

# 中国外汇储备——成因、后果与对策

马兹晖

**摘要** 本文分析了中国外汇储备快速增长的原因、对经济的影响和发展趋势，探讨了各种政策可能产生的后果，得到以下结论：一、中国外汇储备增长仍将持续一段时间，2007年可能突破15000亿美元；二、中国外汇储备绝对数量超过经济实际需要，但并不太严重，值得注意的是增长速度过快；三、外汇储备过多对中国经济已经产生了一些负面影响并有可能越来越严重；四、目前很难通过贸易政策或汇率政策减少经常项目盈余；五、应逐步开放居民对外金融投资，减少资本项目顺差；六、外汇储备管理体制需要改革，但外汇储备中美元资产比例仍需维持在一定水平，外汇投资公司对解决储备过剩问题效果有限。

近年来，中国的外汇储备迅速增长。外汇储备持续增加的根本原因是什么？会对中国宏观经济产生哪些影响？外汇储备的增长是否可持续？中国应当采用哪些政策来应对外汇储备增长？现有的外汇储备应当如何管理？本节围绕以上问题，从微观和宏观角度全面分析中国外汇储备快速增长的成因和经济后果，并提出政策建议。

## 一、中国外汇储备快速增长

1980年以前，中国对外贸易和吸引外来投资都较少，外汇储备维持在较低水平。随着改革开放政策的实施，对外贸易高速发展，外资大量涌入，中国的外汇储备逐渐增加。从1981年到2006年，中国外汇储备增加了约400倍，下图为历年来中国外汇储备量。

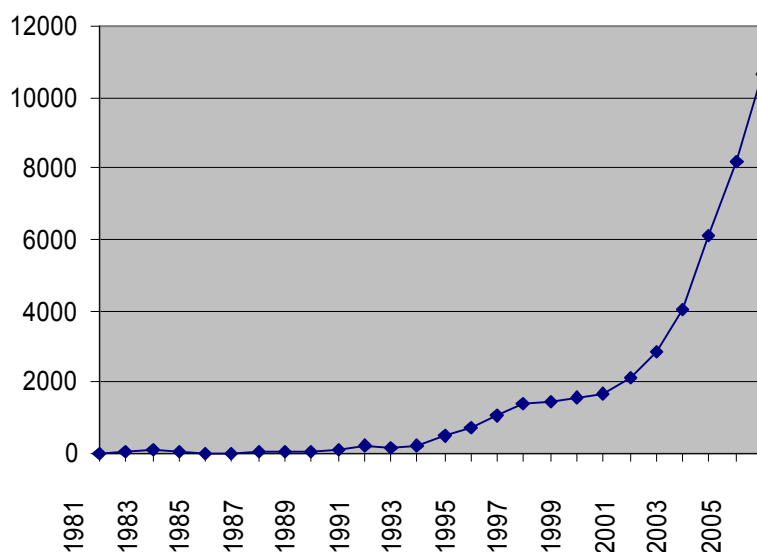


图 1：中国国家外汇储备（亿美元），1981-2006

数据来源：中国人民银行网站

从图中可以看出，从 1992 年以后，中国的外汇储备开始快速增长。1997 年，亚洲金融危机爆发以后，增长速度一度有所放慢，但从 2000 年起，增长速度再次加快。2006 年 10 月，外汇储备首度突破一万亿美元大关。到 2007 年 3 月，中国的国家外汇储备已达 1 万 2 千亿美元，居世界第一位。根据近年来的发展趋势，到 2007 年末，中国外汇储备可能达 1 万 5 千亿美元。

表 1 为 1991—2006 年中国国际收支平衡表主要各项。可以看出，经常项目和资本项目的“双顺差”是导致外汇储备快速增长的直接原因。1999 年以来，中国的经常项目和资本项目都出现巨额盈余，引起外汇储备大幅度增长。经常项目顺差主要来自于贸易顺差，图 3 显示了 90 年代以来中国各年贸易顺差。从 1991-2004 年，中国经常项目盈余总计为 301.7 亿美元，资本项目盈余总计为 394.8 亿美元，外汇储备增长是经常账户和资本帐户共同作用的结果。2005 年以后，经常项目盈余迅速扩大，超过资本帐户盈余一倍以上，成为外汇储备增加的主要来源。近年来外汇储备快速增长的主要原因是经常项目盈余，即贸易盈余的快速增长。

表 1: 中国国际收支平衡: 1991-2006, 单位(10 亿美元)

年	经常项目	资本项目	误差遗漏	储备变动	年	经常项目	资本项目	误差遗漏	储备变动
1991	13.3	8.0	-6.7	-14.6	1999	21.1	5.2	-17.8	-8.5
1992	6.4	-0.3	-8.3	2.1	2000	20.5	1.9	-11.9	-10.5
1993	-11.9	23.5	-9.8	-1.8	2001	17.4	34.8	-4.9	-47.3
1994	7.7	32.6	-9.8	-30.5	2002	35.4	32.3	7.8	-75.5
1995	1.6	38.7	-17.8	-22.5	2003	45.9	52.7	18.4	-117.0
1996	7.2	40.0	-15.6	-31.6	2004	68.7	110.7	27.0	-206.4
1997	37.0	21.0	-22.3	-35.7	2005	160.8	63.0	-16.8	-207.0
1998	31.5	-6.3	-18.7	-6.4	2006	249.9	10.0	-12.9	-247.0

数据来源：中国国家外汇管理局网站

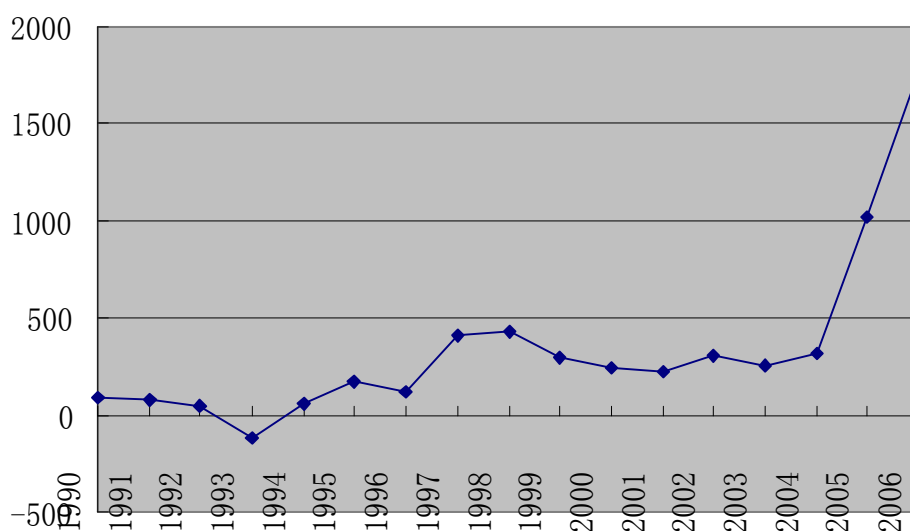


图 2. 1990-2006 年中国贸易顺差(亿美元)

数据来源：中国统计年鉴

中国对外贸易出现巨额顺差的原因包括内外两方面原因。

在外因方面，主要是美国经常项目巨额赤字引起的全球经济失衡。由于美国储蓄率太低，消费和投资需求旺盛，对世界主要国家和地区都出现贸易逆差，作为世界贸易大国的中国对美国贸易顺差也随之增加。其次，中国加入 WTO 协议中一些过渡条款到期，很多针对中国产品的保护措施逐渐取消，关税下调，中国产品在国际市场上竞争力加强，出口能力得到充分发挥。

在内因方面，一是中国大量青年人口进入劳动力市场，生产能力增长速度高于消费增长速度，储蓄率居高不下。第二，中国经济社会结构仍然处于快速变化中，社会福利体制尚不完善，居民有较高的储蓄意愿。第三，中国政治形势稳定，经济快速发展，基础设施建设完善，劳动力成本低，吸引了众多跨国公司来华建立生产基地。外资从 2001 年起大举进入中国，到 2004 年后形成生产能力，推动出口迅速增长。第四，由于各方面原因，人民币汇率存在一定程度的低估，加剧了贸易失衡。

在上述各原因中，有些因素是中短期因素，如人民币汇率问题和美国经常账户赤字问题；有些是长期因素，如全球生产基地向中国集中、储蓄率极高等。根据日本等亚洲国家的经验来看，即使短期因素消失，中国的贸易顺差仍然可能在相当长一段时间内维持。

有些国家在经常项目上也有巨额盈余，贸易顺差也很庞大，但这些国家通过对外投资——即资本项目赤字来平衡经常项目盈余。例如 2006 年德国的贸易顺差超过 2000 亿美元，比中国还高。但由于德国对东欧各国的巨额投资，资本项目赤字平衡了贸易顺差，德国的外汇储备仅为 417 亿美元，比 2005 年下降了 34.5 亿美元。但中国的资本项目不但没有成为资本输出的通道，反而在一定程度上加快了外汇储备增加。造成这一现象的主要原因有两点。

第一，良好的投资环境、低廉的劳动力成本和优惠的政策使得中国成为国际资本的首选投资地之一，吸引了大量外资涌入。第二，由于缺乏国际投资经验和各种资本管制措施，中国对外直接和间接投资都受到抑制。两方面因素相结合，使得中国资本账户上也出现了巨额顺差。预计这种状况在短期内不会改变。

## 二、 外汇储备规模——过剩还是不足

目前，中国外汇储备绝对规模极为庞大。但由于中国经济和贸易规模也相当大，绝对数量巨大并不代表必然意味着储备过剩。

各国持有外汇储备主要是由于两方面原因。

第一，实体经济方面的原因，即调节国际收支，维护国民经济稳定。目前，世界上每个国家都或多或少的与其他国家进行国际贸易。除了极少量的易货交易外，国际贸易都需要使用硬通货——主要是美元——结算。为满足国际结算需求，各国都必须持有一定规模的外汇储备。此外，持有一定规模的外汇储备可加强各国对各种突发性经济政治冲击的承受力，在进出口结构出现临时性失衡、短期外贸赤字大幅增加时，无需通过压缩进口的方式强制恢复贸易平衡，减轻对国内经济的不利影响。

第二，金融方面的原因，即提高国际信誉，维护宏观金融形势的稳定。持有一定规模的外汇储备能提高一个国家在国际金融市场上的声誉，增强外国投资者的信心，有利于降低融资成本，吸引外来投资。较多的外汇储备还能增强政府维护宏观金融的稳定能力，有助于防范和抵御金融危机和金融投机。亚洲金融危机爆发后，很多国家吸取了教训，采取了多种政策增加外汇储备。

对中国而言，除以上两点原因外，大量外汇储备还为将来的资本账户开放和人民币自由可兑换改革提供了坚实的物质基础。

国家持有外汇储备是由于以上原因,那么判断外汇储备是否过剩的标准就是现有外汇储备是否超过满足以上各点的要求。由于各国经济体制、产业结构、贸易和金融政策的差异,国际上并没有统一公认的指标判定一个国家的外汇储备水平是否合理。但我们可以通过一些相对指标进行国际比较。

实体经济方面的指标主要有外汇储备/进口额和外汇储备/GDP。外汇储备/进口额表示一国出口紧缩时维持进口的能力,而外汇储备/GDP则反映了一国进口需求大幅上涨时的调节能力。表2列出了中国历年来这两个指标的数值。

从表中可以看出,从2000年起,外汇储备/货物进口额和外汇储备/GDP的比例持续上升,到2006年底,外汇储备/货物进口额达1.347,也就是说,即使中国的出口全部停止,现有外汇储备也足以维持1年3个月以上的进口。一般认为,这一比例达到1就能充分抵御各种外部冲击。外汇储备/GDP的比例从1996年的0.130上升至2006年的0.397,10年间增加了200%,这一比例也远高于大多数发展中国家。例如,2005年,印度的外汇储备/GDP为0.16。总体来看,中国的外汇储备明显超过了实体经济的需要。

	外汇储备/ 货物进口额	外汇储备/ GDP	M0/ 外汇储备	M1/ 外汇储备	M2/ 外汇储备
1996	0.757	0.130	1.008	3.265	8.714
1997	0.983	0.158	0.878	3.003	7.847
1998	1.034	0.156	0.934	3.246	8.707
1999	0.933	0.158	1.051	3.580	9.364
2000	0.736	0.156	1.069	3.877	9.821
2001	0.871	0.181	0.893	3.409	9.014
2002	0.970	0.223	0.729	2.990	7.804
2003	0.977	0.278	0.592	2.520	6.628
2004	1.087	0.317	0.425	1.901	5.034
2005	1.241	0.369	0.358	1.599	4.454
2006	1.347	0.402	0.321	1.496	4.107

资料来源: 根据《中国统计年鉴》、*International Financial Statistics* 数据计算得到

但是,从宏观金融角度来看,我们可以看到问题的另一面。货币量/外汇储备是描述一个国家防御货币危机的指标。这一比例越大,表示国家抵抗投机性货币攻击的能力越弱,在发生资金外逃时越难保持本国货币汇率的稳定。表3中分别列出了中国历年来M0、M1和M2与外汇储备之比。

从表中可看出,从2000年以来,随着外汇储备增加,三个货币量/外汇储备指标都呈下降趋势,中国抵抗货币危机的能力在上升。但是,相对于世界其他国家,中国的相关指标仍处于较高水平。到2006年底,中国的三个货币量/外汇储备指标比许多发展中国家,包括亚洲金融危机爆发前的亚洲诸国都高。例如,2006年印度的M1/外汇储备=1.127, M2/外汇储备=3.824,都低于中国。虽然由于中国资本项目尚未开放,人民币不能自由兑换,短期内爆发货币危机的可能性较低,但随着中国履行加入WTO的承诺,逐步开放金融市场以后,爆发金融危机的风险会加大。从金融领域来看,在中国目前流动性过剩较为严重,且正在推进金融改革,中国的外汇储备并不显著过剩。

总之,中国的外汇储备超过了实体经济的需要,但考虑到金融领域的潜在风险,中国仍需维持较多的外汇储备。从数量来看,中国的外汇储备尚未出现严重过剩,不需要大规模减少储备。但值得注意的是,由于近两年外汇储备增长速度很快,未来可能会出现过剩。

### 三、 外汇储备增长的经济影响

近年来外汇储备的快速增长对中国经济产生了多方面的影响。一方面，大量的外汇储备是中国经济发展带来的物质成果，为进一步发展提供了坚实的物质基础，有助于防范外来冲击和金融风险，维持宏观经济的稳定协调发展。但另一方面，外汇储备增长过快也造成了一些不利的影响。

首先，外汇储备的增加直接导致中国基础货币投放量不断增加，加剧了流动性过剩问题，通货膨胀压力不断加大。如前所述，中国外汇储备的增加主要来自外贸盈余和外资流入。获得盈余的出口企业和外国投资者通过商业银行等金融机构把外汇转换成人民币，金融机构再把外汇出售给中国人民银行，换得人民币。因此，每一单位外汇储备的增加都意味着等值的基础货币流入了市场。央行外汇储备引起的基础货币发行称为外汇占款。2000年以来，外汇占款不断上升，成为中国基础货币的主要组成部分。到2007年4月，央行总资产中外汇资产的比重高达68.6%，储备货币中外汇占款比例达77.3%。外汇储备增加造成基础货币增加，通过货币乘数的作用进一步导致M1、M2的增加，引起流动性过剩。流动性过剩进而引发资产泡沫和加大了通胀压力，加剧了经济过热的风险。

其次，外汇储备增加还加大了人民币升值压力。在市场上普遍存在人民币升值预期、外汇供过于求的环境下，外汇储备增加更强化了这一心理，吸引更多的外汇快速进入。虽然中国仍然实行较严格的资本管制措施，短期资本流入和流出受到多种限制，但一些国际热钱仍然采取多种措施规避管制，流入了中国并兑换为人民币，导致外汇储备进一步增加，升值压力越来越大。

第三，外汇储备增加削弱了政府实施货币政策的能力，不利于政府对经济的调控。目前中国存在流动性过剩问题，央行有意实施稳健的货币政策适度收缩。但巨额外汇储备严重弱化了货币政策的效力。一般来说，中央银行主要通过提高贴现率即加息、提高准备金率和公开市场业务三种方式实施货币政策。但在目前的环境下，提高贴现率会增加持有人民币的吸引力，引起外资流入，造成外汇储备进一步增加，而货币量却不会显著减少。由于流动性严重过剩、银行系统存贷差巨大，上调准备金率效果也不明显。在公开市场业务方面，由于外汇占款数额太大，央行已经通过大量发行央行票据，对冲外汇流入引起的基础货币增加，这使得央行开展公开市场业务的能力受到严重限制。

第四，中国获得巨额的贸易盈余而对外投资较少，容易引起国际贸易争端。一些国家的政治势力为了集团利益，把中国作为失业等问题的替罪羊，指责中国操纵货币和补贴出口。一些逆差国利用世贸组织的规则，限制中国产品出口，保护本国产业。目前，在世界范围内，中国是被反倾销最多的国家。不过，到目前为之，中国面临的贸易争端的规模仍然不大，虽然个别产品、在个别国家的出口受到一定冲击，但尚未对整体出口产生严重影响。

第五，外汇储备过多使中国面临汇率风险。一般认为，目前人民币汇率存在一定程度的低估。如果人民币升值，人们按升值后的汇率回购外汇，央行将蒙受损失。

总体来说，外汇储备持续增加对中国经济有利有弊，但利与弊主要都是潜在的、未实现的。从发展趋势来看，储备增加的有利影响正在减少，不利影响逐步增加。

### 四、 发展趋势和政策调整

进入2007年以来，由于出口强劲增长，外汇储备继续快速增长。2007年1-5月，中国对外出口同比增长27.8%，达4435.3亿美元，而进口为3578.1亿美元，同比增长19.1%，贸易盈余达857.1亿美元，同比增长83.8%；中国实际使用外资金额为252.58亿美元。仅今

年1-3月份,外汇储备就增长了1357亿美元。照此趋势发展,2007年底外汇储备将突破15000亿美元。

为防止和减轻外汇储备增长过快可能带来不利影响,有些学者主张应实施某些政策来减少贸易顺差和外资流入。下面分析各种政策的可行性。

从减少贸易顺差的角度来看,可以采用的对策是增加进口,减少或控制出口增长速度。从目前中国的经济形势来看,短期内无论是增加进口还是减少出口都存在着较大困难。由于消费率较低,储蓄率居高不下,虽然投资率连年高速增长,但储蓄投资缺口依然庞大,总需求仍然不足。在这种情况下,进口增长受到抑制。储蓄率高、消费率低、内需不足是多方面原因造成的,只能随着经济结构调整才能逐步消除。结构调整不可能在短期内完成,因此短期内进口很难大幅增长。在出口方面,中国出口增长主要是国际市场需求拉动的,出口是近年来中国经济增长的重要源泉,为追求贸易平衡抑制出口将使中国经济增长放缓,代价过高。

除了调整贸易政策外,调整汇率也能影响贸易平衡。

自从2005年7月22日,中国人民银行实施新的汇率制度以来,人民币兑美元一直维持稳定上升趋势。2006年下半年以来,升值速度有所加快。到2007年6月15日,兑美元汇率为7.62比1,汇改后累计升值约6%,幅度可观。

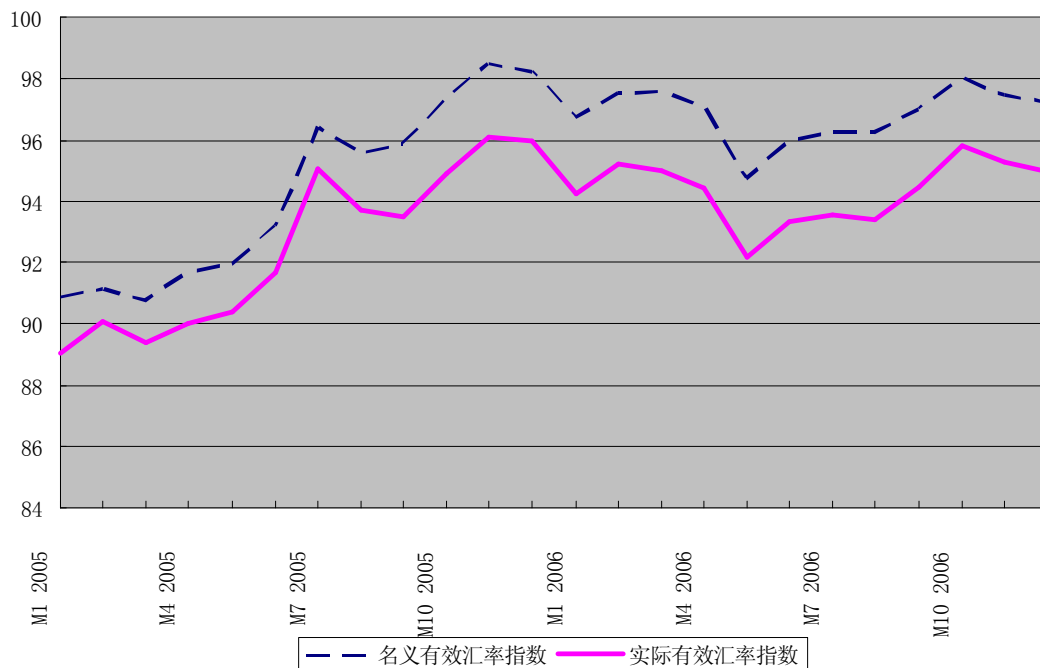


图3: 人民币汇率指数:2005年1月——2006年12月

然而,由于同期美元对世界主要货币特别是欧元走弱,在人民币对美元升值的情况下,对欧元反而贬值了约1.36%。根据国际货币基金组织公布的名义有效汇率指数来看,到2006年12月底,人民币总体仅升值1%左右。而同期中国通货膨胀率低于世界水平,进一步弱化了人民币升值的实际效果。国际货币基金组织公布的实际有效汇率指数是结合价格水平和名义汇率变动,全面衡量实际汇率变动的指标。到2006年底,人民币实际有效汇率指数基本上与2005年7月汇改后处于同一水平。图3显示了人民币名义和实际有效汇率指数的变动轨迹。可以看出,人民币汇率调整较为缓慢。如果考虑中国经济高速发展产生的巴萨萨——萨缪尔逊效应,人民币汇率可能进一步偏离了均衡水平,低估问题更加严重。显然,人民币汇率调整速度应加快。

但是，加快人民币汇率调整是否就能有效减少贸易盈余，减缓外汇储备的增长速度？在当前全球经济形势下，汇率升值对减少贸易盈余的作用有限。

	2004	2005	2006
亚洲	-73.9	-75.1	-69.7
中国台湾	-51.2	-58.1	-66.4
韩国	-34.4	-41.7	-45.3
日本	-20.8	-16.4	-24.1
中国香港	89.1	112.2	144.6
非洲	-1.8	-2.4	-2.1
欧洲	33.4	69.2	100.5
英国	10.2	13.5	6.5
荷兰	15.6	22.9	3.7
拉丁美洲	-3.5	-3.1	1.8
北美洲	81.2	118.5	152.2
美国	80.3	114.3	144.3
大洋洲及太平洋群岛	-3.2	-5.1	-5.3
<b>总计</b>	<b>32.1</b>	<b>102.0</b>	<b>177.5</b>

数据来源：《中国统计年鉴》和海关网站

表 3 列出了 2004—2006 年间中国与世界主要国家和地区的贸易差额。从表中可以看出，中国对不同国家和地区的贸易平衡存在很大差异。盈余主要来自对北美和欧洲贸易，对亚洲、非洲、大洋洲存在贸易逆差，对拉美则基本平衡。中国的这种贸易差额结构主要是国际产业分工引起的，中国从资源相对丰富的亚洲、非洲、拉美、和大洋洲进口原材料，向欧洲和北美出口制成品。这种两头在外的贸易结构较少受到汇率调整的影响。另一方面，中国消费需求不足是结构性的，汇率调整对消费的刺激作用也较弱。因此，人民币升值对减少贸易盈余的作用有限。近年来美国的贸易赤字问题从反面证明了汇率调整对恢复贸易平衡的局限性。2002 年以来，美元实际汇率贬值了 20% 左右，但贸易逆差的绝对值和占 GDP 的比例却不断扩大。

在目前的环境下，人民币汇率升值对于恢复内部均衡和外部均衡是有帮助的，但只有人民币大幅快速升值，才会对贸易平衡产生显著影响。但由于中国金融市场发展还不成熟，企业和金融机构控制汇率风险的能力较弱，难以承受人民币大幅升值对经济的冲击，人民币汇率调整仍然只能采用“小步快走”的调整战略，短期内通过汇率调整恢复贸易平衡很难实现。

通过经常项目调整减缓外汇储备增长成本太高，难以实施。下面分析是否可以通过减少资本项目盈余来减缓外汇储备增长速度。

中国是吸引外资最多的发展中国家。到 2007 年 5 月，中国累计实际利用外资 9038.76 亿美元。外资是推动中国经济高速发展的重要因素之一，但外国投资高度集中于制造业和贸易品生产部门，对产业结构、环境、民族产业发展方面造成了一些不利影响。此外，对于外资企业是否真正促进了中国对外贸易发展、产业升级等也存在一些争议。随着中国自有资金的积累、外资优惠政策的弱化和外资的饱和，从 2005 年起，实际利用外资额已连续两年下降，但下降速度缓慢。

由于经济发展速度较快，投资回报率高，加上人民币汇率处于升值通道，中国对外资的吸引力依然不减。2007 年 1-5 月实际利用外国直接投资出现反弹，同比增加 9.87%。虽然即将

实施的两税合并政策对外国直接投资会有所抑制，但随着中国减少资本项目投资的限制，外国对金融领域的投资将逐步增长，预计今年乃至未来数年内外资流入都不会显著下降。

为保持宏观政策的稳定性和连续性，两税合并改革后，短期内不宜再次调整外资政策。外资继续大量流入的局面难以改变，通过减少外资流入的方法减少资本项目盈余较为困难。

当前较为可行的减缓外汇储备增长的途径是增加对外投资，减少乃至消除资本项目盈余。由于中国对外金融投资受到严格管制，对外直接投资是资本输出的主要形式。

图 4 为 1991 年以来中国对外直接投资的存量和流量。可以看出，2004 年以后，中国对外投资迅速增长。2003 年中国对外直接投资当年流量为 28.5 亿美元，居世界第 25 位，占全世界 FDI 流量的 0.5%，对外直接投资存量为 332.2 亿美元，居世界第 27 位，占全世界 FDI 存量的 0.3%。2005 年底，中国对外 FDI 当年流量增长到 122.6 亿美元，升至世界第 17 位，占全世界累计存量比重升至 1.57%，存量达 572.1 亿美元，为世界第 25 大投资国，占全球投资存量的 0.54%。目前，中国已成为亚洲第三大对外投资流量国，仅次于日本和香港特区而高于新加坡和韩国，在发展中国家中仅次于俄罗斯。在存量方面，中国在亚洲地区仅次于香港特区，日本，台湾省和新加坡，在发展中国家中仅次于俄罗斯和巴西。

中国对外直接投资的一大特点是中央企业是最主要的投资来源。历年来，中央企业的对外投资流量占全国总流量的比例都维持在 80% 左右，而央企大量投资于购买其它国家的资源。2005 年底，中国石油天然气集团公司和中国海洋石油总公司是中国对外直接投资存量最多的两家公司。

民营企业对外投资也在发展，如联想公司收购 IBM 公司个人电脑业务，TCL 集团与法国汤姆逊合资组建合资企业 TTE 等。但从多个海外投资案例来看，结果都并不理想，甚至导致巨额损失。

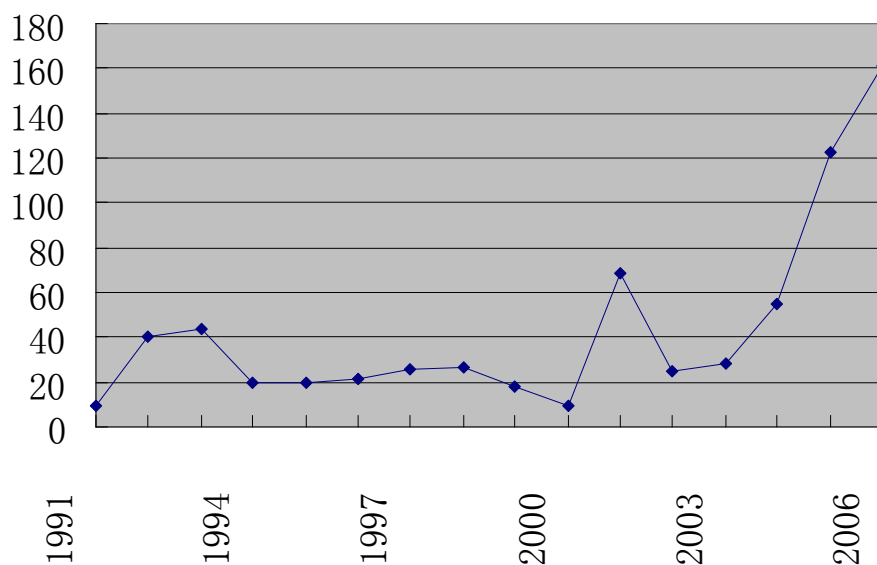
虽然近年来中国对外直接投资快速增长，但未来发展仍然面临一些问题。目前中国对外投资主体以央企为主，由于体制方面的原因，央企投资容易偏离利润目标，且政府背景不利于中央企业在一些国家开展投资业务。民企对外投资较少的原因主要有三点：民企相对规模较小，开展海外投资能力有限；国内投资回报率高，对外投资吸引力不足；管理体制不够健全，缺乏海外投资的经验和管理能力。这些不利因素在短期内难以消除，对外直接投资进一步扩大受到限制。事实上，经过 2004、2005 年连续两年高速增长之后，2006 年对外直接投资增速已有所放缓，预期 2007 年增速还将继续下降。在中短期内，通过对外直接投资平衡中国的资本项目盈余进而控制外汇储备增长速度较为困难。

我们认为，逐步、适度开放居民对外金融投资是化解外汇储备增长过快的可行之策。中国居民储蓄率较高，投资意愿强烈，但由于金融市场不够成熟，投资渠道不畅通，选择较少，因此除银行储蓄外，居民投资主要流向国内房地产市场和股市，推动房价和股价持续上涨。海外金融市场较为成熟，如果适度开放居民对外投资渠道，通过居民对外投资吸收大量外汇，将能减轻央行外汇储备不断增加的压力。

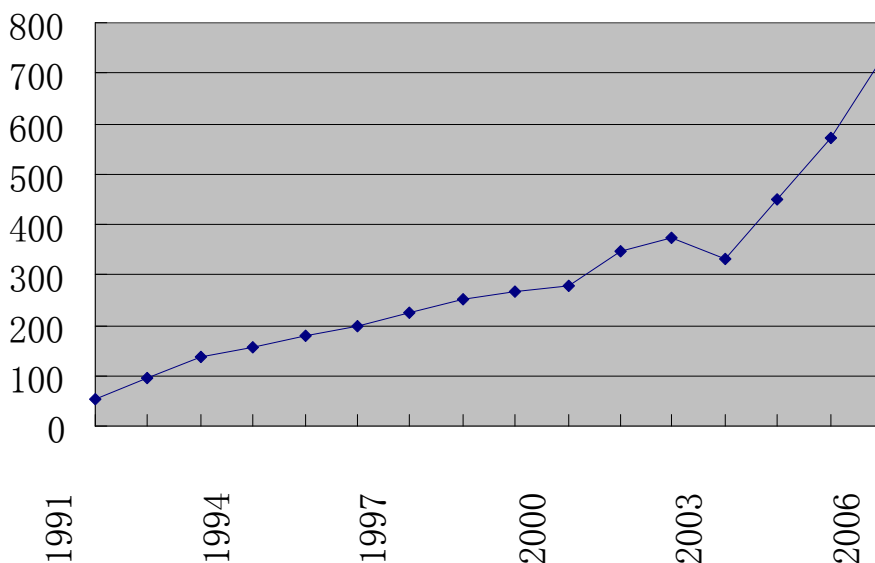
一个值得注意的问题是居民是否有对外投资的意愿？银监会早已授权一些金融机构推出 QDII 产品，但 QDII 的投资对象受到严格限制，风险较低但收益也低，对客户缺乏吸引力。事实上，中国居民有强烈的对外投资意愿，并已有相当一部分居民通过各种方式把外汇资产流到香港等地进行海外金融投资。这种零散的投资既不合法，也不安全，成本也较高。如果允许居民通过国内金融机构代理，直接投资于海外金融市场，直接购买在海外上市公司的股票等金融资产，将极大提高居民的海外投资意愿。

开放居民海外投资是否会引致资本外逃？这一问题可通过对居民投资数额、资金提取等进行一定限制加以控制。相对于目前存在的资本外流途径，适度开放居民海外投资不会显著加剧资本外逃。





(a)中国对外直接投资流量（亿美元）



(b)中国对外直接投资存量（亿美元）

图 4：中国对外直接投资 1991-2006

数据来源：1991-2002 年数据来自联合国贸发会议 FDI 数据库，2003-2006 年数据来自商务部网站

考虑香港金融市场较为完善，且地理上、经济上与内地联系密切，可考虑开放对香港股票市场投资作为试点，如果效果良好再进一步开放对新加坡、美国和英国市场的投资。当然，为避免对国内房地产和股票市场造成太大的冲击，开放过程必须是逐步的、稳健的。

总之，在目前的环境下，通过经常项目调整或对增加外直接投资减缓外汇储备的快速增

加存在较大困难，开放居民海外金融投资是较为可取的方法。如果每年居民海外金融投资吸收数百亿美元的外汇，可以显著减轻外汇储备增加的压力。

## 五、 外汇储备管理

如前所述，由于经常账户和资本账户双顺差，中国的外汇储备不断增加。由于中国经济结构的特点，在一段时期内外汇储备的增长仍将持续。如何有效管理巨额外汇储备是当前面临的一个重要问题。

对目前中国持有的巨额外汇储备，有几种常见的误解需要澄清。

第一，外汇储备并不是中央银行或政府的净资产，不可用于公共福利支出。在中央银行的资产负债表上，伴随外汇储备——央行的资产——增加，央行的负债——外汇占款或央行票据——也会随之增加。外汇储备增加并不意味着央行或政府的净资产增加，外汇储备可用于投资实现保值增值，但不能用于公共福利支出。

第二，美元兑欧元、日元的贬值并不必然意味着中国财富的损失。中国外汇储备的绝大部分是以美国国债的形式持有，当美元兑其它主要货币如欧元、日元贬值时，外汇储备价值有所下降。但从另一方面来看，中国的外债主要是以美元计价，美元贬值也意味着债务负担有所减轻。更主要的是，美元仍然是人民币汇率的主要名义锚，美元对其他货币贬值通常会间接引起人民币对这些货币贬值，从央行的角度来看，央行的负债即外汇占款或央行票据的价值也会下降，可以对冲央行资产的损失。中国的出口主力——外资企业是产生贸易顺差和资本账户盈余的主要来源，如果外资企业要汇出利润，最终需要把人民币兑换为美元，它们将成为美元兑其他货币贬值损失的主要承担者。从另一个角度来看，如果人民币对世界主要货币都升值，无论以何种形式持有外国资产，都必定会造成一些财富损失。

第三，强制结汇政策不是外汇储备增加的主要原因。中国实行强制结汇政策，企业收到的外汇要强制出售给银行，不能保留外汇账户。有人认为这是造成外汇储备增加的主要原因。事实上，由于人民币升值预期和外汇收益率偏低，企业缺乏保留外汇的意愿，结汇热情很高，因此即使实行自愿结汇，企业也不会持有太多外汇，取消强制结汇不会对外汇储备增加产生明显影响。

目前，央行掌握的外汇储备主要用于购买安全性较好，流动性较高的债券，特别美国国债。美国国债收益率较低，且美元处于贬值阶段，这种外汇管理模式引起了一些争议，主张改革外汇储备管理的声音不断。

有一种看法主张采用新加坡淡马锡模式，央行保留部分储备应付国际收支和突发事件，其余部分通过建立外汇投资公司进行管理，寻求更高收益。我们认为，成立外汇投资公司在一定程度上有利于加强外汇储备的保值增值，缓解外汇储备剧增的压力，但由于中国的以下几方面原因，外汇投资公司不能作为解决外汇储备过剩的主要渠道。

第一，中国金融市场不发达，国有公司治理结构不完善，缺乏国际投资经验。从国际经验来看，国有投资公司较为成功的案例是新加坡淡马锡，但是淡马锡的成功有赖于新加坡高度发达的金融市场和完善的国有公司治理结构，且淡马锡是从国内投资起步，逐步扩展海外业务发展起来的，在长期的发展过程中积累了丰富的投资经验。目前，中国金融市场还不成熟，公司治理结构存在诸多问题，更缺乏在国际金融市场上的投资经验。如果急于通过外汇投资公司开展海外投资业务，很可能会成为国际金融投机商的攻击目标，导致重大损失。近年来发生的国储铜、中航油事件就是前车之鉴。

第二，中国仍然是债务国，且未来会面临跨国公司利润汇出压力，金融稳定性和金融风险承受能力低于发达国家，外汇储备管理需要坚持安全第一的原则，这一目标可能会与外汇投资公司的盈利目标产生冲突。

第三，中国外汇储备资产极为庞大，即使只是拨出部分资产由外汇投资公司运营，也会对国际金融市场产生重大冲击，而外汇投资公司的政府背景可能使经济问题变成政治问题。根据一些专家的意见，外汇投资公司初始投资规模为 2000 亿美元，这已经远远超过淡马锡约 1000 亿美元资产的规模，且淡马锡在新加坡国内资产占其总资产的比例很高，而外汇投资公司将主要面向海外。2005 年 2 月 22 日，韩国政府成立政府投资公司运营 200 亿美元外汇储备，消息宣布当日美元汇率指数即贬值 1.3%。外汇投资公司正式成立运作以后，可能引起更强烈的冲击。未来外汇投资公司的运作中，任何重大决策都可能引起政治联想，甚至引发国际政治冲突。

第四，在目前环境下，中国外汇储备还会继续增加，除非央行频繁向外汇投资公司注资，否则很快又会出现央行外汇储备过剩。

综上所述，我们认为，在目前环境下，外汇投资公司对解决外汇储备过剩问题的效果有限，优化外汇储备管理将是一个长期渐进的过程。

目前，外汇储备管理应坚持以下原则。

第一，安全第一原则。外汇储备是维护国家经济稳定的重要资源，关系到国家经济安全，必须坚持安全第一。外汇资产组合中安全性高的高等级的发达国家政府债券特别是美国国债仍需维持较大比重，规避金融市场波动。

第二，货币匹配原则。根据汇率制度和债务结构分配投资组合，避免货币错配，尽量控制国际市场汇率波动对中国经济的冲击。

第三，增量调整原则。随着人民币汇率弹性增加，外汇储备中美元资产的比重应逐步减少。但调整过程中应避免对原有资产进行大规模调整，以免引起国际金融市场波动。主要应使用新增外汇储备购买其它货币资产，通过增量调整的方式改变投资组合。

第四，鼓励藏汇于民。在条件许可的前提下，减少民营企业和居民购买海外资产的限制，鼓励民间持有有一定规模的外汇，实现藏汇于民。

## 六、 总结

本文分析了中国外汇储备快速增长的原因、对经济的影响和发展趋势，探讨了各种政策可能产生的后果，得到以下结论：一、中国外汇储备增长仍将持续一段时间，2007 年可能突破 15000 亿美元；二、中国外汇储备绝对数量超过经济实际需要，但并不太严重，值得注意的是增长速度过快；三、外汇储备过多对中国经济已经产生了一些负面影响并有可能越来越严重；四、目前很难通过贸易政策或汇率政策减少经常项目盈余；五、应逐步开放居民对外金融投资，减少资本项目顺差；六、外汇储备管理体制需要改革，但外汇储备中美元资产比例仍需维持在一定水平，外汇投资公司对解决储备过剩问题效果有限。

## 参考文献

- Cheng, L. and Ma, Z. 2007. "China's Outward FDI: Patterns and Underlying Determinants", Memo, Hong Kong University of Science and Technology.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. 2006. "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER working paper No. 10869