



您的位置：首页 - 文章选登

六招化解外汇储备失控风险(丁志杰；3月1日)

文章作者：丁志杰

由于对外证券投资管制抑制了居民的国际资产需求，在储备激增的同时，企业和个人外汇资产不增反降，国家承担了主要风险。可以考虑“藏汇于民”，在对适度外汇储备规模测算的基础上，把一部分外汇储备变为企业和个人外汇资产，储备证券化就是一种相对稳妥的方法

20世纪90年代中期以来，我国外汇储备快速增长。1996年到2005年9年间增长近7倍。特别是近4年来储备增速进一步加快，每年新增储备都超过1000亿美元，2004和2005年更是超过2000亿美元。外汇储备的激增已经对宏观经济运行和对外经济交往造成了一些负面影响，外汇储备规模失控已成为亟待解决的问题。笔者认为，应从外汇储备来源的结构性变化入手，分析储备激增的成因，并对症下药。

外汇储备来源已经出现结构性变化

2002年以来，在外汇储备激增的同时，储备来源的结构也发生了本质的变化：资本项目已经取代经常项目成为我国外汇储备的主要来源。有关资料显示：经常项目顺差对新增储备的贡献度从1999—2001年间的89%下降到2002—2004年间的38%，尽管资本项目顺差的贡献度也从63%下降到49%，但是超过了经常项目的水平。长期以来作为储备主要来源的出口和直接投资，尽管绝对规模在上升，但两者贡献度都急速下降，从超过150%的水平下降到37%左右。就贸易而言，顺差规模从1999—2001年间的1045亿美元增加到2002—2004年间的1478亿美元，仅多增加400多亿美元。直接投资顺差也是如此，同比多增加300多亿美元。相反，资本项目下证券投资和其他投资对储备的贡献度从负值转为正值。

综上，资本项目对储备的贡献度超过60%，并且趋于短期化。这种结构性变化表明储备来源的稳定性减弱，债务性资本流入是储备激增的主要因素，因此必须关注资本流动逆转的潜在风险。

人民币升值预期是变化的动因

导致外汇储备来源结构性变化进而外汇储备激增的直接原因是2002年以来的人民币升值预期，理由如下：

第一，资本账户开放不是导致外汇储备来源结构性变化的原因。2000年以来我国资本账户开放进程加快，包括允许QFII投资A股市场、放宽中资企业对外投资限制、允许香港银行开办人民币业务，基本形成了资本双向流动的格局，但是资本流入的变化和开放领域明显不对称。例如，证券投资项目余额，1999—2001年间有346亿美元逆差，而2002—2004年间有208亿美元顺差，对储备的贡献度从-52%变为5%，这种变化要远大于所允许的QFII投资额度。其他投资项目更是如此，在外债管理没有大的调整的情况下，从352亿美元逆差变为279美元顺差，对储备的贡献度从-53%变为7%。因此，必须从资本账户开放之外寻找储备来源结构性变化的原因。

第二，人民币出现升值压力的时间大致和储备来源结构性变化基本一致。进入2002年，由于美元贬值，以及我国经济持续快速发展，国际收支双顺差，人民币升值预期加强，特别是该年底来自国际社会的指责进一步强化了升值预期。因此，升值预期导致投机性资本流入，有可能成为储备来源结构性变化的直接原因。

第三，错误与遗漏项目的变化直接反映了升值预期导致非法资本流动的方向性改变。长期以来，我国国际收支平衡表中错误与遗漏项目的余额一直在借方，反映非法资本外逃和进口走私。在人民币升值预期的作用下，2002年该项目转为贷方余额，反映非法资本流入。很明显，人民币汇率的市场预期与其变化方向在时间上高度吻合，套利资本通过非法手段进出。

第四，一些经常项目异常的趋势性变化表明在升值预期作用下，一些游资混入经常项目流入境内。

第五，贸易信贷的异常变动进一步表明升值预期的作用。贸易信贷是逃避资本管制最便捷、成本最低廉的渠道。

化解外汇储备规模失控的对策

基于上面的成因分析，并结合当前出现的政策争论，这里从六个方面提出化解储备规模失控的原则性建议。

第一，进一步释放人民币升值压力，挤出储备中投机性资本泡沫。如何有效化解升值预期，既是人民币汇率改革的关键，也是解决储备规模失控的关键。当前要进一步完善外汇市场设施建设，明确汇率政策目标，调整央行外汇市场干预，在现有的汇率安排框架下通过市场机制实现汇率向均衡的调整，化解升值预期，从根本上解决外汇储备失控问题。

第二，加强外汇管理，适度开放资本账户，堵与疏并重。外汇储备来源结构性变化表明随着对外开放程度的提高，管制效率在下降。管制效率下降并不意味着就要放弃管理，反而表明加强管理的必要性。非法资本流动是外汇储备乃至国际收支失控、不稳定的重要因素，具有更大的隐蔽性、破坏性和风险性，加强外汇管理就是要堵邪道，抑制各种渠道的非法资本流动，也是推进资本账户进一步开放的前提。这包括加强对经常项目外汇收入的真实性审核；加强贸易融资、外商直接投资、公司境外关联交易等项下的资本流动管理；尝试引入在国际上比较成功的无息存款准备金制度（URR），要求特定项目的资本流入交存无息存款准备金，抑制短期投机性资本的进入。和汇率改革一样，资本账户开放改革具有独立性，不能因为储备问题而就事论事，但是可以在综合协调基础上适度放宽资本流出管制，改变过去宽进严出的格局，实现跨境资本的双向对称流动，避免政策性和制度性的汇率预期扭曲，也为实现人民币资本项目基本可兑换打下基础。这包括进一步落实走出去战略；引入QDII；探索外债管理新途径，取消外债审批制度，尝试根据信用等级确立借债资格。

第三，尝试外汇储备证券化，释放过多的外汇储备。由于对外证券投资管制抑制了居民的国际资产需求，在储备激增的同时，企业和个人外汇资产不增反降，国家承担了主要风险。可以考虑“藏汇于民”，在对适度外汇储备规模测算的基础上，把一部分外汇储备变为企业和个人

人外汇资产，储备证券化就是一种相对稳妥的方法。具体如下：国家拿出一定数量的外汇储备设立海外投资基金，通过定期拍卖的方式交由专业性的基金管理公司管理；基金管理公司代为在国际上进行资产组合投资管理；国内居民用人民币购买基金证券，从而间接持有境外资产。这样做，不仅可以减轻储备增加的压力，而且也间接开放了居民的海外证券投资，在提高整体外汇资产收益率的前提下，还保证了资本账户开放的可控性。

第四，扩大外汇储备运用领域，提高投资收益。当前外汇储备规模已经超过应付临时性国际支付和稳定汇率需要的水平，储备的运用不应再局限于短期流动性资产，可以在审慎风险管理的基础上提高现有外汇储备的收益率。这包括拿出一部分储备设立专业性的投资基金或公司，在总结汇金公司经验的基础上，扩大股权投资的领域；尝试将部分储备交由专业性的商业机构代为管理营运，这也是国际上正在流行的做法；稳妥地在储备管理中引入衍生工具进行风险管理和套期保值。

第五，改革外汇储备管理系统，提高管理效率。我国外汇储备管理备受争议的一个重要原因是信息不透明。从国际上看，储备管理的趋势之一就是提高信息透明度，接受公众和市场的监督，避免出现不必要的猜测和错误的预期。可以考虑建立适合我国国情的外汇储备管理信息披露制度；重构外汇储备管理流程，实现外汇储备管理前台和后台分离，并从机构设置上予以保证。

第六，慎重引入战略储备政策。一种很流行的观点是动用外汇储备购买战略性物资，建立战略储备。引入战略储备政策要谨慎：一是当前储备中不稳定性部分，特别是投机性资本流入还不很清楚；二是从中航油石油期货、国储局铜期货、中储棉进口亏损等近期一系列恶性事件来看，问题都出在对国际市场的游戏规则和运行不了解，内部风险控制制度不健全，建立战略储备政策必须先有人才、制度、机构的完善过程；三是战略储备必须从国家利益出发，而已有的一些战略储备政策建议是部门利益的反映，某些政府部门想分一杯羹，仓促上马可能导致事与愿违；四是建立战略储备不能基于眼前的短期价格因素，例如有人提出增持黄金储备，事实上由于黄金非货币化，世界各国储备中黄金的绝对数量在持续减少。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所