

## 控制外汇储备过快增长至关重要

□彭兴韵

外汇储备激增是我国经济失衡的表现,依靠外部经济联系来促进国内经济平衡是比较危险的。为此,有效降低外汇储备快速增长需要采取四大措施:第一,促进国际收支平衡,平衡外汇储备增长;第二,应当改革中国现行的外汇管理体制;第三,改革现行的结售汇制度;第四,应当推进人民币的国际化,让人民币成为国际储备货币之一。



### ■人物志

彭兴韵,金融学博士,现供职于中国社会科学院金融研究所,副研究员,货币理论与货币政策研究室主任,主要从事宏观经济与货币政策、金融改革与金融发展方面的研究。

### 外汇储备激增反映国内经济失衡

目前,中国已成为全球外汇储备最大的国家,那么外汇储备快速增长对国内经济会产生怎样的影响?这是一个值得探讨的问题。

从积极的角度看,尽管高额的外汇储备是有利于维护国家和企业的对外信誉,有利于增强海内外对我国经济和人民币的信心,在一定程度上也有利于金融稳定。但是,高额的外汇储备也表明,人民币在国际货币体系中的地位并没随着经济总量增长而得到加强,也反映了国内金融体系的脆弱,才需要政府持有大量的外汇储备来维持外部投资者对国内金融体系的信心。例如,虽然日本拥有巨额的外汇储备,但它并没有逃过十多年前金融危机劫难,而是经历了泡沫经济破灭后的长达十余年的长期衰退。与中国和日本相反的是,全球最大的两个经济体美国和欧盟国家,基本上没有外汇储备或持有的外汇储备极少。2006年2月底,美国的外汇储备仅为383.72亿美元,欧盟在2006年1月底的外汇储备为1434.9亿欧元。这是因为,它们的货币本身作为全球其它国家的官方外汇储备,不仅极大地减少了它们对外汇储备的需求,而且也增强了政府应对汇率波动的灵活性。

由此可见,外汇储备的多寡绝不能看作一个国家经济实力强大与否的标杆。我认为,这样来看待外汇储备或许更为恰当:对于一个经济总量不断扩张且在全球排位中已处于前列的国家而言,外汇储备的高速增长只是说明了该国本币的弱势及对国际储备货币的附属地位,这与经济的高速增长是不对称的。一旦遇到外部性投机冲击,或者国外宏观经济政策导致汇率变动不利于本国外汇储备时,本国经济就可能遭受致命一击,日本经济学家们反省导致日本泡沫经济产生原因时,常常将其与广场协议后的日元升值,且日元并没有取得国际储备与计价货币的地位联系在一起。这也说明,外汇储备与经济的双高速增长

长,实际上是增加了我们对中国经济前景的忧虑。

外汇储备激增是我国经济失衡的表现。根据宏观经济学的基本恒等式,由贸易顺差引致外汇储备增加,反映了国内总需求不足,国内需求不足在宏观层面上又进一步表现为中国的国内储蓄大于国内投资。根据IMF的统计,2004年中国的储蓄率高达50%,而国内资产形成率只有45.8%。外商直接投资引起的外汇储备增加,意味着中国将许多的良好投资机会拱手让给了外国人。在国内储蓄大于投资的情况下,过分地鼓励外资和外资崇拜的结果是进一步抑制了国内金融市场的发展和金融创新。另外,在人民币升值预期影响下,国际热钱涌入引起外汇储备增加,导致了房地产市场等资产价格的快速上涨。

因此,尽管我们不是有意在追求外汇储备数量增长,但在客观上外汇储备增长反映了中国经济自身已越来越失去平衡。在这种情况下,中国经济要找到平衡的法码,就需要依赖于更紧密的国际经济与政治关系。然而,依靠外部经济联系来促进国内经济平衡,却是比较危险的。

不仅如此,外汇储备的快速增长还扭曲了中国的货币政策体系。比如,基础货币要随外汇储备增加而被动增加,为控制基础货币增长,中国人民银行不得不大量发行央行票据进行对冲。所以,外汇储备的过快增长不仅降低了货币政策的自主性,也使得货币政策的操作效应大打折扣,并扭曲了中国的金融市场。例如,在央行票据余额占债券市场未清偿余额之比较高达40%的情况下,中国债券市场总量增长又形成了对中国债券市场、货币市场已有相当发展的错觉。而中国的公开市场操作本来就是相当被动的,随着商业银行投资选择余地增加和贷款意愿增强时,央行通过发行央行票据对冲外汇占款大量增长时就显得更加被动。

在外汇储备资产的运用上,在中国外汇储备中有相当部分是购买了美国政府债券,有估计将近三分之二的外汇储备购买了美国的政府债券。这样的话,中国的巨额外汇储备不仅为

美国金融市场、弥补美国财政赤字做出了贡献,而且中国持有大量的美元外汇储备也意味着要向美国上缴数额可观的储备货币铸币税。在此情况下,中国持有的巨额外汇储备既可能发挥到“治人”的功效,但也可能会处于“治于人”的尴尬地位。

因为,中国持有大量美元储备增强了中国对美元资产市场的影响力,中国在外汇储备资产选择方面的一举一动都会引起美国方面的极大关注,这无疑增强了中国在面临贸易摩擦时的谈判力量,也为中国政府处理中美之间的贸易纠纷提供了更大的回旋余地。例如,如果没有强大的外汇储备支持,在每次中美贸易争端陷入白热化之际,中国就不可能通过大手笔购买诸如波音、汽车或其它通讯产品与打击盗版等手段来平息中美贸易争端的。

反过来讲,中国将大量美元外汇储备进行投资,总是希望获得相应的投资收益,但投资收益与投资风险是并存的。因为,美元外汇储备的风险不仅受美国国内债券市场价格波动的市场风险及相应的信用风险的影响,而且还存在着将美元外汇储备转换为人民币时的汇率风险。事实上,外汇储备转换的汇率风险要远远高于单纯的利率风险和市场风险。例如,美国政府的宏观经济政策调整导致美元汇率发生变化,中国持有的美元资产在自动缩水,相反却减轻了美国政府偿还中国外债的负担,这是已经发生且还将继续发生的事情。要求人民币汇率大幅升值,否则将对出口到美国的产品征收27.5%的关税,在舒默和格雷厄姆提案的背后,除了贸易不平衡因素外,恐怕也有要让中国外汇储备贬值的意图。

另外,热钱涌入导致外汇储备高速增长也促使了中国资产价格尤其是房地产价格的膨胀。例如,2005年全国房地产价格上涨6.5%,全国房地产市场再次进入高速增长时期。在2005年第二季度至2006年第一季度期间,金融机构对居民中、长期新增消费贷款的各季环比增加额分别为589.34亿元、304.52亿元、442亿元和410.58亿元,显示出银行对居民

中长期贷款并没有大幅增长,且国内居民的储蓄增长率一直高达18%左右。这充分说明,国内房地产价格之所以会大幅上涨,并不是由国内居民对房地产需求的大幅增加引起的。由于国外不断提高利率,进入中国的游资显然是不甘心于获得人民币一年升值3%左右的汇差收益,因而进入中国房地产市场并推高房地产价格,无疑这些热钱进入中国的一种战略。而外资推动资产价格上涨,一方面引导了国内居民预期房地产价格还将进一步上涨,一旦国内居民开始大量购买房地产时,外资便可全身而退,把房地产价格过快上涨形成的泡沫转手由中国承担。另一方面,也扭曲了中国的房地产市场供给结构,更多的开发商去开发可供外资购买的高档住宅,也加剧了中国房地产市场的供需结构性矛盾。

### 有效降低外汇储备快速增长的四大措施

在拥有巨额外汇储备的情况下,中国应该采取什么样的措施来抑制外汇储备的过快增长,应当引起我们的高度关注。

第一,促进国际收支平衡,平衡外汇储备增长。有鉴于目前外汇储备增长主要来自于贸易顺差、直接投资和国际游资冲击等因素,因而我们要采取适当的措施来降低外汇储备增长。一方面,要改变出口导向型的发展战略,尽可能地通过国内消费增长和真正的技术进步来促使经济总量的平衡和实现长期稳定的经济增长;另一方面,在全球经济失衡中,且在中国储蓄过剩的情况下,以及在中央一再强调增强自主创新能力的背景下,我们应当改变改革开放初期那种一味对外资采取各种优惠的政策战略。这一发展战略的转变是与推进人民币国际化密切相关的。因为,人民币的国际化涉及到以何种方式向国外输出人民币,日元的国际化是以日本的资本输出为主的,而现在的美国则是依靠巨额的贸易逆差向国外输出美元的。如此看来,借助于新的国际分工格局及以本币作为结算与计价货币的本币国际化,比单纯资本输出的本币国际化要稳妥得多。由此,通过促进国际收支平衡的方式来平衡外汇储备增长,可以促进国内宏观经济平衡和经济结构调整。

第二,应当改革中国现行的外汇管理体制。改革的措施之一是进一步放松外汇管制。最近,国家外汇管理局进一步调整了我国的资本账户管理措施,拓展境内银行代客外汇境外理财业务,允许符合条件的银行集合境内机构和个人的人民币资金,在一定额度内购汇投资于境外固定收益类产品;允许符合条件的基金管理公司

等证券经营机构、保险机构在境外进行投资;拓展保险机构境外证券投资业务等。这一政策变化表明,中国的外汇管理政策将继续朝着由鼓励外汇资金的单向流入向流入与流出的双向政策方向转变。但是,在诸多市场条件仍不成熟的情况下,尽管此次货币可兑换改革迈出了较大的步伐,但仍然是坚持了渐进性的原则。因此,进一步改革资本账户,促进资本的双向流动是必须的。

第三,改革现行的结售汇制度。强制结售汇制弱化了中央银行的信用独立性,降低了国内货币政策的效率,因此改革结售汇制也是应对国内经济失衡的重要措施之一。降低外汇储备增加对货币政策带来的冲击,可供选择的办法主要有三个:其一是改“藏汇于国”为“藏汇于民”,实行比例结售汇外,这种改革会对现行的汇率机制带来较大的冲击,汇率波动会更加频繁,波动幅度会更大;其二是由财政部发行政府债券筹集资金,购买外汇形成外汇储备,从而将外汇储备转为由财政部支配。最后,也可以通过财政部与央行合作设立一个机构,将外汇储备资产证券化后,再来购买相应的新增外汇储备。后两种办法都是旨在将外汇储备从央行分离出来,从而避免了外汇储备增加对国内货币供给带来的冲击,可以增强央行针对国内经济形势变化的政策制定和执行货币政策的独立性。

第四,从长远来看,应当推进人民币的国际化,让人民币成为国际储备货币之一。这是至关重要的。只有在人民币成为国际储备货币时,我们才能够更好地控制外汇储备的增长,增强国内经济的灵活性。随着中国经济的崛起,采取相应的战略逐步让人民币融入国际储备货币体系中去,打破现在由美元、欧元主导下的世界储备货币格局,建立多极的储备货币体系,应当成为我们追求且也是可能实现的目标。在这个过程中,应当采取中国一贯的渐进性策略,首先让人民币在与文化相近、经贸关系更紧密的周边国家和地区成为主要的结算货币后,然后再让人民币成为这些国家的储备货币之一。实际上,除了对美国、欧盟保持着贸易顺差外,中国对周边国家和地区一直保持着大量的贸易逆差,中国应当利用这样的贸易格局让人民币在周边国家和地区实现国际化。在此基础上,让人民币再向其它国家和地区渗透,成为主要的国际储备货币之一。只有在那时,我们才能够更好地为国内经济的发展,才不会再为外汇储备的多寡而伤脑筋,也只有在那时,我们才能在经济、政治事务中得到更平等的地位和更大的回旋余地。

### ■看点

●外汇储备的多寡绝不能看作一个国家经济实力强大与否的标杆。对于一个经济总量不断扩张且在全球排位中已处于前列的国家而言,外汇储备的高速增长只是说明了该国本币的弱势及对国际储备货币的附属地位,这与经济的高速增长是不对称的。

●外汇储备激增是我国经济失衡的表现。根据宏观经济学的基本恒等式,由贸易顺差引致外汇储备增加,反映了国内总需求不足,国内需求不足在宏观层面上又进一步表现为中国的国内储蓄大于国内投资。

●中国持有大量美元储备增强了中国对美元资产市场的影响力,中国在外汇储备资产选择方面的一举一动都会引起美国方面的极大关注,这无疑增强了中国在面对贸易摩擦时的谈判力量,也为中国政府处理中美之间的贸易纠纷提供了更大的回旋余地。反过来讲,中国将大量美元外汇储备进行投资,投资收益与投资风险是并存的。美元外汇储备的风险不仅受美国国内债券市场价格波动的市场风险及相应的信用风险的影响,而且还存在着将美元外汇储备转换为人民币时的汇率风险。

●中国应该采取措施来抑制外汇储备的过快增长。第一,促进国际收支平衡,平衡外汇储备增长。第二,应当改革中国现行的外汇管理体制。第三,改革现行的结售汇制度。第四,从长远来看,应当推进人民币的国际化,让人民币成为国际储备货币之一。

●贸易顺差、外商直接投资和游戏涌入构成了中国外汇储备的主要来源,这些因素又可归结为中国长期以来注意吸引外资、鼓励出口政策和外汇管理“宽进严出”政策综合作用的结果,也是中国在改革开放中迅速融入全球化过程的结果之一。中国外汇储备快速增长在根本上讲是中国国际收支失衡的结果。

### ■编余

我国经济的内外失衡及外汇储备快速增长是目前大家关心的两个热点问题,彭兴韵博士将这两个问题结合起来分析,指出了我国外汇储备快速增长是我国国际收支失衡的结果之一,进而又引起了我国经济的内外失衡。据此,他提出了推动人民币国际化等四点政策建议,来有效地降低我国外汇储备增长过快并使用好外汇储备。

人民币升值是当前我国股市的投资主线,外汇储备增长过快在一定程度上会增加人民币升值压力及市场的流动性,因而外汇储备增长也会间接地影响到证券投资。从这个角度看,一些宏观经济问题也应当引起全球投资者的注意。

——亚夫

## 贸易顺差、FDI 和国际游资导致我国国际收支失衡

单位:亿美元

截至今年6月底,我国外汇储备已达到9411亿美元,中国一跃而成为全球外汇储备数量最大的国家。围绕着外汇储备规模,国内学界进行了大量的研究,但没有得出一个公认一致的结论。一般认为,外汇储备规模取决于进口需求、GDP规模、偿还外债的需要与资金流向有关。国际货币基金组织统计了主要国家的外汇储备,根据经验规则提出了外汇储备规模“下限为进口加偿债外债的五分之一,上限为三分之一”的观点。此外,外汇储备与GDP之比不应超过10%。2005年底,中国的外汇储备与GDP之比达到了35%左右的水平。按照这样的标准,中国的外汇储备显然是多了。然而,人民银行行长周小川却认为,用人均尺度衡量看,中国的外汇储备并不高。此外,还要偿还外债、外国直接投资分红且可能撤出和热钱可能会伺机撤走等因素,都会影响我们对外汇储备数量是否合适的判断。由此可见,从政府的角度来看,目前中国的外汇储备并不算多。

我们认为,从体制上来分析,1994年中国改革外汇管理体制和汇

率制度之后,外汇储备增长便有了体制基础。在强制结售汇制下,企业出口所得的外汇收入要全部卖给外汇指定银行,外汇指定银行又要如数卖给中央银行。因此,强制结售汇制成了中国官方外汇储备迅速增加的一个体制性原因。但是,中国外汇储备迅速增加在根本上讲是中国国际收支失衡的结果。

根据国际收支平衡表,贸易顺差、外商直接投资和游戏涌入构成了中国外汇储备的主要来源,这些因素又可归结为中国长期以来注意吸引外资、鼓励出口政策和外汇管理“宽进严出”政策综合作用的结果,也是中国在改革开放中迅速地融入了全球化过程的结果之一。其中,导致贸易顺差扩大的原因较为复杂。近年来,全球化下跨国外包与供应链重组的发展趋势加速,越来越多的跨国公司把劳动密集型生产和服务,外包到劳动力成本较低的中国等发展中国家,发达国家转而创造更高层次的产品或服务,以期创造新的就业机会和新的出口优势,导致贸易不平衡在这一阶段不断扩大。在中国成为“世界的工厂”这一新的国际分工体系下,

中国的贸易顺差在短时期内是难以改变的,因而由贸易顺差导致外汇储备增长也可能还会持续相当长一段时间。

中国2004年的金融与资本项目顺差造成外汇储备增长达到了1110.6亿美元,其中绝大部分是由外商直接投资引起的。在正常情况下,FDI不会导致外汇储备增加。然而,中国的FDI却成了外汇储备增加的一个源头。这说明,我们引进外资只是单纯的资金流入,真实资源的引进较少。因此,与其说我们通过引进外资达到了引进技术和克服国内资源约束的目的,倒不如说是外商们在中国各种优惠政策鼓励下,将它们的外币资产换成了人民币,然后再用人民币购买中国廉价的劳动力、购买受到政府控制且远远低于市场均衡价格的各种稀缺资源。在这种情况下,外资进入实际上是加剧了中国资源短缺。这显然与我们利用外资的初衷是背道而驰的。不仅如此,外商直接投资在一定程度上增加了中国与外国之间的贸易摩擦。近年来,外资企业成为中国出口最强的动力。2005年,外资企业的出口额达到了4442.1亿美元,

中国近年来的外汇储备及国际收支状况							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
经常项目差额	211.14	205.19	174.05	354.22	458.75	686.59	1608.2
金融与资本项目	51.79	19.22	347.75	322.91	527.26	1110.6	629.6
错误与遗漏	-177.88	-118.93	-48.55	77.94	184.22	270.45	-167.6
外汇储备	97.16	108.98	465.91	742.42	1168.44	2066.81	2089.4

资料来源:国家外汇管理局

较2004年增长了31.2%,远远高于全国28.4%的出口增长率。相应地,2005年中国外贸企业的贸易顺差为567亿美元,占1024亿美元贸易顺差的55.37%。但是,一些发达国家只看到了大量的中国进口,根本看不到中国贸易顺差的这一结构问题。

至于热钱流入,可以通过国际收支平衡表中的错误与遗漏来反映和观察。从表可见,1999年至2001年,中国国际收支平衡表中的错误与遗漏一直为负,这主要是1997年亚洲金融危机影响尚未完全消除,国内的部分资本为规避人民币贬值风险而出逃国外。然而,自2002年起,错误与遗漏项目开始逐渐增加,这反映了

热钱开始转向流入中国。热钱的涌入导致外汇储备增加,部分原因是由于中国经济增长推动了资产价格上涨,为热钱提供了不可多得的投资机会,部分原因则在于调节国际经济关系的汇率机制受到了国际政治霸权等因素的影响。在2003年G7会议上,日本外相提出了中国向全球输出通货紧缩且要求人民币升值之后,人民币升值面临的压力就一直有停止过。最近几年中国外汇储备快速增长,在相当程度上正是西方国家人民币升值不断施加政治压力的结果之一。在人民币已呈现缓慢增值的长期趋势及中国的资产价格快速上升的背景下,国际游资进入仍然是一件难以避免的事情。