
中国外汇储备与全球产业投资

俞 乔

商务印书馆

2012年12月

摘要：本书讨论我国巨额外汇储备的系统性风险及控制与化解问题。目前，中国的外汇储备为全球外汇储备总量近三分之一，为我国国内生产总值的一半。如此巨大的中国的外币储蓄直接暴露在动荡的国际金融体系中，必须找出较好地解决路径。该问题是近年来国际金融领域的重大题目，特是全球金融危机爆发之后，其理论意义与实践价值更为重要。然而，国内外学术界对此尚缺乏深入和全面的研究。本书就是对此问题作出系统解答的尝试。

二十世纪七十年代下半期，国际货币体系通过布雷顿固定汇率体制崩溃后的调整，为新一轮的经济全球化提供了比较有利的外部环境。而我国抓住了这一难得的历史性机遇，开始了中国经济改革开放、主动与世界市场融合的历程。八十年代下半期，中国确定了沿海地区全面开放的重大战略，使我国沿海3亿人口起码提前十年先于其他主要新兴经济体和发展中国家加入全球劳动分工。本世纪初，经过长期努力后，我国加入世界贸易组织，自此中国经济全方位对外开放，十三亿人口的经济活动已成为世界市场密不可分的一部分。由于这三大战略性的决策，中国在三十多年里全面融入了全球劳动大分工为基础的世界市场，从而极大地促进了经济发展，并在根本上改变了外汇短缺的历史，成为第一大外汇储备拥有国。虽然在形式上我国官方外汇储备表现为央行的表内项目，但在本质上它是国家集中管理的全社会的绝大部分外部储蓄。

世界上没有免费的午餐。在受惠于全球化的正外部效用之后，近年来我国的外部储蓄以外汇储备的形式，通过购买发达经济体国债的方式补贴其非生产的福利部门。但是，发达国家福利部门过度膨胀超过了审慎财政的承受范围，难以正常偿还债务，因此，国际储备法币制度便成为剥夺债权人的利器。金融危机爆发使这一恶果提前出现：美联储与欧洲央行主动性的零利率、超量供给的货币政

策使主要国际储备法币实际购买力贬损成为现实。在这一环境下，我国的外部储蓄面临着一系列巨大的风险：包括美国联邦政府稀释债务的贬损风险、欧元区边缘国家债务重组的违约风险、巨额金融资产难以购换风险，主要国际交易媒介转换风险，中美国家利益冲突失控及中国国内非常状态下的被冻结风险，等等。

现行国际货币体系的失信问题已成为最大的系统性风险来源。在世界金融史上，真正意义的金本位是自然演进的结果，以贵金属保证的国际储备货币具有真实价值，因此国际货币制度具有内在稳定性。此后的各种国际货币体系则是人为设计的产物，其核心是将缺乏内在价值的“主权储备法币”规定为“国际储备法币”，承担国际交易媒介和全球金融资产计价物；由于无约束的国际法币必然超发，国际储备法币缺乏刚性约束可以任意发行，必然导致信用危机，具有系统性崩溃的内在基因。该体系难以永续，在一代人左右的周期就会爆发系统性危机，世界市场的主体将为此承担相应的风险与巨大的成本。国际货币体系的不稳定性和全球金融市场的脆弱性远远超过预料，依靠作为公共产品的现有国际货币体系参与全球劳动分工、并通过全球金融资产保持社会储蓄的时代将一去不复返；我国将不得不承担该体制的相当部分成本，外部环境变化对我国经济的负面影响非常巨大。

在国际货币体系面临巨变的现实下，中国政府已不能再按传统方式管理外汇资产，必须以对我国三十多年的外部储蓄高度负责的态度有所作为。为降低风险暴露程度、避免我国社会的外部储蓄遭受重大损失计，有关当局必须尽快改变资产配置方式，从补贴发达国家低生产率的福利部门转为投资生产率创造的实业部门；从政府垄断外汇资产管理转变为多元化主体海外投资；从购买美欧国债转换为投资可长期持续发展的实体经济行业。

然而，将外部储蓄转变为生产资本投资的第一个先决条件在于深化经济制度改革，特别是转变金融管理体制和货币政策执行方法，放松对外投资限制与改善金融市场效率，改变国有企业运营模式及扩大民营经济发展空间。在经济增长方式未根本改变、各级政府对经济的直接干预日趋强化的环境下，资本项目的开放及由此出现的外部冲击可能使脆弱的国内金融体系发生系统性危机。而且，在政治体制改革未能开展、贪污腐败难以有效遏制的情况下，非法所得资金外逃将可能引发政治危机。因此，公共治理的改革是保证外汇资产转变顺利进行的第二个先决条件。

在全球范围内来看，可以容纳来自中国的巨额投资、长期回报稳定、风险可预期、且可持续发展的实体产业并不太多。总体而言，美国与欧洲大陆经济体规模宏大，政治社会结构稳定，法律司法制度健全、产权保护体系明确，且正处于再产业化或后危机重建时期，需要大量资金投入。具体来说，这些发达国家的基

基础设施、非常规能源、以及欧元区银行业重组都可能需要近万亿美元级数的市场投资，这就为我国的外汇资产提供了重大的机会。同时，美欧社会困境的解决在根本上需要促进经济强劲的增长和恢复实体经济部门的平衡，而我国的对外实业投资则正是促进美欧调整的一个外部推动力。此外，包括粮食生产、流通、服务全过程的海外农业投资是保障我国粮食安全、稳定全球粮食供给的长期资产配置，也应当作为全球事业投资的重要方向。

金融工具的设计及其实现方式是为我国被锁定于发达国家主权债务的外汇资产解套、并将其转变又有效实业投资的关键。债转股可以成为解决这一难题的可行方法。作为一种非标准资产互换，传统的债转股都是事后行为，即在债务人无力履行合同、对债权人造成损失后的一种被动补救措施。我国外汇资产的管理必须在重大损失发生之前找出解决方案，而事前债转股则是进行有效资产互换的创新方法——在外汇储备中划出部分美欧国债或者其他债务资产，采用多种方式将其转化为国外实体经济产业的股权；并同时改变现有国家集中持有国外资产的单一产权结构，以分散与化解我国外汇储备的各类风险。

债转股包括三个层级的转换。首先，资产形态转换。将人民币资产转换为以美国国库券为主的外币资产；再将美国国债转换为产业股权。其次，资产权益互换。将集中于国家的外汇资产得以分散到社会不同主体手中，从而使资产权益发生了转换，得以实现多元主体的分散管理，化解国家统一管理外汇资产的巨大风险。最后，资产内容转换。从投资虚拟金融资产、支持发达国家的社会福利部门转换为对实体经济的产业投资。

中国外汇储备是中央政府直接持有并具体管理的全社会外部储蓄。这一金融资产不仅与我国货币政策与宏观管理密切联系，而且对世界经济有着重要影响。它是中国改革开放与经济全球化演变的结果，而非阴谋和设计的产物。在不完美的现实国际货币体系下，这种资产所面临的巨大风险没有任何方面可提供保险，其盈亏之道，当局不可不察。在管理我国的外汇储备时，既要充分考虑我国的实际情况，又必须准确判断世界的发展趋势，以做到不误时机，谋划未来。实际上，解决外汇资产管理问题必须进行一系列艰难的改革，同时它也是一种推动改革的重要动力。如何有效化解外汇储备风险不仅是中国政府必须面对的重大挑战，而且也是推动公共治理改革的重要机会。