一体;第二,利率市场化。只有利率市场化,中央银行才能有效地运用再贴现率来影响商业银行的存贷款利率。这两个条件在我国显然是不具备的。首先,我国社会经济交易中的票据化程度较低,票据贴现范围狭小。我国的票据贴现业务是从1980年上半年开始起步的,从1985年4月才在全国开展这项业务,中国人民银行于1986年正式开办了对商业银行票据进行再贴现业务。经过10多年的发展,我国的票据贴现规模仍十分有限,对中央银行基础货币供求变动的影响力甚微。其次,目前,我国的贴现率与其他银行存款利率一样由国家统一规定,不能真实反映资金供求状况的变化,难以对商业银行的借款行为和放款行为产生足够的影响力。

三、公开市场业务在我国的适用情况

公开市场业务是中央银行在公开市场上买卖有价证券,以此调节和控制货币供应量的一种手段。公开市场业务工具的使用必须具备以下两个条件:第一,中央银行必须持有相当数量的有价证券,主要是国债,以此作为交易工具;第二,需要有一个具有相当深度、广度和有弹性的国债市场,在这个市场中商业银行、证券公司及其他机构都持有大量的国债。国

债市场还要有一套完整的交易体系和规范。只有这样,中央银行买卖国债才可能直接影响商业银行和其他金融机构的资产负债结构,达到调控货币供应量的目的。从我国目前的情况看,这两个条件是不符合的。

首先看第一个条件。在阐述我国中央银行资产状况之前,我们不妨看一看联储的资产组成状况。联储是美国国债市场上最大的买主和卖主,1990年联储的总资产中有82%是国债。相比之下,目前我国中央银行资产中,有价证券的比重很低。中国人民银行资产中,仅再贷款一项就占了将近80%,另外,还有相当一部分为外汇占款,金银占款和财政借款等,而真正以有价证券形式持有的资产是极其有限的。

再看第二个条件。国债的发行和交易市场只有达到一定的深度和广度,中央银行才能在金融市场中有效地吞吐国债。美国1985年的国债发行量为15985亿美元,占国民生产总值(GNP)的30.8%,到1988年,达到43%。而且,美国国债品种较多,其中,1年期以内的短期国债占全国国债的1/3以上。相比之下,我国国债到1995年才达到1500亿元,占GNP的5%左右,而且品种单一,2至5年期的国债占90%以上。从交易规模看,美国国债市场日均交易额超过1000亿美元,而我国日均国债交易量不过十几亿元,这种交易规模离开市场业务的要求差距甚远。

从以上的分析中可以看出,三个货币政策工具在我国的使用都受到了较大的约束,概括起来可以分为三种,即,基础条件约束、主体约束和金融市场约束。

基础条件约束,是指由于经济的货币化、信用化程度不高所形成的三大货币政策工具操作对象的缺乏所形成的约束。如,票据化程度低,使用范围小,贴现率政策就很难起作用;国债规模小,种类少,公开市场业务难以开展。

主体约束,是指由于企业和商业银行没有真正地成为自主经营、自负盈亏的法人,没有较强的利益冲动,对利率调节的信号反应不灵敏所形成的约束。

金融市场约束,金融市场是货币政策工具从启动到最终目标实现的传导媒介。由于金融市场发育程度较低而形成货币政策信号传导的失真。金融市场约束包括:金融市场的发育程度较低的约束和利率市场化程度较低的约束。

四、对策建议

由以上分析可以看出,要使三大货币政策工具充分发挥作用,必须继续深化国有企业改革,建立现代企业制度,真正地把国有专业银行转变为商业银行;必须进一步发育和完善金融市场,提高经济的货币化和信用化程度;推进利率的市场化。

1. 要继续深化国有企业改革,建立现代企业制度,真正地把国有专业银行转变为商业银行

改革开放以来,我国企业改革取得较大的进展,企业市场化程度大大提高,但与现代市场经济要求相比,我国目前企业制度仍存在较大的差距,尤其国有大中企业仍然未根本脱离计划经济的束缚,缺乏预算约束,投资需求的利率弹性很小,单纯的放权让利不能抑制企业传统的“投资饥渴症”,中央银行的货币政策调节对其影响力较小。因此,我国必须进行企业制度创新,建立现代企业制度,使企业真正地在成本最小化,利润最大化的原则下,从事生产经营活动。利率作为企业投资的重要成本之一,在成本最小化的约束下,企业必然会对利率的变化作出灵敏地反应。这样,中央银行货币政策工具的启动,经过金融市场的传导引起利率的变化,就能最终作用于实际经济部门,对国民收入产生影响。

商业银行是金融市场的重要交易主体,中央银行采用货币政策工具进行宏观调控主要通过商业银行的传导来对社会总供求平衡产生影响。因此,必须积极推进国有专业银行向商业银行转变,使其按资产负债比例管理和风险控制的要求自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展。国有专业银行要在风险和收益之间追求最大效用,敏感地根据利率变化调节其信贷行为,使中央银行的货币政策信号,通过商业银行顺利地传导给企业,以实现经济的良性运转。

2. 必须进一步发育和完善金融市场,提高经济的货币化和信用化程度

如上所述,货币政策的传导主要是靠金融市场进行的。当前,我国金融市场发育中存在的主要问题有:(1)货币市场与资本市场配合失调,货币市场的发展严重滞后,短期融资市场狭小,而资本市场发展过快,投机性过强;(2)市场分割,资金循环不畅;(3)交易行为不规范,企业实际融资成本高;(4)市场交易主体偏少,管理漏洞较多。针对以上问题,我

认为,我国目前必须从以下几方面来发展和完善金融市场。

(1)改革同业拆借市场。1996年1月30日,我国同业拆借交易系统正式联网运行成功,这无疑为发展我国货币市场,形成一个传导中央银行货币政策、帮助金融机构调剂资金的统一开放的短期资金市场,减少了对中央银行贷款的依赖性等方面打下了良好的基础。为了使同业拆借市场充分发挥调节存款准备金余缺的作用,我国的各级人民银行、商业银行必须与其组建的融资中心脱钩;必须取缔资金的黑市交易;严格规定同业拆借市场上的中间商只能做代理业务和信息服务,不得从事自营业务;必须大力发展日拆性资金市场,打破地区封锁、市场分割状况,建立一个全国统一开放、竞争有序、管理严格的同业拆借市场,逐步形成体现全国资金供求状况的拆借市场利率。

(2)促进票据承兑市场和贴现市场的发展。目前,我国政府应采取有力措施,加快结算工具票据化进程,扩大商业汇票、支票、信用卡等支付工具的使用对象和范围。在有关票据法的规范下,增强票据的灵活性、流动性和安全性。与此同时,要大力推广抵押、担保和贴现贷款业务。

(3)扩大金融机构的国债持有量,规范国债市场交易行为。国债尤其是短期国债是中央银行公开市场业务操作的主要对象,中央银行欲要有效地吞吐国债,必须有健全的国债市场。健全的国债市场要求国债品种的多样化、国债价格的市场化、国债持有者的多元化和国债管理的规范化。为此,当前必须着手以下几个方面的工作。

财政部在国债发行规模、发行期限、发行方式等方面要进行进一步地改革。财政部应在国家财政、经济发展状况许可的情况下,尽量地扩大国债的发行量。在国债发行的品种中,短期国库券应达到足够的比例,如在美国的国债结构中,1年以内短期国债的发行量占全部国债的1/3左右,短期国债又分为3个月、6个月、9个月和12个月4种。而我国的国债状况是长期国债占90%以上,因此,可以考虑扩大3个月、6个月、9个月和12个月国债的发行量,使之适合市场发展和中央银行开展公开市场业务的需要。

在建立高效、便捷的全国性的国债托管、交易、清算、支付系统的基础上,使分散的国债市场实

行全国联网, 形成统一的交易价格。

扩大国债持有者的范围, 增加金融机构, 尤其是商业银行的国债持有量。改革开放初期, 我国的国债作为一种政治义务来购买, 国债为众多的居民持有。90年代以来, 国债的购买淡化了政治义务的色彩, 居民购买国债的比重有所下降, 但金融机构持有的国债比重仍然较小, 而且, 在相当大的程度上国债被当作了投机的对象, 没有起到吞吐货币供应量的作用。要充分发挥公开市场业务的作用, 首要的条件是银行必须持有足够比例的国债。因为, 在现代经济中, 银行是创造信用的最主要机构, 如果商业银行没有足够比例的国债持有量, 中央银行的公开市场业务对商业银行的准备金的调节就难有较大的作用, 从而难以有效地扩张和收缩银行信用。为了提高商业银行资产结构中中国债的比重, 中央银行对商业银行的备付金的管理方式应作相应的改变。

目前, 我国各国有专业银行既要上缴 13% 的法定准备金, 又要有 5—7% 的备付金, 商业银行基本储备比率达 18—20% 左右, 这还不包括内部超额储备金。在这种情况下, 多数国有专业银行分支机构无剩余资金购买国债。显然, 要使国有银行自由储备中国债占有足够的比重, 就应当降低现金基本储备比率。从国外商业银行通常情况看, 银行在上缴法定存款准备金之后, 日常备付金中只要具备一定数量的国债等二级准备金, 其一级备付金就可以降到 1% 左右。降低银行现金储备率有利于提高银行资产效益和改革资产结构, 也不违反安全性原则。因为, 国债的较高流动性使其可以充当二级准备金, 能够缓和货币储备金减少的矛盾。从我国具体情况看, 国有专业银行上缴的法定准备金是中央银行宏观调控的基础资金, 难以大幅度降低。能够降低的只有日常备付金率。国有专业银行在降低备付金率的同时, 增加国债持有量, 既有利于提高资产收益率, 又不会降低银行资产的流动性。

作为调控机关的中央银行也必须持有足够的国债。没有足够国债持有量, 中央银行要有效地进行公开市场业务是不可能的。

必须抓紧制定国债交易法规, 使国债交易有法可依, 国债市场的发育有章可循。自从我国国债市场开始运作以来, 对国债市场的监管一直是一个薄弱环节, 随着市场规模的不断扩大, 市场参与者深感

国债市场的监管工作跟不上市场发展的需要。1992年3月18日, 国务院颁布了《中华人民共和国国库券条例》对国库券的发行、交易和兑付等方面作了原则上的规定, 但是, 对国库券市场的监管主体; 进行国库券的自营和代理业务的中介机构的标准, 以及中介机构的管理机构; 国库券的交易方式等方面的规定很不明确, 以致国债市场较为混乱, 因此, 必须抓紧制定国债交易法, 使国债交易有法可依, 国债市场发展有章可循。

3. 逐步放松利率管制, 形成以中央银行基准利率为中心的市场利率体系

利率是资金的市场价格, 是货币政策传导的重要中介, 中央银行货币政策工具的启动要通过利率传导其意图。利率的市场化使经济主体必须着眼于提高资金效益, 从而达到改善资源配置提高投资效益, 进而促进国民经济发展的目的。我国实行的是利率管制制度, 除中央银行可以在不同时期对利率进行适度调节外, 各金融机构不得任意改动。在这种缺乏弹性的利率制度下, 中央银行很难通过间接调节工具去影响金融机构的利率, 进而影响企业的融资成本, 很难对信贷和货币供应量起到扩张或收缩的作用。因此, 利率的市场化是我国宏观调控从以直接调控为主向以间接调控为主转变的关键。利率改革是一个非常棘手的问题, 牵一发而动全身, 不能一下子就取消一切限制而全部市场化。我国企业自有资金短缺, 对银行资金依赖性较高, 一下子放开全部利率管制, 势必会造成利率的大幅上涨, 通货膨胀的迅速攀升。因此, 放松利率管制, 形成以中央银行基准利率为中心的市场利率体系是一个渐进的过程。

实行我国中央银行宏观金融调控方式的转变是一个复杂工程, 它需要社会各方面改革的配合, 包括财政税收政策的改革、收入政策的改革、产业政策的改革、国际收支政策的改革, 企业制度的改革等。其中, 最主要的是国有大中型企业改革的配合, 没有适应现代市场经济要求的现代企业制度, 宏观金融调控方式的改革将是无枝可依的。总之, 我国宏观金融调控的改革任重而道远!

(作者单位: 中国人民银行湖北省分行)

(责任编辑: 曾国安)