

人民币汇率超常稳定与 外汇储备超常增长的困境

陈 硕

(厦门大学 金融系, 厦门 510620)

摘 要: 人民币汇率超稳定和外汇储备超常增长是 1994 年的外汇体制改革之后出现的两个明显现象。维持汇率稳定的制度安排造成外汇储备超常增长,而巨额的外汇储备也造成汇率调整上的限制,二者并存还带来了经济运行上的效率损失和政策约束。解决目前的困境的关键在于改革当前的外汇体制,完善外汇市场,为进一步的汇率制度改革创造条件。

关键词: 汇率; 外汇储备; 困境

中图分类号: F830.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-6487(2006)02-0098-03

1994 年的外汇体制改革之后,出现了两个明显的现象:一是人民币汇率超乎寻常地稳定;二是外汇储备持续快速增长。一般而言,汇率稳定是好事,是许多国家货币当局追求的目标;对非国际货币国家而言,外汇储备增长也是好事,它证明一国的经济实力和抗风险能力增强。但是,长期保持名义汇率的绝对稳定、外汇储备相对于实质经济超常增长就未必是好事了,二者的并存给经济运行带来的是政策的约束和效率的损失。

结构性污染和降低工业发展对自然资源依赖程度的重要环节。哈尔滨市“十五”期间高新技术产值年均增幅超过 30%,已初步形成了光机电一体化、电子信息、生物工程及新医药、现代农业、高效节能和环保、新材料等六大高新技术产业^[4]。2004 年高新技术产业实现产值 560 亿元,占全市工业总产值的 37%。高新技术企业达到 830 户,其中产值超亿元的达到 35 户^[5]。在新型工业化过程中,需要以重点企业为骨干,带动产业链的扩伸,形成若干具有较强竞争能力的产业集群,推动工业结构的优化升级。

3.2 大力发展低能耗和低排放的工业行业

哈尔滨市工业结构正跨入以加工组装为中心的高加工度阶段,从劳动密集型、资本密集型工业向技术密集型工业转换的阶段,改善工业内部结构将是“节能、降耗、减排”的关键措施。除了发展高新技术外,部分资金、技术密集型的行业,如装备制造、汽车、飞机、精细化工、医药、食品等行业的快速增长将是工业结构优化的主要方向。通过发展这些经济效益好、科技含量高、资源消耗和环境污染小的行业,同时大力提高行业的能源利用效率和防治污染,大幅度降低资源消耗和污染排放强度。

3.3 加速高新技术对传统产业的改造

围绕增加品种、改善质量、节能降耗、防治污染和提高劳

1 外汇储备的超常增长是维持汇率超常稳定的必然结果

自 1994 年之后,我国的外汇储备一直保持增长势头,并且增长速度不断加快。1993 年底,我国外汇储备仅为 211.9 亿美元,1994 年为 516.2 亿美元,比上一年增长 143%。1996 年突破了 1000 亿美元,为 1050.29 亿美元,2001 年则突破了

动生产率,充分发挥高新技术的“种子”效应,强化支柱产业和优势产业,适时地推动传统工业行业结构及其科技结构合理性转变。一方面,加快传统产业的信息化建设。充分利用现代信息技术,有效解决工业发展基础设施薄弱、能源紧张、设备陈旧落后、管理水平较低等瓶颈问题,尽快实现汽车、电站成套设备、医药制造、飞机和焊接等重点产业的全面信息化。另一方面,加快传统产业新技术化的进程。加快发展能够推动传统产业升级的共性技术、关键技术和配套技术,重点支持电力煤气的产供业、装备制造业、食品饮料加工业、纺织业、医药制造业、石油加工及焦炼业等重点行业和重点企业的节水、节能和综合防治“三废”的技术改造。

参考文献:

- [1]张文彤,董伟.SPSS 统计分析高级教程[M].北京:高等教育出版社,2004.(9).
- [2]魏礼群.走好新型工业化道路[A].专家谈走新型工业化道路[C].北京:经济科学出版社,2003.
- [3]李悦,郎立君.对传统产业改造的思考[A].中国新型工业化道路—21 世纪中国工业的发展方向[C].北京:中国经济出版社,2004.
- [4]郝立彬等.工业经济形势分析与预测[A].2004 年哈尔滨市国民经济和社会发展报告[C].哈尔滨市发展计划委员会,2004.

(责任编辑/亦 民)

2000 亿美元,达到 2121.65 亿美元。截至 2005 年 3 月底,中国外汇储备达到 6591.44 亿美元。仅在今年第一季度外汇储备就增加了近 500 亿美元。据估计按此速度增长,中国有望在 2006 年取代日本成为世界上外汇储备最多的国家。

作为以出口为导向的新兴经济国家,贸易顺差与外资流入是我国外汇储备增加的两个主要来源,自 1994 年以来,我国一直保持着经常项目和资本项目的双顺差(1998 年除外)。稳定的汇率对贸易和资本流入的双顺差起了重要作用,尤其是超稳定汇率带来汇率风险的降低甚至消除更是直接刺激了国外短期资本的流入。由于人民币汇率水平基本不变,当国内外利率出现差异时,便会出现单边套利机会,而获取外国贷款的国内企业获得的政府隐性担保,也造成了更多的资本流入,最终导致更多的外汇储备积累。

然而,外汇储备超常增长的根源在于外汇管理体制。1994 年外汇体制改革后,我国开始实行有管理的浮动汇率制,对汇率的管理主要通过三个方面加以实现:(1)外汇供求分类管理,即区分经常和资本两类账户,在供给和需求两个方面实行差别管理。经常项目实行有限自由的强制结售汇制,资本项目结售汇实行审批制。由此强制集中外汇供给,而严格控制外汇需求。(2)外汇交易三重约束:交易主体资格限制,只允许外汇银行参加;持汇规模限制,规定外汇银行的周转限额;汇率日波幅限制,美元 0.3%,港元、日元和欧元 1%。(3)中央银行频繁入市干预。研究表明自 1994 年以来,我国外汇市场出现了买方垄断和卖方寡头的情况,央行在外汇市场上的日均买入量已经超过 1 亿美元,占总交易额的 60%。外汇管理体制为名义汇率稳定提供了制度性保障:外汇供求分类管理将包括大量非意愿供给在内的全部外汇都驱动出来,而将许多潜在的需求排斥在市场之外,从而创造出了外汇超额供给局面,封堵了人民币汇率贬值的通道;外汇交易约束使我国的外汇市场成为小规模、封闭性和买卖信息透明的市场,从而使交易和汇率具有了高度的可控性;中央银行频繁地入市干预,吸收了制度创造的超额供给,控制人民币升值的发生。在该种机制下,我国中央银行持有的外汇储备涵盖了几乎所有民间外汇,为了维持汇率的稳定,中央银行就必须被动进行外汇吞吐,在目前有升值预期的情况下就表现出外汇储备不断增加的状况。

2 超常增长的储备带来汇率的升值压力,同时也压缩了汇率调整的空间

2003 年以来,国际上关于人民币升值的呼声不断,至今仍未平息。经济实力的实际增长和外汇储备的逐年扩张是产生人民币升值预期的主要原因。从外汇市场运行的角度看,由于目前我国外汇储备规模庞大,制度的安排也使得外汇市场上的外汇供应量十分充足,而需求则相对不足,供需上的不平衡必定导致人民币升值。为了缓解这种趋势,保持人民币币值稳定,人民银行不得不在外汇市场上购买多余的外汇,这样就更加剧了外汇储备规模的扩张。汇率的稳定,为出

口和外资流入提供了有利条件,从而使贸易和资本项目双顺差局面得以持续;同时也更加吸引国外热钱的流入,双顺差使外汇超额供给进一步扩大,中央银行增加购买量,外汇储备规模继续增加,刺激人民币升值预期进一步抬升。实际上,目前庞大的外汇储备量与强制结售汇的外汇体制共同作用下创造出一种人民币汇率升值预期的自我实现和自我加强机制,表示为:制度性超额供给→产生人民币汇率升值预期→中央银行买入外汇→汇率稳定,外汇储备量增多→出口增加、外资流入→超额供给扩大→中央银行增加外汇买入量→汇率保持稳定,外汇储备量进一步增加→本币升值预期进一步上涨。

外汇储备规模和人民币币值的矛盾还表现在庞大的外汇储备限制了调整人民币汇率水平或改善人民币汇率形成机制的幅度和空间。为了维持名义汇率稳定,我国中央银行持续购进外汇,这实际上等于替微观经济主体承担了巨大的汇率风险。由于我国 6600 多亿外汇储备中大约 80%是以美元资产的形式持有的,一旦人民币汇率进行调整,也就是人民币相对美元而升值,我国的外汇储备就会发生实际价值损失,人民币相对于美元升值 10%就意味着中国外汇储备将损失 500 多亿美元。而且在现有机制下,这种损失一旦发生,就会有一种加速效应。因为,随着美元的贬值,国内外汇市场上卖出美元的数量就会增大,中央银行的美元储备快速增长,相对的损失额也就随之快速扩大。2002 年第一季度到 2004 年初,美元名义有效汇率累计下降已达 25%,并且仍有继续贬值的趋势,因此,如果短期内若让人民币汇率浮动的话,且不说其他方面可能发生的损失,仅外汇储备一项的损失就可能高达 1000 亿美元以上,如此之高的损失是很难承受的。

3 超常储备与超稳定汇率并存带来的效率损失与风险代价

汇率的超常稳定造成外汇储备的居高不下,而巨额的外汇储备也使得汇率制度的改革进退维谷,二者并存的困境带来了经济运行上效率损失,具体表现在:

(1) 汇率杠杆作用的扭曲。名义汇率的超稳定使汇率无法发挥其调节内外经济运行的杠杆作用,汇率对经济的影响只能通过实际有效汇率变化表现出来,即通过经济内在自发的适应性调节实现的,这使得经济调节的压力完全落在了微观经济部门。

(2) 持有超额外汇储备的巨大机会成本。为保证流动性,我国的外汇储备大多用以购买美国长期国债和美元票据等低回报资产。1997-2001 年,中国购买美国国债净额增 796 亿美元,占外汇运用总额的 64%(马勇,高翔,2003)。以美国国库券形式持有的国外金融资产的收益仅为 1.75%,而我国国内直接投资收益率在 10%以上,持有 6600 亿美元外汇储备每年的机会成本超过 300 亿美元。这相当于我国通过出口赚取的外汇以极低的价格借给美国使用,与此同时,我国又以各种优惠政策大力引进外资,这在一定程度上等同于外商

是拿我国的资金在我国投资,而我国持有国外金融资产的收益远不足以抵补我国为引进外资所付出的成本和外商在我国所赚取的投资收益,持有过多外汇储备的机会成本之高显而易见。

③ 货币政策的自主性逐渐丧失。货币政策的自主性意味着中央银行可根据国内经济状况决定并控制基础货币投放量。在开放的市场经济条件下,一国中央银行可以通过国内信贷的方式投放基础货币,也可以通过在外汇市场上收购外汇来投放货币。1994年以前,我国的中央银行主要靠国内信贷投放基础货币,对货币投放有足够的主动权。但是1994年外汇管理体制的改革以来,强制结售汇的制度加上稳定汇率的目标,中国人民银行不得不在收购外汇的同时投放大量的基础货币,造成有些年份通货膨胀加剧,同时也使国内的外向型部门和内向型部门之间的资金分配不均衡,影响了资源配置的效果。自1994年以来,大部分年度通过央行收购外汇投放货币的比重都在50%以上,在2001年和2003年这一比重甚至超过了100%,尤其是2004年1-5月中国人民银行为防止出现新的通货膨胀,净回笼了2947亿元的基础货币,而外汇占款却增加了4318亿元。

由于目前国内存有通货膨胀压力,中央银行大量投放基础货币将使得通货膨胀势头更加难以控制,因此中央银行必须通过发行央行票据的形式进行对冲。2003年下半年以来,中央银行票据发行数量屡创新高,2004年以来票据发行期限记录也不断被刷新。但发行票据是有成本的,简单估算,2004年平均票据存量约7000亿元,按利率2.5%计算,其利息支出约175亿元,该利息支出最终成为财政的负担。另外,由于国外金融资产收益和以国内货币计值的债务利息支出之间存在明显的差额,如果一方面不断购入外汇积累国外金融资产,另一方面又大量发行国债来扩大投资,就会导致外汇市场干预的准财政成本上升,冲销干预的程度越高,损失就会越大。

④ 降低企业未来的国际竞争力。在人民币内在升值压力现实存在的情况下,仍然极力保持汇率稳定,就等于给出口产品生产部门提供了隐性汇率保险和补贴,这容易使初级产品出口企业、劳动密集型的低技术含量出口企业、特别是组

装制造业养成一种惰性,将其竞争行为固化在价格确定和调整上,仅靠低价策略来保持竞争优势,扩大出口规模。这会导致我国企业未来国际竞争力的下降,一旦名义汇率不再稳定,如出现一定幅度的升值,这些出口企业将因无法适应而迅速陷入困境。

4 相关政策建议

从长期来看,人民币汇率升值是必然的趋势,但目前维持汇率的稳定更有利于经济的发展。为缓解当前升值压力,需要控制外汇储备的超常增长,同时加紧改革当前的外汇体制、完善外汇市场,为进一步的汇率制度改革创造条件。

(1) 首先加强外汇储备资产的经营管理,增加其收益性。调整外汇储备中的货币比例,实现多种货币、比例货币的多元化储备结构,从而规避人民币汇率改革可能带来的美元储备资产缩水的风险。

(2) 完善外汇市场的交易机制,增加市场交易主体,改变中央银行一统天下的局面,分散中央银行的外汇风险。在交易主体方面,除了培育更多有实力的商业银行外,还可吸收外汇经纪公司等非银行金融机构入场,甚至可以在严格控制风险的前提下,允许交易者进行为市场提供流动性赚取短期价差的没有“真实”需求的外汇交易。在交易制度方面,可以参考国外的做法,引进做市商制度,提高市场流动性。

(3) 改进现行的结售汇制度。逐步由现有的强制结售汇制度过渡到自愿结售汇制度,使整个外汇市场供求有效出清价格,同时价格也能灵活地引导和调节供求。此外,给予一定的自主权,让企业、个人等微观主体参与外汇市场,在参与的过程中不断学习外汇风险的自我控制与自我管理。

参考文献:

- [1] 马勇,高翔.现行汇率制度对我国货币政策的制约[J].国际金融研究,2003,(9)
- [2] 费新.人民币汇率的“三难”困境及其对策[J].世界经济与政治论坛,2004,(6)

(责任编辑/浩天)