

我国公开市场操作对市场行为有效性的研究

于建忠

(南京农业大学 经济管理学院, 江苏 南京 210095)

摘要:文章主要从我国央行公开市场操作的发展趋向、影响公开市场操作对市场行为引导有效性的因素,以及我国公开市场操作提升有效性的改进等三个方面展开分析,并以美联储的货币政策操作和公开市场业务作为参照,以2005年我国汇率体制改革启动前后央行公开市场操作对债券市场的影响作为实证分析,论证了我国公开市场业务对市场行为的有效性、重要性和制约性,表明了我国公开市场操作在引导市场预期与央行调控意图一致性方面有明显提升。

关键词:公开市场操作; 市场行为; 债券市场; 货币政策; 有效性

中图分类号:F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)11-0098-07

一、引言

公开市场操作是指央行与指定交易商进行有价证券或回购的交易行为,其目的在于引导市场利率、管理市场流动性、控制货币供给量,进而为央行货币政策导向传递信号。公开市场操作已经成为发达国家央行吞吐基础货币、调节市场流动性的主要货币政策工具。在我国,公开市场业务操作真正开始成为主要的货币政策调控工具,是在1998年1月1日取消贷款规模管理控制以后,这标志着我国货币政策调控成功实现了由直接调控向间接调控的基本转变。我国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。外汇公开市场操作1994年3月启动,人民币公开市场操作1998年5月26日恢复交易,依托稳步快速发展的银行间债券市场,央行的公开市场业务取得了快速的发展。

我国的公开市场操作以数量调控为主,主要从两个方面将基础货币和商业银行超额备付率保持在稳定的目标上:一是对冲市场多余头寸,主要指对冲由外汇储备和再贷款形成的刚性基础货币投放;二是满足金融机构的短期流动性需求。在以数量调控为主要目标的同时,我国公开市场业务也兼顾对货币市场利率的调控。事实上,公开市场操作在调控商业银行超额储备的同时,必然直接影响货币市场的资金供给与需求,从而使得货币市场利率产生相应

收稿日期:2006-07-20

作者简介:于建忠(1970--),男,山东潍坊人,南京农业大学经济管理学院博士生。

变化。同时,公开市场操作对数量目标的调控,在很大程度也要依仗于利率调节手段来实现。因此,可以说在公开市场操作中,货币市场利率既是公开市场操作中的数量目标实施效果的反映,也是实现公开市场操作实现数量目标的必要手段。随着我国货币市场的高度发展,货币政策的逆周期操作思路的逐渐明确,公开市场操作已经成为央行运用最频繁的工具,但由于公开市场操作面临着短中期目标的协调、短期多目标的并重、以及内外部均衡目标的兼顾,因此,多重目标下公开市场操作对市场行为的有效性值得关注。

由于我国实行公开市场操作的时间不长,因此目前国内外关于我国公开市场操作的研究文献较少,绝大部分都是描述性或定性类的文章,而且主要集中于对公开市场操作的简单介绍、功能定位或操作目标的探讨,因此,本文试图从理论与实证两个角度对我国的公开市场操作进行系统阐述。

二、影响公开市场操作有效性的因素分析

(一)可预期性。货币政策传导的机理是通过价格(利率/汇率)或数量的变化传递宏观调控信号,市场主体据以决定自身的市场行为,进而改变经济运行方式和方向,实现货币政策调控目标。公开市场操作发挥效用的关键在于市场主体对利率政策导向的准确领会和同向传导。在市场经济条件下,货币政策工具的信号意义比实际效果更为重要,可预期的货币政策可以让市场主体与央行之间确立相应的博弈模式与行为边界,使市场主体可以依据相关参数的变化预测利率水平和利率政策的变动,并据此进行主动的调整和适应,达到“未举而先张”的效果。从而提高货币政策的预见力,降低市场博弈成本,进而提高政策的有效性。以美国为例,美联储年初公布其公开市场委员会每年8次例会的日期,每次会议后公开市场委员将公布下一次例会的利率倾向,向市场揭示当前经济的运行状况,预示美联储货币政策的倾向;美联储主席和公开市场委员会的其他官员也会通过定期或不定期发言,向市场传达联储的货币政策意图,从而使得市场预期与美联储政策导向之间高度一致。在每一次货币政策出台之前,市场已经较充分地理解了美联储的决策意图,并相应做好了应对措施,使货币政策被提前传导和消化。反观我国,重要货币政策出台的时机和政策内容往往与市场预期不一致,或者市场并不能形成相对一致的预期,这在多元博弈中导致了市场行为的扭曲和紊乱,造成政策出台对金融市场的冲击比较明显。

(二)常规性。总结西方国家的货币政策实践可以发现,货币政策工具具有两个重要特点,即高频率和小幅度的特点。从高频率来看,根据宏观管理需要,货币管理当局可以在短期内连续使用利率工具。如在2001年1月至2003年6月内,为了刺激经济复苏,美联储连续13次降低联邦基金利率。特别是在2001年,为了消除“9·11”事件的负面影响,防止经济跌入低谷,美联

储在1年之内连续11次降低了联邦基金利率；从小幅度来看，货币管理当局除了经济形势急剧恶化或经济政策“大转换”时有较大幅度货币政策的调整外，平时调整均是小幅度的，一般为0.25或0.5个百分点。如美联储在2001年的11次降息，其变动幅度均在0.5个百分点之内。高频率和小幅度的货币政策特点，可以保持货币政策工具与市场的高敏感度，使之成为市场主体关注货币政策的注意点，藉以建立敏感、快捷和有效的传导机制，加强市场预期与政策之间的同向性和及时性；同时也可以减缓政策工具对经济的冲击度，减小经济震荡，降低政策试错成本，以较小的成本获取较大的调控效益。

(三)预调性。美联储前主席格林斯潘曾指出：“央行需要考虑的，不仅是未来经济发展最有可能的道路，还有围绕这条发展道路可能出现的各种情况。据此，决策者需要做出判断，对各种可供选择的政策所可能导致的不同结果的可能性、代价以及收益做出抉择”，也就是说货币政策的选择和制定必须有前瞻性和预调控性。而预调性的货币政策才能最大程度地调节市场预期节奏，并使得市场预期与央行政策保持一致。

分析美联储的利率决策可以发现，其决策均是在预测未来经济发展趋势的基础上，做到及早出招，未雨绸缪。例如美联储2004年开始的升息，并非当时美国经济已经出现过热，而是基于将来可能出现经济过热的判断。政策的出台需要立足于现实的经济金融形势，但这并不是决策的充分条件，不断变化的经济金融形势才是政策决策必须充分考虑的。因此，央行在制定利率政策时，必须充分尊重经济运行规律，综合考虑经济和非经济、长期趋势和短期变化等因素，根据经济状况变化不断修正政策的方向和力度，这样的利率政策才可能做到“适时适情，适用适效”。并且，不断预调的过程，也是央行有效调整市场预期和市场行为的过程。

而从我国的货币政策特点来看，由于央行货币政策独立性相对较弱，货币政策从开始制定到最后批准，往往需要较长的时期，货币政策真正出台时经济形势已经发生了较明显的变化，因此市场预期与央行的货币政策之间总存在较大的差异。如我国在2004年年初时，货币信贷高速增长、1~2月份城镇固定资产同比增速高达53%，同时表征通货膨胀水平的居民消费物价指数表现出快速攀升的态势。而我国央行的加息政策是在2004年10月末出台的，当时经济运行的各项指标已经处于回落态势，政策出台与市场预期间有较大背离。

(四)利率市场化程度。利率市场化是逐步向市场主体让渡利率决定权的过程，包括利率决定、利率传导、利率结构和利率管理等的市场化。联邦基金利率是美国的基准利率：一方面，联邦基金利率是市场利率定价的基准，市场上各种资金根据内在性质的差异和市场竞争的作用，与联邦基金利率之间建立一定的比价关系；另一方面，联邦基金利率制约市场利率的变动，联邦基金利率与市场利率之间有着敏感的关联关系，其变动直接影响着市场利率的变化方向、幅

度、趋势等。因此,美联储只要盯住联邦基金利率,借助市场机制和市场力量,市场利率便会自动地进行价格修正和调整,起到“四两拨千斤”的效果。

从我国来看,金融机构存贷款利率是基准利率,但这一利率并没有有效发挥价格基准的作用,市场主体更多的是以债券收益率曲线作为定价的基础。并且我国资本市场存在三元化的利率结构,即以银行间货币市场和债券市场利率为代表的市场化利率、以存贷款利率为代表的半管制利率、和以民间融资利率为代表的灰色利率。三种利率结构的存在,使得利率价格的适用范围存在屏障,如央行日常性公开市场操作直接影响的市场化利率,对实体经济并没有直接的影响效果;而另一方面,对实体经济有直接影响效力的存贷款利率水平,与央行日常性的货币政策操作的关系并不大。因此,央行货币政策对市场的影响效力受到较大制约。

三、我国公开市场操作有效性的实证研究

我国央行公开市场操作的有效性如何?是否有效发挥了引导市场利率、管理市场流动性、控制货币供给量,进而起到了央行货币政策导向传递信号的作用?下面我们主要就公开市场操作的利率导向作用进行实证研究。

(一)指标与样本数据说明。我们选取了央行公开市场操作品种序列较长、数据持续性较好的公开市场3个月央行票据发行利率和1年期央行票据发行利率两项指标作为公开市场操作指标;选取了代表性较强的银行间7天回购利率和7年期国债二级市场利率两项指标,分别代表银行间债券市场的短期利率和中期利率水平。各项指标的样本数据均选至2003年1月6日至2006年3月30日期间的工作日数据。其中,3个月央行票据样本数据,为这一期间全部共127期公开市场发行3个月央行票据发行利率;1年期央行票据样本数据,为这一期间全部共112期公开市场发行1年期央行票据发行利率;而银行间市场7天回购利率和7年期国债利率样本数据,则根据公开市场操作数据按照对应时间取值。

(二)平稳性检验。对以上四组序列数据分别进行单位根检验,发现全部数据均为非平稳序列;但其一阶差分序列数据在95%的置信度下均通过单位根检验,即其一阶差分序列数据具有平稳性。

(三)公开市场操作对短期利率的影响分析。从公开市场操作的中间目标来看,我国公开市场操作对银行间市场的短期利率应有直接的影响效果。我们运用最小二乘回归估计,分别以公开市场3个月央行票据发行利率和1年期央行票据发行利率作为自变量,对同期的银行间7天回购利率进行解释,结果发现公开市场操作的两项指标均对同期的R007利率有很好的解释效果。并且与其他的实证分析结论略有不同,我们发现1年期央行票据对银行间市场短期利率的解释作用更强。

分析结果表明,3个月央行票据发行利率与R007的线性模型为:

$$R007 \text{ 利率} = 0.762 \times \text{同期 } 3 \text{ 个月央行票据发行利率} + 0.322 \\ (21.305) \qquad \qquad \qquad (4.198)$$

该模型中,3个月央行票据发行利率对同期R007利率的解释能力为79.1%,经过调整后的解释能力为78.9%。该模型通过F检验和t检验。

分析结果表明,1年期央行票据发行利率与R007的线性模型为:

$$R007 \text{ 利率} = 0.503 \times \text{同期 } 1 \text{ 年期央行票据发行利率} + 0.477 \\ (20.969) \qquad \qquad \qquad (7.775)$$

该模型中,1年期央行票据发行利率对同期R007利率的解释能力为80.9%,经过调整后的解释能力为80.7%。该模型也通过了F检验和t检验。

(四)公开市场操作对中期利率的影响分析。

1. 长期均衡关系协整检验。我们采用Johenson协整检验方法,研究公开市场指标序列与7年期国债利率间的长期均衡关系。我们知道,即使两个或两个以上序列为非平稳序列,但若它们之间的某个线性组合呈稳定关系,则这两个或两个以上序列具有长期稳定性。3个月央行票据和1年期央行票据发行利率与7年期国债的协整检验结果见表1。该结果表明3个月央行票据发行利率和1年期央行票据发行利率均与7年期国债具有长期均衡关系。其中,3个月央行票据发行利率每变动1个百分点,7年期国债变动1.97个百分点;1年期央行票据发行利率每变动1个百分点,7年期国债变动1.65个百分点。

表1 协整检验分析结果

		O3M与7Y协整检验结果		O1Y与7Y协整检验结果	
	7Y	O3M	常数	O1Y	常数
系数	1.000	-1.97415	-1.653	-1.6523	-0.235
标准差		(0.261)		(0.135)	

2. 最小二乘回归估计。将3个月央行票据利率、1年期央行票据利率分别与同期的7年期国债利率、滞后5期的7年期国债利率(7Y(-5))、以及滞后10期的7年期国债利率(7Y(-10))进行最小二乘回归估计(过程略)。结果表明,央行票据利率对同期的7年期国债利率的解释作用不强;对滞后5期的7年期国债利率(7Y(-5))有一定解释作用,但其中3个月央行票据利率对(7Y(-5))的解释,模型未通过t检验;央行票据利率对滞后10期的7年期国债利率(7Y(-10))有明显解释作用,两个模型均通过了t检验和F检验。其中1年期央行票据对(7Y(-10))的解释能力更优,达到70.6%。

以上实证分析结果表明:公开市场操作对同期的市场短期利率有较好的解释作用,表明我国公开市场操作对短期利率目标和市场流动性的调控能力和调控效果较强;对滞后5~10期的中期利率水平有一定的解释作用,特别是1年期央行票据利率对滞后10期的7年期国债收益率解释作用较好,显示公开市场操作的效果,经过5~10周的传导后,能够对中长期利率产生效果;此

外,协整检验还表明公开市场操作与中期利率水平之间有长期的均衡关系。

四、结论及建议

分析结果表明,通过近年来央行公开市场操作的不断改进,央行的公开市场操作对短期利率以及中期利率都有一定的解释作用,显示了良好的公开市场操作效果。但是,一方面由于我国的公开市场操作水平远未达到尽善尽美的地步;另一方面,由于人民币价值重估预期和我国结售汇制度形成的货币供给被动投放导致公开市场操作的压力倍增。因此,如何在新形势下进一步提高我国公开市场操作的有效性成为央行面临的一个重要难题,我们的建议是:

首先,进一步理顺公开市场操作目标。公开市场操作既要平缓外部压力对货币投放、货币市场利率、以及商业银行信贷投放行为的影响,又要有效地根据宏观形势和货币政策需要,对市场进行微调和预调;既要在短期目标中又要在中期目标中进行协调,而事实上,有些目标难免是相互冲突的。另外,以对冲市场多余头寸的目标为例,当前的公开市场操作已经对此力不从心,尽管央行票据的规模不断扩大,但是从2004年开始,央行票据并不能完全对冲新增的外汇占款。因此,我们主张,公开市场操作不应赋予过多的目标,而应当主要引导市场利率、传导货币政策意图以及调节市场流动性。

其次,公开市场业务的操作目标应该转向货币市场利率。国外发达国家的公开市场操作目标为货币市场利率,但是由于我国目前货币政策传导机制的利率渠道不通畅,所以只能选择商业银行超额储备作为公开市场业务的主要操作目标。随着利率市场化改革的稳步推进以及货币市场和债券市场的快速发展,央行公开市场业务操作目标也必将逐渐过渡到以货币市场利率为主要目标,并且在诸多货币市场利率品种上,必然选择波动较小、且对整个市场利率体系影响较大的短期货币市场利率作为操作目标。公开市场业务操作目标的这种转变将是伴随货币政策传导机制转变的渐进过程。

再次,进一步增加政策透明度,不断增强引导市场预期能力。根据预期理论,一项政策的实施效果受到市场预期的影响,因此政策制定者通常对微观主体的预期对政策调控的反应非常重视。对比美联储等西方国家的先进的货币政策实践经验,我国货币政策的透明度正在逐步增强,预期的信号也更加明显,但是在未来仍需要进一步增强。

第四,公开市场操作工具应逐渐转向国债。因为,以国债为工具将有利于金融市场的长远发展,这是央行间接调控的基础。而国债不同期限结构也有利于货币政策的贯彻实施。但是,以国债为操作工具的前提是财政与央行的充分合作。在不存在这种前提的情况下,中央银行只能发行票据。因此,央行应该和财政部紧密协作,在公开市场操作工具方面先试行央行票据和国债并行,然后积极创造条件与财政的协调,特别是在票据的发行数量、期限结构和

利率水平,都应尽量与国债市场发展协调,以促进国债二级市场的发展,以便公开市场操作工具尽快向以国债为主的方向过渡。

最后,公开市场操作有效性的提高需要有良好的外部环境。因此,积极推进建设人民币汇率机制改革以及推进利率市场化,是不断提高公开市场操作有效性的外在条件和可靠保证。

参考文献:

- [1]戴根有. 中国央行公开市场业务操作实践和经验[J]. 金融研究,2003,(1).
- [2]江其务. 论新经济条件下的货币政策传导效率[J]. 金融研究,2001,(2).
- [3]李心丹. 央行货币市场操作比较分析[M]. 北京:中国经济出版社,2003.
- [4]刘斌,黄先开,潘红宇. 货币政策与宏观经济定量研究[M]. 北京:科学出版社,2001.
- [5]Craig Furfine. The Fed's new discount window and interbank borrowing[R]. Federal Reserve Bank of Chicago working paper, May, 2003:2~18.
- [6]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.

A Study on Effectiveness of Open Market Operation of China's Central Bank's Influence to the Market Behavior

YU Jian-zhong

(School of Economics & Management, Nanjing Agricultural University,
Nanjing 210095, China)

Abstract: This article mainly analyzes the effectiveness of open market operation of China's Central Bank's influence to market behavior from three aspects, including the trend, the main influence factors, and improvement of our open market operation. With the reference of Federal Reserve's monetary policy and its open market operation, we take the bond market behavior in 2005 as analysis sample, and find that our open market operation has been proved in its validity, importance and conditionality, which indicates our open market operation has been promoting its ability to uniform market anticipation with the central bank regulation intention.

Key words: open market operation; market behavior; bond market; monetary policy; effectiveness

(责任编辑 许 柏)