



您的位置：首页 - 最新观点

彭兴韵：循序渐进改革公开市场业务(2004年3月4日)

文章作者：

公开市场操作工具政府债券央行票据

2000年以来，公开市场已经成为了中国人民银行对货币进行微调的基本工具，其在中国宏观调控体系中的作用日益彰显。

从理论上说，中央银行公开市场操作最理想的工具是市场容量大、期限非常短的国库券。这主要有三个方面的原因：其一，以这种金融工具作为公开市场的操作对象，不会造成债市价格的大幅波动，从而有利于金融机构组织政府债券市场；其次，短期政府债券上形成的利率期限结构，能够有效地传导货币政策的意图；最后，短期政府债券作为零风险金融资产，既是其他所有金融资产定价的基准，也是多种衍生金融资产的基础，同时还是从事金融交易时对冲风险的主要工具。因此，央行通过公开市场操作而在短期政府债券市场上显示出的政策意图，将全面影响金融市场的运行，并影响市场参与者的行为方式。

但以政府债券作为公开市场的操作工具，必须要有一个完善的政府债券市场结构，可以让央行灵活地吞吐基础货币。尤其是当央行需要卖出债券或进行逆回购操作来回收基础货币，控制货币的过快增长时，必须要求央行手中持有足够的政府债券存量。否则，央行在进行公开市场操作常会有力不从心之感。

不幸的是，这种状况在中国最近几年的公开市场操作中恰恰不期而遇，央行以政府债券作为公开市场的操作工具遇到了越来越多的麻烦。首先，中国的国债期限都较长，没有发行量特别大、短期非常短的基准国债，这样，央行的公开市场操作只能影响到长期国债的利率，而无法直接作用于短期利率，这对货币政策的效果带来了不利的影响。其次，1994年以来，外汇占款和为处置商业银行的不良债权而发放了大量的再贷款，一直需要央行通过其它方式来进行冲销操作，这造成了央行手中持有政府债券存量并不充裕。最后，中国现有的公开市场回购操作都是封闭式的，在回购期内，作为质物的债券是要被冻结的，既不能再被用于回购交易，也不能再被用于现券交易，这会减少了银行间债券市场中可用于交易的债券品种和债券数量，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。事实上，这种情况在2002年以来又显突出，在强大的基础货币的外在冲击下(主要是外汇占款的迅速增加)，央行不得不大量发行央行票据来取代国债的正回购操作来应对基础货币冲击。到2003年发行央行票据便几乎取代了国债的正回购和现券交易成为最主要的公开市场操作方式了。

央行发行央行票据的方式有利率招标和数量招标两种。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。央行在开始发行票据时采取的是利率招标，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。但这个尝试却没有得到市场参与者的热烈追捧。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。

可见，虽然正回购和发行央行票据在收回流动性的作用方面总体上没有太大的差别，但我们应该认识到，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，央行自己发行票据，“创造”负债以此进行公开市场操作只是一个权宜之计。

推进公开市场业务进一步发展

1. 全面认识现代国债的功能深化国债管理体制的改革

要进一步提高中国的公开市场操作效率，应当深化中国的国债管理体制的改革，对国债的期限结构进一步进行调整。中国现在的国债期限结构主要以中长期为主，短期国债基本上是空白。这种中长期的国债与作为真正意义上的基准债券相去甚远，不利于提高中央银行公开市场操作的效率。

与中国国债期限长期化形成鲜明对比的是，在发达市场经济国家，国债期限结构多样化，而且期限在一年以内的短期国债占有相当大的比例，这为这些国家金融市场体系提供了较好的基准利率和公开市场操作工具。例如，在美国，期限在一年以内的短期国债占国债总量的比重最高时曾达到近50%。短期国债占有较高的比重，满足了中央银行进行公开市场操作的金融工具的需要；同时，由于美国提供了期限多样化的国债，在国债内部就形成了不同的利率期限结构，不同期限的国债利率成了相同期限的其他金融工具利率形成的基准。正是因为美国的金融体系中有足够的短期政府债券，中央银行才能够得以运用自如要通过公开市场操作来进行微调操作。

中国的国债期结构与发达市场经济国家的期限结构之所以有这么大的差异，所反映的是两个经济体对国债的功能的不同的认识。在发达市场经济国家，国债的功能是多样的，层次分明，不同的国债功能所要求的国债期限结构理应存在较大的差异。例如，为弥补财政赤字和资本形成而发行的国债就应当是长期的，而为调节国库收支的时间不均匀而发行的临时性国债就应当是短期的。而中国的国债管理政策还只是停留在赤字国债和总需求管理这两个层次上，并没有从全面认识的国债功能和从推动整个金融市场体系的建设角度，来进一步深化我国的国债期限结构的设计。由于赤字国债和总需求管理的国债对国债期限结构的要求，同公开市场操作和基准利率的要求是不同的。因此，应该从完善中国的货币政策操作和宏观调控体系出发，加强财政部与央行之间在宏观调控中的协调配合，高频率地发行市场容量大的短期政府债券。

2. 改革商业银行的存款准备金利率制度

除了操作工具的缺乏外，对商业银行的准备金支付较高的利率也影响了公开市场操作的效率。中国对商业银行在央行的准备金存款支付较高的利率，是在计划经济体制下，实施信贷规模控制而对商业银行的必要补偿制度。但在取消了信贷规模控制与法定存款准备金率已经降到极低的水平之后，对商业银行的法定存款准备金和超额准备金支付利息的制度基础已不复存在。对商业银行的准备金支付较高的利率已经影响到了央行的货币控制及货币政策的效率，首先是因为央行对商业银行的准备金存款支付利息构成了央行基础货币增加的渠道之一；其次则是准备金利率降低了央行公开市场操作的传导效率，尤其是在市场利率不断下降的情况下，金融机构的套利行为使准备金利率构成了货币市场利率的下限，从而使央行通过公开市场操作来引导货币市场利率的作用就受到了限制。

因此，进一步改革中国的存款准备金利率制度是非常必要的。由于改革存款准备金利率制度不仅涉及到商业银行的切身利益，而且也会对货币市场带来相当大的冲击。因此，在改革我国的存款准备金利率制度方面，应该同所有的金融改革一样，继续坚持循序渐进的原则，逐渐降低超额准备金和法定准备金的利率，直到最后完全取消。这是完善中国间接货币调控机制，并提高货币政策效率的必要措施。

3. 建立公开市场业务委员会

虽然中国的公开市场在短短几年的时间里取得了长足发展，央行公开市场操作的技术日渐娴熟，但公开市场的决策程序仍然需要进一步改革。在公开市场操作最为发达的美国，联邦公开市场委员会(FOMC)在联储的货币政策中发挥着关键的作用。联邦公开市场委员会由联储的七位董事会成员、纽约联储的主席以及其它四个联储的主席组成。联邦公开市场委员会通常每六周就会召开一次议，讨论和决策公开市场操作的目标和方向。目前，虽然中国人民银行设立了一个货币政策委员会，但它只是一个非常设的议事机构，并非中国货币政策的决策机构，货币政策委员会在中国货币政策制定中的作用还是非常有限的。鉴于公开市场在货币政策中的作用日益突出，公开市场操作在货币政策操作中的地位会越来越高，对货币市场的影响也越来越大。因此，有必要将现在的货币政策委员会改组成为公开市场委员会，真正成为中国货币政策的决策机构，提高中国公开市场操作的决策水平。

4. 增强公开市场操作的透明度

20世纪90年代以来，增强货币政策的透明度被认为是提高货币政策效率、促进货币市场公开、公平和公正交易的必要措施。因此，在发达国家的货币政策操作中，越来越重视提高货币政策决策和操作的透明度。1994年起，美国联邦公开市场委员会在会议结束后，美联储就会及时地向社会公告公开市场委员会会议的相关内容，及时地向市场传送公开市场操作的方向和力度，这使得美国的货币政策操作的透明度得到了很大的提高。

然而，与其它国家逐步增强货币政策透明度的努力相反，中国却一直将货币政策操作当作“机密”，不让社会公众了解和掌握，或者政策决策的结果公布不及时。例如，2003年8月决定从9月21日起提高法定准备金率数天之后才予以公布，这为那些具有“先知先觉”的机构投资者提供了很大的信息寻租机会。自央行由利率超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，市场参与者也就无从得知每期央行票据的具体发行数量，中国公开市场操作的透明度被降低了。鉴于公开市场操作已成为中国货币政策操作的日常工具，且它对货币市场利率的影响很大并客观上存在着一个分配效应，提高公开市场操作的透明度是进一步完善中国公开市场操作的必要措施。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务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