

中国巨额外汇储备 的困境与管理

翟晓英¹, 李晓锦²

(1. 山西大学 经济与工商管理学院, 太原 030006; 2. 浙江财经大学 工商管理学院, 杭州 310018)

摘要: 中国外汇储备的迅猛增长增加了货币政策的操作难度, 加剧了国内的通货膨胀并促使人民币升值, 同时, 大大增加了储备成本和储备风险。面临巨额外汇储备带来的困境, 探讨了同样拥有巨额外汇储备的新加坡管理外汇储备的先进经验, 提出了改善中国外汇储备管理体制的相关建议。

关键词: 外汇储备; 货币政策; 通货膨胀; 外汇储备管理体制

中图分类号: F830.92

文献标识码: A

文章编号: 1004-972X(2008)04-0096-03

我国的外汇储备规模已跃居世界第一位, 体现了我国足以影响世界的经济实力, 有利于增强国外投资者的信心和吸引外资, 提高我国对外偿付能力, 增强防范金融风险的能力, 从而维护金融体系稳定和国家经济安全。然而在肯定外汇储备增长的重要意义及其正面效应的同时, 我们也应该看到外汇储备的迅猛增长会给我国经济带来一些深刻和潜在的负面影响。

一、中国巨额外汇储备的困境

1. 外汇储备持续增长会增加货币政策的操作难度

(1) 影响机制。在开放经济条件下, 中央银行新增的基础货币的投放由两部分组成, 一是与国内信贷对应而发放的基础货币; 二是外汇占款, 即兑换新增外汇储备而发放的基础货币。一般认为, 外汇储备增加, 外汇占款增加, 在其他条件不变的情况下, 中央银行的货币投放也随之增加。因为根据现代货币供给理论, 外汇储备与货币供应的一般关系为: $M_s = B + k(D + R) * k$ 。式中, M_s 为货币供应量, B 为基础货币供应, D 为国内信贷, R 为国家外汇储备, k 是货币乘数。因此, 开放经济条件下, 一国的外汇储备与国内货币供应有着密切关系, 外汇储备变动成为货币供给的重要渠道, 外汇储备占款成为中央银行的一项资产, 具有高能货币的性质, 通过乘数效应可以对货币供应产生成倍的放大作用。

(2) 对货币政策的影响。外汇储备增长影响货币政策的结构。在外汇储备迅猛增加而导致货币供应量被动扩张的同时, 央行为了控制货币供应量, 必然会压缩除外汇占款以

外的其他基础货币投放渠道, 从而使货币供给结构发生变化。中央银行由于增加外汇储备而增加的货币投放对象是资金相对充足的外向型企业、行业 and 部门; 而内向型企业、行业 and 部门由于央行压缩了其他基础货币投放渠道, 使其资金会相对短缺。这种资金流向结构上的失衡, 会随着外汇占款的比例上升而加剧, 而货币投放结构的不稳定性会使我国货币政策的政策效力受到一定的限制。

外汇储备增长降低货币政策主动性。国际收支的双顺差导致中国外汇储备的迅猛增长, 在目前的强制结售汇制度下, 中央银行被动地入市干预以维持汇率的稳定, 通过外汇占款形式投放了大量的基础货币, 再通过货币乘数的放大效应极大地增加了货币的供应量。而货币供应量的增加又会导致总需求的增加, 从而有可能产生需求拉动型的通货膨胀。中央银行为保持货币供应量的增加在预定的范围内, 就必须压缩国内信贷, 此时货币政策的主动性降低, 调控机制的有效性也随之降低。同时, 中央银行为抑制通胀压力, 需要提高利率, 国内外利差趋于扩大, 会促使外资进一步涌入进行套利, 这就会陷入国际收支顺差——外汇储备增多——外汇占款增加——货币供应量增加——通胀压力加剧的恶性循环中, 这与央行的政策意图完全相反。

外汇储备增长降低货币政策预期效果。外汇储备剧增加大了货币供给的内生性, 制约了中央银行对货币供给的调控能力。在开放经济条件下, 外汇储备及其变动与我国宏观经济变量直接的联系日益密切, 外汇储备已成为我国宏观经

收稿日期: 2008-01-07

作者简介: 翟晓英(1972—), 女, 山西翼城人, 山西大学经济与工商管理学院讲师, 硕士, 主要从事金融学研究;

李晓锦(1971—), 女, 山西太原人, 浙江财经大学工商管理学院副教授, 博士, 主要从事工商管理、金融学研究。

济运行中一个重要的内生变量。开放经济条件下,宏观经济平衡的等式为: $M - X = (I - S) - (T - G)$,其中M为进口,X为出口,I为国内投资需求,S为国内储蓄,T为政府税收,G为政府支出。从上式可以看出,一国的进出口贸易差额主要由国内投资需求、国内储蓄、政府税收、政府支出等多种经济因素决定,因此是内生于经济的。我国的外汇储备一大来源是贸易顺差,因此,外汇储备越来越内生于经济,这对于中央银行来说,无法事先控制外汇占款,只能被动地适应为保持汇率稳定而投放的外汇占款的波动,从而使得货币供给的内生性大大增强,中央银行控制货币供给量的主动性和回旋余地大大降低。

2. 外汇储备的持续增长加大了潜在的通货膨胀的压力

外汇储备结售汇制度使外汇占款成为基础货币供应的主渠道,同时,随着外汇占款的急剧增加,中国的基础货币供应量也急剧增加。而新增基础货币通过货币乘数效应扩大后,使中国的货币供应量迅速扩大。货币供应量的迅速上升又会给中国的经济带来通货膨胀压力。首先,从经济增长上来说,外汇储备的过度增加引起货币供应量的迅速增加,其效果等同于扩张性货币政策,因而刺激经济增长带来通货膨胀压力。其次,从数量上来说,外汇储备的过度增加引起货币供应量的迅速增加,这使得全社会货币供应总量大于实际资源的需求,引起实际资源价格的上涨,带来通货膨胀。

另外,货币供给结构和投入渠道的变化还会对结构性通货膨胀产生压力。如前所述,货币供给结构、投放渠道的变化,使资金在企业间分布不均衡,一方面使外向型企业生产有不断扩大的趋势,它们对原材料及基础产业的产品需求将不断扩大;另一方面,使内向型国营大中型企业(一般为原材料等基础性行业)资金不足,生产下降,从而导致原材料行业等基础产业的生产供给能力有所萎缩。以上两个方面因素结合起来将使生产资料市场的需求大于供给,从而具有推动原材料价格上涨及引发结构性通货膨胀的压力。

3. 外汇储备持续增长增加了外汇储备的机会成本

从经济学角度分析,我国目前的外汇储备成本主要由以下方面构成。

第一,外汇储备的机会成本。外汇储备的机会成本包括静态机会成本和动态机会成本。静态机会成本是指持有储备所拥有的储备存款收益率与进行其他投资收益率之间的差额。近年来,我国的储备主要是美元,其在美国的投资渠道主要是美国国债和银行储蓄,这两项投资的年收益率在3%左右(也有资料认为是5%)。根据我国国内的投资收益情况估算,近几年企业投资利润率的一般综合水平应在10%左右。依此推论,我国外汇储备的机会成本应占到外汇储备总额7%的水平。动态机会成本是指资金表现为外汇储备量而损失的那部分最终产出量,因为资源投入生产过程会形成产出,而且在投资乘数的作用下,这种投入可使最终产出量成倍地增长,使之远远超过初始的投入量。显然,外汇储备的机会成本越高,因外汇储备而造成的社会福利的损失也就越大。

第二,外汇储备的会计成本。会计成本是会计账簿上记录下来的成本,它反映使用资源的实际货币支出。近几年来,美元已经贬值了20%左右,我国实际采用的是“盯住美元”的准固定汇率制度,且外汇储备主要是美元,这样,美元的贬值实际上等于我国外汇储备的同步缩水。其他如欧元、日元等的汇率都是随市场浮动的,虽然会计账目上的外汇储备数额没有减少,但是同样数额的外汇储备的实际价值降低了。这部分因美元贬值而降低的外汇储备价值额就构成了我国拥有外汇储备的实际会计成本。

4. 外汇储备持续增长会促使人民币汇率升值

外汇储备上升,实际上就是对人民币的需求增加,在人民币供给不能快速增加的情况下,人民币汇率就会上升。央行为保持人民币汇率稳定而干预外汇市场,进而产生相应数量的外汇占款和外汇储备的增加,反过来又增加了人民币升值的压力。若人民币大幅升值,不可避免地会导致我国出口竞争力弱化,出口增长放缓,进口加快,贸易顺差减少,不仅会削弱外汇储备的稳定基础,也会削弱国内就业和国民经济增长速度。人民币升值预期的存在将促使大量资金流入,进而推动外汇储备增加和资产价格上涨,由此推动更多游资进入,导致资产泡沫化,这极易引发金融危机和经济崩溃。

二、新加坡外汇储备管理经验

新加坡的外汇储备管理采用的是财政部主导下的金融管理局(MAS)+政府投资公司(GIC)+淡马锡控股(Temasek)的体制。外汇储备由新加坡金融管理局和新加坡政府投资公司两个部门共同管理。新加坡不仅将国家外汇储备分为两档,而且该两档的储备分别交由金融管理局和政府投资公司(GIC)持有并管理,从而实现了机构分离。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和作为发行货币的保证,追求流动性;而新加坡政府投资公司主要保证所管理储备的保值增值,追求盈利性。

新加坡政府投资公司(GIC)是在新加坡经济蓬勃发展和外汇储备不断增加的背景下,于1981年成立的,专司外汇储备的长期管理。作为一家由政府全额出资的资产管理公司,接受政府管理外汇储备的委托,通过全球6个海外机构在世界主要资本市场上对股票、货币市场证券、房地产、固定资产和特殊投资项目进行投资。它的投资是多元化的资产组合,主要追求所管理储备的保值增值和长期回报。GIC在2004年设立了专门的外部基金管理部,负责管理和任命公共市场核心资产(全球固定收入、全球发达国家股票、亚洲新兴市场股票)的外部基金经理。外部基金管理部的目标是通过本部门的严格选择和最优组合,使每个资产种类都获得超越标准市场指数的业绩,并使风险控制合理的限度之内。

新加坡政府管理外汇储备的另一个“拐杖”就是新加坡淡马锡控股。这家原本负责管理新加坡国有企业的机构,现在的主要职能是对本国战略性产业及国外相关产业实施战略性股权投资,提升新加坡企业的盈利水平和长期竞争力。从上世纪90年代开始,利用外汇储备投资于国际金融和高科技产业。2003年以来,淡马锡大举投资亚洲金融、电信、生

物制药等行业,特别是在金融行业,先后参股中国、印度、巴基斯坦、马来西亚的商业银行,其投资规模之大,出手之果断,令亚洲金融界为之侧目。淡马锡从诞生至今,其年均净资产收益率高达18%。

三、改善中国外汇储备管理体制的相关建议

中国的外汇储备管理政策的体制架构可以考虑建立以外汇管理局为中心的三个平行的政府机构:一是建立中国的政府投资公司(GIC),负责外汇储备在国际债券、股票、外汇、房地产市场的积极投资,形成比较完善的海外基金、风险管理和内部治理机制。目前的中央汇金公司兼有这部分功能,但是没有充分发挥。所以,中央汇金公司应该发挥更积极的作用。未来的中央汇金,应该定位为管理包括部分外汇储备、国有银行等在内的国有金融资产的高度市场化的纯粹金融控股公司。二是建立中国的“淡马锡”。被称为中国“淡马锡”的国家外汇投资公司虽然已经成立,但运作水平还是初步阶段。要大胆借鉴、灵活应用淡马锡科学合理清晰的法人治理结构与治理机制及其国际化的市场定位、发展理念和先进的人力资源开发模式。

利用超额外汇储备建立战略发展基金。战略发展基金主要从事两类投资:一是选择对中国经济的持续增长有重要影响的行业进行战略性海外投资。这种海外投资可以采用控股战略性行业的形式,要求取得竞争性回报,但同时也要承担较大的风险。二是对中国国内的基础设施、自然资源、教育科学研究等领域进行战略性投资。如购买原油来充实战略石油储备,进口高科技设备来支持科研与开发,为研究人员提供出国交流或培训的经费或者用于引进国外的专家

和顾问等。

总之,实施外汇储备的积极管理并提高储备效益是一项系统工程,需要各方面的协调和运作,目前中国处于体制转型期,各项制度还不很完善,完成这样一项任务任重而道远。

参考文献:

- [1] 曹龙骥. 金融学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2003.
- [2] 中国经济年鉴[M]. 北京: 中国统计出版社, 2005.
- [3] 曼昆. 经济学原理[M]. 北京: 机械工业出版社, 2005.
- [4] 奚君羊. 国际储备探悉[M]. 北京: 中国金融出版社, 2000.
- [5] 姜波克. 开放经济下的政策搭配[M]. 上海: 复旦大学出版社, 1999.
- [6] 巴曙松. 中国货币政策有效性的经济学分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2000.
- [7] 迈克尔·梅尔文. 国际货币与金融[M]. 上海: 上海三联书店, 1994.
- [8] 孙涛. 外汇储备、紧缩性货币政策与货币危机[J]. 国际金融研究, 2000, (4).
- [9] 管华雨, 张晓田. 论发展中国家货币冲销政策[J]. 金融研究, 2000, (7).
- [10] 巴劲松. 中国国际收支与外汇储备波动趋势[J]. 世界经济, 2000, (4).
- [11] 王劲松, 等. 开放经济条件下我国货币政策有效性研究[J]. 经济问题, 2006, (7).

Difficult Position and Management of Chinese Huge Foreign Exchange Reserve

ZHAI Xiao-ying¹, LI Xiao-jin²

(1. School of Economics & Administration, Shanxi University, Taiyuan 030006, China;

2. Zhejiang University of Finance & Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Rapid increase of China foreign exchange reserve will make the option of monetary policy more difficult, prick up domestic inflation and impel the appreciation of RMB. At the same time, it will increase the cost and risk of holding foreign exchange. Facing the difficult position that China's huge foreign exchange reserve has brought, the article introduces some advanced experience of Singapore in the foreign exchange reserves management; Finally, gives some suggestion to improve the system on the management of Chinese foreign exchange.

Key words: foreign exchange reserve; monetary policy; inflation; the exchange rate of RMB; cost; system on the management of China's foreign exchange

(责任编辑: 孙小勇)