



教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

丁广

全球新型金融危机与中国的 外汇储备战略

NEW GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND
CHINA'S FOREX RESERVE STRATEGY

陈雨露



教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 

全球新型金融危机与中国的 外汇储备战略

NEW GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND
CHINA'S FOREX RESERVE STRATEGY

陈雨露
等著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

全球新型金融危机与中国的外汇储备战略/陈雨露等著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 10

(教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4984 - 5

I. ①全… II. ①陈… III. ①金融危机 - 研究 - 世界
②外汇储备 - 研究 - 中国 IV. ①F831.59②F822.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 207524 号

责任编辑: 王长廷

责任校对: 杨晓莹

责任印制: 邱



全球新型金融危机与中国的外汇储备战略

陈雨露 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxbs. tmall. com](http://jjkxbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 37 印张 700000 字

2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4984 - 5 定价: 93.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

经济科学

继续教育

教育部

重大项目

成果出版

李锐书



八十年代

课题组主要成员

项目首席专家 陈雨露

课题组成员 马 勇 李 濛 何 青 宋 科
张成思 张晓朴

编审委员会成员

主	任	孔和平	罗志荣			
委	员	郭兆旭	吕萍	唐俊南	安远	
		文远怀	张虹	谢锐	解丹	
		刘茜				

总 序

哲学社会科学是人们认识世界、改造世界的重要工具，是推动历史发展和社会进步的重要力量。哲学社会科学的研究能力和成果，是综合国力的重要组成部分，哲学社会科学的发展水平，体现着一个国家和民族的思维能力、精神状态和文明素质。一个民族要屹立于世界民族之林，不能没有哲学社会科学的熏陶和滋养；一个国家要在国际综合国力竞争中赢得优势，不能没有包括哲学社会科学在内的“软实力”的强大和支撑。

近年来，党和国家高度重视哲学社会科学的繁荣发展。江泽民同志多次强调哲学社会科学在建设中国特色社会主义事业中的重要作用，提出哲学社会科学“四个同样重要”、“五个高度重视”、“两个不可替代”等重要思想论断。党的十六大以来，以胡锦涛同志为总书记的党中央始终坚持把哲学社会科学放在十分重要的战略位置，就繁荣发展哲学社会科学做出了一系列重大部署，采取了一系列重大举措。2004年，中共中央下发《关于进一步繁荣发展哲学社会科学的意见》，明确了新世纪繁荣发展哲学社会科学的指导方针、总体目标和主要任务。党的十七大报告明确指出：“繁荣发展哲学社会科学，推进学科体系、学术观点、科研方法创新，鼓励哲学社会科学界为党和人民事业发挥思想库作用，推动我国哲学社会科学优秀成果和优秀人才走向世界。”这是党中央在新的历史时期、新的历史阶段为全面建设小康社会，加快推进社会主义现代化建设，实现中华民族伟大复兴提出的重大战略目标和任务，为进一步繁荣发展哲学社会科学指明了方向，提供了根本保证和强大动力。

高校是我国哲学社会科学事业的主力军。改革开放以来，在党中央的坚强领导下，高校哲学社会科学抓住前所未有的发展机遇，紧紧围绕党和国家工作大局，坚持正确的政治方向，贯彻“双百”方针，以发展为主题，以改革为动力，以理论创新为主导，以方法创新为突破口，发扬理论联系实际学风，弘扬求真务实精神，立足创新、提高质量，高校哲学社会科学事业实现了跨越式发展，呈现空前繁荣的发展局面。广大高校哲学社会科学工作者以饱满的热情积极参与马克思主义理论研究和建设工程，大力推进具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学学科体系和教材体系建设，为推进马克思主义中国化，推动理论创新，服务党和国家的政策决策，为弘扬优秀传统文化，培育民族精神，为培养社会主义合格建设者和可靠接班人，做出了不可磨灭的重要贡献。

自2003年始，教育部正式启动了哲学社会科学研究重大课题攻关项目计划。这是教育部促进高校哲学社会科学繁荣发展的一项重大举措，也是教育部实施“高校哲学社会科学繁荣计划”的一项重要内容。重大攻关项目采取招投标的组织方式，按照“公平竞争，择优立项，严格管理，铸造精品”的要求进行，每年评审立项约40个项目，每个项目资助30万~80万元。项目研究实行首席专家负责制，鼓励跨学科、跨学校、跨地区的联合研究，鼓励吸收国内外专家共同参加课题组研究工作。几年来，重大攻关项目以解决国家经济建设和社会发展过程中具有前瞻性、战略性、全局性的重大理论和实际问题为主攻方向，以提升为党和政府咨询决策服务能力和推动哲学社会科学发展为战略目标，集合高校优秀研究团队和顶尖人才，团结协作，联合攻关，产出了一批标志性研究成果，壮大了科研人才队伍，有效提升了高校哲学社会科学整体实力。国务委员刘延东同志为此做出重要批示，指出重大攻关项目有效调动各方面的积极性，产生了一批重要成果，影响广泛，成效显著；要总结经验，再接再厉，紧密服务国家需求，更好地优化资源，突出重点，多出精品，多出人才，为经济社会发展做出新的贡献。这个重要批示，既充分肯定了重大攻关项目取得的优异成绩，又对重大攻关项目提出了明确的指导意见和殷切希望。

作为教育部社科研究项目的重中之重，我们始终秉持以管理创新

服务学术创新的理念，坚持科学管理、民主管理、依法管理，切实增强服务意识，不断创新管理模式，健全管理制度，加强对重大攻关项目的选题遴选、评审立项、组织开题、中期检查到最终成果鉴定的全过程管理，逐渐探索并形成一套成熟的、符合学术研究规律的管理办法，努力将重大攻关项目打造成学术精品工程。我们将项目最终成果汇编成“教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目成果文库”统一组织出版。经济科学出版社倾全社之力，精心组织编辑力量，努力铸出精品。国学大师季羡林先生欣然题词：“经时济世 继往开来——贺教育部重大攻关项目成果出版”；欧阳中石先生题写了“教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目”的书名，充分体现了他们对繁荣发展高校哲学社会科学的深切勉励和由衷期望。

创新是哲学社会科学研究的灵魂，是推动高校哲学社会科学研究不断深化的不竭动力。我们正处在一个伟大的时代，建设有中国特色的哲学社会科学是历史的呼唤，时代的强音，是推进中国特色社会主义事业的迫切要求。我们要不断增强使命感和责任感，立足新实践，适应新要求，始终坚持以马克思主义为指导，深入贯彻落实科学发展观，以构建具有中国特色社会主义哲学社会科学为己任，振奋精神，开拓进取，以改革创新精神，大力推进高校哲学社会科学繁荣发展，为全面建设小康社会，构建社会主义和谐社会，促进社会主义文化大发展大繁荣贡献更大的力量。

教育部社会科学司

前言

20 世纪 70 年代以来，在世界范围内各国金融体系迅速发展壮大的背景下，由金融自由化和金融全球化推动的金融危机，不仅成为现代经济运行中的一个周期性现象，而且其发生、传染和扩散机制也具备了一些新的特征。特别是，2008 年发端于美国的全球金融危机，由于其源于储备货币国家，并且卷入了金融衍生品、信用评级和国际货币体系改革等诸多新问题，使之不仅成为“新型金融危机”的突出代表，并且成为研究金融稳定与外汇储备管理的重要案例。

面对以美国“次贷危机”为代表的新型金融危机，传统金融危机理论的解释力已经显得捉襟见肘，亟需理论创新。在此背景下，开展对新型金融危机问题的研究，不仅对推动国际金融危机理论的完善和创新具有直接价值，同时也对全球经济新形势下的宏观金融管理和改革具有现实的指导意义。与此同时，将全球新型金融危机与中国的外汇储备问题相结合，既符合当前中国实现汇率机制平衡转轨、稳步融入世界经济发展新格局的历史契机，同时又能为其它新兴市场国家的外汇储备管理提供有益的借鉴和示范。对于中国而言，只有全面、系统地考察全球新型金融危机的特点、机制和传导路径，并在此基础上认真研究新型金融危机对中国经济金融发展的实际影响，才能在全球视角下科学合理地调整外汇储备战略和策略，从而有效应对金融危机对中国外汇储备管理和经济发展的挑战。

事实上，在全球经济金融一体化的大背景下，面对国际金融危机的冲击，金融稳定、经济发展与中国的外汇储备问题绝非各自独立，而是密切关联。尤其是在全球经济和金融体系面临重构的“后危机时

代”，外汇储备的规模应当如何调控，外汇储备的投资策略和投资结构应当如何调整，整个国家的外汇储备战略应该如何制定，这些都是亟待解决的重大理论和现实问题。有鉴于此，本书旨在对全球新型金融危机的特征和机理进行系统研究的基础上，结合危机后全球经济格局的调整演变和中国经济金融发展的实际需要，对中国的外汇储备战略问题进行系统研究。

在研究思路的整体设计上，由于外汇储备问题不仅关系到中国国家财富的保值增值，更关系到中国在未来世界金融格局中的地位，因此，研究中国的外汇储备管理问题不仅要有微观思维，分析具体的管理方法、技术和策略，更应该具备宏观视野，站在国家利益的高度，深入分析外汇储备管理的长期战略。毋庸置疑，要从根本上解决中国当前所面对的外汇储备难题，必须逐步打破“金融帝国主义”，摆脱人民币对美元的依赖，在未来的10~20年内有规划、有步骤地提升人民币在国际货币体系中的地位，最终使人民币自身成为国际重要的储备货币。

基于上述指导思想，本研究的基本目标是通过深入分析新型金融危机与外汇储备的联系机理，努力构建一个既符合中国国情、又能适应世界经济格局动态变化的外汇储备管理战略框架。为实现这一基本目标，本研究以实际案例和典型事实为基础，遵循宏观经济与管理研究的基本方法论原则，综合采用理论建模、实证分析、模拟分析和案例分析等多种手段，系统研究了新型金融危机的内涵、机制及其与中国外汇储备管理之间的深层联系，并在新的全球金融视野下重建了中国外汇储备管理的国家战略框架。

希望本研究最终能够“抛砖引玉”，为理解新型金融危机和中国的外汇储备管理问题提供一些新的思路。



摘要

从 2008 年 9 月开始，由美国“次贷危机”引发的全球金融危机，从美国到全球，从金融领域向实体经济，逐渐蔓延深化。受金融危机深化的影响，全球经济都遭受重创。作为“震源”的金融业危机仍未见底，坏账和信贷问题不断出现，“去杠杆化”过程仍在继续，投资和消费明显不足。

回溯历史，在过去几十年里，从最富有的国家到最贫穷的非洲地区，从经济高增长的东亚经济体到转轨经济国家，几乎没有哪个国家不曾遭遇这样或那样的金融危机。频繁发生的金融危机不仅成本巨大，而且给实体经济带来了沉重打击。尤其是 20 世纪 70 年代以来，在世界范围内现代金融体系基本建立的背景下，由金融自由化和金融全球化推动的现代意义上的金融危机（本研究定义为“新型金融危机”），不仅成为现代经济运行周期中的一个常见现象，而且其发生、传染和扩散机制也具备了一些新的特征，而此次发端于美国的全球金融危机，更是使包括中国在内的美元储备货币国家面临宏观经济调控和外汇储备管理的双重挑战。

应该指出，在全球经济金融一体化的大背景下，面对全球金融危机的冲击，金融稳定、经济发展与中国的外汇储备问题绝非各自独立，而是密切相关。尤其是在全球经济和金融体系面临重构的“后危机时代”，中国外汇储备规模应当如何调控，外汇储备的投资策略和投资结构应当如何调整，整个国家的外汇储备战略应该如何制定，这些都是亟待解决的重大理论和现实问题。在此背景下，中国如何通过外汇储备战略的调整，在合理确定“常规”外汇储备规模的基础上，进一

步用好、用活“超额”外汇储备，一方面使常规性的外汇储备能够继续从容应对日常经贸往来和维护国家金融稳定，另一方面又能使超额的外汇储备可以更好地服务于国家经济发展和战略转型，成为摆在决策者面前的一个现实问题。

本书旨在对全球新型金融危机的特征和理论基础进行全面反思的基础上，结合危机后全球经济格局的演变和中国经济金融发展的需要，对中国的外汇储备战略问题进行系统研究。这一研究包括相辅相成的两个基本方面：一是对新型金融危机的特点、机制和路径进行归纳和总结，重建关于现代金融危机的基本理论框架；二是根据新型金融危机的理论启示和经济影响，结合危机后全球经济金融发展的总体趋势，将中国的外汇储备问题置于国家长期发展的战略框架下进行研究。

从结构上看，本研究共分八章，各章的主要内容如下：

作为整个研究的宏观背景，第1章从历史与国别的双重视角，在纵向的时间跨度和横向的空间跨度中全面审视了有关金融危机的事实和现象，从而对全球视角下的金融危机形成了一个宏观的立体分析视野。在本章中，我们不仅对金融危机的基本类型进行了归纳总结，从历史维度勾勒出了全球金融危机史的整体脉络，而且全面分析了金融危机的经济成本与社会影响、阶段性特征与演变趋势，并在此基础上总结出了本研究所定义的“新型金融危机”的五大基本特征：一是金融创新和金融危机之间的关系越来越紧密；二是伴随金融开放和金融自由化的危机频繁发生；三是在通货膨胀得到较好控制的背景下，信贷扩张在特定领域（如房地产）的集中导致资产价格泡沫愈演愈烈，成为诱发现代金融危机的主要路径；四是全球金融一体化和全球产业链的转移分工使得相互依赖性加强，金融危机在全球范围内的传染速度迅速增快；五是在全球金融资本投机性大大增强的背景下，一个国家的金融控制力在本国的金融稳定中扮演着重要角色。

第2章主要对新型金融危机的内在机制进行研究。从20世纪70年代以来全球金融体系发展的关键事实来看，金融体系的过度顺周期性是新型金融危机的基本机制，这一机制内涵地包括了相关经济政策和经济制度的顺周期性效应。通过对全球主要经济体的跨国实证分析表明，危机中普遍存在的信贷扩张、资产价格和金融监管的顺周期性

是绝大部分危机背后共同存在的核心机制。在这一机制下，无论是处于市场内部的交易主体（如金融机构、企业），还是处于市场外部的监管主体（如监管当局），又或者是介于市场内部和市场外部之间的第三方机构（如评级机构、会计与审计机构），都无法摆脱上述“三个周期”的顺周期效应。这意味着，在传统的市场运行机制和金融监管模式下，整个市场的信息处理与反馈环节完全受制于市场波动而不是平抑市场波动，在此基础上的政策选择面临严重困境。在对新型金融危机的基本机制进行分析的基础上，本章还对源于储备货币国家的危机机制、传导路径和全球影响进行了概要性分析。

第3章将金融危机置于其与实体经济动态联系的框架中加以研究。通过对危机前后的关键经济变量进行统计描述，本章首先概况出了实体经济在金融危机前后的若干基本表现和特征事实。在对经典的“金融加速器理论”进行扩展分析的基础上，我们从市场主体投资行为的角度，为分析泡沫、实体经济和金融危机之间的作用机制提供了一个完整的周期性框架。这一框架突破了主流文献在局部均衡分析中的不足，将视角扩展至整个泡沫经济和金融危机形成、发展和崩溃的全过程。通过纳入信贷市场的承诺本质和信贷资金供求的高度彼此依赖性，我们强调，只有从金融与实体经济的持续反馈机制中去认识危机过程中的价格、利率和信贷机制，才能动态地理解泡沫经济推动金融危机的渐进过程，并为泡沫的识别与危机的防范提供了现实的依据。从为实体经济发展构建稳健的货币金融基础的角度出发，本章提出，要从根本上破解新型金融危机下泡沫、实体经济和金融危机的交互作用机制，必须将金融目标和经济目标同时纳入政策视野，在一个内生性的视野下构建金融和实体经济的“双稳定”框架。根据这一框架，要实现无金融危机的稳定增长，需要在金融和实体经济之间构建起合理的制度安排，最终实现金融和实体经济的共同稳定。

基于第3章提出的“双稳定框架”，第4章主要从货币政策视角对中国的外汇储备战略进行研究。本章的实证分析表明，在经济结构内外失衡、外汇储备不断积累的情况下，由于外汇占款持续增加，导致国内流动性严重过剩，流动性过剩催生资产泡沫，并对通货膨胀产生了驱动作用。从实践效果来看，由于外汇储备不断增加，中国逆周

期的货币政策操作带来的却是顺周期的货币政策效果，从而使得货币政策的宏观调控能力下降，尤其是难以有效应对金融失衡和资产价格泡沫问题。基于货币政策视角，本章提出，中国的外汇储备战略转型包括两个基本要点：一是进一步理顺中央银行基础货币的投放机制，彻底切断新增外汇储备与基础货币被动投放之间的制度性关联，并在此基础上形成更为科学和合理的逆周期货币政策框架；二是建立合适的外汇储备使用机制，通过将部分外汇储备导入实体经济，实现增量外汇储备的有效分流，缓解中央银行流动性控制的压力和成本。

第5章从金融稳定视角对“双稳定框架”下的外汇储备战略问题进行了研究。在经历了拉美和东亚金融危机之后，外汇储备在金融稳定方面的重要作用已经获得广泛共识。过去的经验表明，过低的外汇储备可能使一国在面临投机性冲击时丧失国家金融控制能力，最终导致本国的货币和金融危机。本章在对外汇储备与金融稳定之间的关系进行理论分析的基础上，从静态和动态两个层面对中国的外汇储备规模和动态管理策略进行了研究。通过将金融稳定要素纳入外汇储备需求模型，本章建立了中国的最优外汇储备需求模型，确定了不同条件下的最优外汇储备规模，并根据这一模型预测了中国未来的外汇储备需求规模。实证结果显示，未来10年，中国的适度外汇储备需求规模位于1.3万亿~1.6万亿美元之间。此外，近年来中国外汇储备出现了规模急速上涨和资产结构单一的现象，这不仅造成了本国实际财富的损失，也影响了经济的正常发展。对此，本章基于最优外汇储备构成模型测算提出，随着新兴市场国家特别是中国的崛起，应该逐步减少美元资产在外汇储备中的配置比例，并逐渐实现外汇储备结构的多元化。

第6章从宏观审慎监管的视角对“双稳定框架”下的外汇储备战略问题进行了研究。作为此轮新型金融危机的主要教训之一，在传统微观审慎的基础上全面建立和完善宏观审慎监管已经成为大势所趋。在这一背景下，如何有效利用中国的外汇储备来为宏观调控服务，实现金融和实体经济的共同发展，成为中国外汇储备战略的重要组成部分。本章在对系统性金融风险 and 金融危机机制进行系统反思的基础上，提出了从微观审慎到宏观审慎过渡的基本目标、主要工具和相关制度

安排,并对宏观审慎监管视角下的外汇储备战略进行了研究。本章的研究表明,外汇储备在我国过去的金融稳定和金融改革中已经发挥过重要作用,在下一步宏观审慎监管体系的建设过程中,中国外汇储备的战略运用包含以下四个层次:一是维持足够的国际清偿能力,确保经济金融体系顺畅运转;二是作为抵御外部冲击的“危机准备金”,继续发挥国家金融安全保障功能;三是作为国内金融改革和发展的准备金,建立必要的资本支持和危机救助机制;四是参与或推动建立对外金融合作组织或外汇储备库,全面提升中国在国际金融组织的话语权和在区域金融事务中的领导力。考虑到未来10年中国将处于跨越“中等收入陷阱”的关键阶段,为有效提高转型期的风险处置能力与危机应对能力,实现无危机的稳定增长,本章提出,应适当提高正常经济条件下的适度外汇储备规模,使其达到约2万亿美元左右的水平。

第7章在总结前文分析的基础上,提出了中国超额外汇储备管理的战略性框架。本章首先分析了中国外汇储备管理的现状与问题,并对超额外汇储备管理的理论基础和国际经验进行了系统梳理。在此基础上,本章结合中国国情和实际需要,提出了中国超额外汇储备管理的目标、原则与结构。从目标来看,中国超额外汇储备的战略运用要体现“三个基本定位”:一是外汇储备必须服务于技术引进和产业升级,体现发展功能;二是外汇储备必须作为“无金融危机增长”的风险准备金,体现稳定功能;三是外汇储备必须作为货币金融崛起的准备金,体现保障功能。从运用原则来看,与常规外汇储备管理的“安全性、流动性和盈利性”原则不同,超额外汇储备的运用应着重遵循战略性原则,这一原则可概括为三个基本方面:一是在使用范围上,通过将外汇储备投资锁定在海外市场,既解决“二次结汇”造成的流动性过剩和货币政策困境,同时也全力支持有意向和有能力的中国企业“走出去”,促进中国经济的国际化;二是在投资标的上,通过更多地进口一些海外重要的大宗商品,或者锁定一些核心资源,加快全球范围内的战略性资产购置和配置,使外汇储备能够更好地为未来的可持续发展服务,提高外汇储备的长期收益贴现价值;三是在投资结构上,通过投资对象、投资方式和投资工具的多样化,全面分享全球经济增长的收益,同时减少这一过程中的风险。概要言之,中国超额

外汇储备的运用应结合国家的中长期发展战略，坚持新兴产业与资源性产业并重、发达国家与发展中国家并重，通过构建有效的全球资产组合，利用金融资本推动建立中国的全球经济网络，同时解决中国经济的转型与发展两大基本问题。

第8章结合危机后的国际货币体系改革，对人民币国际化视角下的外汇储备战略进行了前瞻性分析。通过对2010~2040年间的数据进行测算，本章提出，人民币国际化可分为三个基本阶段：2011~2020年为第一阶段，2021~2030年为第二阶段，2031~2040年为第三阶段。对于人民币国际化进程中的外汇储备需求，本章的研究表明，在人民币国际化的前两个阶段，仍需要相对充足的外汇储备以应对人民币国际化过程中的各种不确定性；但到了人民币国际化的第三阶段，随着人民币成为国际重要储备货币，对外汇储备的需求将逐渐降至GDP的4%左右。对于人民币国际化视野下的外汇储备战略而言，最核心的问题是如何充分利用庞大的外汇储备资源，以人民币国际化为契机和载体，推动实施中国的全球发展战略。从目前的情况来看，可考虑从以下几个方面入手：一是从周边一些小型经济体开始，逐步放开资本管制，实现人民币自由兑换，形成区域性的人民币自由流通区；二是对债务危机国家提供人民币和美元混合的低息长期贷款，并通过逐渐增加人民币贷款的比重来推动人民币在欧美地区的使用；三是通过提供美元和人民币的“捆绑资助”，努力参与世界银行、IMF和亚洲开发银行等国际机构的改革，逐步提升人民币的国际话语权；四是大力推动中国企业海外并购，努力扩大人民币结算和使用的范围，为人民币国际化奠定坚实的经济基础；五是积极发展人民币离岸金融市场，增强人民币在国际金融市场的影响力。