

# 加强外汇储备管理与财政货币政策协调

近年来,中国外汇储备迅速增长,在2006年初一跃成为全球外汇储备持有量最多的国家,到2007年9月底,中国的外汇储备已达到1.43万亿美元。随着外汇储备总量的增长,对于如何管理外汇储备和实现外汇储备的保值增值、减少外汇储备的快速增长对国内金融体系和宏观调控的影响,一时成为人们关注的焦点。这其中,一个重要的问题就是在外汇储备管理中如何加强财政与货币当局的协调配合。本报告认为,中国应当在外汇储备管理体制和国家外汇资产管理方面作出更系统的安排,并提出了财政与货币当局在储备管理中进一步协调配合的对策建议。

◎中国社会科学院金融研究所、长江证券股份有限公司联合研究小组

研究总指导:李扬、王国刚、李格平  
研究小组成员:彭兴韵、张岚、杨涛、卞志村、徐亚平、焦国华、李洁、胡维维  
本报告执笔人:彭兴韵、李洁

中国虽然是一个发展中的大国,但中国的外汇储备管理体制与大国开放经济下实行灵活浮动汇率机制不同,也与小型开放经济下实行钉住汇率的国家也有很大的差别。尽管人民币尚未实现完全可兑换,但金融对外开放不断加深,全球化的水平也在不断提高,这导致了国际资本在中国与其它国家之间的流动性得到了相当大的提高,但另一方面,中国又实行参考一篮子的有管理浮动汇率制,外汇储备管理仍然是中央银行主导的,中国获取外汇储备的资金来源就与中央银行的资产负债表紧密地联系在一起。近年来,在国际经济失衡的背景下,中国国际收支呈现经常项目和资本项目双顺差,外汇资金大量流入,中国人民银行大量购买外汇,被动投放大量的基础货币,出现了流动性膨胀,带来了一定的通货膨胀压力。为维护经济和物价稳定,中国人民银行不得不通过多种措施来冲销增加的外汇占款。但是,目前流动性膨胀的问题仍然突出,人民银行对冲操作的难度日益增大,在原有的货币政策框架和储备管理体制下的冲销操作的空间越来越小。此外,面对日益膨胀的外汇储备,如何有效的管理外汇储备,在保证适度的流动性储备之外,提高多余外汇储备

的收益,成为我国政府面临的重要问题之一。

中国外汇储备的迅猛增长,从积极的意义上讲,提高了金融体系应对外部冲击的能力,使得政府拥有雄厚的财力来推行一系列的金融改革,不断为国家控股的金融机构注入,提高它们的外汇储备一部分“用掉”,从而使中央银行资产负债表中资产方的外汇占款的相当一部分“消失”。在这种思路及在新加坡淡马锡模式的启发下,便有了中国投资有限责任公司的出现。中国投资有限责任公司是依据《公司法》设立的国有独资公司,所从事的外汇投资业务以境外金融组合产品为主,在可接受的风险范围内,实现长期收益最大化。

2007年6月,全国人大常委会批准发行15500亿元的特别国债,为中国投资有限责任公司筹集资本金,并从中国人民银行手中购买等值的外汇资产。如此大规模的特别国债的发行,如果没有中央银行的积极配合,会在

短期内对市场流动性带来相当大的冲击。正是对特别国债发行的流动性紧缩效应的担忧,曾引发了2007年6月中下旬中国金融市场的剧烈波动。可喜的是,后来的特别国债的发行得到了中国人民银行的密切配合。2007年8月29日,财政部发行了第一期特别国债6000亿元,期限为10年,票面利率为4.30%。财政部直接向中国农业银行定向发行6000亿元特别国债,筹集人民币资金后,向人民银行购买等值的外汇。为了避免对市场流动性产生一次性的巨大冲击,在特别国债发行的当天,中国人民银行就利用公开市场操作全部买入此次发行的6000亿元特别国债,完全中和了特别国债的发行所吸收的市场流动性,从而保证了随后金融市场的平稳运行。

在一定意义上,特别国债的发行对于加强我国财政货币政策的协调配合有十分积极意义。首先,有利于抑制货币流动性。目前,我国有相当一部分流动性是因为对冲外汇占款的需要而投放的,过多的流动性给宏观调控造成了极大的压力。财政部发行特别国债购买外汇,有别于央行通过投放货币购买外汇的做法,可以适当减缓货币供应量过快增长趋势。另外,特别国债的期限长达十年以上,相对于短期央行票据而言,更有利于减少流动性。其次,有利于促进财政政策与货币政策的协调配合,改善宏观调控。国债具有财政和金融的双重职能,不仅可以为财政部筹资,是财政政策的一部分;也可以作为央行公开市场操作的可选择的有效调控工具,成为货币政

策的一部分。财政部发行特别国债可以增加央行的债券存量,替代部分央行票据,为央行提供更大的货币政策操作空间。2007年9月4日,央行就首次以特别国债作抵押,进行了100亿元的182天正回购操作。此外,发行特别国债还可以分离央行对冲职能,有利于央行更好地执行“从紧”的货币调控政策。第三,有利于缓解外汇储备过快增长的局面,拓宽外汇储备的使用渠道,提高外汇资金的经营收益水平。按照国际货币基金组织(IMF)规定和国外通行做法,一个国家的外汇资产包括外汇储备和外汇投资两部分。财政部发债购买的外汇资产由投资公司按照盈利性的目标经营,属于外汇投资,不属于IMF要求披露的外汇储备范围,不纳入外汇储备规模。第四,有利于培育中国的国债收益率曲线。我国国债市场缺乏10年期以上长期国债品种,将15500亿元特别国债分期发行,可以按照10年、15年期,甚至更长期限分批、分次发行,有助于丰富国债的品种和期限结构,完善我国国债收益率曲线,稳定长期利率预期,并为我国进一步的利率市场化奠定基础,也有利于从国债完全的收益率曲线中获得货币政策所需的信息。

财政部购买外汇发行的特别国债,在本质上不同于普通国债,它不是对预算赤字的融资,而是有等值的外汇资产相对应,财政部发行特别国债并不意味着增加财政赤字。同时,与普通国债筹集的资金使用不同,财政部发行特别国债购买的外汇资金以

提高收益为主要目标。但是,有人担心发行特别国债将增加政府负债,提高国债负担率。对此,我们认为,实际上可以借鉴日本的经验来分析为国际外汇资产管理而发行的特别国债的意义。如上文所述,日本财政部也是通过向市场发行金融票据来筹集资金,然后用所筹款项购买外汇储备。在法律上,FBs被定义为调节资金余缺的现金管理券。由于这笔负债对应的是等值外汇资产,在经济上具有自我清偿的特征,所以它不被记为政府债务。换言之,无论发行FBs规模如何,均不会增加政府债务。更具体地说,日本的外汇基金特别账户系统由两部分构成:外汇交易基金和外汇交易基金特别账户。前者是政府交易外汇的基金。根据日本政府预算法,其余额和买卖均不记入政府预算;而后者则由交易产生的利润与损失、在外汇干预过程中产生利息的收付构成。根据日本政府预算法,后者要记入政府预算的收入与支出项中。日本法律对FBs性质的认定以及相应的制度和预算安排,对我国有着直接的借鉴意义。在这样的法律规定和制度安排下,特别国债今后的发行将会会有一个更为良好和宽松的环境。

中国投资有限责任公司的成立及财政部发行15500亿元的特别国债为中国投资有限责任公司筹集资本金,并从中国人民银行手中购买等值的外汇资产,在中国国家外汇资产管理上,无疑是一个重大的变革。然而,中国投资有限责任公司的设立并没有突破中国原有的汇率机制和外汇储备管理体制,它只不过是把原有的一部分国家外汇储备资产通过转换为股权投资等方式,变成了国家的外汇资产,从而减少了等值的国家外汇储备,但是,它无法从根本上遏制我国外汇资产急剧增加的趋势,也没有从根本上触动中国原有的外汇储备管理体制,无法解决中国货币政策所面临的根本问题;中国人民银行的信用独立性因现有汇率机制和外汇储备体制而受到了极大地削弱。因此,中国外汇储备管理体制的改革依然任重而道远。

## 外汇储备管理中的财政货币政策协调:国外经验与分析

世界各国的外汇储备管理体制因历史、本国货币在全球经济体系中的地位和汇率制度安排的不同而有所差异,既有完全由中央银行主导的外汇储备管理模式,也有由财政部主导的外汇储备管理模式。在完全由中央银行主导的外汇储备管理模式下,财政与货币政策在储备管理中的协调配合的要求并不高,但在财政部主导的外汇储备管理中,中央银行通常会积极地参与财政部的外汇储备管理,由于财政部和中央银行的职责的差异,在储备管理中它们会加以密切地协调配合。然而,财政当局和货币当局在外汇储备管理中的分工和职责、协调配合的机制不尽相同。

### 一、大国开放经济外汇储备管理中的财政货币政策协调配合

大国开放经济实行的是灵活的浮动汇率制度,相对于其它发展中国家而言,它们对外汇储备的需求相对要小(当然,日本是一个例外,它是全球第二大外汇储备持有国),因为,这些经济体发行的货币本身是其它国家外汇储备的重要组成部分。例如,美国、欧元、英镑和日元都是国际储备货币。但是,尽管它们现在都实行了浮动汇率制,但其外汇储备管理体制却是在金本位时期或者是在布雷顿森林体系时期确立的,具有明显的路径依赖的特征。这些经济体的外汇储备管理体制虽然有明显的差异,储备的规模也相异殊殊,但在外汇储备管理中,财政和货币当局都有密切的配合。对大国开放经济中的外汇储备管理中,财政与货币政策的协调配合主要有以下几个特点。

1、从外汇储备的持有者来看,这些经济体既有财政当局和货币当局各持有一部分外汇储备,也有财政主导下的外汇平准基金账户持有的。美国财政部拥有美国一半左右的外汇储备,美联储掌握着另一半,但是,美国财政部在外汇储备管理中拥有决策优先权,它主要通过外汇平准基金(ESF)来管理外汇储备。1934年的美国《黄金储备法》就规定财政部对ESF的资产有完全的支配权。英国的储备资产中,除了在IMF的储备头寸外,其他储备资产都存放于财政部管理的账户——外汇平衡账户(EEA)中,这是在1931年金本位制度瓦解以后确立的储备管理体制,英国于1932年设立了EEA,旨在为维护英镑币值提供资金;英格兰银行作为财政部的代理人,对账户的日常交易和投资进行管理。除了代理财政部对外汇储备进行日常管理以

外,英格兰银行自身也持有外汇资产。日本在1951年制定了《外汇储备特别会计法》,确立了财务省主导下的外汇储备管理模式。日本的外汇储备由两部分组成:外汇基金特别账户中的资产和日本银行所持有的外币资产,但是,日本的外汇储备绝大部分都是由日本财政部持有的,日本央行持有的外汇储备量只占极少的部分。财务省管理外汇基金特别账户中的资产,日本银行受托于财务省提供会计服务。日本银行独自管理其自身持有的外汇资产的权利。在欧元区,欧洲中央银行和欧元区各成员国的中央银行都持有并管理外汇储备,欧洲中央银行(ECB)的外汇储备来源于欧元区各成员国的中央银行缴纳的外汇资产,各成员国中央银行向ECB转移的国际储备资产是由他们各自在欧洲中央银行的资本所占的份额决定的,其中15%以黄金的形式转移,85%以美元和日元组成的外汇形式转移。但是,各国财政在外汇干预及储备管理中仍具有重要的地位和作用。

2、大国开放经济经常利用外汇储备进行外汇干预,以维持当局所期望的汇率水平,但在这个过程中,财政当局和货币当局有明确的职责分工。从1962年开始,美国财政部和美联储就开始相互协调对外汇市场的干预,具体的干预操作却是由美联储银行实施的,联储是美国财政部的代理人。从20世纪70年代后期开始,美国财政部与美联储共同平等地进行了几乎所有的外币操作,通常由双方各负担一半的干预资金。日本虽然是一个市场经济国家,但它对外汇市场的干预是比较强的。日本《外汇及对外贸易法》规定:“财务省长应该通过外汇交易和其他方式尽力稳定日元的外部

价值”。《日本银行法》以及《外汇基金特别账户法》赋予日本银行作为政府(财务省)的委托代理人,在财务大臣认为有必要采取行动干预外汇市场时,按照财务大臣的指示,行使干预外汇市场的权利以维持本币汇率稳定的职责。在欧元区,欧洲中央银行管理外汇储备的目标是保持外汇储备的流动性和安全性,以满足干预外汇市场的需要,在此基础上追求储备资产价值最大化的目标。ECB的管理委员会根据未来操作需要决定ECB外汇储备的投资决策。ECB告知各成员国中央银行后,各成员国中央银行通过相关的机构进行协同操作。但是,欧盟经济财政部长理事会在外汇干预中具有重要的地位和作用。马斯特里赫特条约明确规定,欧盟经济财政部长理事会(ECOFIN Council)可以对欧元的汇率体系达成正式协议,也可以确定欧元系统的汇率政策基本方向。虽然欧洲中央银行具体负责外汇干预,但ECB要么向ECOFIN提出建议,要么与ECOFIN进行磋商。同时,ECOFIN非常尊重ECB的意见,并不单独作出决定。

3、大国开放经济中,主要由中央银行负责储备管理的具体操作,但财政当局对储备管理拥有重要的决策权。在美国,ESF可以进行外汇操作,但它的操作都要经过财政部的许可,财政部负责制定和完善包括外汇市场干预政策在内的美国的国际货币和国际金融政策。此外,美联储主要通过联邦公开市场委员会来管理外汇储备,并与美国财政部保持密切合作。在日本,绝大部分外汇储备是由财务省持有的,但是,财务省并不负责具体的储备管理操作,日本央行根据财务省的指令具体地管理外汇储备。日本银行外汇平衡操作部对

汇率、外债、外国股票市场、商品市场的变化等进行研究,并向日本银行政策委员会及其它相关部门报告,同时还需每天向财务省负责外汇市场干预的国际局外汇市场部报告,后者是财务省外汇市场的实际决策者。当汇率的变化被认为是很不稳定的时候,财务省的国际局外汇市场部与日本银行的外汇平衡操作部取得联系,获取相关信息以制定干预决策。

在英国,财政与英格兰银行在外汇储备管理中有明确的分工。英国财政部对于外汇储备的管理主要是战略性的,它决定是否需要干预外汇市场,并不参与实际的市场操作;英格兰银行的政策管理则是策略性的,参与实际的市场操作和日常的管理。英国财政部对储备交易的限制、储备投资的基准回报及可容忍的偏差、制定控制各类风险的框架、规定国家贷款基金的借款项目框架等提出指导意见。英格兰银行在相关法律规定的范围内,在与政府政策目标相一致的基础上,负责管理外汇平准账户(EEA),使持有储备的成本最小化,保持流动性与安全性,在此基础上实现储备的利润最大化。英格兰银行与财政部共同协商,决定财政部指导意见中的投资基准回报;在英格兰银行建议的基础上,财政部会决定是持有资产还是建立净储备的货币配置。

4、储备管理或外汇干预不应当对中央银行的货币政策产生不利冲击,也不应当影响中央银行货币政策的独立性。为了支持货币政策目标,英格兰银行自己持有的储备,这些储备并不属于英国政府的外汇储备,而是英格兰银行自身用于干预外汇市场以支持其独立的货币政策之需。在日本,日本银行作为财务省代理而进行的外

汇市场干预是通过日本政府的账户,即外汇基金特别账户实施的。当需要卖出外汇时,日本银行则在外汇市场上出售外汇基金特别账户中的外汇资产;需要买进外汇时,所需要的日元资金主要通过发行金融票据(FBs)来筹集。财务省首先在金融市场上发行FBs筹措日元资金,再用此日元资金购买外汇储备。

### 二、小型开放经济外汇储备管理中的财政货币政策协调配合

小型开放经济的特点是经济的外开程度很高,在汇率制度方面主要是货币固定或钉住汇率制,这意味着,小型开放经济中没有独立的货币制度,其货币的发行要以某种储备货币作为基础,并没有严格意义上的现代中央银行。但是,在外汇储备管理方面,财政当局和货币当局还要有密切的协调配合的。以新加坡为例。

新加坡的财政当局和货币当局都持有一部分外汇储备,但是,外汇储备主要由新加坡金融管理局(MAS)和新加坡政府投资公司(GIC)两个部门共同进行管理。由新加坡金融管理局持有的外汇储备主要用于干预外汇市场,作为货币督察局发行货币的保证;新加坡政府投资公司受金融管理局的委托,负责管理一部分新加坡外汇储备和政府盈余,维持储备资产安全,保持其长期购买力。2002年1月,原属财政部的货币督察局归新加坡金融管理局所属,从此,新加坡金融管理局开始负责货币的发行。按照新加坡《货币法》的规定,货币督察局按照在发行货币时,所发行的货币面额总值至少要有100%的货币基金中的国外资产支持。货币基金由货币督察局设立,其国外资产包括黄金、外币活期与定期存款、通知存款、国库券以及各种证券。从1981年开始,新加坡开始把汇率作为货币政策制定的中介目标,并以汇率稳定作为物价稳定的指标,以汇率稳定促使经济持续增长。新加坡实行钉住不公开货币篮子的汇率政策,新加坡金融管理局根据国内外市场情况更改货币篮子的内容,利用外汇储备干预外汇市场,从而维持新加坡币值的稳定。这一做法意味着新加坡金融管理局放弃了对于国内利率和货币供应量的控制权。

## 五大对策建议

在现行的汇率机制与外汇储备管理体制下,中国的货币政策遇到了越来越大的麻烦。提高中国人民银行的信用独立性和货币政策的有效性,就必须切断外汇储备增长与货币发行之间的连带关系,必须让汇率在更大的范围内自由浮动,货币政策才不会囿于汇率政策,才能有效地降低通胀预期,抑制资产价格泡沫。为此,中国应当在外汇储备管理体制和国家外汇资产管理方面作出更系统的安排,同时加强财政与货币当局在储备管理中的协调配合。

首先,应当更合理地区分国家外汇资产与国家外汇储备,并作出不同的融资安排。2007年政府将2000亿美元的外汇储备转为国家外汇资产,引起了国内和国际金融市场的极大关注。从目前的情况来看,中国投资有限责任公司显然不只是将国家外汇储备的一部分转化成为积极的资产管理策略,冒更高的风险和追求长期更高的收益。被称为主权财富基金的这部分国家外汇资产实际上承担着更多的战略重任,因此,我们认为,2000亿美元的资产不应当成为中国投资有限责任公司的资产规模的上限,还应当根据国内需要适时地扩大,其获得外汇资产的资金来源大致可以继续由财政发行特别国债的方式来获得,或者由它自己发行债券的方式来获得。但是,要以后一种方式来筹措人民币资产,它可能需要付出更高的融资成本,从降低负债成本的角度来看,前者是一种更为经济的办法。长期特别国债的发行,并由中国人民银行的积极参与,增加了中国的长期资产供给,回笼了基础货币,也解决了中国人民银行公开市场操作中政府债券余额不足的问题。

其次,建立外汇平准基金,减轻储备增长对中国人民银行货币扩张的压力。外汇平准基金制度最早始于1932年的英国,其基本内容是由政府拨给一定的本币和外币资金设立外汇平准基金账户,外汇储备纳入此账户管理,进行外汇市场干预的资金也全部来平准基金账户。外汇平准基金账户由财政部控制,中央银行只作为该账户的代理人对外进行管理。在我国,由央行或是财政部来主导外汇平准基金账户并不重要,关键在在于把战略决策者和策略执行者相分离,通过外汇平准基金进行外汇干预,并不影响中央银行的资产负债状况,可以有效切断外汇储备增加和央行基础货币投放的直接联系,保证央行货币政策的独立性和连续性。可以考虑借鉴日本的经验,发行类似FBs的特别国债或特别票据用于平准基金购入外汇,并在法律上将之定义为调节资金余缺的现金管理券,不记入政府债务。平准基金账户在发行平准基金债券筹措人民币资金时,应当考虑对货币市场利率及其对货币政策效果的影响,即它的所有资产负债活动,都不应当妨碍中央银行追求货币政策最终目标的实现。这似乎是主要发达国家在外汇储备管理和外汇市场干预中必须遵守的一个基本原则。

第三,适当调整外资政策,更有效地利用国内剩余资本。改革开放以来,中国一直采取各种优惠政策吸引外资,这在支撑我国GDP快速发展的同时,也产生了一系列问题,给我国经济在一定程度上带来了负面影响,而且这种负面影响的波及面及影响程度也越来越大。因此,在外汇储备大幅度增长的同时,要控制外资外债的盲目增长,避免一方面用种种优惠条件和较高成本从国际市场上引入外资,另一方面又将大量外汇储备闲置,造成金融资源配置的失衡,增大国内的金融风险。因而,严格的资本管制一方面要限制短期外资进入,并对FDI的产业流向进行引导和监控,加快经济结构转变。

第四,在现行的外汇管理体制和汇率机制下,国际收支失衡对货币政策的影响越来越突出。为了减轻国际收支对货币政策的压力,除了通过发行特别国债将一部分存量外汇储备转化为国家外汇资产外,还应当采取措减轻外汇资金流入的压力。为此,一方面,财政政策要继续调整出口退税税率和进口关税,引导国内企业将更多的资源配置到满足国内需要的产业和行业中去;另一方面,要充分发挥财政政策在阻止非稳定的国际资本流入方面的作用,例如,开征托宾税和短期国外资本流入的资本利得税。这样既可以促进结构调整,也可以减轻外部冲击对国内宏观经济政策和经济运行的影响。

第五,可以考虑对境内企业和居民适时发行以外币计值的国债,以减轻央行在外汇市场上吸纳外汇的压力。具体操作可由财政部发行以外币为面值的国债,允许企业用经常项目下收汇的一部分购买外币债券。企业用外汇时,可以将外币国债在二级市场转让获取外汇;企业需要人民币时,可将转让外币国债后取得的外汇在银行兑换成人民币,也可将外币国债贴现或抵押以取得人民币贷款。这样就减轻了外汇资金的流入对国内货币供应扩张的压力。