

外汇储备超速增长与 外源性金融风险防范

傅连康

摘 要: 持续增长的外汇储备,正成为影响中国经济的一个不可忽视的重要因素。超额的外汇储备会对宏观经济产生许多副作用,控制不当,会促使金融危机的爆发,外源性金融危机主要是指导致金融危机爆发的各种外部原因,包括贸易性、投资性、金融性、投机性等,必须引起充分重视。

关键词: 外汇储备;人民币汇率;外源性金融危机;风险防范

中图分类号: F821.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2006)01-0043-05

国际储备是一国货币当局持有的,用于弥补国际收支逆差、维持货币汇率、作为偿还外债保证的各类资产的总称,外汇储备是其中的主要形式。历史上,我国外汇储备水平较低,个别年份甚至为负数。1994年汇率制度改革和1997年人民币经常项目可自由兑换政策实施以来,由于对外贸易顺差、外国对华投资增长、国际投机性资本进入等多种原因,中国国家外汇储备余额急速增长,2004年中国外汇储备比2003年增加了2 067亿美元(同比多增899亿美元),截至2005年9月末,国家外汇储备余额已达到7 690亿美元,照此推算,2005年底的外汇储备极有可能突破8 000亿美元。从目前看,由于产生外汇储备余额急速增长的原因在近阶段不会有根本性变化,中国外汇储备的增长势头还没有缓解的迹象。

持续增长的外汇储备,正成为影响中国经济的一个不可忽视的重要因素。对于国内货币供应总量、人民币汇率决定、货币政策的制定和执行,乃至国内商品市场、房地产市场、金融市场、投资市场、生产要素市场等产生很大影响,控制不好,将会使中国经济产生剧烈波动。徐宏源(2004)认为,中国合理的外汇储备应在1 800亿美元至2 000亿美元之间。这个数字是按照世界银行标准计算的,世行认为外汇储备规模应满足以下3方面的需求。首先,在没有新的外汇收入的情况下,外汇储备足以支付3个月的进口;其次,在没有新的外汇收入的情况下,外汇储备足以让当局有能力支付短期债务;第三,当汇率出现波动时,还能有足够的外汇稳定本币币值。超过这些数量的外汇储备被认为是多余的,我国目前的实际外汇储备超过合理水平2倍多,会对宏观经济产生许多副作用。尽管管理当局(周小川,2005)表示,“中国的外汇储备高了一些,但是偏高的并不是非常多。它给货币政策操作带来了一定难度,但还未造成太多困难。”但不加重视,其产生的不利影响可能酿成大的金融危机。

时下,理论界和管理层把主要注意力放在持续增长的外汇储备对人民币汇率的影响和在

保持人民币汇率基本稳定的前提下的货币政策的运作上,倾向于通过贸易政策和投资政策的适当调整来实现贸易和投资的均衡,防止国际热钱的炒作,保持适合的外汇储备水平,以消解人民币升值的压力。但对外汇储备超速增长和过高的外汇储备余额的条件下,保持人民币汇率基本稳定对中长期金融风险形成因素的不断累积,各种外源性因素可能导致金融危机爆发的估计和研究都不够充分。对于这一问题如不加以充分重视,其后果将不堪设想。

一、外汇储备超速增长基础分析

产生近年外汇储备超速增长的主要因素有对外贸易顺差、外国对华投资增长、国际投机性资本进入等。在现行汇率制度下,导致外汇储备余额急速增长的首要原因是对外贸易顺差,2004年我国对外贸易实现顺差319.8亿美元,2005年前10个月贸易顺差已经是上年的一倍以上,对外贸易额的持续快速增长,必然会大量增加外汇储备数量。进出口贸易一定量的顺差对带动一国经济发展、缓解就业压力、增强国际竞争力有一定的积极意义。但是,仔细分析持续增长的贸易顺差以及所产生的外汇储备超速增长的基础会发现,持续增长的贸易顺差主要是因为出口的持续增长,进口增长跟不上出口增长的发展速度,从进出口商品的结构分析,出口产品主要是低成本、低价格、低品质的成本竞争型商品,而进口产品则包括资源性产品、原材料、零部件、机器设备、技术和一部分以高档产品为主的消费品。这种贸易结构的特点是出口商品的弹性较大,当汇率调整、贸易摩擦、其他国家产品替代等因素变化时,有可能导致出口数额急剧下降,反之,进口商品的弹性相对较小,由于资源性产品、原材料、零部件、机器设备、技术等在经济中的不可替代性,汇率等外部因素发生变化时,进口需求很难在短期内大幅削减,从而使贸易很快走向逆差,贸易项目的逆差成为国际收支逆差的最根本基础,会导致汇率波动和金融危机的发生。

中国经济的高速增长和计划经济向市场经济的转型,加上在低生活费用基础上的低廉劳动力成本和对外国投资者的土地优惠、税收优惠、开发区引资等多种优惠政策的诱导,使国外直接投资(FDI)快速进入我国。从1993年到2001年,我国吸引外资连续9年居发展中国家之首,并连续8年居世界第2位。2002年,我国实际使用FDI总额达527亿美元,首次超过美国,成为世界第一引资大国。到2003年12月底,全国累计批准设立FDI企业465277个,合同外资金额9431.30亿美元,实际使用外资金额5014.71亿美元。由于市场潜力和劳动力成本等因素,我国吸收FDI的速度不会很快在近期降低下来,入世后过渡期,原先对外开放程度很低的服务贸易领域进入全面开放阶段,刺激了FDI大量进入中国。近年来,FDI总额的持续增加,特别是20世纪90年代金融危机的频繁爆发及FDI所具有的负效应,国内专家开始关注FDI可能带来的金融风险问题。叶耀明和吴建伟(2003)认为FDI是推动中国经济增长的一支重要力量,但是从中长期来看,FDI的大量流入对我国的金融安全潜在着不容忽视的风险。余永定(2003)认为FDI对中国国际收支潜在着巨大的风险。他认为面对滚滚而来的FDI和持续的经常项目顺差,中国必须调整今后的发展战略,并做出两难选择:让资本项目顺差导致经常项目逆差;或是保持经常项目的顺差(或基本平衡),但限制FDI的流入和鼓励资本流出。否则,中国就会陷入一种为支付投资收益而出口的尴尬局面,继续下去,就可能发生金融危机。

从资本项目中金融市场的资本流动看,尽管国际市场的金融投资收益(股票、债券、银

行存款等)高于国内金融市场的投资收益,但是,人民币资本项目并没有实现完全可兑换,一般企业和居民尚不具备到国际金融市场投资的条件,而2004年国家宏观调控措施出台后,由于银行信贷政策的收紧,民间融资市场的利率水平急剧上升,促使国外资金通过贸易合同作假、直接投资合同、商业信用等各种途径流入国内,进一步促成外汇储备的增长。另外,由于国内外市场对人民币汇率升值的强烈预期,也导致了外汇以不同方式流入中国。国际投机性资本的进入成为外汇储备超速增长的重要因素,从2004年的数据看,贸易顺差310亿多、FDI增长690亿多,而实际外汇储备上升2 000多亿美元,差额部分应该有相当一部分为国际投机性资金。

总之,外汇储备设立的一个重要目的是防止由于外汇短缺而引起的金融危机,而短期内外汇储备超速增长的重要原因是人民币汇率、金融市场利率、直接投资收益率的不均衡,由于市场失衡而导致的外汇储备超速增长从长期看不仅不能起到缓解金融危机的目的,反而会在一定程度上促使金融危机的提前爆发和加剧金融危机的程度和危害。

二、金融危机理论和经济失衡

金融体系在整个国民经济体系中处于核心地位,其健康、有序的运行关系到整个国家的经济安全与发展,可以说一国的经济风险在很大程度上集中体现在金融领域,以金融风险的形式综合反映出来。金融风险累积到一定程度如果不能及时地发现并有效地化解,必将演变成为金融危机。金融危机是理论界和实务界普遍关注的问题,特别是20世纪90年代世界范围内金融危机的频繁爆发,更使金融危机持续成为研究的热点问题,相关的研究文献可谓汗牛充栋。

70年代末期墨西哥和阿根廷的债务危机引发了以Krugman危机模型为代表的第一代国际收支危机模型的产生。他认为一国内部均衡与外部均衡的矛盾导致了国际收支危机的爆发,即政府为了弥补不断扩大的财政赤字而过度扩张国内信贷,由此导致的利率下降使本国外汇储备不断减少,当储备下降到一个临界点时,投机者的攻击迫使政府放弃固定汇率制度。第一代货币危机理论表明,投资冲击和汇率崩溃是微观投资者在国内经济基本面和汇率制度间存在矛盾下理性选择的结果,因而也被称为理性冲击模型。Edwards(1989)有关的实证研究也发现了与第一代模型相一致的特征,发展中国家在货币危机之前往往存在财政、货币过度扩张、与国外利率价差扩大、实际汇率高估及经常项目失衡加剧等现象。对墨西哥、阿根廷、意大利、法国等单个国家货币贬值的案例分析也表明了过度的信贷扩张和货币危机之间存在一定联系。

1993年欧洲货币体系的崩溃和1994年的墨西哥金融危机呈现出与第一代货币危机模型不一致的情形,促使人们重新思考对于货币危机的解释,提出了以Obstfeld理论为代表的第二代货币危机理论。第二代货币危机模型认为危机的发生不是由于经济基本面的恶化,而是由于公众贬值预期的自我实现所导致的。贬值预期的实现中名义利率机制发挥了关键性作用,如果利用利率保护钉住汇率所带来的失业和金融业成本增加,当局就有可能选择贬值。政府的决策过程实际上是对提高利率以维系平价的成本和放弃平价的成本后做出权衡的过程。同时,货币危机的发生机制体现为一种恶性循环:政府通过提高利率来维持平价的努力会增加政府采用固定汇率制的成本,这又会加强市场的贬值预期,促使利率进一步

上升。在信息不对称的条件下,市场对政府放弃平价的成本只能推测出大致区间,在此区间内不断进行投机攻击。除非政府在捍卫平价期间有足以改变投机者预期的好消息,否则政府将被迫进行货币贬值,放弃平价,从这个意义上说,货币危机的发生是政府与投机者之间动态博弈的过程。

第二代货币危机理论提出者由此认为防范货币危机发生的主要政策措施是提高政府政策的可信性,换言之,就是提高政府退出固定汇率制的成本,这一成本越高,政府对提高利率的忍耐程度就越高,危机发生的可能性也就越小。

传统的一代模型和二代模型着眼于宏观经济失衡或汇率估价不准,1994年的墨西哥金融危机和1997年亚洲金融危机的一些特征显示了货币危机与资产市场失灵和金融体系扭曲有关,金融部门的问题与货币危机之间的联系开始引起人们的注意。维拉斯科(1996)建立了一个货币和银行危机模型,在这一模型中分析了外部攻击造成银行资产价值下降,但由于存款保险,银行没有变现不良贷款,而是依靠外部借款来弥补损失,一旦无法继续获得外部借款,政府就不得不进行干预并给予援助,援助的成本和银行对外债务“社会化”造成外汇储备大幅下降,钉住汇率崩溃。

在强调了资产市场的重要性之外,亚洲金融危机还引起了人们对政府为私人部门外债提供隐形担保所带来的道德风险的关注:Krugman(1998)指出,政府的隐形援助造成了私人部门投资过度,企业境外大量借贷,造成证券金融资产和房地产的过度膨胀,这就是金融过度。当国外投资者预期到政府资源不足以提供援助时,就会突然撤走资金,导致泡沫破灭,资产价格崩溃。危机导致的大规模金融体系崩溃的因素主要有高债务因素和相对出口而言大规模的外币债务。Dooley(1997)的研究引起了人们对于资本大量流入后又大量流出的关注:政府为私人部门的外部震荡提供保险,从而诱使企业以高于市场的利率借贷,这就吸引大量资本流入。但用于保险赔付的外汇储备是有限的,随着时间的推移,保险程度逐渐降低,企业可以承受的利率水平也逐渐降低,资本流出不可避免。当外国投资者撤走资金时,政府开始援助私人部门,外汇储备下降,产生货币危机。

金融危机理论特别是第三代模型尤其注重当金融机构可以自由进出国际金融市场(资本项目开放),国内外金融中介机构在世界资本市场自由融资,那么由政府保险引发的道德风险就可能造成经济的过度投资,过度金融积累。1997年发生的亚洲金融危机,更是呈现出一些前所未有的特点,例如,在危机发生前这些国家的宏观经济表现得相当强劲,表现为经济快速增长和较低通货膨胀率。促使我们必须思考持续的对外贸易顺差、外国对华投资增长、国际投机性资本进入等外源性经济因素导致一国金融危机的可能性,在经济快速增长的同时保持内部均衡和外部均衡协调的重要性。为了片面追求国内经济的高速增长导致长期的国际收支顺差会促使金融危机的产生的可能性,应该加以适当的警惕和防范。

三、政策建议

从宏观经济政策上,管理层把政策重心主要放在持续增长的外汇储备对人民币汇率的影响和在保持人民币汇率基本稳定的前提下的货币政策的运作上,而对由于产生国际收支失衡的原因分析和政策手段的研究还不够深入,尤其是国际收支长期顺差和外汇储备超高速增长条件下的政策手段的适当运用,需要引起必要的关注。人民币升值预期主要来自于中

国持续增长的外汇储备,如果采取有效措施相应调整,改变经济增长的基本方式,实现投资和贸易的均衡,保持适合的外汇储备水平,人民币升值的压力会自然消失。

从贸易增长方式看,必须改变传统的出口贸易模式,从单纯追求出口数量和以出口带动经济增长转变为追求出口效益和品质,以满足国内需求为经济增长的主要目标,适当调整汇率,淘汰以汇率低估为基础的出口产业和出口产品。同时,放松对进口外汇需求的限制、适当消化外汇储备,中国还有很多进口需求没有满足,应放松对居民和企业用汇的限制。对于资源性产品,除常规需求外,应该建立战略储备制度,比如原油,中国的供给能力差,自给率低,可以利用现有外汇储备,建立国家战略储备。有关专家建议,还应相应改革目前的结售汇制度,把目前的强制结汇转向企业自愿结汇。

在利用FDI方面,境内外投资者的差别待遇(超国民待遇)一直是FDI快速进入的重要原因之一,这种差别待遇不仅导致国际收支长期顺差,也是民族工业特别是中小型民营企业正常发展的重要障碍之一,应该逐步改变这一现状。尽快完善我国金融体系和优化金融结构,大量发展资本市场,促进直接融资和中小企业融资。目前,外商投资企业境内投资只有总额限制,而没有项目、技术指标的限制,外资大量流入,增加结汇。现在,外商资金每年有大量进来,而国内却有大量外汇资源闲置,不利于资源的合理使用。应把境内投资政策拉平,不应该再给外资企业优惠,特别是要加强投融资体制的改革,积极鼓励国内企业发展民族经济,防止外资过度进入。同时,应当鼓励国内企业到海外参与直接投资,从单向的对外开放走向双向的对外开放,从根本上消除国内外资短期撤退所导致金融危机的可能性。

目前,境内外资银行对境内外资企业的外汇贷款管理作为外债,可以结汇,而中资机构从外资银行的借债不能结汇,中资银行参与境外银团贷款的资金也不能结汇。在预期人民币升值和本币和外币利率存在差距的情况下,某种意义上鼓励了外商投资的大量流入,鼓励了企业借债和套利资金的进入。境内机构从外资银行的借款不再作为外债管理,而是作为国内外汇贷款管理,即只允许出口押汇和打包贷款可以结汇,其他不得结汇。中资企业和外资企业的国际商业贷款都不得结汇。外债的结汇要严格审批,对外资银行外债按照《外债管理暂行办法》,实行总量管理,制定具体办法,减少国外套利资金的进入,外汇储备增加速度就可以放缓。

面对外界的人民币升值预期,在保持人民币汇率稳定的同时,中国应采取有效措施化解本币升值压力。在目前国际收支存在大量顺差的条件下,人民币汇率改革必须十分慎重,如果马上走向自由浮动,由市场供求关系决定人民币汇率,必然导致国际投机性资金更多地进入,要解决外汇储备超速增长的问题,还得从导致中国外汇储备快速增长的根源入手,从外源性资金进入的源头控制,只要我国现有对外经济政策不调整,我国经常项目和资本项目还会出现大量顺差,我国的外汇储备还会不断增长,迫使人民币总是处于升值压力下,热钱还会不断涌进我国,国内房地产泡沫和投资泡沫就会越吹越大,经济风险得不到释放。要摆脱现在高外汇储备、人民币升值和经济泡沫化的困境,短期要完善人民币汇率市场化形成机制,增加人民币汇率弹性,使其能逐步反映市场均衡水平;长期要调整我国经济发展战略和政策,转变经济增长的模式,使宏观经济由内外失衡调整为内外平衡,保持国际收支的基本平衡,才能防止由外部因素导致的金融危机的出现。

(作者单位:上海对外贸易学院)