

# 万亿美元外汇储备：是保障还是问题？

□主持人：邹民生 乐嘉春

## ■人物志



刘焯辉：中国社会科学院金融所中国经济评价中心主任，研究员，本报特约供稿人。



杨英杰：经济学博士，中央党校副教授，财经散文作者，本报特约供稿人。

我国外汇储备逼近万亿美元。对此，业内外人士议论纷纷。说利弊的有之，讲组合的有之，谈用途的有之，言对策的有之。在众说纷纭中，我们已经听到了各种各样新奇的声音。但是，如果我们从国际金融的大格局、从中国国家战略的高度来看这个问题，又将有什么发现呢？这正是本此对话想要探求的。

## 万亿美元外汇储备意味着：“美元威慑”

主持人：中国外汇储备逼近万亿美元整数关，再次引发国内外各种各样的议论。你觉得，万亿美元外汇储备意味着什么？中国需要多少外汇储备？

杨英杰：中国的外汇储备现在成了街谈巷议的话题。关于外汇储备应该有多少，一般认为，以2005年相关领域的实际需求为例，各种外汇储备的需求大约在6000-7000亿美元左右。因此，万亿美元的外汇储备是够大的了。

然而，中国是一个发展中的大国，外汇储备多少，不仅要看各项实际需求，还要看潜在需求。现在，国际国内的投机力量正在虎视眈眈地盯着中国的汇率、经常项目、经济产出，以及中国经济的增长质量。而资本流入的渠道，也会成为资本外逃的途径，而且随着资本管制的放松会进一步放大。因此，对包括抵御风险在内的潜在需求，需要有足够估计。

就外汇储备的性质看，它是中央银行对居民、企业、银行以及政府的外币负债。资金所有者在决定是否让渡资金时的最终依据，是对资金回报率和风险的预期。在预期资金的回报率降低或风险增大时，资金所有者可能会撤回资金。由于资金必须兑换为相应的外币才能撤出国内，资金引进国必须具备足够的外汇支付能力。

就公众和市场的预期而言，如果对人民币产生贬值预期，或对通货膨胀或经济增长失去信心，相应的人民币资金将会恐慌地换回这些外汇储备。照我看，现在如果允许人民币汇率自由浮动，当前经济的增长质量并不能保证人民币升值的预期一定会实现。相反，人民币贬值也不是没有可能。

另外，从目前的国际货币体系看，战后基本上是由黄金本位而转为美元本位。美元目前与人民币对垒，实际就是美元贬值还是人民币升值的问题。为什么美国要求人民币升值呢？很重要的一点是为了美国的利益。经济方面，即可以吸引更多的资本流入美国以弥补其巨额赤字；政治

方面，美国不会放弃美元强势。因为我们无法想象一个国家在其货币体系或其货币价值十分脆弱或处于弱势的情况下会成为经济和政治上的强国。对于美元的走向，我们不能掉以轻心。

现在，中国的改革仍处在关键阶段，改革能否取得预期效果取决于是否有一个和平稳定的发展环境。金融是经济的核心，金融稳定是国内发展环境需要考虑的第一等问题。保持一定规模甚至较多的外汇储备，对于目前的中国至关重要。

打个比方说，相对于常规武器，核武器的制造和维护需要更多资金，而且一般来讲基本用不上，如果我们算经济账在某种程度上也是一种很大的浪费，然而我们还是需要它。需要核武器的理由可以用三个字来表述：“核威慑”。这是我们能够集中精力搞建设的重要保障。

同样，对于中国目前外汇储备的多寡，决不能根据一般的经济常识来计较，保持较多的外汇或美元储备，可以起到“美元威慑”作用，威慑那些伺机投机中国的国际资本大鳄，威慑那些动则以制裁相要挟的政客。这是我们稳步推进各项改革和建设的重要保障。从这个角度看，万亿美元外汇储备还显得多吗？

## 从国际货币体系看美元储备风险：汇率越浮动，美元储备或许会越多

主持人：万亿美元的外汇储备有哪些不为人察觉的深层次风险？

刘焯辉：随着现行具有“美元本位制”色彩的国际货币体系所主导的全球产业分工的形成，中国事实上已将自身的经济置身于这一国际金融秩序的巨大风险之中：美联储可以轻而易举地让美元在需要的时候贬值，从而赖掉债务并让某些国家损失大量的外汇储备。或者通过扩大两国利差，使美元回流从而可能引发我国的货币危机。当下最大的汇率操纵国实际上就是美国。你外汇储备少时，它攻击你货币，使你贬值造成货币危机；你外汇储备多时，它力推弱势美元，拉动全球资源价格暴涨，直接打击你外部的全球资源价格，使你数十年经济增长的成果顷刻化为乌有。当今的美国越来

越像一个能够看透对方底牌的“千王之王”，抛出一枚硬币，正面他能赢5000，反面他也能赢5000。

故此，当下流行的观点认为，现行国际储备管理的重心在于“保持信心”，在很大程度上带有“务虚”的特点。如果说过去国际储备是准备“用”的（满足进口、支付债务和干预汇率的需要），而现在的国际储备则主要是给人“看”的，以支持货币政策与汇率管理政策的信心；通过吸收货币危机的冲击以及缓和外部融资渠道的阻塞，来限制一国经济的外部脆弱性；提供一国能够偿还外债的市场信心；支持对国内货币的信心；支持政府偿还外部债务与使用外汇的需要；应付灾难和突发事件。

在我看来，是否需要高额外汇储备来抵御货币冲击，一要看汇率制度，如果选择浮动汇率，全球对美元的需求会急剧上涨（1968年蒙代尔和弗利德曼有一场著名争论。弗利德曼认为：只要搞浮动汇率，世界各国就不需要外汇储备），历史事实证明，蒙代尔是正确的。没有哪一个国家能够忍受汇率天天像过山车一样，动荡不安。每个国家都需要有大量的储备货币，准备随时干预外汇市场，以维持汇率的基本稳定。因此汇率越是动荡不宁，手中用来干预的储备货币就越多。日本是典型的例子。特别是亚洲金融危机之后越来越多的国家放弃了实行多年的固定汇率制并迅速转向某种形式的浮动汇率制之时，都吸取了当年危机的教训，保持大量外储，以吸收货币危机的冲击以及缓和外部融资渠道的阻塞，来限制本国经济的外部脆弱性。但这里不得不指出这些国家的另一个现实——资本项目的开放。

如果选择盯住美元的固定汇率制度，是不是还需要高额外汇储备来应对外部货币冲击呢？一个重要条件就是资本项目的管制，当年正是由于东南亚国家或地区过早地实施了资本项目的开放，才使得自身的固定汇率机制暴露在对冲基金的风险下，从而导致了东南亚金融危机爆发，而中国之所以有效地避免了危机的冲击，并非中国的经济结构优于东南亚国家或地区，事实上是较为严格的资本项目管制筑起了防波堤。而2003年来中国宏观经济频频受到美元贬值的冲

击，恰恰是由于资本项目的有效性受到极大的削弱。进一步讲，坚持资本项目的严格管制，固定汇率与货币政策的独立性在很大程度上是相容的。

如果当下中国选择放弃盯住美元汇率机制，逐步开放资本项目，自然要在一定程度上就要忍受美元贬值成本，保持高额的外汇储备，对市场的干预能力。而反过来讲，加强资本项目管制的有效性，所谓外汇储备“保持信心”的“务虚”意义就要大打折扣。

更明确些说吧，汇率越是浮动，资本项目管制有效性越差，中国所需要的美元储备将会越来越多，而不是越少，货币政策将更加不自主。想想吧，为什么美国政府和国际货币基金组织要不遗余力地向中国推销浮动汇率和金融市场彻底自由化。最近，世界银行建言中国政府要慎用外汇储备，再明白不过了，把中国经济体与美元这样一种可能是全球最不稳定的货币拴得越紧，显然是最符合美国人的利益。

## 应对高额外汇储备风险：“篮子”里应该放哪些有价值的“蛋”

主持人：如何化解高额外汇储备风险？换句话说，我们的外汇组成“篮子”里应该放哪些有战略意义的“蛋”？

刘焯辉：从长期看，化解中国高额外汇储备的风险在于把外汇储备的惊人加速度降下来（过去10年间，中国外汇储备年均增长率高达27.2%，近三年更高达42%），动力来自于通过体制或制度变革来解决中国经济的深层次矛盾，推动中国经济增长方式转型，而不是放弃固定汇率，采用浮动汇率。汇率稳定是经济转型的必要条件，基本经济学原理告诉我们，汇率稳定（一国之内的不同区域使用不同货币，可看作是永久的固定汇率，正如如今的欧元），一国产业之调整、演化、贸易格局、贸易收支等等，皆由市场力量决定（消费者的需求转变和生产者的技术进步）。而一旦汇率变动不已，忽上忽下，价格信号只可能更加扭曲，产业结构、经济失衡会进一步加深（事实上在中

国，真正生产效率高的部门对汇率敏感，如贸易部门，而低效率的垄断部门对汇率毫不敏感，如此，又如何能引导资源配置优化，经济模式转型呢？）。

而从短期看，美元本位下，当下最为急迫的是改革目前的外汇储备管理体制，为中国找到合理的外汇使用渠道，这不仅是积极缓解人民币升值压力的当下最为有效的手段，而且是对抗“美元本位”风险的现实选择。

坦率地讲，美元本位下，动用外储建立石油储备、黄金或者其他稀有金属储备根本就是一个不需要讨论的问题，值得讨论的只不过是选择什么合适的时间做，怎么做的问题。

2001年~2005年，中国外汇储备增长分别为28%、35%、41%、51%、34.2%。同期，黄金从250美元/盎司涨到700美元/盎司；石油从20美元/桶到70美元/桶；铜从1300美元/吨到8000美元/吨，算算当下中国近万亿美元外储的购买力。当中国以大量的廉价商品输出换来一堆花花绿绿的美元票子之时，可以看到，中国正以世界第一外汇储备大国的身份来平衡可能由美国导致的金融风险。

故此，考虑建立一个包含美元资产、石油、黄金、白银、铜等其他稀有金属等大宗商品储备的储备组合篮子，基本上合乎一个简单的“风险对冲、价格稳定”的套期保值的思想。在美元本位格局下，若美元升值，大宗商品价格虽有所回落，但随着美元资产增值而得以平衡；若如当下，美国人肆意推行垃圾美元政策，美元资产可能会有所缩水，但全球性通胀会使得大宗商品价格上涨的幅度要大得多。至于各种储备之间的比例搭配，在怎样合适的市场时机买，虽然是一个纯粹的专业性较强的技术问题和策略技巧问题，但在中国，可能更为重要的是决策的体制和机制问题。中国必须加快培养和吸收一批熟悉国际金融市场的操作人才，建立一套高效率的、高度保密的、统一决策的储备管理机制和反应机制，否则当下“部门博弈、多头决策”的格局只可能在瞬息万变的国际金融市场中把中国的利益葬送掉。

此外，中国是一个发展中国家，又是一个资源拥有量与人口规模极度不对称的国家，油田、矿山乃至农地都应成为中国对外大规模投资的对象，并且应该建立与国家经济规模相称的战略资源储备。为了加快中国的产业结构升级，也应该大量从发达国家引进先进的技术装备，甚至直接到发达国家去收购相关的工厂和研发机构。为了更好地与世界各国进行贸易，中国也应加快港口、船舶与航空企业的现代化，并到海外进行流通企业与流通设施的大量投资。总之，中国应该使用外汇进行投资的领域是很多的。

## ■看点

●对于中国目前外汇储备的多寡，决不能根据一般的经济常识来计较，保持较多的外汇或美元储备，可以起到“美元威慑”作用，威慑那些伺机投机中国的国际资本大鳄，威慑那些动则以制裁相要挟的政客。这是我们稳步推进各项改革和建设的重要保障。从这个角度看，万亿美元外汇储备还显得多吗？

●更明确些说吧，汇率越是浮动，资本项目管制有效性越差，中国所需要的美元储备将会越来越多，而不是越少，货币政策将更加不自主。想想吧，为什么美国政府和国际货币基金组织要不遗余力地向中国推销浮动汇率和金融市场彻底自由化。最近，世界银行建言中国政府要慎用外汇储备，再明白不过了，把中国经济体与美元这样一种可能是全球最不稳定的货币拴得越紧，显然是最符合美国人的利益。

●从长期看，化解中国高额外汇储备的风险在于把外汇储备的惊人加速度降下来，动力来自于通过体制或制度变革来解决中国经济的深层次矛盾，推动中国经济增长方式转型，而不是放弃固定汇率，采用浮动汇率。汇率稳定是经济转型的必要条件，基本经济学原理告诉我们，汇率稳定（一国之内的不同区域使用不同货币，可看作是永久的固定汇率，正如如今的欧元），一国产业之调整、演化、贸易格局、贸易收支等等，皆由市场力量决定（消费者的需求转变和生产者的技术进步）。而一旦汇率变动不已，忽上忽下，价格信号只可能更加扭曲，产业结构、经济失衡会进一步加深（事实上在中

## ■余论

随着10月份我国外贸顺差数据的公布，人们对外汇储备即将突破万亿美元大关的预期也越来越强烈。从经济学角度看，外汇储备并不是越多越好。因而，如何使用我国外汇储备，也成了当前一个热门话题。

对此，杨英杰并不认同目前担忧我国外汇储备过多的通行观点，他认为保持较多的外汇储备可以起到“美元威慑”的作用，有助于通过稳定金融保障国内经济发展。而刘焯辉则提出了应关注高额外汇储备的风险问题，缓解我国外汇储备风险就应当降低外汇储备增速。其中，核心的问题是如何使用外汇储备。对此，我们应当利用外汇储备建立起一个包含美元资产、石油、黄金和铜等大宗商品储备在内的储备组合篮子，这应当成为我国使用外汇储备实现“风险对冲和价格稳定”目标的一个基本策略。

当然，这只是专家的一些观点或建议。但不管怎样，我国外汇储备增长速度过快确实已经成为一个问题，从前不久央行再次调升存款准备金率一事中可以了解到这一点。由于外汇储备增速过快，已对人民币升值稳定及流动性产生了深刻影响，所以这一问题也理所当然地被证券市场投资者所关注。

——亚夫

# 现行国际货币体系让中国外汇储备不断攀高

□刘焯辉

从根本讲，以中国为代表的东亚新兴市场国家外汇储备的迅速攀升，乃是当今国际金融制度（“美元本位”的国际货币体系重新确立）的必然结果。

当今“国际本位货币竞争市场”的格局已经发生了本质性变化：经过短暂的1980年代美元、日元、马克所谓的三足鼎立“寡头垄断市场”的稳定，美元的垄断程度加剧，国际金融制度事实上又回到了以国际别货币作为国际货币的布雷顿森林体系，特别是在东亚地区。对此，麦金农将这种国际金融秩序概括为“美元本位”。

美元现在是世界性储备货币，又是全球绝大多数大宗商品交易的计价货币。不断增长的全球贸易、以及世界其他国家不断增长的对国际储备资产的需求，客观上都需要美元及美元定值资产的供应不断增加：这意味着每一个国家都要储备美元。储备美元就

意味着多买少卖或贸易顺差，要不就是向美国或其他借债储备货币，但最终唯一的还得靠贸易顺差来偿还。

将美国作为一方，世界其他国家作为另一方，美国必定是贸易收支逆差或国际收支逆差。在这个意义上，美国持续地产生贸易逆差，成为当下全球经济正常发展的重要条件之一，全球经济的稳定几乎完全依赖于对美国经济的信心。故此，美元汇率高估是不可避免的。换句话说，只有通过美元高估，新兴国家才能获得国际收支顺差和美元储备，才能稳定经济。当然作为问题的另一方面，美元的高估自然也造就了美国的低储蓄率及“双赤字”的经济格局。

因为对那些拥有对美贸易巨额顺差的美国来说，如果它们的中央银行把这些美元换成本国货币拿回国内，势必造成严重的通货膨胀。所以，它们不得不把这些庞大的外汇储备反过来用以购买美国的政府债券、企业债券、

股票或房地产。如此，美元发行的背后根本无需黄金的支持，而美国政府债券的背后也根本无需美国国内储蓄的支持。倚仗美元作为各国外汇储备货币的特殊地位，美国没有任何先借后消费或先生产后消费的负担，完全靠政府和私人的举债来消费。美元本位制使美国变为世界上最大的债务国，并积累了大量的贸易逆差，而联储完全可以凭空造出黄金来平衡国际收支逆差。

当然，一个巴掌是拍不响的。国际货币体系为美元提供了一个无限供给机制，那么世界必须要产生一个相应的经济体来吸收过剩美元流动性的冲击，才能使这个游戏得以持续，而不至于以金融危机的方式破灭。欧日经历了90年代的气低迷，已经无法或者不愿吸收这一冲击。如此，无论从经济规模、增长速度，更主要是因为正经历市场化转型时期，中国无疑成为了这个吸纳国际收支调节冲击的最为合适

的角色。

一方面，中国资本流动管制壁垒的解除，推动了经济全球化进程，加快了全球制造业向低要素成本地区转移。而另一方面，在转型期的中国，市场在资源配置中依然起不到基础性的作用，政府仍然保持着对许多重要经济资源的配置权力。特别是生产要素市场，包括劳动力要素、资本要素、土地和自然资源要素，市场化程度很低。所以，在中国，投资的高额盈利性很大程度上能够得益于要素价格的扭曲所产生的“经济租”。

故此，许多低附加值、劳动密集型、甚至高污染的行业，转移到了中国，让中国逐渐成为许多产品的制造商。而与国际金融制度相伴生的必然是日益严重的全球经济失衡。宏观上表现为，世界的消费和投资越来越分别发生在两个不同的经济体。美国的高消费、低储蓄以及“双赤字”的累积与中国的高储蓄、低消费以及顺差和储备

激增，两国（地区）呈现出截然不同的经济结构。在这个意义上，中国转型经济的市场化改革客观上成为了“美元本位”的国际货币体系在90年代得以重新确立的重要契机。

可以预知的是，在“美元本位”这一格局下，这种的产业分工和转移还将持续的深化，在消费类产业（轻工业）转移完成之后，起自2003年的中国新一轮经济增长高潮，已经带有明显的重工业化特征。有学者预测，当进入到重工业化转移的时代，中国年度贸易顺差将会超过3000亿美元，而每年所接纳的国外直接投资也会超过目前六七百亿美元的水平，达到1000亿美元以上。如果国际轻工业转移可以持续20年以上，由于发达国家的重工业规模是轻工业的2-3倍，未来重工业转移持续的时间将可能超过20年。故此，中国未来25年内仅贸易顺差与吸收外资所形成的外汇储备就将达到10万亿美元。