

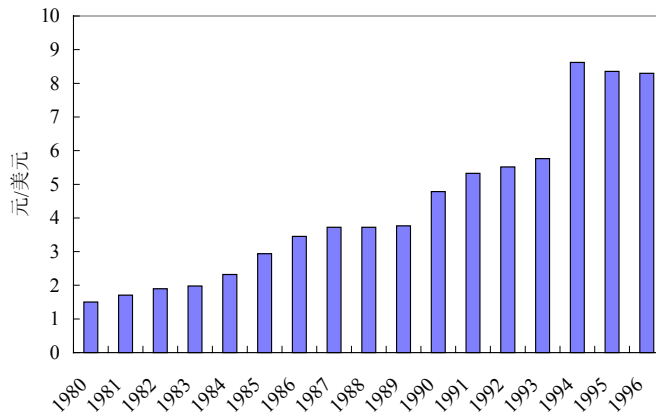
人民币汇率的决定因素及走势分析

易纲 范敏

摘要：本文通过对购买力平价，利率平价，国际收支，中央银行货币政策的分析，得出如下结论：第一，用购买力平价分析发展中国家时要做修正。发展中国家经济起飞时期可能有较高的通胀率而其汇率并不按比例贬值。因为在经济起飞的一段时间里，发展中国家的非贸易品（住房，服务）的涨价幅度远高于贸易品的涨幅。第二，发展中国家在经济起飞时期可贸易品生产力的提高速度一般高于发达国家。这也是人民币未来可能趋强的一个重要因素。第三，利率平价对人民币走势的解释和预测能力会越来越强。第四，中国应考虑在贸易项下基本平衡，在经常账户下有赤字，在资本项下有盈余的格局来保持外汇供求平衡和汇率的稳定。第五，靠减少再贷款对冲中央银行买汇放出基础货币的余地已变得越小。可选择政策工具有：（1）用鼓励投资或放宽进口限制的方法适当增加进口；（2）考虑采取用部分自愿结汇的办法使一部分外汇分流在民间；（3）逐步使利率市场化，以减少由套利活动带来的不确定性；（4）考虑逐步开放资本账户，稳步走向人民币全面可兑换。

1994 年汇率并轨后，中国实行了单一的有管理的浮动汇率体系，从而基本上消除了外汇黑市。官方汇率由中国人民银行制定和管理，官方汇率基本上等于在给定外贸和汇率政策下的市场均衡汇率。图 1 给出了 1980—1996 年人民币官方汇率。

图1: 人民币汇率, 1980-1996 (年平均值)



从总体来看，94 年以来的外汇供给大于外汇需求。为稳定汇率，在 1994—1996 三年期间，我国中央银行平均每天净买入 1 亿美元。本章以回答下面四个问题为主线来分析人民币汇率的基准及未来走势。（1）1994, 1995, 1996 三年中国的通货膨胀率分别为 21.7%, 14.8%, 6.1%，美国这三年的通胀率平均为 3%左右；为什么人民币对美元汇率在此期间非但不贬反而稳中有升？（2）1994-1996 三年期间，人民币存款利率远高于美元利率；为什么人民币还能升值？（3）中国改革开放期间国际收支对人民币汇率有那些影响？（4）中国的货币政策与汇率政策的关系如何？

本文分五部分：绝对购买力平价，相对购买力平价，利率平价，国际收支，货币政策和

汇率政策。前三部分提供分析人民币汇率走势的基准，后两部分分析外汇市场的供求关系。

一. 绝对购买力平价

购买力平价理论有两种形式：绝对购买力平价和相对购买力平价。绝对购买力平价理论认为：两种货币之间的汇率应该等于两国物价指数之比。代表本国货币交换外国货币的比率——汇率，实际上代表的是用本国购买力交换外国购买力的比率。绝对购买力根据本国货币与外国货币在一篮子可比较商品上所具有的购买力的大小来解释汇率的决定。如果用 E 表示 1 美元合多少元人民币的人民币直接标价汇率， $P_{\$}$ 表示美国的价格水平， P_{RMB} 表示中国的价格水平，绝对购买力可用公式表述为：

$$E = \frac{P_{RMB}}{P_{\$}}$$

用购买力平价估算的结果差距很大。以《经济学家》期刊（1993 年 5 月 13 日）所引用的估算为最高，1 美元合 1.5 元人民币；以目前汇率折算的估算为最低，1 美元合 8.30 元人民币。中国 1995 年的 GDP 为 57733 亿元人民币，如果 1 美元合 1.5 元人民币，那么中国 1995 年的 GDP 就约为 38500 亿美元，人均 3200 美元。这一数字将使中国成为世界上第二大经济（第一为美国）。很显然 1 美元合 1.5 元人民币高估了人民币的实际购买力。

然而，如果我们用汇率将 GDP 从人民币折算成美元，那么中国 1995 年的 GDP 只有 6955 亿美元，人均 580 美元。观察中国的生活水平（比如寿命，食品和服装消费，教育，医疗服务，住房等等），人均 580 美元又显然低估了人民币的实际购买力。最早对中国经济实力进行购买力平价分析的是美国的克拉维斯教授（1981）。他估计 1975 年中国购买力平价为 1 美元等于 0.46 人民币。他估计的 1975 年中国人均国民生产总值为 745 美元。中国学者首先系统研究此问题的是任若恩教授（1994）。任若恩估计 1991 年中国人均国内生产总值为 1680 美元。郭熙保（1997）估计中国 1994 年购买力的几何平均值为 1 美元等于 2.44 人民币；这样算下来我国 1994 年的人均 GDP 为 1590 美元。

请注意，用购买力平价进行中外比较的学者通常是对某一年的数字进行估计。我们不能简单地用这年的估计数字为基期，再用国内生产总值的增长率来外推购买力平价的增长，然后批评前人的估计不合实际。因为购买力的变化与国内生产总值的增长率一般说来是不一致的。

我们以 1993，1994，1995 三年的 100 种商品和劳务的中美价格为样本，粗略估计了人民币与美元之间的购买力平价。这 100 种商品和劳务的价格有三分之二是来自历年的统计资料，包括《美国统计摘要》和《美国消费物价指数报告》《中国生产资料市场统计年鉴》《中国物价及城镇居民家庭收支调查统计年鉴》《中国物价年鉴》，等等。另外的三分之一是本文作者在中国（北京，广州，上海，昆明等地）和美国（主要是中西部地区）的亲自取样。我们之所以要在一个自己不是专家的领域自己估计是因为以下两个原因，一是不同专家的估计相差太远，二是我们需要一个基于常识的估计。

我们估计的结果是 1995 年中美两国货币的购买力平价约为 1 美元合 4.2 元人民币。使得人民币币值远远高于按汇率折算的购买力的主要商品和劳务是中国城市的住房，服务（如保姆，医疗，理发，裁缝，餐饮，修理业），公共交通，高等教育等。对于各种商品和服务因质量不同而打的折扣系数完全是根据本文作者的感觉而定的。如果这一估计是正确的，1995 年中国的 GDP 就为 13750 亿美元，人均 1145 美元。这一估计结果比文献上大多数用购买力平价对中国经济实力的估计要低一些。

如果我们只考虑可贸易商品,把诸如住房,劳务这样的不可贸易商品剔除出去,美元与人民币之间的可贸易品购买力平价的估计值1993年底大约为1:7,1994年底为1:7.3,1995年底为1:7.5。可贸易品购买力平价的估计过程大致如下。中国统计出版社出版的《中国对外经济统计年鉴》把中国和美国之间的贸易进出口分为22类共98章。我们从这98章中选出56种商品,对它们的在中美两国市场上的价格进行加权平均。在取样时,我们考虑了各种商品的重要性(权数)和它们价格的可获得性。必须声明我们的取样和估计是相当随意的,因此是不系统的。

二. 相对购买力平价

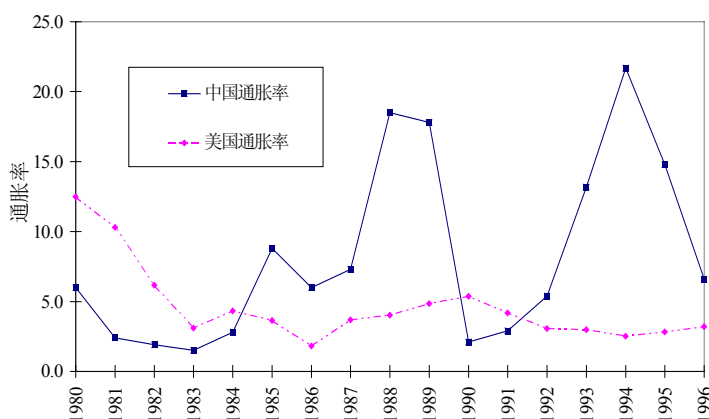
相对购买力平价理论认为,汇率之变化应该等于两国通货膨胀之差。如果用 π_s 和 π_{RMB} 表示美国和中国t期的通货膨胀率, E_t 表示t期汇率,则相对购买力可用公式表示为:

$$\frac{(E_t - E_{t-1})}{E_{t-1}} = \pi_{RMB} - \pi_s$$

相对购买力平价的要旨是,汇率变动是由中美两国之间相对通货膨胀率决定的。如果中国通胀率大于美国通胀率,则人民币应该贬值,反之则人民币应该升值。

中美两国通胀率的变化与汇率变化之间的关系显然不符合相对购买力平价理论(图2)。在80—84年,90—91年间美国的通胀率高于中国的通胀率,其余年份中国的通胀率高于美国。当中美两国通胀率之差为负时,人民币汇率并没有如相对购买力理论所言而下降(币值上升),反而上升(币值下降),如81—84年,90—91年(见图1)。在人民币升值的年份,中美两国的通胀率差却为正,如95年和96年。美国1994—1996年平均通货膨胀率大约为3.0%,而中国这三年的平均通胀率为14.3%,比美国高出11%。给定其它条件不变,相对购买力理论预测1994—1996年人民币应该每年贬值11%。实际上这三年中人民币名义汇率是在不断升值的。可以说,在80—96这十七年间,购买力平价理论基本上不能解释人民币汇率的变动。如果将时滞考虑进去结果也是一样:用中美两国通货膨胀率之差基本不能解释人民币与美元的汇率变化。

图2: 中美通胀率比较, 1980—1996



在使用其它国家数据对相对购买力进行实证分析时,发现了同样的问题——购买力平价对汇率变动的解释能力较差。究其原因有以下几点:一、汇率反映的是两国间可贸易商品价格水平的比率,而不是全部商品,所以用通货膨胀率差来解释汇率变动,其解释能力一定会

大打折扣。二、名义汇率变动不仅仅与价格水平的变动有关，还与货币政策、汇率政策以及资本流动等因素有关。三、在转轨经济中，体制变化的影响远大与经济变量的影响。

购买力平价理论描述了在理想状态下（类似于物理学中讲的真空状态）汇率与两国物价的绝对水平和通胀率之间的关系。虽然现实与理想状态相去甚远，但是购买力平价的预测力仍在，汇率向购买力平价回归的力量仍在起作用。中国在 1994—1996 年期间较高的通胀率与人民币升值并存从表面上看是违反了相对购买力平价理论，其实不然。由于 1994 年初并轨汇率低估了人民币币值，所以汇率向购买力平价回归是非常自然的。当然还有其他使人民币趋强的因素，比如我国近年来在国际收支上经常账户和资本账户双顺差（1994—1996），这些因素将在本文最后两节中讨论。

从购买力平价的角度看，有三个因素使人民币趋强。第一，在 1994 年初汇率并轨时，人民币的价值有些被低估。给定当时的不确定性和中国长期外汇短缺的历史，应当说并轨汇率略低于人民币价值接近当时的最佳选择。况且这种低估是事后才能确定的。由于人民币被低估，其汇率向购买力平价回归的升值力量大于由通货膨胀率高产生的贬值压力，这就部分解释了人民币在 1994—1996 年非但不贬，反而稳中有升的现象。我们认为在未来三至五年期间，人民币对美元汇率的最佳轨迹是名义汇率保持稳定。此间，中国的通胀率将略高于美国，所以人民币实际汇率将缓慢升值（名义汇率保持不变），人民币的实际汇率将在两年内趋近于可贸易商品的真实购买力平价。到那时，人民币币值的低估将消失掉，不再存在来自币值被低估的升值压力。

第二，用相对购买力平价分析发展中国家时要做修正。发展中国家经济起飞时期可能有较高的通胀率而其汇率并不按比例贬值。因为在经济起飞的一段时间里，发展中国家的非贸易品（住房，服务）的涨价幅度远高于贸易品的涨幅。这意味着，即使在人民币币值完全收敛于购买力平价以后，人民币也不会按中美两国通货膨胀率之差的百分比贬值。中国仍可在通货膨胀率略高于美国的情况下，保持人民币与美元的名义汇率基本不变。自 1994 年以来，国内较高的通胀率有一大块是非贸易品涨价所致，也就是说中国非贸易品涨价幅度大于美国，在中国的通货膨胀中占很大比重。所以，人民币在贸易品上的实际购买力的下降幅度远小于我国国内的通胀率。

第三，发展中国家在经济起飞时期可贸易品生产力的提高速度一般高于发达国家。林毅夫等（1994）指出发展中国家在经济起飞时期多采用被市场已经证明的成熟技术，因此风险小。而发达国家承担着开发新技术的高风险任务。日本研究开发高清晰度电视的经历就是一例。日本政府大力支持高清晰度电视的研发，并在模拟技术上远远领先于美国。就在日本高清晰度电视模拟技术成熟的同时，美国宣布美国高清晰度电视将采用数字技术为标准，日本因此蒙受巨大经济损失。中国在未来十年从总体上还到不了技术开发的前沿，中国可贸易品生产力的提高速度会高于发达国家，这也是人民币未来可能趋强的一个重要因素。日本，韩国，台湾的经历都证实了这点。

综上所述，适合发展中国家（中国）的相对购买力平价理论应该为，汇率变化之百分比应该等于两国通货膨胀率之差，减去通货膨胀率的非贸易品调整系数，再减去生产力提高调整系数。相对购买力平价可表示为：

$$\frac{(E_t - E_{t-1})}{E_{t-1}} = \pi_{RMB} - \pi_s - \alpha - \beta$$

其中 π_s 和 π_{RMB} 表示美国和中国 t 期的通货膨胀率， E_t 表示 t 期汇率， α 表示中国通货膨胀中非贸易品涨价幅度高于美国的部分， β 表示中国可贸易品生产力提高速度快于美国的部分。举个例子，在未来十年里，如果中国的平均通胀率为 6%，美国的平均通胀率为

3%，假定中国通货膨胀中非贸易品涨价幅度高于美国的部分为（ $\alpha = 2\%$ ），中国可贸易品的生产力提高速度快于美国的部分为（ $\beta = 1\%$ ），则人民币对美元名义汇率可以保持不变，即汇率变化的百分比等于（ $6\% - 3\% - 2\% - 1\% = 0$ ）。在这种假定条件下，如果中国的通货膨胀率低于 6%，人民币将面临升值的压力；如果中国的通货膨胀率高于 6%，人民币将面临贬值的压力。

三. 利率平价

利率平价理论指出，任意两种货币存款的预期收益率应相同。也就是说，两种不同货币存款的利差应等同于市场预期的汇率变动的百分比。利率平价可表示为

$$\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = R_{RMB} - R_S$$

其中 E_{t+1}^e 表示对下一期汇率的预期， E_t 表示 t 期汇率（即直接标价汇率：1 美元合多少元人民币）， R_S 表示 t 期美元存款利率， R_{RMB} 为 t 期人民币存款利率。许多国家的实证研究表明，利率平价是解释、预测利率与汇率之间关系的优秀模型，它能够较好地解释发达国家间汇率变化的规律，与许多国家的实际数字吻合得相当好。

图3: 中美两国利率比较(%)

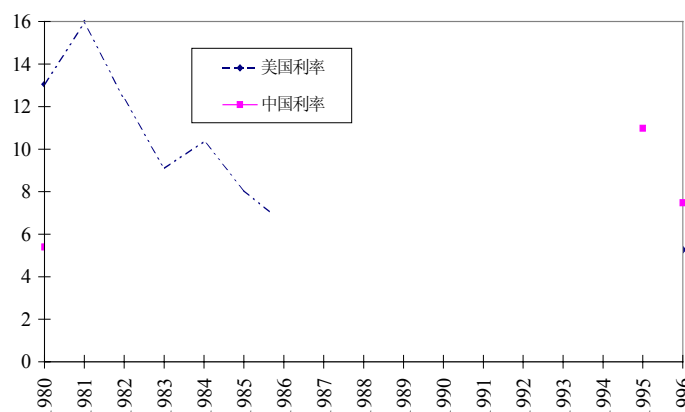


图 3 画出了 1980—1996 年中美两国一年期存款的利率。1986 年以前， $R_S > R_{RMB}$ ，根据利率平价，这预示着人民币应该升值，但实际上人民币却贬值了（见图 1）。1987—1993 年， $R_S < R_{RMB}$ ，人民币应该贬值，人民币在此期间的确在贬值，与利率平价的预测相符。1994—1996 年， $R_S < R_{RMB}$ ，且两者的差距加大，利率平价理论预示了人民币更大幅度的贬值，但人民币名义汇率 1994 年升值了 1.3%，1995 年升值了 3%，1996 年继续保持着稳中有升的势头，与利率平价的预测正好相反。

利率平价成立的前提条件是均衡的市场利率加货币的完全可兑换。假定这两个前提条件得到满足，在考虑了利息收益和汇率变动的收益后，两种货币存款的实际回报率应该相同。但是我们知道这两个前提条件在中国均不成立，因此利率平价在中国的解释能力不强也就不言而喻了。

1980—1985 年美国的利率比中国高，按利率平价这意味着公众预期人民币将升值，但此时利率平价对中国基本不起作用。美国的利率高是因为当时美联储主席保罗·沃克采取坚

决治理通货膨胀的紧缩措施，大幅度提高利率。而中国当时正处于改革初期，基本是由国家制定利率政策。当时中国的利率超稳定地维持在很低的水平上，既不能作为调节经济的杠杆，也不反映当时的资金价格。所以这段时期解释利率之差的主要原因是体制的差别，而不是利率平价所强调的预期。

同时我们亦应清楚地看到，虽然中国尚不具备利率平价要求的两个前提，但利率对汇率的决定影响却无时无刻不在起作用。只要两国利差大于套利的交易成本，套利的动机就一定存在。尽管我们目前有一套较严格的外汇管理制度，套利行为还是时有发生。

随着我国市场化进程的发展，利率平价的作用会不断加强。因为，第一，中国的经济正在与世界经济融为一体，中国已经在 1996 年 12 月实现了经常项下人民币可兑换。随着中国向人民币完全可兑换和资本自由流动的方向不断迈进，利率平价的解释和预测能力会越来越强。第二，中国利率政策的制定也越来越多地考虑市场因素。利率的市场化是必然趋势。将来中国的利率政策和汇率政策受国际经济的影响会越来越大。

中国在走向社会主义市场经济。货币政策，汇率政策，贸易政策，国内目标，国际目标都整合在一起。在包括货币供给，利率政策，货币市场，资本市场，汇率，通货膨胀率，贸易政策，经常账户与资本账户管理等变量的政策体系中，牵一发动全身。想用计划手段控制其中几个变量，而其他变量放开由市场决定的做法变得越来越困难了。利率平价是客观经济规律，汇率变动应该等于两国利率之差加一个摩擦系数：

$$\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = R_{RMB} - R_s + \lambda$$

其中 λ 是由于体制等原因产生的摩擦系数。随着人民币向可兑换货币的方向迈进，摩擦系数 λ 的绝对值应该越来越小，利率平价的预测力会越来越强。

以上我们用购买力平价和利率平价理论为人民币汇率的决定确定了基准。在这一基础上，人民币汇率还会受到两个基本力量的影响：市场力量和中央银行的作用。外汇市场的供求可通过国际收支账户来分析，中央银行的作用则可通过近年的官方储备和货币政策来讨论。下面我们的任务是从国际收支和货币政策两方面讨论人民币汇率的走势。

四. 国际收支

外汇的供给与需求决定了汇率的水平。国际收支平衡表系统地汇总了各年的贸易，资本变动和官方储备的变动。表 1 给出了中国 1983—1996 年国际收支账户的部分内容。

国际收支平衡表主要包括三部分：第一部分是经常账户，主要包括商品贸易账户，利息和利润以及劳务支付。第二部分是资本账户，记录所有的资本流动。第三部分是官方储备，包括中央银行持有的外国资产。现在央行的储备主要是外国金融资产，特别是美元和美国政府债券。

如果官方储备保持不变，那么经常账户余额加上资本账户余额应为零。具体说来，如果存在经常项赤字，官方储备不变，那么资本项一定会盈余。如果经常账户加上资本账户不为零，那么官方储备会发生变动。因此，经常账户，资本账户和官方储备这三项的变动余额相加之和在理论上应等于零。如果这三者加总不为零，其差额即成为国际收支平衡表上的“误差和遗漏”项。

进出口贸易是经常项的主要部分。中国在 1979—1996 年这十八年中贸易收支大体平衡。某些年份存在贸易赤字（1979—1980，1984—1989 和 1993），其它年份贸易盈余（很明显

地表现在 1990—1992, 1994—1996)。如果我们将 1979—1997 年上半年贸易余额加总, 总余额为 156 亿美元。大多数发展中国家在经济增长时期通常都有贸易赤字, 而中国是一个例外, 中国这些年来在贸易项下大体平衡, 略有盈余。我们知道, 大量的外国直接投资和贷款是以商品的形式进入的, 进口的生产资料被记为贸易账户下的进口。据估计, 1983—1996 年期间实际使用外资中约有 850 亿是以实物的形式进入的。如果没有这些进口, 中国的贸易盈余会更大。贸易是经常账户的主要部分, 此外, 外债利息, 利润和其它劳务支付也属于经常账户。如表 1 所示, 1983—1996 年间中国经常账户的总余额为正, 平均每年盈余为 11.65 亿美元。特别值得一提的是, 中国在 1990—1992 和 1994—1996 年期间在贸易项和整个经常账户上均有较大的盈余。

表 1 中国国际收支, 1983—1996 单位: 亿美元

年份	净出口	经常项目差额	实际使用外国资本	资本往来项目差额	误差与遗漏	官方外汇储备	官方汇率元/美元	GNP 增长率	通货膨胀率%
1983	8.4	42.4	19.8	-2.26	-3.66	89.0	197.57	11.1	1.5
1984	-12.7	20.3	27.1	-10.03	-9.32	82.2	232.7	15.3	2.8
1985	-14.9	-114.17	46.5	66.87	1.21	26.4	293.67	13.2	8.8
1986	-119.7	-70.34	72.6	59.43	-1.84	20.7	345.28	8.5	6.0
1987	-37.7	3.16	84.4	60.02	-14.66	29.2	372.21	11.5	7.3
1988	-77.5	-38.02	102.3	71.32	-10.94	33.7	372.21	11.3	18.5
1989	-66	-43.17	100.6	37.20	-0.17	55.5	376.59	4.2	17.8
1990	87.4	119.97	102.9	32.56	-31.62	110.9	478.38	4.2	2.1
1991	80.5	132.72	115.5	2.20	5.97	217.1	532.27	9.1	2.9
1992	43.5	64.02	192.0	-2.50	-82.74	194.4	551.49	14.1	5.4
1993	-122.2	-119.01	389.6	234.72	-98.04	212.0	576.19	13.1	13.2
1994	54	76.57	423.1	326.44	-97.74	516.0	861.87	12.6	21.7
1995	167	16.18	481.3	386.74	-178.11	736.0	835.07	9.0	14.8
1996	122.3	72.42	472.0	399.67	-155.58	1050.0	832.05	9.7	6.1
总额	-21.7	163.03	2629.7	662.38	-677.24				
平均数	-1.55	11.65	187.84	118.74	-48.37			10.49	9.21

资料来源: 1. 净出口数据来自《中国统计摘要》, 1997。

2. 经济项目、资本项目和误差与遗漏项数据 83-88 年来自《中国对外经济统计资料》, 89-92 年来自《中国金融年鉴》1993, 93-95 年来自《中国对外经济统计年鉴》1996, 1996 年来自《金融时报》, 1997 年 6 月 27 日。

3. 汇率数据来自《中国金融年鉴》, 1994, 1995, 1996。

再来看资本账户。1994—1996 年, 我国的资本账户顺差分别为 326.4 亿美元, 386.7 亿美元和 399.7 亿美元。中国出现了前所未有的经常账户和资本账户同时顺差的情况, 而资本账户的顺差是主要的。从可得到的数字看, 我们粗略估计 1979—1996 年期间中国实际使用外资 2750 亿美元, 为发展中国家第一。1983—1996 年我国资本账户顺差总额为 1662.4 亿美元, 平均每年 118.7 亿美元。我国国际收支表中误差与遗漏一项通常为负, 可以基本上被解释为资本以某种形式的流出。即使把所有的误差与遗漏都算作资本流出, 资本账户总的说来还是顺差。

经常账户和资本账户均为顺差, 必然导致央行的官方储备急剧增长, 近年来, 我国外汇官方储备增长量分别为 1994 年 304 亿美元, 1995 年 220 亿美元, 1996 年为 314 亿美元。96 年 11 月 12 日, 央行的外汇储备首次突破 1000 亿美元, 1996 年底达 1050 亿美元, 1997 年 6 月底达 1209.41 亿美元。外汇储备增多标志着我国综合国力的增强。

在现行的贸易政策，投资政策和汇率政策下，从国际收支的观点看，外汇市场上美元的供给远远大于需求，人民币存在着巨大的升值压力。为了维持汇率稳定，中国人民银行在过去的三年中平均每天购进 1 亿美元。如果没有央行为稳定汇率在外汇市场上大量购入美元，人民币会更加坚挺。人民币汇率的未来走势如何？下面我们来诸项分析。

贸易项

首先，我们来看经常账户的主要部分贸易项。中国 1994—1996 连续三年贸易顺差，平均每年达 114.4 亿美元。1997 年上半年中国贸易顺差 117.7 亿美元。

中国近年来在贸易上顺差如此之大，超出人们的预料。贸易项未来几年会受哪些因素的影响呢？首先是出口条件恶化的可能性。我们看到的在 1994—1996 年期间我国出口的有效换汇成本的估计从 7.6 元到 8.5 元不等。这些估计大多来自国有出口企业和国有外贸部门。中国有一句俗语“会哭的孩子有奶吃”。出口企业从其自身利益出发，认为人民币贬值有助于扩大出口，因此他们可能会高估换汇成本。1996 年上半年当出口疲软时，来自出口部门要求人民币贬值的呼声就尤其强烈。随着外贸体制的进一步市场化，来外贸部门的出口换汇成本的估计所包含的价格信息量越来越小，可以被看作是利益集团呼声的信号。

第二，无论如何，1994—1996 年期间中国的通货膨胀加上人民币的升值无疑对中国企业的出口竞争能力进行了一次真正的检验。人民币在 1994—1996 年期间实际升值情况如下。1994 年人民币实际升值 20% (21.7%(中国通货膨胀率) - 3% (美国通胀率) +1.3%(人民币名义汇率升值)等于 20%)。1995 年人民币实际升值 14.8%。1996 年人民币实际升值 3%。三年人民币累计升值 38%。让人惊喜是在人民币这样大幅度实际升值的背景下，中国 1994—1996 连续三年贸易顺差，平均每年达 114.4 亿美元。即便是外资企业出口加工贸易比例有所上升，我国出口产品的竞争能力有明显改善是毫无疑问的事实。就这一点可以写一篇硕士论文。

第三，进出口的过渡波动会对中国的贸易产生不良影响。中国近年来贸易受到出口退税，以及外贸、外资政策变化的影响，因而波动较大。1996 年上半年同 1995 年同期相比出口下降了 8.2%，然而下半年的出口态势却很强劲。从而实现了 1996 年总出口 1510.7 亿美元，总进口 1388.4 亿美元，贸易盈余 122.3 亿美元的成绩。1997 年上半年出口的快速增长主要缘于 1996 年同期的基数较小。

第四，国有企业出口下降的趋势值得研究。1996 年前 10 个月，国有企业出口下降了 18%，外资企业出口上升了 33%。1995 年外资企业的总贸易额占中国总贸易额的 39.1%，这一比例到 1996 年上半年上升为 45.9% (李建，1996)。至此，外资企业对外贸易额第一次超过了国有外贸部门，这一趋势仍将继续。1997 年上半年国有企业外贸出口有所好转，出口 456.7 亿美元，比上年增长 25.1%；外资企业出口 329.5 亿美元，比上年增长 26%。(金融时报，1997.7.31) 在非国有企业日益成为主要的出口力量的情况下，中国的出口增长将在可预见的未来呈现出稳定而持续的发展势头。对外资企业成为出口主力之一这一变化对中国国际收支和外汇平衡的影响亟待研究。

第五，未来的进口趋势。中国可能在不久的将来会加入世贸组织。人们期待着在加入世贸组织后，中国会取消大多数进口限制，那么，在今后的三至五年间，中国的进口可能会迅速增长。现在看来，中国很难完全以一个发展中国家的身份加入世贸组织。同时中国亦不太可能以一个发达国家的身份加入世贸组织。最有可能的情况是细致艰苦的诸项谈判。这意味着即便在中国加入世贸组织之后，对于进口限制的消除仍是一个循序渐进的过程。中国显然会朝着世贸组织要求的方向发展，但进口限制只会被逐步取消，而不可能瞬间完成。因此，国内进口急剧上升的可能性很小。毕竟，与大多数发达国家相比，中国在外贸方面还是有相当大的计划控制。无论世贸组织谈判进程如何，中国进口的开放只可能是个渐进的过程。

中国贸易项下的这种大致平衡、略有盈余的局面可能应现有的条件的变化而改变。比如中国加入世贸组织，美国放宽对中国出口高科技产品的限制等都可能改变这种平衡。

经常账户中的其他项

在经常账户下，贸易项是大头。除贸易项以外，还有非贸易项往来和无偿转让两项。非贸易往来中有这样几项值得讨论。一是旅游收入。多年来，我国的旅游收入一直大于支出。1992—1995 四年间旅游收入总和为 247 亿美元，旅游支出总和为 120 亿美元。二是利润收入和支出。1979—1996 年间外资在华直接投资累计 1749 亿美元。按 8% 的收益率算，每年利润为 140 亿美元。利润汇出却呈快速上升趋势，1992 年为 0.22 亿美元，1993 年为 2.30 亿美元，1994 年为 4.00 亿美元，1995 年为 99.53 亿美元。可见，外资投资利润汇出在 1995 年有一个跳跃；在未来几年将会继续保持在较高的水平上。目前我国从海外的利润收入很小，可以忽略不计（1994 和 1995 年大约是每年一百万美元），所以在利润项下中国将有巨额逆差。三是利息收入。由于我国目前是一个净债务国，我国的利息支出大于利息收入。1992—1995 四年期间，我国经常账户下，利息总收入为 32 亿美元，利息总支出为 96 亿美元。经常账户的其他项都相对较小。由此可见，我国经常账户中除贸易项以外其他各项的国际收支状况不容乐观，利润和利息两项的支出大于收入将在未来几年的除贸易项以外的经常账户中占主导地位。利润和利息两项需要有每年大约 150 亿美元的资金净流出。

资本账户

现在我们来讨论资本账户。我国近年实际使用外资增长率如下：1992 年比上年增长 66%，1993 年比上年增长 103%，1994 年比上年增长 9%，1995 年增长 14%，1996 年增长为（-2%）。1997 年上半年全国新批准外资企业 9763 家，合同金额 230 亿美元，均比 1996 年有所下降。但 1997 年上半年实际使用外资 207 亿美元，比上年同期增长 5.35%。

很显然，外资流入中国的速度在减慢。有人认为，外资流入的下降是因为中国取消了对外国投资的一些优惠条件，其中最重要的是 1996 年 4 月 1 日取消了外资企业进口机器设备的税收减免。这一政策变化可以解释 1996 年第一季度外国对华投资合同签订额上升到 450 亿美元，比 1995 年同期增加了 47% 之巨；而 4 月 1 日之后，外国直接投资合同签订额就迅速下降了。

每年的巨额外资流入中有一部分是外债。我国外债余额 1993 年底为 836 亿美元，1994 年底为 928 亿美元，1995 年底为 1066 亿美元，1996 年底为 1162 亿美元，分别比上一年增长 20.6%，11.1%，14.8% 和 9.1%。外债的增长速度在减慢。中国已进入还债高峰。据估计在今后的三到五年，中国平均每年需支付的到期外债还本大约为 150 亿美元。如果每年外债还本的 80% 汇出中国，那么仅这部分就要有 120 亿美元流出中国。这些流出外汇必须靠贸易盈余，或资本流入，或官方储备来支撑。

中国是否能保证未来持续的资本流入？我们的估计是净资本流入不会象 1993—1996 年间那样迅速增长，今后的三五年间外资实际利用可能在每年 450 亿美元的水平上，稳中略有下降。但总量在短期内不会减少得太多，其原因有以下几点：首先，最近的外国投资下降主要是中小项目和劳动密集型产业投资的下降。项目的平均投资额从 1995 年的 202 万美元上升到 1996 年的 323 万美元，上升了 61%。大型跨国公司的直接投资具有滞后性。它们投资于某一项目通常需要更多的时间进行项目评估和可行性分析；同样的，一旦投资形成，也不会轻易放弃。据估计，全球前 500 家大型跨国公司中，已有 200 多家在中国投资。其中许多公司是在过去四年中进入的。因而，我们可以乐观地估计外国投资将在未来可能会趋于稳定。其次，中国已经将基础设施项目向外国投资开放，诸如能源、原材料、高速公路、港口和建

筑业等。所以，外资在基础设施项目上的投资会迅速增长。进入基础设施的外国投资也将成为保持外资净流入的一个重要因素。

以上国际收支分析的政策含义如下：假设存在一个适当的官方储备额，且央行力图使储备相对稳定地保持在这个水平上。这意味着经常账户和资本账户之和应等于零。如果在今后的三年到五年的时间里，中国（1）在贸易项下基本平衡；（2）每年实际使用外资（资本流入）450 亿美元；（3）每年在海外投资为 180 亿美元（资本流出）；（4）每年因还本付息和支付利润要有 270 亿美元流出；（5）官方储备不变；那么中国的国际收支将基本平衡。也就是说，中国应考虑在贸易项下基本平衡，在经常账户下有赤字，在资本项下有盈余来保持市场外汇供求平衡和汇率的稳定。

五. 转轨经济中货币政策与汇率政策的协调

过去的三年中，中国人民银行（央行）的资产结构发生了巨大的变化。1990—1993 年，央行对国有商业银行贷款平均占其资产的 70%，外汇储备只占 15%，另外 15%是中央政府的债务。现在我们从央行资产和负债两方面分别分析一下基础货币构成的变化。1993—1997 年第一季度央行主要资产比例如下：

表 2 中国人民银行主要资产的构成比例（单位：亿元）

	国外净资产	%	对政府债权	%	对银行债权	%
1993.4	1549.5	12.2	1582.7	12.4	9609.5	75.4
1994.4	4451.3	26.8	1687.7	10.2	10451.0	63.0
1995.4	6669.5	33.7	1582.8	8.0	11510.3	58.2
1996.4	9562.2	37.3	1582.8	6.2	14518.4	56.6
1997.1	10138.6	41.2	1582.8	6.1	13628.9	52.6

资料来源：中国人民银行统计季报，1997—2，资产比例由作者计算。

表 3 从央行的负债方看基础货币的构成（单位：亿元）

	基础货币	流通现金	%	对金融机构 构负债	%	非金融机构 存款	%
1993.4	13147.0	6314.2	48.0	5541.1	42.1	1291.7	9.8
1994.4	17217.8	7883.9	45.8	7468.3	43.4	1865.6	10.8
1995.4	20759.8	8574.0	41.3	9672.5	46.6	2513.3	12.1
1996.4	26888.5	9434.8	35.1	14354.9	53.4	3098.8	11.5
1997.1	26811.4	10138.9	37.8	13738.3	51.2	2934.2	10.9

资料来源：同表 2；基础货币=流通现金+对金融机构负债+非金融机构存款。

由表 2 可见，央行主要资产中对银行的贷款（债权）的比例在不断缩小，由 1993 年底的 75%减少到 1997 年第一季度的 52%。央行的国外净资产（主要是外汇储备）在其资产中所占比例不断上升，从 1993 年底的 12%上升到 1997 年第一季度的 41%。中央银行的资产变动为什么如此剧烈？原因就在其外汇操作上。1994—1996 年，中央银行的实际的货币政策目标是抑制通货膨胀和保卫汇率。为了防止人民币升值，央行不断购入美元。

从很大意义上说，央行购入美元是主动的，外汇储备适当增加是中国货币当局的既定方针。1994 年我国实行外汇体制改革，当年外汇储备净增 304 亿美元。央行外汇储备的增加，

意味基础货币从央行流出。1994年由于央行买汇而放出的基础货币为2832亿元人民币。如果我们假定广义货币（M2）的乘数为2.0—2.5，那么大约60%的货币供给的增加都来源于1994年央行外汇储备的增加。1995年和1996年央行又分别购入220亿美元和314亿美元，由此放出基础货币2247亿元和2818亿元。

为了控制通货膨胀，央行通过减少对商业银行的再贷款进行对冲调整。随着外汇占款在央行资产的比例进一步上升，再贷款比重进一步下降，央行实行对冲调整的余地就会越来越小。考虑到央行再贷款的一部分是贷给政策银行的，这部分贷款很难收回。1997年第二季度末给商业银行的贷款只占央行资产的四分之一左右。

从另一方面看，同时，大多观察家认为中国1997官方储备已接近适当水平，如何估计未来外汇的供给和需求，保持汇率稳定是一个重要课题。《中国人民银行法》规定中央银行的目标是保持价格稳定从而促进经济增长。然而价格稳定主要是国内问题，人民币汇率稳定是国际问题，在实际操作中，货币当局通常给予国际问题更高的优先权。过去三年中，央行保持人民币汇率稳定的成功业绩有力地支持了这一点。

人民币汇率基础是中国物价的稳定。较高的通货膨胀将最终导致人民币贬值。这里的问题是：在今后三到五年间中央银行有能力控制通货膨胀吗？观察家们预言中央银行在1997—1999年保持紧缩的货币政策是困难的。原因有以下几点：香港在1997年7月1日回归，党的十五大在1997年秋天召开，第九次全国人民代表大会在1998年召开，澳门在1999年回归。毫无疑问，中国政府将竭尽全力在这段时间保持经济繁荣和社会稳定。这意味着中国人民银行面临着中央政府的支持经济发展的巨大压力。中国人民银行很有可能多发行货币来支持这段时期的经济增长和政府赤字，从而引起通货膨胀。稍加分析，就可看出这种通货膨胀不可避免的假说是不成立的。

首先，从1996年起通货膨胀率大幅下降，只有6.1%，是过去四年中最低的。1997年上半年通货膨胀率已降到2%以下。经过近20年的改革和发展，中国市场结构已从卖方市场基本转变为买方市场。尽管仍存在某些新产品的短缺，但是从经济整体角度来看，过剩的生产能力和快速增加的存货是当前经济的主要特征。特别值得指出的是1992—1994投资高峰所形成的生产能力陆续投产，大大增加了中国的供给能力，并使技术水平有相当的提高。由短缺造成需求拉动型通货膨胀的可能性大为减少。1997年上半年中国国内生产总值增长9.5%，而同期用电量只上升了4.2%。如果这两个数字都没错，它们隐含了令人振奋的消息，中国经济的效率提高了。

第二，中国企业的预算约束在逐渐变硬。国有部门在国内生产总值中所占比重逐年下降，1996年只占大约三分之一。国有部门的预算软约束和投资饥渴症在整个经济中所占比重在缩小。银行体制的改革和1996年8月开始实施的《贷款通则》使国有商业银行的贷款行为日益规范。1996—1997年期间，中国普遍出现银行惜贷的现象，大多数国有商业银行没有用完贷款额度。此间，通货膨胀率下降使实际利率上升是投资疲软的一个原因，同时银行、企业的预算变硬是产生目前惜贷现象的主要原因。

第三，农产品，特别是粮食的价格近期内会比较平稳。中国近年来连获丰收，国家、国有粮食部门和老百姓都有较充足的粮食储备。随着我国农产品价格逐渐与世界价格水平接近，农产品价格的进一步上涨会在很大程度上受到国际市场价格的制约。1996—1997期间，国际市场粮价也呈下降趋势。这些都说明近期内由农产品价格上涨所造成的通货膨胀压力会较小。

第四，中国政府赤字造成通货膨胀的威胁在减少。中国人民银行法禁止央行对政府财政透支，从法律上排除了用印钞票弥补财政赤字的可能性。从长期看，中国政府发国债的潜力

很大。1996年中国的政府债券余额只占GDP的10%，而发达国家的这一比例为40—75%，我国周边的发展中国家的政府债券平均占GDP的30%，比中国高出许多。在美国，进一步增加政府债券被许多经济学家看作是一件“坏”事，因为政府负债已经太高了。然而在中国，无论从建立现代金融市场以满足金融机构需求，还是从央行公开市场操作的需要来看，政府债券的适当增加可能是一件“好”事。但是，也必须看到，在短期内中国政府发行国债受到两大制约。一是目前中国政府开支的债务依存度已经很高；二是中国政府对国债的还本付息占总支出的比重也相当高了。

第五，中国人民银行在用直接手段（比如贷款额度），间接手段（比如利率和公开市场业务）和综合手段调控宏观经济方面也越来越有经验了。虽然对中国未来通货膨胀的预期比较乐观，央行仍面临许多挑战，比如，如何使中国的利率逐渐走上市场化？怎样在转轨经济中协调利率政策和汇率政策？如何在放弃贷款额度管理后，用准备金，再贷款利率，贴现率和公开市场业务对宏观经济进行有效的间接调控？

货币政策分析的含义如下：靠减少再贷款对冲央行买汇放出基础货币的余地已变得越来越小。假定中国货币当局有一个动态最佳外汇储备范围，并且我国现有外汇储备已经接近或者达到这一目标；再假定中国货币当局的目标是维持名义汇率基本稳定；那么可选择政策工具有：（1）用鼓励投资或放宽进口限制的方法适当增加进口；（2）考虑采取用部分自愿结汇的办法使一部分外汇分流在民间；（3）逐步使利率市场化，以减少由套利活动带来的不确定性；（4）考虑逐步开放资本账户，稳步走向人民币全面可兑换。

（本文作者感谢周小川，任若恩，茅于軾，江惠琴，谢多、林毅夫、王大用、谢平、樊纲、王必光、李山等在本文写作过程中给予的建议和帮助。）

参考书目：

- 郭熙保（1997）“中美两国货币购买力与收入水平比较分析”北京大学中国经济研究中心。
- 景学成，王建华（1996），《人民币可兑换性 理论与政策探索》，中国金融出版社，北京
- 李建（1996），《中国外资分析与展望》，《经济预测》1996/48，pp. 9-11
- 林毅夫、蔡坊、李周（1994）《中国的奇迹》，上海人民出版社。
- 《美国统计摘要》，美国统计局。
- 《美国消费物价指数报告》，美国劳动部。
- 任正岩（1997），《正确认识我国的外汇储备问题》，《人民日报》1997/7/24
- 吴晓灵（1997），《我国外汇体制改革的进展》，《金融研究》1997/1
- 《中国金融年鉴》，1990—1996，中国金融出版社，北京。
- 《中国人民银行统计季报》，1997/2，中国人民银行调查统计司，北京。
- 《中国生产资料市场统计年鉴》，国家统计局贸易物资统计司，中国统计出版社。
- 《中国统计年鉴》，1990—1996，中国统计出版社，北京
- 《中国物价及城镇居民家庭收支调查统计年鉴》，国家统计局，中国统计出版社。
- 《中国物价年鉴》，国家统计局，中国统计出版社。
- 《中国对外经济统计年鉴》，国家统计局，中国统计出版社。
- 周小川（1996），《人民币走向经常项目的可兑换》，国际外汇管理局，北京。
- Ren, Ruoen and Chen Kai (1994), “An Expenditure-Based Bilateral Comparison of Gross Domestic Product Between China And The United States”, *Review of Income and Wealth*, Series 40, Number 4, December 1994.
- Yi, Gang (1994), *Money Banking and Financial Markets in China*, Westview Press, USA.