

市场导向的货币政策之路与中国“新常态”新货币政策体系*

科姆洛希·劳拉 (Komlóssy Laura) -

克尔门迪·哲恩吉 (Körmendi Gyöngyi) -

洛达尼·山多尔 (Ladányi Sándor)

近几十年来,中国实行了一系列的经济改革,因此逐步从中央计划经济体制向市场经济体制转型。作为这个过程的一部分,货币政策的框架和工具组合都随着当时的经济体系而改变。本文章从两级银行体制的形成描述了这一演变过程,特别是2008年后的改革进程,以及在其过程中建立的现行“新常态”范围内运行的框架。这个新的框架复制了发达市场经济货币政策中普遍存在的一些要素,同时也具有反映国家特有的特征。一方面,这些要素是昔日货币政策制度的痕迹;另一方面,也可以理解为适应新挑战的手段:在2007-2008年危机之后,将以前纯属货币政策性质的一些工具作为新出现的一个领域,即宏观审慎政策的工具在中国新经济体系中得到了新意义。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: E42、N15

关键词: 货币政策工具箱 宏观审慎政策 中国“新常态” 中国人民银行

1. 2007-2008年, 货币政策体制从计划经济到经济危机的演变

在计划经济体制下,货币政策是由信贷计划和现金计划组成的。信贷计划规定了各家企业实现生产计划所需的信贷额度,而现金计划被用来量化交易所需的现金量。现金计划中设定的实现目标和现金流量本身是由中国人民银行(以下称:PBC)监督的。由于大多数产品的价格是中央设定的,所以货币供应增加并没有影响价格,反而导致货物短缺和强制储蓄(布雷哈尔和其他人,1991)。

1978年,中国领导层决定,通过宽松的制度结构,逐步引入市场要素从而改革计划经济体制层面的问题。最紧迫的问题是为人们提供粮食,所以这个改革从农业改革开始。新制度实行了双价制:一部分产品由国家设定的价格

* 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

科姆洛希·劳拉是匈牙利国家银行的初级分析师。电子邮箱: komlossyl@mn.b.hu

克尔门迪·哲恩吉是匈牙利国家银行的首席经济分析师。电子邮箱: kormendigy@mn.b.hu

洛达尼·山多尔是匈牙利国家银行的风险分析师。电子邮箱: ladanyis@mn.b.hu

该论文发表于《金融与经济评论》2017年第中国特刊 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/laura-komlossy-gyongyi-kormendi-sandor-ladanyi.pdf>

购买，而剩余部分由新建的家庭农场按市场价格出售。为了配合农业改革，农村地区还允许个体户和一些小型合伙公司的建立，因而不仅促进了小型工业的发展，还促进了农业从业人数的优化。上个世纪 80 年代，伴随着货币框架的重塑，国有企业的改革也开始了。

随着 1984 年专业银行重新建立，两级银行体系正式形成，从此，中央计划所需的信贷额度就通过这类机构向国有企业发放开来。信贷计划作为最重要的货币工具，在区域基础上设定了信贷上限。在此基础上除了中央计划的信贷外，银行还可以给企业提供贷款。地方政府管理层在分配贷款压力方面发挥了重要作用。信贷上限的引入和调整是货币政策即使在区域基础上也可以影响信贷支付额的有效手段。然而，这个工具对企业界的各参与者有着不同的影响，因为在紧缩的情况下，小型和私营企业被迫退出贷款，而这种措施的影响对大型国有企业较小（布雷哈尔和其他人，1991）。

在建立两级银行体系的同时，除了信贷最高限额的直接工具，还出现了存款准备金率、央行信贷、存贷款利率等间接货币政策工具。一方面，中央银行信贷使银行贷款增长，促进了负债方在信贷计划中实现较高目标，同时也起到了流动性管理的作用。因此，就出现了从一天到几个月甚至到一两年的多种典型的到期期限。在存/贷款利率中，由于硬预算约束，居民存款利息率对敏感人群影响较大。相比之下，大型国有企业的利率敏感度相对较低，在计划经济框架下，如果公司产生利润或亏损则是次要的（曾等其他，1994:14-16）。

上个世纪 80 年代后半期，实体经济的表现对货币政策措施反应比较敏感（布雷哈尔和其他人，1991:15）：在紧缩期间，工业生产增长大幅减速。尽管当时价格的大部分仍然是中央设定的，通货膨胀也较好地跟上了货币政策的变化。影响机制主要通过企业可获得的信贷额度来发挥作用，因此，信贷量和货币量在 1986 年至 1993 年间作为中间货币政策目标来使用。在此期间，货币政策有着双重目标：支持货币稳定¹和经济增长都同样重要（劳伦斯、迈诺，2007）。

1978 年开始的改革也使中国经济的对外关系发生了根本性的变化。原先的封闭被谨慎的开放所取代——激励了出口业务，并且允许国外贷款和外国直接投资。官方汇率是根据国际收支差额的变化，成本水平的变化以及主要贸易伙伴的汇率变化确定的，但是官方汇率并没有普遍适用于所有的结算。为了促进出口和减少进口，在 1981 年和 1984 年期间，将国内外贸结算的汇率同官方汇率进行了核算。为了首先通过市场机制来确定汇率，在 1981 年引入了相对狭窄范围的交易系统。在其范围内，参与企业可以使用被允许的外汇量进行贸易，随后在 1986 年建立了第一批外汇调剂中心，并且允许外国

¹ 根据国家领导层和中国人民银行随后的通讯，货币稳定可能指的是汇率和价格的稳定。

企业参与。1988年，这个制度在地域上和可在参与的中国企业范围上都得到了扩展。同年，外汇交易配额制度部分开放（麦哈兰和其他人，1996）。

借鉴改革的经验，1992年中国共产党将建设社会主义市场经济设为发展目标。因此，1993年至1997年期间启动了一些新的方案，而且将继续贯彻以前实行的改革措施。在此期间，完成了八十年代银行体系的转型，并且将此过程的新秩序列入了法律（Okazaki, 2007）。虽然1983年就决定中国人民银行自1984年开始作为中央银行，但其法律框架却在1995年才制定的。在这两个日期之间的十多年里，该机构的运作机制得到巩固，对一些关键问题也产生了决定。虽然在上个世纪80年代地方政府力图影响中央银行地方分支机构运作和货币政策的实施，但是最后集权化的努力战胜了分权化的尝试。因此，在“中央银行法”中规定，中国人民银行只隶属于国务院，地方政府机构不得干预货币政策的决策（麦哈兰和其他人，1996:18-20）。同年，“商业银行法”也通过了这一规定，这使经济政策性信贷业务与商业性信贷业务在1994年互相分离开来。这样看来，在80年代重建的专业银行可以成为商业银行，而经济政策性贷款业务由新成立的银行所接管（Okazaki, 2007）。

货币政策也跟着经济体系发生了变化。1993年，国务院设立了首要确保货币稳定，从而支持经济增长的货币政策，并以此调整了原先的双重目标制度（劳伦斯、迈诺，2007）。1995年，中国共产党中央委员会确认了这个方向，把遏制通货膨胀列入了1996-2000年间经济政策最重要的任务之一（戴根有，2001）。这段时间，还确定了一些新的中期目标。中国人民银行在1994年定义了三种不同的货币供应量指标，而在1996年货币供应量被定为中期目标（劳伦斯、迈诺，2007）。

货币政策工具箱也变得更为宽泛：1993年，公开市场操作（OMO）首次用来影响银行的流动性。然而，由于银行间市场不发达和利率受监管，该工具的效率较差，所以到1997年，中央银行使用这种工具的情况很少，而且使用量也有限（盖格，2008）。早在1993年就利率自由化问题通过了一个原则性的决定，但是这个过程进展很缓慢。首先在批发市场上允许启用自由利率的定义：作为启用市场利率的第一步，1996年6月份取消了对银行间市场的限制，然后到1999年中国中央银行将有关货币和债券市场利率的所有规定解除，银行间拆借利率和政府债券、金融机构发行债券的价格完全由市场决定。此外，外币计价资产的情况下，利率水平的定义被废除（劳伦斯、迈诺，2007）。未来还将采取进一步的宽松利率自由化措施，因此未来二十年里，企业和家庭的人民币存/贷款利率仍处于中央监督之下。

在二十世纪90年代中期，汇率政策也发生了很大变化。1994年初，以前按地区划分的外汇调剂中心所确定的汇率和国家设定的官方汇率一并被纳入一个新的综合汇率制度，而这是由一个统一的电脑交易系统支持的。与之前的官方汇率相比，一体化导致了显著的贬值。随后，对美元实行下滑的固定汇率

制，导致在接下来的一年半内这个制度带来了适度的升值（盖格，2008:3）。新制度实施后，中国企业可以使用中央系统按前一天设定的平均汇率与授权的金融机构进行交易并且当天结算。相比之下，外商投资企业直接进入该交易系统，按当前汇率进行交易，次日结算。交易的管理也变得更加简单：国内企业的交易是由执行交易的银行而不是由中央授权的，而外商投资企业只需要提交年度计划就可以自由进行交易（麦哈兰和其他人，1996）。

中国早在开放之初曾打算加入“关税与贸易总协定”（GATT），但是由于天安门广场事件，谈判被中断了。谈判在1995年左右才继续，然而已经建立的世界贸易组织（WTO）机构设立了非常严格的加入条件，比如要开放金融市场等要求。由于中国金融体系的结构性，当时还很弱，要加入世贸组织就需要进行重大改革。1997年亚洲金融危机的教训也加强了政治领导层对这方面的决心。虽然该危机事件并没有在中国造成严重的问题，但它提升了金融体系状态得到的关注，其脆弱性引起了严重的忧虑（Okazaki，2007:17-18）。

虽然从1994年起，经济政策性贷款是由专门机构负责的，但是商业银行对大型国有企业的资金方面实际上仍然没有真正的决策权。由于它们并不能拒绝为这些企业提供融资，所以银行对自己的盈利也没有负责任。银行体系中积累的（大多是与大型国有企业有关）不良贷款使银行资不抵债，该制度的生存能力完全靠对股东国家的信任所维持着。但是要解决这个问题，不仅要改革资本结构和管理不良贷款，还要纠正坏账累积导致的系统性问题。为此，需要授权让银行独立决定批准或拒绝贷款申请，并且对其决策负责。本着这种精神，银行监管得到加强：2003年，中国银行业监督管理委员会（银监会，即CBRC）与中央银行分家并且开始单独运作（科姆洛希和其他人，2015）。

授予银行的贷款自主决策权也需要货币政策工具箱的改革。之前信贷计划占主导地位，但是自1998年以来，在货币政策的执行中还有多种工具也获得了重要的地位。信贷计划和信贷上限被取消，并且其角色被中央指导，即被所谓的“窗口指导”所取代。新的工具继续使中央银行能够对贷款量提供指导，并指定贷款方面的优先领域。由于各家银行努力遵守这方面的指导，所以这个工具相对有效。此外，1998年5月份重新推出的公开市场业务比以往更为主导（盖格，2008）。

存款和贷款利率的管理也发生了变化，从而在货币政策的利率渠道方面也发生了变化：自2004年，贷款利率上限和存款利率下限被取消，给银行在这方面的决策留出了更多余地（劳伦斯、迈诺，2007）。中国央行通过放宽管制，让银行在确定贷款利率的同时，能够考虑到每个客户的信用风险，而且还能确保利率保持稳定。在利率自由化的过程中，放宽贷款利率管制优先于取消存款利率的限制，这种方法有助于保护银行利率差，同时也防止了随后几年中国银行业竞争的加剧（旧金山联邦储备银行，2014:1）。除了利率管制的逐步放宽之外，中国当局也对银行间市场进行了改革。为推动中

国货币市场参考利率体系，有效地影响货币市场产品价格以及完善货币传导机制，2007年1月份出台了新的同业拆借利率，即SHIBOR（上海银行同业拆借利率）（Si，2015:7）。

亚洲金融危机也迫使汇率政策发生变化。官方持续的浮动汇率制度是由汇率固定机构发起的，在定盘水平附近形成一个非常紧缩的交易带（盖格，2008:3）。在交易带进一步收紧的条件下，这一制度一直维持到2005年。

2. 走向“新常态”之路：新改革和进一步自由化

虽然2007-2008年全球经济危机对中国的影响比世界发达国家少，但已经很显然，原先的两位数增长率是不可持续的。一方面，由于危机对中国产品的外部需求下降了。另一方面，在经济许多领域出现了日益加剧的不平衡现象，而通过经济政策措施进一步加剧不平衡是不合适的。因此，中国领导层试图实现可持续发展的道路，这需要经济转型和市场经济机制的进一步加强。然而，除了外部条件引起的放缓之外，转型导致受害者进一步增长，因此中国领导层已经设定了截止到2020年要将2010年的GDP翻一倍的目标（彭博新闻社，2012）。这个平均7.2%的年增长率相对于以前的增长率是微不足道的，但是为了实现更稳定的经济结构，这是一个政治上可以接受的水平。这是要在稳定的、3%左右的通货膨胀率的条件下达到的目标。对中国而言，这意味着实现物价稳定。2014年，中国国家主席习近平首次将上述所说的新秩序和增长之路称之为“新常态”（彭博新闻社，2014）。

为了实现可持续发展之路，出台了一系列改革措施：先前开始和中断的利率自由化成功完成，修订了汇率制度，而且配合新制度更新了货币政策工具箱的许多要素。

2.1. 完成利率自由化和建立利率走廊

在全球经济危机爆发之后，随着中国领导层努力平衡减缓增长，利率自由化进程被中断。因此，央行直到2012年才恢复利率自由化措施。在此背景下，进一步放宽了对贷款利率下限和存款利率上限的规定，最终于2013年7月取消了所有贷款利率限制（中国人民银行，2013c）。

作为实行市场化利率体系的进一步基石，10月份除了基准一年期贷款和存款利率之外，还推出了一种新的参考利率，即LPR指数（贷款基础利率）。这目前是得出9家商业银行²给最佳客户提供的贷款平均额并且提供给其它银行作为参考从而确定它们的贷款利率（中国人民银行，2013b）。在开始实行

² 报价LPR银行团现由中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中信银行、浦发银行、兴业银行和招商银行组成。

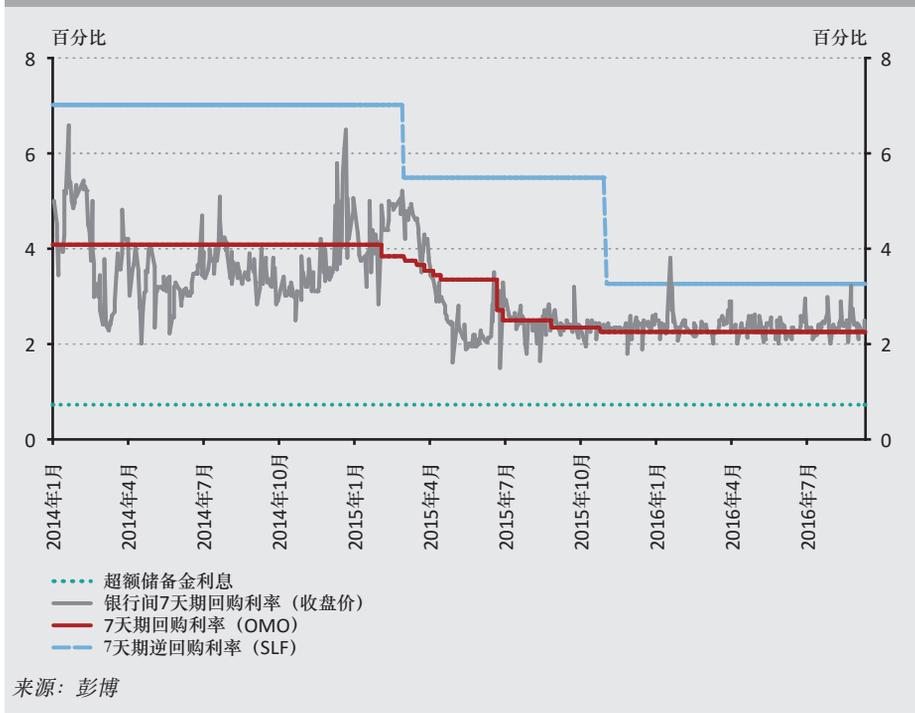
新参考利率之后，中国央行12月份允许金融机构发行存款证书（CD），并在银行间市场上进行交易，这是全面放开利率的又一个重大举措（Si, 2015）。

经过多年的准备工作，2015年5月份开始引入了覆盖所有从事存款业务机构的存款保险制度。这被视为是银行体系稳定和自由化进程的里程碑（中国人民银行，2015b）。存款保险在多方面具有突出意义：一方面是因为非国有银行进入市场的需要；另一方面有助于明确具体投资方式的风险，而这是利率自由化和遏制影子银行系统的先决条件。

作为近20年前开始的利率自由化的最后一步，在2015年10月份，中国人民银行公布了取消存款利率上限，从而银行在确定存款和贷款利率方面有了充分自主决定权（中国人民银行，2015c）。尽管全面的利率自由化是一个缓慢的过程，但当局对自由化的时机和步骤采取谨慎的态度，力求保持金融体系的稳定（旧金山联邦储备银行，2014:1）。同时，自由化持续近20年，在国际比较下也是独一无二的，已有不少专家研究这个过程缓慢的原因。胡（2014）在一篇论文中确定，在二十一世纪初期，自由化被拖延的理由是国家为解决贷款损失问题而采取措施：将存款利率保持较低水平（金融抑制 - financial repression）。宋（2001）认为，利率自由化也受到金融市场分割、缺乏竞争、国有银行不良贷款比例过高、宏观经济考虑以及缺乏金融市场基础设施等因素的阻碍。中国大型国有企业和国有银行并没有支持放松利率管制，因为这会大大增加它们的融资成本并且削弱由不灵活的利率制度所保证的利润。另外，中国领导层也因担心放松管制会增加预算赤字的资金成本而有所退缩（Si, 2015）。

但是取消对存贷款利率的限制并没有标志着利率自由化进程的结束，因为新制度会给金融机构和货币政策带来新挑战。利率自由化可能会加剧利率波动，而中国央行在改革过程中经常呼吁市场参与者注意这个问题。此外，由于银行的基准利率不再保护利率差，所以随着银行间的竞争加剧，利润率赢利能力将下降。货币政策工具箱也在发生实质性的变化：一方面，基准利率的重要性将下降，因为只对金融体系的一些国有参与者才有约束力（谭和其他人，2016）；另一方面，央行不使用量化调整，反而倾向于影响利率，从而提高货币政策传导的效率（中国人民银行，2014a:50）。因此为了进一步推动市场化的利率体系，不少分析师认为，在未来一段时间里，中国央行可能会转向广泛接受的市场利率，如7天期逆回购利率或7天期回购利率，或可能适用的SHIBOR（谭和其他人，2016:12）。货币政策框架改革还包括建立正式利率走廊（中国人民银行，2014a）。目前中国的金融体系是在非官方利率走廊条件下运行的，其中利率走廊的顶部是央行常备借贷便利（Standing Lending Facility）7天回购利率（详情见第2.3节），而利息走廊的底部是额外储备利息（谭和其他人，2016）。随着利率限制逐步取消和利率走廊的狭窄变化，同业拆放利率波动明显减小，而且近期的货币传导也有所改善（图1）。

图1、
央行的利率走廊和银行间利率的演变

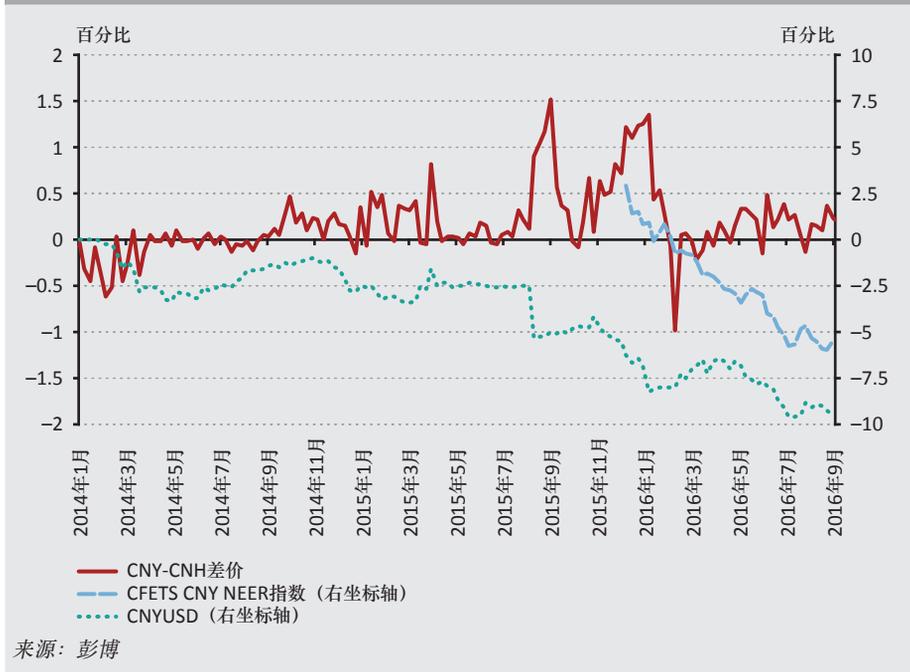


2.2. 汇率制度的进一步改革

中国的汇率制度正如第一节所述，计划经济体制从转变到21世纪为止，只有在一定的时间内、一定的程度上允许供需关系发挥作用。对于当局而言，与出口导向的工业发展战略相一致，汇率稳定始终是重中之重。这是通过重大的限制因素和严格的汇率政策确保的。相比之下，汇率制度最近的改革追求的是实现完全可兑换性的最终目标和允许市场力量形成汇率。虽然这是一个遥远的目标，但是近十年为实现这一目标已经实施了一些改革措施，大大改变了二十一世纪初典型的体制。原来的官方对美元的浮动汇率制度在2005年7月份由一篮子货币的定向浮动所取代，这个汇率决定了当前的汇率，同时也考虑到市场的供求。中央银行采取银行间市场上形成的收盘汇率作为下一个交易日的中间价，在此基础上定义了一个交易区间，以确保汇率的稳定性和与均衡价值的一致性（中国人民银行，2005:15-19）。按照循序渐进的方式，交易区间从最初的 $\pm 0.3\%$ ，至2007年扩大到 $\pm 0.5\%$ ，而在2012年又扩大到 $\pm 1\%$ ，最后在2014年扩大到 $\pm 2\%$ （中国人民银行，2014c）。新系统得到了贸易相关的开发和更广泛的接入范围的支持（劳伦斯、迈诺，2007）。尽管美元在货币篮子中可能占有相当大的份额，但新的制度使中央银行能比以前更灵活地管理汇率。

从 21 世纪开始，作为开放中国经济的一部分，人民币在国际贸易和金融结算领域开始发挥越来越大的作用，但是中国想建立一个既开放国家资本账户，又可以进行人民币交易的制度，而香港成立离岸人民币市场正提供了解决这个问题的办法（香港金融管理局，2010）。从那以后，在两个市场就可以进行不同的报价和汇率机制的人民币交易。在岸，即大陆（CNY）市场，中国当局继续大量影响汇率的同时，在香港离岸市场（CNH）的汇率正日益受到市场力量的影响。在后者的情况下，为了避免在岸人民币（CNY）- 离岸人民币（CNH）差价的持续增加，央行通常会根据市场情况进行干预。在岸人民币和离岸人民币汇率的相互关系同时反映两个市场的互通性，而且由于相关性不完善，互通性具有有限性。紧密的联系原因是在岸和离岸汇率之间的较大差价有为资格进行兑换的参与者提供套利机会。利用这个机会将会产生缩小差价的效果（对价格偏低的货币需求增加将推动其价格上涨）。与此同时，在离岸和在岸利率之间可观察到高达 100 个基点的点差（图2），而这个点差远远大于可完全兑换货币的几个基点点差。

图2、
在岸人民币和离岸人民币的点差、在岸人民币兑美元汇率以及中国外汇交易中心在岸人民币名义有效汇率指数的演变（百分比）



由于货币市场和资本市场的逐步开放，中国央行面临了经典的政策三难问题，即不可能同时实现固定汇率制度、独立的货币政策和自由资本流动。

此前，中国在封闭的资本账户的背景下采取严格汇率政策来实施其货币政策，而最近由于自由化，已走向了独立的货币政策、开放的资本账户和自由浮动汇率制。然而，这个过程引起了以前中央管理的货币市场变量（汇率和货币市场利率）的波动增加，央行多次提醒了货币市场参与者注意到这个问题，并且中国央行通过外汇市场干预和进一步的汇率制度改革平衡了资本账户开放所引发的资金外流。为提高在岸汇率制度的灵活度，突出供求因素的影响，央行在2015年8月份完善了人民币定值的计算方法。根据新计算方法，中国人民银行在前一天的收盘汇率和主要国际货币的变动基础上来确定中间价（中国人民银行，2015b）。与改变人民币定值计算方法同时，中国央行相对于前一天的收盘汇率将人民币贬值近2%，这是自1994年取消双重汇率制度以来最大的盘中汇率调整³。在公布其决定的时候，中国央行强调，人民币贬值是一次性的举措，不要预期持续的贬值（中国人民银行，2015d）。此举引起了市场的不良反应：很多投资者和分析师都以中国出口表现不佳来解释了中国当局的这个决定。同时也有些人担心，2014年以来大量的资本外流可能会由于汇率贬值而加剧。分析人士迄今尚未就资本外流的原因达成共识。有人认为，这是中国资产全球调整的自然后果，而又有人认为这个过程可以偿还中国企业的美元债务（国际清算银行，2016）。迄今为止，这些担心被证明是有部分理由的：在各种规模的货币贬值之后，人民币兑美元在过去的一年中贬值近7%。市场忧虑的影响在在岸人民币和离岸人民币利率差距扩大方面也可以观察到。一些市场参与者因为预期人民币会逐步贬值而开设了大量的投机空头头寸。为了稳定市场进程，中国央行被迫以持续干预和公开市场操作的方式来反应。这些措施表现于外汇储备迅速和大幅减少（图3）。

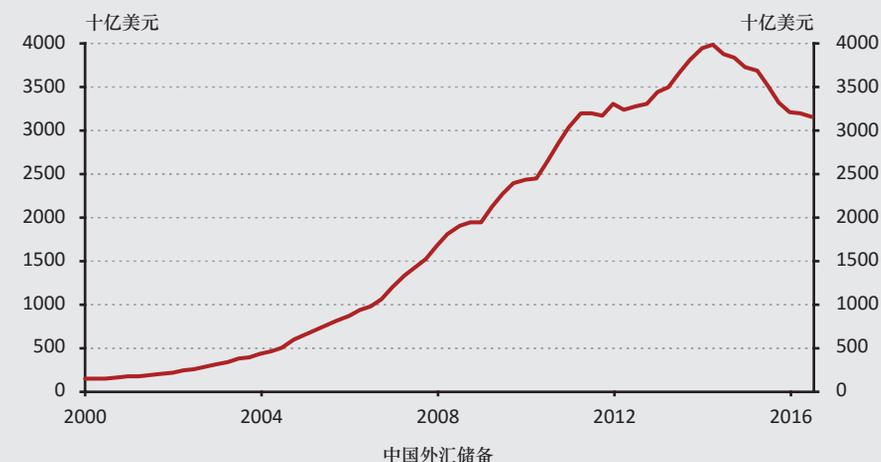
而二十一世纪初，中国的外汇储备勉强达到2000亿美元，但是从2003年起开始大量积累，结果在2014年中期外汇储备已达近4万亿美元。像许多其它出口驱动的新兴市场经济体一样，中国外汇储备的增长主要是国际收支平衡的顺差和固定汇率制度的结果，因为中国当局通过购买外汇来平衡对人民币的过度需求。这样积累的外汇储备盈余大幅度提高了银行体系的结构化流动性，而中央银行主要通过强制准备金制度对其进行兑换。

然而，随着国际收支差额降低和创造人民币可兑换性，上述关联体制在2012年至2014年间变得较弱，而在2015年的货币市场动荡过程中，中国央行被迫以前所未有的规模进行外汇市场干预，以便规避资本外逃和保持人民币汇率稳定。

在2015年11月份对SDR货币篮子进行审查时，国际货币基金组织因意识到人民币在全球经济中的作用越来越大，并且认可改革进程，因而决定将人民币纳入到篮子中。据国际货币基金组织的立场，除了出口要求外，人民

³ Lingling Wei: China Moves to Devalue Yuan. The Wall Street Journal, Aug. 11, 2015. 魏玲玲《中国走向人民币贬值》<http://www.wsj.com/articles/china-moves-to-devalue-the-yuan-1439258401>. 下载日期：2016.09.05.

图3、
中国外汇储备的演变



来源：彭博

币还满足其他必要的条件，即自由的可用性（国际货币基金组织，2015）。这也导致在2016年10月1日推出的新特别提款权篮子后，中国将那些具有足够高评级的投资作为官方外汇储备的一部分。在新的特别提款权篮子中，人民币被赋予近11%的权重（主要是以欧元和英镑为代价），这相当于第三大份额。出于这些原因，确保人民币兑美元的汇率能够更加灵活尤为重要，因为与美元紧密结合的汇率会导致SDR篮子中美元的份额增加。

中国当局主要是通过于2015年12月份推出的中国外汇交易中心在岸人民币名义有效汇率（NEER）指数⁴来试图避免这种不利的效果。该指数跟着人民币对13个货币组成的一篮子货币的汇率。货币及其权重是根据商业和投资活动而确定的（图2）。通过突出新指数，中国央行支持人民币兑美元汇率制更加自由地变化，并且通过这个方法试图在维护中央银行信誉的同时，争取更多汇率政策操纵空间⁵。

2.3. 货币政策工具箱的更新

从更广的意义上讲，近几十年来中国货币政策的转变归功于中国政府的现代化进程，即经济改革的成功使其机构更接近西方国家普遍的经济标准。

⁴ 中国外汇交易中心（CFETS）是中国银行间外汇交易系统的运营和监管机构，是中央银行直属事业单位。

⁵ 有趣的是，最初韩元和台币并没有纳入，即使这些国家是中国最重要的贸易伙伴之一。它们的作用很清楚的表明，在国际清算银行制定的NEER指数中，韩元（KRW）是第四，台币（TWD）是第五个权重最高的货币（Gomi 2016）。这个决定是以两国的资本限制为基础的，但是韩国货币的这个障碍很快就会解除的。在二月份的G20封会上，中国和韩国领导人决定设立一个CNY-KRW交易平台（费尔南德斯和其他人，2016）。

为了实现目标，中国中央银行采用了基于定量监控的直接工具和间接市场化工具的混合。工具箱的混合成分是经济转型的结果，除了以市场为基础的工具之外，以监管为基础的货币政策也继续发挥作用（格林盖尔，2015:4）。中国央行标准工具箱的要素包括法定准备金率、基准利率、公开市场操作和中央银行贷款等。由于改革进程和全球经济危机，近十年来，一些具体工具的重要性不断改变，由此逐渐从使用基于量化监控的工具过渡到使用以市场为导向的工具（谭和其他人，2016）。

法定准备金制度是中国央行工具箱中最重要的工具之一。对西方央行来讲，这个工具的作用目前主要局限于简化银行日常流动性管理，而在中国则是影响中间政策目标（货币数量）的基本工具。从2007年起，在中国货币政策的执行上加大了调控法定储备金的力度，其中严格汇率政策也起到了重要的作用，因为中国人民银行主要通过法定准备金制度处理增加的外汇储备。从央行的角度来看，相比于其它工具，法定存款准备金率的使用有几个论点支持。不像往往是短期的公开市场操作工具（回购和中央银行票据），中央银行可以通过调整法定存款准备金率持续减少银行体系的流动性。这项工具的另一个优势是中国央行支付储备利息率要比中央银行贴现票据低得多。另外，虽然准备金制度的调整对银行体系流动性产生明显的影响，但是并不直接地、大量地影响借款人的融资成本。此外，除了在货币政策的传统作用外，法定储备利息率在宏观审慎政策的形成和实施中也起着越来越重要的作用（马和其他人，2011）。由于中国金融体系中银行体系的主导地位以及可兑换性的限制，这一工具已被证明在货币供给管理方面非常有效（格林盖尔，2015:6）。在2015年9月份，对该比率的计算方法作出了重大调整：放弃了以前每日符合标准的制度，取而代之的规定是银行应当满足特定报告期间的平均每日收盘价的要求。这个调整为银行的流动性管理提供了更多的活动空间，而中央银行也期望会加强货币传导（中国人民银行，2015b）。

在危机前期，中央银行的贷款在银行体系的流动性管理上占主导地位，而在过去的十年中，中央银行使用这个工具较少，其原因有两个。一方面，2006-2008年间为了抑制通货膨胀，抑制资本流动，货币政策收紧而没有必要扩大的流动性：由于经济过热和资本流入，银行体系中产生显著的流动性过剩。另一方面，流动性条件的微调突出了央行货币政策的公开市场操作（汇丰银行，2016）。最初，公开市场操作在实施中国人民银行货币政策方面起到的作用不大，但随着金融市场的发展，这些工具在中央银行的工具箱中也越来越重要，现在已经成为了在标准工具（如“窗口指导”等）和法定存款准备金率之后最重要的货币政策工具之一。为了有效微调流动性条件，央行在2016年1月份决定每日进行公开市场操作⁶。

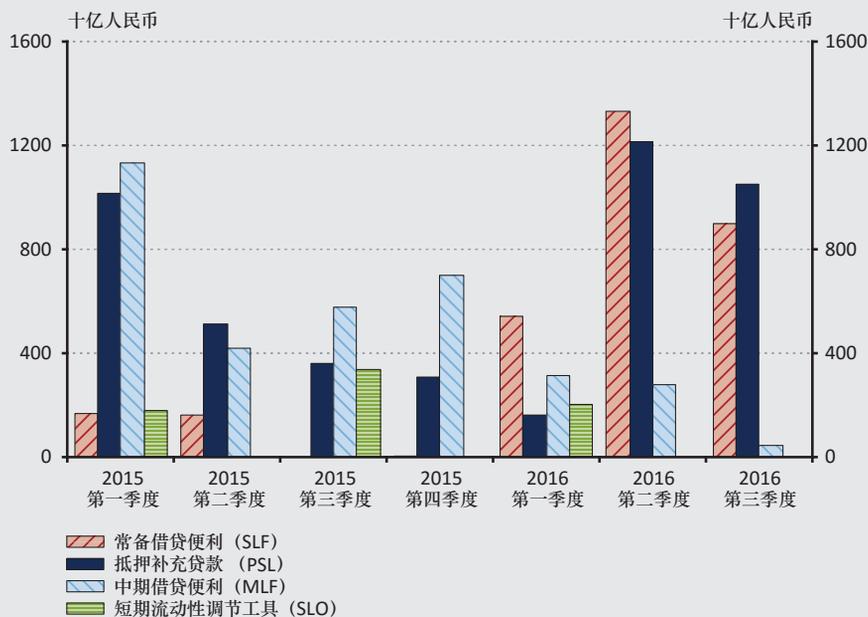
⁶ China PBOC to Conduct Open-Market Operations Daily. The Wall Street Journal, Feb. 18, 2016. <http://www.wsj.com/articles/china-pboc-to-conduct-open-market-operations-daily-1455792726> Downloaded: 8 September 2016. 《华尔街日报》中国人民银行每日进行公开市场业务

在中央调节利率期间，基准利率决定了金融体系给予的一年期贷款存入的储备价格，因此与现代中央银行工具箱的基本利率相比之下这是不同类型的，也是更为严格的约束。随着利率自由化的实现，基准利率的重要性自然下降，因为它们只约束了金融体系中的一些国有企业而已（谭和其他人，2016）。

尽管拥有现代化的工具箱，但中国央行仍然大量依赖非市场化，不以公开协议为基础手段从而影响经济的贷款过程，在实践中这是通过“窗口指导”来实施的。据官方的立场，指导只不过是中央银行向金融机构提出的建议，以确保其贷款满足实体经济特定部门的需求。在实践中，由于各家银行认为受到中国央行的指导具有约束力，所以采取相应的行动，因此对贷款的监控仍然存在（格林盖尔，2015）。

由于近年来经济的放缓，各界期望中央银行尽其所能来推动经济发展而使其受到越来越大的压力。由于在通货膨胀稳定低迷的环境下经济增长放缓，工作重点正逐步转向中央银行的次要任务，也就是在继续维护货币稳定的同时支持经济增长。为了激励贷款因而刺激经济增长以及处理流动性问题，中国央行从2013年1月份开始推出了一系列创新工具（图4和表格1）。除了促进银行体系在动荡时期处理流动性外，中央银行推出的计划也支持其它经济政策目标。

图4、
中国央行通过流动性延伸计划提供的流动性演变



信息来源：中国人民银行

中国央行于2013年1月份启动了短期流动性操作 (*Short-term Liquidity Operation 即 SLO*) 计划, 以便在未进行公开市场操作的日子里也能降低货币市场的波动。参与公开市场操作的主要发行银行可以使用 SLO, 这些银行具有系统性的重要性, 持有高质量的资产, 在货币政策传导中也是至关重要的 (中国人民银行, 2013a)。由于公开市场操作频率日益提高, 去年 SLO 的重要性也有所下降。中央银行的常备借贷便利 (*Standing Lending Facility 即 SLF*) 方案也于2013年1月启动了。中央银行利用这个机制向金融机构提供最长为 3 个月的流动性 (中国人民银行即 PBC, 2013a)。SLF 方案旨在完善中央银行对中小型金融机构的流动性支持渠道, 处理季节性流动性波动和支持金融市场稳定发挥其功能。该方案于2015年2月份延伸到全国, 因此城乡商业银行、农村合作社和信用社都可以获得此资源(PBC, 2015a)。

**表格1、
中国央行的主要流动性提供工具**

| 短期 | | | |
|-----------------|---|--------------------------|--|
| 流动性提供工具 | 持续时间 | 频次 | 功能 |
| 公开市场操作 (OMO) | 较普遍的: 7天期和14天期的回购和逆回购 其它: 21、28天期和91天期的回购和逆回购 中央银行票据: 3个月、1年、3年 | 从2014年1月29日起每天, 在此之前每周两次 | 减少货币市场波动 |
| 短期流动性调节工具 (SLO) | 从隔夜到7天期的回购和逆回购 | 不定期 | 在未进行公开市场业务时期减少货币市场波动 |
| 常备借贷便利 (SLF) | 从隔夜到7天期的逆回购 1-3个月的信贷 | 根据需求 | 完善金融机构的流动性支持渠道、处理季节性流动性波动和支持金融市场稳定发挥功能 |
| 长期 | | | |
| 中期借贷便利 (MLF) | 长达3个月、6个月和1年信贷 | 根据需求 | 该方案鼓励参与银行对中小企业和农业投放贷款 |
| 抵押补充贷款 (PSL) | 3-5年的信贷 | 不定期 | 支持中国国家城市化项目 |
| 信息来源: 中国人民银行 | | | |

中央银行于2014年9月创设中期借贷便利 (*Medium-term Lending Facility* 即 *MLF*) 方案。这个方案与上述其它工具的不同之处在于中央银行利用这个方案长期为银行体系提供流动性, 而且从贷款的角度看, 还确定资源的优先利用领域。最初, 银行通过 *MLF* 方案获得了最长为3个月的流动性。随后在2015年6月份出现了长达6个月期限的贷款, 在2016年2月份还出现了第一个一年期贷款。*MLF* 方案鼓励银行对中小企业和农业提供贷款业务 (中国人民银行, 2014b)。

为了支持中国国家城市化项目, 中央银行通过2014年4月份启用的抵押补充贷款 (*Pledged Supplementary Lending Facility* 即 *PSL*) 方案向信贷机构提供长期稳定和低成本的资金。然而获得资源的单位数量有限, 迄今为止, 通过 *PSL* 收到贷款的机构仅限于中国国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行, 其中合格的抵押品包括债券和高评级银行信贷等。

3. 从宏观审慎政策角度看货币政策工具

鉴于中国人民银行的货币与宏观审慎工具箱之间有着显著的重叠, 所以加入对宏观审慎方法的内容, 才能确保对货币政策工具的充分描述。再说, 在这个领域也可以观察到一些该国特有的现象, 因为工具箱的几个要素是从计划经济体制残余部分开发的, 因此与发达国家在2007-2008年的危机之后开发的工具完全不同。因为这种发展差异, 也使中国中央银行在危机前期已具备了运作宏观审慎工具箱的经验, 而发达国家宏观审慎机关的权利范围和工具是在危机之后才形成的。除此之外, 还值得一提的是, 在中国宏观审慎政策并不仅仅是中央银行的任务, 中国人民银行与中国银行业监督管理委员会也合作使用个别工具, 而且该合作机构也有自己的、独立于中央银行的工具箱⁷。

在国际惯例中, 防范信贷过度流出是危机以来宏观审慎政策的一个突出目标, 因为系统性的银行在危机来临之前往往出现大量的信贷流出, 从而导致风险显著增加。然而在中国, 贷款组合增长的控制主要依靠货币政策: 为了遏制通货膨胀, 早在上世纪90年代, 监控货币量和信贷量就特别受到关注。虽然在这个基础上我们可以认为货币政策和宏观审慎政策的目标是一致的, 但实际经验并不支持这类看法。在危机之后, 为了使经济增长保持在较佳的水平上而出现了大量的信贷流出, 导致私营部门债务大幅度增加。这个现象从宏观审慎角度看是不利的, 但从货币政策角度来看, 目前并没有产生任何问题, 因为与此同时通货膨胀保持稳定且较低水平, 因此给中央银行提供了支持经济增长的活动空间。然而, 这不能说明货币政策考虑和以增长为导向的中央政府已经完全压制了宏观审慎政策的要素。虽然信贷流出多年来一直强劲, 但央行一直努力运用其它宏观审慎工具来缓解因此可能增长的风险。

⁷ 由于本报告涉及货币政策及其工具箱的发展, 所以不在此讨论独立于中央银行的宏观审慎政策工具。

信贷快速流出带来的风险水平与信贷质量密切相关。一开始，央行通过信贷计划直接对其产生影响，取消信贷计划以后通过“窗口指导”实施间接影响。该指导分别指定优先领域和需避免领域。在确定这些领域时，不仅要考虑到经济发展目标，还要考虑系统风险的缓解。例如：中央银行指导禁止向产能过剩的行业投放贷款；信贷质量受到房地产市场出现的系统性风险的强烈影响；中央银行和银行业监管机构通过规范抵押贷款条件，比如说通过规定最低首付规模或在购买第二套房子的情况下要求更严格的利率水平来缓解这种风险。然而，当相当一部分借贷出现在不受有关规定约束的渠道时，宏观审慎政策的效率就会受到严重影响。这也是中国存在的一个较大问题，因为过去的十年中，由于人为压低利率和银行体系的严格监管，银行体系以外的贷款（所谓的影子贷款）现象已经达到了很大的比重。虽然这种形式的贷款是建立在规避正规法律规范的基础之上的，但是中国当局因为定价本身的信息含量而不愿封杀这一现象。然而，影子银行近年来迅速发展，到现在已经达到了很大的规模。从本质上讲，与通过银行体系贷款相比，它还是具有相当大的额外风险。一方面，这个解决方案通常用于资助企业和项目，由于其风险或监管原因，银行不希望或者不能以传统方式提供资金。另一方面，主要通过私人银行和理财产品提供资金的投资者往往认为这些产品隐含国家担保，因此实际上没有在每个融资决定中适当考虑风险。由于影子银行规模在系统性风险方面已达到很大程度，所以当局已采取措施遏制银行体系之外的贷款增长。此外，还特别重视对已经建立的、法律上很复杂的系统以及现有风险评估最全面的理解。

宏观审慎政策与信贷组合有关的部分主要是为了防止或减缓风险的积聚，同时，另一组工具旨在通过调控资本和流动性来提高金融机构的抵御能力。除了在国际上也广泛使用的工具，如各种资本缓冲和流动性指标的设立之外，在中国，法定准备金在这方面也起着重要的作用。这种货币政策工具起初是与银行的流动性相关的。与发达国家的实践相比，在中国用得更频繁，部分原因在于其它间接工具过于繁琐。原来统一的要求系统，自2004年以来根据各机构的指标开始区分（中国人民银行，2004）。所考虑到的变量包括有关银行的资本充足率，贷款当中的不良贷款率，以及有关机构运作符合法规和风险程度的广泛信息。风险程度越高，要求机构遵守的条件就越严格。通过这种措施同时要弥补当前的系统性风险和鼓励减少这种风险。考虑到各家机构规模不同的区分首次在2008年进行，当时逐步放宽了要求，但是这只适用于最大的从事存款业务的机构（中国人民银行，2008a、2008b）。除了系统性的风险考虑之外，机构也根据经济政策目标被区分，即资助农村地区的机构或当时遭受地震灾害的地区其满足条件会降低一些。

在2007-2008年的危机之后，准备金比率制度的制定中越来越多地考虑了宏观审慎政策。2011年，区分法定准备金制度中加入了一个动态调整机制，因而能够根据宏观经济环境、各机构的资本充足率、企业管理质量和放

贷政策中实现的经济政策目标而不断地调整标准（PBC，2011）。从2016年开始，该系统被宏观审慎评估体系（MPA）所取代。MPA为计算要求提供更加全面和灵活的框架。目前除了资本充足率和杠杆率之外，还根据流动性、定价行为、投资组合质量以及跨境融资风险和信贷政策实施确定各家金融机构的法定准备金要求（中国人民银行，2016:28）。

4. 总结

由于几十年来的改革进程，中国从严格的计划经济体制发展成为一个由市场机制形成经济体系决定性部分的体制。在这个时期，中国成为国际经济和贸易的组成部分，甚至通过加强其地位，在推动全球经济的主要进程上，致力于达到与其经济规模大致成比例的影响力。虽然中国的经济体制越来越接近发达的西方国家，但改革的进程还没有结束，因此中国还继续面临一系列经济和金融的挑战。

作为经济改革的组成部分，货币政策在过去几十年中也不断地改变。过去直接的货币政策工具现已逐渐被间接工具的运作所取代，而且在货币传导中市场流程变得越来越重要。虽然当前的工具箱已与西方发达经济体的货币政策的传统要素显示出相当大的相似性，但是中国仍然保留了一些特殊因素，这些因素在货币政策和宏观审慎政策中都起到一定的作用。中国当局的主动态度，在货币政策中也可以看到。中央银行往往会自己引起一些经济过程而不是简单地跟随它们。当然，这么大规模的经济改革和结构调整肯定是不够稳定的。鉴于改革步骤，我们看到的解决方案运作不佳，但是中国当局已经在努力的予以补救。利率自由化和汇率制度的改革为市场力量发挥作用而提供更大的空间。在实践中，这也意味着放弃已熟悉和控制的稳定。这有时似乎是一种不利的结果，但是实际上是市场经济体制的自然现象。展望未来，市场参与者和经济政策决策者应该预期一些金融产品的定价和人民币汇率的变化所造成的波动。为了应对经济结构转型带来的挑战，经济政策可以得到越来越广泛的货币政策工具箱和不断发展的宏观审慎政策的支持。

参考文献：

- Bank for International Settlements (2016): *Quarterly Review*. March 2016. Downloaded: 11 October 2016. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603.htm 国际清算银行季报 (2016年)
- Bléjer, M. – Burton, D. – Dunaway, S. – Szapary, Gy. (1991): *China: Economic Reform and Macroeconomic Management*. International Monetary Fund Occasional Paper 76. 布雷哈尔M. – 伯顿D. – 达纳韦S. – 萨帕利Gy. (1991年) 《中国：经济改革和宏观经济管理》

- Bloomberg News (2012): *Hu's Goal for China: Double Incomes by 2020*. Downloaded: 11 September 2016. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-11-08/hu-s-goal-for-china-double-incomes-by-2020>
- Bloomberg News (2014): *Xi Says China Must Adapt to 'New Normal' of Slower Growth*. Downloaded: 29 August 2016. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-05-11/xi-says-china-must-adapt-to-new-normal-of-slower-growth> 彭博新闻 (2014年) 《习近平表示, 中国必须适应“新常态”或放缓的经济增长》
- Federal Reserve Bank of San Francisco (2014): *China's Interest Rate Liberalization Reform*. Asia Focus, May. Downloaded: 24 August 2016. <http://www.frbsf.org/banking/files/Asia-Focus-China-Interest-Rate-Liberalization.pdf> 旧金山联邦储备银行 (2014年) 《中国利率市场化改革》
- Fernandez, D. – Kotecha, M. – Tan, D. – Arora, R. – Lee, J. (2016): *CNY FX basket may get a significant refresh soon*. Barclays Emerging Market Research. 费尔南德斯 D. – 克特查 M. – 谭 D. – 阿洛拉 R. – 李 J. (2016年) 《人民币外汇篮子可能会很快刷新》
- Gehring, A. (2015): *Monetary policy made in China*. Economic Policy Note 1/7/2015, Flossbach von Storch Research Institute. 格林盖尔 A. (2015年) 《中国制造的货币政策》
- Geiger, M. (2008): *Instruments of Monetary Policy in China and their Effectiveness: 1994-2006*. United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers 2008/2. 盖格 M. 《中国货币政策的工具及其有效性》
- Genyou, D. (2001): *China's Monetary Policy: Retrospect and Prospect*. China and World Economy 2001/3. 戴根有 (2008年) 《中国的货币政策: 回顾与展望》
- Gomi, Y. (2016): *A New Renminbi Index: The CFETS RMB Index*. Eyes of IIMA, No. 3., Institute for International Monetary Affairs. Gomi, Y. (2014年) 《新人民币指数: 中国外汇交易中心人民币指数》
- Hong Kong Monetary Authority (2010): *Renminbi Business in Hong Kong*. <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2010/20100719e1.pdf> Downloaded: 13 September 2016. 香港金融管理局 (2010年) 《香港人民币业务》
- HSBC (2016): *Why China's money market matters II. The essential guide to liquidity operations*. HSBC Global Research 汇丰银行 (2016年) 《中国的货币市场为什么要紧二、流动性业务的基本指南》
- Hu, B. (2014): *Financial Repression and Interest Rate Liberalization in China*. Indiana University. 胡博 (2014年) 《中国的金融压制与利率自由化》
- International Monetary Fund (2015): *Review of the method of valuation of the SDR*. IMF Policy Paper.

- Komlóssy Laura – Kovalszky Zsolt – Körmendi Gyöngyi – Lang Péter – Stancsics Martin (2015): *Kína: a tervgazdaságtól a modern bankrendszerig*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf., Különszám, november, pp. 133–144. 科姆洛希·劳拉 – 科瓦尔斯基·若尔特 – 科尔门迪·真吉 – 隆·彼得 – 什通齐奇·马丁 《中国：从计划经济到现代银行体系》
- Laurens, B. J. – Maino, R. (2007): *China: Strengthening Monetary Policy Implementation*. IMF Working Paper 2007/14. 白纳德·劳伦斯 - 罗多夫·迈诺 《中国：加强货币政策的执行》
- Ma, G. – Xiandong, Y. – Xi, L. (2011): *China's evolving reserve requirements*. BIS Working Papers No. 360. 马国雄 – 闫先动 – 刘西 (2011年) 《中国不断变化的法定存款准备金政策》
- Mehran, H. – Quintyn, M. – Nordman, T. – Laurens, B. (1996): *Monetary and Exchange System Reforms in China. An Experiment in Gradualism*. International Monetary Fund Occasional Paper 141. 麦哈兰 H. – 马克·克维廷 – 诺德曼 T. – 白纳德·劳伦斯 B. (1996年)：《中国货币和汇率制度改革。渐进主义的实验。》
- Okazaki, K. (2007): *Banking System Reform in China. The Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy*. RAND Occasional Paper 194. Okazaki, K. (2007年) 《中国银行体系的改革。走向市场经济的挑战》
- People's Bank of China (2004): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2004*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/130937/2895698/index.html> Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《2004年第一季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2005): *China Monetary Policy Report Quarter Two, 2005*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_19506_1.pdf Downloaded: 9 September 2016. 中国人民银行 《2005年第二季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2008a): *Highlights of China's Monetary Policy in 2008*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_20485_2.pdf Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《中国两点：2008年货币政策》
- People's Bank of China (2008b): *China Monetary Policy Report Quarter Four, 2008*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_20485_1.pdf Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《2008年第四季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2011): *China Monetary Policy Report Quarter Four, 2011*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2011Q4.pdf Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《2011年第四季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2013a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2013*. [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/13Q1M-PR_EN_\[afterNancy\]1.pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/13Q1M-PR_EN_[afterNancy]1.pdf) Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行 《2013年第一季度中国货币政策执行报告》

- People's Bank of China (2013b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2013*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130437/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2013年第三季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2013c): *Notice on Furthering Market-based Interest Rate Reform*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2868681/index.html> Downloaded: 8 September 2016. 中国人民银行关于进一步推进利率市场化改革的通知
- People's Bank of China (2014a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2014*. [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q1_MPR_Nancy_\(1\).pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q1_MPR_Nancy_(1).pdf) Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2014年第四季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2014b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2014*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q3%20MPR_EN_nancy.pdf Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2014年第三季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2014c): *Deepen Reform and Further Open Up to Facilitate the Internationalization of RMB*. Deputy Governor Hu Xiaolian http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/hu-RMB%20business%20seminar.pdf Downloaded: 8 September 2016.
- People's Bank of China (2015a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/2941536/3011555/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2015年第一季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2015b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/2941536/3066734/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2015年第三季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2015c): *On Removal of the Deposit Interest Rate Ceiling*. Dr. Yi Gang, Deputy Governor. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2969789/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行(2015c):《放开存款利率上限》易纲博士
- People's Bank of China (2015d): *The PBC Spokesman Answered More Press Questions on the RMB Exchange Rate*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2941618/index.html> Downloaded: 8 September 2016. 中国人民银行(2015d):《中国人民银行发言人就人民币汇率有关问题进一步答记者问》
- People's Bank of China (2016): *Annual Report 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130739/3105326/3105334/2016072210452220636.pdf> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2016年度报告》

- Si, W. (2015): *Interest Rate Liberalization in China*. Institute of World Economy, Shanghai Academy of Social Science, Shanghai. 上海社会科学院世界经济研究所, Wen Si 《中国汇率自由化》
- Song, L. (2001): *Interest Rate Liberalization in China and the Implications for Non-state Banking*. Presented at the Conference on Financial Sector Reform in China, Harvard University Asia Center. 宋立刚在哈佛大学亚洲研究中心中国金融部门改革研讨会上的讲座《中国汇率自由化和对非银行业产生的影响》
- Tan, Y. – Ji, Y. – Haung, Y. (2016): *Completing China's Interest Rate Liberalization*. China & World Economy, Vol. 24., No. 2., pp. 1 – 22. 谭语嫣-纪洋-黄益平 (2016年) 《完成中国的汇率自由化》《中国和世界经济》
- Tseng, W. – Khor, H.E. – Kochhar, L. – Mihaljek, D. – Burton, D. (1994): *Economic Reform in China. A New Phase*. International Monetary Fund Occasional Paper 114. 曾 W. – 克 H.E. – 科克哈尔 L. – 米海耶克 D. – 伯顿 D. (1994年) : 《中国的经济改革, 改革的新阶段》