

外资流入和人民币自由兑换对货币供给的影响

王维强

(中国人民银行 上海分行, 上海 200120)

摘要:我国加入 WTO 之后,随着金融对外开放度的提高,外资流入和汇率波动以及外资银行的进入等都会对本国的货币供给形成冲击。要建立能够适应 WTO 挑战的货币供给机制,必须考虑资本流动和汇率波动对本国货币供给的影响。本文分析了强制结售汇制度、外汇储备和人民币自由兑换等因素对我国货币供给的影响,并提出了相应的政策措施。

关键词: 外资流入; 货币供给; 外汇储备; 自由兑换

中图分类号: F832.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2001)03-0026-07

现代经济的一个重要特征是开放性。在现代经济发展过程中,经济全球一体化趋势越来越明显,任何一个国家的经济发展都不可能不受到来自外部的影响。而在外部影响中,金融领域的影响尤其重要,20 世纪 90 年后半期席卷东南亚的金融危机便是极好的例子。鉴于经济全球一体化趋势的发展,我国即将建成的社会主义市场经济体制也必然是开放性的。特别是我国加入 WTO 之后,国内的经济发展和金融稳定更将越来越多地受到全球经济发展和金融稳定的影响,具体到货币领域,表现在随着金融对外开放的提高,外资流入和汇率波动以及外资银行的进入等都会对本国的货币供给形成冲击。因此,要建立能够适应 WTO 挑战的货币供给机制,必须考虑资本流动和汇率波动对本国货币供给的影响。

一、外资流入对我国货币供给的影响

外资流入虽然有利于改善我国的经济结构,加速行业技术进步,促进外贸出口,增加外汇储备,改善国际收支状况。但是,大规模外资的流入,又会影响国内货币供给,加大中央银行执行货币政策、稳定币值的难度。外资流入对我国货币供给的影响主要表现在:

1. 强制结售汇制度迫使中央银行被动增加货币供给

我国从 1994 年开始实行的外汇结售汇制度,使我国外汇储备激增,也使 1994 年至 1998 年度的货币供给渠道发生了很大的变化。大量的结汇使通过外汇占款增加货币供给一度成为央行基础货币供给的主渠道。这可以从中央银行资产结构中外汇资产比重的变化上得到明显的反映,见表 1 所示的中央银行资产结构。

收稿日期:2000-10-11

作者简介:王维强(1973—),男,山东烟台人,中国人民银行上海分行办公室经济师,上海财经大学金融学院在职博士生。

表 1 中国人民银行外汇资产占总资产比重表

单位:亿元

年份	总资产	国外资产	比重	外汇资产	比重
1991	90101.8	1502.1	16.7%	1228.1	13.6%
1992	10168.6	1412.3	13.9%	1101.9	10.8%
1993	13675.7	1549.5	11.3%	1431.8	10.5%
1994	17588.2	4451.3	25.3%	4263.9	24.2%
1995	20642.3	6669.5	32.3%	6511.4	31.6%
1996	26466.8	9562.2	36.1%	9330.0	35.3%
1997	31413.2	13229.2	42.1%	12649.3	40.2%
1998	30997.7	13560.3	43.7%	13087.9	42.2%

资料来源:《中国人民银行统计季报》,1991—1998年各期。

从表 1 中可以看到,从 1994 年开始,国外资产尤其是外汇资产在中央银行资产中的比重明显增大,呈递增趋势,到 1998 年末,这一比重已接近 43%。表明外资的流入对我国货币供给的影响已经非常大了。央行外汇资产增加的渠道主要是结售汇,特别是从 1993 年到 1997 年,外汇储备增加了 1000 多亿美元,这意味着央行向市场上抛售了超过 8000 亿元的基础货币。为防止通货膨胀,央行被迫采取了收回再贷款和严格限制贷款规模等对冲策略,使外汇占款部分代替了再贷款投放渠道。那末,能不能据此得出外汇占款就从此成为我国基础货币投放主渠道的结论呢?从对近年我国基础货币供给渠道的分析看,从 1998 年起,外汇占款的比重大为减少,并且从 6 月份起,外汇占款首次出现 4 年来的净减少(如表 2),造成外汇占款大量减少的主要原因是受亚洲金融危机的影响,国际金融市场动荡,我国进出口贸易和利用外资也受到冲击。1998 年我国进出口总额为 3239 亿美元,同比下降 0.4%,实际利用外资 589 亿美元,同比下降 7.9%。同时,由于公众对人民币汇率贬值的心理预期以及多次降息的影响,使外汇市场供不应求,外汇占款大量减少。外汇占款的这种大幅波动,固然有政策变动因素的影响,但从深层次考虑,这种波动归根结底是由于我国经济的开放度不高,经济运行中非市场、不规范因素过多所致。今后,随着我国经济开放程度的进一步提高,人民币自由兑换的最终实现,以及汇率形成、变动机制的市场化程度的提高,外汇占款对国内货币供给的影响将会逐渐减少,中央银行被迫增加基础货币供给的局面将得到彻底改变,如当中央银行实行意愿结售汇制时,外汇占款量肯定会大大减少,但这又会加大中央银行外汇管理难度和基础货币管理难度。在这种情况下,就需要有发达的外汇市场和健全的公开市场操作做为央行控制汇率波动和控制货币投放的基本手段。

表 2 1995—1998 年基础货币供给渠道

单位:亿元

年份	金融机构贷款	专项贷款	外汇占款	财政透支	其他	合计
1995	890	-24	2303	-237	611	3604
1996	3008	-25	2765	-274	639	6147
1997	-112	-499	3072	-184	1290	3805
1998	-1972	-75	440	-636	1032	-590

资料来源:《中国金融年鉴》,1996—1999年各期。

2. 外汇储备增加对货币供给的影响

近几年,特别是外汇制度改革以后,我国外汇储备量呈逐年递增趋势。与外汇占款增加会

对货币供给产生影响一样,巨额的外汇储备也是影响货币供给的重要因素。图 1 是近几年我国外汇储备增长和货币供给量增长的走势变化图。

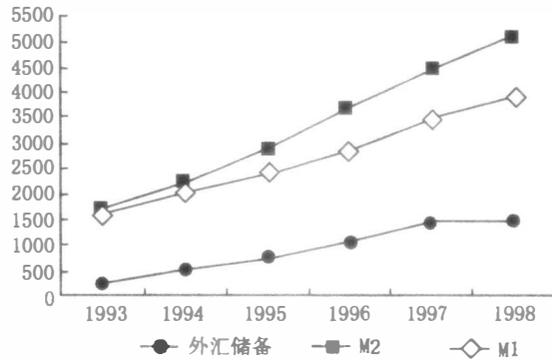


图 1 近年我国外汇增长与货币供给量增长变化图

从图 1 中不难看出,从 1994 年以后,两者的变化具有较强的联动性。那末,外汇储备增加是如何对货币供给产生影响的呢? 这要先从外汇储备增加的原因谈起。

从理论上讲,经常项目收支盈余和资本项目收支盈余增加都会增加外汇储备量。但在不同的汇率制度下,两者在外汇储备中的比重不一样。如由于美元本身就是国际储备货币,加之美国金融市场发达,使得美国资本流入成为其外汇储备增加的主要因素;而许多发展中国家,因为缺乏投资诱因,国际资本罕有流入,只能依靠对外贸易等经常性项目积累外汇储备。那末,我国究竟是资本流入对外汇储备增加的贡献度大还是经常项目收支的贡献度大呢? 对此可以从两个角度进行分析,一是看国际收支平衡表中各项目变化对外汇储备的影响。从我国历年的国际收支平衡表来看,从 1994 年起,资本项目盈余都大大超过经常项目盈余,同期外汇储备也大量增加(数据如表 3)。这表明资本净流入是我国外汇储备增加的主要因素。这与我国近年来大力吸引外资,弥补建设资金不足的现实相吻合。但是,如果考虑到我国外商直接投资中相当部分以机器设备、原材料等实物形式投入,而在国际收支统计中,实物投资尽管列入资本项目,但并没有发生外汇支付,则资本流入对外汇储备的影响将大打折扣。据统计,1995 年和 1996 年外商投资企业以设备等实物进口量分别是 187 亿美元和 249 亿美元,占当年外商直接投资量的 85.3% 和 79.2%。这表明,资本流入的影响因受外商投资形式的制约并不像国际收支统计表中显示的那样大。若再考虑到我国尚未实现资本项目可兑换,对资本项目的资本流入还实行管制这一因素,则资本流动应当是次要的因素。实际上,我国的外资流入有相当大部分实际上是由境外中资公司进行的;一些境内中资企业通过经常项目将境外借款转回国内的现象也较为普遍。扣除这类非市场、不规范因素的影响,资本流入对外汇储备的影响就更小了。

表 3 1994—1998 年国际收支状况结构简表

单位:亿美元

年份	贸易差额	非贸易差额	经常项目差额	外商直接投资	外汇储备增加
1994	53.9	3.7	57.6	337.7	304.2
1995	167	-178.7	-11.7	375.2	219.8
1996	122.3	-144.2	-21.9	417.3	314.3
1997	403.5	-110.3	293.2	452.8	348.6
1998	435.6	-165	288	455.8	50.7

资料来源:《中国金融年鉴》,1995—1999 年各期。

另外一个角度是对银行结售汇情况进行分析。根据结售汇管理的有关规定,境内各机构的进出口贸易往来外汇收入、服务贸易往来外汇收入等都必须全部结售给外汇指定银行;而境内各机构在经常项目下的外汇支出可凭有效凭证到外汇指定银行购买所需外汇。因此,结售汇的情况直接影响我国外汇储备的增减,基本可以反映国家外汇储备的来源情况。如1994年国家新增外汇储备中有206.7亿美元来自贸易项下的净结汇,90.4亿美元来自非贸易项下的净结汇,有25.7亿美元来自资本项下的净结汇。近几年的情况也大致如此。这说明,在我国经常项目下的净结汇乃国家外汇储备的主要来源。

既然目前我国外汇储备增加的主要原因是经常项目下的净结汇,则外汇储备对货币供给的影响也就主要体现在外汇占款对货币供给的影响上。资本流入对货币供给的影响除了通过基础货币投放渠道之外,还会扩大消费投资规模,增加相应配套资金,不少外汇资金流入后不结汇,而以外汇抵押贷款方式获得人民币资金等都会增加国内货币供给,这是央行控制货币供给必须考虑的因素。巨额的外汇储备作为尚未实现的国际购买力,实际上是国外对我国资源的占用,其结果是减少了国内的供给,而通过外汇占款增加的人民币供给,同时又增加了国内的现实购买力,这就造成了国内总供给和总需求的不平衡,产生通货膨胀压力。从我国近几年的情况看,外汇储备增加并未导致通货膨胀,但这不意味不存在通胀的压力,之所以没有发生通胀,是因为:外汇占款增加的货币投放,由于央行对冲策略的实施,实际上起到了对传统投放渠道的替代作用,结果,尽管外汇占款大量增加了,但货币供给的增加率远远低于储备增加率。这就造成了外汇储备大量增加而物价逐步回落的局面。从央行货币控制的效果看无疑是成功的,但从货币控制的效率看则央行实际上是被动而为。央行减少再贷款等对冲措施,必然造成货币投放结构及投放领域的偏差,不利于提高货币政策效率。因此,从长远看,央行应尽量减少外汇储备对货币供给的冲击。一个可以考虑的方式是实行意愿结售汇制,使央行处于主动地位。当然,这一措施的实施有赖于我国外汇体制的进一步改革,将来随着人民币资本项下自由兑换的实现,为减少外资流入对货币供给的冲击,实行意愿结售汇制就显得更为重要。

二、人民币自由兑换对货币供给的影响

人民币自由兑换是我国经济外向化的必然要求,也是我国加入WTO应当履行的义务。人民币的自由兑换能够给我国带来一些好处,如通过国内外价格体系接轨,促进国内外市场接轨,有利于合理配置资源,改善本国产业结构,提高本国劳动生产率等。但是,人民币的自由兑换也有风险,会加大央行货币控制的难度。

我国从1996年12月1日起接受国际货币基金组织协定第八条第2、3、4款的义务,实现了经常项目下的可兑换,这是人民币实现完全可兑换的第一步。国际货币基金组织协定第八条规定的经常项目下可兑换的含义是:只要一国不对经常性支付或转移进行限制,不实行歧视性的货币措施或多种汇率措施,只要要求兑换的国家能证明其外汇结存是由经常性交易所得或这种兑换是为了支付经常性交易所需,货币发行国均有义务兑付本国货币。可见,人民币经常项目下可兑换要求中央银行必须随时满足来自国内外合理的经常性兑换要求,而这种经常性兑换要求必然在影响外汇储备的同时影响国内的货币供给量,这表现在:

首先,维持人民币可兑换必须有充足的外汇储备,以应付随时可能发生的兑换要求,维护外汇市场和汇率的稳定。我国目前外汇储备的数量高达1500多亿美元,根据国际经验,当一国外汇储备额占该国年进口额的30%以上时,外汇储备就比较充分。我国从1996年到1998

年这3年间外汇储备占进口总额的比重分别是75.6%、98.3%和103%。显然,就绝对量而言,我国的外汇储备非常充分,但是如前所述,我国外汇储备大量增加与强制结售汇制度密切相关。而在强制结售汇制度下,外汇储备增加与外汇占款大量增加相伴随。也就是说,外汇储备大量增加的同时是基础货币的大量投放。而经常项目下对人民币的兑换要求是以等量人民币兑取等量美元,或以等量美元兑取等量人民币,实际生活中以前一种兑换为主。这种兑换的结果是外汇储备和国内货币供给量的减少。兑换(售汇)造成的货币供给量减少,与结汇造成货币供给量增加的效果是不一样的。结汇通过直接增加基础货币进而增加货币供给总量,由于货币乘数大于1,国家增加1400亿美元外汇储备所引起的货币供给总量的增加额远远大于外汇储备量。而售汇减少的货币供给却不一定是基础货币,因为申请购汇的不是个人便是企业或其他机构,他们用于购汇的人民币从性质上讲是已经被货币乘数放大的货币供给总量的一部分,不是高能货币,也就是说,国家减少的外汇储备的数量与流通中减少的货币供给的数量是等值的,货币供给总量并不会因为售汇而成倍数减少。这种结售汇对货币供给影响不对称的现象值得引起央行注意。

其次,巨额的外汇储备存量只能表明央行具有维持经常项目可兑换、维护外汇市场稳定的能力,不能表明我国已经从根本上消除了外汇短缺,因为毕竟外汇储备增加是强制性结售汇的结果,而且,与外汇储备高速增长相伴随的是外债数量高速增长,据统计,截至1998年底我国外债数量高达1400多亿美元,与外汇储备数量相当,说明国内企业相当部分的外汇需求靠向国外借贷满足,因此,将来一旦实行意愿结售汇制度,一方面企业将持有有一定量外币资产,分流外汇储备;另一方面企业的部分外汇需求将由国内银行外汇信贷满足,外资流入减少,也会降低外汇储备的增长幅度。在这种情况下,由于外汇资源的分散,尽管外汇储备减少了,但央行面临的兑换压力也小了,央行不必再因为大量结汇而被动投放基础货币,也不再做为唯一的售汇来源而面临巨大的兑换需求。实行意愿结售汇制还可以增加商业银行的外汇头寸,使之发挥“蓄水池”作用,减少外汇储备增加的压力,降低央行持有外汇储备成本。因此,从有效控制货币供给的角度讲,实行意愿结售汇制更有利些。

人民币实现自由兑换对货币供给的影响还表现在央行对汇率的干预上。西方发达国家的中央银行大都通过外汇市场对汇率进行适当干预。这种干预汇率行动因要通过出售或购买以外币计值的资产而必然会影响国内货币供给。其作用机理与公开市场操作相似,当外汇市场对本币需求过度,汇率升值压力增大时,央行就在水外市场上买进外币,卖出本币。这样,在外汇储备增加的同时央行向公众投放了等量基础货币,货币供给量增加。反之,央行卖出外币,使货币供给量减少。由此可见,在我国实行由市场供求决定,有管理的浮动汇率制度下,央行对汇率的管理和干预是必要的。特别是随着我国金融市场的发展、完善,金融对外开放度的增大,人民币完全自由兑换的实现,央行的这种日常性对汇率的干预更是必不可少。因此,为了减少汇率干预对基础货币供给的冲击,有必要进行能够起冲消作用的外汇干预,这实际上是本外币政策的协调问题,其作用原理是在买卖外汇资产的同时,实施本币公开市场操作,冲销对基础货币和货币供给的影响。就我国目前情况而言,人民币汇率由外汇市场供求决定,由于我国未实现资本项目可兑换,外汇市场交易规模比较小,1995年到1998年的年总外汇交易量分别是655.2亿美元、628.4亿美元、700.2亿美元、504亿美元(此成交量按单向计算),而日均成交量分别仅为2.61亿美元、2.46亿美元、2.76亿美元、1.98亿美元。这样小规模的市场,一旦人民币实现完全可兑换,国际资本的大量流动势必会对我国的外汇市场产生较大的影响。

那时,外汇市场承担的将不仅仅是汇率形成的作用,更要担负汇率稳定的作用,而要稳定汇率,扩大外汇市场的规模和交易量,增强其抗风险的能力是十分必要的。我国外汇交易市场上汇

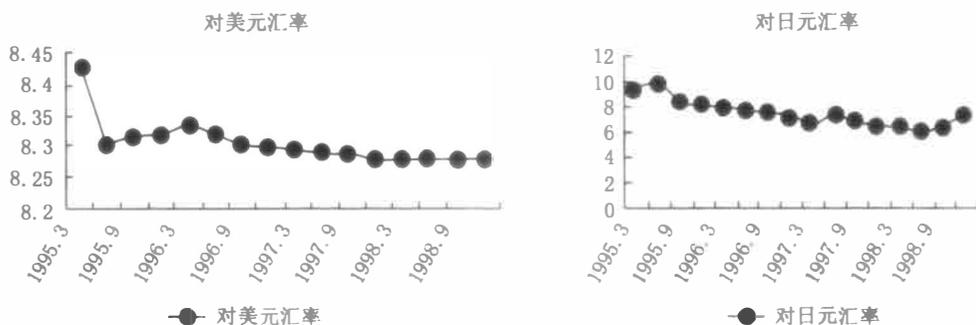


图2 我国外汇交易市场上美元、日元汇率波动情况

率波动情况如图2所示,从图中看,人民币对美元、日元的汇率波动幅度一直不大,人民币汇率稳中有升。应该说人民币汇率的这种走势并不完全反映其真实值,特别是考虑到亚洲金融危机对人民币汇率的较大贬值影响,就不难得出这样的结论,即我国目前执行的实际上是盯住美元的“准固定汇率”。也就是说,非市场因素在汇率决定中起了极其重要的作用,如在亚洲金融危机全过程中,我国政府多次表达了决不让人民币贬值的决心,这显然是出于政治、经济等多方面的考虑,而不仅仅为了保持汇率的稳定。可见,在目前阶段人民币汇率波动对国内货币供给的影响还相当小。可以预见,在人民币没有实现资本项目下的可兑换前,我国外汇市场的规模不大可能有较大幅度增长。将来即使实现了资本项目下可兑换,外汇市场对汇率的影响程度还要取决于金融市场的完善和开放程度,或者说金融市场上各种非市场、不规范因素在汇率决定和汇率波动中是否已不再起决定作用,这些都至关重要。因为,汇率波动对国内货币政策起作用的重要前提是本国金融市场与全球金融市场具有较强的关联度,而在金融电子化水平高度发展的今天,全球化的金融市场上供求因素是决定汇率走势的关键。在西方发达国家,政府对汇率的干预也是通过影响市场供求来实现的,也正因为如此,他们的货币当局才会面临稳定货币的国内价格和国外价格的两难问题,我国目前尚无此虞。但随着市场经济体制的最终形成,特别是加入WTO以后,这些都要成为央行政策实施必须面对的问题,因此,逐步培育和发展具有深度、广度和开放度的金融市场,开发既具有流动性又具有可操作性的市场交易工具乃是我国建立适应对外开放格局的货币供给机制的必然选择。

参考文献:

- [1]高冠江. 资本流入对中国宏观经济的负面影响分析[M]. 北京:中国发展出版社,1998.
- [2]中国人民银行编. 中国人民银行统计季报 1991—1999年[Z].
- [3]中国人民银行编. 中国金融统计 1995—1999年[M]. 北京:金融出版社,1999.

On How the Inflow of Foreign Capital and Fluctuation of Foreign Exchange Rate Influence the Supply of the Money of Our Country

WANG Wei-qiang

(secretariat of shanghai branch of the People's Bank of China, shanghai, china, 200120)

Abstract: After entering to the WTO, China will be more opening in finance fields. The inflow of foreign capital and the fluctuation of foreign exchange rate and other factors like these will give high impact on domestic money supply. So, the paper firstly examines how those factors, such as foreign exchange reserve and the convertibility of RMB, influence domestic money supply. Then the paper gives some advice on how to build new money supply mechanism.

Key words: the in-flow of foreign capital; the supply of the money; foreign exchange reserve; convertibility

(上接第 25 页)

Prices Changing, Economy Increase and Monetary Policies

ZHANG Zhi-bai¹, YU Zi-you¹, XIE Zhen-hong²

(1. Institute of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China, 200433;

2. Department of Information and Management, Shanghai University of Finance and Economics, shanghai, Chian, 200433)

Abstract: The relation among China's prices changing, economy increase and monetary policy in the latest years is analysed in this thesis. It points out the deflation is caused by the blocks in the running of the real economy, and is the reflection of the later. The deflation is effected little by the lowering of the supply of the money, so the increase of the supply of the money can not reverse the trend, and raising the prices in this way should be suspected. It is also made clear by the analysis in this paper that the employment issue is a important factor for the deflation, but it is not be noted by relatd department.

Key words: supply; demand; invest; consume