

央行负债的经济性质

——汇率与货币评论(4)



从上文知道,央行在中国外汇市场大手用人民币购买外汇,靠的是以下诸种手段:增加货币发行、动用商业银行存于央行的法定准备金和超额准备金以及发出“央票”即央行对金融机构的短期债券。我们也了解,所有这些央行购汇的支付手段,无一例外都来自央行的负债。这么说吧,当下令全世界肃然起敬的中国拥有的 2.5 万亿美元的“国家外汇储备”,每一元每一分都对应着央行的人民币负债。

负债之意,无非就是债务人欠了债权人的钱。但是,央行的负债,与我们平常家庭、企业抑或商业性金融机构的负债,有很大的不同。比较明显的区别,央行是中央政府开的,所以,央行的负债讲到底都是政府的负债,靠政府的信用借,也靠政府的收入还。可是,我发现,央行的债务与政府的财政性债务还有一点重要区别,那就是央行欠债的时候,不但不需要得到债权人的同意,甚至也不需要债权人知道。

让我们一起来读央行负债的信息。在中国人民银行网页的“统计资料”栏目里,很容易调出 1999 年以来历年的“货币当局资产负债表”。选 2009 年 12 月为例:央行的总资产为 22.7530 万亿元人民币,而央行的“自有资金”仅为 219.75 亿人民币。这就是说,每 1000 元央行的资产,有 999 元以上来自负债!老天爷,倘若哪一个国家的财政负债

也达到这个水平,怕早就无人敢买该国国债啦。至于一般工商金融企业,不要说 1 元自有资本对 1000 元负债,就是 1 元自有资本对 10 元负债,也足以吓跑天下债权人。

为什么央行有如此之高的负债率,却依然安然无恙?查阅 1999 年央行的自由资金占总资产之比,还超过了 1%,10 年时间负债率升了一个数量级,为什么央行还可以不断从高负债走向更高负债,举债从没遇到实质性的障碍?近年人民币汇率之争此起彼伏,热闹非常,可是实际形成人民币汇率的基础——央行大手负债购汇——却基本不入舆论与公众的法眼,很少有人关注,也没有构成热点问题,这又是为什么?

显见的答案上文提到了:央行是政府开的,只要财政可靠,央行的资产负债就无需大家操心。不需要罗列数据,最近 10 年,当然是中国国家财政实力飞速增强的 10 年,而财政税收之外的国有资本,更是大进特进的 10 年(虽然是否由此就引起“民退”,需要另外专门讨论)。政府财力的基础雄厚,是不是债权人不看僧面也看佛面,央行负债就没有问题了?

细读央行的资产负债表,却没有看到政府财力支持央行负债的直接证据。还以 2009 年 12 月为例,“政府(在央行的)存款”2.1 万亿,只不过比“(央行)对政府债权”(1.6 万亿)多了 5000 亿人民币而已。这说明,政府借给央行的财力,对央行持有天文数目的资产,实际的贡献了了。央行的自有资金就算全部来自财政拨款,也不过区区 200 多亿人民币。我们的问题还在:为什么央行并没有从法律上的后台老板——国家财政——那里获得实际的财力支援,却依然还有能力超高额负债,还可以持续大手购买并持有总数越来越多的外汇资产?

答案要到央行负债的经济性质里去寻找。我的心得,央行负债区别于财政和任何公私企业负债的特别之处,是

在一个相当宽的限度内,央行的负债根本就无需归还!既然无须归还,“债多不愁”就是很正常的:不但举债人不愁,连债权人也不愁。谁也不愁的事情,负债率高企,有什么奇怪的吗?

各位读者,此说对理解人民币汇率机制关系重大,容我阐释一下吧。先看央行负债的最大头——“储备货币”。2009 年 12 月此项数为 14.3985 万亿,占央行总资产的 63.3%。大家知道,“储备货币(reserve money)”也就是“基础货币(base money)”,主要由两个部分组成:(1)货币发行,(2)金融机构存款。第一部分来自法定的央行特权,因为在国家信用货币的制度之下,惟有央行才可合法发行货币。央行发出来的货币进入市场流通,除非央行觉得有必要回收,是不需要向谁归还的。把这些并没有归还义务的货币也记作负债,源于国家信用货币的前生——在可兑换的金银本位的货币制度下,央行以自己储备的金银为本,发出的票子满足流通的需要,而使用票子的债权人,有权到拿了票子到央行来兑金银。“储备货币”者,就摆明央行发钞具有负债的性质,要储备货币(reserve money),以备债权人上门索债之需。像美联储和德国央行,至今还储备着全球为数可观的黄金,其实就是为他们货币的国家信用作保。没有多少黄金储备的央行,直接以国家权力作为发钞的抵押之物。窍门在于,“在一个相当宽的限度内”,持票债权人上门要兑国家权力的事,一般是不会发生的。在这个限度内,储备货币就是央行可花的钱。

“储备货币”的第二部分,似乎是必不可少的真储备。因为这是商业银行等金融机构在央行的存款,而商业银行的存款又来自他们的储户,有清楚的债权债务链条的约束,即使贵为央行,也要准备这些债权人上门,没有储备怎么过日子?但是,央行拥有规定商业银行存央行准备金比率的法定权力。譬如前两

为什么央行有如此之高的负债率,却依然安然无恙?为什么央行还可以不断从高负债走向更高负债,举债从没遇到实质性的障碍?近年人民币汇率之争此起彼伏,热闹非常,可是实际形成人民币汇率的基础——央行大手负债购汇——却基本不入舆论与公众的法眼,很少有人关注,也没有构成热点问题,这又是为什么

天央行的一道声明:商业银行的法定准备金率就上调 0.5 个百分点,全国总共 3000 亿以上的资金就要被“冻”入央行。在理论上,央行只要不降低法定准备金率,这部分“债”就可以锁定而无须归还。央行当然要为这部分准备金付点利息,但也是讲过的,倘若央行付出的利息高过商业银行放贷的机会成本,商业银行还会把更多的准备金“超额”存入央行。央行对后者当然负有偿还的义务,不过只要付息足够高,那么在一个限度内,债权人就宁愿央行永不归还。要知道,够高的利息对央行不是难事,因为在理论上,央行可以增发货币来付息!于是乎,“在一个相当宽的限度内”,央行也可规避储备货币的偿债压力,痛痛快快地把储备金花出去就是了。

在储备货币之外,央行还可以发行债券。如 2009 年 12 月央行的发债余额就达 4.2 万亿人民币之谱。央行发出的债券当然到期要还,不过如我们近年观察到的,用于对冲流动性的“央票”,是可以到期再发,而且可以到期再增加发行的。如是,央行总可以积淀下相当一笔无需归还的负债。再说了,实在到了非还不可的时候,央行反正还有增发货币的杀手锏。

正因为“在一个相当宽的限度内”,央行负债无须归还,所以央行的负债率就可以高到财政、企业、家庭的资产负债率根本不可能企及的高度。在央行的资产负债表上,甚至连“自有资金”都记在了“总负债”的名下——央行可以 100%通过负债来形成自己的总资产。既然负债率可以几近 100%,央行的负债量就几近无限,而央行的总资产包括持有的外汇资产也就可以几近无限。各位注意了,这才是实际形成人民币汇率的基础,也是人们广泛地以为——在我想称之为“央行负债幻觉”的作用之下——人民币汇率不是买卖行为的结果,而是各国政要、专家、舆论大打口水战的结晶。