

重构我国央行资产负债表

（徐洪才，发表在《中国金融》2015 年第 7 期）

长期以来，我国银行体系中存在着严重的资产负债结构扭曲和错配现象，成为亟待妥善处置的系统性金融风险隐患。就中央银行而言，主要表现为资产的外币化和负债的本币化，存在严重的货币错配。在过去人民币渐进升值的背景下，以外币计价的外汇储备资产实际已经发生了巨额亏损。为了根本消除这些风险隐患，有必要采取一系列创新措施，对央行资产负债结构进行重新构造，从而为我国金融体系长期稳定和宏观经济平稳运行创造有利条件。

一、我国央行资产负债结构扭曲和错配的具体表现

第一，存在严重的货币错配。央行资产以美元计价的外汇为主，负债以人民币为主。截至 2014 年底，作为央行资产主要形式的国外资产，规模高达 27.86 万亿元，这些都是外汇资产，用人民币计价；而作为央行负债主要形式的储备货币，规模为 29.41 万亿元人民币，这些都是人民币资产。因此，央行承担了巨大的汇率风险。改革开放 30 多年来，我国利用低成本的优势，逐步形成了一个“两头在外”的经济结构，积累了巨额的贸易顺差和外汇储备，迫使央行被动投放了大量基础货币，导致了央行资产外币化、负债本币化。

第二，外汇资产价值出现严重缩水。这是央行承担汇率风险的直接结果。按照国际投资头寸表，截至 2014 年底，我国对外储备资产为 3.84 万亿美元，折合人民币 23.50 万亿元，这与央行资产负债表的国外资产 27.07 万亿元相比，存在 3.47 万亿元的缺口。这个缺口是多年来在人民币单边升值背景下央行被动购买外汇形成的。值得一提的是，这里外汇储备还包括历年对外投资收益，如果剔除这些投资收益，实际缺口一定大于 3.47 万亿元。当然，从不同角度将得出不同的结论。从央行投放基础货币角度看，这些钱仍在国内市场中流通，并没有消失，所以采用“历史成本”计价有一定的道理。但从外汇市场价格波动来看，按照“市值”计价，巨额亏空也是实实在在的。

第三，基础货币投放过度依赖外汇占款方式。截至 2014 年底，我国基础货币余额为 29.4 万亿元，大体上和央行国外资产 27.07 万亿元相当。前些年，为了

对冲过多的外汇占款，央行大量发行央票回笼货币。最多的时候，2010 年 7 月央票余额高达 4.75 万亿元，支付这些央票利息给央行带来了很大财务压力。最近几年，随着我国经常项目顺差减少，央行主动偿付一些对外发行债券，到 2014 年底，未偿付央票余额已经降低到 6522 亿元，表明央行已在调整自身资产负债结构，这是一个积极的信号。

第四，金融机构存款准备金率长期处在高位。2014 年底，我国大型存款类金融机构法定存款准备金率为 20%，中小型存款类金融机构法定存款准备金率为 18%，金融机构超额准备金率大约在 2.3%。存款类金融机构锁定在央行准备金存款高达 22.66 万亿元，央行支付准备金存款利息一年就超过了 3000 多亿元。近年来，央行不断创新政策工具，从回笼货币转向投放流动性。2013 年央行创设常备借贷工具（SLF），2014 年又创设中期借贷便利（MLF）。到 2014 年底，央行 MLF 贷款余额高达 6445 亿元。一方面，央行锁定了商业银行巨额的法定存款准备金，另一方面又向金融机构大量发放 MLF 贷款，存在明显的矛盾。

第五，货币驱动经济增长的功能趋于减弱。1990 年，每驱动 1 个单位国内生产总值（GDP）的经济增长，我国大约需要投放 0.82 个单位广义货币（M2），2000 年上升到需要投放 1.39 个单位 M2，2014 年进一步上升到需要投放 1.93 个单位 M2，边际效用急剧下降。从国际比较看，GDP 与基础货币（B）的比率大体能够反映一国央行货币政策效率。2014 年，我国 GDP/B 大约为 2.23 倍，美国为 4.49 倍，欧元区为 4.66 倍，说明我国货币政策对经济增长的驱动能力不及美国的二分之一，也不及欧元区的二分之一。再考察一下 GDP 与广义货币（M2 或 M3）的比率，2014 年我国 GDP/M2 大约为 0.52 倍，美国 GDP/M2 为 1.51 倍，欧元区 GDP/M3 为 0.97 倍，说明我国广义货币对经济增长驱动作用只有美国大约三分之一，只有欧元区大约二分之一。货币驱动能力下降综合反映了我国金融体系效率低下的现实，根本出路唯有进一步深化金融改革和扩大开放。

二、重构我国央行资产负债表的对策建议

下一步，随着我国经常项目顺差和外汇占款逐渐减少，央行应该顺势而为，逐渐清盘剩余央票，同时适时适度下调金融机构法定存款准备金率，在保证国内流动性合理充裕和稳定的同时，采取多种创新措施，重构央行资产负债表，纠正

资产负债结构扭曲和错配，从而最终消除银行体系的重大风险隐患。

第一，对央行资产负债表科目进行“技术性”调整，将“国外资产”实际亏损划转至“对政府债权”项下。这项操作并不复杂，就是央行资产负债表的“国外资产”一律按市值计价，由此造成的亏损直接划到“对政府债权”名下。这是因为，央行行使三大经济职能：一是“发行的银行”；二是“银行的银行”；三是“政府的银行”。显而易见，央行的外汇储备管理属于“政府的银行”职能。将央行国外资产汇兑损失划归到政府名下，是理所当然的。这种调整虽是“数字游戏”，但是充分体现了央行资产负债表的科学性和严肃性，同时也有助于维护我国央行的信用和形象。

有人也许会提出，能否在央行资产负债表的右边单方面核销这笔“损失”呢？答案是否定的。因为资产负债表是资金平衡表，表中“总资产”必须与“总负债”相等，这是基本原则。左边“负债”中的人民币负债，已经实际流入到国内金融市场中，是不能任意“一笔勾销”的；根据会计学基本原理，资产损失首先应冲减“股东权益”。我国央行是国有银行，将其“国外资产”汇兑损失记作“对股东债权”，是合乎逻辑的。具体操作是，由财政部向央行定向发行国债，再用所筹资金从央行手中购买外汇储备，人民币资金“一出一进”，并不实际增加基础货币投放。但是，因此发生了惊人的变化，央行外汇资产变成了对财政部债权，即国债。此举不仅使得长期困扰我国央行的所谓“货币错配问题”迎刃而解，而且由于央行手中持有大量的国债，公开市场操作空间迅速扩大，这将彻底改变我国货币政策操作方式。

第二，将部分外汇储备用于海外资源战略性收购和增加进口，以及加大科教文卫和改善民生等领域支出。外汇储备是一国拥有的特殊债权，主要包括：国际收支经常项目净流入和资本与金融项目净流入等两个部分。前者主要由贸易和非贸易盈余形成，属于国家债权型外汇储备，性质相对稳定；后者指外国直接投资（FDI）、证券投资、国际借贷等项目形成的盈余，属于最终必须归还的资金，只不过付息方式和还款期限有所不同，性质不稳定，而且风险较大。因此，中央银行必须保证外汇储备安全性和流动性。但是，目前我国外汇储备不仅面临价值缩水风险，还面临投资回报率偏低的机会成本损失，得不到有效使用实际也是资

源浪费。2014 年，我国首次成为对外资本“净输出”国家，国内企业加快“走出去”是大势所趋。加之，未来人民币国际化进程将加快，继续持有过多美元外汇储备并非明智之举。在充分保证国际贸易结算和应对资本外逃突发事件的前提下，可以将 1 万亿美元的外汇储备用于海外资源战略性收购，例如加大对海外石油、铁矿石和其他重要原材料企业股权收购等。近年来，我国已经通过向商业银行提供外汇储备委托贷款的方式，支持企业到海外投资并购，但是目前外汇储备的委贷规模还很小，需要进一步加大工作力度。

第三，大胆创新，重构我国央行资产负债表。2013 年以来，随着美联储逐渐淡出量化宽松（QE）货币政策，国际资本开始从新兴经济体回流美国，导致部分新兴经济体金融市场出现剧烈波动，汇率急剧贬值，全球金融危机似乎有卷土重来之势。但是在我看来，这实际是为中国央行主动调整资产负债结构提供了难得机遇。换句话说，美联储对全球美元资产流动进行“一次性调节”，中国央行则可依托手中巨额外汇储备对全球美元资产进行“二次性调节”。从这个意义上讲，我国央行手中“有牌可出”，政策主动性已经今非昔比了。

如何进行“二次性调节”？概括来讲，就是“调节增量，盘活存量”。在增量上，把实现当期国际收支基本平衡作为货币政策的重要政策目标。近年来，我国货物贸易顺差与服务贸易逆差部分抵消，经常账户顺差缩小，资本账户顺差也在减小，国际收支趋于平衡，这是一个可喜的变化。下一步，应适当扩大进口和服务业对外开放，包括扩大金融业开放，不必担心短期里会出现贸易逆差或资本净流出，因为我们拥有雄厚的外汇储备，足以应对此类情况的发生。要通过创新外汇储备使用方式，把“好钢用在刀刃上”，让外汇储备在支持国内企业“走出去”上发挥更大的作用。

更为重要的是，应该抓住美元回流美国的战略性机遇，在全球范围内重新配置金融资产，实现我国央行资产负债结构的积极调整。具体操作如下：

一是随着外汇占款逐渐减少，相机下调商业银行的法定存款准备金率，此举不仅可以减少央行不必要的利息支出，还可以增强央行基础货币投放

主动性。在目前商业银行法定存款准备金率处于高位的情况下，没有必要向金融机构大规模地发放SLF和MLF贷款，因为这是一种重复性操作，是资源浪费。

二是采取创新手段重构央行资产负债表，即利用目前一些新兴经济体缺少美元的机会，将手中部分美元资产转移出去，但不是简单地借出美元，而是运用外汇“三角运作”，把人民币“借出去”，与美元“捆绑”操作。也就是利用新兴经济体缺乏美元机会，向他们伸出援助之手，将部分外汇储备转移出去，分散风险，并以此加快推进人民币国际化。具体以印尼为例，分为三个操作步骤：

第一步，我国央行向印尼央行定向发放人民币贷款，或由印尼央行向我国央行定向发行长期人民币债券，利率比美国同期国债利率高出0.5%~1%，融资规模和利率由双方央行协商确定，期限为10年以上。

第二步，印尼央行运用“借入”的人民币向我国央行购买美元资产，人民币与美元交易汇率参考外汇市场汇率，由双方协商确定。以上两步操作合并成一步完成，人民币形式上“一出一进”，并不实际影响我国央行基础货币供应。

第三步，印尼央行将美元卖给外汇需求者，以阻止卢比兑美元汇率急剧贬值。

上述外汇“三角运作”，看起来似乎很简单，实际积极意义却不可低估。印尼央行因此增强了外汇储备实力，同时将美元短期负债调整为人民币长期负债，足以应对金融危机和维护金融稳定，印尼会对我心存感激。我国央行资产负债结构得到优化，表现为以美元计价外汇储备资产规模减少，减少的部分由新增人民币债权资产所“替代”，因此长期困扰我国的货币“错配”问题得到一定程度纠正。

从短期看，人民币汇率可能会有贬值压力；如果我国央行从美国“调回”美元资产，只要操作得当，完全可以做到不对人民币即期汇率产生任何干扰。近期中，由于美元从新兴经济体回流美国，实际上美国国债市场利率

是下降的，换言之，美国国债、特别是长期国债价格是上升的，此时适当减持美国国债我国将得到增值收益。从中长期看，人民币是升值的货币，将来印尼央行若用其他货币兑换成人民币偿还我国债务，无疑有利于我，我除了收回本金和利息，还会得到货币升值收益。

印尼央行若用人民币直接偿债，则须增加向我出口。我国用人民币予以支付，从印尼得到能源和资源，印尼得到人民币用于还债，我们各得其所。还有，不必担心印尼将有偿债问题，因为人民币债券以印尼国家税收作为担保，将来可让其“借新还旧”，滚动操作，借机做大人民币海外市场规模。更重要的是，人为创造了人民币海外需求，有利于促进人民币国际化。而且有助于阻止新兴经济体金融动荡向外扩散，对世界经济复苏和全球金融稳定都有积极意义，同时树立我国负责任大国的国际形象。

目前，国际国内金融环境正在发生深刻变化，我国应该因势利导，趋利避害，主动作为，充分利用当前有利时机积极调整中央银行资产负债结构，从而消除系统性金融风险隐患和拓展货币政策主动性空间。

（作者：徐洪才，中国国际经济交流中心信息部部长，研究员）