

浅析我国巨额外汇储备面临的风险及其对策

曹洁云, 刘云

(北京理工大学 管理与经济学院, 北京 100081)

摘要: 我国外汇储备迅速增加, 目前已居世界第一。高额的外汇储备一方面增强了我国对外支付和偿还外债的能力, 另一方面也带来了许多风险, 比如汇率风险、储备结构上的风险、收益风险等。文章分析了我国外汇储备所面临的风险及其原因, 并结合国外先进的外汇储备管理经验提出降低我国外汇储备风险的若干对策。

关键词: 外汇储备; 风险; 外汇管理

中图分类号: F832.21

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2008)03-0077-05

一、引言

经过 20 几年的发展, 我国已经确立了市场改革的取向和对外开放的新形势。随着我国对外开放程度的不断提高, 利用外资规模的不断扩大以及出口贸易多年保持顺差, 我国外汇储备不断增加。从 1978~2005 年, 我国用 27 年的时间使国家外汇储备从 1 167 亿美元增加到 8 189 亿美元。2006 年 2 月底, 我国外汇储备达到 8 536.72 亿美元, 超过日本(8 501 亿美元), 跃居世界第一位, 截至 2006 年 9 月底已经增至 9 879.28 亿美元, 至 2007 年我国外汇储备已突破万亿大关。截至 2007 年 6 月我国外汇储备余额为 13 326 亿美元, 同比增长 41.6%。我国外汇储备的大幅增长为世人瞩目(见图 1)。

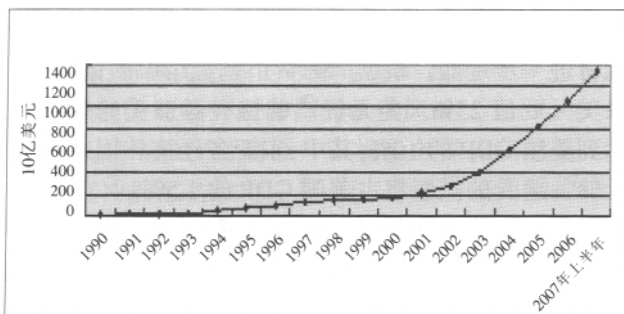


图 1 我国外汇储备规模

资料来源: 根据中国人民银行以及国家外汇管理局网站资料编制

高额的外汇储备一方面体现了我国国力和财富的增长, 另一方面, 我们也为过多的外汇储备付出了巨大的成本和承担了很高的风险, 高额外汇储备也对我国经济发展产生了一系列负面影响和风险, 我国外汇储备政策的调整已经刻不容缓。

二、我国外汇储备持续增长的原因

一国的外汇储备具有调节国际收支, 保证对外支付; 干预外汇市场, 稳定本币汇率; 维护国家信誉, 提高对外融资能力; 增强综合国力; 抵御风险的能力五大功能。外汇储备增加是我国经济持续快速增长、经济实力不断增强、国际收支情况良好的重要表现, 有助于增强国家宏观调控能力和防范国际金融风险的能力。但是, 当前我国外汇储备的数量已大大超过合理的需要。外汇储备超过合理需求和高速增长会增加通货膨胀的压力和宏观调控的难度, 加大持有外汇的机会成本和管理难度, 增大人民币的升值压力, 从而给国家的经济金融带来很多风险。

1. 国民经济发展

在改革开放初期的社会经济条件下, 形成了外向型的发展战略。我们需要外汇资金、技术和增加就业, 所以, 我国一直在鼓励出口, 限制进口, 同时积极引进外资。这使得我国经济的对外依存度很高, 2002 年达到 42.7%, 2003 年为 51.9%, 2005 年再创新高, 为 63.9%, 这在世界大国经济中是很少见的。我国利用外资的数量也不断增加, 在 20 世纪 90 年代就成为引进外资最大的发展中国家, 截至 2006 年底我国外商直接投资已累积了近 6 030 亿美元。从外汇收支表中可以看出, 持续大额的金融与资本项目顺差, 使得我国外汇储备规模不断扩大。金融与资本项目顺差产生主要与外国直接投资有关。国家进一步出台优惠政策, 改善投资环境以吸引外商直接投资, 提高利用外资的质量和水平。通过逐步开放服务领域、多种形式利用中长期国外投资, 使国际资本看好中国, 促使我国外汇储备高速增长。

收稿日期: 2007-11-27

基金项目: 国家自然科学基金项目(70473005)

作者简介: 曹洁云(1983—), 女, 硕士研究生, 研究方向为金融风险与外汇储备管理。Email: cji_jieyun@bit.edu.cn

外贸顺差的出现也是中国推行外向型经济的结果。实施改革开放以来,我国对外贸易一直保持了持续快速增长。第一,中国的对外贸易以加工贸易为主,并且加工贸易从理论上说,必然会使处在加工环节的国家出现贸易顺差;第二,国际分工体系的转变。近年来,全球化下跨国外包与供应链重组的发展趋势加速,越来越多的跨国公司把劳动成本密集型生产和服务,外包到劳动力成本较低的中国等发展中国家,发达国家转而创造更高档次的产品或服务,以期创造新的就业机会和新的出口优势,导致贸易不平衡在这一阶段不断扩大。在这一新的国际分工体系下,中国凭借丰富的劳动力资源逐渐成为世界的工厂,使得中国的出口贸易额增长迅速,贸易顺差不断扩大。而贸易顺差直接导致外汇储备的不断增多。

2. 我国相关制度的影响

1994年我国对外汇体制进行了重大体制改革。人民币官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨,建立以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度,改革实行强制性的银行结售汇制度;取消外汇留成和上缴,建立全国统一的银行间外汇交易市场,为外汇银行调剂余缺和清算服务;取消境内外币计价结算,禁止外币在境内流通;取消外汇指令性计划,国家主要运用经济、法律手段对外汇和国际收支进行调控。这样作为保证我国外汇储备的增长奠定了基础。随着外汇储备的不断增长,虽然各种用汇标准在不断提高,管理在不断放宽,但我国外汇管理的基础仍是强制性结售汇制。因此,资本与金融项目管制下的企业强制结售汇制度和银行结售周转头寸限制等政策,造成国内企业和个人的持汇需求无法满足,而央行为保持汇率稳定,较多地使用基础货币购买外汇,从而在短期之内聚集了大量的外汇储备,也导致外汇储备的持续性增长^[546]。

3. 投机性资本的大量涌入

对人民币未来必然升值的预期导致大量投机性资本流入中国,尤其是2001年以后投机性资本流入中国增长非常快。投机性资本流入,也是近期外汇储备高速增长的重要原因。投资者出于套利的目的会投入更多的投机资本,从而导致投机性资本的大量流入我国,导致外汇储备的“虚高”。

三、当前我国外汇储备隐含的风险分析

1. 我国外汇储备结构上的风险

一国的外汇储备由多种外汇资产构成,随着这些资产相关币种汇率波动,外汇储备规模可能会遭遇贬值风险,产生质上的变化。我国的外汇储备由多种外汇资产组成,包括美元资产,欧元资产,日元资

产和英镑资产,只要与这些资产相关的币种汇率贬值,外汇储备就会损失。由于我国实行盯住美元的汇率制度,以及美元储备资产比重过大,在目前美元走软的情况下,面临着严重缩水的危险。因此,汇率风险的规避问题必须得到我们的高度重视。

近几年来我国外汇储备的目标一直是保持流动性、保持外汇储备资产价值不减少和寻求稳定的收益。因此我国大量地购买美国的长期国债,在汇率相对稳定的情况下,长期国债的平均收益率只有2%左右。但是在美元贬值的前提下,我国的外汇储备可能会有很大损失。由于我国长期投资美元,美元占了我国外汇储备资产的绝大部分,如图2所示。

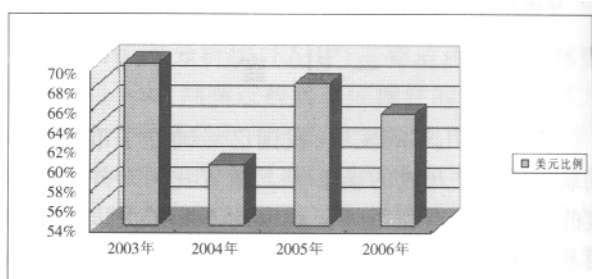


图2 我国外汇储备美元比例

资料来源:根据国家管理局公布数据估算

尽管我国已经在积极下调美元比例,但是我国的外汇储备构成中美元仍占绝大部分。并且这种情况在短期内还会持续下去。美元资产比重过大隐含着巨大的汇率风险。如果我们不能寻出更高收益的外汇储备增值途径来弥补汇率损失,我国外汇储备可能会大幅贬值。在过去3年,美元持续下跌,对欧元平均下跌了35%,对日元平均下跌24%,而且据相关研究,美元将进一步走低。根据国际货币基金组织的估计,如果美元贬值25%,美元资产的持有者遭受的损失将达到美国GDP的10%,其中,东亚各经济体因持有美元储备遭受的损失将占美国GDP的1.5%。

2. 我国超额外汇储备带来的通货膨胀风险

一般认为,发展中国家确定外汇储备规模的基本原则有四条:满足一定时期的进口用汇需求,根据经验值,一个国家保持相当于3~4个月的进口额度,或相当于GDP15%~20%的外汇储备较为适宜。

保证外债还债的外汇需求。满足短期资本流动带来的外债需求。保证货币政策(包括汇率、利率)相对稳定,促进宏观经济稳定和发展的用汇需求。据此判断,我国外汇储备均远大于以上经验值。超额外汇储备会给我国的社会经济带来很多风险^[782]。

由于我国目前仍然是发展中国家,经济实力相对较弱,金融体制不健全,中央银行汇率政策和货币政策之间就不可避免地存在一定的矛盾。高额外汇

储备会增大外汇占款,增加通货膨胀因素,降低宏观调控能力。双顺差助长了外汇市场的升值压力。为阻止人民币升值,央行不得不采取大量买入外汇,抛售本币的形式进行干预。其干预的结果是外汇储备迅速增长,人民银行被动地增大人民币投放,而货币发行的过度增加又会成为诱发通货膨胀的因素。而且,高额外汇储备的两种主要影响是冲突的,使得央行的货币政策的空间和有效性降低。例如,央行为了降低高外汇储备对国内的影响,须通过回笼货币,或提高利率等方式,来减少货币供给,这样却增大了本币升值压力。相反,央行为了降低高外汇储备带来的本币升值压力,须通过降低利率等方式来增加货币供给,这样就强化了第二种影响,使央行货币政策的内外目标相冲突^{[3][28]}。比如2005年我国CPI涨幅从2004年的3.9%放缓到1.8%。但据央行《中国货币政策执行报告——2005年4季度》分析,受政策因素和价格统计方法本身局限性的影响,CPI不能完全反映真实通货膨胀程度。众所周知,在汇率相对固定的外汇管理体制下,外汇储备的上升会使央行外汇占款投放量不断加大,并且变成银行体系流动性增加的主渠道,而银行体系过度的流动性又加大了房地产等泡沫,成为通货膨胀的催化剂。2004年人民银行外汇占款增加16 098亿元人民币,比上年多增加4 639亿元,月平均投放超过1 000亿元,相当于2001年外汇占款月平均投放量的3倍多。2005年外汇储备增加2 089亿美元,相应也意味着投放了16 000多亿元人民币的基础货币,导致广义货币供应量超出了央行上一年年初预定增长15%的目标,广义货币供应量在2005年12月末同比增长达到17.57%,对国内造成的通胀压力不言而喻。

3.我国高额外汇储备的收益风险

从成本看,目前公开市场业务操作仍然是人民银行对冲外汇占款的主渠道。持续的正回购使央行持有的债券数量不断减少,并迫使央行定期大量发行较长期限的票据回笼货币。2005年央行共发行125期央行票据,发行总量27 882亿元,净回笼基础货币13 848亿元,净回笼基础货币量相当于2004年的2倍多,年末央行票据余额为20 662亿元。现在央行票据余额已占GDP的11.35%,财务成本负担越来越重,而且新发行央行票据的利率已经不断上升,即发行成本越来越高,对冲政策的可持续性值得怀疑。从收益看,巨额外汇储备的增值早已成为央行的难题。我国大部分外汇储备用于购买美国国债,存在不容忽视的机会成本。笔者按保守的口径粗略估算,如以2005年末美国国债的年收益率4.39%为均值,以我国去年商业银行1年期贷款加权平均利率

6.07%为国内直接投资收益率下限,则去年每持有1 000亿美元国债的机会成本就高达16.8亿美元左右。中国作为一个发展中国家,从海外筹措资金时要被强加风险溢价,必须支付高昂的利息,刺激出口也要以巨额税收减少为代价,但现在却以较低的利息将资金借给头号发达国家美国用,而且每年付出几十亿美元的机会成本。

四、国外外汇储备风险管理经验

首先来看看欧元区的储备管理体系。欧元区的储备管理体系由欧洲中央银行系统(European System of Central Banks, ESCB)负责,ESCB成立于1998年,它由欧洲中央银行ECB(1998年成立)和欧盟各成员国中央银行组成,ESCB中的ECB和欧元区各成员国中央银行又构成欧元系统(Euro system),其中欧洲中央银行扮演着决策者的角色。欧洲中央银行和欧元区各成员国的中央银行都持有并管理外汇储备。欧洲中央银行主要通过制定战略性投资决策来进行储备管理。欧洲中央银行管理外汇储备的目标是保持外汇储备的流动性和安全性,以满足干预外汇市场的需要。在风险管理方面,ECB为储备管理定义了四个关键的参数。一是对每种储备货币定义了两个级别的投资基准,即战略性的基准与策略性的基准。战略性的基准由ECB管理委员会制定,主要反映欧洲中央银行长期政策的需要以及对风险和回报的偏好;策略性的基准由ECB执行董事会(the Executive Board)制定,主要反映欧洲中央银行在当前市场情况下对中长期风险和回报的偏好。二是风险收益相对于投资基准的允许偏离程度,以及相关的纠偏措施。三是储备交易的操作机构与可投资的证券。四是对信用风险暴露的限制。此外,各成员国也会设立自己的风险委员会。以法国为例,法国央行设立了风险委员会负责授权投资行为和控制风险敞口,该委员会由风险管理部门负责人和后台部门负责人组成。需管理的风险既涉及市场风险,信用风险,也包括操作风险,风险委员会会议每季度召开一次。同时,投资委员会负责制定短期投资策略,投资委员会由储备管理总经理,投资经理,中台负责人,两个法国央行的经济学家组成,会议每月召开一次。而投资经理具体负责执行投资组合的经营^[2]。

日本外汇储备风险管理:日本的储备管理体系由财务省负责,日本财务省主要通过存放于日本银行的外汇资产特别账户进行储备管理。日本外汇储备风险管理,主要体现在以内部模型法对储备资产的信用风险、流动性风险和利率风险进行严格的风险控制。对储备资产的信用奉献、流动性风险和利率

风险,以内部模型法进行严格的风险控制。为防范风险,日本外汇资产主要由流动性强的国债、政府机关债券、国际金融机构债券、资产担保债券以及在美国中央银行的存款、国内外信用等级高偿还能力强的金融机构的存款构成。而在购买的外国国债中,主要购买美国国债等相对安全的美元资产。

新加坡的外汇管理分属三大机构,即负责固定收入投资和外汇流动性管理的新加坡金融管理局、专司外汇储备长期管理的新加坡政府投资公司、利用外汇储备投资国际金融和高科技产业并以期取得高回报率的淡马锡控股。新加坡政府投资公司的风险管理在机制上是严密的,在投资决策时,强调“风险否决”原则,即只有与新的投资活动有关的风险得到充分认识,确认可以承受,并且具有衡量、评估、管理和控制这一风险的能力的时候,才能做出投资的最终决策。总的来说,该机构在控制风险方面强调公司高层直接介入风险控制,通过降低不同的投资战略之间的风险相关性以及越来越注重运用计量模型进行资产配置和风险评^[45]。

五、我国外汇储备有效控制风险的对策

综合国外先进的管理经验,笔者提出了以下控制外汇储备风险的建议:第一,确认和评估外汇储备管理可能面临的所有风险,并且定义在储备管理中可接受的风险水平和指标,同时无论对于国内储备管理机构还是委托国外金融机构,必须适用同样的风险管理制度;第二,该风险管理制度应当持续监督储备管理面临的风险暴露程度,以检验风险暴露是否超过可接受的范围;另外,风险管理制度所考察的风险也应当包括外汇衍生工具所导致的可能风险;第三,为了评估储备投资组合的风险和外部脆弱性,应当有规则地实施压力测试,以确定宏观经济或金融环境震荡的潜在影响。

另外,采取科学的风险控制手段可以考虑建立储备管理的投资组合基准,以指导实际的储备投资。投资组合基准必须包括所选择的持有的外汇的币种及其权重,具有适当信用特征的投资工具,以及反映期望利率风险水平的某些指标^[63]。储备管理机构可以采取消极的储备管理政策,即严格按照投资组合基准对外汇储备进行投资;储备管理机构也可采取积极的储备管理政策,即允许在一定的限定范围内偏离投资组合基准,这必须通过某些风险测量方法(如Var)来评估可能的最大风险损失并确认允许对投资组合基准的偏离程度。按照流动性需求、收益性需求和安全性需求划分外汇储备为流动性外汇储备、收益性储备和外汇平准基金。流动性外汇储备是

用来满足调节国际收支、保证对外支付、干预外汇市场和稳定本币汇率等需要,一般投资在流动性最强的投资工具上,因而必须极力回避投资风险,可以选择风险最小的投资工具,比如信用级别较高的短期债券,具有规避风险功能、衍生金融工具和国内外商业银行短期存款。收益性外汇储备是用来满足维护国际信誉、提高对外融资能力、增强综合国力和抵抗外部脆弱性的能力等需要,储备在当前使用的可能性不大,其投资组合可侧重于收益性,而相对地面临较大的风险,因而采取审慎的科学的风险管理策略是十分必要的。收益性资产组合的工具可以包括长期债券、股票、对国家或企业的贷款和直接投资。目前,我国外汇储备投资于后三者的比例很低,可适当增加其投资比例:适当增加一些国内外汇资金贷款,即对一些效益好又急需外汇资金的企业,可适当放宽用汇限制,也可以购买企业的绩优股,这样既有利于促进经济增长,也有利于增加外汇投资回报;适当发展对外直接投资,如增加对国外能源、原材料等储藏的投资,为国内能源、原材料等的供应提供稳定的补充和必要的保证,对于我国经济的持续发展而言可能具有重要战略意义。

由于相对于一般国有资产管理,国家外汇资产管理的保值增值难度更大。因此我国现在已经开始建立国家外汇投资公司,为了确保投资公司有效的进行,我们应当高度关注外汇储备资产结构变化对美影响。从中美双边角度看,我国是通过外汇储备这一国际收支平衡表中的调整项对美国国债等金融产品的投资,来为美国的贸易赤字融资。这种融资在一定程度上可视为低收益、低风险、高流动性的美国国债,与高收益、高风险、低流动性的直接投资,两类金融产品之间的互换。我国外汇储备回流美国,越来越成为稳定双边经贸关系大局潜在重要因素。如果我国将外汇储备中的大量美元资产转成其他币种或实物资产,必然导致市场恐慌。一旦美元出现大的波动,全球经济所谓“刀锋上的平衡”很可能被打破。因此,初期转化的储备资产规模不宜过大,外汇局对美国国债等产品持有的规模应保持稳定。另外要合理分工,避免国家外汇公司与外汇局、政策性金融机构形成竞争。外汇局在运用外汇储备在国际金融市场进行组合投资方面,已经积累一定的经验,形成一定的渠道。国家外汇投资公司和外汇局应合理划分投资领域、产品类别,避免相互竞争。国家外汇资产投资公司原则上不直接对具体项目进行绿地投资,主要通过与政策性银行建立的转融通机制,支持企业境外活动。国家外汇公司直接面对企业的投融资,应以中长期为主,短期为辅,较多采取各种直接融资工

具, 以避免与政策性金融机构竞争。

最后, 严格管理, 防止二次结汇。目前情况下, 国家外汇公司必须通过严格的项目管理, 保证外汇资产主要在境外使用, 严禁将外汇转化成人民币套利。即使未来汇率形成机制改革完成后, 国家外汇公司的投资也应以境外为主、境内为辅, 各种本外币资产之间的转换举措, 必须经国家外汇资产管理委员会认可。同时我们还要渐进迂回, 避免冲击国际金融市场。传统资本输出国显然排斥后来者的进入。个别国

际金融组织对我国在非洲不附加条件予以贷款的指责, 充分暴露了他们对我国资本输出问题上的态度。国家外汇公司可充分发挥香港国际金融中心的地位和作用。股权投资的外汇资金可较多进入香港市场。通过在香港组建某种形式的基金, 进行境外能源、资源项目投资, 回避国际上对政府背景企业投资的限制。香港的中资银行、中资机构在国际市场经验、企业治理结构等方面较为成熟, 可较多通过这类机构进行操作。

参考文献:

- [1] IMF. Guidelines for foreign exchange reserve management [J/OL]. September 20, 2001, <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>.
- [2] European Central Bank. Risk management for central bank foreign reserves [J/OL]. May 2004 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/riskmanagebreserves2004en.pdf>
- [3] 王元龙. 我国外汇储备: 安全性、成本风险及对策[J]. 河南金融管理干部学院学报, 2005(5): 25- 31.
- [4] 巴曙松, 刘先丰. 外汇储备管理的多层次需求分析框架——挪威、新加坡的经验及其对中国的借鉴[J]. 经济理论与经济管理, 2007(1): 46- 53.
- [5] 王若晨, 廖俭. 我国高额外汇储备的风险及对策[J]. 改革与战略, 2006(7): 46- 49.
- [6] 巴曙松. 国家外汇投资公司面临六大挑战[J]. 中国经济周刊, 2007(11): 30- 31.
- [7] 周波. 试论中国万亿美元外汇储备的风险及化解途径[J]. 当代经济, 2007(2): 82- 83.

On the Risks Confronting China 's Mint Reservation of Foreign Exchange and the Countermeasures

CAO Jie- yun, LIU Yun

(School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

Abstract: China 's foreign exchange reserve grows so fast that it has ranked the top in the world. On the one hand, huge foreign exchange reserves enhance our external payments and the ability to repay foreign debts. On the other hand, it brings many risks such as exchange rate risk, structure risk and revenue risk. This paper analyzes risks of China 's large reserve of foreign exchange and causes of such risks; and based on foreign advanced experience of reserve management, the paper puts forward some possible solutions to lower the risks.

Key words: foreign exchange reserve; risks; foreign exchange reserve management;

[责任编辑: 孟青]

(上接第 60 页)

参考文献:

- [1] Armstrong. Competition in two- sided markets[EB/OL]. DEI, 2004.
- [2] Rochet, Tirdle. Two- sided markets: an overview[EB/OL]. DEI, 2004.
- [3] Katz Shapiro. Network externalities, competition and compatibility[J]. American Economic Review, 1985, 75(3): 424- 440.
- [4] Caillaud Jullien. Chicken and egg: competition among intermediation service provider[J]. Rand Journal of Economics, 2002, 24: 309- 328.
- [5] 纪汉霖. 双边市场定价方式的模型研究[J]. 产业经济研究, 2006, 23: 11- 20.
- [6] Roson, R. Two- sided markets: A tentative survey[J]. Review of Network Economics, 2005, 4(2): 142- 160.
- [7] Gabszewicz J J Wauthy. Two- sided markets and price competition with multi- homing [EB/OL]. DEI, 2004.
- [8] Evans D. Some empirical aspects of multi- sided platform industries[J]. Review of Network Economics, 2003, 2: 191- 209.

The Effects of the Platform Matching Technique upon Pricing of Two- sided Markets

WANG Zhao- hui, XIN Zhan- hong

(School of Economics and Management, Beijing University of Posts and Telecommunications, Beijing 100876)

Abstract: This paper studies the effects of platform matching technique upon three kinds of pricing modes under the monopoly platform and competing platforms in two- sided markets. Through the study, the paper gets the optimal pricing outcomes of platforms. Based on analysis, the paper indicates that in two- sided markets under whether monopoly platform or competing platforms, distinct charging modes are applied to meet demands of different groups of customers, which makes no difference by nature in platform profit making.

Key words: matching technique; two- sided markets; monopoly platform; competing platforms; optimal pricing

[责任编辑: 孟青]