

# 银行体系资产负债表亟待重构

上海证券报 发布时间：2015年04月23日 05:00 作者：徐洪才

■随着我国经常项目顺差和外汇占款逐渐减少，央行应顺势而为，逐渐清盘剩余央票，同时适时适度下调银行法定存款准备金率，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，从而消除银行体系的风险隐患。具体而言：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。此举不仅使得长期困扰我国央行的“货币错配问题”迎刃而解，而且因此央行手中持有大量国债，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支出。第三，运用“外汇三角运作”，抓住美元回流美国的战略性机遇，在全球范围内重新配置资产，重构央行资产负债表。同时，此举也有利于加快推进人民币国际化。

■展望未来，我国商业银行资产负债结构调整可能选择资产证券化和融资证券化“双管齐下”的方式。资金“脱媒”和直接融资快速发展是必然趋势，银行须尽早做出谋划。

长期以来，我国银行体系存在严重的资产负债结构扭曲，成为亟待处置的重大系统性金融风险隐患。从商业银行角度，主要是资产长期化，负债短期化，短存长贷，期限结构严重错配，这在目前基准利率存在下调预期的情况下尤为明显。就中央银行而言，主要表现为资产外币化和负债本币化，存在严重的货币错配。因此，迫切需要重构银行资产负债表。

## 双管齐下 重组商业银行资产负债表

从国际经验看，解决商业银行资产负债期限错配，有效方法之一就是资产证券化和融资证券化。资产证券化是把银行资产负债表左边的资产予以证券化，盘活那些期限较长的存量资产，增强其流动性。对那些多年后才能收回的按揭贷款，以其未来现金流作为支撑发行债券，并根据投资者风险收益偏好，设计出不同证券化产品，如按揭贷款支持证券（MBS）和抵押债务凭证（CDO）等，银行一

次性卖掉这些长期资产之后，证券投资人之间的证券买卖形成一个二级市场，并实现期限转换，分散和转移风险。推动银行资产证券化有很多好处：一是提高资产流动性；二是获得低成本融资，增加银行可贷资金规模；三是将风险资产从资产负债表中剔除，有助于改善各种财务比率，提高资本运用效率，满足风险资本指标要求。此外，由于资产证券化将发起人、资金服务等功能分开，分别由不同机构承担，这有利于发挥各自竞争优势。

与此同时，银行通过融资证券化，主动地创造负债，把期限较短的资金变成长期、可稳定使用的资金，以实现负债长期化。典型形式就是大额可转让定期存单，即 CDs。CDs 是商业银行发行的固定面额、可转让流通的存款凭证，1961 年由美国花旗银行首次推出。最初是美国商业银行为逃避金融管理条例中对存款利率的限制、稳定银行存款来源而进行的金融创新，后来由于 CDs 对银行和投资者都有利，很快流行起来。CDs 的特点是：不记名，可流通；面额固定，金额较大，如 10 万美元；不可提前支出，只能流通转让；利率可固定，也可浮动，一般高于同期定期存款；可灵活选择期限长短。对银行来说，发行 CDs 可获得稳定资金来源，并为银行改善流动性管理提供了有效手段。对投资者而言，CDs 由银行发行，信用较高，到期前可转让变现，还有较高利息收入。此外，CDs 对央行宏观调控也有积极意义，央行通过调整基准利率影响 CDs 利率和发行量，间接调控银行信用创造。

可以说，CDs 开创了商业银行主动负债的新时代。1986 年，我国曾尝试发行 CDs，后来由于多种原因暂停了。近年来，CDs 再次引起广泛关注，但主要在同业市场发行，2014 年开始向工商企业和居民发行，但是规模很小。2015 年 4 月 3 日，中国人民银行明确信贷资产证券化发行采取注册制，符合条件的机构可在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券。采取一次注册、分期发行的方式，将有利于合理引导产品发行市场预期，便于投资者提前做好投资安排，促进证券化投资者多元化，提高产品流动性。对于金融机构来说，能自主选择市场发行时机，提高发行灵活性，降低发行成本，有利于培育市场参与主体。

目前，我国利率市场化加快推进，银行发行 CDs 具有广阔空间。一般而言，银行发行 CDs 综合成本低于吸收存款成本。由于银行传统拉存款方式仍然是关系营销，需耗费大量人力和财力，若采取发行高信用等级的 CDs 融资方式，必

然大幅降低银行经营成本。加之，CDs 是直接融资工具，这将拓展证券机构业务范围，深化银行与证券机构业务合作。展望未来，我国商业银行资产负债结构调整可能选择资产证券化和融资证券化“双管齐下”的方式。商业银行传统业务受到了来自资本市场、互联网金融和金融开放的多重挤压和挑战，资金“脱媒”和直接融资快速发展是必然趋势，银行须尽早做出谋划。

### 央行资产负债结构扭曲的表现

我国央行资产负债结构扭曲的表现：一是货币错配。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，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，这些都是人民币。因此，央行承担了巨大汇率风险。改革开放 30 多年来，我国利用低成本比较优势，逐步形成外向型经济模式，积累了巨额贸易顺差和外汇储备，迫使央行被动投放大量基础货币，导致央行资产外币化、负债本币化。

二是外汇资产价值严重缩水。按照国际投资头寸表，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国外资产 27.07 万亿元相比，存在 3.47 万亿元缺口。这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，这里外汇储备包括历年对外投资收益，若剔除这些收益，实际缺口将大于 3.47 万亿元。当然，从不同角度会有不同结论。从央行投放基础货币角度看，这些钱仍在国内市场中流通，并未消失，因此采用“历史成本”计价有一定道理；但从外汇市场价值来看，按市值计价，巨额亏空也是实实在在的。

三是基础货币投放依赖外汇占款方式。2014 年底，我国基础货币余额为 29.4 万亿元，大体和央行国外资产 27.07 万亿元相当。前些年，为对冲外汇占款，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财务压力。最近几年，随着经常项目顺差减少，央行主动偿付一些对外发行债券，到 2014 年底，未偿付央票余额已降到 6522 亿元，表明央行主动调整了自身资产负债结构，这是积极信号。

四是金融机构存款准备金率长期处在高位。2014 年底，我国大型商业银行法定存款准备金率为 20%，中小型银行法定存款准备金率为 18%，金融机构超

额准备金率约在 2.3%。存款类金融机构锁定在央行的准备金存款高达 22.66 万亿元，央行支付准备金存款利息一年超过 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）。2014 年底，央行 MLF 贷款余额高达 6445 亿元。一方面，央行锁定商业银行巨额法定存款准备金，另一方面又向金融机构大量发放 MLF 贷款，存在明显的矛盾。

五是货币驱动经济增长动能趋弱。1990 年，每驱动 1 个单位国内生产总值（GDP）经济增长，我国约需投放 0.82 个单位广义货币（M2），2000 年上升到要投放 1.39 个单位 M2，2014 年进一步上升到投放 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）比率大体反映一国央行货币政策效率。2014 年，我国 GDP/B 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驱动能力不及美国二分之一，也不及欧元区二分之一。再考察 GDP 与广义货币（M2 或 M3）比率，2014 年我国 GDP/M2 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。货币驱动能力下降反映了我国金融体系效率低下的现实。

### 重构央行资产负债表的对策

随着我国经常项目顺差和外汇占款逐渐减少，央行应顺势而为，逐渐清盘剩余央票，同时适时适度下调银行法定存款准备金率，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，从而消除银行体系的风险隐患。

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，即央行资产负债表的“国外资产”按市值计价，由此造成亏损直接划到“对政府债权”名下。央行外汇储备管理属于“政府的银行”职能，将央行国外资产汇兑损失划归政府名下是理所当然的。这种调整虽是“数字游戏”，但充分体现了央行资产负债表的科学性和严肃性，同时也有助于维护央行的信用和形象。

能否在央行资产负债表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。左边“负债”中的

人民币负债，已实际流入国内金融市场，不能一笔勾销；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”，合乎逻辑。具体操作如下：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，发生了惊人变化，央行外汇资产变成对财政部债权，即国债。此举不仅使得长期困扰我国央行的“货币错配问题”迎刃而解，而且因此央行手中持有大量国债，公开市场操作空间迅速扩大了，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。随着人民币国际化进程加快，继续持有过多美元外汇储备并不明智。在充分保证国际贸易结算和应对资本外逃突发事件前提下，可将1万亿美元外汇储备用于海外资源战略性收购，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，我国通过向商业银行提供外汇储备委托贷款，支持企业到海外投资并购，但是委贷规模还很小，需要加大工作力度。

第三，运用“外汇三角运作”，重构央行资产负债表。随着美联储逐渐淡出量化宽松（QE）政策，国际资本从新兴经济体回流美国，导致部分新兴经济体金融市场剧烈波动，汇率急剧贬值，金融危机似乎有卷土重来之势，但也为中国央行主动调整资产负债结构提供了机遇。换句话说，美联储对全球美元资产流动进行“一次调节”，中国央行依托巨额外汇储备对全球美元资产进行“二次调节”。可以说，我国央行手中“有牌可出”，政策主动性已今非昔比。

如何进行“二次性调节”？概括来讲，即“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，不必担心短期出现贸易逆差或资本净流出。我们有雄厚的外汇储备，足以应对此类情况发生。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”上发挥更大作用。

更为重要的是，我国应抓住美元回流美国的战略性机遇，在全球范围内重新配置资产，主动调整央行资产负债表。具体操作步骤：一是随着外汇占款逐渐减少，相机下调商业银行法定存款准备金率，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情况下，没有必要向金融机构大规模发放 SLF 和 MLF 贷款。因为这是重复性操作，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战略性地转移出去，但不是简单借出美元，而是运用外汇“三角运作”，把人民币借出去，并与美元“捆绑”操作。即利用新兴经济体缺乏美元机会，我们及时伸出援助之手，将部分外汇储备转移出去，分散风险，加快推进人民币国际化。假设陷入货币危机的国家为 A 国，可采取如下操作步骤：

第一步，我国央行向 A 国央行定向发放人民币贷款，或由 A 国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协商确定，期限为 10 年以上；

第二步，A 国央行用“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，也由双方协商确定。以上两步合并一步完成，人民币形式上“一出一进”，并不实际影响央行基础货币供应；

第三步，A 国央行将美元卖给外汇需求者，以阻止本币对美元汇率急剧贬值。

上述外汇“三角运作”，看似简单，积极意义却不可低估。A 国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，A 国会对我心存感激。我国央行资产负债结构优化，表现为

以美元计价外汇储备资产规模减少，减少部分由新增人民币债权资产替代，长期困扰我国的货币“错配”问题得到一定程度纠正。

短期看，可能增加人民币汇率贬值压力；若我国从美国调回美元资产，只要操作得当，可以做到不对人民币即期汇率产生干扰。目前，人民币对美元呈现小幅贬值，这时 A 国借入人民币会有吸引力。近期，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。中长期看，人民币仍是升值货币，将来 A 国央行若用其他货币兑换成人民币偿还我国，无疑有利于我国，我国除了收回本金和利息，还得到货币升值收益。

A 国央行若用人民币直接偿债，则须增加向我国出口。我国用人民币支付，从 A 国得到能源和资源，A 国得到人民币用于还债，各得其所。还有，不必担心 A 国会有偿债问题，因为人民币债券以 A 国税收作担保，将来可让其“借新还旧”，滚动操作，借机做大人民币海外市场。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扩散，对世界经济复苏和全球金融稳定都有积极意义，同时还树立了我国负责任大国的国际形象。

总之，目前国内外金融环境正在发生深刻变化，我国应因势利导，趋利避害，主动作为，充分利用当前有利时机积极调整央行资产负债表，从而消除系统性金融风险隐患，并拓展货币政策主动性空间。

（作者系中国国际经济交流中心经济研究部部长，研究员）