

河北省社会科学基金项目
河北经贸大学学术著作出版基金资助

中国外汇储备 有效管理研究

ZHONGGUO WAIHUI CHUBEI
YOUXIAO GUANLI YANJIU

王 珍◎著

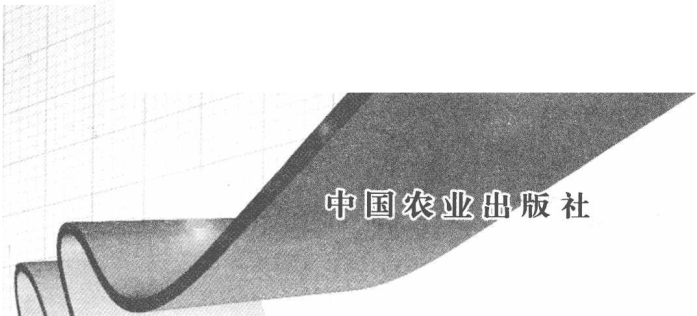


河北省社会科学基金项目

河北经贸大学学术著作出版基金资助

中国外汇储备有效管理研究

王 珍 / 著



中国农业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国外汇储备有效管理研究/王珍著. —北京:
中国农业出版社, 2012. 4
ISBN 978-7-109-16646-2

I. ①中… II. ①王… 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 (2012) 第 053082 号

中国农业出版社出版

(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)

(邮政编码 100125)

责任编辑 刘明昌

中国农业出版社印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月北京第 1 次印刷

开本: 850mm×1168mm 1/32 印张: 7

字数: 200 千字

定价: 28.00 元

(凡本版图书出现印刷、装订错误, 请向出版社发行部调换)

前 言

截至 2011 年 9 月，我国外汇储备已达 3.2 万亿美元。与之相伴随的，对于巨额外汇储备的有效管理和合理利用也成为理论界关注的热点问题。虽然外汇储备对于一国而言至关重要，是融通国际收支赤字、维持本币汇率稳定、举借和偿还外债的保证，但外汇储备并非越多越好，因为持有外汇储备是有一定代价的，体现为持有外汇储备的各项成本，包括冲销成本、资本损失、债务性储备的成本和机会成本等。除此之外，还有一些不可量化的成本，如带来通货膨胀压力和人民币升值压力、使货币政策自主性下降、使贸易摩擦加剧等各方面的成本。

目前我国外汇储备主要以美元资产的形式持有，其中大部分是美国国债。在我国外汇储备已远远超出实际需要的情况下，将巨额外汇储备集中于美国国债并不是最佳选择。本书通过对我国持有外汇储备的成本—收益分析发现，2005—2010 年我国持有外汇储备的净收益为负数，说明我国现行的外汇储备管理效率还有待进一步提高。长期以来，出于安全性考虑，我国将大量外汇储备以美元债券的形式持有，其中主要

是美国国债，造成外汇储备的整体收益率不高，而另一方面，外汇储备的冲销成本、资本损失、债务性储备的成本以及机会成本却居高不下，两相冲减后的净收益竟高达数千亿美元的负值。与此同时，我国正处于经济发展的关键时期，经济发展需要大量资源支持，国家经济发展战略需要大量引进资源、人才、先进技术和设备，这需要大量外汇储备的支撑。在外汇储备投资运营上，如果仅仅依靠发达国家的金融市场获取一定的收益，不仅会约束本国经济的发展，还会使投资面临巨大的损失风险。因此，本书提出，在外汇储备的有效管理上，我国可以利用超额外汇储备建立我国的战略资源储备体系；利用超额外汇储备助推我国产业升级、完善产业结构；利用超额外汇储备加快推进我国对外直接投资；利用超额外汇储备加快推进人民币国际化；把超额外汇储备转化为黄金储备；借鉴国外经验有效管理我国的外汇储备，等等。可以考虑成立国家战略基金（如能源基金、产业基金等），将超额外汇储备的使用和国家战略发展结合起来，通过从国外获得更多的资源、关键技术和市场，提升本国企业的国际竞争力，进而提升国家的整体竞争力。

从长期来看，美元的不断贬值正在使我国的储备资产遭受损失。如何对外汇储备进行有效管理，在实现保值、增值的同时，最大限度地把握超额外汇储备的利用和国家的战略发展结合起来，以增强国家的核心

竞争力，实现国家的可持续发展，是货币管理部门面临的一项现实而重大的问题。本书通过借鉴其他国家的经验，对如何提高我国外汇储备的管理效率、实现我国外汇储备的有效管理提出了政策建议。

本书共七章。第一章是我国外汇储备的管理效率研究，全面、系统地分析了我国持有外汇储备的成本及收益，得出 2005—2010 年我国持有外汇储备的净收益为负数、外汇储备管理效率有待进一步提高的结论；第二章至第六章是在第一章的分析结论基础上，提出了对外汇储备有效管理的各项行之有效的实施方法，包括利用超额外汇储备建立我国的战略资源储备体系，利用超额外汇储备助推我国产业升级、完善产业结构，利用超额外汇储备加快推进我国对外直接投资，利用超额外汇储备加快推进人民币国际化，增加我国的黄金储备；第七章在借鉴国外管理外汇储备的经验基础上，提出了我国外汇储备有效管理的政策建议。

本书的主要创新点包括：全面、系统地分析了我国持有外汇储备的各项可量化成本及收益，对我国外汇储备的管理效率进行了研究；在借鉴国外经验的基础上，提出了我国外汇储备有效管理的各项建议。

由于时间仓促，书中难免有错漏及不足之处，请读者批评、指正。

目 录

前言

第一章 我国外汇储备的管理效率研究	1
一、我国外汇储备的现状分析	1
(一) 我国外汇储备的规模变化轨迹	1
(二) 我国外汇储备过度集中于美元资产	5
二、我国持有外汇储备的成本分析	19
(一) 冲销成本	20
(二) 资本损失	22
(三) 债务性储备的成本	28
(四) 机会成本	36
(五) 我国外汇储备的总成本	37
三、我国持有外汇储备的收益分析	38
(一) 投资于国外债券的储备资产收益	38
(二) 存在国外银行的储备资产收益	39
(三) 因持有外汇储备而降低金融危机 风险的收益	40
四、我国持有外汇储备的净收益	41
五、结论	41

第二章 利用外汇储备建立我国的战略资源储备体系	43
一、用外汇储备建立战略资源储备的文献综述	43
二、我国资源现状	45
(一) 矿产资源供需矛盾长期存在	45
(二) 参与全球矿产资源竞争能力不足	45
三、利用现货市场、期货市场和股票市场建立 战略资源储备体系	46
四、借鉴日本经验,确立“资源立国”战略	49
五、设立国家能源专项发展基金,促进能源海外 并购及能源产业开发	51
六、建立能源投资银行和能源储备银行	52
七、拓展金融机构利用储备的渠道	52
八、积极开展多元化国际能源金融合作	54
(一) 以建设换资源	54
(二) 以信贷换资源	54
九、推动“石油人民币”的进程	55
第三章 利用外汇储备助推产业升级、完善产业结构	56
一、我国产业发展现状	56
(一) 资源需求量大	56
(二) 产业增加值较低	57
(三) 国际贸易中以加工贸易为主	57
(四) 服务账户逆差数额大	58
二、外汇储备促进产业升级的支持方式	59
(一) 对产业上游的资源提供保障	59
(二) 对产业中游提供技术和资本支持	59

(三) 对产业下游的品牌和服务提供支持	69
第四章 利用外汇储备加快推进我国对外直接投资	72
一、我国国际收支“结构”的不合理性	72
(一) 经常账户与资本账户的关系	72
(二) 调整国际收支结构, 扩大资本输出	73
二、我国吸收外来直接投资与对外直接投资失衡	76
三、积极扩大对外直接投资	77
(一) 我国对外直接投资发展现状	81
(二) 鼓励民营企业去海外投资	84
(三) 加强谈判力度, 增加对发达国家的 直接投资	85
(四) 鼓励金融机构支持企业走出去	85
(五) 企业境外投资时应注意的问题	86
第五章 加快推进人民币国际化	94
一、美元本位制的弊端	94
(一) 美元本位制加剧了全球经济失衡	94
(二) 美元本位制加剧了全球流动性过剩	102
(三) 美元本位制加剧了全球金融动荡	104
二、美元危机的必然性	106
(一) 美国双赤字空前增大	107
(二) 美元危机的隐忧	112
三、我国的选择——人民币国际化	117
(一) 人民币国际化的必要性	118
(二) 人民币国际化的利弊分析	121
(三) 世界主要货币国际化的经验和教训	123

(四) 人民币国际化的现状和进程	132
(五) 人民币国际化进程中的障碍	138
(六) 人民币国际化的措施	142
第六章 增加我国的黄金储备	146
一、黄金储备对一国的重要意义	146
二、黄金储备在世界主要货币国际化中的作用	148
(一) 黄金储备在美元国际化中的作用	149
(二) 黄金储备在瑞士法郎国际化中的作用	153
(三) 黄金储备在欧元崛起中的作用	155
(四) 黄金储备对日元国际地位的影响	159
三、黄金储备在人民币国际化中的作用	161
四、增加我国黄金储备的对策	164
(一) 利用外汇储备在国际市场购买黄金	167
(二) 把国内的黄金转化为黄金储备	167
第七章 外汇储备的有效管理：国外经验与借鉴	169
一、外汇储备有效管理的理论探讨	169
二、国外的经验	171
(一) 新加坡、挪威的外汇储备管理经验	171
(二) 日本的外汇储备管理经验	182
(三) 印度的外汇储备管理经验	184
三、对我国的借鉴	188
(一) 建立统一的储备经营管理体制	188
(二) 加快外汇储备相关法律法规的制定	189
(三) 建立并完善多元化的储备经营操作机构	190
(四) 建立储备风险管理体系，全面降低	

目 录

储备风险	191
(五) 变“藏汇于国”为“藏汇于民”	191
(六) 拓宽外汇储备的投资领域, 建立战略资源 储备制度	194
(七) 加大对国外实体经济的投资	195
四、我国主权财富基金的有效管理研究	195
(一) 主权财富基金文献综述	195
(二) 主权财富基金兴起的原因	198
(三) 我国主权财富基金海外投资案例分析	200
(四) 对我国主权财富基金的投资建议	205
主要参考文献	208
后记	212

第一章 我国外汇储备的管理效率研究

一、我国外汇储备的现状分析

1994 年外汇管理体制改革以来,我国外汇储备呈现出迅速增长态势。截至 2011 年 9 月底,我国外汇储备已超过 3.2 万亿美元。我国 1994 年以来外汇储备的增长变化情况如图 1-1 所示。

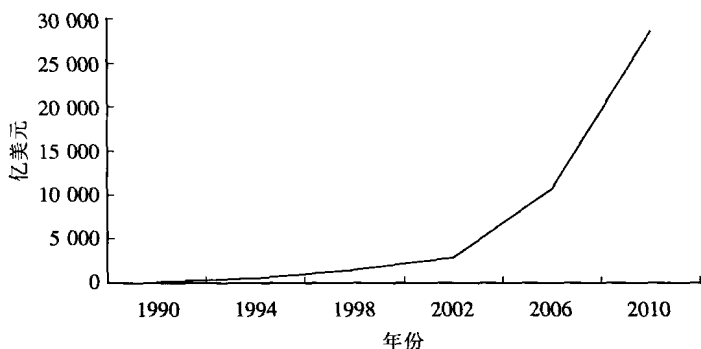


图 1-1 中国外汇储备增长趋势

资料来源:国家外汇管理局网站。

(一) 我国外汇储备的规模变化轨迹

我国外汇储备的发展变化经历了以下几个发展阶段:

1. 1979 年改革开放之前

改革开放前我国外汇储备很少，年均只有 5 亿美元左右。国家实行的是封闭条件下的计划经济，不对外举债，也不吸引外资流入，对外贸易往来很少，外汇储备积累非常有限。

2. 1979—1993 年外汇体制改革之前

这一阶段外汇储备出现增长，但不稳定，起伏较大。1983 年实行外汇留成制度和贸易外汇内部结算价，刺激了出口，外汇储备增加到 89 亿美元。1984 年后经济出现过热，进口猛增，经常账户出现逆差，1986 年外汇储备减少到 21 亿美元。1988 年，经济再次出现过热，进口增加，经常项目逆差，但由于资本流入有所增加，因而 1988 年和 1989 年的外汇储备仍能在低位维持。1989 年和 1990 年，人民币汇率两次下调，推动了出口，同时资本流入平稳增长，外汇储备增加较快，到 1993 年已达 211.99 亿美元。

3. 1994 年外汇体制改革之后

1994 年 1 月我国推出了外汇体制改革，实行汇率并轨，人民币官方汇率大幅下调，大大刺激了出口，外汇储备成倍增加，到 1997 年已达到 1 398.9 亿美元。1997 年 8 月爆发的亚洲金融危机对我国影响不大，我国外汇储备仍保持上升势头。2000 年以后，我国外汇储备出现了持续快速增长，增速明显加快。据统计，1999 年底发展中国家外汇储备约为 1.05 万亿美元（占全球规模的 59%），2007 年底上升至 4.9 万亿美元（占全球规模的 77%），增长了 3.7 倍，其中中国外汇储备的增长最为迅速，1999 年底中国外汇储备约为 0.16 万亿美元（占全球规模的 9%），2007 年底上升至

1.53 万亿美元（占全球规模的 24%），增长了 8.6 倍（张明，2008）。

具体来说，我国外汇储备增加的原因有以下几个方面：

首先，持续快速的经济增长是外汇储备增加的根本原因。1994 年以来，我国经济进入了快速增长时期，国内生产总值从 1993—2002 年增长了近 3 倍。即使是在 1998—2002 年世界经济不景气的五年间，我国仍然保持着 8% 的经济增长速度。经济的快速增长带来了出口贸易的繁荣，也带来了外汇储备的持续增加。

其次，制度因素使然。一是外汇结售汇制度。我国于 1994 年初对经常项目实施了强制结售汇制度。制度规定，除部分外商投资企业可以开设现汇账户外，法人所获得的经常项目下的外汇收入必须及时足额地出售给外汇指定银行，经常项目下所需外汇持有效单据到外汇指定银行购买；对外汇指定银行实行头寸管理，即超出头寸部分的外汇要在银行间外汇市场抛出，由人民银行购入市场上溢出头寸部分的外汇，这样在制度上保证了外汇储备的增加。二是缺乏弹性的汇率制度。1994 年，我国实现汇率并轨，宣布人民币实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率实践证实确实如此。1994—1998 年，人民币汇率从 1994 年初的 8.70 上升至 1998 年底的 8.28。东南亚金融危机后，为规避外汇风险、维护金融体系平稳运行，我国将人民币钉住美元，实行了事实上的钉住汇率制度。1999 年 IMF 正式将人民币汇率列入钉住汇率类。在我国国际收支持续顺差的情况下，人民币面临升值压力，为维持钉住汇率制度，中央银行不得不在外

汇市场抛售人民币，同时大量购入外汇，导致官方外汇储备增加。

第三，我国的储蓄观念。2004 年外汇储备最多的前 7 位均是亚洲国家或地区，即均为储蓄率较高的国家或地区。我国的总储蓄率是 40%。高储蓄观念从主观上导致了对高储备的追求。

第四，亚洲金融危机后外汇储备观念的新变化。一般来说，外汇储备有以下作用：弥补国际收支逆差；干预外汇市场以维持本币汇率稳定；增强对本币的信心。长期以来，人们把弥补国际收支逆差和维持汇率稳定作为外汇储备的首要功能。但东南亚金融危机告诉我们，单个发展中国家在资本账户开放的条件下，难以应对投机资本的袭击，在危机中也难以控制国际收支逆差、维持汇率稳定。因此，在 IMF 对外汇储备功能的新表述中，“增强对本币的信心”被放在核心位置上。因此，在新的储备观念下，外汇储备从过去主要是拿来“用”的，过渡到现在主要是给人“看”的。既然是给人“看”的、起威慑作用的，当然是越多越好。

第五，我国对外开放的进程与发达国家的产业转移在时间上形成了一个契合点。改革开放以来，我国对外开放力度不断加大，投资环境进一步优化，成为对国际资本最有吸引力的国家之一。而发达国家在经济结构调整中，不得不将其在国内没有竞争优势的制造业、服务业向低成本的发展中国家转移，将闲置资本向发展中国家转移以寻求新的盈利机会。发达国家的产业转移与我国的对外开放进程正好形成了一个契合点。2002 年我国首次成为吸引外商

直接投资最多的国家。外商直接投资持续增加带来了经常项目和资本项目的“双顺差”，成为外汇储备持续增加的重要基础。

最后，人民币升值预期导致短期资本流入大量增加，是2000年以后外汇储备大幅增加的主要原因。特别是2002年起美元对主要货币汇率持续走低，国际社会纷纷要求人民币升值，人民币升值压力空前增大。国际游资纷纷潜入我国赌人民币升值，导致我国外汇储备急剧增加。自2001年起，我国短期外债明显增加，2001年短期外债占外债余额的29.7%，2002年上升到31.43%，目前已超过50%，远远超过国际警戒线（25%）。因此，货币管理部门加强了外汇市场干预，以阻止本币过快升值，导致外汇储备快速增加。

（二）我国外汇储备过度集中于美元资产

1. 我国外汇储备资产结构现状

根据IMF的COFER数据库，截止2010年底，在向IMF汇报的國家的外汇储备资产构成中，61%是美元资产、26%是日元资产、13%是其他货币资产。根据美国财政部的报告，截至2010年6月底，中国投资者持有美国国债1.11万亿美元、美国机构债3601亿美元、美国公司债119亿美元、美国股票1265亿美元，合计约1.61万亿美元，中国持有的美元资产约占外汇储备存量的66%。美国财政部另披露，截至2011年2月底，中国投资者投资的美国国债为1.15万亿美元。

另外，中国央行还通过伦敦、香港等离岸金融中心购入美国国债。表1-1中列举了截至2008年6月30日持有美

国国债最多的几个国家和地区在 2001—2008 年通过离岸金融中心对美国国债的净购入额。值得注意的是，中国是其中唯一一个连续 8 年净购入美国国债的国家，8 年共计购入美国国债 2 590 亿美元，而英国是唯一一个连续 8 年均净出售美国国债的国家。据此估算，中国外汇储备投资于美国国债的规模约为 1.4 万亿美元，约占中国外汇储备的 46%。

表 1-1 各国/地区通过离岸金融中心对美国国债的净购入额

单位：10 亿美元

年份	中国	日本	加勒比银 行中心	石油输 出国	英国	巴西	俄罗斯	中国 香港
2001	3.5	-5.9	-0.9	0.2	-3.6	—	—	2.2
2002	15.5	13.4	-5.7	7.4	-30.4	0.3	—	-0.6
2003	9.9	7.9	-15.5	-1.8	-33.4	-3.8	—	-7.5
2004	27.7	-21.8	-21.9	1.9	-65.8	1.8	—	-7.9
2005	54.7	-14.1	4	11.3	-82	1.2	—	-4.2
2006	44.3	-20.7	4	8.9	-145.4	-0.1	—	0
2007	72.1	10	35.4	11.1	-142.2	1.1	18.8	-3.2
2008	31.3	47.6	-15.8	-10.8	-224.1	6.4	29.9	4.6

注：净购入额等于第二年年调查公布的第二季 6 月 30 日各国或地区持有美国国债的规模，减去在第一年年调查公布的第一年 6 月 30 日各国或地区持有美国国债的规模，再减去第一年 7 月至第二年 6 月各月国债净购买额的数据之和。

资料来源：美国财政部国际资本系统（Treasury International Capital System, TIC）数据库。

根据张斌等（2010）的统计，美元资产在我国外汇储备中的比重及美元资产的构成也在不断调整（表 1-2 和表 1-3）。