



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第6期(总第162期)

2007年2月9日

应对流动性过剩的两个基本战略（下）

中国社会科学院金融研究所 李扬 殷剑峰 刘煜辉

二、流动性过剩的外部原因是外汇储备管理体制缺陷所致

从运行机制上分析，外汇储备的持续巨额增长是造成国内货币供应增长过快、流动性不断积累的直接原因。而从国民经济平衡关系上看，外汇储备增长主要是国际收支长期顺差的结果，而长期的国际收支顺差则又直接归因于我国储蓄率长期过高。所以，要从根本上平衡国际收支、根绝流动性过剩的国外通道，我们还须回到降低国民储蓄率这一可以治本但在短期内并不容易实现的任务上来；在治本之策短期内难以迅速奏效的条件下，寻找弱化流动性过剩之不利后果的各种改革方略，应成为我们政策调控的关键。

在我们看来，流动性过剩作为国内储蓄长期高悬之“标”，其所以出现并愈演愈烈，与我国实行强制结售汇制以及中央银行独揽外汇储备管理权的政府体制密切相关。因此，改革外汇储备管理体制，隔断外汇储备与货币供应的直接联系通道，自然构成解决问题的主要入手之处。

面对国家外汇储备迅速增长的局面，人们的一个直观的反应是要将外汇储备“用掉”。这种看法显然是过于简单化的。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。有鉴于此，促进外汇储备的多渠道使用，同时推动外汇资产持有机构的多元化和外汇资产投资领域的多样化，是改革我国外汇储备管理体制的核心内容。

1. 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。近来央行提出了要大力推行“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、更精确和更有信息量的定义。

在《国际收支手册》第五版中，IMF将一国的外国资产区分为非官方外国资产和官方外国资产两大类。其中，官方外国资产(Official Foreign Assets)被定义为一国政府有效掌控的外国资产，它又可被

进一步细分为储备资产（Reserve Assets）与其他官方外汇资产（Other Foreign Currency Assets）两个亚类。在官方外国资产中，“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；而“其他官方外汇资产”则是指：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以外币计值和结算的外部资产，并且，它们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。

事实上，IMF的这一定义，已经为我国实施“藏汇于民”的改革战略指出了比较明确的方向。就持有主体多元化而言，就是要将原先集中由货币当局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，它与货币当局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外汇投资机构。这里我们特别希望强调专设外汇投资机构的重大意义。在经济全球化的大趋势下，设立专业性政府投资机构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。

2. 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。在讨论通过发行特别债券来购买外汇储备的问题时，人们常提出一个问题是，这种债券是否构成政府的债务？我们认为，这个因素并不构成问题。这是因为：由于外汇储备是实实在在的优良资产，任何机构为收购外汇储备所发行的证券都不构成一国的债务，其经济意义，只是该机构的资金周转或一种投资安排。

考虑由货币当局发行央行票据的情况。其发行的债务工具的成本应当与持有外汇储备的收益综合起来考虑，而不能象目前一些研究者所说的只有成本。在这个分析框架下，对于对冲外汇储备增长的成本问题，显然应有别样看法。如果由财政当局或政府专设的投资性机构发行债务证券来购买外汇，这种证券也不构成债务（如日本财务省发行的 financial bill, FB），而只是该机构的一种资金周转或投资安排。原因还是因为，此类债券对应着具有实在价值且有稳定收益的外汇资产；如果发行外汇基金债券（如我国香港金管局的做法）来收购外汇，这种证券的自偿性就更为明显。在这里，外汇投资机构筹集资金和运用资金的性质和特征，可与证券投资基金的相比较。

我们认为，外汇储备及其对应债务的这一性质，使得任何分离外汇储备的安排都有了可能性，并指出了分离的现实路径。

3. 官方外汇资产的多样化

事实上，自从上个世纪末期以来，我国的外汇储备，无论就其币种而言还是就其资产种类而言，早已就开始了多元化的进程。因此，所谓外汇资产多样化的任务，就是在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和操作目标，确定相应的管理或运营机

构，同时确定与之适应的监管框架。

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。但是，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。至于其余的外汇资产（非官方外汇资产），则应当按照“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。

（全文完）

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