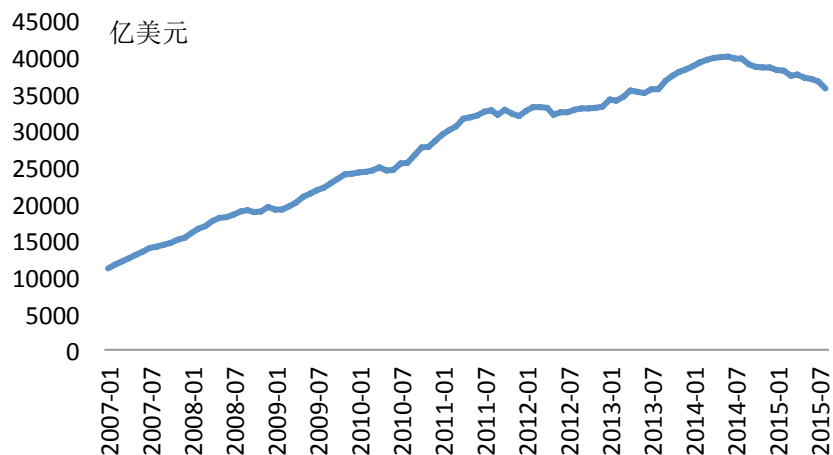


## 中国的外汇储备是不是够用？

去年上半年，我和同事曾经一起接待一家国外对冲基金的基金经理。席间聊到中国的外汇储备问题。这位基金经理对中国经济的态度比较悲观，认为 2015 年跨境资本会大幅流出中国，人民币汇率的贬值压力会较大。我们对他的担忧不以为然，指出中国央行有 4 万亿外汇储备，足够稳定汇率预期。我清楚的记得，他当时眉毛一扬，说了一句，“I am not sure it is enough”，然后 balabala 一通，大意是说相对国际上大规模的外汇基金，中国外汇储备并不算多。我并不同意他的分析逻辑。不过，时至今日，大家开始真正注意这个问题，中国的外汇储备究竟够不够？

2015 年 8 月，人民币外汇储备减少 939 亿美元，创下历史新低。从去年 6 月至今，中国外汇储备已下降 4300 亿美元，而且下降的势头还没有终止。最近几天，在岸人民币汇率 CNY 和离岸人民币汇率 CNH 的偏离已经达到 1000 个基点，人民币汇率贬值压力逐渐高涨，央行需要入市干预保持汇率稳定。充足的外汇储备可以对外汇市场的投机者产生震慑作用，稳定汇率。那么，究竟多少外汇储备才算充足呢？



图表 1 中国外汇储备数据

数据来源: Wind。

97 东南亚金融危机以来,国际货币基金组织一直在研究这个问题。经过历次新兴市场货币危机的洗礼,他们制定了一套《外汇储备充足性评估》框架,里面有四个核心指标。

第一个指标,满足偿还 30%的短期外债需求。2015 年第一季度,我国外债余额是 1.6 万亿美元,其中,70%左右是短期外债,50%是本币债券,真正有风险的短期外债为 5600 亿美元。需要外汇储备约 1680 亿美元。

第二个指标,满足三个月进口需求。如果一个新兴市场国家是大宗商品出口国,则出口的波动性非常重要,外汇储备需要满足 10%的年度出口额的需求。如果不是大宗商品出口国,例如中国,则需要满足三个月的进口需求。我国今年第二季度进口总额约为 4200 亿美元。需要外汇储备约 4200 亿美元。

第三个指标,满足 20%的其他资产组合负债流出需求。IMF 认为仅仅考虑短期外债还不够,新兴市场国家外汇储备还需要满足 20%其他资产组合负债流出需求。由于国外投资者尚不能自由投资我国资本市场,所以可以用 QFII 代表其他资产组合负债。截至今年 8 月,我国 QFII 总额度约为 770 亿美元。需要外汇储备约 154 亿美元。

第四个指标,满足 20%国内居民资产流出需求。当汇率大幅贬值,甚至货币危机的时候,居民会把本币资产转换成外币资产。IMF 认为外汇储备需要满足 5%-10%的本国居民资产外流。我国约有 20 万亿美元的居民本币存款 (M2),需要外汇储备 1-2 万

亿美元。

综合上述四个指标，中国的外汇储备的合理水平大致在 1.6-2.6 万亿美元之间。我国实际外汇储备达到 3.55 万亿美元，显然满足 IMF 的评估要求。而且，我们注意到，在评估外汇储备充足率时，居民存款外流这个指标的权重最高，占外汇储备需求的 2/3 左右。从理论上来看，新兴市场国家的确需要防范居民存款外流冲击。但是，我国现在对居民有严格的外汇管制，每年的换汇额度不超过 5 万美元，而且居民基本没有持有国外债券的渠道。从现实层面来看，存款在短期内出现 5% 以上规模的外流的概率非常低。IMF 也指出如果存在资本管制，这个指标的权重应该下降甚至剔除该指标。此时，中国外汇储备合理水平仅仅需要 6000 亿美元。总体来看，我国外汇储备的规模完全可以应付短期的外部冲击。

然而，中国外汇储备从去年中旬至今已经下降了 4300 亿美元，很快就会突破 IMF 框架合理区间的 6000 亿美元下限。看上去，IMF 的估测值并不靠谱。实际上，这是两个不同的问题。IMF 报告是从应对短期外部冲击的角度来分析外汇储备的合理水平。而我国外汇储备的下降却是中长期的结构性问题。

如果将视野稍稍拉长，我们就会发现外汇储备的累积与人民币汇率变化密切相关。从 2005 年 7 月汇改至 2014 年中旬，大多数时间人民币都有升值预期。期间，外贸企业将手中的美元出售给商业银行，商业银行再向央行售汇，形成外汇储备。也就是说，外贸企业把汇率风险完全转嫁给了央行，自己承担人民币升值收益，而央行则通过外汇市场干预保证人民币渐进升值。

在这种情况下，出口部门相对其他部门的竞争力较强，出口创汇能力上升，导致外汇储备进一步上升。相当于央行补贴了出口部门，使制造业比重过高，造成经济结构扭曲。

在人民币有贬值预期时，如果汇率波幅仍然不放开，一方面出口部门创汇能力会下降；另一方面，外汇市场无法出清，央行只能通过出售外汇储备满足投资者对美元的过度需求。此时，外汇储备会逐渐下降，直到外汇市场贬值预期完全消失。

那么，什么时候人民币汇率的贬值预期会消失呢？这是一个很难回答的问题。因为牵涉到市场情绪，风险偏好等主观意向因素，最好的办法是让市场供求自己找到合理水平，市场完全出清了以后，贬值预期自然就消失了。然而，当前我国的微观环境暂时不允许央行完全放开汇率，只能由央行通过对基本面的分析来判断汇率的合理水

平。这是一个不断试错的过程，相当于让央行一个人的主观判断来影响所有人的投资决策，通过反复的外汇市场干预和市场沟通来让市场恢复平静。这期间，虽然外汇储备的总量还是很多，但每一次和市场情绪对抗都会损失不少，8月份的外汇储备的大幅下降就是一个典型范例。在可预见的未来，还有很多这种市场情绪变化，例如美联储加息、资本账户开放等。

希望央行在平复了此次外汇市场恐慌后，能够真正完成中间价汇率形成机制改革，让市场供需决定人民币汇率变化。只有让市场主体承担汇率风险，外汇储备才算真正属于央行自由支配的资产，需要的合理规模也会比现在低很多。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

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。