

俞乔 著

中国外汇储备与 全球产业投资

ZHONGGUOWAIHUICHUBEI
YUQUANQIUCHANYETOUZI



商务印书馆
The Commercial Press

图书在版编目(CIP)数据

中国外汇储备与全球产业投资 / 俞乔著. — 北京: 商务印书馆, 2013

ISBN 978-7-100-09787-1

I. ①中… II. ①俞… III. ①外汇储备—研究—中国
IV. ①F822.2

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第020651号

所有权利保留。

未经许可, 不得以任何方式使用。

中国外汇储备与全球产业投资

俞 乔 著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

三河市尚艺印装有限公司印刷

ISBN 978-7-100-09787-1

2013年5月第1版

开本 710×1000 1/16

2013年5月北京第1次印刷 印张 21

定价: 56.00元

目 录

前 言	1
第一章 全球投资概览	5
1. 全球经济与资产	5
2. 全球主要投资目标国分析	20
3. 小结	30
第二章 世界外汇储备分布	31
1. 外汇储备的基本功能	31
2. 全球外汇储备现状	41
3. 我国外汇储备概况	45
4. 小结	50
第三章 外汇储备管理模式	52
1. 不同的外汇储备管理模式	52
2. 不同模式的缺陷及问题	63
3. 小结	67
第四章 我国外汇储备的风险	68
1. 美元资产的风险：美联储量化宽松	69
2. 欧元资产的风险：欧央行拯救与债务违约	80

3. 日元资产的风险：内部循环及缺乏流动	85
4. 历史与未来外汇储备损失测算	87
5. 国家集中风险	95
6. 小结	102
附录1 扣除石油危机对油价走势影响的计算公式	104
附录2 外汇购买力损失计算公式	105
附录3 外汇储备的未来购买力损失预测方法	106
第五章 资产互换与风险化解	107
1. 标准资产互换交易	108
2. 非标准的资产互换交易	113
3. 资产互换化解风险	128
4. 小结	142
第六章 中国对国外投资现状	144
1. 中国对国外投资的方式	144
2. 中国对国外投资的政策	160
3. 中国对国外直接投资的风险	169
4. 小结	174
第七章 中国对美投资环境	175
1. 法律与审查环境	175
2. 政治与立法环境	184
3. 经营与管理环境	191
4. 小结	196

第八章 对美国基础设施的投资	198
1. 电网	199
2. 收费公路	208
3. 其他基础设施	214
4. 基础设施投资的规模与风险	221
5. 小结	226
附录 美国纽约市与洛杉矶市的供排水系统投资需求	227
第九章 对页岩气产业的投资	231
1. 页岩气基本情况	232
2. 美国页岩气开发情况	236
3. 页岩气发展的问题与美国政府对策	239
4. 美国页岩气产业未来投资规模	243
5. 投资页岩气等非常规能源的潜在收益	249
6. 页岩气的投资风险	251
7. 小结	253
附录 可燃冰的开发	255
第十章 对欧洲银行业的投资	257
1. 危机中的欧洲银行业	257
2. 欧元区援助方案和困境	264
3. 欧洲银行业投资难点	273
4. 小结	278
附录1 欧洲主权债务危机主要事件时间表	279
附录2 欧洲主要银行风险主权债务和资金缺口状况	283

附录3 国际货币基金组织（IMF）贷款计划	286
附录4 欧洲金融稳定机制（ECSF）贷款计划	287
第十一章 对海外农业生产的投资	288
1. 对海外农业生产投资的背景	288
2. 农业生产投资东道国情况	297
3. 我国对外农业生产投资的问题	307
4. 小结	308
第十二章 结论	310
主要参考文献	313
后记	329

前 言

三十多年以来，在中国经济改革开放、前苏联国家解体、新型经济体和发展中国家三十多亿人加入全球劳动分工等因素的共同作用下，世界资本主义总体格局发生了重大变化。当前，全球经济一体化推动的当代资本主义有三个显著的特点。

首先，发达国家的内部经济结构重大失衡。在欧洲的社会民主主义模式下，高水平的全民福利保障制度导致社会服务部门不断膨胀，已占欧元区生产总值的40%以上，而其债务占生产总值的85%。即使在美国的盎格鲁—萨克森自由市场模式下，医疗保健开支占联邦政府支出的四分之一，几乎所有住房抵押贷款由政府支持企业（房利美、房地美等）担保或由联邦政府提供。这一发展使现代资本主义的实体经济演变为两个部门：“生产率创造的市场部门”和“低生产率的国家补贴社会服务部门”。^①与之对应，还有为实体经济配置资源的金融部门。该部门有三部分：为市场实体部门服务的商业金融、为社会实体部门服务的国家金融、以实体经济及金融产品为标的资产的避险和套利的对冲金融。发达国家结构失衡集中表现为在资源配置上社会福利部门过度扩张严重挤压了市场实体部门；并且，在这次金融危机爆发之前，社会福利部门成为对冲金融主要的标的资产(Yu, 2012)。

其次，全球经济存在严重的外部贸易不平衡。“一个国家巨大的贸易赤字与对应的贸易顺差集中在少数几个国家的事实，就是我们说的全球不平衡”（Rodrigo de Rato, 2005）。近年来，全球不平衡主要表现为美国持续增加的贸易收支逆差与中国长期贸易顺差并存的现象。由于中国外汇管理体制和资本项目下的管制，贸易顺差积聚的外汇资产转化为巨额的官方外汇储备，成为中国国家金融外部资金的主要来源。这种现象也普遍存在于许多东亚出口导向的经济体与美国的贸易关系之中。

^① Laurence Summers, “Current woes call for smart reinvention not destruction”, *Financial Times*, January 9, 2012.

第三，发达国家内部失衡在相当程度上依靠全球贸易不平衡延续。近年来全球金融市场的一个重要发展是，发达经济体的商业资本流向新兴经济体的生产性部门获得收益，而其国家金融则通过债务类证券动员境外国家资金补贴低生产率的社会福利部门。美国作为市场制度最完善、经济规模最大以及主要储备货币发行的国家，金融市场具有足够深度的容纳巨额境外资金，而且有着迄今最健全的法律制度提供契约保障，成为境外国家资金最易投放的场所。此外，欧元区在过去10年已成长为除美国之外最大的资金目的地，欧元区国家金融也能够通过动员境外资金支持其社会福利部门。

资本主义中心地区内部失衡是美国金融危机和欧洲主权债务危机的一个重要根源。当前发达经济体的福利国家主义面临重大危机：实体经济必须再平衡，以在可持续条件下支撑社会福利供给；金融部门必须大调整，以在可自生基础上对社会福利配置资源。然而，这是一个极为复杂的政治经济学难题。由于庞大的社会福利受益群体的抵制，西方社会存在着“转向器锁定”的政治现实，很难在短期内完成实体经济部门的平衡。

美国国会的两极化使国内财政政策决策，特别是赤字削减、税收增加、医疗改革、政府开支等与社会福利及国家金融相关的问题难以达成一致。当前国会中两党议员之间的共同点比其前辈急剧减少。^①这反映了美国社会信任危机与政治分裂，并严重限制了立法者和行政当局在超党派基础上对社会福利部门与国家金融的长远改革。在财政政策缺位、结构调整艰难的现实环境下，美联储自2008年金融危机以来，就放弃了长期奉行稳定价格水平的目标，通过非常规数量宽松与零利率货币政策刺激经济，并旨在降低美国的实际债务负担。^②

欧洲大陆的核心问题并非在于缺失财政联盟或政治联盟，而是在社会民主主义的政治现实下，以当代人对下一代透支为代价的国家福利主义过度膨胀。由于广大福利受益者组成了不妥协阵线，在短期内难以改革低生产率的福利部门以激励市场部门推动的经济增长。因此，这也迫使欧洲央行背离其保持价格稳定的唯一法定责任，向银行业注入大量流动性以拯救债务危机。既然先例已

① By Royce Carroll, see “An untested model of democratic governance”, *The Wall Street Journal*, January 6, 2012.

② 按照美国众议院预算委员会主席鲍尔·瑞安（Paul Ryan）的说法：“美联储在拯救财政政策，因为政府负责财政政策的部门已然休工”。*The Wall Street Journal*, Feb. 3, 2012.

开，欧元区货币当局还可能以非常规手段继续应付恶化的欧洲经济局势。

因此，金融部门的调整沿着阻力最小的方向发展，私人负债转化为公共负债，对冲金融让位于国家金融。尽管美联储和欧洲央行的非常规货币政策尚属勉强而为之，但这是一种自我毁灭的政策，其本质是将财富由贷方转移到借方的强制性再分配，短期降低负担的效果必然导致对国际金融体系的长期信用损害。1919年凯恩斯曾警告道：“据说列宁曾宣称，摧毁资本主义制度的最佳方式是败坏其货币，……列宁是正确的。没有比败坏货币更巧妙、更确定的手段用以颠覆社会现存的基础”（Whitson,1977）。

当前的国际货币体系是以不可兑换的“主权储备法币”（sovereign reserve fiat money）美元为主要储备货币，欧元为次级储备货币、日元和英镑为辅助储备货币的综合系统。该系统是20世纪70年代初布雷顿固定汇率体系崩溃、欧洲货币同盟形成而自然演变的产物。这四种储备货币通过浮动汇率相互联系，其发行者（美联储、欧洲央行、日本银行、英格兰银行）既密切合作又相互竞争，为世界经济提供了充足并可替代的国际交易媒介和储藏手段。这一后布雷顿国际货币体系具有较大的弹性，较大地促进与有力地保障了过去30年经济全球化的发展。

虽然该体系为经济全球化提供了全球性公共产品，但是，它的核心是将缺乏内在价值的主权储备法币规定为“国际储备法币”（international reserve fiat money），缺乏对储备货币发行主体的约束机制，各央行的国内目标优先于国际储备货币的稳定，通货膨胀或货币供应量无限增加不可避免。这一根本性的内在缺陷使参加全球交易的国家、机构和个人都面临国际金融市场风险与系统性风险。在美国金融危机和欧洲主权债务危机中，美联储以及欧洲央行的非常规宽松货币政策开启了无限量发行国际储备法币的阀门。

历史教训必须认真汲取。在布雷顿固定汇率体系崩溃后的20世纪70年代里，英、德、法、日等国所累计持有的美元外汇扣除石油危机影响的实际购买力下降幅度高达六成左右。进入21世纪以来，全球劳动大分工使工业制成品的成本大幅度降低，因此国际零售物价没有大的变化。但是，由于美联储主导的低利率政策导致的全球流动性过剩，以及新兴经济体需求的大幅提升，大宗商品价格却发生了很大的变化。在1998—2008年期间，我国累计增加的外汇储备

对大宗商品的综合购买力下降了近一半。

由于中国外汇储备占世界总量的近三成，并主要购买美欧主权债务类证券，其风险暴露程度非常高。如果这种状态不能得到有效的改变，必将会产生极为严重的后果。在后金融危机的基本格局下，我国必须尽快降低与控制在现存国际货币体系中，主要储备货币实际购买力大幅度贬损和欧元区债务违约及欧元分崩离析对外汇资产带来的巨大损失。在现阶段，我国外汇资产管理所面临的重大难题是既要避免当前国际局势造成最坏的结果，又需为未来发展打下坚实的基础。

进一步而言，我国外汇资产管理的一个重大任务是必须妥善应对人口老龄化的长期挑战。目前，中国已经进入老龄化社会。根据2010年全国人口普查数据，全国人口中60及60岁以上人口占全国人口比重超过百分之十三。随着人口老龄化的继续发展，供养人口不断上升和就业人口持续下降，全社会储蓄将出现下滑趋势。根据国际经验，在储蓄总量高峰时期，就应当对各类社会资金进行有效管理与分散化投资，以实现社会储蓄的长期稳定收益，提前安排人口老龄化的平滑过渡。在本质上，我国巨额的外汇储备是中国全社会储蓄的重要组成部分，与国内储蓄不同之处在于这种外部储蓄以外汇资产的形式由国家进行统一管理。显然，这种方式难以担当有效管理全社会的外汇储蓄、缓解人口老龄化压力这一如此重大的责任。

本书就是探讨如何解决我国外汇资产再配置与有效应用这一国际经济学的难题。其目的在于抛砖引玉，通过对这一重大问题的探讨引起各方的深入研究，集思广益，以找出较好解决方案。

第一章 全球投资概览

过去三十多年中，由于中国经济改革开放、前苏联国家解体、主要发展中国家加入国际劳动大分工等多种因素的综合作用，新一轮的全球经济一体化迅速发展并扩散，各国经济依赖性和互补性日益增强。全球经济一体化表现为商品和服务、资本和劳动力在内的各种生产要素的跨国有效配置。因为政治、社会、文化等方面的限制，劳动力的跨境自由流动难以实现；但是，贸易和资本的流动在相当程度上替代了劳动力要素的全球配置。与此同时，全球经济一体化通过大幅度提高有限资源的配置而极大地促进了各国经济增长与社会福利水平提高，从而进一步促进了自由贸易与资金流动规模的扩大。在这一意义上，全球投资的发展既是经济一体化的内在要求，也是其发展的必然结果。

1. 全球经济与资产

实体经济的增长是全球投资迅速发展的根本性原因。从宏观层面来说，各国经济的发展使得社会储蓄不断上升，为对外投资提供了充足的资金供给；同时，国际市场的持续扩大也极大地增加了对外投资的需求。从微观层面来说，企业面对竞争压力、全球化浪潮以及投资领域的不断开放，存在着积极参与海外投资、在全球配置资源以图利润最大化的内在冲动。海外投资有两种形式：一是实物投资，二是金融投资。

1.1 全球实体经济

在进入21世纪后，全球经济从亚洲金融危机和科技泡沫崩溃的影响中得以恢复，呈现出了较快的发展趋势。其中，包括中国、印度、巴西等大国在内的发展中国家经济发展尤为迅猛，而发达国家的经济增长则相对平稳。但是，2008—2009年爆发的世界性金融危机导致全球经济下滑，尤其是发达国家的经济出现了严重的衰退。表1给出了主要经济体在过去10年的经济增长情况。

表 1 2000—2010年主要经济体国内生产总值（单位：亿美元）

国家/地区	2000	2005	2007	2008	2009	2010
中国	11,985	22,569	34,941	45,218	49,913	58,786
中国香港	1,691	1,778	2,071	2,154	2,093	2,245
美国	98,988	125,797	139,950	142,969	140,439	145,824
加拿大	7,249	11,338	14,241	14,991	13,361	15,741
英国	14,776	22,801	28,110	26,575	21,732	22,461
德国	19,002	27,884	33,291	36,345	33,300	33,097
法国	13,263	21,366	25,824	28,318	26,245	25,600
日本	46,674	45,522	43,779	48,799	50,330	54,978
意大利	10,973	17,777	21,162	22,965	21,112	20,514
欧洲	62,620	101,533	123,645	135,517	124,389	121,745
俄罗斯	2,597	7,640	12,997	16,608	12,220	14,798
巴西	6,447	8,822	13,660	16,526	15,945	20,879
印度	4,602	8,340	12,424	12,138	13,806	17,290
韩国	5,334	8,449	10,492	9,314	8,341	10,145
世界	322,127	456,207	558,049	612,585	580,784	630,441

资料来源：世界银行数据库，<http://data.worldbank.org>，2011。

在这一期间，全球进出口在各国经济增长中起到了巨大的推动作用。表2给出了主要经济体的进出口总额情况。在2008年，大多数经济体的进出口总额都超过了其国内生产总值的50%。其中，中国香港的进出口总额是其国内生产总值的4倍。然而，由于世界经济危机的影响，2009年进出口在各国经济中的比重出现了较大幅度的下降。由于全球经济在2010年有一定程度的恢复，各经济体的进出口比例出现了回升。

表 2 2000—2010年主要经济体进出口总额情况 (单位: 亿美元)

国家/地区	2000	2005	2007	2008	2009	2010	占GDP比重(2010)
中国	5,303	15,490	23,769	28,145	22,073	32,731	55.67%
中国香港	4,771	6,843	8,388	8,917	6,726	9,883	440.22%
美国	25,721	33,366	40,326	44,033	26,150	41,965	28.77%
加拿大	6,191	8,143	9,630	10,325	6,366	9,579	60.85%
英国	8,438	12,830	15,761	16,273	8,312	14,007	62.36%
德国	12,617	21,431	28,788	32,221	20,520	28,939	87.43%
法国	7,466	11,371	14,234	15,812	10,260	13,638	53.27%
日本	9,576	12,417	14,695	17,052	10,069	15,987	29.07%
意大利	5,835	9,237	12,319	13,398	7,277	11,350	55.33%
欧洲	45,929	76,210	100,608	112,484	85,012	130,163	107%
俄罗斯	1,768	4,332	6,739	8,868	4,959	7,658	51.75%
巴西	1,400	2,351	3,443	4,490	2,866	4,865	23.30%
印度	1,260	3,445	5,400	5,876	3,873	8,000	46.26%
韩国	3,962	6,407	8,639	9,938	6,866	10,347	102.25%
世界	159,963	259,747	344,124	392,135	314,188	372,771	59.12%

资料来源: 世界银行数据库, <http://databank.worldbank.org>, 2011。

表3为这一期间主要经济体的进出口净额情况。它既反映了主要经济体之间贸易不平衡的基本事实, 也表现了此次经济危机对进出口的影响。在金融危机爆发之前, 世界贸易最显著的特点是美国高达八千多亿美元贸易赤字与中国三千多亿美元的贸易顺差并存, 在较小的规模上, 英国近千亿美元的贸易赤字与绝对额相差无几的日本贸易顺差同时存在; 而在欧元区内部, 德国二千多亿美元的贸易顺差与其他成员国逆差同时出现。这就是所谓的“全球经济不平衡”(Rodrigo de Rato, 2005)。在2008年金融危机发生后, 包括美国、法国等在内的发达国家陷入经济衰退, 其贸易逆差有所缓解; 而一些出口国的对外贸易顺差则出现了下降。

表 3 2000—2010年主要经济体进出口净额情况 (单位: 亿美元)

国家/地区	2000	2005	2007	2008	2009	2010	占GDP比重(2010)
中国	289	1,248	3,075	3,489	2,201	2,321	3.92%
中国香港	75	221	224	233	-312	126	5.61%
美国	-3,795	-7,136	-7,078	-8,403	-5,013	-5,169	-3.54%
加拿大	417	421	278	483	-55	-296	-1.88%
英国	-272	-778	-947	-815	-1,290	-762	-3.39%
德国	67	1,487	2,340	2,263	2,280	1,794	5.47%
法国	120	-185	-484	-706	-19	-601	-2.35%
日本	678	631	733	-71	-87	626	1.15%
意大利	103	-13	-49	-114	29	-363	-1.77%
欧洲	403	1,500	1,896	1,332	1,262	1,239	0.80%
俄罗斯	520	1,046	1,117	1,486	1,121	1,234	8.34%
巴西	-114	319	205	26	194	-207	-0.99%
印度	-42	-229	-420	-620	-1,110	-560	-3.24%
韩国	152	229	159	-116	405	283	2.79%
世界	-154	1,095	3,748	3,455	3,718	3,965	0.14%

资料来源: 世界银行数据库, <http://databank.worldbank.org>, 2011。

对外贸易的发展构成全球投资的重要基础。这主要表现在以下几个方面。首先, 对外贸易积累的外汇收入在本质上是一国的对外净储蓄, 构成对外投资的最重要和最直接的资金来源。第二, 在国际贸易发展的推动下, 国际劳动分工进一步深化, 世界产业结构更为复杂, 这就为全球投资提供了重要的标的资产。第三, 对外贸易通过促进各国开放商品市场, 也推动了金融市场的开放和资本账户限制的降低, 以适应实体经济发展需要。第四, 对外贸易与其带动的对外投资结合, 形成的完整的全球生产与物流系统, 可以替代劳动力缺乏跨国流动的刚性限制, 实现有限资源在全球范围内的优化配置。在这一意义上, 对外贸易与全球投资是世界经济一体化最为重要的两个基石。

1.2 全球实物投资

实物投资(real investment),是区别于金融投资(financial investment)的一种投资方式;前者是指投资者以现金、实物、无形资产等投入实体产业的行为,而后者则是投资者购买金融资产的活动。国外实物投资又称为国外直接投资(foreign direct investment, FDI),这是现代资本国际化的一种主要形式。按照国际货币基金组织(IMF)的定义,FDI是指一国的投资者将资本用于他国的生产或经营,并掌握一定经营控制权的投资行为;即是一国(地区)的实体(对外直接投资者或母公司)在其本国(地区)以外的另一国的企业(外国直接投资企业、分支企业或国外分支机构)中建立长期关系,享有持久利益并对之进行控制的投资,这种投资既涉及两个实体之间最初的交易,也涉及二者之间以及不论是联合的还是非联合的国外分支机构之间的所有后续交易。^①

根据联合国贸发会(UNCTAD)发布的《2011年世界投资报告》,2010年FDI流入总量约为12,440亿美元,其中流入发展中国家的FDI达5,740亿美元;FDI的流动模式在全球范围内发生重大转变,流入发展中国家和转型经济体的比例大幅度增加,在2010年首次超过了FDI流入总量的一半。图1—1描绘了这一情况。

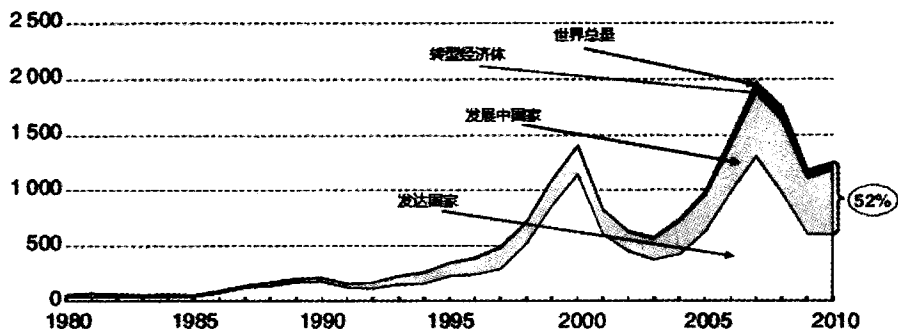


图 1—1 1980—2010年不同类型经济体国外直接投资流入量（单位：百万美元）

资料来源：UNCTAD, World Investment Report 2011, <http://www.unctad—docs.org/UNCTAD—>

WIR2011—Full—en.pdf。

^① 引自百度百科, <http://baike.baidu.com/view/118314.htm>。

图1—2为2009—2010年国外直接投资流入的前20位的国家与地区。在2010年中,吸纳国外直接投资最多的前7位的国家与地区分别是美国、中国、中国香港、比利时、巴西、德国和英国。

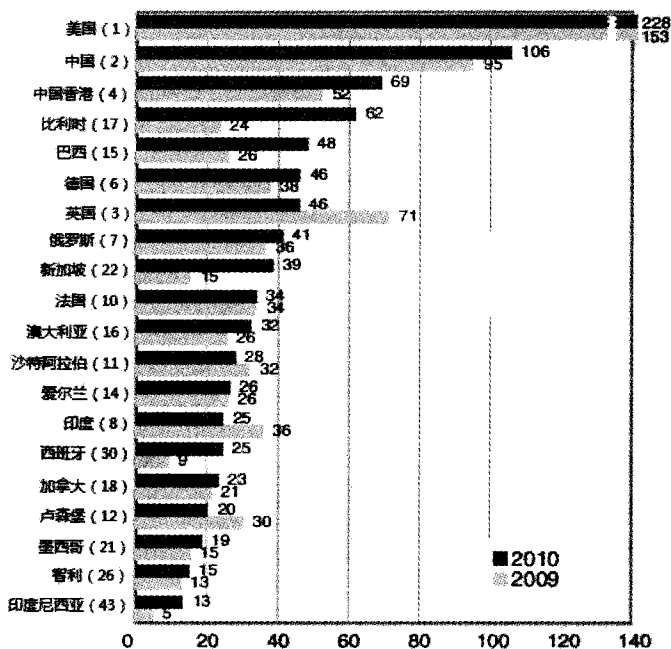


图 1—2 2009—2010年国外直接投资流入的前20位国家/地区 (单位: 百万美元)

资料来源: UNCTAD, World Investment Report 2011, <http://www.unctad—docs.org/UNCTAD—>

WIR2011—Full—en.pdf.

另一方面, 2010年国外直接投资流出量为13,230亿美元。其中, 从发展中国家和转型经济体流出的国外直接投资数额达到3,880亿美元, 从这些经济体流出的国外直接投资大部分流入到该范围内的其他国家/地区。这种情况是发展中国家实体经济发展的结果。图1—3给出了在2005—2007年和2008—2010年期间, 发展中国家和转型经济体的国外直接投资 (FDI) 流出量的平均值。

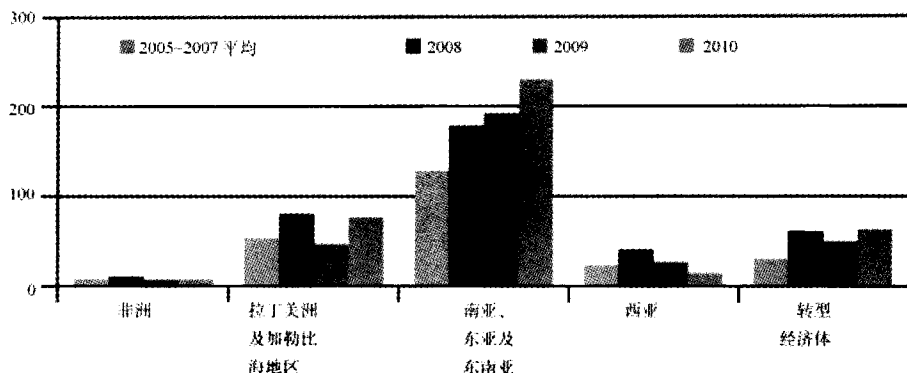


图 1—3 2005—2007/2008—2010年发展中国家和转型经济体FDI流出量均值
(单位: 10亿美元)

资料来源: UNCTAD, World Investment Report 2011, <http://www.unctad-docs.org/UNCTAD—WIR2011—Full—en.pdf>。

1.3 全球金融资产

全球经济一体化的一个重要方面是国际金融投资市场的发展。金融投资是对债券类证券、股权类证券和衍生品在内的虚拟金融资产的投资活动。在过去20年间,无论就全球金融资产的数量与规模而言,都有快速增长。这种状况不仅仅是全球财富快速积累的反映,而且,还是金融部门本身扩张的结果。在本次金融危机后,这种趋势有所下降。

表4描述了1990—2010年期间的全球金融资产规模。在2010年,全球金融资产是实体经济规模的3.5倍左右。2008年金融危机发生后,股权类金融资产几乎缩水一半,而其他类别的金融资产因为其相对避险性质则略有增加。与1990年相比,2007年全球国内生产总值(GDP)总量是1990年的2.6倍,而股权类资产的名义价值则为1990年的6倍,私人债券为4.5倍,政府债券为3.3倍,银行存款为2.4倍,全球金融资产总量为全球国内生产总值的3.76倍。