

□ 王兰丽

论我国公开市场业务的财政约束

公开市场业务,作为我国货币政策的执行由行政手段向市场手段转变的一项尝试已于去年4月正式试行。我国目前公开市场业务的顺利开展仍存在很多制约因素,而作为其操作对象——政府债券——的发行者财政对它形成根本性的约束,我们知道,公开市场操作是在货币市场上以政府债券尤其是短期政府债券为对象进行吞吐从而达到调控货币供应量的。没有适宜的、足够数量的操作对象的公开市场业务的有效性发挥将受很大制约。这也引出一个能否为了支持公开市场业务由财政发行短期债券的热点问题。本文就操作对象的角度从我国国情出发来谈谈制约我国公开市场业务的财政方面的因素,并在此基础上通过中外比较探求了我国公开市场业务的发展道路。

一、公开市场业务对债券的要求

在谈到公开市场操作时,到底哪类证券是适宜作为其操作对象往往为人们所忽略,许多文章中列举我国存在的企业债券、各种政府债券、融资券来说明我国已经具备了合适的操作对象。然而客观规律总是不以人的意志为转移的,各国的操作对象最终都主要采取短期政府债券是有其内在原因的,弄清这个问题有助于我们对我国实行公开市场操作的现实性与可行性有一个正确的认识。

并非所有的债券都可以构成公开市场操作的对象,公开市场操作主要是在货币市场上进行的,它主要以短期政府债券以及一年内将要到期的长期政府债券(短期性债券)为基础。这是因为:

1. 根据风险与收益相匹配的原理,证券的期限越长,其价格的利率敏感度就越大,短期证券市价的波动少于同样质量、但在未来很多年才到期的债券。另一方面,安全性高的证券的流动性也高,政府债券作为金边债券,其流动性远远高于普通的企业债券,且价格波动也比同期限的企业债券小得多。所以,在证券市场的诸种证券中,短期政府证券(包括一年内到期的长期政府债券)最有流动性,有着相对其市场存量来讲更大的交易量,它足以吸收货币当局的大量交易而不会引起可能破坏该市场稳定的价格过分波动。对于投资者广泛参与的中长期债券市场来说,虽然其市场交易量很大,但其市场存量也很大,所以其相对交易量不是很大,流动性不如短期债券强,价格的利率敏感度大,如果中央银行在这个市场上大量买卖的话,将加剧市场价格的波动,因为同样规模交易量对长期债券市场的影响要大于其对短期债券市场的影响,政府不可能不考虑这种影响,因为一个政府不仅要执行其货币政策而且有责任维护证券市场

的稳定,如果政府为了执行其货币政策而使债券价格波动过大且不可预测,这种债券就会失去对公众足够强的吸引力而市场萎缩,这是由公众持有政府债券的动机是安全性与稳定的收益而非投机决定的。美国中央银行进行公开市场业务虽然也有部分是以中长期国债为对象的,但这种操作绝大多数是只购入而非经常性的吞吐,以期尽可能小地影响价格波动。即使是在交易量很大的短期政府债券市场,货币当局的交易量也不应大到过分影响市场价格的规模,这也就是公开市场操作更多在起微调作用的原因,下表的实证数据可充分反映这一点:

1995年,单位:10亿美元

	10月	11月	12月
国库券市场交易量	904.0	1140.3	1086.3
公开市场业务的国库券交易量	29.4	39.1	31.5
1—5年政府债券的市场交易量	1832.4	1889.2	1686.1
1—5年债券的公开市场交易量	2.1	3.2	0

——《“美联储”公报》1996年4月

2. 作为公开市场业务的主要传导部门商业银行,它们掌握大量的政府债券是公开市场业务有效发挥作用的前提。商业银行持有政府债券的动机有两种,一是充当二级准备金,一是作为投资对象。

只有短期政府债券适合于作为商业银行的二级准备金。在经营的安全性、流动性、盈利性的要求下,持有二级准备的主要动机是为了流动性,这些资产的收益显然是次要的,它为银行的稳健经营提供第二层保障,在现金资产不足以满足经营需要时可以在金融市场上在几乎没什么损失的情况下及时出售,以满足客户随时提取存款的要求,这对银行的信誉至关重要。这样,为二级准备持有的政府债券是大量的且总量是基本稳定的,它们经常在货币市场上大量交易。我国商业银行1996年购买短期国债很多,它们购买动机在多大程度上是为了流动性,这个问题将在第三部分详细论述。这也正是我国区别于西方国家的特殊国情。

银行投资的目的是为了盈利,若选择政府债券,则是长期的,因其利率较高。它在不同的银行的不同时期会有很不同的数量选择。例如当质量好的贷款需求很大时,银行将大幅度减少其政府债券投资,当质量上可接受的贷款不够大时,它会增大证券投资的比重。而政府长期债券的价格波动范围较大,我们知道,商业银行的资本量占它们的存款负债平均低于10%,如果银行被迫低价出售所持债券,造成其资产价值稍微贬值,就可能使它们产生无力清偿的债务,这也从另一方面说明了为什么长期债券不适于作二级准备金。所以商业银行持有的长期政府债券是自主地相机交易的,它一般并不经常地大量地交易,无法成为货币当局经常连续调节的对象。以上说明了公开市场业务对证券种类的客观要求,要想足以影响货币供应量,还必须数量的要求,即短期政府债券要达到一定规模,占银行资产量及货币供应量 M_1 层次的一定比重,更重要的是它在市场上的交易规模要足够大。这是因为公开市场业务买卖的债券量只有能相对明显地影响银行资产结构(如购买债券与贷款的比例变化),才能起到最终使货币供应量变化足以满足调节经济的效果,同时不致于引起债券市场的过分波动。通过中美对比可以清楚地看到我国公开市场业务操作基础的薄弱状况:

	1992	1993	1994
可转让政府债券存量	2754.1	2989.5	3126.0
其中国库券存量	657.7	714.6	733.8
国库券交易量		10029.1	12505.5
商业银行持有国债量	294.4	322.2	290.6
商业银行资产量	3323.8	3471.4	3614.9
商业银行国债占资产比	8.9%	9.3%	8.0%
M ₁ 存量	1121.9	1231.0	1231.6
国库券/M ₁	58.6%	58.1%	59.6%

——由《“美联储”公报》1996.4 计算而得
《国际金融统计》1995.9 计算而得

而我国的国债存量总量不过 3 千亿元上下,其中到目前为止政府的短期及短期性债券略高于 1 千亿元,而这些大部分是由居民持有的即将到期的,并不在市场上交易的。资料表明,我国商业银行持政府债券占其资产总量不足 2%,且很大部分是期限较长的财政债券,全部国债存量与 M₁ 之比只有 10%左右,远远低于美国的水平,仅通过买卖债券不能达到有效的调节作用,这足以说明我国公开市场业务基础的薄弱性。

二、影响财政发行债券的因素

以上的分析说明了公开市场业务要求大量的政府短期债券,那么政府是否会相应供应这种债券呢?这要看财政发行债券的影响因素。

1. 财政发行债券的目的

财政发行债券提供国家信用从根本上说是为了弥补财政赤字和作为调剂国库先支后收的需要。调剂国库先支后收的需要一般采用发行短期债券的方式,因为这部分收入在一个财政年度内一定能收到。而弥补财政赤字则不然。财政赤字是一国财政支大于收的差额,在一定时期内,财政支出具有更大的刚性,它是政府承担其职责的货币反映,并且随着国家对经济干预有加速扩大之势,而财政收入(不计债务收入)在短期内的迅速增长也是不现实的。我们知道,财政收入的主要部分税收是由税基和税率决定的,在一定时期内,税基的增长是相对稳定的,而税率则是法定的,所以由税收规模决定的收入规模的增长也是相对稳定的。这样,作为灵活的收入形式的国债很方便地弥补了这个缺口。由于上述原因,大规模的赤字一旦出现,很难在一二年内消除,那么这个长期的缺口就应由相应的中长期国债来弥补。国债的发行,尤其是短期国债的大规模发行客观上为中央银行的公开市场业务提供了工具,但这只是发行国债的派生功能,从财政方面来讲,这不是也不应当成为它发行债券的目的。从财政和银行的相互配合来看,财政所能做的也只是在满足国债本身管理的基础上在总债务规模内适当增发一些短期国

债。从国外经验来看,也从没有哪一个国家为了公开市场操作而脱离财务状况的要求而以短期国债弥补长期赤字。为了公开市场业务的开展而背离国债期限设计原理是本末倒置的做法。从我国财务状况和国债发行的历史来看,自从改革开放以来,放开农产品价格、取消行政工资制度、对企业放权让利使得传统的以企业上交利润为主的财政收入格局被打破,原有的暗税大幅度下降,而税制改革以来的明税制度却远没有完善,从而明税增加的速度也远不如暗税下降的速度,使得财政收入(不含债务收入)占 GDP 的比重明显下降。从下表可见:

	1989	1990	1991	1992	1993
财政收入(不含债务收入)/GDP	16.7%	16.6%	15.6%	14.3%	14.0%

——由中国人民银行 1994 年报表计算而得

而同时,财政作为改革过程中宏观调控的主体却负担了价格补贴、国有企业亏损补贴等改革成本,财政支出增加很快。在财政不得再向中央银行透支的情况下,以发行国债来弥补财政赤字已成为长期的选择,国债实际上起着替代税收的功能。虽然从理论上财政收入整个体系对应整个财政支出,而非专项一一对应,但在我国特定的历史阶段,国债收入更主要的是用于长期经济建设,这主要是因为与其他种类的财政支出形式如行政管理费、国防费、文教费等相比,经济建设支出的弹性更大,若不发行国债,而欲保证财政收支平衡,首先减少的支出项目就是经济建设费。所以不难理解我国财政赤字更大程度上是经济建设赤字,是长期性的。这样,不仅用来弥补长期赤字要求国债期限非短期化,而且巨额流动的还本付息额也要求稳定的巨额中长期国债来保证。用“续短为长”即连续发行短期债券来满足长期需要不仅使财政陷入频繁发行、偿还的琐碎事务中,而且以这种不稳定的资金来源来补偿相对稳定的中长期资金运用是不适宜的。为了国债的派生功能——公开市场操作——的可能性而牺牲其根本目标,那将是一种舍本逐末的错误做法。

2. 可提供资金的部门的需求

政府债券要顺利发行还必须考虑现存购买者和潜在购买者的需求,考虑市场各个方面所能提供的资金。政府债券的结构设计并不是为了满足认购者的需求,而是为了推销出既有规模的国债而吸引足够的认购者。如果有足够的长期债券需求来吸纳政府欲发行的中长期债券,政府就很有必要通过发行短期债券来满足长期资金需求。如果需求以短期债券为主,在不辅以优厚利率的吸引下的长期债券的发行将十分困难。

从我国现实来看,我国现在的国债持有主体是具有长期资金来源的居民和保险公司。随着居民收入的较快增长以及保险基金的扩张,它们对国债的潜在需求是很大的,也是比较稳定的。在现行的国债利率高于同期储蓄存款利率的制度下,国债作为金边债券的优点正日益表现出来,吸引力逐渐加大,尤其在长期债券分期付息方式引入以后,中长期债券是有足够的需求主体的,能够满足不断增长的国债发行需求。

随着银行商业化改革的进行,商业银行对短期债券的需求也日渐增长,从各国商业银行持有政府债券的动机来看,流动性是其第一考虑,在流动性基础上考虑适当的收益。而我国则有些不同,中国的银行尤其是国有商业银行与中央银行有着很密切的联系,国有商业银行的运行中事实上存在一种隐含的存款保险制度,流动性风险可以比较容易地通过向中央银行融资而由中央银行承担,商业银行认购国债时首先考虑的是其收益率、安全性,而非其流动性。而短期

国债的收益率与同期贷款的利率相差并不大,且不必做分析调查,1996年4月法定贷款利率6个月为10.08%(年利),1年期为12.06%,而当时发行的6个月短期国债的收益率折年利10.53%。在这种情况下,出现了1996年商业银行认购国债的高潮,但这并不意味着商业银行更注重流动性,主动设置二级储备,不难设想,假如短期国债的收益率明显低于同期贷款的利率,商业银行就不可能这样大规模地认购短期国债。从这个意义上说,在我国商业银行尤其是国有商业银行经营的流动性、安全性、收益性并不相匹配的情况下,追求收益性而认购国债就是很不稳定的,当经济形势好转,拆借利率升高,投资需求旺盛的情况下商业银行愿意认购的国债量会大幅度下降,以这种不稳定的需求来对应财政稳定增长的发行规模是不利于财政力图以较小的成本完成国债发行的管理目标的。西方国家商业银行为满足流动性需要购买短期国债的规模是相对稳定的,而我国商业银行为满足收益性需要而购买短期国债的规模是不稳定的。

从以上分析可以看出,我国国债发行仍要以稳定的居民、长期投资人为主体,并随着商业银行逐步实现真正的商业化从而有相应稳定的国债需求而逐步把商业银行纳入国债持有主体,在客观条件并不具备的情况下主观上想把商业银行塑造成国债持有主体是不现实的。

3. 综合考虑国民经济各方面的需要

国债的期限结构、持有人结构的变化会对经济造成不同的影响,从理论上来看,短期债券是一种“近似货币”,在既定的国债规模下,短期债券的发行量具有扩大信用的功能,扩大短期国债的发行量增加了社会资产的流动性,是一种宏观上的扩张效应;而中长期国债则是一种中性的,至少不具有宏观上的扩张效应。正是由于这个原因,西方国家将国债结构管理作为一种经济调节手段。在经济衰退时,在既定的国债规模下,扩大短期债券的发行来达到某些扩张效果;在经济过热时,扩大中长期债券的发行来达到促进经济稳定的调节作用。

我国经济发展过程中,经济过热比较容易出现,在通货膨胀率比较高,经济政策以稳定通货为基本目标的情况下,更应从国债管理上予以配合,在既定的国债规模下以中长期债券为主。

三、我国公开市场业务开展的道路

1. 为目前我国公开市场业务定位

公开市场业务的特点,正如我们在第二部分中所说的那样,是一种微调的作用。美国之所以能把公开市场业务作为吞吐基础货币的一个主要手段,主要是因为一个成熟的经济对货币供应量增长的要求并不高,而同时公开市场上政府债券的交易量达到相当大的规模,从而通过公开市场操作就可以在不对市场造成冲击的情况下吞吐政府债券来调节货币供应量。由以下统计数字可以看出这一点:

	美国统计数字						单位:10亿美元
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
M ₁ 存量	820.1	830.9	924.7	1004.1	1121.9	1231.0	1231.6
M ₁ 增长率		1.3%	11.3%	8.6%	11.7%	9.7%	0%

——《国际金融统计》1995年第9期

而我国是一个发展中国家,经济增长以及经济货币化程度深化要求货币供应量每年以较大幅度递增,从下面的数据可以看出这一点:

		中国统计数字					单位:10 亿元
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	
M ₁ 存量	548.74	583.42	700.95	898.78	1171.4	1424.4	
M ₁ 增长率		6.3%	20.0%	28.2%	30.3%	21.6%	

——《国际金融统计》1995年第9期

这样,虽然我国有3千亿的国债存量,但上市流通的数量以及交易量仍处于一个较低水平,这就决定了我国不可能在剧烈影响债券价格的基础上以公开市场作为投放基础货币的主渠道,它只能在货币政策工具体系中处于辅助、微调的地位,而不能作为主要的货币政策工具。同时,在我国经济增长方式仍是粗放式的状况下,微调几十亿的货币供应量的效果将很不明显,在中央银行对流通中货币供应量多少的判断尚未系统化、科学化的情况下,如何衡量公开市场业务的有效性也是一个有待研究的问题。

2. 我国公开市场业务的前景

目前公开市场操作的非主体性并不否认未来发展的主体性。但是否能处于主体地位还要在客观条件的逐步形成中判断。在众多的西方发达国家中,各国都依据自己的国情选择适宜的货币政策工具,并没有一律盯住公开市场业务。公开市场业务操作较成熟的美国,具有两个基本条件:一是它具有历史上形成的庞大的政府债券规模,其中短期债券和一年内将要到期的长期债券规模也相应很大;二是美国具有发达的证券交易市场,经济各部门如居民、企业、政府、金融机构等参与证券市场的程度都很深,这样国债存量的上市交易程度高。这两方面使得“美联储”能够通过国债的买卖顺利吞吐基础货币来影响货币供应量。我们还应注意到这些客观条件是逐渐形成的,而非政府主观制造的。

我国公开市场业务的成熟要经历下面过程:随着国债的逐年适度发行,即使是中长期债券也能逐渐形成一个较大的每年到期的规模,这部分“短期性”债券可以成为公开市场操作业务的基础。从我国情况来看,也正逐渐出现这种趋势。

另一方面,在既定的国债规模内,逐渐加大一些短期债券的比重也是一个渐进的过程和一条可行之路。但是这个过程是一个较长时期的,现在不可能一蹴而就,这是由客观因素决定的。首先,国债的短期化将造成偿债高峰的来临,这在我国每年的到期还本付息额已经很高(1996年为1332亿元)的情况下无疑是雪上加霜;其次,短期国债具有信用扩张的效应,这在我国经济事实上扩张性已经很强的情况下是应该避免的;最后,理论上的短期国债持有主体金融部门尚未形成认购短期国债的正常稳定的动机。这就从客观上制约了我国想迅速通过改变国债期限结构来解决这个问题的能量和速度,从而说明了这是一个渐进的过程。

(作者单位:中国人民大学财政金融系;邮编:100872)