

我国外汇冲销干预中存在的问题及改革思路

何 彦

(华中理工大学 经济学院,湖北 武汉 430074)

摘 要:由于国际收支经常项目和资本项目的持续双顺差,我国官方外汇储备增长很快,目前已成为仅次于日本的第二大外汇储备国。同时,巨额外汇储备所形成的外汇占款对中央银行的货币政策产生一定的压力。对此,中央银行采取了冲销措施,保持了人民币汇率和币值的基本稳定。但是冲销干预的负面效应已经越来越明显地显露出来,改革与调整已是大势所趋。本文对外汇冲销实施的背景、效应作了分析,并借鉴国外经验,对存在的问题提出了建议。

关键词:外汇冲销;外汇占款;冲销干预

中图分类号:F830.31 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)04-0014-05

一、我国外汇冲销实施的背景

外汇冲销政策的运用是与我国外汇体制改革、外汇储备大幅度增加、外汇占款对基础货币及货币政策的影响增大等因素密切相关的。

1994 年我国实行了外汇体制改革,取消了外汇留成制度,代之以银行的结售汇制。在结售汇制下,结汇所需的人民币资金不再由中央银行敞口供应,而是由各外汇指定银行利用自有资金自行解决,央行则通过全国统一的银行间外汇市场吞吐外汇。外汇体制本身及外贸形势促使外汇储备大幅度增加。一是实行强行结汇制,而售汇则需要相应的凭证并要得到许可。这样绝大多数国内企业不能保留帐户,企业存储和吞吐外汇的能力受到很大限制,丧失了外汇的所有权,“储水池”功能基本失去,从而使外汇处于持续供大于求状态。二是中央银行对各外汇指定银行的结售汇周转外汇余额实行比例浮动管理。各银行持有的结算周转外汇余额超过其高限比例部分,必须在银行间外汇市场上卖出;而在银行持有的结算周转外汇降低到其低限比例以下时,应从市场中补足。这一规定的初衷是为了防止商业银行投机性囤积或抛售外汇谋取暴利的行为,并在央行和外汇市场间建立某种风险缓冲带,以保持汇率的相对稳定。但在实践中这一效果并未如愿。由于商业银行持有外汇头寸的收益远远小于本币资产,外汇市场持续供大于求,且持有外汇头寸的风险在不断加大,因而各银行不得不在外汇市场上大量抛售外汇。为了保持人民币汇率的相对稳定,人民银行只能被动地大量入市买入外汇,是外汇市场上最大的买家。由于近几年我国经常项目与资本项目持续双顺差,从而导致国家外汇储备大幅度增加,截

收稿日期:1999-12-21

作者简介:何彦(1975—),女,江苏南通人,华中理工大学经济学院硕士生。

至 1999 年 10 月底,我国外汇储备已突破 1500 亿美元大关,成为世界上第二大外汇储备国。

与国家巨额外汇储备相对应的是,外汇占款已成为基础货币投放的主渠道。外汇占款逐年增加,对基础货币投放的影响逐年放大。外汇占款占基础货币投放量的比率由 1993 年的 7% 猛增到 1994 年的 75%^①。从中央银行资产中外汇占款的比例来看,已由 1993 年底的 5.5% 上升到 1996 年 9 月的 38.6%,巨额外汇占款对币值稳定产生相当大的压力。

在此背景下,央行采取了外汇冲销措施,来抵消由于稳定汇率造成的基础货币投放。可以说,外汇冲销措施的运用是在外汇占款已成为基础货币投放的主渠道后,中央银行借鉴国外一些国家的经验做法而形成的。从实施效果,即单从稳定汇率来看,基本上是成功的。但也应看到,我国实行这一冲销措施的理论准备不足,没有经过大量系统的论证分析,并结合我国的货币政策工具来研究,外汇冲销政策与其他调控手段没有很好地配合运用,导致随着外汇占款的持续增加,外汇冲销政策的负面效应逐步显现出来。

二、我国中央银行外汇冲销干预中存在的问题

第一,从冲销工具上看,我国中央银行可利用的空间十分狭小。从理论上说,我国中央银行为了冲抵外汇市场干预对货币总量产生的影响,可以采用以下几种措施:紧缩再贷款规模、增加特种存款数量、进行公开市场操作、提高存款准备金率、提高利率等。但从实际上看,我国中央银行目前主要采用的是收回再贷款和增加特种存款两种方式,而其他措施尚处于萌芽初期。首先,就进行公开市场操作而言,我国国债的二级市场不十分发达,公开市场操作在我国也刚刚开始,无论在数量、品种还是功能上都尚未形成气候,以国债为工具的公开市场业务目前尚难以承担冲销操作的重任;其次,提高存款准备金率在理论上可以降低商业银行的信用创造能力,从而减少由于外汇占款而带来的货币供应压力,但法定存款准备金率(目前已降为 6%,《金融时报》1999. 11. 26)的上调,会收缩整个银行系统的信用扩张能力,在当前的经济形势下,与“促进经济持续快速增长”的宏观经济目标相悖;并且在中国加入 WTO 以后,金融开放程度会逐步加大,外资银行大量进入国内市场,如果法定存款准备金率过高,会使得中资银行与外资银行处于不平等的竞争环境中,加重国内银行机构的经营压力。而我国中央银行主要是采用回收再贷款的手段,目前也已受到再贷款回收余额的限制。1994 年以来,中央银行主要是通过回收商业银行再贷款或压缩再贷款规模来进行对冲操作的。1994 年,再贷款增量由原计划的 2000 亿元调整为约 1000 亿元,1997 年 1—7 月份中央银行就收回对金融机构再贷款 1070 亿元。截至 1997 年 7 月底,央行对金融机构的再贷款余额仅为 7962.67 亿元^②。在存款准备金率连续下调以后,货币乘数增大,同样的外汇占款投放要用更多的再贷款收回加以冲销,这使得央行用收回再贷款这一手段进行冲销的余地变得更小。此外,我国中央银行对许多金融机构并没有再贷款关系,使用收回再贷款的办法难以有效地调整这些金融机构的流动性,从而造成金融机构尤其是商业银行之间的不平等竞争。

第二,外汇冲销措施难以控制基础货币流向,使得企业间资金松紧出现较大差别,给经济结构的调整带来困难。在银行结售汇制度下,出口创汇企业所创外汇经过结汇后立即能得到人民币资金,转化为银行的存款,而那些主要面向国内需求进行生产的企业则因中央银行回收再贷款而得不到充裕的资金支持。由于出口量和外资流入量在不同的部门和地区间的分布不均衡,企业结汇所得人民币资金在其运用时不受中央银行信贷规模和国家产业政策调控的情况下,很难保证通过外汇操作投放的资金都流向合理的地区和需要扶持的企业,出现外贸企业资

金相对宽松、国内工业和交通运输等企业资金相对紧张的局面,进而会诱导原材料和劳动力向外向型部门的过度转移,造成内向型部门的资金短缺,这会加大国家产业结构调整的难度。

第三,当前中央银行的冲销操作使我国的官方外汇储备急剧上升,这不仅加大了中央银行储备管理的风险,还容易使人民币出现“汇率泡沫”。长期以来,人民币一直处于一种稳中有升的状态,加上国内外尚存在着较大的利差,无疑会刺激国际游资的套利行为。可见,人民币的升值在很大程度上受益于大量外资的流入,并非完全来自本国经济的发展。所以,人民币汇率就不能准确地反映我国的实际经济情况。

此外,由于中央银行在冲销过程中冲销力度过大,加之冲销工具单一,在实际操作中,对结构性通货膨胀的产生及国内货币的稳定也产生了很大压力。

三、我国中央银行冲销干预的改革思路

以上分析表明,我国中央银行外汇冲销干预的负面效应已经逐步显露出来,要提高外汇冲销的效果,对冲销干预本身及一些相关环节进行改革已是大势所趋。

第一,建立外汇平准基金(Exchange Stabilization Fund)制度。外汇平准基金制度最早始于1932年的英国。其基本内容是由政府拨给一定的本币和外币资金设立外汇平准基金帐户,由财政部控制,中央银行只作为该帐户的代理人对帐户进行管理。通过外汇平准基金直接入市,并不影响中央银行的资产负债状况,商业银行在中央银行的资产不发生变化,可见外汇平准基金帐户避免了中央银行发行货币来增加外汇储备的被动局面。

我国目前实行的是有管理的浮动汇率制,由中央银行直接在外汇市场上买卖外汇来维持汇率稳定,并通过“外汇占款”反映由此引起的基础货币变化。这就使外汇储备直接与国内货币量变动相联系。而设立外汇平准基金帐户、通过帐户稳定汇率,则可以切断这种联系,从而保证国内货币政策的独立性和连续性。

第二,在冲销工具上,我们可以借鉴国外冲销措施的成功经验,灵活选择各种冲销工具的组合并扩大组合篮子中的数目。比如我们可以借鉴韩国中央银行的“货币稳定债券”(Money Stabilization Bonds),发行我国的中央银行券,以暂时取代尚不发达的公开市场业务;借鉴马来西亚中央银行通过雇员准备基金(Employee Preparation Fund)调节流动性,将政府和雇员准备基金的存款从银行系统转移到中央银行的一个特殊帐户的做法,我国也可以将邮政储蓄、养老保险资金进行类似的操作,以调节货币市场的流动性。我国通过结售汇制度积累了大量的外汇资金,同时又允许金融机构高成本大量向外举债,造成资金的闲置与浪费。因此,我国可以考虑适当放松对进口的限制,并同时鼓励对外投资,以缓解外汇储备增长过快的压力。

第三,改革现行的结售汇制度,建立多级式的储备体系。现行结售汇制度的显著特点是结汇的强制性和售汇的有条件性。这一作法虽然有利于国家对外汇收支的统一管理,但同时也把应由商业银行和企业承担的风险集中转嫁到国家身上,所以在目前市场结余外汇量过大的情况下,可适当考虑结余外汇的适量分散,以在中央银行、商业银行和企业之间分摊外汇风险,减轻中央银行的压力。中央银行可以扩大外汇指定银行的外汇周转头寸,扩大二级储备(央行的储备为一级储备);中央银行与企业之间的储备分配则可以通过比例结汇加以解决。所谓比例结汇制是指中央银行规定出口企业向银行结汇的比例,企业按比例向银行限额结汇,限额外的外汇可保留在企业现汇帐户上,企业可自由支配。比例结汇制具有较强的可控性,中央银行可以根据国家进出口和储备增减变化情况适时地调整这一比例。当储备量下降超过警戒线时,提

高结汇比例,反之降低结汇比例。这就可以在保证国家正常外汇储备量不受影响的前提下,缓解中央银行目前在外汇市场上基础货币投放的压力,增强中央银行外汇干预的自主性。

第四,适应国际金融形势的变化,适时地扩大人民币汇率的波动幅度。从世界范围内看,国际上已经有利用扩大汇率浮动范围以对付游资冲击的先例。比如,1970年起,大量外国资本流入智利,给智利国内经济造成了巨大的压力,1991年4—6月,智利分别将基金汇率提高了0.7%、0.7%和0.2%,1992年2月再次调整了5%,并将汇率浮动范围由基准汇率的上下5%扩大到上下10%^⑥。从放宽本币汇率的浮动区间的作用来看,它一方面可以缩小中央银行冲销操作的规模,减轻中央银行压力;另一方面还会由于浮动区间的扩大,增加汇率风险,扩大市场对规避风险工具的要求,从而推动市场交易品种的开发,促进外汇市场的发育。从汇率作为一种货币的对外价格这一本质特点来看,汇率在长期内是由一国的经济实力决定的,在短期内受外汇供求、利率差别、心理预期变化等因素的影响,其本身就是一个变化中的经济指标,因此过分追求汇率稳定目标对一个国家未必有利。在长期内汇率向其自身价值回归已是一种必然。如果不顾国际经济形势的变化,在本国汇率维持某一水平已失去经济基础的前提下,仍对汇率合理变动加以限制,这不但不能保持经济的对外均衡,其对内均衡也要受到严重的破坏。

四、人民币汇率干预的政策配合

目前,人民币汇率干预与货币政策的协调问题,主要表现为如何正确处理人民币冲销干预与基础货币投放之间的关系。根据我国当前的实际情况,可选择的方案主要有以下两点:

首先,加紧人民币公开市场业务的建设,配合外汇的公开市场操作,加大外汇干预的缓冲余地。由于受再贷款规模的限制,回收再贷款已不适于作为冲销干预的主要手段,因此有必要大力发展公开市场业务,将其作为冲销干预的主要手段以加强对基础货币的控制。虽然我国公开市场业务尚处于起步阶段,无论在数量上还是在品种上,都还不能满足冲销的要求,但从世界范围来看,开展公开市场业务以冲销外汇干预对基础货币投放的影响是汇率干预的一种趋势。在目前我们可以优先考虑在初级市场上开展出售国债的公开市场业务,最初通过央行的贴现窗口作为这些证券主要流通渠道的方式进行;此后,在条件成熟的情况下,对贴现窗口进行改革,开发二级市场,向这些有价证券提供流动性,发挥市场的调节作用。

其次,逐步健全短期货币市场,改进利率机制,逐步提高利率的市场化程度。利率与汇率可以说是同一事物的两个方面,两者之间的联系本应十分紧密,但由于体制方面的原因,目前我国利率与汇率之间的相关度并不大,这已成为我国利用利率手段调节货币市场,进而调节外汇市场的严重障碍。因此,提高我国利率的市场化程度就成为汇率干预与货币政策合理组合的关键。但就我国目前的实际情况来看,国有商业银行尚不能完全自主经营,大批国有企业还没有完全实现经营机制由计划向市场、由粗放经营向集约经营的转变。因此,即使是银行单方面推进利率市场化也难以自发有效调节资金需求,实现资金的合理流动和优化配置。有鉴于此,我国利率市场化进程应采取渐进式推进的方法,急于求成只能是欲速而不达。由于同业拆借市场是银行间的本币头寸市场,其利率变动最能体现市场利率的变动情况,且国债、票据市场的结果最终也会反映到同业市场上来,因此我国利率市场化改革首先应放开同业拆借利率(1996年6月1日,中国人民银行已经取消了对同业拆借利率的上限管理,允许银行间票据市场根据资金需求状况自行确定同业拆借利率);然后,央行再通过再贷款、再贴现及存款准备金的升降来控制我国商业银行的资金供求能力,以影响其利率调整,进而影响市场利率的变动趋势,以

保证货币政策的有效性,提高央行干预的主动性和灵活性。

关于人民币汇率干预与财政政策的配合,现在可行的办法是发行外币国债,以减轻央行在外汇市场上吸纳外汇的压力。具体操作可由财政部发行以外币为面值的国债,允许企业用经常项目下收汇的一部分购买外币债券,企业用汇时,可以将外币国债在二级市场上转让获取外汇;企业需要人民币时,可将转让外币国债后取得的外汇在外汇市场上卖出,也可将外币国债贴现或抵押以取得人民币贷款。由此,央行便可通过外币国债吸纳一部分外汇,而且这部分外汇不会增加基础货币的投放,避免了货币供应的扩大。

总之,外汇冲销操作不应作为外汇干预政策的副产品,而应是兼顾内外货币收支平衡的工具。应合理进行汇率、财政、货币等政策的协调配合,以实现国民经济对内、对外的综合平衡。

注释:

- ①陶士贵:《外汇冲销政策的效应分析与对策思考》,《国际贸易问题》1998年第2期。
- ②李晓华:《我国外汇市场的冲销干预与协调》,《上海金融》1998年第11期。
- ③宋杰、戴衍:《试析我国在资本流入冲击下的汇率政策选择》,《国际金融导刊》1997年第3期。

参考文献:

- [1]张宝德. 西方国家是如何干预外汇市场的[J]. 国际金融研究,1993,(8).
- [2]宋杰,戴衍. 试析我国在资本流入冲击下的汇率政策选择[J]. 国际金融导刊,1997,(3).
- [3]孙明春. 外汇市场干预的理论分析[J]. 世界经济,1998,(5).
- [4]邢毓静. 必然的选择——全球化条件下外汇市场干预与货币政策[J]. 国际贸易,1999,(7).

Problems and Suggestion for Improving to the Exchange Sterilization Operation of China's Central Bank

HE Yan

(Economics School Huazhong University of Science and Technology, Hubei Wuhan, China, 430074)

Abstract: Due to the successive double favorable balance of both the current account and the capital account in Payment of Balance, the Official Foreign Reserve grows very quickly. Now, China has become the second largest exchange-holding country, next only to Japan. At the same time, exchange share in the base currency resulted from huge exchange reserves has posed pressure on the monetary policy of the central bank. So the central bank took sterilization operation to keep the basic stability of RMB's exchange rate and money value. But the adverse effect of the sterilization operation has become more and more apparent, which calls for instant reform and adjustment. This article analyses the background and effect of the exchange sterilization operation, refers to the experience of other countries, and comes up with approaches to current problems.

Key words: exchange sterilization; exchange share; sterilization operation