



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第4期(总第160期)

2007年1月26日

中国外汇储备管理体制的改革

中国社科院金融研究所 李扬 余维彬 曾刚

中国外汇储备的迅速增长，是由一系列国际和国内因素造成的。就国际而论，全球经济失衡当推首因；就国内而言，储蓄过剩并造成国际收支顺差，则属根源。特别需要注意的是，大量研究显示：无论是全球经济失衡还是国内储蓄过剩，都是由一系列实体经济因素和体制因素造成的，要在短期内矫正它们绝非易事。这意味着，外汇储备持续增长，将是我们在今后一个较长时期中必须面对的情势。鉴于外汇储备的增长已经成为影响我国经济运行日益重要的因素，并已显示出若干负面影响，鉴于我国现行的外汇储备体制已经不足以应对这种

新的复杂局面，改革传统的外汇储备管理体制，创造一个灵活且有效的制度框架，已成当务之急。

一、根本的任务是建立全球配置资源的战略

面对国家外汇储备迅速增长的局面，人们直观的反应是要将外汇储备“用掉”。我们认为，这种看法是过于简单化的。应当清楚地认识到这样的事实：如果我们当真能够大量购买国外的资源、产品和劳务，亦即为外汇储备找到规模巨大且稳定的非金融用途，外汇储备就不会增长过快了。反过来说，外汇储备所以增长过快，正是因为我们“用”不出去。在此情势下，简单地为了减少外汇储备而不计成本、甚至浪费地“用掉”我们用国内资源和产品交换而来的外汇储备，肯定是不足取的。

有鉴于此，面对外汇储备不断增长的局面，应当提出的任务是促进外汇储备多渠道使用。综合别国经验和我国的实践，这既包括外汇资产持有机构的多元化，也包括外汇资产投资领域的多样化。

中国的经济发展正站在一个新的历史起点上。在过去近 30 年改革开放取得巨大成果的基础上，今后的中国经济发展势必更广泛和更深入地融入全球经济的运行之中。因此，更加积极、主动地运用全球的资源来为中国的经济发展服务，或者说，着眼于全球经济运行来规划我国的资源配置战略，应当成为中国经济进一步发展的立足点。毫无疑问，外汇储备管理体制的改革应当被有机地纳入这一全球化发展战略之中。具体而言，我国外汇储备管理体制改革的主要目标是：更加有效和多样化地使用外汇储备，实现商品输出向生产输出和资本输出的转变，并藉此在全球范围内实现我国产业结构优化。

二、改革之一：国家外汇资产持有者的分散化

迄今为止，我国依然实行比较严格的外汇管制。在现行的框架下，绝大部分外汇资产都必须集中于货币当局，并形成官方外汇储备；其他经济主体，包括企业、居民和其他政府部门在内，都只能在严格限

定的条件下持有外汇资产。这种外汇管理体制是与传统体制下国家外汇储备短缺的情况相适应的；而今的情况是，我们已经开始为外汇储备积累过多及增长过快而苦恼。适应上述变化，放松外汇管理已经势在必行。近来有关当局提出了要大力推行“藏汇于民”战略，正是适应了这种转变的趋势。

为了便利这种战略转变，我们首先需要对外汇资产、官方外汇储备等相关概念做出更全面、更精确的定义。

在《国际收支手册》第五版中，IMF将官方外国资产（Official Foreign Assets）定义为一国政府有效掌控的外国资产，并将之分为储备资产（Reserve Assets）与其他官方外汇资产（Other Foreign Currency Assets）两类。其中，储备资产指的是：由一国货币当局掌控，能够便于直接弥补国际收支失衡，或是通过干预外汇市场、影响汇率来间接调节国际收支失衡的外部资产。

在上述定义中，有4个要点需要强调。其一，“货币当局”是一个功能概念，它包括承担发行货币、管理国际储备、管理基金组织头寸等任务的中央银行和其他机构（如财政部和汇率稳定基金等），并不固定地特指某一类机构。其二，“储备资产”包括黄金储备、特别提款权、基金组织头寸、外汇储备和其他债权五类。其中，外汇储备包括证券（债券和股票）、通货、存款和金融衍生产品。作为“储备资产”，要具有“方便使用”的特征，这指的是具有安全性和流动性。其中，安全性是确保储备资产得以长期保值，而流动性则是确保储备资产能够在需要时具有及时无损（或较小损失）地变现的能力。其三，“外部资产”指的是国内居民对非居民的财产要求权，包括债权和所有权。其四，“其他官方外汇资产”是指由一国货币当局和中央政府所掌控的未被归入官方外汇储备的外部资产，它们必须是以外币计值和结算的；必须在需要时可兑换成货币以满足当局的需要；必须代表实际的权利（Claim），而不是广义的融资能力（例如，信用额度和互

换额度就不能包括在内); 掌控其他官方外汇资产的“官方”是指货币当局和中央政府, 但中央政府的社会保障基金则不被涵盖在内。

我们认为, 我国外汇储备管理体制的改革, 就持有主体多元化而言, 就是要将原先集中由人民银行持有并形成官方外汇储备的格局, 转变为由货币当局(形成“官方外汇储备”)、其他政府机构(形成“其他官方外汇资产”)和企业与居民(形成“非官方外汇资产”)共同持有的格局。这样做的目的有二: 其一, 通过限定货币当局购买并持有的外汇储备规模, 有效地隔断外汇资产过快增长对我国货币供应的单方向压力并据以减少流动性, 保证货币当局及其货币政策的独立性; 其二, 为外汇资产的多样化创造适当的体制条件。

我们认为, 汇金公司的设立和有效运行, 标志着外汇资产持有主体的多样化进程已在我国展开。只不过, 在目前的体制框架下, 汇金公司的法律地位并不明确, 相应地, 它与央行的资产负债关系也未界定清楚。因此, 为了进一步推进我国外汇储备管理体制的改革, 一方面, 我们应尽快明确汇金公司的法律地位及其功能, 另一方面, 根据国家对外开放的需要, 还可再设立若干与汇金类似的专业化投资型机构。

需要特别强调专设外汇管理机构的重大意义。在经济全球化的大趋势下, 设立专业性政府投资公司来管理部分外汇资产, 具有积极参与国际金融市场、学习先进金融知识、了解市场最新动态、提升国家金融竞争能力的战略意义。在这方面, 新加坡和韩国专设政府投资公司(新加坡的 GIC、韩国的 KIC)的经验值得我们借鉴。

三、改革之二: 与持有主体多样化相配合的外汇资产多样化

一些研究者指责我国的外汇储备都用于购买美国的政府债券, 而造成外汇储备收益的低下。以上分析表明这是不确实的。事实上, 自从上个世纪末期以来, 我国外汇储备, 无论就其币种而言还是就其资产种类而言, 就已经多元化了。因此, 所谓外汇资产多样化的任务,

就是原先有效操作的基础上，对官方外汇资产做出明确的功能划分，并确定相应的管理机构，同时规定适当的监管框架。

在总体上，我们应当将国家外汇资产划分为两个部分。

第一部分可称流动性部分，其投资对象主要集中于发达国家的高流动性和高安全性的货币工具和政府债务上。这一部分外汇资产形成“官方外汇储备”，主要功能是由于为货币政策和汇率政策的实施提供资产基础。毫无疑问，官方外汇储备应继续由央行负责持有并管理。

第二部分可称投资性部分，它主要被用于投资在收益性更高的金融资产上。从持有主体上看，其中一部分可交由其他政府经济部门管理，形成“其他官方外汇资产”，主要用于贯彻国家对外发展战略调整，在海外购买国家发展所需的战略性资源、设备和技术，或者在海外进行直接投资，或者购买具有一定风险的高收益国外股票、债券、乃至金融衍生产品。应当指出的是，只要制度设计得当，央行也可以持有一部分非储备的其他官方外汇资产。当然，在账目上，这部分外汇资产应与央行的资产负债表明确地划分开来。其余的外汇资产（非官方外汇资产），应当按照“藏汇于民”的思路，配合外汇管制放松的步调，鼓励由企业和居民购买并持有。

四、改革之三：划定货币当局持有的“官方外汇储备”规模

外汇储备管理体制改革的必然内容之一，就是将一部分外汇资产从货币当局的资产负债表中移出，形成其他官方外汇资产和非官方外汇资产。这种分割的关键，在于比较合理地确定应由央行持有并作为官方外汇储备的外汇资产的规模。

关于由央行掌握的外汇资产（外汇储备）规模究竟应当有多大，可以有不同角度的测算。根据韩国和我国香港地区的实践，央行掌握的外汇储备规模可以根据如下四项因素来确定。其一，传统的三项外汇储备规模决定因素；其二，根据国内金融市场对外开放程度，依据外资在国内金融市场中投资所占的比重，估计出在最坏的情况下，外

资撤出可能造成的不利影响；其三，根据历史经验，计算出本国汇率的波动幅度，估计在最坏的情况下，汇率剧烈波动可能造成的不利影响；其四，根据调控货币供应量的需要，估算出为了使货币当局能够履行其正常功能，需要有多大规模的外汇资产作为其货币发行的准备资产。

综合考虑以上四项因素，大致上可以估计出应当保留在央行资产负债表中的外汇储备规模。仔细分析这些决定因素，可以看到，其中有一些因素是相互覆盖的。因此，最适官方外汇储备规模可以根据短边原则予以确定。我们认为，在上述四项因素中，对外汇储备需求最大的因素，应当是作为基础货币的支持资产。鉴于当前我国基础货币的规模约为 65232.44 亿元人民币的现状，建议由央行持有的用于货币政策操作的外汇储备规模保持在 5000~6000 亿美元。

五、形成“其他官方外汇资产”的融资安排

由货币当局之外的任何机构购买和持有外汇资产，都有一个如何为购买外汇资产筹集资金的问题。这一问题，构成外汇储备管理体制改革的争论焦点之一。

对此，日本财务省多年的实践为我们提供了逻辑清晰且有价值的借鉴。

在日本，官方外汇储备的主要部分是由财务省持有并管理的。财务省通过“外汇基金特别帐户”（FEFSA）来管理这笔外汇储备。FEFSA 由外币（主要是美元）基金和日元基金两部分构成。当需要购买美元时，则动用日元基金；当需要购买日元时，则动用美元基金。

日本实行浮动汇率制后，由于日元对美元有长期升值趋势，购买美元（相应地卖出日元）便成为外汇市场干预的主要方向，既然运用 FEFSA 中的日元基金去购买美元成为经常性的操作，所以，为该基金筹集日元，不断充实 FEFSA 中的日元基金，便成为 FEFSA 面临的长期任务。

迄今为止，FEFSA 筹集日元资金的基本手段是在市场上发行短期融资票据（Financial Bill, FBs）。在法律上，FBs 被定义为调节资金余缺的现金管理券，由于这笔负债对应的是等值外汇资产，在经济上具有自我清偿的特征，所以，它不被记为政府债务。换言之，发行 FBs，无论其规模如何，均不会增加政府债务。在这里，筹集资金和运用资金的性质和特征，与证券投资基金的发起和运做颇为类似。

更具体地说，日本的 FEFSA 系统由两部分构成：外汇交易基金和外汇交易基金特别帐户。前者是政府交易外汇的基金。根据日本政府预算法，其余额和买卖均不记入政府预算；而后者则由交易产生的利润与损失、在外汇干预过程中产生的利息的收付构成。根据日本政府预算法，后者要记入政府预算的收入与支出项中。

我们认为，日本的 FEFSA 通过发行 FBs 来为其持有的外汇储备提供本币资金的融资安排，特别是，日本法律对 FBs 性质的认定以及相应的制度和预算安排，对我国有着直接的借鉴意义。

从融资技术上分析，我们更加主张发行外汇基金债券（如我国香港金管局的做法）来收购外汇资产。由于外汇基金债券是一种资产支撑债券（ABS），其自偿性更为明晰，其“对冲”的功能也更为显著。

六、需要有一部外汇管理法

外汇储备管理体制的改革无疑是一项既复杂又具有极强政策性的工作，应当在法律、法规或行政性规章的规范下进行。外汇管理法规的功能是：厘清职责、加强管理、增加透明度和便利监管。我们认为，除了保留相关法律法规中目前仍然适用的内容之外，在外汇管理法（或行政性规章）中至少还应当增添：国家外汇资产的定义和分类；官方外汇储备的管理目标、管理机构、职责、资产构成；其他官方外汇资产的管理目标、管理机构、职责、资产构成；官方外汇储备及其他官方外汇资产之间的关系及预算处理原则；购买和持有其他官方外汇资产的筹资安排；对官方外汇储备及其他官方外汇资产的监管，等。

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn