

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

曾秋根

(上海海事大学 经济管理学院, 上海 200135)

摘要:在我国现行的外汇管理体制下,为应对大量的投机性外汇资金涌入我国,央行采取了发行央行票据的方式来对冲外汇占款,目的是为了同时实现稳定人民币汇率和避免通货膨胀的双目标。但文章认为,在投机性外汇资金持续涌入我国的条件下,央行票据对冲外汇占款的政策存在两个缺陷,即对冲成本太高以及有可能导致经济“滞胀”现象的发生。这就意味着从长期的政策操作效果来看,以央行票据来对冲外汇占款是很难同时实现稳定人民币汇率和避免通货膨胀这双重目标的,也说明冲销干预政策难以具有长期的可持续性。

关键词: 外汇占款; 央行票据; 对冲成本; 经济后果; 可持续性

中图分类号: F830.73 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2005)05-0063-10

一、引言

自2003年国际社会掀起人民币升值浪潮以来,境外投机性资金大量涌入我国,导致我国外汇储备在近两年来急速增长,从2003年初的2864.07亿美元猛增到2004年12月末的6099.32亿美元,两年累计增加3235.25亿美元。在我国现有的外汇管理体制下,外汇储备的增加要求央行发行与之等额的人民币,这表现为外汇占款。自2003年以来,外汇占款迫使央行在我国经济过热的情况下持续大量增加基础货币的供应量,如果不回收这些货币,将加速通货膨胀的形成。为了冲销外汇占款导致的基础货币供应量的快速增长,央行采取了发行央行票据的负债方式来回笼货币。从2003年与2004年1~10月份的数据情况看,央行票据基本实现全额对冲外汇占款。但在人民币汇率长期升值预期和持续性的大规模外汇流入的背景下,针对我国央行持续大规模的外汇干预行为,本文希望通过探讨央行的这一行为对我国经济可能产生的影响以及外汇干预成本这两个问题,质疑央行持续大规模干预外汇市场的未来可持续性。

收稿日期: 2004-12-09

作者简介: 曾秋根(1965—),男,江西吉水人,上海海事大学经济管理学院副教授。

我国央行现有干预方式可归属于冲销性干预(sterilized intervention),这也是许多国家央行在干预外汇市场时通常采用的方式。从现有冲销性干预的研究文献来看,研究主要集中在两个问题上,即冲销性干预影响汇率的渠道和冲销性干预的有效性。许多实证研究表明,冲销性干预影响汇率的渠道有两种,一是资产组合平衡渠道,二是信号渠道。但在冲销性干预的有效性问题上,实证研究的结论不尽相同,有研究表明,冲销性干预对汇率影响很小,或至多只能影响短期汇率水平,不具有可持续性(Jorgensen Report, 1983; Obstfeld, 1990),但 Dominguez 和 Frankel(1993b)的研究发现美国联邦储备银行和德国央行的冲销干预通过资产组合平衡渠道对汇率有显著影响。Lewis(1995)、Kaminsky 和 Lewis(1996)的研究证实了央行外汇干预行为发出了未来货币政策发生变动的信号,因而对汇率产生显著影响。总的来看,现有文献较少研究冲销干预对经济产生的影响问题,因为冲销性干预对基础货币的存量不产生影响。然而本文却认为,尽管我国央行的对冲操作不影响基础货币的供应量,但由于我国干预规模太大且持续时间太长,从而有可能引发经济运行中的资金持有结构不平衡问题,降低银行的贷款增长率,进而影响经济增长。

二、央行票据对冲外汇占款的成本估计

冲销性干预的成本估计主要视两个国家的国债收益率水平而定。自2002年初美元贬值以来,亚洲国家和地区(如日本、中国、韩国、中国台湾和中国香港等)均大规模干预外汇市场以阻止本国货币的升值,其中日本与中国的外汇干预规模和方式基本相同。从规模上来看,在2002年初至2004年末期间,日本外汇储备增加4425亿美元,中国外汇储备增加3977亿美元;从干预方式上来看,日本与中国均采用发行央行票据的方式来冲销买入美元对国内货币供应量的影响。但由于日本国债收益率水平比美国国债收益率水平低很多(参见表3),在不考虑汇兑损益的情况下,日本央行的冲销性干预是盈利的,而中国国债收益率水平高于美国国债收益率水平,所以我国央行的冲销性干预是亏损的。

1. 我国冲销外汇占款的成本估计

本文以2004年的数据来分析我国冲销外汇占款央行所支付的成本。本文的分析主要基于如下的现金流模式:(1)外汇流入导致央行外汇储备增加;(2)央行发行与外汇储备增加额等值的人民币金额来购买外汇;(3)央行将所得到的外汇全部投资于美国短期国债;(4)同时发行央行票据来冲销外汇占款。在这一过程中,央行的成本是发行央行票据所支付的利息费用,央行的收入是投资美国国债所得到的利息收入。央行票据对冲外汇占款的成本就是央行外汇收入与票据成本的差额。根据2004年1~10月发行的央行票据情况计算,央行总计需要支付利息约210亿元(参见表1)。

表1 2004年月度央行票据发行量及应支付利息情况

时间	发现量(亿元)	利息支付额(亿元)	时间	发现量(亿元)	利息支付额(亿元)
1月	510	4.909	6月	650	12.18
2月	1550	20.625	7月	820	11.464
3月	2381	40.4756	8月	810	15.235
4月	611.5	12.4664	9月	1360	25.412
5月	1128	30.4468	10月	1980	36.726
			合计	11800.5	209.9338

注:利息支付额的计算方法:(100元-发行价格)×发行量/100。

央行票据以贴现方式发行,按100元的面值支付。

但从美国国债的收益率数据分析,央行将增加的外汇储备投资于美国国债所得到的收入明显低于发行票据所支付的成本,其亏损额为央行票据的收益率与美国国债收益率之差。根据本文的估计,2004年1~10月央行票据的亏损额大致在150亿元。说明如下:我国央行发行的票据有三个品种,即3个月期、6个月期和1年期,其中6个月期自3月份以后就基本停发,2004年央行票据品种主要集中在3个月期和1年期,1~10月累计发行9961.7亿元,占同期央行票据的84.42%。因此,本文将央行3个月和1年期票据的收益率与美国3个月和1年期的国债收益率做一对比,然后估计央行发行票据的亏损额(参见表2、图1和图2)。

表2 我国央行3个月和1年期票据收益率与美国国债3月期和1年期收益率之差

(单位:人民币亿元)

时间	3个月 收益率差	3个月票据 发行量	3个月 收益之差	1年期 收益率差	1年期 发行量	1年期 收益之差
1月	1.5650%	250	3.9125			
2月	1.3329%	550	7.3310	1.4073%	400	5.6292
3月	1.0577%	601.7	6.3642	1.4500%	1199.6	17.3942
4月	1.1972%	197	2.3585	1.4731%	414.5	6.1060
5月	1.6965%	200	3.3930	1.4306%	928	13.2760
6月	1.5335%	350	5.3673	1.3180%	300	3.9540
7月	1.5037%	600	9.0222	1.2505%	220	2.7511
8月	1.2719%	450	5.7236	1.4150%	360	5.0940
9月	0.7410%	380	2.8158	1.3627%	580	7.9037
10月	0.6953%	1100	7.6483	1.2711%	880	11.18568
1-10月平均值	1.1831%			1.3658%		
合计		4678.7	53.9362		5282.1	73.2938

数据来源:中国人民银行和美国财政部网站。

注:3个月收益率差的计算:央行票据3个月收益率减去美国3月期国债的收益率;

3个月收益差的计算:3个月收益率差乘以央行票据发行量。

本文采取两种方法来估计亏损额,如果按照每月的中美收益率差额的平均值计算,央行1~10月发行的3个月央行票据累计亏损53.94亿元,1年期累计亏损73.29亿元,总计亏损127.23亿元。如果按照1~10月收益率差额的平均值计算,3个月央行票据的亏损额为55.35亿元(4678.7×1.1831%),

1年期的亏损额为72.14亿元($5282.1 \times 1.3658\%$),总计亏损127.49亿元。按照以上两种计算方法的计算结果,大致亏损估计约为127亿元。此外,2004年1~10月,我国累计发行6个月央行票据1639.7亿元,发行时间主要集中在1~3月,3个月共发行1439.7亿元。按照1~3月的中美6个月国债收益率之差的平均值(收益率差额为1.4259%)来估计,央行票据亏损23.38亿元。因此,2004年1~10月发行票据11800.5亿元,亏损约为150亿元。

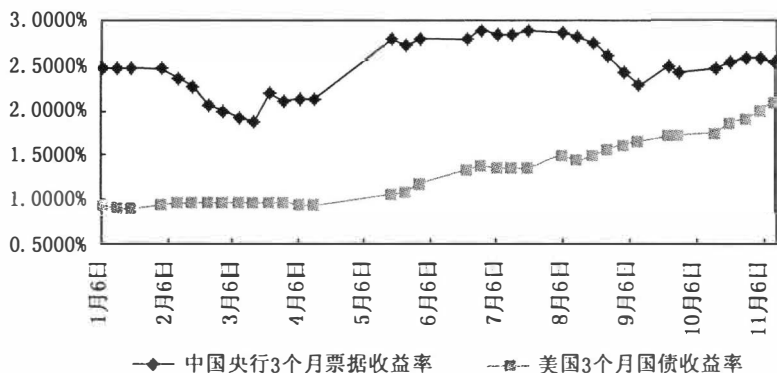


图1 中美3个月债券收益率对比图(2004年1月~11月11日)

数据来源:中国人民银行和美国财政部网站。

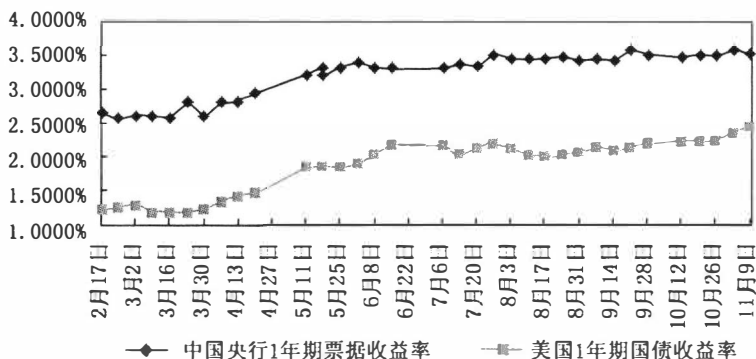


图2 中美1年期政府债券收益率对比图(2004年1月~11月9日)

数据来源:中国人民银行和美国财政部网站。

2. 我国新增外汇储备主要投资于美国国债的解释

以上关于央行票据亏损的计算建立在如下假设基础上,即假设我国增加的外汇储备主要投资于美国国债,并且主要投资于美国的短期国债,这一假设是否合理是本文估计结果准确与否的关键。由于我国外汇管理局并不对外公布外汇币种投资组合和外汇投资对象,所以本文只能从投资合理性的角度进行分析与推测。

对于我国新增外汇储备主要投资于美国国债市场的假设主要是根据亚洲国家央行的通行做法而来的,如日本干预外汇市场所积累的美元储备有 80% 投资于美国国债市场。美国国债市场数据表明,亚洲各国央行是美国国债的最大投资者。我国央行将新增外汇储备投资于美国短期国债的假设主要基于如下理由:(1)投资美国短期国债是各国央行投资美国国债的惯例,这主要基于外汇资产期限匹配的要求;(2)2004 年美国进入加息周期,从债券投资理论来说,在利率上升的时候,长期债券的下跌幅度要大于短期债券,因此投资短期债券是合理选择;(3)从 2004 年美国国债的实际价格变化情况来看,中长期国债的跌幅也要大于短期国债。因此,2004 年投资美国国债的最优选择是投资美国短期国债。

鉴于 2002 年以来美元对世界主要货币持续贬值,为避免汇率风险,可以合理预期中国外汇管理者不会把所有外汇收入全部投入美国国债市场。按照目前市场的普遍估计,我国外汇储备资产中美元资产的

表 3 2004 年 11 月 29 日美、德、英、日国债收益率

期限	美国国债	德国国债	英国国债	日本国债
3 个月	2.20%	2.15%	4.72%	0
1 年	2.66%	2.26%	4.31%	0.01%
2 年	3.06%	2.37%	4.4%	0.12%
5 年	3.70%	3.06%	4.5%	0.6%
10 年	4.32%	3.82%	4.6%	1.45%

资料来源:www.bloomberg.com。

持有比例不会低于 60%, 本文认为这是一个比较合理的估计。首先,美元资产是我国外汇储备的主导资产。因为人民币是与美元挂钩的,美元资产不存在汇率风险,从外汇储备资产投资应遵循稳健保守的原则考虑,投资美国国债应成为我国外汇储备资产的首选。其次,美元是我国外汇的主要来源,从资产匹配角度讲,持有美元资产是合理的选择。再次,从全球几大主要的债券市场来看,美国债券市场是全球最大的债券市场,其流动性和收益率都是比较有吸引力的(参见表 3)。因此,如果不考虑汇率波动风险,我国外汇储备的可选投资品种为美国国债和英国国债,但由于我国对英国货币的实际需求较小,所以持有美国国债是我国外汇储备资产投资的合理选择。

综上所述,如果我国新增外汇储备资产的 60% 用于购买美国国债,则 2004 年 1~10 月央行票据的亏损约为 90 亿元。

三、央行票据对冲外汇占款将导致我国资金持有结构失衡,存在引发经济“滞胀”危险

我国央行通过发行票据来全额对冲外汇占款的结果是:一方面通过发行人民币来购买流入的投机性美元,这些人民币资金流进了境内外投机者手中,外汇占款的高速增长意味着投机者手中的资金越来越多。另一方面通过发行央行票据来回收外汇占款,但由于央行票据是在银行间债券市场发行,央行票据的购买者主要是国内各商业银行、非银行金融机构和其他大型投资机构。因此,央行票据实际上减少了国内商业银行的流动性,进而紧缩国内企业的生

产投资,这表现为金融机构人民币贷款增长率的下降。如果央行的这一操作过程持续进行下去,必然导致我国经济中的投机性资金越来越多,而企业生产性资金则持续紧缩,最终将陷入资金持有结构失衡的困境。

当前我国经济运行中存在大量的投机性资金,这些游资的投机逐利本性会催生各种资产泡沫,如房地产泡沫、资源性原材料价格的泡沫、证券市场泡沫等,而资产泡沫将导致持续性的通货膨胀。与此同时,由于企业生产投资资金的紧缩,经济增长将受到抑制,双重的作用最终将可能使我国经济陷入经济增长停滞和通货膨胀并存的“滞胀”状态。一旦出现这种经济状态,央行的货币政策将陷入两难困境:宽松的货币政策刺激经济增长但加速通货膨胀,紧缩的货币政策抑制通胀但遏制经济增长。这里从以下两个方面分析出现经济“滞胀”的可能性。

(一)美元贬值正成为我国成本推动型通货膨胀的主要因素之一

在我国现有钉住美元的固定汇率制度下,美元贬值正通过两个渠道推动我国物价的上涨,其一是我国进口商品价格上涨,其二是我国原材料、燃料和动力价格持续上涨。从我国主要的价格指数变动趋势来分析,原材料和能源价格泡沫正成为推动 CPI 物价指数上涨的主要动力(参见图 3)。第一,自 2003 年以来,原材料购进价格指数的持续高速上涨是推动工业品出厂价格指数持续上涨的主要因素,进而推动了企业商品价格上涨和居民消费物价指数的上涨;第二,原材料购进价格指数的上涨速度继续快于工业品出厂价格指数上涨速度,两者价差持续扩大。2003 年第一季度,这两个价格指数的价差为 1%,2003 年全年为 2.5%,2004 年第一季度为 4.6%,6 月份为 5.4%,到 9 月份扩大到 5.8%,这两个价格指数价差的扩大表明企业生产利润被持续压缩,同时也表明未来工业品价格上涨动力很大。

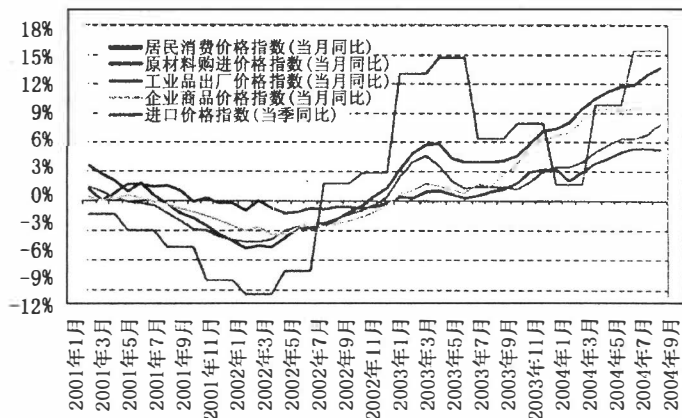


图 3 主要价格指数变动趋势比较

资料来源:2004 年第三季度中国货币政策执行报告。

进口商品价格持续上涨也是 CPI 上涨的主要动力之一。自 2002 年以来,美元持续贬值导致全球许多大宗商品价格和服务大幅度上涨,这些商品包括石油、有色金属、铁矿石、航运价格等,因为这些大宗商品和服务是以美元标价的,而我国又是这些大宗商品和服务的最大需求者。这些商品美元价格的上涨并维持在十多年来的历史高位导致我国进口商品价格持续大幅度上涨。图 3 显示自 2002 年以来,我国进口价格指数在大多数的时间里是涨得最快的指数。在经过 2003 年下半年短暂的回落之后,2004 年又大幅度上涨,前三个季度进口价格同比上涨分别为 1.6%、9.8%和 15.5%。

(二)快速增长的外汇占款与大量发行的央行票据将可能抑制我国经济增长率

近年来的央行统计数据表明,我国的经济增长率与金融机构人民币贷款增长率存在很强的相关性(参见表 4)。夏斌(2003)的研究报告也表明,在 1997~2002 年期间,银行贷款的增长对经济增长有很强的解释能力。

表 4 金融机构人民币贷款增长率与 GDP 增长率

年份	贷款余额同比增长率	GDP 增长率
1998 年	15.5%	7.8%
1999 年	12.5%	7.1%
2000 年	13.4%	8.0%
2001 年	11.6%	7.5%
2002 年	15.1%	8.0%
2003 年	21.1%	9.1%

从央行公布的金融机构本外币信贷收支表,可以看出我国金

资料来源:中国人民银行公布的各年金融机构人民币信贷收支表。

融机构的资金主要运用在各项贷款、有价证券及投资、外汇占款、金银占款和在国际金融机构的资产等五个方面,其中主要用于前三项的资金约占金融机构资金总额的 99%。因此,如果金融机构的资金用在外汇占款和证券投资方面的资金比例上升了,那么用在贷款方面的资金比例就相应要下降,从而会影响银行贷款增长率。因此,本文认为,外汇占款和大量央行票据的发行会降低银行对企业的贷款,抑制企业的生产和投资,导致经济增长率的下降。

根据中国人民银行公布的金融机构人民币信贷收支表的统计数据,本文计算了 2003 年 1 月~2004 年 8 月期间我国金融机构外汇占款与有价证券及投资总额占资金运用总额比率、金融机构人民币贷款总额占资金运用总额比率和人民币贷款月度同比增长率这三个比率数据,并根据所得数据制作了图 4、图 5 和图 6。从这三张图表可以看出,上述三个比率之间存在较强的相关性。图 4 显示,自 2003 年 6 月以来,金融机构外汇占款和有价证券及投资总额占资金运用总额比率呈逐步上升趋势,从 2003 年 6 月的 26.46%上升到 2004 年 8 月的 29.69%,升幅为 3.23%。与此同时,金融机构人民币贷款总额占资金运用总额的比率呈持续下降趋势(参见图 5),从 2003 年 6 月的 72.20%下降到 2004 年 8 月的 69.81%,降幅为 2.39%。图 6 显示,从 2003 年 8 月份以来,我国金融机构人民币贷款月度增长率呈持续下降趋势,从 2003 年 8 月的 23.92%下降到 2004 年 8 月的 11.77%,降幅为 12.15%。

从图5与图6的对比可以看出,金融机构人民币贷款总额占资金运用总额的比率的下降早于人民币贷款增长率下降2个月,这表明这二者之间存在较强的关联性,如果该比率继续下降,人民币贷款增长率也将随之下降。当然,对于2003年8月以来金融机构人民币贷款月度同比增长率的下降,本文并不完全归因于央行的外汇冲销干预政策,而仅是看作为主要原因之一。实际上,我国自2003年8月以来开始实施紧缩的货币政策对银行的贷款增长率起到了很大的抑制作用。

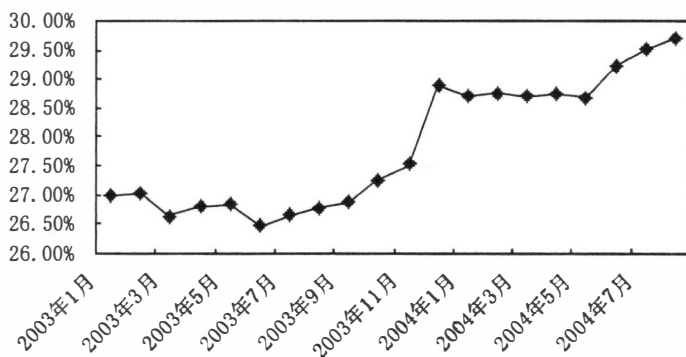


图4 外汇占款和有价值证券及投资总额占资金运用总额比率

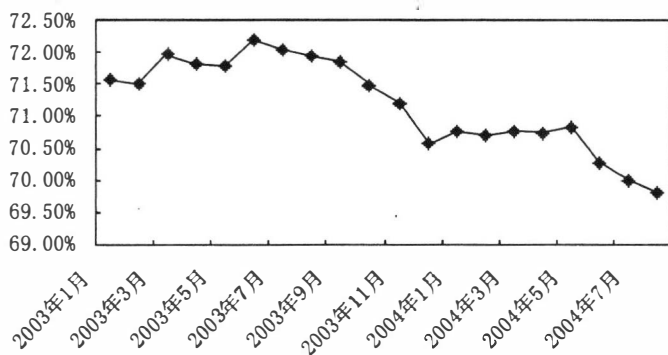


图5 金融机构人民币贷款总额占资金运用总额的比率

四、结论

综上所述,由于近两年来我国外汇干预规模庞大、我国政府债券收益率高于美国、日本和欧元区等主要贸易伙伴的政府债券收益率及通货膨胀压力较大等因素的影响,从而使我国央行的冲销性干预政策具有成本高、对经济影响大的缺陷。在人民币长期升值预期背景下,如果我国继续坚持稳定的人民币汇率政策,但同时又不能采取措施有效地遏制境外投机性资金继续大规模涌入我国,央行现行的冲销性外汇干预操作将难以具有可持续性,因为持续快速

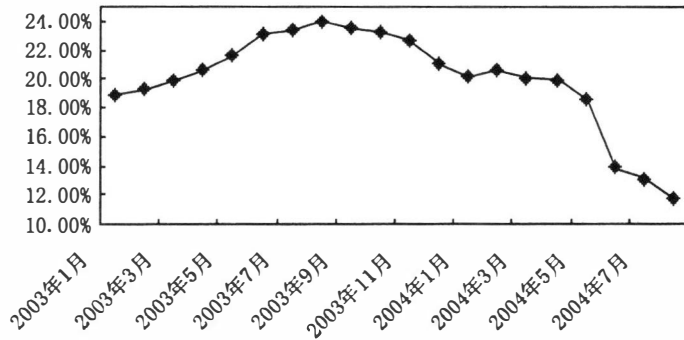


图6 人民币贷款月度同比增长率(2003年1月~2004年8月)

增长的外汇占款和大规模发行的央行票据将促使我国金融机构外汇占款和有价证券及投资总额占资金运用总额比率不断上升,导致金融机构人民币贷款总额占资金运用总额的比率下降和人民币贷款增长率下降,进而从金融投资结构上抑制我国经济的持续稳定增长。

较高的外汇占款对冲成本与可能引发的经济“滞胀”意味着从长期可持续的政策操作效果来看,在人民币长期升值预期与持续性的外资流入背景下,以央行票据来对冲外汇占款是很难同时实现稳定人民币汇率和避免通货膨胀的双重目标,而且这一冲销性干预政策难以具有长期的可持续性。

参考文献:

- [1]夏斌. 中国银行体系贷款供给的决定及其对经济波动的影响[J]. 金融研究,2003,(8).
- [2]王晓中. 房地产过热、外汇储备增长及货币政策操作[J]. 金融研究,2004,(5).
- [3]刘骏民,伍超明. 虚拟经济与实体经济关系模型[J]. 经济研究,2004,(4).
- [4]卜永祥,周晴. 中国货币状况指数及其在货币操作中运用[J]. 金融研究,2004,(1).
- [5]姜建清. 银行信贷退出理论及实践研究[J]. 金融研究,2004,(1).
- [6]张伟. 金融结构及其对货币传导机制的影响[J]. 经济研究,2004,(7).
- [7]周茂荣,郭建泉. 放弃成本、政府偏好与资本控制:一个审慎的机会主义汇率制度选择模型[J]. 经济研究,2004,(5).
- [8]高潮生. 美元大贬值:美元的贬值成因及走势展望[J]. 新财富,2004,(4).

An Analysis of the Cost of the Central Bank Notes Offsetting Position for Forex Purchase and Its Economic Influence

ZENG Qiu-gen

(School of Economics & Management, Shanghai Maritime University,
Shanghai 200135, China)

Abstract: Under the present Forex management system in China, in or-

der to handle the entering of the large speculative foreign exchange funds, the central bank offsets position for forex purchase through issuing central bank's notes to stabilize RMB exchange rate and avoid inflation. This paper argues that there are two defects of the above policy in the condition of continuing entering of speculative foreign exchange funds, namely too high offsetting cost and the possibility of the halt of economic growth and inflation. That means, in the long run, it is difficult to stabilize RMB exchange rate and avoid inflation through offsetting position for forex purchase by issuing central bank's notes.

Key words: position for forex purchase; central bank's notes; offsetting cost; economic influence

(责任编辑 喜 雯)

(上接第 62 页)

A Probe into the Relationship between Performance and Corporate Governance of Small-medium Bank based on EVA

ZHU Jian-wu

(Finance Department, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Based on the EVA ratios of 26 SMB samples, this paper analyzes the relationship between EVA ratio and corporate governance. It concludes that the more centralized the shares, the lower the EVA ratio will be. It also concludes that the scale and the meeting frequency of director board and supervision board have no effects on EVA ratio, the ratio of execute director and the salary of senior manager have positive effects on EVA ratio. Therefore, EVA ratio does not depend on the scale expansion but the sound corporate governance.

Key words: small-medium bank; performance; corporate governance; EVA ratio

(责任编辑 喜 雯)