

外汇储备：中俄两国的共性与差异

张聪明

【内容提要】 本文通过与中国的比较,相对详尽地讨论了俄罗斯的外汇储备问题。第一,俄罗斯的外汇储备在构成上包括主权基金(储备基金和国家福利基金),这就决定了俄罗斯的外汇储备在结构、管理和使用上具有不同于中国的特点;第二,从外汇储备的来源看,尽管都是来自经常账户和资本(金融)账户双顺差,但俄罗斯的外汇储备最主要的来源还是基于能源产品出口的经常账户顺差;第三,俄罗斯的外汇储备管理相对合理,其外汇储备总体上发挥了积极的作用;第四,俄罗斯的外汇储备总体上是超储的,这在经济上是缺乏效率的,其在欧亚经济一体化方向上的使用也许是一个可行的选择;第五,俄罗斯的外汇储备在未来一个时期有可能下降。而中国外汇储备,情况要比俄罗斯复杂得多。

【关键词】 外汇储备 俄罗斯 主权基金 双顺差

【作者简介】 张聪明,中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所研究员、法学博士。

在全球化背景下从宏观层面考察一国经济状况,国际收支是一个重要的方面。一国经济在国际收支方面是否平衡,是判定该国宏观经济发展是否健康的重要指标之一。一国的国际收支状况集中地反映在国际收支平衡表和国际投资头寸表中。而国际收支平衡表和国际投资头寸表中的一项重要内容就是一国的国际储备(以外汇储备为代表)。

简单地说,国际收支平衡表就是记录一国资金流出和流入的收支流量统计表。而资金的流出和流入总不是完全相等的,常常会产生一个差额,如果流入大于流出,就是顺差(收支黑字);如果流出大于流入,就是逆差(收支赤字)。在使用非本国货币(美元、欧元、日元、英镑等)进行国际结算的国家,国际收支差额会导致本币的币值波动。在没有实现完全浮动汇率的国家,其

央行为了维持本币汇率的稳定,通常会进行市场干预,即通过发行本国基础货币来购买外汇,由此就形成了一国的外汇储备。外汇储备一旦形成,其存在状态、消长变化又会对一国经济产生重要的影响。

俄罗斯的外汇储备是一个值得专门研究的问题,而这一问题在国内的俄罗斯经济问题研究中并未得到应有的重视^①。本文拟就俄罗斯的外汇储备做相对完整的考察,力求弄清基本情况,并在与世界第一大外汇储备国中国的比较中分析俄罗斯外汇储备的特点,在此基础上为中国外汇储备管理体制改革提供有益的借鉴。

一 外汇储备的概念和中俄外汇储备的特点

(一) 外汇和外汇储备

外汇是国际汇兑的简称。国际汇兑是指超越国界的支付活动。进一步说,外汇是用外国货币表示的、用于国际结算的信用凭证和支付凭证,包括银行存款、银行支票、商业汇票、外国政府债券及其长短期证券、外国钞票等。国际货币基金组织规定:外汇(Foreign Exchange,或Forex)是一国货币行政当局以银行存款、财政部证券、长短期政府证券等形式所持有的国际收支逆差时可以使用的债权。它是国际贸易的产物,是国际贸易清偿的支付手段。

外汇有动态和静态双重含义。动态意义上的外汇是指人们将一种货币兑换成另一种货币,清偿国际债权债务关系的行为。这个意义上的外汇概念等同于国际结算。

静态意义上的外汇又有广义和狭义之分:广义的静态外汇是指一切用外币表示的资产。各国的外汇管理法令一般沿用这一概念^②。从这个意义上说外汇就是外币资产。狭义的静态外汇是指以外币表示的可用于国际结算的支付手段。从这个意义上讲,只有存放在国外银行的外币资金,以及将对银行存款的索取权具体化了的外币票据才构成外汇,主要包括银行汇票、支

^① 赵海英在《东欧中亚市场研究》2001年第4期发表了题为《俄罗斯外汇市场:现状及问题》的文章,回顾了1998年前后俄外汇市场的状况及存在的问题;11年后,丁振辉在《东北亚论坛》2012年第1期上发表《俄罗斯外汇储备的理论与实证分析》,从俄罗斯外汇储备的现状出发,分析了增长的原因,结合当时世界经济的特征和趋势进行了实证考察。

^② 《中华人民共和国外汇管理条例》(1997年1月20日发布)规定,外汇是指:(1)外国货币,包括钞票、铸币等;(2)外币支付凭证,包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等;(3)外币有价证券,包括政府债券、公司债券、股票等;(4)特别提款权;(5)其他外汇资产。

票、银行存款等。这是通常意义上的外汇概念。

一般来说,外汇是一国开展对外经济关系的产物,也是维系和发展对外关系,特别是经济关系的重要手段与工具。人类的历史,就是一国、一族走向全球化、一体化的过程,和平的对外经济交往因其增进人类福利的基本特性获得了日益密切的发展,在可预见的将来,这种关系还会得到全面的发展和深化。不过,在世界上还存在主权国家(包括国家联盟)各自独特利益的历史条件下,国家间的经济交往就会产生阶段性及其累积的后果,它的典型代表就是外汇;国家之间开展进一步的经济交往也离不开外汇的媒介作用。

所谓储备(reserve),就是储存以备应用。外汇储备,就是储存下来以备应用的外汇。

根据维基百科的定义,外汇储备是由一国中央银行和货币当局以各种储备货币(主要是美元、较少的欧元、英镑和日元)持有的资产,通常用来偿付其债务。

严格地说,外汇储备只应该包括外币存款和证券,但是,通常人们总是宽泛地使用这一概念,将黄金储备、特别提款权(SDRs)和在国际货币基金组织的储备头寸也算做它的应有之义。其实,这个宽泛的外汇储备概念有一个更精确的表达术语——官方国际储备或国际储备^①。

(二) 俄罗斯的外汇储备

俄罗斯的国际储备是俄罗斯联邦中央银行(俄罗斯银行)和联邦政府随时可以支配的高流动性的外部资产。

俄罗斯货币当局根据国际货币基金组织的《收支平衡表和年度国际投资状态》(第6版)和《国际储备与外汇流动性:数据模板指引》(2012)编制有关的数据。

俄罗斯的国际储备由外汇(包括外汇国家掌握的特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸)和货币黄金构成。其中外汇包括:外国货币;往来对应账户(包括未分配的黄金账户)上的余额;存在外国中央银行、国际结算银行、非居民吸收存款公司的初始到期日一年的存款(包括黄金存款);非居民发行的债券;反向回购协议下的贷款;一年期的针对非居民的其他金融索取权;在证券借贷交易中提供给交易柜台的证券。

特别提款权是由国际货币基金组织创造并分配给成员国的国际储备资产。俄罗斯的特别提款权是指国际货币基金组织特别提款权部分俄罗斯联

^① http://en.wikipedia.org/wiki/Foreign_exchange_reserves

邦账户上的由俄罗斯持有的特别提款权余额。

在国际货币基金组织存储的储备头寸是指俄罗斯在国际货币基金组织储备部分的提款权余额,再加上向该组织提供的可兑换货币贷款余额。

货币黄金包括由俄罗斯联邦政府和中央银行持有的纯度为 99.5% ~ 100% 的标准金条和金币,由库藏、在途和已分配账户组成。黄金的参考价由俄罗斯中央银行制定。以俄罗斯卢布为计价单位的外币,其价值用外币的官方汇率转换成美元。

需要特别指出的是,俄罗斯储备基金、国家福利基金账户上以外汇命名计价、存在中央银行且由中央银行投资于外国金融资产上的资产包括在俄罗斯的国际储备之中^①。

(三) 中国的外汇储备

中国的外汇储备指中央银行(中国人民银行)可随时动用和有效控制的对外资产,包括货币黄金、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸和外汇。其中,货币黄金指中国中央银行作为储备持有的黄金,外汇指中国中央银行持有的可用做国际清偿的流动性资产和债权^②。

(四) 外汇储备的内涵与外延:中俄两国的差异

从内涵来看,俄罗斯的国际储备是俄联邦中央银行和联邦政府随时可以支配的高流动性的外部资产,中国的外汇储备指中央银行可随时动用和有效控制的对外资产。差异在于,俄罗斯外汇储备的所有者有两个,即联邦中央银行和联邦政府;中国外汇储备的所有者主体只有一个,即中央银行。

与此相联系,在外延方面,俄罗斯的外汇储备包括国家主权基金——储备基金和国家福利基金账户上的以外汇命名计价、存在中央银行且由中央银行投资于外国金融资产上的资产,从性质上说这是基于税收的财政收入,所有权属于政府(财政部);而中国并没有该内容。

二 中俄巨额外汇储备的来源

截至 2013 年 12 月 1 日,俄罗斯联邦的国际储备为 5 155.9 亿美元,其中

^① http://www.cbr.ru/eng/hd_base/default.aspx? Prtid = mrrf_m

^② http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages//wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/whxw/ywfb

外汇储备 4 749.5 亿美元,黄金 406.4 亿美元^①。至 2013 年年底,中国国际储备为 3.82 万亿美元^②,外汇储备 3.662 7 万亿美元^③。

如此规模的外汇储备从何而来,又如何解释呢?

(一) 国际收支平衡视角下的外汇储备

前文述及,可以通过国际收支平衡状况考察一国的外汇储备。中国经济学家余永定先生从国民收入核算恒等式 $Y = C + I + G$ 入手,考虑开放经济的特点,引入对外经济交往因素(贸易和资本流动),设定了一组关系式^④,用来考察国际收支和外汇储备之间的关系。

$$GDP \equiv C + I + G + X - M \quad (1)$$

$$GDP = GNP + Y_a = C + I + G + X - M \quad (2)$$

$$GNP = C + S + T \quad (3)$$

$$I - [S + (T - G)] \equiv M - X + Y_a \quad (4)$$

$$I - [S + (T - G)] \equiv M - X \quad (4')$$

$$LTC + STC - \Delta F \equiv M - X + Y_a \quad (5)$$

$$LTC + STC - [\Delta F + (M - X)] \equiv 0 \quad (6)$$

从式(5)、(6)可进一步推出:

$$LTC + STC - (M - X) - Y_a \equiv \Delta F \quad (5')$$

$$LTC + STC - (M - X) \equiv \Delta F \quad (6')$$

其中, Y 为一国一定时期的总产出(GDP), C 为消费, I 为投资, G 为政府支出, X 为出口总值, M 为进口总值, $X - M$ 为净出口, $M - X$ 为贸易逆差, Y_a 为国外投资者的投资收入, S 为私人储蓄, T 为政府税收, LTC 为长期资本, STC 为短期资本, ΔF 为外汇储备, GNP 为国民生产总值。

从公式(5')可知,一国外汇储备的规模受流入该国的长期资本、短期资本^⑤、贸易逆差、国外投资者的投资收入等因素影响;如果不考虑国外投资者的投资收入,贸易逆差与经常账户逆差统一,能够影响一国外汇储备的就主

① http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages//wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/whxw/ywfb/node_news_ywfb_store/4cfb7b80424a2c56a0d9e4504b92d5cc

② http://www.cbr.ru/eng/dkp/? Prtid = e - r_policy

③ 同①。

④ 余永定:《见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱》,三联书店 2010 年版,第 28、29、35 页。

⑤ 长期资本(流入)指直接投资、长期证券投资和银行长期贷款等;短期资本(流入)指各种形式的短期资本流入,包括外国进出口银行的出口信贷。

要是贸易逆差(经常账户逆差)、流入该国的长期资本和短期资本。

余永定先生进一步归纳了资本净流入、贸易逆差和外汇储备之间的五种结合状态^①,具体到俄罗斯和中国,外汇储备的情形如何呢?

(二) 俄罗斯外汇储备的来源

苏联解体,俄罗斯以主权国家的身份重新走上历史舞台。新生之初的转型之艰难表现在各个方面。就外汇储备来说,1993年为89亿美元;1994年则只有65亿美元;到1995年,情况稍有改观,外汇储备达到172亿美元;2000年后,受新兴经济体在世界经济中的地位上升以及对外贸易规模的扩大和能源价格上涨等一系列因素影响,俄罗斯外汇储备的规模才有了迅速增长(见表1),其峰值是2008年8月初的5975亿美元^②。

表1 1993~2013年俄罗斯外汇储备和主权基金变化情况 (单位:亿美元)

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
外汇储备	89	65	172	153	178	122	125	280	366	478	769
年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
外汇储备	1 245	1 822	3 037	4 788	4 263	4 395	4 794	4 987	5 376	5 156	
主权基金	—	—	891	1 568	2 251	1 521	1 139	1 120	1 507	1 750	

资料来源: http://www.minfin.ru/en/nationalwealthfund/statistics/amount/index.php?id_4=5830; http://www.cbr.ru/eng/hd_base/default.aspx?Prtd=mrrf_m; http://www.minfin.ru/en/reservfund/statistics/amount/index.php?id_4=5817

根据前述公式(6') $LTC + STC - (M - X) \equiv \Delta F$,我们可以讨论俄罗斯外汇储备的来源及其影响因素。

1. 外汇储备 ΔF 的增长,首先有赖于贸易顺差 $[(M - X) < 0]$ (在抽象掉投资收益转移因素 Y_a 后即经常账户顺差)的存在和增长

在俄罗斯,贸易顺差是支撑外汇储备的最重要因素。俄罗斯以出口能源(原油和天然气)和原材料著称,在国际市场能源价格长期稳定在高位的有利条件下,俄罗斯一直保持着相当可观的经常账户顺差。

从表2可知,自1996年以后,俄对外贸易一直保持相当大规模的顺差,期间虽有起伏变化,但总的趋势是顺差不断增大。

^① 余永定:《见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱》,三联书店2010年版,第28、29、36页。

^② Russian Economy in 2008 Trends and Outlooks, p. 29, <http://www.iep.ru/en>

表 2 1996 ~ 2013 年俄罗斯联邦商品贸易变化情况 (单位:亿美元)

年 份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
商品出口额	897	869	744	756	1 050	1 019	1 072	1 354	1 832
商品进口额	681	720	580	395	449	538	605	754	974
贸易差额(顺差)	216	149	164	361	601	481	467	600	858
年 份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
商品出口额	2 400	2 975	3 465	4 663	2 972	3 927	5 154	5 280	5 152
商品进口额	1 238	1 632	2 231	2 887	1 839	2 457	3 186	3 357	3 410
贸易差额(顺差)	1 162	1 343	1 234	1 776	1 133	1 470	1 968	1 923	1 742

资料来源: Russian Economy: Trends and Prospects, 2004, <http://www.iep.ru/en>; http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/en/home/activity/sections/macro/doc20131230_25

表 3 1996 ~ 2004 年乌拉尔原油年平均价格 (单位:美元/桶)

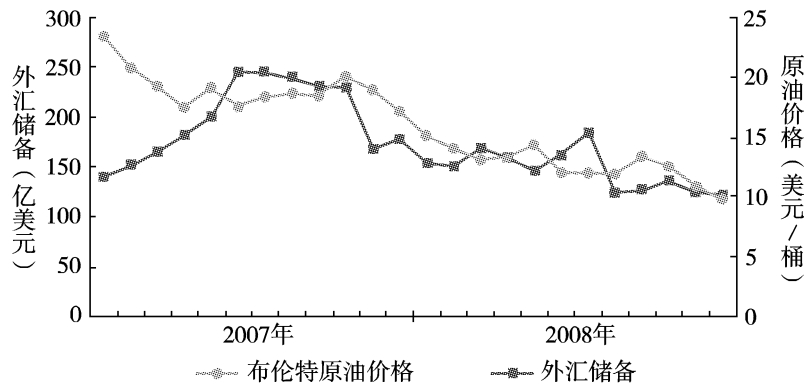
年 份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
原油价格	21.33*	17.40	14.10	15.90	26.60	24.84	25.02	28.83	37.40
年 份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(第四季度)
原油价格	50.80	61.20	69.40	94.50	61.00	78.30	109.10	110.52	109.00

注: * 为布伦特原油价格。

资料来源: Russian Economy: Trends and Prospects, <http://www.iep.ru/en>; http://news.xinhuanet.com/energy/2013-01/10/c_124210668.htm

在长期保持并不断扩大贸易顺差的过程中,能源产品(原油、石油产品、天然气)的出口及国际能源价格的高企起了至为重要的作用。尤其是原油出口及其国际市场高价,是俄罗斯外汇储备的首要来源。从表 4 可知,2000 ~ 2012 年,俄罗斯年原油出口量维持在 1.387 亿 ~ 2.557 亿吨之间,净出口占总产量的份额在 42.9% ~ 53.2% 之间。而国际市场的原油价格则从 1998 年的每桶 14 美元迅速上涨到 2008 年的每桶 94.5 美元,10 年间上涨 5.75 倍,目前更是稳定在每桶 110 美元的高位。正是在这样的背景下,俄罗斯每年仅从原油出口中就能获得大量的收入。从表 5 可以看到,俄罗斯 2000 年从原油出口和某些主要的石油产品出口中获得了 349 亿美元的收入,从 2005 年开始,此类出口收入一直维持在千亿美元以上并且不断增加,2012 年达到创纪录的 2 691 亿美元。

图1 1997年1月~1998年12月俄罗斯的外汇储备与布伦特原油价格走势



资料来源: Russian Economy: Trends and Prospects, 2006, <http://www.iep.ru/en>

表4 2000~2012年俄罗斯原油出口量 (单位:亿吨)

年份	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
生产总量(1)	3.232	4.700	4.805	4.913	4.885	4.942	5.051	5.114	5.18
净出口总量(2)	1.387	2.501	2.461	2.557	2.406	2.456	2.493	2.435	2.389
(2)/(1) (%)	42.9	53.2	51.2	52.0	49.3	49.7	49.4	47.6	46.1

资料来源: Russian Economy in 2012: Trends and Outlooks, <http://www.iep.ru/en>

表5 2000~2012年俄罗斯原油及主要石油产品的出口收入 (单位:亿美元)

年份	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
出口收入	349	1 124	1 400	1 649	2 289	1 412	1 939	2 595	2 691

资料来源: 同表4。

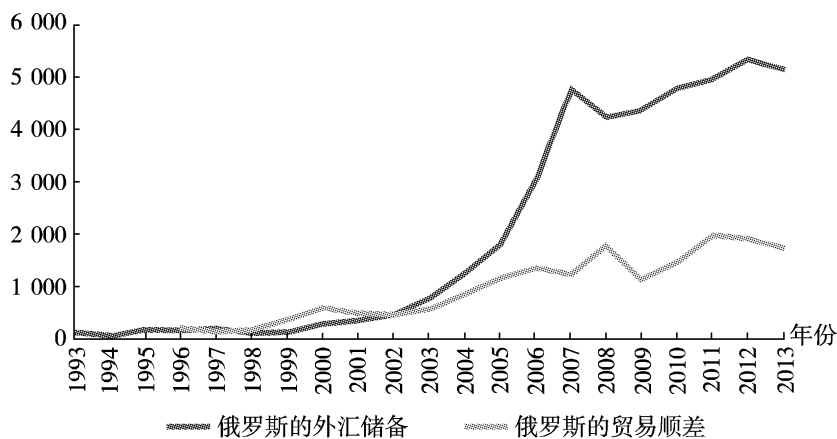
图1表明,在原油价格曲线和外汇储备曲线之间存在明显的相关性;同样,在俄罗斯的贸易顺差曲线与外汇储备曲线之间也存在正相关性(见图2)。至于贸易顺差曲线与外汇储备曲线之间的纵向差距,则需要由金融账户顺差来说明。

2. 外汇储备 ΔF 的增长,除了来源于贸易顺差外,还可能来源于金融账户的顺差,也就是公式(6') $LTC + STC - (M - X) \equiv \Delta F$ 中长期资本(LTC)和短期资本(STC)的存在与增长

现实中,金融账户的顺差就是指资本流入,长期指一年以上的直接投资、长期证券投资 and 银行长期贷款等;短期指一年以下的各种流入资本。

在俄罗斯,联邦国家统计局根据国际惯例将外国对俄罗斯经济领域的投资(货币调节主管机构和银行系统除外)分为三类:即直接投资、证券投资和

图 2 1993 ~ 2013 年俄罗斯联邦外汇储备和贸易顺差的关系 (单位:亿美元)



资料来源:根据表 1、表 2 绘制。

其他投资。直接投资指全资拥有或至少占企业 10% 股份的投资;证券投资指购买俄罗斯企业 10% 以下股份(包括股票、汇票和有价证券)的投资;其他投资指上述两类投资范畴之外的投资,其实就是各种形式的贷款,包括优惠贷款、商业贷款和国际金融组织贷款等^①。

受投资环境制约,2007 年以前,流入俄罗斯的长短期资本一直处在 600 亿美元以下的水平,但从 2007 年开始,情况有了大的变化,外来资本一跃升至千亿美元以上,2009 年跌破千亿美元,之后不断上涨,2012 年达到 1 545.7 亿美元。

资料表明,在俄罗斯吸引的外来投资中,证券投资和直接投资的规模有限,所占的比重也不大,其中直接投资最低年份只有 40 亿美元左右,最高年份也不过 270 多亿美元,占比最低在 10% 左右,最高为 40%;证券投资最高年份为 41 亿美元,最低年份只有 1.4 亿美元,占比最低为 0.45%,最高为 5.8%;只有其他投资,也就是各类贷款规模庞大,最低年份为 63.8 亿美元,最高年份达 1 714.23 亿美元,最低占比为 58.3%,最高占比竟高达 89.9%^②。

另外,在俄罗斯联邦的外来投资(LTC + STC)与外汇储备之间也存在明

^① 李中海:《普京八年:俄罗斯复兴之路(2000 ~ 2008)》(经济卷),经济管理出版社 2008 年版,第 206 页。

^② <http://www.gks.ru/bgd/regl/brus05/IssWWW.exe/Stg/23-12.htm>; Russian Economy: Trends and Prospects, <http://www.iep.ru/en>

显的正相关关系,尤其是其他投资及其变动趋势与外汇储备的联系更紧密。

3. 在分别考察了俄经常账户顺差和金融账户顺差与外汇储备的关系之后,笔者将两种顺差统一起来,进一步考察双顺差总量与外汇储备的关系

2005年以后,俄罗斯的双顺差总额与外汇储备产生日益加大的垂直差。从2009年开始,有逐渐收敛的趋势。问题是,什么原因造成了双顺差之和小于当年的外汇储备总额呢?

可能的解释有:央行从国内市场购买了黄金和外汇^①;黄金价值升高;由于美元贬值使以美元计价的外汇储备总量增加;外资投资收益(利息和利润)没有汇出,继续在俄罗斯投资。

但更有可能的是,2004年以后,俄罗斯设立了主权基金——稳定基金,主权基金本身的性质是国家财政收入,纳入国家预算。它的实质是国家征收的超额出口税和超额资源税,只不过以外汇的形式存在,由财政部委托央行进行管理和运作并支付利息。在央行,主权基金作为外汇储备的一部分存在。但很明显,它是本国政府的资产,资产负债关系存在于本国政府与央行之间,并不涉及央行与非居民主体之间的经济关系(经常账户和金融账户关系),在最初的环节不进入国际收支平衡表,因而也就不能进入双顺差范畴。

如果这种说法成立,从外汇储备总额中扣除主权基金,我们就会发现,外汇储备曲线与双顺差曲线之间呈现一种相当和谐的关系:曲线形态十分相似,方向一致,起伏一致,同时,双顺差变化在先,外汇储备变化在后,也符合外汇储备是双顺差变化的后果和反映的逻辑次序。

表6 2002~2012年俄罗斯的经常账户和金融账户双顺差 (单位:亿美元)

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
双顺差(1)	664.8	897.0	1263.0	1698.5	1894.0	2443.0	2813.7	1952.3	2617.5	3874.5	3468.7
外汇储备(2)	478	769	1245	1822	3037	4788	4263	4395	4794	4987	5376
主权基金(3)	—	—	—	—	891	1568	2251	1521	1139	1120	1507
(4) = (2) - (3)	478	769	1245	1822	2146	3220	2012	2874	3655	3867	3869

资料来源: <http://www.iep.ru/en>; http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/en/home/activity/sections/macro/doc20131230_25; <http://www.gks.ru/bgd/regl/brus05/IssWWW.exe/Stg/23-12.htm>

当然,在双顺差和扣除了主权基金的外汇储备之间依然存在一定的垂直

^① 俄央行2009年在国内市场买入黄金152吨,2010年买入黄金137吨, <http://www.fx678.com/C/20110617/201106171326261070.html>

差距,对此,我们除了可以用以上已经述及的因素加以解释外,也许国际收支平衡表中的“差错与遗漏”也是一个值得注意的因素。例如,俄罗斯国际收支平衡表中 2009 年此项总额为 64 亿美元,2010 年为 91.36 亿美元,2011 年为 86.55 亿美元,2012 年为 102.7 亿美元,2013 年前 9 个月为 67.1 亿美元^①。如果在相应年份的双顺差上加上该年的“差错与遗漏”再与扣除了主权基金的外汇储备相比较,缺口就进一步缩小了。2009 年为 857.7 亿美元,2010 年为 946.14 亿美元,2011 年为 94.05 亿美元,2012 年为 297.6 亿美元。

当然,从外汇储备发生的激励因素看,一国外汇储备的增加与该国的实际利率(名义利率减去通胀率)高于国际市场有关,1992 年年初至 2014 年年初,俄央行再贷款利率最低为 7.75%,最高为 200%^②。从被动的角度看,自然是一国实行本币非自由兑换制度,为了维持本币汇率,不得不实行各种结汇制度。俄罗斯的利率不低,这也是促使短期资本流入俄罗斯并形成外汇储备的一个因素。有高的回报预期,就有逐利的资本流入。但这种流入的资本能否变成外汇储备,一个基本的制度条件就是一国的汇率制度。我们在后文会专门谈到,俄罗斯在相当长时期内实行的是有管理的浮动汇率制度。

至于中国巨额外汇储备的来源,简单地说,就是在国家长期执行出口导向战略的背景下、在有管理的浮动汇率制度基础上形成的大规模经常账户和资本金融账户双顺差。具体情形,这里就不赘述了。

三 中俄外汇储备的规模和结构

(一) 俄罗斯的外汇储备:规模和结构

1. 规模

截至 2013 年 12 月 1 日,俄罗斯的国际储备为 5 155.9 亿美元,其中外汇储备 4 749.5 亿美元,黄金储备 406.4 亿美元。一段时间以来,俄罗斯为世界第三大外汇储备拥有国,2012 年排名第四位。

2. 结构

俄罗斯的外汇储备,从国际储备的意义上来说,包括外汇储备和黄金储备,而外汇储备中又包含了外汇、特别提款权(SDRs)和在国际货币基金组织

^① http://www.cbr.ru/eng/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/bal_of_payments

^② 同^①。

的储备头寸。根据俄央行网站公布的数据,截至 2013 年 12 月 1 日,俄罗斯外汇储备结构见表 7。

表 7 俄罗斯联邦的外汇储备结构 (单位:亿美元)

	国际储备 (1) = (2) + (6)	外汇储备 (2) = (3) + (4) + (5)	外汇(3)	SDRs(4)	在 IMF 的 储备头寸 (5)	黄金储备 (6)
至 2011 年 4 月 1 日	5 024.60	4 654.55	4 542.23	90.11	22.21	370.05
至 2013 年 1 月 1 日	5 376.17	4 865.78	4 731.10	87.41	47.27	510.39
至 2013 年 10 月 1 日	5 225.80	4 794.51	4 661.29	87.27	45.95	431.29
至 2013 年 11 月 1 日	5 155.89	4 749.49	4 616.85	87.34	45.30	406.40

资料来源: http://www.cbr.ru/eng/hd_base/default.aspx? Prid = mrrf_m

2009 年 9 月,随着国际货币基金组织对投票权进行调整和改革,俄罗斯提高了特别提款权和国际货币基金储备头寸在其外汇储备中的比重。目前,在俄外汇储备构成中,美元和欧元资产所占比重较大,其他外汇储备资产有日元、澳元和加元等。另外,为增加储备货币的多样性,俄罗斯还寻求减持美元资产,适当增加澳元和加元的比重,并将人民币作为其新的储备币种^①。

但是,从表 7 可以看出,俄罗斯的特别提款权和国际货币基金组织的储备头寸在国际储备中所占比重依然极小,因此,在本文的讨论中我们将俄罗斯的特别提款权和国际货币基金组织的储备头寸作为一个既定的变量存而不论,这样,就可以用黄金外汇储备或外汇储备代指俄罗斯的国际储备了。

所以,从结构的角度来看,俄罗斯的国际储备中外汇储备(舍去特别提款权和国际货币基金组织的储备头寸)占到近九成(89.55%),黄金储备只占不到一成(7.88%)。

不过,在俄罗斯的外汇储备中,有一个特殊的部分不得予以强调,那就是国家主权基金。根据 2003 年 12 月 23 日颁布的《俄罗斯联邦稳定基金法》,2004 年 1 月 1 日俄罗斯联邦稳定基金正式建立。稳定基金是俄罗斯联邦预算基金的组成部分,其基本功能是在石油价格低于其基础价格时用于保证联邦预算平衡,对经济起到保险作用;同时该基金还被赋予保证国内经济稳定发展、消除流动性过剩、降低通货膨胀压力、降低国内经济对原材料出口收入波动的依赖等项功能。

^① <http://forex.hexun.com/2012-12-13/148994032.html>

稳定基金的来源主要有两部分。一是石油出口现价与基价之间的差额,以超额出口税和超额(石油)资源开采税两种方式收取;二是上一财政年度联邦预算资金的剩余部分及稳定基金运作的收益,超额税收收入是主要来源。

稳定基金的管理程序规定:俄罗斯联邦财政部为基金管理人。财政部与中央银行签订合同,联邦国库在中央银行开设专门账户,由中央银行对基金进行运作,央行按合同规定对所使用基金支付利息。

以外币形式存在的稳定基金资产,有法定币种结构:美元 45%、欧元 45%、英镑 10%;实际外汇币种构成与规定币种构成的偏离幅度为:美元 $\pm 5\%$ 、欧元 $\pm 5\%$ 、英镑 $\pm 2\%$ 。

稳定基金的法定投资方向是购买外国主权债券。俄财政部必须向联邦政府提交季度报告,报告要反映每年 4 月 1 日、7 月 1 日和 10 月 1 日稳定基金在央行账户上的币种结构、央行对其账户上稳定基金偿付结算利息、央行使用稳定基金的收益额、用稳定基金购买的外国债券名称和收益等信息。

自 2008 年 2 月 1 日起,俄罗斯稳定基金一分为二,分为储备基金和国家福利基金^①。

对储备基金和国家福利基金的管理,相较于稳定基金来说有所松动,基金不仅可以购买外国主权债券,还可购买外国央行和金融局发行的公债、国际金融组织的债券,更可以在外国银行和信贷组织存款。各使用方向的结构为:主权债券 80%、外国央行和金融局发行的债券 15%、国际金融组织的债券 5%。

储备基金的资产管理由俄联邦财政部按照联邦政府规定的程序和条件来实施,央行作为业务上的实际操作者从事经营管理活动。

国家福利基金的设计功能是更加机动、有效地利用资金,促进经济发展,提高居民福利水平。

表 8 俄罗斯联邦的国家福利基金和储备基金(2013 年 12 月 1 日)

	总额(亿美元)	相当于 GDP(%)
国家福利基金	880.6	4.4
储备基金	869.3	4.3

资料来源: http://www.cbr.ru/eng/hd_base/default.aspx? Prtid = mrrf_m

^① 殷红:《俄罗斯“国家福利基金”的建立及意义》,《俄罗斯中亚东欧研究》2008 年第 3 期。

截至 2013 年 12 月 1 日,俄罗斯的主权基金(国家福利基金和储备基金)总额为 1 749.9 亿美元^①。

鉴于国家主权基金的财政预算收入属性及联邦政府(财政部)对主权基金依法行使的权利,中央银行并不能完全自主管理这部分以外汇形式存在的资产,所以,除去主权基金,央行实际上能够自主支配的外汇储备还要少一些。以 2013 年 12 月 1 日为例,国际储备 - 主权基金(5 155.9 亿 - 1 749.9 亿) = 3 406 亿美元,相当于 2013 年 GDP(预计为 2.021 627 9 万亿美元)的 16.85%;外汇储备 - 主权基金(4 616.85 亿 - 1 749.9 亿) = 2 866.95 亿美元,相当于 2013 年 GDP(预计为 2.021 627 9 亿美元)的 14.18%。主权基金占外汇储备的 37.9%,占国际储备的 34%。

如果我们进一步追究,还可以知道俄外汇储备更具体的分布情况。例如,在 2013 年 10 月 31 日,俄国际储备总额为 5 242.83 亿美元,包括:黄金储备 440.454 亿美元,外汇储备 4 802.39 亿美元(外汇 4 669.37 亿美元,特别提款权 87.51 亿美元,在国际货币基金组织储备头寸 45.51 亿美元)。其中外汇(可自由兑换外币)4 581.79 亿美元,包括证券 3 920.025 亿美元(占外汇储备总额 4 581.79 亿美元的 85.56%);总外币现金和存款(包括黄金存款 661.766 亿美元);其他国家的中央银行 432.555 亿美元,总部设在报告国但位于国外的银行 16.551 亿美元,总部设在外国但位于报告国的银行 212.66 亿美元。除此之外,还有反向回购协议下的贷款 87.576 亿美元以及不包括在官方储备资产中的存款 5.97 亿美元^②。

(二) 中国的外汇储备:规模和结构

与俄罗斯相比,中国的外汇储备规模要大得多,其结构与俄罗斯不同。

1. 规模

2012 年年底,中国的国际储备总额为 3.387 9 万亿美元,外汇储备为 3.311 589 万亿美元。为世界第一储备大国。

中国国家外汇管理局公布的 2013 年 9 月底中国国际投资头寸表显示,2013 年 9 月底,中国对外金融资产 5.651 万亿美元,对外负债 3.845 9 万亿美元,对外金融净资产 1.805 1 万亿美元。在对外金融资产中,国际储备资产

^① http://www.minfin.ru/en/nationalwealthfund/statistics/amount/index.php?id_4=5830; http://www.minfin.ru/en/reservefund/statistics/amount/index.php?id_4=5817

^② The Central Bank of the Russian Federation; Bulletin of Banking Statistics. No. 11 (246) Moscow, 2013, p. 43.

3.726 万亿美元, 外汇储备 3.662 7 万亿美元^①。到 2013 年年底, 中国国际储备总额达到 3.82 万亿美元^②。依然保持着世界第一储备大国的地位。

2. 结构

中国的国际储备结构, 包含外汇储备(含特别提款权和在国际货币基金组织的储备头寸)和黄金储备两大类。

表 9 中国的国际储备结构

	2011 年 3 月底	2012 年年底	2013 年 9 月底
国际储备(万亿美元)	3.110 0	3.387 9	3.726 0
黄金储备(亿美元)	485	567	450
特别提款权(亿美元)	126	114	112
在 IMF 的储备头寸(亿美元)	99	82	72
外汇储备(万亿美元)	3.040 0	3.311 6	3.662 7

资料来源:根据中国国家外汇管理局在其网站上发布的信息编制, <http://www.safe.gov.cn/>

截至 2011 年 3 月底, 中国政府持有国际储备 3.11 万亿美元, 黄金储备占 1.56%, 特别提款权占 0.4%, 在国际货币基金组织中的储备头寸占 0.32%, 外汇储备占 97.75%。可以看出, 中国外汇储备是国际储备的主要部分^③。

到 2012 年年底, 黄金储备占国际储备的 1.67%, 特别提款权占国际储备的 0.34%, 在国际货币基金组织的储备头寸占国际储备的 0.24%, 外汇储备占国际储备的 97.75%。

2013 年 9 月底, 黄金储备占国际储备的 1.2%, 特别提款权占国际储备的 0.3%, 在国际货币基金组织的储备头寸占国际储备的 0.19%, 外汇储备占国际储备的 98.3%。

(三) 外汇储备的规模和结构: 中俄比较

从最近的资料可以看出, 首先, 中国的国际储备规模远远大于俄罗斯。

^① http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages//wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/wlxw/ywfb/node_news_ywfb_store/4cfb7b80424a2c56a0d9e4504b92d5cc

^② http://www.cbr.ru/eng/dkp/?Prtid=e-r_policy

^③ 管清友、傅勇、程实、张明:《刀锋上起舞:直面危机的中国经济》, 浙江大学出版社 2012 年版, 第 170~186 页。

2012年年底,中国的国际储备总额是俄罗斯的6.3倍,2013年9月底,则是7.13倍;从外汇储备(剔除特别提款权和在国际货币基金组织的储备头寸)来看,分别是7倍、7.86倍;从黄金储备来看,分别是1.11倍、0.88倍;从特别提款权来看,分别是1.3倍、1.28倍;而在国际货币基金组织的储备头寸则分别是1.73倍、1.57倍。

其次,从结构来看,根据表9,中国外汇储备在上述三个时间占国际储备的比重为97.7%、97.7%、98.3%,而俄罗斯同期的相应指标则是90.4%、88.5%、89.2%;中国的黄金储备占国际储备的比重分别为1.56%、1.67%、1.2%,而俄罗斯的相应指标则是7.36%、9.5%、8.25%;中国特别提款权占国际储备的比重为0.04%、0.034%、0.03%,俄罗斯的相应比重为1.79%、1.5%、1.67%;中国在国际货币基金组织的储备头寸占国际储备的比重为0.032%、0.024%、0.019%,俄罗斯的相应水平是0.44%、0.88%、0.88%。

可以看出,在国际储备中,俄罗斯的黄金储备、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸占的份额要比中国高,黄金储备占比高出中国3.7倍、4.69倍和7.88倍;特别提款权占比高出中国43.75倍、43.12倍、54.67倍;在国际货币基金组织的储备头寸占比高出中国12.75倍、35.67倍、45.32倍。只有一项,即外汇储备在国际储备中的份额,中国高于俄罗斯,分别高出7.1%、9%和9.1%。

(四) 外汇储备:什么是适当的规模?

1. 一国外汇储备的规模是否适当,有没有衡量的标准?

20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃后,浮动汇率制开始被普遍采用。但浮动汇率易受外汇市场供求关系影响,极不稳定,这促使人们不得不日益重视外汇储备规模,由此也促进了外汇储备规模理论的发展。考察外汇储备规模的方法中,美国经济学家特维芬(R·Triffin)于1960年提出的储备/进口比例法最为著名。他指出:一国的外汇储备与它的进口贸易额之间应保持一定的比例关系。这个比例以40%为标准,以20%为低限。按单位时间(月)进口额换算,应以满足5个月进口需要为标准,满足两个半月进口需要为最低限。也有人将其归纳为3个月的进口需求。

机会成本理论认为,持有外汇储备的机会成本就是国内的投资收益率。一国的储备需求由其持有储备的边际成本和边际收益来决定。适度的储备规模应该是持有储备的边际成本和边际收益达到均衡时的数量。

货币主义学派从货币供应角度来界定适度的外汇储备规模。认为国际收支不平衡本质上是一种货币现象,当国内货币供应量超过国内需求量时,

多余的货币就会流向国外,从而引起现金余额的减少。所以,外汇储备需求主要由国内货币供应量的增减来决定。

储备/债务比例法认为外汇储备规模与外债规模之间应保持一定比例关系。这一比例应基本保持在 40% 左右,即外汇储备量约等于全部外债余额的 40%^①。

国际货币基金组织提出外汇储备与本国 GDP 的比例应当维持在 10% 左右,太高会导致外汇占款过多、外汇资产风险上升和外汇收益不稳定等问题^②。

当然,也有人认为:“在当今社会,要确立一个统一的外汇储备适度规模的标准几乎是不可能的事情。”^③还有人说:“衡量国家外汇储备规模是否合理,最根本的是要看由此形成的产能和资金,是否得到了有效利用,是否有助于经济社会持续健康较快发展”^④,将衡量外汇储备规模的标准转换成产能和资金是否有效利用的标准。这种说辞,倒是暗合了国际上的“衣橱理论”。

尽管如此,我们还是可以用比较简单且可行的方法对俄罗斯和中国的外汇储备规模是否合理加以测量。

2. 外汇储备与进口规模

(1) 俄罗斯的外汇储备与进口规模

根据俄罗斯央行的报告,与 2012 年年初一样,2013 年年初,俄外汇储备足够为 15 个月的商品和服务进口提供外汇支持^⑤。根据现有数据计算,2011 年和 2012 年的外汇储备分别是月进口额的 14.56 倍和 13.83 倍,与央行结论基本一致。从表 10 可以看出,1996 年以来的 18 年中,2000 年以前的情况稍显紧张,尤其是 1998 年,俄罗斯深陷经济危机之中,外汇储备紧缺,年外汇储备只是月进口额的 2.5 倍强,2000 年以后,外汇储备急剧增长,尤其是 2004 年以后,扣除主权基金的外汇储备从 1 000 亿美元很快增至 2 000 亿美元、3 000 亿美元,2013 年超过 4 000 亿美元,相比相应年份的月平均进口额,除 2008 年低于 10 倍(8.36)外,其余年份都在 10 倍以上,最高超过 20 倍。从这一指标来看,俄罗斯的外汇储备是充裕的,多数年份是过多的。

① 武剑:《我国外汇储备规模的分析与界定》,《经济研究》1998 年第 6 期。

② 丁振辉:《俄罗斯外汇储备的理论及实证分析》,《东北亚论坛》2012 年第 1 期。

③ 任正岩:《正确认识我国的外汇储备问题》,《人民日报》1997 年 7 月 24 日。

④ 王永利:《对外汇储备问题的再认识》,《中国金融》2013 年 9 月 1 日。

⑤ The Central Bank of the Russian Federation Annual Report 2012, p. 57.

表 10 1996 ~ 2013 年俄罗斯外汇储备规模: 外汇储备与进口 (单位: 亿美元)

年份	外汇储备(1)	主权基金(2)	净外汇储备 (3) = (1) - (2)	月进口额(4)	比率(3)/(4)
1996	153	0	153	51.5	2.97
1997	178	0	178	60.0	2.96
1998	122	0	122	48.3	2.53
1999	125	0	125	32.9	3.80
2000	280	0	280	37.4	7.49
2001	366	0	366	44.8	8.17
2002	478	0	478	50.4	9.48
2003	769	0	769	62.8	12.25
2004	1 245	0	1 245	81.2	15.33
2005	1 822	0	1 822	103.2	17.66
2006	3 037	891	2 146	136.0	15.78
2007	4 788	1 568	3 220	186.0	17.31
2008	4 263	2 251	2 012	240.6	8.36
2009	4 395	1 521	2 874	153.3	18.75
2010	4 794	1 139	3 655	204.8	17.85
2011	4 987	1 120	3 867	265.5	14.56
2012	5 376	1 507	3 869	279.8	13.83
2013	5 156	1 750	3 406	284.2	11.98

资料来源:根据表 1、表 2 数据编制。

(2) 中国的外汇储备与进口规模

中国的外汇储备中没有主权基金这样的特殊构成因素,所以,我们直接用国际储备(广义外汇储备)与进口规模做比较。从表 11 可以看出,1996 ~ 2013 年 18 年间,中国的外汇储备与月平均进口额的比值保持在 7 ~ 24.74 倍之间,远远超出 3 ~ 6 倍的正常值,比俄罗斯的相应指标还高,无论是最低值还是最高值都高出俄罗斯不少。俄罗斯的最低值为 2.53,中国为 7.61;俄罗斯的最高值为 18.75,中国为 24.74。据此我们可以肯定地说,中国的外汇储备是超储的。

表 11 1996 ~ 2013 年中国的外汇储备与月平均进口贸易额 (单位:万亿美元)

年份	外汇储备总额 A	年度进口总额 (服务 + 货物) B	月平均进口总额 C = B/12	A/C(倍)
1996	0.105 029	(0.022 40 + 0.138 830)	0.013 436	7.82
1997	0.139 890	(0.027 72 + 0.142 370)	0.014 174	9.87
1998	0.144 959	(0.026 47 + 0.140 240)	0.013 900	10.43
1999	0.154 675	(0.030 97 + 0.165 700)	0.016 390	9.44
2000	0.165 574	(0.035 86 + 0.225 094)	0.021 746	7.61
2001	0.212 165	(0.039 03 + 0.243 550)	0.023 548	9.00
2002	0.286 407	(0.046 08 + 0.295 170)	0.028 438	10.00
2003	0.403 251	(0.054 90 + 0.412 770)	0.038 973	10.35
2004	0.609 932	(0.071 60 + 0.561 230)	0.052 736	11.57
2005	0.818 872	(0.083 20 + 0.660 120)	0.061 943	13.22
2006	1.066 344	(0.100 30 + 0.791 610)	0.074 326	14.35
2007	1.528 249	(0.129 30 + 0.955 820)	0.090 427	16.90
2008	1.946 030	(0.158 00 + 1.133 090)	0.107 590	18.00
2009	2.399 152	(0.158 10 + 1.005 560)	0.096 970	24.74
2010	2.847 338	(0.192 20 + 1.394 830)	0.132 253	21.53
2011	3.181 148	(0.237 00 + 1.743 500)	0.165 042	19.32
2012	3.387 900	(0.280 10 + 1.817 830)	0.168 828	20.00
2013	3.820 000	(0.336 00 + 1.950 290)	0.190 524	20.00

资料来源:中国国家外汇管理局网站, <http://www.safe.gov.cn>; 中华人民共和国商务部网站, <http://www.mofcom.gov.cn/>; http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201208/t20120821_3463297.html; <http://rjshdz.blog.163.com/blog/static/205149240201301015319769>

3. 外汇储备与债务

(1) 俄罗斯的储备与债务

国际债务是俄罗斯经济中不可避免的问题。那么,在国际债务背景下讨论俄罗斯的外汇储备也就理所当然了。

苏联解体后的俄罗斯,一开始就债务缠身。20世纪90年代早期,处在转轨的艰难启动期,俄罗斯联邦政府一方面继承了苏联遗留的大笔外债,另一方面为了维持自身运转,借了不少新债。1997年金融危机时期,终于因不能

按期还债而陷入巨大困境之中。只是以后国际市场能源价格高企且持续高位,才使得俄罗斯从巨额债务中脱身。之后,随着俄经济更加深入地参与全球化,国际债务又以一种新的状态呈现于俄罗斯经济之中。

从1999~2013年的数据(见表12)中可以看出,俄罗斯的净外汇储备(扣除主权基金)与同期债务总额相比,2002年以前,比例小于40%,显得有所不足,但从2003年开始,除了2008年国际金融危机时期,其余各年比例都大大高于40%,假定其他条件不变,单就外汇储备与外债之比来说,是充分足额的,多数年份是超额的。也就是说,俄罗斯的外汇储备是过多的。

表12 1996~2013年俄罗斯外汇储备规模:外汇储备与外债 (单位:亿美元)

年份	净外汇储备(扣除主权基金)(1)	联邦外债总额(2)	(1)/(2)
1999	125	1 777	0.070
2000	280	1 599	0.175
2001	366	1 463	0.250
2002	478	1 523	0.314
2003	769	1 860	0.413
2004	1 245	2 135	0.583
2005	1 822	2 572	0.708
2006	2 218	3 132	0.708
2007	3 220	4 639	0.694
2008	2 012	4 805	0.419
2009	3 144	4 672	0.660
2010	3 655	4 889	0.748
2011	3 867	5 452	0.709
2012	3 869	6 240	0.620
2013	3 405	7 061	0.482

注:*截至2013年第二季度末。

资料来源:俄罗斯中央银行网站,<http://www.bankofrussia.org>; http://www.bankofrussia.org/statistics/credit_statistics/printad42.html?file=debt_04_e.htm; http://www.cbr.ru/eng/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt_e.htm; <http://rt.com/business/russia-foreign-debt-growth-007/>; http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit_statistics/print.aspx?file=schedule_debt_e.htm&pid=svs&sid=vd_GVD

表 13 2001 ~ 2013 年中国的外汇储备与外债 (单位:亿美元)

年 份	外汇储备总额 A	外债余额 B	外汇储备与外债 余额的比例 A/B, %
2001	0.212 165	0.203 300	104.4
2002	0.286 407	0.202 630	141.4
2003	0.403 251	0.219 360	183.8
2004	0.609 932	0.262 990	232.0
2005	0.818 872	0.296 540	276.2
2006	1.066 344	0.338 590	315.0
2007	1.528 249	0.389 220	392.6
2008	1.946 030	0.390 160	498.8
2009	2.399 152	0.428 650	559.7
2010	2.847 338	0.548 940	518.7
2011	3.181 148	0.695 000	457.7
2012	3.387 900	0.736 970	459.7
2013	3.660 000	0.822 918	444.8

注: * 截至 2013 年 9 月末。

资料来源: 中国国家外汇管理局网站, <http://www.safe.gov.cn/>; <http://www.safe.gov.cn/>; <http://finance.chinanews.com/fortune/2013/04-03/4702305.shtml>; <http://www.qqjjsj.com/zgjdt/602.html>; <http://news.eastday.com/c/20131231/u1a7861648.html>

(2) 中国的储备与债务

十几年来, 中国的外债逐步增长, 外债余额总规模可谓不小。但是, 如果与这期间累积的外汇储备相比较, 并以此来判断外汇储备总规模是否得当, 那么毫无疑问, 外汇储备是超量的、过多的。国际上的标准是外汇储备量约为全部外债余额的 40%, 但我们看到, 十余年来, 这一比例在中国最低时为 104.4%, 是国际标准的 2.61 倍, 最高时竟达 559.7%, 是国际标准的 13.99 倍。这个比值远不是俄罗斯的相应指标能比的。

4. 外汇储备与 GDP

(1) 俄罗斯的外汇储备与 GDP

将俄罗斯 1999 ~ 2012 年的净外汇储备(扣除主权基金)与 GDP 做一个简单的比较, 我们会发现, 除了 1999 年受经济危机和金融危机的影响, 一部分外

汇储备用于反危机而使两者之比低于 10% 这个国际货币基金组织的标准外,其余 13 年全都在 10% 以上,其中有 8 年比值高于 20%,有 3 年高于或等于 30%。这表明,俄罗斯 14 年来的外汇储备有一半的年份是过量的(见表 14)。

表 14 1999 ~ 2012 年俄罗斯的净外汇储备 (NRFX) 与 GDP (单位:万亿美元)

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
GDP(1)	0.271 0	0.195 9	0.259 7	0.306 6	0.345 1	0.430 4	0.591 0
NRFX(2)	0.012 5	0.028 0	0.036 6	0.047 8	0.076 9	0.124 5	0.182 2
(2)/(1),%	4.6	14.3	14.1	15.6	22.3	28.9	30.8
年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GDP(1)	0.764 0	0.989 9	1.299 7	1.660 9	1.222 7	1.524 9	1.899 1
NRFX(2)	0.221 8	0.322 0	0.201 2	0.314 4	0.365 5	0.386 7	0.386 9
(2)/(1),%	29.0	32.5	15.5	18.9	30.0	25.4	20.4

资料来源: <http://www.tradingeconomics.com/russia/gdp>

(2) 中国的外汇储备与 GDP

当引入 2000 ~ 2013 年各年的 GDP 与同时期的外汇储备进行比较的时候,我们发现,最低的比例为 15.3%,最高的比例为 57%。这一指标的国际标准是 10%。很明显,最低值高出国际标准 53%,最高值竟高出国际标准 4.7 倍。俄罗斯相应的指标是 4.6% 和 32.5%,低值低于国际标准 54%,高值也只高出国际标准 2.25 倍(见表 15)。

表 15 2000 ~ 2013 年中国的 GDP 和外汇储备 (单位:万亿美元)

年 份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP(1)	1.080 0	1.200 0	1.320 0	1.450 0	1.640 0	1.930 0	2.260 0
NRFX(2)	0.165 6	0.212 2	0.286 4	0.403 3	0.609 9	0.818 9	1.066 3
(2)/(1),%	15.30	17.68	21.70	27.80	37.19	42.43	47.18
年 份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GDP(1)	2.710 0	3.490 0	4.520 0	4.990 0	5.930 0	7.320 0	8.230 0
NRFX(2)	1.528 3	1.946 0	2.399 2	2.847 3	3.181 2	3.387 9	3.820 0
(2)/(1),%	56.39	55.76	53.00	57.00	53.65	46.28	46.42

资料来源:同表 13; <http://zh.tradingeconomics.com/china/gdp>

综合外汇储备与进口规模之比、外汇储备与债务之比、外汇储备与 GDP

之比的结果,我们可以说,俄外汇储备在相当长的一个时期是足额的、超额的,甚至是过多的。同时,我们还可以肯定地说,中国的外汇储备是长期超额的,也是长期过多的。中国外汇超储的程度比俄罗斯高得多。

四 俄罗斯外汇储备的功能和作用

外汇储备的功能主要有以下几个方面:第一,调节国际收支,保证对外支付。外汇储备是进行国际结算的准备金,当国际收支出现逆差时,可动用外汇储备予以弥补,是平衡国际收支的“缓冲器”。第二,干预外汇市场,稳定本币汇率。一国货币当局可通过在外汇市场上买卖外汇来防止本币汇率的过度上升或下跌。第三,显示国家经济实力,支撑对外融资能力。在全球化时代,一国外汇储备成为评估国家抗风险能力和国家综合国力的重要指标,也是国家向外借款的经济保障。在一些转轨国家中,外汇储备还常常被用做改革基金,以应付可能出现的支付困难。

(一) 保证对外支付

1998 年 11 月,俄联邦财政部用中央银行的外汇储备支付外债。11 月 27 日,支付了部分五年期欧债,数额达 4 630 万美元,12 月 2 日,又支付 2.16 亿美元,12 月下旬,俄联邦政府又支付了大约 3.3 亿美元的欧洲债券。

在这方面,外汇储备发挥的一个重要作用是救助俄罗斯的银行系统。在俄罗斯经济中,借助外来资金实施“套利交易”由来已久且规模庞大,大量银行和非银行非金融组织乐此不疲。

在投机的套利交易策略支配下,银行积极地从国际市场以低利率借入大量外汇资金,然后投资在高回报的卢布资产上,这是银行业增长的主要动力。只不过,1998 年金融危机以前,这种投资对象以短期政府债券为代表,而 2008 年的国际金融危机前,这种投资对象主要是商业贷款、以卢布命名计价的公司债券和发放给大公司的贷款。

套利交易策略本质上是高风险的,在本币贬值的情况下,投机者以卢布命名计价的资产很快就可能丧失其价值,而以外汇命名计价的外国贷款又无法获得,到期债务无法偿还,银行不是跌入流动性陷阱就是破产。

国际金融危机之前,截至 2008 年 8 月 1 日,俄罗斯银行资产与其总负债之间的货币缺口是银行资产的 10.7%。两倍于 1998 年金融危机时的水平。从 2004 年早期到 2008 年 7 月,俄罗斯的银行经历了套利交易的高峰期。卢布从 2008 年下半年开始贬值,最终导致本币币值 50% 的损失。如果国家不

支持银行,毫无疑问,将重蹈 1998 年银行系统崩溃的覆辙。

表 16 2009 ~ 2011 年俄罗斯的国际收支平衡状况及外债变动趋势

(单位:亿美元)

年 份	2009	2010	2011(截至 10 月 1 日)
经常账户	486	703	1 011
资本和金融工具账户	-435	-255	-753
外汇储备的变化(+为减少;-为增加)	51	448	-126
误差和遗漏	-17	-80	-131
联邦外债的变化(+为增加;-为减少)	166	-133	500
联邦政府的外债	-71	137	-13
私人外债	237	-270	513

资料来源:Russian Economy in 2011 Trends and Outlooks, p. 40, <http://www.iep.ru/en>

实际上,俄罗斯银行和非金融公司的外债规模在 2012 年增长 12.6%,也就是 610 亿美元,2008 年经济危机以来首次超过联邦中央银行掌握的黄金外汇储备,达到 5 640 亿美元,而黄金外汇储备则为 5 380 亿美元。

2008 年下半年至 2009 年上半年,俄政府采取了前所未有的手段救助银行。根据盖达尔经济政策研究所专家的估计,银行业获得大约 3.1 万亿卢布的贷款,这笔钱部分解决了银行的收支不平衡问题。截至 2008 年 12 月 1 日,银行业的收支平衡缺口为 3.6%(总负债高于总资产 3.6%)。至此,银行业系统性危机的强度总算得到了有效缓解。据估计,仅仅这一个步骤,就花去俄央行大约 500 亿美元的外汇储备。

(二) 维持卢布汇率稳定

1. 金融危机期间救市

2008 年国际金融危机期间,为了维持本币卢布的汇率,俄央行投入数百亿美元,使外汇储备骤减 1/3。危机爆发前的 2008 年夏天,卢布与美元的汇率为 23 ~ 24 卢布兑换 1 美元,到 2008 年年底,卢布汇率跌至 38 ~ 39 卢布兑换 1 美元。经央行抛出外汇收购卢布,使汇率回到 33 卢布兑换 1 美元的水平^①。

2. 正常情况下保持本币汇率的合理水平

2008 年国际金融危机之后,俄罗斯本币汇率时有波动。2010 年 1 月,卢

^① <http://forex.hexun.com/2009-05-01/117285882.html>; <http://www.fx678.com/C/20110617/201106171326261070.html>

布开始走强,其实际有效汇率上升 2.5%。为此,在 2010 年 2 月的前三周,中央银行在国内市场就净购入外汇接近 20 亿美元。

不过,最近几年,俄央行已经大大减弱了其在市场上对货币的干预。从 2010 年 10 月 13 日起,央行放弃了固定的 26~41 卢布的外汇走廊,在双货币篮子中美元和欧元的有效价值上各扩展了 3 卢布的操作空间,计划用于货币干预的外汇量从 7 亿美元降至 6.5 亿美元。从总规模上看,2011 年,俄罗斯中央银行为调节汇率、熨平卢布汇率波动在外汇市场购买的外汇净值为 105 亿美元,2012 年为 68 亿美元。

2013 年 2 月,俄央行的外汇干预相当轻微,净购买外汇只有 1.189 亿美元和 0.246 8 亿欧元。5 月的货币干预规模不超过 2.37 亿美元和 0.19 亿欧元。2013 年 8 月,在一个月之内,当局三次修订双货币篮子的浮动走廊边界,变动幅度为 5 戈比。截至 7 月 31 日,边界停留在 31.85~38.85 卢布。8 月,进一步以 5 戈比的幅度反复推高双货币篮子走廊边界,达到 32.15~39.15 卢布。9 月,中央银行的货币干预规模为 31.784 亿美元,外加 2.149 6 亿欧元。9 月,双货币篮子浮动走廊的边界以 5 戈比为单位进行调整,9 月 30 日的指标是 32.3~39.3 卢布。10 月 1~25 日,中央银行卖出外汇 20.42 亿美元^①。

从 2013 年 10 月 7 日起,俄央行将双货币篮子与卢布汇率浮动操作的“中性”区间从 1 卢布对称地扩展为 3.1 卢布,而浮动操作的总幅宽依然为 7 卢布。这就意味着,双货币篮子与卢布汇率在 3.1 卢布之内变动时,中央银行不会从事买卖外汇的干预活动。这将有效减少中央银行为稳定卢布汇率而进行的外汇买卖操作。

五 中俄外汇储备的政策与管理

(一) 中俄两国的外汇政策

1. 俄罗斯的外汇政策

1992 年 7 月 1 日以前,俄罗斯采用的是多重汇率制度,当时卢布对美元的汇率是差别汇率(即市场汇率、交易所汇率和对外贸易商业汇率)。这之后,政府将差别汇率整合成统一的、有管理的浮动汇率制度。央行将结售汇业务委托给外汇交易所和指定银行,由外汇供求关系决定市场汇率。1994 年

^① 本部分所引资料、数据,没有特别说明的,都来自盖达尔经济政策研究所,http://www.iep.ru/en

开始,俄罗斯禁止外汇现钞买卖业务,1997年起,禁止以外汇进行结算。

1995年7月以后,俄罗斯实行“外汇走廊”制度。卢布汇率不再完全由市场供求决定,而是中央银行对外汇交易所和银行间外汇市场上卢布对美元的比价预先规定一个上下浮动的范围。一旦现实中的汇率趋近甚至超越界限,央行即出面干预。1996年1月1日后,俄央行每日公布核心汇率,各交易所、银行间外汇市场等交易机构在核心汇率的基础上上下浮动1.5%交易。1997年亚洲金融危机后,虽然央行加大了干预力度,但俄央行和政府再无力对外汇市场进行持续的干预,不得不放弃“外汇走廊”制度,宣布卢布贬值,卢布汇率制度恢复到主要由外汇市场供求来决定的自由浮动汇率制度。

1998年8月至2006年,俄罗斯实际上实行的是抑制外汇需求的浮动汇率制度。

1998年9月,俄罗斯开始实施有管理的浮动汇率制度。一方面,政府对卢布大幅贬值,另一方面,对外汇结售汇制度进行严格监管,提高了企业强制结售汇额度。出口企业结售汇的比例由出口收入的50%升至75%,结汇周期也从14个工作日缩短为7个工作日。政府还加强了对进出口企业的外汇管理。出口收汇方面,国外进口方提供全额预付款凭证或信用证后出口商品方可离境。进口方面,限制较灵活的商业信贷方式,并且取消预付款的付款方式,进口货物进入俄海关监管区域后,银行方可支付。

1998年金融危机之后的几年中,俄罗斯的汇率政策受到国际能源价格的影响,效果不佳,于是从2003年开始,俄罗斯政府放弃干预,允许卢布升值。

从2005年开始,俄罗斯央行引入双货币篮子(由美元和欧元构成^①)作为汇率政策的操作工具,而且专门为双货币篮子这种操作工具建立了“走廊”(操作幅宽),以此来执行外汇干预(即在交易所和场外交易平台从事卢布兑美元、卢布兑欧元的转换操作。2005年以前,中央银行一直执行的是单一卢布兑美元的转换操作),并用“走廊”的边界来限制过度的双货币篮子价值波动。当然,这个边界是根据国际收支平衡的变化和国内外汇市场的发展来调节的。总的来说,利用这个操作区间,俄央行比较成功地削平了卢布对其他主要货币汇率的过度起伏,同时也使得卢布汇率更具有灵活性。

2006年以后,俄罗斯致力于实施卢布完全自由兑换的汇率制度。也就是在有管理的浮动汇率制度基础上,进一步开放资本市场,实现在资本项目下卢布的自由兑换。2006年6月30日,俄央行宣布卢布在资本项目下实现自

^① 2007年2月,欧元的比重被固定为45%,美元则为55%。

由兑换。至此,理论上卢布成为完全可兑换货币。

2008 年年底和 2009 年年初,全球金融市场和商品生产的剧烈震荡使俄经济遭遇了巨大的外部威胁。在这种情况下,俄央行改变了它的汇率政策框架:2009 年 2 月,中央银行规定,根据中央银行外汇干预的累积量,外汇干预操作区间可以自动转换,同时将浮动带宽固定在 2 卢布。此后,浮动操作的带宽被逐渐放大,从 2009 年 1 月 23 日起,浮动带宽固定的上限和下限边界被定在 41 卢布和 26 卢布。

2010 年 10 月,俄罗斯中央银行宣布废除卢布与双货币篮子价值之间的固定浮动区间。

现行的俄罗斯外汇政策是有管理的浮动汇率制度。这意味着俄罗斯中央银行并不干预市场上卢布汇率的总体变动趋势,这种走势是宏观经济基本面的反映,同时,中央银行依然要抑制和弱化卢布汇率的过度起伏,以便俄罗斯的经济机构能够逐渐适应汇率的波动。不过,俄罗斯货币当局没有设定任何对卢布汇率水平的强制约束和卢布汇率的目标水平。

从实际操作层面来看,对汇率的干预一直存在。截至 2013 年下半年,中央银行还在国内外汇市场上买卖外汇以影响和调控汇率。2013 年 7 月,中央银行货币干预的规模达 41.825 亿美元和 3.765 亿欧元。7 月外汇出售的规模创造了 2011 年 10 月以来的纪录。10 月,俄罗斯中央银行卖出外汇 22.98 亿美元,回购外汇 3.8 亿美元(包括储备基金、国家福利基金的补充和支出)。2013 年 11 月 1~26 日,俄罗斯中央银行出售外汇 29.56 亿美元^①。

2014 年 1 月 13 日,俄央行在其官网上发布最新通告,从即日起将外汇干预目标日规模从 0.6 亿美元降至零,以便进一步增加卢布汇率的灵活性,为 2015 年实现完全的浮动汇率制度创造条件^②。这可以看做是俄央行对实行卢布完全自由兑换作出的最新的也可能是最后的努力。

2. 中国的外汇政策

(1) 人民币经常项目可兑换

1996 年,中国正式接受国际货币基金组织协定第八条款,实现了人民币经常项目可兑换。为了区分经常项目和资本项目交易,防止无交易背景的逃骗汇及洗钱等违法犯罪行为,中国经常项目外汇管理仍然实行真实性审核(包括指导性限额管理)。

^① http://www.cbr.ru/eng/dkp/?Prtid=e-r_policy

^② http://www.cbr.ru/eng/press/PR.aspx?file=13012014_175108eng_14-fx.htm

经常项目外汇收入限额结汇。境内机构经常项目用汇,除个别项目须经外汇管理局进行真实性审核外,大部分可以直接按照市场汇率凭相应的有效凭证用人民币向外汇指定银行购汇或从其外汇账户上对外支付。

同时,实行进出口收付汇核销。

(2) 资本项目部分管制

按照“循序渐进、统筹规划、先易后难、留有余地”的改革原则,中国逐步推进资本项目可兑换。2004年年底,在按照国际货币基金组织确定的43项资本项目交易中,中国有11项实现可兑换,11项较少限制,15项较多限制,严格管制的有6项。也就是说,除国务院另有规定外,资本项目外汇收入均需调回境内。境内机构(包括外商投资企业)的资本项目下外汇收入均应向注册所在地外汇局申请在外汇指定银行开立外汇专用账户进行保留。

多年来,中国国家外汇管理局采取了一些措施,目的是加速资本账户可兑换进程。虽然未来10年是中国加快推进资本账户开放需求最迫切的时期,但也许并不是开放资本账户的最佳时期,中国应该进一步为此创造条件^①。

(3) 不断改进人民币汇率形成机制

中国的人民币汇率形成机制在主动、可控、渐进的原则下逐步得以推进。

自2005年7月21日起,中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。此后,人民币汇率不再盯住单一美元,而是按照对外经济发展的实际情况,选择若干种主要货币,赋予相应的权重,组成一个货币篮子。同时,根据国内外经济金融形势,以市场供求为基础,参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化,对人民币汇率进行管理和调节,维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

参考一篮子不等于盯住一篮子货币,它还需要将市场供求关系作为另一重要依据,据此形成有管理的浮动汇率,以此逐步形成更富于弹性的人民币汇率机制。

2005年8月,中国人民银行行长周小川在涉及一篮子货币的组成原则时说:“用通俗一点的话来讲,是综合考虑在我国对外贸易、外债(付息)、外商直接投资(分红)等外经贸活动占较大比重的主要国家、地区及其货币,组成一个货币篮子,并分别赋予其在篮子中相应的权重。”他指出美元、欧元、日元、韩元等是主要的篮子货币。周小川还表示,由于新加坡、英国、马来西亚、

^① 陈富道:《渐进推进我国资本账户完全可兑换》, <http://business.sohu.com/20120322/n338479521.shtml>

俄罗斯、澳大利亚、泰国、加拿大等国与中国的贸易比重也较大,它们的货币对人民币汇率也很重要。不过,他并没有透露篮子货币的全部内容以及每种货币的权重^①。

2010 年 6 月 19 日,中国人民银行新闻发言人发表谈话表示,要“进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性”^②。

几年来,人民币汇率形成机制改革有序推进,取得了预期的效果,发挥了积极的作用,以致在 2008 年国际金融危机最严重的时候,人民币汇率保持了基本稳定,为抵御国际金融危机发挥了重要作用。

后危机时期,全球经济逐步复苏,中国经济回升向好的基础进一步巩固,经济运行已趋于平稳。在此背景下,2012 年 4 月 14 日,中国人民银行决定自 4 月 16 日起,银行间即期外汇人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%,为 5 年来首次^③。

(二) 中俄两国的外汇(储备)管理

1. 俄罗斯的外汇(储备)管理

(1) 外汇管理

在俄罗斯,联邦央行负责实施外汇管理,监督和监测授权银行的外汇交易和外汇头寸^④。

俄罗斯在转轨之初以激进的方式对金融市场进行自由化改革,开放资本与金融账户和汇率市场化是卢布汇率制度改革的重要内容,汇率制度的改革方向是向完全浮动汇率制度过渡。

自 1996 年 6 月 1 日起,俄罗斯承诺开始履行国际货币基金组织的第八条款,开放经常账户,但对商品进出口收付汇仍实施一定的管制。除特定情况外,所有的商品贸易、服务贸易和经常项目收入必须全额汇回至外汇特许银行的外汇账户中,一定比例的外汇收入必须在外汇市场上出售,这一比例在 2004 年年底为 10%。俄罗斯规定,个人携带等值于 3 000 美元以上的现金出境须向海关申报,不允许携带 1 万美元以上的现金出境,除非这笔现金是之前向海关申报从境外带入的。

从 2004 年 6 月起,除特定情况外,在俄罗斯进行资本项目交易必须在特许

① http://news.xinhuanet.com/fortune/2005-08/10/content_3334597.htm

② http://news.xinhuanet.com/fortune/2010-06/19/c_12237997.htm

③ <http://biz.xinmin.cn/2013/05/04/20071594.html>

④ http://www.pbc.gov.cn/publish/goujisi/738/1135/11352/11352_.html

银行开立特别账户。在直接投资方面,俄罗斯企业投资独联体国家没有限制,投资其他国家须取得俄罗斯银行的批准。境外企业对俄进行直接投资须取得俄罗斯银行的批准。从同一时间点起,俄罗斯居民可自由购买境外不动产。

在资本和货币市场工具方面,非信贷机构居民法人可将出售股份的外汇收入自由汇入在特许银行开立的外汇账户中,但境外机构持有境内信贷机构的股份须取得俄罗斯银行的批准。

(2) 外汇储备管理^①

第一,俄罗斯外汇储备的管理模式是财政部与央行共同参与的二元平行管理模式,即央行和财政部各负责部分储备管理。俄央行负责管理汇率干预所需的外汇储备,财政部负责主权基金(储备基金和国家福利基金)资产的保值增值。在管理目标上,俄罗斯央行追求流动性管理,财政部追求主权基金收益性管理。

第二,俄罗斯外汇储备规模与其外汇政策密切相关。转轨早期,国家外汇储备吃紧,俄政府在1992年出台了《俄联邦外汇调节和外汇监督法》,规定俄出口商必须将全部外汇收入汇回国内,并将一半的外汇通过指定银行在俄罗斯境内兑换成卢布。

2003年11月21日,俄罗斯联邦国家杜马批准了关于外汇调控的第173号联邦法律,其立法意图是执行统一的公共外汇政策,稳定本国货币和国内市场。

新法律规定,外汇交易不再像以前那样分成经常项目外汇交易和资本项目外汇交易。外汇交易根据参与者的身份构成分为居民之间的外汇交易、居民和非居民之间的外汇交易、非居民之间的外汇交易。

新法律允许自然人(居民与非居民)从事外国债券交易,一个日历年最大交易额为15万美元,以前的限额是7.5万美元。

居民强制结汇的比例定为外汇收入的30%。联邦中央银行有权制定不超过30%的强制结汇比例。30%结汇比例的有效期是2007年1月1日之前。

随着石油出口带来的外汇收入日增,相关规定逐步放松。2006年3月,俄罗斯央行取消了出口强制结售汇的规定,外汇业务准备金也作了下调。

从2006年7月1日开始,关于外汇交易必须预先储存部分货币以及必须使用专用账户的规定被废除。从2007年1月1日起,外汇运作的种种限制也一并废除。

^① 彭慧:《俄罗斯如何管理外汇储备》, <http://forex.hexun.com/2012-12-13/148994032.html>

近年来,俄罗斯外汇供给量充足,卢布稳中有升,出口商出售的外汇往往超过央行规定的指标(10%),央行成为美元的主要买家,外汇储备急剧增长。

第三,俄罗斯央行通过币种多元化、资产用途多样化的方式致力于储备结构多元化改革,也取得了一定的成绩。

第四,以主权基金的形式管理超额外汇储备^①。

2. 中国的外汇(储备)管理

在中国,根据 2008 年 8 月 1 日公布实施的《中华人民共和国外汇管理条例》第十条规定,由国务院外汇管理部门(即国家外汇管理局)遵循安全、流动、增值的原则,依法持有、管理、经营国家外汇储备。

2007 年 9 月,中国政府成立中国投资有限责任公司,将 2 000 亿美元外汇储备注入该公司作为资本金。由此,中国投资有限责任公司成为外汇储备管理机构之一^②。

从外汇储备的规模管理来看,自 1994 年外汇体制改革以来,中国一直实行的是强制性的银行结售汇制度。结汇是指外汇收入者将其外汇收入出售给外汇指定银行,外汇指定银行按市场汇率付给本币的行为。

实行结汇制度的目的是将企业的外汇收入及时、足额地汇入外汇储备,通常在外汇储备规模较小时,主要采取强制结汇方式;随着外汇瓶颈的解除,意愿结汇更符合间接管理的需要。根据中国的外汇收支状况,中国同时采用强制结汇和限额结汇两种方式,即对一般中资企业经常项目外汇收入实行强制结汇,而年进出口总额和注册资本达到一定规模、财务状况良好的中资企业以及外商投资企业可以开立外汇账户,实行限额结汇。

1996 年 12 月,中国宣布实现经常项目可兑换,对经常项目对外支付和转移不予限制,但企业出口等外汇收入原则上仍应卖给外汇指定银行。

从 2001 年起,中国改进了外汇账户开立和限额管理,逐步扩大了企业保留外汇的自主权。一方面放宽了企业开立外汇账户保留外汇的条件,另一方面提高了外汇账户内保留外汇的限额。

2008 年,中国修订了外汇管理条例,明确规定企业和个人可以按规定保留外汇或者将外汇卖给银行。这意味着,强制结(售)汇制度正式退出历史舞

^① 张聪明:《当代中俄国有经济比较研究》,社会科学文献出版社 2012 年版,第 293 ~ 308 页。

^② 管清友等:《刀锋上起舞:直面危机的中国经济》,浙江大学出版社 2012 年版,第 181 页。

台。2009年以来,为进一步促进贸易投资便利化,提高政策透明度,中国外汇管理部门宣布废止和失效400余个外汇管理规范性文件,涉及强制结(售)汇的规范性文件被宣布废止、失效或修订。目前,强制结售汇政策法规均已失去效力,实践中不再执行^①。

中国的外汇储备,就其币种结构来看,自2005年7月21日起,因中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,人民币汇率不再盯住单一美元,中国外汇储备的币种结构也就具有了一篮子货币的特点,其中美元、欧元、日元、韩元等是主要的篮子货币^②,但各外币在“篮子”中的比重并未公布。不过,中国国内的学者对此作了某些有价值的推算:截至2010年年底,中国外汇储备中美元资产所占比重约为65%、欧元资产比重约为25%,其他币种资产比重合计约为10%^③。

就中国国际储备的资产结构来看,2012年年底,资产总额为3.3879万亿美元,其中黄金储备567亿美元,特别提款权114亿美元,在国际货币基金组织的储备头寸82亿美元,外汇储备3.3116亿美元。

一直以来,中国外汇储备的资产存在形式绝大部分是债权,特别是持有的美国国债占对外持有债权的绝大部分。美国财政部数据显示,截至2012年12月,中国累计持有美国国债1.2028万亿美元,占2012年中国外汇储备余额3.31万亿美元的1/3以上^④。有分析指出,按照目前中国的外汇储备规模和管理机构的实际情况,这种将巨额外汇储备投在高信用评级、高流动性、高安全性与低收益性资产(即美国与欧元区的国债和机构债)上的行为,是约束条件下的理性行为^⑤,但风险也是不言而喻的。

六 外汇储备的经济性质及中俄外汇储备的前景

当我们对中俄外汇储备的基本情况作了比较系统的梳理之后,应该能够对中俄外汇储备的发展和变化作出某些预期。但要对外汇储备的未来作出

^① <http://money.163.com/12/0416/14/7V71GL3100253B0H.html>

^② http://news.xinhuanet.com/fortune/2005-08/10/content_3334597.htm

^③ 管清友等:《刀锋上起舞:直面危机的中国经济》,浙江大学出版社2012年版,第177页。

^④ http://www.183read.com/magazine/article_196286.html

^⑤ 同^③,第181页。

判断,还得从如何认识外汇储备的经济性质说起。

(一) 外汇储备的经济性质

外汇储备的经济性质是什么?是资产,或者是负债?一国持有外汇储备在经济上意味着什么?

根据维基百科的定义,外汇储备是一国政府持有并可以随时兑换为他国货币的资产,在一国的国际投资头寸表以及央行的资产负债表中位于资产方,据此,外汇储备就应该是一国政府持有的资产。

然而,多年以来,在中国的理论界和金融界,就外汇储备是央行的资产还是负债这一问题,一直存在争议。一种观点认为,外汇储备是中央银行用人民币从中国企业和居民手中购得的,人民币是中央银行的负债,外汇储备是中央银行举债购买的,因此外汇储备也是央行的负债。未来,如果中国企业和居民要用手中的人民币向央行换取美元,央行就必须出售美元并收回人民币,所以,央行没有自由处置外汇储备的权利。中国人民银行副行长也说:“央行的外汇储备,是央行投放货币的重要渠道,是流通中货币的储备物,是用以平抑币值波动的根本保障,属于央行的负债,是不可以像财政收入一样由国家(政府)进行分配的,否则,将造成严重的货币贬值,威胁货币信誉和货币体系的稳定性。由于我国长期由央行独家购买和管理外汇,并习惯性地将央行外汇储备叫做‘国家外汇储备’,很多人混淆了两者”^①。

但是,外汇储备作为央行的资产,在负债方的对应项目既可能是人民币基础货币,也可能是央行票据或法定存款准备金,还可能是央行的净资产。认为外汇储备是央行负债的观点是站不住脚的^②。

同时,说外汇占款是人民币基础货币发行的重要方式,似乎没有外汇储备,人民币基础货币就无法发行或不得发行了。其实,在没有外汇占款这一说法的情况下,一国的中央银行作为国家的货币发行机构,依然是行使货币发行特权的唯一机构。所谓经济发行和财政发行是其基本的发行方式。经济发行是指为适应经济发展和经济增长的需求而进行的货币发行,其发行规模和经济水平相一致,不会造成通胀;财政发行则是没有实际物质财富支持的纯粹纸币印发,会造成通胀,也就是货币贬值,物价上涨。在有外汇储

^① 王永利:《对外汇储备问题的再认识》,《中国金融》2013年9月1日, http://www.boc.cn/aboutboc/ab8/201309/t20130905_2454655.html

^② 管清友等:《刀锋上起舞:直面危机的中国经济》,浙江大学出版社2012年版,第170~172页。

备的情况下,只不过货币发行用了一个新名称而已。至于说在主权边界内发行本币是对居民的负债,也不尽然,货币当局发行的纸币是以政权为后盾的强制法偿货币,居民不可能拒绝接受,根本不是一般的买卖借贷关系。铸币税就已经说明了一切。

表面上看,外汇流入兑换本币,流出时以本币兑换外汇,央行有及时足额予以兑换的义务,因而暂时收存外汇是一种央行负债行为。其实,外汇流入流出一国央行,只是一种不同价值符号之间的转换,理论上,这种纯粹的价值形式转换不创造任何价值,反而要消耗资源,所以转换应该收取一定的手续费。但即使这样,外汇依然流入,以致形成巨额的外汇储备,必然是有某种经济利益存在,如甲国执行固定汇率或有管理的浮动汇率,甲国利息率较乙国高,在甲国投资有较乙国高的利润回报等。这样,我们就会看到,尽管甲国在一定时间内有经常账户的贸易收支,有资本金融账户的资金流入流出,但没有经常账户的逆差(意味着没有用流入的外汇资金进口与之相当的资本品或者消费品和服务),甚至资本金融账户也是顺差(流入的资本多于流出的资本),这就意味着外汇兑换成本币后在甲国国内市场上从事交易,在甲国为维持汇率不得不采取冲销手段的情况下,央行提高商业银行准备金率,提高再贷款率,发行银行券,这一切都是冲着甲国国内企业和个人的。当然,发行银行券是要支付利息的,这确实是一种负债,但却不是对外汇的负债,恰恰是兑换了外汇的机构和个人之外的其他机构和个人将其资金从经济活动中抽出来了,因而是对购买了银行券的机构和个人的负债。至此,那些外汇作为乙国物质财富的价值符号还停留在甲国的央行,而甲国央行最起码要为此支付所发行的银行券的利息。甲国央行有两个选择:让这些价值符号在自己的金库里沉睡,或者将它们作为资产投出去,购买乙国(或其他国家)的资产以实现保值增值,争取以此来弥补因持有它而付出的成本,也让外国发行的价值符号重新与其所代表的物质财富实现统一。因此,一国的央行作为国家的货币当局,是一个能动的经济活动主体,它的行为反映国家的意志。要执行出口导向战略,要维持固定汇率或有管理的浮动汇率,要强制或鼓励结汇,要追求双顺差,就会有一个超额的外汇储备积存。当然,还可以将外汇储备作为资产投出去形成对外债权,也可以留在金库。毫无疑问,中国和俄罗斯的央行都是将外汇储备作为资产投出去从而形成对外债权的。

所以,余永定先生认为:“外汇储备是外国货币当局的负债。我们之所以能持有外汇是因为我们把实际资源借给了外国,因而我们才以持有外汇的形

式得到了对外国政府的债权。”外汇管理当局不会把得到的外汇锁在保险柜中,而是要去购买外国的金融资产(比如债券),或者作为存款存放在外国银行里,它在国际收支中的地位是同资本输出相同的^①。

余永定先生在讨论外资、外贸和外汇储备三者关系时指出,对一个外资净流入的国家来说,外资的流入可能伴随的情况有五种:外汇储备不变,外贸有逆差;外汇储备增加,外贸有逆差;外汇储备增加,外贸有顺差,但外汇储备的增加幅度大于外贸顺差的增加幅度;外汇储备增加,外贸平衡;外汇储备减少,外贸有逆差,但外贸逆差的增加幅度大于外汇储备减少的幅度。如果一国想引入外资,又不想有外贸逆差,就只能听任外汇储备增加。同时,在第三、四种情况下,所增加的“外汇储备必然是某种形式的外国金融资产,持有外国金融资产意味着持有对外国的债权。因而,外汇储备的增加实质上是把本来可以由自己使用的资源借给外国使用。”^②外贸顺差和外汇储备增加并存意味着大量的外汇被闲置,或被存放回外国银行,或被用来购买外国证券。这种状况可以比喻为穷人以高利息从富人那里借钱,再以低利息把钱借给富人。这是对资源的一种极大浪费^③。

在固定汇率条件下,外汇储备增加和外贸顺差共存的局面之所以能够持续,是政府实行抑制通货膨胀的紧缩政策(主要是冲销政策)特别是高利率政策以及在通胀形势下继续推行出口导向发展战略的结果。但无论如何,其实质是对资源的极大浪费^④,而且包含着巨大的资产损失风险。

总之,外汇储备的增加,实质上是把本来可以由自己使用的实际资源借给外国使用,把短缺的国内资源输出到国外换取国外金融资产^⑤。

(二) 中俄两国的外汇储备前景

1. 俄罗斯的外汇储备前景

俄罗斯和中国都是外汇储备大国,但我们已经说明,巨额外汇储备的存在对一国经济来说其影响是负面的。那么,俄罗斯的外汇储备在未来一个时期会怎么变化呢?

从存量来说,俄罗斯的巨额外汇储备中,作为国家主权基金的储备基金

^① 余永定:《见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱》,三联书店 2010 年版,第 14~15 页。

^② 同^①,第 4~6 页。

^③ 同^①,第 5 页。

^④ 同^①,第 8、11 页。

^⑤ 同^①,第 15 页。

和国家福利基金都是有法定用途的,而且其来源是资源出口收入,性质是资源出口税和资源开采税,其规模与国际市场能源价格走势有极强的正相关关系,也与国家的财政政策有紧密的关系。非主权基金部分,除了维持正常的对外经济交往所必需的规模外,俄罗斯作为一个大国,会将其用于它认为必要的方向,如由俄罗斯主导的区域经济一体化。

从现有的实践和未来的可能性来看,俄罗斯外汇储备可以在以下方面发挥支持欧亚经济一体化的作用。

首先,在关税同盟成员国内部贸易中,免出口税。俄罗斯损失了相应的出口关税,而出口关税中的原油超额出口税则是以外汇储备形式存在的主权基金的主要来源。免原油出口税,就意味着外汇储备的减少。

其次,为了吸引乌克兰加入关税同盟和后续的一体化进程,降低出口给乌克兰的石油(原油和石油产品)价格,直接减少了出口收入,出口关税、主权基金和外汇储备也会相应减少。

再次,对成员国、潜在成员国提供有偿经济援助。例如,2013年12月,普京总统宣布在英国(爱尔兰)证券市场购买乌克兰发行的150亿美元欧洲债券(利率5%)^①。

最后,根据欧洲一体化的经验,俄罗斯还有可能建立某种有助于欧亚一体化的基金。考虑到欧亚经济一体化的成员国和潜在成员国之间经济结构、发展水平差异巨大,建立相应的基金予以有针对性的扶持,对于顺利推进一体化进程,应该是一个有价值的选择。

从流量上来看,俄罗斯现在是一个卢布可自由兑换的国家,货币当局正在为2015年正式实施卢布自由兑换作最后的准备。俄央行已经宣布2014年将不再对双货币篮子汇率进行干预,其货币政策的重点转向利率和通胀调控。因此,原来因调控干预汇率导致的外汇储备就失去了存在的价值和依据。而汇率彻底市场化以后,国内的进口条件得到改善,进口可能增加,经常账户顺差可能缩小甚至出现逆差(当然,在资源贸易立国且国际能源价格高位趋稳的条件下,出现逆差也不容易)。资本金融账户方面,由于资本项下可兑换,资金来去自由,追求高利率、高利润回报而来的资金可能转化为经常账户的进口增加甚至贸易逆差。而一部分外来资金也会以藏汇于民的方式在企业、银行和个人的外汇账户而不以央行外汇储备的形式存在。另外,随着国家金融体系现代化取得进展,国内资金利用效率提高,投资环境的改善,目前以外汇储备形式存于外国

^① http://rusnews.cn/eguoxinwen/eluosi_caijing/20131219/43939193.html

银行的本国资金也有望撤回国内,外汇储备也可能因此减少。

尤其值得一提的是,俄罗斯经济在很大程度上依赖出口,对欧盟的出口占俄对外出口总额的 48%,欧债危机的后期效应可能影响俄罗斯的出口以致影响其经常账户的平衡状况。欧盟作为俄罗斯能源的最大买家,能源交易执行的是长期合同,这些合同早在欧债危机爆发前就已签署,因而欧债危机至今尚未直接冲击俄罗斯经济。但合同在 2015 年前后将陆续到期,新合同的签订将取决于届时世界经济状况。

高收入国家的复苏和其货币政策收紧也可能导致利率上升过快,这可能会使包括俄罗斯在内的新兴市场国家的资本流入在短期大幅下降,单就俄罗斯来说,可能减少其资本金融账户顺差,从而减少其外汇储备。

另外,便于储运的液化天然气越来越受欧洲市场的欢迎,欧洲各国液化天然气进口量连年快速增长。俄罗斯以外的液化天然气生产和供应能力近年有很大提高,这会在欧洲国家寻求能源来源多元化政策的支持和鼓励下逐步蚕食俄罗斯的市场份额,俄罗斯在欧洲能源市场的地位在未来几年将受到严峻的挑战。这也会影响到俄罗斯的外汇储备状况。

所以,俄罗斯的外汇储备,在未来一个可预见的时期内,在其他条件不变的情况下,应该是趋稳进而逐步有所减少。

假定 2015 年俄罗斯中央银行实施自由浮动汇率制,而基于预算法规的财政政策也可能减弱其通过预算和外汇渠道对货币供应量的影响力度,这样一来,财政部(国库)基于补充或支出国家主权基金的操作将极大地影响俄罗斯货币当局握有的外汇储备量^①。

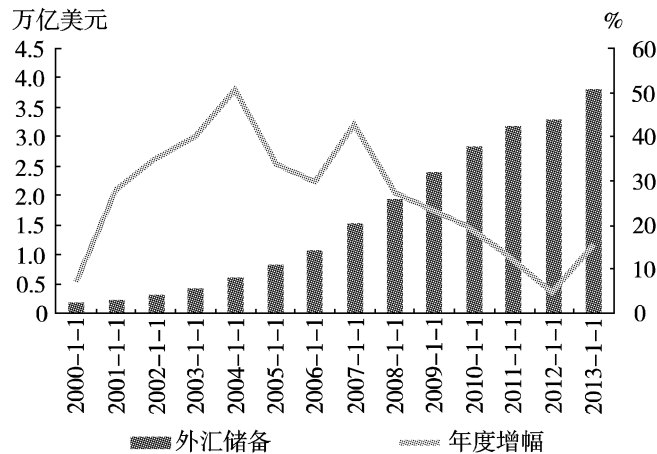
2. 中国外汇储备的前景

就增速来说,2007 年以后中国的外汇储备总体上是下降的,但累积的外汇储备总量却是一路上升,从 2000 年年初的 1 547 亿美元增至 2012 年年底的 3.387 9 万亿美元,13 年增长近 21 倍。2013 年又增至 3.82 万亿美元。这说明,造成外汇储备大量聚积的那些条件依然存在并还在起作用(见图 3)。

首先,出口导向战略虽然没有显著提高中国贸易福利水平,但向内需拉动的转型尚未取得实质性进展,所以贸易顺差依然存在;其次,热衷 GDP 的增长主义对吸引外资依然热情不减,各种优惠、高投资回报(利息率和利润率)、有管理的浮动汇率、人民币的升值预期导致资本金融账户顺差;最后,有管理的浮动汇率使人民币低估,导致进口无效率,等等。

^① <http://www.cbr.ru>

图3 2000~2013年中国外汇储备的增长情况



资料来源:张金、何巨焜:《中国2013年外汇储备创历史新高,施压央行货币政策独立性》,http://business.sohu.com/20140115/n393575831.shtml

那么,这种情况在可以预见的将来会有实质性的变化吗?

一方面,人们已经认识到中国出口导向战略在提高中国贸易福利水平方面的局限性,无论学界还是政府,在改变经济增长方式、从出口拉动转向内需驱动的取向上已有相当的共识,尽管由于中国出口行业的转型仍需依赖国际市场、中国内需培养和工业化进程仍需时日,就业压力的缓解还离不开出口^①,这方面还没有太多实质性进展,但毕竟大势所趋,这已经成为抑制外汇储备增长的一个背景。

另一方面,中国外汇体制改革的最终目标是实现人民币自由兑换。早在1996年,人民币就已经实现了国际收支经常项目下的可兑换,此后的形势发展客观上要求人民币早日实现资本项目下可兑换。

国际经验表明,一国要实现资本项目的对外开放至少应具备下列条件:较低的通货膨胀率、合理的利率、健全的国内金融体系、较强的宏观调控能力、发达的资金市场、外汇收支的大体平衡,灵活而高效的微观企业机制以及完备而有力的金融监管和法律法规等。显然,中国在上述诸方面都存在不小的问题。有鉴于此,余永定先生对资本项目自由化一直持十分谨慎的态度,他认为,人民币自由兑换应该中国经济体制改革的最后一步^②。

^① 荆林波、袁平红:《中国出口导向战略研究》,《价格理论与实践》2013年第10期。

^② 余永定:《见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱》,三联书店2010年版,第39页。

当然,这最后一步在什么时候能走完,不同人有不同的说法。2013 年 9 月,汇丰环球研究团队预测人民币完全可兑换将于 5 年内实现^①,也就是 2018 年 9 月之前。最乐观的判定是 2015 年年底实现可兑换。2013 年 5 月 19 日“中国金融四十人论坛”(CF40)发布题为《新形势下对外开放的战略布局》的重点课题报告,建议制定并公布人民币可兑换路线图和时间表,明确 2015 年年底实现可兑换。

这似乎将问题的解决突然摆在了我们面前。当然,他们所说的资本项目可兑换是有弹性、有调整空间的制度安排,他们认为宣布资本项目可兑换并不代表放弃合理管控^②。

从解决外汇储备超储的角度看,这确乎是一个好建议、好消息,如果 2015 年人民币可自由兑换,外汇储备被动累积的条件就得以改变,压力就减小了。实现资本项目对外开放应具备的条件中国真的具备了,从而余永定先生的审慎主张失去意义了吗?显然不是。

在这种情况下,预言中国外汇储备的变化趋势是困难的。从图 3 可知,从 2008 年年初开始,中国外汇储备的年增长率持续下降,从 28% 左右降到 2011 年的 8% 左右,之后又有所上升,2013 年年初为 13% 左右,但累计总量一直在增加,2013 年年底竟达 3.82 万亿美元,比 2012 年增加大约 5 000 亿美元。如果其他条件不变,在未来一个时期,中国外汇储备的年增长率下降,累积总量逐渐趋于稳定也许是可以期待的。

七 简单的结论

当我们以中国的外汇储备作为背景,比较细致地讨论了俄罗斯的外汇储备之后,我们能够得出的简单结论就是:俄罗斯的外汇储备在国家经济生活中具有十分重要的意义,尤其是在偿还外债以及在 2008 年国际金融危机中为保障金融系统的稳定起了不可或缺的作用。同时,国家以主权基金的形式保有一笔以外汇形式存在的资产是十分有益的。不过,虽然俄罗斯外汇储备的主要来源——经常账户顺差因与国际能源市场紧密相关而具有脆弱性和不稳定性,但总体上是超储的,这在经济上来说缺乏效率的,因而是需要调整的。当然,我们已经看到了这种努力的最新进展——卢布将在 2015 年实现自由兑换。但如

① http://finance.ifeng.com/a/20130930/10784223_0.shtml

② <http://www.fx168.com/fx168html/20130530/20130530164822080.htm>

何实现国际收支的动态平衡,从而将国际储备保持在一个合理的水平和结构上,将是未来俄罗斯宏观经济管理的一大任务,尚有很多工作要做。

与此相对应,在最近的一两年,中国的外汇储备很有可能达到4万亿美元,这意味着中国遭受了多大的经济损失,面临着多大的资产风险。从流量和存量两方面来看,积极寻找缓解以至解决问题的途径是十分紧迫的问题。

对此,有识之士已经有不少的见解和建议,从长期来看,根本上解决问题的途径是推进经济体制深入全面的改革,最终转变经济发展战略,以内需驱动替换出口导向,从单纯追求GDP的增长主义转变为以人为本的科学发展,由此彻底解决双顺差问题,以求釜底抽薪之功效;一时不能消化的顺差,应该积极鼓励企业和居民个人对外投资而非进入央行储备;最终实现人民币自由兑换,以消除被动累积外汇之无奈。从短期解决存量过大问题的角度来看,币种多元化、资产形式分散化,鼓励外国向中国的银行、企业和居民发行人民币债券,大量进口中国需要的投资品、技术、服务和性价比高的消费品,购买和储备能源等战略资源都是有价值的选项^①。当然,积极参与国际货币体系改革也是有助于解决中国外汇储备超储问题的可能的方式^②。与俄罗斯相比,中国达成国际收支动态平衡以致基本解决外汇储备过量的问题,任务更艰巨。

(责任编辑:李丹琳)

^① 余永定:《见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱》,三联书店2010年版,第281、299、300页。

^② 同^①,第297~298页。