

# 新货币局制度的金融稳定与货币政策

钱小安 钱爱莉

**【内容提要】** 货币局制度是一种特定的钉住汇率制度。90年代以来这一制度以新的姿态出现,不再是殖民地货币安排,而是旨在降低通货膨胀、稳定汇率、保持货币稳定的货币体制建设。在新货币局制度下,中央银行可以进行最后贷款支持、公开市场操作、准备金制度,金融机构还可从同业市场获得所需流动性。货币局制度能够提高中央银行信用、增加货币政策的透明度、加强银行体系的稳定性,提高中央银行的运作效率,这是部分国家重新引进货币局制度的原因。

钱小安:中国人民银行货币政策司

通讯处:北京西城区成方街32号 100800

钱爱莉:中国建设银行计划财务部

通讯处:北京金融大街25号 100032

## 一、货币局制度重新登场

货币局制度始于殖民地时期。作为殖民地经济制度的一部分,货币局制度为英、法、葡等国家的殖民地广泛采用,甚至索马里、菲律宾等国家也曾实施过这种制度。

货币局制度是一种特定的钉住汇率制度,它要求货币的发行要以等额的黄金或外汇作为储备。在运作上,由于货币局制度对货币发行和兑换做了严格的规定,汇率稳定要比一般钉住汇率制更具信用。因此,一些国家或地区从稳定货币的目标出发,实施货币局制度。

早期货币局制度产生的主要原因:一是货币局制度在操作上较为方便,并能降低贸易中的运输风险和成本;二是货币局制度有利于维持货币金融稳定,创造有效的信用环境。货币局制度下,货币的发行完全依赖于对宗主国货币的持有情况,其本质上是对宗主国货币的衍生使用。殖民地国家解放之后便希望按照国家经济发展的要求,独立执行货币政

策。这样,大多数有关国家相继放弃了货币局制度。

90年代以来,部分经济开放小国为了解决经济转轨过程中出现的通货膨胀压力,重新实施货币局制度。阿根廷、爱沙尼亚、立陶宛分别于1991年、1992年、1994年实施货币局制度,波斯尼亚和保加利亚也于1997年先后实施货币局制度。其主要原因有:一是货币局制度有助于加强经济转轨过程中金融的稳定性,避免银行挤兑,并能对经济发展过程中出现的暂时失衡予以熨平。二是在资本市场全球化、一体化的发展过程中,开放经济面临外部冲击的可能性较大,而货币局制度对提高有关国家金融政策的信用具有支撑作用。三是货币局制度有利于中央银行控制通货膨胀。经验表明:货币局制度尽管也是一种钉住汇率制度,但比其他钉住汇率制度下的通货膨胀要低得多。

## 二、新货币局制度的运作特征

新的货币局制度不同于殖民地时期的货币局制度,因为在殖民地时期,货币局制度最根本的特征是

没有法定准备金要求、最后贷款人支持等现代中央银行的操作手段。新的货币局制度在各国具体执行时,各具特点,就钉住货币来看,14个实行货币局制度的国家和地区中,71.43%的国家和地区钉住美

元,21.43%的国家钉住德国马克,7.14%的国家钉住新加坡元。因此,货币局制度基本上是对经济关联程度较密切强币的钉住汇率制度(见下表)。

货币局制度运作的主要特征

国家或地区	启用时间	钉住货币	许可储备资产	最低储备比例	目前实际储备比例
阿根廷	1991.3	美元	2/3 外汇和黄金,1/3 美元为币种的阿根廷政府储备	M <sub>0</sub> 的 100%	M <sub>0</sub> 的 105%, M <sub>2</sub> 的 21.3%
安提瓜和巴布达岛	1965	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 60%	M <sub>0</sub> 的 81.7%, M <sub>2</sub> 的 12%
文莱和达累斯萨拉姆	1967	新加坡元	具有流动性的外国资产、外国证券及生息	中央银行活期负债的 70%	中央银行活期负债的 80%
波斯尼亚	1997.5	德国马克	50% 为中央银行资本,50% 为德国马克	中央银行货币负债的 100%	中央银行货币负债的 100%
保加利亚	1997.7	德国马克	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 加上合意储备	M <sub>0</sub> 的 134%, M <sub>2</sub> 的 40.5%
吉布提	1949.3	美元	外国资产	流通中现金的 100%	M <sub>0</sub> 的 125%, M <sub>2</sub> 的 22.5%
多米尼加	1965	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 60%	M <sub>0</sub> 的 84%, M <sub>2</sub> 的 14.7%
爱沙尼亚	1992.6	德国马克	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 100% (不含中央银行债券)	M <sub>0</sub> 的 118%, M <sub>2</sub> 的 43.5%
格林纳达	1965	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 60%	M <sub>0</sub> 的 85%, M <sub>2</sub> 的 15.6%
圣基茨和尼维斯	1965	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 60%	M <sub>0</sub> 的 99%, M <sub>2</sub> 的 19.8%
圣卢西亚	1965	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 60%	M <sub>0</sub> 的 95%, M <sub>2</sub> 的 16%
圣文森特和格林纳丁斯	1965	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 60%	M <sub>0</sub> 的 88%, M <sub>2</sub> 的 15.3%
香港特区	1983.10	美元	外国资产	现钞和硬币的 105%	M <sub>0</sub> 的 408%, M <sub>2</sub> 的 22.4%
立陶宛	1994.4	美元	外国资产和黄金	M <sub>0</sub> 的 100% 和中央银行流动负债	M <sub>0</sub> 的 91.8%, M <sub>2</sub> 的 41.1%

资料来源:阿蒂什·戈什(Atish R. Ghosh)、安妮·玛丽·格尔德(Anni-Marie Gulde)、霍尔格·沃尔夫(Holger C. Wolf):《货币局:终极固定吗?》国际货币基金组织工作论文,1998年1月;维拉特海·桑蒂普罗布霍(Veerathai Santiprabhob):《银行的稳定性和货币局制度:问题和经验》,国际货币基金组织政策分析和评估论文,1997年12月。

货币局制度是通过固定汇率使本币与外币可兑换,为此货币发行时必须以一定比例储备(外国资产)予以担保。有关货币当局规定了最低储备比例,即以外汇、黄金或其他外国资产等作为储备或抵押

品,以使货币局制度下的货币发行具有足够的信用保证。实际执行的储备比例要高于规定的储备比例,货币局制度14个国家和地区中,最低储备比例为中央银行储备(流通中的现金加上非政府活期负债)的

60—105%，平均为 78.12%。实际执行的储备比例为 80—408%，平均为 121.04%；实际储备与  $M_2$  的比例为 12—43.5%，平均约为 23.7%（见上表）。

实行货币局制度是为了提高本币的信用，通过高比例外汇储备保证本币的可兑换性，稳定货币币值。但是，这种货币制度却使中央银行丧失了部分货币政策的主动性和灵活性。货币局制度下，中央银行一般不能轻易改变最低储备比例，14 个货币局制度国家和地区中，只有香港特区和立陶宛能部分改变有关储备比例。不仅如此，中央银行货币政策实际上受制于钉住货币国家的货币政策，难以根据国内宏观经济形势的变化灵活调节。

与一般中央银行制度相比较，货币局制度还具有以下特征：一是货币当局发行货币时必须持有足额的外汇、资产储备予以支持。保证本币可兑换，以增强货币约束机制，提高稳定货币的市场信心。二是保证本币与外币无限制地兑换。三是货币当局不能向政府提供融资，而且作为银行系统最后贷款人的作用受到限制。

### 三、货币局制度下的金融稳定

保持货币币值稳定和金融机构稳健运行是经济健康发展的基本条件。货币局制度之所以在部分国家和地区复兴，是因为它对抑制通货膨胀、实现金融稳定具有一定的效率。

在货币局制度下，由于实行足额的储备要求，这就从根本上杜绝了无限制地发行钞票的可能性。因此，与其他钉住汇率制度相比较，货币局制度能有效地控制通货膨胀。当然，要有效地实施货币局制度，货币当局应选择主要贸易伙伴的稳定货币作为储备货币，同时考虑本国与钉住货币国经济周期之间的内在联系。

实施货币局制度不仅有利于保持货币对内价值和对外价值的稳定，而且有利于保持金融机构的稳健运行。货币局制度国家和地区，中央银行提供最后贷款支持的空间非常有限，而这一体制下银行的抗震能力却有所增强，因为这些国家（地区）一般对银行实行超出国际标准的严格审慎监督和管理。阿根廷、香港特区、立陶宛对银行确立的资本充足率要高于巴塞尔协议中规定的 8%。阿根廷的这一比例曾从 1991 年的 3% 提高到 1995 年的 11.5%。香港特

区的资本充足率也参照 8% 设定，但金融管理局有权将一般持牌银行的这一比例提高到 12%，并对少数持牌银行和吸收存款的公司可以提高到 16%。立陶宛这一比例最高为 13%，1997 年 1 月 1 日之后为 10%。除资本充足率外，阿根廷、香港特区还严格遵循巴塞尔协定的有关比例，对单个客户实行 25% 的风险控制。阿根廷中央银行规定对非附属客户的非担保贷款风险控制 15%，同时对附属客户的贷款加以限制。此外，香港特区、爱沙尼亚、立陶宛特别强调银行的信息披露和标准，及时揭示银行现金流、市场风险、储备等。

为了保持金融体系的稳定，货币局制度国家和地区还建立起存款保险、存款保护制度。一般来说，单个银行的损失很容易引致储户挤兑，而中央银行进行最后贷款支持很有限，这就有必要建立存款保险制度。建立存款保险制度，可以增强客户信心，避免储户挤提。1995 年立陶宛制定了《存款保护法》。保加利亚也于 1995 年末银行危机期间建立《存款保险计划》。

要保持金融体系的稳定，还需要对有问题的银行实行银行退出制度。在货币局制度国家和地区，中央银行为那些存在支付危机的银行提供流动性支持进行限制，银行退出将有利于促使银行管理者谨慎经营。

目前，大多数经历过银行危机的货币局制度国家和地区，允许无力偿付债务的银行破产，但是其关闭无支付能力银行的速度较慢。香港特区只是在 1983—1986 年危机后的很长一段时期内，才充分利用大量的外汇基金票据和债券促使行将倒闭的银行退出。

### 四、货币局制度下的货币政策

实施货币局制度的中央银行货币政策受到了很大限制，但是中央银行仍可以在有限的范围内实施货币政策，并通过最后贷款支持、公开市场操作、准备金制度、同业市场运作对金融机构流动性进行管理。

首先，从最后贷款支持来看，大多数货币局制度国家和地区认识到有必要向银行体系提供有限的最后贷款支持，并建立了有限度的最后贷款操作手段。在香港特区，主要通过透支和补充信贷便利等方式给流动性缺乏的银行提供支持；在保加利亚，中央银

行向银行机构提供带罚息的伦巴德贷款,伦巴德贷款决策由中央银行管理委员会确定;阿根廷中央银行起初向银行办理再贴现或30天以内的融资业务,但其金额不得超过银行的借贷资本,1995年危机期间,又对其《中央银行法》进行补充,允许实行滚动再贴现。

其次,从日常操作来看,货币当局有限度地开展货币业务来熨平每日流动性波动。除文莱和达累斯萨拉姆、吉布提外,所有货币局制度国家和地区都对商业银行办理再贴现或是有限度地开展公开市场操作。阿根廷中央银行、香港特区金融管理局等都使用再贴现工具对银行系统进行流动性管理。1992年5月,香港特区金融管理局采取了流动调整机制,为银行提供隔夜资金融通。

至于公开市场操作,阿根廷和香港特区金融管理局已使用回购协议进行流动性管理。保加利亚国民银行虽然没有开展公开市场操作,但它希望保持货币局制度运作的透明度,货币当局可以在二级市场上直接购买政府债券以消除财政资金运动(如缴纳税款)等导致银行流动性波动。

通过日常操作来稳定金融系统的流动性,可以在一定程度上抑制市场汇率的波动,从而有利于提高货币局制度的可信度。在香港特区,固定汇率可能受到各种不利于汇率稳定的外部力量的冲击,但是,1994年3月香港金融管理局在公开市场操作的目标从清算所的银行头寸转移到香港银行同业拆借利率(HIBOR),力求使香港银行同业拆借利率稳定在合理范围内。同时,除外汇基金票据和政府债券外,还允许对法人主体或私人部门发行的高质量香港美元债券进行贴现。这样,香港银行同业拆借利率与联邦基金利率的差距缩小,市场汇率趋于稳定。

再次,从准备金制度来看,实行高额准备金率要求,可以在紧急时提供足够的流动性,保持金融制度和货币的稳定。立陶宛中央银行曾于1995年4月将法定储备从12%降到10%,但在1995年12月却因储备货币短缺,出现银行融资困难<sup>①</sup>。

最后,从市场融资来看,货币局制度下,银行体系通过同业市场获得流动性支持,这便推动了同业市场的发展。在缺乏具有流动性政府证券市场时,迫切需要发展同业市场。自1993年5月以来,爱沙尼亚银行向其银行机构发行定期存单,并通过回购等

交易形式保证这些定期存单的流动性<sup>②</sup>。

## 五、货币局制度的政策启示

建立货币局制度是为了保证外汇储备足以支持现有的国内债务,以保持货币对外价值的稳定性。货币局制度不同于一般的中央银行,这是因为它向国内银行提供最后贷款支持方面受到严格限制。实际上,只有在积累了多余的外汇头寸时,货币局制度才有机会向银行放贷,这正是几乎所有的货币局制度国家的实际储备都高于最低储备要求的原因。货币局制度也因此能获得更大信任,并可能向经营困难的银行提供贷款支持。

货币局制度的本质是要使本币与某种强币相挂钩,以达到稳定本币的目的。然而,实施货币局制度的具体目的可以分为两种:其一,为从制度上解决经济危机,如阿根廷、保加利亚、爱沙尼亚、香港特区、立陶宛;其二,实现国内经济稳定发展,如文莱和达累斯萨拉姆、吉布提等国家属经济开放小国,在货币管理方面经验不足,因此采取钉住强币的货币政策。

货币局制度从提高中央银行制度的效率来说,最基本的有以下两点:一是,有利于提高中央银行政策的透明度。货币当局需向公众保证有足够的储备作为担保,使得货币局制度的透明度、可信度得以维持,并有利于避免发生金融系统的信心危机。二是,货币局制度的固定汇率制将名义汇率固定在一合适水平,其稳定性有助于促进对外交易,为经济增长奠定基础,并提高银行贷款质量和银行的盈利能力。

总之,实施货币局制度的确会带来一些好处,但这种制度只能适应特定条件的国家。对于高度开放的小型经济国家而言,由于其对外部经济金融的依赖程度较高,将汇率稳定作为货币政策目标具有可操作性,也有利于抑制市场投机。

(责任编辑 杜亚平)

<sup>①</sup> 立陶宛银行《立陶宛银行1997-1999年货币政策规划》,立陶宛银行理事会决议第14号,1997年。

<sup>②</sup> 爱沙尼亚中央银行《爱沙尼亚通货膨胀与货币政策》,1998年。