

张明

zhangming@cass.org.cn

## 关于外汇储备的六个观点

张明

2014年6月至2017年1月，中国外汇储备由39932亿美元下降至29982亿美元，缩水了25%。外汇储备快速下降的直接原因，是为了防止人民币汇率快速贬值，央行对外汇市场进行了持续单边干预所致。从理论上而言，即使一国存在持续的贸易逆差，如果央行不干预外汇市场，外汇储备也不会持续缩水。

关于是否应继续放松央行对外汇市场的干预以增强汇率形成机制弹性，是当前争论的焦点之一。笔者所在正方的主要论据有二：第一，在市场已经形成贬值预期的前提下，抑制汇率贬值速度必然意味着外汇储备的损耗。而在汇率达到合理均衡水平之前，外汇储备就可能跌至某个重要关口之下，随即渐进的汇率贬值就可能转变为外汇储备缩水与汇率加速贬值的恶性循环；第二，中国的外汇储备是过去我们花了很大代价积累起来的国民储蓄，我们应该善用这笔储蓄，而不应该用来大规模干预外汇市场。

目前有关争论主要集中在上述第二个问题，也即外汇储备的性质及其用途之上。为深化当前的讨论，笔者在本文中提出关于外汇储备的六个观点。

### 观点之一：外汇储备是中国政府能够自由决定其用途的资产。

反方认为，中国央行是通过在外汇市场上用人民币从出口商或中外企业手中购买形成的。央行积累外汇储备的过程也是发放基础货币的过程，而基础货币是央行的负债，因此，外汇储备不是中国政府可以自由动用的资产，而是居民与非居民暂时存在央行那里的资产，未来，居民与非居民可能会从央行手中购回美元，而央行则必须以此来偿还负债（人民币）。

这种观点的最大问题，在于市场主体当年向中国央行出售外汇储备的交易，是一次性交易而非回购交易。如果是回购交易，那么央行将会承诺在未来以特定的价格将美元出售给当年交易的市场主体。而如果不是回购交易而非一次性交易，这就意味着在未来央行可以拒绝交易、或者通过提高美元价格的方式来进行交易。换言之，当年央行在买入美元的过程中，已经用人民币支付了市场化对价，因此央行就获得了购入外汇资产的自由使用权。央行并没有义务承诺在未来以固定的价格，将固定数额的美元出售给特定的市场主体。

#### **观点之二：除了维持汇率稳定，外汇储备有更多更重要的用途。**

反方认为，中国央行积累外汇储备的过程，就是干预外汇市场以避免人民币过快升值的结果，那么当前通过动用外汇储备来干预市场以避免人民币过快贬值，这是顺利成章的。

然而，外汇储备有着多种用途，例如向市场提供必要的流动性、在合理均衡的水平上熨平汇率波动（而非在汇率持续高估的前提下稳定汇率）、提供自我保险以强化对本国金融体系的信心、提供全球公共产品、以备不时之需等。此外，中国的外汇储备，在很大程度上是在国内储蓄尚不能完全转化为国内投资的前提下，中国居民与企业通过央行存放在（parking）外国金融产品（尤其是美国国债）之上的一种国民储蓄。这种储蓄应当用于更加重要的用途，例如进口中国未来发展需要的资源、技术、人力资本，或者由本国企业用于真实的海外投资与并购，或者用来拓展中国的全球利益（例如推动一带一路建设）等。

当然，央行通过外汇市场干预出售的外汇储备将会流入居民、企业与非居民手中，他们也会用于进口、购买海外资产、偿还海外债务等用途。然而，在汇率水平基本合理均衡前提下的外汇使用，与在本币汇率持续高估前提下的外汇使用，是截然不同的两回事情，对国民福利的影响也大相径庭。

#### **观点之三，如果仅用于传统用途的话，3万亿外汇储备的确足够使用。但如果在本币汇率持续高估的前提下干预外汇市场，尤其是在资本管制缺位的背景下，那么3万亿外汇储备未必够用。**

反方认为，目前3万亿外汇储备足够用于支付进口、偿还外债以及干预外汇市场，没有必要积累过度的外汇储备。

的确，当前3万亿外汇储备如果仅仅用来支付进口与偿还外债，的确足够。但是，如果单边贬值预期没有转变，那么消耗外汇储备来干预市场就可能就是个无底洞。例如，在IMF用来衡量外汇储备是否充足的最新评估体系中，对于没有资本账户管制，且试图维持本币汇率兑美元稳定的国家而言，充足的外汇储备规模应该同时满足：第一，短期债务的30%；第二，其他债务的20%；第三，M2的10%；第四，出口的10%。根据法兴银行在2015年9月初做出的估算，按照上述IMF的标准，则中国的外汇储备规模不能低于2.75万亿美元。这距离3万亿的外汇储备存量已经不远了。

#### **观点之四：当前消耗的外汇储备损耗只有一部分是藏汇于民，而且这种形式的藏汇于民还可能导致国民福利的下降。**

反方认为，当前央行在市场上卖掉的美元，转变为本国居民与企业手中的外汇资产，这是藏汇于民的做法，值得鼓励。

这种观点存在的主要问题在于：第一，它简单假设央行卖掉的美元都转变为本国居民与企业的外汇资产，而忽视了其中一部分美元其实卖给了境外套汇、套利者。当年，在人民币汇率开始升值时非居民套汇、套利者卖出美元买入人民币。现在，趁人民币开始贬值而还未充分贬值之际，套汇、套利者卖出人民币买回美元。动用外汇储备维持汇率稳定的政策使套汇、套利者得以实现套汇、套利交易平仓，使他们得以赚取不菲的利润，实现“胜利大逃亡”；第二，当前有能力大量购买外汇并投资于海外的群体主要是中国的富裕阶层。外汇储备损耗完全转化为居民美元存款实际上是把汇率风险转嫁给公众。如果央行最终没有能够稳定住汇率，人民币最终对美元以更大幅度贬值的话，当前这种干预市场的做法将会加剧中国的贫富

差距；第三，在存在严重本币贬值压力的情况下，动用外汇储备维持汇率稳定意味着廉价出售美元，如此这般的“藏汇于民”是方便和鼓励资本外逃；第四，尽管并无确凿数据，由于贬值过程已经持续了相当长时间，做空者大概也赚走了一些钱；第五，反方应该拿出切实的证据来，证明流失的外汇储备究竟是如何藏汇于民的，例如以何种形式藏在哪些主体的手中了？第六，2014 年第三季度至 2016 年第三季度，中国国际收支表的错误与遗漏项出现了 4500 亿美元的净流出，这中算不上“藏汇于民”吧？

**观点之五：估值效应不是外汇储备下降的主要原因。**

有观点认为，当前中国外汇储备规模下降的主要原因是美元兑其他主要货币升值、以及外币资产市场价值变动所致。

汇率变动与资产价值变动造成的估值损失的确可能导致外汇储备下降，但这并不是当前中国外汇储备下降的主要原因。例如，2014 年 6 月底至 2016 年 9 月底，中国央行公布的外汇储备规模下降了 8268 亿美元。在同一时期内，季度国际收支表中外汇储备缩水累计额达到 6712 亿美元。由于后者的数据是流量，本身已经剔除了估值效应，那么不难看出，在这一时期内，估值效应只能解释储备缩水的 19%。

**观点之六，当年反对过度积累外汇储备，现在反对大量、单向、持续使用外汇储备，并无逻辑不一致之处。**

笔者及其所在团队当年的确反对为了防止本币过快升值而干预外汇市场、积累外汇储备的做法。这是因为，作为一个发展中国家，中国本不应该是一个资本输出国。此外，中国在输出资本的同时也大量引入外资，由此形成的国际收支双顺差意味着不菲的福利损失。造成的结果是中国形成了一种极其不合理的国际收支结构，也即在坐拥大量海外净资产的同时，投资收益却持续为负。

我们团队的逻辑是前后一致的。汇率作为一种重要价格，如果其定价出现大的偏差，就必然会造成跨国或跨期的资源错配。因此，我们一直以来都在呼吁减少央行对外汇市场的干预、增强汇率机制弹性。如果我们早就采用了浮动汇率制度，那么当年我们就不会积累起那么多外汇储备、现在也不会消耗那么多外汇储备。

在当年积累外汇储备时，我们已经经历了一次福利损失。而如果现在我们把外汇储备用于长期、持续的单向干预，这意味着第二次福利损失。

（笔者为中国社科院世界经济与政治研究所研究员、国际投资研究室主任）

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。