



您的位置：首页 - 最新观点

彭兴韵：公开市场渴望财政与央行的协调(2004年2月22日)

文章作者：

在间接调控机制的“三大法宝”中，调整法定存款准备金率具有“巨斧”之称，其杀伤力之大，如果不是被逼得万不得已，央行是很少采用的；在再贴现机制中，央行又处于被动的地位，难以单独达到货币政策的目标；唯独在公开市场操作中，央行可根据自己的需要主动出击，在货币政策的药方中属于温补型，因而，公开市场操作成为几乎所有市场经济国家进行微调的主要工具。

自2000年以来，公开市场操作在我国中央银行的货币政策日常操作中的地位也日益突出，当仁不让地担当了达到促进经济增长和稳定物价等宏观调控目标的重任。因此，公开市场操作的声誉日盛、所受关注愈多也在情理之中了。

公开市场在中国间接调控机制中登堂入室的最初几年里，是以买卖政府债券的方式来实现的。从操作方式来看，以政府债券为操作工具的公开市场业务有回购交易和现券交易两种基本形式。按照资金和债券流向的差异，公开市场业务回购交易又分为正回购和逆回购。正回购为央行从市场收回流动性；逆回购则是央行向市场注入基础货币。类似地，公开市场的现券交易又分为现券买断和现券卖断交易。现券买断交易即中央银行从二级市场买入政府债券，投放基础货币；现券卖断就是中央银行出售自己手持的政府债券，回收基础货币的公开市场操作。

然而，以政府债券作为公开市场操作的主要工具，需要一个市场容量较大的短期政府债券市场，而且要求中央银行手中要持有足够量的政府债券，通过公开市场买卖政府债券吞吐基础货币或者影响货币市场利率，才能做到游刃有余。然而，由于中国人民银行手中持有的政府债券余额并不充裕，加之中国现有的公开市场回购操作都是封闭式的，在回购期内，作为质物的债券要被冻结，以现有的存量债券来进行公开市场操作似有捉襟见肘之感，难以应付因外汇占款等引起的基础货币非意愿性快速增长的冲击。

2002年，在外汇占款快速增长的强大压力下，央行“急中生智”，创造性地发行央行票据来冲销外汇占款的快速增长，为控制货币供应量的快速增长以及稳定宏观经济功不可没。央行官员曾表示，央行票据有很高的市场信誉，调控政策有多大的需求，央行票据就能发行多大的规模。因此，央行票据从一些评论人士那里摘得了“攻守自如”之美誉。但“一俊”难遮“百丑”，我们应该认识到，中国人民银行自己发行央行票据来冲销由外汇占款等因素造成的基础货币快速增长，实在是由于缺乏足够有效的短期政府债券操作工具不得已而为之的办法，也只是中国公开市场操作中的一种权宜之计。

央行票据的方式有两种：利率招标和数量招标。利率招标就是发行数量确定，交易商投标决定发行利率（价格）；数量招标就是将利率确定，交易商投标决定发行数量。中国人民银行在开始发行央行票据时，采取的是利率招标，但到了2003年11月11日，发行第49期和第50期央行票据时，由原来的利率招标改为数量招标，希望确定的央行票据利率来引导市场利率。应当说，这是中国在货币供应量之外寻求间接调控机制下合理的货币政策中介目标的有益探索。

但是，对于这样一个有益的尝试，却没有得到市场参与者的热烈追捧，其所遭受的冷遇，恐怕是央行所始料未及的。由于在数量招标中，央行规定的票面利率远远低于货币市场利率，难于得到市场参与者的认同，因而自央行采取数量招标发行央行票据以来，曾出现了多次流标现象。去年11月25日，央行发行的第53、54期票据双双出现了20%的流标，首次遭遇了流标的尴尬局面；此次流标的伤口尚未愈合，不久之后发行的2003年第55、56期央行票据出现了更高比例的流标，其中，期限3个月的第55期央行票据仅被认购了38.2亿元，仅相当于150亿元招标数总量的25.5%；期限6个月的第56期央行票据也仅被认购了62.5亿元，所占150亿元招标量的比重也不过41.7%。

然而，央行却对票据发行的数量招标痴心不改。这其中，撇开探索新的货币政策中介目标不谈，央行还另有苦衷。随着发行央行票据数量的增加，央行票据利息负担越来越沉重，这恐怕是央行固执己见地坚持数量招标的一个难言之隐。虽然力主发行央行票据的央行官员信心十足地表示，成本不是问题。但实际上，央行一味地“规定”低于市场利率几十个基点的票面利率，已经昭示了，在财务成本的压力下，央行运用央行票据进行公开市场操作并不是像其对外宣称的那样轻松自如。为了控制央行票据发行的财务成本来牺牲货币政策的效率，显然已经有悖于中央银行在宏观调控中的公共管理职能了。

另外，央行票据数量招标受到的市场冷遇，流标似乎成了央行公开市场业务的心头之痛。为了不让“家丑外扬”，自央行由利率招标改为数量招标以来，央行发布的公开市场操作公告里不再说明招标的结果，市场参与者无从得知每期央行票据实际的具体发行数量。于是，人们只好费尽心机“猜测”其神秘面纱下面的真实面目。倘若央行果真是以此作为遮掩票据发行数度部分流标的“家丑”，而以降低公开市场操作的透明度为代价，显然与十六届三中全会提出的完善中国宏观调控机制的改革目标相去甚远了。

鉴于公开市场操作在间接货币调控机制中的重要性，进一步完善公开市场操作工具的重要性是不言自明的。从成熟市场经济国家的经验来看，市场容量大的短期政府债券是公开市场操作最理想的工具，从这个意义上说，为金融市场提供基工具和基金利率、为公开市场业务提供良好的操作工具，已成为现代国债最重要的功能之一。是故，进一步完善公开市场操作迫切需要财政部与央行之间的协调与配合，打破部门之间利益的壁垒，真正从完善社会主义市场经济宏观调控体系的全局目标出发，全面认识现代国债的功能，改革现有的国债管理体制，是进一步完善我国公开市场操作的必要环节之一。

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所