

“利率走廊”：货币市场利率调控的新范式

贾德奎 胡海鸥

摘要：在加拿大、新西兰和澳大利亚等国的货币政策实践中，“利率走廊”正逐渐取代公开市场操作的位置，在稳定货币市场利率中发挥重要作用。实践表明，利率走廊调控模式简单透明，有利于正确引导公众预期，并具有更好的调控效果。因此，我国也有必要考虑采用利率走廊模式以调控货币市场利率。

关键词：利率走廊 公开市场操作 货币政策 操作区间

近年来，在一些西方国家的货币政策实践中，公开市场操作正逐渐失去其调控短期市场利率的核心地位，而在更多情况下以辅助工具的角色出现，取代其作用的是中央银行设定的利率走廊（Interest Rate Corridor）调控机制，一种能自动稳定货币市场利率波动的新调控范式。

一、利率走廊释义

在公司债务管理和中央银行的货币政策操作中，都可以找到利率走廊的概念。其中，在公司债务管理中，利率走廊是一种具有期权性质的金融互换工具，主要被企业用于降低一笔未来应收或应付现金流的利率风险；而在中央银行的货币政策操作中，利率走廊则是一个管理市场流动性的政策操作设定，主要被中央银行用于平滑货币市场利率的波动。

如图1所示，中央银行通过向商业银行提供存贷款便利而设定一个利率操作区间，以用于控制货币市场利率的波动。在典型的利率走廊操作中，操作区间的上限为中央银行的贷款利率，在清算资金出现不足时，商业银行可以此利率向中央银行申请抵押贷款；下限是商业银行在中央银行的准备金存款利率，商业银行的清算余额（或超额储备）可以此利率存在中央银行。在这样的设定下，短期市场利率与存贷款利率变动的时序序列轨迹便形似一条“走廊”，也有学者将其称为“利率通道”或“利率渠道”，为方便讨论，本文将沿用利率走廊这一提法。

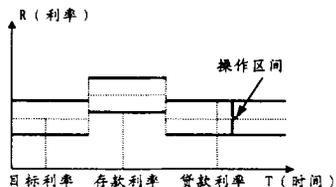


图1

从上面的描述可以看出，利率走廊与利率管制下的浮动范围设定还是有着根本的区别。这种区别在于，利率管制下的浮动范围设定带有强制性，并有违市场供求规律。不管市场流动性的实际供求状况如何，商业银行都只能在此范围内进行交易，而没有更大的选择余地；但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。实践中利率

之所以能够稳定，主要在于利率走廊所蕴含的预期引导和利益诱导机制，这将会在下面对利率走廊作用机制的讨论中得以展现。

二、利率走廊作用机制的理论解释

在实行利率走廊调控的国家中，由于经济、金融发展程度及制度条件的一些差异，从而使得不同国家的具体操作方式也存在着或多或少的差异，但这些差异并不会改变利率走廊的基本作用机制。因此，在不影响我们理解利率走廊作用机制的情况下，这里的讨论拟以加拿大银行的做法为例。

1. 利率走廊的作用机制

1997年末，加拿大银行引入了新的大额电子清算系统（Large-Value Transfer System, LVTS），规定其他商业银行必须统一使用该系统进行交易清算，而且，商业银行在每个交易日结束时必须保持账户平衡，如果商业银行在日末清算时有透支，就必须向中央银行申请贷款以进行弥补；相反，如果商业银行在日末清算时有结余，则被中央银行视为准备金存款并支付利息。以这些规定为基础设定的利率走廊如图2所示。

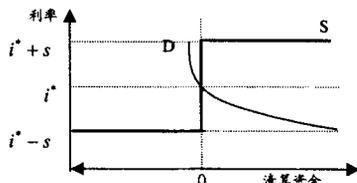


图2

图2中， i^* 为目标拆借利率，中央银行将根据实际经济状况对其进行调整； $i^* + s$ 为中央银行向商业银行提供流动性贷款的利率，这一利率高于隔夜拆借利率目标 i^* （目前加拿大银行的贷款利率高出目标利率25个基本点，即 $s = 0.25\%$ ）； $i^* - s$ 为中央银行付给商业银行的准备金存款利率，其低于目标拆借利率25个基本点。可以看出，如此设定使得目标拆借利率正好位于中央银行存贷款利率的中间，而市场利率则能被稳定地控制在设定范围之内。因为，在商业银行能以既定利率向中央银行申请任意数量贷款的情况下，就没有银行会在市场上以高出 $i^* + s$ 的利率拆入资金；与此类似，当商业银行的超额储备能以利率 $i^* - s$ 存入中央银行，就不会有商业银行在市场上以低于 $i^* - s$ 的利率水平拆出资金，这样在理论上就保证了市场利率只能有限地波动在

中央银行设定的“走廊”内。此时的 $i^* + s$ 和 $i^* - s$ 就构成了市场利率的有效界限,二者设定的操作区间将很好地控制市场利率的过度波动。

不仅如此,如果中央银行能将商业银行的清算余额控制在零水平上,这一调控机制甚至可以将市场利率稳定在中央银行的目标水平上。因为,在中央银行宣布了目标拆借利率的情况下, $i^* + s$ 和 $i^* - s$ 也就为之决定,这意味着商业银行在拆借市场上的盈利空间也被决定。当实际拆借利率超过 i^* 时,就使得拆出资金的盈利大于拆入资金,同业市场的资金供给将大于资金需求,拆借利率相应下降;反过来,如果实际拆借利率低于 i^* ,拆入资金的收益就会大于拆出资金,同业市场的资金需求就会大于资金供给,拆借利率相应上升。所以,商业银行的拆借行为就决定了市场均衡利率将会趋于中央银行的目标利率水平,这个逻辑推导结果将被下面的模型进一步证明。

2. 商业银行的储备需求与货币市场利率的决定

在利率走廊调控模式下,中央银行能否实现利率目标,将主要取决于商业银行的储备(清算资金)决策行为,因此,下面的模型将考虑一个代表性商业银行的市场决策问题,模型建立仍然以加拿大银行的做法为基础。

几个基本假定:

(1) 同业拆借市场属于完全竞争市场,代表性商业银行不具备市场力并且风险中性;(2) 当市场利率为 $i^* + s$ 时,商业银行可以向中央银行自由借贷,此时市场拆入与中央银行贷款可完全替代;当市场利率为 $i^* - s$ 时,商业银行可以自由选择存入中央银行账户,此时市场拆出与中央银行存款也可以完全替代;(3) 商业银行交易清算目标为 T ,但由于市场信息的滞后,实际清算余额会出现概率分布函数为 $F(\cdot)$ 的随机误差项,即商业银行的实际清算余额为 $T + \epsilon$, 并且有 $E(\epsilon) = 0$; i 为市场拆借利率。

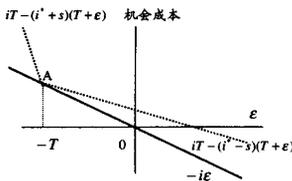


图3

在有了上述假定后,一个代表性商业银行所面临的机会成本可由图3来表示,可以看出,如果市场信息是完全的,则追求利润最大化的商业银行在设定清算目标时,将会努力使得 $T = -$, 即其机会成本为 $-i$, 从而使得均衡出现在图示的A点处。

在上面的假定之下,一个代表性商业银行的成本最小化问题可用下式来表示:

$$C_{\min} = (i - i^* + s) \cdot T + \int_{-T}^{\infty} (i^* + s - i) \cdot (T + \epsilon) dF(\epsilon) \dots \dots \dots (1)$$

整理(1)式可得:

$$C_{\min} = (i - i^* + s) T - 2sTF(-T) - 2s \int_{-T}^{\infty} \epsilon dF(\epsilon) \dots \dots \dots (2)$$

对 T 求偏导,可得一阶条件为:

$$F(-T^*) = \frac{1}{2} + \frac{i - i^*}{2s} \dots \dots \dots (3)$$

上面 T^* 为商业银行的最优清算余额,为简单起见,假定 $F(\cdot)$ 符合高斯分布,从(3)式可以看出,如果在每个交易日

末,商业银行的清算余额能被钉在零水平上(即 $T^* = 0$, $F(-T^*) = \frac{1}{2}$),则市场拆借利率 i 将等于中央银行的目标拆借利率 i^* ;而且,只要 i^* 位于中央银行存贷款利率的二分之一处,则利率走廊的区间和中央银行目标拆借利率的大小都不会影响这一结果。

在实际操作中,商业银行的清算余额只有在无准备金要求的情况下才有可能始终钉在零水平上,也就是说,只有在零准备金制度下,利率走廊才有可能将市场拆借利率很好地控制在中央银行的目标水平上。这一理论推导结果已经被加拿大、澳大利亚和新西兰的政策操作实践所证实。

更为重要的是,在这种利率调控模式下,中央银行在大多数时间并不需要通过公开市场操作来干预市场交易,例如:同样采用利率走廊调控的新西兰储备银行,其2002年的公开市场操作规模降为1999年采用该调控模式之初的十分之一,而近期,新西兰储备银行已经很少进行市场干预了;同样,加拿大银行在实施了该利率调控模式后,其公开市场操作的次数和规模都已经显著减少或下降。

三、利率走廊在世界各国的实践状况

在不过十多年的时间里,利率走廊就普遍应用于许多经济、金融发展程度不同的国家和地区,而且经过十多年的发展,利率走廊无论在操作设定、还是调控效果上,都发生了相当大的改变(见附图1、附图2)。

表1 几个典型国家的利率走廊实践

	欧洲中央银行	新西兰	澳大利亚	加拿大	匈牙利	印度
准备金要求	有	无	无	无	有	有
区间值(%)	2	0.5	0.5	0.5	2	2
调控效果	一般	好	好	好	一般	一般

注:区间值为该国最近的利率走廊上下限差值。

1. 德国和欧洲中央银行的利率走廊实践

德国联邦银行是世界各国中最早运用利率走廊调控的中央银行之一。从1985年开始,德国联邦银行就实行了灵活的货币市场管理政策,即通过设定利率走廊来控制货币市场利率的波动范围。其中,利率走廊的上限被定义为伦巴德利率,下限是联邦银行的贴现率。由于伦巴德贷款的限制较少,并且德国的商业银行一般都有足够的抵押品进行伦巴德贷款,因此伦巴德利率在充当货币市场利率的上限时相当有效;但是,将同样是借款利率的贴现率作为下限,实践中无法起到阻止市场利率下降的作用,所以,当市场上出现大量流动性时,同业拆借利率时常会低于作为下限的贴现利率。因此,在德国较早的利率走廊实践中,贴现利率作为下限并不有效,从而导致利率走廊调控模式的优势并没有充分发挥出来。

1999年欧洲货币联盟成立之后,欧洲中央银行在货币政策操作上借鉴了德国联邦银行的做法,但是,与德国中央银行有所不同,欧洲中央银行重新定义了利率走廊,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,商业银行在中央银行的准备金存款利率作为下限。如此设定相当有效,实践中市场利率很少突破利率走廊的上下限。但由于欧洲中央银行设定的利率区间过大(目前欧洲中央银行的存、贷款利率和目标拆借利率分别为1.0%、3.0%和2.0%,利率走廊上下限相差为2个百分点),如此形成的利差也较

大。所以,商业银行在存贷款机会成本增大的情况下,一般不会使用中央银行的存贷款便利。另外,欧洲中央银行要求商业银行持有最低存款准备金,而在准备金保持期的不同阶段,商业银行的储备需求变动相当之大,再加上利率走廊区间过大的原因,从而导致欧元区货币市场利率的波动幅度也较大。

2. 加拿大、新西兰和澳大利亚的利率走廊实践

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,并相继采用了利率走廊调控模式。与德国联邦银行和欧洲中央银行相比,加拿大、新西兰和澳大利亚三国的利率走廊调控显得十分有效。在采用这一调控模式后的绝大部分时间里,市场拆借利率都能被稳定地控制在中央银行的目标水平上。因此,从某种意义上讲,利率走廊在这三个国家中的出色表现,标志着这一调控模式在实践运用中已经趋于成熟。

加拿大、新西兰和澳大利亚三国的利率走廊设定具有这样几个特点:一是都引入了先进的实时电子清算系统,使商业银行可以随时了解自己的清算账户状况,从而降低了市场资金供求的不确定性;二是都实行了零准备金制度,极大地降低了商业银行因满足法定准备金要求引起的资金需求波动,因此也会提高中央银行预测市场资金需求的准确性;三是货币政策操作都更加透明化,中央银行在交易日开始时宣布利率目标,并承诺在市场利率偏离目标利率时进行公开市场干预,这样的操作简单并易于理解,有利于引导公众预期,因此有助于政策利率目标的实现;最后,这三个国家的利率走廊区间设定相对较小(中央银行存贷款利率分别与目标利率相差25个基本点,如加拿大银行目前的存、贷款利率和目标拆借利率分别为2.5%、3.0%和2.75%),这样所形成的利差相对较为合理,从而保证利率走廊能真正起到稳定短期市场利率的作用。

3. 美联储的贴现窗口改革与利率走廊调控

作为货币政策操作典范的美联储,在近几十年来主要使用公开市场操作来调控联邦基金利率(即隔夜拆借利率),如此操作的理论基础是商业银行的准备金需求与联邦基金利率之间存在着密切的联系。但有研究表明,1989年以来的联邦基金利率变动与借入或非借入准备金变动之间的联系相当微弱,也就是说,公开市场操作对短期名义利率的影响已经逐渐变得不再确定。

不仅如此,美国这一时期的短期名义利率波动幅度相当大,从而背离了美联储的政策初衷。例如,自1999年以来,联邦基金利率的日变动标准离差在14天准备金保持期内的最后一天平均达到了0.43%,远高于整个计算期的平均水平(2002年为0.07%)。基于此,美联储于2003年1月9日实施了新的贴现政策,新政策将贴现利率调至联邦基金利率之上,并且取消了商业银行申请贴现的数量、次数等强制性规定,这使得美联储的贴现利率实际上成为市场利率波动的上限,虽然美联储并不向商业银行的准备金存款支付利息,因此没有明确设定利率波动的下限,但上述改革已经充分显示了美联储向利率走廊调控模式靠近的意图。

除了上面所提到的国家外,目前明确采用利率走廊调控模式的还有法国、意大利、奥地利、瑞典、瑞士、芬兰、匈牙利和斯洛文尼亚等欧洲国家;另外,亚洲的印度和斯里兰

卡、甚至非洲小国纳米比亚等许多发展中国家也都先后采用了这一调控模式。由此可以肯定,在中央银行的未来操作中,利率走廊将会被更多的国家所采用,从而在短期市场利率调控中发挥更为重要的作用。

四、利率走廊与我国货币市场利率调控

我国正处于计划金融向市场金融的转轨时期,利率市场化要求中央银行具备有效的利率调控手段。但在我国的现实经济环境和制度安排下,依靠公开市场操作来稳定利率波动还面临着诸多困难,而利率走廊则能提供一个较好的可选模式。

首先,我国债券市场、特别是国债市场发育程度较低,国债二级市场流动性不强,场外市场发展滞后,并且国债品种较为单一,期限结构不很合理,缺少较适宜进行公开市场操作的短期品种,这些将直接限制公开市场操作在利率调控中的作用发挥。

其次,与发达国家的商业银行相比,我国商业银行持有较高的准备金率,而公开市场操作是否能有效调控利率,在很大程度上取决于商业银行的储备状况。较低、甚至零准备金率使得公开市场操作的任何小的动作都自然十分有力,而在我国,高准备金率必然使得准备金存款具有较大的弹性空间,再加上经济转轨时期各种外生因素对准备金的意外影响较多,因此,为保持市场资金供求平衡和货币市场利率稳定,人民银行需要在公开市场上进行大规模的操作,不但提高了公开市场操作的成本,同时也相对降低了公开市场操作的有效性。

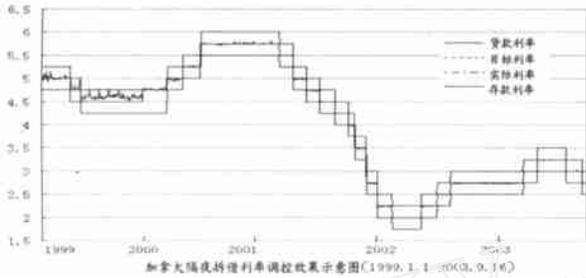
再者,我国公开市场操作要协调好本币公开市场操作与外币公开市场操作的关系,即一方面要保持本币市场利率的稳定,另一方面还要吸纳外汇市场上多余的外币。不仅如此,公开市场操作对利率的调控也是左右为难,如果从经济增长以及货币供应和贷款增长方面来看,似乎存在出售国债提高利率的压力;但是从汇率升值预期以及存款的增长来看,又存在着回购债券以降低利率的压力。所以就此而言,如果我国中央银行坚持依靠公开市场操作来进行利率调控,则不但要承受大量的操作成本,而且会面临政策操作失效的风险。

因此,笔者认为,就长期而言,我国有必要考虑采用利率走廊调控模式,为此需要适当调整人民银行目前的政策操作方式。正如戴根有(2003)在文章中所提到的,我国人民银行需要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。

限于篇幅,这里无法对我国应用利率走廊调控的一些具体细节进行深入探讨,但可以肯定,利率走廊所提供的政策操作思路无疑意义深远,为此,继续深入研究利率走廊的适用条件、相关政策工具协调以及操作框架构建等,将是进一步研究的内容。



附图 1



附图 2

注释:

例如,加拿大、新西兰和澳大利亚等国实行了零准备金制度,而匈牙利、印度以及欧洲中央银行辖区内的德国、法国和意大利等国则还保留着法定准备金要求。

模型建立参考了 William(2003) 论文中的商业银行储备需求模型。图示引自 Willam(2003)。

此处调控效果的评价主要基于数据样本中市场利率与目标利率的日均标准离差值,其中,日均偏差在 0~0.02% 的效果为好,大于 0.02 的为一般。

实际上,美国国内关于是否应该向商业银行准备金支付利息的争论始终没有停止过。

Craig Furfine(2003) 在论文中指出,美联储试图通过改革贴现窗口来建立类似于加拿大的利率调控机制,但美国商业银行有不轻易向联储借款的传统,这使得改革的预期效果并不明显。

绘图所用数据系笔者整理所得,美国数据来源于圣路易斯联储储备银行网站([Http://www.research.stlouisfed.org](http://www.research.stlouisfed.org));加拿大数据来源于加拿大银行网站(www.bankofcanada.ca)。

参考文献:

1. Craig, Furfine, 2003. "The Fed's New Discount Window and Interbank Borrowing." Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper, May:pp.2 - 18.
2. Daniel, L. Thornton, 2000. "The Relationship Between the Federal Funds Rate and the Fed's Federal Funds Rate Target: Is It Open Market or Open Mouth Operations?" The Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper, December:pp.20 - 26.
3. Michael, Woodford, 2001. "Monetary Policy in the Information Economy." NBER Working Paper, No.8 674, December:pp.31 - 36.
4. Manfred, J. M. and Neumann, Jens Weidmann, 1997. "The Information Content of German Discount Rate Changes." Working Paper, March: pp.10 - 14.
5. Timo, Henckel, Alain, Ize and Arto, Kovanen, 1999. "Central Banking Without Central Bank Money." IMF Working Paper, July:pp.5 - 18.
6. Garrett Jones,2001. "Some Tests for the Existence of 'Open Month Operations'." Working Paper, Southern Illinois University Edwardsville, pp.3 - 12.
7. William, Whitesell, 2003. "Tunnels and Reserves in Monetary Policy Implementation." Working Paper, May:pp.2 - 20.
8. 戴根有:《中国中央银行公开市场业务操作实践和经验》,载《金融研究》,2003(1)。
9. 胡海鸥、贾德奎:《无货币供给量变动的利率调控》,载《上海金融》,2003(1)。
10. 贾德奎、胡海鸥:《公告操作:西方国家货币政策操作的新范式》,载《国际金融研究》,2003(7)。
11. 凌晓东:《金融互换技术与公司债务管理》,载《会计研究》,1996(6)。
12. 钟凡:《德国中央银行的再贴现管理》,载《中国金融》,2002(5)。

(作者单位:上海交通大学安泰管理学院 上海 200052)
(责任编辑:N、S)

(上接第 82 页)

⑩⑪萨缪尔森:《经济分析基础》,中文版,307~308,22~23页,北京,商务印书馆,1992。

⑫⑬⑭⑮⑯⑰⑱凯恩斯:《就业、利息与货币通论》,中文版,256、260、305~306,53,53,54页,北京,商务印书馆,1999。

⑲Dore, M. H. I., 1984 - 1985. "On the Concept of Equilibrium." Journal of Post Keynesian Economics, Vol. VII, No. 2, pp. 193 - 206.

⑳Godwin, R. M., 1970. Elementary Economics from the Higher Standpoint. London: Cambridge University Press, p. 21.

㉑Chick, V. 1983, Macroeconomics after Keynes. Oxford: Philip Allan, p. 15.

㉒保罗·戴维森:《后凯恩斯经济学:解决经济理论中出现的危机》,见丹尼尔·贝尔、欧文·克里斯托尔等编:《经济理论的危机》,中文版,268页,上海,上海译文出版社,1985。

㉓让·帕斯卡尔·贝纳西:《宏观经济学:非瓦尔拉斯分析方法导论》,中文版,4页,上海,上海三联书店,1990。

参考文献:

1. 丹尼尔·贝尔等编:《经济理论的危机》,中文版,上海,上海译文出版社,1985。
2. 萨缪尔森:《经济分析基础》,中文版,北京,商务印书馆,1992。
3. 凯恩斯:《就业、利息与货币通论》,中文版,北京,商务印书馆,1999。
4. 让·帕斯卡尔·贝纳西:《宏观经济学:非瓦尔拉斯分析方法导论》,中文版,上海,上海三联书店,1990。
5. 瓦尔拉斯:《纯粹经济学要义》,中文版,北京,商务印书馆,1997。
6. 马歇尔:《经济学原理》,中文版,北京,商务印书馆,1997。
7. Arrow, K. J. and Hahn, F., 1971. General Competitive Analysis.

Amsterdam:North - Holland.

8. Asimakopulos, A., 1984 - 1985. "Long - period Employment in the General Theory." Journal of Post Keynesian Economics, Vol. VII, No. 2, pp. 207 - 213.

9. Barro, R. J. and Grossman, H. I., 1971. "A General Disequilibrium Model of Income and Employment." American Economic Review, 61, pp. 82 - 93.

10. Clower, R. W., 1965. "The Keynesian Counter - Revolution: A Theoretical Appraisal," in Hahn, F. H. and Brechling, F., The Theory of Interest Rates. London: Macmillan, pp. 103 - 125.

11. Clower, R. W., 1960. "Keynes and the Classics: A Dynamical Perspective." Quarterly Journal of Economics, 74, pp. 318 - 323.

12. Debreu, G., 1959. Theory of Value. New York: John Wiley and Sons.

13. Dore, M. H. I., 1984 - 1985. "On the Concept of Equilibrium." Journal of Post Keynesian Economics, Vol. VII, No. 2, pp. 193 - 206.

14. Hicks J., 1965. Capital and Growth. Oxford: Clarendon Press.

15. Henry, J. F., 1983 - 1984. "On Equilibrium." Journal of Post Keynesian Economics, Winter, 6(2), pp. 214 - 229.

16. Leijonhufvud, A., 1968. Keynesian Economics and the Economics of Keynes. Oxford: Oxford University Press.

17. Blaug, Mark, 1996. Economic Theory in Retrospect. Cambridge University Press, p. 553.

18. Robinson, J., 1972. "The Second Crisis of Economic Theory." American Economic Review, Vol. LXII, No. 2.

(作者单位:天津大学管理学院博士后流动站 天津 300071)
哈尔滨商业大学经济学院 哈尔滨 150028)
(责任编辑:S)