

□ 张大龙 李相慧 崔 东

对我国中央银行开办公开市场业务的思考

公开市场业务是指中央银行在金融市场上主动买卖国债、中央银行证券、私人票据、外汇等,以吞吐基础货币,调整金融机构流动性储备的业务。通过公开市场业务运作,中央银行能够影响市场利率和货币供应量,从而达到扩张或收缩银根之目的。

一、我国中央银行开办公开市场业务的必要性

1984年9月在大一统银行体制基础上,经过金融机构的行政改组,中国人民银行脱胎成为我国的中央银行,开始履行中央银行职能。但由于中央银行与国家专业银行职能交叉,政策性业务与商业性业务混淆,信贷与发行连动等历史的、血缘的原因,十年来,我国中央银行对金融的调控仍然是银行内部调控,调控的任务就是信贷计划指标的分解与落实,调控手段就是扩大与收缩信贷规模。事实证明,这种直接调控方式难以适应市场经济体制下宏观经济调节机制的基本要求,尤其是与金融市场化、国际化的接轨的要求越来越不适应。而存款准备金率、中央银行再贷款限额及其利率等间接调控手段都缺乏弹性,不能直接调节中央银行基础货币。公开市场业务的发展给中央银行宏观金融调控增加了一条可靠渠道,与其他工具相比较,它有明显的优点:运用灵活、操作隐蔽、负效应小(表现为影响社会货币供应量时滞短,对金融运行乃至经济运行产生的震动性影响较小)。一般而言,在现代市场经济条件下,运用公开市场业务作为中央银行最主要的调控工具已成为历史发展趋势。我们认为,目前在我国建立和发展社会主义市场经济的条件下,尽快实现中央银行公开市场业务的有效运作具有极其重要的意义。

1. 有利于控制货币供应量和信贷规模。中央银行通过在公开市场上买卖国债、中央银行融资券等有价值证券来适时回笼或投放基础货币,以此影响各金融机构的资金储备状况,促进金融机构扩张或收缩信用规模,将信贷规模控制在既定的“笼子”以内。

2. 调节中央银行和商业银行的资产负债结构。一是可以迅速变换专业银行的资产负债结构,控制专业银行的授信能力;二是可以增强中央银行调控基础货币的活力,从而更为有效地实施调节;三是可以将中央银行与专业银行之间的实体资金供应关系剥离,改变专业银行对中央银行资金需求的“倒逼”性硬约束,增加中央银行对专业银行资金流量的调度能力。

3. 促进金融间接调控体系的形成。一是可以确立中央银行实施金融调控的主体地位,实现中央银行金融业务与金融调节的分离,提高中央银行货币政策行为活动空间;二是能够增加调控工具,完善调控的传导机制,保证金融宏观调控目标的顺利实现;三是可以规范金融市场的运行;四是有利于促进现行金融制度向市场金融的方向不断深化改革。

4. 有利于增加利率弹性。当中央银行在公开市场买入国债等有价值证券时,会促进国债等有价证券需求的增加,促进有价证券的价格上涨,增加市场货币流通量,从而使利率下降;当通货膨胀抬头时,中央银行可以抛售国债,促进各金融机构减少贷款和投资,从而收缩货币供应量,

使市场利率上涨。

5. 有利于国债市场的宏观调控与管理。当每年度国债发行时,中央银行买进以前年度的国债而向市场供应基础货币,促进国债的顺利发行;当国债价格下跌时,中央银行则购入国债,以维护国债价格的稳定;当国债市场上投资盛行,国债价格猛涨时,中央银行可以在公开市场上大量抛售国债,促进国债价格回落。

二、目前我国中央银行公开市场业务有效运作的条件及其难点

从国外中央银行的实践来看,公开市场操作必须具备以下条件:

1. 中央银行具有超然的独立地位。中央银行手中必须掌握相当数量的有价证券,足以干预和控制整个金融市场,能够根据客观经济需要和货币政策目标的要求,自主确立买卖证券的种类、数量、时间,而不受政府的行政干预。

2. 真正商业化的银行体系。各专业银行资产结构中含有一定数量的国债,十分注重资金的流动性、安全性、盈利性,对中央银行实施的公开市场业务能够直接、有效地作出敏感、迅速的反映。

3. 完善、健全的国债市场。这是一个容量大,弹性强,市场机制完善,交易体系完整,交易程序规范,而且可供买卖的债券数量大、品种多、期限合理,买卖双方都十分理想的操作场所。

4. 相对发达的信用制度。人们普遍具有使用支票等票据的习惯,国债通过专线电话或电脑联网完成无纸化发行、交易和清算。

那么,当前我国中央银行开展公开市场业务具备哪些条件呢?我们认为,我国已具备了两个方面的条件:

一是已初步具备了一定规模的以中、短期国债为主体的证券可供操作。从1981年至1993年,我国已累计发售国债2875亿元。至1993年末,其余额达2100亿元左右。去年又发售国债1025亿元。除此以外,1993年我国还成功地发行了中央银行短期融资券200亿元,为今后中央银行发售融资券提供了宝贵经验。以上这些国债及央行短期融资券都可以用于公开市场操作。

二是经过十多年来的金融体制改革,建立了以中央银行为领导的、专业银行为主体的、多种成份并存、分工协作的金融体系,强化了中央银行以公开市场业务实施宏观调控。这为我国中央银行开办公开市场业务奠定了组织基础。此外,中央银行的电子联行清算系统已达中等城市一级。因而建立我国中央银行公开市场操作体系的条件已基本具备。

但是与此同时,我国中央银行在开办公开市场业务方面还存在着一些难点:

1. 中央银行的独立性不强。中央银行作为我国的金融宏观调控主体,至今还未取得一种比较超脱的独立地位。一是在中央银行货币政策目标的选择上,是稳定物价、保持国际收支平衡,还是充分就业、促进经济增长?我国中央银行很难独立地进行抉择,往往是中央银行货币政策目标服从政府的经济发展目标。二是中央银行与各地政府关系还未彻底理顺,一些政府和部门对当地的人民银行的干预较多。三是中央银行与财政的关系尚未理顺,对国民经济的调控作用不强。四是中央银行与专业银行的关系尚未理顺,银行体系的产权关系不清,专业银行对中央银行存在着“倒逼”机制。

2. 专业银行的非商业化。专业银行是中央银行货币政策的接收和传导中介,中央银行实行公开市场业务就是通过买卖证券活动,增加或减少专业银行的存款准备金以实现信用扩张或收缩的。但是目前由于专业银行的非商业化,专业银行并不根据存款准备金的变动来自觉地调

节信贷规模。多年来,我国专业银行政企不分,对专业银行的性质始终未界定清楚,长期在“既是机关又是经济组织单位”、“政策性银行”之间游离,专业银行成了政府的附属机构、国家分配资金的行政机关、社会的慈善机构和为企业输血供氧的保姆。在这种情况下,中央银行只能采取直接调控方式。实践反复证明,这会严重阻碍国民经济正常运行。

3. 金融市场尚不发达。一是我国金融市场在发育过程中受行政、计划的制约、干预很大,未能做到以市场机制为主来配置资金。二是金融市场的要素不健全,发行市场与转让市场的衔接与协调太差,资本市场发展迟缓,无法形成全国统一的金融体系。三是金融市场管理缺少统一法规制度,漏洞较多,特别是金融市场发展的整体规划未能与宏观金融调控方式和机制结合起来。四是资金供应中银行贷款占绝大部分,直接融资的比重偏低,市场上各种有价证券的数量仍极少。据有关部门 1993 年的统计,国债占专业银行流动性储备不足 80%,而且在当前投资体制软约束、专业银行的管理体制及经营体制未从根本上转轨的条件下,各金融机构购买国债等有价证券的欲望不高。如此种种,都对中央银行开办公开市场业务形成障碍。

4. 弹性利率尚未形成。富有弹性的利率政策是开展公开市场业务的先决条件,这是因为利率的变动是促使公开市场业务参与者进行相互交易的“催化剂”。

三、我国中央银行开办公开市场业务的改革举措

1. 强化中央银行的主导地位。中央银行应逐步理顺与政府的关系,增大相对独立的地位,提高其超然程度。中央银行货币政策的目标是稳定货币,不宜提多元目标,否则顾此失彼,哪个目标也实现不了。严格执行在国务院领导下独立执行货币政策,这里“独立”是指独立于财政、计委等国务院有关部门,财政有了赤字不能向银行透支,计委安排建设计划资金不足不能靠银行发票子来弥补。要尽快改变中央银行现有资产的结构,除了金银、外汇占款和专项贷款保持适度的量外,要缩小中央银行对金融机构的信用放款比例,而相应增加中央银行投放到公开市场的基础货币量。同时要确保中央银行每年的基础货币增量用于公开市场操作,不断增强中央银行在公开市场上吞吐有价证券的资金实力。

2. 加快专业银行商业化进程。国有专业银行要缩短向商业银行转换的过程,尽快使其成为真正的相对独立的经济实体。中央银行对各类金融机构要规定国债等有价证券占其流动性储备的限额,同时扩大金融机构在中央银行存款利率与融资利率的利差,使商业银行自觉地接受市场经济的内在要求,保持相当比例的流动性储备。当中央银行吞吐基础货币时,商业银行能及时灵敏有弹性地调整资金运作,以适应银根变化。

3. 建立公平高效、开放统一的金融中心。中央银行现阶段应在全国范围内按经济区域来建立若干个买者与卖者共存的区域性、全国性金融中心。这些中心应有完整的法规体系,以规范交易行为,严肃结算纪律;有众多品种和功能的信用工具,可供交易方任意选择;有完善的电脑通讯设备,能随时为顾客提供优质、便捷、高效、周到的服务。中央银行对中心的管理主要依靠经济手段,靠界定和规范进入市场的主体及其行为来实现。

4. 改革国债发行机制。一是转变赤字国债观念,建立筹资国债机制。世界各国经济发展的历史证明,财政依靠税收筹资来增强其实力往往负效应太大,包括纳税人反对和引起不合理的收入分配结构。因此,要增强我国中央财政实力,以国债为筹资手段是较佳选择。二是改变发行办法。公开市场业务主要是在中央银行与一级交易商之间进行的,其交易对中央银行及一级交易商在指定的交易系统所开设的资金帐户和国库券帐户进行相互调整即可,(下转第 21 页)

期保值使之充分利用起来,使之为促进社会生产经营服务。笔者曾多次提出,我国期货市场能否保持良好健康的发展势头,关键就看能否创造条件不断地吸引厂商进行套期保值。并多次向有关交易所领导建议,可否象组织质量万里行那样,组织一个套期保值万里行,到全国的各主要产粮县去,与当地县的有关农业综合服务部门一起,通过细致的工作,以县或乡为单位将分散的农户组织起来,一起进场进行套期保值,以保证和维护农民的正常合理收益,促使农作物保持良性动态的合理种植结构,使期货市场的功能作用落实到实处、实处。这样或许能进一步取得社会各界对期货市场的理解和支持,减小期货市场发展的波折。同时,舆论界也应把握口径,多宣传套期保值的作用和典型例子。由于期货交易是由转嫁价格波动风险的厂商和承受价格风险获利的投机者参加,厂商参加套期保值的目的不是获得实物,而是回避风险,一般不实现商品实物的转移,因此,即使是套期保值,在形式上也绝大部分表现为买空卖空,这就需要我们舆论界进一步了解期货市场特点,从大量的买空卖空形式中分辨出套期保值交易的实质来。因此,从促进我国期货

市场健康持久发展计议,与其讨论研究期货市场是否投机过度,不如讨论研究如何吸引和推动套期保值交易更为有意义。

第三,期货价格是通过企业套期保值这一微观经济层面的活动而演变成对社会经济产生直接作用的实践价格的。因此,有必要将期货市场内容作为学习掌握社会主义市场经济理论的一个重要有机组成部分,使广大企业的厂长经理们理解期货市场,充分了解;通过套期保值,可为企业提供对付不利价格变动的保护作用,有利于企业生产经营和收入的稳定;使企业能预先确定原材料成本和产品销价,方便企业内部生产经营计划的制订和实施,有助于提高企业的生产经营管理水平;可使企业在价格不利变化时能采用灵活的销售定价策略而不影响企业的正常收益,有利于增强企业的市场应变能力和竞争能力;使企业只花费少量的资金(保证金),即可控制生产所需的原材料资源,有利于降低企业原材料库存,降低仓储费用支出,加速资金周转,提高生产经营效益。从而使我们的厂长经理们在熟习套期保值原理和技巧的基础上,善于利用期货市场,保护自己的企业在市场经济波浪中稳定发展。

(上接第 28 页)不必要动用实物国库券。同时实际上大部分公开市场业务并不是通常意义上的买和卖,大量的交易通过“回购协议”和“逆回购协议”进行。我国仅在 1993 年和 1994 年发行过“无纸化”国库券,数量共 170 亿元。1994 年发行的 700 亿元三年期“收款凭证”式的国库券还不能上市交易,中央银行无法利用这一品种开办公开市场业务。因此,今后随着公开市场业务的开办,每年应设计相当数量的“无纸化”国债,通过帐户调整进行发行交易。另外国债发行切忌摊派,宜采用拍卖制、承销包销制等经济发行方法。三是灵活多样地设计国债期限,应既有短期的,也有中长期的,以供一级交易商选择购买,以利于中央银行灵活开办公开市场业务。四是建立国债自营商制度,使由财政部和中央银行审定确认为国债自营商的金融机构成为国债交易市场的主要经营者,从而稳定国债收益率,提高国债信誉。

5. 加快利率市场化改革步伐。目前我国利率体制的弊病很多,难以适应市场经济发展。如不改革现行利率体制并形成市场利率机制,公开市场业务操作的效应就会受到影响。因此,在市场经济条件下,中央银行应适度放松利率管制,建立以中央银行基准利率为核心,有弹性、有管理的市场利率机制。