

我国外汇储备近四万亿美元引争议

中国是世界外汇储备第一大国,得益于出口的成功,规模还在持续增长,目前已达到 394 万亿美元。庞大的外汇储备从何而来? 这些钱放在手里到底是喜是忧? 今年 5 月, 国务院总理李克强在非洲访问时表示,“中国巨额的外汇储备实际上是国家的一个沉重负担”。

国家外汇管理局 6 月 19 日公布的 2014 年第一季度中国国际收支平衡表显示, 中国一季度国际储备资产增加 1255 亿美元, 外汇储备资产增加 1258 亿美元, 以人民币计价为 7698 亿元。

至今年一季度末, 中国外汇储备总额增至 394 万亿美元, 按目前增速, 中国外汇储备在今年二季度将突破 4 万亿美元关口。

中国外汇储备于 2009 年 4 月份首次突破 2 万亿美元关口, 2011 年 3 月突破 3 万亿美元。五年内, 中国外汇储备已翻了一番。

今年 5 月, 中国国务院总理李克强在非洲访问时表示, “中国巨额的外汇储备实际上是国家的一个沉重负担”。

国家外汇管理局国际收支司司长管涛本月中旬表示, 要解决外汇储备过多的问题, 应该坚持双管齐下: 外汇储备过多一方面体现在流量, 另一方面体现在存量高, 因此要解决好流量问题、盘活存量。

争议再现外储风险 外储收益是否跑赢 CPI

由于金融危机冲击, 发达国家普遍推行量化宽松, 这些国家的本币、债券收益都不怎么样, 因此外汇储备的大部分配置自然难以获得高收益。这样两成本 - 收益相比较, 尽管难以厘定确切数值, 但或许很多人对“跑赢 CPI”会持保留态度。

2 月 22 日央行副行长、外汇管理局局长易纲在北大某论坛回应笔者提问时表示, “外汇储备收益相当不错, 我们当前的收益率要远远高于我们所投资市场的 CPI。”然而这种比较却受到不少质疑, 网友说跑赢 CPI 还不容易, 学者则批评比得太粗略, 是典型的散户思维和储户思维。

也许易行长本意是想通俗地告诉大家不要太担心外汇储备缩水的事。但是却引发更多质疑。比如新浪微博网友 Michael 冯柯就评论说“这句话怎么听怎么别扭, 中国的外汇储备中绝大部分是美元, 美国国内的物价长期基本不变, 2013 年美国 CPI 是 1.5%, 高于 1.5% 的投资收益算是不错, 这种回报率, 如果是私营企业, 恐怕早关门大吉了。”

笔者认为网友的说法有其道理。目前分析人士根据国际清算银行、IMF 等公开数据普遍推算, 中国的外汇储备中, 美元资产占 70% 左右, 日元约为 10%, 欧元和英镑约为 20%。而去年各发达国家央行所设定的通胀目标均在 2%。已公布数据显示, 去年美国的通胀率仅为 1.5%, 欧洲 12 月份为 0.8%, 日本则在 11 月份才升至年来最高 12%, 只有英国稍微高点, 但也仅约 2%。

由此, 即便外汇储备投资收益高于所投资市场的 CPI 也并不稀奇。而易行长用“远高于”来表示收益不错, 让外界更加摸不清头脑。

外汇储备成本几何

那么用成本 - 收益的方法, 笔者也以自己的理解来审视下, 获得和持有外汇储备的主要成本到底是什么?

首先是机会成本。想想我国 1994 年以来快速积累的外汇储备都是从哪里来的? 一方面经常账户下的盈余, 即利用是廉价劳动力出口商品; 第二部分是资本项下的流入, 比如在国际市场上发行主权债券以及 FDI、证券资产和银行贷款等资金。在我国, 占比较大的应该是出口商品和 FDI。

中国持有外汇储备的机会成本可表示为中国的企业、居民在国际资本市场筹集资金所支付的利息率, 或中国因投资外国债券而放弃国内固定资产投资的回报率。

概念读着拗口, 通俗的理解就是长期以来, 我国利用廉价劳动力、宝贵资源去“出口创汇”, 化身“世界工厂”, 放弃投资国内固定资产, 同时大量引入外商来国内投资。这自有其原因, 也是不得已而为之。但众所周知的事实是, 多年来, 中国逐渐成长为投资回报率相当高的新兴市场, 我国外汇储备总量及增速伴随沉重惯性脱缰前行, 而中国出口商品的利润保持低速发展。近年来体量巨大的外汇储备其增值率对国内固定资产投资回报率, 付出的机会成本有多大不言而喻。

第二是准财政成本。由于我国资本账户没有开放, 需要央行不断卖出本币买入美元, 为了避免过多投放人民币造成国内物价飞涨, 央行不得不在市场采取对冲措施。如发行央行票据、提高准备金率和银行贷款配额等, 而这些都是需要支付利息的, 去年开始国内市场利率高企, 于是这部分成本又增加了。

第三部分是资本损失的风险。比如汇率

的风险, 2005 年以来人民币对美元双边汇率已经累计升职了 35.7%, 对一揽子货币的实际有效汇率也升值了 32%, 金融危机和他国货币的大幅贬值对中国外汇储备的保值增值构成威胁。此外发达国家大搞 QE、固定收益债券价格下跌也是巨额外汇储备的风险成本。

外汇储备跑赢了什么

那么国际的情况是怎样的呢, 由于金融危机冲击, 发达国家普遍推行量化宽松、这些国家的本币、债券收益都不怎么样, 因此外汇储备的大部分配置自然难以获得高收益。这样两成本 - 收益相比较, 尽管难以厘定确切数值, 但或许很多人对“跑赢 CPI”会持保留态度。

当然, 外汇储备标的选择空间之窄, 体量之大, 都增加了外储管理保值增值的难度, 也超出了一般投资者所能想象。当天易行长在谈到外汇储备时候, 也提到目前外储量已经超过了最优储备量, 增加的边际成本已经大于了边际收益, 这一点表明他对外储的成本厘算大约了然于心。

此外从易行长在北大、和美国学习经济学并曾担任教授的经历来看, 笔者料想其不至于会不理解衡量外汇储备收益最佳的方式, 用 CPI 作比较或许是时间仓促、不得展开细论, 但是对于公众来讲, 并不希望被低估智商或只得到简单的解释, 而是希望易行长能践行他同样在会上说过的另一句话: “未来, 我们会逐步提高储备经营的透明度。”

任由增长危害经济

凡事过犹不及, 适量外储使一国在世界经济交往中有足够的资金保障和应对风险的能力。但过量外储会增加持有成本, 任由增长将成为一国经济不能承受之重。专家指出, 继续增加每一美元外储所带来的边际成本都远远高于潜在收益。

外储增加是央行在公开市场购买美元、吐出基础货币的过程, 增加过多会加剧流动性风险, 易出现通货膨胀和货币贬值情况, 也增加了央行对冲的成本。

李克强总理近日在访问非洲时表示, 对中国来说, 如果整体上贸易不平衡, 会给我们宏观经济调控带来极大的压力。他说, 比较多的外汇储备已经是我们很大的负担, 因为它要变成本国的基础货币, 会引发通货膨胀。

有专家指出, 如果外汇储备增速不降下来, 将会极大地影响我国的物价和房价的调控工作。此外, 过多短期资本流入形成的外汇储备, 容易导致经济“泡沫化”, 隐含着经济危机, 具有很高的风险性。

外储构成中, 美元资产占比大, 长期以来美元贬值已造成我国外储资产缩水。目前, 美国国债是外储重要投资对象, 美国政府一直稀释巨额债务, 等于将部分债务负担让中国承担了。中国社会科学院的一项调查认为, 不停地堆积外债, 等于将我们用宝贵的资源换回的资金低成本地交给外国使用。

保证投资安全

在国际经济金融形势动荡的背景下, 外汇储备对外投资的收益一直备受关注。黄国波透露, 在全球低利率的大环境下, 我国外储实现了不错的经营收益。目前我国外储收益率要远远高于被投资国家的通胀率, 这就意味着外储的购买力得到了维持和提升, 外储的安全性得到了保证。

而至于具体的收益率水平, 虽然没有披露, 但是外汇局国际收支司司长管涛介绍, 从国际收支平衡表上看, 2013 年我国对外投资收益是 1677 亿美元, 其中相当一部分是来自于外汇储备的投资收益。据测算, 2005 年到 2013 年我国平均对外投资收益率是 3.3%。

外汇储备不错的经营收益很大程度源于近年来推进多元化的资产配置。黄国波表示, 多元化的资产配置有效发挥了不同货币、不同市场、不同金融资产之间此消彼长的对冲效应, 综合平衡下来, 总体上实现了相当良好的收益。

市场一直有声音批评外汇储备的投资收益水平低于市场平均水平。对此, 黄国波强调, 外储的管理跟一般的投资有较大不同。外储要保持非常充足的流动性, 因此其首要功能不是去投资赚钱, 而是用来作为国家一般情况下和极端情况下对外支付能力的保障。所以储备管理的基本原则是安全性、流动性, 然后才是增值性。首先要保证充足的流动性就会拉低外储的整体收益率。

热钱不同“游资”

接近 4 万亿美元的外汇储备中蕴含多少热钱? 管涛表示, 我国外汇储备增长与我国实体经济活动密切相关, 基本可以用贸易和投资活动来解释。

据外汇局测算, 从 2001 年到 2013 年, 这 13 年经常项目顺差加上直接投资项下的净流入有 38 万亿美元, 同期交易形成的外汇储备资产增加是 37 万亿美元, 这就意味着过去 13 年的外汇储备增长基本上可以用贸易和投资活动来解释。



这个测算结果对于宏观调控部门有很强的政策含义。管涛解释, 这说明要减少国际收支顺差, 减少外汇储备的积累, 仅仅依靠控热钱是不够的, 还要从结构上找原因, 还是要加快经济发展方式的转变, 加快国内经济结构的调整。

而且在管涛看来, 我国的“热钱”与国际上理解的热钱并不是一个概念。国际上的热钱是国际“金融大鳄”来炒作国内的资产和货币, 但中国是内资, 是我国的企业和老百姓根据利差进行摆布。

根据外汇局的分析和在实践中的了解, 我国的热钱主要跟国内企业的财务运作有关系, 国内企业财务运作是顺周期的, 经济好的时候, 人民币有升值预期, 就把外汇换成人民币, 以人民币形式持有。用汇时要么欠境外的, 要么向银行借用对外支付。

关于未来外汇储备还会不会大量积累, 管涛判断, 由于国内加快经济结构调整, 转变经济发展方式, 经常项目收支会继续趋向更加平衡。另一方面, 我国鼓励企业走出去, 这样对外资本输出也会增加, 直接投资项下的流动也会从过去的净流入逐渐走向平衡。而且, 目前人民币汇率市场化程度不断提高, 人民币汇率出现双向波动, 抑制无风险的套利活动。所以未来国际收支基本上趋于平衡, 外汇储备积累的势头会逐渐趋缓。

解决之道 外储过多需双管齐下

数据显示, 截至今年一季度末, 我国外汇储备余额为 395 万亿美元, 居世界第一位。如何经营管理好这笔巨额财富, 国家外汇管理局总工程师黄国波和国际收支司司长管涛日前就我国外汇储备经营管理情况进行了解读。

黄国波认为, 巨额外储要分两方面看, 一方面, 1997 年以来, 全球经历了金融危机、欧洲主权债务危机等多次危机, 我国所受影响不大的一个重要因素是我国拥有非常大规模的、充足的外汇储备。未来金融和实体经济活动都需要充足外储提供信心支持。而另一方面, 外汇储备过快增长反映了我国国际收支失衡, 带来一系列挑战: 一是加大宏观调控难度; 二是增加央行资产负债风险; 三是加大外汇储备经营挑战; 四是资源、环境等其他成本也在不断上升。他认为, 外储继续增长的深层次问题是国际收支持续不平衡, 过快的增长继续严重透支国内的紧缺资源, 并带来严重的环境污染。“这么大代价创造的外汇不能被实体经济吸纳, 主要以金融资产的方式持有, 回流到海外, 直接收益和国家间接收益显然都已不足以抵消产生的问题和代价。”

管涛表示, 要解决外汇储备过多的问题应该坚持双管齐下, 解决好流量问题, 控制好收支平衡。主要措施就是加快推进经济发展方式转变和结构调整, 使经济增长由较多依赖投资、出口转向消费、投资、出口协调拉动, 以及在稳定出口的同时增加进口, 促进贸易收支平衡。另一方面要盘活存量, 不断创新和拓宽外汇储备运用渠道及方式, 提高外汇资源的使用效率。

针对社会上关于“这么多外汇储备为什么不用来投资国内基础设施或解决老百姓的养老、医疗问题”的质疑, 黄国波回应道, 外汇储备要在保障居民购汇需要的基础上满足支持实体经济的需要, 包括对国家一些重点对外合作项目和国家重点支持的产业提供外汇资金的支持。如果将外储用于国内基础设施建设, 并需要兑换成人民币结算的

话, 就会形成“二次结汇”, 套出人民币, 外汇储备并不会实质下降。

谈到外汇储备的收益率问题, 黄国波表示, 外储资产管理与一般投资有较大不同, 前者要持有非常充足的流动性, 因为外储的首要功能是作为一般情况下和极端情况下对外支付能力的保障, 而不是去投资赚钱。

外储高增长可能面临拐点

核心提示: 中国外汇储备高速增长可能面临重要拐点, 未来必须善用外储, 巧用外储, 设计好外汇储备管理战略, “控制增量, 优化存量”, 真正把好钢用在刀刃上, 提高外汇储备资产的资本能力和战略收益。

央行金融统计显示, 金融机构 5 月新增外汇占款下降 67%, 这也是继 4 月份降幅 38% 之后, 年内再次大幅下降。外汇占款下降对应的是外部资金流入减少, 这背后很可能意味着巨额国际收支顺差带来的中国外汇储备持续增长将迎来拐点。

从国家成立专门经营管理外汇储备的机构至今, 已经走过整整 20 年。这期间, 我国外汇储备规模从 500 多亿美元飙升至 39480 亿美元, 增长 78 倍之多。根据国际货币基金组织 (IMF) 估计, 截至去年 9 月底, 全球央行持有的储备资产价值 108 万亿美元, 是全球对冲基金管理资产价值的 4 倍以上, 仅中国央行就持有 332 万亿美元的储备资产, 为全球储备资产最多的央行。

毋庸置疑, 中国巨额外储的形成与巨额国际收支顺差直接相关, 特别是与中国在全球价值链的分工相关。上世纪 90 年代以来, 亚洲区域内贸易比重迅速上升, 东亚地区形成了以中国为核心与发达国家形成贸易顺差、与东盟和日本等地区形成贸易逆差的三角贸易模式, 所以越是经济不平衡, 亚洲尤其是东亚的外汇储备就越多。中国外汇储备从 2006 年突破 1 万亿大关, 到 2009 年突破 2 万亿, 2011 年突破 3 万亿, 2014 年突破 4 万亿, 年均增长率超过 30%, 远远超过同期 GDP 和进出口贸易总额的增长速度。

此外, 从全球货币体系及其资金流向角度看, 全球货币体系可以划分为“核心 + 夹心 + 外围”三个层次, 核心层是美国, 夹心层是日本欧洲, 外围层是新兴。过去核心层大量消费、外围层大量制造、夹心层扮演金融放贷, 但未来这一切必将发生重大改变, 美国正在改变消费驱动, 而转向“实体再造”, 发达经济体降低消费、增加投资, 标志着全球经济再平衡开始启动。

中国内部情况也正在发生改变。一直以来, 高储蓄率意味着较快的资产或财富积累, 但是未来随着中国人口老龄化进程的加速, 国内高储蓄状况将有根本性改变, 这将使原来的“储蓄 - 顺差 - 货币扩张”的循环被逆转, 进而导致货币扩张源头消失, 中国长期以来为美国提供低廉融资的时代也将趋于结束。数据显示, 中国经常账户盈余已从 2007 年占国内生产总值峰值的 10% 降至 2013 年的 21%, 较 2012 年下降 0.5 个百分点, 为 9 年来的最低水平。就经常项目内部结构而言, 一般货物贸易顺差萎缩的趋势已经大大超过服务贸易逆差、投资收益逆差的增长趋势, 未来经常项目顺差逐步收窄, 甚至出现逆差也不可避免。

经常项目与资本金融项目之间比例关系也正在发生改变。经常项目顺差形成的是权益性资产, 是积累下来的国际净财富。资本和金融项目形成的是债务性资产, 如外资流入等。我国这部分外汇储备是用人民币与美元相交换得来的, 主要包括外商直接投资和我国的外债。对我国而言, 这部分外汇储备是债务性资产, 不能随意动用。近两年, 中国经常项目顺差占比下降, 而资本和金融项

目顺差占比上升, 2013 年资本与金融账户顺差对外汇储备增长的贡献, 已经显著超过了经常账户顺差, 这意味着储备资产当中的负债部分增加。

由此可见, 中国外汇储备高速增长可能面临重要拐点, 未来必须善用外储, 巧用外储, 设计好外汇储备管理战略, “控制增量, 优化存量”, 真正把好钢用在刀刃上, 提高外汇储备资产的资本能力和战略收益。

根本出路在于调整经济结构

巨额外汇储备已成为中国的负担。统计显示, 2003 年, 中国外汇储备为 4932 多亿美元, 而到 2014 年一季度末, 外储达到 395 万亿美元, 预计年底到 4 万多亿美元无悬念。外汇储备 10 年增长 10 倍。

如何看待中国巨额外储是一个老话题。老话题之所以屡屡引发新兴趣, 主要是这个老话题的对象一直没有实质性变化: 即中国外汇储备还在较快增长。对此, 李克强总理近日在访问非洲时表示, 对中国来说, 如果整体上贸易不平衡, 会给我们宏观经济调控带来极大的压力。他说, 比较多的外汇储备已经是我们很大的负担, 因为它要变成本国的基础货币, 会引发通货膨胀。

确实如此, 巨额外储背后是庞大的外汇占款。截至今年一季度底外储高达 395 万亿美元, 对应的是央行账面上的 29 万亿元人民币外汇占款。这 29 万亿人民币外汇占款就是发行的基础货币。这么多没有商品价值保证出口到了国外的基础货币投放无疑对物价房价的冲击是巨大的。因此, 巨额外储带来的被动基础货币投放给物价带来的上涨压力乃至通胀压力不小。

巨额外储本身带来的价值损失是不可忽视的。外储主要是以美元或者美元资产形态存储的。但是, 多年来美国为了自己的长短期利益, 持续实行超宽松的货币政策包括利率接近于零, 先后实施多轮量化宽松政策。美元贬值, 美元资产贬值受损失最大的是外储大国, 中国当然首当其冲。中国手中无论持有美元货币或者美国债等美元资产, 账面损失不小。

巨额外储给中国管理和投资带来了挑战。本来面向世界范围内的投资中国就不占优势。而且, 巨额外储的保值增值给投资提出了要求。但是, 由于外储量太大, 投资的难度在于, 这么大量的外储无论在世界上买什么投资什么, 什么商品价格和投资价值都会暴涨, 最终出现高买低卖的交易局面。巨额外储置中国投资于两难选择之境地。

更严重的是巨额外储已经导致中国陷入到美元陷阱之中, 使得中国货币政策处于两难困境之中。从汇率上来说, 人民币继续升值的话, 不但出口被彻底打垮, 而且热钱将加速进入套利, 外储照样增加。如果人民币贬值, 刺激出口, 贸易顺差扩大, 外储仍然继续增加。无论汇率如何变化, 被动发行基础货币都将继续, 通胀隐患始终如影随形。从利率上分析, 如果降息, 货币贬值, 刺激本国经济, 促进出口, 热钱可能流出。但顺差必将扩大, 外储继续增加, 仍要继续被动发行货币。必将导致国内高物价高房价。如果加息的话, 人民币升值加速, 热钱加速流入, 外储同样会增加。这种货币政策上的两难选择貌似陷入到了美元陷阱之中。

造成中国巨额外储负担的主要原因是长期以来中国的经济结构问题, 即长期依靠外向型出口和政府主导的大投资来拉动经济。从时间点上, 在 2006 年中国外储突破万亿美元大关时就应该该痛下决心转型。将中国经济转到内需和消费为主上, 促使出口企业转型升级, 打造自主品牌、大力自主创新, 由中国制造向中国创造转变。现在反思, 当时错失良机。

社会上一个思潮是, 把货币超发的板子打在了央行屁股上, 这是不公平和不正确的。以笔者看, 央行在应对外储增加或者把解决巨额外储对货币政策乃至国内经济的影响上不但无过而且有功。央行应对外储增加的一个对策就是使用存款准备金率进行对冲, 将外储增加导致被动发行的基础货币关进笼子里。中国目前大型银行存款准备金率高达 20%, 这是世界罕见的, 比美国高出 10 个百分点。仅此央行就将近 22 万亿元(存款准备金率*各项存款)的基础货币关进了笼子里。也就是说, 巨额外储增加的基础货币投放并没有全部进入市场, 一大部分被央行关进了笼子里。

解决巨额外储负担的根本出路在于下决心调整经济结构, 下决心进行经济彻底转型。通过释放改革红利, 把经济运行转到以市场在经济资源配置上起决定性作用的体制上, 将民间民营投资的能量激发出来; 通过大力度放权减税让利, 将 13 亿人口的消费金矿开采出来; 通过出台系列优惠政策使得中国制造转变为中国创造, 出口附加值高的自主品牌和自主创新产品。要加大进口一些中国没有比较优势的产品, 比如: 高科技产品、高端制造业产品等。这是解决巨额外储负担的治本之策。