

# 多元化运用外汇储备 实现国家战略利益

夏斌 陈道富

当今中国近 2.5 万亿美元外汇储备问题的严重性和复杂性,几乎世人皆知。特别是鉴于美国危机后全球结构平衡的艰巨性和长期性,中国政府对此要作好充分的政策准备。

长期以来,受西方主流教科书及中国过去长期外汇匮乏的历史影响,外汇储备的运用,一直强调“安全、流动、保值”的原则。这在一定历史时期,无疑是正确的。但是目前面临中国坐拥如此巨额的外汇储备,这一原则是否仍然正确?要不要修正?从国民总体福利角度出发,这要回答,一是中国是否存在“超适度”的外汇储备问题?二是这些“超适度”的外汇储备能否用于与上述原则不相吻合、但属于体现国家战略性利益的方面?三是如果可行,又为何为战略利益?如何实现?相应的管理体制也应作出配合?

对于第一个问题,在美国金融危机、美元存在贬值风险压力下,几乎已不存在争议。

对于第二个问题,尽管中国政府其实已在部分地实践,但仍有相当多的人,存在不少的犹豫与不同意见。有人认为外汇储备是央行通过向市场投放货币买来的,是央行的资产,“不能动”。殊不知,既然是央行投放货币买来的,为什么市场(包括政府)如果再用人民币(包括发债筹人民币)向央行购回,就不可以?就不能称为合理的市场行为?何况,如果市场主体用人民币向央行购汇,用于进口和境外投资,还可减少境内货币供应过多压力,提高国民净福利和企业竞争力,并不妨碍央行对资产负债风险的控制。有人甚至担心,动用国家外汇储备,会危及国家金融安全。什么叫金融安全?其实对超适度外汇储备进行合理的战略性使用,不仅不会危及金融安全,相反,

运用得当,有助于宏观结构的平衡,提高实体市场的竞争力,恰恰是有助于提高我国整体的金融安全水平。而且用于战略性的外汇,仅仅是整体外汇储备在保持充足流动性需求的前提下,对一部分“超适度”外汇进行的再使用。

为此,我们曾提出,要修正我国外汇管理的原则,应重新明确外汇运用的具体顺序:首先,保持必要的外汇流动性,以满足平衡国际收支的需要;其次,用一定的外汇干预外汇市场,满足汇率调节的需要;再次,服务于国家经济可持续发展的目标,获取战略性利益(包括提高国民福利水平);最后,再有多余的外汇储备,可用于获取相对较高收益的金融投资。这里,把类似目前“中投公司”增值投资的业务,列为最后一项,是因为必须看到,前三项外汇用途,对中国经济可持续发展的增长重要性和战略性。当然,不排除也许中投公司目前的投资项目中,已部分包括了满足上述第三项目的用途。这也恰恰证明,我国外汇储备管理原则必须进行重新修正与明确。

那么,什么是外汇储备运用中的战略性收益?作者认为,只要是有利于中国经济保持长期稳定增长和国民福利提高的关键性、长期性、重大性因素,均可视为战略性利益。具体说:

(1) 有利于解决国民经济中多年积累的突出结构问题,如用汇购买国外先进的技术和重大设备。

(2) 有利于解决困扰我国的环境、资源问题,如用汇购买关键性资源。支持国内企业参股、并购海外能源性企业、关键性原材料企业,用汇进口治理环境污染的重大设备与技术,提供排污、治理土地沙漠化等公共产品。

(3) 有利于为中国经济进一步崛起

和成为金融强国打基础的外汇运用,如大力培育跨国的、关键性的金融机构,通过外汇支持在境内外实施兼并、或在境外设立分支机构。从人民币国际化的长期战略出发,不断择机增持黄金储备。

(4) 有利于防范外部动荡对中国经济的意外冲击。例如,通过加强亚洲金融合作,谋求国际储备体系改善中的国家战略性利益,包括通过货币互换等方式,用外汇支持亚洲、非洲,“上合组织”成员国,维护其经济、汇率的稳定。这不仅可防范其可能发生的风险向中国的传递,同时中国可实现在与这些国家一体化经贸活动中的稳定收益。追求国家战略性利益,还包括用美元储备支持亚洲融资市场和亚洲实体经济发展,减弱亚洲及中国的美元储备不断回流美国,造成美国短期资金跨境频繁进出亚洲各国的频率,以减轻虚拟经济和资产泡沫的形成压力,削弱美国“双赤字”政策下过度膨胀的虚拟资产规模对世界经济带来的不稳定影响。还包括用外汇储备谋求在参与国际货币体系改革的战略性利益。通过购买 IMF 的债务,完善 IMF 的融资实力,扩大中国在 IMF 的份额和力争人民币进入 SDR 的篮子。以上这一切,都有利于中国经济进一步崛起中所需的汇率稳定环境的形成和连续。只要中国发展的外部环境是稳定的,而且是尽可能长时期的稳定,对将来汇总过经济而言,就是赢家。

(5) 有利于提高国民福利水平的外汇支出。如包括我们早先提出的,用少量的外汇支持社会保障体系的建设,或直接进口改善居民医疗水平等的重大医疗设备(我们在写作期间,听说中国一些地方政府仍在接受美方的大量美元贷款,以购买重要的医疗设备),以投资人股等

方式下划有关单位,有偿经营。在强调外汇储备战略利益的同时,必须另外强调两点:

第一,首先要处理好官方巨额外汇与“藏汇于民”的关系。尽管我国官方外汇储备近几年一直为世界第一,但同时与出口大国的日本、德国相比,在一国对外净资产持有额中,2007 年末,官方对外净资产(主要是外汇储备),日本与德国分别为 44% 与 14%,中国却高达 150%。这种状况决定了,一是因央行大量购汇而形成了国内货币供应的巨大压力,二是增加了国家集中持有巨额外汇的风险。因此,改变我国目前外汇储备官方为主的结构,发展与丰富国内金融市场,“藏汇于民”、“由民用汇”,应是修正我国外汇管理原则和寻求战略性利益过程中或过程之前,必须要解决的另一个重大政策问题。如何发展和丰富国内的金融市场,由“藏汇于朝”部分转向“藏汇于民”,在这样的政策调整中,决策者要相信,经历多年市场化历练的民间力量,在用汇收益上,并不亚于官方。而且,这一历史性的一步,是早晚必须迈出去的。同时,民间用汇的过程,又有利于国内货币供求的平衡和国际收支的平衡。其储备风险分散在各经济主体,也有利于减轻国家集中承担风险。

第二,要认真重视不断增强黄金储备这一中国崛起中的战略意图。简单恢复金本位这一不可能的浅显公理,众人知晓。地球上 16.3 万吨左右的黄金存量中,可交易黄金仅占 17%,远不能满足当今世界贸易金融需求的需求。增持黄金的意图,也不是出于黄金比较美元、欧元等信用纸币,何种资产增值或贬值的短期相对利益的思考。增持黄金主要是从人民币国际化的长期战略思考。在漫长

的国际化过程中,一国信用货币要从国内货币走向国际货币,生产能力、贸易规模、金融市场的广度与深度,以及币值稳定等因素固然重要,但是一国是否具有相当数量的“最后清偿力”,也是不可忽视的基础条件和不可或缺的保障。从历史上大国货币兴衰的角度看,不管是早先的英镑,还是后来的美元,在其崛起之初,无不都在努力创建作为最后清偿力的黄金基础。历史数据显示,伴随英镑的衰落,黄金占英格兰银行发行的英镑纸币的比例呈直线下降,由 1914 年的 148% 下降到 1919 年的 21%。同时伴随美元的崛起,美国黄金储备占美元纸币的比例,却是在直线上升,由 1914 年的 0.59% 上升到 1939 年的 278%。就是在美国爆发“百年一遇”金融危机的今天,财政、经济形势如此艰困,美国政府仍是不愿采取割爱一盎司黄金的措施,而是不断通过发纸币,在全球范围内寻找出路。可见,黄金在战略保证的重要意义。因此,中国政府在黄金等贵金属态度上,绝不能短视,绝不能仅从三年五载的短期经济利益出发。

要实现以上外汇储备的战略性利益和真正的多元化运用原则,中国当今的外汇行政管理体制也必须予以调整。长期以来,由于外汇匮乏,央行(外管局)作为外汇管理的唯一机构,不存在任何的不妥。但是,随着外储的不断增长,一是国内的货币调控越来越难,二是面对仍在不断增长的巨额外储,从国家整体利益和战略利益出发,为满足上述外储运用的四项“顺序”内容,显

然,继续有专责宏观调控的央行(外管局)一家机构负责,同时兼负大量日常、复杂的普通投资和战略性操作职能,明显力不从心。2007 年“中投公司”设立后,应该肯定其在外汇多元化运用方面进行的大胆实践和探索。但是,根据上述四项“顺序”内容中第三条战略性业务的操作,涉及石油、资源、重大设备与技术等国民经济多行业、多领域、多个管理部门。外汇如果仍由单一行政部门操作,已明显难以实现国家战略的布局谋划和具体的部署实施。因为在“中投公司”内,多为金融、投资等金融人才,存在以下显著缺陷:一是人才偏窄,经验不够,力不从心;二是多元化运用中,部门间协调乏力,效率低下,会错失良机。为此,有必要迅速在国务院领导下,成立国家海外资源投资委员会(不是仅限于能源的,2009 年成立的能源委员会),由国务院下属相关部门参加,统一研究、谋划巨额外储用于第三项目的总额度,以及确定分别用于石油、其他矿藏资源、重大设备、技术等领域的具体额度及调整的原则。并在该委员会下,分设不同行业投资组,吸收相关企业、机构参加,负责情报信息的搜集分析、规划协调前期的投资事宜与部署外汇资金的具体筹集事宜等。

整个外汇储备在渐次满足上述前三项目的后,剩余的外汇再运用于上述第四项目的,即继续由“中投公司”为代表,负责、寻找更高的金融投资收益。

(本系列内容摘编自人民出版社即将出版的《中国金融战略:2020》)

## 中国金融战略思考|系列(4)

# 美国商业票据市场发展对中国的启示

中国国际金融有限公司

商业票据是成熟资本市场中的一种常用工具,其期限一般不超过 270 天,标准期限包括 1 天、7 天、1 个月、3 个月、6 个月和 9 个月等,主要供发行人管理流动性使用。作为全球最为发达的资本市场,美国市场上的商业票据更是扮演着举足轻重的角色,从其发展中或许可以为中国年轻的资本市场提供些许借鉴与发展的动力。

### 美国商业票据市场

在美国资本市场中,商业票据主要是指由企业(包括金融机构与非金融机构)发行的期限在 270 天以内的短期债务契约。商业票据的期限较短,实际中平均在 30 天至 50 天;与美国国库券类似,发行一般采用折价发行、按面值偿付;票据一般不设担保,但也有第三方担保和资产支持票据产品;募集资金通常情况下必须用于补充营运资金或用于支付经营性支出,例如补充应收账款或存货等,而不能用于购建长期固定资产。目前,商业票据市场已经成为了美国固定收益市场的重要组成部分,在部分时期其市场规模甚至一度超过国债市场,其收益率曲线和交易量等指标已经成为衡量美国资本市场状况和为其它产品定价的重要参考与依据。

商业票据最早起源于 19 世纪末,美国大规模的铁路建设和冶金等产业的快速发展,带来了大规模的投资需求,商业票据作为重要的短期融资工具应运而生并快速发展。其最初的发行人群体主要是铁路公司等非金融企业,而随着 20 世

纪 20 年代通用汽车等大型企业纷纷成立金融财务公司,金融企业也加入到商业票据的发行人行列中来,商业票据迅速取代银行承兑汇票等其他产品成为企业短期融资的首选工具。1933 年美国证券法的颁布实施,进一步推动了商业票据市场的发展,该法明确要求公开发行的证券需要向美国证券交易委员会进行注册,注册的程序相对复杂而漫长,且花费不菲,而商业票据因其期限条款设计、募集资金用途安排、发行对象等方面的特性符合 1933 年美国证券法的豁免条款,不需履行相关的注册程序,因此获得了发行人的更多青睐。

自 20 世纪 70 年代以来,随着货币市场基金等新型投资者的加入,以及商业票据相对于银行借贷的成本优势凸显,美国商业票据市场获得了进一步的长足发展,其在货币市场上的份额由上世纪 70 年代初的接近 1/3 增长到 2006 年的超过 2/3,市场存量规模实现了成倍增长,产品类型也由传统的无担保票据发展出第三方担保票据和资产支持票据,特别是资产支持票据在短时期内迅速由创新型产品发展成为市场中的主导型产品之一。随着产品设计的推陈出新,商业票据的发行人群体获得了有效扩大,由最初只能由大型的知名美国本土企业发行发展到小型企业、美国境外机构等均可参与发行;货币市场基金成为投资者的主力,其持有的商业票据市场份额由上世纪 70 年代到 80 年代的平均 18%,上升到目前的超过 40%;产品创新、投资者与发行人群体的变化等因素,

要求有专业的机构协助商业票据的方案设计与发行销售,从而也促进了专业中介机构的出现和发展。

到 2008 年 8 月,美国商业票据市场的规模达到了顶峰,超过 1.78 万亿美元,虽然此后经历了金融危机的洗礼,但截至 2010 年 10 月,商业票据的市场存量规模仍然有 1.05 万亿美元,是美国资本市场,特别是货币市场的重要组成部分。从发行人方面来看,美国商业票据的发行主体较为广泛,既有其境内的大型金融机构(商业银行、汽车金融公司、企业下属金融财务公司、投资银行等)、大型企业集团,也有中小型的机构,同时还有外国发行主体。担保、资产支持等灵活的方案设计安排,使得商业票据能够为越来越多的企业所应用,为其融资提供便利。站在发行人角度,商业票据的优势主要体现在以下方面:

**融资成本低。**商业票据为企业在银行贷款之外提供了一个重要的融资工具选择,对于信用资质水平较高的发行人来说,发行商业票据的成本相对银行贷款有一定的优势,有利于节省利息支出,控制融资成本。

**监管约束较少。**根据 1933 年美国证券法的规定,在美国证券市场中公开发行的证券一般均需要进行必要的审核注册,并进行广泛的信息披露,而商业票据因其期限较短、发行对象范围基本以机构投资者为主、资金用途通常为满足流动性需要等特点,符合 1933 年美国证券法的相关豁免要求,因此一般情况下发行程序较为简单,有利于发行人节省发

行成本和时间。

**融资效率高。**尽管商业票据期限较短,主要用于补充流动资金等短期用途,但也可以通过滚动发行、借新还旧的方式实现对资金的长期使用,较简单的发行程序保证了企业实现较高的融资效率。

另一方面,美国商业票据的投资者群体高度发达,货币市场基金和银行信托是最主要的投资者,前者持有的商业票据存量超过 40%,后者持有量在 20% 左右,而其他投资者包括非金融机构、保险、政府及个人养老金等,持有的商业票据存量在 5% 至 15% 之间。对于投资者来说,商业票据对其的吸引力主要体现在如下方面:

**风险可控。**近三十年来,美国市场基本不曾发生商业票据的违约事件。与长期债券不同,商业票据具有较短的期限,更便于投资者评估发行人是否能够履行偿付义务。此外,当利率水平出现较大波动时,商业票据较短的期限能够抵御可能出现的再投资风险。

**收益较高。**相比同期限的短期国债和存款,商业票据的收益相对更高,具备相对较好的投资价值。

**方案条款设计灵活。**商业票据一般均面向一定范围内的机构投资者发行,投资者可以通过逆向询价的方式向发行人提出对于发行条款设计的要求,如面值金额、期限、利率品种、担保安排等,以便充分满足自身的投资和风险控制需要。

正是由于商业票据自身对于发行企业和投资机构均具有一定的吸引力和优

势,该产品获得了广泛的欢迎,得以发展成为美国货币市场中的主流产品。

### 美国商业票据对中国的启示

美国商业票据市场的发展和现状,或许可以为中国提供些许启示与参照,符合国内实际情况的商业票据的尽早推出不仅能够进一步发挥金融对实体经济的支持作用,而且对国内金融市场的深化和发展具有积极意义。

**(一) 灵活有针对性的条款设计是商业票据发展的动力源泉。**从美国商业票据的发展历程看,其灵活的产品条款设计保证了商业票据可以尽可能满足投融资双方的需求,从而推动市场始终向前发展。因此,商业票据在期限结构上应尽量丰富,在 1 个月以内和 3-9 个月品种上均可有涉及,从而体现出在条款设计上的灵活性与针对性,满足不同发行主体和投资主体的需要;利率方面对于固定利率与浮动利率也可不进行限制。考虑到商业票据期限较短,信用风险等相对可控,未来还可以考虑进一步鼓励其进行条款创新,在担保、结构化、发行方式、交易方式等方面进行更多的尝试。

**(二) 不断扩大的投融资主体范围是国内发展商业票据的重要基础。**上世纪 70 和 80 年代货币市场基金的出现和更多中小机构发行人的出现,推动了美国商业票据市场的快速发展与壮大。因此,不断发展开放投融资主体范围对于国内商业票据的发展具有重要意义,不断壮大的发行人群体将保证市场上充足的产

品供应,而新出现的投资者在保证市场需求的同时也将对促进产品创新起到积极作用。

**(三) 简洁的发行管理程序是国内发展商业票据的必要保证。**美国商业票据获得发行人持续欢迎的一个重要原因在于其可以规避 1933 年证券法关于发行注册及信息披露的诸多要求,程序较为简单,可以节约时间和发行成本。鉴于此,国内商业票据在发行管理程序方面有必要较目前现有产品进行适当简化,这将有利于其获得发行人的欢迎,同时也将对探索新的证券审核与核准模式起到积极的示范作用。

**(四) 专业的中介机构是发展国内商业票据的有力促进力量。**投融资主体群体的不断扩大,带来了融资需要和投资需求的多元化,专业的中介机构能够提供专业而客观的中介服务,促进商业票据市场的规范运作,同时也有利于产品创新的层出不穷。

**(五) 商业票据的出现可以为货币市场提供新的工具。**我国以前的货币市场中以国债为主,信用产品相对缺乏,商业票据作为短期信用产品,可以被视为很好的流动性管理工具,甚至可以考虑研究在适当时候把评级较高的商业票据作为央行公开市场操作的标的工具之一。

他山之石,可以攻玉。伴随着经济的发展和金融市场的深化,短期商业票据在中国的推出具有必要性与可行性,而成熟市场的发展经验相信可以为我们更好更快的发展该市场提供必要的参考与借鉴。

股票代码:002202 股票简称:金风科技 公告编号:2010-076

**新疆金风科技股份有限公司**

**关于全资子公司 TianRun Shady Oaks, LLC 在美国中标电价的公告**

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

新疆金风科技股份有限公司(“公司”)在美国的全资子公司 TianRun Shady Oaks, LLC 在美国市场成功中标电价并签署长期电价购买协议。

此次招标方为美国伊利诺伊州最大的电力公司之一 Commonwealth Edison Company。按照长期电价购买协议,位于美国伊利诺伊州的 Shady Oaks 风电场将自 2012 年起供应为期 20 年的电力,本次中标在公司国际市场战略进程上具有重要意义。

Shady Oaks 风电场位于美国伊利诺伊州,TianRun Shady Oaks,LLC 将负责 Shady Oaks 风电场的投资、建设(包括设备采购),该风电项目规划总装机容量不超过 120 兆瓦,采用公司 1.5MW 直驱永磁风力发电机组。Shady Oaks 风电场将于 2011 年开工建设,2012 年投入运营。

特此公告。

新疆金风科技股份有限公司  
董事会  
2010 年 12 月 20 日

证券代码:002040 证券简称:南京港 公告编号:2010-029

**南京港股份有限公司**

**关于控股股东南京港务管理局改制重组进展情况的公告**

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确和完整,对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

南京港股份有限公司(以下简称“公司”)于 2010 年 12 月 18 日接到控股股东南京港务管理局《关于做好南京港务局改制重组相关事项信息披露的函》(以下简称“函”)。

该《函》称,南京市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“南京市国资委”)引入中国外运长航集团有限公司(以下简称“中外运长航”)作为战略投资者,参与南京港务管理局(以下简称“南京港务局”)改制重组的相关草案,即将按照相关法律法规,提交南京港务局职工代表大会审议、表决。南京市国资委和中外运长航对南京港务局进行改制重组的具体内容,待股东双方进一步谈判磋商,并由双方有权部门履行决策和审批程序后,签署相关合作协议。

南京港务局改制重组后成立的新公司仍由南京市国资委控股,中外运长航集团参股。目前南京港务局改制重组的具体内容尚未最后确认,存在重大不确定性,对本公司的影响无法确定。公司将及时关注南京港务局的改制重组动态,并及时发布信息。敬请广大投资者注意投资风险。

特此公告。

南京港股份有限公司董事会  
2010 年 12 月 20 日