

基于资产负债表的央行调控能力分析*

王国刚

[摘要]本文通过对中、美、日和欧四国和地区的中央银行资产负债表分析,揭示了它们在负债结构、资产结构等方面的特点,分别指出了中国人民银行在负债结构和资产结构方面的缺陷,这些缺陷引致了其调控能力的不断降低。要避免资产负债关系的进一步恶化,中国人民银行的资产负债表必须予以调整完善,具体措施包括:逐步提高“发行货币”占“储备货币”和总负债的比重,降低“金融性公司存款”和“发行债券”的比重;细化“其他负债”;增加“货币资产”科目;逐步降低“外汇资产”的数量及其占总资产中的比例;细化“对其他存款性公司债权”和“对其他金融性公司债权”,增大在这些科目的资产配置数量。

关键词:资产负债表 央行 调控能力

JEL 分类号:E52 E58

中央银行(以下简称“央行”)的资产负债表反映着央行的资金来源和资金在各种金融资产中配置,它既是实施货币政策的结果,也是进一步实施货币政策的基础,因此,分析资产负债表的科目设置、结构变化、规模调整和资产负债走势,有利于探究央行实施货币政策的取向、能力、举措和动向。从相关国家的央行资产负债表对比中可以看到,中国人民银行的货币政策调控能力较弱,措施较少,效果也常常不能如意。

一、中外央行资产负债表的科目设置分析

表 1 中国人民银行资产负债表(科目设置)

总资产	总负债
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	金融性公司存款
其他国外资产	其他存款性公司
对政府债权	其他金融性公司
其中:中央政府	不计入储备货币的金融性公司存款
对其他存款性公司债权	发行债券
对其他金融性公司债权	国外负债
对非金融性公司债权	政府存款
其他资产	自有资金
	其他负债

资料来源:根据中国人民银行 2008 年《货币当局及资产负债表》资料整理。

中国人民银行的资产负债表科目设置如表 1 所示,从中可以看出:第一,在右列的“总负债”之下共有 7 个二级科目,它表明了中国人民银行的各项资金来源。其中,“储备货币”由“货币发行”和“金融性公司存款”两项构成,“金融性公司存款”包括“其他存款性公司”和“其他金融性公司”两项。与经营性公司(如商业银行、实体经济中的各类公司等)资产负债表的右列相比,它没有将右列分为“负债”和“所有者权益”两个二级科目;在“负债”之下没有按照负债的期限结构细分为“流动负债”和“长期负债”等科目;虽有“自有资金”科目,但没有“所有者权益”的专项及

* 王国刚,中国社会科学院金融研究所副所长,研究员,博士生导师,经济学博士。本文系国家社科基金重点课题“分离生产性投资与非生产性投资走出资金流动性过剩”(课题编号 08AJY006)的研究成果。

其细分科目,这与央行的非经营特性相吻合。因此,总的来看,中国人民银行资产负债表的右列各栏设置比较简略。第二,在左列的“总资产”之下共有6个二级科目,它既表明了中国人民银行的各项资产配置格局,也表明了中国人民银行实施货币政策的资金配置能力。尤其是“对其他存款性公司债权”、“对其他金融性公司债权”两栏反映了中国人民银行在资金配置过程中,对存贷款金融机构和其他金融机构的影响能力。与经营性公司(如商业银行、实体经济中的各类公司等)资产负债表的左列相比,它没有将左列分为“流动资产”、“长期投资”、“固定资产”和“无形资产及其他资产”等二级科目;尤其是没有属于自己的“固定资产”和“无形资产”,这反映了中国人民银行的这些财产属于政府所有的特性。

表2 美联储资产负债表(科目设置)

总资产	总负债
黄金与外汇储备	存款机构的准备金
SDR	商业银行库存现金
财政货币	支票存款与现金
应收款	联邦政府
对国内银行的贷款	国外
证券回购	流通中的现金
信贷市场工具	其他项
票据	股权
联邦债券	其他
机构债	
银行贷款	
误差	

资料来源:根据美联储网站资料整理。

表3 日本银行资产负债表(科目设置)

总资产	总负债
黄金	货币发行
现金	现金存款
回购协议(未来收款方)	其他存款
政府债券	政府存款
财政债与金融债	回购协议(未来付款方)
融资债券	已出售票据
长期政府债	其他负债
贷款与贴现	准备金
票据贴现	资本
贷款	特别储备
33条款	
38条款	
存款保险公司	
外汇资产	
在其他机构的存款	
其他资产	

资料来源:根据日本银行网站资料整理。

表2所示是美联储的资产负债表科目设置,其中右列有4个科目,比表1所示科目少3个;左列有8个科目,比表1所示科目多2个。它反映了美联储的资金来源和资金配置活动与中国人民银行的差别。将表1与表2对比来看:第一,在资金来源方面,美联储的科目与中国人民银行大致相同,主要由“流通中的现金”(即“货币发行”)、商业银行存款和政府存款等构成。不同的是,在美联储中负债科目上有着“商业银行库存现金”,在中国人民银行的负债中没有此项(在中国金融运行中,为了满足营业兑付的需要,各家存贷款金融机构的相当一部分库存现金分别自己掌控,并不直接存入央行);同时,在中国人民银行的负债科目中有“发行债券”,而美联储没有这一项。另一方面,在美联储资金来源中有着“股权”,这反映了美联储的资本是由12家国民银行提供的,并非由政府财政提供。第二,在资产(即资金使用)方面,与中国人民银行相同,美联储也有外汇资产(包括“黄金与外汇储备”和“SDR”)和对金融机构的债权(包括“应收款”和“对国内银行的贷款”等),不同的是,在美联储资产中包括了“财政货币”、“证券回购”和“信贷市场工具”等科目,它突出反映了美联储通过运用货币政策(包括公开市场业务)对金融机构和金融市场的影 响能力。第三,在美联储的资产方面有一个特别科目“误差”,这是其他国家央行资产负债表和其他类型资产负债表所没有的。

表3所示是日本银行的资产负债表科目设置,其中负债方有10个二级科目,资

产方有 8 个二级科目,分别比中国人民银行多 3 个和 1 个二级科目,它反映了日本银行资金来源与资金使用的特点。将表 3 与表 1 对比可以看到:第一,日本银行的负债除了由“货币发行”、“准备金”、“政府存款”和“其他存款”等构成外,还有“现金存款”、“回购协议”和“已出售票据”等构成。其中,“现金存款”和“回购协议”是中国人民银行科目中没有的,“已出售票据”相当于中国人民银行的“发行债券”。第二,日本银行的资产除了由“黄金”、“外汇资产”、“贷款与贴现”和“政府债券”等外,还有“现金”、“回购协议”和“在其他机构的存款”等科目,而中国人民银行则没有这些科目。

表 4 欧洲央行资产负债表(科目设置)

总资产	总负债
黄金	流通中的货币
对非欧元区居民的外币债权	欧元区信贷机构存款
从 IMF 应收款	现金账户
在欧元区外的存款和证券投资	存款资金
对居民的外币债权	定期存款
对非居民的欧元债权	周转准备金
对非居民的贷款和证券投资	保证金存款
ERM 下的同业信贷	欧元区信贷机构的其他负债
对欧元区信贷机构的贷款	负债凭证发行
主要再贷款	对其他欧元区居民的欧元负债
长期再贷款	对其他欧元区居民(政府)的欧元负债
周转准备金	对其他欧元区居民(其他)的欧元负债
结构性准备金	对非欧元区居民的欧元负债
保证金放贷	对居民的外币债务
偿还保证金的信贷	对非居民的外币债务
对其他欧元区信贷机构债权	非居民的存款债务
对欧元区居民发行的有价证券	非居民的信贷资金
欧元区区内政府债务	SDRs 的对应配额
其他资产	其他负债
	重估账户
	资本和储备

资料来源:根据欧洲央行网站资料整理。

表 4 所示是欧洲央行资产负债表的科目设置,与前 3 个表格相比,它的二级科目是最多的,这反映了欧洲央行操作的复杂程度。其中,负债方二级科目有 11 个,资产方二级科目有 9 个。将表 4 与表 1 对比可以发现,在负债科目中,欧洲央行比中国人民银行要复杂得多,不仅有“欧元区信贷机构存款”、“负债凭证发行”和“对其他欧元区居民的欧元负债”等,而且有“对非欧元区居民的欧元负债”、“对居民的外币债务”、“对非居民的外币债务”和“SDRs 的对应配额”等,它反映了欧洲央行资金来源的复杂结构。但值得注意的是,欧洲央行负债的二级科目中没有“准备金”,这反映了调整法定存款准备金率这一央行货币政策工具的缺失。在资产科目中,与中国人民银行相同,欧洲央行也没有“现金”(或“货币资产”)科目。它的资产科目主要分为“对非欧元区居民的外币债权”、“对居民的外币债权”、“对非居民的欧元债权”、“对欧元区信贷机构的贷款”和“对其他欧元区信贷机构债权”等二级科目,这体现了欧洲央行的资产分布结构和运用资产贯彻货币政策展开宏观调控的空间。但欧洲央行的资产科目中没有专设“国外资产”(或“外汇资产”),这是很有特色的。

各国央行资产负债表科目设置的差别,虽然反映了货币政策在实施中的差异,但仅停留于资产负债表的科目设置,缺乏各科目的数据分析,还不能具体把握各国货币政策实施中的差异,因

此,有必要引入相关年份的数据予以进一步探讨。

二、中外央行资产负债表中的负债分析

央行负债数额和负债结构的变化是反映央行货币政策取向和调控结果的一个主要方面。例如,在实行从松的货币政策条件下,央行负债中的“货币发行”将加大、“存贷款金融机构的存款”将减少;反之,在实行从紧的货币政策条件下,央行负债中的“货币发行”将减少、“存贷款金融机构的存款”将增加。因此,分析央行的负债状况变化,有利于分析货币政策的走势和央行的调控能力高低。

表 5 中国人民银行负债结构(1999~2008) 单位:亿元

科目	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
储备货币	33620.00	36491.48	39851.73	45138.18	52841.36	58856.11	64343.13	77757.83	101545.40	129222.33
货币发行	15069.80	15938.31	16868.71	18589.1	21240.48	23104.00	25853.97	29138.70	32971.58	37115.76
金融性公司存款	14728.5	16019.03	17089.13	19138.35	22558.04	35672.79	38391.25	48459.26	68415.86	92106.57
准备金存款	14200.7	16019.03	17089.13							
不计入储备货币的金融性公司存款	3821.8	4534.14	5893.89	7410.73	9042.84	79.32	97.91	159.87	157.96	591.20
发行债券	118.9			1487.5	3031.55	11079.01	20296.00	29740.58	34469.13	45779.83
国外负债				423.06	482.58	562.28	641.57	926.33	947.28	732.59
政府存款	1785.5	3100.38	2850.49	3085.43	4954.71	5832.22	7527.23	10210.65	17121.10	16963.84
自有资金	366.8	356.75	355.21	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75
其他负债	-541.4	-553.25	-516.79	753.66	474.11	2105.96	10648.33	9719.55	14837.14	13586.45
总负债	39171.6	43929.5	48434.53	51107.58	62004.06	78655.33	103676.01	128574.69	169139.80	207095.99

资料来源:中国人民银行网站。其中,2002年以后,“准备金存款”不再单列,它并入了“金融性公司存款”;2008年起,删除原报表项目“非金融性公司存款”及其子项“活期存款”,增设“不计入储备货币的金融性公司存款”,所以,1999~2007年的“不计入储备货币的金融性公司存款”实为“非金融机构存款”;1999~2001的“总负债”根据对应科目计算得出。

表 5 选列了中国人民银行 1999~2008 的 10 年间负债结构数据,从中可以看到:第一,在这 10 年间,中国人民银行的总负债从 39171.6 亿元增加到了 207095.99 亿元,增长了 428.69%。其中,“储备货币”从 33629 亿元增加到 129222.33 亿元,增长了 284.36%,但引致“储备货币”快速增长的主要成因不是“货币发行”。“货币发行”的数额从 1999 年的 15069.8 亿元增加到 2008 年的 37115.76 亿元,增长了 146.29%;但它在“储备货币”中的比重却从 1999 年的 44.82%降低到 2008 年的 28.72%,与此对应,它在“总负债”中的比重也从 1999 年的 38.47%降低到 17.92%。“储备货币”快速增长的主要成因是“金融性公司存款”,它从 1999 年的 14728.5 亿元增加到 2008 年的 92106.57 亿元,增长了 525.36%,由此,在直接关系上可以判定,这 10 年间,中国人民银行主要不是通过“货币发行”来调整债务性资金和贯彻货币政策意图,而是通过“金融性公司存款”从金融运行中获得资金,因此,货币政策不属于从松范畴。再具体一点看,2000~2008 年的 9 年间“储备货币”年增长率及其“货币发行”年增长率和“金融性公司存款”年增长率如图 1 所示,除 2005 年外,“金融性公司存款”增长率均高于“货币发行”增长率,尤其是 2004、2006、2007 和 2008 等 4 年中,“金融性公司存款”的增长率都在 26%以上,由此,推动了“储备货币”的高增长。在“储备货币”中,

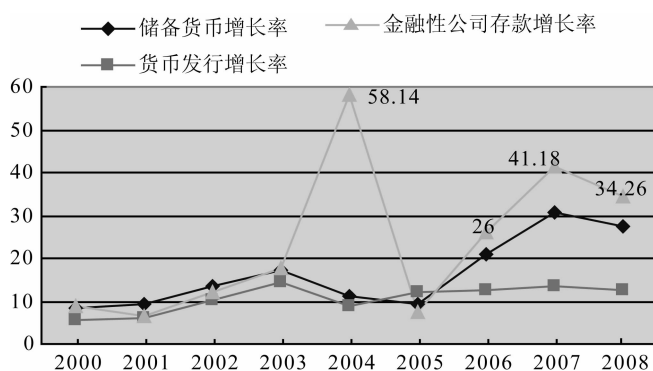


图1 储备货币及其子项增长率(2000~2008)

资料来源:中国人民银行网站

“货币发行”的增减意味着货币政策的松紧,而“金融性公司存款”的增减则意味着货币政策的紧松,二者的货币政策取向和效应是相反的。就此而言,2004年以后的货币政策属于从紧范畴。这似乎与2004年以后中国人民银行连续20次提高法定存款准备金率和9次提高存贷款利率的从紧政策取向是一致的,但也有矛盾之处,既然通过提高法定存款准备金率来收紧存贷款金融机构的资金(从而增加了中国人民银行的“金融性公司存款”数额),那么,为什么“货币发行”在2005~2008的4年间也呈10%以上的高增长?由此,货币政策是紧还是松,就不容易说清了。第二,在中国人民银行的总负债中“发行债券”和“政府存款”呈快速增长趋势。其中,“发行债券”从1999年的118.9亿元增长到2008年的45779.83亿元(增长了384倍),“政府存款”从1999年的1785.5亿元增长到2008年的16963.84亿元(增长了8.5倍),它们的增长率都远远超过了“货币发行”和“金融性公司存款”的增长率,由此,一方面成为中国人民银行负债资金的重要来源(从而成为实施货币政策的重要基础),另一方面,降低了“储备货币”在中国人民银行总负债中的比重(1999年为85.83%,2008年降低到62.40%)。由于债券发行中市场机制发挥着重要作用(多年来屡屡发生中国人民银行发行债券的流标事件),而且中国人民银行难以掌控政府存款的数额,所以,这些资金在总负债中的比重上升,意味着中国人民银行掌控资金能力有所弱化。“自有资金”在1999年以后连续3年减少并在2002年以后持续不变的态势也反映了这种掌控资金能力弱化的态势。第三,“其他负债”从对中国人民银行总负债的减项(即负数)转为在总负债中占有重要地位,2007年所占比重达到8.77%。这意味着,在金融性公司存款和发行债券之外,中国人民银行对其他负债的资金来源依赖程度提高了,它将影响货币政策的选择。

表6 美联储负债结构(1952~2008)

单位:10亿美元

科目	1952	1960	1970	1980	1990	2000	2007.6	2007.12	2008.6	2008.9	2008.12
存款机构的准备金	20.0	17.1	24.2	27.5	38.7	19.0	17.3	20.8	33.5	222.1	860.0
商业银行库存现金	2.8	3.3	7.0	19.8	32.6	44.4	43.5	55.0	45.7	48.0	55.6
支票存款与现金	29.9	30.6	52.0	121.5	264.4	556.4	774.6	792.1	786.3	1149.3	1222.4
联邦政府	1.7	0.9	1.6	3.5	9.5	5.6	5.0	16.4	5.3	332.7	365.7
国外	0.6	0.2	0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	1.4
流通中的现金	27.7	29.5	50.0	117.5	254.4	549.3	769.3	773.9	780.7	790.3	834.3
其他项	0.5	0.7	2.2	3.8	4.2	9.3	19.3	21.0	21.3	22.2	23.1
股权	0.3	0.4	0.7	1.2	2.4	7.0	16.1	18.5	19.9	20.3	21.1
其他	0.3	0.3	1.5	2.6	1.8	2.3	3.2	2.5	1.5	1.9	2.0
总负债	53.1	51.8	85.4	172.5	339.9	629.1	887.0	932.8	930.6	1519.5	2249.5

资料来源:根据美联储网站资料整理。

表 6 选列了美联储从 1952~2008 的 57 年负债结构数据,从中可以看到:第一,“支票存款与现金”占总负债比重最高,1952 年为 56.3%,2000 年为 88.44%,2008 年为 54.34%。在 2008 年 9 月金融危机爆发之前的 50 年多时间内,“支票存款与现金”项下“流通中的现金”(即“货币发行”)始终独占鳌头,1952 年为 90.97%,2000 年为 98.72%,2008 年 6 月为 99.28%。“流通中的现金”占总负债的比重,1952 年为 52.17%,2000 年为 87.32%,2008 年 6 月为 83.89%。这表明,在金融危机之前的 50 多年中,就负债而言,美联储的货币政策调控主要依靠的是货币发行机制。另一方面,“支票存款与现金”项下“联邦政府”提供的资金,在 2008 年 9 月金融危机爆发之前始终不大且比重持续降低(1952 年为 5.69%,2000 年为 1.01%,2008 年 6 月底为 0.67%),但在金融危机爆发后,这一科目的资金突发性增大,它在“支票存款与现金”中的比重也急速提高到 16.26%。这反映了在抵御金融危机过程中联邦政府对美联储的支持力度。第二,“存款机构准备金”的数额,在 2007 年 12 月底之前虽有增减但总体变化不大,它在美联储总负债中所占比重大幅下降,1952 年为 37.67%,2000 年为 3.02%,2007 年底为 2.23%;但在金融危机爆发后有了明显提高,2008 年底突升到 38.23%。这一方面反映了在 2007 年底之前,美国商业银行体系中并不存在资金过剩(因此,那种认为 2007 年之前存在全球“流动性过剩”的说法,是不符合美国实践的);另一方面反映了在金融危机背景下,美国大量商业银行惜贷并将“过剩”资金转存于美联储的现实(这是引致“流动性陷阱”发生的一个主要成因)。第三,在金融危机爆发之前,美联储的负债结构虽然每年有所变化,但它主要由“流通中的现金”增加所引致,其他科目变动不大,所以,尽管在 50 多年里美国经济经历了一系列巨大调整(其中包括布雷顿森林体系瓦解、美元与黄金脱钩),但美联储的负债结构总体上保持了稳定格局。

表 7 日本银行负债结构(1998~2009.4)

单位:10 亿日元

科目	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009.4
货币发行	55864.8	63397.2	75471.8	77956.4	79836.7	81277.7	81478.3	78334.1
现金存款	4378.0	6827.0	19562.5	33178.4	10412.5	10123.3	15192.3	13765.1
其他存款	61.5	21.8	1375.6	572.7	22.7	26.7	11822.4	3885.2
政府存款	516.9	9382.7	6331.0	4546.2	4139.0	2872.8	3509.3	3070.3
回购协议 (未来付款方)			14525.1	22156.5	15049.8	10475.4	4054.2	9044.3
已出售票据	19585.6	2806.9	1701.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	772.9	1599.5	1021.9	849.1	418.0	700.7	872.4	857.4
准备金	2898.1	2501.2	2732.0	2784.8	3120.8	3224.3	3226.5	3226.5
资本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
特别储备	2132.6	2265.3	2404.7	2502.2	2543.8	2582.9	2614.9	2614.9
总负债	91238.2	106796.2	125126.3	144546.7	115543.6	111284.4	122770.8	114798.3

资料来源:根据日本银行网站资料整理。

表 7 选列了日本银行从 1998~2009.4 的 11 年负债结构数据,从中可以看到:第一,在这 10 多年历史中,“货币发行”始终是日本银行总负债的主要来源,它的比重在 1998 年为 61.23%,2007 年上升到 73.04%,2008 年虽然下降到 66.37%,但仍处于高位。因此,可以判定,就总负债而言,日本银行的货币政策调控主要依靠的是调节货币发行数量(这与美联储相似)。第二,“现金存款”是日本银行总负债的重要来源,它所占比重从 1998 年的 4.80%逐步上升到 2008 年的 12.38%;但增长最快的应属“其他存款”,1998~2008 的 11 年间增长了 191.23 倍,它在总负债中比重从微乎其微的 0.067%上升到举足轻重的 9.63%。另一方面,2001 年 4 月以后,日本银行开始利用“回购协议”

获得负债资金以抵补“已出售票据”的减少,但在2003年3月“已出售票据”为0以后,“回购协议”的数额也呈逐年减少走势,转而替代的是“货币发行”增加。这反映了日本银行从商业银行等金融机构中获得债务性资金的主要机制,已经从借用证券机制转向了利用存款机制,由此,货币政策的独立性得到增强,货币政策操作机制趋于成熟。第三,在这11年中“准备金”的数额变化不大,它在总负债中的比重从1998年的3.18%降低到2008年的2.63%,因此,在这11年的货币政策调控中,日本银行较少运用准备金机制来调整债务性资金数量。

表8 欧洲央行负债结构(1998~2009.4)

单位:10亿欧元

科目	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009.4
流通中的货币	341.7	371.4	374.6	501.3	628.2	678.6	762.9	752.7
欧元区信贷机构存款	87.3	124.6	129.3	138.7	174.1	376.5	492.3	280.4
现金账户	84.4	124.4	129.1	138.6	173.5	223.2	291.7	249.1
存款资金	1.0	0.2	0.2	0.1	0.6	1.9	200.5	31.1
定期存款	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	150.0	0.0	0.0
周转准备金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
保证金存款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	0.1	0.2
欧元区信贷机构的其他负债		0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4
负债凭证发行	13.8	3.8	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
对其他欧元区居民的欧元负债	61.5	57.0	55.1	42.2	53.4	44.8	91.3	152.3
对其他欧元区居民(政府)的欧元负债	58.6	53.4	49.4	37.0	45.5	36.9	82.3	143.9
对其他欧元区居民(其他)的欧元负债	2.9	3.7	5.2	6.2	8.2	7.8	8.1	8.4
对非欧元区居民的欧元负债	10.0	10.8	8.8	10.9	16.6	45.5	293.6	184.2
对居民的外币债务	0.6	0.8	1.2	0.2	0.1	2.4	5.7	1.7
对非居民的外币债务	3.3	12.4	20.1	10.7	12.6	16.2	10.3	10.6
非居民的存款债务	3.3	12.4	20.1	10.7	12.6	16.2	10.3	10.6
非居民的信贷资金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
SDRs的对应配额	5.8	6.7	6.6	5.6	5.6	5.4	5.4	5.6
其他负债	60.7	73.5	64.1	51.4	73.8	131.4	167.4	160.4
重估账户	59.9	117.7	106.3	64.8	122.0	131.1	175.7	203.0
资本和储备	52.6	56.1	64.4	58.2	64.6	68.9	71.6	72.8
总负债	697.2	835.1	832.6	884.2	1151.0	1500.8	2076.7	1824.0

资料来源:根据欧洲央行网站资料整理。

表8选列了欧洲央行从1998~2009.4的11年负债结构数据,从中可以看到:第一,与美日相近,“流通中的货币”是欧洲央行债务性资金的主要来源,它占总负债的比重1998年为49.01%,2006年上升到54.58%,2008年降低到36.74%。这反映欧洲央行主要通过货币发行来调整总负债数量。第二,“欧元区信贷机构存款”是欧洲央行负债的重要来源,1998~2008的11年间持续增加,它在总负债中的比重从12.52%上升到23.71%。2008年8月“欧元区信贷机构存款”为2043亿欧元,但在9月份美国引发了全球金融危机以后,它在10月份猛然增加到了4589亿欧元,12月份又增加到4923亿欧元。这反映了面对金融危机,商业银行体系惜贷的倾向和步入流动性陷阱的选择。但到2009年4月,这一数字从高位快速下降,表明了欧元区商业银行体系受金融危机冲击的程度逐步减缓,信贷机构将更多资金用于放贷(而不是存入央行),由此,促进着经济复苏。第三,欧洲央行并非主权国家的央行,按理说,要获得政府债务是不容易的,但在欧洲央行的负债中却有着

对欧元区政府的债务。虽然在 1998~2007 的 10 年间,这一负债数额逐年有所减少,但在次贷危机尤其是金融危机的背景下,从 2008 年 1 月起,它就急速增大。2008 年 10 月,猛然从 9 月的 623 亿欧元增加到 1094 亿欧元,到 2009 年 4 月已达 1523 亿欧元。这不仅反映了欧洲央行的货币政策得到了欧元区各国政府的积极支持,而且反映了欧元区各国的协调行动。第四,“对非欧元区居民的欧元负债”(以及“对非居民的外币债务”)是欧洲央行具有特色的科目。按理说,各国央行的负债资金来源于本国居民,但欧洲央行的一部分负债资金却来自于非居民。“对非欧元区居民的欧元负债”不仅有着逐年增大的趋势,而且在 2008 年 9 月以后的金融危机中突然扩大(2008 年 8 月为 801 亿欧元,10 月达到 3034 亿欧元)。这意味着,欧洲央行的货币政策受到了这些非居民的约束。第五,“重估账户”也是欧洲央行具有特色的科目,它在总负债中的比重虽然从 1998 年的 8.59% 降低到 8.46%(到 2009 年 4 月又上升到 11.13%),但总的来说,呈现出绝对额逐年增加而比例数变化不大的趋势。

从上述分析中可以看到,在负债结构方面,中国人民银行与美、日、欧等央行有着两个主要差别:其一,“货币发行”在总负债中所占比重过低(且有着进一步降低的趋势)。从理论上说,货币发行是央行的专有权,也是央行资金的主体来源。就央行的总负债而言,货币政策各项工具(如货币发行量、法定存款准备金率、利率、再贷款和再贴现以及公开市场业务等)最终都将落实到货币发行量的调整。“货币发行”在总负债中所占比重过低,意味着中国人民银行在落实货币政策(不论从松还是从紧)过程中,可自主选择的余地相当有限,由此,货币政策的实施结果可能时常偏离于货币政策意图。为了弥补货币发行量较少的缺陷,中国人民银行选择了大幅增加“金融性公司存款”和“发行债券”的替代方案,这虽然解决了负债资金的数量困难,但也引致两方面问题的发生:一是通过这些科目所获得的债务资金,不仅需要支付较高的利息(中国人民银行每年应支付的利息在 2000 亿元以上),而且在很大程度上运用了行政机制,这既不利于推进货币政策间接调控体系的完善,也不利于切断央行与商业银行之间的行政纽带,保障央行货币政策的独立性。其二,中国人民银行的总负债增长率和总负债规模明显大于美、日、欧。这种总负债规模扩大和高增长率主要不是建立在货币发行基础上的,而是运用金融手段的结果。从这个意义上说,中国人民银行贯彻实施的,与其说是货币政策,不如说是金融政策,即通过与存贷款金融机构之间的账户资金转换来增大负债资金(从而可操作资金)的数量。值得一提的是,按照汇率折算,中国的经济规模明显小于美国,但中国人民银行的总负债却明显大于美联储。2008 年中国人民银行的总负债 207095.99 亿元(大致为 30321.5 亿美元),但同期美联储的总负债仅为 22495 亿美元;同时,在总负债数额与 GDP 数额的对比中,中国人民银行位居高位,2008 年为 68.88%,而美联储仅为 15.84%。将这些数据带入中国人民银行的总负债结构的分析中,可以进一步看出,中国人民银行资金来源的窘迫状况和可继续扩展的有限程度。

三、中外央行资产负债表中的资产分析

“负债”记录着央行的资金来源,“资产”则记录着这些资金的使用去向和配置格局,“资产=负债”表明央行获得的资金应全额在“资产”中使用和体现。如果说负债方反映着央行通过承担债务的方式来实施货币政策、影响商业银行等金融机构和金融市场的资金数量和流向,那么,资产方则反映着央行通过行使债权的方式来贯彻货币政策意图、调控商业银行等金融机构和金融市场的货币数量。显然,分析资产结构是分析央行贯彻货币政策能力的另一个主要方面。

表 9 列示了中国人民银行从 1999~2008 的 10 年间资产结构状况,从中可以看出:第一,资产总额快速增长。10 年间中国人民银行的资产总额 35349.8 亿元增加到 207095.99 亿元,增长了

表9 中国人民银行央行资产结构(1999~2008)

单位:亿元

科目	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
国外资产	14458.50	15582.80	19860.40	23242.85	31141.85	46960.13	63339.16	85772.64	124825.18	162543.52
外汇	14061.40	14814.52	18850.19	22107.39	29841.80	45939.99	62139.96	84360.81	115168.71	149624.26
货币黄金	12.0	12.00	256.00	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24
其他国外资产	385.1	756.28	754.21	798.22	962.81	682.90	861.96	1074.59	9319.23	12582.02
对政府债权	1582.8	1582.80	2821.33	2863.79	2901.02	2969.62	2892.43	2856.41	16317.71	16195.99
其中:中央政府				2863.79	2901.02	2969.62	2892.43	2856.41	16317.71	16195.99
对其他存款性公司债权	15373.9	13519.19	11311.60	12287.64	11982.81	10424.2	12692.01	6516.71	7862.80	8432.50
对其他金融性公司债权	3833.1	8600.37	8547.31	7240.27	7255.95	8865.09	13226.11	21949.75	12972.34	11852.66
对非金融性公司债权	101.5	110.20		206.74	206.25	136.25	66.73	66.34	63.59	44.12
其他资产				5266.29	8516.19	9300.05	11459.57	11412.84	7098.18	8027.20
总资产				51107.58	62004.06	78655.33	103676.01	128574.69	169139.80	207095.99

资料来源:中国人民银行网站。其中,2002~2005年的“对其他存款性公司债权”的数据为“对存款货币银行债权”和“对特定存款机构债权”两项相加之和。

485.85%。这在下述对比的各国和地区央行资产增长率中是最高的。第二,“国外资产”快速增加。在中国人民银行资产结构中,“国外资产”的比重不仅占居第一位而且有着快速上升的趋势。1999~2008的10年间这一比例从40.9%直线上升到78.49%;在“国外资产”中,“外汇”所占比重长期居高不下,1999年为97.25%,2008年为92.05%;从具体数据来看,“外汇”从1999年的14061.4亿元急剧增加到2008年的149624.26亿元,增长了964.08%。第三,“对其他存款性公司债权”所占比重呈下行走势。1999年这一比例为43.49%,2008年降低到4.07%,这反映了通过再贷款等机制来调控商业银行等存贷款金融机构资金余缺的力度,在中国人民银行的货币政策中的地位已大大降低。第四,“对其他金融性公司债权”数额明显增加,但比重明显降低。从数额上说,中国人民银行“对其他金融性公司债权”从1999年的3833.1亿元增加到11852.66亿元(增长了209.22%,期间2006年曾达到21949.75亿元,增长了472.64%)但它占总资产的比重却从10.84%下落到5.72%。这反映了中国人民银行对资产管理公司、信托公司等非存贷款金融机构的资金数量调控力度的减弱。第五,中国人民银行公开市场业务的资金额扩大,占总资产的比重有所提高。假定“对政府债权”和“其他资产”两项主要反映的是中国人民银行持有的国债数额和货币资产数额,那么,1999~2008的10年间“对政府债权”的数额从1582.8亿元快速升至16195.99亿元(增长了923.25%),与此同时,它占总资产的比重从4.48%上升至7.82%;“其他资产”的数额虽从2002年的5266.29亿元增加到2008年的8027.2亿元(增长了52.43%),但它占总资产的比重却从10.30%下降到3.87%。这两项科目的变化反映了10年间公开市场业务规模明显扩大,它在中国人民银行货币政策调控中的地位明显上升。就此可以说,与1999年之前相比,中国人民银行的调控方式已更多地从直接调控金融机构转向了通过金融市场的交易来间接调控金融机构资金数量。第六,在中国人民银行的资产结构中没有“货币资产”科目。虽然在实际运作中,中国人民银行必然拥有一定数额的货币资产,但在它的资产结构中看不出有多少货币资产以及货币资产的走势变化。由于在其他科目中不可能存有人民币货币资产,人民币货币资产只能寄存于“其他资产”名下。据此,从“其他资产”的数额和走势中可以大致判断,中国人民银行拥有的货币资产数额不大,它在总资产中的比

表 10 美联储资产结构(1952~2008)

单位:10 亿美元

科目	1952	1960	1970	1980	1990	2000	2007.6	2007.12	2008.6	2008.9	2008.12
黄金与外汇储备	23.3	17.7	10.9	16.2	43.6	26.6	31.7	34.2	36.7	34.3	35.7
SDR	0.0	0.0	0.4	2.5	10.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
财政货币	4.6	5.2	7.1	13.8	20.4	31.6	38.5	38.7	38.7	38.7	38.7
应收款	0.7	1.9	4.3	4.5	2.2	0.9	-1.3	0.0	-0.6	-1.0	-1.5
对国内银行的贷款	0.2	0.0	0.3	1.8	0.2	0.1	0.2	48.6	174.2	200.0	544.0
证券回购	0.3	0.4	0.0	3.3	18.4	43.4	25.3	46.5	114.5	83.0	80.0
信贷市场工具	22.2	27.0	62.2	128.0	241.4	511.8	790.5	740.6	509.1	780.9	986.7
票据	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
联邦债券	22.2	27.0	62.1	119.3	235.1	511.7	790.5	740.6	478.8	476.6	475.9
机构债	0.0	0.0	0.0	8.7	6.3	0.1	0.0	0.0	0.0	14.5	19.7
银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
误差	0.2	0.3	0.9	3.5	6.0	19.3	17.4	16.5	15.2	15.0	16.0
总资产	51.5	52.6	86.1	173.7	342.3	635.9	904.5	951.3	952.0	1541.4	2270.6

资料来源:根据美联储网站资料整理。

重呈下落之势。美联储的资产结构如表 10 所示,从中可以看出:第一,国外资产的数额变化不大,它占总资产的比重呈快速下落走势。美联储的国外资产主要由“黄金与外汇储备”和“SDR”两项构成,1952 年的数额为 233 亿美元,到 2008 年底增加到 379 亿美元,56 年间增长了 62.66%;但同期占总资产的比重从 45.24%降低到 1.67%。这不仅反映了在布雷顿森林体系下美联储在维护美元中心地位的功能走弱趋势,在布雷顿森林体系瓦解后,美联储在维护美元国际地位的无力趋势,而且反映了与关心国际经济相比,美联储愈益将主要注意力集中于调控国内金融市场的总体趋势。第二,“财政货币”的数额明显增加。但在总资产中的比重则明显降低。从绝对额看,56 年间“财政货币”的数额从 46 亿美元增加到 387 亿美元,增长了 741.30%,但它占总资产的比重从 8.93%降低到 1.70%。就 2007 年 7 月以后的变化而言,虽然有着次贷危机和金融危机影响的成分,但在 2007 年 6 月“财政货币”占总资产的比重也已降低到 4.26%,因此,2007 年 8 月开始的次贷危机只是加速了这一比重降低的速度,没有改变这一比重降低的总趋势。第三,“对国内银行的贷款”数额长期基本不变,但发生次贷危机后急剧增加。在 1952~2007 年 6 月的 55 年间,美联储“对国内银行的贷款”大致上维持在 1~3 亿美元之间(尽管这段时间内,美国经济和金融发生一系列剧烈变化,金融创新不断深化),但在 2007 年 8 月以后,随着次贷危机和金融危机的爆发,美联储“对国内银行的贷款”顿时大幅增加,到 2008 年底这一数额达到了创历史记录的 5440 亿美元,是 2007 年 6 月 2 亿美元的 2720 倍。这既反映了美联储针对这场危机所实施货币政策的救援力度,也反映了这场危机影响美国商业银行的深刻程度。第四,公开市场业务规模巨大、占比相当高。“证券回购”和“信贷市场工具”是美联储公开市场业务所形成的主要资产,1952 年的数额为 225 亿美元(占总资产比重为 43.69%),到 2008 年底增加到 10667 亿美元(占总资产比重为 46.98%),增长了 464.09%。尤其是在 2008 年 6 月以后,在金融危机的背景下,这两项科目的数额猛然从 6236 亿美元增加到 10667 亿美元,增长率高达 71.06%。这反映了金融危机过程中,美联储通过购买各类证券增强对金融机构的放款力度。将这两项与“对国内银行的贷款”相加可以看到,2008 年 6 月相比,9 月至 12 月美联储通过直接的再贷款和间接的(购买证券等)放款总计向美国的金融机构放出了 8129 亿美元资金,由此推动了美联储总资产从 9520 亿美元快速扩展至 22706 亿美元。第五,美联储的主要资产集中于调控金融机构和金融市场的资金松紧方面。“对国内银行的贷款”、“证券

表 11 日本银行资产结构(1998~2009.4)

单位:10 亿日元

科目	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009.4
黄金	432.8	444.5	441.2	441.2	441.2	441.2	441.2	441.2
现金	167.7	234.4	196.5	216.8	149.0	136.7	180.1	242.8
回购协议(未来收款方)			7509.3	5411.8	5321.2	3513.3	14097.6	10502.7
政府债券	52002.2	56294.3	83123.6	95025.9	80596.4	70461.2	63125.5	64917.3
财政债与金融债			27068.7	29663.5	29082.9	22308.1	21785.0	20569.2
融资债券	23473.4	16095.3	2217.6	5076.0	4692.8	6444.5	6547.5	
长期政府债			56054.9	65362.4	51513.4	48153.1	41340.4	44348.0
贷款与贴现	9925.7	827.4	193.1	111.1	21713.7	29240.4	25770.9	26596.4
票据贴现	16.2	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
贷款	1861.8	688.7	193.1	111.1	21713.7	29240.4	25770.9	26596.4
33 条款	1275.5	233.6	0.0	0.0	0.0	21.0	255.6	
38 条款	602.5	459.9	193.1	111.1	0.0	0.0	0.0	
存款保险公司	8047.7	133.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外汇资产	3412.8	3685.6	4261.3	4433.0	5025.3	5350.8	17287.0	9327.7
在其他机构的存款	0.1	144.5	313.6	16.0	18.2	28.0	0.1	0.1
其他资产	1062.9	1209.5	895.2	715.3	646.3	593.1	598.3	592.2
总资产	91238.2	106796.2	125126.3	144546.7	115543.6	111284.4	122770.8	114798.3

资料来源:根据日本银行网站资料整理。

回购”和“信贷市场工具”是美联储与金融机构发生金融交易的主要科目,美联储通过这些操作影响着金融机构和金融市场的资金松紧。1952年这些科目的资产数额为227亿美元,到2008年这些科目的资产数额达到了16107亿美元,增长了699.56%,它们占总资产比重也从44.08%上升到70.94%,成为美联储资产的主体部分。这反映了美联储对美国金融市场和金融机构的影响力。

表11反映了日本央行的资产结构,从中可以看出:第一,资产增长较慢。1998年日本央行的资产总额为912382亿日元,到2008年达到1227708亿日元,11年间增长了34.56%,不仅明显低于中国人民银行的资产增长率,也明显低于美联储的资产增长率。第二,1998~2008的11年间,“黄金”和“现金”的绝对额变化不大,二者大致维持在6000亿日元左右,它们占日本央行资产总额的比重0.66%下降到0.45%,由此可以判断,日本央行的资产增加不是通过黄金和现金的增加形成的。第三,持有的政府债权虽有所增加,但增长率不高。1998年,日本央行持有的“政府债券”为520022亿日元,到2008年这一数额增加到631255亿日元,增长了21.39%。具体来看,在2004年之前,日本央行持有的“政府债券”数额呈上行走势,此后则呈下行走势。将此变化与“贷款与贴现”的走势相对比,可以看出日本央行对国内金融机构和金融市场的调控取向和力度的调整。第四,“回购协议”呈现波浪式走势。在2001年4月展开“回购协议”以后,这一科目的数额在2001年5月份达到了160862亿日元,但在6月份以后开始持续走低,在2008年8月份降低到34300亿日元;在美国金融危机爆发的背景下,2008年9月“回购协议”猛然上升,达到了87139亿日元,随后几个月进一步快速增加,年底达到了历史最高数额140976亿日元。这反映了日本央行在应对美国金融危机中的选择。第五,“贷款与贴现”增长快速,是引致总资产增加的主要成因。1998年的数额为99257亿日元到2008年达到257709亿日元,增长率为159.64%;期间,2007年“贷款与贴现”的数额曾达到292404亿日元,比1998年增长了194.59%。从美国次贷危机到金融危机的时间序列看,日本央行“贷款与贴现”的变化似乎与这场危机没有多少直接关系。更具体看,在“贷款与贴

现”中,在2001年8月以后,“票据贴现”科目的数额就长期为0;引致“贷款与贴现”增长的唯一成因是日本央行对商业银行等金融机构的再贷款数额急剧增加,从1998年的18618亿日元增加到2008年的265964亿日元,增长了1328.53%。“贷款”占总资产的比重从2.04%快速上升到20.99%。将“贷款”和“回购协议”综合起来看,它既反映了日本商业银行等金融机构和金融市场在这一期间资金紧张的状况,也反映了日本央行加大对这些金融机构和金融市场的调控力度。第六,外汇占款快速增长是导致资产增长的一个重要因素。1998年日本央行的“外汇资产”为34128亿日元,到2008年增加到172870亿日元,11年间增长了406.53%,是日本央行“资产”中增长率最高的二级科目。与此对应,“外汇资产”占资产的比重从3.74%提高到14.08%。这在一定程度上反映了日本经济长期贸易顺差的走势。

欧洲央行的资产结构反映在表12之中,通过分析可以看到:第一,欧洲央行的资产增长率较高。11年间,从1998年的6972亿欧元增加到2008年的20767亿欧元,增长了197.86%,快于日本央行,但明显慢于中国人民银行和美联储的资产增长率速度。第二,“黄金”的增长幅度较快,占比较高。1998~2008年间,欧洲央行持有的黄金数额从996亿欧元增加到2177亿欧元,增幅达到118.57%(增速低于资产增幅);“黄金”占资产的比重从14.28%降低到10.48%,但与中、美、日相比,欧洲央行资产中“黄金”占比依然是最高的。这在一定程度上反映了欧洲央行并非为一个主权国家央行的运作特点。第三,“对非欧元区居民的外币债权”(相当于“外汇储备”)的数额变动较大,占资产的比重呈下落走势。在2002年之前,这一科目的数额大致呈逐步增加走势,但在2002年12月达到2486亿欧元的高点后,开始呈现减少走势,到2008年底仅为1608亿欧元;它占资产的比重从1998年的33.03%持续下落到7.74%,走势与日本央行的“外汇资产”相反。第四,“对欧元区信贷机构的贷款”快速增长。11年间,这一科目的数额从1851亿欧元增加到8606亿欧元,增长

表12 欧洲央行资产结构(1998~2009.4)

单位:10亿欧元

科目	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009.4
黄金	99.6	117.1	130.9	125.7	176.8	184.5	217.7	240.8
对非欧元区居民的外币债权	230.3	258.7	248.6	153.8	142.3	138.0	160.8	157.9
从IMF应收款	29.5	26.7	32.5	23.9	10.7	9.3	13.2	14.4
在欧元区外的存款和证券投资	200.8	232.0	216.1	129.9	131.6	128.8	147.6	143.6
对居民的外币债权	6.7	15.8	19.9	17.0	23.4	43.2	233.8	125.3
对非居民的欧元债权	8.9	3.7	4.0	6.8	12.0	13.6	18.6	20.4
对非居民的贷款和证券投资	8.9	3.7	4.0	6.8	12.0	13.6	18.6	20.4
ERM下的同业信贷	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
对欧元区信贷机构的贷款	185.1	268.6	236.6	345.1	450.5	637.1	860.6	676.4
主要再贷款	144.9	223.0	191.5	270.0	330.5	368.6	239.6	244.1
长期再贷款	24.7	45.0	45.0	75.0	120.0	268.5	616.9	432.2
周转准备金	6.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
结构性准备金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
保证金放贷	6.4	0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	4.1	0.1
偿还保证金的信贷	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
对其他欧元区信贷机构债权	2.4	0.6	0.1	3.8	11.4	23.8	57.0	31.4
对欧元区居民发行的有价证券	21.7	26.0	33.1	70.2	77.6	96.2	271.2	294.0
欧元区内政府债务	60.1	57.7	66.3	41.3	39.4	37.1	37.5	37.4
其他资产	84.7	87.0	93.1	120.4	217.7	327.4	219.4	240.3
总资产	697.2	835.1	832.6	884.2	1151.0	1500.8	2076.7	1824.0

资料来源:根据欧洲央行网站资料整理。

了364.94%,远高于“资产”的增长幅度;与此对应,它占“资产”的比重也从26.55%上升到41.44%。具体来看,在2007年之后的金融危机背景下,欧洲央行“对欧元区信贷机构的贷款”猛然增大,从2006年底的4505亿欧元增加到2008年底的8606亿欧元,增长了91.03%。其中,“长期再贷款”的变化尤为明显,2006年底的数额为1200亿欧元,2007年和2008年分别增加到2685亿欧元和6169亿欧元,与2006年相比,分别增长了123.75%和414.08%。这反映了欧洲央行在应对金融危机过程中对欧元区商业银行等金融机构的支持力度,同时,也反映了欧洲央行调控的重心所在。第五,“对欧元区居民发行的有价证券”呈逐步上行走势。这一科目的数额从1998年的217亿欧元上升到2008年的2712亿欧元(增长了1149.77%),是欧洲央行资产中增长幅度最大科目。其中,尤以2008年的增加额为突出,当年的数额比2007年增加了1750亿欧元。这反映了,在应对金融危机过程中,欧洲央行通过大量买入有价证券等方式,化解商业银行等金融机构经营困难、维护金融市场运行秩序的努力。

对比上述各国和地区央行资产结构可以看出:第一,在实施货币政策调控中,各国和地区央行的重心不尽相同。美联储主要通过公开市场业务展开,日本央行和欧洲央行主要通过对商业银行等金融机构的再贷款来展开,因此,在它们资产结构中,这些方面所占资产数额较大、比重较高。与此不同,中国人民银行在这些方面明显弱于美、日、欧。就此而言,中国人民银行对商业银行等金融机构的调控能力远低于发达国家水平。第二,在对比期内,中国人民银行的资产涨幅最高,但它主要是由“外汇资产”引致的,因此,“外汇资产”成为中国人民银行资产中数额最大、比重最高的部分,且有着继续上行的趋势。与此对比,在美、日、欧德央行资产中,“外汇资产”所占比重大大低于中国人民银行,其中,美、欧还有着比重走低趋势。这反映了中国人民银行对国内商业银行等金融机构和金融市场的调控能力明显减弱的趋势,由此,对中国人民银行的货币政策调控能力提出了一个严重的挑战性课题。第三,在应对金融危机过程中,美、日、欧央行的资产结构都有了不同程度的变化。其中,美联储以“对国内银行的贷款”和“信贷市场工具”的扩展为特点,日本央行以“回购协议”的扩展为特点,欧洲央行以“长期再贷款”和“对欧元区居民发行的有价证券”为特点,但中国人民银行的对策运作在资产结构的变化中没有明显反映。

四、中外央行资产结构与负债结构的链接分析

资产负债表是一个平衡表,它强调通过“负债”获得的资金应当在“资产”中全部反映;尽管负债科目与资产科目并不对称,但资产总额等于负债总额是不能改变的。通过资产结构与负债结构的链接分析,一方面从资产方既可以看出负债资金的配置状况,也可以看出资产方对负债资金变动的需求(毕竟负债资金的增减是根据“资产”需求而展开的);另一方面,也可以看出负债资金的可得状况及其结构对“资产”变动的扩展效应和制约效应,由此,可以进一步看清央行实施货币政策的能力和调控力度的走势。

在中国人民银行的资产结构中可以看到,资产扩展的主要科目是“外汇资产”。基本背景是,随着国际收支表中“货物”、“收益”、“经常转移”、“资本项目”和“金融项目”等项目的顺差发生,大量外汇资金进入中国境内,但作为一个主权国家,在中国境内外汇资金是不可流通的(即不能用于交易支付和结算)。因此,各类企业手中持有的外汇资金只能存入商业银行等金融机构;对这些金融机构来说,外汇资产同样不可使用(既不可用于贷款,也不可用于购买各种证券),这在客观上要求中国人民银行予以购入。大量购入外汇资产,客观上要求有足够的资金,因此,形成了中国人民银行扩展债务资金的内在要求。央行的资金来源,在对策选择上可有两条路径,即发行货币(M_0)和从商业银行等金融机构获得债务资金。中国人民银行选择的是后一路径,由此,形成了在负债方“金

融性公司存款”和“发行债券”大幅增加、在资产方“外汇资产”大幅增加的关联效应。这种关联效应的传递机制是，中国人民银行通过负债机制从商业银行等金融机构手中收取的资金，又通过购买外汇资产而回流到了这些金融机构，因此，2003年~2008年6月期间连续21次提高法定存款准备金率（法定存款准备金率从6%上升到17.5%）、大量发行央行债券等在金融运行过程中并没有紧缩货币资金的效应。

为了购买“外汇资产”而从国内金融机构手中获得人民币资金的操作，与其说是货币政策操作，不如说是金融政策操作。主要理由有三：其一，这种操作并不以中国人民银行的“货币发行”为起点，而以从金融机构手中获取资金为起点，运用的是金融机制。其二，这种操作的目的是与经济和金融运行中的货币资金多少没有直接关系，也没有引致经济和金融运行中的货币资金松紧，因此，应当不属于通常意义上说的货币政策调控范畴。其三，这种操作的直接结果，在商业银行体系中资产总额不变条件下，只是使“外汇资产”转变为以“存款”和“持债”等方式的“对央行的债权”；在中国人民银行的资产负债表中，“负债总额”的扩大数额与“外汇资产”的扩大数额大致相仿。从这个意义上说，2003年以后，中国人民银行加大发行债券和提高法定存款准备金率的力度，虽然在形式上看是货币政策的实施，但在实质上看却是金融政策的运用。

这种金融政策运用的一个后果是，中国人民银行的资产配置严重外化（即资产主要集中于对外资产方面）。2009年10月中国人民银行的“国外资产”占总资产的比重提高到了80.90%，比2008年底又上升了2.41个百分点；其中，“外汇资产”占“国外资产”的比重高达92.83%，比2008年底提高了0.78个百分点。“资产外化”的对应面是，中国人民银行对内配置的资产数额急剧降低，从而，使得央行进行宏观金融的调控能力严重弱化。这引致了两个现象的发生：其一，中国人民银行对中国经济和金融运行的货币政策调控越来越集中于“政策”方面，即政策出台和政策监察，已很难在资产数量方面有什么重要的动作。2008年在实行“从紧货币政策”过程中，甚至恢复使用了对存贷款金融机构的新增贷款按季度数额控制的行政管制措施。其二，中国人民银行获得债务性资金的余地越来越有限。央行票据发行的流标现象不断发生，说明了通过“发行债券”来增加债务性资金的空间越来越有限；在法定存款准备金率已高达15.5%的背景下，继续运用这一机制来增加央行负债资金的压力也越来越大。2008年末，为了展示“适度宽松的货币政策”的运作，中国人民银行将法定存款准备金率从17.5%下调到15.5%，但与此同时，又增发了数额相近的央行票据，形成了“法定存款准备金率”下调所放出的人民币资金与“发行债券”所收进的人民币资金之间的对冲，结果是商业银行等金融机构依然没有因此增加可运作资金。

与中国人民银行不同的是，从美联储、日本央行和欧洲央行的资产结构与负债结构关联角度看，“货币发行”是它们负债资金的主要来源，“信贷市场工具”和再贷款是它们资金运用的主要科目。因此，债务性资金增加的主要成因在于满足国内（或经济体内）金融宏观调控的需要，尤其突出的是美国。2007年6月之前，为了满足“资产”中“信贷市场工具”的规模扩大需要，美联储“负债”中的“支票存款与现金”随之扩展。在次贷危机和金融危机过程中，为了缓解金融市场和金融机构的资金紧缺，在“存款机构的准备金”大幅增加的同时，美联储继续快速增加“支票存款与现金”，以满足“资产”中“信贷市场工具”和“对国内银行的贷款”的需要，因此，“负债”的数量变化是“资产”要求的结果。这反映了一个突出的政策选择——在美元作为国际主要货币的背景下，美联储的政策调控重心依然集中于美国的国内经济和金融市场。在国际市场中美元走软过程中，如果运用政策机制支持美元走强不利于国内经济和金融运行的调控，美联储的选择将是宁愿放弃对美元走强的政策支持，以维护对国内经济和金融运行的调控。从这个意义上说，美联储的立足点始终是国内经济和金融，它的国际政策服从于国内政策，它对国际事务的负责程度取决于这种负责是否会对

国内经济和金融运行带来负面效应。

通过“发行货币”来增强资产面的调控能力,这反映了央行在实行货币政策过程中的主动程度。内在机理是,“发行货币”是央行的专有权利。与从存贷款金融机构借入资金相比,货币发行在数量、成本和运作等方面受到的制约较少,因此,央行的主动程度较高;与此对应,通过“发行货币”所得到的资金在资产运作中受到的牵制也较低。就此而言,通过对比可以得知,美联储、日本央行和欧洲央行等的货币政策运作主动程度较高,中国人民银行的货币政策运作受制约因素较强,因此,比较被动。

五、调整资产负债表结构 提高实施货币政策的能力

中国人民银行承担着运用货币政策调控中国经济和金融运行的重要职责。有效发挥这一职能,不仅对中国人民银行是根本性的,而且对推进中国经济和金融的健康发展也是不可或缺的。面对资产负债表恶化的趋势,要提高货币政策的有效性,必须积极改善中国人民银行的资产负债表及其结构。资产负债表综合反映着中国人民银行各项活动所引致的资金来源分布状况和资金使用配置状况,它涉及到诸多复杂的经济活动和金融活动,其中,有些问题的解决并非中国人民银行直接可行,有赖于体制机制改革的深化、各种经济和金融活动的调整,但也有一系列问题的解决是中国人民银行可以着手的。其中包括:

第一,在负债面,逐步提高“发行货币”占“储备货币”和总负债的比重,降低“金融性公司存款”和“发行债券”的比重。货币发行是央行各项资金来源中成本最低、主动性最高、可操作性最强的机制。在一般格局中,“储备货币”应主要由“发行货币”构成(货币发行,既可以是纸币,也可以是电子货币)。有人担心,中国人民银行加大“发行货币”的数额将引致经济和金融运行中货币过多从而引致通货膨胀和资产价格上行。实际上,这种担心是不确实的。在中国金融运行中,长期发生央行“发行货币”的增长率严重低于信贷增长率的现象。这说明,在央行货币发行不足以满足经济和金融运行需要的条件下,存贷款金融机构将通过信贷机制加大派生货币的创造。因此,即便中国人民银行不加大“发行货币”的数量,通货膨胀和资产价格上行的情形也可能发生。换句话说,“发行货币”不是引致通货膨胀和资产价格上行的唯一成因。加大“发行货币”,在有效提高中国人民银行货币政策操作主动程度的同时,有利于降低存贷款金融机构创造派生货币的能力,从而,提高中国人民银行调控宏观金融、抑制通过膨胀和资产价格上行的能力。

第二,在负债面,细化“其他负债”。1999年,中国人民银行负债中的“其他负债”为负数,但到2007年已达14837.14亿元(2009年10月更是高达23759.51亿元,占总负债比例达到10.56%)。在对金融机构负债、对政府负债和国外负债等均已单列科目的条件下,“其他负债”由哪些内容构成、来源于何处?这需要细化这一科目才能看清和分析。

第三,在资产面,增加“货币资产”科目,以反映中国人民银行可运作的资金数量状况。多年来,中国人民银行的可操作资金隐含在“其他资产”之中,这既不利于清楚地认识和分析中国人民银行货币资产的变动状况,给存贷款金融机构以明确的资金可供数量信号,也不利于支持和调整“发行货币”数量的步速。单列“货币资产”科目,有利于中国人民银行清楚地把握资产中的人民币资金状况,根据这一指标的数量变化情况、金融机构与金融市场的资金需求状况等,及时地调整“发行货币”的节奏,从而,增强货币政策调控能力;也有利于分析相关货币政策的效应,理解和把握货币政策措施的实际取向。

第四,在资产面,逐步降低“外汇资产”的数量及其占总资产中的比例。在国际收支大量顺差的条件下,外汇资金大量进入中国是一个客观的事实。但如何处置这些外汇资金,可以有多种方式。

近年来,中国的处置方式主要是通过中国人民银行单方面从外汇市场大量购入,这必然引致央行资产不断向外汇占款集中。缓解中国人民银行“外汇资产”的继续增加及占比提高,可选择的政策路径有二:一是利用国际金融危机提供的有利时机,通过各种可操作的方式,加快企业和金融机构的“走出去”战略步伐,将不断进入中国境内的外汇资金转变为中资机构的对外借贷资金、生产性投资和股权性投资。由此,一方面缓解外汇资金流入中国境内所形成的种种压力,减少中国人民银行资产配置中的外汇资产占款,另一方面,加大和加深中国经济和金融介入全球化的程度。二是从国家外汇资产思路出发,藏汇于民。国家外汇资产由政府外汇资产、企业外汇资产和家庭外汇资产等构成,将外汇资金集中于政府外汇储备的思路和政策,不利于各类主体多方向多渠道地使用外汇资金,也不利于各类主体多方式多路径地将外汇资金输出,因此,需要对此做出调整。早在19世纪末,西方国家就已积极推进了借贷资本的输出生并成功地“从一头牛身上剥下两张皮”,在20世纪发展中,他们又展开了生产资本输出和金融资本输出。中国在这方面明显落后于西方国家,需要从经济和金融的各个层面展开各种类型的资本输出,这仅靠政府(尤其是集中式的外汇储备)运作是远远不够的。在外汇资产减少的条件下,中国人民银行将有更多资产配置于国内金融部门,由此,货币政策调控的能力将随之增强,货币政策的有效性也将逐步提高。

第五,在资产面,细化“对其他存款性公司债权”和“对其他金融性公司债权”,增大在这些科目的资产配置数量。央行货币政策调控,在国内的资产表现,主要反映在对国内金融机构和金融产品的持有数量和比例上,如果这方面的资产数量较少、比例较低,则说明央行货币政策调控的能力较差。1999~2008的10年间,中国经济和金融的规模、运行状况等发生了一系列重大变化,但中国人民银行在这两个科目中的资产一直维持在2万亿元左右,这究竟是反映了央行调控能力增强了还是减弱了?如果将这一时期内,因国有商业银行不良资产剥离、信托投资公司整顿和农村信用社调整等所支付的再贷款考虑在内,恐怕“对其他存款性公司债权”和“对其他金融性公司债权”中真正由于经常性调控的所形成的资产就不多了。要真实反映中国人民银行对金融机构的调控,就必须细化这两个科目,以清晰展示央行与金融机构之间的金融交易状况和走势,体现央行的调控效能。

参考文献

- 李扬(2008):《中国金融改革30年》,社会科学文献出版社。
- 缪兰德克,安(1995):《美国货币政策与金融市场》(中译本),中国金融出版社。
- 王国刚(2008):《中国银行体系中资金过剩的效应分析》,《财贸经济》,第6期。
- 中国人民银行货币政策执行报告(1999~2009)。
- <http://www.boj.or.jp/en/>
- <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
- <http://www.federalreserve.gov/>
- <http://www.pbc.gov.cn/>

(责任编辑:周莉萍)