

外汇储备持续增长背景下的 宏观金融政策：挑战与趋势

巴曙松

摘 要：中国的外汇储备近年来出现了持续的高速增长，2005年以来更是呈现加速的趋势，2006年6月底已经达到9 411亿美元，超过日本位居世界第一。从目前的国际经济格局和国内经济增长方式、经济结构特征来看，中国的外汇储备持续增长的趋势要想在短期内扭转，必须付出十分艰苦的努力，在一定意义上可以说，即使现在开始着手采取抑止外汇储备持续增长的政策措施，外汇储备可能依然还会继续增长，只不过增幅有可能减缓而已。从这个意义上说，中国下一步的宏观金融政策决策，需要考虑外汇储备持续增长这一市场背景带来的一系列挑战，并做出相应的调整。

关键词：外汇储备；宏观金融政策；汇率制度

中图分类号：F832 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2007)01-0001-05

一、中国外汇储备持续增长趋势很难在短期内扭转

从外汇储备的形成结构分析来看，贸易顺差、外商直接投资（FDI）等构成了中国外汇储备的主要来源，这些因素又可归结为中国长期以来注意吸引外资、鼓励出口政策和外汇管理“宽进严出”政策综合作用的结果。从目前情况来看，这些驱动因素很难在短期内出现根本性的变化和逆转。

20世纪80年代以来，全球化下跨国外包与供应链重组的发展趋势加速，越来越多的跨国公司把劳动密集型生产和服务，外包到劳动力成本较低的中国等发展中国家。近年来全球技术创新和产业革命的发展，以及跨国公司为主导的全球产业布局的新一轮调整，推进了国际资本、技术密集型产业和知识服务型产业向中国转移的趋势，也驱使劳动密集型产业向中国中西部地区转移的态势，使得中国劳动密集型产业继续其竞争优势。2005年7月21日中国进行人民币汇率形成机制改革以来，虽然人民币升值给一些出口企业带来了一定影响，但是这些行业中的不少企业的议价能力出乎市场意料地在经历了短期的冲击调整之后也随之提升，而原来一度被视为中国劳动密集型产品的潜在竞争对手的一些国家和地区，因其基础设

施、产业配套措施、交通物流状况等方面的制约,很难在短期内对中国的制造业形成有效的替代,导致中国的贸易顺差在短时间内难以改变,因而由贸易顺差担任外汇储备增长推动力之一的格局可能还会持续相当长一段时间。

另外,境外资本的流入已经成为资本项目顺差的重要原因之一。1992年以来,境外资本流入中国的年平均增长速度保持在28.9%左右。从资本流入构成看,FDI在资本流入总额中的占比逐渐减小,非直接投资形式的占比则显著增加。在中国经济持续增长和人民币升值的预期下,资本流入在一定时期内仍然会存在。而从资本流出看,虽然有关部门出台了一系列政策推动“走出去”战略的实施,推进境外证券投资,短期内资本流出的规模可能会继续增长,但是总体的规模还是有限的。

从2005年到现在的增长速度看,如果未来中国的经济结构没有大的变化,中国的外汇储备2006年年底可能突破1万亿美元,按照每年平均2000亿美元的速度增长的话,两年后可能就会接近1.5万亿美元。这是一个值得关注的重要市场动向,会对中国下一步的宏观金融政策形成多方面的制约与影响。

二、高速增长的外汇储备给宏观金融政策带来一系列挑战

1. 加剧国内金融市场流动性过剩 从目前情况来看,日益加剧的外部失衡正通过特定的路径加剧了中国经济的内部失衡,集中表现为外汇储备持续增长带动下的市场流动性的泛滥。大量的流动性推动了信贷的膨胀和投资的高速增长,2006年1~7月城镇固定资产投资同比增长31.3%,到7月末人民币新增贷款2.32万亿元,占央行全年贷款目标的大约93%。

在以美元为代表的国际储备货币面对国际贸易失衡所采取的调整措施有限、同时中国已经采取的经济结构调整政策见到效果还需要一定时间的背景下,中国在面对外部经济失衡时主要通过采取一些应对内部经济失衡的政策工具来调节内部经济增长过快问题,但是实际效果往往并不十分令人满意。2006年4月以来,中国政府采取了两次加息,两次提高商业银行存款准备金率,发行定向票据以及对银行进行窗口指导等方式对内部失衡进行治理。从目前情况来看,流动性过多并不能很有效地解决,央行对冲外汇占款的压力依然很大,对冲的成本依然在上升。

2. 中央银行汇率政策可持续性受到对冲成本的制约 如果外汇储备增长的趋势得以保持,并且短期内不出现明显变化,外汇储备的增长必然带动外汇占款的增长,因此,货币政策必须高度关注货币投放的增长,进而可能决定了货币紧缩在外汇储备持续增长的背景下会成为货币政策的基调。

同时,从目前趋势看,在货币投放大幅增长、经济增长加快的背景下,宏观紧缩必然也会带来调控成本,这种成本在不同调控的环节、不同的经济主体,在不同的政策组合下有不同的分布,如央行利用央行票据对冲会直接承担对冲的成本,商业银行在资本金充足、资金来源丰富的情况下,因为宏观紧缩不能充分赚取贷款等业务扩张带来的收益,还需要大量持有低收益的央行票据等,也意味着商业银行同样承担了一部分调控的成本。而近期央行针对部分信贷增速较高的银行发行的定向票据,其较低的利率本身就意味着一定的惩罚措施,显然也会对商业银行的利益造成影响。

显然,无论是中央银行承担对冲成本,还是由商业银行等部分承担,总体上都构成了为了对冲外汇占款上升所带来的货币投放压力。在以美元为代表的外汇储备的收益率还高于央行票据的成本时,央行的这种对冲可能还是可以持续的;但是,当这种情况出现逆转,央行就会不得不承担巨大的对冲成本。另外,在央行的资产负债表上,随着外汇储备的持续上升,央行本身的资产负债的货币错配会日益加剧,即资产方主要表现为外汇储备的增长,负债方主要表现为人民币的央行票据的增长,这种日益扩大的货币错配会加大央行本身的汇率风险。央行在多大程度上可以承受对冲的成本,直接决定了目前的汇率制度可以持续运行的期限。在这种市场格局下,宏观金融既要积极应对流动性过剩并采取紧缩政策,防止经济过热,同时要维持人民币汇率在合理均衡水平上的相对稳定,还要巩固银行改革的成果,不能过度侵蚀金融机构的利益。这几个目标之间显然有一些冲突,中央银行的对冲成本在不同部门的分布直接取决于不同的政策组合。

3. 宏观经济政策内外平衡的压力增大 如果说,全球国际收支失衡日益加剧、中国外汇储备高速增长将会较长时期存在,那么,在当前的国际经济金融格局下,仅仅依靠中国实施内部政策的调整,例如人民币汇率机制的改革而忽视美元和美国的经济结构调整,或者仅仅期望通过汇率调整而不是更大程度上依靠经济结构调整,来调节国际经济的失衡,都是不现实的。如同任何国家出现国际收支失衡不能仅仅依靠汇率波动来调节一样,对于中国来说,国际收支失衡的调节一部分需要依靠人民币汇率的波动,但是更大程度上需要依靠经济结构的调整。对于中美之间的贸易顺差来说,仅仅依靠人民币汇率的调整和经济结构的调整也是无济于事的,同样也需要美国采取更为积极主动的举措,但是从目前的情况看,中国已经采取了十分积极的汇率波动和经济结构调整的措施,但是美国采取的相关政策十分有限。正是在这样的国际国内经济格局下,中国宏观经济内外部平衡的压力与冲突有所加大。

2006年8月31日联合国贸发组织发表的《2006年贸易和发展报告》强调在当前的国际经济格局下解决全球贸易失衡需要多方努力,而不是对发展中国家施加压力,特别强调美国以外的主要工业化国家(比如贸易顺差巨大的日本和德国)应该扩大内需。尽管包括中国在内的发展中国家有贸易顺差,但加重美国负担的主要原因是其他主要工业化国家没有发挥其相应的作用。中国面对外汇储备持续上升背景下的宏观金融政策,主要应当考虑的是促进中国的宏观经济平衡,以此来促进国际贸易的平衡。

三、外汇储备持续增长背景下的宏观政策方向

1. 宏观金融政策权衡要考虑名义汇率与实际汇率、有效汇率对经济运行的不同影响

按照巴拉萨—萨缪尔森效应,在长期经济增长和生产率提高背景下,一国货币实际汇率会表现出升值趋势。可贸易品部门相对劳动生产率的增长是实际汇率变动的关键决定因素。中国制造业部门的劳动生产率数据显示,从20世纪90年代中期制造业部门劳动生产率开始增长速度提升,相对于美国和13个OECD国家的平均值的增长率也在提升,并且这一增长从上个世纪末至今出现加速趋势。中国劳动生产率与实际汇率的变动趋势与巴拉萨—萨缪尔森效应的理论预测相一致。

人民币有效汇率是人民币与多种货币汇率的贸易加权平均汇率,是反映人民币在国际

贸易中的总体竞争力和实际购买力的综合指标。大致测算,从1994~2003年,人民币对美元的名义汇率升值了5%左右,这个升值过程是一个渐进调整的过程。另外,对主要贸易伙伴的有效汇率,从贸易角度来看,平均升值了约6%~7%左右。如果考虑到不同国家之间的物价走势,比如美国和中国的物价差异,人民币兑美元实际有效汇率升值了20%左右。因此,实际上人民币在过去10年里,升值一直在平稳地进行,只是它的表现形式并不一定表现为名义汇率水平本身的大幅波动,可能表现为物价的差异等等。

当前人民币有效汇率对进出口的影响十分明显。2006年以来,美元兑欧元贬值10%左右,美元兑日元也有不小的贬值,其幅度都远远大于美元兑人民币贬值的幅度。这不仅抵消了人民币对美元的升值效果,而且使人民币有效汇率可能有轻微的贬值。根据国际清算银行的贸易构成计算的人民币的有效汇率显示,2005年人民币出现一定幅度的升值,但进入2006年后,尽管人民币名义汇率升值,但是实际汇率还呈现贬值的态势。这也在一定程度上解释了中国近期贸易顺差屡创新高的现象。

通常来说,货币的升值压力,可以有多种化解方式,例如名义汇率调整、物价调整、区域内通过货币合作的调整、内部经济结构的调整等等。大致来说,既可以通过扩大名义汇率的波动幅度等措施来化解,也可以通过扩大内需、减少对外需的依赖等来调整,从价格角度来说,国内价格的上升也是化解升值压力的一个途径。从下一步的货币政策的组合看,在外汇储备持续上升的背景下,究竟是容忍名义汇率的更大的波动幅度,还是保持较小的汇率波动幅度但是容忍更高的国内物价上升幅度,或者适当控制有效汇率的波动幅度使得其更为灵敏地反映国际外汇市场的汇率波动,或者主要通过加息而不是升值来促进宏观的平衡,这将是一个宏观的政策平衡过程。

2. 从遏制外汇储备增长的背景来看,有必要实行更为灵活的汇率浮动 从目前情况来看,有必要实行更为灵活的汇率浮动,抑制投机压力,稳定升值预期。2005年7月人民币汇率改革除了升值2%和引入一篮子货币外,更为重要的改革措施体现在银行间一篮子货币兑人民币的每日收市价,作为翌日买卖中间价,上下波幅0.3%。在应对投机压力上,更为灵活的汇率制度的效果显然是要优于固定汇率制度以及波动性较低的汇率制度。在较小的浮动空间和较强的升值预期下,汇率走势可能会形成单边上升的局势,而在一个较大的浮动空间内,汇率存在双向走势,这会给投机资金带来一定压力和风险,使其投机进出的资金风险成本更大,从而抑制强烈预期下的投机操作。

从解决经济结构失衡从而减少外汇储备的方向来看,适当加快汇率改革也是十分必要的。汇率可以看成是贸易部门和非贸易部门之间的价格,在基本固定的汇率以及各种优惠政策的引导下,从事出口、进口替代等贸易品部门在经济发展过程中占用了较多资源,以服务业为代表的非贸易品部门则发展受到挤压,其结果不仅造成国际收支的失衡和货币错配,也导致中国居民福利水平的流失。汇率的改革将会进一步推动服务业的发展,从而提振内需,优化产业结构。

另外,应该着力推进外汇管理体制的进一步改革。从客观政策效果看,当前中国的外汇管理体制放大了升值压力,体现为“重流入、轻流出”的格局,资金流入较为容易,而流出则需层层审批,外汇供给压力人为放大,也相应放大了人民币升值的压力。因此需要从鼓励外资流入、限制资本流出转变为一个相对中立的外汇管理体制,对于投资性资本的流入还需要进行相应的限制,同时重点对资本流出管制进行相应的放松。例如在外汇使用上,企

业与居民应有更多的自主权,中国内地居民应该也能够多渠道地使用外汇,从而实现从“藏汇于国”到“藏汇于民”;又例如在QFII发展迅速、审批额度逐年增大的情况下,从平衡外汇供求的角度看,QDII的发展也同样是十分必需的。

3. 财政政策要加大公共财政方向转型的力度 综上所述,如果没有本土的内需拉动相应的跟上,经济增长不可避免地仍然将依赖外向部门,贸易顺差居高不下的情形仍将持续出现,外汇储备的增长仍然将呈加速的趋势。但是,在当前的状况下,由于消费很难在短期内有起色,启动内需更多地意味着增加投资。在当前的收入分配格局既定情况下,政府财税和企业利润的增长均高于居民收入的增速,居民的收入就不可能在GDP的分配中有大量的增加,消费需求不可能出现骤然的爆发。

因此,增长方式向内需的转移必然要和建立公共财政制度联系在一起考虑,使得一些集中在产业方面的投资转移到公共产品的建设上来。制约经济发展和消费增长的因素之一,是很多基础性的社会保障制度建设还不健全,所以必须加大公共财政的支出,构建一个良好的社会保障体系,以此逐步消除人们的后顾之忧,释放城市居民和农村居民的消费能力,从而减少储蓄偏好。同时,人民币适当升值后将带来投资成本下降,可能吸引市场主体加大投资,财政便可加快退出竞争性投资领域,将更多的财力用于提供公共产品和服务。同时,人民币升值之后,外国农产品显得相对便宜,这对农民收入可能形成冲击。由于农业是个土地依赖型的产业,中国人均占有耕地较低,就使得中国只是个农业大国但不是农业强国,同时农民的边际消费倾向较高,消费的档次正好是中国的城市中目前供应过剩的产品,因此要转向内需带动经济增长,一个重要的方面就是通过向农民转移支付和财政补贴;同时,外贸的转型要求进行出口退税政策等税收政策的调整。

对于中国当前的情况来说,政府应该加大对发展内需所需要的公共产品和服务业的基础设施投资的力度,将投资为出口服务的循环,转变为投资为消费服务的循环。具体来讲,就是要围绕消费需求增加投资,例如在城市公共基础设施建设,以及医疗、教育等服务资源的投入。另外,相应的服务等行业的准入管制的放松是一个必然的趋势。应当采取实质性措施鼓励外资和民营资本进入服务业投资,特别是对于一些带有垄断色彩的部门要扫清制度性的障碍。

4. 加大配套领域改革的力度 中国当前的外汇储备的高速增长实质上反映了一种失衡的国际收支格局,是特定的国际经济格局下,同各种制度缺陷、价格扭曲、宏观经济不平衡联系在一起的,已经并且正在给中国带来巨大的福利损失。因此,应当利用当前这个相对有利的机会,抓紧取消一些针对外资的优惠政策,对内、外资实行国民待遇;逐步消除鼓励出口导向的优惠政策;采取有力措施,制止地方政府为引入外资而进行恶性竞争;制止地方政府把FDI的引入状况作为政绩的考核标准等等,为内资和外资构建一个公平透明的市场化竞争环境。

(作者单位:国务院发展研究中心)