



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2007年第3期(总第159期)

2007年1月19日

---

## 外汇储备增长过快的不利影响： 流动性过剩及对冲困境

中国社会科学院金融研究所 李扬 余维彬 曾刚

外汇储备功能的转变，并不意味着规模过大的外汇储备不会对一国经济和金融的运行带来不利的结果。相反，如果外汇储备管理体制不能根据外汇储备的功能变化进行“与时俱进”的调整，规模日益增大的外汇储备也会带来一些不利的后果，其中最主要的就是：如果由货币当局独揽外汇资产，它将给国内经济带来货币供应增长过快、流动性过剩、进而造成潜在通货膨胀压力的不利后果。我们看到，这正是当下中国发生的情况。

## 一、央行的对冲努力

为了缓解外汇储备增加对货币供应的不利影响，对冲外汇储备的压力，央行从 2002 年就开始了大规模的公开市场操作。起初，公开市场操作集中于以国债为主的现券卖断操作和回购操作上。然而，由于央行资产负债表中的债券存量相当有限，在经历了一段不长时期的单向操作之后，央行发现自己陷入了无券可卖的尴尬境地。正是在这种情况下，作为一种替代手段，央行于 2002 年 9 月 24 日将公开市场操作中未到期的正回购转换为中央银行票据，然后再用于回购操作。央行票据从此正式进入中国的债券市场。2003 年初，鉴于外汇储备又比上年骤增 742 亿美元的现实，央行认识到，外汇储备的增加可能会持续一个相当长的时期。这意味着，对冲由此引起的货币供应的过度增加，将成为中国货币政策在今后一个较长时期的主要任务。由于用来实施对冲操作的金融工具依然缺乏，央行遂决定将央行票据作为今后公开市场操作的主要基础。于是，从 2003 年 4 月 22 日开始，央行票据开始了大规模发行，并作为货币市场的一个重要券种被允许在银行间市场上流通。在从那以后的短短 4 年多时间里，央行票据的发行规模迅速增长，品种也不断增多。目前，其未清偿额已经超过政策性金融债，成为中国债券市场上仅次于国债的第二大品种。

从以上的简短回顾不难看出，央行票据是在我国经济发展和金融改革的特定历史环境下，在中国迅速融入全球经济体系，在国内相关领域改革尚在进行之中，特别是财政政策和货币政策的协调配合机制尚待完善的条件下，为了有效实施货币政策做出的现实选择。在这个意义上，它是具有中国特色的金融创新。

央行票据的产生及发展，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大作用：其一，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。通过对这种金融工具的买卖，央行实现了在保持其资产规模不断扩大的条件下，通过对其自身负债结构的

调整来调整商业银行可贷资金量，从而实施反周期的货币政策调控的积极效果。其二，由于采用了连续滚动发行方式和竞争性招投标机制，并开拓了比较活跃的二级市场交易（银行间市场），央行票据的发行和交易利率逐渐在我国的货币市场上发挥了某种基准利率的作用。在这个过程中，央行票据市场的发展，还在一定程度上推动了我国利率市场化进程的深入。其三，作为一种无风险、规模巨大和交易活跃的基础性金融债券，央行票据市场的发展不仅推动了我国货币市场的快速发展，为各类金融机构实施流动性管理和风险管理提供了有效工具，而且推动了以开发各类金融衍生品为主要内容的金融创新。

## **二、央行票据市场进一步发展的困境**

但也应当看到，发展央行票据市场，是在我国国债市场发展不充分，其市场密度、深度和弹性均存在缺陷，从而很难为货币政策操作提供有效基础的前提下，央行为了弱化外汇储备迅速增长之不利影响而做出的“次优”选择，因此，其存在缺陷在所难免，主要表现在如下三个方面。

### **1. 成本问题**

由于央行票据构成央行负债，在其操作过程中，央行需要为其发行的票据支付利息，这便产生了调控成本问题。然而，如果径直将央行票据的利息支出全部归诸调控成本，那是不正确的。在理论上，我们可以从两个角度来衡量央行票据的成本。第一，由于发行央行票据的目的是为了对冲央行因过度买进其他资产（外汇）所造成的基础货币之过度投放，而央行买进的这些资产又是有收益的，所以，分析央行票据的成本，必须将发行央票所支付的利息与其相应增加持有的外汇资产的收益进行比较。第二，在央行的武器库中，还有一种“对冲”工具，这就是提高法定准备金率。因此，我们还可以将央行购买并持有外汇资产的收益同央行提高法定准备金率所须支付的成本（对法定准备金支付的利息）进行比较。做了上述比较之后，对于对冲外汇储

备增长的成本问题，显然应有别样看法。进一步，我们还可以对发行央票的成本（央票利率）与提高法定准备金率的成本（法定准备金利率）进行比较。很明显，前者的成本比后者要高。于是，对于近来央行不断提高法定准备金率的政策操作，我们可以基于成本的比较找到比较强有力的解释。

## 2. 对市场资金供求和利率的影响

无论其目的为何，发行央行票据总意味着央行增加了市场上对资金的需求；反之则相反。它的这一操作，必然会对市场资金供求和市场利率产生影响。这样，就在央行大量发行央票来收缩流动性的时候，它同时也就成为我国货币市场上最大的做市商。作为做市商与作为调控当局这两种矛盾身份的一体化，无疑增加了央行宏观调控的复杂性，并加重了其在货币政策操作的两个主要对象——货币供应量和利率——之间进行协调的难度。在极端的情况下，倘若央行为了降低其操作成本而对央行票据的利率有所追求，就会有操纵利率之嫌——这显然与央行的市场中立地位和市场稳定功能相悖。事实上，近年来央行票据发行曾出现过若干次流标情况，正反映了市场对央行这种双重身份存在的质疑。

## 3. 开放经济条件下内部均衡和外部均衡的矛盾

发行央行票据为的是对冲外汇储备的过度增加，其直接出发点在于追求内部均衡。而央行票据市场的供求态势和由之决定的利率走势，又将通过其对人民币资金的供求对比和市场利率之走势的影响，对外汇市场和人民币汇率的动态产生冲击，这便涉及到外部均衡问题。不难看出，单一运用发行央票这种手段来同时应付对内均衡和对外均衡两个经常不一致的目标，不免有顾此失彼之虞。举例说，为对冲外汇储备增加而发行央票，固然达到了收紧银根的效果，满足了对内均衡的要求；但银根的收缩将导致人民币利率水平上升，而利率水平的上升，即便没有进一步刺激投机性外汇的进一步流入，至少也没

有弱化其流入的动力。

需要指出的是，如果我国依然实行固定汇率制，从而无须顾及汇率水平的变动，这一缺陷并不明显。但是，WTO 过渡期的结束以及汇率形成机制的加快改革，无疑加速了我国发展为开放性大型经济体的步伐，致使这一缺陷日益凸显。

在以上所举的三个缺陷中，第一个缺陷是可以忽略的。因为，所谓成本问题，实在只是财务安排的一个假象——如果把外汇资产和央票负债纳入同一个核算框架中同时考虑，这个问题事实上并不存在。我们在下文中将集中讨论这一问题。真正成为问题的是后两者。出现第二个缺陷的原因，在于央行在央票的操作中不免有自己的利益存在，集做市商与调控者两个相互对立的职能于一身，自然难免冲突。出现第三个缺陷的原因，在于中国日益成长为开放性大型经济体，从而必须同时兼顾对内均衡和对外均衡两个相互联系但经常冲突的目标——将这两项任务挤压在单一的对冲操作和提高法定准备金率的操作之中，已经使得央行陷入左支右绌的窘境，并降低了国家总体的宏观调控效力。

---

**主 办：** 中国社会科学院金融研究所

**主 编：** 李 扬

**副 主 编：** 王国刚

**联 系 人：** 刘戈平

**电 话：** 010-85195338

**电子信箱：** ifb@cass.org.cn