

我国货币政策调控手段的被动性： 成因与对策

于 玲

摘 要：央行因为外汇储备而投放的基础货币是一种被动投放。近年来外汇储备的快速增长导致基础货币投放大量增加，为了回笼过多的流动性，央行不得不被动地上调法定存款准备金率和大规模发行央行票据。这种被动调节降低了货币政策调控手段的效能，影响了货币政策实施的效果。为此，本文认为应从根本上割断外汇储备和基础货币之间的必然联系，并据此给出了政策建议。

关键词：基础货币；外汇储备；调控手段

中图分类号：F822.1 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2008)04-0061-04

当前，流动性过剩是我国宏观经济面临的一个主要问题，流动性过剩为我国的物价稳定增加了很大压力。从中央银行的角度而言，中央银行必须利用有效的货币政策调控手段“挤出”经济体中过多的流动性，缓解通胀压力。

在改革开放以前及其后的相当长时间内，货币政策调控的中介目标是信贷规模限额和现金投放计划，1979~1984年期间还用过存贷差额。1996年中国人民银行正式引入货币供应量，与信贷规模限额控制一起作为货币政策的中介目标；1998年1月1日央行宣布取消信贷规模限额控制以及当年5月恢复公开市场业务，标志着我国货币政策的调控由直接调控为主正式转变为间接调控为主。

一、基础货币的投放方式导致货币政策调控手段趋于被动

众所周知，对于货币供应量而言，其可控性取决于基础货币投放的可控性和货币乘数的稳定性这两个因素。基础货币的可控性要求货币当局能够控制基础货币投放，即基础货币应该是其他经济金融变量的外生变量。而货币乘数的稳定性受诸多因素的影响，如经济周期、银行资金管理的技术进步、居民对现金的偏好等等。假定货币乘数是稳定不变的，那么，基础货币的可控性就意味着货币供应量的可控性。

当前，基础货币的投放是否是可控的呢？在《中国人民银行统计季报》里的《货币当局资产负债表》的资产一方，从历史数据比较来看，有两个显著特征：一是“国外资产”项下的“外汇占款”增长迅速；二是“对其他存款性公司债权”的逐步萎缩，即商业银行通过再贷款、再贴现方式向央行借款数额的缩小。从负债一方，值得关注的特征是“发行债券”项的迅速

参考文献：

- [1] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海：上海三联书店、上海人民出版社，1996.
- [2] 戴天柱. 中国财政投融资研究[M]. 北京：经济管理出版社，2001.
- [3] 周月秋. 资源配置与金融深化[M]. 北京：中国经济出版社，2000.

增长, 储备货币的增长除了“货币发行”项(即流通中现金)的增长外, 主要是“其他存款性公司存款”项的增长, 即银行准备金的增长。由此, 从资产负债表的平衡关系来看, 储备货币的变化主要由国外净资产的变化、银行准备金的变化和发行债券的变化决定的。自1998年以来, 银行准备金变化在储备货币的变化中所占的比重越来越低, 而国外净资产的变化和发行债券的变化成为储备货币变化的主要因素。

国外净资产的变化主要表现为外汇占款的快速增长。从表1我们看到, 自2001年以来, 我国的外汇储备一直呈快速增长势头。外汇储备的增加使外汇占款持续上升, 基础货币被动地大量投放。外汇储备的快速增长既源于持续的贸易顺差, 也源于建立在对人民币升值预期的国际投机资本的大量流入, 对于央行而言, 外汇储备是一个外生变量, 在现行的外汇管理体制下, 因外汇占款不断上升而不断增加的基础货币供应是央行被动的不二选择。

表1 1998—2007年我国外汇储备、外汇占款与基础货币、货币供应量的关系

年份	外汇储备 (亿美元)	外汇占款 (亿元)	基础货币 (亿元)	外汇占款比重 (%)	货币供应量 (亿元)
1998	1 450	13 088	31 660	41.3	104 499
1999	1 547	14 061	33 620	41.8	119 898
2000	1 656	14 815	36 491	40.6	132 487
2001	2 122	18 850	39 852	47.3	152 888
2002	2 864	22 107	45 138	49.0	183 246
2003	4 033	29 842	52 841	56.5	219 226
2004	6 099	45 940	58 856	78.1	253 207
2005	8 189	62 140	64 343	96.6	298 755
2006	10 663	84 361	77 758	108.5	345 578
2007	15 282	115 169	101 545	113.4	403 401

资料来源: 根据中国人民银行网站公布的数据整理。

面对着因外汇占款的快速增加而引起的基础货币投放, 为回笼过多的流动性, 央行又不得不采取“对冲”政策。央行从2002年开始就大规模地进行公开市场操作, 然而, 由于央行对金融机构的再贷款已降到了最低, 所持政府债券数量有限, 因而, 在经历了一段单向操作之后, 央行发现自己陷入了无券可卖的尴尬境地。央行的资产方已没有太大的主动性, 采用传统的再贷款、再贴现方式来调控基础货币的投放基本上是行不通了, 在此情况下, 央行只能对负债方进行调控。2002年9月24日, 央行将公开市场操作中未到期的正回购转换为央行票据, 然后再用于回购操作, 至此, 央行票据正式进入中国的债券市场。从2003年4月22日开始, 央行开始大规模地发行票据并允许其作为主要债券在银行间货币市场上流通, 自此以后, 央行票据发行因为不断增长的外汇储备而在规模方面被动地扩大, 在品种方面也在被动地增加, 票据的期限也在逐渐延长(见表2)。到目前为止, 央行票据已成为债券市场上仅次于国债的第二大券种, 央行的利息负担不断加重。

表2 央行票据发行情况 单位: 亿元

年份	合计	3月	6月	1年	3年	余额
2002	1 938	400	1 088	450	0	1 938
2003	7 638	4 150	2 588	900	0	3 376
2004	15 161	5 649	1 840	7 372	300	9 742
2005	27 462	9 430	2 372	12 110	3 550	20 662
2006	36 713	11 190	100	25 423	0	30 300
2007年上半年	26 410	6 230	0	12 700	7 480	38 000

资料来源: 同表1。

2008年6月7日,中国人民银行宣布,上调存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点,于2008年6月15日和25日分别按0.5个百分点上调。这是2007年以来的第15次调整存款准备金率,是2008年以来第5次上调存款准备金率,上调后,我国的法定存款准备金率从2006年7月的7.5%调整到了17.5%,达到了历史高位。

从历史来看,存款准备金制度、存款保险制度、资本充足要求等其设立目的之一是防范金融风险。存款准备金最早用于保障银行支付,防范流动性风险,后来发展成为货币政策工具。随着货币政策调控趋向以价格调控为主,强调预调和微调的精细化操作,发达国家单纯依靠调整存款准备金率进行货币政策调控的方式使用越来越少,存款准备金制度以及存款准备金率调整变化,更多是从配合其他金融制度实施和其他货币政策工具运用的角度出发,存款准备金制度逐步演变为约束货币供应增长、增强公开市场操作和利率调整有效性和灵敏性的基础性制度。那么,我国央行面对着纷繁复杂的经济局面频繁地使用存款准备金工具,强制回收流动性,如果在今后流动性压力还不能改善的情况下,其上调存款准备金率的空间还有多大呢?由于央行对存款准备金支付利息,这样,为回收流动性而不断上调存款准备金率,同时是在不断加大央行的宏观调控成本。归纳起来,这种针对流动性过多的存款准备金率上调,是央行的一种被动选择。

因外汇占款的不断上升而导致的这种流动性被动发放,迫使央行频繁提高存款准备金率和不断增加票据发行量来被动回收流动性,这种做法,在程序上与传统的货币当局主动地通过再贷款、再贴现和公开市场操作等方式发放、调控流动性是相反的。因而,在政策操作上表现为货币供应量M2是货币政策的操作目标,以此决定基础货币量,基础货币只是内生的被动的变量。基础货币被动地投放和被动地回收,二者合在一起降低了央行货币政策调控手段的效能。

二、变被动为主动的对策选择

利用存款准备金率和央行票据作为对冲流动性的手段,虽然取得了一定的成效,但是,在我国目前的外汇管理体制之下,“现有的各种政策操作基本上属于在现行制度框架下不得已而为之的选择,它们不仅难以治本,其治标的效果也是递减的,此外,这些政策本身的可持续性也可存疑”(李扬等,2007)。的确,如果面对的是持续的外汇储备增长压力,这种担心并不是多余的。公开数据显示,中国的外汇储备从零到1000亿美元用了16年的时间(1980年到1996年),而第二个1000亿美元则用了5年的时间(从1996年到2001年)。从2004年开始的3年内,每年增长2000亿美元以上,到了2007年一年就增长了4600亿美元,2007年末外汇储备超过了1.5万亿美元。而到了2008年一季度末,外汇储备已经接近1.8万亿美元。事实证明中国的外汇储备在呈加速增长趋势。显然,我们尚无法判断未来的几年中国外汇储备会增长到何种惊人的程度,目前需要严重关切的是,央行如何尽快地从调控基础货币投放量的被动性中走出来,掌握控制宏观经济内外均衡的主动权。

1. 隔断外汇储备的动态变化与国内基础货币供应之间的密切关系 选择由财政部门持有外汇储备,就切断了基础货币与外汇储备之间的必然联系,从根本上解决了货币当局调控流动性的被动性问题。

从国际经验看,经济开放的大国更倾向于由财政部门或货币当局之外的专设部门持有外汇储备,并相应承担外汇市场干预和汇率稳定的职能,美国、英国、日本和韩国都是如此。而小国或地区则更多地选择由中央银行直接持有外汇储备,并相应承担外汇市场干预和汇率稳定的职能,例如新加坡和中国香港。

小型开放经济体的经济运行高度依赖全球市场,保持汇率稳定,实现外部均衡也就意味着实

现了内部均衡,因此,经济体内的货币政策目标主要是保持汇率的稳定,由货币当局完全可以完成这一职责。而对于开放型的大国经济而言,由于本国的经济独立性强,同时,对于全球经济也有很强的依赖性和影响性,所以,其宏观经济政策要考虑保持内外均衡的复杂性。货币当局更多的是考虑内部均衡问题,主导外汇管理体制的财政当局更多的是考虑外部均衡问题。

中国是一个发展中的大国,外汇储备已经升至全球首位。中国的经济增长对全球经济具有很强的影响,同样,中国也一直在保持本国经济的相对独立性。次贷危机、美元贬值、原油等商品价格上涨,由此而引发的全球经济问题同样影响着中国的经济发展,寻求内外均衡的增长机制已变得相当迫切。借鉴开放型大国的做法,将外汇管理体制的主导权从央行转至财政部门或其他特设部门,就可以从根本上切断基础货币与外汇储备之间的必然联系。

2. 从容应对人民币升值压力,降低人民币的升值预期 2008年是人民币进入升值通道的第3年,升值速度越来越快,今年第一季度,人民币对美元升值已经超过4%,这一速度已经超过2006年全年的升值速度,超过2007年全年升值幅度的一半。而且,目前的升值预期暂难看到尽头。汇改以来人民币对美元已升值近20%,根据预测2008年人民币升值很可能达到8%—10%(王栋琳2008)。

只要有人民币升值的预期,就会有国际套利资本也就是所谓“热钱”的流入。自2004年4季度之后,中国贸易顺差急剧增长,其中部分原因是人民币升值预期形成了热钱的流入,由于资本管制的原因,热钱混杂在顺差中流入境内,主要是通过企业高报出口价格、低报进口价格的办法。热钱要流出,则是相反,低报出口价格,高报进口价格。此外,也有企业虚报出口项目,以国际贸易中的“预付款”手法,使热钱混入贸易项目中流入境内。根据王信等学者的研究(王信、林艳红2005),在外商直接投资中还有约30%的资金为流入我国的短期套利资本。

热钱的流入加大了央行的外汇储备规模,增加了基础货币的投放。其抽逃的随时性又给宏观经济的调控带来了较多的不确定性。资本的逐利性决定了资本总是想方设法流入能够带来更大收益的市场,这与监管是否严格并无很密切的因果关系。按照徐滇庆的分析结论,汇率调整不应过快过急,不能屈从于国际压力,即使要调,也要在意料不到的情况下调整,不能给国际投机资本形成准确的预期(徐滇庆2005)。当前,面对着美元主动贬值的不利环境,如何降低人民币的升值预期是货币管理当局的一项艰难的工作。

3. 加快外汇储备管理体制改革 在央行管理外汇储备的基础上进行改革,就是将一部分外汇资产从货币当局的资产负债表中移出,形成其他官方外汇资产和非官方外汇资产。根据我国基础货币的规模,建议由央行持有的用于货币政策操作的外汇储备规模保持在5 000—6 000亿美元(李扬等2007)。中央银行之外的任何机构购买和持有外汇,所建立的其他官方外汇资产和非官方外汇资产,是对央行外汇储备资产的分流。我们可以借鉴国外成熟经验,通过财政部门发行本币融资券的方式来筹集资金进行购买,本币融资券的发行减少了流通中的货币量,因此,这部分外汇资产对流动性就具有明显的“对冲”功能。同时,本币融资券也为央行创造了一种新的货币政策调控工具,使得央行对基础货币的调控更具有了主动性。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] 李扬,余维彬,曾刚. 循序渐进实现藏汇于民——全球化背景下的中国外汇管理体制改革的[N]. 中国证券报, 2007-01-18.
- [2] 王栋琳. 热钱来去加剧 A 股震荡 抽逃是最大隐忧[N]. 中国证券报, 2008-03-25.