

福建师范大学

---

硕士学位论文

---

利率走廊与利率平滑及我国利率调控目标模式探讨

---

姓名：林琛

---

申请学位级别：硕士

---

专业：西方经济学

---

指导教师：刘义圣

---

20090501

## 中文摘要

利率走廊与利率平滑调控是指中央银行在调控利率时,通过设定商业银行在央行存贷款利率,使同业拆借利率在央行设定的走廊区间波动,而在市场力量的作用下,同业拆借利率最终将处于央行存贷款利率二分之一的位置,即市场利率将在央行的目标利率上达到一个动态的均衡。同时,央行每次对目标利率的变动操作都采取渐进的小幅微调方式,使目标利率变动具有平滑特征。它与传统的通过公开市场操作调控利率的方式不同,具有传统调控所不具有的优势。

本文首先分析了利率走廊与利率平滑的理论基础,阐述了利率走廊与利率平滑理论的基石。在此基础上,深入分析利率走廊与利率平滑的理论内涵,并运用马克思主义经济学理论对两种理论进行评鉴,研究利率走廊与利率平滑的相互结合的可能性。此后,将利率走廊与利率平滑理论与我国利率市场化背景下利率调控模式的研究结合,分析利率走廊与利率平滑对我国的适用性以及利率走廊与利率平滑调控与我国经济环境的契合性,我国实行利率走廊与利率平滑的阙如条件,并根据我国市场环境,提出构建我国利率调控的新模式——“利率走廊+利率平滑”调控。最后,提出相应的对策建议。

通过本文的研究,笔者认为:当前,在我国宏观经济的调控体系中,“利率走廊+利率平滑”调控已经具备了一定的现实基础。未来在利率市场化条件下,利率是“形成在市场,调控在中央”,要想充分发挥我国货币政策的效果,“利率走廊+利率平滑”是我国未来利率调控模式的可行选择。因此,要进一步完善我国基准利率体制、完善金融生态环境和货币政策决策机制,为实施“利率走廊+利率平滑”调控创造条件。

**关键词:** 利率走廊; 利率平滑; 利率调控模式

## 中文文摘

利率走廊调控是指中央银行在基本无需买卖国债的情况下,通过变动商业银行在央行的存贷款利率,并规定同业拆借利率上下波动的范围,使银行间同业拆借利率在央行规定的利率区间波动。利率波动上限为央行的贷款利率,在该贷款利率上,央行无条件满足商业银行的贷款需求;在目标利率的下限为商业银行在央行的存款利率,在该利率上央行无条件吸收商业银行的存款。这就使得同业拆借利率只能在央行规定的利率区间波动,而在市场的作用下,实际利率最终将围绕央行的目标利率波动,从而实现央行调控利率的政策目标。

利率平滑是指央行对目标利率的调整不是采取一次大幅调整的方式,而是采用多次同向小幅微调,利率的变化具有平滑特征。利率走廊与利率平滑是利率调控的不同方面。利率平滑是对目标利率的调整方式,利率走廊是目标利率的管理的方式。利率调整方式有一次大幅调整,也可采用多次小幅微调;目标利率的管理可以采用行政命令的方式,也可充分利用市场力量使市场利率在目标利率处实现动态均衡。

随着电子技术的发展,电子货币在经济中的运用越来越广泛,一国基础货币的需求呈逐渐减少的趋势。传统的通过公开市场操作调节货币供给量从而调控利率的调控模式正受到越来越大的挑战,而新兴的利率走廊调控模式正成为越来越多经济处在不同发展阶段的国家采用,对利率走廊调控的研究也方兴未艾。而且从上世纪90年代开始,西方许多发达国家如加拿大、澳大利亚、英国等一方面都采取利率走廊方式限制同业拆借利率的波动范围,即对目标利率的管理采用利率走廊的管理方式;另一方面每次目标利率调整都是小幅度的微调。因此笔者称之为“利率走廊+利率平滑”调控模式。

近年来,我国利率市场化改革稳步推进,利率改革的最终目标应该是实现利率形成机制的充分市场化。在整个社会资金运动过程中,建立起一个在国家间接调控下,以市场供求为基础、以中央银行基准利率为核心、以市场利率为主题的多元化的利率管理和利率形成机制、利率结构体系和利率传导机制<sup>[1]</sup>。在利率管制下,货币政策当局对利率的调控是采取行政手段;在利率市场化条件下,利率形成在市场,调控在中央。央行采取市场化的调控方式调控市场利率,利率在市场化条件下更需央行对利率进行更有效的监管。但在利率市场化条件下我国利率调控应该采取何种形

<sup>[1]</sup>解川波,尹志超.利率市场化与利率风险管理.第一版.成都:西南财经大学出版社,2006:28

式?有鉴于此,本文将西方国家利率走廊与利率平滑理论与当前我国利率市场化过程中利率调控研究相结合,在借鉴国外“利率走廊+利率平滑”调控经验的基础上,研究我国利率调控的历史沿革并分析我国资本市场与国外资本市场的共性和个性,以期能在传承前人研究的基础上,旁求博考,深入探讨,为我国宏观利率调控方式的成熟发展提供一种适合我国市场基础的理论。

但是,作为一名硕士研究生,由于学识有限,在涉猎理论研究过程中,难免顾此失彼,不尽完善。在论述相关理论并对未来我国利率调控模式的研究时难免隔靴搔痒,无关宏旨。因此,文章不求完美,但求探索。

本文内容分为六章,不求在结构上刻意传新,但求文章逻辑清楚,文理清晰,连属成篇。

第一章,利率走廊与利率平滑理论范式。文章首先介绍利率走廊的概念与理论,指出利率走廊是指中央银行通过向商业银行等金融机构提供存贷款便利机制,从而依靠设定的利率操作区间来稳定市场拆借利率的调控方法。接着分析利率走廊理论基础。利率走廊调控是以货币需求理论和货币供给理论的发展。之后,文章对利率平滑的理论进行归纳总结。对利率平滑的理论解释主要包括:理性预期学派认为采用利率平滑操作可以有效利用经济人的理性预期增强利率政策的效果;货币政策时滞学说认为由于政策的时滞性,采用多次小幅微调的平滑操作有利于货币政策当局更灵活的调整利率政策,避免由于政策时滞导致的政策失误对实体经济的冲击;结构参数不确定理论认为货币政策当局制定货币政策是根据一定的经济模型,而模型参数的不确定性使当局制定政策时采取更多试验性的策略。在对模型参数估计不准确的情况下,利率平滑操作有利于减小政策在执行过程中对国民产出和通货膨胀产生不利的影晌。最后,文章从马克思主义经济学的角度对利率走廊与利率平滑理论评鉴。指出,利率走廊与利率平滑理论有缺陷,也有其可借鉴之处,其与马克思主义经济学也具有共通之处。我们可吸取其精华,剔除糟粕,为我所用。

第二章,利率平滑与利率走廊的比较及其耦合性。文章先分别分析利率走廊与利率平滑的操作实践以及作用机理,深入剖析利率走廊与利率平滑在实际运用中其实现政策目标的作用机制。而后,论述利率走廊与利率平滑的耦合性,指出利率走廊与利率平滑调控都是货币政策调控的一种方式:利率走廊是实现目标利率的一种操作方式,利率平滑是变动目标利率时对目标利率变动所采取的操作方式。而从西方发达国家的实践中也可看出利率走廊与利率平滑是可相互结合的一种货币政策操作

范式；利率走廊与利率平滑调控具有趋同的政策思维，它们都是充分运用经济主体的理性，以及经济主体的预期以实现政策调控的目标。

第三章，利率走廊与利率平滑调控对我国的适用性。在分析了利率走廊与利率平滑的耦合性之后，对利率走廊与利率平滑对我国的适用性进行深入探究。文章首先介绍我国利率调控的实践与适变，从过去的严格利率规制向利率双轨制（既有市场化利率，又有行政管制利率）转变，从一次大幅调整到采取多次小幅微调的平滑调整转变，现阶段我国利率具有的“走廊”、平滑特征。而后分析利率走廊与利率平滑调控的依托条件：经济主体以利润最大化为目标，利率传导机制的舒畅，完善的基准利率体系。然后，探析利率走廊与利率平滑与我国经济环境的契合性。指出利率走廊与利率平滑操作在当今世界许多经济处于不同发展阶段的国家所采用，利率走廊与利率平滑具有一定的普适性，它与我国宏观经济环境具有契合性。最后，分析我国实施利率走廊与利率平滑的阙如条件。利率走廊与利率平滑虽然与我国的经济环境具有一定的契合性，但在我国实施利率走廊与利率平滑尚有一定的距离。主要是我国的货币市场基准利率功能不全，货币市场传导机制尚不健全，央行的独立性仍有待增强，我国的汇率制度不尽完善，利润最大化尚未成为银行的追求目标，阻碍了利率走廊与利率平滑在我国的实施。

第四章，我国利率调控的目标模式设构：“利率走廊+利率平滑”调控。在分析利率走廊与利率平滑与我国经济环境相契合的基础上，提出未来利率市场化条件下我国利率调控的模式——“利率走廊+利率平滑”调控。“利率走廊+利率平滑”调控主要包括四部分：“利率走廊+利率平滑”调控规则的厘定，即央行是采取何种政策模型作为实施利率政策的基础；“利率走廊+利率平滑”调控时机的选择，央行应在何时采取利率调控，以更好的实现政策目标；“利率走廊+利率平滑”调控目标利率的选择，即央行应选择何种利率作为操作对象，以更好的实施“利率走廊+利率平滑”调控；“利率走廊+利率平滑”调控利率走廊区间的选择，主要阐释实施“利率走廊+利率平滑”调控，应如何选择适合我国国情的利率走廊区间。

第五章，我国“利率走廊+利率平滑”调控的对策建议。文末就如何增强我国“利率走廊+利率平滑”调控操作效果提出相应的政策建议。主要包括完善我国基准利率，加快培育 Shibor 在我国货币市场的核心地位；完善金融生态环境，增强货币政策的传导效率；完善我国的货币政策决策机制。

第六章，结论。通过本文的研究，笔者认为“利率走廊+利率平滑”调控模式是

我国未来利率调控模式的可行选择。虽然当前我国尚不完全具备实施“利率走廊+利率平滑”调控，但“利率走廊+利率平滑”调控可作为我国利率调控模式的改革方向。

最后，本文所探讨的“利率走廊+利率平滑”调控是货币政策操作一种新范式，这种调控方式只有在经济运行不是大幅偏离潜在水平的情况下才能起到较好的效果，而在经济已经严重叛离轨道、宏观经济运行过程中受到较大冲击的情况下，“利率走廊+利率平滑”调控在扭转经济形势方面的作用就显得很有限了。例如，由于受国际经济疲软的影响，2008年12月26日中国人民银行宣布降低一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点的做法就属于非常时期的“非常之举”，其并不符合本文所设定的前提约束。而当经济在逐渐恢复平稳的过程中，仍需采用“利率走廊+利率平滑”的货币政策操作方式，避免经济大起大落。另外，本文所探讨的我国“利率走廊+利率平滑”的调控模式是未来在我国利率市场化条件下可能采取的一种利率调控范式，并不是当前我国利率调控所能立即采用的调控方式。本文仅是对未来我国有可能采取的利率调控模式作一定的理论探讨。

## Abstract

Interest rate corridor and interest rate smoothing control mode is that when central bank change interest rate ,they set bank interest rates for savings deposits and loans make interbank offered rate float between them. With the power of market, interbank offered rate will equilibrium in the middle of savings deposits and loans rate—the rate of central bank target. Everytime, when central bank change target rate , they used change smallness. it's different from use opening market to affect interest rate and have advantage.

At first, this paper analyses the Theories foundation of interest rate corridor and interest rate smoothing. Clean out the connotative nature of interest rate corridor and interest rate smoothing. Then analyses the theories contents of interest rate corridor and interest rate smoothing, research the interest rate corridor and interest rate smoothing combine mutually possibility. After that, discuss the “interest rate corridor + interest rate smoothing” under interest rate marketing situation our country how to control interest rate. Analyses it's application in China's environment. Base on what have analyzed upon, this paper discuss the target mode of china's “interest rate corridor + interest rate smoothing”. At last, in term of rational consideration of our country's economic institutional, this paper also propose the suggestions of China's “interest rate corridor + interest rate smoothing” control mode.

Through research of theory and proof, this paper thought: in our country's macroeconomic regulation and control system, the “interest rate corridor + interest rate smoothing” has already had its realistic foundation. Under interest rate marketing situation, interest rate is “decision in the market and control in central”. If we want fully to display the effect of our nation's monetary policy, “interest rate corridor + interest rate smoothing” may be a good choice. So, we must construct basis interest rate system 、 our finance environment and correlating macroscopic economy policy.

**Key words:** interest rate corridor; interest rate smoothing; interest control mode

## 福建师范大学硕士学位论文独创性和使用授权声明

本人（姓名）林琛，学号20060025专业西方经济学所呈交的学位论文（论文题目：利率走廊与利率平滑及我国利率调控目标模式探讨）是本人在导师指导下，独立进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除论文中已特别标明引用和致谢的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的研究成果。对本论文的研究工作做出贡献的个人或集体，均已在论文中作了明确说明并表示谢意，由此产生的一切法律结果均由本人承担。

本人完全了解福建师范大学有关保留、使用学位论文的规定，即：福建师范大学有权保留学位论文（含纸质版和电子版），并允许论文被查阅和借阅；本人授权福建师范大学可以将本学位论文的全部或部分内容采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文，并按国家有关规定，向有关部门或机构（如国家图书馆、中国科学技术信息研究所等）送交学位论文（含纸质版和电子版）。

（保密的学位论文在解密后亦遵守本声明）

学位论文作者签名：林琛

签字日期：2009年5月5日

指导教师签名：

刘义圣  
签字日期：2009年5月7日



# 绪论

## 一、研究背景和意义

在现代市场经济体系中，金融市场是市场经济的中枢、血脉。一国经济的健康持续发展离不开金融市场的发展。利率作为金融市场的枢纽，对其的有效调控不仅关系到一国经济的发展，也代表一国宏观经济的管理水平。近年来，随着电子技术的发展，电子货币在经济中的运用越来越广泛，一国基础货币的需求呈逐渐减少的趋势，传统的通过公开市场操作调节货币供给量从而调控利率的调控模式正受到越来越大的挑战，而新兴的利率走廊调控模式正成为越来越多经济处在不同发展阶段的国家采用，对利率走廊调控的研究也方兴未艾。利率走廊调控是指中央银行在基本无需买卖国债的情况下，通过变动央行的存贷款利率，来调节货币供给量。它与传统的公开市场操作调控利率的方式不同，具有传统调控所不具有的优势，不仅德国、欧洲央行、加拿大、新西兰、澳大利亚等发达国家采用利率走廊调控利率，许多新兴发展中国家也采取利率走廊调控，如印度。同时，许多国家对目标利率的调整采取多次小幅微调的平滑操作，使目标利率的变动具有渐进平滑特征。

近年来，我国利率市场化改革稳步推进，利率改革的最终目标应该是实现利率形成机制的充分市场化。在整个社会资金运动过程中，建立起一个在国家间接调控下，以市场供求为基础、以中央银行基准利率为核心、以市场利率为主题的多元化的利率管理和利率形成机制、利率结构体系和利率传导机制<sup>[1]</sup>。在利率市场化的同时，我国利率调控方式也在发生变化：由过去一次性大幅调整转为多次小幅微调。特别是在2007年，央行连续六次小幅加息，更充分体现了这一趋势。利率平滑操作已成为我国货币政策操作的新范式。

当前，我国学术界对利率市场化的讨论已日渐达成共识，对利率市场化过程中存在的问题及对策研究在理论层面也日趋成熟。但国内学者对我国利率调控的模式探讨则涉猎不足，对利率调控模式的研究在理论层面仍是凤毛麟角。而一国宏观调控实践必须有相应的理论作为指导，才能在理论和实践中日益完善。作为一名西方经济学专业的学生，在学习西方经济学理论的同时，我们应该用马克思主义的辩证法，吸收、借鉴国外成熟的理论和操作经验，剔除糟粕，吸取精华，为我所用。因

<sup>[1]</sup>解川波，尹志超，利率市场化与利率风险管理，第一版，成都：西南财经大学出版社，2006：28

此我们并不是全盘吸收西方国家的理论。同为市场经济体制，以社会主义公有制为基础的市场经济和以私有制为基础的市场经济既有共通之处，也有各自的特色，这就决定了我们应该把西方国家反映市场经济共性的理论和经验为我所用，以更好地促进中国特色社会主义市场经济的发展、完善。

有鉴于此，本文将西方国家利率走廊与利率平滑理论与当前我国利率市场化过程中利率调控模式研究相结合，在借鉴国外利率走廊与利率平滑调控经验的基础上，研究我国利率调控的历史沿革及分析我国资本市场与国外资本市场的共性和个性，以期能在传承前人研究的基础上，旁求博考，深入探讨，为我国宏观利率调控方式的成熟发展提供一种适合我国市场基础的理论。但是，作为一名硕士研究生，由于学识有限，在涉猎理论研究过程中，难免顾此失彼，不尽完善。因此，文章不求完美，但求探索。

## 二、文献综述

货币供给学派认为，利率的高低是由货币的供给决定的。货币市场货币供给大于需求，则利率下降，货币供给小于需求，则利率上升。传统的调控利率方式以货币供给理论为基础，主要通过公开市场操作，调节货币供给量，从而影响利率的变化。当央行应经济运行需要降低利率时，央行买入国债，增加货币供给，利率下降；当经济运行要求提高利率时，央行卖出国债，减少货币供给，推动利率上升。这种调控在历史上曾是全球范围内各国利率调控的主要方式，当前也仍有许多国家采取这种调控模式，其中以美联储的操作最成功也最具代表性。当美联储认为经济的发展需要提高利率时，抛出国债，吸收货币市场资金，商业银行的资金减少，同业拆借市场拆借资金减少，拆借利率上升进而使整个利率水平上升。但是，传统的利率调控方式是以经济主体对货币的需求、经济运行所需的货币量没有发生显著变化的情况下，通过改变货币市场货币供应量从而调控利率。如果经济运行的货币需求发生变化，例如当前信用卡的广泛使用、电子货币的发展使经济主体对基础货币需求的减少，央行公开市场操作可能就不会那么顺利。当经济繁荣而央行需要卖出国债以提高利率时，由于经济主体更愿意持有货币而不愿持有国债，央行改变货币供给量的目标并不易实现，公开市场操作的效果也大打折扣。央行为实现调控目标，必需辅以更强的调控力度，从而增加了调控成本。近二十年来，随着电子货币的发展，

公众货币需求下降，“表现为 10 个发达国家基础货币流通速度提高了 60%，货币乘数扩大了一倍，商业银行的储备和流通中的现金占 GDP 的比重下降了一半，商业银行结算对基础货币的需求大幅度下降<sup>[1]</sup>”。传统调控方式效果的递减催生新调控方式的兴起。

利率走廊（Interest Rate Corridor）是指中央银行通过设定商业银行在央行存贷利率的上下限，在央行设定的贷款利率上无条件满足商业银行再贷款需求，在存款利率上无条件吸收商业银行剩余资金，依靠设定利率操作区间来调控商业银行之间的拆借利率，进而调控市场利率的调控方法。这种调控方式基本无需变动货币供给量，而是通过银行间拆借利率的变动影响市场利率。当前由于电子技术的发展，公众对基础货币需求的下降和传统调控方式调控效果的降低，利率走廊调控越来越普遍应用于经济发展水平处于不同发展阶段、金融发展程度不同的国家和地区。主要有加拿大、法国、德国、意大利、瑞典、瑞士、芬兰、匈牙利、澳大利亚、新西兰、印度等。

利率平滑（Interest Rate Smoothing）是指中央银行在调控市场利率时，在一定时期内在同一方向上连续小幅调整基准利率，而逆向调整的次数少，间隔时间长，从而使得基准利率变动具有平滑特征。国内也有许多学者把 Interest Rate Smoothing 翻译成利率微调，但相比较而言，笔者认为平滑比微调更贴合实际。微调只能反映利率调整的幅度，并不能反映利率调整的趋势；相反平滑不仅反映每次调整的幅度，还反映了利率调整的趋势含义，表现利率调整的方向性，规则性。“1990 年 7 月，美联储明确宣布以渐进平滑方式调整其联邦基金利率，从 1990 年 7 月到 2006 年 6 月的 16 年间，美联储一共调整了 68 次利率，平均 2.84 个月就调整一次，其中逆向调整 6 次，利率调整多以 25 个基点的幅度进行，高于 25 个基点的调整仅 16 次。加拿大央行从 1995 年 1 月到 2006 年 5 月，总共调整银行隔夜拆借利率 140 次，1996 年 8 月以后，调整主要在同一方向变化，多以 25 个基点进行，逆向调整间隔时间长频率低，也明显具有渐进平滑的规则特征<sup>[1]</sup>。”

## （一）国外研究动态

国外对利率走廊的研究主要集中在两方面：

<sup>[1]</sup> 胡海鸣，贾德奎，“利率走廊”调控的理论与实践，第一版，上海：上海人民出版社，2006：15

<sup>[1]</sup> 闵远光，利率平滑：我国货币政策操作的新范式，上海金融，2006（10）：21

### (1) 关于电子技术发展对货币需求的影响

Benjamin Friedman 认为, 电子货币的发展将取代公众对基础货币的需求。传统的货币政策是通过改变公众持有的基础货币量从而实现对其产出的调控。随着电子货币使用越来越广泛, 公众持有的电子货币越来越多, 当经济主体完全运用电子货币进行市场交易, 电子货币完全取代基础货币成为交易媒介时, 基础货币的变动就无法对经济运行产生影响, 央行变动基础货币的调控政策效果也就大大削弱。

Mervyn King 认为, 中央银行的作用取决于信用纸币的应用程度。在信用纸币应用广泛的 20 世纪, 央行的的重要性前所未有的体现出来。但随着电子货币的广泛应用, 电子货币逐渐替代基础货币, 电子支付系统的发展使得商业银行不需基础货币也能实现结算帐户的平衡, 当电子货币完全取代基础货币, 央行的货币政策也就失去稳定经济的作用。

Charles Freedman 则认为, 央行作为最后贷款人发挥稳定经济的作用, 电子货币的出现将打破央行对基础货币供给的垄断, 但不会威胁央行作为最后贷款人的地位, 因此货币政策仍然会在社会经济的运行中发挥重要作用。

### (2) 关于利率走廊调控的原理和作用机制

Kevin Clinton 在 1997 年发表的论文中, 详细介绍了利率走廊操作的程序与步骤, 在法定准备金为零的条件下, 央行的货币政策也会有效。只要货币当局建立合适的利率稳定机制, 在商业银行追求利润最大化的过程中, 在经济主体的套利能顺利实施的情况下, 就会使央行实现平抑利率波动的目标。

Michael Woodford 分析了加拿大、澳大利亚和新西兰等国的利率走廊调控的实践和作用机制, 认为在电子货币代替基础货币后, 利率走廊调控的调控机制能很好地保证中央银行实现利率调控的目标。

Vitor Gaspar 和 Gabiel P. Quiros 通过建立商业银行的储备管理模型, 研究利率走廊设定下商业银行的储备需求行为改变及其对市场拆借利率均衡的影响, 所得出的结论表明, 与传统利率调控模式所不同, 在利率走廊调控模式下, 中央银行对市场利率的调控, 是通过影响商业银行的储备需求行为和引导经济主体的市场预期来实现的<sup>[1]</sup>。

在利率平滑方面, Jeffery D. Amato 和 Thomas Laubach (1999) 的论文中比较详细地描述了美国实行利率平滑调控政策的情况, 并对美国实行这一货币政策的原因

[1] 贾德奎. 基于自愿准备金制度的利率走廊调控模式研究. 财经理论与实践, 2007, 28 (148): 15

提出了见解。他们认为，美国联邦基金利率之所以在很长时间内是缓慢变动的，很大程度上是受其制定的联邦基金政策的影响，而使联邦基金政策具有这种惯性的原因要归结为货币当局在不确定的情况下采取了谨慎的态度<sup>[2]</sup>。

Woodford (1999) 提出，中央银行要根据经济条件变化逐步调整利率。在私人部门行为最优化的情况下，利率平滑（也称利率惯性）是最优的。其理由是，从长期来看，较小的持续短期利率调整会产生较大的效应，并对总需求产生影响<sup>[3]</sup>。

## （二）国内研究动态

关于利率走廊与利率平滑理论研究，当前国内研究尚处于起步阶段，研究利率走廊与利率平滑的学者主要有胡海鸥、贾德奎、刁节文、张云、闵远光等。

胡海鸥、贾德奎在《“利率走廊”调控的理论与实践》一书中说明了“利率走廊”调控方式的含义、机制和效果，研究了“利率走廊”调控的依托条件及我国推行“利率走廊”调控所欠缺的条件和可行步骤。

张飞在《关于无货币供给量变动的利率调控模式探讨》中认为，我国的利率市场化是以美国的利率调控模式为蓝本，通过对公开市场操作变动货币供给量来调控利率，而我国应该采取无货币供给量变动的利率调控模式。

黄燕君、郑小胡在《我国现行利率调控模式选择的必然性》认为无货币供给量变动的调控模式在我国很实现，我国现行利率调控模式所遇到的问题也是采取无货币供给量变动的利率调控模式所必需解决的，因此我国现行的利率调控模式具有必然性。

闵远光在《利率平滑：我国货币政策操作的新范式》一文中认为利率平滑是当前各国中央银行普遍采用的货币政策操作方式，利率平滑操作可以平滑经济波动，降低经济波动的福利成本，稳定金融市场，减小经济调整成本，减少政策的动态不一致，增强货币政策的可预测性。

---

<sup>[2]</sup> Jeffery D·Amato and Thomas Laubach. Monetary policy in an estimated optimization-based model with sticky prices and wages. Research Working Paper from Federal Reserve Bank of Kansas City, No 99-09, 1999.

<sup>[3]</sup> Michael Woodford. Optimal Monetary Policy Inertia. Seminar Papers from Stockholm University, No 666, 1999.

### 三、研究思路和方法

我国利率市场化是不可逆转的趋势，在利率市场化条件下如何加强对市场利率的监管是我国金融市场发展急需解决的重大课题。本文以利率市场化条件下的利率调控模式研究为核心，对利率走廊与利率平滑展开全面论述。全文研究思路如下：首先从理论出发，分析利率走廊与利率平滑调控的理论涵义、理论基础，并运用马克思经济学理论对利率走廊与利率平滑理论做出评鉴，接着分析利率平滑与利率走廊的实践与作用机制，以及利率走廊与利率平滑的耦合性，探讨利率平滑与利率走廊的内在联系，揭示“利率走廊+利率平滑”调控的可能性；而后，探讨利率走廊与利率平滑在我国的适用性，并借鉴国外利率走廊与利率平滑的实践经验，结合我国的实际情况，论证利率走廊与利率平滑在我国的契合性；在此基础上，提出构建我国利率调控的新模式——“利率走廊+利率平滑”调控。文末对我国未来实施“利率走廊+利率平滑”调控提出相应的政策建议。

在研究方法上，本文运用马克思的唯物辩证法，运用大量经济学原理与方法，将理论的发展与实践有机结合，在总结前人研究的基础上，提出自己的观点。同时，将规范分析与实证分析结合起来，引用数据和图形对观点进行佐证，使文章更具有说服力。

## 第一章 利率走廊与利率平滑理论范式

任何实践的创新都需有理论的先导，而任何理论创新也都是在传承和僭越前人理论基础上突破。研究利率走廊与利率平滑调控，必需先对其理论基础进行系统、深入的概括，方能临文不讳。利率走廊与利率平滑理论的突破，利率走廊与利率平滑的结合是建立在以往货币理论的基础上——传统的调控方式以货币供给理论为基础，通过公开市场操作影响增加或减少市场货币供给，利率走廊与利率平滑理论是综合西方货币供给、货币需求理论的思想，并在此基础上结合实践的发展所得出的货币政策操作新范式。从马克思经济学的角度，我们可看出利率走廊与利率平滑理论有其缺陷，但也有其可借鉴之处。

### 第一节 利率走廊概念与理论

#### 一、利率走廊涵义释读

“利率走廊”指中央银行通过向商业银行等金融机构提供存贷款便利机制，从而依靠设定的利率操作区间来稳定市场拆借利率的调控方法<sup>[1]</sup>。利率走廊假设商业银行追求利润最大化，并且在一定时期内保持帐户结算资金平衡。如图， $r$  为中央银行目标利率， $r+s$  为商业银行在央行的再贷款利率， $r-s$  为商业银行在央行存款利率。在央行设定的贷款利率上，央行无条件满足商业银行的再贷款需求，在存款利率上无条件接受商业银行的存款。追求利润最大化的商业银行既不会以高于央行贷款利率在同业拆借市场拆入资金，因为它可以在央行的贷款利率上从央行获得再贷款，也不会以低于央行存款利率在同业拆借市场拆出资金。“实际拆借

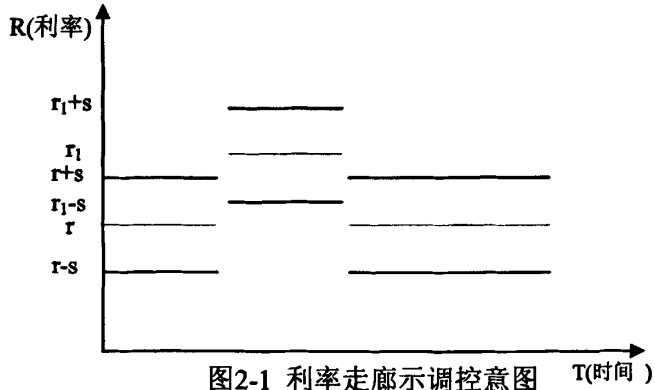


图2-1 利率走廊示调控意图  
Figure2-1 interest rate corridor control model

[1] 贾德奎，胡海鸥。利率走廊：我国利率调控模式的未来选择。财经研究，2004，30（9）：56

利率到央行贷款利率的差额为资金拆入银行的收益，如果它不在拆借市场拆入短缺资金，就只能承受更高利率，向央行借款。实际拆借利率到央行存款利率的差额为资金拆出银行的收益，如果商业银行不把富余资金在拆借市场拆出，它只能接受更低利率，将该资金存入央行。在这种情况下，如果拆借利率高于央行存贷款利率二份之一的位置，就是拆入银行的收益小于拆出银行，商业银行都愿意拆出，而不愿意拆入，拆借资金供给增加，拆借资金需求减少，拆借利率下降……如果拆借利率低于央行存贷款利率二份之一的位置，就是拆出银行的收益小于拆入银行，商业银行都愿意拆入，而不愿意拆出，拆借资金供给减少，拆借资金需求增加，拆借利率上升……只有拆借利率处于央行存贷款利率二分之一位置上时，拆入银行和拆出银行的收益相等，结算资金的供给与需求相等，拆借市场上当的资金存量得到了充分的运用……拆借利率实现均衡<sup>[1]</sup>”。

因此，同业拆借市场的利率只能在央行设定的存贷利率范围内波动，该存贷利率的上下限被称为利率走廊。通过设置目标利率，并规定同业拆借利率上下波动的范围，使银行间同业拆借利率在央行规定的利率区间波动。而在市场的作用下，均衡利率最终将围绕央行的目标利率波动，从而实现央行的政策目标。当经济运行要求提高利率时，央行提高存贷款利率，商业银行的利率操作空间发生变化，同业拆借利率随之上升，从而影响金融市场的其它利率发生变化。这样，央行通过控制商业银行在央行的存贷利率，从而调控资本市场的利率水平，而不是运用公开市场操作买卖国债改变货币供给量来调控市场利率。

但是，利率走廊调控只是货币政策当局调控利率的一种操作方式，它是通过设定目标利率，并规定同业利率只能在某区间波动，运用市场自身的力量使得同业拆借市场利率处于央行的目标利率水平，是一种动态的均衡。它与管制利率浮动上下限的形势很相似，但二者却有本质的不同。首先利率走廊调控是央行设定商业银行在自己的存贷款利率，央行只控制一个存款利率和一个贷款利率；利率管制浮动控制是央行规定商业银行存贷款利率浮动的上下限，存款利率有上下限，贷款利率也有上下限，央行实际是规定了四个利率。再者，利率走廊是充分运用市场的力量进行调控，“利率走廊通过市场手段进行调控，商业银行按利润最大化要求决定自己的利率。它把同业拆借利率控制在利率走廊中，并不是出于对央行的服从，而是因为利率走廊之外的利率不符合它们的利益。利率管制浮动通过行政手段规定商业银

<sup>[1]</sup> 胡海鸥，贾德奎，“利率走廊”调控的理论与实践，第一版。上海：上海人民出版社，2006：46—47



行的利率，商业银行将存贷款利率限制在管制浮动的限度内，不是因为利率超出这个位置不符合商业银行的利益，而是因为必须服从央行的指令。比较原来完全不能浮动的利率，管制浮动已经朝着市场化方向跨出了一大步，但是服从央行指令的本质依然没有变化<sup>[1]</sup>”。因此，利率走廊与管制利率浮动形势相似，内涵不同。

## 二、利率走廊理论基础

### （一）货币供给决定论

长期以来，对货币与实体经济的关系一直存在两种理论——货币供给决定论和货币需求决定论。货币供给决定论的主要代表任务有Fishier、Pigon、Keynes、Friedman等。Fisher和Pigon都强调货币数量的影响。Fisher货币交易方程式 $MV=PT$ 。M代表货币量，PT代表对商品劳务的名义需求，V代表货币流通速度。根据此公式，货币供给的变化将通过价格水平影响产出，央行通过控制货币供给量的变化从而影响社会产出水平的变化。Pigou的货币需求量公式 $M=k\pi R$ ，M为货币需求量，R公众的资产总价值， $\pi$ 资产的目前价格指数， $\pi R$ 目前资产的货币价值，R货币形式持有的资产占全部资产的比重。Pigou的货币需求公式将人们的货币需求与资产持有相联系，分析货币占财富的比重影响和决定货币交易需求。Keynes的货币需求理论是在1929—1933年大萧条的背景下提出的。Keynes将货币需求分为交易需求、预防需求和投机需求。交易需求和预防需求之和为 $M_1$ ，投机需求为 $M_2$ ， $M_1$ 与 $M_2$ 之和为货币总需求。 $M_1$ 与收入同方向变动， $M_2$ 与利率反方向变动，所以央行高价买入国债，利率下降，货币供给增加，居民手中持有货币增多，消费、投资、净出口、总需求都增加，从而拉动经济发展，反之亦然。Keynes的货币需求理论成为战后各国宏观调控的理论基础。Friedman认为，货币供给变化通过居民手中资产组合的变动影响物价的变动，而不是通过利率影响投资从而影响产出，货币供给在长期中只是影响名义价格的变动，而在短期中会由于当前货币政策的实施而误导长期货币政策的实施。因此，央行应将货币供给量的增长速度等于经济增长率和物价上涨之和，实行规则的货币政策。

<sup>[1]</sup> 胡海鸥，贾德奎，“利率走廊”调控的理论与实践，第一版。上海：上海人民出版社，2006年：2-3

## （二）货币需求决定论

货币需求决定论认为不是货币供给决定经济运行，而是经济运行决定货币供给。其主要代表任务有 Weintraub、Kaldor 和 Moore。Weintraub 认为，商品的价格是在既定的制度条件下劳动成本与产量之比的函数。 $P=K(W/Q)$ ， $K$  代表市场垄断程度， $W$  为总名义工资， $Q$  为实际产出。当工资增长速度大于劳动生产率增长速度， $W/Q > 1$ ，物价上涨。名义收入等于一般物价水平乘以实际产出，即  $Y=P*Q$ 。在名义收入不变时，物价上涨，失业减少。如果  $Y$  为既定的货币供给量决定，则  $MV=Y=PQ$ ， $P$  上升， $Q$  下降，则就业下降，为避免就业下降，只有增加货币供给，因此，货币供给是由经济运行中的货币需求决定的。Kaldor 认为，在现代金融体制下，央行的基本职责是作为最后的贷款人，央行在既定的利率水平上必须满足所有的贷款需求。当经济处于繁荣阶段，经济主体的货币需求增加，带动商业银行的资金需求增加，即使央行设定的贷款利率高于一般利润水平，由于企业预期所获利润大于使用资金的成本，经济体系中的货币不能满足需要，商业银行将向央行再贷款，而央行作为最后贷款人，只能按照货币需求提供货币供给，而不能限制货币供给。Moore 将货币分为商品货币、政府货币和信用货币。信用货币形成于商业银行的贷款发放，而贷款发放则取决于公众对贷款的需求和贷款的期限，信用货币因此取决于信用货币的需求。在这种情况下，传统的货币调控方式不一定有效。在追求利润最大化的商业银行面前，央行传统的调控方式——通过公开市场买卖政府债券从而决定银行系统中的基础货币量和基础货币供给——效果将大大降低。由于商业银行追求利润最大化，它必然将拥有的剩余资金尽可能的发放出去，以增加银行的收益，银行一般不会有闲置的资金参与公开市场买卖，或者参与的资金少于央行公开市场操作的需求。央行并不能像传统理论解释的那样按自己的需求决定货币的供给。相反，货币的供给是由货币的需求所决定。在经济繁荣时期，资金投资回报率高于投资政府债券的收益，人们将更多的卖掉政府债券，迫使央行增加货币供给；在经济萧条时期，资金投资回报率低于政府债券收益，人们不愿将手中的债券卖出，央行也就无法增加货币供给以增加投资促进经济复苏。

利率走廊理论是以货币需求决定论和货币供给决定论的综合与发展为基础。由于货币的供给是由货币需求决定，在一定时期内，经济体系中货币需求不变，央行只要变动商业银行在央行的存贷利率，就可实现调控利率的目标。“货币供给决定论假

定央行完全能够控制货币供给量，然后探讨货币供给量变动影响利率，进而影响各种经济变量。货币需求理论否定了货币供给决定理论的前提，认为央行完全不能控制货币供给，所以不能通过货币供给调控利率，而只能直接的利率调控<sup>[1]</sup>”。但同时，利率走廊理论也是货币供给决定理论的发展。在同业拆借市场，拆借利率的均衡是根据资金的供求所决定的。为了实现利润最大化和保证帐户平衡，商业银行必然将剩余资金在同业拆借市场拆出或拆入短缺资金，如果经济运行要求货币需求量增加，商业银行将自己大部分金融资产投资与经济各种领域，大部分商业银行在较长时期内支出大于收入，同业拆借市场商业银行所需的拆入资金大于拆出资金供给，同业拆借利率将不会处于央行存贷利率二份之一的位置，市场均衡利率偏离央行的目标利率，此时央行仍需变动货币供给量来调节同业拆借市场的资金供给，以实现市场出清利率与央行目标利率的一致。因此，利率走廊调控理论是以货币供给决定论和货币需求决定论发展的结果。

## 第二节 利率平滑概念与理论

### 一、利率平滑的涵义

利率平滑 (Interest rate Smoothing) 调控是指货币当局以实际利率作为货币政策中间目标，并通过控制基准利率使之沿同一方向逐步小幅变动，只在经济运行情况发生根本变化时通过逆向微调利率的方式，向市场传达明确的政策信号，促使市场自动进行调整，保持宏观经济稳定，实现货币政策目标的一种操作机制。其中中央银行逆向调整基准利率的次数较少，逆向调整之间的时间间隔也较长<sup>[2]</sup>。从利率平滑的定义可以看出，利率平滑具有一下特征：一是每次利率调整的幅度小，一般每次以低于 50 个基点的幅度调整；二是利率调整同方向性，既利率的变动长时间都是按同一个方向进行调整，升息降息的时间周期都较长，且在同一周期内，逆向调整的次数少；三是利率调整的频率较以往大幅微调的频率快，间隔时间短。利率同向调整的频率要远高于逆向调整的频率。

<sup>[1]</sup> 胡海鸣，贾德奎。“利率走廊”调控的理论与实践。第一版。上海：上海人民出版社，2006：135—136

<sup>[2]</sup> 黄燕，胡海欧。利率平滑的政策操作模式研究及启示。当代经济管理。2006（1）：63—66.

## 二、利率平滑的理论释义

### （一）理性预期学派理论解释

理性预期学派假定，经济主体在进行经济决策之前，总是以自己收集到的经济信息为根据。如果人们充分掌握了一切有关的经济信息，并以此预测未来的经济运行，预测结果将与实际相一致。理性预期是相对适应性预期而言的。所谓适应性预期就是运用经济变量的过去记录去预测未来。因此，理性预期是适应性预期的发展深化。理性预期学派认为“具有理性预期的人会预料到政府政策所造成的后果，从而采取相应对策，即‘上有政策，下有对策’。这种‘对策’会抵消政策的作用，从而使政策失效”。理性预期学派的发展使西方发达国家在制定政策时开始考虑经济主体的预期对政策效果的影响。根据博弈论，经济主体预期的存在将使政策效果大打折扣。“私人部门会努力发现政策制定者的偏好，而政策制定者也在努力使私人部门相信其偏好，或者说努力欺骗私人部门。在这种情况下，政府最好是不要为追求自己认为的最优目标而不断在戏弄公众，用不断变换政策的把戏去和公众‘斗智’。而应当尽量减少对私人经济活动的干预，即放弃短期的政策规则变动，实施长期不变的政策规则，创造一个让市场机制充分发挥其自发调节作用的稳定环境……使经济稳定发展<sup>[1]</sup>”。因此，政策的制定必需是规则的，以充分发挥经济主体理性预期的作用，增强货币政策执行效果。

利率平滑调控正是充分运用经济主体的理性预期特征，在每次利率调整过程中，由于利率平滑调控的方向性与规则性，在一定时期内经济主体可较准确的预期未来利率政策的走势，从而采取相适应的策略以实现自身效用的最大化，增强利率政策的效果。

### （二）货币政策时滞对利率政策效果的影响

“西方经济学家把从货币当局需要采取一定的货币政策行为到该行为最终发挥效用所需的时间过程称为货币政策时滞。货币政策时滞分为内部时滞和外部时滞<sup>[2]</sup>”。政策的内部时滞指政府货币管理当局从获取经济运行的信息决定采取调控政策到货币政策的正式出台所需的时间。政策内部时滞在不同国家不尽相同，它不仅取

<sup>[1]</sup> 高鸿业主编，西方经济学，第三版，北京：中国人民大学出版社，2004（9）：571

<sup>[2]</sup> 陈涛，多目标：中国转轨时期货币政策的现实选择，第一版，北京：中国经济出版社，2006：135

决于货币当局的行政效率，也取决于获取经济运行信息的及时性。外部时滞指货币政策出台到货币政策效果的实现所需的时间。不同经济体系货币政策的外部时滞也不同，一般金融市场越完善，其货币政策外部时滞也越短。“货币政策的外部时滞影响货币政策效果……货币政策作用要经过相当长一段时间才会充分得到发挥……货币政策即使在开始采用不用花很长时间，但执行后到产生效果却要有一个相当长的过程。在此过程中，经济情况有可能发生与人们原先预料的相反的变化。比方说，经济衰退时中央银行扩大货币供给，但未到这一政策效果完全发挥出来经济就已经转入繁荣，物价开始较快上升，则原来扩张性货币政策不是反衰退，却为加剧通货膨胀起了火上加油的作用<sup>[1]</sup>”。因此，央行调整利率的货币政策如果采取一步到位的调整方式，由于货币政策的时滞效应，可能并不能达到预期的调控效果：如果政策方向执行正确，则货币政策有可能达到预期效果，但也有可能在政策时滞的影响下，当政策传导至微观层面时，原先制定政策所对应的经济环境已发生变化，则货币政策可能不能达到预期效果。在经济波动较为剧烈的情况下，如果经济形势发生逆转，甚至可能产生与预期相反的作用。而如果央行采取小幅微调的方式，则每次微调后可以观测利率调整后市场的反应以及利率调整方向是否正确，并根据上次调整的政策效果来决定下次货币政策的方向和力度，增强了货币政策操作的正确性。

### （三）结构参数不确定性理论

结构参数不确定理论认为，货币政策制定者是根据一定的货币模型来决定货币政策的。但是货币政策的制定者并不完全了解货币政策传导机制中的主要经济结构参数。在一般情况下，利率大幅调整会在较短的时间内对通货膨胀和国民产出与其目标水平发生背离时产生作用。但是，在经济模型参数不确定的情况下，利率大幅变动的政策也可能对国民产出和通货膨胀产生预料不到的不良影响，甚至有可能导致产生货币当局并不期望的对实体经济的“副作用”和无法实际观测到的“内伤”。因此，最优的政策执行方式应该是：将一次大幅调整的方式转变成多次小幅微调，渐进地变动利率以使得国民产出和通货膨胀逐渐地回归其目标水平，即平滑的调整利率。

以往对于货币政策的研究，大多都隐含着一个前提条件，即政策制定者是完全了解经济结构的情况的。事实上，对于经济模型中参数的估计并不能达到完全准确，

<sup>[1]</sup> 高鸿业主编，西方经济学，第三版，北京：中国人民大学出版社，2004：523

人们在研究经济模型的过程中，只能根据历史数据推算出货币政策模型，所得到可能只是一个粗略的模型，况且模型参数也会随着时间的推移而发生无法预料到的变动，甚至，政策制定者有可能根本就不知道模型的准确形式。因此可以说，货币当局是在对于模型没有完全掌握的情况下执行货币政策的，而且也并不十分肯定利率变动对于国民产出和通货膨胀这样的宏观经济变量会产生怎样的影响。尽管参数不确定对于最优政策选择的影响要取决于具体的模型假设，但是最优的选择是：由于参数的不确定性，最优政策规则在执行过程中应该谨慎，即应该尽量采取平滑调整利率的操作方式。这样，政策制定者可以采取更多试验性的策略，根据每次利率调整所产生的结果，修正最优政策规则。同时，当对模型参数估计不准确的情况下，采取平滑调整的方式，减小政策的执行对于国民产出和通货膨胀产生不利的影

### 第三节 两种理论的评鉴

从上面的分析可以看出，利率走廊理论是货币供给理论和货币需求理论的发展，利率平滑理论是在充分考虑经济主体预期以及货币政策时滞和政策结构参数的基础上发展起来的。通过上述论述，我们了解到利率走廊与利率平滑理论既有不少可鉴之处，也有根本的缺陷。在研究利率走廊与利率平滑理论的过程中，对于其纰缪与可鉴之处，应该有明确的认识，方能在吸收其精华的基础上，剔除糟粕，为我所用。因此，本节在马克思主义经济思想的指导下，对利率走廊与利率平滑理论进行较为客观的评鉴。

#### 一、利率走廊与利率平滑理论的主要纰缪

##### （一）利率走廊理论的主要纰缪

利率走廊理论认为，央行无需变动货币供给量，只需通过设定商业银行在央行的存贷款利率，而在市场力量的作用下，通过影响商业银行的盈利空间，商业银行同业拆借利率将在央行存贷利率二分之一的位置上实现动态均衡，而央行调控同业拆借利率即可通过货币市场各种利率之间的传导关系，实现调控市场利率的目标。也就是说，央行通过控制商业银行在央行的存贷款利率，即可实现调控市场利率目标。目标利率水平是由央行决定的。而关于利率水平的决定，马克思在《资本论》中，对利率早有深刻的阐述。马克思经济学从社会生产的角度考察利率的决定因素。

“利息是职能资本家使用借贷资本所支付的代价，是借贷资本家出让资本使用权的报酬。利息实际上是平均利润的一部分，本质也是剩余价值的转化形式，它体现了职能资本家和货币资本家共同剥削工人的经济关系<sup>[1]</sup>”。利率是利息率的简称，表示一定时期内利息量和本金的比率。“只有资本家分为货币资本家和产业资本家，才使一部分利润转化为利息，一般说来，才创造出利息的范畴；并且，只有这两类资本家之间的竞争，才创造出利率<sup>[2]</sup>”。也就是说，利率是货币资本家和产业资本家分割利润或剩余价值竞争的结果。不同类型的利率是由不同的货币资本家和产业资本家分割剩余价值竞争的结果。而利率走廊调控却认为市场上其它利率的高低是以基准利率为基础，同时结合各种利率的风险大小决定的。基准利率是货币市场各种利率的基础，央行可通过调控基准利率从而达到调控市场其它利率的目标。因此，歪曲了不同利率水平决定因素的本质。

## （二）利率平滑理论的主要纰缪

利率平滑理论认为，对目标利率采取小幅同向变动是因为经济主体的理性预期、货币政策传导的时滞性以及结构参数的不确定性。利率平滑理论认为目标利率的确定是根据经济模型所出的结果来确定的，而由于经济主体的预期和货币政策的时滞，为增强利率调控的效果，所以采用利率平滑的调控方式。利率平滑调控理论对利率平滑的解释是片面的。对于目标利率水平的确定，马克思研精覃思，早已有精辟的论述。利率是利息率的简称，而利息是剩余价值的转化形式。利息是利润的一部分，利息就必然受利润的制约，从而利率也必然受制于利润率。“利率由利润率决定<sup>[3]</sup>”。“利息是由利润调节的，确切些说，是由一般利润率调节的。而且，这种调节利息的方法，甚至于是用于利息的平均水平……不管怎样，必须把平均利润率看成是利息的有最后决定作用的最高界限<sup>[4]</sup>”。因此，马克思认为，平均利润率对利率的决定具有基础作用，利率必须以平均利润率为基础，而不是由经济模型计算决定的。而且，对于经济模型的形式，如何确定经济模型，并没有统一的标准。

再者，利率平滑理论认为为了增强利率政策的效果，从经济主体的理性预期以及货币政策时滞的角度阐释利率采取多次小幅微调的方式的原因，未免一叶障目。

[1] 许彩玲. 凯恩斯利息理论及其对中国的适用性考探. [福建师范大学硕士学位论文]. 2006 : 31

[2] 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1975: 415

[3] 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1975: 409

[4] 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1975: 403

利率的水平决定是由社会平均利润率决定的，而在一段时间内，社会生产平均利润率并不可能发生大幅度的变化，平均利润率的变化也是在缓慢的逐渐变化中，从而利率的变动应和平均利润率的变化同步，也应采取小幅变动的方式。

## 二、利率走廊与利率平滑理论的可鉴之处

### （一）利率走廊理论的可鉴之处

利率走廊理论认为，央行通过设置走廊区间使同业拆借利率在央行设定的区间波动。同业拆借市场利率的波动与市场上拆借资金的供求相关。在一定时期内，如果央行设定的目标利率未改变，则市场利率水平决定就由同业拆借市场资金供求的关系决定同业拆借利率的高低，从而决定货币市场其它利率水平的高低。马克思也认为供求关系对市场利率决定的直接作用。由于平均利润率在较长的时间里是一个相对稳定的量。在短期内，在平均利润量为固定的情况下，利息量和利率的确定，就直接由借贷资本的供求决定。“利率也可以完全不以利润率的变动转移<sup>[1]</sup>”。利率是产业资本家使用资金的价格。“这种价格，就像普通商品的市场价格一样，任何时候都由供求决定<sup>[2]</sup>”。“市场利率决定于（借贷）资本的供求<sup>[3]</sup>”。因此，马克思也认为在短期内，利率的变动是由借贷资本的供求直接决定的。当供给增加而需求不变时，市场利率下降；反之，则市场利率上升。

利率走廊理论认为央行通过变动存贷款利率即可调控利率，而不是通过传统的公开市场操作的方式，通过变动货币供给量而调控市场利率。是因为在一段时期内，社会经济发展所需的货币量是固定的，即货币供给是由货币需求决定的。货币政策的中介目标应由货币供给量转为利率。马克思的内生货币供给理论也认为，货币的需求量是由社会经济发展的内生需求决定的。货币供给是内生的，一国货币供给作为内生变量是由经济活动自身创造出来的。则央行在实施货币政策过程中，通过变动货币供给量从而调控利率的调控模式将是无效的。货币供给量作为货币政策的中介目标并不适宜，因为货币供给量的多少并不是由央行决定，而是由经济发展的内生性决定的。一国中央银行必须采用以利息率为中介目标的货币政策调控模式。

[1] 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1975: 405

[2] 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1975: 411

[3] 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1975: 583



## （二）利率平滑理论的可鉴之处

利率平滑理论认为由于货币政策的时滞以及经济结构模型参数的不确定性，所以央行对利率的变动采取小幅微调的形式。利率平滑理论是从增强货币政策效果的角度认为利率变动应采用平滑操作的方式；马克思是从利率产生本质的角度认为由于利率是由平均利润率决定的，而在社会化大生产中，一段时期内平均利润率是个相对稳定的量，平均利润率的变化不可能在短时期内产生巨大的变动，因此利率的变动在短期内也应是小幅变化的。马克思的利率理论与利率平滑理论都认为利率的变化应是小幅变动。

利率平滑理论认为央行可以调控利率波动的幅度，对利率的调控可以实现货币政策的目标。也就是说央行可以对利率水平进行调节。马克思也认为中央银行有权对利率水平进行调节。“英格兰银行的权力，在它对市场利率调节上显示出来<sup>[1]</sup>”。中央银行必须根据货币流通速度及货币市场的供求关系决定利率。“英格兰银行按照资金的流入流出来提高或降低它的贴现率，虽然它这样做时，自然也总是考虑到公开市场上占统治地位的贴现率<sup>[2]</sup>”。因此，利率平滑理论与马克思的经济学思想具有耦合之处。

从上面的分析中，可以看出，利率走廊与利率平滑理论虽然有一定的缺陷与不足，但其理论也具有一定的可鉴之处，与马克思的经济学理论思想也具有耦合之处。利率走廊与利率平滑理论都承认利率在宏观经济中的作用，所以央行应采取利率作为货币政策的中介目标；马克思也分析了利率与现实经济具有联动效应。利率走廊理论认为货币供给是由需求决定的，马克思也认为货币供给是内生的，是由经济发展的内生性决定的。利率走廊与利率平滑理论认为在短期内利率的变动有一定的范围，利率不应在短期内大幅变动，马克思也认为利率的变动在短期内有一定的范围，因为利率的本质是剩余价值，利率是由平均利润率基础决定的，在一段时期内，平均利润率是一个相对稳定的量，利润率会在一定区间里波动，但平均利润率在短期内不可能大幅变动。利率走廊与利率平滑理论都认为央行对利率可以采取一定的调控，马克思也认为央行有权对利率水平进行调节。

因此，利率走廊与利率平滑理论有缺陷，也有其可借鉴之处，其与马克思经济学也具有共通之处。我们可吸取其精华，剔除糟粕，为我所用。

<sup>[1]</sup> 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1974: 615

<sup>[2]</sup> 马克思. 资本论. 第三卷. 北京: 人民出版社, 1974: 408

## 第二章 利率走廊与利率平滑的比较及其耦合性

利率走廊与利率平滑理论看似泾渭分明，其实二者在货币政策的操作中有着内在的联系性，它们都是货币政策中利率调控方式的一部分。利率走廊是实现目标利率的一种调控方式，而目标利率的实现既可采用行政命令的形式实现，也可采取利率走廊的方式，利用市场的力量实现。利率平滑是货币政策当局变动目标利率的方式，。货币政策当局变动目标利率的方式有两种：一种是一次性大幅调整，另一种是采取多次小幅微调的平滑操作方式。因此，利率走廊与利率平滑都是利率调控的一部分。从国外货币政策操作实践观察，许多国家都采取利率走廊调整货币市场的基准利率，同时每次对目标利率的调整又都是采取小幅微调的方式实现利率平滑操作。国外实践证明利率平滑与利率走廊有着共生的现实土壤，在货币政策的操作中存在着耦合之处。

### 第一节 利率走廊调控操作实践与作用机制

#### 一、利率走廊调控操作实践

利率走廊调控是指中央银行通过设定商业银行在央行的存贷款利率上下限，在存款利率上无条件吸收商业银行的存款，在贷款利率上无条件提供贷款，而在市场的作用下，同业拆借利率将位于央行存贷利率二分之一的位置。从而实现央行调控的目标。

从1985年开始，德国联邦银行开始实行利率走廊调控货币市场利率。其伦巴德利率（中央银行对商业银行的抵押贷款利率）为利率走廊上限，利率走廊下限为央行再贴现利率。中央银行并不是无条件充当货币市场的最后贷款人，商业银行向央行再贷款需要一定的抵押品，因此商业银行一般不轻易向央行贷款，伦巴德利率在实践中也很好的充当利率走廊的上限。但是，央行的再贴现利率却无法担当利率走廊下限的“重任”。当拆借市场资金充足时，由于中央银行对商业银行在央行的存款并不付息，商业银行的剩余资金只有在拆借市场上拆出以获得收益，商业银行可以以低于央行再贴现利率在拆借市场拆入资金，货币市场的利率也突破利率走廊下限，利率走廊调控效果因此大打折扣。

加拿大、新西兰和澳大利亚也于上世纪90年代开始实行利率走廊调控本国货

币市场利率,并将商业银行在央行的存贷款利率作为利率走廊的上下限。这三国在实行利率走廊调控都有相同的几个特点:“一是都引进了先进的实时电子清算系统,商业银行可以随时了解自己的清算帐户状况,并及时拆出富裕的资金,拆入短缺的头寸,这就能大大地降低市场资金供求的不确定性。二是这三国都先后取消余额准备金制度,实行零准备金制度,这消除了商业银行为满足法定准备金要求而引起的资金需求波动,也提高了中央银行预测市场资金需求的准确性。三是它们货币政策操作都更加透明化,也就是说,央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进行公开市场干预,这样有利于引导公众预期,是的它们的操作更易朝着央行确定的目标利率努力<sup>[1]</sup>”。因此,这三个国家的拆借利率一般都在央行控制的目标水平上,实际利率也都在利率走廊区间波动,利率走廊调控取得较好的效果。实行利率走廊调控的国家调控效果较为明显。

如图 2.3 所示为欧元区隔夜拆借利率示意图。欧洲央行将商业银行提供抵押贷款的融资利率作为利率走廊上限,商业银行在央行的储备存款利率作为下限。拆借利率基本在央行设定的利率走廊区域波动。但是,从图中可以看出欧元区的隔夜拆借利率波动幅度较加大拿、澳大利亚大。这主要是因为加拿大与澳大利亚将央行的利率上下限利差设为 1%,而欧元区利率上下限的利差为 2%,这样同业拆借利率就有较大的波动空间。另外,欧洲央行要求商

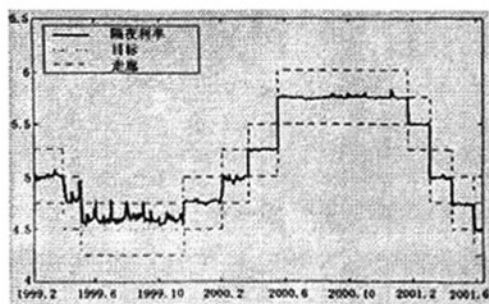


图 2-1 加拿大隔夜拆借利率调控示意图  
Figure2-1 overnight lending rates of canada

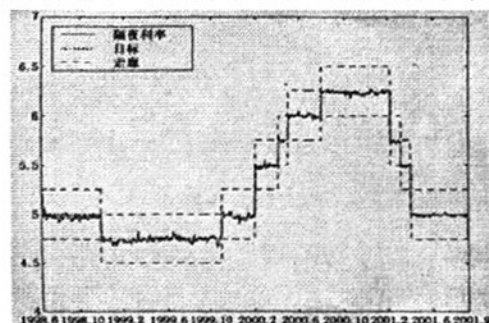


图 2.2 澳大利亚隔夜拆借利率调控示意图  
Figure2- overnight lending rates of australian

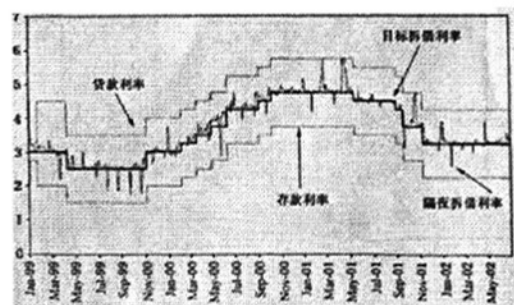


图 2.3 欧元区隔夜拆借利率调控示意图<sup>[2]</sup>  
Figure2- 3 overnight lending rates of European

[1] 胡海鸥, 贾德奎. “利率走廊”调控的理论与实践. 第一版. 上海: 上海人民出版社, 2006: 9

[2] 图片引自胡海鸥, 贾德奎. “利率走廊”调控的理论与实践. 上海: 上海人民出版社, 2006: 6

业银行必须保持一定的存款准备金，这样使得商业银行的货币需求变动大。由于商业银行不轻易向央行借款，其对货币需求的变动就转化为同业拆借市场货币需求的波动，从而造成同业拆借利率的较大波动。

从上面的分析可以看出，采用利率走廊调控的国家在实际操作过程中都取得了较好的调控效果，拆借利率一般都在央行控制的目标水平上，实际利率也都在利率走廊区间波动，利率走廊调控取得较好的效果。

### 二、“利率走廊”作用机制

利率走廊调控是央行通过调控同业市场拆借利率来调控货币市场利率，但同业拆借利率变化又是如何传导引起市场各种利率相应发生变化？在市场经济条件下，任何金融主体都追求利润最大化，即使在某些特殊条件下，金融机构不是以利润最大化为首要目标，但其仍具有利润最大化的倾向。当前在全球范围内，一般各国管理当局均要求金融机构具备一定的准备金以应对市场流动性需求，而实行零准备金制度的国家中，一般要求各金融机构在每个交易结算日结束时保持其帐户平衡，以防范可能出现的流动性冲击。金融主体为了实现利润最大化，必然将持有的金融资产投向收益最大的领域，而不同领域的投资具有不同的利率期限结构。在某一时期，由于金融市场流动性冲击，使的某些金融机构资金不能满足金融监管当局的要求，一些金融机构收入大于支出，一些金融机构支出大于收入，资金不足者要向资金多余者融入资金以满足金融监管当局的要求。但是，资金拆入者其拆入资金的利率不会高于央行提供的再贷款利率，因为如果拆借市场利率高于央行再贷款利率，资金拆入方与其在拆借市场拆入资金，不如向央行再贷款；同理，资金拆出方其资金利率也不会低于央行存款利率，这样就使得拆借市场的利率在央行规定的存贷利率之间波动，而不可能越过央行的存贷利率上下限。而实际拆借利率与央行贷款利率的差额是拆入银行的收益，实际拆借利率于央行存款利率的差额是拆出银行的收益。若实际拆借利率高于央行存贷款利率二份之一的位置，则拆入银行的收益小于拆出银行的收益，金融机构更愿意拆出资金，拆借市场拆借资金供给增加，需求减少，拆借利率下降；当实际拆借利率低于央行存贷款利率二份之一的位置时，拆出银行的收益小于拆入银行，金融机构都更愿意拆入，拆借资金的供给减少，需求增加，拆借利率上升。当拆借市场均衡时，拆借利率刚好处于央行规定的存贷利率二份之一位置。

而金融主体为了实现利润最大化,其投资各种有价债券的利率、贷款发放利率也必然以央行的存贷利率为基础,并在此基础上结合市场风险大小决定利率的高低。在金融传导机制顺畅的情况下,当央行根据经济运行要求变动同业拆借市场利率上下限时,各种有价证券的价格也必然随着同业拆借市场利率变化而变化。央行通过变动金融机构在央行的存贷利率调控同业拆借利率,从而实现调控资本市场的各种利率目的。

## 第二节 利率平滑实践沿革与作用机理

### 一、利率平滑实践沿革

从上个实际60年代末开始的金融创新和80年代开始的金融自由化,技术的发展,经济全球化的发展,各国经济联系越来越紧密,资本在全球范围的广泛流动,使一国中央银行通过控制货币供给量以调控宏观经济运行的货币政策执行越来越困难。发达国家顺应经济形势的变化,逐渐放弃货币供给量作为货币政策的中介目标,转而将调整利率作为货币政策的中介目标。

利率的调整可以采取不同的方式,既可采取一次性大幅调整,也可采取多次小幅微调。不同的调整方式对经济运行的冲击也不尽相同。“一步到位”的调整方式可能给经济造成较大的波动。“金融宏观调控目的在于‘熨平’经济波幅,保证社会经济持续稳健运行。但是如果调控手段的选择有误或时机把握不对,则旨在保证经济平稳运行的调控本身有会变成经济波动的根源<sup>[1]</sup>”。而小幅微调一方面可以减少政策本身造成对经济的冲击,另一方面也可以使经济主体有充分的时间调整经济活动以适应利率的调整,央行也可根据每次利率调整的情况所产生的政策效果采取更有效的调控方式,提高货币政策的效果。因此,中央银行在根据经济运行变化调控利率的过程中,逐渐放弃了“一步到位”的调控方式,而转为多次小幅微调,平滑调整基准利率的调控方式。“1990年7月,美联储明确宣布以渐进平滑方式调整其联邦基金利率,从1990年7月到2006年6月的16年间,美联储一共调整了68次利率,平均2.84个月就调整一次,其中逆向调整6次,利率调整多以25个基点的幅度进行,高于25个基点的调整仅16次。加拿大央行从1995年1月到2006年5月,总共调整银行隔夜拆借利率140次,1996年8月以后,调整主要在同一方向变化,多

<sup>[1]</sup> 中国人民银行郑州培训学院金融研究中心. 改善金融调控政策环境 完善货币政策传导机制. 河南金融管理干部学院学报. 2006(1)

以 25 个基点进行, 逆向调整间隔时间长频率低, 也明显具有渐进平滑的规则特征<sup>[1]</sup>”。因此从上个世纪九十年代开始, 美联储货币政策执行所采取的就是渐进的方式, 这已经成为不争的事实。美联储的这种货币政策执行理念, 同样可以从其利率政策方面得以体现。我们可以总结出, 在最近的十几年中, 美联储的利率政策具有两个特点: 其一, 联邦基金利率会在较长时间内朝着同一个方向变化, 即连续的升息或降息; 其二, 联邦基金利率的变化显得很谨慎, 要想达到某一调控目标水平, 往往需要小幅、连续的利率调整, 利率调整的幅度一般不超过 50 个基点。

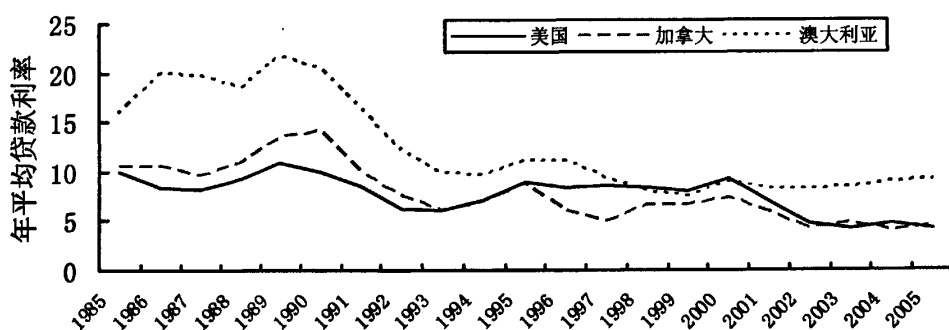


图 2.4 美、加、澳年平均贷款利率变动趋势

Figure the trend of us, canada, australian average lending rate

数据来源: 中华人民共和国统计局官方网站

从图中我们可以清晰地观察到西方主要国家年平均贷款利率的变动趋势, 在过去的十几年中, 西方主要国家的利率变动存在这样的特点: 短期内, 利率趋于稳定, 较少变动; 长期内, 利率的变动是渐进式的, 并且央行尽可能少地改变利率调整的方向。只有当经济周期转变利率调整周期转向时才改变利率调整的方向。美国的中央银行, 也就是美联储, 在过去很长时间内, 货币政策执行所遵循的理念就已经是这种平滑的调控思想, 相比较而言, 加拿大、澳大利亚、英国等开始采用这种利率调控模式起步较晚, 但其利率调整也明显具有渐进平滑特征。目前, 以 25 个基点来微幅调整利率的操作方式已经被越来越多的国家所采纳, 但是, 当经济遭受严重的冲击时, 较大的利率调整也是必然的。

[1] 闵远光. 利率平滑: 我国货币政策操作的新范式. 上海金融. 2006, (10): 21

## 二、利率平滑作用机理

利率政策影响经济活动，包括影响投资、消费以及储蓄，这些都是通过影响长期利率而非当期利率来实现的。长期利率与短期利率的关系基于预期收益曲线假设，即长期收益曲线是由短期收益曲线均值组成的。因此，如果利率政策的变化是长期持续的，那么长期收益曲线将会因为短期利率的微小变化而产生较大的变动。之所以会产生这样的效果，是因为当央行的货币政策表现出明显持续性特征时，短期利率的逆向调整常常被认为是新利率周期的开始。

短期利率变动对长期利率的这种显著影响，通过利率平滑传导机制引导国民经济在更优的轨道中运行。利率平滑调控能够通过缩小短期利率波动幅度来达到使公众预期与宏观经济效果相一致。在利率平滑调控下，利率的变动具有持续性、同方向性的特征。这就有利于公众形成与实际相一致的预期。在理性预期的引导下，公众将根据利率的变化而调整各自的经济行为，以实现利益最大化。在央行的利率调控过程中，由于利率政策时滞性的存在，一次微小的利率调整对于宏观经济的影响效果是很有限的，还不能够完全将宏观经济运行引到央行期望的路径上去。但是，由于利率平滑调控机制中利率调整在同一方向上的延续性特征，使得公众可以对利率政策形成理性的预期，央行一次微小的利率调整常常被看作是央行一系列利率调整的开始，具有了很强的信号作用。这样，在公众和市场合理预期的帮助下，央行微幅调整利率的政策效果被扩大了，而且央行将宏观经济引向均衡所需花费的时间也相应缩短了。

但是，公众和市场预期的形成是以央行的信誉为基础的，只有央行保持良好的信誉，利率政策的预期效果才能实现，这一点在利率平滑调控方式中显得尤为重要。在利率平滑调控中，央行在同一方向上持续调控利率的目的就是向公众及市场传递信号，表明央行在接下来的一段时间内都将沿着这一方向进行利率政策操作，那么，如果公众和市场对央行的信任度较高，他们就会形成与央行政策意图相同的预期，央行微小的利率调整就会起到更显著的效果。央行这种在同一方向上的连续利率操作，可以有效避免政策调整的反复和曲折变化，有利于公众及市场预期的形成，有利于缩短政策施行时间，提高利率政策调控效率<sup>[1]</sup>。因此，央行必须保持其利率政策的惯性。尽管这种利率政策惯性，在短期内会限制央行应对经济波动时所能选择

<sup>[1]</sup> 闵光远，胡海欧. 宏观经济均衡状态的利率平滑搜寻机制研究及在我国的应用. 经济动态. 2007(8): 11-19

政策的范围，但是从长期来看，这种利率政策惯性有助于央行将国民经济维持在均衡状态，因为正是央行利率政策所表现出的惯性使得公众的预期更有效地被央行所利用。而不同的经济冲击通常情况下会使得通货膨胀率沿着不同的方向变动，在这种情况下，具有利率平滑特征的货币政策，根据最新得到的经济信号就不必再继续沿同一方向变动利率，即不必再沿着原来利率周期的方向变动。这样，此时期利率也就会因为短期利率的变动而发生相应的变动。

因此，利率平滑是通过影响公众的预期，使经济主体调整自身的经济行为，从而实现货币政策目标。

### 第三节 利率走廊与利率平滑操作的耦合性分析

#### 一、利率走廊与利率平滑都是货币政策调控的一种方式

利率走廊是通过调控市场基准利率，设定其波动的上下限，使其在一定范围内波动，在充分竞争的市场中，市场均衡利率将位于央行的目标利率水平。在货币市场利率期限结构、传导机制顺畅的情况下，基准利率的变动影响市场其它利率的变动，从而实现调控市场利率的目标。因此，与传统调控方式相比，其实质是调控方式的一种变化。利率平滑则是通过对目标利率调整采取小幅规则微调，以实现利率平滑，其目的是为了增强利率调控效果，增强货币政策的有效性。与传统一步到位的调控方式相比，由于其充分利用了经济主体的预期，同时考虑货币政策传导过程中产生的摩擦阻力及时滞性，所以能更好的实现宏观调控的目标。

利率走廊调控与利率平滑操作都广泛运用在经济处于不同发展阶段的国家。例如加拿大，一方面采用利率走廊调控银行同业拆借市场利率，从而调控市场利率，另一方面，其央行目标利率每次调整的幅度都很小，目标利率变化具有明显的平滑特征。利率走廊是货币管理当局调控利率的一种操作方式，采取调控银行间同业拆借利率的方法调控市场利率，而目标利率变化的幅度、频率也是调控方式的一部分，只是利率走廊是关于该采取怎样的方式去调控市场利率，是通过公开市场操作影响货币供给量从而影响利率还是通过调控基准利率影响市场利率；而利率平滑操作是在调控过程中采取对调控力度、调控频率的选择。因此，利率走廊调控完全可与利率平滑相结合，采用“利率走廊+利率平滑”调控，更好的实现货币政策当局货币政策的目标。



## 二、利率走廊与利率平滑趋同的政策思维

利率走廊操作是通过设置商业银行在央行的存贷利率从而影响商业银行同业拆借市场利率的波动范围，通过调控商业银行同业拆借市场利率，影响货币市场其它利率的变化。但是，利率走廊调控的前提条件是商业银行同业拆借利率在央行设定的存贷利率之间变动，商业银行选择在存款利率下限将多余资金存入央行，在贷款利率上限将向央行再贷款，而不再在同业拆借市场拆出或拆入资金，因为这样选择符合商业银行本身的利率。所以，利率走廊调控是一种市场化的调控方式。它通过影响商业银行的盈利空间使经济主体在追求自身利益最大化的过程中实现央行的调控目标。而传统的公开市场操作却是通过变动货币供给量来调控利率的，如前面所分析，如果在经济繁荣时期，央行为了防止通货膨胀，买入国债，但由于商业银行本身追求利润最大化，在经济繁荣时期将资金投资于其它领域其收益将大于买卖央行国债，央行变动货币供给量调控利率的目标并不一定能实现。因此，利率走廊调控是在充分运用经济人理性——追求效用最大化的基础上采用调控方式。

利率平滑操作也是充分运用经济主体的理性和市场的力量来实现货币政策效果。当宏观经济运行要求央行提高利率时，央行可以采取一步到位的调控方式，也可采取分步小幅微调的方式。例如，现期利率为 3%，社会经济的运行出现通货膨胀的趋势，央行为降低通货膨胀率，将提高利率，假设要求将市场利率调至 5%，央行采取小幅微调的方式，每次调整 0.25%。由于信息不对称，而央行获得信息比单个经济主体更充分，对经济形势的判断也更准确，当经济运行出现通货膨胀时，央行采取小幅调整利率的政策，可以给经济主体以明确的信息，使其能更明确判断当前的经济形势，有足够的时间调整自己的行为，实现自身利益的最大化。再者，采取多次小幅微调的利率平滑操作，可以培养公众稳定的预期，使其根据经济形势的变化调节自身的经济行为。相反，如果采取一步到位的调整方式，由于利率调整幅度大，利率调整本身会对经济运行产生较大的冲击。而经济主体对自身经济行为的调整需要一定的时间，市场本身也有其惯性，一步到位的调控方式显然不利于经济的平稳增长。由此可见，利率走廊与利率平滑操作都是在充分运用市场自身的力量，以实现货币政策的目标，降低了政策调控成本，增强了货币政策效果。

## 第三章 利率走廊与利率平滑调控对我国的适用性

在利率走廊与利率平滑调控过程中，央行主要运用利率工具实施宏观调控的货币政策，利率取代货币供给量成为货币政策的中介目标，利率在货币政策中的地位不断提高。我国货币政策的最终目标是“保持币值稳定并以此促进经济增长”。为了实现该目标，中央银行必须对宏观经济的形势有较为准确的把握，并以此调整利率水平的高低。要研究我国未来利率市场化条件下利率调控模式的选择，必须在回顾历史的基础上展望未来，并深入分析理论与实际的契合性，方能结合实际提出适合我国的利率调控模式。

### 第一节 我国利率调控的实践与适变

#### 一、我国利率调控的实践

国外货币政策的发展经历了从凯恩斯主义的相机抉择货币政策到以信贷规模为主以货币供给量为中介目标的数量型调控，再到以央行基准利率为操作目标的工具规则性的货币政策。在发达国家的货币政策长期实践中，宏观调控的发展经历了从盲目干预到理性干预再到精确干预阶段，而我国正处在由过去以货币供给量为中介目标到以利率为中介目标，由一次大幅调整到多次小幅微调的过渡阶段。

我国利率调控的实践从建国以来，经历了不同的发展阶段。在新中国成立之初，百废待兴，市场秩序混乱，存在严重的通货膨胀、投机倒把、高利贷活动，这时利率政策采取政府严格管制，以稳定市场秩序。“中国人民银行总行统一规定各种贷款利率的最高限度……对不同所有制性质的企业实行不同的存贷款利率，以配合所有制的社会主义改造……这段时间我国的利率管制政策对于迅速制止金融物价领域的混乱局面和私营工商业的所有制改造等方面收到了很好的效果……该时期的利率政策更多的是为了适应生产关系的调整，而不是将利率作为一种经济杠杆<sup>[1]</sup>”。第二阶段是高度集中的中央计划经济管理体制下的利率管制，从1958—1979年我国对利率的管制进一步加强。“这时的利率管制呈现出利率档次少、利率水平低、利差小、管理权限高度集中的特点<sup>[2]</sup>”。第三阶段是从1979年至90年代中期，这期间我国利

<sup>[1]</sup> 解川波，尹志超. 利率市场化与利率风险管理. 第一版. 成都：西南财经大学出版社，2006：27

<sup>[2]</sup> 解川波，尹志超. 利率市场化与利率风险管理. 第一版. 成都：西南财经大学出版社，2006：28

率调控也仍经历了许多阶段。在改革开放初期主要是解决利率与经济发展关联程度问题。由于长期处于计划经济体制下，资金使用效率低下，利率与经济发展的相关性很弱。为了提高资金的使用效率，提高经济效益，需要运用利率杠杆，完善企业利益机制，增强企业对利率的敏感性。“从 1984 年中国人民银行独立行使中央银行职能以后，一直到 90 年代中期，中国人民银行主要以现金计划和信贷计划为货币政策的操作目标和中介目标……信贷计划之所以能够作为中介目标发挥作用，是以国家银行的存贷款在全社会的间接融资中占据主导地位，而且直接融资在全社会的融资结构中微不足道为前提条件<sup>[1]</sup>”。这期间，我国货币政策并非以利率作为货币政策的中介目标，利率只是作为实现货币政策目标的辅助工具，利率调整也主要以一次性大幅调整为主，且调整时间间隔长。但由于我国金融市场尚不完善，利率大幅调整对经济的冲击不大。我国货币政策主要仍以货币供给量作为货币政策中介目标。

表 3—1 我国存贷利率调整表

调整时间	一年定期(存款) (%)	调整幅度	调整时间	一年定期(贷款) (%)	调整幅度
1990.04.15	10.08		1991.04.21	8.64	
1990.08.21	8.64	2.44	1993.05.15	9.36	0.72
1991.04.21	7.56	1.06	1995.01.01	10.98	1.62
1993.05.15	9.18	2.62	1995.07.01	12.06	2.88
1993.07.11	10.98	1.80	1996.05.01	10.98	2.88
1996.05.01	9.18	1.80	1996.08.23	10.08	0.90
1996.08.23	7.47	1.71	1997.10.23	8.64	2.44
1997.10.23	5.67	1.80	1998.03.25	7.92	0.72
1998.03.25	5.22	0.45	1998.07.01	6.93	0.99
1998.07.01	4.77	0.45	1998.12.07	6.39	0.54
1998.12.07	3.78	0.99	1999.06.10	5.85	0.54
1999.06.10	2.25	1.53	2002.02.21	5.31	0.54
2002.02.21	1.98	0.27	2004.10.29	5.58	0.27
2004.10.29	2.25	0.27	2006.04.28	5.85	0.27
2006.08.19	2.52	0.27	2006.08.19	6.12	0.27

<sup>[1]</sup> 汪红驹. 中国货币政策有效性研究. 北京: 中国人民大学出版社, 2003: 254

2007. 03. 18	2. 79	0. 27	2007. 03. 18	6. 39	0. 27
2007. 05. 19	3. 06	0. 27	2007. 05. 19	6. 57	0. 18
2007. 07. 21	3. 33	0. 27	2007. 07. 21	6. 84	0. 27
2007. 08. 22	3. 60	0. 27	2007. 08. 22	7. 02	0. 18
2007. 09. 15	3. 87	0. 27	2007. 09. 15	7. 29	0. 27
2007. 12. 21	4. 14	0. 27	2007. 12. 21	7. 47	0. 18

数据来源：中国人民银行网站

第四阶段是从 90 年代中期至今。1993 年 12 月,《国务院关于金融体制改革的决定》进一步提出:“中国人民银行指定存、贷款利率上下限,进一步理顺存款利率、贷款利率和有价证券利率之间的关系;各类利率要反映期限、成本、风险的区别,保持合理利差;逐步形成以中央银行利率为基础的市场利率体系。”我国利率市场化改革开始逐步推进,利率在宏观调控中的地位逐渐上升。我国货币政策中介目标的重心也逐渐向利率靠拢。当前,利率与信贷计划都是我国货币政策的中介目标,实行利率目标与货币供应量目标相结合的宏观调控。一方面,在实行宏观调控的过程中,中央银行仍将控制信贷作为控制货币供给量调控经济的重要工具;另一方面,中央银行也充分利用利率工具,调节金融市场货币需求。这期间,利率调控也从一次大幅调整转为多次小幅微调。从上表可以看出,2002 年以前我国利率调整间隔时间长,每次调整幅度较大,2002 年后我国利率调整基本存款利率每次调整 27 个基点,贷款利率每次调整 27 个基点或 18 个基点,且每次调整间隔时间短,具有明显的渐进平滑特征。

## 二、我国利率调控的适变

### (一)、现阶段我国利率政策的“走廊”特征

我国利率政策的变动也经历了从过去传统的行政强制管制到逐渐向利率浮动方向转变。2003 年 8 月,人民银行在推进农村信用社改革试点时,允许试点地区农村信用社的贷款利率上浮不超过贷款基准利率的 2 倍;2004 年 1 月 1 日,人民银行决定将商业银行、城市信用社的贷款利率浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 1.7 倍,农村信用社贷款利率的浮动区间上限扩大到贷款基准利率的 2 倍,金融机构贷款利率的浮动区间下限保持为贷款基准利率的 0.9 倍不变。同时明确了贷款利率浮动区

间不再根据企业所有制性质、规模大小分别制定；2004年10月29日，人民银行报经国务院批准，决定不再设定金融机构（不含城乡信用社）人民币贷款利率上限。考虑到城乡信用社竞争机制尚不完善，经营管理能力有待提高，容易出现贷款利率“一浮到顶”的情况，因此仍对城乡信用社人民币贷款利率实行上限管理，但其贷款利率浮动上限扩大为基准利率的2.3倍。所有金融机构的人民币贷款利率下浮幅度保持不变，下限仍为基准利率的0.9倍<sup>[1]</sup>。我国对利率的调控不是采取过去央行“一锤定音”的政策，而是采取管制下的浮动。因此，我国的存贷利率已经具备一定的“走廊”特征，存贷利率只能在央行规定的区间波动。虽然其与实质的走廊具有一定的差距，但它对于经济主体适应未来利率的波动具有一定的作用。

## （二）、现阶段我国利率平滑特征

从表3-1可以看出，2002年以前，我国每次利率调整幅度都较大，同时一般每次调整间隔时间长。如1990年8月21日，央行利率调整幅度2.44%，距离上次调息间隔4个月；1991年4月21日调整幅度为1.06%，调息间隔8个月。从1990年4月至2002年2月，大约平均每12个月调整一次。而从2002年开始，我国每次利率调整一般都以27个基点为基础进行调整，具有明显的小幅调整的特征。而从2007年开始，我国利率调整又明显具有了次数多，频率快的特征。2007年3月18日至2007年12月21日，在9个月时间内，央行共进行了5次利率调整，平均每1个半月就调整一次，而且每次调整都是变化27个基点。因此，可以看出我国利率调整从过去一次大幅调整逐渐转为多次小幅微调的平滑调整方式。

## 第二节 利率走廊与利率平滑调控的依托条件

### 一、经济主体以利润最大化为目标

利率走廊与利率平滑调控要求经济主体必需以利润最大化为目标。“所谓以利润最大化为目标，就是经济主体追求最大化的，而不是一般所说的利润，这就决定了经营者会为最后一定有限利润，而尽最大努力<sup>[2]</sup>”。在利用利率走廊调控市场基准利率时，只有商业银行追求利润最大化，才能使实际市场均衡利率刚好处于央行设定

<sup>[1]</sup> 中国人民银行网站。稳步推进利率市场化报告。2005

<sup>[2]</sup> 胡海鸥，贾德奎。‘利率走廊’调控的理论与实践。第一版。上海：上海人民出版社，2006：166

的存贷利率二分之一的位置,因为这样资金拆出和资金拆入两方的收益才恰好相等,市场供给与需求平衡。如果商业银行不是以利润最大化作为其追求的最终目标,商业银行贷款利率就可能越过央行设定的存贷款利率上下限,其不会在拆借利率低于央行存款利率时存款于央行,也不会因拆借利率高于央行存贷款利率二分之一位置时,增加拆出资金的供给,那么市场均衡利率将偏离央行的目标利率,利率走廊调控效果也大大削弱。

在利率平滑操作中,经济主体也必须以利润最大化作为其最终目标,才能增强利率平滑操作的效果。与传统的一步到位调控方式不同,利率平滑操作是采取小幅微调的方式,如果经济主体不是以利润最大化作为其最终目标,对利率变动不敏感,则利率的微小变动对其经济活动的影响微乎其微,甚至毫无影响;而当利率多次微调经济主体才根据利率变化调整其经济活动时,利率微调的实际政策效果与传统的一次大幅调整已无太大区别。因此,利率平滑操作中经济主体追求利润最大化对货币政策目标的实现具有重要的意义。

## 二、利率传导机制顺畅

利率走廊与利率平滑调控要求利率传导机制顺畅,利率传导机制包括横向传导和纵向传导。横向传导是指央行利用利率走廊变动基准利率,从而在此基础上影响市场其它利率的变动。它要求市场利率的期限结构、利率档次合理。顺畅的传导机制能使基准利率的变动产生牵一发而动全身的效果。利率走廊与利率平滑调控是通过变动商业银行在央行存贷款利率上下限从而间接调控市场利率的变化。利率横向传导顺畅,则央行变动商业银行的存贷利率就能很快反应到市场利率上来。利率的纵向传导是指利率的变动在经济体系中的传导。在利率走廊与利率平滑操作机制下,每次目标利率调整幅度小,如果利率传导机制不舒畅,则每次利率调整在还没真正实现其政策效果时经济运行就又要要求采取宏观调控措施,利率调整在其传导末端已成强弩之末——利率调整由于传导“阻力”而失去其效果。货币政策也将由于传导机制不顺畅而降低其实际效果。因此,利率传导机制顺畅是实现利率走廊与利率平滑调控的重要条件。

## 三、完善的基准利率体系

利率走廊与利率平滑调控是以变动央行基准利率为基础从而影响市场其它利率

变动。如果一国基准利率体系不完善，市场上存在多种基准利率，则利率走廊与利率平滑操作将采取何种利率为央行调控基准利率？在市场基准利率不完善条件下，各种利率之间的联动性不强，相关性弱，央行利率走廊操作也就失去其本来意义。而完善的基准利率体系一方面有利于利率走廊与利率平滑调控的实施，另一方面也有利于利率政策的横向传导和纵向传导，提高货币政策效果。利率走廊与利率平滑操作必须有完善的基准利率作为基础，才能实现走廊调控与平滑目标。同业拆借利率“代表了金融市场主体取得批发性资金的成本，能够及时地体现资金供求状况的变动情况，所以在整个金融市场的利率中具有导向性的作用<sup>[1]</sup>”。因此，同业拆借利率具有基准利率的特性。

### 第三节 利率走廊与利率平滑调控与我国经济环境的契合性

1993年12月，《国务院关于金融体制改革的决定》指出：“中国人民银行指定存、贷款利率上下限，进一步理顺存款利率、贷款利率和有价证券利率之间的关系；各类利率要反映期限、成本、风险的区别，保存合理利差；逐步形成以中央银行利率为基础的市场利率体系<sup>[2]</sup>”。经过十多年的稳步推进，我国利率市场化已取得一定进展。“利率市场化是建设社会主义市场经济体制、发挥市场配置资源作用的重要内容，是加强我国金融间接调控的关键，是完善金融机构自主经营机制、提高竞争力的必要条件<sup>[3]</sup>”。利率市场化要求央行不再直接决定市场各种利率，改过去直接调控为间接调控。但利率市场化并不是央行对市场利率放任自流，而是“利率形成在市场，调控在中央”。利率市场化条件下更需要央行对货币市场有效的调控。因此，在利率市场化条件下，改革过去以行政命令为主的调控方式市场化的调控方式，是我国利率调控的必然趋势。利率走廊与利率平滑调控正适应了当前我国利率市场化条件下采取市场化手段加强利率监管的要求。它与传统的调控方式不同，是充分运用市场力量实现央行调控目标。在利率走廊与利率平滑调控操作方式下，央行只需根据经济运行要求变动央行基准利率，同时采用利率走廊的操作方式设定基准利率的波动区间，可利用市场的力量实现利率调控目标。同时，央行对目标利率调整又采取小幅微调的平滑操作方式，每次目标利率微调后，利率走廊区间也根据目标利率的变动而变动，例如：原来的目标利率3%，央行设定的利率波动区间为2.75%—

<sup>[1]</sup> 戴国强主编. 货币银行学. 高等教育出版社, 2005: 96

<sup>[2]</sup> 解川波. 尹志超. 利率市场化与利率风险管理. 第一版. 成都: 西南财经大学出版社, 2006: 28

<sup>[3]</sup> 解川波. 尹志超. 利率市场化与利率风险管理. 第一版. 成都: 西南财经大学出版社, 2006: 29

—3.25%，当目标利率调整为 3.25%后，则利率“走廊”区间就相应变为 3.0%—3.5%。

## 一、我国基准利率体系不断完善，为实施利率走廊与利率平滑创造条件

我国利率体系从过去中央银行严格管制到当前逐步走向利率市场化，利率监管也随着我国经济体制的变革而不断的发生变化。从建国初期的严格管制，到计划经济体制下的利率管制，再到当前由利率管制向利率市场化的改革，利率政策的嬗变总是随着经济社会的发展而不断变革。我国利率期限结构从不合理向合理的利率期限结构转变。在严格管制和计划经济体制的利率监管模式下，由于所有的利率都是由监管机构直接确定的，利率传导、经济主体对利率的敏感性、基准利率体系也都成无源之水。改革开放以来，随着中央银行职能的明确、各商业银行的兴起以及金融生态环境的不断改善，我国利率逐渐由过去的计划管理模式向利率市场化的转变，利率传导机制、基准利率体系也逐渐成为学界关注的焦点。但由于长期实行以行政命令的形式决定市场利率，利率软约束以及利率传导机制的不完善，长期以来我国的基准利率制度并不明确，甚至将何种利率作为基准利率，监管当局也没有明确的目标。学界对以何种利率作为基准利率长期以来也存在不同的观点，是以同业拆借利率或者再贴现率？学界并未形成共识。当前，在逐步推进利率市场化的进程中，我国暂时以一年期存贷款利率作为我国货币市场的基准利率，其他各档次利率根据利率期限结构决定，这并非长远之计。但是，相对之前不合理的利率结构，鉴于我国在转轨时期的特殊市场环境（既存在市场化的利率，也存在管制利率）我国的利率体系已在变革中不断完善。由于一年期存贷款利率并不能反映金融主体取得资金的最低成本，也不能反映货币市场资金的供求状况，因此，在利率市场化的条件下，一年期存贷利率不能承担作为基准利率的重托，相反，同业拆借利率符合基准利率的要求。

基准利率是在整个利率体系中起主导作用的利率，即在整个金融市场和利率体系中处于关键地位，决定其它利率的变化。基准利率必须具备以下基本特征：（1）市场化。基准利率必须是由市场供求关系决定，而且不仅反映实际市场供求状况，还要反映市场对未来的预期；（2）基础性。基准利率在利率体系、金融产品价格体系中处于基础性地位，它与其他金融市场的利率或金融资产的价格具有较强的关联性；（3）传递性。基准利率所反映的市场信号，或者中央银行通过基准利率所发出的调



控信号，能有效地传递到其他金融市场和金融产品价格上。银行同业拆借利率具备了基准利率所应具备的所有特征：它反映和影响金融市场上银根的松紧变化，制约或主导着整个利率体系中的所有其他利率；它是货币市场上的一种市场利率；特别难得的是，由于央行是整个金融系统储备资产唯一的最终提供者，央行无论是通过国外净资产或国内信贷哪一条渠道向金融系统提供储备资产，都将会影响金融系统的超额准备金和银行同业拆借利率，所以在这个市场上央行具有很强的控制力。可见，银行同业拆借利率相比而言最适于选作央行货币调控的基准利率<sup>[1]</sup>。

我国同业拆借市场经过 20 多年的发展已经日趋成熟，同业拆借规模也在逐渐扩大，从初期（1986 年）年拆借累计发生额只有 300 亿元，到 2007 年 80304 亿元<sup>[2]</sup>，同业拆借市场也从过去市场分割严重、利率波动幅度较大到当前“同业拆借利率不仅与央行存款准备金利率、再贴现利率以及再贷款利率逐渐形成了合理的利差，而且于货币市场上不同期限的拆借利率也形成了较为合理的利差<sup>[3]</sup>”，即同业拆借市场的利率期限结构已日趋合理。因此，我国同业拆借市场正在逐步走向成熟，其在我国货币市场中正发挥越来越重要的作用。同业拆借利率也逐渐在利率体系中占据越来越重要的地位。特别是 2007 年 Shibor 利率的运行，使我国的基准利率形成一定的雏形。而 Shibor 具有的优良特性，使其未来很有可能成我国货币市场基准利率。这为我国实施利率走廊与利率平滑创造了必要条件。

## 二、金融生态环境的不断改善，为利率走廊与利率平滑提供了宏观环境

改革开放以来，我国逐渐从计划经济向市场经济转轨，随着我国市场经济体系的建立，金融生态环境也在不断改善。一方面，国有企业改革的稳步推进，资金由过去的财政拨款改为银行贷款，增强了企业资金使用成本的意识，改善企业利率“软约束”状况。同时，在经济发展过程中，各种类型的所有制企业的兴起，增强了经济的活力也扩大了资本市场的规模，有利于增强资金的流动性。另一方面，随着 1983 年中国人民银行专门行使中央银行职能以及其后四大国有商业银行的建立，各种城市商业银行、信用社、保险公司、证券公司、信托公司的兴起，我国资本市场逐渐建立了完整的金融市场体系。而证券市场、企业债券市场、投资基金市场、产权交易市场、创业资本市场、民间资本市场也在不断发展壮大，公众的预期逐渐成熟，

[1] 吕江林，汪洋．我国转轨现阶段货币调控基准利率的选择．武汉金融．2004，（4）：6

[2] 数据来源：中国人民银行网站

[3] 胡海畴，贾德奎．‘利率走廊’调控的理论与实践．第一版．上海：上海人民出版社，2006：223

这些都为央行实施市场化调控提供了坚实的市场基础。

利率走廊与利率平滑要求经济主体追求利率最大化为主要目标，才能在利率走廊操作中使均衡利率刚好处于央行目标利率，使利率走廊操作实现其政策预期目标。我国市场经济体制的不断完善，经济主体只有坚持以利润最大化最终目标才能在市场上立于不败之地，因此，在经济不断发展的今天，经济主体均是以利润最大化作为其最终目标，有些企业即使短期不是以利润最大化作为其经营目标，但从长期看，其经营必然是以利润最大化为目标的。另外，公众参与经济的规模不断扩大，投资意识的不断增强都无疑增大了市场的规模，改善了金融生态环境，为实施利率走廊创造了条件。

### 三、区域经济发展不平衡为利率走廊与利率平滑提供了现实基础

我国地域辽阔，区域经济发展不平衡，不同地区对利率变化的敏感程度也不尽相同。同样的利率调整，在经济发达地区由于其资金充足，企业能较为迅速的根据利率变化调整自身的生产活动，对利率的敏感度高；在经济欠发达地区，资金来源少，利率变化对其的影响更大。传统的利率管制政策，由中央银行统一制定市场利率水平，由于利率在经济发展不同地区的影响不同，相同的政策所产生的政策效果也不同。当经济过热央行采取紧缩性货币政策，提高利率，在经济发达地区由于其资金来源渠道较多，社会资本较为充裕，企业可以从各种不同渠道融资，央行紧缩性货币政策便难以达到预期效果。在经济欠发达地区，企业资金来源渠道少，央行的紧缩性货币政策有可能造成资金链断裂，刚开工的项目由于资金的短缺而不得不暂停，经济容易陷入过冷的境地。所以，在区域经济发展不平衡的情况下，传统的利率管制政策不利于一国经济的协调发展。利率走廊调控是在充分运用市场的力量使利率处于均衡水平。不管在经济发达地区还是在经济欠发达地区，经济主体都可以在利率走廊调控下，在追求自身利益最大化的同时，利用市场力量实现货币市场的均衡。再者，利率走廊与利率平滑调控采取的利率小幅微调的操作方式，其对经济产生的冲击力也小，在经济发展的不同地区经济主体都有更为充足的时间调整经济活动以适应利率的变化，防止经济陷入过冷或过热的境地。

## 第四节 我国实施利率走廊与利率平滑的阙如条件

### 一、货币市场传导机制善不健全

利率走廊与利率平滑是通过小幅变动目标基准利率调控市场利率的一种调控模式。如果一国货币市场传导机制不健全,基准利率的变动不能传导至市场其它利率,则利率走廊与利率平滑操作也失去意义。在市场经济条件下,利率是由市场决定的,它是连接中央银行、商业银行和企业的枢纽。我国正处在计划经济向市场经济的转轨过程中,利率多轨制是现时期我国利率的基本特征。在利率多轨制下,一些利率是市场利率,一些利率是管制利率,不能形成合理的利率期限结构,不利于利率效应的发挥,也限制了不同利率之间的相互影响。当前,一方面我国的一些利率已经完全放开,其利率高低由市场决定,例如同业拆借利率;另一方面,一些利率的决定权仍在中央银行,利率高低不是由市场供求决定的,而是央行通过行政命令的方式规定的。利率多轨制限制了利率的横向传导和纵向传导。同时由于利率的软约束,我国利率变动对贷款企业和商业银行影响都不大,主要是因为商业银行的国有企业背景,以及贷款主要也是国有企业,存贷款利率都是由央行决定的,利率水平对于商业银行和企业来说都是外生变量,限制了市场主体根据宏观经济的变化调整自身的经济行为,利率效应弱化。

在我国渐进式改革的社会环境中,利率多轨制限制了利率效应的发挥。同时,利率多轨制又反过来影响利率传导机制的完善。我国同业拆借市场利率的变动不能通过市场的力量影响存贷款利率的变动就是利率传导机制尚不健全的真实反映。

另外,我国地域广阔,区域经济发展不平衡,不同地区和不同行业之间存在较大的发展差异,对货币政策的敏感程度不同。这就使得央行只能在总量平衡的基础上决定货币政策的取向。而地方保护主义的盛行,阻碍了全国统一市场的形成,阻碍了资金在不同区域之间的合理流动,也限制了货币政策在全国的传导、实施。

### 二、央行的独立性有待增强

利率走廊与利率平滑是央行根据经济形势的变化,多次小幅变动目标基准利率从而调控经济的一种调控方式,它要求央行必须根据经济形势的变化对利率作出相应的调整,以促进经济的稳定增长,央行货币政策执行必须具有较强的独立性。但是在我国,央行的独立性仍有待增强。我国许多货币政策的执行其实际决定权并不

在中国人民银行，而是在国务院。1995年通过的《中国人民银行法》规定“中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策，履行职责，开展业务，不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉”；“中国人民银行就年度货币供应量、利率、汇率和国务院规定的其他重要事项做出的决定，报国务院批准后执行”。因此，我国中央银行在行政上是隶属国务院。无论在名义上和实际都没有独立的货币政策最终决策权，关于利率、汇率、准备金规定等重大问题的决策权仍在国务院<sup>[1]</sup>。中国人民银行在根据经济形势变化需要调整利率时，必须报请货币政策委员会决定，报国务院批准后执行，这无形中增加了货币政策执行的时滞，甚至有可能因此而错失利率调整的最佳时机。

### 三、我国的汇率制度仍不尽完善

在开放经济条件下，一国货币政策的执行也受国际资本流动的影响。国际资本主要通过汇率影响一国货币市场。我国从过去固定汇率制到当前“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，是顺应经济发展要求。从2005年7月21日我国实行有管理的浮动汇率制后，人民币小幅升值，2007年05月21日人民币对美元汇率的日波幅从 $\pm 0.3\%$ 扩大到 $\pm 0.5\%$ 标志中人民币升值步伐的加快。但这种有管理下的小幅升值虽然在一定时期内为国内企业适应人民币升值提供了宝贵的时间，保证国内经济了平稳运行，但却增加了货币市场调控的难度。加入WTO以来，我国外汇储备持续快速增长。2006年底，国家外汇储备余额为10663亿美元，同比增长30.22%，而至2008年3月末国家外汇储备余额达16822亿美元，同比增长39.94%。由于我国实行强制结汇制度，大量的外汇占款使得央行被迫发行大量人民币，货币市场资金供给增加，产生流动性过剩，影响了央行货币政策的实施。同时，由于对人民币升值预期，大量境外资金通过各种渠道进入我国，冲击资本市场，也增加了货币市场调控的难度。虽然央行通过各种手段“吸收”市场上过多的流动性，如发行央行票据，提高准备金率，发行特别国债等，但国际游资还是不断的进入我国，因为在稳定的升值预期下，投资人民币是风险最小的，央行执行货币政策的难度不断加大。

利率走廊与利率平滑是央行通过设定商业银行在央行的存贷款利率，而存贷款利率上央行无条件接受商业银行的存贷款请求。如果由于外汇市场的波动，大量国

<sup>[1]</sup> 陈涛. 多目标: 中国转轨时期货币政策的现实选择. 第一版. 北京: 中国经济出版社, 2006: 93

际游资进入一国货币市场，就会冲击一国资本市场。同业拆借市场流动资金供给增加，使基准利率长期偏离央行设定的存贷利率二份之一，偏离央行调控目标，降低了央行货币政策的效果。

#### 四、利润最大化尚未成为银行的追求目标

企业利润最大化目标制是提高宏观经济效率的基础和前提。利率走廊与利率平滑要求市场主体必须以追求利润最大化为企业首要目标。我国金融市场主要仍以四大银行为主，由于金融业关系国民经济运行的稳定，在改革过程中，我国对金融业采取更为稳妥的渐进式改革。虽然我国四大银行基本已经完成股份制改造，但其国有企业背景仍未改变，它们的经营常常偏离利润最大化目标。譬如，为了稳定社会，我国商业银行对一些效益不好国有企业发放安定团结贷款；为了增加就业和经济增长，商业银行往往只能发放一些利润并非最大的贷款。同时，由于存贷款利率都是由央行直接决定的，利率怎样变动，对商业银行的经营影响都是有限的。商业银行不会因为利率的变动而调整自身的经营行为。现今，各地涌现了数量众多的城市商业银行、农村商业银行，也拥有一批全国性的股份制商业银行，如招商银行，光大银行，民生银行等。其经营机制相对四大国有银行而言，利润最大化对其约束力较强。但由于四大国有银行占有大部分市场份额，而各种类型的商业银行也都有政府的背景，其众多的经验决策仍受政府决策的影响。因此，利润最大化尚未成为银行的最求目标。利率走廊与利率平滑的效果也将大打折扣。

## 第四章 我国利率调控的目标模式设构：“利率走廊+利率平滑”调控

从前几章对利率走廊与利率平滑的分析可以看出，利率走廊与利率平滑调控是利率走廊与利率平滑二者的结合，利率走廊与利率平滑与我国经济环境相契合。当前我国利率市场化稳步推进，利率市场化的最终目标是利率形成的市场化，但利率调控在中央。在利率市场化条件下我国利率调控与传统利率管制下的调控有着本质的区别。利率市场化条件下的利率调控应在充分利用市场的力量实现利率调控的目标。我国利率市场化条件下应采取“利率走廊+利率平滑”调控模式，才能适应金融市场发展的要求。

### 第一节 “利率走廊+利率平滑”调控规则厘定

货币政策需要根据经济形势的变化而变化。但一国经济形势的变动是通过何种反应结构从而决定货币政策作出相应改变？我国货币政策在上世纪 90 年代经历了从直接调控向间接调控的转变。货币政策的操作目标和中介目标从贷款规模转向货币供应量和基础货币。而近年来，随着利率市场化改革的推进和金融市场的不断完善，我国货币政策又从调节货币供应量和基础货币转向将货币供应量、基础货币、利率作为货币政策的操作手段和中介目标。利率调控在我国货币政策中扮演的角色越来越重要。“利率走廊+利率平滑”调控也正是在利率在我国宏观调控中起着越来越重要作用的背景下提出的我国利率调控模式。然而，中央银行利率调整的规则是怎样的？我国“利率走廊+利率平滑”调控原则即我国利率调控原则如何选择？

#### 一、传统的泰勒规则

“所谓‘利率规则’是指中央银行在以利率作为对货币和经济的调节手段时所遵循的操作规则<sup>[1]</sup>”。利率规则理论最早是由威克赛尔提出的，主张中央银行采取规则的货币政策。威克赛尔认为市场上价格的稳定程度主要是由中央银行控制的利率与自然利率水平决定的。在经济运行过程中，只有依靠银行自觉实行的利率调整政策，才能实现经济均衡。泰勒（1993）在对美国、英国以及加拿大等国的货币政策实践研究中发现，实际利率是唯一能够与物价和经济增长保持长期稳定相关关系的

<sup>[1]</sup> 李琼，王志伟，利率规则理论研究新进展，经济动态，2008，（1）：83

变量。泰勒在 1993 年提出著名的泰勒规则：

$$r_t = r^* + \pi_t + g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*)$$

$r^*$ 表示均衡的利率， $\pi^*$ 为中央银行的目标通货膨胀率， $y_t$ 为实际产出， $y^*$ 为潜在产出， $y_t - y^*$ 表示产出缺口， $g$ 、 $h$ 为政策结构反应参数。泰勒规则的政策含义在于强调中央银行指定政策时应将利率水平保持中性，以形成一个稳定的利率环境，避免过度的利率波动与经济走势偏离扰乱经济运行，从而保障经济在维持目标通货膨胀率下持续稳定地增长<sup>[1]</sup>。这个规则说明，在实际通货膨胀率大于央行的目标通货膨胀率，实际利率将上升。另外，GDP的产出缺口对实际利率也会产生影响。二者对实际利率的影响程度取决于其在规则中的权重，即 $g$ 、 $h$ 值的大小。这种规则假定美国均衡真实利率为2%，联储目标通货膨胀率为2%。Taylor用这一规则考察美联储1987—1992年的货币政策操作，将联邦基金利率由政策规则计算出的规则值与其历史实际值进行比较。研究发现，这种规则与联储货币政策的实际操作拟合得很好。只有1987年，当联储对股灾做出反应时，规则值与实际值有一个较大的偏差<sup>[2]</sup>。泰勒规则变为：

$$r_t = 2 + \pi_t + 0.5(y_t - y^*) + 0.5(\pi_t - 2)$$

关于泰勒规则在我国的适用性，国内许多学者都运用我国的实际经济数据进行实证检验。谢平、罗雄（2002）在《泰勒规则及其在中国货币政策的检验》一文中，运用我国1992年至2001年的数据，用封闭经济条件下的泰勒规则模型，计算我国货币政策中的利率泰勒规则值，在与实际值的比较中，发现泰勒规则可以很好的衡量中国货币政策，利率规则值与实际值的偏离之处恰恰是政策操作滞后于经济形势发展之时。这表明泰勒规则能够为我国货币政策提供一个参照尺度，衡量货币政策的松紧<sup>[3]</sup>。陆军、钟丹（2003）在谢平、罗雄研究的基础上，对泰勒规则进行了协整检验，检验结构表明，泰勒规则可以恰当地描述我国银行间同业拆借利率的具体走势，并充当央行货币政策的决策依据<sup>[4]</sup>。

## 二、开放经济条件下的泰勒规则

传统的泰勒规则在封闭的经济条件下运行，随着全球化的发展，资本在全球范围

[1] 李琼、王志伟. 利率规则理论研究新进展. 经济学动态, 2008, (1): 84

[2] 谢平、罗雄. 泰勒规则及其在中国货币政策中的检验. 经济研究, 2002, (3): 4

[3] 谢平、罗雄. 泰勒规则及其在中国货币政策中的检验. 经济研究, 2002, (3): 11

[4] 陆军、钟丹. 泰勒规则在中国的协整检验. 经济研究, 2003, (8): 76-85

内的流动，一国货币政策的实施也越来越受到他国货币政策的影响。因此，必须在开放经济条件下对泰勒规则进行修正。由于他国货币政策主要是通过汇率影响国内货币政策的实施，国外货币政策的变化是通过汇率机制影响国内利率水平的变化。因此在修正的泰勒规则中加入汇率变量。修正后的泰勒规则可表示为：

$$r_t = r^* + \pi_t + g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*) + h_0 e_t + h_1 e_{t-1}$$

其中  $e_t$  表示实际汇率， $h_0$ 、 $h_1$  是新引入的参数，如果  $h_0=0$ ， $h_1=0$ ，则方程式就是封闭条件下的泰勒规则。泰勒在 1999 年的研究表明， $h_0 < 0$ ， $h_0 + h_1 < 0$ 。在对七个国家的实证检验中，发现修正后的泰勒规则在一些国家如法国和意大利表现很好，但是在德国却很差<sup>[1]</sup>。在运用西方国家数据对开放经济条件下泰勒规则的检验时，加入汇率因素的泰勒规则在实际检验中的效果并不理想。但是在开放经济条件下，一国货币政策的实施必须考虑汇率因素的本国利率水平的影响。“泰勒初步分析了造成这种结果的一种重要原因是当  $h_0=0$ ， $h_1=0$  时，表面上看汇率的变动对利率没有直接的影响，但事实上，由于理性预期的存在，汇率的变动对利率有间接的影响。这种影响主要通过以下连锁反应得以实现：在开放的经济中，汇率的升值会产生两种效应，一方面 GDP 会因支出转换效应而下降；另一方面由于进口商品价格上涨不会和货币升值速度一样快，通货膨胀率便会降低；GDP 的下降也会导致通货膨胀率降低。在实证研究中，汇率变动对 GDP 和通货膨胀率的影响是有滞后期的。然而，由于理性预期的存在，汇率在  $t$  期的升值，会导致  $t-1$  期短期名义利率的下降。这种理性预期会是汇率的升值间接地导致利率的下降。这就是说，泰勒（1993）的泰勒规则方程中虽然没有利率对汇率的直接反应项，但实际上汇率便会对利率的影响，或者说利率对汇率的反应已经蕴含其中了。因此，加入汇率因素的货币规则方程虽然直接列出了利率对汇率的直接反应项，但货币政策的改善效果并不显著，有的甚至因反应过度而使货币政策的效果比没有考虑汇率因素影响时的效果更差<sup>[2]</sup>”。但是，我国实行的是有管理的浮动汇率制度，汇率市场化程度有限，与西方发达国家完全市场化的汇率制度不同。泰勒所解释的汇率对利率影响的传导机制并不能完全适用于我国的情况。在人民币升值的预期下，大量外资通过各种渠道进入国内资本市场，在人民币还不能自由兑换的环境下，中央银行只能被动抛出大量的基础货币，使金融市场的货币供给增加，从而影响国内利率的变动。因此，汇率在我国是影响利率

<sup>[1]</sup> 李琼、王志伟. 利率规则理论研究新进展. 经济学动态, 2008, (1): 84

<sup>[2]</sup> 董艳玲. 泰勒规则中加入汇率因素的探讨及其在中国的应用. 经济学动态, 2007, (1)



变动的一个重要外生变量。加入汇率因素的泰勒规则比传统的泰勒规则在中国更为有效。

董艳玲(2008)在《泰勒规则中加入汇率因素的探讨及其在中国的应用》一文中,运用1995年至2006年我国利率和汇率的数据进行实证检验,认为我国至少应将泰勒规则作为现行货币政策的重要参考尺度……货币政策既通过利率渠道影响经济运行,也通过汇率渠道影响经济运行。因此,在汇率为外生变量的条件下,我国宜采用加入汇率因素的泰勒规则<sup>[1]</sup>。王胜、邹恒甫在《开放经济中的泰勒规则——对中国货币政策的检验》一文中,通过对中国货币政策的经验检验,我们发现标准的泰勒法则还是具有相当强的稳定性,国内通货膨胀和产出缺口依然是决定利率水平最重要的两大因素;并且在中国管理程度相对较紧的货币市场环境中,我国的利率水平相对通货膨胀和产出缺口变动的调整不足,呈现出相对平稳的调整况<sup>[2]</sup>。

### 三、加入利率平滑因素的泰勒规则

在考虑利率平滑的基础上,王建国(2006)将利率平滑因素加入到泰勒规则中,并运用我国1993至2003年的数据进行实证分析。传统的泰勒规则方程

$$r_t^* = r^* + \pi_t + g(y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*)$$

考虑利率平滑因素,可先将方程改写成

$$r_t^* = r^* - h\pi^* + g(y_t - y^*) + (1+h)\pi_t$$

假定利率的变化受前期利率水平的影响,利率变化满足

$$r_t = \rho r_{t-1} + (1-\rho)r_t^*$$

$0 < \rho < 1$ ,货币当局并不是完全根据目标利率决定当前的利率水平,而是根据目标利率进行分步调整,每次调整利率是为了使实际利率与目标利率更为接近,且每次调整利率不是将利率直接调整至目标利率水平,利率调整幅度是实际利率和目标利率差值的 $1-\rho$ 。 $\rho$ 为衡量利率平滑特征的指标。将含有利率平滑特征的方程代入泰勒规则可得

$$r_t = (1-\rho)[r^* - h\pi^* + (1+h)\pi_t + g(y_t - y^*)] + \rho r_{t-1}$$

在运用我国1993至2004年的季度数据进行检验后发现我国利率水平与产出缺口的变化基本没有相关关系,而对通货膨胀的反应较为显著,同时利率变动带有明显

[1] 董艳玲. 泰勒规则中加入汇率因素的探讨及其在中国的应用. 经济学动态, 2007, (11)

[2] 王胜, 邹恒甫. 开放经济中的泰勒规则——对中国货币政策的检验. 统计研究, 2006, (3)

平滑特点（平滑性指标均大于0.8）<sup>[1]</sup>。其实证检验的结论与谢平、罗雄在2002年所得结论并不完全一致，其主要原因可能在于我国利率实行小幅微调是从2002年开始，而实证检验所用的数据是1993年至2004年的季度数据，因此，数据的选择可能并不全面。况且，我国在2002年以前利率的调整并不是采取小幅微调的形式，而是采取间隔时间长、调整幅度大的利率调控模式，其本身与利率平滑调控相差甚远，有可能导致所得结论不一致。再者，由于我国在未实行利率平滑调控时在方程中加入了利率平滑因素，结果可能使的方程中其它自变量对因变量的解释下降，甚至导致得出自变量与因变量完全不相关的结论。

#### 四、我国“利率走廊+利率平滑”调控的操作规则

“利率走廊+利率平滑”调控要求央行采取市场化的调控手段，但不管是采取市场化还是行政手段，都首先要选择我国利率调控操作规则。从上面的分析可以看出，不管是传统的泰勒规则还是扩展的泰勒规则，其与我国经济环境相契合，可以作为我国利率调控的操作规则。但是，经济全球化的发展，央行调控模式的变化要求对泰勒规则作出跟进一步的研究拓展，以适应我国利率市场化条件下利率调控的需要。笔者认为，应将泰勒规则扩展为包含有汇率、利率平滑因素新的利率规则方程，即

$$r_t = (1 - \rho) [r^* - h\pi^* + (1+h)\pi_t + g(y_t - y^*)] + \rho r_{t-1} + h_0 e_t + h_1 e_{t-1}$$

在我国新的“利率走廊+利率平滑”调控中，利率的调整必须考虑汇率对利率的影响，以及利率平滑操作对实现目标利率的影响，将包含汇率和利率平滑因素的新的泰勒规则作为我国“利率走廊+利率平滑”调控操作的规则。

#### 第二节 “利率走廊+利率平滑”调控时机的选择

货币政策的实施在不同的时间产生不同的效果。央行的调控如果时机把握得当，往往能产生四两拨千斤的效果；但如果央行对经济形势的判断滞后于经济形势的变化，则货币政策的实施不仅不能达到预期的效果，甚至有可能使本身为熨平经济波动采取的政策成为经济波动的根源。在“利率走廊+利率平滑”调控下，央行调控时机的选择对于“利率走廊+利率平滑”调控目标的实现同样具有重要的意义。

1995年通过的《中国人民银行法》确立我国货币政策目标是：保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。我国货币政策的首要目标是保持币值的稳定，而币值的

<sup>[1]</sup> 王建国. 泰勒规则与我国货币政策反应函数的实证研究. 数量经济技术经济研究, 2006, (1): 49

稳定程度可以用通货膨胀水平来衡量。所以，我国货币政策的选择应以通货膨胀的变化作为货币政策实施的依据。“利率走廊+利率平滑”调控是央行调控利率的一种模式，是央行货币政策的一部分，其调控目标理应服从货币政策的最终目标。因此，“利率走廊+利率平滑”调控必须以通货膨胀率作为其调控时机、调控力度的参考指标。

通货膨胀目标制是指中央银行对一个量化的通货膨胀水平作出明确承诺，并以此作为作为货币政策的基本目标。当实际通胀率高于或低于目标通胀水平时，央行采取相应的货币政策使实际通货膨胀率趋近目标通胀水平。作为一种新的货币政策制度框架，通货膨胀目标制在越来越多的国家得到认同。20世纪90年代以来，新西兰、加拿大、英国等国家先后实行“通货膨胀目标制”。通货膨胀目标制在实际的实施过程中，由于经济运行过程中各方面的冲击，在一定时期内实际通货膨胀率可能高于目标通货膨胀率，但在长期，实际通货膨胀率平均值接近于通货膨胀目标区间的中心，即长期的平均通货膨胀率接近于目标通货膨胀率。在实施通货膨胀目标制的国家中，没有一个国家摒弃通货膨胀目标制，即使通货膨胀目标制在该国的实施过程中实际通货膨胀率与目标水平产生了严重的偏离。孙丽（2007）在对国际上实施通货膨胀目标制国家的实践经验研究发现，通货膨胀目标制已被证实是富有弹性的，具有很强的适应力。“迄今为止，没有一个国家放弃过通货膨胀目标制。严重的冲击和大幅度的偏离曾使人们对通货膨胀目标制名义锚的可行性提出质疑，但是每一个时段，这种冲击最后都能被很好地抵御<sup>[1]</sup>”。因此，通货膨胀目标制具有一定的普适性。

我国货币政策目标的选择经历了从多目标向双重目标的转变。从早期的币值稳定、经济增长、增加就业、经济结构均衡、国际收支平衡到以币值稳定为单一目标或双重目标中的首要目标。当前，我国货币政策的首要目标是保持币值稳定，并在此基础上促进经济的发展。2007年以来，我国CPI持续上扬，央行采取连续多次小幅微调利率、上调准备金率的方式以期稳定物价。从我国货币政策的实践也可以看出，我国货币政策的首要目标是保持币值的稳定。虽然央行并没有明确提出实行通货膨胀目标制，但在实际的实践中，央行无疑把控制通货膨胀作为货币政策的首要目标，并在此基础上兼顾促进经济发展的目标。

既然我国货币政策的首要目标是保持币值稳定，则央行货币政策调控应最大限

<sup>[1]</sup> 孙丽. 通货膨胀目标制实践经验的国际考察. 当代财经, 2007, (10): 51

度地保证该目标的实现。“利率走廊+利率平滑”调控是央行实施货币政策的主要手段，其调控时机的选择也尽可能的为实现货币政策目标服务。由于利率政策在传导过程中存在明显甚至严重的时滞效应，中央银行对利率的外部时滞很难进行实质性的控制，我国利率政策“一般要经过6个月至18个月的传导环节才会真正显露其调控作用，因此，在指定利率政策时就不应是后向的，而应是具有前瞻性的：即以未来的预期发展为导向，在宏观经济不平衡现象初露端倪之时，就应当考虑利率杠杆的作用<sup>[1]</sup>”。“利率走廊+利率平滑”调控时机的选择也应在宏观经济出现不平衡，通货膨胀初露端倪时，采取相应的利率调控方式，平熨经济的波动。

### 第三节 “利率走廊+利率平滑”调控目标利率的取向

“利率走廊+利率平滑”调控是指中央银行通过设定商业银行在央行存贷款利率的上下限，从而调控商业银行同业拆借市场利率的波动范围，使得市场利率在央行的目标利率水平实现均衡。而在每次目标利率调整时，不是采取一次性大幅调整，而是采取多次同方向小幅微调的方式。从国外的“利率走廊+利率平滑”调控实践中，可以看出都是将同业拆借利率作为央行实施调控的基准利率。基准利率是在整个利率体系中起主导作用的利率，即在整个金融市场上和利率体系中处于关键地位，决定其它利率的变化。在开放的利率市场体制下，基准利率是连接货币当局政策行为与市场主体微观行为的纽带。同业拆借利率作为市场基准利率，这是由于同业拆借利率在货币市场利率的基础作用，央行通过影响同业拆借利率能更有效的影响货币市场的而其他利率。

#### 一、货币市场的基准利率功能不全

“利率走廊+利率平滑”调控是通过变动货币市场的基准利率，通过基准利率的变化从而影响货币市场其它利率的变化。因此，基准利率在“利率走廊+利率平滑”调控中起着重要的作用。我国货币市场利率期限结构善不完善，基准利率仍不明晰，限制了“利率走廊+利率平滑”调控的实施。

基准利率是在整个利率体系中起主导作用的利率，即在整个金融市场上和利率体系中处于关键地位，决定其它利率的变化。在开放的利率市场体制下，基准利率是连接货币当局政策行为与市场主体微观行为的纽带。我国货币市场利率结构与发

<sup>[1]</sup> 刘义圣. 我国宏观经济调控体系中利率微调政策的时效性研究. 东南学术. 2007, (6): 66-67

达国家的利率结构相似，由于我国金融市场尚不健全，货币传导不顺畅，各种利率之间的联系不强。在我国利率体系中，同业拆借利率、国债利率、再贴现率、央行票据利率、一年期存贷款利率都有一定的基准利率功能，但到底何种利率作为我国货币市场的基准利率，尚不明确。英国的基准利率是短期国债回购利率，这主要是由于英国金融市场国债的交易量大，英国银行主要运用国债作为调节短期头寸的主要手段；美国的基准利率的联邦基金利率，因为美国的商业银行日常资金头寸的调节主要是通过联邦基金市场进行。另外许多发达国家是以再贴现利率作为基准利率。因此，基准利率的选择没有统一的标准，必须根据各国金融市场的实际情况，选择适合本国资本市场的基准利率。但是，不管选择何种利率作为基准利率，都应该使基准利率能比较准确的反应市场资金供求状况，与其它利率关系密切，与货币供给量联系紧密并且有利于货币当局的调控。

近年来，“我国同业拆借利率和国债回购利率已经放开，尽管，它们不断地在那里起伏波动，但是存贷款利率则始终保持水平不变<sup>[1]</sup>”，因此，同业拆借利率和国债回购利率尚不能担当基准利率的重任。“同样，我国一年期存贷款利率也不能影响其它利率，2006年4月28日央行提高贷款利率，存款利率和整个利率体系就没有相应变动。2006年8月19日的提高利率，只涉及存贷款利率和规定的利率变动，其他利率也不能变。再贴现利率对利率体系的影响就更小了，因为央行只向商业银行的回购资金需求提供再贴现，这就不能解决商业银行贷款资金需求，商业银行对再贴现需求下降，再贴现的规模相当有限，再贴现率怎么变动也影响不了利率体系了<sup>[2]</sup>”。因此，我国货币市场的基准利率尚未完全形成，制约了“利率走廊+利率平滑”调控的实施。

## 二、Shibor 作为货币市场基准利率的优良特性

Shibor，即上海银行间同业拆放利率，以位于上海的全国银行间同业拆借中心为技术平台计算、发布并命名，是由信用等级较高的银行组成报价团自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率，是单利、无担保、批发性利率。目前公布的 Shibor 利率品种包括隔夜、1 周、2 周、1 个月、3 个月、6 个月、9 个月以及 1 年。Shibor 利率从 2007 年 4 月 1 日开始正式运行，经过一段时间的发展，已经具有其它利率所未有的优良特性。由于 Shibor 报价银行团现由 16 家商业银行组

[1] 胡海鸣. 季波. 完善我国基准利率主导作用的基本思路. 上海金融, 2006 (11): 36

[2] 胡海鸣. 季波. 完善我国基准利率主导作用的基本思路. 上海金融, 2006 (11): 36-37

成。报价银行是公开市场一级交易商或外汇市场做市商，在中国货币市场上人民币交易相对活跃、信息披露比较充分的银行。因此，经过一段时间的发展和完善后，由于 Shibor 具有其优良的特性，可以将 Shibor 确定为像联邦基金利率一样的价格调控目标利率，实现货币政策的价格调控。

Shibor 的优良特性表现为：

第一，Shibor 是较为市场化的利率。Shibor 是以拆借利率为基础，根据参与报价团的 16 家银行对各期限资金拆借品种的报价所形成的基准利率，这 16 家银行是由在中国货币市场上人民币交易相对活跃、信息纰漏比较充分的银行组成的，且这些银行之间的同业拆借金额在中国货币市场同业拆借市场中占据较大份额。另外，Shibor 形成机制是由资金供求双方在市场上通过竞争来决定的，能够准确地反映市场上资金供求态势。它与在国际市场上普遍作为基准利率的 Libor 的形成机制非常接近，这也就保证了 Shibor 形成机制的市场性。

第二，Shibor 具有易于央行控制的特性。在我国，由于传统的信贷管理体制，商业银行对于中央银行的依存度很高，商业银行除了吸收存款作为其主要资金来源，资金的另一主要来源就是从中央银行获得再贷款。因此，央行可以通过发行央行票据或实施回购等货币工具来收紧或放松银根，这就会直接影响到商业银行资金存量，包括 16 家 Shibor 报价团银行的资金余缺，而这些银行又会根据自己的资金状况报出各自的拆出利率，最终间接影响 Shibor。所以，我国央行对 Shibor 具有较强的控制力。

第三，Shibor 具有较强的传导性。由于 Shibor 是由在我国货币市场占据较大份额的 16 家商业银行根据各自资金的余缺所报出的利率所形成的，Shibor 利率的高低直接反映了市场资金的供给状况。另外，由于 Shibor 商业银行之间的同业拆借利率，则商业银行在确定市场其它利率高低时也必然以此为基础，根据风险结构确定各种金融产品的利率水平。同时，Shibor 是市场化利率，“Shibor 在利率衍生品交易定价中发挥重要作用，2007 年以 Shibor 为基准的利率互换，占互换交易总量约 13%，下半年占比升至 24%左右。基准多为 3 个月和隔夜 Shibor，分别占以 Shibor 为基准的交易总量的 79%和 20%。远期利率协议自开办以来全部采用 3 个月 Shibor 作为定价基准<sup>[1]</sup>”。

因此，鉴于 Shibor 的优势及其在我国货币市场中的扮演中越来越重要的作用，

<sup>[1]</sup> 2007 年第四季度中国货币政策执行报告。中国人民银行官方网站。www.pbc.gov.cn

未来我国“利率走廊+利率平滑”调控时可将 Shibor 作为央行调控的基准利率，通过变动 Shibor 利率影响货币市场其它利率的变动。

#### 第四节 “利率走廊+利率平滑”调控利率走廊区间的选择

“利率走廊+利率平滑”调控，是采用利率走廊的操作方式调控基准利率的波动范围，而当经济运行要求变动利率水平时，采取多次小幅微调目标利率的方式。“利率走廊+利率平滑”调控方式，关键是在确定目标利率后，如何设定利率走廊的范围，即利率波动的幅度。如果“走廊”设置过宽，则利率波动范围过大，利率走廊也就失去其意义；如果“走廊”设置过窄，则“走廊”无法发挥其充分运用市场力量调节利率的功能，商业银行利率波动过窄，央行设定的目标利率就可能异化为行政管制下的利率。因此，如何确定利率走廊的宽度，即利率波动的幅度，是“利率走廊+利率平滑”调控能否成功实施的关键。

当前，我国利率采取的是管制下的浮动利率。央行确定银行的存贷利率，同时允许存贷利率在央行确定的利率水平上下波动一定的幅度。我国的利率体系仍然带有计划经济条件下行政调控的烙印，与市场经济条件下市场化的利率调控仍有一定的距离。虽然近年来我国利率市场化取得一定的进展，但我国的利率仍不是完全市场化的利率，利率的调整主要仍是通过行政命令的形式执行。1996年6月1日，取消银行间拆借利率上限管理，利率由拆借双方根据市场资金供求自主决定。同业拆借利率实现完全市场化。但对于商业银行的存款利率，央行采取“存款利率管下限，贷款利率管上限”的利率改革思路，逐步放开商业银行存贷利率的波动范围，但存贷利率仍不是市场化利率。虽然我国有与发达国家相似的利率体系，但是各种利率之间的关系与发达国家相应利率关系相差甚远。“发达国家央行存贷款利率影响拆借利率，拆借利率影响商业银行存贷款利率，那么央行存贷款利率就可以作用商业银行存贷款利率，所以，央行不必直接控制商业银行存贷款利率<sup>[2]</sup>”。我国同业拆借利率虽然已经完全放开，但同业拆借市场利率波动幅度大，央行的存贷利率并不能充分的影响同业拆借利率。同时由于我国体制上的原因，利率软约束的存在，同业拆借利率也不能有效地影响商业银行存贷款利率，所以，央行仍采取直接控制商业银行存贷款利率的方式调控市场利率，只是允许存贷款利率在一定的范围波动。由于中央银行控制商业银行存贷款利率，制约了央行存贷利率对同业拆借利率的影

<sup>[2]</sup> 胡海鸥，贾德奎，“利率走廊”调控的理论与实践。第一版。上海：上海人民出版社，2006：269.

响以及同业拆借利率对金融市场存贷利率的影响。

而从已采用“利率走廊+利率平滑”调控操作的国家实践经验可以看出：大部分“利率走廊+利率平滑”调控较成功的国家，其利率走廊的区间一般设定相对较小，如加拿大、新西兰和澳大利亚的利率走廊区间其央行存贷款利率本别与目标利率相差25个基点，这就决定了同业拆借利率只能在上下0.5%区间中波动。因此，这三个国家的利率走廊区间取得较好的“走廊”效果。未来我国若采取“利率走廊+利率平滑”的调控方式，对走廊区间的选择应根据我国的实际情况，（当前我国的外汇采取的有管理条件下的浮动，商业银行存贷利率也是采取有管理条件下的浮动，则利率走廊区间的选择可借鉴外汇与商业银行存贷利率波动的经验）确定利率波动的区间。

在实际操作中，在经济环境比较稳定的情况下，央行可采取“试错”法。由于我国是从管制利率向利率市场化的过渡，因此在确定利率波动幅度时应先窄后宽循序渐进的方式。例如先确定基准利率的波动幅度为0.2%，再利率在走廊区间波动的情况，确定是否调整利率波动的范围。而在一次一次的调整过程中，最终将形成适合我国国情的利率走廊区间。



## 第五章 我国“利率走廊+利率平滑”调控的对策建议

货币政策的执行必须有与之相契合的市场环境才能发挥政策效果。“利率走廊+利率平滑”调控也必须辅之与其相适应的市场环境。从前面的分析可以看出，“利率走廊+利率平滑”调控需要有相应的市场基础才能发挥其独特的优势。当前我国利率市场化改革尚未完成，我国利率调控仍带有强烈的行政调控的印记。虽然我国目前还没有完全具备实行“利率走廊+利率平滑”调控的条件，但在利率市场化改革的大背景下，采取市场化的调控手段是市场发展的要求，“利率走廊+利率平滑”调控是未来利率调控模式的新趋势。本章对我国未来实行“利率走廊+利率平滑”调控的提出相应的政策建议。

### 第一节 完善我国的基准利率制度

#### 一、完善我国的基准利率制度，凸显同业拆借利率的核心地位

基准利率是利率体系的核心。但当前我国货币市场还未有真正能够充当基准利率重任的利率。基准利率必须能够反应资本市场资金供求的变化，基准利率的选择必须是资本市场交易量最大的资金的利率。例如英国商业银行主要用国债调节日常资金头寸，则英国基准利率就选择国债利率作为资本市场的基准利率。我国国债交易规模小，国债利率尚不具备作为基准利率的条件。央行票据虽然交易规模大，但其受央行货币政策的影响大，不是由纯粹的市场力量影响利率的走势，因此，央行票据利率也不具备作为基准利率的条件。一年期存贷款利率也不能作为货币市场的基准利率，因为当前我国对一年期存贷款利率仍是采取行政调控的方式，一年期存贷款利率虽然可以在一定的幅度上下波动，但仍不是完全由市场决定的。

银行间同业拆借利率是市场化利率，它能反应市场资金供求的变化。我国于1996年6月1日完全放开银行间同业拆借利率，利率由拆借双方根据市场资金供求自主决定。我国的金融机构主要以银行为主，同业拆借利率的变化制约和主导着其它利率的变化。虽然我国同业拆借市场规模尚不足以影响全部利率，但同业拆借市场利率是金融机构资金流动最基础的利率，拆借利率在资本市场具有一定的提纲挈领的作用，银行其它利率都是在拆借利率的基础上加入风险因素后加一定利差形成的。因此，我国应选取同业拆借利率作为货币市场的基准利率。另外，选取同业拆借利

率作为市场的基准利率，也有利于央行的调控。拆借利率具有与其它利率相关性好、可控性和可测性的优势。另外，拆借利率作为基准利率，也有利于“利率走廊+利率平滑”调控的实施。

## 二、加快培育 Shibor 在我国货币市场的核心地位

Shibor——即上海银行间同业拆放利率由于其具有作为基准利率的优良特性，已具有一定的充当我国基准利率的条件。因此，应加快发展、完善 Shibor 利率，使它最终能作为央行调控货币市场的基准利率。

一是增强 Shibor 在货币市场中的影响能力。在 Shibor 正式运行之后，许多商业银行都以 Shibor 利率为基准，推出众多金融产品，例如，2007 年 1 月 18 日，兴业银行与花旗银行完成了国内第一笔利率互换交易，这笔利率互换交易期限为一年，以 3 个月期 Shibor 为基准利率；2007 年 2 月 2 日，兴业银行与太平人寿资产管理公司在银行间市场达成了首笔以 Shibor 为基准的“人民币远期利率协议”。这些表明 Shibor 在货币市场上已经具备了一定的影响能力。但是，当前我国货币市场上以其他利率为基准的金融产品还占有很大的比重，例如以 1 年期法定存款利率为基准的浮息产品以及七天回购等，Shibor 在货币市场中的影响能力还有待进一步加强。因此，央行应为商业银行提供必要的经济及制度环境，增加以 Shibor 为定价基准的利率衍生产品的数量，我国的商业银行在今后的产品研发中可以借鉴国际成功经验，向以 Shibor 为定价基准的方向靠拢。

二是优化 Shibor 交易期限的分布。以前，我国货币市场的交易主要集中在期限较短的品种上，以拆借为例，2006 年有 89.5% 的交易为 1 天和 7 天品种，而回购交易也有 87.5% 为 7 天以内。以 Shibor 正式开始运行后的情况来看，交易集中于短期的状况并没有改观，2007 年银行间市场交易中，隔夜拆借品种成交 8.03 万亿元，占拆借成交总量的 75.43%；7 天以内回购产品成交 39.39 万亿元，占回购成交总量的 87.93%<sup>[1]</sup>。3 个月以上的 Shibor 并不被市场认同，仅仅有报价而鲜有交易量，即“有市无量”。Shibor 交易过多集中在短期对其自身的发展是极其不利的，远期交易的“名存实亡”不仅会降低 Shibor 远期报价的合理性，而且也会导致 Shibor 在货币市场中整体参照性的降低。因此，未来 Shibor 的努力方向应该是不断增加远期交易的数量，优化其交易的期限分布，促使其短期和远期的分布更均衡、更合理。

<sup>[1]</sup> 2007 年金融市场运行情况。中国人民银行官方网站。www.pbc.gov.cn.

三是扩大 Shibor 的市场交易规模。在我国的货币市场上，与债券回购相比，银行间的同业信用拆借一直处于弱势地位。从 2006 年的数据来看，银行间市场回购交易量 27 万亿元，拆借交易量 2.14 万亿元，后者仅仅占前者的 7.93%。货币市场其地位的大小是由其在市场中的交易量决定的。银行间同业拆借交易额在货币市场所占比例小，限制了同业拆借在我国货币市场的发展。2007 年央行推出 Shibor 之后，拆借市场的规模已经在逐步扩大了，2007 年全年，债券回购成交 44.79 万亿元，银行间市场同业拆借成交 10.65 万亿元，后者占前者的比重已经超过了两成。但是，这样的规模还不足以为 Shibor 的发挥提供必要的基础，央行可以考虑从增加利率长期交易品种的角度出发，进一步扩大 Shibor 的交易规模，从而保证基准利率的作用得以发挥<sup>[1]</sup>。

四是提高 Shibor 报价的真实性和质量。从 Shibor 运行 1 年多的情况来看，1 个月以内的 Shibor 报价与交易价之间的价差较小，但 1 个月以上的中长端 Shibor 报价与实际交易成交价之间的利差仍然较大。以 2008 年 4 月 28 日的数据为例（如图 7-1 所示）：Shibor 报价与成交价间的差别反映出一些非市场因素仍然影响着交易价格，这其中既有风险溢价的原因，也包含着利益调整的因素。但是，从长远的角度看，Shibor 的交易价应该更单纯，不应该再包含利益输送、利益转移等非市场的复杂因素，这就需要商业银行从增强其内部管理、授信、分行授权等方面着手进行调整和改革。只有报价和交易价之间的差异消除了，才能有效地提高 Shibor 报价质量、可信度和权威性<sup>[2]</sup>。

## 第二节 完善金融生态环境

### 一、完善金融生态环境，增强货币政策传导效率

我国市场经济的不完善减低了货币政策的传导效率。由于利率多轨制的存在，市场上不能形成合理的利率期限结构，不同利率之间不能相互作用，相互影响，阻碍了货币政策的传导。为完善货币政策的传导效率，提高货币政策的效果，应大力完善我国的金融生态环境。

完善金融生态环境，推动全国统一资本市场的形成。我国区域经济发展的不平衡，使得不同地区具有不同的利益诉求。资本市场之间区域之间的分割比较普遍，

<sup>[1]</sup> 王树同. Shibor 与利率市场化：前景展望. 中国货币市场. 2007 (7): 27-30.

<sup>[2]</sup> 易纲. 2008 年 Shibor 工作会议上的讲话. www.pbc.org. 2008-1-18.

地方政府为了本地经济的发展，都尽可能为本地区争取更多的金融资源。由于市场的分割，资金供求不能在市场上充分而有效地表现出来，从而也限制了市场利率在不同区域之间传导。因此，必须完善我国的金融生态环境，推动形成全国统一的资本市场，使资金能在全国自由流动，促进货币政策的全国的传导。

## 二、改革商业银行经营体制，完善商业银行利润最大化经营机制

一是改革商业银行经营体制，增强商业银行利润最大化经营机制。在我国金融市场，国有银行仍占据市场的主要份额。虽然四大银行都已相继完成股份制改造，但并没有改变国有股一股独大的局面，也尚未按现代公司治理要求建立晚上的公司治理结构。同时，由于受政策限制以及利率双轨制下利率软约束的影响，国有银行并非以利润最大化作为其经营的最终目标。近年来，许多股份制商业银行规模不断扩大，在市场中也起着越来越重要的作用，但相对四大国有银行而言，其在市场中所占份额仍未能达到左右市场的地位。再者，许多股份制商业银行都有财政参与股份，特别是地方城市商业银行。虽然政府所占股份不多，甚至远未达到控股要求，但由于我国特殊的社会环境以及政策在银行的隐性担保，政府在银行人事方面却有绝对的话语权，这又使得股份制银行的经营无法完全根据市场的变动而变动，银行经营仍受政府决策的影响。

“利率走廊+利率平滑”调控要求商业银行必须以利润最大化作为自己的经营目标，才可实现货币政策的目标。因此，必须完善我国的金融生态环境，改革商业银行的经营体制，增强商业银行利润最大化的经营机制。只有这样，才能使金融市场的改革适应我国经济的发展要求，甚至超越市场经济发展水平，引领社会经济的发展。也只有这样，才能最终真正实现利率市场化的目标，才能实现“利率走廊+利率平滑”调控。

二是进一步推进利率市场化改革。我国利率市场化改革的实质就是将我国目前的利率决定体制转变为当今国际上实行市场经济体制国家的通行做法，即由中央银行确定基准利率，其他金融机构在规定幅度范围内围绕基准利率自由浮动各自存贷款利率的利率体制。无论今后在间接利率调控方面我国将采用何种方式，实现利率形成的市场化，在整个社会资金的运动过程中建立一个在国家间接调控下，以市场供求为基础，以央行基准利率为核心，以市场利率为主体的多元化的利率管理体制、利率形成机制、利率结构体系和利率传导机制，即继续深化利率市场化改革都是任

何间接化利率调控方式能够发挥其应有功效的先决条件。

目前我国利率市场化已经首先放开了货币市场和债券市场的利率，银行间市场利率完全可以自己决定。顺利实现了“贷款利率管下限、存款利率管上限”的阶段性目标，由人民银行管理的利率品种也所剩不多。另外，对于存款基准利率和贷款基准利率都放大了活动区间，在某些方向上取消了限制。此外，还有一些品种，比如商业票据、短期融资券、外币大额存款和外币大额贷款的利率也逐步实现了市场化。今后，应该继续按照“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的原则，加快改革的步伐，力争突破利率市场化的最后两个堡垒——贷款利率下限和存款利率上限，最终建立金融机构的自主风险定价机制，实现行政管制和市场化并存的“双轨制”利率体系向有管理的市场化利率体系的转变。

### 第三节 完善货币政策决策机制

#### 一、进一步增强货币政策的透明度

“利率走廊+利率平滑”调控是在充分运用市场的力量来实现央行的调控目标的。因此，央行的货币政策透明度，公众的理性预期对政策目标的实现起着举足轻重的作用。上个世纪90年代以后，越来越多的国家开始致力于货币政策透明度的提高，提高货币政策透明度正成为世界上越来越多国家的一项重要制度选择……但当考虑到经济主体对经济运行结果和经济运行过程的不完全认知时，货币政策透明性对于促进经济主体的学习过程，稳定和引导公众的通胀预期，进而提高货币政策的有效性就起着至关重要的作用，简单地讲主要表现在：第一，当经济主体对经济运行结果存在不确定预期时，通过提高货币政策目标的透明性和中央银行有关预测的透明性等，可以有效地为公众的通胀预期提供一个“名义锚”，避免公众预期的紊乱。第二，当经济主体对经济运行过程存在不完全认知时，通过提高经济信息资料的透明性和中央银行决策的透明性等，可以加速公众的学习过程，减小公众的预测误差，增强公众对货币政策的理解和支持<sup>[1]</sup>。

1996年央行开始公布每年的货币供应增长目标，1999年6月开始每季度召开货币政策委员会会议，并在会后向外界公布会议决议，2001年第一季度开始在每季度末共组货币政策执行报告，近年来，我国货币政策的透明度已经有了较大的提高，但

<sup>[1]</sup> 徐亚平，货币政策有效性与货币政策透明制度的兴起，经济研究，2006（8）：24-30

我国货币政策透明度与发达国家相比，仍有一定的距离。货币政策只有在具有较高透明度的情况下，才能使预期引导功能在保证货币政策效果得以有效发挥中扮演越来越重要的作用。我国货币政策透明度仍有很大的提升空间。

一是明确我国货币政策目标。央行应及时向公众发布货币政策目标，包括货币政策的主目标、次要目标，以及在一段时间内货币政策的主要目标。央行在宣布货币政策目标的同时应该对目标的保证实现进行承诺，当目标发生偏离时，央行应采取多种措施以确保目标的实现。这就有助于公众增强对央行货币政策目标的信息，同时根据央行的货币政策目标调整自己的经济行为，以实现自身利益的最大化。这也就无形中增强了货币政策的效果。

二是提高货币政策实施过程的透明度。货币增仓的透明度包括决策透明、过程透明。而对于公众而言最重要的是货币政策实施过程的透明。过程透明是央行在实现目标时所使用的货币政策工具、具体的操作方法、有可能会采取的市场干预方式等都要及时向公众公布。对与我国而言，我国的货币政策委员会关于货币政策决议结果、相关会议应该定期向公众汇报；对于某一时期内央行采取的特定货币政策，货币当局也应向公众提供必要的解释，以便公众更好的理解货币政策，保证货币政策的有效实施，从而避免对政策理解的失误而产生不必要的政策偏差。

三是及时公开货币政策相关信息。人民银行应该保证及时发布经济数据，缩短发布数据的时间间隔，每日金融数据发布较少的问题应该得以改善，保证公众与中央银行在信息方面处于平等的地位；同时，对于未来经济形势及货币政策预测的信息公布也是完善央行货币政策透明度的一个重要环节，而且，我国对于未来货币政策的预测时限应该加长，由现阶段仅对未来一年进行预测转向既包含对未来三个月、半年、一年的短期月测，又有对三年、五年的中长期预测的结构均衡预测体系<sup>[1]</sup>。

## 二、进一步增强央行的独立性

央行作为货币政策的决策机构，由于其在宏观调控中所起的特殊作用，要求其必须作为一对立的机构方能更有效的执行宏观调控政策。“由于历史上的认识惯性和现实条件的制约，我国央行的独立性还比较有限，它不仅表现在央行行长受国务院任命，更表现为法律不能保障央行实行对立的货币政策<sup>[2]</sup>”。在我国，人民银行受

<sup>[1]</sup> 季晓霞. 中央银行货币政策透明度研究. [南京师范大学硕士学位论文]. 2007

<sup>[2]</sup> 胡海鸥. 贾德奎. “利率走廊”调控的理论与实践. 上海人民出版社, 2006年: 250

国务院的领导，这就决定了人民银行经常要根据政府的要求实现有利于经济增长的货币政策。我国的货币政策是从属于经济政策，这就使得央行无法完全根据币值稳定的要求执行独立的货币政策，而必须兼顾经济的发展。

《中国人民银行法》第五条规定：“中国人民银行就年度货币供应量、利率、汇率和国务院规定的其他重要事项做出决定，报国务院批准后执行。”因此，我国货币政策的决定权不在央行，而在国务院。而“利率走廊+利率平滑”调控要求央行必需根据经济发展的要求，及时调整货币政策。央行对策的非独立性，决定了货币政策执行的效率。同时，由于央行的政策从属于国家的经济政策，当央行根据经济发展要求将利率控制在适当的位置时，可能此时的利率水平并符合经济政策的要求；甚至有时央行必须根据国家的宏观经济政策调整货币政策，而不是根据经济发展形势决定货币政策。这无疑使货币政策的效果大打折扣，影响了“利率走廊+利率平滑”调控的实施。因此，必须进一步增强央行执行货币政策的独立性。

## 第六章 结论

### 一、 本文的主要观点

利率走廊调控是指中央银行在基本无需买卖国债的情况下，变动央行的存贷款利率，来调节货币供给量。通过设置央行调控的同业拆借目标利率，并规定同业拆借利率上下波动的范围，使银行间同业拆借利率在央行规定的利率区间波动。利率波动上限为央行的贷款利率，在该贷款利率上，央行无条件满足商业银行的贷款需求；在目标利率的下限，为商业银行在央行的存款利率，在该利率上央行无条件吸收商业银行的存款。这就使得同业拆借利率只能在央行规定的利率区间波动，而在市场的作用下，均衡利率最终将围绕央行的目标利率波动，从而实现央行的政策目标。而央行在根据经济发展的需要变动利率时，对目标利率的变动采取多次小幅同向微调的形式，使目标利率的调整具有平滑特征。因此，笔者称之为“利率走廊+利率平滑”调控。利率走廊是指利率在央行设定的区间里波动，利率平滑是指目标利率的变动具有平滑特征。从上世纪 90 年代开始，随着电子技术的发展，电子货币在社会经济生活中的运用越来越广泛，基础货币的需求有不断减少的趋势。许多经济处在不同发展阶段的国家都采用“利率走廊+利率平滑”调控模式作为其调控货币市场利率的重要手段。

近年来，我国利率市场化不断向前推进，我国的利率调控也逐渐从过去的行政调控转向市场化调控。对于利率市场化条件下我国利率调控模式的选择，笔者认为我国未来可采用“利率走廊+利率平滑”的调控模式。主要是由于“利率走廊+利率平滑”调控与我国经济环境想契合：我国基准利率体系不断完善，为实施“利率走廊+利率平滑”调控创造了条件；金融生态环境的不断改善，为“利率走廊+利率平滑”调控提供了宏观环境；我国区域经济发展不平衡为“利率走廊+利率平滑”调控提供了现实基础。同时，对未来我国如何实施“利率走廊+利率平滑”做一定的理论探讨。我国未来实施“利率走廊+利率平滑”政策规则应将包含汇率和利率平滑因素的新的泰勒规则作为我国“利率走廊+利率平滑”调控操作的规则；“利率走廊+利率平滑”调控时机的选择也应在宏观经济出现不平衡，通货膨胀初露端倪时，采取相应的利率调控方式，平复经济的波动：“利率走廊+利率平滑”调控可将 Shibor 作为央行调控的基准利率，通过变动 Shibor 利率影响货币市场其它利率的变动；而未来“利率走廊+利率平滑”调控走廊区间的选择应根据我国的实际情况，采用经验



法确定利率走廊的区间范围。

因此，“利率走廊+利率平滑”调控模式是我国未来利率调控模式的可行选择。虽然当前我国尚不完全具备实施“利率走廊+利率平滑”调控，但“利率走廊+利率平滑”调控应作为我国利率调控模式的改革方向。

## 二、 本文的创新与不足

本文对“利率走廊+利率平滑”调控的研究尚属于初探阶段，关于利率走廊与利率平滑，国内外已有较多的学者对此作了精辟的阐述。而国外关于“利率走廊+利率平滑”调控已有实际的操作经验，但对“利率走廊+利率平滑”调控理论的总结尚未形成完整的理论，本文也仅是在前人研究基础上结合笔者的研究，提出“利率走廊+利率平滑”调控模式的观念。另外，本文所探讨的我国“利率走廊+利率平滑”的调控模式是未来在我国利率市场化条件下可能采取的一种利率调控范式，并不是当前我国利率调整所能采用的调控方式。本文仅是对未来我国有可能采取的利率调控模式作一定的理论探讨。因此，在论述相关理论并对未来我国利率调控模式的研究时难免隔靴搔痒，无关宏旨。而作为一名硕士研究生，由于学识有限，查阅的资料大部分局限于国内，在涉猎理论研究过程中，不尽完善，不免有些缺憾。

## 参考文献

### 外文参考文献:

- [1] Kevin Clinton. Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements [R] . Printed in Canada on recycled paper Bank of Canada Working Paper,
- [2] Michael Woodford. Monetary Policy in a World Without Money[R] . NBER Working Paper, No. 7853, 2000, (8): 8—35.
- [3] Vitor Gaspar, Gabriel Perez Quiros and Hugo Rodriguez Mendizabal . Interest Rate Determination in the Interbank Market[R]. Working Paper of ECB, 2004, (2): 2—23.
- [4] Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy, NBER Working Paper No. 8674, Dec. 2001.
- [5] Friedman B M. Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking, International Finance, Oct. 2000
- [6] Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money, NBER Working Paper No. 7853, Aug. 2000.
- [7] Timo Henckel, Alain Ize, Arto Kovanen, 1999, “Central Banking Without Central Bank Money,” IMF Working Paper, July: 5—18
- [8] Benjamin M. Friedman, Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking. International Finance, Oct. 2000.
- [9] Goodfriend, M—Monetary mystique: Secrecy and central banking, Journal of Monetary Economics, 1986, (17): 63—92
- [10] Peter Howells and Iris Biefang-Frisancho Mariscal. Central Bank Transparency: A market indicator. Working Paper, November 2002: 2—13
- [11] Craig Furfine. The Fed's new discount window and interbank borrowing[R]. Federal Reserve Bank of Chicago working paper, May, 2003: 2~18.
- [12] Craig Furfine. Standing facilities and interbank borrowing: Evidence from the Federal Reserve's New Discount Window[R]. Federal Reserve Bank of Chicago

- working paper, January, 2004: 3~27.
- [13] Julius Moschitz. The determinants of the overnight interest rate in the Euro Area I-R]. Job Market Paper, October 2003: 2~42.
- [14] Vitor Gaspar, Gabriel Perez—Quiros. Jorge Sicilia. The monetary policy decisions of the ECB and the money market[R]. BIS Paper, No. 12, 2001: 404.
- [15] Furfine Craig H. Interbank Payments and the Daily Federal Funds Rate[J]. Journal of Monetary Economics, 2000. 46: 535-553
- [16] William C. Brainard and Richard N. Cooper. Uncertainty and Diversification in International Trade. Journal of Economic Literature, 1969, 7: 150-161.
- [17] Jeffery D • Amato and Thomas Laubach. Monetary policy in an estimated optimization-based model with sticky prices and wages. Research Working Paper from Federal Reserve Bank of Kansas City, No 99-09, 1999.
- [18] Michael Woodford. Optimal Monetary Policy Inertia. Seminar Papers from Stockholm University, No 666, 1999.
- [19] Timothy Kam and Guay C. Lim. Interest Rate Smoothing and Inflation-Output Variability in a Small Open Economy. Department of Economics - Working Papers Series from University of Melbourne, No 817, 2001.
- [20] Michael Woodford. Inflation targeting and optimal monetary policy. Review, 2004, 6: 15-42.
- [21] Jess Behabib, Stephanie Schmitt-Grohe and Martin Uribe. Backward-Looking Interest-Rate Rules, Interest-Rate Smoothing, and Macroeconomic Instability. NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research, Inc, No 9558, 2003.
- [22] Brian Sack and Volker Wieland. Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence. Finance and Economics Discussion Series from Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), No 1999-39, 1999.
- [23] Sanjay K. Chugh. Does monetary policy keep up with the Joneses? Optimal interest-rate smoothing with consumption externalities. International Finance Discussion Papers from Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.),

No 812, 2004.

### 中文参考文献:

- [1] 贾德奎. 基于自愿准备金制度的利率走廊调控模式研究. 财经理论与实践, 2007. (7)
- [2] 胡海鸥. 季波. 贾德奎. “利率走廊”调控含义、机理于机制. 当代经济科学, 2006. (1)
- [3] 张云. 郑忠. 程丽萍. “利率通道”调控模式对我国利率市场化改革的启示. 财经论坛, 2006, (10)
- [4] 贾德奎. 胡海鸥. “利率走廊”货币市场利率调控的新范式. 经济评论, 2004, (2)
- [5] 戴根有. 中国中央银行公开市场业务操作实践和经验. 金融研究, 2003, (1)
- [6] 胡海鸥. 贾德奎. 无货币供给量变动的利率调控. 上海金融. 2003, (1)
- [7] 贾德奎. 胡海鸥. 公告操作: 西方国家货币政策操作的新范式. 国际金融研究. 2003, (7)
- [8] 郑小胡. 我国现行利率调控模式选择的必然性. 上海金融, 2004, 2
- [9] 胡海鸥, 贾德奎. 无货币供给量变动的利率调控——我国利率市场化道路的另类选择. 上海金融, 2003, 1
- [10] 胡海鸥. 季波. 贾德奎. “利率走廊”调控于准本金制度功能的异化. 北京交通大学学报. 2006, (3)
- [11] 黄燕君. 郑小胡. 当前我国利率调控模式的较优选择. 理论与实践, 2004, (8)
- [12] 李扬. 彭兴韵. 中国货币市场: 理论与实践. 中国世界经济, 2002, (3)
- [13] 孔德刚. 对我国利率市场化改革的进程、模式及风险评析. 财经政法讯. 2007, (2)
- [14] 周小川. 稳定推进利率市场化改革. 中国金融家, 2004, (1)
- [15] 谢平. 我国近年利率政策的效果分析. 金融研究, 2003, (5)
- [16] 黄宪. 王静然. 王栋. 中国利率政策效果分析. 经济评论, 2000, (2).
- [17] 杨炎冰. 王欣兰. 董炳伟. 国家利率市场化改革模式研究. 财政金融, 2006, (8)
- [18] 刁节文. 贾德奎. 货币政策透明度: 理论研究与实践进展. 当代财经, 2005, (10)
- [19] 贾德奎. 胡海鸥. 利率走廊: 我国利率调控模式的未来选择. 财经研究, 2004, (9)
- [20] 胡海鸥. 贾德奎. 基于中央银行贴现政策改革的利率调控模式研究. 对外经济贸易大学学报, 2004, (2)
- [21] 贾德奎. 基于自愿准备金制度的利率走廊调控模式研究. 财经理论与实践

- 践, 2007, (7)
- [22] 闵远光. 利率平滑. 我国货币政策操作的新范式. 上海金融, 2006, (10)
- [23] 闵远光, 胡海鸥. 利率平滑研究及其新进展. 经济学动态, 2006, (10)
- [24] 黄燕. 胡海鸥. 利率平滑的政策操作模式研究及启示. 当代经济管理, 2006, (2)
- [25] 贾德奎. 零准备金制度下的货币政策操作框架研究. 上海立信会计学院学报, 2006, (2)
- [26] 刁节文. 胡海鸥. 零准备金制度下商业银行储备管理行为. 武汉理工大学学报, 2006, (3)
- [27] 许健. 利率自由化的约束及实践. 金融研究. 2003, (8)
- [28] 王廷科. 利率市场化与我国商业银行的应对策略研究. 财贸经济, 2003, (9)
- [29] 张飞. 无货币供给量变动的利率调控模式探讨. 学术之窗, 2004, (5)
- [30] 胡海鸥, 贾德奎. 再论无货币供给量变动调控我国利率. 上海金融, 2003, (4)
- [31] 刘义圣. 利率理论研究新进展. 经济学动态, 2007, (8)
- [32] 李平. 甘春开. 美国货币政策的新发展: 利率平滑. 开放导报, 2000 (5)
- [33] 闵光远. 胡海欧. 宏观经济均衡状态的利率平滑搜寻机制研究及在我国的应用. 经济学动态. 2007 (8)
- [34] 易纲. 吴有昌. 货币银行学. 上海: 上海人民出版社, 1999
- [35] 郭万山. 通货膨胀盯住制度下的最优货币政策规则研究. [博士学位论文]. 沈阳: 辽宁大学经济学院, 2004.
- [36] 施兵超. 利率理论与利率政策. 北京: 中国金融出版社. 2003 (5)
- [37] 阎素仙. 利息理论于利率政策研究. 北京: 中国经济出版社. 2002 (3)
- [38] 王春丽. 我国宏观经济调控的利率微调取向探研. [硕士学位论文]. 福州: 福州大学管理学院, 2007.
- [39] 周学. 我国宏观调控应从粗放干预转为精确干预. 福建论坛人文社会科学版, 2006 (10)
- [40] 贾炳汉. 货币政策传导机制有效性研究. [博士学位论文]. 武汉: 华中科技大学管理学院, 2004.
- [41] 2008年第二季度中国货币政策执行报告. 中国人民银行官方网站. [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn).
- [42] 刘义圣. 姜坤. 关于我国利率微调问题的初探. 福州大学学报, 1997 (6)

## 攻读学位期间承担的科研任务与主要成果

- 1、《负利率与当前我国货币政策的选择》，发表于《江西金融职工大学学报》，2008年1期
- 2、《利率走廊调控初探》，发表于《消费导刊》，2008年11期

## 致谢

在论文完稿之际，心中并未有一丝轻松与释然。由于本文所得观点是笔者在借鉴前人研究基础上所得出的粗浅结论，鉴于笔者学识有限，在涉猎理论研究过程中，难免顾此失彼，不尽完善。诚望学界不吝赐教。

论文的完稿得益于刘义圣教授的殷切教导。从论文开题到论文最终定稿，都离不开刘义圣教授的悉心指导。三年求学生涯，学生的每一步成长都倾注着刘老师大量的心血。刘义圣老师丰富的学识修养和严谨的治学态度，以及诲人不倦的树人方式深深的影响着我求学、生活的每一步。师恩深重，无以为报，惟有精进不休。

同时，也感谢上海交通大学胡海鸥、贾德奎的力作《“利率走廊”调控的理论与实践》一书，正是在该书的影响下，使笔者能在该方向进行较为全面的研究和探讨；而在论文写作过程中也借鉴了该书的一些结论和观点，在此，对该书的作者谨以深深的谢意。

论文的完稿，意味着三年硕士学崖的结束，回望自己的求学生涯，既有成功的喜悦，也有挫折的苦涩。感谢一直以来关心我的家人、老师、朋友，正是你们的鼓励和支持才使我能在这求学的路上披荆斩棘，一路前行。

## 个人简历

### ● 个人资料

姓 名：林琛

毕业学校：福建师范大学

性 别：男

现有学历：硕士研究生

专 业：西方经济学

政治面貌：团员



### ● 研究方向

- 宏观经济理论与运用研究

### ● 教育背景

- 2002年9月~2006年7月 福建师范大学物理与光电信息科技学院 物理学专业 学士
- 2006年9月~2009年7月 福建师范大学经济学院 西方经济学专业 硕士

### ● 主要实践

- 2006年3月~2006年4月，福州三中 实习
- 2007年9月~2008年6月，福建师范大学经济学院成教院外聘教师
- 2008年6月5日~2008年7月15日，中国人民银行福州支行资本项目管理处实习



# 利率走廊与利率平滑及我国利率调控目标模式探讨

作者：[林琛](#)  
学位授予单位：[福建师范大学](#)

本文链接：[http://d.g.wanfangdata.com.cn/Thesis\\_Y1550294.aspx](http://d.g.wanfangdata.com.cn/Thesis_Y1550294.aspx)

授权使用：武汉科技大学(whkjdx)，授权号：a70a5684-a15c-4aaa-8806-9e570113e437

下载时间：2010年12月25日