

外汇稳定与金融政策的困境：中国的案例

松山大学经济系 童适平

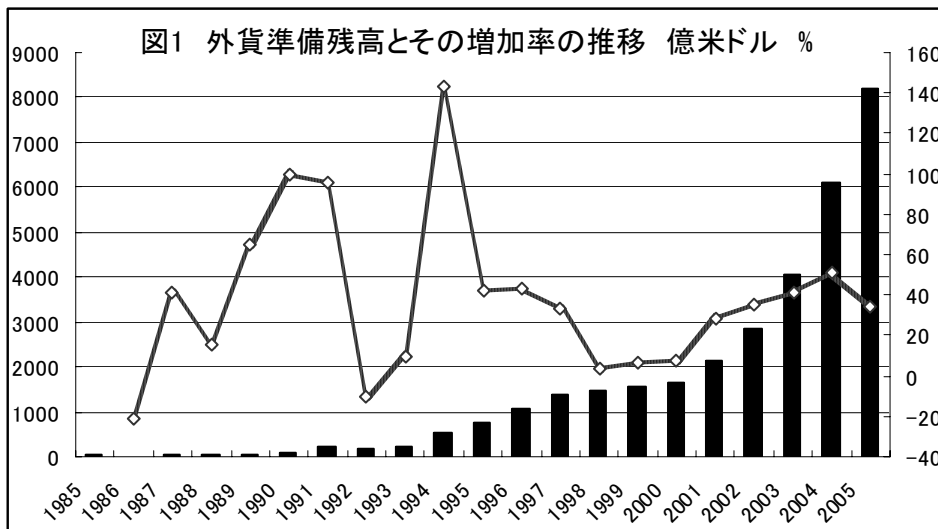
人民币贬值的议论还没结束，人民币升值的讨论就出现了。从中我们也可以看出两点：一是在当今世界经济中，中国经济处于很重要的位置。另一方面，中国金融体制改革迟缓，并且还没有弄清金融体制改革在经济体制的整体改革中要处于什么位置。

为什么人民币行情会有如此极端的争论呢？其原因在于：对中国经济运行机制的认识不充分；中国经济的改革、成长和开放除特别的情况之外都是受到欢迎的，但是支撑它的背景却不为人知。

“贸易立国”的日本在其经济发展阶段中，外需起到了非常重要的作用。对中国来说改革开放虽然导致了规模巨大的潜在失业人口，但它有更重大的意义。潜在的失业人口如果不能顺利地解决，社会安定和经济发展将无从说起，因此输出就是很重要的手段。这个时候，外汇管理和汇率市场的安定就是不可缺少的，但也应当注意到缺乏弹性的管理会带来其他的问题。中国经济的难题就在于松弛管理会有更多难以预测的不确定因素产生。

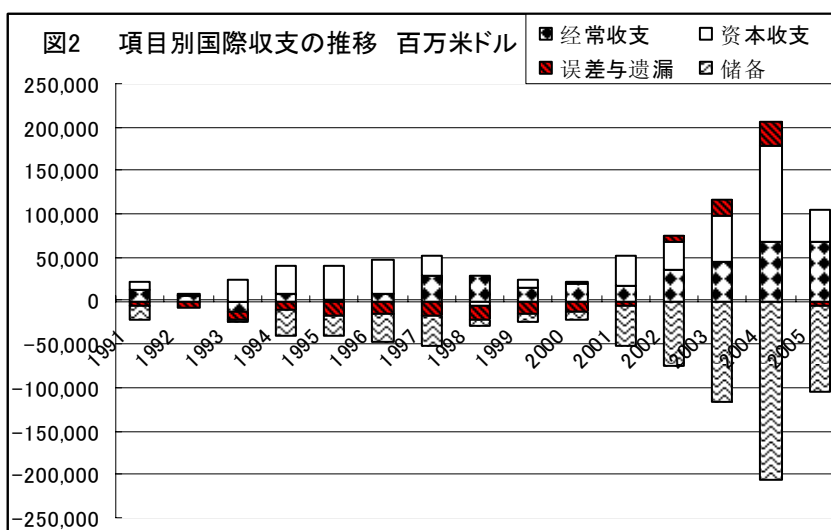
本文就中国的汇率管理制度在引导经济顺利发展的同时，如何会给金融政策带来难题进行分析。

一、外汇储备余额和国际收支



出所：『中国金融年鑑』各年。中国人民銀行本ページ。

首先，请看图 1。左纵轴用柱状表示外汇储备余额，右纵轴用折线表示外汇储备余额与前年相比的增长率。如图 1 所示：进入 90 年代后因为基础额较低，和前年相比时表现出了较高的增长率，除 1991 年和 1994 年以外，1995 年、1996 年、1997 年都实现了 40% 的增长率。1998 年、1999 年和 2000 年受亚洲金融危机的影响，增长率有所下降，即使这样也都保持在 20%。2001 年起增长率再次升高到 40% 左右。其结果是到 2005 年 12 月，外汇储备余额达到 8188 亿美元。



出所：国家外国為替管理局本ページ。

其次请看国际收支。国际收支平衡表分为经常收支、资本收支、误差和遗漏以及储备资产四个项目。中国整理数据资料并公布国际收支情况是从90年代开始的。

由表2可以看出：90年代以后中国的经常收支反映了持续的过量输出，呈现黑字。资本收支1998年受到亚洲经济危机的影响出现小幅赤字，但其他年份全是黑字。也可以发现1993年到1997年是投资高潮，2001年开始又出现投资高潮。反映在结果上，就是外汇储蓄余额的持续增加。特别到2001年以后增长加速。这首先说明了经常收支和资本收支黑字幅度的扩大。但是只是这些是不充分的。在此请注意一下误差和遗漏。误差和遗漏在本来统计数值的调整项目中，因为是偶然因素，所以应该是造成正面或者负面影响。但是90年代误差和遗漏全部是负面影响，而2002年和2003年又变成正面影响。这在统计学上很难说明，只能理解为中国为逃避外汇管理期待资本流出、人民币升值和资本流入。

二、外汇储备余额增加的机制

中国外汇储备余额的年年增加和外汇管理制度有关。

1994年为了加入WTO（当时为GATT），中国进行了外率管理制度的改革。主要包括两点：

1. 废除1994年之前的汇率双轨制，汇率并轨。在上海设立外汇交易中心，依据外汇交易中心的交易情况决定汇率，基本上导入了管理变动行情制度。

2. 资本收支项目中奖励对内直接投资，虽然对外直接投资和对内外投资依然管理严格，但是经常收支项目的交易朝自由化方向发展。经常收支项目中的非贸易交易按阶段逐步开放，而贸易交易除特别商品外都自由交易。基本上，由经常收支交易得到的外币收入都转卖给中央银行，同时必要的外币也经由中央银行购入。

从上面内容可以看到，外汇管理制度缓和了许多。的确，在1994年以前，贸易的制度完全被控制，输入时手边没有外币，因为外币购入的许可等手续办理不透明化，很难预测能否成功买入外币。因此从规则的制定、政策的透明来说外汇管理制度向前迈进了一大步。

尽管如此，外币管理中使问题严重化的方面也是存在的。比如：1994年之前的贸易制度中输出（外币获得）促进政策指出：1993年之前由经常收支贸易获得的外币的一部分可

以作为自主保留归输出企业拥有，并且在各地设立的外币交易中心的汇率可以和规定的汇率不同，依据供需关系形成汇率。同时，自主保留的、在外币交易中心得到的外币都可以自主输入。这表明外汇交易和汇率行情、国际贸易都相当自由化。但是在新的制度下手中的外币必须转卖给中国银行，这样一来个人就不能有外币。也正因为如此 1994 年外币储备急增。也就是说，企业层次的外币交易限制在中央银行，外币使用必须通过中央银行（外汇管理局）的许可。如果中央银行不许可，是不能自主输入外币的。

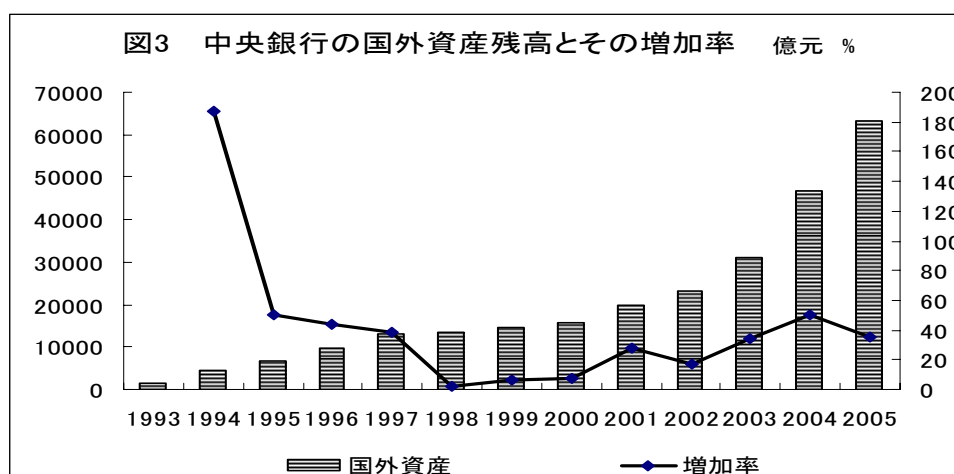
改革的效果不止这些，它对人民币行情也有很大的影响。因为外币的购入和转卖都要得到中央银行的认可并且还要通过中央银行，所以中央银行可以得到输入输出的信息状况，通过控制外币买卖而使经常收支保持黑字。资本收支项目如果限制了对内直接投资以外的交易，只要有对内直接投资保持黑字状态就不成问题。更进一步说，如果控制在外汇交易中心参加交易的人群，也就是说中国银行可以通过进入上海外汇交易中心的许可，控制参加者的数量和交易量，从而领导人民币市场。人民币升值贬值的议论完全是被表面现象所迷惑，不关注人民币市场形成机制、外汇管理制度的作用，肤浅地讨论人民币的升降而已。

三、外汇管理制度和通货发行

1994 年进行的外汇管理体制运行得非常顺利，但是成功的背后也有问题存在。如果不成功的话，问题会更大。

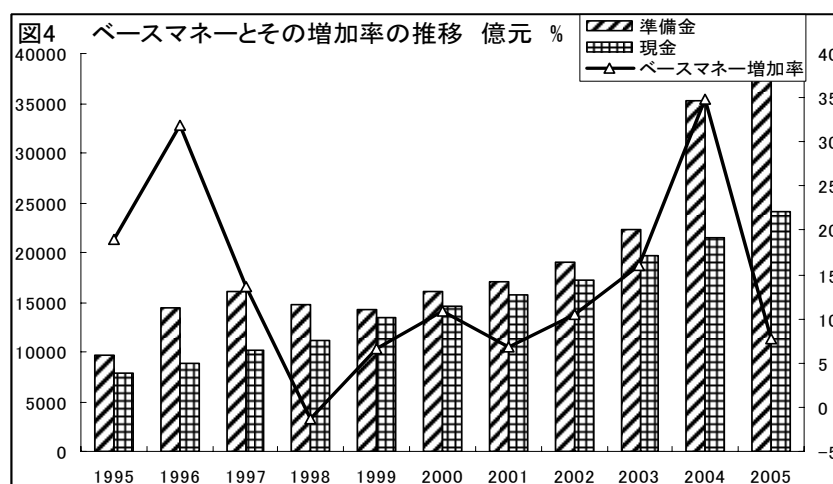
外汇管理制度真的有问题吗？如上所说，为了维持人民币市场的稳定，中国人民银行不得不维持外汇交易中心人民币和外币间的供需平衡。如果不这样，供需一旦出现问题，人民币市场也会被波及到。中国的国际收支如果是黑字，为了消除黑字，必须在交易中心购入外币，也就是所说的介入购买。如果这样的情况持续，中国人民银行平衡表上外汇也就会增加。

图三中，左轴表示中国人民银行外币资产余额的变化，右轴是其增长率。依据图三可以看出自 1993 年通货当局平衡表公布起，中国人民银行的外币资产余额就持续增长。2004 年 8 月的余额换算成现在的人民币为 38254.98 亿元。这中间引人注目的是因为外汇管理制度的改革，年增长率达到了 187%。1995 年和 1996 年分别达到 50% 和 43% 的高增长率。1998 年因亚洲金融危机的影响回落到 25%。在那之后，因为有人民币贬值的疑虑，资本不断外逃，增长率一直在 10% 以下。但到 2001 年起人民币贬值的疑虑解除之后，2001 年增长率实现了 27%，2002 年也达到了 17%。2003 年又出现了人民币升值的说法，增长率达到了 34%，今年 8 个月就增加了 23%。



出所：同图 1。

外汇管理制度下中国人民银行的外汇的增长是理所当然的。如图 4 所示，购入外币资产的反面必须增加基础人民币的发行。图 4 的左轴表示基础人民币的年末余额，右轴表示其增长率。和中国人民银行外币资产余额增加的趋势一样，基础人民币的发行除受东南亚金融危机影响之外持续增加。增长率除经常收支成赤字的 1998 年为-1.3%外，从 1995 年到 2003 年其高速增长率为 19%、31.9%、13.5%、6.6%、10.9%、6.8%、10.9%、6.8%、10.5%和 16%。



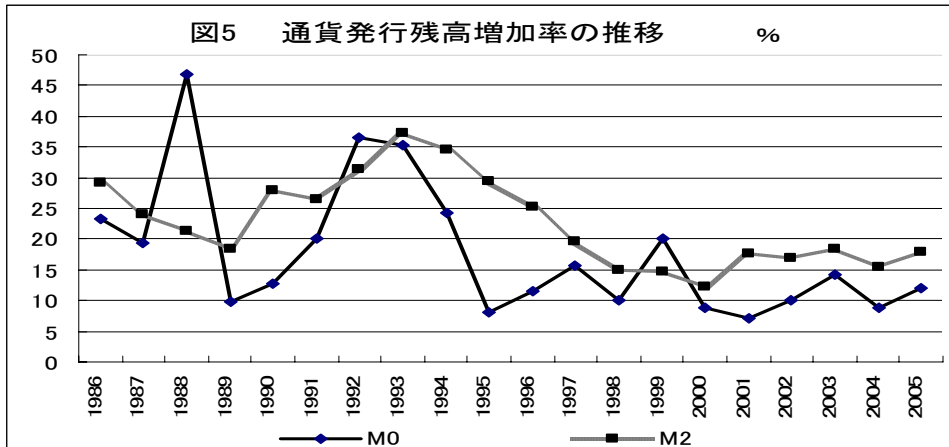
出所：中国金融学会『中国金融年鉴』各年。

同时，1998 年和 1999 年储备余额和前年相比减少了。也就是说 1998 年的储备金制度改革废弃了“储备支付金额（银行间决算专用的储备金）”，储备金比率也从 1998 年之前的 13% 下降到 8%，1999 年更低到 6%，所以储备金额余额也减少。如果抛开储备金额的减少这个原因，现金增加幅度会更大。1999 年到 2001 年的稳定增长后，2002 年再次转向高速增长（如图 5 所示）。1993 年实施禁止政策之后，无论是 M0 还是 M2 其增长率都减少。1990 年 M0 的增长率呈上升状态，但 M2 的增长率却下降。1998 年为了抵制东亚金融危机，中国终止了紧缩政策，转向缓和政策，但是因为银行制度改革和社会保障制度改革等原因没有立刻出现投资扩大和内需扩大的效果。银行对国有企业的贷款也考虑再三，出现的贷款停滞现象。这也说明基本人民币的增加和 M2 的增加没有联系。

表 1 法定準備率の推移 %

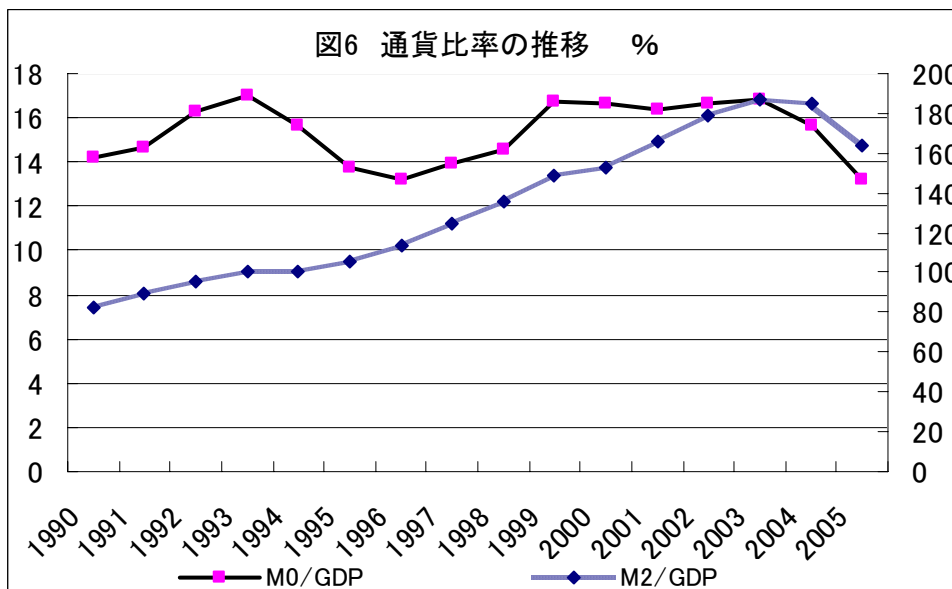
1984	1985	1987	1988.09	1998.03	1999.11	2003.09	2004.04
20-40	10	12	13	8	6	7	7.5

出所：同图 4。



出所：同図4。

但是通货发行的增加是无庸置疑的，并以余额的形式积蓄在国民经济中。如图6所示的是M0和M2对GDP的比率。M0由于1993年以后的紧缩政策人民币发行减少，对GDP的比率也下降，但是M2几乎在没有变化的情况下保持高增长。2003年达到GDP的1.8倍。世界范围内来说也是高比率。也就是说，中国从1998年起对M0，2000年起对M2实行了非常缓和的金融政策。一般经济学有这样的公式：物价上涨率+经济成长率=通货发行增长率。但是中国的通货发行增长率不仅远远超过了经济增长率，而且和物价上涨率没有关系。这是因为过度期的中国有很多改革的课题，家庭行为、企业行为、银行行为的变化和不安定导致通货流通速度的变更。1998年起通货流通速度朝基本缓和的方向发展。因此，增加的人民币发行中和了通货流通速度的下降，实现了中国经济的无通货膨胀的增长。



出所：同図4。

但是过渡期经济主体的行为变化使通货流通速度下降是两个可能性影响中的一个。在1994年的外汇管理制度改革影响下，紧随国际收支动向的货币供应政策为了实现持续的对内均衡，不得不牺牲对内的均衡。也就是说，为了维持人民币市场，国际收支是黑字时，必

须购入外币，增加通货供给，缓和金融政策；国际收支是赤字时，必须卖出外币，减少通货供给，强化金融政策。

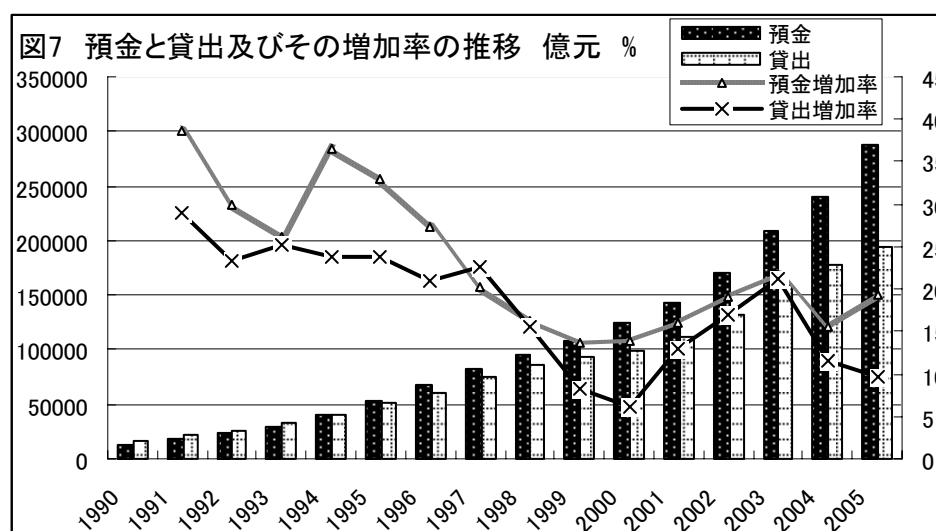
在国际收支黑字情况、实施缓和金融政策时，国内经济如果不景气，那么对外均衡和对内均衡的目标仍是一致的；但是如果国内经济过热，就要采取对外缓和、对内紧缩的政策，因此货币供应政策就陷入了是优先实现对外均衡目标、还是优先实现对内均衡目标的两难境地。

与此相反，在国际收支赤字情况、实施紧缩金融政策时，国内经济如果过热，那么对外均衡和对内均衡的目标就是一致的；但是如果国内经济不景气，就要采取对外紧缩、对内缓和的政策，因此货币供应政策就陷入了是优先实现对外均衡目标、还是优先实现对内均衡目标的两难境地。

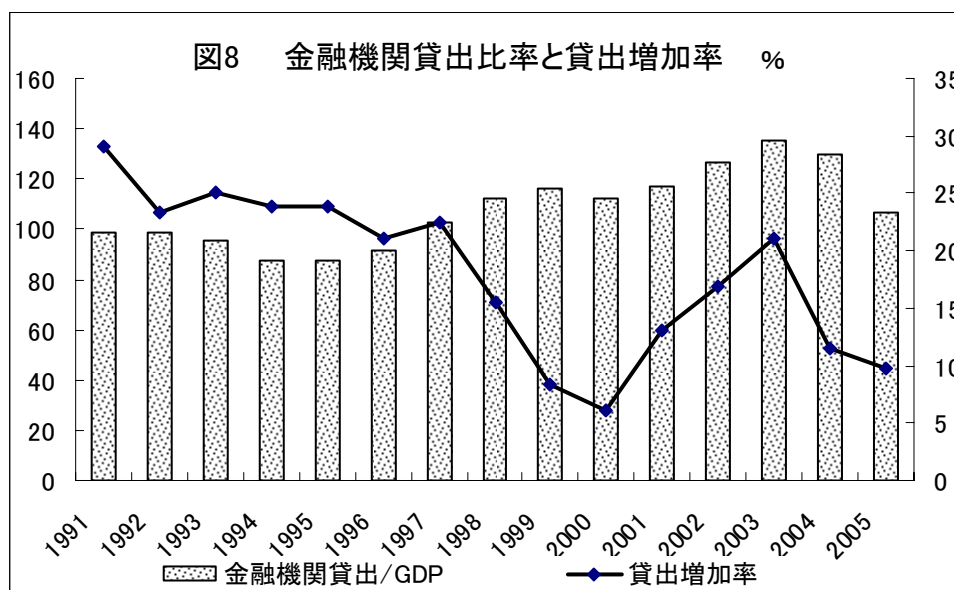
其他条件如果相同，1994 年以后的国际收支持续黑字意味着中国人民银行一直实施缓和金融政策。图 4 可以看出，1994 年、1995 年、1996 年和 1997 年尽管由于外国资产余额的增加而增加了人民币的发行，但是利息政策等却中和了其效果；1999 年以后对内均衡转向了内需扩大的缓和政策，利息政策和准备金政策都缓和了，尽管国际收支的黑字增加幅度变大，没有出现代表物价上升率的经济过热现象的原因就是前面所述的通货流通速度降低。

但是，好运并不时时相伴。如图 7 所示，金融机构的整体贷款增加率从 2000 年开始由低转高，2000 之前受困于银行制度改革和不良债券问题，惜贷的国有银行特别是商业银行从 2001 年起对经济发展估计乐观。特别 2003 年贷款达到了相当高的增长率（高于 21%）。2002 年以后四大国有商业银行 3 年内采取股份制度、进而上市的改革方案公布后，四大银行致力于提升资产收益率（ROA），为了使不良资产比率下降，急速增加银行贷款。

结果是与 GDP 相比，金融机构贷款比率在 2000 达到最低之后，2001 开始上升。2003 年甚至达到了世界范围也很难得的 1.8 倍。潜在的内外均衡目标之间的矛盾表面化，导致了经济的过热。



出所：同图 4。



出所：同図4。

总结

1994年进行的外汇管理制度改革从改善中国国际收支的角度来说是非常成功的，但是一方面通货当局以人民币市场稳定为最高目标，在被国际收支动向左右时，不得不放弃本身的货币供应政策。国际收支黑字急增的2000年以后，介入外币购买的货币激增，这成为通货供给的主要方法。其结果是，以家庭储蓄为中心的准通货增加，M2/GDP的比率变得异常高。不得不看到它给银行系统带来了很大风险这一负面影响。

同时，作为通货当局的中国人民银行由于介入外币买卖时造成货币供应不平衡，结果银行间的债券市场卖尽债券后，中央银行不得不发行汇票。仅从2003年4月22日到12月末期间就发行了63次总额7226.8亿元。2004年年初到11月发行了90次，共1兆元。为此中国人民银行每年必须交200亿到300亿的利息。中国人民银行因为拥有外币，所以因外汇变动受损的可能性很大。据说最近因为美元贬值，损失近400亿美元。

总之，改革开放以后已实行了10年的中国现行外汇管理制度到达了一个新的节点，新的改革势在必行，但是这会给中国经济的持续发展带来什么样的影响？这一判断是非常困难的，其原因在于这不能只停留于对表面的贸易和国际投资的分析。