

□ 贾佑龙 秦 健

## 我国公开市场业务亟待解决的几个问题

1996年4月9日,我国中央银行正式实施以国债为工具的公开市场业务,标志着中央银行在宏观金融调控方面,由直接调控向间接调控有了进一步的发展。本文就我国公开市场业务亟需解决的几个问题,谈谈个人之见。

### 一、关于公开市场业务的决策机制问题

公开市场业务的决策是货币政策决策的一个组成部分,同时也是其重要内容之一。西方发达国家公开市场业务的决策权一般归属中央银行的最高决策层。以美国为例,公开市场业务是美联储最为重要的货币政策工具,美联储在实施公开市场业务方面的成功经验久负盛名。为了确保公开市场业务决策的科学、合理、有效,美联储专门设立了公开市场业务的决策机构——公开市场委员会。近年来公开市场委员会已成为美联储最重要的机构,一切重大决策如公开市场业务、法定准备金率、利率、贴现率等都在此决定。

根据《中华人民共和国中国人民银行法》(以下简称《银行法》)第二条:“中国人民银行在国务院领导下,制定和实施货币政策,对金融业实施监督管理”,从法律角度来看我国中央银行模式属于:中央银行对政府负责,是政府内阁的一个部,与财政部平行。这种模式具有三个特点:第一,中央银行直接对政府总理负责,因为总理作为政府首脑一般不可能过细顾问中央银行的日常工作,故中央银行在日常货币政策操作中具有较大的自主权;第二,中央银行与政府其他部门一样,具有一定行政管理权,可以直接依法施行对金融业的监管权利;第三,中央银行的重大决策须经国务院的批准。<sup>①</sup>另据《银行法》第十一条:“中国人民银行设立货币政策委员会。货币政策委员会的职责、组成和工作程序,由国务院规定,报全国人民代表大会常务委员会备案”,笔者认为货币政策委员会主要职责是:参照国家宏观经济目标制定货币政策,包括决定年度货币供应量;再贷款原则、数量;公开市场业务政策;法定准备金政策;利率政策;再贴现政策;外汇政策及其他有关货币政策的事宜。为了确保货币政策决策的科学性、权威性及货币政策的顺利贯彻实施,根据我国国情,笔者认为货币政策委员会组成应包括国务院分管经济工作的负责人、中国人民银行和财政部负责人、商业银行代表及著名货币银行专家代表,人数不能过多(以7人左右为宜)。国务院领导担任货币政策委员会主席,中国人民银行行长任副主席。货币政策委员会定期召开会议,根据宏观经济形势对货币政策的方针、原则加以决策。根据我国中央银行的法律地位及货币政策委员会职责和组成,笔者认为公开市场业务的最高决策权理应归属货币政策委员会。

<sup>①</sup> 陈元主编:《中国金融体制改革》,第26—27页。

目前,我国公开市场业务的决策参谋机构是中国人民银行计划资金司,中国人民银行公开市场操作室和计划资金司构成了我国公开市场业务的执行机构。在正式的文件中也许并未出现过这样的定性说法,但就其功能而言,确实如此。<sup>①</sup> 笔者认为计划资金司是中央银行的一个职能部门,作为决策参谋机构是不够科学和全面的,应加以改革。要尽快地组建货币政策委员会并明确其职责,同时必须明确我国公开市场业务的基本发展方向和现行发展步骤。

鉴于公开市场业务这个货币政策工具的重要性,可以借鉴美国模式,在货币政策委员会下设公开市场委员会;在货币政策委员会授权之下,公开市场业务的决策权归属公开市场委员会。笔者认为公开市场委员会可设 13 名委员,以货币政策委员会的 7 名成员为核心,另 6 名由中国人民银行计划资金司司长、财政部国债司司长、人行派出机构(一级分行)的行长担任。其中货币政策委员会成员、财政部国债司司长、计划资金司司长、人行上海分行行长为常任委员,其余 3 人由人行分行行长轮流担任委员职务一年。中国人民银行行长为公开市场委员会主席,具体业务操作由中国人民银行公开市场操作室去完成。

公开市场委员会每年至少召开四至五次会议,讨论主要内容有:总结最近经济形势、预测今后几个月的经济形势;讨论近期市场利率变动情况;确定公开市场业务的原则、实施方案;讨论中国人民银行公开市场操作室的业务报告、人行分行区域报告。在此基础上,研究分析三个方面的信息:(1)货币供应总量的信息,包括与当前消费基金变化密切相关的  $M_0$  的增长变化,作为现金支付手段的  $(M_1 - M_0)$  的增长情况,与通货膨胀潜在压力直接相关的准货币  $(M_2 - M_1)$  的走势;(2)商业银行行为的信息,包括商业银行信贷规模、进度、结构,商业银行流动性及其趋势等;(3)有关宏观经济信息,包括工业生产景气、农业生产状况、社会商品零售总额、生产资料进价指数、批发价格指数、固定资产投资增长率、外债月度余数、外债利用情况以及贸易逆(顺)差等。然后根据中央银行的货币政策,对两次会议间隔期间(一个季度)公开市场业务作出安排,指示中国人民银行公开市场操作室执行。在决策中,要尽量做到科学民主,会议记录可以定期公布。中国人民银行总行负责监督公开市场业务执行情况并根据执行情况适时调节,确保货币政策目标的实现。在实践中不断完善、健全公开市场业务的决策机制,使之成为具有中国特色的公开市场业务决策机制。

## 二、关于公开市场业务的交易主体问题

目前,我国以国债为工具的公开市场业务交易主体为中央银行和工、农、中、建、交、投资、华夏、浦东等 14 家商业银行,数量较少。这 14 家银行实质上扮演了“一级交易商”的角色。

从理论上说,公开市场业务的交易主体可以是中央银行和一切金融机构,但从实践来看,由于各国国情及金融制度的不同,交易主体数量差异较大。以美、德为例,美国是实行政府债券一级交易商制度最悠久的国家,美国的一级交易商制度是稳定的,也是严格的。美联储对进入一级交易商队伍的金融机构不仅有严格的标准,如资本实力、经营业绩、信誉状况、遵守法律法规等,而且对一级交易商的权利、义务规定十分明确。目前,美国有 39 家一级交易商(12 家是商业银行,其余是投资银行和其他非银行金融机构),他们是政府债券一、二级市场的主要参与者,表现十分活跃,一方面,一级交易商在公开市场上充当“造市商”的角色,另一方面通过与中央银行、下与广大客户交易,获利丰厚,从而确保了联储货币政策意图的有效传递。德国没有

<sup>①</sup> 沈炳熙:《公开市场操作——原理方法与技巧》,第 95 页。

采取美国的一级交易商制度,由 109 家金融机构组成财团,接受政府债券的发行与流通任务。由于德国没有实行银行业与证券业分业管理,公开市场业务的交易主体为中央银行和众多的银行。目前,德国大约有 600—1000 家银行有资格参与公开市场业务,其中 50 家银行与德意志联邦银行频繁交易。

我国实行银行业与证券业分业管理,因此,借鉴美国公开市场组织形式是一种理想的选择,公开市场业务的交易主体宜采用一级交易商制度。因为一级交易商是国债一、二级市场的主要参与者。一级交易商在一级市场上直接向国债发行体承销或投标国债,是国债发行体和投资人之间的第一个环节。一级交易商在二级市场上起“做市商”的作用,保证国债市场的顺畅运转,同时在公开市场上起到响应中央银行招标要求,活跃市场交易,传递中央银行货币政策信号作用。哪些金融机构能作为我国公开市场业务的一级交易商呢?笔者认为应该是四大国有商业银行(即工商、建设、农业、中国四行)、交通银行、商业银行以及部分信誉好、规模大、实力雄厚、业绩优良的非银行金融机构。

我国从 1993 年开始建立国债一级自营商制度,当年共有 19 家证券中介机构和银行被批准为一级自营商,成为我国第一批国债一级自营商。为完善国债发行与流通的市场机制,推动国债市场的发展,财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会制订了《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》和《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》,为我国的国债一级自营商制度奠定了基础。目前,我国国债一级自营商已有 50 家。

由于我国建立国债一级自营商制度是在 1993 年,比中央银行实施以国债为工具的公开市场业务早了 3 年,且管理监督机构有 3 家,就目前的国债一级自营商状况来看,离一级交易商的要求具有一定的距离,因此,建立一级交易商是一件刻不容缓的事情。为了确保中央银行公开市场业务的有效实施,笔者认为,中国人民银行应在国务院授权之下,从国债一级自营商中选取大多数组建一级交易商。组建方式有二:一是在现有 14 家商业银行的基础上,逐年吸收一些符合条件的一级自营商中的非银行金融机构加入,待时机成熟时组建一级交易商;二是立即组建一级交易商,并逐年对一级交易商进行评估,根据其业绩状况和情况变化不断调整,实行优胜劣汰,形成竞争机制。当然,必须以法律形式赋予一级交易商一定的特权并规定其承担的义务,诸如一级交易商不能退出国债二级市场,规定其对国债的持有量、买卖数量、与客户的交易关系、执行中央银行命令的速度等。

### 三、关于公开市场业务的交易工具问题

根据《银行法》第二十二条:“中国人民银行为执行货币政策,可以在公开市场上买卖国债和其他政府债券及外汇”,故公开市场业务工具为国债、其他政府债券和外汇。以外汇为工具的公开市场业务起始于 1994 年。1994 年 1 月 1 日,我国人民币汇率并轨,建立了以外汇市场供求为基础的管理浮动汇率制度。1994 年 4 月 1 日正式开始营业的银行间外汇集中交易系统—中国外汇交易中心成立,中心总部设在上海,在全国 19 个城市设有外汇交易分中心。总中心与分中心通过卫星联接,形成一个统一的外汇交易市场。中国人民银行公开市场操作室也应用该系统进行以外汇为工具的公开市场业务,通过对基础货币吞吐来维持人民币汇率稳定。

由于大量外资涌入和国际收支经常项目中贸易收支顺差造成银行间外汇市场外汇供过于求,为了防止人民币升值过大,中国人民银行公开市场操作室在外汇市场上实施公开市场业务以被动收购外汇为主,外汇占款在逐年上升,已经直接影响到货币供应量  $M_2$  和基础货币 B 的

增长速度。

根据《银行统计季报》，以 1993 年到 1995 年的消除季节因素的主要金融指标及中央银行资产负债表，可以计算出 1993—1995 年外汇占款占货币供应量  $M_2$  和基础货币 B 的比例，具体参见表一：

表一

单位：亿元

年份	货币供应量( $M_2$ )①	基础货币(B)②	外汇占款③	③/①%	③/②%
1993 年	34539.0	13147.0	1431.8	4.15%	10.89%
1994 年	46433.9	17217.8	4263.9	9.18%	24.76%
1995 年	60118.9	20759.8	6511.4	10.83%	31.37%

资料来源：《中国人民银行统计季报》

从上表可以看出，自 1994 年外汇体制改革以来，外汇占款占当年的货币供应量  $M_2$  和基础货币 B 的比例在急剧上升，1995 年外汇占款占  $M_2$  的 10.83% 和占 B 的 31.37%。虽然 1994 年以后，中央银行再贷款呈收缩趋势，但是 1994 年的高通货膨胀率与中央银行外汇占款过多也存在着一定的关系。根据《银行法》，我国货币政策目标是：“保持币值的稳定，并以此促进经济增长”，其中稳定币值是基本目标。因此，中央银行以外汇为工具的公开市场业务还没有起到应有的作用。

如何更好地发挥以外汇为工具的公开市场业务作用呢？应从下面几个方面加以改革：

1. 应尽快地扩大外汇交易范围，增加外汇交易品种，扩大外汇交易容量。特别是应尽快设立远期外汇交易系统，一方面为外汇提供长期保值的工具，另一方面为中央银行在不增加外汇占款的条件下加强对外汇市场短期操作打下基础。同时应增加进入外汇市场的交易主体，允许更多的机构投资者通过指定的外汇银行进行外汇交易，以减轻中央银行以外汇为工具的公开市场业务的压力，确保以市场机制引导外汇供求。但应注意的是对所有的进入外汇市场的主体应进行严格的审查，防止无实盘资金的投机者进入市场。

2. 改变交易方式，采用西方发达国家常用的回购(逆回购)交易方式。鉴于目前外汇市场上供大于求，中央银行可以进行外汇回购交易，在不增加外汇占款余额的情况下，通过对商业银行准备金的调节，进而对基础货币加以调控。

3. 进一步完善结售汇体制，逐步放松外汇管制，加快人民币自由兑换改革的步伐。同时加强对外资流入流出的管理和监测，严防投机性外资流入，建立国际收支统计申报制度，减轻中央银行以外汇为工具的公开市场业务压力。

4. 中国人民银行公开市场操作室不再承担每日外汇供求的差额，减少入市操作次数，提高操作效果。尽早设立外汇平准基金，在外汇出现较大波动时，央行操作室及时入市操作，以维持人民币汇率稳定，真正发挥以外汇为工具的公开市场业务作用。

1996 年 4 月 9 日，中国人民银行以国债为工具的公开市场业务正式启动，当日中央银行共回购短期国债 2.9 亿元。以后中国人民银行公开市场操作室每周二入市操作一次，至今总交易量约在几十亿元左右，与以外汇为工具的公开市场业务交易量比较相差甚远，其根源是中央银行缺乏工具。根据《中国人民银行统计季报》，截止到 1995 年底中央银行资产中没有国债储备，而中央银行对政府的净债权 1582.8 亿元为财政对中央银行的历年透支借款总额。如何改

变中央银行资产结构,解决中央银行手头缺乏国债的问题呢?根据发达国家经验,中央银行资产结构调整可以在较短时期内完成。例如1923年11月,美国联邦储备系统持有的政府债券仅为7300万美元,1年之后剧增为58800万美元,增长速度为805%,从而构成了公开市场业务实施的物质基础。针对我国实际情况,笔者认为可以从以下几个途径去解决:

1. 财政借款转换为长期特种国债。将财政部历年透支借款1582.8亿元转换为10年期的特种国债,作为初期阶段公开市场业务的操作工具。鉴于《银行法》规定中央银行不得直接认购、包销国债和其他政府债券,可将1582.8亿元面向一级交易商招标发行,并准许每年有10%长期特种国债可上市流通,以充分调动一级交易商的积极性,确保中央银行以此为工具的公开市场业务可行性、及时性和有效性。

2. 政策性金融债券作为工具。我国于1995年开始进行融资券的公开市场业务,因此,可以考虑将政策性银行发行的金融债券作为公开市场业务工具。1994年国家开发银行发行3年期和5年期政策性金融债券758亿元,其中商业银行持有528亿元,邮政储蓄持有170亿元,城市信用社持有60亿元;进出口银行发行17亿元,均为国有商业银行持有。1995年,国家发行政策性金融债券900亿元,绝大部分为商业银行持有。由于政策性金融债券主要为商业银行持有,符合中央银行公开市场业务要求,作为工具不仅是可行的,而且还能缓解实施以国债为工具的公开市场业务初期工具容量不足的问题。

3. 增加国债储备。借鉴发达国家成功经验,中央银行要大幅地改变资产结构,增加国债储备,尤其是短期国债储备,使中央银行国债储备增长速度大于基础货币的增长速度,经过若干年后,中央银行国债储备余额占其资产的绝大部分,从而使以国债为工具的公开市场业务起到左右全局的作用,成为中央银行最为重要的货币政策工具。

上述前两种途径只能解决眼前问题,从长远看只有第三种途径才能解决根本问题。要增加央行的国债储备,必然要求财政增大国债发行规模,然而我国超大规模发行国债又受到边界条件制约。从理论上说边界条件即国债发行量与财政支出的比重应低于10~15%,如违反边界条件,则表明有潜伏的财政危机,国债信誉度下降,面临债信破产的危险。1996年计划安排全国性支出7486.6亿元,国债计划发行规模为1952.57亿元,国债依存度已高达26.08%。因此,在不超大规模发行国债的前提下,必须增大短期国债的比重。由于短期国债具有相对较强的灵活性,一般能够被商业银行和规模大的非银行金融机构所乐意接受,成为储备资产的重要组成部分。这就为中央银行通过以国债为工具的公开市场业务加强对货币市场调控的灵活性和主动性创造了条件。同时,短期国债的大量发行,对于提高发行效率、方便投资、节省筹资和交易成本也非常重要,也将为高效率、低成本国债市场的建立和发展奠定坚实的基础。

---

#### 参考文献:

- 1.《中华人民共和国人民银行法》。
- 2.《中国人民银行统计季报》1996年第1、2期。
- 3.陈元主编:《中国金融体制改革》,中国财政经济出版社。
- 4.沈炳熙编著:《公开市场操作——原理方法与技巧》,中国财政经济出版社。
- 5.保罗·米克著:《美国货币政策和金融市场》,中国金融出版社。

(作者单位:上海财经大学财务金融学院、上海财经大学恒通工商管理学院;  
单位邮编:200083)