

中國外匯投資管理的戰略

哈建強 吳華

眾所周知，中國的外匯儲備額巨大，但目前卻不得不大量投資於美國的「國庫券」。這樣的單一投資結構，從控制投資風險和提高投資收益的角度來看不僅是不利，而且長遠來說，還會對中國的國際收支乃至國民經濟的發展帶來負面影響。在2007年3月中旬召開的「兩會」上，多位中央政府主管金融的高層官員透露，政府將在今年內組建國家外匯投資管理公司，暫時定名為「聯匯公司」，專門負責龐大的外匯儲備的投資管理。

可以說，國家外匯投資管理公司乃是應運而生正當時。本文將依據國際經驗，對該公司的管理戰略進行初步的探討。

中國的外匯儲備額巨大，但目前卻不得不大量投資於美國的「國庫券」。這樣的單一投資結構，從控制投資風險和提高投資收益的角度來看不僅是不利，而且長遠來說，還會對中國的國際收支乃至國民經濟的發展帶來負面影響。政府將在今年內組建國家外匯投資管理公司，可說是應運而生正當時。

一 國外國家外匯投資管理公司的分類和發展

世界上有不少國家成立了國家外匯投資管理公司，我們將其成立的原因歸納為如下三種。

第一，本國經濟在無法防止經濟過熱的前提下吸收巨大的外匯流入，代表國家為新加坡和韓國。

自1970年代以來，新加坡的國民經濟儲蓄率一直很高，經濟增速快，工作年齡段人口佔總人口的比重大。居民和國家財政的儲蓄率高，導致外匯儲備不斷增加。新加坡有三個機構共同負責外匯儲備管理，分別是：新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS)、新加坡政府投資公司 (Government of Singapore Investment Corporation, GIC) 和淡馬錫控股 (Temasek Holdings)。MAS也就是新加坡央行，持有外匯儲備中的貨幣資產，主要用於干預外匯市場和作為發行貨幣的保證；GIC和淡馬錫則負責外匯儲備積極管理的部分。

第二，為了防止某些出口行業在一段時期內帶來大量外匯收入令貨幣升值，從而傷害本國其他行業，因而成立國家外匯投資管理公司，將資金投出去，以減輕本幣的升值壓力。

從1960年代開始，已是製成品出口主要國家的荷蘭發現了大量天然氣。天然氣業的突飛猛進導致出口劇增，國際收支出現順差，導致本幣升值。本幣升值對荷蘭的農業和其他工業部門產生了嚴重的衝擊，削弱了出口行業的國際競爭力。最終的結果是，到1970年代，荷蘭通貨膨脹上升、製成品出口下降、收入增長率降低、失業率增加。這種資源產業在「繁榮」時期高度膨脹，但以犧牲其他行業為代價的現象，國際上稱之為「荷蘭病」。

在1990年代，挪威石油出口收入的快速增長帶動外匯儲備快速增長。為做好石油資源可能耗盡的準備，也為了避免出現「荷蘭病」，挪威在1990年設立了政府石油基金，在1998年又由其中央銀行設立挪威央行投資管理公司。

第三，設立國家外匯投資管理公司，管理自然資源出口帶來的外匯收入，為未來自然資源枯竭時國民經濟的發展和下一代國民的福利做準備。比較典型的國家如科威特。

科威特經濟高度依賴石油出口換取外匯盈餘。為避免國家財富過度集中於石油資源，並保證在自然資源枯竭後子孫後代的福利不會受嚴重影響，因而設立了科威特投資局，將政府委託的外匯資產進行多元化投資，提高投資收益，以跨期平滑國家收入。

二 中國設立國家外匯投資管理公司的原因

中國外匯儲備的不斷增長導致流動性泛濫和經濟過熱。高生產率的出口製造業帶來大量外匯流入，持續對人民幣造成升值壓力，但低生產率的農業可能難以承受人民幣的快速升值。中國目前最大的資源是「人口紅利」，但隨着近年人口的迅速老化，勢將步入「人口負債」的階段。借鑒國外成熟的經驗，成立國家外匯投資管理公司，並進行市場化的運作管理，將中國外匯管理和運用變被動為主動，是一項理想的政策選擇。這與財經界人士常說的中國需要「製造」資本賬戶逆差、將資金「投出去」的思路是一致的。

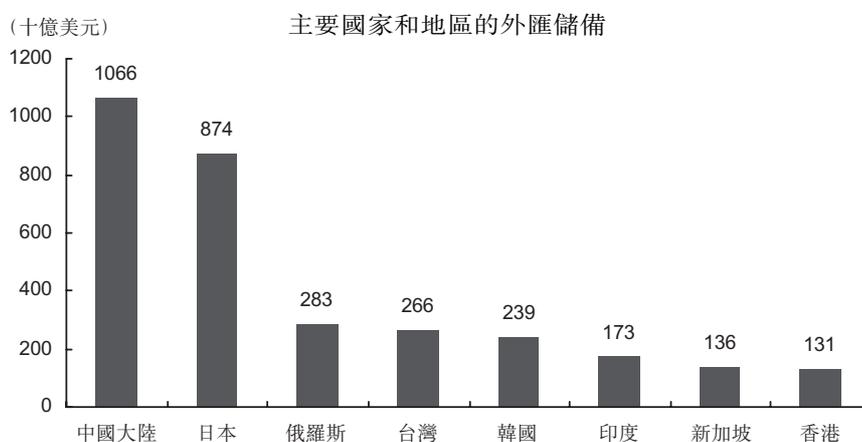
從1990年到2006年，我國的外匯儲備以年均33%的增速由111億美元增至10,663億美元。到2006年底，中國外匯儲備量居全球首位，並遠高於其他主要經濟體（圖1）。由於我國目前經濟增速快，工作年齡段人口佔比大，居民和國家財政儲蓄率高，因此外匯儲備高增長的趨勢在短期內難以改變。

外匯儲備必須具有充分的流動性、高度的安全性和一定的回報性。首先，作為外匯儲備的資產，必須是隨時能夠動用的資產，這樣，當一國國際收支出現赤字時，就可迅速動用這些資產予以彌補，或干預外匯市場來維持匯率的穩定。所以，外匯儲備通常是存放在國外銀行的可自由兌換的外幣存款和外國債券，特別是具有足夠流動性的美國政府債券。

但是，在適度的高流動性外匯儲備之外，亦可將多餘的外匯儲備，轉向更高收益的投資從而賺取更高回報。以目前外匯儲備的規模、中國的進口量、短期外

中國外匯儲備的不斷增長導致流動性泛濫和經濟過熱。高生產率的出口製造業帶來大量外匯流入，持續對人民幣造成升值壓力，但低生產率的農業可能難以承受人民幣的快速升值。借鑒國外成熟的經驗，成立國家外匯投資管理公司，並進行市場化的運作管理，將中國外匯管理和運用變被動為主動，是一項理想的政策選擇。

圖1 中國(大陸)外匯儲備遠高於全球其他主要國家和地區



資料來源：CEIC、中國國際金融有限公司研究部。

債的規模、外資企業近年來在中國的盈利水平來判斷，中國目前處於流動性考慮所需的常規意義上的外匯儲備，應當不多於8,000億美元；換言之，中國目前「外匯儲備」中至少2,000-3,000億美元可以追求更高的投資回報。可見，國家外匯投資管理公司的規模至少可以達到2,000-3,000億美元的水平，未來的潛在規模更大。

毋庸置疑，中國外匯儲備管理的難度極高。但事實上，在傳統的投資模式下，中國外匯儲備相對於人民幣升值的部分，其收益較低，也是公認的事實。由於中國的外匯儲備規模十分龐大，遠高於其他主要外匯儲備國的水平，因此，它的一個微小變化就可能在外匯市場上引起軒然大波。而其他國家由於沒有中國如此之大的外匯儲備，因此沒有完全一樣的經驗可以照搬。

在人民幣升值步伐加速的背景下，中國外匯儲備實際上正在不斷縮水。2005年，中國外匯儲備的投資收益大致維持在4%。如果不尋找更多高收益的投資渠道，中國外匯儲備投資的收益很難在此基礎上再有大幅度的增長。與此相對的是，人民幣升值幅度在不斷增加，2007年，我們預計該幅度可能高達5.2%，並且在未來還可能進一步提高。因此，保證外匯儲備資產的保值增值顯得日益重要。成立專門的投資管理公司有可能為中國外匯儲備資產產生明顯的增值。國外可以相比的公司，如新加坡的淡馬錫，在過去三十年中總體投資回報率為18%。這表明中國的外匯儲備投資收益率還是有一定提升的空間。

此外，外匯儲備的大幅高速增長也導致中國貨幣的流動性日益泛濫。近年來，外匯儲備已經成為中國基礎貨幣的最大來源。事實上，貨幣政策近年來非常被動，一直在通過沖銷來盡量減弱外匯儲備增長對基礎貨幣的影響。

2003-2006年外匯儲備共增加7,799億美元，吐出基礎貨幣大數約64,000億元人民幣。2003-2006年中國中央銀行五次提高法定存款準備金率，共計3%，收回流動性約10,000億元；而到2006年底，央行票據餘額為30,000億元。四年來通過發行央行票據和提高法定存款準備金率共淨收回流動性40,000億元。目前，央行票據餘額已經達到相對高位，對進一步使用央票對沖流動性形成一定壓力；而法

通過海外投資來減少國際收支盈餘，進而降低外匯儲備的增速，可以在一定程度上緩解流動性泛濫的局面。在其他政策工具實施的成本逐漸上升的過程中，意義尤為重要。這就是中國政府宣布開始籌備組建國家外匯投資管理公司的宏觀經濟背景之一。

定存款準備金率在2007年又再提高兩次，目前已經達到10%的水平。進一步實施提高法定存款準備金率的政策工具，也如槍膛裏的子彈，打出一發少一發。而且對於銀行來講，逐漸增高的法定存款準備金率對其盈利也有一定的影響。

由此可見，通過海外投資來減少國際收支盈餘，進而降低外匯儲備的增速，可以在一定程度上緩解流動性泛濫的局面。在其他政策工具實施的成本逐漸上升的過程中，其重要意義尤為明顯。這就是中國政府宣布開始籌備組建國家外匯投資管理公司的宏觀經濟背景之一。

三 國家外匯投資管理公司成立的方式和規模

國家外匯投資管理公司的成立和運作涉及許多細節問題，包括組織機構的建設、資本金的獲得、投資方向和領域等等。中國國家外匯投資管理公司正在籌備中，我們難以猜測其具體安排，但可以猜想的是，中國很可能會借鑒其他國家成立外匯投資管理公司的經驗。

資本金可能通過三種方式獲得。第一，國家外匯投資管理公司向市場發行人民幣債券，將募集所得的人民幣資金向人民銀行購買等額的外匯儲備，注入國家外匯投資管理公司。第二，直接向市場發行美元債券，用募集所得的美元作為投資資本。第三，財政部向人民銀行發行債券，在獲得人民銀行的部分外匯儲備後，投入國家外匯投資管理公司。

第一種融資方式在集資過程中有利於降低市場的流動性，但融資速度較慢。畢竟，難以在利率水平沒有出現劇烈波動的前提下向社會大量發行債券，而且國家還將承擔匯率風險。

在第二種方式下，國家將無需承擔匯率風險，但是發行債券的難度較高，因為人民幣正在升值，社會上外幣不多。而且，即使不考慮人民幣升值，中國金融機構外幣存款總量約為1.3萬億人民幣左右，約合1,700億美元。這個存量尚不足以容納2,000億美元的債券發行總量。即使首次發行美元債券的規模少於2,000億美元，以後發行的空間還是比較有限。

第三種集資方式的特點是集資速度較快。人民銀行可以利用這種債券進行公開市場操作，依然能夠起到回籠流動性的作用，而且還可以逐漸回籠央票。這有利於人民銀行把握回收流動性的節奏。我們判斷最終的集資方式可能是以上幾種方式的組合，以第一和第三種方式佔主導。我們認為第三種方式比較合適，因為與第一種方式相比，回籠流動性的主動權將掌握在貨幣當局即央行手中。在第一種方式下，發債進程難與貨幣政策協調，可能會增大央行貨幣政策執行和流動性管理的難度。

無論以何種方式獲取資本金，我們判斷國家外匯投資管理公司的資產規模將會逐漸擴大，這也是其他國家的實踐經驗。最終，中國外匯投資管理公司的規模可能是全世界類似公司中最大的。

無論以何種方式獲取資本金，我們判斷國家外匯投資管理公司的資產規模將會逐漸擴大，這也是其他國家的實踐經驗。最終，中國外匯投資管理公司的規模可能是全世界類似公司中最大的。

四 成立國家外匯投資管理公司的影響

國家外匯投資管理公司成立之後，無論怎樣運作，都將改變外匯儲備的投資模式，從而對中國貨幣政策、外匯管理、資產投資等多方面產生深遠的影響。

第一，這對貨幣政策有一定的影響。第一種方式將直接降低外匯儲備的積累速度，緩解央行發行央票、提高法定準備金率對沖流動性的負擔，從而有助於控制貨幣、信貸增速，降低市場流動性。第二種方式通過緩解市場向央行出售美元的壓力，在一定程度上可以起到第一種方式的效果。在第三種方式中，如果人民銀行可以利用債券進行公開市場操作，依然可以沖銷流動性。

第二，國家外匯投資管理公司的成立對人民幣匯率有着雙重影響。一方面，它將有效地降低外匯儲備的積累速度，這在一定程度上能緩解人民幣升值的壓力；但另一方面，外匯儲備積累速度的放緩減少了匯率升值對外匯儲備的縮水效應，有利於人民幣升值速度的加快。當然，最終的升值速度還將取決於許多其他因素。

第三，通過直接向市場發行人民幣債券的方式，或者通過向人民銀行直接發行人民幣債券，並允許在二級市場上流通，都對中國的債券市場發展帶來較大的促進作用。首先，即使僅將2,000億美元的外匯儲備取一部分作為國家外匯投資管理公司的資產，對應的人民幣發債金額也不容小覷。其次，考慮到國家外匯投資管理公司可能有較多的長期股權投資，因此發行這種人民幣債券可能會包含比較多的長期債，這在一定程度上可以增大長端供應量，有利於收益率曲線的形成，最終有助於優化債券市場的結構。

第四，如果向社會發行人民幣長期債券，預計債券的利率水平將高於法定存款準備金利率(1.89%)，這對銀行應該是利好的，因為目前人們預期將來央行主要依靠提高法定準備金率收緊流動性。但是，目前尚不知該類債券是否可以流通，何時可以流通。如果可以流通，將提高債券利率水平，尤其是長債利率(假定這類債券主要是長期的)。長債利率水平的提高，將抑止固定資產投資，包括房地產投資。這對房地產行業和負債率較高的企業可能是利空。

就具體的投資方向而言，我們認為國家外匯投資管理公司應當僅限於境外投資，而投資範圍將包括股票、債券、貨幣市場工具、直接控股、不動產、自然資源等。國家外匯投資管理公司應該重視持有國外資源性企業和金融企業的股份，這對中國未來可能面臨的資源價格風險和金融風險都有一定的沖銷作用。另外，我們亦不能排除持有境外上市的中國企業股票的可能性。我們相信，中國國家外匯投資管理公司不會人為扭曲市場。但是，一旦某些「大鱷」興風作浪，使境外上市的中國公司股價出現超出基本面的大幅波動，國家外匯投資管理公司應當毫不猶豫地入市干預，以穩定投資者信心，維持金融市場的秩序。

國家外匯投資管理公司所作的投資應當僅限於境外，而投資範圍將包括股票、債券、貨幣市場工具、直接控股、不動產、自然資源等。國家外匯投資管理公司應該重視持有國外資源性企業和金融企業的股份，這對中國未來可能面臨的資源價格風險和金融風險都有一定的沖銷作用。另外，我們亦不能排除持有境外上市的中國企業股票的可能性。

哈繼銘 中國國際金融有限公司董事總經理、首席經濟學家，曾任國際貨幣基金組織高級經濟師。

吳華 中國國際金融有限公司研究部經濟學家。