

外储减少是否造成国民财富损失

66 现在，人民币正进入贬值过程，市场参与者开始向央行卖出人民币，换取美元。当人民币充分贬值后，市场参与者将买回它们卖给央行的人民币。由于存在汇率套利空间（姑且不谈套息交易），那些先将美元卖给央行、现在又将人民币卖给央行的人将获得巨大利润（如果他们赌对了的话），而央行和公众则蒙受损失——这是假设央行代替公众持有资产。



■ 余永定 中国社会科学院学部委员

自 2015 年以来，中国的外汇储备迅速下降。最近几个月以来又有加快的趋势。这是十分令人担忧的。国过去三十年来通过“双顺差”积累了大量外汇储备，成为世界上外汇储备最多的国家，特别是成为美国国债的最大海外持有者。这种状况远非理想。作为人均收入世界

排名 94 的国家，中国本不应该积累如此之多的外汇储备，购买如此之多的美国国债，但是，不管怎么说，中国已经积累大量外汇储备。而外汇储备已经成为中国的重要财富——财富的积累来之不易。2015 年中国外汇储备减少了 5000 亿美元。可以想一想，这 5000 亿美元可以用来进口多少战略物资、高科技资本品和可以用来改善人民生活的消费品和服务！这难道不

是中国的巨大财富损失吗？

然而，学界对中国外汇储备的急剧减少，似乎并不太担忧。一种普遍的观点是：中国并不存在外汇储备损失问题。外汇储备减少只不过是“藏汇于民”。原来由外管局持有的美元资产变成了居民持有的美元存款，有什么可担忧的呢？

确实，中国央行卖出外汇储备时，会获得

人民币。在中国央行的资产负债表上，资产（外汇储备）和负债（基础货币）将同时减少。在正常情况下，即人民币没有较强升值或贬值压力的情况下，如果中国普通民众向中国央行卖出人民币换取美元，只是美元的持有者从央行变为民众而已，外汇储备没有流失。因为在这个过程中居民被视为是唯一的参与者，所以国民财富没有任何损失。

当人民币处于升值过程中，私营部门不愿持有它们赚取的美元，因此会把美元卖给央行。现在，人民币正进入贬值过程，市场参与者开始向央行卖出人民币，换取美元。当人民币充分贬值后，市场参与者将买回它们卖给央行的人民币。由于存在汇率套利空间（姑且不谈套息交易），那些先将美元卖给央行、现在又将人民币卖给央行的人将获得巨大利润（如果他们赌对了的话），而央行和公众则蒙受损失——这是假设央行代替公众持有资产。但是，在正常情况下，当所有市场参与者都是居民的时候，外汇储备减少仅涉及收入和汇率风险的重新分配——对某些群体有利，对公众不利。当然，这个问题的根本原因是汇率缺乏弹性。

目前，中国的资本外流包含套息交易平仓、资本外逃（有些和贬值预期有关，但很多都不是。这部分无论如何都会外逃）、投机资金做空人民币、家庭和企业（利用 5 万美元购汇额度）的资产多元化，以及外企将投资收入汇回本国。

对于各资金外流渠道在外储减少中起多大作用，以及非居民市场参与者在其中扮演的角色，很难进行量化评估。当然，上述的引起外汇储备减少的活动并非都会导致中国国民财富损失。比如，外企将投资收入汇回本国以及中国家庭持有更多美元存款不应被视为导致中国国民财富损失。

但在我看来，某些活动引起的外汇储备减少应被认为造成了中国的财富损失。比如资本外逃和做空导致的外储减少就造成了中国财富损失。做空活动一度在我国香港地区相当活跃。中国央行甚至干预离岸市场，卖出美元买入人民币，以惩罚投机者。然而，一些活动引起的外汇储备减少（如果只有居民参与）基本上只涉及收入重新分配，或许还有资源错配。比如，套息交易（加上套汇）就是很好的例子。但是，如果说非居民参与者在套息交易中扮演了重要角色，由套息交易平仓引起的外汇储备减少应被认为造成了中国的财富损失，因为它们带出境的美元多于它们带进来的。

政府必须在保存外汇储备和人民币汇率稳定之间做出选择。到目前为止，政府的选择是汇率稳定。两害取其轻，停止干预外汇市场，让人民币一次性贬值应该是一种更好的选择。如果停止干预，当尘埃落定时，中国将依然有 3 万亿美元的外汇储备。到那时，有如此巨大的外汇储备在手，中国还怕有什么困难无法解决呢？

日本首次销售负收益率国债

3 月 1 日，日本实施了破釜沉舟的金融举措，在一轮政府拍卖中销售了一批负收益率的新十年期债券。这轮销售是借款成本全球范围大幅下滑的最新迹象。随着各国政策制定者采取日益激进的举措刺激经济增长，借款成本的急剧下降已颠覆了人们对金融市场运作方式的原有认识。它还凸显出日本维持对央行非常规举措的支持所面临的挑战。目前，日本首相安倍晋三的“安倍经济学”经济增长政策已难以为继。

根据本周由日本经济新闻社发布的民意测验，日本央行宣布负利率政策所引发的混乱和不确定性，已导致 50% 的选民不满日本政府的经济政策。

继瑞士、瑞典、丹麦和欧洲央行之后，这一全球第三大经济体上个月也把短期利率降至零以下，以防止经济停滞和通货紧缩。欧洲央行预计下周会公布进一步货币宽松政策，而十年期德国国债收益率则只有 13 个基点。日本是继瑞士之后第二个以负收益率销售十年期国债的国家。去年 4 月，瑞士成为首个销售负收益率国债的国家。

日本拍卖价值 2.2 万亿日元（合 194 亿美元）、平均收益率为-0.024% 的 10 年期债券，意味着投资者付钱把资金借给日本政府 10 年时间。日本是七国集团(G7)中负债最高的国家。“如果有一天这发生在德国，我不认为那会让人感到惊讶。”花旗集团欧洲利率策略师彼得·格罗夫表示。

认购者几乎全部是希望短期持有这些债券、或者结清之前由于预期债券收益率落入负值而累积的空头头寸的交易商和投机者。交易商预计，大部分债券会在几周内直接回流入日本央行，成为一项债券购买计划的一部分。

据信日本最大的养老基金和银行等大投资者没有参与拍卖，因为基金管理行业正在根据负利率变成常态而发生扭曲的金融环境重新调整策略。

除了迫使许多投资产品在批发环节调整结构，野村分析师们警告，日本政府债券市场现在可能容易进入“合理价格不再明显”的常态阶段。分析师们将此次销售描述为在日本央行 1 月 29 日公布负利率政策后，降临在日本的一连串“不可避免的扭曲”中的最新一例。（FT 中文网）



在笔者看来，亚洲金融危机中，泰国一次性贬值的教训提示我们，认为一次性贬值策略可以解决问题太具有理想化色彩。在现实中，汇率波动往往会放大，预期非但不会因为一次性贬值而消退，反而使再一次贬值的预期更加强烈。

亚洲金融危机对当下的三点启示

■ 沈建光

2016 年刚开始，香港金融市场便遭受了大规模的冲击。港币兑美元汇率一度跌至 7.8295，创 8 年来新低。与此同时，香港股市恒生指数也于 1 月 20 日跌穿 19000 整数关口，创下 42 个月新低。更令人不安的是，曾在 1997 年亚洲金融危机中翻云覆雨的投资大鳄索罗斯近日直言不讳：全球面临通缩压力，中国经济硬着陆，做空了亚洲货币和美股。考虑到当前危机与 1997 年亚洲金融风暴越发相似，大有“山雨欲来风满楼”之势。

为防止危机进一步恶化，及时总结当时各国应对金融危机的经验与教训，十分必要。在笔者看来，为防止亚洲金融危机重演，中国的作用至关重要，亚洲金融危机的以下三点启示可以供参考：

一、货币一次性大幅贬值往往是危机的开端

回顾 1997 年亚洲金融危机，泰国央行放弃盯住汇率制度，允许货币大幅贬值是引发亚洲金融危机的导火索。

自 1984 年 6 月以来，泰国一直实行盯住“一篮子货币”的汇率制度，由于货币篮子中美元权重占比高达 80% 至 82%，泰铢对美元汇率长期维持在 25:1 的水平上，泰铢实际上即为盯住美元的汇率制度。而正如笔者在《美元周期与金融危机逻辑与应对》文章中所提，亚洲金融危机爆发之前的十余年内，美国经济由于面临着贸易与财政双赤字困扰，采取弱势美元战略，同期兑主要货币持续走弱。由于泰铢采取的是盯住美元制度，随美元贬值，危机爆发之前，由于出口竞争力较强，泰国经济自 1987—1994 年曾以平均 10% 的增速高速增长，十分抢眼。

然而，伴随着 1995 年美国经济复苏，美国互联网热潮的兴起吸引大量资金重新流回美国，美元开始进入上涨周期。盯住美元汇率制度下，泰铢随即也大幅升值，出口受到负面冲击，经常项目逆差迅速扩大。1995 年泰国经常项目逆差占 GDP 比重由 1994 年底的 5.5% 提升至 8%。同时，伴随着资金流出，前期泰国积累的房地产与股票市场泡沫相继破灭，泰国经济形势急剧恶化，泰铢面临越来越大的贬值压力。

正是看准泰国基本面的矛盾与汇率贬值压力，以索罗斯为代表的国际对冲基金自 1997 年初开始对泰铢发起了连续攻击，先利用向泰国银行借入泰铢远期合约，而后于现汇市场大规模抛售的方式做空泰国汇市。泰国政府采用外汇储备干预对抗做空势力，并一度将离岸拆借利率提高到 1000% 打击做空等，一度打压了做空势力。

然而，由于当时泰国的外汇储备只有

300 多亿美元，面对强大的贬值压力与高达 790 亿美元的中短期外债，做空态势很快又席卷重来。泰国的中央银行于 7 月 2 日放弃已坚持 14 年的泰铢钉住美元的固定汇率制度，实行有管理的浮动汇率制，虽然央行同时还宣布将利率从 10.5% 提高到 12.5% 以期一定程度上保卫泰铢。

面对泰国放弃盯住美元制度，国际社会，特别是 IMF 曾表示赞许，认为泰国央行此举意在走出当前经济困境，确保宏观经济调整和金融稳定。然而，其后泰国汇率市场的动荡之剧烈却远远超出预期。相对于取消盯住美元汇率之初，各界对泰铢会贬值至多 20% 的预期，当日泰铢便贬值了 18%，而其后续一路下跌？60%，大大超出泰国央行预期。与此同时，泰铢贬值引发的金融危机沉重地打击了泰国经济发展，引起泰国挤兑风潮，挤垮银行 56 家，泰国物价不断上涨，利率居高不下，流动资金紧张，股市大跌，经济陷入严重衰退。

在笔者看来，亚洲金融危机中，泰国一次性贬值的教训提示我们，认为一次性贬值策略可以解决问题太具有理想化色彩。在实践中，汇率波动往往会放大，预期非但不会因为一次性贬值而消退，反而使再一次贬值的预期更加强烈。一次性贬值很难达到所谓的理想中的合理水平，反而助长贬值大幅超出预期，造成难以挽回的后果。

当下，有建议人民币可以尝试一次性贬值 15% 或更多，以打消贬值预期。但与泰国当时贬值的逻辑相似，一旦中国贬值 15%，贬值预期必将放大，广大投资者会猜测下一次贬值是什么时候。而且，中国并非小国开放模型，一旦中国贬值 15%，其他新兴市场国家一定会跟着相继贬值，20% 甚至更多，就像去年 811 汇改时一样，这将使中国陷入更加被动的局面。跟着贬？显然，人民币贬值预期将更大。不跟着贬？则第一次贬值的效果适得其反。

此外，突然大幅贬值对出口商和美元债务企业和金融机构打击很大。所以，一次性大幅贬值非但不能解决当前的困境，还可能触发金融危机，实不可取。

二、增强资本流动可以，但重回资本管制需谨慎

面对 1997 年的亚洲金融危机，与其他国家实施的所谓 IMF 型策略不同，马来西亚拒绝求助于 IMF，转而实行资本管制，以期扭转迅速衰退的国内经济，震惊了当时的国际市场。马来西亚之所以做出此选择，主要原因是认为接受 IMF 救助的条件过于苛刻，如必须贬值本国货币，调高利率，紧缩信贷，加税以及向外国投资者无限制开放等，国内政策受制于人。与此同时，同期接受救助的国家表现并未得到好转，如印尼、泰国每况愈下，也坚定了马来西亚拒绝援助的决心。

具体来看，当时马来西亚采取的资本管制举措包括：冻结马来西亚公司在新加坡自动撮合股票市场（Central Limit Order Book Market，CLOBM）的一切柜台交易；于 1998 年 9 月宣布将林吉特对外汇率固定于 3.8 林吉特兑 1 美元；禁止林吉特衍生工具的使用；禁止马来西亚金融机构向非居民银行和机构提供国内信贷业务；禁止使用林吉特作为国际贸易发票货币，所有林吉特的离岸账户存款被宣布无效；允许在国外进行证券投资的国内投资者在 12 个月将资金撤回国内；禁止居民超过 1 万林吉特以上的海外投资等等。

马来西亚当时采取的资本管制举措震惊了世界，也遭到来自国际社会的广泛非议。从效果来看，短期资本项目管制确实取得了一定的效果，如极大地限制了国际投资者做空林吉特的活动，林吉特得以稳定在 3.8 对 1 的美元的水平，阻止了资本外流，短期内稳定了经济与金融形势。通过外汇管制，吉隆坡股市也逐渐稳定，金融时报证券交易所马来西亚股票交易所指数从 1998 年 9 月的 373.52 当年底反弹至 582.13，2000 年初反弹至 982.24。

然而，从马来西亚危机后近二十年的经济发展来看，危机时全面资本管制的后遗症并未祛除，其对投资者信心的影响是巨大的，最明显的例证便是危机之后，马来西亚从东南亚地区引资“优等生”（危机之前马来西亚经济发展与吸引外资总量仅次于新加坡）逐步沦为“差等生”。根据东南亚地区 FDI 资金流入的情况来看，1998 年，马来西亚 FDI 首次落后于泰国；2005 年，又落后于印度尼西亚之后；2008 年、2009 年，马来西亚对外资的吸引力甚至首次落后于越南与菲律宾。

对比当下，有观点建议，在当前人民币同样面临巨大贬值压力，外汇储备干预成本过高的情况下，如外汇储备去年 12 月单月下降 1079 亿美元，若此态势持续，外汇储备将面临重大考验，不妨效仿危机时马来西亚的做法，通过资本管制抵御危机。

但在笔者看来，启动资本管制虽然简单，短期内效果立竿见影，但根据马来西亚的教训，采取资本管制仍然是迫不得已之举，并非应对良方，使用之时还需慎之又慎。虽然其短期影响或许偏正面，但隐性负面影响却是极为深远的，不仅容易打击投资者信心，更容易产生政策反复，改革半途而废的担忧，长期还会引发资本外流与人民币国际化进程的倒退，得不偿失。因此，建议一方面继续放开资本流入的管制，暂停进一步鼓励资本流出的措施，特别是严堵资本外流的非法和灰色渠道，如地下钱庄等，另一方面通过反洗钱和宏观审慎工具，如采取托宾税的方式，降低资金外流的压力，稳定市场预期。