

目前我国外汇储备适度规模多少为好

□苑德军



■人物志·苑德军

中国银河证券高级经济学家,教授、经济学博士,本报特约供稿人。

外汇储备适度规模的测定

我国到底应该持有多少外汇储备?换言之,外汇储备的适度规模是多少?这是国内金融理论界争议颇多的一个热点问题。从大体上看,各种看法可以分为两种观点:一种观点认为,我国现有的高额外汇储备有利于增强央行干预汇率的能力,推进汇率改革,维护金融安全,因而未超出合理界限;另一种观点认为,我国现有的外汇储备规模明显偏大,外汇储备增长存在着一定程度的失控现象。不过,即使在认为外汇储备已经过量的观点中,对适度规模的测算上,不同的学者得出的研究结论也迥然有异。有人认为外汇储备的适度规模为3600亿美元,有人则认为7000亿美元较为合适。不同学者对外汇储备适度规模的不同理解是正常的,原因在于他们考虑问题的角度存在着差异。

从理论上讲,一国外汇储备的适度规模是该国外汇储备供求关系的产物,因而确定外汇储备的适度规模,应考虑外汇储备供给和需求两方面的因素。考虑到我国国际收支“双顺差”的持续性所决定的外汇储备供给充裕的情况,在很长一段时间内“双顺差”

将从我国现实情况看,确定适度的外汇储备规模,应考虑进口额、外债规模、汇率干预、外商投资的利润返还、应对国际经济金融风险和突发事件、居民和企业对外投资等诸多因素。当然,在国际地缘政治矛盾加剧、国际政治局势动荡甚至有可能出现战争的情况下,还要考虑政治及军事因素对外汇储备的需求。根据上述外汇储备的需求因素,目前我国外汇储备的适度规模应在6300亿美元左右。

将得以持续,因而在测算时只需考虑外汇储备的需求因素。

按照金融教科书中的传统外汇储备理论,满足3个月的进口额是衡量一国外汇储备适度的重要标准。以这一标准衡量,2005年我国进口额为6601亿美元,只需持有1650亿美元外汇储备即可。其实,3个月的进口额只是一国外汇储备的最低需求量。除进口外,外债规模、汇率干预、应对国际投机资本冲击和突发事件的特殊需要等因素,也构成对外汇的需求。因此,单一的进口额衡量标准,显然有失科学性。从我国现实情况看,确定适度的外汇储备规模,应考虑进口额、外债规模、汇率干预、外商投资的利润返还、应对国际经济金融风险和突发事件、居民和企业对外投资等诸多因素。当然,在国际地缘政治矛盾加剧、国际政治局势动荡甚至有可能出现战争的情况下,还要考虑政治及军事因素对外汇储备的需求。

根据上述外汇储备的需求因素,我们以2005年的相关数据为基础,来确定适度的外汇储备规模数值。首先,看进口额。虽然3个月的进口额是衡量一国外汇储备的一般性标准,但考虑到受外贸政策或其他宏观政策调整、汇率变化以及突发事件的影响,经济主体可能实施加快进口、提前付款等行为。因此,还需另加3个月的进口额方可应付进口的外汇需求。国内研究外汇储备的学者也大多赞成这样做。如按6个月的进口额计算,进口所需外汇为3300亿美元。

其次,看外债规模。从外债结构看,尽管自人民币升值预期加大以来短期外债增长较快,但我国的外债偿

还率、负债率和债务率三大外债警戒指标均低于国际标准安全线。我国外债偿还的压力不大。2005年末我国的外债余额为2810.45亿美元,其中短期外债余额为1561.43亿美元。为了保证对外债有充分的偿还能力,即使对短期外债有100%的外汇储备而对长期外债不予考虑的话(在确定外汇储备合理数量时不考虑长期外债,似也是一种国际惯例),那么,也只需1560亿美元。

再次,看汇率干预和外商直接投资利润返还。随着汇率制度改革的深入,人民币汇率弹性将逐步加大。不过,由于我国实行的是以市场供求为基础的、有管理的汇率制度,因而汇率的波动幅度终究是有限度的。这决定了我国用于干预汇率的外汇也不需要保持很大的规模,大约400亿美元左右即可。到2005年底,我国实际利用外资达到6200亿美元,外商直接投资的平均利润率如按10%计算,外商投资利润返还还需用汇620亿美元。

最后,看居民、企业对外投资和满足特殊需要的外汇需求。居民用汇主要体现在出境留学、旅游、探亲等方面。随着出境制度的松动、“黄金周”长假效应的放大以及境外旅游目的地国家的增多,特别是国家外管局六项外汇新政措施出台后对个人用汇额度的放宽,居民用汇需求明显增加。参照历史数据并考虑到这些新的因素,估计有350亿美元大体上可满足居民用汇。企业对外投资也是不断增长的趋势,估计要70亿美元左右。

至于应付国际政治、经济风险和突发事件等特殊需要的外汇需求数量,和一定时期的国际政治、经济形势及发展动向密切相关,带有

较大的不确定性。从现实的国际政治、经济格局看,尽管局部范围内的地区冲突不断,但由于我国实行和平崛起的发展战略和独立自主的和平外交政策,我们面临着一个比较有利的国际政治环境。从世界经济运行的现状看,一段时间内仍将保持较好的发展势头,不大可能出现严重的国际经济和金融危机。因此,这种满足特殊需要的外汇储备估计在400亿美元左右即可。

综合以上各种因素,目前我国外汇储备的适度规模应在6300亿美元左右。

由于影响外汇储备的因素众多且这些因素在经常性地发生变化,故而要确定一个合适的外汇储备规模,实际上是很困难的。即使把全部需求因素都考虑在内,但对每一因素影响外汇需求的程度做出不同的评价,也会得出不同的适度规模数值。我们上面的测算,也是一种粗线条的测算。外汇储备适度规模是一个动态概念而不是静态概念,其要随各种影响因素的变化而变化。社会经济生活中不存在一个“放之长久而皆准”的合意外汇储备量。同时,外汇储备适度规模还是一个区间概念。所谓区间概念,是指适度规模不是一个固定的数值,而是一个有一定弹性的区间。仅以前面计算出的6300亿为例,如果我们肯定该数值是适度规模,那是否意味着6280亿和6320亿就不适度了?回答显然是否定的。在一个可容许区间内的众多数值,都可以视为外汇储备的适度规模。

综合上面的分析,得出这样的结论是顺理成章的:我国现有的外汇储备数量,已经大大超过外汇储备的适度规模。

外汇储备激增五大负面影响

外汇储备是一个关系到我国经济内外平衡的一个重要的宏观金融变量指标。只有在很好地协调经济内外平衡基础上的外汇储备增长,才是合理的、有积极意义的增长,值得追求的增长。实现了这种增长,反过来又会进一步促进经济运行与经济增长的内外协调与均衡,使经济发展进入一种较为理想的状态。我国外汇储备的高增长,并非在很好地协调经济内外平衡基础上的良性增长。外汇储备激增,已经带来了多方面的负面影响,择其要者,大体有以下五方面:

第一, 加大了央行的对冲外操作成本, 削弱了央行货币政策的独立性和货币政策调控的有效性。

在现行的强制结售汇制度下,外汇统一由央行购买,而外汇储备增加导致央行的外汇占款增加,基础货币投放规模亦相应扩大。由于基础货币投放会导致货币供应量的多倍扩张,因而央行为了有效控制货币供应量,缓解基础货币大量投放形成的通货膨胀压力,要采取经常性的“对冲”操作措施,从商业银行回笼资金以减少商业银行的流动性。近年来,由于外汇储备迅速增加,基于外汇占款的基础货币投放已经成为央行基础货币投放的主要渠道。2005年,基于外汇占款投放的基础货币大致占基础货币总量的90%左右,央行用于“对冲”操作发行的票据总量也高达27700亿元之巨。如按一年期央行票据利率1.9%的水平计算,央行每年为“对

冲”操作要支付一笔不菲的成本。

此外,这种旨在弱化基础货币大量投放的负面影响的“对冲”操作还带有很大的被动性,限制了央行货币政策调控的空间和主动程度,也影响了央行的政策调控效果。面对巨额的货币投放,央行的“对冲”操作常常显得力不从心,而且也不可能通过“对冲”完全释放基础货币投放的压力。同时,“对冲”规模激增会导致市场利率上升,在人民币存在很强的升值预期下,外汇会大量流入,从而又抵消了“对冲”的政策效果。同样道理,外汇储备激增导致的人民币很强的升值预期,也限制了利率调控手段的作用空间。所以,“对冲”只能说在一定程度有效,但不应该作为日常政策工具而无限期、无休止地使用。

第二, 导致经济增长的动力结构不均, 不利于实现经济增长向内需主导型模式的转变。

我国高额外汇储备的形成,并非经济发展阶段和经济发展水平所使然,而是政府鼓励出口、鼓励招商引资等政策因素和人民币升值预期因素在起主要作用。必须指出,我国外汇储备激增,是在国内居民需求不振、消费对经济增长的拉动作用明显不足的经济背景下实现的,也是我国通过大量出口资源类初级产品,付出了高昂的资源和环境代价换来的。继续依靠这种低层次的出口产品结构和粗放型的“以量取胜”的贸易增长方式来保持经常项目顺差,继续维持这种主要依靠出

口和投资拉动的经济增长的动力结构,不仅有碍于落实科学发展观、建立资源节约型和环境友好型社会的目标的实现,而且会损害经济增长的潜力和后劲,不利于经济的健康和可持续发展。

第三, 增大了人民币升值预期, 导致“热钱”大量涌入, 容易引发资产价格泡沫, 同时也成为诱发“汇率战”和贸易摩擦的重要因素。

外汇储备激增增大了人民币升值的压力。海外投资资本为了从人民币升值过程中获取利益,纷纷投资于国内房地产和流动性强的股票市场。尽管这种“热钱”的实际流入数额很难估算准确,但从外汇储备增量与经常项目和资本项目两者顺差之和的差距中可以看出,这是一笔很大的数字。“热钱”大量进入增加了央行金融调控的难度,也成为推动房价节节走高的一个重要原因。外汇储备激增还被海外视为人民币被低估的具体表现,从而给一些西方国家施压人民币升值和对我国实行贸易制裁提供了借口,不利于形成我国经济持续发展的有利的外部国际环境。

第四, 要承担外汇储备损失的风险。

从政治角度看,我国将庞大的外汇储备中相当部分用于购买美国国债,可能要承担某种程度的政治风险。近年来,美国国内少数人叫嚷“中国威胁论”的一条重要依据,就是认为中国已拥有对美国债市施

加重要影响的金融力量,中国如在短期内大量抛售国债,会给美国金融市场带来严重混乱。其实,相对于政治风险而言,或许更值得我们忧虑和担心的,是外汇储备运用可能给我们带来的经济损失。

目前,我国是世界上最大的FDI输入国之一,每年吸收600亿美元的外商直接投资。为了吸引外资,各级政府不遗余力,给外资许多政策优惠,FDI的收益率也很高。相比之下,美国国库券的回报率却很低。虽然美国已经连续16次加息,但国库券利率上升却很有限。外商直接投资在我国获得股权,我国用外汇购买美国国债取得债权。“债权换股权”的结果,是使我们蒙受了不小的收益损失。如果未来美元贬值,则以美元为主要内容的外汇储备和投资于美国国债的外汇资产遭受的损失会更大。考虑到美国的加息周期不久即有可能结束,美元走软的可能性很大,因而我国外汇储备的安全性面临着严峻挑战。

第五, 成为导致流动性过剩的重要原因, 影响了银行的资金使用效率, 加剧了经济结构失衡。

巨额贸易顺差通过结汇转换成人民币资金进入商业银行,外汇占款作为基础货币大规模投放,在货币乘数作用机制下引起货币供应量的多倍扩张,使市场流动性急剧膨胀。商业银行的存差规模日益扩大,货币市场流动性泛滥等问题,都与这一因素有关。或许更严重的问题还在于,流动性过剩还会引发企业利

几点政策建议

为了缓解经济、金融运行中的结构性矛盾,实现经济的内外平衡,促进经济的稳步和可持续发展,必须采取有效的政策措施抑制外汇储备的过快增长,使外汇储备规模将至合理水平。为实现这一目标,需要从以下几方面入手:

一、调整相关宏观经济政策
外汇储备激增是国际收支“双顺差”的结果,而国际收支巨额“双顺差”又与我国长期以来实行的出口导向和外资导向的宏观经济政策密切相关。要抑制外汇储备增速,必须对外贸政策、外资政策和产业政策等宏观经济政策进行调整。应尽快取消出口退税政策,废止对外资的“超国民待遇”。建议对各级地方政府出台的鼓励引进外资的文件和政策规定进行一次认真清理。对明显有悖市场公平的对外资在税收、土地供应等方面的政策优惠措施停止执行。

二、改革外汇管理制度, 增大人民币汇率弹性

须将现行的强制结售汇制度改为意愿结售汇制度,同时,金融管理当局应继续“六项外汇新政”后考虑推出新的后续政策措施,以显著增加企业和居民持有外汇的数量,使“藏汇于民”取得明显成效。应进一步增大人民币汇率弹性,使人民币汇率的变动更加灵活,释放人民币升值的压力,同时改进和完善汇率调节机制。应加强对海外流入“热钱”的监控,特别是要采取切实措施严格控制流入房地产市场的“热钱”。

三、改善外汇储备管理
对现行的外汇储备管理政策应该做一些改变,变外汇储备的被动管理为积极管理。国家应制定积极的对外投资战略,鼓励有条件的企业“走出去”实行跨国经营,同时考虑设立外汇产业基金,支持国内企业参与对外合作经营和对外收购。应优化外汇储备的投资结构,增加石油、黄金等战略性储备和具有升值潜力的储备的投资。这样,既可以增加国家的战略性资源储备,缓解经济发展的资源瓶颈约束,也有利于提高外汇储备的收益水平。

看点

●从理论上讲,一国外汇储备的适度规模是该国外汇储备供求关系的产物,因而确定外汇储备的适度规模,应考虑外汇储备供给和需求两方面的因素。考虑到我国国际收支“双顺差”的持续性所决定的外汇储备供给充裕的情况,在很长一段时间内将得以持续,因而在测算时只需考虑外汇储备的需求因素。

●外汇储备迅速增加,基于外汇占款的基础货币投放已经成为央行基础货币投放的主要渠道,央行每年为“对冲”操作要支付一笔不菲的成本。此外,这种旨在弱化基础货币大量投放的负面影响的“对冲”操作还带有很大的被动性,限制了央行货币政策调控的空间和主动程度,也影响了央行的政策调控效果,并限制了利率调控手段的作用空间。所以,“对冲”只能说在一定程度有效,但不应该作为日常政策工具而无限期、无休止地使用。

●外汇储备是关系到我国经济内外平衡的一个重要的宏观金融变量指标。我国外汇储备的高增长,并非在很好地协调经济内外平衡基础上的良性增长。外汇储备激增,已经带来了多方面的负面影响,择其要者,大体有以下五方面:第一,加大了央行的对冲外操作成本,削弱了央行货币政策的独立性和货币政策调控的有效性;第二,导致经济增长的动力结构不均,不利于实现经济增长向内需主导型模式的转变;第三,增大了人民币升值预期,导致“热钱”大量涌入,容易引发资产价格泡沫,同时也成为诱发“汇率战”和贸易摩擦的重要因素;第四,要承担外汇储备损失的风险;第五,成为导致流动性过剩的重要原因,影响了银行的资金使用效率,加剧了经济结构失衡。

编余

外汇,对年纪在40以上的人来说,差不多都有记忆,因为它曾经是中国经济的一个痛。记得在改革开放初期,我们缺的就是外汇。经济要发展,要引进技术、设备,没外汇怎么办?所以,在相当长的一段时间内,我国对外汇的管理是非常严格的。

然而,真所谓三十年河东、三十年河西,现在我们外汇多了,多到已经对经济生活的方方面面都开始产生负面影响的地步了,多到居然要犯愁的程度了。怎么办呢?

没外汇不行,外汇储备太多也不行,中国的外汇储备多少为好?这不只是央行和外汇局关心的问题,也是经济界及各方人士都关心的问题。特别是投资界,可能更敏感,因为它影响货币的投放,甚至影响汇率,影响资产价格走向。

苑德军先生根据他的研究认为,目前我国外汇储备的适度规模以6300亿美元为宜,而夏斌先生也有一个估算,在7000亿美元左右为好。是不是这样,供大家参考。但有一点是肯定的,合适的外汇储备规模是中国经济健康发展的条件之一,也是投资界最关心的指标之一。

——亚夫