



首都经济贸易大学出版基金资助

# 中国高额外汇储备 ——成因、影响与数量管理

陈奉先 ◎ 著

ZHONGGUO GAOE WAIHUI CHUBEI  
CHENGYIN YINGXIANG YU SHULIANG GUANLI



首都经济贸易大学出版社  
Capital University of Economics and Business Press



首都经济贸易大学出版基金资助

# 中国高额外汇储备 ——成因、影响与数量管理

陈奉先 ◎ 著

ZHONGGUO GAOE WAIHUI CHUBEI  
CHENGYIN YINGXIANG YU SHULIANG GUANLI



首都经济贸易大学出版社  
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目(CIP)数据

中国高额外汇储备:成因、影响与数量管理/陈奉先著. —北京:首都经济贸易大学出版社,2016.4

ISBN 978 - 7 - 5638 - 2441 - 0

I. ①中… II. ①陈… 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(2015)第 241258 号

中国高额外汇储备:成因、影响与数量管理  
陈奉先 著

---

责任编辑 伊 煜

封面设计



砚祥志远·激光照排

TEL: 010-65976003

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

网 址 <http://www.sjmcb.com>

E-mail [publish@cueb.edu.cn](mailto:publish@cueb.edu.cn)

经 销 全国新华书店

照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部

印 刷 北京九州迅驰传媒文化有限公司

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数 369 千字

印 张 20.75

版 次 2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2441 - 0/F · 1372

定 价 49.00 元

---

图书印装若有质量问题,本社负责调换  
版权所有 侵权必究

## 前 言

根据国家外汇管理局公布的数据,截至 2015 年 1 月中国外汇储备总量达到 3.84 万亿美元,占全球外汇储备总量的 35.3%,连续 10 年居世界首位,是世界第 2 位日本的 3 倍。新中国成立初期的 1950 年,中国的外汇储备量仅为 1.57 亿美元,至改革开放初(1978 年)中国的外汇储备也未突破 10 亿美元。然而此后中国外汇储备逐年增加,1982 年突破百亿大关,1996 年突破千亿大关。2000 年后中国外汇储备进入快速增长通道,2006 年、2009 年和 2012 年相继突破 1 万亿、2 万亿和 3 万亿元大关。客观上讲,中国外汇储备增长的根本原因在于自身经济实力的提升,其直接原因在于中国加入世贸组织后“世界工厂”地位的确立和长期实行优惠的引资政策的结果。迅速累积起的高额外汇储备,增强了中国面对国际收支波动、稳定汇率的能力,提升了投资者对于中国应对货币金融危机的信心。

福兮祸之所倚。中国高额、高速增长的外汇储备也带来了一系列的问题:首先,在现行汇率制度以及结售汇规定的约束下,外汇储备增长的“通货膨胀”效应愈加明显,虽然货币当局强力冲销政策取得了不错的效果,但冲销成本问题愈加突出;其次,高额外汇储备对人民币汇率形成的升值压力与日俱增,而货币当局针对外汇市场的干预指数的波动更加剧烈,货币当局的外汇市场干预面临着平抑汇率过度波动与“完善人民币汇率生成机制(汇率由市场决定)”的两难选择;再次,在汇率制度和外汇储备的束缚下,货币当局执行货币政策的独立性可能受到一定限制;最后,在全球金融震荡不断发生的背景下,外汇储备的保值增值问题引起公众越来越多的关注,如何有效地分散外汇储备资产风险,尚未得到有效的解决。

如何理解中国外汇储备激增的制度性成因和直接诱因?外汇储备激增对国内物价形势、人民币汇率压力以及货币当局政策独立性在数量上有何影响?如何切断外汇储备增长的“通货膨胀”渠道?如何确定中国最优的外

汇储备数量?如何在现行的国际货币体系下,减少中国外汇储备的“多余量”?东亚货币金融合作催生了东亚外汇储备库,这其中各国的成本收益如何?东亚外汇储备库的建设能否有效降低各国外汇储备持有量?中国外汇储备管理体制还应如何优化?这都是本书研究的问题。

本书认为:①中国高额外汇储备的制度性根源在于出口导向型的发展模式,政策性根源在于强制结售汇制、银行外汇头寸限额以及缺少弹性的(或者说盯住一揽子货币)汇率体制,直接原因则在于经常项目和资本金融项目的盈余以及“投机性”资本流动。②切断外汇储备的“通货膨胀”渠道是降低外汇储备对物价影响、提升货币政策独立性、减少外汇储备冲销成本和人民币汇率市场升值压力的关键。而这一选择需要货币当局向财政部门“移权”,建立财政部门主导、外汇管理部门参与的外汇管理和汇率形成体制。③在计算中国最优的外汇储备数量问题上应首先考察自身持有外汇储备的诸多动机,在此基础上建立持储动机模型,同时按照货币分析法的观点,在确定最优外汇储备量时也应充分考虑国内货币市场失衡状况。④中国应积极参与东亚外汇储备库建设,通过“俱乐部效应”减少东亚经济体之间的外汇储备竞争,增加抵御金融风险的整体实力,并且提升在东亚外汇储备库中的份额和影响力。既有的研究表明,人民币在东亚经济体中的影响日益增加,更多的东亚经济体选择(或者说“倾向”)盯住人民币,中国应进一步深入推进人民币国际化进程,增加人民币在东亚货币中的“区域主导货币”的地位,减少东亚和自身对美元的依赖。⑤中国的主权财富基金应该借鉴发达经济体成熟的管理模式,增加透明度和独立性,强化内控机制和外部风险控制的制度建设。

全书共九章,结构安排和主要内容如下:

第一章是绪论,主要阐述本书的研究背景及意义,研究思路、逻辑和主要的研究方法,创新点和不足。

第二章是外汇储备管理理论简述,主要对外汇储备的内涵、功能、国际收支调节理论进行简要介绍,同时综述了外汇储备最优数量、最优币种结构和最优资产结构的经典计算方法。

第三章首先介绍中国及世界外汇储备概况、外汇储备管理制度的历史

沿革,在此基础上从直接性、政策性和制度性三个角度剖析中国外汇储备激增的成因,并对外汇储备未来走势进行预测。

第四章主要分析中国外汇储备激增对国内物价、人民币外汇市场、中央银行独立性的影响以及货币当局冲销政策的效果和对外汇市场干预的效果。实证研究表明,外汇储备激增与国内物价存在内在联系,面对外汇储备的“通胀渠道”,货币当局一直进行积极的冲销,但效果越来越差。在外汇储备激增对人民币汇率造成压力的问题上,本书使用“模型依赖(Model Dependent)”的威马克(Weymark)指数法估计了1996年以来中国面临的外汇市场压力(Exchange Market Pressure, EMP)指数和央行外汇干预(Exchange Market Intervention, EMI)指数,并将其与其他7种“非模型依赖型(Model-Free)”指数所估计的外汇市场压力指数和干预指数进行对比。实证结果显示,1996年以来人民币总体上面临着升值压力,但不同时期压力存在显著的差异:1996—2000年货币当局的升值压力逐渐减少,也可以认为此间货币当局面临着一定的贬值压力;2000—2006年货币当局的外汇市场压力指数一直呈现下降态势,说明此间货币当局面临着较大的升值压力;2008年以后EMP指数再度上升,说明货币当局的升值压力逐渐缓解,甚至在2011年前后出现贬值的压力。样本期间中央银行平均干预指数1.155,说明我国央行实行的是强势干预政策。针对外汇储备增加与中国面临的“三元悖论”问题,本书从实证的角度发现中国货币当局还是能够在错综复杂的形势下保证自身货币政策的独立性,研究发现中国高额外汇储备对于货币当局政策的独立性不存在显著的影响。

第五章是从亚洲总体的角度探讨外汇储备增长的原因,分析亚洲44个经济体外汇储备增长的共同原因以及在不同发展程度(收入水平)、汇率制度和地域上持储行为的差异。本章构建了面板数据模型剖析亚洲经济体囤积外汇储备的动机问题。实证结果表明:亚洲经济体外汇储备囤积行为存在着交易性动机、预防性动机、重商主义动机和攀比动机。从存量上看,交易性动机和基于预防资本外逃的预防性动机作用最大,但前者比较稳定,后者是驱动外汇储备变动的最重要因素。攀比动机和基于预防经常项目波动的预防性动机存在着上升的趋势,成为驱动外汇储备变化的新因素;此外,持储

动机在不同发展程度和不同汇率制度经济体中也存在着显著的差异性。

第六章使用 1992—2012 年中国宏观经济季度数据,利用外汇储备动态调整模型从数量和持有动机角度考察了中国最优外汇储备的持有行为。实证结果表明:中国的最优外汇储备持有行为体现着交易性、预防性、重商主义和攀比四种动机。交易性动机和攀比动机对最优外汇储备持有行为的影响最大,预防性动机在 2006 年以后逐渐强化,而重商主义动机和汇率因素的影响微弱,攀比动机呈现明显的危机驱动型特征;中国外汇储备的变动显著地受储备缺口和货币缺口调整的影响;中国的实际外汇储备量和最优外汇储备量自 2002 年起陡增,但后者始终低于前者;出口导向型的增长模式、资本管制和强制结售汇制以及汇率弹性不足,导致中国的储备缺口调整系数较低并最终导致中国最优外汇储备量不断攀升。同时,本章还对比了动态调整模型下最优外汇储备量与传统经验比率法、成本收益法下最优数量之间的差异。

第七章主要就东亚外汇储备库的成因、制度缺陷和绩效评估进行分析。首先阐述东亚外汇储备库建立的经济动因,随后利用“保险指数(Coverage Ratio)”具体测算了“东盟 10 + 3”在参与东亚外汇储备库建设中的收益和成本问题,随后探讨了东亚外汇储备库的制度性缺陷以及在外汇储备库建设过程中中国的角色扮演问题。

第八章主要分析中国外汇储备管理模式的改进。该章概括了中国外汇储备管理的制度框架,并对中国持有的以美元标价的外汇储备资产收益状况进行实证估计。结果发现,2002—2012 年中国持有美元外汇资产整体名义收益率为 2.59%,实际收益率仅为 0.27%。随后本章通过“变异系数”的倒数,对中国所持外汇资产的管理绩效进行考察,发现中国内地的外汇资产管理效率低于比利时、中国香港、中国台湾、日本、韩国,但高于其他发达经济体,文中对这一“吊诡”现象进行深入的剖析。针对中国外汇储备管理存在的诸多问题,本书设计了“财政接管”的外汇储备管理框架,并对财政部门与货币部门的协调分工进行细化。就外汇储备本身的管理而言,本书提出按照外汇储备功能分层管理的思想,并对投资、管理思路进行细化;同时,就外汇储备管理的治理结构、透明度和外部监管问题提出政策建议。

第九章是全书总结。

本书的创新性体现在:①在分析思路,从制度上、政策上和直接诱因三个角度剖析外汇储备激增的成因,使成因分析更全面、更深入。②系统地考察了外汇储备对国内物价的冲击、对外汇市场造成的压力以及对中央银行货币政策独立性产生的影响,同时估计了中央银行货币冲销的效果、外汇市场干预的效果。③在分析最优外汇储备量时,突破了以前线性模型中“外汇储备均衡”的缺陷,利用动态调整模型确定中国最优外汇储备量,使分析更加贴近实际;同时,对持有外汇储备的不同动机进行静态和动态分解,并从调整系数的角度分析中国最优外汇储备高企的成因。这在以前的研究中鲜有涉及。④不同于以往从国际货币体系改革的角度论述减少中国外汇储备的路径,本书从东亚外汇储备库的建设角度分析其对减少中国乃至东亚外汇储备囤积的作用。⑤在分析方法上不仅有亚洲整体的面板数据分析,也有针对中国的时间序列分析,从而使研究更加全面和稳健。⑥首次论述了“财政主导,人行参与”的外汇储备管理思路与框架。

本书的不足之处可能有:第一,在分析中国最优外汇储备量时使用的是1992—2012年的季度时间序列数据,考虑到变量比较多但时间维度相对较短,有可能会影响自由度。对于进口倾向 $m$ 出现与逻辑和经验不吻合的系数符号,文中解释不足。第二,对于外汇储备的投资途径,由于数据限制,本书并未考虑投资于黄金这个重要的渠道。第三,限于篇幅,本书仅围绕着外汇储备最优数量展开分析,但外汇储备管理不仅包括数量管理,还应涵盖结构管理(币种结构、资产结构、地域结构)、风险管理(汇率风险、违约风险等)两个方面,本书未作论述。

## 目 录

|     |                           |    |
|-----|---------------------------|----|
| 1   | 绪论 .....                  | 1  |
| 1.1 | 研究背景及意义 .....             | 1  |
| 1.2 | 研究目的和方法 .....             | 7  |
| 1.3 | 逻辑结构和主要内容 .....           | 8  |
| 1.4 | 创新、不足与改进 .....            | 12 |
| 2   | 外汇储备管理基本理论 .....          | 15 |
| 2.1 | 外汇储备的界定 .....             | 15 |
| 2.2 | 外汇储备的功能 .....             | 16 |
| 2.3 | 国际收支调节相关理论 .....          | 20 |
| 2.4 | 最优外汇储备研究方法的主要观点简述 .....   | 22 |
| 2.5 | 外汇储备管理体制的相关研究 .....       | 32 |
| 3   | 中国高额外汇储备的成因 .....         | 33 |
| 3.1 | 全球外汇储备分布状况 .....          | 33 |
| 3.2 | 中国的外汇储备增长情况 .....         | 34 |
| 3.3 | 中国外汇储备规模的预测分析 .....       | 38 |
| 3.4 | 中国高额外汇储备的产生机制 .....       | 40 |
| 4   | 中国高额外汇储备的影响 .....         | 54 |
| 4.1 | “外汇储备—物价”传导机制:理论与实践 ..... | 54 |
| 4.2 | 货币冲销:理论演进与中国实践 .....      | 76 |

## 02

# CONTENTS

|     |                                    |     |
|-----|------------------------------------|-----|
| 4.3 | 储备累积与外汇市场压力:针对中国的考察 .....          | 99  |
| 4.4 | 储备累积与货币政策独立性:对“三元悖论”的实证检验<br>..... | 131 |
| 5   | 预防性持有、攀比动机与亚洲经济体外汇储备囤积 .....       | 152 |
| 5.1 | 问题的提出 .....                        | 152 |
| 5.2 | 理论综述 .....                         | 156 |
| 5.3 | 研究设计 .....                         | 163 |
| 5.4 | 实证考察及分析 .....                      | 170 |
| 5.5 | 总结 .....                           | 184 |
| 6   | 中国最优外汇储备:数量特征、动机分解与调整速度 .....      | 187 |
| 6.1 | 概述 .....                           | 187 |
| 6.2 | 最优外汇储备问题研究综述 .....                 | 189 |
| 6.3 | 理论分析与模型设定 .....                    | 199 |
| 6.4 | 实证考察 .....                         | 204 |
| 6.5 | 结论与思考 .....                        | 227 |
| 7   | 东亚外汇储备库:成本收益、治理缺陷与中国的选择 .....      | 229 |
| 7.1 | 外汇储备库问题研究回顾 .....                  | 230 |
| 7.2 | 东亚外汇储备库的产生 .....                   | 234 |
| 7.3 | 东亚外汇储备库参与方的收益与成本 .....             | 244 |
| 7.4 | 东亚外汇储备库的制度缺陷 .....                 | 256 |
| 7.5 | 改革的方向、难点与中国的选择 .....               | 259 |

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| 8 中国外汇储备管理体制的现状、问题与改进 ..... | 261 |
| 8.1 中国外汇储备管理体制的现状 .....     | 261 |
| 8.2 中国外汇储备管理体制存在的问题 .....   | 274 |
| 8.3 中国外汇储备管理体制的改革思路 .....   | 278 |
| 9 结论与展望 .....               | 288 |
| 参考文献 .....                  | 292 |
| 后 记 .....                   | 315 |

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

自 2005 年中国便成为世界最大的外汇储备持有国,这一度成为官、学论证“大国崛起”的绝佳证据。古语有云“福祸相依”,这用在我国的外汇储备问题上最合适不过。一方面,中国通过廉价的商品、优惠的引资政策累积了大量外汇储备,增强了自身应对国际收支波动、稳定汇率的信心和能力;但另一方面也承担着“操纵汇率”“输出通缩”的指责和“贸易制裁”的威胁,这也就是“冲突的美德(conflict virtue)”。在各方的压力之下,中国 2005 年 7 月启动了人民币汇率制度改革,一方面人民币汇率从单一盯住美元的固定汇率制度转向“以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”;另一方面中国也承诺“更富弹性”的汇率体制以承担“大国责任”。2007 年 5 月 21 日,中国银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.3% 扩大至 0.5%;2012 年 4 月 14 日,中国人民银行将人民币兑美元汇率浮动幅度由原先的 0.5% 扩大至 1%;2014 年 3 月 17 日,汇率浮动幅度进一步扩大至 2%,即每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的成交价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价 $\pm 2\%$ 的幅度内浮动。同时,中国人民银行将外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 2% 扩大至 3%<sup>①</sup>。这一切都有助于人民币汇率形成机制的进一步完善和市场主体

---

<sup>①</sup> 中国人民银行公告[2014]第 5 号。[http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140315174346779226550/20140315174346779226550\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140315174346779226550/20140315174346779226550_.html)。

应对汇率风险能力的提升。

按照传统的国际金融理论,汇率波动性增强,有助于强化其调节国际收支的作用,从人民币升值的角度来看,这将有助于减少经常项目盈余,同时人民币汇率波动性增强,也增加了“投机资本”单向对赌人民币升值的成本,这一切都有助于减少一国所需的外汇储备量。但事实上中国的外汇储备丝毫未受到汇率制度变动的影响,依然保持着高速增长的态势。这是为什么呢?表面上看中国的高额外汇储备是国际收支中经常项目和资本项目盈余带来的,但深层次、体制方面的原因又有什么?只有正本清源,才能避免“头痛医头、脚痛医脚”的状况。

2007年肇始于美国的全球金融危机,使得发达经济体受到了剧烈的冲击。鉴于国外的形势,中国采取了积极的财政和货币政策使得国内经济免于欧美衰退的“传染”。在这种背景下中国经济一枝独秀,成为全球经济增长的引擎。与之相伴的是大量的资本涌入导致中国的外汇储备量进一步扩张。理论上,在固定汇率制度下或有管理的浮动汇率制度下,货币当局为了稳定汇率,会通过公开市场操作(如发行央票等举措)、存款准备金率调整和利率调整等方式控制货币流量,从而避免国际收支对国内物价产生不利影响。但国内民众在过去的几年中,已经深刻体会到国内通货膨胀的切肤之痛。外汇储备对物价的作用机理如何?我国货币当局对外部资本流入的冲销政策执行得如何,是否有效?是否像国家外汇管理局所言“就通货膨胀而言,外汇储备的增长不是直接原因,更非主要原因”<sup>①</sup>。如何从根本上切断外汇储备的“通货膨胀”通道?

理论上“三元悖论”指出,货币当局只能在货币政策独立性、固定汇率制度和资本自由流动中三选其二,获得“角点解”。但是,现实中很少有大型经济体完全地放弃其中某项政策。对于我国而言,尽管早在1996年时已实现开放经常项目可兑换、加入世贸组织后资本项目逐渐放开(当然不是完全开放)。2008年,修订后的《外汇管理条例》明确规定经常项目外汇收入可以

---

<sup>①</sup> 国家外汇管理局. 外汇储备热点问答(三)[EB/OL]. [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000,919&id=3&type=1,2,2011-07-28](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000,919&id=3&type=1,2,2011-07-28).

自行保留或者卖给银行,资本流动限制日益减少。2015年3月,中国人民银行宣布将于年底前基本实现资本项目自由兑换。同时,中国放弃了单一盯住美元的汇率制度转而实行“以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”,汇率制度弹性不断增加。很明显,中国在试探三元悖论中的“中间道路”,这一切将对中央银行货币政策的独立性产生何种影响?其作用机制和数量特征又是怎样?经常项目和资本项目盈余累积所形成的外汇储备,对人民币汇率所产生的压力如何?货币当局在外汇市场中通过公开市场操作稳定汇率的成效又如何?

截至2014年1月,人民币对美元单边升值35.7%。每当人民币兑美元汇率突破某个临界点时,诸如“破八”“破七”,总会激起媒体关于“外汇储备大幅缩水”的报道,国内学者也会恰逢其时地批评外汇管理部门的“无能”,纷纷要求货币当局减少外汇储备量、改革现行强制结售汇制度。部分学者甚至提出将外汇储备分配给普通民众,而外汇管理部门则以“外汇储备不同于财政盈余资金,是中央银行在外汇市场购汇形成,在中央银行的资产负债表上对应着本币负债,免费使用外汇储备,性质上相当于中央银行随意印钞票,无节制地扩大货币发行,会造成通货膨胀等严重后果”<sup>①</sup>为由拒绝采纳。那么外汇储备能否分给普通民众?从理论上讲,微观个体理性优于机构理性,这样确实能提高外汇储备的投资收益。但外汇储备的收益不止体现在投资方面,从宏观方面讲,外汇储备可以预防经常项目波动、稳定汇率、预防国际资本投机,这都有助于一国减少国际收支转化/转移政策带来的诸如产出下降、失业率增加和贸易摩擦等成本。如果外汇储备不足,那么会带来巨大的“风险”,正如亚洲金融危机期间,泰国、菲律宾、马来西亚等国由于缺少足够的外汇储备应对汇率投机,本币被迫大幅贬值,使得政府、企业和个人资产负债中的“货币错配”风险暴露,导致大量企业破产、经济增长下降、失业率骤升,直到2002年这些国家的经济才恢复到金融危机前的水平。试想,如果彼时货币当局有足够的外汇储备,又怎么会结果至此呢?从这个角

① 国家外汇管理局. 外汇储备热点问答(二)[EB/OL]. [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=9000000000000000000,918&id=3&type=1,2,2011-07-26](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000000,918&id=3&type=1,2,2011-07-26)。

度来讲,与稳定宏观经济运行的收益相比,外汇储备单纯的投资收益几乎可以忽视。退一步讲,为了兼顾外汇储备在微观层面和宏观层面的双重收益,首先须确定中国的外汇储备是不是“过剩”,这就涉及计算中国最优外汇储备量的问题。而要解决这个问题,又须先明确持有外汇储备的动机是什么,继而在此基础上计算中国的最优外汇储备持有量,从而能够得出中国外汇储备的余量。以前通用的经验比率法,无论是从外汇储备用于满足进口需求的特里芬(Triffin)比率角度,还是从外汇储备满足偿还外债的储备与短期债务比率( $R/STED$ )或应对资本外逃的  $R/M2$  角度,以及宏观经济的外汇储备需求比率( $R/GDP$ )角度都存在缺陷,所以不能直接用这些指标计算中国的最优外汇储备量。同时,当前外汇储备管理中外汇储备已不再是简单地满足国际收支赤字、偿还外债的交易性需求,也不仅仅是为了平滑产出和消费,更被视为“信心管理”的基石,即通过外汇储备数量释放信号,遏制和减少国际投机资本的冲击,达到“不战而屈人之兵”的作用,如何将外汇储备的这个新角色量化并纳入分析模型中并最终确定中国的最优外汇储备量呢?

再以优化币种、资产结构为例,据路透社报道,中国外汇储备中 50% 以上都是美元。在已经实施完两轮量化宽松政策(QE1、QE2)之后,美国经济和美元颓势尚未得到根本扭转,这引发了国内公众对外汇资产安全性的担心,要求优化币种和资产结构,减少美债和美元资产的数量。国家外汇管理部门则以“美元相对于人民币贬值,造成的只是外汇储备的账面亏损而非实际损益,也不直接影响外汇储备的对外实际购买力”来予以驳斥。确实,囤积外汇储备主要看重的是其购买力,人民币升值与中国外汇储备的购买力并不相干,但美国量化宽松政策所带来的通货膨胀压力,则实实在在地构成了中国外汇储备头上的“达摩克利斯之剑”。尽管根据美国财政部报告,中国业已超越日本成为美国国债的最大持有者,同时近期标普、穆迪和惠誉等信用评级机构频频就美国债务问题发出警告,但中国外管当局似乎无动于衷。中国持有如此多的美国国债,是否面临越来越大的风险?中国未来是否应该减持美国国债?中国是美债持有者中的“大象”,一旦中国抛售美债,其他“追随者”由于持有数量相对较少,必然会先行一步,导致美债价值大幅

缩水,从而使得中国外汇储备遭受损失。如何在减持美债中不会被“追随者”察觉进而避免损失?除了美债和美元资产我们还有什么其他选择呢?难道是欧元吗?目前欧债危机愈演愈烈,欧元区“五猪(葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙)”还在泥潭中挣扎之际,以“德—法”为轴心的欧洲中央银行虽然出台了一系列的拯救措施,但金融市场并不买账。于是国际焦点转向中国,因为中国拥有全球最多的外汇储备。尽管包括IMF总裁拉加德、西班牙首相萨帕特罗在内的政要频访中国,把中国视为欧洲的拯救者,希望中国增资购买欧洲债券,但中国政府已经明确表示“中国无力也无心买断欧洲”<sup>①</sup>。中国对欧洲主权债务危机是否应该袖手旁观?欧盟是中国第二大出口区域,2012年1、2月份的数据显示,中国对欧出口大幅下降。这似乎能说明温家宝在2011年6月会晤西班牙首相时所言“中国对西班牙金融市场有信心,愿意继续购买西班牙国债”<sup>②</sup>、在2011年9月夏季达沃斯论坛表示“中国有望增持欧洲国债”<sup>③</sup>,以及在2012年2月会晤德国总理默克尔时表达“中国在考虑更多参与解决欧债问题”<sup>④</sup>的初衷。

全球金融危机中,中国的主权财富投资基金——中国国家投资公司(China Investment Corporation, CIC)在投资房地美、房利美和黑石基金中巨亏,引发国内舆论对中投管理能力的口诛笔伐。那么,国外成熟的外汇储备管理体制是什么样的?是应该建设一个类似于日本、韩国一样的财政主导的主权财富基金管理模式,还是延续货币当局主导的管理模式?在西方成熟的管理体制下,如何保持投资机构的透明度、独立性?

当然,前面所提到的诸多问题都可以从现行的国际货币体系中获得解释。尽管布雷顿森林体系已崩溃近40年,但美元在国际货币体系中的霸主地位从未动摇。1999年欧元在诞生之初被寄予“挑战美元”的期望,但十几

---

① 温家宝:中国无心无力买断欧洲[EB/OL]. <http://news.163.com/12/0204/01/7PCNVOK300014JB5.html>, 2010-02-04。

② 中央电视台《财经》频道:“温家宝24日起访欧 中国力挺欧洲应对债务危机”, 2011-6-28。

③ 外媒:欧洲债务危机加深 中国能否成为“救星”[EB/OL]. [http://intl.ce.cn/zgysj/201109/15/t20110915\\_22696958.shtml](http://intl.ce.cn/zgysj/201109/15/t20110915_22696958.shtml), 2011-09-15。

④ 温家宝:中方将考虑更多参与解决欧洲债务问题[EB/OL]. <http://www.chinanews.com/gn/2012/02-02/3640932.shtml>, 2012-02-02。

年后欧元区的债务危机证明这种想法太天真。2003年三位德意志银行经济学家杜利(Michael P. Dooley)、福克茨-兰多(David Folkerts-Landau)和加贝尔(Peter Garber)发表过一篇题为《复活的布雷顿森林体系》的文章<sup>①</sup>。在文中三位学者用“中心—外围”框架描述了美国与亚洲经济体之间的货币体系。美国处于中心地位,亚洲经济体处于外围,亚洲通过对美出口以确保出口导向型经济发展模式的延续,同时亚洲通过购买美国国债的方式对美融资,以确保美国消费导向型经济增长模式的延续。在这一框架下,亚洲国家积累了大量的外汇储备。三位作者同时预期这种体制在“可预见的未来”是可持续的,而美国前财长拉莫斯·萨克斯曾形象地把这种关系描述为“金融恐怖平衡”:一方面亚洲需要美国这个庞大的出口市场,另一方面美国也需要亚洲的廉价资本,这就导致“平衡而矛盾”的结果出现:美国赤字问题越来越严重,在国内舆论的压力下美国“鞭挞”亚洲国家,迫其放弃固定汇率制度升值本币,承担美国“双赤字”调整的责任;而亚洲国家的外汇储备中大量的美元资产在遭遇美元贬值风险的同时却不能大举抛售,否则资产缩水更加迅速,只能继续对美出口的同时将资金投向美国。在这个框架下,美国不仅享受亚洲经济体提供的廉价商品和资本,还可以将自身赤字和全球经济失衡的罪责转嫁给它们。但作者们并没有料到,受“双赤字”影响的美国最终通过“次贷危机”的方式进行自我调整。未来国际货币体系将走向何方?人民币能否在未来的体系变革中取得更具影响力的地位?

与以往不同,2000年以后亚洲特别是东亚经济体之间突破了传统上以贸易为基础的合作模式,更多地转向货币金融合作,其标志就是2000年5月签署的《清迈协议》(Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM)和2009年12月24日东盟与中、日、韩三国(简称为ASEAN+3或东盟10+3)共同组建的东亚外汇储备库。理论上讲,如果一个国际外汇储备组织能快速有效地运转,其成员国完全可以放弃(至少可以减少)自身的外汇储备持有量。但现实中像IMF这样的国际机构在反应速度、资金规模、利益分配上存在诸

---

<sup>①</sup> Dooley M, Folkerts-Landau D, Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System [R]. NBER Working Paper, 2003, No. 9971.