

货币政策工具中的 再 贴 现

● 殷介炎 主编

中国金融出版社

货币政策工具中的再贴现

主 编：殷介炎

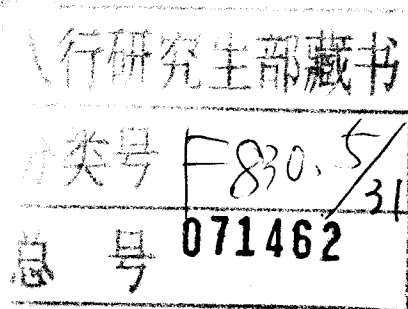
副主编：魏本华

编 委：(按姓氏笔划排列)



071462

武琳
小安
卜布



中国金融出版社

责任编辑:王 忠
责任校对:程 颖
责任印制:赵元桃

图书在版编目(CIP)数据

货币政策工具中的再贴现/殷介炎主编. —北京:中国金融出版社,1996.12

ISBN 7-5049-1717-6

I. 货…

II. 殷…

III. 贴现

IV. F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 00037 号

出版 **中国金融出版社**
发行
社址 北京广安门外小红庙南里 3 号
邮码 100055
经销 新华书店
印刷 北京印刷一厂
开本 850 毫米×1168 毫米 1/32
印张 7
字数 175 千字
版次 1996 年 12 月第 1 版
印次 1996 年 12 月第 1 次印刷
印数 1-3000 册
定价 18.00 元

序 言

今年6月,中国人民银行计划资金司在海口举办了为期一周的再贴现研讨会。来自国际货币基金组织、国际清算银行、英格兰银行、德意志联邦银行、韩国银行和日本银行的6位专家也参加了会议。研讨会上,与会代表就再贴现的功能、作用以及再贴现在我国货币政策中的作用等一系列问题,进行了充分的讨论。

近年来,随着我国金融体制改革的逐步深化,中央银行的作用不断加强,我国开始借鉴国外有益的经验,逐步把货币供应量纳入到货币政策的中介目标体系。货币政策工具也朝着运用金融机构的法定准备金、公开市场操作、再贴现等间接手段转化。这一系列的改革在一定程度上扩大了间接调控管理的范围。

目前我国主要的货币政策手段,是在直接控制国家银行信贷规模为主的情况下,开始使用再贴现和公开市场操作等间接调控工具,来实现年度货币政策控制目标。货币政策工具,按其主要应用程度排列,依次为:信贷规模计划、中央银行再贷款、利率、存款准备金、公开市场操作与再贴现等。我国目前货币政策调控机制的主要特点和问题表现为:第一、传统的直接调控方式运用的规模和效果正逐渐减弱;第二、在向市场机制转轨的过程中,基础货币吞吐的方式缺乏灵活性;第三、利率调整与市场资金需求和国民经济周期变化衔接还不够紧密。

实现货币政策的间接调控为主,是中国人民银行在“九五”期间的重大改革任务之一。这一变革是与整个国家宏观经济调控由

依赖计划逐步向依赖市场的转变过程相应的。中央银行的宏观调控将在这一改革过程中得到改善和加强。

在这一改革过程中,基础货币吞吐方式的转变是主要内容之一。怎样实现由被动的再贷款供应为主的方式转变为以公开市场操作和再贴现等方式吞吐资金,从而在资金供应上使中央银行处于主动地位,仍是我们目前应研究的重要课题。这一方式转变的可能性、作用的大小、再贴现在中央银行宏观调控中的地位等问题,有待于进一步探讨。

在利用再贴现做为中央银行货币政策工具问题上,现在可以明确的一点是:考虑这一问题的出发点,要立足于中国的现实。中国人民银行自 1986 年推出再贴现工具以来,再贴现作为货币政策工具,它的操作大体上经历了解决企业拖欠、调整信贷结构和商业银行流动性管理三个阶段。但在此问题的其它方面,诸如再贴现在中国现阶段是否能作为货币政策工具的重要部分,乃至主要部分来考虑,还是作为货币政策工具体系中的一种选择,其功能和效果怎样,仍有待于时间的检验。

正确认识和推动票据市场及再贴现工具的发展,对于下一步中央银行实现宏观调控的根本性转变有着重要意义。我们希望本书在有关再贴现在我国中央银行货币政策体系中的地位和作用等方面,展示给读者一些中肯而有益的见解。

中国人民银行副行长 殷介炎
1996 年 10 月

正确认识再贴现功能 完善中央银行调控手段^①

原中国人民银行副行长 朱小华

在利用再贴现工具问题上,如何借鉴国外的经验?大家都认为,要立足于中国的现实,在这一方面没有太大的分歧。现在看来,在认识方面有较大分歧的是:再贴现在中国现阶段是不是要作为货币政策工具的重要部分甚至是主要部分来考虑?还是作为货币政策工具体系中的一个选择?这个问题在研讨会中有不同的看法。几位外国专家从国际经验出发,介绍了国外再贴现发展过程以及目前再贴现在各个国家宏观调控中的功能,他们强调了再贴现的产生、发展与现阶段宏观调控整体环境的变化有着密切的联系。这些讨论对于我们考虑下一步中央银行真正实现宏观调控的根本转变有重要的参考价值。

中央银行宏观调控的转变不是一个短期的过渡,而是在整个“九五”期间,即在本世纪的最后5年中,这是中国人民银行所面临的巨大挑战,整个宏观经济调控要从直接向间接、从依赖于计划向逐步依赖于市场的转化。从微观活动来讲,也要从过去主要依赖

^① 作者在再贴现研讨会上的发言。

于规模的扩张来获得发展逐步转向依赖于质量的提高,意味着企业结构、企业管理、企业产品,包括劳务品质的提高,这两个根本转变是我们进行宏观调控的主要动机。

下面,我谈一谈对再贴现认识的框架、主要观点以及我们面临的选择。

一、中央银行货币政策和信贷政策的差异

在研讨中,大家都谈到再贴现现在中央银行宏观调控中的地位问题,谈到了将再贴现作为中国的中央银行重要的或者是主要的货币政策工具。到底再贴现能发挥什么样的作用?获得什么样的预期效果?《中国人民银行法》规定中国人民银行以稳定货币币值为最终目标,并以此促进经济增长。很明显,货币政策目标是以稳定货币为唯一目标而提出来的,对于经济适度增长的问题,并不是在中央银行的事业中消失,经济适度增长目标的达到是从中央银行稳定货币这个目标而派生出来的。所以,货币稳定对于中国人民银行来讲是至关重要的,这是过去几年经历过比较高的通货膨胀之后所得出的历史经验。

有很多问题在理论上得出结论很容易,但要经过几次惨重的历史教训以后,才能真正深化成为对理论的本质理解基础上的经验,而不是把别人作的结论加以照搬。作为发展中国家,中国在过去的15年达到了年平均增长9.7%的高速增长,其中有很多的因素,包括中国的体制改革和开放政策的实施,使得中国潜在的经济发展通过经济结构重组后发挥出来。但是,我们也必须看到,这一过程中,也产生了比较高的通货膨胀率,对经济增长造成了负面影响,我们实际上也付出了沉重的代价。

中国的中央银行没有把实现无通胀的高速增长作为自己的货币政策目标来实施,而是希望把通胀控制在一定的限度内,同时,又能最大限度地动员生产资源,达到国民经济的高速增长。1994

年底提出经济增长为快速、持续、健康的增长,这三个定义给我们的经济增长模式作了限定。如果中央银行确定以稳定货币作为自己工作任务的话,那么,通过对总量的调控来实现保卫人民币币值、稳定经济的目标,是中央银行全部工作的出发点,同时,也是我们工作的归宿。为了实现这一目标,我们同时要把监管放到整个实施稳定货币目标、维持金融稳定的中央银行角度来考虑,作为保证中央银行目标顺利实现的重要依据,通过维持金融机构的健康运行,来达到对货币政策的支撑。

研讨会谈到选择性的信贷政策问题;货币政策与信贷政策之间的关系如何?这是我们对再贴现未来中央银行发挥作用进行评价时必须考虑的。作为信贷政策,它涉及到经济结构、产业结构、企业结构等从宏观到微观的资源配置问题,而资源配置又通过资源配置的质量来影响总需求。

在我国经济发展过程中出现了相当大的不均衡,区域的差异、产业的差异,使得社会平均利润率不能明显地体现出来。所以,在这个发展阶段,中央银行的信贷政策要对资源配置进行政策导向,以实施信贷资源的有效配置。这是发展中国家的中央银行功能发挥有别于发达国家中央银行功能发挥的一个很重要的方面。韩国、日本、德国等国家的中央银行在利用再贴现过程中,也有这样一个过程。再贴现作为一个差别的信贷政策,由中央银行通过再贴现对特定的行业导入资金,以弥补商业银行体系、金融市场在资源配置方面的缺陷。这是把再贴现作为一个工具放在一个很重要的位置来加以考虑的原因。

货币政策是一个总量概念,信贷政策是一个质量概念。货币政策注重宏观总量,而信贷政策注重微观质量。对整个宏观管理来说,它们实施的内容和结果是完全不一样的,在时效性上也不一样。目前,中国的货币政策正面临着一个重大的转折,我们的货币总量调控是通过全额的信贷规模管理,也就是中央银行根据经济

发展的需要每年确定一个贷款总增长额,然后,按照区域发展的要求和各家银行分工的特征,在“条”和“块”综合的过程中运用再贷款影响金融系统的流动性。这种方式的效果如何,是我们多年一直在思考的。

最近中央银行正在酝酿“九五”期间的信贷政策,这与大家谈到的差别性信贷政策还是有差距的。回顾中国整个金融市场的发展,过去 15 年实际上我们走了一个圆圈,但不是恢复到原来的出发点。原先在高度集中的计划体制下,我们是通过中央高度集中的计划来实现整个宏观经济的均衡发展。当时是各级地方银行对信贷没有决策权,基本上是根据中央编制的生产计划、流通计划、财政计划来确定我们的信贷计划。由信贷计划中的存款计划和贷款计划的差额形成人民币的发行计划,即先有生产计划,再有流通计划,然后才有财政信用计划,最后才有发行计划。现在情况反过来了,我们没有实物的计划,只有对总的经济增长规模计划,有通货膨胀率、财政收支、国际收支的计划。同样是计划,内容完全不一样。我们在改革过程中,把原有的中央计划打破之后,实行分权管理的模式,赋予中国人民银行分支行更大的处置贷款的权力。这是过去十多年走过的道路,它对中国国民经济的发展起了很大的推动作用。随着中国经济发展质量的提高以及所提供的经济信息流量的充分,我们把宏观管理又往前推进了一步,又相对地把宏观调控权集中到中央,把 7% 的贷款调控权从分行收上来。另外,我们强调商业银行实行法人经营负责制,作为法律上的实体,商业银行总行对全行的资产负债全面负责。也就是说,每一个分支行是一个授权法人,是在法人代表授权下经营部分资产。这样的改革,实际上是宏观经济管理改革的体现,是向更高层次的发展,而不是倒退。所以,看起来都是集中,但集中的方法不一样,原先的集中是行政的集中,现在的集中是市场原则下活动的集中。

这种权力不是集中在行政主管部门,而是集中到经营的法人

实体内部,它是保证整个银行经营健康发展的组织基础。几千家机构所面对的资产风险在法律上确定应由其总行来承担,没有这种组织基础,已经恶化了的银行资产结构可能会在一两年内酝酿大的金融风波。

所以,从信贷政策来讲,我们要考虑到经济发展的不平衡、行业之间发展的不平衡,但必须要有统一的标准,因为商品的流动、劳务的流动,必须服从“一价原理”,即全国所有同种商品生产者都面临着同一种价格下的成本约束。只有在“一价原理”约束下,资源的配置才会是有效率的。如果过份强调地区性的信贷政策,就会产生用信贷政策来支持落后产业的情况,造成资源的扭曲配置。

从信贷政策看,如果要我们开出一张单子用来支持什么?限制什么?鼓励什么?这个很容易。但是,如果把这一张单子作为行政性配置资源依据的话,它产生的后果是资产质量的恶化。所以对于信贷政策,在市场发展的条件下,要更多地让商业银行根据其资产“三性”原则来选择。如果一个银行把其资产的盈利放在首位的话,它的流动性和安全性就会服从于盈利目标,但其中还会有非理性化的因素。这也是需要中央银行加以纠正的。但将其合理性全部寄托在再贴现政策上面,这种想法是不对的。中央银行再贴现的操作人员远离信贷第一线,很难知道企业在干什么。所以,要把再贴现政策作为落实信贷政策工具的话,可能是对我们搞再贴现人员的素质寄予了不切实际的期望。

中央银行的主要功能,一个是总量管理,一个是对整个金融系统进行监督。信贷政策主要靠商业银行根据“三性”来进行调整,中央银行可以给出一个导向性的东西,不过,可操作性怎么样值得研究。信贷员拿了这张表以后,他要对照了,哪一个新材料是我要支持的?支持到什么程度?每天都不一样。大家知道,生产活动和流通活动中一个很大的问题是中间信息传递有一个过程。投资活动也一样。

中央银行要把大的经济结构调整责任由自己来承担,我觉得这是对我们的能力过高估计。所以,我想从信贷政策和货币政策之间的界定、它们所管辖的范围以及调节的工具加以考虑,如果对这个问题能认识清楚,对再贴现所能发挥的作用就会有进一步的认识。再贴现作为一个工具,是服务于信贷政策,还是服务于货币政策,我想就有结论了。

从严格意义上讲,再贴现是为了解决金融机构流动性不足问题。但在1994年和1995年再贴现大发展时,恰恰是金融机构流动性都比较强的时期,也就是说再贴现并不是为了解决流动性不足的问题。那么再贴现为了解决什么呢?解决规模。好几个商业银行,如工商银行总行每天的超额准备在200亿元以上,这还不算分行的超额准备。也就是说,工商银行系统完全没有必要搞再贴现。当地有资金,但资金不能用于规模扩张。因为中央银行监管规模,恰恰再贴现是不在总信贷规模中控制的,向人代会作报告时是不包括这个数字的。规模不好突破,但又要解决地方困难,就给一点贴现规模吧!这就是两年来再贴现发展的动因是什么呢?所以现阶段再贴现并不是经济发展到一定程度的自然过程。

从货币政策的角度来讲,再贴现有两层意思:一是利率有传导机制。再贴现的需求反映资金的需求情况。在中国,现在没有这种机制。再贴现不反映资金需求情况,需要再贴现是因为要在规模外再增加一块。另外,我们在实施过程中的确有一点点差别性的信贷政策在里面。如对五个行业的已贴现票据的再贴现。当时是为了解决三角债问题,还主要不是为了鼓励哪个行业。要用再贴现来解决企业改革中的问题是不可能的,三角债问题和拖欠问题反映了经济体制改革过程中部分国有企业改革不能到位。再贴现解决不了国有企业改革的问题。解决三角债问题时,再贴现的确发挥了作用,就是首先通过再贴现这个最后的支持,让商业银行用承兑、贴现工具,通过应收帐款的票据化,使得应收帐款有流动

性。应收帐款有了流动性以后,通过背书转让,达到清理三角债的目的。

刚才我谈了再贴现用于解决金融系统的流动性不是主要的,不是以解决流动性作为出发点。现在银行没有这个需求,银行系统不来再贴现,中央银行能逼商业银行再贴现吗?不可能。中央银行公布再贴现率以作为利率导向,但在整个利率结构、利率水平都扭曲的情况下,再贴现利率功能难以发挥。因为整个利率是非市场化的,再贴现率能反映一点什么东西?给什么信号?没有这种可能。所以,作为货币政策工具,再贴现很难用得上;作为信贷政策工具,再贴现是一次性的,很难影响一个行业的结构。想影响一个国家的经济结构,更没有这种可能!一个国家的经济结构由什么来形成呢?关键在于投资结构。多搞一点天然气、煤矿的投入,经济中天然气和煤矿的比重就会大一些。如果说投资结构和银行信贷结构有关的话,也只在于中长期贷款。中长期贷款影响投资结构,短期贷款影响即时需求。

二、如何克服近几年来再贴现发展过程中存在的问题,把再贴现导入正确的发展道路

刚才,我把再贴现放在中国金融改革实践中加以分析,得出了更客观的结论。原来我们发展再贴现的动因是为了解决规模问题,是因为有的地方所分配的规模不能适应当地的资金需求。全国的贴现与再贴现余额基本上是接近的,这表明,再贴现主要不是建立在大量的贴现业务基础上作为最后贷款人,而是为了解决企业贷款问题。票据没有流通过程,而是临时组织承兑、贴现与再贴现。基本是没有转让,基本上是一次流通,没有转让。所以,中央银行要培育票据流通市场。这是我们忽视的。

谈到规模问题,计划明年取消规模管理,这是一个很大的挑战。在取消规模管理情况下,各商业银行总行怎么来管好其分支

行的信贷？1993年信贷资金管理体制改革给他们的经营管理增加了很大的压力，1993年以前人民银行分行通过短贷形式把商业银行分行资金短缺的问题解决了，由于人民银行分行的积极性发挥得比较好，商业银行总行就没有积极性，因为你把它的工作都做完了。实现资产负债比例管理以后，是以商业银行总行为单位来管理的。以法人为整体进行统一考核，不管其分行如何（一些分行的资产可能超过其负债的好几倍）。如果这种转变实现的话，再贴现就可能发展成为流动性管理的货币政策工具。当金融机构从同业拆借拆不到资金时，它们就拿合格的贴现票据向中央银行再贴现。这样，再贴现可能成为银行流动性管理的工具，这是我们明年改革之后可能会产生的结果。不是现在已有的结果。

从再贴现这几年发展的经验来看，要采取办法促进票据流通市场的发展，不要把扩大再贴现规模作为培育票据市场的主要手段。目前，暂停扩大再贴现规模，并没有收回规模，这就意味着，没有否定再贴现，而是要对其发展过程中的问题加以观察。对于发展的基础我们还需要进一步巩固，如果我们在沙滩上建房子，房子也许可以建得很高，但会顷刻瓦解，因为房子的基础不牢固。

我有个想法，要把转贴现作为银行间资金调节余缺的重要方面。目前招商银行、中信实业银行资产结构中非信贷资产偏大，安全性和盈利性都不成问题，但作为一家商业银行来讲，不贷款，就不叫商业银行。这些银行在信贷审查方面的能力较弱，但是它有资金，规模也没有用完，这样可以搞一些转贴现。转贴现根本没有风险，如工商银行已经审查完，且已贴现了，资金用完了，将其票据卖给转贴现银行。这样，如果能把小银行的资金用起来，票据市场就会活起来。

作为货币市场的一部分，票据市场有利于商业银行把一部分合格票据作为资产，在保证流动性前提下，提高其资产的盈利性，并增加对实体经济的支持。作为一家商业银行，不能把全部资产

的 40—50% 放在国债上,这样,时间短,没有问题,时间一长,作为一个银行,它的功能就缺乏。如果能把资产的一部分如 2%—3% 用于转贴现,把转贴现搞起来,不仅票据流通市场能搞大,同时,票据的质量也会有所提高。

三、发展再贴现需要解决好的几个问题

从国务院对宏观管理的要求来考虑,从中央银行如何处理商业银行改革,包括对整个金融市场的发展的考虑,我想把再贴现放在大局中来考虑。

(一)再贴现要与商业银行改革的方向和步骤相结合

一是法人责任制问题。商业银行省、市分行、县支行的资产责任是其整个行作为统一法人在法律上承担下来,所以无论是规模管理还是资产负债比例管理,对商业银行的管理都要以统一法人来考虑。我们的管理体制是对法人的管理,再贴现要支持商业银行的改革。二是要与全国性银行强化系统内资金调度相协调。再贴现业务不要影响各个银行系统内调度资金的能力和积极性,各个银行在系统内建立资金调拨体制是不容易的。从一个分散的体制到一个集中的体制,其中利益的再分配会影响到这些银行调度资金的能力。

(二)再贴现要与超额储备的管理结合起来

如果不考虑各商业银行超额储备的情况,盲目地进行再贴现,这对于流动性管理、对于商业银行管理都是没有好处的。特别在全国性银行对分行控制还不强的情况下,我们要通过我们的工作去促进各银行提高对其分支行的控制能力,而不是去削弱它的能力,所以在资金的提供上要相当小心。要看它的流动性,要看它的行内系统垂直调度资金的能力。

(三)再贴现要与商业银行经营目标的改变相结合

再贴现的操作不仅要与商业银行经营机制的转变相一致,而

且要与中央银行调控方式的转变相联系。首先,明年引入资产负债比例管理,这样,整个的贷款规模就不成为调控手段,中央银行对总量调控的手段要转移到间接调控手段上去。再贴现手段放在哪一头?数量多少?发展的速度要受制于中央银行这一改革。与此同时,我们还要考虑中央银行结构调整功能的弱化,《中国人民银行法》没有授予中央银行进行结构调整的责任,结构调整的功能是逐步弱化的。

(四)再贴现要与公开市场操作的引入相配合

1996年一季度再贴现为什么要暂停增加限额?很明显,一季度金融系统的流动性很大。我们在收回再贷款,但不希望一方面收,另一方面又放。与其增加再贴现资金,倒不如不收再贷款。“一收一放”具有有利的一面,而大部分的工作是无效的,而且“一收一放”信号就不一样了。所以,再贴现作为货币政策工具,在中央银行对整个系统注入流动性的前提下,可考虑在公开市场买进一点国债,然后搞一点再贴现,但在总量上必须服从整个调控的目标。

(五)再贴现要与金融市场的发展综合起来考虑

首先,资本市场的发展是结构调整的主要工具。如果要通过货币政策把经济结构、产业结构进行调整,那么货币政策的负担就太重了,靠一年几千亿元信用扩张来调整结构是不可能的。出路在于通过资本市场的发展来实现整个经济结构、企业结构、产业结构的调整。

其次,要与货币市场的发展相配合。短期国债、商业本票是票据市场的主要内容。1995年下半年我们发现 M_1 与 M_2 之间有很大的差异,这是由于利率政策所产生的效应。中央银行扩张信用中的资金体现在 M_1 ,马上就转到了 M_2 。所以全社会的即时购买力与中央银行的意图经常在时间上产生较大的差距,不能适应宏观调控的要求。我们希望通过直接融资的渠道把资金直接导入生

产企业,形成生产企业的购买力。

最后,借贷市场化问题。银行系统借贷的市场化,就意味着借贷市场形成。现在银行系统的总资产有4万亿元,除政策性外,都要通过市场来运作。借贷活动的市场化,关键在于借贷利率的市场化。利率的形成必须以资金供求和社会平均利润率作为参考依据,中央银行通过公开市场操作来影响利率水平,或者通过再贴现来影响利率。当然,借贷市场的市场化还有一个很长的路要走,但再贴现的发展过程中必须考虑到借贷市场化。

贴现窗口：中国面临的问题和挑战^①

国际货币基金组织 货币与汇兑事务部

伯纳德·劳伦斯(Bernard Laurens)^②

多年来,贴现窗口虽不是中央银行对银行体系提供再融资的唯一工具,但却是一项十分重要工具。由于强调将稳定货币作为主要货币政策目标(虽不是唯一目标)的结果,再贴现政策过去的作用几尽消失,而诸如公开市场操作一类的市场工具则成了中央银行货币操作的主要工具。然而,贴现窗口在辅助以市场为基础的货币控制方面仍可起作用。因此,有必要对贴现窗口的使用加以调整,以实现理想的货币态势。

本文第一部分考察贴现窗口作用的演变,尤其是其在中央银行实现广义宏观经济目标,如促进经济发展方面作用的演变。本文认为,强调将稳定价格作为中央银行主要目标导致了对中央银行操作方式和贴现窗口作用的重新调整。

① 本文是在货币与汇兑事务部以往对中国问题的研究,尤其是本部 1995 年 1 月和 8 月中国技术援助代表团的研究基础上写成的。本文将提交给 1996 年 5 月 28 日至 6 月 4 日在海口举办的中国人民银行“再贴现政策”研讨会。

② 基金组织货币与汇兑事务部货币操作处高级经济学家。在此,对 Douglas A. Scott, Patrick T. Downes 和 J. T. Balino 对初稿的有益评论表示感谢。