

日期: 2011 年 9 月 15 日



首席宏观分析师 胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120021

中国靠什么保障外汇储备资产安全

■ 主要观点:

外汇储备多多益善并没有错

但从货币本义上说,货币是财富代表,外汇储备也代表财富,只不过是外币而非本币表示的财富。所以,以减少外汇储备规模来保证资产安全,根本上就是一个谬论。追求财富增长有错吗?对外汇储备资产安全管理追求的保值、增值,本身就包含了对财富数量增长的目标。因此,外汇储备的安全管理,是在不排斥外汇储备规模继续增长的前提下,对外汇储备资产结构、投资形式的动态优化。

外汇储备资产的问题是分布结构不合理

通过汇率交易消除汇率波动风险的套保目的并不难达到。外汇储备资产管理首要内容应是资产品种结构管理,而非币种结构,也不是资产持有主体结构。当前,我国外汇储备资产过多集中于外币有价证券。危机中有价证券价值无一幸免的状况,自然会让人得出外汇储备应更多地转向实业领域直接投资(FDI)的看法,更多地进行分散化的FDI。

发展外汇对外直接投资要有实力后盾

国际经济、政治形势的动荡,必然使我国对外直接投资资产的安全形势受到严峻挑战。没有军事实力保障的海外直接投资发展,是一种“虚”的外汇资产多元化,一旦有事海外资产就会面临被冻结或扣押的危险,外汇储备资产的安全性仍然无法得到保障。

报告编号:

相关报告:

《全球经济同临竞争性转型》

(2011 年 4 月 26 日)

《人民币汇率新平台确立》

(2011 年 1 月 28 日)

《人民币对美元升值幅度的估算》

(2010 年 6 月 23 日)

《汇率将走向结构性升值 有效汇率趋降》

(2010 年 3 月 31 日)

外汇储备多多益善并没有错

发生在上世纪90年代的亚洲金融危机表明，一定规模的外汇储备对一国经济发展起着“定海神针”的作用。人们从亚洲金融危机中得到的启示是：增加外汇储备等于给一国宏观经济发展吃了“定心丸”！其中的道理是不言而喻的：一国只有具备了足够的外汇储备，才能抵御国际金融剧变的冲击。

但任何事物都过犹不及，卯足了劲积攒外汇储备的中国等新兴经济体和广大发展中国家，这一回却伤在了巨额储备上。在新世纪头是年末发轫于西方世界的金融危机，发展中国家尽管坐拥高额外汇储备，依然未能幸免发达国家金融危机病毒的“传染”，中国坐拥巨额外汇储备依然“很受伤”。与上一轮危机不同，仍在持续过程中的本轮危机，直接受到冲击的是外汇储备价值本身，而上世纪90年代亚洲危机直接冲击的是各国的本币价值。这真应了西方一位古圣人的名言——“不能两次踏进同一条河”！外汇储备资产的安全管理（实际上就是如何保值、增值），自然就取代外汇储备的数量管理，成了中国等新兴市场经济体的外汇储备管理的新重心。

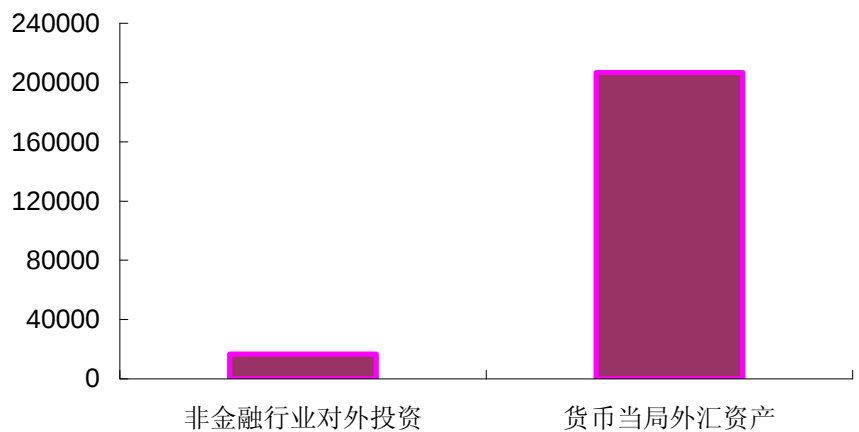
在“砖家”眼里，中国目前超3万亿美元规模的外汇储备，似乎成了一坐“活火山”，随时都有可能爆发。似乎只有大幅度地削减储备规模，才能使“火山”安全。降低了外汇储备数量，自然也就降低了外汇储备资产发生损失的规模水平。但从货币本义上说，货币是财富代表，外汇储备也代表财富，只不过是以外币而非本币表示的财富。所以，以减少外汇储备规模来保证资产安全，根本上就是一个谬论。追求财富增长有错吗？对外汇储备资产安全管理追求的保值、增值，本身就包含了对财富数量增长的目标。因此，外汇储备的安全管理，是在不排斥外汇储备规模继续增长的前提下，对外汇储备资产结构、投资形式的动态优化。

外汇储备资产的问题是分布结构不合理

如果说美元贬值导致了本币计价的外汇储备价值缩水，那么人民币兑美元升值就会大受欢迎。而人民币兑美元价值稳定的追求目标说明，美元贬值并不是外汇储备资产价值保全的焦点。事实上，只有美元通货膨胀才能真正造成美元价值的毁损。另一方面，在汇率衍生产品交易发达的现代国际金融体系中，币种选择并不应成为外汇储备管理的核心内容。换言之，通过汇率交易消除汇率波动风险的套保目的并不难达到。外汇储备资产管理首要内容应是资产品种结构管理，而非币种结构，也不是资产持有主体结构。

当前，我国外汇储备资产过多集中于外币有价证券。截止2010年末，我国货币当局的外汇206766.71亿元，同期非金融业对外直接投资规模为16636.16亿元，后者仅为前者的8%。

图 1 2010 年中国对外投资和外汇资产（亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

当前我国外汇储备资产构成中, 比重最大的是各种政府债券和类政府债券(如“两房债”)。很不幸, 无论欧元债还是美元债, 在危机冲击下其市场价格都下跌不少。除了债券, 本轮危机中股票等权益类证券价格也下跌不少。对黑石的权益类证券投资, 就是中国外汇储备权益资产价值贬值的一个典型。危机中有价证券价值无一幸免的状况, 自然会让人得出外汇储备应更多地转向实业领域直接投资(FDI)的看法, 更多地进行分散化的FDI。

大幅度提高外汇储备的对外直接投资比重, 对中国的好处明显要比投资外汇有价证券多。投资外汇有价证券实际上首先是满足了外国融资的需求, 主导权在外方, 资金的使用权掌握在外方; 而外汇对外直接投资, 中国并无让渡资金的使用权, 外汇对外直接投资因主导权在我, 其经济之外的政治、社会影响更可进一步发扬。二战后在马歇尔计划的带动和影响下, 美国对欧洲的大规模重建直接投资, 对加速OECD的形成和发展, 并籍此树立了美国在西方世界中的领导地位, 无疑“给力”多多。

发展外汇对外直接投资要有实力后盾

国际经济、政治形势的动荡, 必然使我国对外直接投资资产的安全形势受到严峻挑战。中国在利比亚庞大投资的安全问题, 就是摆在面前急需解决的一个棘手问题。反观美国的海外直接投资, 无论是“二战”后的马歇尔计划时期, 还是新世纪时期, 美国基本不用担心其对外投资的安全。全球游弋的航母编队和军事存在, 构成了美国海外资产的安全保障。因此, 中国在大力转变外汇储备资产结构, 利用外汇储备拓展直接投资的同时, 也不能忘了海外投资安全基石——“航母”编队为代表的国防现代化建设。没有军事实力保障的海外直接投资发展, 是一种“虚”的外汇资产多元化, 一旦有事海外资产就会面临被冻结或扣押的危险, 外汇储备资产的安全性仍然无法得到保障。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。