

余永定

yuyongding@126.com

## 外储减少是否造成国民财富损失\*

自 2015 年以来，中国的外汇储备迅速下降。最近几个月以来又有加快的趋势。这是十分令人担忧的。中国过去三十年来通过“双顺差”积累了大量外汇储备，成为世界上外汇储备最多的国家，特别是成为美国国债的最大海外持有者。这种状况远非理想。作为人均收入世界排名 94 的国家，中国本不应该积累如此之多的外汇储备、购买如此之多的美国国债。但是，不管怎么说，中国已经积累大量外汇储备。而外汇储备已经成为中国的重要财富，财富的积累来之不易。2015 年中国外汇储备减少了 5000 亿美元。可以想一想，这 5000 亿美元可以用来进口多少战略物资、高科技资本品和可以用来改善人民生活的消费品和服务！这难道不是中国的巨大财富损失吗？

然而，学界对中国外汇储备的急剧减少，似乎并不太担忧。一种普遍的观点是：中国并不存在外汇储备损失问题。外汇储备减少只不过是“藏汇于民”。原来由外管局持有的美元资产变成了居民持有的美元存款，有什么可担忧的呢？

确实，中国央行卖出外汇储备时，会获得人民币。在中国央行的资产负债表上，资产（外汇储备）和负债（基础货币）将同时减少。在正常情况下，即人民币没有较强升值或贬值压力的情况下，如果中国普通民众向中国央行卖出人民币换取美元，只是美元的持有者从央行变为民众而已，外汇储备没有流失。因为在这个过程中居民被

\*本文已发表在英国《金融时报》中文网撰稿

视为是唯一的参与者，所以国民财富没有任何损失。

当人民币处于升值过程中，私营部门不愿持有它们赚取的美元，因此会把美元卖给央行。现在，人民币正进入贬值过程，市场参与者开始向央行卖出人民币，换取美元。当人民币充分贬值后，市场参与者将买回它们卖给央行的人民币。由于存在汇率套利空间（姑且不谈套息交易），那些先将美元卖给央行、现在又将人民币卖给央行的人将获得巨大利润（如果他们赌对了的话），而央行和公众则蒙受损失——这是假设央行代替公众持有资产。但是，在正常情况下，当所有市场参与者都是居民的时候，外汇储备减少仅涉及收入和汇率风险的重新分配——对某些群体有利，对公众不利。当然，这个问题的根本原因是汇率缺乏弹性。

目前，中国的资本外流包含套息交易平仓、资本外逃（有些和贬值预期有关，但很多都不是。这部分无论如何都会外逃）、投机资金做空人民币、家庭和企业（利用 5 万美元购汇额度）的资产多元化，以及外企将投资收入汇回本国。

对于各资金外流渠道在外储减少中起多大作用，以及非居民市场参与者在其中扮演的角色，很难进行量化评估。当然，上述的引起外汇储备减少的活动并非都会导致中国国民财富损失。比如，外企将投资收入汇回本国以及中国家庭持有更多美元存款不应被视为导致中国国民财富损失。

但在我看来，某些活动引起的外汇储备减少应被认为造成了中国的财富损失。比如资本外逃和做空导致的外储减少就造成了中国财富损失。做空活动一度在香港相当活跃。中国央行甚至干预离岸市场，卖出美元买入人民币，以惩罚投机者。然而，一些活动引起的外汇储备减少（如果只有居民参与）基本上只涉及收入重新分配，或许还有资源错配。比如，套息交易（加上套汇）就是很好的例子。但是，如果说非居民参与者在套息交易中扮演了重要角色，由套息交易平仓引起的外汇储备减少应被认为造成了中国的财富损失，因为它们带出境的美元多于它们带进来的。

政府必须在保存外汇储备和人民币汇率稳定之间做出选择。到目前为止，政府的选择是汇率稳定。两害取其轻，停止干预外汇市场，让人民币一次性贬值应该是一种更好的选择。如果停止干预，当尘埃落定时，中国将依然有 3 万亿美元的外汇储备。到那时，有如此巨大的外汇储备在手，中国还怕有什么困难无法解决呢？

（笔者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。