

Roundtable

破解外储困局 探索战略投资新渠道

今年以来,美国国债收益率和债券价格波动日益明显,而奥巴马政府庞大的经济振兴计划,更是让外界对持有美国国债最多的中国态度产生联想,因为此时,投资于美国国债的巨额中国外储面临着越来越大的挑战。如何在当前的环境之下,实现中国外储储备的保值与增值,成为业界广泛关注的焦点。



陈志武

值得注意的是,近期,高层不断传递出外汇储备考虑用于国内的信号。国家外汇管理局副局长方上浦上周表示,外汇局将积极用外汇储备来支持国家扩大内需、增加进口对外汇资金的需要。这也使得各界对于中国外汇储备用于国内经济的预期进一步升温。上海证券报就有关外汇储备投资、外储如何内用等热点话题采访了耶鲁大学金融学教授陈志武。

陈志武认为,要改变中国外储管理的难题,就必须改变过度依赖出口的经济增长模式,而最根本的就是要改变收入分配格局。他对利用外储对外购买资产、原材料等方式来实现外储投资保值增值的做法予以赞同。他认为,中投公司的运作应该值得肯定。

◎本报记者 石贝贝



“中国应降低所持美国国债比重”

上海证券报:近期,美国国债的收益率和债券价格都出现了明显波动,您认为影响美国国债市场的因素有哪些,对于美国国债的未来走势怎样看?

陈志武:从去年9月中到去年底,美国国债价格上涨很多,这是因为投资者都受金融危机的恐慌影响,要找投资避风港。但是,正如我去年11、12月讲到的,随着美国政府救经济、救金融机构的举措力度加大,美国政府要发行的国债必然要大量增加,会需要多发1.5到2万亿美元国债,这必然意味今后美国

国债价格要下跌、利率要上升。从今年初到现在,美国国债价格总体上在下跌,这种趋势还要持续。

上海证券报:中国作为目前最大的美国国债持有国,如何管理好所持的美国国债投资组合?

陈志武:去年我就主张中国应降低所持美国国债的比重,而增加股权和资源的投资比重,现在来看这种投资组合的调整更有必要。

第一,奥巴马的救市、救经济方案需要发大量的国债,这对现在的美国

国债持有者不利;第二,等这一阶段的金融危机缓和以后,银行以及其他金融机构的放贷与投资肯定要上升,这也是各种经济救助计划的目的所在。到那时,现在美联储以及其他国家的零利率或者准零利率政策会给经济带来通货膨胀压力,这对美国国债的投资者而言很糟糕,这些投资者会出现损失。

第三,最近几个月会是美国股市探底的时期,这意味着许多美国高科技、金融类、销售行业等跨国公司的股权价格很低,投资价值很高,机会

越来越好。

再次,就是石油、天然气以及许多矿产资源的价格都被打得很低,虽然全球经济危机在短期内会继续抑制对这些资源类产品的需求,但以更长远的目光来看,目前正是增持各类资源企业和资源的好时机。

最后,美国的房地产价格已经下跌不少,但在多数州房地产价格还没有见底。虽然奥巴马的举措会减少房价继续下跌的压力,但这一调整的过程还没有结束,所以现在还不是投资美国房地产的时候。

改变收入分配格局

上海证券报:如何从根本上解决我国外汇储备“困局”,即一方面外汇储备不断增长,另一方面海外投资又接连亏损的局面?

陈志武:这可以从几方面看。第一,从长远看,问题的根源在于过度依赖出口的中国模式,而之所以必须高度依赖出口,又是因为中国的资产财富过多地集中在国家手里,过多收入通过征税进入政府手里,使国内民间消费的相对水平不断下降,抑制国内需求的增长。而由政府掌握这么多财富、收入使用权的结果,就是使得中国经济的产能不断膨胀,反过来强化中国经济对出口的依赖度,导致更大的外贸顺差和外汇储备,使外汇储备困局恶化。

所以,从根本上改变这一困局的结构性改革办法在于,改变“国富民穷”的局面,这包括将国有资产股权分给老百姓、降低各类税率。关于国有资产的私有化改革,可以考虑通过成立国民权益基金、将国有资产注入其中、然后把基金的股份均

分给13亿人,或者通过直接送股的方式,这些是我从去年年初就一直提倡的,因为只有这样才能为中国民间消费提供更多不断增长的财产与收入基础,国内消费增长之后,出口顺差就会减少,外汇储备的困局也将得到缓解。

第二,在政府经济救助结构上,中国必须改变目前继续侧重基础设施和大型工业项目、大型行业的做法,因为这些举措的最终结果仍将是继续提高中国的物质生产能力和运输能力,强化产能过剩、对出口过度依赖的困局。最近几个月开始的“家电下乡”、住房按揭贷款利息折扣等措施,在效果上提升了居民对工业产品、房地产的消费需求,而这些刺激消费的举措才应该是经济救助计划的重点。通过这些政策调整来增加国内消费、减少对出口的依赖,这也会缓解外汇储备的压力。

第三,进一步放开个人和家庭购买外汇、到海外投资的空间和机会。很多人会说中国个人的海外投

资理财经验较少,这个观点不错,但是,总得有个开始。而且不同人的经历、偏好和需要都不同,现在对海外投资理财产品的一刀切卡紧,把那些有能力、有需要选择各类海外投资品种的人也限制住了。由此,让那些可以帮助国家分摊外汇储备压力、外汇风险的人也无能为力,结果是国家把所有这些风险都自己承担了,这非常不利。

第四,鼓励更多民营企业走出去投资,通过设立类似非洲发展基金这样的专项基金去鼓励民营企业走出去。以前,有的民企走出去不太成功,但这是能理解的,也该是预料之中的。当年,英国跨国公司、美国跨国公司也都经历了很多挫折,这些学费总是要交的。实际上,最近几年,不管从哪方面看,中国企业对海外市场、海外投资、海外经济了解和经验积累都非常多,进展非常快,所以,对长远的发展,我是很乐观。互联网以及各种各样的会议正在大大缩小中国企业走出去过程中要交的学费。

最后,中投公司的运作应该得到

肯定。在不到一年半时间里,从无到有,已经建立了这么好的团队,这非常不容易。没有人愿意看到亏损,但是,我们应该公正客观看中投的投资业绩。他们在次贷危机中成立,开始做的两笔投资从当时看应该是好的选择,那那时候谁又知道几个月之后次贷危机会演变成全方位的金融危机?

做投资决策时,你只能根据当时所能知道的信息做出尽可能好的决策,你难以做出几个月后掌握更多信息时再看也是最好的选择,做投资、做实业的都知道这一点。当然,事后看,中投公司成立的时间确实没法更糟了,一开始就进入上世纪30年代以来最大的一次全球金融危机!

但是,成立中投公司是正确的,总得有个开始,而开始总会很难。从长远看,刚开始碰到一些挫折或许更有利于发展。作为主权基金,他们的运作很难,各个国家都盯着他们,各个国家都给他们很大的政治压力,这确实给决策过程带来难处,也会影响投资业绩。

外储内用障碍:缺乏有效的资金分配机制

刘焯辉认为,把外汇分配给有竞争力的企业可能比利用主权基金投资更具效率



刘焯辉

在金融危机深化之时,“外储内用”一方面是在利用外储为世界经济复苏作贡献,同时也可以缓解外部世界贸易保护主义的势头。中国社科院金融所中国经济评价中心主任刘焯辉认为,要做到外储内用,其最大的障碍在于,政府没有建立资金的有效分配机制,资金到不了真正有潜质的企业手中。

◎本报记者 周鹏峰

危机催生“外储内用”

上海证券报:当前“外储内用”被提出和热议的背景是什么?您认为,中国政府是否会继续购买美国国债?

刘焯辉:金融危机深化以来有一个倾向,就是“去全球化”。

现在各国都在计划刺激经济,各国政府花钱都希望真正转化为国内部门的收入,这就意味着政府转出钱去国内购买商品和服务,如果在境外购买,就等于政府刺激效用的外溢,这为贸易保护主义的抬头找到了堂而皇之的理由,所以现在美国、欧盟等发达国家国内贸易保护主义的倾向越来越严重,美国也通过了购买国货、雇佣美国人等类似的条款。

在这样的背景下,温总理提出外储内用,至少表明在世界贸易规则里,我们是有诚意的,中国要大量的进口,这既解决了国内的问题,同时也表明一个态度:我们中国也是在利用外储为世界经济复苏作贡献,同时也可以缓解外部世界贸易保护主义的势头。

从目前的情况来看,政府会逐步减少购买美国国债的量。与其不断买美债拖住存量价格,保值增值,还不如通过一些间接的方式,包括积极推进人民币国际化进程,对美元形成一定的制衡。

上海证券报:如何“内用”好外汇储备?可否利用部分外汇储备设立投资基金以更好的利用这些外汇资源?

刘焯辉:外储内用主要是利用外汇储备助推中国经济转型与产业结构调整。因为外储内用就是通过对外投资,或者购买境外商品和服务来改善中国经济发展的瓶颈,不可能通过建立所谓平准基金等方式来做,如果这样用就相当于增发货币。

最近国有企业纷纷出手,比如中铝收购力拓,还有跟俄罗斯签订了250亿美元保证3亿吨原油供给的合作等,这肯定是一个方向,因为中国经济受到两大约束,一是市场约束,一是资源约束,这两大约束应该得到缓解。另外还有一个更重要的方向是,中国经济的转型包括很多层次,其中一个层次就是中国企业的转型,中国企业现在在全球产业链中处于产业的末端,所以中国企业未来转型的一个重要方向就是向产业链的两端延伸,向上要做原材料采购、研发的平台,向下要做物流、零售、品牌、商誉服务,提高附加值,这都是中国产业的短板,且很严重。外汇储备不应该仅仅是从外储的利用和保值增值来考虑,在从战略用途上应该更高一些。

外储内用的三种可能渠道

上海证券报:温家宝总理近期也提出,可以考虑拿出部分外汇储备来用作刺激国内经济。您觉得是否具可行性?具体应如何操作?

陈志武:从技术上讲,因为有些外汇不能拿到国内买卖东西,所以,外汇储备被直接用来刺激国内经济的途径受到的限制较多。这些外汇储备已经被用来发行过不同形式但等值的人民币流动性,所以,如果国家为了刺激国内经济而把这些外汇再用来换一次人民币,那等于变相转移老百姓手中的财富,让他们手中的人民币财富实际贬值,这反而会降低老百姓的消费需求,给国内经济帮倒忙。

剩下的差不多只有三种可能的做法。一种是由国家拿这些外汇去国外买基础设施建筑材料、厂房车间设备、能源和其他自然资源等等,用这些直接提供给国家建设项

目,以此减少政府为公家项目融资的必要性,这间接把更多银行贷款、民间储蓄留给民营企业和个人,增加对后者的资金支持。也就是说,如果目前的这4万亿元经济救助开支都来自国内人民币资金,那必然会吸走太多的社会资金,让民企、中小企业融资更加雪上加霜;而如果国家能用一些外汇去进口这些项目的材料、设备需求,会减少这4万亿元经济刺激计划对中小企业的融资挤压。

第二种办法,对于需要进口设备、物资、能源的国内企业特别是中小企业,国家用外汇给它们提供低息贷款,这些企业以后用人民币或者外汇还款。这样,在中小企业融资难的局面下,外汇储备可以按这种不造成人民币贬值的方式在国内流动起来,给中小企业带来资金支持,保障或增加国内就业。我

个人觉得,这是利用外汇储备保就业、增就业、刺激国内经济的最好办法。

第三种办法,把外汇储备分给老百姓,让他们自己去国外买东西,或者去旅游,这是张维迎教授的建议。从还富于民的角度讲,我当然同意,因为这些外汇储备实际上是中国人的劳动、资源、环境、权利被变现的结果。如果要让这种做法刺激国内的经济,尤其是国内消费,就必须允许其他人、企业和银行从老百姓手里购买分下去的外汇,然后让老百姓拿人民币在国内消费。否则,如果老百姓拿到外汇只能在境外购物,短期内,这不会刺激国内经济或保障国内就业。

上海证券报:是否可以上述部分外汇储备用于设置相应的投资基金?在规模、资本金分配、投资产

业方向等问题上,您如何看?

陈志武:关于战略性的、具体产业性的投资,国家开发银行、不同的大型国企以及民企都在相应行业进行选择性的投资,这种布局也正在成形之中,没必要再由国家成立境外产业基金。至于财务性投资方面,中投公司就能够胜任这种工作,他们已经对海外各类专业投资基金,包括私人股权基金、避险基金、公众股权基金、债权基金、资源基金,进行了多方面的分析和尽职调查等等。由于刚才我们讲到的原因,管理层前段时间增加了对中投公司新投资的限制,但是,我觉得,现在应该放开中投公司的手脚,由他们去挑选不同的基金管理公司,将部分投资外给那些有多年经验的基金公司。相比于美国国债市场下跌的前景,从中长期看其他投资品种的回报会更好。

建立有效的外储分配机制

上海证券报:目前外储内用面临怎样的障碍?

刘焯辉:目前外储内用面临的障碍就是政府没有建立资金的有效分配机制,这些资金到不了真正有潜质的企业手中。如果能把这些外汇资源真正交到那些高效、最具创新力的企业手上,支持他们走出去,实施国际化战略,去做产业价值链延伸,中国方能实现扎实的产业转型,才能够创造出吸收大量就业的现代制造业和服务业。

但中国这么大的外汇资产,资产构成中90%都是官方的,民间只占10%,这和发达国家,比如日本完全不一样,日本70-80%都是私人部门、企业或居民所持有,可以自己做决策,只有20%左右即七、八千亿美元是官方储备。最近中铝195亿美元收购力拓的行动,是一个值得称道的积极方向,但我个人觉得如果是一些私人部门去做可能比中铝更有效率。

我国外储内用,目前来看最好就是把外汇真正分配到这些有竞争力的企业手中,让他们去并购,去整合产业链,这种方式可能比现在主权基金的方式更有效率。但在中国目前的体

制下,这些钱惯性是往国有企业、国有部门走。

上海证券报:目前来看,有多大量的外汇储备可以内用?

刘焯辉:中国每年都会产生3、4千亿美元的外汇储备,这是个相当大的数字。但以前已经买了美国国债等证券类资产的储备,大比例腾挪出来的可能性不大。中国持有美国国债6900亿,占境外投资者持有美国国债量的25%,这种结构已经不是一个完全竞争的市场,当一个最大的债权人对于美国政府信心的信心对于美元信用本位的信心都发生了动摇,其影响可想而知。

所以说,存量1.7万亿美元就是长期借给美国人使了,尽管现在美国利率降得很低,中国持有的这些美债肯定也产生了很多的盈余,但盈余也就是账面财富。所以对于存量,最好以一颗平常心去看,现在能腾挪出10%,也就是2000亿美元都很不错了。但新增的3、4千亿美元,就要考虑是继续在原有的资产结构上继续加码,还是像温总理所说的,为我们的建设服务。