

准备金付息制度及其影响研究

朱恩涛

摘要:研究发现,在我国,准备金付息制度的扭曲效应很弱。因此,它赋予存款准备金制度工具以新的内涵和工具功能,存款准备金制度是我国转型期有效的货币政策操作工具,而且可以将准备金付息制度打造成更为有效的货币政策操作工具。

关键词:存款准备金制度 准备金付息制度 货币政策操作工具

一、准备金付息制度的工具属性:文献综述

自从弗里德曼(1960)首次提出以市场利率对准备金支付利息以消除与准备金率相关联的对经济的扭曲(Fernandez,2005)以来,学界围绕存款准备金制度形成的准备金税及相关问题进行了大量深入的研究。它们大多以准备金税及货币政策有效性为起点,但研究视角相当广泛、研究方法大相径庭,结论也有较大差别。

(一)观点之一:不对准备金支付利息

不少西方学者认为,对发达市场经济国家而言,1980-1990年代后存款准备金率已经降到很低水平,而且中央银行也对存款机构提供了事实上的补贴(通过提供免费票据清算及低于市场利率的贴现率等),对因准备金税造成的存款机构的额外负担进行了补偿(米什金,1998;迈克尔·G.哈吉米可拉齐斯、卡马·G.哈吉米可拉齐斯,2003),准备金税水平及由此形成的扭曲效应实际上已非常低,也就无需对准备金付息了。相对而言,发展中国家的货币政策通常以促进经济增长为主要目标,而且通常实行固定或联系汇率制度,故其中央银行通常通过存款准备金制度来冲销因贸易盈余及资本流入而导致的过多流动性投放(Reinhart and Reinhart,1999)。同时,这些国家在相当程度上依赖于铸币税将一部分金融资源集中到中央银行及中央政府,借以实现促进经济增长、结构调整与提高宏观调控能力的目标。

Sellon 与 Stuart(1997)则认为,不论是哪种类型国家,以财政部门为代表的政府部门认为对准备金付息将会使得财政收入(中央银行转移的铸币税收入)下降,同时财政支出增加。为了不使财政负担加重,

就不应该对存款准备金账户支付利息。财政部门的反对意见是阻碍对存款准备金支付利息的主要因素。

Basu(2001)循着这一思路,以铸币税为起点深入分析政府将铸币税投入经济实体部门或者公共部门产生的收益。他认为,如果财政部门将中央银行转移的铸币税用于生产性目的和(或)公共支出,则铸币税对经济的净效应取决于其负的扭曲效应与正的经济增长效应之间的比较,而与是否对准备金支付利息无关,故不应该付息。这一分析的启发意义很大。它把存款准备金制度与不同国家政府的效用偏好、投资效率等联系到了一起;它还将准备金付息制度与实体经济效率相联系,于是一个国家的经济和金融制度环境、经济金融结构、企业运营状况以及具体的发展阶段都将是重要的影响因素。显然不同国家得到的结论应该是不同的,也就是说,中央银行在对准备金是否付息进行决策时需要进行具体的历史的分析。

Sargent 与 Wallace(1985)、Smith(1991)以及 Heller 与 Yvan(2003)等学者则从货币政策有效性角度展开研究。他们认为,流动性管理是准备金的一种替代,对准备金支付利息会弱化存款机构进行流动性管理的积极性与资源投入。而且,按照短期货币市场利率付息会降低存款机构对中央银行货币政策操作的反应弹性;如果付息利率高于短期市场利率,其引起的扭曲效应要比准备金税的更大(Fernandez,2005;Feinman,1993)。所以,不应该对准备金付息。

(二)观点之二:应当按短期货币市场利率对准备金付息

有些学者认为存款准备金制度的最初目的就是中央银行取得铸币税收入,从而为财政支出融

资。随着铸币税率(即基础货币与全部政府收入的比率)的不断下降,铸币税的重要性也随之降低,由此应该对准备金账户付息以消除其扭曲性冲击(Feinman,1993;Borio,1997;Toma,1999)。

基于中性货币政策的共识,许多学者认为准备金税对金融系统从而实体经济系统形成了实际效应,从而对经济运行造成扭曲性冲击。按照市场利率对存款准备金账户付息,可以减少甚至完全抵消这一人为冲击,可以节省金融机构为规避存款准备金而投入于金融工具创新的大量资源,可以有效解决“脱媒”现象(C.Reinhart and V.Reinhart,1999)。值得一提的是,C.Reinhart 与 V.Reinhart (1999)以10个开放型发展中国家为例,论证说明了实际效应对产出、实际汇率以及资本和现金账户的实际影响,主要取决于是否存款者还是借款者支付了这一准备金税。他们研究发现,存款者和贷款者共同为之“买单”,短期内存在实际效应,而长期内实际余额会发生变化。因此只有支付利息,才有可能减小甚至抵消实际效应对真实变量的影响。

不仅如此,在某些条件下,对存款准备金支付利息还可以增加社会福利。Freeman 与 Haslag(1996)通过迭代模型论证说明支付利息是帕累托改进的,并且认为即便是通过扭曲性税收(如工资收入税、消费税等)为所支付的利息融资也可以增进福利;Fernandez(2005)则更为深入地研究了所付利息的不同来源具有不同的福利结果,所以应该进行具体分析并区别对待。

关于准备金付息利率水平的确定,自弗里德曼(1960)提出按照市场利率付息以来,尽管存在一些争论,但没有什么大的分歧。

(三)观点之三:构建准备金付息制度——有效的货币政策操作工具

按短期市场利率水平对准备金付息会产生两个问题,一是这一利率在中央银行的利率体系中扮演什么样的角色,二是如何解决不停变化的该付息利率所带来的操作上的困难。有学者对此进行了更深入一步的研究,认为准备金付息利率构成基准利率,对存款准备金付息可以发挥货币政策操作工具功能,即“准备金付息制度”工具。这些学者从不同角度分析了对准备金支付利息所具有的某些操作工具功能。Hall(1983,1999)研究了对准备金支付利息是如何用来控制价格水平的;Woodford(1999)以及 Goodhart(2000)基于一个无货币经济的假设研究认为,对在中央银行的存款支付利息是实施货币政策的传导系统的重要组成部分。

Goodfriend(2002)首次提出并使用“准备金付息

制度”概念。他以名义利率不能为负为核心建立一个分析框架。名义利率不能为负意味着,如果中央银行确定一个准备金付息利率,则其构成货币市场利率的下限;在严格的存款准备金制度之下,它同时也是货币市场利率的上限。我们知道,在现行的货币政策操作程序下,中央银行一般通过公开市场操作来调控短期利率目标,而由于货币总量与利率目标之间不可兼得(卡尔·瓦什,2001),使得中央银行通常难以准确地同时有效地控制货币量与利率。Goodfriend证明,在完善的存款准备金制度安排之下,该付息利率成为货币市场利率的点目标,由此中央银行可以精确控制市场利率,特别是在因清算系统改进而有可能削弱以利率为目标的货币政策有效性的情况下。这样公开市场操作就可以自由盯住其他数量型目标,如准备金总量或某一货币总量。如此,中央银行可以同时调控货币量与利率。他进一步解释了二者之间的协调机制和方式。因此,他认为准备金付息制度工具可以改造成为与公开市场业务一样重要的货币政策操作工具,而且会比现行的以联邦基金利率为目标(美联储的操作目标)的操作程序更广泛也更有效地控制短期利率。

实施准备金付息制度工具对政府融资产生的影响,主要有两个方面:一是存款准备金余额以及中央银行资产的增加。如果中央银行将资产用于购买长期政府债券而只支付隔夜利率,则其不仅能够自己支付所付利息,而且能有更多的盈余;二是对准备金付息有可能减少中央银行向中央财政转移的铸币税,但是,它减小了政府依赖准备金税融资的负效应。而且,如果中央银行进行有效的资产管理,还极有可能增加铸币税转移额度(Goodfriend,2002)。

(四)准备金付息制度的货币政策工具属性

综上,准备金付息制度是具有独特特征且重要的货币政策操作工具:使得中央银行能同时充分利用其与公开市场操作这两大工具,从而同时实现利率目标以及一个独立的准备金总量目标;使得中央银行保持对短期利率的有效调控,即便是在准备金与货币需求完全不存在关系的条件下;中央银行可以自己为所支付的利息融资,并且很有可能增加对政府的转移总量;可能完全消除因为准备金税而造成的对金融市场的扭曲(Goodfriend,2002)。

从理论上讲,随着铸币税重要性的日趋下降,对准备金付息存在一定的必然性。实践上,许多存在存款准备金制度国家的货币政策操作实践证明了这一理论的正确性。如1990年美联储改革存款准备金制度,建立“必需的操作账户”(required operating balances)以来,就对其中超过法定准备金的清算账

户按照市场利率支付利息;欧洲中央银行也构建了有最低准备金要求的准备金制度,并对日准备金头寸的超额部分按照短期市场利率付息;2004年7月22日,英格兰银行对商业银行的存款准备金按照回购利率支付利息,并在2006年后将其作为利率走廊的下限而发挥重要的货币政策操作工具职能。

上述研究说明,对存在准备金要求的国家而言,对准备金付息应该是一个较优的选择;要评判准备金付息制度,需要结合特定的货币金融环境,具体分析存款准备金制度是否因此降低了扭曲效应以及是否促进了货币政策的有效性。其核心表现为准备金付息利率与货币市场利率的背离程度。

二、我国准备金付息制度影响的经验研究

由于我国一直对准备金支付利息,我们从准备金付息所产生的扭曲效应程度、对货币政策有效性的影响以及对商业银行经营管理的影响等三个方面来分析其影响。

(一)我国准备金付息制度的扭曲效应分析

准备金付息的扭曲效应是指由于中央银行确定的付息利率水平与最优的付息利率之间的背离而形成的对整个经济运行效率的影响。我们假定货币市场利率是最优付息利率。

1. 准备金付息对准备金税及铸币税的影响

我国的准备金税应是存款机构在中央银行的存款准备金账户余额与市场利率和付息利率之差的乘积。我国同业拆借市场建立于1996年,所以之前的市场利率以其机会成本贷款利率代替。我们计算了我国1985-2005年间各年准备金税与准备金付息之比(RTRR)、准备金税与基础货币投放比率(RTMB)以及准备金付息与基础货币之比(RRMB)。如图1所示。

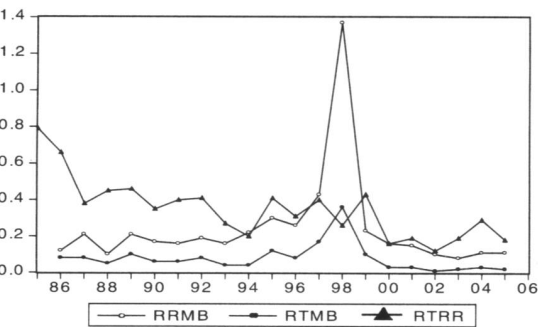
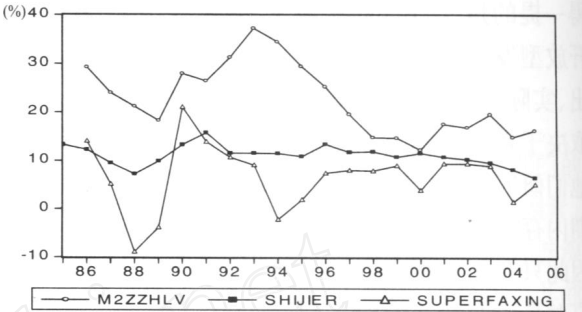


图1 1985-2005年准备金税、准备金付息、基础货币投放之间关系变化

图1表明:我国存款机构的准备金税远没有从中央银行得到的利息多;准备金税在绝大多数年份所占的比重小于10%,说明准备金税对经济直接产生的扭曲一直很小;中央银行用铸币税的很小一部

分对存款机构进行了隐性补贴。而且,准备金付息制度支撑了存款准备金制度作为中央银行筹集资金工具的基本功能的实现,它使得我国二十多年来一直保持货币供应量的高速增长(如图2),产生了巨额的铸币税,集中了大量的金融资源用于产业结构、区域结构的调整,以多种形式支付给了不同的主体(张红地,2003)。在利率管制下,该利率不对其他利率产生影响,对实体经济运行的影响也就很低了。可见,准备金付息制度的扭曲效应并不是很严重。而且,这三条曲线的变化趋势均表明,近年来扭曲效应得到了很好的矫正。

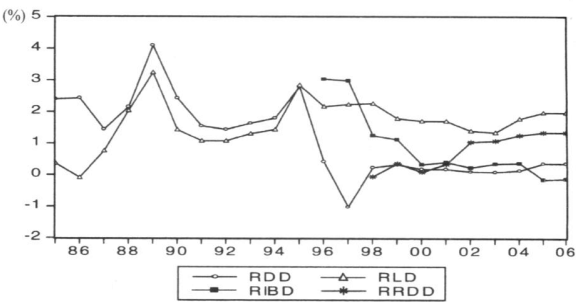


注:M2ZZHLV为M2增长率;SHIJIER为实际超额准备金率;SUPERFAXING为超额发行比率。

图2 1985-2005年M2增长率及超经济发行率

2. 准备金付息利率与其他基准利率之间的关系

从理论上讲,准备金付息利率是主要基准利率之一。实践中,我国的准备金付息利率构成货币市场利率的下限,只是由于流动性过剩的原因长期处于该下限利率水平附近(刘明、刘斌,2006)。可见,准备金付息利率是我国重要的基准利率之一。众所周知,我国的各项利率受到严格管制,至今利率都没有完全市场化,而且利率期限结构表现也不显著(彭兴韵,2006)。要考察准备金付息利率的扭曲效应还需要分析准备金付息利率与其他基准利率之间的关系。如图3所示,我们以一年期加权利率构建了各主要基准利率与存款准备金付息利率差变化图。



注:RDD、RLD、RIBD和RRDD分别为商业银行存款利率(一年期,下同)、中央银行贷款利率、同业拆借利率和再贴现利率与存款准备金付息利率之差。

图3 我国各主要基准利率与存款准备金付息利率差额趋势图

从图 3 不难发现,我国准备金付息利率发挥着基准利率的作用,准备金付息制度引起的扭曲效应已经很低。

(二)对商业银行经营管理的影响分析

我们基于市场化利率及常量库存现金的假定,构建我国商业银行效益最大化函数:

$$\text{Max}_{L,D,R,F} V = i_L L + i_R R - (\alpha_L + p_L)L - (i_D + \alpha_D)D - (i_F + \alpha_F)F$$

$$\text{Sub. } L + V_c = (1 - \tau_r)D + F$$

其中,L 为贷款,D 为存款,R 为总准备金总量,F 为货币市场借款 (F>0) 或者贷款 (F<0);i 为利率 α 为管理一单位贷款或负债的边际成本 (假定不变),p 为单位贷款失败的概率, τ_r 为法定存款准备金率。根据一阶条件可以解得:

$$i_R = i_F + \alpha_F$$

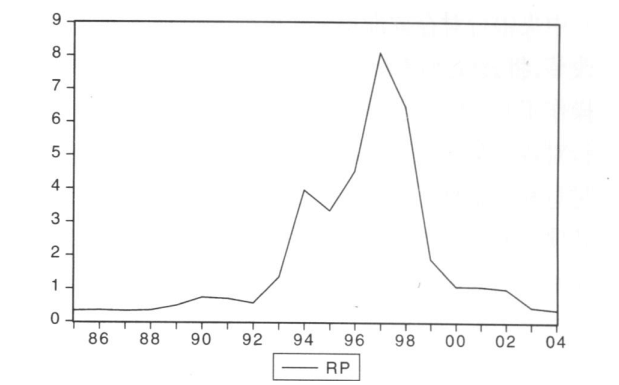
$$i_L = i_F + \alpha_F + \alpha_L + p_L = i_R + \alpha_L + p_L$$

$$i_D = (1 - \tau_r)(i_F + \alpha_F) - \alpha_D = (1 - \tau_r)i_R - \alpha_D$$

公式表明,效益最大化的存款机构要求准备金付息利率略高于市场利率,市场化条件下的存贷款利率应该随着准备金付息利率的变化而变化。可见,准备金付息利率是重要的基准利率;中央银行改变付息利率就可以影响存贷款利率,从而影响市场主体的宏观决策和微观行为,即可以成为调控市场利率的有效工具。

接下来,我们通过考察存款机构存款准备金利息收入与其利润之比 (RP) 来实证准备金付息对存款机构的信贷行为及其盈利能力的影响。对于前者,由于数据的可得性问题,以占有较大市场份额的五大商业银行 (包括工行、农行、中行、建行与交行) 为例说明。如图 4, 我们得到 1985-2004 年间准备金利息收入与利润之比。

不难看到,在大多数年份,RP 介于 30~45% 之间,最低也有 30%, 如果单纯从数量关系上进行分析,准备金利息收入确实构成了五大商业银行利润很重要的来源。但深入分析发现,1995-1996 年 RP 值提高伴随的是银行利润增长而准备金利息收入的更快速增长,1997 年的情况则是银行利润大幅下降而准备金利息收入小幅下降导致的,1998 年情形略有好转但大体相似。同时,我国存款准备金制度严格特殊的规定性导致存款机构实际准备金率一直非常高。以五大银行为例,1998-2004 年间,年均库存现金总量就达到 1000 多亿元。可见,更多也是更深层次的原因,诸如特别的转型制度与经济背景、市场化程度低、资产负债管理能力较弱等所导致的总体盈利能力差或许才是 RP 值较高的最根本原因所在。



注:数据来自《中国金融年鉴》各年;存款准备金利息收入通过五大商业银行各年的准备金 (包括法定准备金与中央银行存款) 乘以相应的准备金付息利率得到;由于数据不可得,中行和交行的数据从 1998 年开始计入;对法定准备金与准备金存款不可分的年份,存款准备金付息利率为法定准备金与超额准备金付息利率的平均值。各项原始数据备案。

图 4 我国五大商业银行准备金利息收入与利润比较

综上所述,在我国,商业银行会将准备金税转嫁给存款者,而贷款利率却没有直接的变化,加上利率一直受到管制,所以那些简单地将存款机构的“惜贷”归咎于存款准备金付息制度是缺乏充分依据的,或许商业银行无贷款定价权力及存在更多更直接的导致贷款损失概率上升的因素才是最主要的原因 (如上述公式所示)。

(三)对货币政策有效性的影响分析

准备金付息制度是存款准备金制度的最主要内容之一,其内容的确定与调整应与存款准备金制度的功能定位相适应。因此,我们从存款准备金制度的功能定位出发,分析准备金付息制度对存款准备金制度工具有效性,从而货币政策有效性的影响 (范从来、朱恩涛,2006)。

1. 1984-1998 年:中央银行筹集资金的手段

为保证渐进式改革的顺利进行,中央政府需要大量的资源为改革支付成本,为基础设施建设、国有企业发展、经济结构与区域结构的调整注入资金。1984-1998 年,存款准备金制度定位于中央银行筹集资金的手段。存款准备金制度构成货币政策操作框架体系的基础性内容,而与货币政策有效性程度并无必然的关系。正是在存款准备金付息的制度安排下,中央银行得以集中大量的资源发放再贷款等用于调节经济运行,用以支付改革所需要的各项成本费用 (张杰,1998)。这一期间存款准备金付息制度是与我国金融体制、金融体系与结构以及货币政策实践的总体状况基本适应的,存款准备金制度在这一时期完成了其主要既定职责。

2. 1998-2004 年:一般性货币政策操作工具

与间接型货币政策操作程序框架相适应,1998

年中央银行对存款准备金制度的内容与结构进行了改革,将其改造成真正意义上的一般性货币政策操作工具,并频繁应用。与此同时,这一期间中央银行对各项基准利率的调整多达9次,其中对准备金付息利率调整了7次。如图3所示,我们看到,所示几项利率与准备金付息利率之差波动频繁,但是总体幅度不是很大,说明中央银行逐渐理顺了利率体系内部结构之间的相互关系。以学界公认的市场化程度很高的同业拆借利率为例,2000年后,RIBD一直处于略大于零的水平,充分说明我国准备金付息利率基本上是按照市场利率确定的。特别地,1984年来RDD在绝大部分时间处于2~3%的水平,而1998年来RDD基本上为介于0~1%之间的一个很小值。而且2003年后,中央银行对法定准备金与超额准备金支付不同利率。

综上,存款准备金制度被作为货币政策操作工具频繁应用,准备金付息制度是其重要内容与作用形式。同时,中央银行按照市场化利率调整准备金付息利率从而整个利率体系,基本理顺了我国利率结构,已经尽力消除了准备金税的扭曲效应,完善了货币市场与资本市场的利率生成与传导机制,有利于促进金融市场的发展与完善,提高金融机构的有序竞争。

3. 2004年至今:一般性与结构性的货币政策操作工具与支付清算保证

在我国金融制度不断完善、金融市场初步建立并日渐完善、逐步融入世界市场的历史背景下,面对2003年来我国经济呈现出的明显的结构性过热特征,中央银行同样依赖于存款准备金制度作为主要的货币政策操作工具,并创造性地将存款准备金制度工具改造成具有结构性调整功能的一般性操作工具,从而实现了货币政策职能与金融监管职能的有机结合,也创造性地发展了对存款准备金制度的货币政策操作工具属性。2004年与2006年中央银行4次调整存款准备金率并实行差别存款准备金制度,同时,继续实行2003年来的对法定准备金与超额准备金支付差别利率。如此有效地减弱了准备金付息带来的扭曲效应,减少了对总体经济形成的冲击,提高了货币政策的有效性。

总之,我国准备金付息制度对经济的扭曲效应、商业银行经营绩效的影响较小、提高了存款准备金制度工具操作的有效性,具体的实证分析需要对政府投资效率以及社会效益的综合评价;准备金付息利率在我国是重要的基准利率之一;存款准备金制度在我国货币政策实践中被赋予并发挥了不同的功能;准备金付息制度发挥着重要的操作工具功能。

三、结论与启示

与发达市场经济国家相比较,我国货币政策操作环境有两个方面的根本区别:其一是利率没有完全市场化,其二是金融体系内流动性过剩。面对这样的货币金融环境,我们只能选择货币供应量作为货币政策中介目标,我们能做的就是现有的框架下创造出有利于货币供应量发挥中介目标功能的货币调控机制(范从来,2004)。而中央银行如何改进与完善货币政策操作工具组合及其具体操作,对于实现货币供应量的调控目标也是至关重要的。

2003年来中央银行频繁使用存款准备金制度工具,是由我国货币金融制度、货币政策操作环境与操作框架内在决定了的(彭兴韵,2006)。我国存款准备金制度工具在货币政策体系中的功能经历了三个阶段,在各个阶段都基本上实现了其所赋予的功能。我国的准备金付息制度确实可能造成了金融体系的扭曲,影响了货币政策有效性。或许1997-2001年间我国货币政策操作实践就是一个例证。但是,我国准备金付息制度无论是对准备金税还是铸币税,也无论是对利率体系、货币政策有效性,还是对存款机构的经营管理,其扭曲程度都是较小的,同时它支撑了存款准备金制度从而中央银行筹集资金与货币政策操作,产生了巨大的经济效益和社会效益。准备金付息利率事实上构成了我国货币市场利率的下限,也被中央银行多次应用为操作工具。综上,可以认为除了存款准备金制度的内在缺陷之外,中央银行实际上已经改进并逐步完善了存款准备金制度工具,以进一步改进与完善货币供应量的调控机制。

我们认为,基于我国经济发展和转型的任务和过程的长期性特征与金融体系存在较多过剩流动性的基本事实,存款准备金制度工具在一个较长时期内都将是有效的操作工具。尽管我们难以期望如胡海鸥和贾德奎所设想的利率区间操作(胡海鸥、贾德奎,2006)能很快成为我国货币政策操作的现实,但从更长时期范围来看,我们应当加快汇率制度与利率市场化改革,增加货币政策操作的主动性;有意识地逐步收缩金融体系中的流动性;同时不断地适时降低存款准备金率,为我国货币政策进行边际操作^①提供基本的货币金融条件。为此,我们不仅需要深化对存款准备金制度范畴的研究,寻找到我国转型时期“最优”的存款准备金率与付息利率。更重要的是,需要结合我国的具体实践,特别是在当前利率没有完全市场化、公开市场操作以及贴现与再贷款工具低效的情况下,积极而慎重(下转第118页)

于信息不对称产生的“逆向选择”与“道德风险”问题,有效地促进了风险资本对创业企业的投入,缓解了创业企业的资金困境。当然,这还需要其他一些制度的配合,如法律法规的支持,产权市场和资本市场的建设等。

参考文献:

1. 汤敏、茅于軾:《现代经济学前沿专题》,第1集,256~294页,北京,商务印书馆,1999。
2. 梁莱歆等:《海峡两岸高新技术企业融资结构比较研究》,载《管理评论》,2004。
3. 吴德胜:《风险资本融资、证券工具与控制权配置》,载《管理科学》,2005(3)。
4. 袁靖宇、张亚维:《高新技术企业融资结构理论框架构建》,载《现代经济探讨》,2003(10)。
5. 张玉明等:《高新技术企业融资策略与资本结构优化》,载《科学学与科学技术管理》,2005(7)。
6. 汤洪波:《现代资本结构理论的发展:从MM定理到融资契约理论》,载《金融研究》,2006(2)。
7. Aghion,P.and Bolton,P.,1992. “An Incomplete Approach to Financial Contracting.” *Review of Economic Studies*,59, pp.473- 494.
8. Cornelli and Yosha,2003. “Stage Financing and the Role of Convertible Securities.” *Review of Economic Studies*,Vol.70, pp.1- 33.
9. Durand,David,1952. “The Cost of Debt and Equity Funds for Business:Trends and Problems of Measurement in National Bureau of Economic Research.” *New York:Conference on Research*

on Business Finance,pp.215-247.

10. Dewatripont,Matthias and Tirole,Jean,1994. “A Theory of Debt and Equity:Diversity of Securities and Manager-shareholder Congruence” *Quarterly Journal of Economics*,109,pp.1027-1054.

11. Dow, Gregory,1993. “Why Capital Hires Labor:a Bargaining Perspective” *American Economic Review*,83, pp.118-134.

12. Grossman, Sanford and Hart, Oliver,1986. “The Costs and Benefits of Ownership:a Theory of Vertical and Lateral Integration.” *Journal of Political Economy*,94,pp.691-719.

13. Hart, Oliver and Moore,1990. “Property Rights and the Nature of the Firm.” *Journal of Political Economy*,Vol.98.

14. Heikel,R.,1982. “A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information.” *Journal of Finance*,37,December.

15. Kaplan, Steven and Stromberg, Per,2001. “Financial Contracting Theory Meets the Real World:an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts.” *Working Paper*,University of Chicago, January.

16. Klein,B.; Crawford,R. and Alchian,A.,1978. “Vertical Integration, Appropriate Rents and the Competitive Contracting Process.” *Journal of Law and Economics*,21, pp.297- 326.

17. Lee,W.L.; Thakor,A. V. and Vora,G.,1983. “Screening, Market Signaling, and Capital Structure Theory.” *Journal of Finance*,38,December.

(以下文献略)

(作者单位:湖北经济学院 武汉 430205
武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)
(责任编辑:N、K)

(上接第106页)地改革存款准备金制度,提高我国货币政策有效性。

注释:

①所谓边际操作,是指中央银行通过操作工具控制货币供给,使得准备金市场处于基本均衡却略显短缺的水平,中央银行在其意愿的利率水平上向市场提供最后某些单位的准备金,就可以实现其调节准备金市场利率目标的货币政策操作。这种货币政策操作隐含地指向了价格型货币政策操作,即以短期市场利率为操作目标的货币政策操作。需要说明的是,这是一个相对的概念,是相对于其准备金总量或相对于其货币市场(公开市场操作工具)规模而言的。因而在不同的国家,中央银行同样都是边际操作,其交易的准备金数量可能会存在很大的差别。由于这是人为因素引起的流动性短期,在西方有学者将其称为“人为的流动性不足”。

参考文献:

1. Fernandez,E.,2005. “Distorting Taxes and Interest on Reserves” *Economic Modeling*,Vol.22,pp.975-1000.
2. 米什金:《货币金融学》,中文版,北京,中国人民大学出版社,1998。
3. 迈克尔·G.哈吉米可拉齐斯、卡马·G.哈吉米可拉齐斯:《现代货币、银行与金融市场——理论与实践》,中文版,上海,上海人民出版社,2003。
4. Reinhart,C. and Reinhart,V.,1999. “On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems.” *International Journal of Finance and Economics*,No.4,pp.27-54.
5. Sellon,G. and Stuart E.,1997. “Monetary Policy without Reserve Requirements-Case Studies and Options for The United States.” *Economic Review*,Vol.82,pp.5-26.

6. Basu,P.,2001. “Reserve Ratio, Seigniorage and Growth.” *Journal of Macroeconomics*,Vol.23, No.3,pp.397-416.

7. Sargent,T. and Wallace,N.,1985. “Interest on Reserves.” *Journal of Monetary Economics*,15, No.3 (May), pp.279-290.

8. Smith,B.D.,1991. “Interest on Reserves and Sunspot Equilibria:Friedman’s Proposal Reconsidered.” *Review of Economic Studies*,Vol.58, No.1 (January), pp.93-105.

9. Heller,D. and Yvan,L.,2003. “Payment Obligations, Reserve Requirements, and the Demand for Central Bank Balances.” *Journal of Monetary Economics*,Vol.50,pp.419-432.

10. 卡尔·瓦什:《货币理论与政策》,中文版,北京,中国人民大学出版社,2001。

11. 张红地:《“铸币税”是税》,载《银行家》,2003(12)。

12. 刘明、刘斌:《超额存款准备金利率政策功能分析》,载《金融纵横》,2006(4)。

13. 彭兴韵:《论中国货币政策框架的调整》,载《经济动态》,2006(9)。

14. 范从来、朱恩涛:《我国存款准备金制度演变的货币政策视角分析》,载《中央财经大学学报》,2006(12)。

15. 张杰:《我国金融制度的结构与变迁》,太原,山西经济出版社,1998。

16. 范从来:《论货币政策中介目标的选择》,载《金融研究》,2004(6)。

17. 刘海鸥、贾德奎:《“利率走廊”调控的理论与实践——货币政策操作的新思路新方法》,上海,上海人民出版社,2006。

(作者单位:南京信息工程大学国际财务研究院
南京 210044)
(责任编辑:N、Q)