

# 冲销手段在对外部盈余造成的通货膨胀中的运用

——中国与20世纪90年代东亚、拉美国家的比较\*

靳玉英

(上海财经大学国际工商管理学院, 上海 200433)

**摘要:** 外部盈余通过制造通货膨胀等压力破坏内部经济均衡, 这是发展中国家经济发展过程中普遍要面对的问题。当前我国和90年代初的东亚和拉美国家普遍经历了这一问题的困扰。冲销是应对这类通胀的一个重要措施。本文将我国与90年代初拉美、东亚九个代表性国家进行比较, 这一研究对于发展中国家经济开放过程中外部经济与内部经济失衡的更有效管理具有重要价值。

**关键词:** 冲销; 通货膨胀; 存款准备金; 利率; 政府存款; 公开市场操作

**中图分类号:** F822.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1428(2008)09-0064-065

**Abstract:** External surplus can impose inflation pressure on economy. It is a common issue that most developing countries are confronted. Among all the countermeasures, sterilization has proven to be an effective and popular policy. The article selects ten sample countries to conduct research on their application of sterilization, and finally reaches valuable conclusions. The result is of great significance to all the developing countries.

**Key words:** Sterilization; Inflation; Deposit Reserve; Interest Rate; Governmental Deposit; OMO

内部经济均衡和外部经济均衡是一国宏观经济的两大目标, 前者指物价稳定和充分就业, 后者指国际收支均衡。二者之间相互作用, 一方的不均衡甚至会破坏另一方的均衡。由于现行国际货币体系国际支

付手段的有限性<sup>1</sup>以及国际收支调节责任不对等<sup>2</sup>等原因, 非国际货币的发行国不得不追求国际收支盈余, 甚至出现累积性盈余, 造成大规模的外汇储备。国际收支盈余尤其是激增式盈余往往会给内部经济带

\* 本文是教育部“新世纪优秀人才支持计划”的阶段性成果, 项目号: NCET-05-0433。

收稿日期: 2008-06-23

作者简介: 靳玉英(1973-), 女, 经济学博士, 副教授, 博士生导师, 现供职于上海财经大学国际工商管理学院。

1 在当今国际货币体系下, 国际支付手段依然依赖于美元等少数国际货币(特别提款权等支付手段的作用微乎其微), 一国获取这些国际货币的主要途径依然是国际收支盈余。

2 在当今国际货币体系下, 国际收支不均衡的调节责任基本由赤字方承担, 没有对盈余方调整的有效约束。

来通货膨胀、货币升值以及金融产品价格膨胀等多重压力,这是外部经济失衡破坏内部经济均衡的一个典型方式。

由于发展中国家货币非国际化和对汇率稳定的偏好,外部盈余对于内部经济的以上负面影响在这些国家常有发生。我国经济目前正在承受这一问题的困扰,而早在20世纪90年代初,拉美和东亚国家曾普遍有此经历。80年代后期到90年代初,拉美和东亚许多国家纷纷加大资本与金融账户的开放度,当时这些国家的经济如日中天,出色的经济表现加之开放的资本流动渠道令国际资本蜂拥而至,这些国家的外汇收入激增,国际收支出现逆转,从大规模的赤字转为盈余。与我国不同的是,当时这些国家的外汇收入激增来自资本与金融账户开放后的大规模资本流入<sup>3</sup>,而我国则来自“双顺差”。面对大规模资本流入给内部经济带来的通胀、货币升值以及金融产品价格膨胀等压力,这些国家采取了包括冲销、汇率调整、资本与金融账户管理、财政政策调节在内的一揽子应对措施,这些措施我国也正在运用。

本文选择我国与90年代初拉美、东亚九个代表性国家(泰国、印尼、马来西亚、菲律宾、斯里兰卡、阿根廷、智利、哥伦比亚、墨西哥)<sup>4</sup>,集中讨论冲销手段在各国应对外部盈余产生的通胀压力中的运用,包括各国公开市场操作、存款准备金率、政府存款管理和利率管理四种具体冲销措施的运用、作用机理。本文在分析总结基础上提出相应的政策建议。这一研究对于发展中国家经济开放过程中外部经济失衡与内部经济失衡的更有效管理具有重要价值。

冲销是指通过公开市场操作、存款准备金的调整以及政府将财政储蓄在央行和商业银行间的转移、提高利率等措施削减或抵消央行因外汇储备增加而增加的货币供给。相对其他措施,在货币存量的调节上,冲销措施见效快,涉及的经济利益相对集中,同时手段成熟,因此冲销往往被先行采用。这个特征在当前的我国以及90年代初本文的样本国家普遍存在。

### 一、公开市场操作

为避免汇率大幅度升值以便保持汇率的相对稳

定,央行会在外汇市场上卖出本币买入外币,从而形成外汇占款。公开市场操作是央行冲销外汇占款的重要渠道,央行在公开市场上通过卖出政府债券、发行央行票据或在同业拆借市场上借债,将外汇市场干预形成的货币供给抵消掉。通常央行会在卖光其持有的政府债券后才发行央行票据。之所以有这样的顺序,原因在于发展中国家通常存在投资渠道不足的问题,因此在货币供给增加的阶段债券的回报会上升。央行出售政府债券是对其资产的调整,为央行带来更高收益,而发行央行票据则令央行产生负债,央行要为此支付更高的利息。央行通过出售政府债券冲销外汇占款的空间取决于其持有的政府债券规模,受债券市场不发达和自身财力的约束,发展中国家央行持有的政府债券通常很有限,最终多被迫发行央行票据,将其冲销行为从资产方的调节转移到负债方,并且央行票据的发行规模往往远远大于央行出售的政府债券。可见,面对大的冲销压力,发展中国家不得不更多依赖央行票据的发行。

在90年代初拉美和东亚国家应对资本流入增加造成的外汇占款时,各国普遍采用出售政府债券和发行央行票据的措施,并且在时间上符合前者在后者在后。菲律宾央行还作了个变通,它在自身持有政府债券不足的情况下要求政府发行新债券,并要求其将所得存入央行。这种做法的可行性受制于央行的独立性和政府财政是否实现“硬预算约束”,如果央行和政府独立性强并且财政受“硬预算约束”限制,那么这一做法的空间就很小。除了菲律宾,这一做法未在其他样本国家出现,很可能是这一约束的结果。此外,马来西亚央行还通过在银行同业市场上拆借进行冲销。

对于我国而言,央行持有的政府债券相对外汇占款非常有限,2004年起三年内人民银行为冲销卖光了它在1998年以来积累的所有政府债券。随后,央行转向发行央行票据,2005-2007年三年间通过此手段共回笼资金3万亿。通常,政府债券的出售和央行票据的发行都会导致国内利率的上升,从而使国内外的利差加大,吸引资本内流,增加外汇储备,造成新的外汇占款,央行的公开市场操作压力

3 在本文90年代初拉美、东亚样本国家中,在资本大规模流入的前一年,资本与金融账户处于赤字或少量盈余,随后即出现大规模的资本流入,国际收支出现盈余,同期的经常账户则处于赤字状态。例如,当时阿根廷大规模资本流入发生在1991年,90年时其资本与金融账户为59亿美元的赤字,随后三年则分别为76亿美元、210亿美元、210亿美元的盈余,同期经常账户分别为46亿美元的盈余,7亿美元、56亿美元、82亿美元的赤字。

4 以下称这十个国家为样本国家。

进一步加大。

央行票据销售渠道有限,主要是出售给各大商业银行,带有强制性的行政色彩。考虑到由此加大了银行体系的成本,央行调高了其票据的利率。例如,2007年我国一年期央票利率从2.8%上升到4.06%,上升了126个BP(Basis Point,即0.01%),三年期票据从2.97%上升到4.52%,上升了155个BP,三月期票据则从2.5%上升到3.41%,上升了91个BP。智利也有调高央行票据利率的类似经历。尽管如此,央行票据的回报依然低于银行贷款的回报。与1年期央行票据的回报相比,银行1年期贷款的基准利率要高出3.41个BP。大量央行票据的购买降低了商业银行体系的收益,如果商业银行为弥补损失而追求高风险的资产则会进一步增加银行体系的脆弱性。与此同时,央行票据的发行也给央行带来巨大的利息负担。

## 二、存款准备金率的调高

存款准备金率的调高可以降低货币乘数并减少基础货币,因此货币当局常利用此工具来削弱外汇占款的货币扩张效果。存款准备金是对商业银行流动性的限制,从而限制其对外贷款规模,提高准备金率可以达到减少货币供给的作用。

存款准备金被视为对银行体系“征税”,它使银行体系的部分资金被迫成为低收益的资产,由此会加大银行体系的脆弱性。如果反过来银行以提高贷款利率和降低存款利率的方式将这部分“税负”转移给存款者或贷款者的话,就会减少储蓄、投资以及产出。此外,如果存款准备金制度不能覆盖所有金融机构的话,那么会使借款人转向银行之外的其他金融中介,而对后者的行为货币当局往往难于监管,对银行体系的副作用会更大。如果从国外借款不受限制的话,借款人会更多地借入外债,该国对外的金融风险会加大。

从90年代初东亚和拉美国家应对资本流入造成的货币扩张来看,存款准备金率的调节是最常用的,几乎每个国家都调高了存款准备金(参见表1),但调整的方式与我国有差异,它们多采用少次大幅调整,而我国则采用多次小幅调整。我国在1984年采用存款准备金制度,至今有24年的历史,其间共经历24次调整,其中有18次发生在2004年至今,其间外汇占款成为货币供给的主体<sup>5</sup>。有估计认为2008年我国

的存款准备金率将提高到19%<sup>6</sup>。此外,这些国家调整存款准备金的时间通常晚于公开市场操作和市场利率的调整,而我国对存款准备金率的调整早于对基准利率的调整。显然,我国货币当局将存款准备金率的调高作为冲销的重要手段,对其重视甚至超过公开市场操作。

## 三、政府存款管理

所谓政府存款管理是指官方通过将其在商业银行的存款转移到央行来减少货币供给,从而削弱外汇占款对货币供给的扩张效应。相对存款准备金率的调高,政府将其存款从商业银行向央行的转移,不会对商业银行形成“税负”;而相对公开市场操作,又不会导致短期利率的上升。但从各国的实际来看,此手段并未得到普遍采用。在本文的样本国家中,只有泰国、马来西亚、菲律宾三国直接将政府存款从商业银行转存到央行,印尼则令其国有企业将其存款做了同样的转移。

随着财政收入的不断增加,我国商业银行的政府存款不断增加,近年尤其显著,即便在流动性过剩最严重的2007年前三季度,财政存款余额同比也增长了44%,达2.1万亿元,比年初增加1万亿元,同比多增3527亿元。图1显示的是2004年1月到2008年1月我国政府存款的月度存量。从图中可以看出,除了每年的12月份,政府存款月度存量持续大幅度上升。每年12月份政府存款的大幅度减少是我国收入分配中年终特定支出集中发放的结果。可以推断,我国政府并未利用对政府存款的管理来冲销外汇占款。

对于发展中国家官方而言,在冲销方式的选择上,相对公开市场操作和调高存款准备金率,政府存款从商业银行向央行的转移成本最大,该成本是官方将损失商业银行按照存款利率支付的利息。官方为存款准备金支付的利息低于商业银行存款利率,并且通常会央行票据的利率控制在商业银行存款利率之下。如果将调高存款准备金率、公开市场操作和政府存款管理三个冲销手段按照官方成本排列的话,成本最大的是政府存款管理,其次是公开市场操作,最后是存款准备金的调节。从本文样本国家对这三个工具的实际运用而言,也符合这个成本排序,即最重视存款准备金制度,其次是公开市场操作,政府存款管理却很少使用。

<sup>5</sup> 2006年外汇占款余额占基础货币的比重高达98%,而2001年仅为43%。

<sup>6</sup> 经济参考报,2008年1月16日。



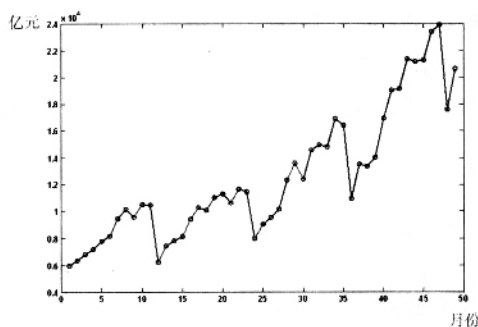


图1 我国政府存款

四、利率调整

利率的提高会加大信贷成本，降低信贷规模，达到紧缩货币的作用。面对通货膨胀压力，央行通常会提高利率。本文选择的90年代初拉美和东亚样本国家，在其对外汇占款进行冲销的过程中，除了泰国和智利，其他国家都未提高利率。主要原因是这些国家当时的资本与金融账户的开放度都很高，如果再提高利率，资本会更多流入，外汇占款会进一步增加，因此这些国家未普遍提高利率。泰国和智利也只是小幅提高了贴现率。

由于我国未开放资本与金融账户，因此应对通胀压力时利率工具的使用空间相对要大得多。我国于2007年初起先后六次上调人民币存贷款基准利率，对利率的调整迟于公开市场操作，也迟于法定存款准备金率的调整。之所以如此，也是担心利率上调后更多非法资本借已开放项目流入，从而加重已有的流动性。可见，资本与金融账户的开放会削弱一国利率工具。

五、冲销措施运作的启示

公开市场操作、存款准备金、政府存款管理、利率调整，这些都是冲销的手段，以上就这些手段在90年代初东亚、拉美样本国家和在我国当前的运用进行了比较，得出一些共性的特征：

1、冲销的运用空间有限，难以根治持续性国际收支盈余带来的货币扩张。

从各样本国家货币存量的变化来看，冲销只能在短期有效，无法应对持续性外部盈余造成的货币供给持续增加及因此而产生的通货膨胀压力。以冲销手段运用最为全面的泰国为例(参见表1)，其冲销行为集中在1988年-1993年，其间该国的货币供给增长率分别为18%、26%、27%、20%、16%和18%，冲销最终基本使货币供给达到大规模资本流入之前的水平。大规模的资本流动一直持续到1996年，但1994年起泰国很少使用冲销手段。这一特点在其他样本国家普遍存在，一定程度上可以说明冲销在短期有效，但因其

带来的官方成本等原因，不能长时间使用，因此难以根治持续性国际收支盈余带来的货币扩张。这一点在我国尤其显著。

表1 样本国家冲销措施的运用

国家	冲销					汇率			资本出入管理		财政
	公开市场操作		存款准备金调整	政府存款管理	利率调整	调整中心平价(升值)	法定波动区间加大	汇率实际变化加大	限制资本流入	放松资本流出	紧缩
	①	②	③		④	⑤					
我国	Y	Y		Y	Y	Y		Y	Y		Y
泰国				Y	Y			Y			Y
马来西亚	Y	Y	Y	Y	Y			Y	Y	Y	Y
印尼	Y			Y	Y			Y			
菲律宾	Y	Y		Y	Y			Y			Y
斯里兰卡	Y	Y		Y				Y			Y
阿根廷				Y							
智利				Y	Y	Y	Y		Y	Y	Y
哥伦比亚				Y			Y	Y	Y	Y	Y
墨西哥	Y			Y				Y		Y	Y

代表卖出政府债券，代表发行央行票据，代表央行在银行同业市场拆借，代表贴现率或基准利率，代表央行票据利率

上角标1的含义是指除提高贴现率，央行还限制商业银行使用其他再融资渠道。

上角标2代表的具体做法是政府要求国有企业将其银行存款转为央行票据。

上角标3代表的具体做法是菲律宾央行在其所持政府债券不足的情况下要求政府发行新的债券，并将所得存入央行。

2、在应对由外汇占款造成的货币扩张时，利率手段受到约束。

无论冲销的具体手段如何，出发点都是减少货币供给，供求原理决定利率会上升。如果内部的经济扩张是由外部盈余造成的，那么冲销带来的利率上升将令外部盈余进一步严重，这就决定了如果货币扩张来自外部，那么冲销不是解决这一扩张的根本手段。本文所有样本国家的经历都支持这一点。例如，2008年我国央行继续重视存款准备金率的调高和央行票据的发行，却将利率的目标设定为保持稳定，这意味着我国会进一步淡化利率在冲销中的作用。

3、冲销手段要多样化，避免冲销成本在经济领域上过分集中。

在冲销手段的运用上，我国存在手段单一、成本集中的问题。具体而言，我国冲销手段主要依赖存款准备金率的调整、央行票据的发行，利率手段运用不多，政府存款管理手段和央行在银行同业市场上的拆借等手段未被利用。这样的冲销方式，其成本主要集中在商业银行体系，会加大其经营风险

和脆弱性。在本文选择的样本国家中,很少有国家像我国这样高度依赖调高存款准备金率和发行央行票据进行冲销。

图2显示的是2004年1月至2008年1月间我国金融机构有价证券占其资金运用的比例,该比例的变化一定程度上反映了存款准备金率的提高和央行票据的增持是否增强了金融机构对高风险高收益项目的偏好。图中显示这个比例是在不断提高的。这一定程度上可以说明,以上措施导致了金融机构追求高风险高收益项目。图3显示的是同期我国金融机构外债在其资金来源中的比例变化情况。显然,在2007年之前这个比例在不断大幅度提高,2007年之后之所以有所下降,是因为此时政府下令金融机构调减短期外债。可见,存款准备金率的提高和央行票据的增持会增加我国金融体系的风险和脆弱性。

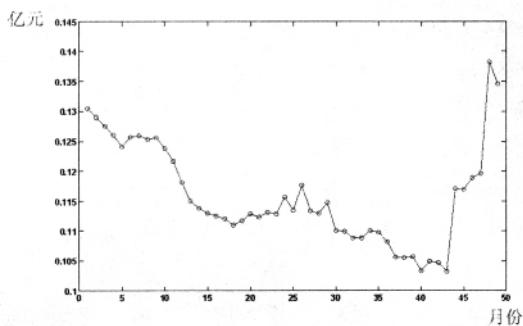


图2 我国金融机构有价证券占其资金运用的比例

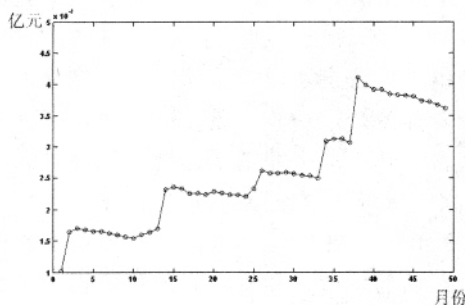


图3 我国金融机构外债占其资金来源的比例

从现有官方政策的取向上看,过于依赖存款准备金和央行票据的冲销策略还将延续下去。例如,央行在4月25日起又一次上调存款类金融机构人民币存

款准备金率<sup>7</sup>,4月17日央行再发千亿央行票据,同时将利率目标定位为基本稳定,表明央行不将利率作为冲销的重要手段。本文认为,这种单一的冲销措施是不合理的,孕育着巨大的金融风险。应拓宽冲销的手段,至少政府存款管理、央行在银行同业市场的拆借都是可行的。我国有巨大的政府存款,应将政府存款从商业银行向央行的转移作为一个重要的冲销措施。印尼政府要求国有企业将其银行存款转为央行票据的做法值得我国借鉴。我国应针对电信等国有垄断行业效仿印尼的做法。

参考文献:

[1]干杏娣等.我国央行外汇干预有效性的事件分析研究.金融研究,2007;9

[2]靳玉英,万超.人民币压力指数的动态演变和释放效果研究.工作论文,2008年

[3]刘荣茂等.人民币汇率波动对我国国际收支调节的有效性分析.金融研究,2007;4

[4]徐丹丹.化解我国当前流动性过剩问题的路径选择.金融研究,2007;12

[5]余永定.当前中国宏观经济的新挑战,国际经济评论,2007;5

[6]余永定,中国宏观经济面临的十个问题,国际经济评论,2008;1

[7]Calvo, Guillermo, 1991, The Perils of Sterilization, IMF staff Paper 38, December, 921- 926

[8]Carmen M Reinhart and Vincent R Reinhart, 1997, On the Use of Reserve Requirements to Deal with the Capital Flow Problem, University of Maryland Working Paper

[9]Carmen M Reinhart and Vincent R Reinhart, 1998, Some Lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows, in Capital Flows and Financial Crises, M Kahler, ed., New York: Council on Foreign Relations, p. 93- 127

[10]Carmen M Reinhart and Vincent R Reinhart, 2008, Capital Inflows and Reserve Accumulation: the Resent Evidence, NBER Working Paper No.13842

(责任编辑:邵欢)

7月6日央行宣布再次将存款准备金率上调1个百分点。