

中国货币替代现象研究

陈 琛 许亦玫

摘要： 本文首先分析中国的货币替代现状，然后分析其影响，同时对货币替代作多因素分析，试图找出影响中国货币替代的主要因素，并且提出一些缓解货币替代的政策建议。

关键词： 中国；货币替代；研究

中图分类号： F 832 **文献标识码：** A **文章编号：** 1006-1894(2002)02-0049-04

货币替代指的是由于对本币的信心丧失或本币的低收益率而引起的货币兑换乃至资金外流的现象。在发展中国家货币替代相当普遍，其极端的表现形式为美元化，即由美元完全替代本币。由于中国实行资本项目的管制，所以目前货币替代现象尚不明显，但是由 1997 年和 1998 年严重的资本外逃情况看来，中国的货币替代问题不容忽视。

一、中国的货币替代

在国际上货币替代的程度往往由指标 K 来衡量。 K 等于 $F/M2$ 。其中 F 代表国内企业和居民持有的外币存款。 F 由两部分组成，一部分为国内企业和居民存放于国内金融体系的外币存款，另一部分为国内企业和居民存放于国外的外币存款。 $M2$ 则代表货币供应量。由于统计数据有限，我们用中国历年的资本外逃额来大致估计中国的国外外币储蓄，而用金融机构资产负债表中的“其他存款”项来大致估计中国金融体系中的外币存款。

表 1 中国货币替代状况

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
资本外逃(亿元)	213	222	3	662	542	1 338	1 383	1 505	2 229	1 957	4 244	3 974	1 938
外币存款(亿元)	385	496.78	555.92	609.13	744	1 069	2 148	2 921.3	3 777	4 017.4	3 150.7	3 835.5	4 962
F(亿元)	598	718.78	558.92	1 271.13	1 286	2 407	3 531	4 426.3	6 006	5 974.4	7 394.7	7 809.5	6 900
M2(亿元)	8 349	10 099	11 949	15 293	19 349	22 540	31 502	46 924	60 749	76 094	90 995	104 499	119 898
K(%)	7.16	7.11	4.68	8.31	6.65	10.68	11.21	9.43	9.89	7.85	8.13	7.47	5.75

数据来源：《中国经济年鉴》、《中国统计年鉴》等

从表 1 我们可以看到，我国的货币替代系数 K 在 1993 年达到了巅峰，当时我国正准备进行外汇体制改革，意图将人民币对美元汇率并轨，并将汇率由 5.76 元/美元降至 8.62 元/美元，在此项改革之前存在较强的汇率贬值预期，使得 1993 年的货币替代程度达到顶峰。1994 年中国进行了外汇体制改革，同时 1994 年和 1995 年中国经历了高速的通货膨胀，这

些因素都使得 1994 年和 1995 年的货币替代居高不下。在 1996 年 K 值有所下降,但是 1997 年在亚洲金融危机袭击时 K 值又有所上升,这是因为虽然 1997 年中国国内的居民外币存款有所下降,但是资本外逃却达到了高峰,因此使得 K 值上升。在 1997 年后,虽然国内的居民外币存款上升很快,但是由于中央政府意识到资本外逃的严重性并采取了相关措施,所以资本外逃下降很快。资本外逃的下降冲销了国内外币存款增加的影响,使得 K 值下降。总体来看,从 1987~1999 年,中国的平均 K 值为 8.03%,与别的国家相比不算太高,但是 K 值在今后很可能会快速增长,尤其是在中国加入 WTO 后,资本项目管制的相对放松会为资本外逃提供机会,而国际贸易的增长也会使得国内金融体系中的外币存款增多,因此我们并不能忽视货币替代的影响。

二、货币替代的影响

货币替代对一国经济的发展会产生多方面的影响。严重的货币替代甚至会引发经济危机,货币替代可能产生的影响如下:

1. 货币替代会加剧汇率的波动 如果货币替代的弹性较高,即经济变量略有波动,就会引起货币间的大量替换,则汇率将会很不稳定,有时会导致汇率过度不正常的波动,这会加大国际业务的汇率风险。在固定汇率制度下,货币替代甚至会引发金融危机,导致固定汇率制的崩溃。

2. 对一国货币政策的影响 由于货币替代会抵消货币政策的作用,一国的中央银行将很难控制货币供给。如果一个国家正经历经济衰退,中央银行试图扩大货币供给,但由于货币供应量的增加导致利率的降低,本国的居民将会把资产转化为外币资产以获取最大的利润,这样会导致国内货币供应量的回笼,抵消扩张性货币政策的作用。而当一国经济过热时,中央银行试图减少货币供应量,但是利率的升高导致更多的外币转化为本币,加大了货币供应量。所以,我们可以看到,由于货币替代的存在,一国部分丧失了货币政策的独立性,各国的货币政策的关联度将更大。

3. 对一国财政政策的影响 因为货币替代减少了一国居民对本币的需求,所以它将大量减少一国政府的铸币税及通货膨胀税。财政赤字将由此大量上升,可能由此产生危机。这是一个往复加强的过程:如果此政府想维持原来的财政收入,它就会发行更多的货币,这会导致通货膨胀并进一步引发货币替代,从而形成恶性循环。

4. 货币替代会减少国内的财富水平 如果出现了严重的货币替代,这就代表了国内的资本外流,必然导致国内的投资及消费水平的大量下降,同时国家的债务负担也会由于国内货币的贬值而增多。

三、对货币替代的多因素分析

货币替代的影响因素很多,大致有以下几种:(1) 通货膨胀。通货膨胀会引发货币贬值的预期,从而导致货币替代。(2) 货币的贬值预期。货币的贬值预期会导致“羊群效应”,从而加剧货币替代。(3) 收益率的差异。如果本币的收益率低于外币的收益率,为了达到效用最大化,本国居民会转化其持有资产的货币结构,用外币替代本币。(4) 开放度。一般

说来,就发展中国家而言,经济越是开放,则货币替代程度越高。(5) 经济发展速度。经济发展速度的高低能影响对国内外货币需求的结构,从而影响货币替代程度的高低。

由于绝大多数的中国货币替代都是对于美元进行的,所以我们现在对于美元对人民币的货币替代作多因素分析。

我们构建一个回归方程: $K = a_0 + a_1 Dt + a_2 Pt + a_3 It + a_4 Yt + a_5 Gt$

其中: Dt 代表人民币的预期贬值率(这里我们用滞后一期的汇率来代表期望汇率,即我们假设完全理性预期,由 E_t 代表人民币的当期汇率, E_{t+1} 代表滞后一期的人民币汇率,则预期人民币贬值率等于 $(E_{t+1} - E_t)$)。 P_t 代表美国与中国的通货膨胀率的差异。 I_t 代表中国与美国一年期存款利率的差异。 Y_t 代表中国 GDP 的增长率。 G_t 代表中国的开放度,由中国的进出口总额除以 GDP 的数值来表示。

表 2 货币替代的主要因素

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
K	7.16	7.11	4.68	8.31	6.65	10.68	11.21	9.43	9.89	7.85	8.13	7.47	5.75
Dt	0	1	0.5	0.21	0.32	0.05	2.65	-0.13	-0.02	-0.02	0	0	0
Pt	0	0.087	0.133	0.178	0.22	0.279	0.508	0.829	1.079	1.208	1.202	1.159	1.038
It	-0.34	-0.91	-2.25	-0.49	-1.72	-3.88	-7.81	-6.35	-5.06	-2.08	-0.05	1.69	3.08
Yt	11.5	11.3	4.2	4.2	9.1	14.1	13.1	12.6	9	9.8	8.6	7.8	7.1
Gt	0.262	0.26	0.252	0.304	0.34	0.353	0.327	0.437	0.402	0.353	0.36	0.336	0.364

数据来源:《中国统计年鉴》、《国际货币基金组织金融统计年鉴》

我们将 K 对其他 5 个变量进行回归,得到以下结果:

$$K = 1.6163 + 0.4357Dt + 0.1894Pt - 0.2253It + 0.1862Yt + 11.65Gt$$

$$R^2 = 0.69 \quad D.W = 3.13$$

从上我们看到 K 与上述 5 个因素的相关度较高。并且,在 5 个因素中, G_t 和 D_t 在决定 K 的变动中起了较大的作用。 G_t 代表中国的开放度,由回归方程看来, G_t 是决定中国的货币替代程度的最重要因素,这从中国经济国际化的发展中是显而易见的。 D_t 代表预期的贬值率,它在 K 值的决定中也起了很重要的作用,从中国历年的货币替代来看,在 1993 年 K 值的上升是由于对中国汇率贬值的预期,而 1997 年 K 值的上升也是由于对人民币贬值的预期:当时亚洲国家货币纷纷贬值,中国也对是否应该贬值人民币展开了广泛的讨论,贬值的预期使得资本外逃加剧,而国内的外汇黑市盛行。中国与美国的利率差异和通货膨胀率的差异在解释货币替代中并未起很大作用,这是因为中国较为严格的资本管制。GDP 的增长对货币替代的解释也较为有限。

四、中国货币替代的解决对策

从以上的多因素分析我们可以得出结论,中国的货币替代主要是由中国的开放度的日
(下转第 61 页)

参考文献:

- [1] 胡剑平:《中国货币替代问题浅析》(《上海金融》1998 年第 6 期)
- [2] 李心丹、钟伟:《中国货币替代实证研究》(《国际经贸探索》1998 年第 2 期)
- [3] Chris Milner, 《A Cross-country Panel of Analysis of Currency Substitution and Trade》, Economic Inquiry, Huntington Beach; Apr. 2000 Vol. 28 Iss. 2; pg205