

1994年以来中国外汇 储备形成机制与影响分析

陈焕永

从1994年1月1日起,我国开始实行人民币经常项目下的有条件可兑换,这标志着中国外汇管理体制改革向与国际市场接轨方向迈出了具有决定性意义的一步。这次改革主要由以下内容构成:第一,从1994年1月1日起,实现汇率并轨,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。第二,实行银行结汇、售汇制,取消外汇留成和上缴。实行银行结汇、售汇制后,企业将外汇收入按当日汇价卖给银行。企业需要外汇时,只需持有凭证(如合同、订单等)就可到银行用人民币兑换。这种方式简化了用汇手续,便于企业核算,有利于调动企业出口创汇的积极性。第三,取消外汇收支的指令性计划,国家主要运用经济、法律手段实现对外汇收支的宏观调控。第四,停止发行外汇券。第五,建立了全国统一的银行间外汇交易市场,打破地区封锁,外汇资金在全国范围内流通。1996年3月,鉴于外商投资企业认为,在银行结汇比在外汇调剂市场上买卖外汇更为方便,纷纷要求在银行结汇,我国开始了将外商投资企业纳入银行结汇体系的试点。同年7月1日,在全国推开了这一制度。外汇体制改革改变了我国汇率形成机制,使其从政府定价转向市场定价,确立了市场机制在外汇资源配置中的主导地位,在加快我国外汇自由化进程的同时,迈开了人民币向经常项目下可兑换转变的步伐。外汇体制改革对我国的国际收支和国民经济运行产生了一系列积极的重要的影响,本文拟对外汇体制改革对我国外汇储备的形成机制及其影响进行分析。

一、1994年以后外汇储备的形成机制

外汇储备在国际储备资产中占有极重要的地位,一般为国际储备资产的70~80%,我国1993年外汇储备占国际储备资产的77%。从1989-1995年7年中,我国外汇储备额依次为55.4亿、110.9亿、194亿、212亿、516亿和735亿美元。到1996年11月12日,我国外汇储备已突破1000亿,达1004.5亿美元。自1994年4月1日开始我国取消了外汇留成制,改为银行结售汇制,储备规模大幅度增加,表1显示了中国1992-1996年经常项目和资本项目这两个来源对储备资产(外汇储备是其主体)增长的贡献。它们说明1993年以前,中国储备资产基本上处于长期徘徊之中,1993年以后则开始了快速增长,而对这一增长作出最大贡献的主要是资本项目的长期巨额盈余。

表1 中国的储备资产、增长及其原因(1982—1996) 单位:百万美元

年份	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
经常项目差额	5674	4240	2030	- 11417	- 7034	300	- 3802	- 4317
资本项目差额	338	- 226	- 1003	8972	5943	6002	7132	3721
储备资产增减额	- 6291	- 2648	95	2353	1275	- 4852	- 2236	613
其中: 外汇储备	- 6352	- 3351	55	2507	1399	- 4722	- 2312	527

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
经常项目差额	11996	13272	6402	- 11902	7658	1618	1080
资本项目差额	3257	220	- 250	23472	32644	38674	39400
储备资产增减额	- 12127	- 14089	2267	- 1767	- 30527	- 22481	- 32000
其中: 外汇储备	- 11577	- 14071	2269	- 1756	- 30421	- 21977	- 31500

注: 1996年为估计数。

资料来源: 中国金融学会:《中国金融年鉴》, 1983—1996年有关各期, 北京, 中国金融出版社。

二、外汇储备增加的影响分析

影响之一：国际收支巨额盈余，外币本币化现象出现。国际经济学研究表明，一国国际收支应保持平衡，从而维持国民经济总量均衡。但是，一国的国际收支内部结构，在维持国际收支总量均衡的情况下，应与一国内部发展阶段相适应。贸易差额的变化与国际资本流动的变化关系可用下式表示：

$$LTC + STC - \Delta F = M - X \quad (1)$$

其中LTC代表长期资本流入（包括直接投资，长期证券投资和银行长期贷款等）；STC代表各种形式的短期资本流入（包括外国进出口银行的出口信贷等）； ΔF 代表官方外汇储备的增加，M代表进口，X代表出口。上式说明，贸易逆差必须用资本的流入或外汇储备的减少或两者的同时发生来弥补。为简化分析，我们舍去了利息、利息的汇入、汇出和单方赠予等，在这里贸易逆差等于经常项目逆差。式（1）可改写为：

$$LTC + STC - [\Delta F + (M - X)] = 0 \quad (2)$$

式（2）可理解为外资的流入必须通过外汇储备或贸易逆差的增加来实现。需要指出的是，为简化分析，这里未考虑黄金储备的变化。从式（2）可以看出，对一个外资净流入国来说，外资的流入只能伴随以下五种情况：

1. 外汇储备不变，外贸有逆差；2. 外汇储备增加，外贸有逆差；3. 外汇储备增加，外贸有顺差，但外汇储备的增幅大于外贸顺差的幅度；4. 外汇储备增加，外贸平衡；5. 外汇储备减少，外贸有逆差，但外贸逆差的幅度大于外汇储备减少的幅度。

对于发展中国家来说，第一种情况是比较理想的。外贸逆差意味着国外资源流入以弥补国内资源的不足。在存在外贸逆差的同时外汇储备保持稳定，意味着外国对该国的经济发展前景有信心，愿意长期借债给这个国家。第二种情况可能会很快过渡到第一种情况或第五种情况。第五种情况一般表明一个国家的经济处于相当糟糕的状况。80年代拉丁美洲一些国家就是处于这种状况。第三、四种情况表明一国的对外经济形势相当好，但另一方面又意味着这个国家并未真正通过引入外资而引入实际资源。一手借入的资金又从另一手借出了。所增加的外汇储备必然是某种形式的外国金融资产。持有外国金融资产意味着持有对外国的债权。因而，外汇储备的增加实质上是把本来可以由自己使用的资源借给外国使用。上述两种情况中又以第三种情况更有悖于引入外资的初衷。由于保持贸易顺差，从总量和净值上看，处于这种状态的国家不但没有从国外引入实际资源，反而把短缺的国内资源输出到国外以换取国外金融资产。通过出口顺差赚到外汇和通过从外国银行借款、对外发行股票和债券筹集到资金并未用于购买国外商品，特别是资本品。贸易顺差和外汇储备增加并存意味着大量的外汇或被闲置、或被存放回外国银行、或被用来购买外国证券。这种状况可以比喻为穷人以高利息从富人那里借钱，再以低利息把钱借给富人。这是对资源的一种极大浪费。对作为处于工业化进程中的发展中国家的中国来说，引进外资的主要目的在于引进国外先进的设备、技术、管理经验、原材料和产品等等，加速我国经济的现代化建设。在这个过程中，引进国外资金只是引进国外生产要素的手段或“媒介”。这种经济活动在国际收支帐户上表现为，一方面资本项目的顺差，即国外资金的净流入，另一方面经常项目的逆差，即国外经济资源的净流入。从绝对平衡度说，二者在数量上应当基本相等。但我国近几年来经常项目和资本项目双顺差状态提出一样一个问题——国际资本的大量流入究竟带动或推动了何种经济资源（国内资源或国外资源）的配置？由于在资本项目大量顺差的同时经常项目也处于大量顺差状态，所以，说外资带动国外经济资源进入国内市场，缺乏基本根据。这样，外资的大量进入只能是带动国内经济资源的配置。

运用外资带动国内经济资源配置的现象，在发展中国家是常见的。其前提是，国内资金严重短缺，不能满足经济建设的需要。发展经济学的“双缺口”模式理论较全面地说明了这一点。“双缺口”模式是钱纳里和斯特劳特1966年提出的。这一理论认为，发展中国家为了大力发展其民族经济，投资需求旺盛，但国内积累有限，储蓄严重不足，形成“储蓄缺口”；另一方面，由于经济发展水平低，发展中国家的出口创汇能力普遍较低，而迫切需要的技术设备等进口却呈刚性增长，这样必然导致“外汇缺口”。“双缺口”的存在显然不利于其经济的发展。弥补“双缺口”的方法有两条：第一，削减国内投资需求和进口，以在低水平上取得供求总量的均衡，这显然有违大力发展经济的愿望，是一种消极的方法，一般是不足取的；第二，就是引进外资，包括对外借债和吸引外商直接投资，弥补“双缺口”，这可以说是最有效的办法。实际上，发展中国家引进外资主要也是为了弥补“双缺口”。

中国90年代出现“双缺口”暂时消失而引进外资急剧扩大的奇特现象，说明经济学理论要求的通过引进外资弥补缺口的作用到这时已变得很不明显，因此外资对内资不是起追加作用，而是起替代作用。从全国金融机构的各项存款情况看，除企业存款增长率在1993年低于国内生产总值（GDP）增长率外，各项存款总额增长率、企业存款和城乡储蓄存款增长率都明显高于GDP的增长率，因此，全社会信贷资金相对宽松，不

存在储蓄缺口 (见表 2); 1994 和 1995 年两年, 我国经常项目和资本项目顺差分别达到 403.02 亿美元和 402.92 亿美元, 而同期国家银行的新增存贷款量格局, 发生了存款新增量大于贷款新增量的变化 (其中, 1994 年新增量中存差 273.3 亿元, 1995 年猛增到 2490.5 亿元), 改变了 80 年代和 1993 年新增量的贷差状况 (见表 3)。出现一方面国内资金处于闲置状态, 另一方面却引进外资, 心甘情愿地让外国资金获得利润, 让外国政府或商人赚取利息和利润的局面。

表 2 1992—1995 年全国金融机构期末存款余额 单位: 亿元人民币

存款类型	1992			1993			1994			1995		
	投放量	增长率 (%)	实际增长率 (%)									
各项存款总额	23468.0	29.8	24.4	29672.0	26.4	13.2	40472.5	36.4	14.7	59862.2	33.1	18.3
其中: 企业存款	7191.9	42.4	37.0	8686.39	19.7	6.5	13175.9	53.1	31.4	17182.8	30.4	15.6
城乡储蓄存款	11758.0	27.2	21.8	15203.5	16.1	16.1	21518.8	41.5	19.8	29662.2	37.8	23.0

资料来源: 中国人民银行:《中国人民银行统计季报》, 1992—1996 有关年期。

表 3 1991—1996 年中国人民银行的资产结构状况 单位: 亿元人民币

项 目	1991	1992	1993	1994	1995	1996
存款总量 (1)	14864.1	18891.1	23230.3	29331.9	38782.6	49593.3
存款净增额 (2)	3219.2	4027.0	4339.2	6101.6	9450.7	10810.7
贷款总量 (3)	18044.0	21615.6	26461.1	32289.4	39249.6	47434.7
贷款净增额 (4)	2877.4	3571.6	4845.5	5828.3	6960.2	8185.1
存贷款增量差 (2) - (4)	341.8	455.4	- 506.3	273.3	2490.5	2625.6

资料来源: 中国人民银行:《中国人民银行统计季报》, 1992—1997 有关年期。

引进外资的本质, 是要使用国外的实物经济资源来促进国内的经济建设。但是, 如果运用外资来开发的建设项目所使用的经济资源主要是国内的, 在该项目上引进外资便仅仅只是一种筹资手段; 外资在这里所起的作用, 实际只是“推动”一下国内资源, 使之进入生产过程之中。显然, 这已经有违引进外资的初衷。调查表明, 在近年我国引进的外资中, 确有相当大的部分纯粹是为了绕过国内贷款规模限制而利用银行间外汇市场来换取人民币资金的, 更有一些是以套利和套汇为目的的短期国际“游资”。也就是说, 在外汇储备大量增加的背后, 正悄悄地发生着为各国政府最不愿看到的外资本币化的现象。可见, 在国内资金大量“闲置”和外资的人民币化条件下, 资本项目的大量顺差, 对我国的资金有效使用和资源有效配置, 是不经济的。

影响之二: 改变了货币供应机制, 加大了通货膨胀压力。

外汇资金对国内货币供应量的作用过程具体表现为: 外资流入增加— 国家外汇储备增加— 中央银行以人民币外汇占款形式投放的基础货币增加— 国内货币供给总量增加。长期以来, 我国一直处于外汇短缺状态, 因此存在一种共识, 似乎外汇储备越多越好。却忽视了外汇储备的负面效应, 尤其是对国内通货膨胀的推动作用。外汇储备与国内基础货币调控关系可用下式表示:

$$\Delta NFA = \Delta H - \Delta DC$$

即中央银行净国外资产 (NFA, 包括外汇储备、黄金、对外国政府或中央银行的债权等) 的变化, 等于基础货币 (H) 的变化减去国内信贷 DC (包括中央银行持有的国债对银行的贷款等债权) 的变化。把上式略作变形:

$$\Delta H = \Delta NFA - \Delta DC$$

由此可见, 中央银行可以一手抓外汇 (ΔNFA), 一手抓人民币 (ΔDC) 来调控国内基础货币 (ΔH)。在这种情况下, 外汇储备增加, 必然伴随人民币外汇占款相应增加。这是因为: 一方面对企业的经常性外汇收入项目, 外汇指定银行必须按官方牌价提供相应的人民币资金; 另一方面尽管外资多以进口机器设备形式出现, 但还是有相当多部分外资兑换成人民币, 用以购买国内的原材料和消费品。为此中央银行必须保证有相应比例的人民币外汇占款, 以应付企业的日常兑换。由这两方面所构成的国家外汇储备, 就使中央银行以人民币外汇占款的形式投放基础货币。

1994 年以后我国外汇市场出现了持续的供大于求的状况。在这种情况下, 市场汇率的变化存在两种可能性: 一是完全通过市场供求双方自由变动, 即通过名义汇率的波动来调节外汇供求; 二是通过中央银行调控

来稳定汇率, 官方汇率或直接限价等直接控制一般不宜再用, 但可以通过市场机制下的央行吞吐外汇来调节汇率。由于外汇体制刚刚改革, 保持汇率基本稳定, 对于增强对人民币的信心、巩固改革成果、促进外贸增长和吸引国外投资等, 都特别重要, 为防止人民币升值过猛, 中央银行在外汇市场上大量购入外汇, 使3年间外汇储备净增加800亿美元, 从而增加了基础货币投放量。从表4可以看出, 自1994年外汇体制改革以来, 外汇占款当年的货币供应量和基础货币的比例在急剧上升, 1995年外汇占款占货币供应量 (M_2) 的10.83%和占基础货币 () 的31.37%。

表4

年 份	货币供应量 (M_2)	基础货币 (B)	外汇占款	(3) / (1)	(3) / (2)
	(亿元人民币)	(亿元人民币)	(亿元人民币)	(%)	(%)
	(1)	(2)	(3)	(%)	(%)
1993	34539.0	13147.0	1413.8	4.15	10.89
1994	46433.9	17217.8	4263.9	9.18	24.76
1995	60118.9	20759.8	6511.4	10.83	31.37

资料来源: 中国人民银行:《中国人民银行统计季报》, 1994—1996年有关各期。

影响之三: “国外资产”快速增长, 人民银行资产运用结构发生变化。外汇体制改革后, “国外资产”已成为影响人民银行资产运用的重要因素。从表5可以看出: (1) 1994和1995年两年, 随着外汇储备的大量增加, 人民银行资产结构中的“国外资产”快速增长, 增长率分别达到187.27%和49.83%, 超过了以往各个年份。(2) 由于外汇占款的快速增加, “国外资产”占人民银行资产总量的比重迅速提高, 1994和1995年两年分别达到25.31%和32.34%, 也超过了以往各个年份。(3) “国外资产”的增长幅度(1994年为187.27%, 1995年为49.83%)大大超过了同期人民银行资产总量的增长率(1994年为28.61%, 1995年为17.26%), 这说明, 两年中, 人民银行资产总量增长主要源于“国外资产”。(4) 与“国外资产”快速增加相对应, “国内贷款”的增长幅度快速下降, 从1993年的40.30%降低到1994年的8.59%和1995年8.06%, 比同期GDP增长率(1994年为11.8%, 1995年为10.2%)低2—3个百分点, 这从一定程度上反映了对外经济部门的大量顺差对国内经济部门的资金运行状况的影响。(5) “国外资产”占人民银行资产总量的比重快速上升, 1994年达到25.31%, 1995年进一步上升到32.34%, 这说明, “国外资产”已成为影响人民银行资产运用的重要因素。

表5

1991—1995年中国人民银行的资产结构状况

单位: 亿元人民币

项 目	1991	1992	1993	1994	1995
资产总量	9010.8	10168.6	13678.7	17588.2	20624.3
资产净增额	1784.8	1175.8	3507.1	3912.2	3036.1
资产增长率 (%)	24.70	12.85	34.49	28.61	17.26
国内贷款	6440.9	7515.2	10543.5	11449.2	12372.0
贷款增长率 (%)	15.96	16.68	40.30	8.59	8.06
其中: 对存款货币银行债权	5918.8	6780.2	9609.5	10451.0	11510.3
对非货币金融机构债权	73.7	201.1	251.7	269.9	181.6
国外资产 (净)	1502.1	1411.9	1549.5	4451.3	6669.5
其中: 外汇	1228.1	1101.9	1431.8	4264.9	6511.4
国际金融机构资产	262.0	298.4	105.7	175.4	146.1
国外资产净增额	631.6	- 90.2	137.6	2901.8	2218.2
国外资产增长率 (%)	72.56	- 6.01	9.75	187.27	49.83
国外资产占资产总量 (%)	16.67	13.89	11.33	25.31	32.34

资料来源: 根据中国金融学会:《中国金融年鉴》, 1994~1996年期的有关数字整理。

(作者单位: 河南财经学院)

(责任编辑: 郭 雁)