

国内财政国库库款与货币政策: 一个分析框架*

周莉萍

(摘要)近年来,国内财政国库库款规模不断增加,但央行经理国库模式下的库款管理方式与国际惯例有一定差距,亟需提高管理效率。在此背景下,本文主要研究了国内财政国库库款的运行流程、统计口径,构建了基于财政国库库款账户设计的理论分析框架,深入讨论了国内财政国库库款与货币政策的相关性。研究发现,财政国库库款与货币政策联系机制的关键问题是央行在管理财政国库库款时如何进行角色定位,而央行在财政国库库款管理中的定位取决于库款管理的整体策略。未来应加快推进国库现金流量预测,推动国库现金余额目标管理制度;强化财政部门在政府债务管理领域的主导地位,构建财政政策与货币政策协调机制;提高广义政府存款管理效率,打通资金管理低效和阻滞环节。

关键词: 财政国库库款 货币政策 中央银行

JEL 分类号: E58 E62 E63

近年来,国内财政国库库款规模不断增加,但央行经理国库模式下的库款管理方式与国际惯例有一定差距,亟需提高管理效率。与此同时,政府债务规模不断增加,财政部门需要将国库现金和政府债务进行统一管理,从整体上对政府存款、政府债务等政府资产负债表基本要素保持监测,形成安全、高效的国库现金管理模式。国库现金管理制度改革过程中必然涉及部门之间的政策摩擦,从宏观审慎管理的角度来看,摸清楚政策之间的相关性、提高政策合力非常必要。在此背景下,研究财政国库库款与货币政策相关性,对财政部门国库现金管理及今后的改革具有重要的理论指导意义。

下文首先梳理了财政国库库款与货币政策相关性的理论线索,从财政部门与中央银行的基本关系、财政政策与货币政策的基本关系分析入手,考察财政国库库款与货币政策的基本关系;其次,结合国内国库库款管理制度演变特征以及前文理论背景,给出财政国库库款资金的运行流程,以及准确的统计口径;再次,构建国内财政国库库款与货币政策关系的理论分析框架;最后,就国内财政国库库款管理和货币政策协调提出政策建议。

一、财政国库库款与货币政策相关性: 一些理论线索

财政国库库款与货币政策的相关性这一命题可以在多重广义背景下讨论:首先是财政部门与中央银行之间的基本关系,其次是财政部门的财政政策与中央银行的货币政策之间的基本关系,最

* 周莉萍,中国社会科学院金融研究所,副研究员,经济学博士;国家金融与发展实验室,中国债券论坛、支付清算研究中心,研究员。

后是财政国库库款与货币政策的相关性研究。其他相关性研究包括国库现金管理、公共债务管理等,国内外研究文献海量,但研究重心偏重财政,与货币政策关联性很低。由此,本研究拟从与中央银行、货币政策有关的广义视角进行梳理,逐步剥离出最后一个层次的核心命题——财政国库库款与货币政策的相关性研究,为下文研究提供基本的理论线索。

(一) 国库库款管理: 财政部门与中央银行的角色

当前,在全球不同国家和地区的财政部门与中央银行的关系不尽相同。在历史上,财政部门先于中央银行而存在,财政部门曾是政府货币的主要管理者。财政部门通过财政规则如赤字率等约束财政支出稳定通货膨胀。中央银行自产生以来,在很长时间内无权独立选择货币政策工具、管理货币政策目标,直到20世纪80年代中央银行才获取了一定程度的操作独立性和政治独立性。但支持中央银行独立性的经济证据并不充分,长期以来,发达国家央行的政治独立性与通货膨胀之间没有显著的相关性(Balls, Howat and Stansbury 2018)。籍此,财政部门与中央银行各自保持一定程度上的独立性,共同稳定经济。

并不是所有国家和地区的财政部门与中央银行都一直保持这种平衡状态。在绝大多数国家,政府委任中央银行经理国库,也有一些国家的财政部门拥有本部门可以控制的商业银行,所有的财政资金都存入其下属的商业银行,而非中央银行,如拉丁美洲国家。独立国库制度曾在中国古代(周朝至北洋军阀时期)、美国(1840-1914年)盛行过,但历史上因独立国库制度可能造成“一手清”等腐败隐患而被逐步取消,国库委托制全面替代独立国库制度,中央银行经理国库被视为制约财政腐败的重要手段。早期美国学者Taus(1943)研究认为独立国库制度将货币储备与流通流域分离,可能造成长时间的通货紧缩。因此,随着中央银行制度的完善,当前绝大多数国家的财政部门没有自己的资金运营机构,国库单一账户实质是将资金逐步集中于中央银行,减少名目繁杂的非央行国库账户,使政府便于对所有的政府资金保持高度监测,这一发展趋势奠定了财政国库库款与商业银行、中央银行货币政策之间的基本关系。IMF学者调查研究认为,财政部门独立管理国库模式即独立国库模式需要一些必要条件和要求,如财政部门能控制所有的政府收支账目、与中央银行良好的合作与信息共享、该商业银行定期评估风险以减少信用风险和道德风险、该商业银行融资活动和成本高度透明等(Pessoa and Williams 2012)。

总体来看,在历史演进过程中,政府部门内部的中央银行和财政部门之间形成了基本的相处原则,这些也构成了宏观经济政策的基本原则。各国的财政部门与中央银行在特殊的历史时期和正常的发展时期都有不同的关系,例如,在战争等紧急情况下,中央银行购买债券或者通过其他债务货币化方式支持财政部门,进而支持政府部门的情况都很常见,恶性通货膨胀也通常发生在这样的历史时期。在现代和平时期,中央银行和财政部门之间还是达成了默契,确立了基本的经济原则。例如,美联储在1951年与美国财政部达成协议,核心内容是确立美联储货币政策的主要目标为遏制高通胀,保持低通胀率,而不是支持财政部融资。再例如,国内人民银行和财政部在经历了计划经济的特殊历史时期后,也达成了与此类似的一致原则,例如,《中国人民银行法》第二十八条、二十九条分别规定:中国人民银行不得对政府财政透支,不得直接认购、包销国债和其他政府债券;中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款,不得向非银行金融机构以及其他单位和个人提供贷款,但国务院决定中国人民银行可以向特定的非银行金融机构提供贷款的除外。直接约束央行向财政部门的透支行为,是国内中央银行和财政部门之间的基本相处原则。再例如,日本的法律直接规定中央银行的货币政策应与宏观经济政策保持协调一致。日本《日本银行法》第4条款明确指出,货币控制事关整个经济政策,因此,央行货币政策与政府部门的经济政策应保持协调;条款57则明确规定,财政部有权要求中央银行遵守法律和规则,对其有监督权。

总体来看,在现代和平年代,中央银行货币政策目标开始明确,央行独立性凸显。财政部门也

有自身的独立性。两部门独立性增强有助于管理政府部门自身的债务规模。

财政部门 and 中央银行有没有更具体的理论化联系机制或纽带? 一般传统是, 国库现金管理和政府债券管理是二者合作的重点领域, 而政府债券管理也可以视为广义的国库现金管理, 二者在理论上首先可以形成货币-债务管理机制。根据 IMF 调查研究, 欧洲地区不少国家将财政国库现金管理和政府债券管理合二为一, 如英国、瑞典、匈牙利、新西兰、澳大利亚、土耳其。另外一些国家虽然没有将二者合二为一, 但国库现金管理和政府债务管理保持密切协调合作, 如美国、加拿大等 (IMF 2010)。2008 年国际金融危机之后, 中央银行被明确赋予金融稳定、宏观审慎职责和目标, 但央行并没有立即增加新的工具, 短期之内必须强化和政府部门合作。由此, 中央银行和财政部门、政府监管部门等共同维护金融稳定的职责凸显, 财政部门 and 中央银行是宏观审慎政策及金融稳定政策的共同制定者。在一定的约束条件下, 财政部门 and 中央银行的新职责在理论上可以形成财政-货币金融稳定机制或者财政-货币系统性风险管理机制。

(二) 财政部门与中央银行的联系机制——货币-债务管理机制分析

为什么将两大部门的关系简化为货币-债务管理机制? 我们认为, 在信用货币体系下, 中央银行发行的货币首先具有政府债务性质, 中央银行是货币、债务的共同管理者; 其次, 名义上的政府债务-公共债务包括国库券、国债等, 在金融体系演变实践中与中央银行发生了广泛的联系, 例如中央银行曾直接管理公共债务体系, 将其作为货币政策的一种延伸工具; 国债等政府债务被部分国家作为公开市场操作工具等。两大部门通过公共债务、货币政策相互影响和制约。由此, 本文认为财政部门 and 中央银行两大部门联系的核心机制为货币-债务管理机制。

1. 货币-债务管理机制相关文献回顾

央行和财政部门在公共债务管理、货币政策公开市场操作以及货币市场利率调控等领域关系构成了货币-债务管理机制的核心问题。从二者基本关系来划分, 这一主题的研究大致集中在两个方面, 一是财政部门 and 中央银行在货币-债务管理中对立、摩擦, 二是财政部门 and 中央银行在货币-债务管理中的“合谋”, 即公共债务货币化问题。围绕这两大主题, 货币经济学形成了诸多研究分支, 以推动二者在货币-债务管理体系中的真正协调, 保持宏观经济平衡。下文将围绕上述两个主题展开文献回顾。

(1) 财政部门 and 中央银行在货币-债务管理中对立、摩擦

不少学术研究从国债和央行票据入手, 讨论了二者在公开市场操作中的优劣比较, 用实证研究指出央行不能完全摆脱财政部门的约束而独立执行货币政策, 例如央票不能完全替代国债。当前, 不少国家和地区都以政府债务作为货币政策工具, 具体方式通常是国库现金的管理者——中央银行——代表政府发行国库券, 或者央行自己发行央行票据, 吸收银行体系多余的流动性。这两类证券都属于政府债务, 央行通过在公开市场买入或卖出这两类证券, 调节市场流动性即公开市场操作。发达国家倾向于使用其中一种证券作为货币政策工具, 而发展中国家倾向于使用两种证券同时作为货币政策工具。Yi (2013) 比较了央票和国债作为货币政策工具的利弊。他认为从功能角度来看, (1) 以国库券为标的的公开市场操作比较常见, 可以达到两个目的: 一是为政府短期融资, 二是为央行调节市场流动性, 发挥货币政策职能。(2) 央行票据通常出现在政府债券较少的国家和地区, 以央票为标的的公开市场操作则只能调节货币市场流动性, 不能为政府融资。(3) 同时使用两种证券作为货币政策工具有明显的弊端, 即容易造成债券市场分割、央行利润恶化、政府债务增加等, 他建议此种情形下应将央行票据并入国库券。如果不同时使用这两种证券, 应该在期限设计上有所不同, 国债为短期和长期, 央行票据为中期。IMF 学者 Nyawata (2012) 认为国库券是央行吸收市场流动性的最优工具选择, 国库券作为货币政策工具将对金融部门和经济体系产生正外部性。

一旦以国库券或国债为货币政策工具, 央行有可能面临被动局面, 独立性被削弱。例如当财政

部门需要发行低收益率债务时,央行必须配合财政部在市场上买入更多的国债压低利率,被动向商业银行体系注入流动性,从而维持低利率。若此时央行坚持认为通胀水平较高、应该加息,则二者的矛盾将迅即爆发。这一矛盾的核心是,财政部和央行谁更有权力决定货币市场短期利率?央行是否应该具有更强的独立性?前文已述,历史上,美国财政部曾经比较强势,要求美联储在战争期间配合财政部发行低利率国债的需求。二者的矛盾和摩擦最终以达成的历史性协议《联邦储备银行-财政部协议(Fed-Treasury Accord)》(后文简称《协议》)结束,改变了美联储在货币-债务管理中的角色——美联储不能在一级市场购买政府债券,也不再被赋予控制长期证券价格和收益率的义务,美联储在利率管理中从被动角色转变为主动角色,利率调控权比以往更大了,国库券利率浮动性增强(Goodfriend 2013)。但《协议》之后美国金融市场利率并没有出现剧烈波动,证明美联储角色的调整在当时得到了市场拥护。从现代货币金融体系的发展实践也可以看出,中央银行在货币市场的角色越来越重要,对短期利率甚至长期利率都发挥着重要的引导作用。中央银行逐步摆脱了其他政府部门的干扰,有着更强的独立性。反过来再问另一个问题,中央银行的独立性会不会影响到公共债务的顺利运行?Papadamou et al. (2012)研究了金融危机特殊时期的央行独立性问题,发现央行的独立性会明显影响了政府的赤字、国债收益率和公共债务体系。Blommestein and Turner (2012)研究发现,当投资者对短期利率未来走势不确定时,中央银行在长期债务市场的交易能力和影响力会更强。债券管理和货币政策之间存在潜在矛盾的根本原因是,政府经常是金融市场中的主要玩家,与金融市场发展程度和透明度无关。主权债务结构的变化对利率有非常明显的影响,因为政府债务的规模通常非常巨大,有明显的市场效应。他们认为,当财政比较强大、财政政策可置信时,货币政策和财政部门在债务管理方面的协调配合就处于次要地位,否则,当政府财政薄弱、债务高企的时候,二者在债务管理方面的摩擦就非常突出,需要相互配合。政府债务管理部门可以通过市场操作影响长期利率,例如,改变其发行的期限,让其到期时间足够长,这一点在法律上也是被允许的,即政府债务的期限没有明确的上限约束。也有学者持反对观点,例如 Faraglia et al. (2010)认为政府控制长期利率和债券收益率曲线在理论上成立,但在实践中很难。因为如果想要政府债券收益率曲线扁平化,政府必须持有相当于5-6倍GDP规模的私人短期债券,并且同时发行相同数量的长期国债。现实则是,无论是政府还是政府债务的私人购买者,其持有的流动性有限,不可能购买如此大规模的债券。

(2) 财政部门 and 中央银行在货币-债务管理中的“合谋”

抛却财政部门 and 中央银行之间的摩擦,公众更担心的是央行和财政部门在货币-债务管理机制中可能的“合谋”——公共债务货币化。世界银行的研究表明,财政部门发行的债务与中央银行实行的通货膨胀政策具有相互替代性,财政部门发行过多的债务最后一定会被“货币化”,央行会用铸币税来埋单(Currie, Dethier and Togo, 2003)。认识到这一点,现代中央银行体系从法律上明令禁止了政府债务的货币化行为,直接的公共债务货币化途径即为财政赤字直接发钞、直接在一级市场购买政府债务等已经被禁止。

但隐性的公共债务货币化机制依然存在,主要方式是中央银行以完全合理合法的方式降息、向市场注入流动性、主导国债收益率曲线及国债定价等,由此降低财政赤字压力。这种方式最容易在中央银行同时主导货币政策和公共债务管理的机制中实现。世界银行的学者曾指出,当中央银行同时主导货币政策和公共债务管理时,公共债务管理很容易被用来实现货币政策目标、作为货币政策的一种延伸操作,这种过度干预通常会导致公共债务管理体系的定价扭曲(Currie, Dethier and Togo, 2003);反过来货币政策工具也很容易被用于实现公共债务管理目标,从而使央行不能有效实现价格稳定目标、削弱央行货币政策的独立性。前文曾描述过美联储不愿意配合美国财政部削弱自身独立性的矛盾和摩擦,但历史上的反例很多,很多国家在不同时期有过两大部门的“合谋”

的经历。在 1694-1997 年的 300 多年间, 英格兰银行就曾执行货币政策和公共债务管理的双重使命。这种情况下, 两大部门或政策很容易“合谋”, 即偏向政府的财政目标而忽略关系公众利益的货币价格稳定目标。再例如 20 世纪 80 年代的瑞典, 当时瑞典央行将债务利率拉低至市场地位, 并要求银行和保险公司投资州和抵押贷款机构发行的债券(Crona, 1997)。最后, 中央银行还可以利用其在公共债务市场的主导地位, 准确调控货币市场利率和汇率, 例如新西兰政府曾通过发行外币债务实现其对本币汇率的干预(Currie et al. 2003)。

公共债务管理从中央银行分离出去之后, 隐性合作还存在吗? 其本质是中央银行在二级市场与商业银行之间的债券交易问题。Goodhart (2017) 认为美联储的扭转操作(Operation Twist) QE 政策本质上就是一种财政政策, 而非货币政策。理由是中央银行通过买入长期债券、卖出短期债券, 进行期限错配的“扭转操作”, 与之对应的“镜像”行为是公共债务管理部门在短期国债到期时发行长期国债, 调整国债期限结构, 两种操作模式的结果一样, 即人为压低货币市场长期利率, 使国债收益率扁平化, 同时又吸纳了大量的国债, 提升了财政的可持续性。Goodhart(2017) 还认为应该由财政部或债务管理部门而非中央银行主导, 原因是财政部门主导的操作对金融市场的影响面小、比较缓和。也有学者反对将公开市场操作和 QE 等视为隐性的债务货币化, 认为这种理解过于狭隘, 理由是现代央行的公开市场操作有特殊的和独立的目标——调控利率、稳定物价、经济增长等, 而非支持财政赤字(Thornton 2010)。这一观点承袭了前文关于“1951 年美联储和财政部之间的协议”精神, 认为即便从公开市场上买入或卖出国债可能在实际结果上支持了财政部门的公共债务管理, 但中央银行在主观上并不是被动服从财政部门, 而是有自由的货币政策操作空间。也就是说, 从法律意义上来看, 中央银行在二级市场买卖国债不算是债务货币化。总之, 无论隐性“合谋”是主动的债务货币化还是被动的债务货币化, 或者根本不是债务货币化, 目前是以法律制度为基本标准, 研究所用的量化工具很难将其明显区分, 是个待解的难题。

从全球金融体系的发展演变实践来看, 主流共识是将债务管理职责从中央银行分离, 将其设为财政部下属的管理机构, 或者独立第三方管理机构, 阻断利率政策与公共债务管理体系, 以增强央行独立性, 实现通货膨胀目标, 同时支持政府融资但尽量最小化政府债务货币化行为。但是, 仍将国债作为货币政策操作工具, 公共债务管理和货币政策难言真正分离, 央行的独立性只是相对存在。

2. 财政部门 and 中央银行在货币-债务管理实践中的角色分析

货币-债务管理机制在现代金融体系中有较为坚实的实践依据, 政府债务管理、资金往来以及财政政策和货币政策交叉影响, 是财政部门 and 中央银行的基本联系途径。

(1) 共同管理政府债务

公共债务和货币的本质都是广义的政府债务, 从这个角度而言, 财政部门 and 中央银行为政府债务的共同管理者。在具体分工方面, 目前, 大多数国家将公共债务管理从中央银行分离至财政部门, 将国库现金管理从财政部门分离出来并交给中央银行, 制定中央政府和地方政府的融资约束条件, 增强公共债务管理和货币管理的透明度, 形成二者共同管理、相互制衡的公共货币管理局面, 这种均衡机制安排既最大限度地规避公债管理中的腐败弊端, 又保障了中央银行有足够的独立性为价格稳定公共目标服务。例如, 在欧元区, 欧元区国家的财政管理效率(政府债务/GDP 比率低于 60%, 财政赤字/GDP 比率低于 3%) 直接被视为货币发行的信用支撑。

财政部门 and 中央银行可以被视为政府资产负债表中的两大组成部分。作为公共货币的共同管理者, 二者分别管理着政府部门不同的资金体系、政府资产负债表的不同部分, 财政部门管理公共债务和税收等公共资金, 中央银行负责发行货币并经理国库, 继而也管理公共资金。二者有共同的利益诉求, 即保证政府正常收支、投融资活动顺利进行, 实现宏观经济政策目标如稳定法定货币价

格,降低通货膨胀。二者的负债同属于政府债务,财政部门的负债活动(发行国债和地方债),与中央银行的负债(发行货币)都属于公共货币体系的扩张,这一特点决定了,央行买卖政府债务的交易行为本质是不同政府债务种类之间的置换行为。

同时,现代中央银行可以有效调控政府债务的价格——货币市场短期利率,影响公共债务的久期和利率风险。在市场流动性存量一定的情况下,央行负债和财政部门负债具有相互挤出效应。当央行从市场上回收了流动性,如发行了短期融资证券或者实行了其他紧缩性货币政策时,财政部门若要再从市场上进行短期融资,则必须付出更高的价格。中央银行对货币市场利率有如此强大的调控能力,也决定了在理论上中央银行可以通过调控利率,灵活配合公共债务管理目标,其在国债市场的交易活动直接影响全社会无风险收益率、国债收益率曲线,形成金融市场资金的定价基础,使得货币政策信号得到顺利传导,间接影响市场流动性和整个货币金融体系。根据美联储公开数据测算,美联储在2008年国际金融危机期间的“扭曲操作”货币政策将其当时持有的国债久期从6年拉长至8年,这从长期降低了公共债务的利率风险。与此同时,这种隐性合谋方式对金融市场并不产生明显的外溢效应,前文已述,其本质是政府部门内部不同性质资产(现金、证券等)的置换行为,不改变整个政府部门的资金总量,只改变其资金配置部门的结构。

(2) 财政部门与中央银行的资金往来

财政部门通过财政盈余和赤字融资活动与中央银行形成联系,中央银行通过经理国库库款、买卖国库券、国债影响财政部门。当财政盈余时,大量财政国库库款存入中央银行,成为央行融资来源之一,央行公开市场操作、各种融资便利与财政国库库款有紧密联系。当财政出现赤字时,需要融资以弥补赤字缺口,但现代中央银行制度严格约束财政部门直接向中央银行透支,财政部门在金融市场发债借款是主要途径。作为一个经济部门,将预算之内的必要支出资金放置央行国库,其余资金进行投资获利,协调财政部门债务管理,是较为理性的做法。也因此,现实中多数国家财政部只在央行国库保留最低库底目标余额,维持财政活动正常开支,其余进行投资获利。

(3) 财政政策和货币政策的交互式影响

上述微观而细致的财政、货币两大部门之间的联系机制,在现代宏观经济学理论中几乎被整体性的忽略和简化,最终形成了简单的理论模型——希克斯的IS-LM模型。IS-LM模型仅包含了市场利率因素,忽略了作为实体经济中间变量的公共债务因素,将市场利率与最终的实体经济变量联系起来。IS-LM模型是理解现代财政政策与货币政策关系的起点和基本工具,研究文献海量,代表研究如Sargent and Wallace(1981)等,此处不赘述。基本运行原理是财政政策改变IS曲线,货币政策改变LM曲线,两种政策交互影响。通过(扩张性货币政策+扩张性财政政策)、(扩张性的货币政策+紧缩性财政政策)、(紧缩性货币政策+扩张性财政政策)、(紧缩性货币政策+紧缩性财政政策)四种态势的政策组合,两条曲线依宏观形势和调控目标而动,综合决定均衡利率水平和潜在产出水平。后续有基于这一模型内在缺陷,如遗漏了哪些变量及如何完善等讨论构成新的研究,如DSGE模型等。

综上,财政部门 and 中央银行联系的主要途径如表1所示。

总体而言,财政部门 and 中央银行在公共资金管理 中充当着不同的角色,二者的合作大于冲突,不可能完全独立于对方来执行本部门政策。这一点也与IMF的观点一致,其认为财政部门的国库现金管理与中央银行的货币政策确实容易发生冲突。他们给出了财政部门与中央银行合作的基本架构,包括高层会晤机制、成立专门委员会如公债委员会或国库现金协调委员会、技术性的工作组、每日操作协调机制等(Pessoa and Williams 2012)。这与目前宏观审慎管理理念一致,即财政部门与中央银行必须协调一致,建立及时有效的沟通机制,共享中央和地方政府当前和未来流动性需求等信息,减少政策摩擦和风险,从而提高整个宏观经济调控的效力。

表 1 财政部门 and 中央银行联系的 3 种主要途径

途径 1 财政部门 and 中央银行共同管理政府债务, 央行经理国库并执行货币政策, 财政部门管理公共债务。
途径 2 从资金往来角度看, 财政部门通过财政盈余和赤字融资活动与中央银行形成联系; 中央银行通过经理国库库款、买卖国债影响财政部门。
途径 3 理论模型——IS-LM 模型, 财政政策和货币政策交互影响。

(三) 财政国库存款与货币政策之间基本关系探讨

具体到国内财政国库库款与货币政策的相关性, 需从财政国库库款账户管理体制的演变谈起。近几十年以来, 全球国库现金管理理念不断提升, 将国库资金集于单一账户成为国库现金管理的前提、主流观点, 国内也基本在账户设置和管理这方面实现了国库集中收付、国库单一账户管理。这一历史性变化符合国内当时的经济发展需求, 也彻底改变了原来国库资金分散在各商业银行的局面, 国库资金与商业银行的关系弱化、与中央银行的关系更加紧密。与此同时, 大多数发达国家的国库库款管理在继续深化, 在财政部门主导下对国库现金账户实行了最优资产配置, 即保留最低限度的现金满足财政支付需求, 其余资金要么投向货币市场获利(如英国), 要么分散在商业银行投资获利(如美国)。在央行账户上的财政国库库款规模小且固定, 自身波动被严格约束, 其对货币政策几乎没有任何影响, 这导致国际上对财政国库库款与货币政策关系的研究一直都很少, 我们只追踪到部分早期研究文献。美国学者 Hablin(1977) 曾对美国的国库库款与货币供给关系进行了实证分析, 认为美国的财政国库库款与非季节调整的 M1 之间的关系非常弱, 与季节调整的 M1 之间几乎没有关联。2008 年国际金融危机爆发之后, 美国的财政国库库款发生了较大变化, 打破了美国财政部过去 20 年一直保持每日国库现金余额为 50 亿美元的局面, 呈现不断增加且波动的特点(见图 1)。2008 年 10 月 1 日当天蹿升为 295 亿美元左右, 2019 年 8 月约为 2021 亿美元, 为研究财政国库库款与货币政策关系带来了新的实践资料。

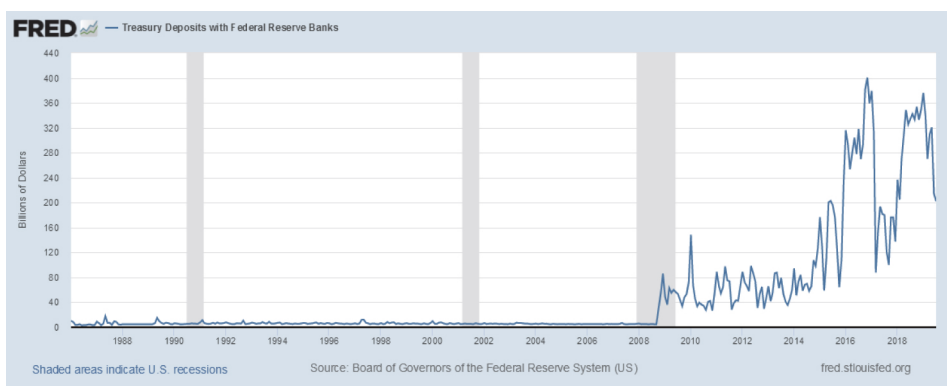


图 1 美国的财政国库库款(1986-2019)

数据来源: 美联储圣路易斯分行。

Gavin(2009) 分析了美国财政国库库款暴增的原因。他认为增加的资金主要来自美联储在 2009 年设立的新的国库存款账户——附加融资账户(supplemental financing account), 该账户资金

主要来自美国财政部出售的特殊国库券,美国财政部向公众发行国库券,由商业银行代理,商业银行获得的资金直接存入其在美联储的准备金账户,财政部再将这笔资金从银行准备金账户转至财政国库库款账户;当公众持有到期时,资金再从该账户转至商业银行准备金账户,直接增加基础货币供给。美国财政部当时对该项目运作的基本解释是,应美联储请求,为了缓解金融市场流动性压力。与以往的国库券拍卖规则相同,但账户设置变了,即拍卖国库券所得的资金不再直接存入商业银行普通账户获益,而是存入在美联储的国库现金账户,用于调节商业银行超额存款准备金需求。本文尝试从理论上理解央行经理国库制度下,财政国库库款与货币政策的基本联系机制。

1. 财政国库库款与货币政策的一般联系机制

从理论上而言,财政国库库款与货币政策大致有两种观察视角:

第一种视角是资金流量机制。当财政部门支付资金给公众时,财政国库存款减少,公众在商业银行的活期或定期存款、其他准货币性质的金融产品增加,而后者是M1、M2或其他广义货币的组成部分。从而,财政国库存款与M1、M2等货币供给总量呈负向变动关系。公众或机构如何运用财政资金,在现代金融体系中,有多种途径,并非局限在活期存款、定期存款等商业银行的金融产品中,或许直接脱媒至金融市场或其他非银行金融机构,一国货币总量指标未必包含所有这些科目。此时,财政国库存款变动与传统统计口径的货币总量指标之间可能存在较弱的关系,或者完全没有任何关联性。

第二种视角是中央银行资产负债表途径。首先,财政国库库款或政府存款是中央银行资产负债表的重要组成部分,进而,财政国库库款与货币政策形成了另一种联系,即央行资产负债表渠道的联系。此时,财政国库库款在央行负债科目的规模比例大小非常重要。在国库现金管理比较发达的国家,通常其在央行国库中保持了最低比例的现金(活期存款),如美国财政部在美联储的存款即政府存款为50亿美元,英国财政部为2亿英镑等,此时,财政国库库款对整个资产负债表的影响不大。截至2019年7月底,中国人民银行负债科目中的政府存款科目规模为4.18万亿元,占人行负债总规模的11.7%左右,显然,其整体变动对央行资产负债表有一定的影响力。但实际情况是,即便自2006年起开启了央行国库现金转存商业银行定期存款的政策,由于其每次操作规模大约1000亿元左右,操作日期较短——3个月、6个月和9个月定期存款,其对央行货币政策的影响较小,也很难撼动央行资产负债表大规模变动。柳建光和李子奈(2007)着重检验了国库现金采用商业银行定期存款管理方式,主要通过影响现金漏损率和存款准备金率进而影响货币总量,但其实际影响较小。陈建奇和张原(2010)认为,虽然数据检验结果不支持国库现金转存商业银行对货币供给的影响,但该政策仍然会通过商业银行的资产负债结构影响货币供给政策。

2. 国内学者对财政国库库款和货币政策关系的研究回顾

国内学者对财政国库库款与货币政策关系进行了大量研究,主要集中在量化检验二者之间的关系。检验过程中,首先面临的问题就是用哪一个口径的财政国库存款来验证其与货币供给量的关系。付敏杰(2016)以中央银行资产负债表和金融机构信贷收支表为基础对政府存款的统计口径进行了深入分析,认同广义政府存款口径,即财政性存款与机关团体存款之和。进一步地,他认为,政府存款尤其是机关团体存款的增长,已经完全对冲了当前积极财政政策的扩张效果。打破财政性紧缩的关键,在于推进机关团体等事业单位财务制度和管理制度改革,使市场配置资源模式深化到公共服务领域。

在多种口径数据可得的情况下,多位学者运用一国或地区性数据对财政国库存款与货币供给的关系进行了实证检验,可资借鉴。李扬(1999)在IS-LM框架下分析了国内财政政策与货币政策协调配合的宏观经济背景,指出中央银行通过购买国债来向社会供应基础货币,事实上就是中央银行发行基础货币和现金的资产准备制度问题。潘国俊(2004)认为,政府存款对货币供给量影响较

大,应该将预算内和预算外的政府存款直接纳入广义货币总量 M2 统计范畴。陈建奇和李金珊(2008)研究认为,国库现金是引起货币供应量变化的 Granger 因,国库现金的正向冲击导致货币供应量产生显著的负向反应,货币供应量由于国库现金增减而产生收缩和扩张效应。王旭祥(2010)通过实证分析发现,国库资金与广义货币供给之间存在长期、稳定的负向均衡关系,财政政策与货币政策应该加强协调。张晓斌(2016)基于央行资产负债表结构构建了国库库存变动对货币供应量影响的分析框架,认为国库库存变动与基础货币变动的相关性最大,是 M1 变动的主要原因,与外汇变动共同构成 M2 变动的主要原因。

综上,国内外学者已经开始关注财政国库库款对货币政策的影响方面的研究,大多数学者是根据数据可得性来选择统计指标,用的较多的是最为狭义和直接的央行负债科目——政府存款,检验其与基础货币、广义货币、市场利率等关系。总体来看,以往的研究没有系统性地梳理其中的口径、作用机制,数据检验缺乏理论支撑,这也是本文着重研究的内容。

二、我国财政国库库款: 运行流程、口径及性质分析

早在 2004 年,国内央行公开市场业务报告就明确将财政库款随机变化视为货币政策制定和执行的一个重要外生因素。研究国库库款与货币政策相关性的基本前提是了解国内财政资金运行的基本机制,进而是商业银行、中央银行等与货币政策紧密关联的金融机构与财政国库库款的基本关系,最后是财政国库库款与货币政策的关系。本部分主要梳理国内财政资金运行的基本脉络,国库库款收支过程中的商业银行角色,进而给出财政国库库款的基本统计口径。

2001 年以来,我国财政部构建了以国库单一账户体系为基础、资金缴拨以国库集中收付为主要形式的财政国库管理制度,一般公共预算收入科目(税收收入、非税收入、债务收入、转移性收入)均进入央行国库单一账户。而缴税(费)方式通常决定收入资金进入什么账户,成为什么性质的资金。在美国,税收直接缴入财政部在各商业银行开设的账户,且一直停留在此,直到有支付需要才提取,其资金性质就是商业银行存款。在英国、法国等国家,税收直接进入财政部在央行的单一账户,其资金性质就是央行负债科目里的“政府存款”。对于实行国库单一账户的国家和地区而言,有一点相同之处,无论税费代理机构是谁,国库库款账户只有一个,“财政是会计、央行国库是出纳”的角色不会改变。

(一) 国库资金流动过程

在国库库款收支、管理过程中,中央银行、商业银行的角色如下:

其一,作为国库库款中税费收入征收、代理机构,但不设立国库账户,也无权使用国库资金。按照《中华人民共和国国家金库条例实施细则》规定,国内税收资金均进入中国人民银行及分支机构的国库账户,但中国人民银行的分支机构及人员配备、基础设施等有限,各地税费缴纳多由商业银行直接代理,从而导致国库账户的实体机构有所不同:省级及中央的税收直接进入央行国库账户,市区及以下行政区域的税收资金可以由商业银行代理收缴,但商业银行没有国库账户系统,资金需及时交给央行国库。而按照《中华人民共和国国家金库条例》的规定,国库的主要权限有六项,其中第一项就是“督促检查各经收处和收入机关所收之款是否按规定全部缴入国库,发现违规不缴的,应及时查究处理”。因此,从这个意义上而言,目前国内四级财政收入资金全部进入了财政部在央行开设的国库单一账户,由于收缴和交付时间有差异,国库资金会在商业银行有短期沉淀,形成财政过渡性存款、待结算财政存款。另外,财政专项基金也存入商业银行,形成财政专项基金存款,这一块资金种类和规模目前不断增加。

其二,承担国库库款定期存款业务。自 2006 年起,财政国库库款现金管理开启商业银行定期

存款业务,以提高资金投资收益。按照《中央国库现金管理商业银行定期存款业务操作规程》第十六条、第十七条规定,中标存款银行应设立“国库定期存款”科目,属于商业银行负债科目,本行会计科目变动情况报中国人民银行备案,由中国人民银行将其纳入一般存款范围缴纳存款准备金。此时,商业银行定期存款增加,并上缴法定存款准备金给央行;与此对应,中国人民银行负债科目中的“政府存款”一项减少与定期存款规模相同的资金,同时,负债科目中“其他存款性公司存款”增加与存款准备金相同规模的资金。因此,中央银行“政府存款”科目已经不包括国库委托给商业银行的定期存款,后者体现在金融机构人民币信贷收支表中的“财政性存款”科目。在计算广义财政国库库款月末、季末、年末的存量时,除了央行负债科目——“政府存款”一项外,还应加入央行委托给商业银行的定期存款。

其三,国库库款支出流程中的商业银行。当前,根据《中华人民共和国国家金库条例实施细则》第七十条规定“国库应在财政机关通知拨款的当日将款项转入或汇往有关单位在银行的存款帐户。各级国库和转拨行都不得积压”。即财政部通过在商业银行开设财政零余额账户和预算单位零余额账户先行支付,然后再与国库单一账户进行清算,而非直接从国库单一账户划款给最终收款人。同时,财政部门在商业银行又开设“财政代管资金账户”,导致“国库单一账户”和“财政代管资金账户”两种国库集中收付并存的现象,财政专户名目繁多,明减实增。由此可见,在国库库款支出过程中,商业银行仍然充当代理角色,但在零余额账户制度约束下,预算资金拨付过程非常短暂,理论上不会停留在商业银行账户。简单总结,国库集中收付制度下,财政国库资金经停账户如表2。

表2 国内国库资金进出账户

流动时点	进、出账户
1、预算内税收资金入库	入央行-政府存款账户
2、预算外非税收入资金入库	入央行-政府存款账户
3、预算内支出	出央行-政府存款账户
4、预算外支出、财政专项资金拨款等	出央行-政府存款账户、经停商业银行-财政性存款账户
4、国库现金转存商业银行定期存款	出央行-政府存款账户,入商业银行-财政性存款账户、入央行-金融机构存款账户
5、国库现金不足,发行国库券、国债、地方债,得到收入	入央行-政府存款账户

资料来源:作者整理。

(二) 从国库资金流程看财政国库库款的统计口径

从财政资金进出流程不难看出,并非所有的财政资金都经国库进出,央行国库库款只是财政性存款、政府存款的一部分,后者的口径和范围更广。根据中国人民银行《存款统计分类及编码标准(试行)》、中国人民银行的货币当局资产负债表以及金融机构的人民币信贷收支表,可以观察到政府部门在金融机构的财政性存款构成。财政性存款即各级财政部门代表本级政府掌管和支配的、暂时存放在金融机构(含央行和商业银行)的财政资金,包括财政国库存款和其他财政存款(含财政过渡存款、待结算财政款项、国库定期存款、预算外资金存款及专用基金存款等)。其中,按照存放的账户性质不同可以分为两类:一类是存放在央行总行国库及央行各级分支行国库的包括财政国库库款、财政过渡存款;另一类是存放在商业银行账户的包括国库定期存款、预算外存款、待结算

财政拨款及专用基金存款。从而形成了广义的财政国库库款,见图 1 中的财政性存款结构。其中,各科目涉及的概念及范畴见表 3。

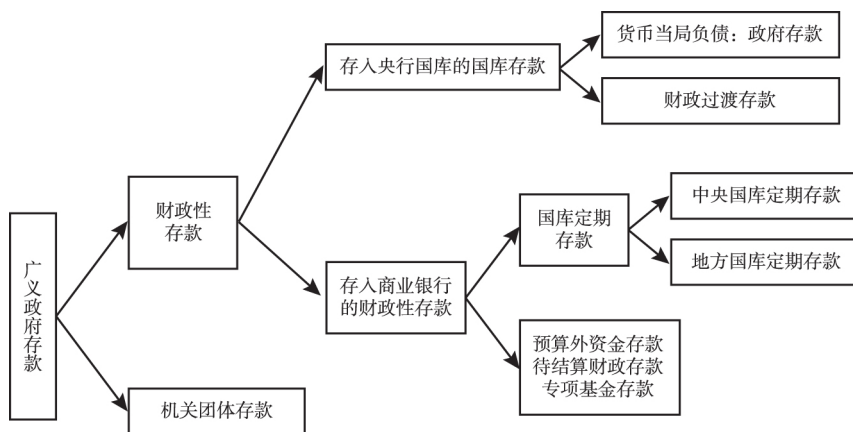


图 2 广义政府存款与财政性存款构成

资料来源: 中国人民银行, 作者整理。

表 3 金融机构的财政性存款科目定义

科目	定义
财政性存款	指财政部门存放在金融机构的财政资金。
——国库存款	指财政部门存放在国库(包括代理库)的预算资金,是金融机构对财政部门的负债。
(1) 财政国库存款	指国库收纳的、已报解的中央级预算收入款项、地方财政库款、各级财政部门预算资金的专项存款和预算外资金。
(2) 财政过渡存款	指各级国库当日收纳的、未报解的预算收入款项、国库待结算款项和国库总库收到的国家债券发行款项、国家债券兑付资金。
——其他财政存款	指未列入国库存款的各级财政在金融机构的预算资金以及由财政部门指定存入金融机构的专用基金,是人民银行与金融机构对财政部门的负债。
(1) 国库定期存款	指金融机构核算中央国库现金管理商业银行定期存款。
(2) 预算外资金存款	指财政部门存入金融机构的财政预算外存款。
(3) 待结算财政款项	指金融机构作为国库经收处办理的各项预算收入中待报解款项,以及代理国库收纳的各级预算收入待报解款项。
(4) 专项基金存款	指由财政部门指定存入金融机构的专用基金。

资料来源: 中国人民银行《存款统计分类及编码标准(试行)》。

从图 1 和表 3 可以看出财政国库库款的基本范畴。狭义视角下,财政国库库款即为存入央行国库的存款。广义视角下,由于财政国库库款的收缴、拨付均经由商业银行代理,由于时间的差异,部分国库库款会沉淀在商业银行账户,包括表 3 所示的国库定期存款、预算外资金存款、待结算财政存款、专项基金存款。因此得到:

狭义财政国库库款 = 央行国库库款 = 央行政府存款

广义财政国库库款 = 财政性存款 = 央行政府存款 + 商业银行财政性存款

表4 财政国库库款的统计口径

财政国库库款统计口径	
——狭义口径	央行政府存款
——广义口径	央行政府存款 + 商业银行财政性存款

资料来源:作者整理。

2019年7月人民银行资产负债表中的政府存款规模仅为4.18万亿元,即狭义视角下的财政国库库款。同期金融机构人民币信贷收支表显示,商业银行的财政性存款规模为5.55万亿元,因此,广义视角的国库库款规模为9.73万亿元。

整个政府部门(含机关团体)可以支配的资金不仅仅包括财政国库库款,还包括规模庞大的机关团体存款,在商业银行账户中被划归政府存款。财政国库库款金融机构人民币信贷收支表显示,截至2019年7月底,机关团体存款规模为30.33万亿元,整个商业银行账户中的政府存款规模为35.87万亿元。机关团体存款使用和支配权在于各机关团体,而后者属于政府性质的单位。因此,比财政性存款更广义的是整个政府部门及其附属单位的存款,广义政府存款口径是:

广义政府存款 = 财政性存款 + 机关团体存款

依此标准,2019年7月,中国的政府存款规模为40.05万亿元。财政部门可以直接支配的资金是广义财政国库库款,机关团体存款不在支配范围。

三、我国财政国库库款与货币政策的联系机制

财政国库库款管理的核心问题是国库资金类型和国库库款账户类型配置,不同的资金配置类型、资金所在的账户类型,对货币供给体系进而宏观经济有完全不同的影响。本部分将从这个视角透视财政国库库款与货币政策的关系、中央银行在财政国库库款管理中的角色,及其在国内的演绎。

(一) 财政国库库款的账户设置及其宏观影响

财政国库库款的资金和账户配置类别。从资金类别来看,根据对发达国家财政国库库款运行机制的观察,财政国库资金可以有多种配置选择,例如以定期存款的形式面向金融机构进行拍卖、在货币市场上投资高信用级别的固定收益产品、通过金融中介操作的其他投资形式。从账户类别来看,财政国库库款有一部分必须留存在央行账户,作财政支付的备付金,其余资金可以放置在商业银行普通账户,作为普通存款获利,或者其他投资获利。财政部门也可以将这部分资金存放在商业银行的其他账户,例如商业银行在中央银行的超额存款准备金账户(多国中央银行法中没有约束财政部门的账户选择)。观察可以得知,当前全球的财政国库资金多是分成两类账户进行操作,即用于财政支付的央行国库账户和资本性账户,简称两账户类型。当然,从理论上而言,财政国库库款还可以被放置在很多不同性质的机构做不同用途,还可以有三账户类型、四账户类型操作等。三账户类型如可以将财政国库资金放置在央行账户、两个性质不同的商业银行账户,更多账户类型组合可以以此类推。

在央行经理国库制度的硬性约束下,我们结合全球实践,将两账户类型的配置方案分为三类:一是可以全部放在央行账户,留下最低限额的支付备付金,另一部分在货币市场投资获利;二是可以在央行账户留下最低额度的支付备付金,其余部分转存至商业银行一般存款账户,投资获利;三是可以在央行账户留下最低额度的支付备付金,其余部分放在商业银行在央行的超额存款准备金

账户,见表5,其他组合类型在此将不再一一拓展研究。

不同的账户设置决定了财政国库资金的流向及其自身的性质,如作为央行基础货币、普通货币(商业银行存款)还是金融市场的一般流动性等,进而决定了其最终产生的宏观经济效应也将不同。

表5 财政国库资金账户设置方案

财政国库账户设置(两账户类型)			
	账户类别	央行账户-1	央行账户-2
方案1	账户性质	宏观调控性质	投资性质
		最低限额的财政支付备付金	货币市场投资获利
方案2	账户类别	央行账户	商业银行普通存款账户
	账户性质	宏观调控性质	投资性质
方案3		最低限额的财政支付备付金	通过商业银行投资获利
	账户类别	央行账户	商业银行超额存款准备金账户
	账户性质	宏观调控性质	宏观调控性质
		最低限额的财政支付备付金	配合央行调节商业银行流动性

资料来源:作者整理。

1. 方案1及其宏观影响

即财政国库库款全部放在央行账户,留下最低限额的支付备付金,另一部分国库库款由财政部门主导,通过在央行的资本性账户在货币市场投资获利,这是英国财政部和英格兰银行目前的操作模式。

央行在货币市场上投放财政国库库款投资获利,央行首先被赋予的角色是财政部门的投资代理人,操作目标是投资获利,同时最大限度保证资金安全。因此,央行资本性账户可能主要投向高信用级别的短期货币市场工具,这些工具的发行者可能是优质企业、优质的金融机构,也可能是政府。如果交易对手方为企业,相当于央行直接向市场注入流动性,不存在传统的货币政策传导机制;如果交易对手方为金融机构,则央行的投资行为兼具一般的货币政策操作功能,直接增加了货币供给;如果交易对手方为政府,则该账户操作即为一般公开市场操作。

在实际操作中,英格兰银行将资本性账户的操作方式限制为较小的范围——短期拆借、国债回购和逆回购,没有直接购买企业短期证券等,这符合财政部门管理政府债务和现金的基本角色,这种操作模式涵盖了央行在同业拆借市场的操作和公开市场操作,操作决策始终也由财政部门 and 中央银行共同协调,二者的合作无处不在。总体而言,若通过央行账户将财政国库库款在货币市场投资获利,即无异于执行宽松的货币政策,无论央行购买哪种类型的货币市场工具,都会增加市场的流动性。因此,此时如果实体经济调控不需要宽松型的货币政策,则必须与其他货币政策操作协调配合,这种协调机制应该由法律固定,这一点在《1998年英格兰银行法》中也有明确规定。

因此,如果通过央行账户对财政国库库款进行投资操作,与央行货币政策操作效果无异,如果没有协调机制,将对货币政策产生一定的“挤出效应”。实行该账户设置方案的英格兰银行和英国财政部,将资本性账户的投资操作范围限制在同业拆借和国债投资操作,同时构建协调机制,避免了政策冲突。

2. 方案2及其宏观影响

方案2即在央行账户留下最低额度的支付备付金,其余部分转存至商业银行一般存款账户进

行投资获利。财政国库库款从个人或企业账户以税收等方式,转存并留存至代理机构——商业银行存款账户,资金并没有离开商业银行体系,只不过主体转变了,由个人存款、企业存款转变为政府存款,货币总量没有改变,对货币政策没有影响。上述分析默认的操作流程是税收直接进入并部分停留至央行在商业银行的国库账户。但如果操作流程改变,如税收资金先汇集至央行国库账户,再分流至商业银行国库资本性账户,则会产生一定的市场影响。例如,所有的财政国库库款首先汇集至央行账户时,货币总量随即减少;随后再从央行账户转存投资至商业银行账户,货币总量会增加,这一操作过程会在短期内导致货币总量先收缩、后扩张的波动过程。总之,方案2的宏观经济影响因操作流程而异。

3. 方案3及其宏观影响

方案3即在央行账户留下最低额度的支付备付金,其余部分放在商业银行在央行的超额存款准备金账户。财政国库库款直接转变为商业银行的超额存款准备金账户,具有明显的宏观调控性质。从资金的流通过程来看,方案3首先将金融市场的流动性收缩至央行高能货币,放至商业银行超额存款准备金账户后,商业银行根据市场需求投放高能货币。总体而言,这一过程将存量货币的结构进行了调整。虽然部分央行对超额存款准备金账户支付利息,但利率相当于活期存款利率,此时财政国库库款的获利目的让位于宏观调控目的。但高能货币是否必然派生货币、创造货币则不一定,而取决于商业银行自身决策。因此,从实际操作效果来看,方案3调节了资金存量的结构,增加了高能货币,但未必增加货币总量;同时缩短了货币政策传导环节,提高了货币政策操作效率。

(二) 国内财政国库库款账户设置及影响分析

目前,国内财政国库库款的账户设置在央行唯一的国库账户,符合方案1。但是,国内央行国库库款账户没有按照最低支付限额备付金和投资账户分类,均为普通存款性质,部分资金转存商业银行定期存款。根据国内操作实践,这部分转存商业银行存款的资金操作流程大致为:个人和企业的税收资金首先集中至央行国库账户,再从央行国库账户中分流一部分转存商业银行定期存款。所以,这一流程又符合上述方案2的部分理论分析。

结合上述对方案1和方案2的分析可以发现,与财政国库库款的资金流通过程对应,国内货币供给体系大致经历了如下过程:个人和企业的存款以税收形式集中至中央银行国库账户时,遍布金融市场的应税资金回收至央行,流通体系的货币转为央行高能货币,市场经历货币收缩过程;当部分国库库款转存至商业银行存款时,央行高能货币减少,对应增加等量流通体系的货币,市场经历货币扩张过程。由于财政国库库款每年只有很少一部分转存商业银行定期存款,所以,货币扩张的过程非常短暂,总体扩张效应不明显。由于商业银行存款为派生货币,央行国库库款为高能货币,二者性质不同。整个国库库款操作过程中,商业银行存款转为央行高能货币的量比较大,而央行高能货币转为商业银行存款的量小、时间短,对市场而言,财政国库库款的流通过程产生的货币收缩效应大于扩张效应。在月度、季度和年度财政国库库款规模变动较大的时点,财政国库库款对货币供给的影响较大,但由于财政国库库款的支付功能和投资职能都是由央行同时执行,央行自身可以高度协调这些操作与货币政策。最终,财政国库库款的季节性波动将由央行公开市场操作对冲,对市场的影响被熨平。

(三) 央行在财政国库库款管理体系中的角色分析

上述分析是基于账户设置的宏观影响分析,分析结论成立的前提是央行作为财政国库库款的代理人,财政国库库款的具体用途由财政部门决定,央行不用其执行货币政策职能。然而实际情况是,我国财政国库库款资金并不是单一性质。自2006年开始,根据《中央国库现金管理暂行办法》,当前的国库现金投资方式可以为商业银行定期存款和买回国债,其余资金仍以活期存款形式存在央行国库账户。因此,财政国库库款资金目前有三类用途,央行在其中的角色和定位并不相

同,最终是否具有货币政策效应需详细分析。

1. 央行在国库库款操作中的角色

第一类资金是作为央行活期存款的国库库款。之所以称之为活期存款,是因为自2003年起,央行对国库现金开始支付活期存款利息,这部分国库库款之于中央银行,类似于活期存款至于商业银行,除去支付用途,其他现金余额的具体用途无法获取相关信息。可以肯定的是,这部分高能货币规模巨大,对货币供给的影响不可忽视。

第二类资金是转存商业银行定期存款的国库库款,平均每个月操作1期,存款期限为3个月,存款规模1000亿-1500亿元,资金存量规模不大。央行在其中的角色是投资代理人,对财政部具体交易指令进行操作落实。这部分资金在转存环节具有货币政策扩张效应,基础货币减少,同时直接增加货币总量;在资金到期之后,具有货币政策收缩效应。由于每个月几乎都有资金到期,资金重新转存,所以其对市场流动性的紧缩和扩张效应会自我抵消,对货币供给的整体影响较小。

第三类资金是买回国债,央行角色是投资代理人。财政部负责国库现金预测和制定操作规划,中国人民银行主要负责监测货币市场,二者协商后签发操作指令,中国人民银行进行具体操作。财政部用财政国库库款在二级市场上买回国债的行为本质为公开市场操作,对货币供给有影响,但目前的操作次数少、量小,基于财政部指令的买回债券操作没有成为央行公开市场操作的主要方式,央行在公开市场中释放流动性的方式主要为二级市场买卖债券、运用短期和中期流动性调节工具、央票等。可见,当前央行的公开市场操作与财政国库库款、政府债务管理等关联性较小。

综上,财政国库库款目前的三种运用方式对货币供给的影响各不相同。作为央行活期存款、财政部国库库款买入国债的操作资金都具有明显的货币政策效应,后者交易规模小,目前几乎可以忽略;前者规模大,但具体信息和路径无法明确。财政国库库款转存商业银行存款具有短期货币政策效应,但整体影响不大。

上述分析表明,财政国库库款与货币政策联系机制的关键问题是,央行在管理财政国库库款时如何进行角色定位。如果它以央行身份用类似储备货币或备付金的方式对待库款,那么财政部的库款操作就会具有货币政策含义;反之,如果央行以商业银行的身份,即财政部投资代理人的身份来对待库款,库款操作就不会对货币供给有实质影响。

2. 理顺财政国库库款管理策略

央行在财政国库库款管理中的定位取决于库款管理的整体策略。关于国内财政国库库款管理,我们需要重新思考一些基本问题。问题的基本出发点是,是否需要考虑库款的收益性?显然,自2006年以来,财政国库库款转存商业银行定期存款迈出了提高财政国库库款收益性的重要一步。但目前财政国库库款的管理体系存在一些问题。从投资规模和方式上,都缺乏系统考虑,没有最大限度地实现财政国库库款的收益性。一方面投资模式过于单一,财政国库库款没有得到最大化的投资收益;另一方面,财政国库库款管理没有和财政部门的债务管理完全协调,和货币政策也没有很好地协调。例如,财政部门发行债务的融资成本大大高于财政余额投资获益,这不是理性选择应有的结果。最主要的原因是财政部门 and 央行缺乏更加明晰的沟通机制,应该在财政国库库款管理策略上深入沟通,构建适合中国的两部门协调机制。央行作为投资代理人,在财政国库库款管理方面容易与货币政策产生冲突,资金回笼和使用都会产生季节性波动,需要央行对冲。

在未来,提高财政国库库款的投资收益有三项工作要做:一是估算财政库底目标余额,二是选择投资代理人和投资方式,三是高度协调财政国库库款操作与货币政策,考虑整个宏观调控的成本和收益。估算财政库底目标余额属于技术性工作,可以通过提高财政国库资金监测效率实现,核心的问题是后面两项内容。财政部门可以参考国际经验,将国库现金管理和债务管理合二为一,提高政府部门资金的综合管理能力。一方面将库底目标余额之外的资金管理从央行国库账户分离出

去,进入投资限制较少的商业银行进行投资,减少其对货币政策的干扰,追求收益最大化;另一方面对财政国库目标余额进行精细化管理,基于国库库款管理发行短期证券和其他期限的国债协调管理,形成更加市场化的国债收益率曲线。在宏观调控方面,这种模式可以改变财政部门与金融体系之间的分割状况,按照政府部门资金管理的理念和方向,打通财政国库库款管理、政府债务管理与金融体系之间的直接联系机制。

四、结论及政策建议

在央行经理国库制度下,本研究从央行资产负债表和金融机构信贷收支表入手观察,提出国内财政国库库款的统计口径。同时结合国际实践经验,从账户设计视角对财政国库库款和货币政策的关系进行了理论分析;并对国内目前的财政国库库款三种用途的货币政策效应进行了分析,认为财政国库库款与货币政策联系机制的关键问题是,央行在管理财政国库库款时如何进行角色定位,而央行在财政国库库款管理中的定位取决于库款管理的整体策略。

结合国内财政国库库款管理现状,当前的库款管理模式存在重要弊端:国库集中管理和单一账户虽然符合国际惯例,但国库库款现金管理效率较低,管理方式单一导致库款收益率较低,不符合国际主流趋势,国库现金管理需要继续深化。财政部门没有对财政国库库款管理和政府债务实现一体化综合管理,没有明确“家底”、构建政府资产负债表,从而对国库库款和债务总量、债务风险缺少清晰把握。因此,当前亟需深化国库库款管理。

毫无疑问,在当前局势下,国库库款管理理念和方式的改变直接涉及多部门政策改革,需要从多重视角综合考虑。本文提出如下几项政策建议,以供借鉴:

一是加快推进国库现金流量预测,推动国库现金余额目标管理制度。虽然国内央行通过公开市场操作降低了狭义国库库款对货币政策的干扰,但是从财政部门视角来看,根据日常国库现金流量需要设定最低目标余额,其余资金投入金融市场进行投资获益,是提高国库管理效率的必要手段,可以间接提高财政政策和货币政策的执行效率。很多国家的国库现金流预测是中央银行主导,因其作为经理国库的主体具有信息和数据优势。但央行掌握的仅仅是历史数据,财政部门相关政策是影响未来财政收支的直接因素,由此,在国库现金流量管理、国库现金目标余额制定方面,两大部门必须加强合作,设定多种政策场景进行模拟,反复测试。

二是强化财政部门在政府债务管理领域的主导地位,构建财政政策与货币政策协调机制。国内狭义口径、广义口径的财政国库库款与货币政策都有直接和间接的联系,政府债务管理也是二者联系的重要途径。鉴于地方债务风险、地方融资平台及影子银行问题对金融体系的重大影响,及其对防范系统性风险的重要性,今后的政策协调机制应重点深入政府债务管理领域。从债务性质来看,政府债务包含多个层次:直接与国库库款相关的国库券、与政府债务相关的国债、以及与地方债务相关的地方债。鉴于政府债务对于国内防范系统性金融风险的重要性,应该明确由财政部应主导政府债务市场管理,统筹国库券、国债和地方债管理,对每一个券种的一级市场和二级市场制定交易规则、相关法律法规制度,一开始就将政府债务风险控制明确的范围和主体内。而央行的主要职责则是利用公开市场操作配合政府债务管理,维护政府债务发行、交易和运用的高效,同时,通过充分的市场交易推动国债收益率曲线形成。

三是提高广义政府存款管理效率,打通资金管理低效和阻滞环节。前文分析表明,除了央行政府存款、商业银行财政性存款之外,广义的政府存款还包括规模最大的商业银行机关团体存款。这部分资金规模一直非常庞大,2019年7月,其高于同期狭义财政库款7-8倍,高于同期广义财政国库库款规模3倍左右。在财政国库集中收付制度下,这部分资金的使用和投资受到较强的约束,成

为金融机构负债的主要来源,占金融机构总负债规模 14% 左右,具有宽松性货币政策效应,对金融市场利率也具有重要影响。但财政部门 and 机关团体部门获得的投资效益较低。提高该部分资金的使用效率和投资收益非常必要。一方面,提高资金使用效率需要改变现有的预算单位财务管理制度,深入了解研究项目和机构支出特点,让资金更加合理高效支出。另一方面,提高资金投资收益需要跟随财政国库库款管理制度作出改变,建立最低目标余额制度,设定较为安全的投资渠道,兼顾支付高效和投资高效。

参考文献

- 陈建奇、李金珊(2009):《国库现金对货币供给政策的影响机制及证据:基于中国中央银行经理国库制度背景的研究》,《世界经济》,第7期。
- 陈建奇、张原(2010):《国库现金转存商业银行对货币供给政策的影响》,《金融研究》,第7期。
- 付敏杰(2016):《中国的政府存款:口径、规模与宏观政策含义》,《财贸经济》,第1期。
- 李扬(1999):《货币政策与财政政策的配合:理论与实践》,《财贸经济》,第11期。
- 柳建光、李子奈(2007):《商业银行定期存款的中央国库现金管理方式对货币政策的影响研究》,《财政研究》,第6期。
- 潘国俊(2004):《政府资金运动与货币供给量的关系研究》,《金融研究》,第6期。
- 张晓斌(2016):《国库库存变动对货币供应量的影响——基于央行资产负债表结构的分析框架》,《上海金融》,第6期。
- Balls, E., J. Howat and A. Stansbury(2018): “Central Bank Independence Revisited After the Financial Crisis, What Should A Model Central Bank Look Like?” M-RCBG Associate Working Paper Series, No. 87.
- Blommestein, H. and P. Turner (2012): “Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability”, OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management, No. 3, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k9fdwrnd1g3-en>.
- Crona, S. (1997): “Sweden: Separating Public Debt Management from Monetary Policy”, in: Sundararajan, V., Peter Dattels and Hans Blommestein (eds.) *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Currie, E., J. Dethier and E. Togo(2003): “Institutional Arrangements for Public Debt Management”, World Bank Policy Research Working Paper, No. 3021.
- Faraglia, E., A. Marcet and A. Scott (2010): “In Search of a Theory of Debt Management”, *Journal of Monetary Economics*, 57, 821-36.
- Goodehart, C. (2017): “A Central Bank’s Optimal Balance Sheet Size?”, Discussion Papers, DP12272., Centre for Economic Policy Research, London, UK.
- Goodfriend M. (2013): “The 1951 Fed-Treasury Accord: Its Historic Significance and Relevance for Current Policy”, Federal Reserve Bank of Philadelphia Forum.
- Hablin, M. (1977): “Treasury Deposit and Money Supply”, *Monthly Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- IMF(2010): “Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies”, IMF Technical Notes and Manuals.
- Papadamou P., M. Sidiropoulos and E. Spyromitros(2012): “Does Central Bank Independence Affect Public Debt?”, http://macro.soc.uoc.gr/docs/Year/2012/papers/paper_1_125.pdf.
- Pessoa, M. and M. Williams(2012): “Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank”, IMF Technical Notes and Manuals.
- Sargent, T. and N. Wallace(1981): “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1-17.
- Taus, E. (1943): *Central Banking Functions of the United States Treasury: 1789-1941*, New York: Columbia University Press.
- Thornton, D. (2010): “Monetizing the Debt”, Federal Reserve Bank of ST. Louis, Economic Synopses Short Essays and Reports on the Economic Issues of the Day.
- Yi, J. (2013): “Treasury Bills and Central Bank Bills for Monetary Policy”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 1256-1260.

(责任编辑:程 炼)

Rise of Housing Price and Real Economic Investment in China: Pulling Effect or Crowding-out Effect?

ZHENG Dongya^[a] PI Jiancai^[b] LIU Zhibiao^[c]

(Department of Industrial Economics , Nanjing University , Nanjing , 210093 , China^[a, c] ;

Department of Economics , Nanjing University , Nanjing , 210093 , China^[b])

Abstract: Based on the panel data of 31 provinces in China from 2001 to 2015 , we find that the overall effect of the rising of house prices on the real economic investment is the crowding-out effect. When the house prices rose 1% , the real economic investment decreased by 0.219 % . The overall effect in the eastern region is also the crowding-out effect. When the house price rose 1% , the real economic investment decreased by 0.295 % . The impact in the middle and western region is not significant. Under the pressure of economic downward , to increase the real economic investment needs to control housing prices , especially in the eastern region.

Key Words: Housing Price; Real Economic Investment; Pulling Effect; Crowding-out Effect

JEL Classification: C33; C61; E22; L85

Cross-border Capital Flow , Financial Cycle , and Monetary Policy

WANG Aijian SHI Zhenyu LIU Haojie

(School of Finance , Tianjin University of Finance and Economics , Tianjin , 300222 , China)

Abstract: This paper uses time-varying parameter vector autoregressive model to empirically explore the dynamic relationship of capital flow , financial cycle and monetary policy. It finds that the linkage or regulation effects among the three factors are time-varying due to the influence of economic and financial situation , individual behavior preferences and policy and institutional reform. On the eve of the global financial crisis , the two-way positive feedback linkage between capital flows and financial cycles is gradually strengthened due to the liberalization of capital account and the continued prosperity of housing market. However , in recent years , the attention of financial deleveraging reform and interest rate policy on capital flows has reduced the linkage effect. The regulatory effect of monetary policy on capital flow and financial cycle is influenced by external financial shocks and internal fundamentals. The spillover effect of quantitative easing of the Federal Reserve and the pro-cyclical mechanism of downward pressure of the new normal economy enhance the negative impact of monetary policy.

Key Words: Capital Flow; Financial Cycle; Monetary Policy

JEL Classification: E32; E52; F32

China's Treasury Deposit and Monetary Policy: An Analytical Framework

ZHOU Liping

(Institute of Finance and Banking , Chinese Academy of Social Sciences , Beijing , 100028 , China)

Abstract: This article analyzes the operating process and statistical definition of treasury deposits and constructs a theoretical framework of treasury deposits management. It then discusses the relationship between treasury deposits and monetary policy. It finds that the critical problem of the above relation is the role of central bank in managing treasury deposits. The treasury should build the prediction system of treasury cash and the regime of target management as quickly as possible. The leading role of the treasury in managing government debt should be strengthened and the coordination

mechanism should be constructed.

Key Words: Treasury Deposits; Monetary Policy; Central Bank

JEL Classification: E58; E62; E63

Coordination of Fiscal and Monetary Policies: A Survey and Research Prospect

ZHU Jun LI Jianqiang ZHANG Shucui

(School of Public Finance and Taxation , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing , 210023 , China;

Financial Research Institute of the People's Bank of China , Beijing , 100800; China;

China Institute of Electrical and Information Industry , Beijing , 100048 , China)

Abstract: Based on the theoretical thinking and policy reflection on the coordination of fiscal and monetary policies in recent years , and the evolution of the research methods adopted , this paper summarizes the research context of coordination of fiscal and monetary policies from the total adjustment framework of IS-LM model , the game perspective of policy subjects , and the DSGE framework of rule coordination. Subsequently , it looks forward to many aspects of future research on fiscal-monetary policy coordination and coordination. Finally , combined with the practical problems in China's policy practice , this paper provides the policy orientation of future coordination of China's fiscal and monetary policies.

Key Words: Fiscal Policy; Monetary Policy; Coordination and Cooperation

JEL Classification: E61; H11; O23

Libra: A Comparison with China's Digital Currency Electronic Payment

YANG Xiaochen ZHANG Ming

(International Institute of Finance , University of Science and Technology of China , Hefei , 230026 , China;

Institute of World Economy and Politics , Chinese Academy of Social Sciences , Beijing , 100732 , China)

Abstract: This article explains the operating principle of Libra from a conceptual and technical perspective , analyzes its potential impact on global economy and compares it horizontally with the upcoming Chinese Central Bank digital currency. Libra has adopted the method of industrial cooperation and international coordination in the choice of technology route and operation mode. It is an outstanding and sincere product among current non-sovereign digital currencies. But there is still logic conflict between Libra's vision and architectural design. Current design is difficult to achieve its claimed goal to benefit all. There is essential distinction between the model of Chinese Central Bank digital currency and the existence of Libra. Libra may become a strong means for helping central bank achieving the goal of monetary policy through unified management of MO. There is no doubt that Libra and Chinese Central Bank digital currency , no matter they will succeed or not , will become important driving force for development of global standard digital currency , which shall open a new era for us.

Key Words: Libra; Central Bank Digital Currency; Financial Regulation

JEL Classification: E32; E52; F32

Digital Money: A Perspective from the Evolution of Money

FENG Jing

(School of Economics and Business , North China Electric Power University , Beijing , 102206 , China)

Abstract: The evolution of money mainly consists of the development of monetary standard and formation of money. The tendency is a more stable money and a stricter system. Digital money , including electronic money and virtual money ,