

□ 《公开市场业务操作若干问题研究》课题组

我国公开市场业务若干问题研究

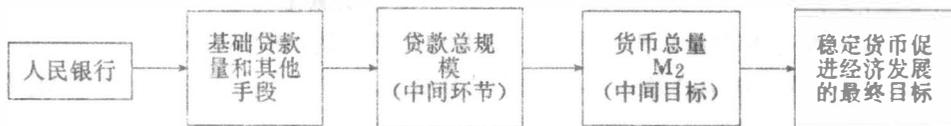
一、开展公开市场业务的现实紧迫性

货币政策作用机制是指中央银行运用各种手段,经过各层金融中介的传导,引起金融指标及国民经济指标的变化过程或调控结果。货币政策能否充分发挥效用,其手段的选择和运用非常重要。

我国人民银行从1984年起正式行使中央银行职能。10年中,货币政策主要手段是信贷计划指导下的存款准备金手段、再贴现手段、再贷款(基础贷款)手段以及利率杠杆。由于存款准备金手段运用冲击性强,震动较大,其存款比例确定一般不适宜经常变动,所以,经常使用的只能是其他三种手段。在金融经济体制尚未理顺,利率还没有市场化的情况下,利率杠杆的调控作用比较弱化。我国人行经常使用的手段是再贷款和再贴现。相比之下,贷款手段运用直接掌握在央行手中,是央行使用最频繁的调控手段。

目前,我国货币政策作用过程一般表现为:人民银行根据宏观经济发展特征的需要,制定出年度信用总规模及货币投放计划;各商业银行在吸收存款和向央行缴纳存款准备金及向央行借款的基础上向社会企事业提供贷款总规模,经过乘数和贷款泄漏现金的过程,产生了社会货币总量,并由此作用于实物经济的运行。10年来,再贷款已成为人民银行货币政策各种手段中最有效用的工具。

在以基础贷款量为主导手段条件下,我国货币政策作用机制便呈如下图型:



这个图型可以从我国银行信贷收支平衡表反映出的内容得到进一步理解。1990年以前,我国银行资产运用栏目中90%以上是各类贷款。各专业银行(现为国有商业银行)存款大于贷款的部分,一般都是流回中央人民银行,表现为银行存入中央银行超额准备金的增加,反映在银行资产负债表上就是中央银行存款的增加。由于银行其他类资产运用的微不足道,货币总量即存款和现金的变动完全取决于贷款总规模的变动。所以,主要金融指标的增幅关系就表现

· 本报告引用的资料均来自《中国统计年鉴》和《中国金融年鉴》

为：

贷款总规模 \approx 存款+现金

这种货币政策作用机制的特征在于再贷款手段的有效性。只要中央银行向各商业银行减少或增加再贷款规模,各商业银行向社会提供的贷款总规模就会相应变动,社会流动的货币总量随之增加或减少,宏观经济便朝预定调控方向运行。

90年代以来,我国金融体制改革步伐加快,各银行资产运用和资金来源结构发生相应变化,各个金融指标之间的变量链条相应改变,货币政策作用机制由此变化。其变化的显著之点是货币总量 M_2 的增速有超过贷款总规模增量的趋势。见下表:

表(一)

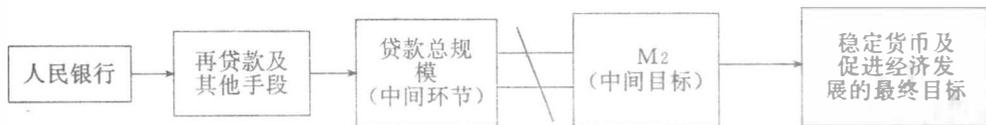
单位:亿元

时间(年)	贷款总规模 增量	M_2 增量	差额
1990	3071	3344	273
1991	3269	4056	287
1992	4228	6050	1822
1994	5148	12013.2	6865.2

表(二)

时间(年)	贷款总规模 增幅	现金增幅 %	M_2 增幅 %
1993	22.4	35	25.2
1994	19	24.3	34.4

上表从不同角度显示,90年代以来,社会货币量的增幅快于贷款总规模的趋势不断加强。这种加强使货币政策作用机制中,中间目标即货币量的变动呈现了与基础贷款量和贷款总规模不一致的倾向,用图型表示便是:



社会贷款总规模的增幅小于 M_2 的状况提醒人们,以基础贷款量为主导手段的调控效应相应减弱。通过基础贷款量的增加或减少,社会流通货币量的反映不但时间滞后,而且数量差异逐渐扩大。特别在中央银行银根紧缩之际,基础贷款和贷款总规模增幅呈下降趋势时, M_2 却能逆风呈扩张之势。这种反常之态从 1993 年秋季之后逐步明显。当时,中央银行提出整顿金融秩序、严控贷款规模的偏紧货币政策,一年半以来,货币政策虽有季节性的适度松动,但贷款总规模扩张之势基本受到了控制。1993 年和 1994 年增长率分别只有 22.4 和 19 个百分点,低于前几年增幅的平均水平。可是, M_2 增幅却从 1993 年的 25.2 增加到 1994 年的 34.4 个百分点。货币政策中间目标迟迟未能达标的状况减弱了这次宏观调控的效果。1994 年全国零售物价指数从前两年的 5% 和 13% 上升到 21% 以上的高度。我们不否认 1994 年价格上涨具有结构调整、农业灾害、财税、汇率体制改革等惯性因素的作用,但必须同时承认广义货币增量没有得到有效控制是物价未能按目标时间下降的一个重要因素。广义货币脱离贷款规模独自扩张的现象是货币政策工具需要改进的重要理由。

从国家银行信贷资金平衡表中的资金运用栏目看,一个突出的变化是银行贷款规模占资金运用总计的比重呈逐年下降趋势,见表(三)。

表(三)

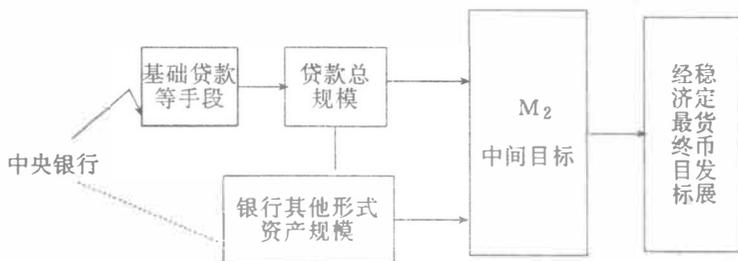
时 间	总贷款额 (亿元)	资产运用合计 (亿元)	1 ÷ 2 (%)
1985	5905.51	6430.87	91.83
1990	15166.36	16837.88	90.07
1991	18043.95	20613.90	87.53
1992	21615.53	24269.06	89.06
1993	26461.14	34194.62	77.38
1994	31602.90	45822.58	68.96

从资产运用结构看,贷款规模占资产运用比重降低的原因除了外汇占款等因素外,同业往来即其他支出的大幅增长是主要因素。1990年以前,银行其他支出占资产运用的比重不足1%,1993年和1994年分别达到12.6%和12.7%。

银行资产同业往来(其他支出)的增加是指银行资金通过各种渠道流到银行系统之外的资产业务。这些资金主要由非银行金融机构拆入,或者通过银行下属的信托投资公司、证券公司、联营企业等流出。其用途比较复杂,除少部分用于弥补短期头寸不足,多数部分用于超期限的资金拆借、证券投资、房地产及其他实业投资。因为,非银行金融机构资产运用的权限比银行相对大,只要有资金来源,其资金用途相对自由。

银行资产其他类支出的扩大在市场经济改革步伐加快,信贷规模按计划执行的双重体系下具有必然性。各商业银行在贷款规模和贷款利率方面受中央银行直接或间接的控制,在利益驱动下,各银行尽可能追求资产利润最大化和资产业务的多元化。通过下属的信托投资公司、证券公司或联营企业进行证券及其他实业的投资是实现上述目标的有效途径。据了解,在国债期货市场上搏杀的大机构资金相当一部分直接或间接来源于各类商业银行。

不同形式银行资产创造的货币倍数率并不会一致,但银行资产运用结果总会产生相应的存款和现金。因此,银行贷款之外其他形式的资产同样起着创造派生存款及货币量的作用。这样,在贷款规模占资产运用比重下降即银行其他形式资产比重提高的情况下,我国货币政策作用机制便呈现如下的图型:



上述图型中央银行与各商业银行其他形式资产的联系用虚线表示,其含义是指中央银行对商业银行其他形式资产并没有采用主动性直接操作手段加以调控,但中央银行资产运用与各银行其他形式资产规模之间具有一定的联系。比如,中央银行增加外汇储备量的过程,便有

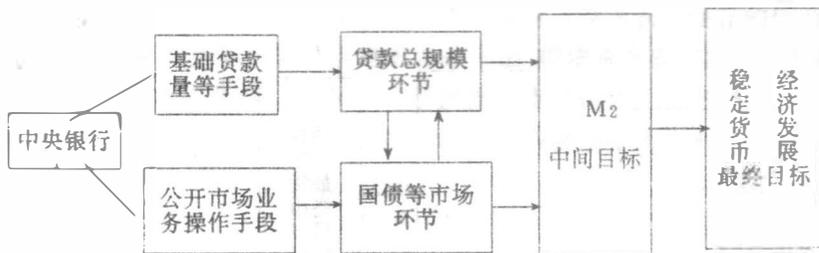
相当数量的基础货币通过各银行的结汇售汇业务流向社会,从而引起 M_2 的相应增加。

上述图型显示了我国中央银行货币政策手段的缺陷与不足。在以基础贷款量为主导手段的情况下,存款准备率和再贴现手段便显得无足轻重,因为后者的变动将会遇到基础贷款量手段的抵消或变得毫无意义。基础贷款量手段的缺陷在于,他对银行其他形式资产规模没有直接的调控机制,而这个规模正在不断扩张,并创造越来越多银行系统“体外循环”的货币量。这就是贷款总规模增幅逐年小于 M_2 增幅的原因。显然,中央银行在推行基础贷款规模手段的同时,必须配以能控制银行其他形式资产规模的调控手段。否则,中央银行对于 M_2 的调控效应便渐趋弱化。

银行其他形式资产内容较多,从总体看,资金从银行系统流出无非下列几个大的途径:其一,货币拆借市场中流出的资金;其二,结汇售汇过程中流出的资金;其三,证券投资流出的资金。这三大途径有其相应的市场,也就是货币市场、外汇市场、资本(证券)市场。所以,中央银行对三大市场进行直接调控,就能控制银行系统“体外循环”的资金量,就能更有效推行某种货币政策,实现与调控有关的中间和最终目标。

从广义讲,中央银行对三大市场的直接调控就是公开市场的操作。在三大市场中最适宜中央银行作为操作工具的是国债市场。因为,国债占银行其他类资产的比重较大。银行持有国债数量的变动与货币储备金变动关联性较强。在美国,公开市场操作的主要内容就是吞吐国债。公开市场操作对象根据各国金融市场内容,还可以包括外汇、票据等内容。不过,这些市场操作的频率和普遍性不如国债。外汇市场的操作,中央银行吞吐外汇不仅关系到货币投放问题,而且涉及汇率稳定,国际收支和国际外汇市场外来因素。因此,央行如果以外汇市场作为有目的投放货币的操作市场,其效果容易复杂化。同样,在票据市场上,由于各类票据信用等级不一致,发行主体不相同,难以用统一标准的票据成为银行的后备储备金。因此,在市场上大规模的吞吐对象,自然要求统一发行主体即国家财政部发行的债券为妥。

综上所述:改革进程中,我国金融市场迅速发展壮大,银行资产朝多元化方向发展,资金“体外循环”数量日渐增多,这种新情况使货币政策作用机制发生了变动,传统的以基础贷款量为主导手段的货币政策工具已显不足,中央银行需要增加新的货币政策手段来加强调控效果,这就是公开市场业务。公开市场业务成为我国货币政策手段之后,我国货币政策作用机制将出现如下图型:



上述图型表明,中央银行货币政策手段转为公开市场业务与基础贷款量并存方式后,货币政策直接作用点分别是贷款总规模和国债市场。在现实社会中,这两个作用点之间会有千丝万缕的联系。这种联系与共同作用结果便是货币总量即 M_2 的变动。 M_2 的变动直接决定最终目标的实现。

上述图型同时表明,我国货币政策工具还不能直接照搬西方国家以公开市场业务为主要

手段的模式。基础贷款量手段在现阶段还必须保留。各国商业银行负债中的再贷款数量虽有逐年下降趋势,但目前阶段还不可能降到微不足道水平。这就决定了近期阶段我国货币政策手段的双重特征。

二、开展公开市场业务的基础条件

从西方国家中央银行实施货币政策工具的历史演变来看,公开市场业务是市场经济较为发达较为成熟的产物。1914年之前,西方国家中央银行货币政策工具以再贴现率为主。当时,中央银行通过再贴现率可以直接影响市场利率和币值,从而影响货币的供求及国际资本的流动。1914年,伦敦货币市场由于外汇差额大幅增加处于高度的流动性状态,英格兰银行通过银行利率对信用规模进行有效调节遇到了困难,从而开始酝酿通过购进和出售公债来稳定利率,调节信用总量。其后,德意志银行仿效。1923年4月,美国联储成立了公开市场委员会,专门负责公开市场业务的操作。第二次世界大战以后,由于世界经济特别是货币国债市场的大发展,公开市场业务成了西方中央银行货币政策最重要的工具。特别在美国,公开市场业务的操作频率和运用广度远远超过了准备金率和再贴现率,其在货币政策操作中的地位也优先于其他货币政策工具。

中国货币政策工具的重点要从传统的基础贷款规模转到公开市场业务,还需要相应的基础条件和转变过程。从总体上讲,这些基础条件主要指金融体制各方面的进一步改革和货币外汇市场的发展广度和深度。具体讲,他包括中央银行职能和资产业务结构的转变;各商业银行运行机制及资产负债结构向规范性商业银行的转变;利率杠杆对各经济主体的敏感作用以及货币外汇市场的规范和有效等等。

其一,公开市场业务的操作主体中央银行应当加强相对独立性及宏观调控的决策功能。这是因为,中央银行货币政策所代表的利益具有超脱性,他只能对币值稳定及由此引起的经济总目标负责,这种负责必须排除任何利益部门的干扰。从国际经验看,中央银行以稳定币值为主要目标的货币政策如果受制于经济利益部门的制约,那么货币政策有效性便相应降低。因此,世界各国中央银行在宏观经济中的调控地位或相对独立性具有加强的趋势。同样,中国货币政策工具从基础贷款量手段到与公开市场业务操作并举的过程,也就是市场经济进一步发展,各商业银行、各地方财政及各企事业单位等经济利益强化的过程,这种过程更需要中央银行的相对独立性及权威性。另外,公开市场操作过程中,其主动灵活性、持续技术性要求更高,这些要求都离不开中央银行地位的相对独立性。为了加强央行的相对独立性,可否考虑成立中央银行货币政策专门的决策机构——货币政策委员会。该委员会由央行行长和金融专家及有关部门负责人共同组成。该委员会依据宏观经济最新统计资料作出的货币政策方向选择应当具有法律方面的权威和效力。

其二,中央银行必须持有相当数量的有价证券。其资产结构重点应当从传统的再贷款方式逐渐转为各类有价证券。这是中央银行推行公开市场业务的物质条件。以美国为例,美国联储是国债市场上最大的买主和卖主,1990年来的总资产中有82%是国债,当年其持有国债总额达25000余亿美元,占国民生产总值的40%左右。这样,美国联储有足够的力量来改变其会员银行的准备金,进而有效调节货币总量。同样,日本央行60年代开始使用公开市场业务,当时央行总资产中61%是直接信用贷款,国债仅占14%,其后,日本央行大量增加国债比重。到1985年时,再贷款比重降到了13.7%,而国债比重上升到55%。对比之下,我国央行目前资产

结构中的有价证券比重很低。央行资产中再贷款比重占 60~70%左右。其余为外汇占款、金银占款、财政借款等,而能够用于国债吞吐的资金极其有限。这就需要央行资产结构作相应调整,才能适应调控手段的变革。

其三,国有商业银行按照商业化原则进一步改革是公开市场业务能否推行的又一基础条件。在我国,四大国有商业银行的信贷业务占全国规模的 70%左右。四大国有商业银行是国债市场最大的承包商和零售商以及自营经纪商。四大国有商业银行的信用规模能否按照中央银行公开市场业务操作信号转动,是此项工具运用能否成功的关键。为此,各银行应当按照巴塞尔协议的资产负债比例和风险管理来改革和运行。改革进程中,各银行以法定资本充足率来约束资产总量和风险资产总量;以流动性比率的要求约束其流动性资产占总资产的比重,为了降低资产的风险程度和保持充足的流动性,各银行在资产结构中保持一定比例的有价证券就有其内在的动力和要求。为了提高商业银行资产结构中有价证券的比重,中央银行对商业银行备付金管理方式应该有相应的改变。目前,各国有商业银行既要缴 13%的法定准备金,又要有 5-7%的备付金,商业银行基本储备达 18-20%左右,这还不包括内部超额储备率。在这种情况下,多数商业银行分支机构无剩余资金购买国债。显然,要使商业银行流动储备中国债占有足够的比重,就应当降低现金基本储备率。从国外商业银行通常情况看,银行在上缴法定存款准备金之后,日常备付金中只要具备一定数量的国债等二级准备金,其一级备付金就可以降到 1%左右。降低银行现金储备率有利于提高银行资产效益和改变资产结构,也不违反安全性原则。因为,国债的流动性使其可以充当二级准备金作用,能缓和货币储备金减少的矛盾。从我国具体情况看,商业银行上缴的法定准备金是央行宏观调控的基础资金,难以大幅度降低。能够降低的只有日常备付金率。商业银行在降低备付金率的同时,增加国债持有量,既提高资产收益率,又不会降低银行资产的流动性。因为,商业银行增加国债持有量与国债交易市场进一步活跃,以及央行公开市场业务的推行是同一进程。这一进程只会增加国债的流动性。另外,针对各商业银行传统资产即贷款比重逐年下降,其他资产支出比重逐年提高的现状,中央银行应当采取区别对待政策,使商业银行其他资产支出的内容向国债转移。具体讲,央行应当限制或禁止商业银行资产通过非银行金融机构长期流向房地产、联营企业等实业部门,规定提高银行资产中的国债比重,造成商业银行传统资产即贷款比重的下降与国债比重的提高相适应的同步趋势。这样,在银行系统“体外循环”的资金就能够受到央行政策的有效疏导,其流向便在中央银行货币政策及其手段所能发挥效用的范围之内。

其四,要有一定规模和交易活跃的国债市场。国债的发行和交易市场要达到一定的深度和广度,中央银行才能在大规模的市场中进行有效的吞吐国债行为。从西方经济发达国家看,国债的发行规模已占到国民生产总值相当的比例。1980年,英国国债发行量 1067 亿英镑,占 GNP 比例为 46.2%,1985 年为 1666 亿英镑,占 GNP 比例为 46.7%;美国 1985 年为 15985 亿美元,占 GNP 30.8%,到 1988 年时已达到 43%比例。美国国债市场日均交易额超过千亿美元,其市场规模超过了股票市场。中国目前国债发行规模和交易规模还不能适应公开市场业务操作的要求。我国国库券历年发行额见表(四)。

表(四)

单位:亿元

年份	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
金额	49	44	42	43	61	62	63	92	56	93	199	290	300	1100	1500

上表可见,我国国债发行数量每年增速很快,1992年以前以年均25.8%递增。1992年起增幅加大。但从相对规模看,目前的发行量只占GNP 5%左右。从交易市场看,1988年4月我国刚开始有国债二级市场。1994年起国债交易量骤然放大,达到19562.67亿元,但90%以上是国债期货交易量。国债期货交易有套期保值因素,又有投机因素。从中国国债期货巨大成交量和对应的现货品种严重短缺的矛盾看,中国近期国债期货交易成了机构和大户进行投机的工具。这种高投机行为与公开市场所需要的活跃市场是两回事。目前,上海、武汉、深圳、北京等地国债期货暂停,现券日均成交量总和不过十几亿元,离公开市场所要求的规模还有明显的距离。

其五,国债品种应朝多元化方向发展。国债品种多元化使商业银行可以根据资产负债结构进行多种选择,以达到优化资产结构目的。国债品种多元化是指中、长、短期三种类型的品种应均衡发展,特别是短期国债,他是公开市场操作的首选对象,必须在国债品种中占有一定比重。在美国,1年期以内的短期国债占全部国债比重1/3左右。短期国债又有3个月、6个月、9个月、12个月4种。在日本,短期国债有2个月、3个月和6个月3种。同样,美国国债最长期限可达30年。这种长期国债也能满足商业银行和其他投资者优化资产结构的要求。对比之下,我国国债发行的结构呈中期单一化倾向。2年期到5年期占整个发行量的90%以上。1994年我国才开始试发行1年期和半年期国债,其数量只有150亿元。显然,增加发行短期国债和长期国债是推行公开市场业务的条件之一。另外,为了提高市场效率和结算效率,无券化国债比重应当进一步提高。在国债发行时间方面,可以考虑采取定期化方式,避免在较短时间内集中发行大量国债,使市场资金流动处在不均匀状态。定期发行方式也有利于投资主体预先安排好资金,使购买国债成为日常性的经济行为。

其六,建立全国统一的货币市场。目前,我国的国债二级市场处在分割状态,上海、武汉、深圳、北京等地都有一定规模的国债交易市场,但互相之间并未形成统一的交易价格和结算中心。与此类同,我国各地区资金拆借市场也形成了一定规模,但各地区资金拆借范围和拆借利率等并不统一。市场分割使资金在各地流动不畅,也使中央银行公开市场业务所需的统一结算支付系统难以建立。这会影响央行公开市场操作过程中资金转移和支付的快速高效,减弱货币政策作用效力。

其七,公开市场业务需要有效的利率机制和对利率反映敏感的经济实体。利率机制有效与否主要表现在静态和动态两方面。从静态看,各金融工具相对利率的合理性是利率杠杆能否有效的条件之一。相对利率合理性是指各类货币和国债的利率相对于物价指数和资本实际收益率是否合理。当物价指数年度上涨率超过20%,而存款货币和国债年利率被规定在10%或略高时,货币和国债利率相对于物价指数便成为负利率。在负利率情况下,各经济主体进行货币存款和购买国债是一种“被迫”的行为,因为其他投资渠道或投资行为更为理想。相对利率是否合理的另一内容是货币利率与国债利率互相之间的合理性。在西方国家,各金融工具的利率根据风险收益率规律自然而定。即风险与利率或收益率成正比变动。在我国,传统利率体系是国债高于银行存款利率1个百分点。这个规定是在国债缺乏流通性条件下形成的,随着国债交易市场的活跃,国债流动性的增强,国债利率与存款利率的相对体系会进一步趋向合理。一般讲,各金融工具相对利率体系的调整比较容易,难办的是利率水准相对于物价水平的合理性。1993年和1994年,我国零售物价上涨指数分别是13%和21%,1995年可控制在15%。在此期间,国家虽然对3年期存款利率进行了保值贴补,但1年期存款和不保值国债利率明显低于物价

上涨指数。这种负利率水平使各银行失去了购买短期国债的兴趣。中央银行要想通过出售大量国债收紧银根时,就会面临各商业银行、政策性银行出于经济利益考虑不愿意购买国债的状况。要改变这种状况只有使通货膨胀率下降到低于国债和存款利率水平。当然,这一目标的实现,必须依赖整体经济体制和经济形势的好转。在这一目标实现过程中,中央银行只能通过弹性利率政策来刺激各银行和各企业单位对购买国债的兴趣。比如,使国债年利率跟随物价指数上下波动,这就不用担心央行吐出国债时没人接盘。另外,增强各经济主体对利率波动的敏感性也是公开市场业务能否顺利推行的一个因素。不仅各个商业银行、政策性银行,而且企事业单位,只有真正实行自主经营、自负盈亏、真正实行破产法,才会建立起现代企业制度,对利率波动才会有敏感的反映,才能够跟随中央银行公开市场业务发出的信号进行经济行为的扩张和收缩,中央银行公开市场业务操作才能收到预期效果。

综上所述,央行公开市场操作手段需要一系列的基础条件。这些基础条件按照实现的难度可以分为三大类。第一类即市场规模,国债品种和市场一体化条件,这些条件经过努力可以在短期内实现。第二类条件即1、2、3条件,主要涉及人民银行和国有商业银行体制改革和资产结构的优化过程,这类条件的实现比第一类条件有难度。第三类条件,即利率体系合理化和市场化以及经济主体对利率反映敏感性条件,这类条件实现难度更大。为此,中央银行应当作出实现公开市场业务操作的总体规划,对各类条件的实现过程作出具体的安排计划。分阶段逐步实现基础条件,并逐步实施公开市场业务操作。

三、公开市场业务操作思路

从上述各类条件的类型和实现难度看,中央银行公开市场业务从试点到全面推行可能需要三个阶段或3年时间。

第一阶段为1996年试点阶段。在此期间中央银行和有关部门需要实现第一类基础条件。具体包括建立全国一体化和相对规范的国债回购市场和货币拆借市场,撤销各地区各机构互相分割的货币拆借或回购市场;财政部国库券可试行定期发放方式,国库券发行规模的扩大主要以短期和长期国债量增加为主;央行在发行200亿融资券基础上,可适时进行以融资券为主要工具的公开市场业务试行操作。

第二阶段为1997年试点扩大阶段。中央银行以国债回购市场为操作客体,逐步扩大试点规模。同时,央行和各类商业银行必须将资产结构中国债比重提高到一定幅度。

第三阶段为1998年全面推广阶段。此时,利率市场化和现代企业机制的改革已取得实质性效果,国有商业银行向资产负债比例管理原则的转变基本实现,国债市场规模进一步扩大,中央银行公开市场操作前期试点已取得一定经验。由此,中央银行全面推行公开市场业务的基础条件具备。

在具体操作过程中,还要注意下列事项:

首先,成立专门的决策和操作部门来进行公开市场业务的操作,这个部门可称为货币政策委员会或公开市场委员会,有两部分组成,即决策部门和操作部门。决策部门即公开市场委员会的领导小组,这个领导小组由中央银行行长担任主席,副主席由四大国有商业银行和全国性商业银行及金融机构的主要负责人担任。决策部门的主要职责:①制定我国公开市场业务的方针、政策及规章条例;②研究分析宏观经济运行态势,确定货币政策方向;③跟踪监测公开市场业务操作效果,及时提出调整或继续推行公开市场业务操作的行动方案。操作部门直接受制于

决策部门的领导,其主要职责包括:①必须准确地执行决策部门的指令,严格保守秘密,确保公开市场业务的进出规模、货币松紧度达到央行所要求的调控目标;②要与财政部、各国有商业、一般商业银行及大证券机构保持广泛的接触,随时了解国债市场波动状况,及各银行的准备金变动状况,及时向决策部门提供最新信息及操作建议;③做好公开市场业务的具体工作,如国债市场价格的形成与确定,进出国债的结算和支付工作等。

其次,选好公开市场业务的“操作窗口”。我国是一个大国,各地区经济发展水平不一致,全国经济以大城市为中心纽带,并向周边地区辐射流动。因此,公开市场“操作窗口”既不宜集中在一个城市,也不能分散到各个城市和地区。应选择几个特大城市为“操作窗口”,以此向周围地区扩散公开市场业务操作的效应,这些“窗口”应当是区域的经济或金融中心,其证券市场或货币市场相对发达,并且能够成为周围地区资金流动的枢纽。在选好数个“操作窗口”之后,还应当选一个“中心窗口”。因为,央行在多个“窗口”操作过程中需要保持市场价格和操作方向的统一性,如果市场互相分割且价格不一致,市场功能就会受到削弱,调控效应就会互相抵消。为此,其他“窗口”应当在“中心窗口”的指引下共同行事。“中心窗口”应当是全国最大规模的国债交易市场,并且是全国的金融和结算中心。从全国各地金融市场发展规模和成熟度来比较,上海金融市场在证券交易品种、证券交易数量、证券交易软硬件设施、参加证券交易的投资队伍、证券市场流动的资金数量等方面占有一定的优势。所以,以上海金融市场主要是国债市场作为央行公开市场业务操作的“中心窗口”比较合适。其次在武汉、深圳、北京、天津等地设立“分中心窗口”。每当需要操作时,由设在北京央行的决策部门发出某种货币政策的指示,然后,由“中心窗口”协调各“分中心窗口”联合行动,以达到货币政策的相应目标。

第三,操作方式与一般过程。公开市场业务面对的客体是各大有商业、一般商业、一级证券承销商的国债市场专柜。当中央银行需要抛出或买进国债时,可由操作室向各银行及一级证券商通报吞吐意向,并通过标价和询价相结合的方式,确立吞吐的价格和数量。其吞吐方式可以采取直接业务、回购协议等。直接业务是指中央银行直接在二级市场买卖国债。需要注意的是,央行不能直接从财政部购买新发行的国债,否则国债的发行与货币量扩张将是同一过程,货币政策调控作用也就无从谈起。目前,西方国家公开市场业务经常用的方式是回购协议。回购方式比较简便,是一种短期内调整货币供应量的方式。当央行操作室运用直接或回购方式在市场上吞吐一定量国债后,其成交结果将由统一的结算支付中心进行资金和国债的交割。如果央行是抛出国债,则支付系统中心借记操作室的国债帐户,贷记参与交易的各银行券商的国债帐户,同时相应借记参与交易的各券商的资金帐户。由此,央行系统以外的货币量减少一个数额,而央行则相应增加了货币量数额,减少了一定量的国债,在这个过程中,国债收益率和市场货币利率也会发生相应变化。我们知道,在这个过程开始之前,国债收益率和货币利率处在均衡状态(这是公开市场操作的基础条件之一),当央行大量吐出国债时,国债市场立即出现供大于求状况,国债价格降低,其收益率相应上升,这是引发各商业银行和券商购买国债意愿的主导因素。同时,国债收益率提高牵引着货币市场利率跟随提高。因为,货币市场上的资金提供者,其资金受收益率影响会流向国债市场。这就引起货币市场资金需求大于供给的失衡,其资金借贷利率自然提高。至此,央行大量吐出国债的目标,即紧缩银根的方针基本实施。上述过程再次表明,利率的市场化和经济实体对利率波动反映敏感是公开市场操作能否顺利实施的重要因素。

第四,公开市场操作与其他手段的协调关系。当央行操作室在国债市场吞吐国债时,各商

业银行超额准备金随之发生变动,其资产运用也相应紧缩或扩张。在这种情况下,央行如果同时采用再贷款规模等手段,就必须处理好不同手段的协调配合问题。目前,我国央行再贷款手段主要集中在四大国有商业银行,对其他商业银行和券商的基础贷款微不足道。这是因为,四大国有商业银行信用规模大,承担着不少政策性业务,工商银行还肩负着企事业单位流动资金的需和管理的职能。从趋势看,国有商业行政策性业务分离出来后,央行对国有商业银行再贷款规模会逐渐减少,再贷款手段的作用会相应减弱。然而,由于我国特殊的经济金融体制,政策性业务和政策性银行还必须存在。政策性银行资金来源中,很大一部分必须是央行借款。所以,在相当长时间内,央行的再贷款手段还会继续发挥作用。从作用效果看,货币政策两种手段必须同方向操作,否则两种手段的作用将互相抵消。就是说,央行在市场上吐出国债时,对政策性银行的再贷款必须同时收紧,反之,就采取宽松再贷款政策。依此类推,央行的再贴现手段,外汇市场的操作,也应当与国债市场的公开操作保持相同方向。随着国债市场规模扩大,市场经济进一步深化,公开市场业务手段将成为央行货币政策的主导手段,其他手段将处在配合的位置。这是因为再贷款手段的对象将愈来愈限制在政策性业务和政策性银行方面,货币政策其他手段的对象也有特定的范围,相比之下,公开市场业务操作作用客体较为广泛,它直接作用于各大银行和券商,以及全社会的国债投资者和资金流动状况。

(本课题主持人:中国人民银行上海市分行副行长王华庆博士;课题组成员:人行上海市分行金融研究所顾铭德副研究员、马强博士等)



· 简讯 ·

洪远朋教授来我校作学术演讲

三月十二日,复旦大学经济学院院长洪远朋教授来我校作了题为《经济学的发展趋势》的演讲。他认为,近代和现代经济学说的发展是不断分化与综合的。当前,中国需要建立一门综合经济学。洪教授具体

论述了经济学进行综合的必要性、内容、框架、核心和方法等。洪教授的演讲具有很大的启发性,深受广大听讲者的欢迎。

(一丁)

*

*

*

· 书讯 ·

《计算机网络与通信》一书出版

由上海财经大学芮廷先主编的《计算机网络与通信》一书,已由中国财政经济出版社出版。该书系财政部统编教材,按照财政部制定的高等财经院校“计算机网络与通信”课程教学大纲要求编写而成,该书力求由浅入深并针对经济、管理类相关专业的实际需要,从 OSI 的概念出发,较为详细地介绍了计算机网络与通信技术。全书共分八章,约 23 万字。该书以全新的角度,从网络本质关系,突出对网络基础理论和

实用技术的介绍,较系统地介绍了局域网络应用实例和几种不同类型的局域网络产品,同时介绍了网络性能评价与选择方法,并讨论网络互连和数据保密问题,着重介绍计算机网络技术在信息系统建设中的应用及网络技术的新发展,为读者初步掌握网络应用,开展计算机联网和网络开发工作打下基础。

(明明)