

我国外汇体制改革与通货膨胀浅析

章 燕

自1994年元月始,我国对现行外汇制度进行了改革。这一改革至今已取得了显著的成效,但也产生了一个问题:人民币在对外币(主要是美元)升值的同时对国内商品却表现为贬值,即通货膨胀,这是有悖于一般经济规律的。对于这两种情况的同时出现,有观点认为它们是密切相关的,将近期出现的通胀完全归咎于结售汇制下大量外汇占款。本文认为这种观点有失偏颇,但同时也承认大量的外汇占款确实对国内高幅通胀负有责任。因此,当务之急是深入进行外汇体制改革。随着各专业银行逐步向商业化转变,各货币、资产、国债等配套市场走向成熟,我国的外汇市场将逐渐放松管制,外汇宏观控制也将分步减轻对结售汇制的依赖。那时,结售汇制下大量外汇占款问题将迎刃而解,由此引致的通货膨胀压力也可望得到缓解。

(一)

从1994年元月始,我国对外汇体制进行了改革,实现了汇率并轨,引入了银行结售汇制并建立了银行间外汇市场。从改革后外汇市场运行一年多的实际情况看,这一改革取得了明显的效果,主要表现在以下三个方面:(1)外汇供给持续大于需求;(2)人民币汇价一改过去波动幅度较大且加速下跌的走势,呈现稳中有升的态势;(3)国家外汇储备大幅增加。

由于1994年初实行汇率并轨时的人民币汇价是按93年底1美元=8.7元人民币的市场调剂价确定的,既低于1993年的人民币汇率水平,又低于同期的出口换汇成本,因此是低估了人民币的价值。人民币并轨汇率的偏低提高了我国出口产品的竞争力,刺激了出口量的增长,增加了外汇收入的数量。据统计,1994年我国对外贸易顺差达到了72.9亿美元。加之实行结售汇制度后,国内出口创汇企业的所有外汇所得除法定自留现汇外,必须委托某一外汇指定银行在留足银行所法定持有的头寸后全部卖到银行间市场上来。在这一制度下,一国的贸易顺差将大部分地转化为对外汇市场的供给。由于稳定的汇率和调高的人民币利率,资本项目也表现为较大的顺差。1994年我国实际利用直接投资的外资达337.7亿美元,1995年上半年达163.8亿美元,这其中有一部分资金,通过各种途径,规范地或不规范地流入外汇交易市场,增加了外汇供给。另一方面,国家加强了金融的宏观调控,实施紧缩的货币和财政政策,抑制了过热的外汇需求。因此,实行外汇体制改革以来,我国汇市交易持续供大于求,从而汇价稳中有升,国家外汇储备激增也就不足为怪了。人民币汇价从1994年1月的1美元兑8.70元人民币上升到1995年5月的1美元兑8.3元人民币,升幅达4.6%。1994年全年我国外汇储备达到了516亿美元,95年上半年又达到了620亿美元。

由于我国外汇市场的改革在体系和运作方面尚未健全和成熟,因此外汇汇价并不完全由

外汇的供求决定,央行仍需利用货币、财政政策等经济杠杆对汇市进行干预。从“调节供需、稳定汇率、维持有秩序的市场”这一原则出发,当外汇持续供大于求时,央行为了平抑外汇供求,维持汇价稳定,将不得不在外汇市场上大量购入卖超外汇。这一干预行动虽然维持了由供需决定的汇价上升这一长期趋势的稳定释放,但另一方面却由于央行外汇结存的不断扩大而使国家外汇储备迅速增加,相应的基础货币投放量大幅增长。1994年末中央银行外汇占款达到了4208.6亿元,较上年末增加了2831.5亿元,增幅达67.3%;基础货币投放量较93年增长了22.3%,达到了16130.7亿元。

(二)

与一般经济规律相违背的是,在人民币对外不断升值的同时,人民币对内却是大幅贬值。1994年国内居民消费价格指数增长了24.1%,零售物价指数上升了21.7%。在解释这一反常现象的各派观点中,有一派认为:造成国内高通货膨胀率的罪魁祸首是通过外汇占款形式投放的大量基础货币。他们的观点是:

实行结售汇制度后,由于国家外汇储备的增长和基础货币的大量投放,而且基础货币量的增加又会通过乘数效应而引致货币供给量的成倍扩张;短期内一国的产品供给却为常量,于是货币供给量的增加便表现为单位产品所对应的货币数量的增多,即物价的上涨。

对于这一运行机理有几个问题值得探讨:

1. 一国的贸易顺差并不完全反映为其储备的增量

休漠在其价格及黄金流动机制中指出,只有当一国采取固定汇率制时,其最初的贸易顺差才反映为其储备的增加;而在浮动汇率制下,一国的国际贸易顺差可通过本国货币的升值被吸收。我国目前实行的是有管理的浮动汇率制,汇率基本呈现了由收支决定的大致走向,但又因央行为平抑汇市而实施的干预措施,这一升值趋势是逐步释放的。因此,由于并轨汇率偏低造成的大量顺差不能为本币升值所完全吸收,还必须配以储备的变动。可见,我国的国际贸易顺差并不完全反映为外汇储备的增量。

2. 外汇占款增量与基础货币投放量增长之间的关系

我国央行的基础货币投放渠道一般说来有四条:一是央行对各专业银行、商业银行和其他金融机构的直接贷款;二是央行对这些金融机构的再贷款、再贴现;三是财政的借款和透支;四是外汇占款。在考察各渠道基础货币投放量占基础货币投放总盘子比重时要注意的一个问题是,它们既可用存量指标也可用流量指标来表示。有关数据表明,1994年末国家通过外汇占款投放的基础货币为65%,而整个年度内有55.5%的基础货币是通过外汇占款投放的,存量指标和流量指标的数据显示不同。流量指标表明整个时段的情况,比仅说明某一时点情况的存量指标更能准确地说明问题,也就是说,宜用流量结构指标55.5%来说明通过外汇占款渠道所投放的基础货币量,若用存量指标来说明,则可能高估了外汇占款对基础货币增长所起的作用。

另外,在外汇体制改革之前,银行间不存在外汇市场,各外汇专业银行收购外汇后卖给央行,因此买卖外汇所占用的款项大致反映了对应的央行基础货币投放。但随着改革后银行间

外汇市场的建立,要求银行以自有资本进行外汇买卖。银行当自有资本不足时,就可能动用其他款项,如央行对银行的再贷款。这时新增的外汇占款就小于其对应的新增基础货币投放。另据报道,94年人民币外汇占款不仅包括外汇买卖,还包括外汇人民币资金、留成外汇调剂人民币资金和外汇额度人民币资金。因此,为买卖外汇而新增投放的基础货币就仅是新增外汇占款的一部分,将基础货币的投放增量完全归咎于央行购入卖超外汇的干预行为是不恰当的。

3. 高估了因外汇占款投放的基础货币的货币乘数

在结售汇制度下,因外汇占款投放的基础货币的乘数要较一般的货币乘数为低,这是因为:(1)一部分外汇占款直接投放的是现金,而现金存在于银行系统之外,不能直接派生存款;(2)创汇企业将外汇卖给存款货币银行,一方面增加了存款,另一方面又减少了该银行的超额准备金,削弱了银行派生存款的能力,只有当该银行将购得的外汇卖给中央银行后,才能增加该银行的超额准备金,重新获得派生存款的能力。这一买一卖所产生的时滞限制了派生存款的乘数效应。同样,引进外资卖给银行或以外债做押汇取得的人民币贷款,也会产生这一问题。

4. 高估了外汇占款增加的货币供给量对物价的影响

一国的货币供给量包括货币和准货币。其中,货币是指能现实地、直接地发挥流通手段和支付手段的货币,包括流通中的现金和活期存款;而准货币由定期存款、储蓄存款和其他存款组成,它们不能现实地、直接地发挥流通手段和支付手段的职能。

由表一可知,在1994年的货币供给量中,50%以上的货币为准货币。由于准货币不能现实地、直接地用作流通手段和支付手段,因此对商品需求乃至商品价格不会产生太大影响。很难说货币供给量增加就会导致物价上涨,至少,以为通货膨胀率的上升就是因为货币供给量的同幅增长的观点是错误的。

表一 1994年各季度货币供给量构成

项目	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
货币和准货币	100	100	100	100
货币	44.42	44.15	43.59	43.8
现金	35.5	32.70	33.73	35.46
活期存款	64.5	67.3	66.27	64.54
准货币	55.58	55.85	56.41	56.2
定期存款	6.2	7.18	7.3	7.37
储蓄存款	33.42	32.04	31.50	31.55
其他存款	10.38	10.78	11.20	11.08

资料来源:《中国金融展望1995》

(三)

虽然将通货膨胀完全归咎于因外汇占款形式投放的大量基础货币是错误的,但不可否认,

在通胀情况下,这种形式的基础货币投放会对物价产生进一步上涨的压力。央行也已认识到了这一问题,为了控制基础货币的投放总量,1994年央行主要采取了下列措施:(1)参照各金融机构的市场售汇数量,强制回收央行对其计划性再贷款。数据显示:1994年央行对各金融机构的计划性再贷款的增长率近于零;(2)加大对金融机构开办特种存款的数量。94年末金融机构缴存的人民银行特种存款金额达154.49亿元;(3)严格控制金融机构对企业贷款的增加。截至94年6月,贷款增速已由93年的30%左右降至了20%左右;(4)调整各外汇指定银行的外汇周转限额,增加其法定持有头寸。

这些措施取得了一定的成效,但没有从根本上解决外汇市场上的现实问题。例如,强制性回收再贷款,虽然解决了专业银行流动性过多的问题,但却加剧了由于体制原因所固有的人民币资金分布的不均衡。由于结汇、售汇在各个地区、企业、银行间的不同,而导致了央行投资的人民币资金的分布不均衡。在缺乏一个有效的短期货币市场的情况下,必将导致人民币资金在一些地方形成沉淀而在另一些地方形成短缺。而资金短缺将迫使央行继续大量投入基础货币,最终使央行货币供给过多。

目前,与其他国家相比,我国央行对汇市的干预频率和强度显得过多过大。这有其客观原因:(1)专业银行尚未成为自主经营、自我调控的商业化银行,使央行的调控政策不能发挥作用;(2)企业的约束机制不健全,对专业银行的利率高低的反应也不灵敏,使得央行的间接调控难以奏效;(3)货币市场、资金市场等金融市场的规模和发展程度有限,使经济杠杆的作用范围很小。

上述问题的存在不仅涉及到外汇体制改革,还涉及到我国金融体制的改革。相关的金融配套政策和措施不跟上,外汇体制改革就象没有后援的孤军一样无法深入和拓展。因此,要建立一个高效的充满活力的外汇交易市场,首先必须健全直接调控和间接调控相结合的金融宏观调控机制,扩充基础货币的调控渠道,逐步过渡到以市场内在机制为主导的充分发挥利率、汇率、再贴现以及公开市场操作等经济杠杆作用的基础货币调控机制,使央行从目前在外汇市场上所担负的重责中解脱出来。

1. 加速各专业银行向商业化银行的转变

要建立自我平衡、自我调节、自我发展的外汇市场,首先要使其行为主体市场化。但在我国目前的银行间外汇市场上,作为市场行为主体的十四家外汇指定银行及其授权分行还称不上是真正意义上的商业银行,这严重阻碍了外汇市场机制的健全和完善。因此,迅速完成各大专业银行向商业化银行的转变是落实专业银行的经营自主权一项刻不容缓的任务。

2. 建立、健全短期货币市场,改进利率机制

目前各国的货币市场,大致包括同业拆借市场、短期国债市场和商业票据市场。因此,建立货币市场,除了建立和完善银行间同业拆借市场以外,还要发展国债市场,增加国库券的发行种类,争取以短期国库券替代财政向银行的透支,以扩充基础货币投放的渠道;推广商业票据,扩大贴现和再贴现业务,从而解决现在货币市场的分隔局面。

在利率方面,要把过去的刚性利率改为由市场供求决定的利率,通过利率的变动来调节货币市场的资金容量,从而减轻目前外汇市场上的货币压力。

3. 尽快开办人民币公开市场业务

人民币的公开市场业务若与外汇市场的公开业务相配合,则可加大外汇干预的缓冲余地,因此有必要开办人民币的公开市场业务。但实行公开市场操作要求国债市场须达到一定的存量规模,央行和各商业银行持有相当数量的有价证券。而目前央行资产中国债比重仅为5%,商业银行流动资产中的国债比重也不足10%。造成这种情况的原因,一方面是国债发行的数量、品种较少,期限结构和利率结构不合理,另一方面是专业银行尚未完全实行商业化经营,影响了其对国债的持有。可见,只有先发展国债市场,才能尽快开展人民币公开市场业务。

4. 继续发展和完善结售汇制度

基于外商投资企业可通过代理银行进行结售汇的现状,可认为目前外汇交易中已体现了外商投资企业这一块的外汇供求状况,因此将外商投资企业纳入结售汇制下应不会对汇市交易产生较大的冲击。现行的强制结售汇制过渡到意愿结汇,应视国际收支尤其是国内外汇供求的实际情况加以逐步推进。至于废除结售汇制,在现行情况下还是应谨慎从事。

5. 确定合理的人民币汇率

由于央行对外汇供给实行强制性的结汇措施,而对外汇需求加以一定的限制,所以当前的人民币汇率并不反映真实的外汇供求状况。在人民币汇率确定的技术上,央行规定银行间外汇买卖的汇率应在前日买卖价格的加权平均200点幅度内上下波动,这使得汇率不能准确反映当日的交易行情。随着汇市的发展,央行可考虑逐步放松对汇率的干预,使汇率能够切实反映外汇市场的供求状况。

(四)

随着我国对外开放政策的深入拓展,我国经济得到了长足的发展。但同时,我国经济开放又存在着市场发育严重不足的问题。对外汇市场来说,原先计划体制下的双轨制就严重影响我国外贸的发展。94年元月实行的汇率并轨的结售汇制是我国汇市向市场化迈出的第一步。但是,这种有管理的浮动汇率制仍存在非市场因素,有效的、充满活力的外汇市场、国际收支自动调节机制尚未真正确立。在制度创新问题没有得到很好的解决之前,外贸顺差的增加就有可能加重通货膨胀。因此我国通货膨胀的初始动因,并不是被动输入国外高通胀的国际经济传导机制,而是制度创新明显滞后的问题。对于因实行结售汇制后所出现的通货膨胀压力,关键是深入外汇体制改革。只要克服了制度短缺的瓶颈,结售汇制下大量外汇占款问题将迎刃而解,由此引致的通胀压力也可望得到缓解。

