

公开市场业务在我国宏观调控中的运用

李 敏

公开市场业务是西方国家的中央银行实现宏观调控最重要的三大手段之一,是市场经济条件下资金流向、资源配置、就业与生产力组合过程中最为有效的间接杠杆,也是一国货币政策所要达到的中短期目标的体现。在金融市场上,中央银行通过买卖政府的债券来调节信用规模与货币流通量。为对付经济过热、通货膨胀,它通过大量的抛出国债来收缩信用,吸收流通过多的货币、为激发经济增长的活力,它又可以通过大量地买入国债来扩大信用规模,使企业与金融机构在宽松的金融市场上获得资金的融通。这一业务的开展也使公众直接地了解政府的宏观调控意图与金融形势,任何一个经济实体都受宏观调控的影响及自身利益的驱使而参与这一业务活动,在金融市场上作出相应地选择。

在我国,这一宏观调控的重要杠杆尚未被中央银行有效地运用,其原因在于长期以来我国实行的是与计划经济相适应的直接调控杠杆——信贷总额控制。只要中央银行通过严控信贷总额就能够严控货币投放量;相反松动银根也是通过放松信贷总额控制来实现的。然而市场经济的改革使资金分流,在企业所有制形式的改革中出现了股份制、合资、租赁、承包等形式,企业筹资、公众投资、金融市场上的融资使资金来源的渠道多样化,银行贷款只是再生产过程中资金来源的一个组成部分。同样公众的资金也不再单一地流向银行,把货币投向金融市场上的债券、股票也是一种新的具有吸引力的投资方式,公众的资金究竟是用于投资还是用于消费或者储蓄,取决于政府的货币政策与经济发展状况。以今年上半年的数据资料为例,我们从中可以受到启发。1—6月末我国流通中的现金 M_0 比去年同期增长 21.1%,上半年货币回笼达 285 亿元,比同期增长 201 亿元, M_1 由 1 月份的 32% 下降至 6 月份的 21.1%,零售物价上涨率从年初的 21.2% 降至 6 月份的 16%。充分说明政府的宏观调控起到了明显的作用。然而严控货币供应总量的效果并不明显, M_2 的增长上半年高达 32.8%,高于计划调控 23—25% 的目标,主要原因是储蓄存款增加比去年同期增加 39.4%,1991—1994 年 M_1 和 M_2 年均增长分别为 28.5%、29.8%,而相对应的国民生产总值年均增长 11.7%,零售物价年均增长 10.4%。说明货币供应总量过多,比例仍在增长,通货膨胀的潜在压力有加强的趋势。为实现全年控制在 15% 的通货膨胀率目标内,政府仍必须坚定不移地采取紧缩的货币政策。看来通过严控信贷总额来严控货币供应量的政策难以奏效,仅仅通过储蓄动员将过多的 M_0 与 M_1 吸回到银行里,成为静态的闲置货币只是货币构成上的变化,而不会使货币总量 M_2 减少。需要通过间接杠杆公开市场业务活动的配合,并逐渐转化为主要调控杠杆,才能够将过多的货币 M_2 中大量的储蓄存款引导到再生产过程的投资中去。

我国市场经济改革的现阶段开展公开市场业务是完全可行的,它已经具备了相应的条件。首先,金融市场的规模已经扩大,债券、股票的发行与流通在政府的宏观调控下能够配合默契;其次,各省市金融机构、法人团体进入金融市场从事证券买卖活动的数量激增;再次,近几年里

通货膨胀升幅较大,尤其是去年高达 21%,银行利率却保持在 10%左右,客观上形成负利率的局面,而储蓄存款却大幅上升,今年上半年达到 39.4%,说明金融证券投资的品种少,市场不够活跃,债市缺少法规,股市长期低迷,构成了资本市场较大的风险,因而人们的投资倾向是十分保守的,面对物价上涨、通货膨胀严重宁愿被动储蓄。这一状况正等待着中央银行在金融市场上开展公开市场业务来改变,通过引导人们的投资行为把储蓄转化为再生产过程中的资本,没有中央银行的参与与调控,金融市场就不会活跃起来。

中央银行能够在金融市场上运用债券与股票这些融资工具引导公众的投资与融资,需要财政政策的配合,不失时机地增加国债短期品种,发行 3—6 个月的短期国库券,使中央银行在金融市场买卖国债调控使信用规模与货币流通量有不同的工具与回旋的余地。此外,中央银行还可以通过买卖股票这另一融资工具引导公众的投资与融资活动,同样需要上市公司的配合,财务报表反映的经营状况没有虚假的水份。在西方,公开市场业务只通过中央银行买卖政府债券来调控信用规模与调节市场货币流通量,而股票市场却是政府不介入的场所,完全受经济周期等客观因素的影响来变动,即使有垄断组织操纵股价,也不能根本地扭转股市自然涨落的趋势。在我国却有着不同的条件,股份制企业有政府参股的一定比例,政府有权按改革的节奏与需要推出上市公司,对整个金融市场的调控不仅通过债券市场,还通过股票市场。完全可以按照宏观调控的意图在金融市场上对债市与股市行情的变化进行时空交叉的融资与投资活动,使中央银行真正能够控制住 M_2 的增长,适应经济增长的需要。前者的操纵应该是公开的,而后的操纵更应体现“无形的手”之力量,这是出于债市与股市不同的特征来考虑,减少中央银行的风险来考虑,更有利于间接调控。在股市规模逐渐扩大,股民队伍日益培养的条件下,中央银行可以对不同地区、不同行业、投资的重点项目及以近阶段经济发展的主要目标所要解决的问题,加以政策性的宣传与投资的引导,甚至于有选择地活跃股市中的某一类股票,使公众在中央银行所营造的氛围下进行投资选择。在我国一方面投资资金尤其是重点项目的资金短缺,另一方面流通中的货币过多需要寻找投资的场所,储蓄的增长正说明了资金的闲置,中央银行可以按照货币政策的松紧与经济发展中季节性、临时性资金需要,在金融市场上引导公众的投资流向,既然通过提高利率将 M_0 、 M_1 吸回了银行,当然也能够通过降低利率,活跃债券、股票市场,将储蓄引导到资本市场上来进行投资。

从我国经济变动与货币流通量的实际考察中寻找规律,上半年为配合国债的发行,中央银行在紧的货币政策下,通过利率的变动,买卖国债,活跃债券市场,引导公众债券投资获得了成功。下半年是农产品收获的季节,也是工业原料进货的季节,更是人们一年劳动回报的季节,中央银行面临着货币投放量增加、物价上涨压力增加的严峻形势,要将货币资金分流到投资与消费两个领域中去,仍然需要中央银行在金融市场上创造投资与融资的机会,以上市公司的业绩与回报为样板,引导公众的投资倾向。同时在股票市场上塑造一批良好的上市公司形象,配合以低利率政策是货币政策松紧相宜实质为紧的体现,这是西方宏观调控手段中所缺少的,它将确保农副产品收购资金的需要,缓解通货膨胀的压力,在货币存量与流量的过多与不足之间起相互抵消的作用。

尽管在专业银行未改制成商业银行时,其杠杆的使用还存在着一些缺陷。比如专业银行认购的国债缺少风险,当资金不足时,它仍然能够将债券抵押给中央银行成为国债的中转站,而中央银行在专业银行无法回购的情况下不得不充当最后的贷款人成为国债的承担者,容易引起变相的财政透支与货币过度的发行。只有当商业银行改制实现后这一间接(下转第 63 页)

劳动工时的统计调查研究	葛守中 9(53)	龚耀田 4(60)
构建评价社会进步的主观指标体系	虞定伟 10(56)	一个成功的“三产”企业	
论会计备选方法的评价模式	孙 铮 王英恣 12(48)	——关于上海金兔商厦的调查	
长期投资决策财务评价指标释疑		高寅华 柏 岷 5(61)
——对内含报酬率的修正	潘 飞 12(55)	上海四川路市政基础设施改造工程的筹资思路和对策	

【对外经济关系】

21 世纪前夕的中美经济关系	杨思正 5(35)
德国的亚洲政策新趋向及其对华经济关系	
.....	洪登永 5(39)
欧洲联盟扩大对欧洲一体化及世界经济的影响	
.....	徐明棋 5(44)
中日海外投资比较分析与我国的适应性对策	
.....	许心礼 朱 平 5(49)

【国外考察】

实行财政转移支付 完善分税财政体制	
——英国、巴西财政转移支付考察报告	
.....	上海市财政局赴英国、巴西考察团 4(38)
日本的市场中介组织及其对我国的启示	
.....	陈 东 蔡建红 4(45)

【经济法】

海峡两岸新专利制度若干问题之比较	宋锡祥 7(52)
公司董事的民事责任	马 洪 8(48)

【工作研究】

房地产开发中的投资回报分析	袁 磊 1(52)
建立现代企业制度是企业适应市场经济的重要改革	
.....	蒋宏观 1(58)
浅述棉花的生产和流通	薛以成 孔伟山 3(58)
所得税改革与企业的适应性对策	
.....	周关教 赵呈先 3(61)
对企业经理人员的激励办法及其指标设计	

.....	孙克中 9(62)
艺术表演市场与表演团体的市场化改革	
.....	程恩富 汪洪涛 10(48)
虹口区固定资产投资:现状分析与对策思考	
.....	张汪耀 10(53)
强化资金管理 确保企业经营良性循环	周承荫 11(59)

【经济史·经济思想史学】

胡寄窗先生主要学术贡献略述	周明武 3(54)
发展经济学领域的“新古典复活”	胡家勇 6(56)
论汉阳铁厂	赵晓雷 8(57)

【综述】

“现代市场理论和实践”研讨会综述	林 珏 2(59)
------------------------	-----------

【书评】

《实用经济控制论》评介	肖 淳 1(61)
《基础会计学》评介	朱思淳 2(63)
评徐政旦教授等主编的《成本会计》新著	肖 淳 5(63)
《新编国际企业管理》评介	肖 淳 6(63)
《中国工业化思想及发展战略研究》评介	秦 简 8(62)
《宏观经济调控》评介	肖 淳 10(62)
《外商投资企业会计(增订本)》评介	亦 鸣 11(63)
《公平分配——理论与战略》评介	陈伯庚 12(59)

【人物志】

叶孝理	4(62)
张为国	丹青 10(63)

（上接第 47 页）杠杆的运用才能达到完善，那时商业银行认购国债倒是一种减少信贷风险的投资行为，而不会使信贷资金总是处于贷满的状态。在资金短缺时，可随时在金融市场上兑现收益稳定、安全性高的国债，更有利于中央银行的间接调控。这时候任何一家金融机构与经济实体都离不开金融市场，都需要办理短期证券的融通。然而在目前中央银行公开市场业务的操作还处于尝试性的摸索阶段，仍然需要与中央银行的直接杠杆——信贷总额控制相结合，毕竟银行贷款在企业资金来源中占有较大的比重。在目前货币政策所要达到的目标是如何将货币引导到再生产的过程中去，把人们的储蓄转化为投资，非常需要中央银行运用公开市场业务来活跃债市与股市，为了使这一业务的开展能够健康发展，政府的管理部门必须制定一系列的法规条例来保护投资者的利益，尽量减少投资的风险，严厉打击内幕交易与泄密行为，使投资者有利可图，使中央银行在金融市场上的调控获得成功并逐步积累经验，为其他宏观调控手段的运用创造条件，也为利率杠杆的灵活运用开辟道路。