

# 善用中国的外汇储备

在当年积累外汇储备时，我们已经历了一次福利损失。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

文 / 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，是近两年来，人民币贬值预期导致大量资金流出中国，而为了防止人民币汇率快速贬值，央行对外汇市场进行持续单边干预所致。笔者认为，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。为深化当前的讨论，笔者在本文中提出关于外汇储备性质及其用途的六个观点。

**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。

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，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。

**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，这是顺理成章的。

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、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外国金融产品之上的一种国民储蓄。这种储蓄应当用于更加重要的用途。

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，3万亿美元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，3万亿美元外汇储备未必够用。**

反方认为，目前3万亿美元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3万亿美元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是个无底洞。根据法兴银行在2015年9月初做出的估算，按照IMF的标准，中国的外汇储备规模不能低于2.75万亿美元。这离3万亿美元的外汇储备存量已经不远了。

**观点之四：当前消耗的外储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？第六，2014三季度至2016三季度，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对其他主要货币升值、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。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。■  
(作者为社科院世经政所国际投资研究室主任)

### ◎ 评之评

## “藏汇于民”为何事与愿违

文 / 肖立晟

2017年1月，我国外汇储备降至2.99万亿美元，跌破3万亿外汇储备整数关口。不到三年时间，外汇储备总量下降1万亿美元，降幅达到25%。作为国家最重要的海外资产，外汇储备的下降规模和速度令人感到不安。

当前比较流行的观点认为，外汇储备下降是“藏汇于民”，是外汇资产由央行集中持有向民间部门分散持有的转变过程。

如果我们观察国际收支平衡表，可以发现官方的外汇储备下降，的确伴随着私人部门对外资产的扩张。2014第三季度至2016年三季度，我国外汇储备下降6700亿美元，经常账户顺差6800亿美元，累积资本净流出规模1.35万亿美元。其中，金融与资本账户净流出9000亿美元，错误和遗漏账户有4500亿美元净流出。在金融与资本账户下，资产方增长

1.1万亿美元，负债方增长2000亿美元。资产方下，其他投资项占比45%，其次是直接投资40%，最后是证券投资15%。看上去，外汇储备已经顺利转移到民间资本手中，破解了过去4万亿美元外汇储备过高的难题。

然而，在喧嚣的汇市动荡和外汇储备大转移中，“藏汇于民”并没有达到满足居民海外资产配置需求的初衷。

我们在这一轮外汇储备下降过程中，不仅没有开放资本账户，央行反而收紧了居民投资海外资产的渠道。显然，这种“藏汇于民”并非满足居民真实的海外投资需求，而是在帮助企业规避外汇风险。过去人民币汇率有升值压力，央行购买美元增加外储，企业大肆借入美元债务，现在人民币汇率有贬值压力，央行出售美元减持外储，企业偿还美元债务，

转而持有美元资产。一来一回都是央行为企业规避汇率风险，企业则趁机赚取汇兑收益。居民跟过去一样，没有进入外汇市场的渠道，无法分散资产的外汇风险。外汇储备从央行转移到企业部门是风险转移的过程，跟“藏汇于民”没有太大关系。

无论是升值预期还是贬值预期，谁手中能够自由持有外汇，谁就能够获得套汇收益。若要实施真正的“藏汇于民”政策，必须有配套的居民海外投资渠道和工具。然而，在当前严厉的资本管制条件下，除了进出口部门和一些投机“灰色渠道”外，普通老百姓持有外汇额度和投资渠道都非常有限，没有自行决定运用外汇包括投资外汇等机会。所谓的“藏汇于民”并没有真正惠及普通居民。■  
(作者为社科院世经政所国际金融室副主任)