

试析我国适度外汇储备规模

贝兆健

自1994年元月我国开始实行单一的有管理的浮动汇率制以来,这一新体制运行已取得了显著的成效,正朝着既定的实现贸易项下的人民币自由兑换,即履行IMF第八条款义务方向发展。

伴随这一建国以来最为深刻的外汇体制改革的同时,出现了两个意想不到的特征:(1)外汇储备持续增加,截至1996年9月底,我国外汇储备已超过950亿美元,比1995年增长了214亿美元,是1994年1月1日外汇体制改革前的4.5倍,预计年内将突破1000亿美元。(2)人民币汇率没有出现人们预期的大幅波动,而是稳中有升,从1美元兑8.7元人民币升为1美元兑8.3元人民币左右,涨幅约为4.6%。出现上述特征的最直接原因是外汇市场上供大于求,而其深层次原因则主要是以下三方面:

1. 1993年出现通胀后政府开始实行新一轮宏观经济调控,实施适度从紧的财政、货币政策,导致人民币利率上升,银根抽紧。国内金融紧缩的结果,企业普遍感到人民币资金比较紧缺,进口需求减弱,对外汇的需求相应减少。

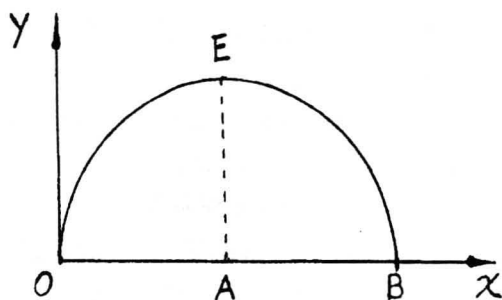
2. 结、售汇制的实施使国内企业通过出口收取的外汇必须卖给外汇指定银行,从而流入银行间外汇市场,增加了外汇的供给。另外,1994年以来贸易上的顺差又进一步加大了外汇供给的力度。

3. 1994年以来外商投资企业资金以每年350亿美元左右的规模急剧扩张,其中一部分资金流入外汇市场,增加了外汇的供给。

外汇市场上外汇的供给大于对外汇的需求,从而人民币汇率上升,国家外汇储备剧增。为此,央行在1994、1995两年间的外汇占款分别达到4209亿元和5662亿元人民币,预计1996年央行新增外汇占款将达到2500亿元人民币,以应付迅速增长的外汇储备。外汇占款的迅速增加使基础货币投放总盘子不断扩大,而基础货币投放量的增加又通过乘数效应使货币供应量成倍扩张,这不仅增加了政府控制货币供应量的难度,也直接成为1994年以来我国高通胀的原因之一。另外,外汇储备的增加是以牺牲机会成本为代价的。我国正处在经济快速发展时期,急需大量资金,而持有大量的外汇储备意味着放弃了本来可用以投资、发展经济的资金。大量的外汇储备也会由于外汇汇率的变动而使风险大大增加。但是,外汇储备对一国经济,尤其是发展中国家的经济来说,在保持国际支付能力、稳定一国货币汇率及维护一国的国际信誉等方面又具有极其重要的作用。那么,一国的外汇储备到底多

少才算适度呢?

这一问题,理论界和政府决策者历来有不同的观点,而分歧主要集中在发展中国家以及从计划经济向市场经济过渡的国家所需的外汇储备规模上。对发达国家来说,由于它们的外汇储备主要用于干预外汇市场,它们所关注的主要是与汇率变动密切相关的储备资产的组合问题,而非适度储备量问题。因此,讨论发达国家的适度外汇储备规模已无多大意义。那么,发展中国家确定适度外汇储备规模的理论依据及因素又是什么呢?对此理论界历来是仁者见仁,智者见智。笔者认为,从理论上讲,外汇储备规模对一国经济有着正负两方面效用。当储备超过临界点后,其正面效用将下降,而负面效用则相应上升。如下图:



图中 X 轴表示外汇储备规模, Y 轴表示外汇储备正面效用。在 origin O 上, 无外汇储备, 亦无效用。随着外汇储备规模的逐步扩大, 其效用表现为一条上升的曲线, 储备规模扩大至临界点 A 上, 其效用达到最高点 E, 也就是边际成本与边际效用的平衡点。超过临界点后, 其效用反而表现为一条下滑的曲线。超过临界点越远, 效用越小, 过 B 点后, 效用进入负面。虽然我们很难精确计算出临界点 A 的数值, 但这一图表从理论上为我们解决了这样的基本问题, 即外汇储备规模并不是越大越好, 而是要适度, 以尽可能达到持有储备的边际成本和边际效用的平衡点。

这一图表也为我们试图确定适度外汇储备规模提供了理论依据。事实上, 我们可以根据影响外汇储备的诸多因素来确定一个比较接近于临界点 A 的目标区域。历年的实践, 为我们提供了许多确定外汇储备适度规模的因素。这些因素一般包括一国经济发展规模、国际收支的发展与变化、支付进口用汇需求、偿还外债的需求、干预外汇市场和进入国际资本市场的能力、对贸易和外汇的管制程度以及该国货币在国际上的地位等。在具体考虑一国的外汇储备规模时, 应根据上述因素进行综合分析, 而不能过分偏颇于某一因素。对我国来说, 笔者认为应根据上述因素从外汇储备的短期需求及长期发展取向来综合考虑。

影响我国外汇储备规模的短期因素中可按一般标准计算的主要有两种: (1) 进口用汇的需要。按照国际上通行的标准, 一国的外汇储备在正常情况下应至少能满足该国 3 个月的进口需要, 也就是按全年储备对进口的比率来计算, 约为 25% 左右。按照这一标准, 以 1995 年我国的进口额为 1320 亿美元为基数, 则我国的进口用汇对外汇储备的最低需求应该在 330 亿美元左右。(2) 偿还外债的需求。一般认为, 在正常情况下, 一国应至少保持相当于 10% 的外债余额的外汇储备。以我国 1995 年的外债余额为 928 亿美元计算, 则该部分外汇储备应在 100 亿美元左右。

上述两项因素再加上必需的干预外汇市场的能力及应付自然灾害等突发性事件的短期因素, 笔者认为, 我国外汇储备适度规模短期需求的目标区域应在 500 亿~550 亿美元。

从影响我国外汇储备长期取向的因素来看,尽管存在着经济发展规模将进一步扩大,进口用汇和外债余额将增加,以及对贸易和外汇的管制程度将进一步放松,但我国国际收支中进出口将大致保持平衡,资本项目在今后几年仍将保持顺差,外汇交易市场公开业务的进一步发展以及人民币公开市场业务的建立和发展,我国进入国际资本市场的能力将进一步加强,人民币在国际上,尤其是在周边国家和地区的地位进一步提高,所有这些都将缓解对外汇储备需求的压力。

总之,无论从适度外汇储备规模的短期需求,还是从长期取向来看,我国保持 500 亿~550 亿美元的目标区域是比较接近临界点的。因此笔者建议,我国可把 500 亿~550 亿美元的目标区域确定为今后一段时期内的适度外汇储备规模。

国际经济法律思考题(之二)

- 一、什么是外商投资性公司?成立外商投资性公司应具备什么条件?
- 二、外商投资性公司可进行哪些业务活动?
- 三、什么是外商投资股份有限公司?设立外商投资股份有限公司应具备什么条件?
- 四、已成立的外商投资企业如何转变为外商投资股份有限公司?

倪 建 林