

外汇占款与对外直接投资

那明(博士), 胡孟婷

【摘要】近年来,伴随着我国巨额外汇储备的存在,我国外汇占款问题越来越突出。外汇占款引发的人民币基础货币投放对我国近些年来的通货膨胀问题影响明显,大大降低了央行货币政策的独立性,因此,急需解决外汇占款问题。本文利用我国1994~2013年的年度数据,量化分析了对外直接投资等因素对外汇占款的影响。研究结果表明,净出口、外商对华投资与外汇占款之间具有正相关关系,我国对外直接投资、人民币实际有效汇率与外汇占款之间具有负相关关系。

【关键词】 外汇占款; 对外直接投资; 基础货币投放量; 外汇储备

【中图分类号】 F830.59

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)18-0072-4

一、引言

目前来看,人民币还不是世界货币,出口企业的外汇在国内无法直接使用,必须将所得外汇卖给指定的商业银行来换取相应的人民币才能在国内流通。而中央银行又得以等额人民币将商业银行汇集的大量外汇买进来,由此引起市场上基础货币的不断上升,从而形成了外汇占款。外汇占款一直被市场上的各大投资者当作判断市场流动性好与坏的一个重要指标。而改革开放为我国的发展迎来了更多的机会,加入WTO则使我国逐渐融入世界市场。近些年来,国际贸易的飞速发展使得我国经常项目与资本项目长期处于双顺差状态,再加上我国多年来实行的强制结售汇制度,使得我国外汇储备逐年上升。巨额的外汇储备导致外汇占款不断增长,由此为我国经济带来了更多的问题与挑战。外汇占款的大量上升会使我国基础货币供应量随之上升,进而导致国内物价上涨,造成一定的通胀压力。

基于以上问题,如何有效缩减外汇占款的规模以及合理处置外汇占款成为当务之急。近些年,我国政府鼓励企业走出去,鼓励对外直接投资。那么我国的对外直接投资与外汇占款有无重要联系?我国的对外直接投资能否有效缓解外汇占款对我国经济造成的通胀压力?基于以上问题,本文将实证分析对外直接投资与外汇占款之间是否具有长期稳定的关系,进而分析对外直接投资是否对外汇占款引起的通胀压力有缓解作用。

二、相关文献综述

1. 外汇占款的成因。一般来说,当出口公司将所得外汇卖给商业银行以换取相对应的人民币时,就形成了外汇占

款。而央行以等量人民币从商业银行处购买这些外汇时,就产生了国家的外汇储备。现有文献中专门分析外汇占款成因的很少,故此处引用部分有关外汇储备成因的文献。由曦(2013)指出,国内企业会基于实体经济的需要,根据境内外利差、汇差等市场环境的变化来随时调整企业的财务运行,称之为“钟摆效应”,而外汇占款的增加与“钟摆效应”有关。不仅如此,外汇占款与国际资本流动以及资产摆布也有很大关系。薛启芳等(2015)认为,我国不合理的国际储备资产结构、不合理的外汇储备币种结构以及国际金融体系存在缺陷是造成我国外汇储备居高不下的重要因素。

王臻(2015)更加深入细致地探求了我国外汇储备快速上升的直接与深层次原因。他认为,我国外汇储备的高速增长与经常项目和资本项目的双顺差密不可分。原因有以下几点:首先,在改革初期,外债规模的扩大使得国家必须增加外汇储备以保证足够的国际清偿能力;其次,我国自1994年起实施的强制结售汇制度使出口商的所有外汇均被中央银行揽去,由此也导致国家外汇储备增加;再次,美元汇率的长期低迷以及国际游资进入国内金融市场,造成我国外汇储备在名义上不断增长;最后,我国在开放初期以及加入世贸组织后,为了吸引外资制定了一系列的宏观优惠经济政策,这也成为外汇储备不断增长的一大因素。

2. 外汇占款对国内经济的影响。李海海等(2006)认为,外汇占款的增加会造成物价水平上升,而央行为缓解外汇占款所采取的一些冲销政策扭曲了货币投放渠道,使得货币市场失衡,通货膨胀更加严重。黄为等(2007)认为,基于外汇占款条件下的基础货币投放会造成货币市场上流动性过剩,降

【基金项目】 国家自然科学基金项目“估值效应渠道对中国外部财富的调整研究”(项目编号:JZ2015GJQN0417)

低货币流通速度,从而产生货币陷阱问题。谈正达(2012)研究了外汇占款对货币供给以及货币政策传导渠道的影响,结果表明造成我国目前货币供给增长速度较快的根本原因在于外汇占款的不断增长,此外,我国当前通过货币以及信贷渠道进行货币政策传导,利率渠道相对来说还比较薄弱。陈舒薇等(2009)以2002~2008年的数据为样本,分析了外汇储备与消费者价格指数之间的关系,认为货币冲销政策对于缓解通货膨胀具有重要的作用,政府这只“有形的手”的过多干预会扭曲市场的正常运行,因此,我们应逐步放开政府这只“有形的手”,让“无形的手”发挥其作用。但并不是所有的学者都认为外汇占款对国内价格水平有显著影响。如孔立平(2008)提出在较短时间内,外汇储备对国内价格水平的影响并不是很明显,但是在较长时间内外汇储备的上升会间接对价格水平的上升造成一定压力。

近些年,更多的国内企业将眼光投向海外市场,对外直接投资日益兴盛。但现有文献的研究方向基本上集中在外汇占款的成因以及外汇占款对国内经济的影响这两个方面,而研究外汇占款解决途径的文献较少。本文从外汇占款的解决途径出发,具体分析我国对外直接投资对于缓解外汇占款是否有效以及相应的影响程度。

三、外汇占款对我国物价的影响机制

20世纪70年代,后凯恩斯货币学派正式提出了内生货币供给理论,他们认为货币供应受投资等各种变量的影响而不能完全由国家控制,中央银行需要根据市场的需求状况而做出相应改变。

货币供给是指一定时点上经济中所拥有的所有货币总和,一般随着基础货币和货币乘数的变动而发生相应改变。基础货币通常由流通中现金和银行准备金共同组成,由中央银行供给。货币乘数表示货币供应量变动对引起这种变动的基础货币变动的比率。

因此,一国的货币供给量可以表示为:

$$M=m \times B=m \times C+R$$

其中,M表示货币供给,m表示货币乘数,B表示基础货币,C表示流通中的现金,R表示银行准备金。此式反映出货币供应量与基础货币之间是正相关关系,且货币供应量以超过基础货币多倍的速度迅速增长。上式中, $B=D+F$,D表示与央行的国内信贷相对应的基础货币,F表示与央行的国外净资产额相对应的基础货币,即外汇占款。D和F的变化都会使基础货币B相应改变,造成货币供给总量M数倍的变动。

长期以来,中央银行投放基础货币都是通过再贴现、债券回购、对银行等金融机构再贷款等一系列方式来实现的。但是从我国的实际情况来看,多年的贸易与资本双顺差导致我国存在数以万亿计的外汇储备,而外汇储备与外汇占款的这种正相关关系使得外汇占款也迅速增长。由外汇占款带来的基础货币增加也给我国的经济带来了一定的通胀压力。

四、外汇占款与对外直接投资关系的实证分析

(一)指标选取与数据来源

1. FOFE,外汇占款。按照GDP平减指数进行调整,GDP平减指数从世界银行数据库获得。1994~1998年的数据来源于中国金融年鉴,1999~2014年的数据来源于中国人民银行网站,单位为亿元人民币。

2. IFDI,外商对华投资。本文选取了实际利用外商投资额的数据(数据来源于中国统计年鉴)。按照GDP平减指数进行调整,GDP平减指数从世界银行数据库获得。并按照当年的人民币兑美元的汇率换算成以人民币亿元为单位的数值。

3. ODI,我国对外直接投资。按照GDP平减指数进行调整,数据来源于中国历年对外直接投资统计公报,单位为亿元人民币。

4. NX,净出口额。本文从中国统计年鉴中获得我国历年的出口额和进口额,相减得到我国的净出口额,按照当年的人民币兑美元的汇率换算成以亿元人民币为单位的数值,并按照GDP平减指数进行调整。

5. REER,人民币实际有效汇率。数据来源于国际货币基金组织IFS数据库。

(二)实证检验

本文选取的数据区间为1994~2013年,采用时间序列数据,且所有变量都取对数进行分析。由于计量经济学对时间序列的要求是具有平稳性,也就是说进行计量分析的前提是时间序列必须是平稳的,因此首先对所选取的变量做ADF检验,检验结果如表1所示:

表1 平稳性检验结果

变量	检验形式	ADF统计量	1%临界值	5%临界值	10%临界值	p值	结论
LNFOFE	(c,0,2)	-0.185	-3.920	-3.066	-2.673	0.923	不平稳
LNODI	(c,0,0)	-0.429	-3.857	-3.040	-2.661	0.885	不平稳
LNIFDI	(c,0,0)	0.002	-3.857	-3.040	-2.661	0.948	不平稳
LNNX	(c,0,0)	-0.998	-3.857	-3.040	-2.661	0.730	不平稳
LNREER	(0,0,0)	2.292	-2.700	-1.961	-1.607	0.992	不平稳
DLNFOFE	(c,0,2)	-2.885	-3.920	-3.066	-2.673	0.0691	平稳
DLNODI	(c,0,0)	-5.887	-3.857	-3.040	-2.661	0.000	平稳
DLNFDI	(c,0,0)	-3.943	-3.857	-3.040	-2.661	0.008	平稳
DLNNX	(c,0,0)	-4.539	-3.857	-3.040	-2.661	0.003	平稳
DLNREER	(0,0,0)	-2.364	-2.700	-1.961	-1.607	0.021	平稳

注:检验形式(c,t,k)中,c,t,k分别代表常数项、时间趋势项和滞后阶数。

从表1可以看出,变量LNFOFE、LNODI、LNIFDI、LNNX、LNREER均是一阶单整,原序列于5%显著性水平上都接受了原假设,显示出是不平稳的,但在一阶差分以后我们所选取的五个变量都达到了平稳的要求。

本文借鉴赤池信息准则(AIC)和施瓦茨准则(SC)选择滞后阶数p值,AIC和SC最小值对应的p值均为2,故选取VAR模型滞后阶数p=2.本文关注的是外汇占款(FOFE)的变动,所以应当以FOFE为因变量构建的模型.经检验模型的R²为0.995292,F值为147.9973,AIC和SC的值分别为-1.100476和-0.556360,模型拟合度较好且稳定.得到VAR模型变量系数如表2:

	LNFOFE	LNIFDI	LNODI	LNNX	LNREER
LNFOFE(-1)	1.481716	0.363305	0.747169	3.036551	-0.047599
LNFOFE(-2)	-0.167111	-0.026106	2.404642	-0.85794	0.147324
LNIFDI(-1)	-0.044563	-0.067293	-0.860283	-4.349327	-0.225079
LNIFDI(-2)	-0.729607	-0.546012	-1.793113	-0.696924	-0.019051
LNODI(-1)	-0.048426	0.037730	-0.596053	-0.116473	-0.010806
LNODI(-2)	0.046784	0.086556	0.087701	0.040456	0.024172
LNNX(-1)	-0.146498	-0.131358	-0.467514	-0.05235	-0.030309
LNNX(-2)	-0.047733	-0.01789	-0.315528	-0.165137	-0.017692
LNREER(-1)	0.342559	0.743556	9.646981	7.948869	1.450647
LNREER(-2)	-0.746047	-0.525021	-12.17677	-6.961352	-0.780512
C	4.636108	5.698403	6.559848	10.92488	2.266757

VAR模型的估计式为:

$$\begin{aligned} \text{LNFOFE}_t = & 1.481716\text{LNFOFE}_{t-1} - 0.167111\text{LNFOFE}_{t-2} \\ & - 0.044563\text{LNIFDI}_{t-1} - 0.729607\text{LNIFDI}_{t-2} - 0.048426\text{LNODI}_{t-1} \\ & + 0.046784\text{LNODI}_{t-2} - 0.146498\text{LNNX}_{t-1} - 0.047733\text{LNNX}_{t-2} \\ & + 0.342559\text{LNREER}_{t-1} - 0.746047\text{LNREER}_{t-2} + 4.636108 \end{aligned}$$

图1中的点表示AR特征根的倒数的模,如果所有AR特征根的倒数都小于1,即所有的点都在单位圆内,那么向量自回归模型就是稳定的.这意味着我们所选取的变量之间存在一种长期均衡.脉冲响应函数可以进一步对各变量之间的动态影响关系进行检验.

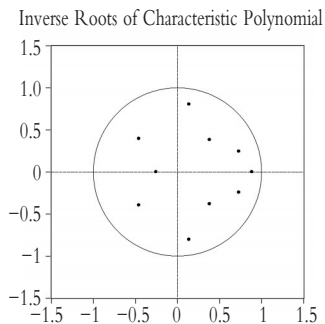


图1 AR根的图

1. 外商直接投资对我国外汇占款的影响.图2中,FOFE对于IFDI的扰动的响应值一开始就是正值,随后缓慢上升,到达第5期后,缓慢下降. IFDI对于FOFE产生正向影响,这符合预期,外商直接投资通常是美元,进入我国换成人民币进行投资,于是形成外汇占款.

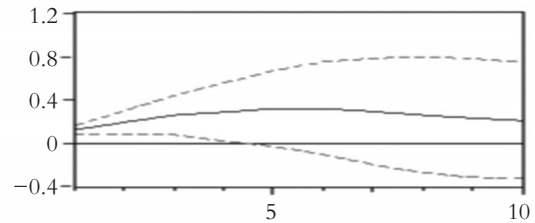


图2 LNFOFE对LNIFDI的脉冲响应

注:实线为脉冲响应函数,虚线是正负两倍标准差的偏离带,下同.

2. 净出口额对我国外汇占款的影响.我国出口商品常常以美元结算,出口企业将美元卖给商业银行,转换成人民币,形成外汇占款.我国进口商品时,进口企业从商业银行购买美元,可能会使外汇占款减少,预期净出口额与我国外汇占款之间呈正相关关系.

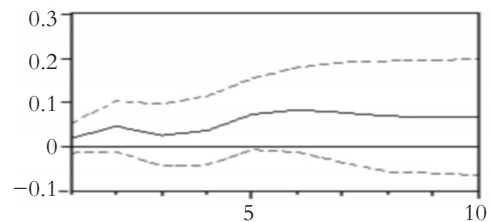


图3 LNFOFE对LNNX的脉冲响应

图3中,FOFE对于LNNX的扰动响应值在一开始就是正值,随后在波动中缓慢提高,到第6期升到峰顶,之后缓慢下降.这符合预期,我国多年来呈现出贸易顺差的状态,即出口贸易额大于进口贸易额.于是,外币流入我国,转换成人民币,由此就形成了外汇占款.

3. 汇率对我国外汇占款的影响.由于REER值变大表示升值,人民币一旦升值,在国际市场上的价格就相对提高,国际上的产品购买减少,不利于企业出口;但人民币升值表示人民币的购买力上升,对于企业进口是有利的.因此,预期人民币实际有效汇率变动和我国外汇占款呈现负相关关系.

图4中,FOFE对于REER的扰动先缓慢变为负值,第5期时达到最小值,之后缓慢上升,趋向于零,这符合预期,人民币实际有效汇率变大即表示人民币升值,此时不利于企业出口,相应地外汇占款就会减少.

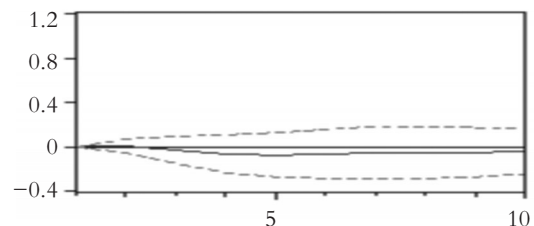


图4 LNFOFE对LNREER的脉冲响应

4. 对外直接投资对外汇占款的影响.图5中,ODI对FOFE的冲击先缓慢上升,在第一期达到峰值,之后迅速下降,成为负值,且一直在零值以下小幅度波动,最后趋向于

零。结论符合预期,在国家政策的鼓励下,越来越多的企业更加积极地进行对外直接投资,投资额的不断增加让外汇占款逐渐减少。可以看出,我国企业对外直接投资额的增加对于控制外汇占款的规模具有积极的作用。

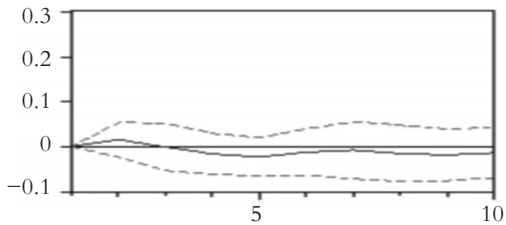


图5 LNFOFE对LNODI的脉冲响应

表3是LNFOFE方差分解的结果。可以看出,方差分解的标准差较小,说明该模型是稳定的。外汇占款的预测方差受到其自身波动影响较大且不断降低,从第2期的96.12%下降到第10期的90.32%。各因素中,净出口对于外汇占款的影响最大,第2期为2.25%,第3~5期大于5%,第6期略有下降,第7~9期约为5%,第10期为4.96%,略低于5%。汇率对外汇占款的影响也较大,第2期为0.09%,随后第10期逐渐上升到3.28%。外商直接投资对外汇占款的影响在第2期为1.36%,之后逐渐下降,直到降至第10期的0.19%。我国对外直接投资对外汇占款的影响在第1期为零,从第2期开始上升,第6期上升到峰值1.27%,之后一直维持在1.25%附近。

表3 LNFOFE的方差分解结果

时期	S.E.	LNFOFE	LNIFDI	LNNX	LNODI	LNREER
1	0.013993	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.025669	96.11628	1.355448	2.246439	0.190626	0.091209
3	0.0308	93.03217	0.801014	5.110464	0.366964	0.689391
4	0.033637	90.78769	0.539546	5.433787	0.956515	2.282459
5	0.034519	90.16345	0.381536	5.127707	1.226127	3.101177
6	0.034878	90.23252	0.297590	4.970383	1.275413	3.224092
7	0.035742	90.32760	0.246454	5.009475	1.244470	3.172003
8	0.036138	90.27929	0.224355	5.045160	1.243594	3.207602
9	0.036308	90.25422	0.211012	5.003947	1.254304	3.276517
10	0.036432	90.31762	0.198136	4.959261	1.245484	3.279501

采用最小二乘法对几个变量进行回归,回归方程为:

$$\begin{aligned} \text{LNFOFE} = & -11.03929 + 3.291926\text{LNIFDI} + 0.492300\text{LNNX} \\ & (-2.554357) \quad (4.316059) \quad (4.157909) \\ & -0.121059\text{LNODI} - 0.238711\text{LNREER} + \mu \\ & (-2.774057) \quad (-1.320112) \\ R^2 = & 0.965445 \quad \text{Adjusted } R^2 = 0.956230 \quad F = 104.7728 \\ \text{DW} = & 1.428090 \end{aligned}$$

括号内数值为对应项的T统计值。

回归方程各项系数的符号均与预期相符合,且拟合优度比较高,说明本文所选择的自变量可以很好地解释因变量。从上式可以看出,外商对华投资每增加1%,外汇占款会增加

329%;我国对外投资每上升1%时,外汇占款就会减少12%;而净出口上升1%时,外汇占款会增加49%;人民币实际有效汇率增加1%,外汇占款减少23.87%。可见,对外直接投资的确实会使我国的外汇占款下降,并进一步缓解国内的通货膨胀压力。

五、研究结论及政策建议

研究得出,增加我国对外直接投资有助于缓解外汇占款给我国带来的通货膨胀压力等问题,有助于提高央行货币政策的独立性,也有助于我国外汇储备实现保值增值,把资金变为支持我国经济转型升级的经济资源,进一步提升资金的配置效率。本文认为可以采取以下措施:

1. 进一步整合优化我国的外部资产结构。要降低外部资产中储备资产的比重,必须改革外汇管理制度,降低外汇储备的比重,尤其是以美元计价的资产的比重,规避美元贬值带来的损失。同时,放松民间资本的限制,提高外部资产中私人对外投资的比重,鼓励民营企业海外并购,深化落实“走出去”战略,提高外部资产中对外直接投资的比重,从而有效降低外汇占款额度。

2. 尽快使人民币走向国际化。虽然目前人民币实力增强,但在世界范围内还不能自由流动,汇率的变动对人民币的影响很大,而人民币国际化将使我们在国际结算中更加便捷,有利于扩大对外直接投资的空间。如果人民币成为世界货币,在国际贸易往来中可以减少外汇的使用,降低结汇的压力,减少外汇占款的投放,进而缓解国内经济的通货膨胀压力。

3. 提高人民币的认可度。应通过扩大人民币在边境贸易结算中的比例,逐步提高人民币的认可度,通过货币互换增加人民币在其他国家外汇储备中的比例。积极进行人民币离岸中心的建设工作,以外汇储备为担保,对外提供人民币贷款。美国、英国等国家的经验说明,一国货币的国际化程度越高,则需要持有的外汇储备量越少。人民币国际化程度的提高,也在很大程度上有利于减少外汇储备,进而减少外汇占款。

4. 进一步加深南南合作。广大发展中国家对于经济技术的提升有着共同的诉求,在全球金融市场慢慢复苏的大背景下,加强南南合作有利于发展中国家的共同进步,并提高自身抵御风险的能力。不仅如此,我国一直注重与发展中国家的友好合作关系,新兴市场国家将是我国的重点投资地区,我们应加强区域间的货币金融投资合作,降低跨国投资的各种风险,实现利益共享,并且通过展开对外投资来降低外汇占款的规模。

主要参考文献:

王臻. 浅析中国外汇储备结构及快速增长的原因[J]. 生产力研究, 2015(2).

作者单位:合肥工业大学经济学院,合肥230601