

汇率变动、央行票据 与冲销成本：2004—2009

唐文进, 谢海林

(中南财经政法大学 金融学院, 湖北 武汉 430073)

摘要:在中央银行通过央行票据进行货币冲销的操作中,过高的成本一直被国内外学者认为是央行票据不适宜作为长期冲销工具的重要理由。2004—2009年的中国数据显示,在不考虑汇率因素的情况下,3月期和1年期央行票据冲销操作均表现为盈利;而在考虑汇率变动的情况下,央行票据冲销操作在财务成本的动态变化中盈亏互现。可见,汇率因素对央行票据冲销操作的财务成本产生了重要影响。考虑汇率因素后,尽管冲销操作总体上表现为亏损,但亏损较为有限,所以不能仅从成本角度质疑央行票据冲销操作的可持续性。

关键词:央行票据;冲销;汇率;财务成本

中图分类号:F822 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)03-0114-10

一、问题的提出

自2003年4月22日中国人民银行开始有规律地滚动发行央行票据起,央行票据作为公开市场上国债的替代物已成为中国人民银行最常使用的货币政策工具之一。由此产生的关于中国人民银行使用央行票据进行冲销操作的可持续性问题便成为学界关注的焦点。其中,央行票据的高成本被认为是冲销操作不可持续的重要原因之一。

由于2005年“7.21汇改”前人民币汇率非常稳定,包括曾秋根(2005)在内的大量研究并未讨论汇率对央行票据冲销操作成本的影响。但是,“7.21汇改”后,人民币对美元汇率大幅升值,这无疑对央行外汇储备的投资收益产生重大影响。而且2007年美国金融危机的爆发致使国内外经济环境发生巨变,央行票据冲销操作的财务成本问题也变得更为复杂。在这种背景下,我们认为如果不考虑汇率因素就难以真正反映央行票据冲销操作的真实财务成本。^①换言之,“分析央行票据的成本,必须将发行央行票据所支付的利息与其

收稿日期:2010-08-06

基金项目:国家社会科学基金重点项目(08AJL006);国家自然科学基金项目(70773119)

作者简介:唐文进(1968—),男,湖南攸县人,中南财经政法大学金融学院教授,博士生导师;

谢海林(1988—),男,福建宁德人,中南财经政法大学金融学院硕士生。

相应增加持有的外汇资产的收益进行比较”(李扬等,2007)。

二、文献回顾

国内外关于中央银行运用央行票据代替国债在公开市场上进行冲销操作的成本问题的争论最为激烈。Calvo 和 King(1997)指出,中央银行为冲销外汇占款发行央行票据,为此支付的利息通常高于以外汇储备形式持有的美元或欧元金边债券所得的利息。为了吸引金融机构用央行票据置换其超额准备金存款,央行必须在收益率和流动性两个方面提供比超额准备金存款更为优惠的条件。这致使冲销成本十分高昂,因此冲销操作不具备持久的可行性。Ljungwall 等(2009)认为目前中国人民银行的的操作受货币政策工具的限制,它倾向于运用成本较低但会造成市场扭曲的政策工具(如存款利率上限和法定存款准备金率)而不运用市场导向显著但成本高昂的政策工具(如发行央行票据)。随着外汇资产的积累,目前尚在可控范围内的冲销成本将来可能会再度上升,这将会损害中国货币政策稳定物价的能力。

在国内文献中中央银行运用央行票据进行冲销操作的成本可以分为微观成本(即财务成本)和宏观成本(张红地,2006),其中更多的是从财务成本角度得出不同的观点。戴根有(2003)认为央行运用正回购吸收商业银行流动性也是要付息的,而与正回购相比,由于央行票据具有流动性更受市场成员的欢迎,因而其成本更低。徐明东和田素华(2007)认为,在 2003—2007 年的大部分时间内,国内外利差较大,国内较低的利率进一步减轻了央行公开市场操作的财政成本压力,国内外利差的存在为未来央行发行央行票据冲销外汇占款提供了一定的操作空间。而另一种观点认为,由于我国外汇储备持续增加,央行对冲被动投放的基础货币的任务是长期的,央行票据的发行量将不断上升,因此持续增加的利息支出将加重央行的财务负担致使冲销政策不可持续(张红地,2001;武剑,2005;夏斌、陈道富,2007;何慧刚,2007)。尽管这两种观点相悖,但它们共同的局限在于,没有具体考察并估算央行票据冲销操作的财务成本,而只是做了粗线条的定性分析,这可能导致结论的主观化。事实上,由于我国持有的国外政府长期债券的收益率大多高于央行票据发行利率,央行的财务负担或许并没有想象中那么大。为了更准确地测算央行票据冲销操作的财务成本,本文在曾秋根(2005)的基础上将“外汇储备全部投资于美国短期国债”的假设扩展为“外汇储备全部投资于美国不同期限的国债”,在使用央行票据及美国国债的加权平均利率的同时将汇率纳入模型,考察 2004—2009 年间我国央行票据冲销操作的财务成本。

三、计算方法与说明

(一)计算假设。在估算央行票据冲销操作的财务成本之前,需要先考察冲

销过程中的资金流动情况。由图1(孙兆斌等,2009)可知,在央行运用央行票据进行冲销操作的过程中,净现金流量包括央行向央行票据持有者支付的利息(即支出部分)和央行运用外汇储备进行投资获得的投资收益(即收入部分)。

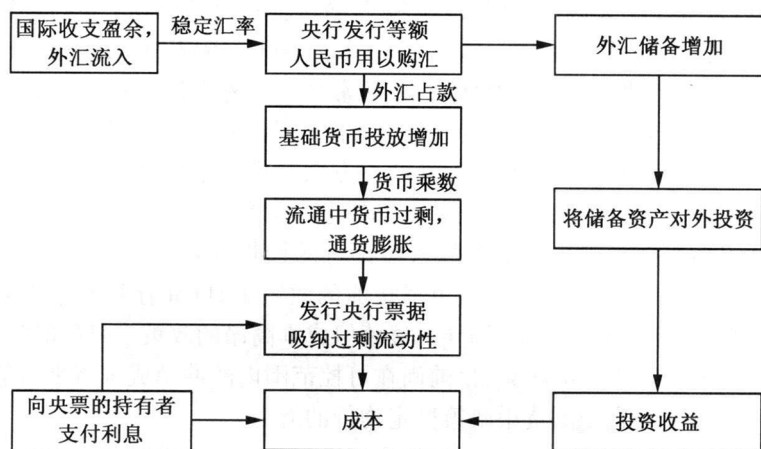


图1 央票冲销操作现金流动简要图示

因此,本文的估算基于以下现金流模式:(1)冲销成本的估算主要视两个国家的国债收益率而定;(2)只有中央银行持有外汇;(3)外汇流入导致中央银行的外汇储备增加;(4)中央银行被迫投放基础货币以购买增加的外汇储备;(5)中央银行将得到的外汇全部投资于美国短期国债(1月期、3月期、6月期和1年期)和美国长期国债(10年期、20年期和30年期);^②(6)中央银行发行央行票据冲销第4步增加的外汇占款。

(二)计算思路与数据来源。在上述现金流模式下,中国人民银行运用央行票据进行冲销操作的成本可表示为:

$$SC = (i - r)CBS + (-\Delta E)CBS = (i - r - \Delta E)CBS = RSC \times CBS \quad (1)$$

其中, $r = \frac{(r_{1M} + r_{3M} + r_{6M} + r_{1Y})}{4} \alpha + \frac{(r_{10Y} + r_{20Y} + r_{30Y})}{3} \beta$ 。SC (Sterilization

Costs)表示央行票据的冲销成本,RSC(Ratio of Sterilization Costs)表示冲销成本率; i 表示某期限央行票据的月度加权平均利率, r 表示美国国债月度加权收益率(各下标的 r 分别代表相应期限美国国债月度收益率), ΔE 表示直接标价法下人民币对美元的汇率变化($\Delta E > 0$ 表示美元升值,说明汇率变化将给央行带来收益而减少冲销成本),^③ CBS 表示某期限央行票据的月发行量, α 表示当年央行购买的美国短期国债占当年持有美国国债余额的比例, β 表示当年央行购买的美国长期国债占当年持有美国国债余额的比例。

本文定义以下变量:(1)冲销成本率(RSC)=央行票据月度加权平均利率(i)—美国国债月度加权收益率(r)—汇率月度变化 ΔE ;(2)央行票据月度加

权平均利率以某期限央行票据发行量占当月发行总量的比例为权重,将该月同期限央行票据发行利率进行加权平均而得;(3)冲销的财务成本(SC)=某期限央行票据冲销成本率((RSC)×该期限央行票据发行量(CBS)。根据上述定义,冲销成本为正值表示央行亏损,为负值则表示央行盈利。

央行票据月度加权平均利率数据根据中国人民银行网站发布的2004—2009年各期《公开市场业务交易公告》中央行票据发行利率和发行量加权平均而得,美国国债收益率来自美国联邦储备局,人民币对美元汇率来自中国人民银行网站公布的《汇率报表》。

在计算中,美国国债收益率以央行持有的美国短期和长期国债占持有美国国债总余额的比例(分别为 α 和 β)为权重,对短期和长期美国国债收益率进行加权平均。由于央行持有的各期限美国国债余额数据不可得,本文采用1年期、3年期、6年期和1年期国债的算术平均收益率作为短期收益率,将10年期、20年期和30年期国债的算术平均收益率作为长期收益率,再以 α 和 β 为权重进行加权得到美国国债加权收益率。为了简化计算, α 和 β 的值每年计算一次,来自每年6月美国财政部发布的海外持有美国证券情况的报告。^⑤

(三)期限选取。央行票据的期限构成以3个月期和1年期的央行票据为主,6个月期的央行票据只发行过57期(发行总量为4 004.7亿元),3年期的央行票据发行只出现在2004年12月至2005年5月、2005年10月至12月和2007年1月至2008年6月三个时间段。因此,本文选取3个月期和1年期的央行票据进行计算。

四、央行票据冲销成本的计算及结果分析

(一)3个月期央行票据的冲销成本。由图2可知,在不考虑汇率变动的情况下,3个月期央行票据冲销操作一直处于盈利状态,即使在金融危机后美国国债收益率大幅下降的情况下,由于央行票据的发行利率也大幅下降,其仍有不错的盈利。由表1可以看出,在考虑了汇率变动以后,央行一直盈利的状况发生了较大变化。在2005年7月、2006年9月至2009年2月、2007年4月至7月、2007年9月至2008年7月和2008年9月这些时间段,央行票据的冲销操

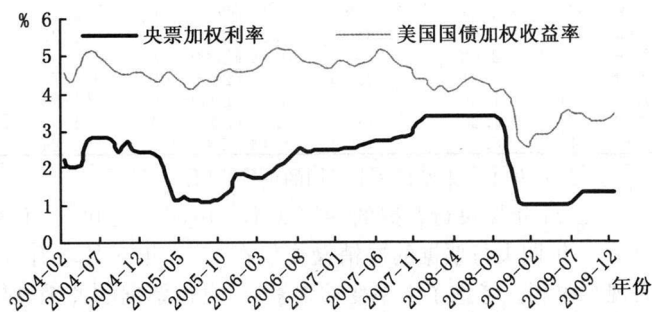


图2 3个月期央行票据加权平均利率和美国国债加权收益率

作表现为亏损,在其他时间段则表现为盈利。具体来看,央行票据各年的冲销盈亏状况为:2004年盈利104.16亿元,2005年盈利153.36亿元,2006年盈利82.61亿元,2007年亏损92.38亿元,2008年亏损514.71亿元,2009年盈利581.02亿元。整体来看,2004年2月至2009年12月央行运用3个月期的央行票据进行冲销操作,总计盈利314.07亿元。

表1 3月期央行票据冲销操作的财务成本

时间	冲销成本率 (%)	央票发行量 (亿元)	冲销成本 (亿元)	时间	冲销成本率 (%)	央票发行量 (亿元)	冲销成本 (亿元)
2004-02	-2.32	350	-8.12	2007-02	1.39	120	1.67
2004-03	-2.32	602	-13.93	2007-03	-1.47	1 900	-27.96
2004-04	-2.66	197	-5.23	2007-04	0.70	890	6.19
2004-05	-2.31	200	-4.62	2007-05	3.33	700	23.32
2004-06	-2.25	350	-7.87	2007-06	1.07	1 070	11.44
2004-07	-2.08	600	-12.48	2007-07	1.84	1 450	26.68
2004-08	-1.89	450	-8.51	2007-08	-0.76	1 330	-10.05
2004-09	-2.13	380	-8.08	2007-09	3.14	360	11.31
2004-10	-1.75	1 100	-19.21	2007-10	2.38	60	1.43
2004-11	-2.07	420	-8.68	2007-11	5.74	130	7.46
2004-12	-2.12	350	-7.42	2007-12	8.54	380	32.47
2005-01	-1.95	330	-6.42	2008-01	11.23	1 440	161.72
2005-02	-2.02	150	-3.03	2008-02	7.16	850	60.82
2005-03	-2.92	700	-20.42	2008-03	8.06	2 590	208.68
2005-04	-3.32	500	-16.62	2008-04	1.16	1 600	18.55
2005-05	-3.09	600	-18.54	2008-05	4.40	810	35.64
2005-06	-2.99	1 200	-35.89	2008-06	7.76	580	45.00
2005-07	13.69	650	88.98	2008-07	1.09	1 100	11.99
2005-08	-2.21	600	-13.28	2008-08	-0.42	960	-4.02
2005-09	-2.77	2 100	-58.18	2008-09	0.98	640	6.28
2005-10	-2.51	1 300	-32.59	2008-10	-1.70	900	-15.33
2005-11	-2.84	1 250	-35.54	2008-11	-2.82	150	-4.24
2005-12	-1.82	100	-1.82	2008-12	-1.70	610	-10.38
2006-02	-0.94	2 200	-20.60	2009-01	-1.93	700	-13.48
2006-03	-0.59	1 800	-10.62	2009-02	-1.93	1 400	-27.02
2006-04	-3.20	630	-20.17	2009-03	-1.72	2 700	-46.36
2006-05	-3.42	1 300	-44.42	2009-04	-0.90	3 750	-33.64
2006-06	-0.68	1 550	-10.55	2009-05	-3.06	2 400	-73.41
2006-07	-0.54	640	-3.44	2009-06	-2.55	3 100	-78.93
2006-08	-0.99	340	-3.35	2009-07	-2.37	1 800	-42.75
2006-09	2.62	780	20.42	2009-08	-2.00	3 050	-61.09
2006-10	0.61	290	1.77	2009-09	-1.72	2 450	-42.11
2006-11	1.36	490	6.68	2009-10	-1.84	2 230	-41.14
2006-12	1.30	130	1.69	2009-11	-1.90	2 370	-45.01
2007-01	0.77	1 100	8.43	2009-12	-2.24	3 400	-76.09

注:2006年1月未发行3个月期的央行票据。

(二)1年期央行票据的冲销成本。由图3可知,在不考虑汇率变动的情况下,1年期央行票据的冲销操作仅在2008年9月略有亏损,在其余期间都表现为盈利。考虑了汇率变动因素后,央行票据的冲销操作在2005年7月、2006年9月至2007年2月、2007年4月至7月和2007年9月至2008年9月这些时间段内表现为亏损,在剩余期间内表现为盈利。

由表2可知,央行票据的盈亏状况为:2004年盈利105.67亿元,2005年盈利178.29亿元,2006年盈利29.17亿元,2007年亏损175.99亿元,2008年亏损907.44亿元,2009年盈利129.40亿元。总体来看,2004年2月至2009年12月

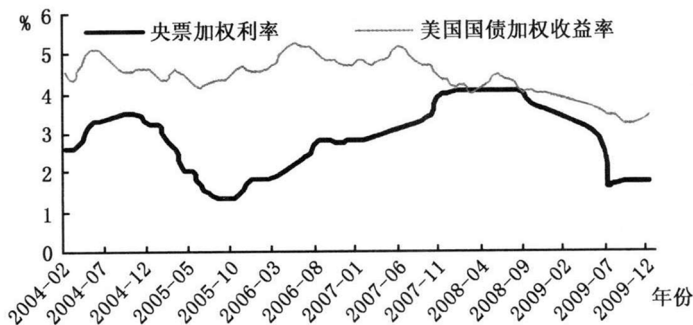


图 3 1 年期央行票据加权平均利率和美国国债加权收益率

央行运用 1 年期的央行票据进行冲销操作，总计亏损 640.90 亿元。

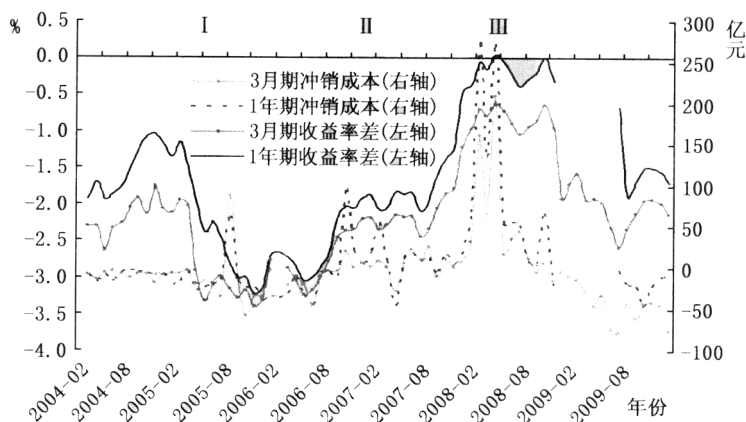
表 2 1 年期央行票据冲销操作的财务成本

时间	冲销成本率 (%)	央票发行量 (亿元)	冲销成本 (亿元)	时间	冲销成本率 (%)	央票发行量 (亿元)	冲销成本 (亿元)
2004-02	-1.94	400	-7.75	2006-10	0.89	2550	22.75
2004-03	-1.71	999.6	-17.07	2006-11	1.65	320	5.29
2004-04	-1.96	414.5	-8.12	2006-12	1.61	1250	20.09
2004-05	-1.83	928	-17.01	2007-01	1.05	5350	56.11
2004-06	-1.74	300	-5.21	2007-02	1.64	670	10.97
2004-07	-1.55	220	-3.40	2007-03	-1.16	4000	-46.22
2004-08	-1.24	360	-4.45	2007-04	1.01	1180	11.88
2004-09	-1.07	580	-6.22	2007-05	3.65	530	19.33
2004-10	-1.03	880	-9.10	2007-06	1.42	620	8.78
2004-11	-1.17	590	-6.93	2007-07	2.25	610	13.72
2004-12	-1.36	1500	-20.39	2007-08	-0.31	1280	-3.95
2005-01	-1.15	1510	-17.40	2007-09	3.63	460	16.69
2005-02	-1.5	200	-3.00	2007-10	2.94	120	3.53
2005-03	-1.96	1300	-25.44	2007-11	6.48	255	16.53
2005-04	-2.39	1000	-23.94	2007-12	9.15	750	68.62
2005-05	-2.24	900	-20.12	2008-01	11.88	2310	274.48
2005-06	-2.46	600	-14.73	2008-02	7.81	1730	135.12
2005-07	14.04	450	63.17	2008-03	8.72	3140	273.73
2005-08	-1.95	800	-15.63	2008-04	1.82	2960	53.87
2005-09	-2.58	900	-23.20	2008-05	5.06	1120	56.67
2005-10	-2.34	1000	-23.39	2008-06	8.42	630	53.04
2005-11	-2.68	1500	-40.27	2008-07	1.75	515	9.02
2005-12	-1.76	1950	-34.34	2008-08	0.24	1700	4.10
2006-01	-1.72	2050	-35.28	2008-09	1.63	4170	67.86
2006-02	-0.8	4000	-31.85	2008-10	-1.08	1900	-20.44
2006-03	-0.39	2300	-8.99	2009-06	-0.62	150	-0.93
2006-04	-2.99	1050	-31.44	2009-07	-1.92	1000	-19.19
2006-05	-3.22	1450	-46.63	2009-08	-1.56	1330	-20.79
2006-06	-0.54	1050	-5.66	2009-09	-1.29	3580	-46.05
2006-07	-0.42	1000	-4.19	2009-10	-1.41	1580	-22.32
2006-08	-0.69	1550	-10.76	2009-11	-1.47	720	-10.56
2006-09	2.96	3300	97.52	2009-12	-1.81	530	-9.57

注：2003 年 9 月至 2004 年 1 月与 2008 年 12 月至 2009 年 6 月未发行 1 年期央行票据。

（三）计算结果分析。整体来看，2004—2009 年间中国人民银行通过 3 月期和 1 年期央行票据进行冲销操作，总计亏损约 326.83 亿元。

1. 冲销财务成本的分解。根据冲销成本率的定义，我们将其分解为收益率差（央行票据加权平均利率减美国国债加权收益率）减汇率变动。在等式两边同时乘以央行票据发行量，冲销的财务成本可以分解为收益率变动成本和汇率变动成本两部分。因此，收益率变动成本为正值表示央行亏损，汇率变动成本为正值表示央行盈利，反之亦然。



注:图中各曲线由笔者根据表1和表2制作而成,其中收益率差=央行票据加权平均利率-美国国债加权收益率=冲销成本率+汇率变动。曲线的间断是由于当月未发行央行票据所致。

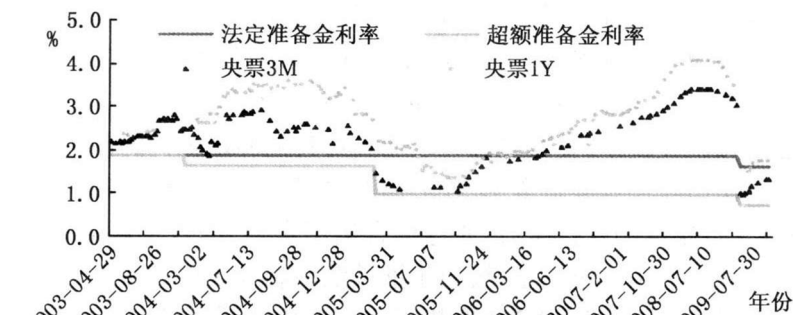
图4 央行票据冲销成本与收益率差走势图

首先,由图4可知,2007年10月至2008年3月(图4中的期间Ⅲ)央行票据冲销操作的财务成本急剧上升(约为1 244.58亿元)。但仅仅就收益率差而言,这段时间的收益率差与2004年2月至2005年2月的收益率差大致相同或略低于后者,但是该阶段冲销操作却盈利239.69亿元。与该期间相比,期间Ⅲ内央行票据发行量大幅上升,6个月的发行量就达到13 755亿元,相当于2004年2月至2005年2月12个月的发行量。虽然两个时间段的收益率差大致相同,但发行量的巨增使得收益率变动成本大幅上升。另外,2004年2月至2005年2月汇改尚未开始,人民币对美元汇率相当稳定,几乎不存在汇率变动成本;而期间Ⅲ内人民币累计升值6.03%,加上央票发行量的巨增,汇率变动对财务成本的影响已超过收益率变动成本。两者的共同作用使得期间Ⅲ内财务成本急剧上升。

其次,在2005年7月汇改之前,汇率变动成本几乎为零。汇改后人民币保持升值的态势,汇率变动成本对总财务成本的影响逐渐显现,并在之后的大部分时间内超过收益率变动成本的影响。收益率差为负值表示央行票据加权平均利率小于同期美国国债收益率,央行本应处于盈利状态,然而有三个阶段(图4中的期间Ⅰ、期间Ⅱ和期间Ⅲ)央行都存在冲销亏损,甚至在收益率差接近-3%时仍处亏损状态,可见汇率变动成本影响之大。

2. 央行票据发行利率与准备金利率。从理论上讲,分析央行票据冲销操作的成本问题时,可以从以下两个方面考虑(李扬等,2007):一方面,将央行因发行央行票据所支付的利息与外汇储备的投资收益进行比较,这是上文论述的重点;另一方面,将央行票据的发行利率与准备金利率进行比较。

图 5 给出了 3 月期和 1 年期央行票据发行利率与准备金利率的对比。可以看到,在 2005 年 3 月下调超额准备金利率后,3 月期和 1 年期的央行票据发行利率均出现了低于法定存款准备金利率的态势,这一态势在 2006 年 4 月出现反转。整体上看,自 2003 年开始发行央行票据至 2009 年,在发行的 303 期 3 月期央行票据和 264 期 1 年期央行票据中,分别只有 27 期 3 月期和 22 期 1 年期央行票据的发行利率低于法定准备金利率,因此,我国运用央行票据进行货币冲销的成本要高于提高法定存款准备金率的利息成本。



资料来源:央行票据发行利率来自中国债券信息网,准备金利率来自中国人民银行网站。

图 5 3 月期和 1 年期央行票据利率与准备金利率对比

五、结论和政策建议

本文的计算表明,汇率在央行的冲销操作中起着重要作用。若考虑央行还持有其他币种的资产以及外汇储备的多元化投资,央行因发行央行票据进行冲销操作所承受的财务压力可能并没有之前大多数文献估计的那么大,^⑥因此,至少从目前的数据看,还不能够仅从成本角度质疑央行票据冲销操作的可持续性。当然,本文存在以下不足:由于简化计算的需要,本文假设外汇储备全部投资于美国国债;而事实上,央行外汇储备的投资渠道日益多样化,尤其是中投公司成立后,投资更趋多样化。由于央行并不公开相关的具体数据,所以本文只能做出一种简化的假设,这一假设与现实的差距无疑会影响本文结论的可靠性。同时,受数据可得性限制,本文在计算美国国债加权平均收益率时采用了一种变通的方法,该方法虽比直接采用美国短期国债收益率更加符合现实,但仍存在一定的误差。另外,本文没有考虑 6 月期和 3 年期的央行票据,这也在一定程度上影响了本文结论的完整性。

在我国,央行票据的产生和发展,对我国金融体制改革和迄今为止的金融宏观调控发挥了重要作用。中央银行由此获得了一种主动、灵活且可大规模操作的金融工具,暂时弥补了中央银行在公开市场操作中操作工具的不足。虽然央行票据还存在一些局限性,但由于国债市场的全面发展不是短期内可以实现的,因此

我们预计在今后一段时间内,我国央行票据仍将作为一种重要的冲销工具而存在。

尽管如此,这并不意味着我国央行票据就可以作为一种长期冲销工具,因为本文计算结果同时也表明,随着人民币汇率变动的加大,我国央行票据冲销成本会随之增加。为此,我们建议:第一,深化外汇储备管理体制,促进持有主体多元化。本文将“外汇储备全部由央行持有”作为计算假设之一,这样,央行管理通货膨胀预期的职责要求就迫使央行大量发行央行票据。若能转变仅由央行持有官方外汇储备的格局,而由货币当局、其他政府机构、企业和居民共同持有,就可以通过限制货币当局购买并持有外汇储备的规模,有效阻隔外汇资产过快增长对我国货币供应的单向压力,确保货币当局及其货币政策的独立性。第二,灵活使用多样化的冲销工具。为尽量减少央行票据发行所带来的宏观和微观成本,我国央行可以加大对其他冲销工具的使用力度,将央行票据冲销操作与存款准备金率、外汇掉期、再贷款和再贴现等政策工具一同使用,减轻央行票据的发行压力,通过综合运用多种方式,实现最佳的政策操作和平稳的外汇冲销。第三,继续稳步推进汇率制度改革,增强人民币汇率的弹性。冲销操作是在“双顺差”的形势下实现国内货币供给稳定的被动手段。解决这一问题的根本途径不在于冲销而在于平衡国际收支。弹性化的汇率制度可以发挥汇率调节外部经济失衡的作用,减轻中央银行在外汇市场上进行冲销干预的压力,在很大程度上自动对外汇储备规模和国际收支状况进行调节,从而减弱外汇占款对货币政策的不利影响,保持货币政策的独立性,改变央行被迫对冲的局面。

注释:

- ①本文的冲销成本仅指在央行发行票据进行冲销操作过程中的财务成本。因中国人民银行网站上未发布2003年的《公开市场业务交易公告》,故本文计算的起始时间为2004年。
- ②按照学界的普遍推测,央行将外汇储备的70%—80%投资于美元资产(龚峻,2008;冯晓华,2008;刘凌云,2008)。
- ③本文考虑汇率变动因素,是站在中央银行的角度,从中央银行的资产(外汇储备)和负债(央行票据)两方面分析中央银行的损益状况。
- ④各年 α 和 β 的值如下(因统计误差和计算的四舍五入导致 $\alpha+\beta\neq 100\%$):2004年 $\alpha=2.59\%$, $\beta=97.37\%$;2005年 $\alpha=6.95\%$, $\beta=92.98\%$;2006年 $\alpha=2.19\%$, $\beta=97.79\%$;2007年 $\alpha=2.24\%$, $\beta=97.75\%$;2008年 $\alpha=2.45\%$, $\beta=97.54\%$;2009年 $\alpha=17.31\%$, $\beta=82.67\%$ 。
- ⑤参见 <http://www.treas.gov/tic/shlhistdat.html>。
- ⑥当然,从央行票据的发行利率与准备金利率的比较中可以看出,在不考虑其他因素的情况下,运用央行票据进行冲销操作的财务成本要高于运用提高准备金率吸收流动性的成本,这也解释了2006—2007年间频繁提高准备金率的做法。

参考文献:

- [1]戴根有.中央银行票据:提高政策倾向有效性[N].金融时报,2003-05-14.
- [2]何慧刚.中国外汇冲销干预和货币政策独立性研究[J].财经研究,2007,(11):18—30.

- [3]武剑.货币冲销的理论分析与政策选择[J].管理世界,2005,(8):6—10.
- [4]夏斌,陈道富.当前流动性管理中的几个问题[J].中国金融,2007,(17):38—40.
- [5]徐明东,田素华.中国国际收支双顺差与货币供给动态关系:1994—2007——基于抵消系数和冲销系数模型的分析[J].财经研究,2007,(12):4—16.
- [6]曾秋根.央行票据对冲外汇占款的成本、经济后果分析——兼评冲销干预的可持续性[J].财经研究,2005,(5):63—72.
- [7]张红地.对我国公开市场业务操作工具的认识[J].中国金融,2001,(3):19—21.
- [8]李扬,余维彬,曾刚.经济全球化背景下的中国外汇储备管理体制变革[J].国际金融研究,2007,(4):4—12.
- [9]Dalton J,Dziobek C. Central bank losses and experiences in selected countries[R].IMF Working Paper,2005.
- [10]Frenkel R. The sustainability of sterilization policy[R].Center for Economic and Policy Research Working Paper,2007.
- [11]Calvo G A, King M. The debt burden and its consequences for monetary policy[M]. New York, Palgrave Macmillan, 1997.
- [12]Ljungwall C, Yi Xiong, Zou Yutong. Central bank financial strength and the cost of sterilization in China[R].CERC Working Paper,2009.

Exchange Rate Fluctuations, Central Bank Bills and Sterilization Costs: from 2004 to 2009

TANG Wen-jin, XIE Hai-lin

(School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: In the process of sterilization operation of central bank bills, the higher costs have been considered by many scholars at home and abroad as an important reason for the non-appropriateness of central bank bills taken as long-term sterilization instruments. The evidence from the data of China from 2004 to 2009 shows that, without the consideration of exchange rates, sterilization operation of 3-month or 1-year central bank bills makes profits; with the consideration of exchange rates, financial costs derived from the sterilization operation of central bank bills makes profits or losses. Exchange rates have important effects on financial costs derived from the sterilization operation of central bank bills. With the consideration of exchange rates, as a whole, sterilization operation makes losses, but the losses are limited, so we can not challenge the sustainability of sterilization operation of central bank bills from the cost angle.

Key words: central bank bill; sterilization; exchange rate; financial cost

(责任编辑 喜 雯)