

利率真的是通过改变银行体系内准备金量调控的吗？

长久以来，中央银行通过公开市场操作以改变其资产负债表上准备金供给从而实现对银行间拆借利率（进而整个短期利率）的调控，这一直被视为货币银行学领域的基本圭臬。然而事实果真如此吗？

在这篇BIS的文章中，我们将与各位一起从一种全新的视角看待银行准备金量与利率之间的关系。如果您对以下3个问题感兴趣，推荐一读！

1. 银行体系内的准备金总量与利率间真的存在密切的相关关系吗？
2. 如果说央行调节利率主要靠的不应是公开市场操作，那应该靠什么？
3. 在新的“准备金—利率”关系视角下，我们对货币政策的性质、流动性效应、货币乘数与银行放贷方式等经典货币主义问题，应作出哪些修正？

中央银行通过公开市场操作改变准备金供给以调控短期利率，这几乎是货币银行学领域的常识。然而，BIS的这篇文章却对该“常识”提出了强烈的质疑。

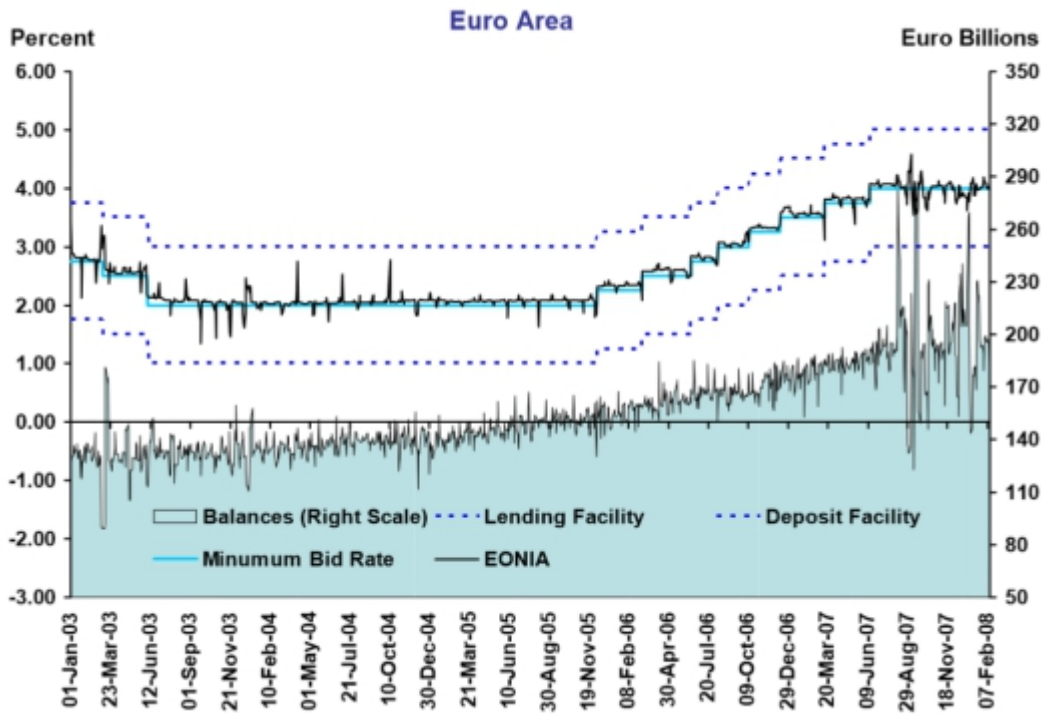
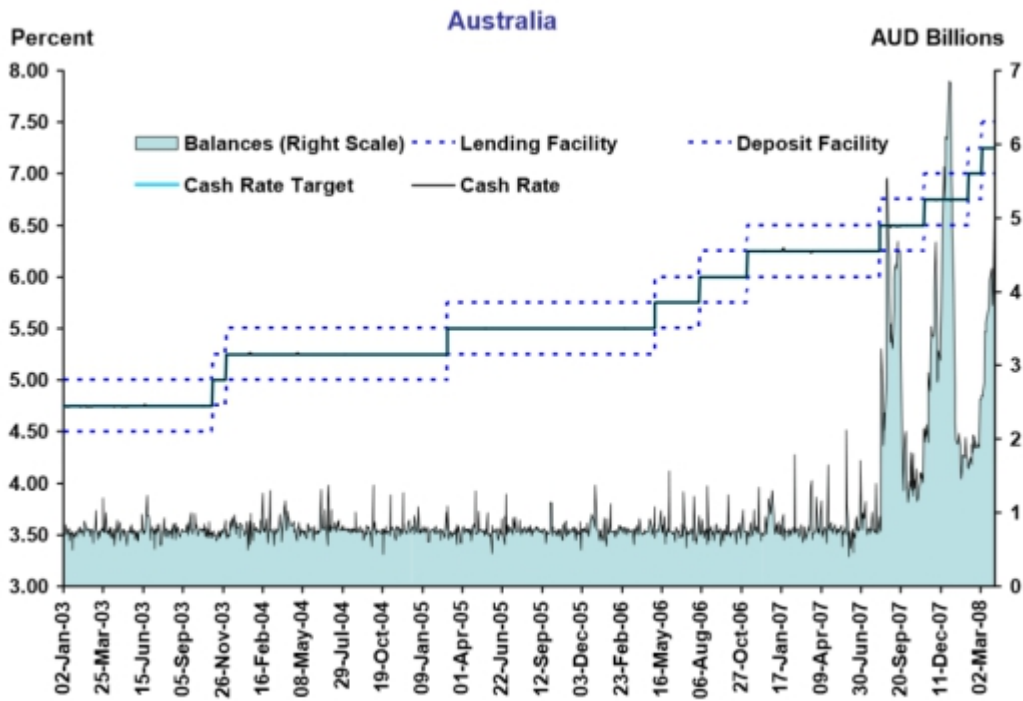
一、准备金量与利率真的有关联吗？

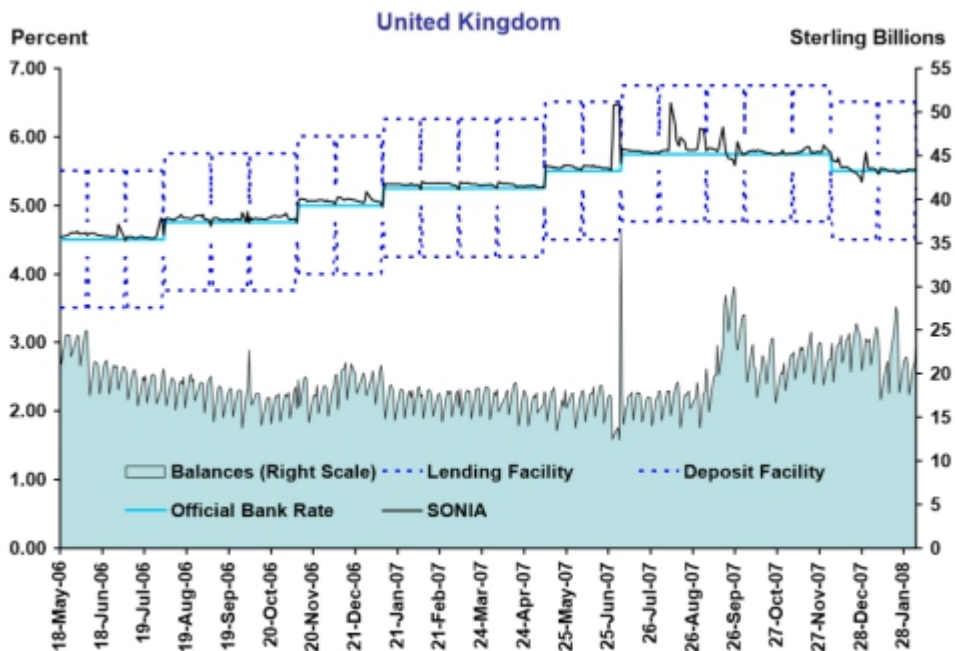
银行体系内的准备金大体可分为两部分，法定准备金与超额准备金。

法定准备金的比例通常是固定，因此往往也与利率升降无关。只有在某些情况下，当利率提高时，由于经济开始降温，对银行的存款需求减少，银行系统准备金总量减少，因此法定准备金的绝对数量亦开始下降。**然而即便在这个意义上看，法定准备金量也不是利率的决定因素，反倒是利率变化的体现。**

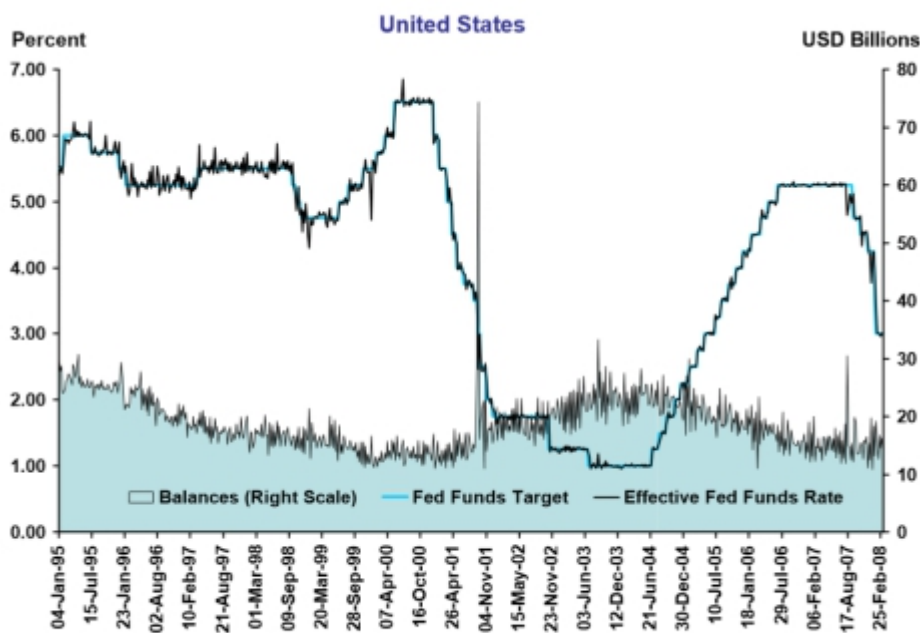
超额准备金乃是法定准备金之外，银行为预防突然性的流动性冲击预留的准备金，持有超额准备金意味着支付一笔额外的机会成本（因为这笔钱本可以用来放贷或拆出），因此银行往往将超额准备金规模压得尽可能少（危机前），**这一部分准备金通常也对市场利率的变化很不敏感——因为银行持有之的目的是为了“保命”而非“盈利”，因此市场利率环境变化不会对其行为产生多大改变。**

因此，银行系统对准备金量（即央行余额，central bank balances）的需求几乎不受利率影响，但却由法定准备金要求、现金流支付的不确定性与季节性现金需求等外部因素决定。**既定数量的准备金量，实际上可以对应若干不同的利率水平——换言之，准备金总量与利率之间或并不存在严格的相关关系。**下面四幅图分别展现了澳大利亚、欧元区、英国与美国之利率水平与央行余额（准备金总量）的对应关系，可见，两者间的联系并不密切：





Source: National central banks. Daily data except the US where only weekly data is



data is available.

说完银行体系对准备金量的需求后，再来看看中央银行对准备金量的供给，可以认为：

准备金供给之变化=净自发因素 (Net Autonomous Factors) +净经常性融资便利 (Standing Facilities) +净公开市场操作

其中，净自发因素包括财政部余额（政府在央行的存款）或公众对现金的需求，虽然不归央行管，但也能影响准备金供给。比如，家庭选择将更多现金存入银行（实际上即通过银行间接又存入了央行），那么此时准备金总量便会增加。相似地，就常备借贷便利而言，由于该交易由银行发起，因此主动权依然在银行而非央行处——银行可选择向央行存储超额准备金或直接从央行借入额外的准备金，这又将导致准备金总量的变化。**所以，归根结底，在准备金供给方面真正由央行掌控的手段只有一种，即公开市场操作。**不过，如前所述，由于利率对准备金量需求之变化影响很有限，因此公开市场操作的主要目的并不在于设定利率，而是满足银行准备金的日常需求。

那么，央行到底是用什么手段调整短期利率的呢？

二、沟通框架比政策行为更重要

诚然，准备金供给确实能在一定程度上影响利率水平。如果银行资金紧张得不到满足，那银行间利率确实会提高；反之则会降低。央行的流动性管理很大程度上在于缓解这种日常利率波动，使银行间拆借利率维持在一个较为恰切的水平。问题在于，何为“恰切”？以及这一切真的非得通过公开市场操作实现吗？

现有研究表明，在通过常设借贷便利为利率波动设定上下限（即利率走廊机制）后，无须进行任何公开市场操作，央行便可调节市场利率。

有人可能会说，利率走廊机制未必对每个国家都适用，对某些国家，还是得靠传统的公开市场操作。要回答这个问题，必须绕过各国具体的机构设置差异，转而先退回到一个更为根本性的问题上：**央行影响利率的根本原理是什么？**

央行对利率的影响，归根结底在于其拥有创造/清除特定余额的能力，并因此来影响这些余额（准备金）的价格——即利率。各国央行调控短期利率的不同方式，只是其对该能力的不同使用形态而已。

为便于理解，我们引入了一个新的概念，即“政策实施回应函数”（policy implementation reaction function, PIRF），描述的是央行如何回应市场利率与政策利率的偏离（一定程度上可以理解为央行与公众交流的方式）。**在传统PIRF中，央行通过公开市场操作，亲自参与市场交易，以达隔夜目标利率；而在利率走廊机制中，PIRF则是由常备借贷便利所设利率上下限自动对市场利率的变化做出回应。**实际上，PIRF的选择对利率之决定非常关键，如果市场相信央行将坚定达成其声明的利率目标，那么即使央行尚未开始行动，市场利率就会已经开始目标利率收敛；相反，如果央行可信度本身存疑而导致PIRF含混不清，那么市场利率波动则可能更加明显。概言之，**央行可靠的信誉、坚定的承诺与良好的流动性管理能力本身便是影响短期利率之货币工具的一部分，甚至可以说，这是一种比央行亲自进入市场参加交易的传统的货币工具更加有效的工具。**

如果从供求角度来理解，可以说，与传统观点中认为央行主要靠改变准备金供给以调控短期利率不同，**央行实际上在同时影响准备金的供给与需求，甚至说在对利率进行微调时，央行对准备金需求的影响之作用更大。**

三、传统认知再考察

如果认识到影响利率的或非准备金总量而是央行与公众的沟通方式，那么，曾经一些被我们奉为圭臬的观点，可能需要一定修正。

（一）再谈货币主义

货币主义者认为，货币供应量在短期内对国家的利率、产出及较长期上的物价水准有巨大的影响，因此，货币政策须使货币供应量以与经济增长合意的幅度稳定增长。总而言之，货币供给的增长法则（money growth rule）在货币主义中占据核心地位。

然而，如果说利率与准备金总量（央行的货币供应量）之间并无想象中那般密切的关系，那么回过头来再看货币主义，就会发现起码两个问题。

第一，货币主义者认为，央行通过调节货币供给总量来改变利率，从而影响宏观经济走势。他们还认为，货币供应量变化将直接改变银行可外放之贷款量，从而亦对经济活动造成影响。

然而，**货币政策对银行等金融中介机构的作用，与其说是通过直接影响其资产负债表，不如说是通过利率变化带来的对相对资产收益率及银行融资状况的改变达成的。**

第二，在货币主义中，利率目标与货币供给目标有时看起来是等效的。换言之，保持特定增速的货币供给，在最终结果上与保持相对稳定的利率往往一致。但如前所述，**既定的准备金总量或对应多种不同水平的利率等级，即两者并不存在严格的对应关系，既然如此，如何能将利率目标与货币供给量目标等同？**倘若将“货币”的含义扩展至包括纸钞与存款，那么对货币的需求亦将受利率影响，结合之前对公开市场操作的论述，央行货币政策（在此处体现为改变货币

供给量)很大程度上乃是出于对市场货币需求的因应,因此, **货币供给量与其说是决定利率的因,不如说是体现利率的果。**

(二) 流动性效应

流动性效应乃是弗里德曼“三效应”学说之一的效应,即货币供给增加,利率将下降。这里,我们将从三个方面重新审视该假说:流动性效应是否可以被有效观测?它对货币政策的实施有何意义?它对货币政策效果向实体经济的传导影响大吗?

第一点,流动性效应假定货币供给变化会引起利率变化,但问题在于, **货币供给很大程度上是需求导向的,货币当局之流动性管理的主要目的在于满足市场日常的货币需求,而这些需求很大程度上又是由利率之外(如支付风险等)的因素决定的——即,货币供给取决于货币需求,而货币需求不取决于利率——所以货币供给与利率之间的关系或比想象中淡漠。**正因为两者间这种含混不清的关系,要准确观测流动性效应往往存在着很大困难。

第二点,虽然准确观测流动性效应存在困难,但不得不承认,流动性效应确实存在,因为当准备金总量突然间大幅增长/下降时,利率也确实将随之剧烈波动。但由于货币政策很大程度上的目的在于满足市场日常的货币需求(以维持利率相对稳定),这种利率的剧烈波动其实反映出货币当局流动性管理的失败——**这便是另一重矛盾,流动性效应体现得越明显,即流动性管理越失败。**因此,流动性效应与其说是用来在货币政策中调整利率的,不如说是实行恰当货币政策的预警——**从某种程度上看,货币政策的第一要务,即阻止流动性效应发挥作用!**

第三点,流动性效应是否有助于货币政策效果向实体经济传导?或许很难。因为流动性效应主要作用于央行与银行间的准备金市场,该市场几乎是无摩擦市场——商业银行可以轻而易举调整其准备金量。但若将范围扩展到整个宏观经济,情况则并非如此,家庭调整其现金持有往往具有一定摩擦性,而且现金流量的变化对利率也不会造成影响——只有准备金量变化才有可能。

(三) 货币乘数与银行放贷渠道

传统观点认为,央行通过向银行系统注入/抽出准备金,改变银行系统存款池,继而影响可贷款量,经由货币乘数的作用,影响信贷规模,从而对整体经济形成调节。在这一逻辑中,核心的链条为央行通过调整准备金量以改变银行系统存贷款量,而事实正与此相反——**银行系统受私人部门需求驱动创造存款,而央行流动性管理的主要任务便是满足因新造之存款带来的准备金需求。**换言之,是银行系统可以吸引到的准备金量(即存款)决定了央行投放的准备金水平,而非央行投放的准备金水平决定银行可资利用的准备金量。

有观点认为,央行通过调节利率来影响公众对存款的需求。不过经验研究表明,在大部分国家,存款利率与市场利率往往紧密相连,这意味着存款利率的变化,实际上并不会给存款持有人带来多少机会成本的变化,因此利率之变化对存款需求之变化的影响程度往往亦很有限。

那么,如果说银行可资利用的存款数量实际上不由央行决定,那是由什么决定的呢?很大程度上,这由经济活动的整体水平及公众面对不同资产类别时的选择偏好决定。一个典型的例子即2001-2006年的日本,首次启用量化宽松的日本给银行系统注入了巨量超额储备金,然而同一时间存款量并未显著攀升,货币乘数甚至还在下降。

凡此种种,皆表明准备金要求并不能作为一个有效的影响银行放贷之工具,更高的准备金要求仅意味着对银行系统征收更高的隐形税(在给准备金付息之前),并最终通过贷款利率的提高转嫁给借款人。**货币政策对银行放贷能力的影响,与其说是体现在对货币数量的影响上,倒不如说体现在对其银行资产负债表结构以及银行对风险感知的变化上。**

结语

经验表明,货币数量论的时代已濒于尾声。准备金总量与短期利率并没有想象中明确的对应关系,对货币当局而言,调控短期利率的方式与其说是改变准备金量,不如说是优化与公众的沟通方式(如利率走廊机制)。

编写: 张纬杰

参考材料:

Piti Disyatat, Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences, BIS Working Papers No 269.