

人民币自由兑换的外汇储备要求

刘斌

(中国人民银行上海分行, 上海 200120)

摘要: 本文认为一国外汇储备的规模应以足够防止汇率冲击为适度标准。在这一前提下, 本文以西方近年来主流国际金融理论——国际收支调节的货币理论为基础, 对影响中国经济主体外汇需求的诸因素进行了分析; 并通过与亚洲金融危机国家和地区的国际比较, 提出了衡量我国外汇储备适度性的指标和安全界限值, 发现与绝大多数国内学者完全不同的结论: 我国外汇储备严重不足, 且在可以预见的将来也很难提高到适度的水平。从这一结论出发, 本文提出了我国为实现人民币自由兑换可以采取的若干政策选择。

关键词: 外汇储备; 金融危机; 外汇需求

中图分类号: F812.69 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2000)11-0059-06

我国已在1997年实现了人民币经常项目下的可自由兑换。实现人民币的完全自由兑换, 是中国外汇改革的核心目标之一。最近中央领导和国家有关部门又多次重申了实现这一目标的决心。在国内外经济理论界, 这个问题也一直是一项研究热点。当然要实现人民币的完全自由兑换, 需要很多的相关条件, 如经济发展阶段、金融业竞争能力、国内金融监管和货币政策实施水平等。此外, 另一个重要保障是外汇储备。

根据现代国际金融理论, 外汇储备在一个国家金融制度中的作用主要是缓冲器, 即当受到外部冲击或出现国内经济失衡时, 通过动用外汇储备, 一国经济当局可以获得更多的用于调整的时间, 并减小冲击的程度, 尤其是可以有效避免“过度调整”(Overshooting)现象的发生。当政府实施有效的外汇管制时, 由于可以藉此实现国内外市场的相对独立, 减少国内经济受到外部冲击的程度, 因此对外汇储备的要求可以较少, 但在外汇管制基本取消后, 根据现代国际经济学理论, 能否同时实现国内外的均衡, 并保持汇率的稳定, 在短期内的一个决定性因素就是外汇储备。因此要研究我国人民币的可自由兑换, 适当的外汇储备数量是其中一个重要课题。

本文对人民币可自由兑换条件下储备需求的讨论分为四部分: 一是外汇需求的货币分析; 二是我国适度的外汇储备数量; 三是一些政策建议; 四是对全文进行总结。

一、外汇需求的货币分析

长期以来, 我国国际金融理论界对汇率均衡研究主要以国际收支平衡表为基础。国际收支平衡表反映了绝大多数国际经济活动, 因此对汇率的影响是显而易见的。但与此同时, 影响汇率的还有另一个重要因素——经济主体对外汇的货币需求: 一个居民可以由于种种原因将

收稿日期: 2000-06-22

作者简介: 刘斌(1972-), 男, 安徽芜湖人, 中国人民银行上海分行助理研究员, 上海财经大学在职博士生。

自己的本国货币换成外币而不进行任何国际经济活动,从而不在国际收支平衡表上反映出来,但却直接影响到汇率水平。从国际金融和汇率理论的演变来看,从70年代开始,随着凯恩斯主义经济理论的衰落,货币替代关系逐渐进入主流汇率模型,成为研究的重点。在这方面,西方的国际收支调节的货币理论集中研究外汇需求问题,可以作为这类模型的一个代表。

根据国际收支调节货币理论建立小国货币均衡模型,有 $g_R = 1/r \times \eta_y g_y - (1-r)/r \times g_D$, 其中 g_R 是外汇资产(私人外汇资产和政府外汇储备之和)增长率, r 是期初的国际储备率,即外汇资产与国内货币总量之比, η_y 是货币需求的收入弹性, g_y 是国民收入增长率, g_D 是国内信贷增长率。从这一模型我们可以发现:当一国国民收入增长时,其货币需求会增长,对外币的需求也将增长,外币最主要的来源有三个,一是经常项目的顺差,二是资本项目的顺差,三是外国增加对我国的货币需求而单纯产生的货币交换(汇兑)。外国增加对我国的货币需求是其收入增长的结果。因此在假设其他条件相同的情况下,一国如果经济(收入)增长速度超过国际平均水平,则该国必然表现出净国际货币需求,即该国的国际收支必须保持顺差,而不仅是平衡,才能维持汇率的稳定。自改革开放以来,我国的经济增长速度一直大大高于世界平均水平,我国各经济主体的净外汇资产始终处于不断上升之中,而且在未来相当长一段时期内也将如此,这就决定了我国在今后一个阶段必须保持国际收支较大幅度的顺差。

根据国际收支平衡表的分析认为,我国外汇储备的作用是稳定国际收支,即缓冲对进出口贸易、外债偿还和外国直接投资的意外冲击。国内根据这一思路进行的外汇储备适度性研究认为,我国的外汇储备是偏高的。显然这一结论的得出是以保持国际收支平衡为基础的,忽略了各经济主体的对外汇的货币需求。在正常时期,各经济主体的外汇需求偏好基本稳定,其外币积累是渐进的,忽略这一因素的影响不一定很大,因为可以通过汇率的调整自行实现平衡,而不需要政府干预(当然这时的均衡汇率将低于根据国际收支平衡的计算值,政府不能迷信计算值,认定实际汇率失衡而强行干预)。但在某些特殊时期,经济主体对外汇的货币需求倾向可能在短期内发生剧烈的、甚至是非理性的变动,其程度远远超过国际收支的变动,迫使政府入市干预,从而对外汇储备产生大量需求。一个典型的例子就是国际金融危机时期。因此对外汇储备适度规模的确定实际上也要回答这样一个问题:外汇储备是以能够保证正常时期国际收支需要为足够,还是要能够稳定经济主体的外汇需求,从而有效抵御金融危机的冲击?

笔者认为至少在我国现阶段仍应以后者为标准。这是由于近年来国际金融危机发生频率越来越高,危机破坏力越来越大和我国经济金融体系仍然不够完善等多方面因素决定的。因此我国的外汇储备必须准备充当保卫金融安全的第一道防线。对此必要性,近年来国内已经有了大量的论证,在此不再赘述。在这种情况下我国的我国外汇储备需要量可以用“短板理论”^①来分析:一个国家的汇率危机可以由多种因素引发,如经常项目持续逆差、外债数量过多、外债结构不合理、外国直接投资突然逆转、经济主体的外汇需求突然发生变化等,要防止危机的发生,外汇储备不是由这些冲击的平均值或最小值决定的,而是由其中对外汇储备最大的需要量决定的,如果这一最大量不能得到满足,则危机就可能从这一因素中寻得突破。在我国,各经济主体对外币的需求是对外汇储备需求最高的因素。

二、我国适度外汇储备的定量分析

根据上述理论分析,我们首先确定我国外汇储备需求中的“短板”。目前国际上一般使用以下指标测算外汇储备适度性:

(1) 外汇储备与全部债务比例。这一指标的公认安全界限是 30%。根据 1999 年 6 月的数据, 我国的这一指标值为 98.84%, 远远超过安全线。

(2) 外汇储备与短期外债的比例。这一指标的安全界限为 100%。根据 1996 年 6 月的数据, 我国的这一指标值为 859.94%, 也远远超过安全线。因此我国的现有外汇储备足够应付即使是最严峻的外部债务变动冲击。

(3) 外汇储备支持进口时间。这一指标的安全界限是 3 至 5 个月。根据 1999 年底的数据, 我国的这一指标为 11.2 个月。显然我国的外汇储备已远远超出了防止进出口变化冲击的需要。

但从经济主体外汇需求角度分析, 结果却完全不同。目前国际通行的指标是货币总量与外汇储备之比。这一货币总量可以是 M_0 、 M_1 , 也可以是 M_2 , 笔者认为, 一国货币与其他国家货币兑换的对应指标应该主要是 M_2 , 因为任何人都可能在需要时自主地把自己的存款转换币种^①, 政府如果采取收缩基础货币的干预方式, 往往会造成经济的严重紧缩, 即使汇率仍能保持稳定, 根据有关定义, 也算遭受汇率危机打击了。因此本文使用 M_2 和外汇储备比例指标作为分析标准。我国的这一指标 1999 年底为 9.36。

对于 M_2 和外汇比例这一指标的安全水平, 国际上还没有公认的界限。笔者认为确定这一指标必须从各国经济主体的货币需求及其汇率弹性差异的角度进行分析。对国际货币的需求动机与对国内货币的需求类似, 首先是交易动机, 即源于对国外商品和服务的需要。不同的货币所能够充当交易媒介的商品和服务是不完全一样的。对于那些主要国际储备货币, 如美元、欧元、日元等, 不仅在各自国家使用, 而且能够直接充当国际交易媒介。与之相比, 发展中国家的货币基本上只代表该国有限的商品和服务的购买力。国内商品和服务的质量、品种、价格与国际水平相差越远, 各经济主体对外汇的需求就越强烈, 其汇率弹性就越小。

对于外汇的需求也会来自于国际投资, 根据现代资产组合理论, 为了在降低风险的同时保持收益最大化, 应该尽量分散投资, 包括对不同币种资产的投资, 外汇是进行国际投资必要的支付手段(桥梁)。各币种所占的比例, 不仅取决于这一币种的直接或投资收益, 也受这一币种投资风险(变动幅度)的影响, 一般来说在发展中国家的投资收益虽然高, 但其风险变动也大得多, 而发达国家则正好相反。发达国家金融和资讯发达, 跨国投资活动也更多。但由于发达国家的货币一般是国际储备货币, 其国际投资往往直接以本国货币的形式进行, 实际对外国货币的需要并不多。而发展中国家为了增加外汇来源, 鼓励其他国家以外币对本国投资。因此反而造成发展中国家经济主体对外汇的投资需求高。

影响经济主体的外币需求还有其他一些次要原因, 如通货膨胀、投机动机、政治因素、国际交往、汇率稳定程度、获得外币的综合成本等。综合各种因素我们认为, 一般来说, 发展中国家经济主体对外币的需求强烈, 且不易因本币贬值而改善, 因此本币与与外汇储备的比例应该更低一些。一个国家经济金融越落后, 越不开放、越不稳定、经济规模越小、政府管理水平和信誉越低, 汇率波动越剧烈, 越难以获得外汇, 各经济主体对外汇的需求就越高, 而且越不稳定, 中央银行因此需要的外汇储备就应该越多。

表 1 1996 年东亚各国(地区) M_2 与外汇储备之比

韩国	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	香港地区	台湾地区
6.51	6.5	3.66	4.5	1.03	3.9	3.18	5.78

与我国国际环境和经济发展水平相类似的是东亚各新兴市场经济国家和地区,如印尼、泰国、马来西亚、菲律宾等。这些国家和地区在亚洲金融危机前的 1996 年 M_2 与外汇储备之比如表 1,其中比例最高的是韩国,为 6.51。由此可见中国的 M_2 与外汇储备之比至少也不能大于 6.51。根据这一比例,1999 年中国的外汇储备应为 2226.23 亿美元,与实际储备水平相差 679.48 亿美元。今后几年,假设我国的 M_2 和基础货币 M_b 均以 15% 的年率增长(较保守的估计数),汇率水平继续保持 1 美元兑换 8.28 元人民币的水平,则为了达到 6.51 的比率,我们可以得到表 2:

表 2

单位:亿美元

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
M_2	16666.67	19166.67	22041.67	25347.92	29150.1	33522.62
应有储备	2560.164	2944.188	3385.817	3893.689	4477.743	5149.404
与 1999 年比累积储备缺口	1013.414	1397.438	1839.067	2346.939	2930.993	3602.654
比上年增加缺口	333.9344	384.0246	441.6283	507.8725	584.0534	671.6614
与 1999 年比 M_b 增长量	609.058	1309.475	2114.954	3041.255	4106.501	5331.534
每年经常项目顺差	300	300	300	300	300	300
与 1999 年比资本项目应有积累顺差	713.4139	797.4384	939.0667	1146.939	1430.993	1802.654

一国外汇储备的可增长量,受到两方面因素的制约:一是国内货币需求限制。中央银行每购入 1 元外币增加设备,必须相应地支付等值的本国基础货币,而一个国家一定时期内在保持物价稳定前提下的基础货币供给是有限的,储备的增加不能超出这一供给限制,否则就会引发通货膨胀。从表 2 我们可以看到,由于前两年外汇储备的增长不仅要弥补 1999 年前的缺口,还要满足 M_2 当年增长的需要,在 2001 年前外汇储备的增长超过当年新增基础货币量供给,因此除非中央银行相应收缩再贷款,否则将无法购入足够的外汇,保证储备水平达标。但从 2002 年后,基础货币因素不再对外汇储备积累构成明显约束。二是外汇资金的可供量。这主要来源于国际收支顺差。回顾中国国际收支的历史可以发现,从来没有哪一年的经常项目顺差超过 300 亿美元,即使我们乐观地假设中国今后几年都能达到这一创记录水平,外汇储备要在 2005 年前达标,资本项目下的顺差每年仍至少要超过 286 亿美元,而这在我国也是从未达到的。如果考虑到在国际收支平衡表上每年上百亿美元的错误和遗漏项目赤字(反映逃汇套汇等因素),则基本可以肯定:在 2005 年前,我国的国际收支顺差无法满足为抵御金融危机而需要的充足外汇储备需求。

此外,如前文分析,目前我国各经济主体对外汇的货币需求实际处于严重不满足的失衡状态,在实现人民币可自由兑换的过程中,这部分需求从失衡到均衡,必然产生相当大的新增外汇需求,其数量测算超出了本文讨论范围,但粗略估计不少于外汇储备的增长需求。因此要实现人民币的完全可自由兑换,如何解决公(中央银行)私(其他各经济主体)外币需求,是一个关键问题。

三、若干政策建议

根据上述分析,我国政府的政策选择可以包括以下几种:

1. 人民币贬值。这是最简单的方法。人民币贬值可以直接增加外汇储备的人民币价值,

从而立竿见影地降低国内货币与外汇储备的比例,如表 3 所示。当人民币贬值 30%至 40%后,对国际收支的顺差要求已缩小到每年 300 亿美元左右,这个要求还是比较容易达到的。此外,贬值还可以有效地增加我国的国际收支顺差,加快外汇储备的积累。但大规模贬值的弊端也是显而易见的:一是贬值将动摇我国人民币的国际信誉,使各经济主体产生进一步贬值预期,从而增加对外币的需求;二是可能引发国内通货膨胀,使货币供应量以更高的速度增长,推高国内货币总量与外汇储备的比例;三是可能加剧我国与其他国家之间的贸易冲突,引起其他国家的报复或竞争性贬值。四是将增加我国的外债负担。因此,除非在极特殊条件下,我们不建议采用这一策略。

表 3 人民币贬值与我国国际收支顺差变化表

单位:亿美元

平均每年国际收支顺差	2000	2001	2002	2003	2004	2005
贬值 10%	780.6717	564.8925	510.4217	498.2419	504.785	522.4211
贬值 20%	586.7199	453.3702	424.9213	424.4977	436.9404	457.4033
贬值 30%	422.6068	359.0052	352.5748	362.0989	379.5335	402.3883
贬值 40%	281.9385	278.1209	290.5635	308.6141	330.3275	355.2326

2. 降低对外汇储备与国内货币供应比例的要求。如前所述,对不同国家,这一比例的安全线是不同的,日本的这一比例就在 13 左右,欧洲在 17 左右(1999 年数据)。要做到这一点,一是要不断完善我国的经济金融体系,防范和化解金融风险,保持经济持续稳定健康发展,增强国际投资者对我国的信心。二是要努力保持人民币对内对外币值的稳定,加大宣传力度,提高人民币的国际国内信誉;三是允许人民币在更大的范围浮动,减少干预的次数和干预耗汇量;四是逐步实行人民币的国际化,允许外国投资者持有人民币,允许中国投资者直接以人民币的形式对外投资。

3. 增强稳定汇率的综合能力。稳定汇率的手段有多种,动用储备直接干预外汇市场只是其中的一种。随着外汇管制手段的逐渐弱化,我国一要逐步建立起严密的国际收支和外汇需求变动预警监测体系,加强对影响人民币汇率诸因素的分析 and 预测,提高政策的及时性和针对性,防止国际收支出现长期失衡;二要在各项经济政策的制定和实施过程中增强内外均衡兼顾意识,注意发挥各种政策手段在实现内外均衡过程中的不同作用,提高政策综合协调水平;三要对不同类型的国际金融危机预先制定相应的应急预案,注意区分危机时期与正常时期市场反应的不同,一旦出现危机苗头,应尽早动用多种手段相互配合,及时化解;四是加强国际金融协调与合作,改革国际金融机构,努力推动国际金融新秩序的早日建立。

四、结论

在目前国际收支持续向好的形势下,制约我国人民币完全自由兑换进程的最关键障碍就是各经济主体对外汇的货币需求,为了防止外币需求变动可能对我国经济金融的不利冲击,我们必须保持一定的外汇储备。根据周边国家的可比标准,这一外汇储备的需要量是相当巨大的,在今后一段时期内,我国的外汇储备仍然很难充分满足这一要求。这就要求我们既要采取多种手段保持和扩大国际收支顺差,加快外汇储备的积累,同时必须放弃对外汇储备作用的过分依赖,一方面不断提高稳定汇率的综合能力,另一方面加快经济金融的改革和发展,积极防

范和化解各类经济金融风险,建设一个完整、规范、稳定、和谐的国民经济体系。但上述工作都不可能一蹴而就,这也决定了中国实现人民币可自由兑换仍需要一个较长的过程,并为之付出更多的艰苦努力。

注释:

- ①所谓“短板理论”,指的是一个木桶是由多块木板拼成的,水能装多高,是由最短的那块木板决定的,引伸为在决定一个事物运行的一系列因素中,最薄弱环节的状况决定了是否会出问题。
- ②这次亚洲金融危机中香港曾经以为自己实行货币局制度,加上大量其他渠道外汇积累,其发行的基础货币与美元储备的比例大大超过7.8:1的汇率平价,根据传统理论分析,应该不会出现汇率冲击,因为政府随时可以通过抛出外汇购进港币收缩基础货币,从而按相应的货币乘数收缩派生货币,但实际上,在危机时大量收缩派生货币会带来严重的紧缩问题,从而危及经济稳定,因而并不可行。

主要参考文献:

- [1]陈岱孙,历以宁主编. 国际金融学说史[M]. 北京:中国金融出版社,1991.
- [2]武剑. 我国外汇储备规模的分析与界定[J]. 经济研究,1998,(6).
- [3] Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M Reinhart. Leading Indicators of Currency Crises[M]. 1997.
- [4] Gianarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis [M]. NBER Report, 1998.

The Demand on the Foreign Exchange Reserve for the Convertibility of RMB

LIU Bin

(People's Bank of China, Shanghai Branch, Shanghai, China, 200120)

Abstract: This article argues that the adequate criterion for foreign exchange reserve is to see whether or not it's sufficient to cope with the foreign exchange shock. Based on the monetary theory of balance of payments, this article has analyzed various factors that have impact on foreign exchange demand in the Chinese economy. Through the comparison of China with those Asian countries and areas that had experienced financial crises in 1997, it gives out index and margin of safety in assessing the adequacy of foreign exchange reserve. Conclusion has been found out that our foreign exchange reserve is far below sufficiency, and can hardly reach the adequate level in the foreseeing future. Starting from this point, several policy suggestions have been made here in terms of the convertibility of RMB.

Key words: foreign exchange reserve; financial crises; foreign exchange demand