美联储量化宽松政策退出对我国外汇储备的影响

李 歆(副教授)，张 洁

（重庆理工大学会计学院，重庆 400054）

【摘要】美国量化宽松政策的推出，在全世界范围产生了广泛影响，美元的贬值，更是直接影响我国庞大的外汇储备。随着美国量化宽松政策的逐步退出，我国又将面临新一轮挑战。笔者通过对量化宽松政策及我国外汇储备情况的了解，详细地分析该政策的退出对我国外汇储备的具体影响情况，针对这些可能发生的情况，提出应对措施，以期化解其带来的不良影响，探寻我国外汇储备的发展方向。

【关键词】量化宽松政策退出；外汇储备；货币政策

一、引言

1994年之前，我国外汇储备呈现波动式增长且总量不大，还不足以满足我国经济发展的需要。在汇率制度改革后，由于双顺差、曾经的强制结售汇制度、人民币升值预期带来的国际热钱涌入和外商的直接投资，我国外汇储备开始持续上升。截至2013年底，我国外汇储备已达38 213.15亿美元，高居全球第一。

在币种构成上，我国外汇储备的结构比较单一，大部分都以美国国债为主，美元资产在外汇储备中约占60%，其中持有美国国债12 700亿美元，占全部外汇储备的33%。基于如此大的美国国债储备量，美国货币政策的变化将不可避免地会影响我国的汇率、利率、大宗商品价格的变动，进而影响我国财政政策和货币政策的调控措施。所以，面对美国量化宽松政策的退出，我们应密切关注其对我国经济发展的影响，寻求积极的对策。

二、美国量化宽松政策概述

(一)量化宽松政策

量化宽松政策(QE：Quantitative Easing)主要指的是央行实行零利率或者近似零利率的政策后，通过购买国债等中长期债券的方式，使市场中基础货币的供给增加，使市场能够有大量的流动性资金的一种干预方式，用来鼓励支出和借贷，它也可以简化的被形容为间接地增印钞票。

2008年9月，美国各金融机构陆续受全面爆发的次贷危机影响，陷入进退两难的境地。美国经济开始衰退，2009年美国GDP连续四个季度负增长，其增长速度为-2.5%。同时，美国国内就业的指标表现也是十分惨淡。其月度失业率在2009年5月高达9%后，2010年、2011年也都维持在9%以上，虽然2012年情况有所好转，但仍然比设定的目标高出很多。鉴于以上情况，美国为了促进经济增长，分别推出了QE1、QE2、QE3、QE4四轮量化宽松。

(二)美国量化宽松政策的退出

随着美联储四轮量化宽松政策的连续推出，世界各国的经济也开始全面复苏。相对于其他国家的复苏势头，美国显得较为强劲。主要表现在就业情况有所好转，股市持续创造新高，并有稳定的通胀预期出现。经济形势的好转，使得美联储在最后一次货币政策会议上首次提出了缩减国债购买规模的决定，这可谓是美联储量化宽松政策退出机制的开始。美联储QE的退出机制于2014年启动，已经宣布了三轮购买规模削减安排，分别从2014年1月、2月和4月起，分三次缩减QE3中宣布的资产购买规模，每次下调购买量100亿美元。从2014年4月开始，QE3中宣布的每月资产购买规模已经减少到550亿美元，其中，国债和抵押贷款支持证券的月购买量分别为300亿美元和250亿美元。

三、美国量化宽松政策退出对我国外汇储备的影响

(一)对我国外汇储备积累的影响

1. 我国外汇储备保值。量化宽松政策的实质可以看作是债务货币化，通过投放货币使美元贬值，降低美元的购买力，从而稀释各国对美元的债权。我国高额的外汇储备中大部分为美元资产，这预示我国将面临很大的汇率风险。美元的大幅贬值，必然导致我国高额外汇储备大幅贬值，如果美国量化宽松政策喊停，那么保值压力将大大缓解。

图1显示了从2014年1月～4月以来的美元汇率走势。我们可以看见，从2013年底美联储缩减量化宽松政策以来，美元汇率呈现波动上升，从理论上来说，这将大大缓解外汇储备缩水的压力。

2. 中美利率差减少，外汇储备增长减缓。美国量化宽松政策将利率长期维持在0～0.25%的超低水平，在退出量化宽松政策的过程中，其利率必将恢复到正常水平。我

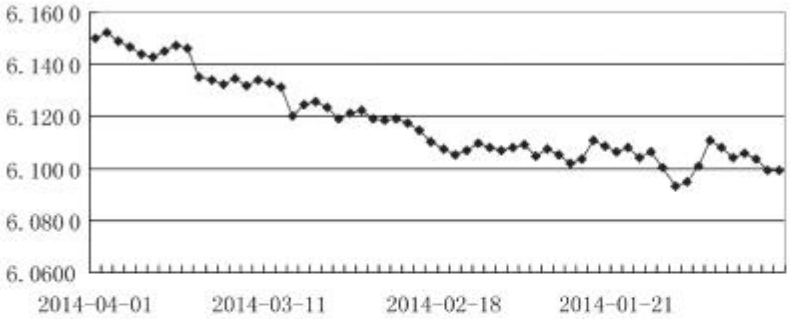

图 1 2014年1~4月美元汇率走势图

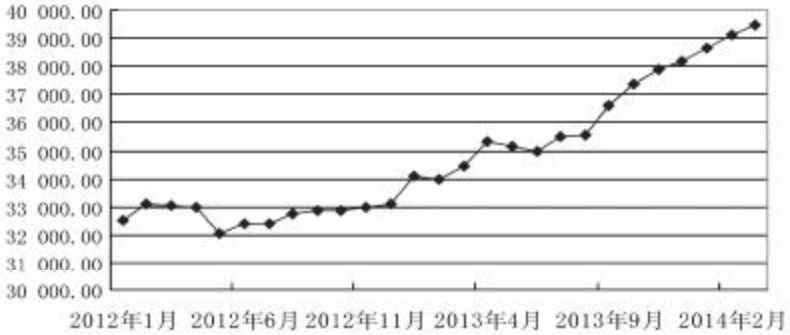

图 2 2012年1月~2014年2月外汇储备余额图

图 3 2013年9月~2014年4月十年期美国债券收益率

国通过高利率来吸引大量资本流入,然而随着美国利率上升,中美利率差减少,美国市场对资本的吸引力增加,大量资本出逃到美国,这无疑会对我国的外汇储备带来很大的影响。虽然影响较大,但我国的高额储备还是有利于抵抗资本出逃所带来的风险。同时,在贸易失衡改善的背景下,由经常项目顺差导致的外汇储备的积累速度也会减慢,甚至有可能会产生逆差减少外汇储备。因此,在这双重因素的影响下,我国外汇储备的高速增长很可能面临拐点。

3. 进出口贸易对我国外汇储备积累产生双重影响。量化宽松政策的退出,从长期来看会带来美元的升值。站在理论的角度来分析,我们可以知道美元升值,那么对于中国消费者来说,美国的商品相对昂贵,这就会减少对美国商品需求量,使美国商品的出口减少,中国的进口减少;同时,对美国消费者来说,中国商品相对便宜,会增加其对中国商品的需求,因此会增加中国商品的出口。对出口的利好这一方面来说,仍是有利我国外汇储备积累的。另一方面,在美国国内经济全面复苏的前提下,美联储才提出初步退出量化宽松政策,所以美国经济的好转也会在一定程度上增加我国的外需,从而有利于我国出口。

从事实上来看,尽管美元的升值在量化宽松政策退出的影响下是必然的,但是由于人民币汇率与美元是挂钩的,人民币贬值的预期会广泛存在,人民币应该不会严重贬值,但也会抵消汇率的部分变动。

图**2**列示了中国外汇管理局和中国人民银行外汇储备各月余额数据。可以看出,从**2012**年开始我国外汇储备的总趋势是上升的,到**2014**年其增长速度呈现放缓的趋势。

(二)对外汇储备收益的影响

1. 短期内持续低利率使收益低下。从美国量化宽松政策以来美国国内维持在**0~0.25%**的超低利率,在美联储逐步退出量化宽松政策的过程中,还将持续维持低利率。这一低利率将持续维持美国国债的低收益率,将直接影响我国外币储汇中美国国债的收益。

以基准十年期国债收益率为例,截至**4**月**10**日,基准十年期国债收益率纽约尾盘下跌**5**个基点至**2.65%**。此后又一度下跌为**3**月**14**日以来的最低水平,低至**2.61%**。而美债收益率与美元一直以来都是呈现出一种"亦步亦趋"的态势。

图**3**为十年期美债收益率,从近**8**个月的国债收益率我们看到利率上升预期不强,美债收益率呈现波动下降。央行持有外汇储备的成本会随着外汇储备存量的增加而相应上升,美国国债的长期低收益率,严重影响我国外汇储备的收益。与此同时,美国也持有我国国债,而美国国债的低收益率将使我国在国债收益上处于债务国,在一定程度上形成负累。

2. 长期利率的上升使收益预期上升,债券价格缩水。但是从长期来看,美联储最终将退出量化宽松政策,这对我国外汇储备的收益率来说是一个好消息。它将会带来美国国债收益率的上升,大大提高我国外汇储备的收益。利率上升、美元升值,会增强美国股票、不动产市场的上涨动力,从而带动我国外汇储备资产的购买力上升并提

高其投资回报。

我国持有的长期债券资产价格会随着美国债券收益率的上升而大幅下跌,以至于外汇储备“缩水”严重。截至**2013**年**12**月,中国持有**12 700**亿美元美国国债,占全部外汇储备的**33%**,考虑到美债收益率将进入中长期的上升区间,当前的外汇储备结构将面临较大的贬值风险。

(三)量化宽松政策退出对外汇储备的其他影响

如果**QE**完全退出,美联储必将出售其购买的美国国债。大量国债涌入市场,势必会在国债市场引发一定的动荡,增加我国外汇管理的难度。另外,**QE**的退出本身就会带来很大的不确定性,各国市场风险的评估都有待重新评价,尤其是对国际资本流向的影响,会直接影响我国的国际贸易情况,这些不确定因素都为我国外汇储备的管理增加了挑战。

量化宽松政策的退出尽管在一定程度上缓解了人民币的升值压力,但在退出过程中将加剧人民币汇率的波动。美国国内的经济复苏,使美联储开始逐步退出**QE**,但同一时间欧洲、日本的情况并未得到相同程度的改善,他们将持续进行量化宽松的货币政策,这将会带来美元周期性的阶段性升值。随着美元升值,就会有大量的国际资本涌入美国,随之而来的国际资本风险偏好也会发生转向,这也许会在一定程度上加剧人民币汇率的波动。

四、我国的应对措施

面对美国货币宽松政策的退出,我国应采取积极的应对措施,有效防范美国货币政策转向给我国带来的冲击和影响。

1. *利用退出之机推进人民币国际化*。人民币与美元挂钩使我国的汇率以及外汇储备在很大程度上受到美元的影响,只有当人民币成为国际化货币的时候,我国才能离开美元的桎梏。

在量化宽松政策退出的大背景下,因为资本回流到美国,流动性压力将成为新兴经济体亟待解决的问题,而缓解国内流动性压力,必然需要大量的外汇储备来予以支持,从而在大部分新兴经济体中将会存在外汇储备紧张的状况。此时,中国可以利用我国大额外汇储备的优势,对外汇储备紧张的国家提供资助,比如:可以和这些国家签订货币互换的协议,向其推出以人民币为计价单位的金融产品,以此增加人民币在国际金融市场上的使用,提高其地位。通过对这些国家的资助,增加各国人民对人民币的认可,促使人民币成为这些国家的储备货币。量化宽松政策的退出,对于人民币的国际化来说,是一个良好的契机,我国应该抓住这个机会,全面提升人民币的国际化水平。

2. *适当调整外汇储备投资策略*。为了避免我国外汇储备受美元汇率的影响,积极主动的调整外汇储备投资策略显得尤为重要。基于美国经济前景看好和我国外汇储备回报率上升这两点,我国可以继续持有适度的美元资产。但面对美国国债价格的下降,我国外汇储备的缩水,又要求我国增加在企业债券不动产等方面的投资,挖掘新的美元资产的投资方向,使外汇储备投资多元化。

除此之外,借美联储退出**QE**之机,我们可以通过出售国债收回的储备,投资资源产品,增加资源产品的储备。因为我国正处于一个新型城镇化发展时期,在城镇化建设中新型交通渠道,环保设施构建等都需要大量的能源、矿石、金属资源产品。趁此机会增加这些资源产品的储备,不仅能满足我国日后城乡建设的需要,也在一定程度上缓解美元汇率波动对我国外汇储备带来的影响。

3. *加强外汇管理立法*。加强外汇管理立法,不仅使我国外汇操作有据可依,同时还能对外汇运作起到监督管理的作用,这对我国外汇管理来说意义重大。

人民币国际化,需要依靠积极有效的外汇储备管理制度来加以保障,而外汇管理立法则为其提供了制度。健全的外汇管理立法应该对我国现行汇率制度进行改进,使汇率形成机制能够更加有效且稳定。建立健全完善的外汇监管以及安全检测机制,将风险管理落实到贷款审批、投放,外汇储备投资方向等各方面;同时,严格划定银行的权利义务,将外汇储备,进出口贸易各方面都做好。

4. *加强合作,联合应对美联储政策退出的压力*。美联储退出量化宽松政策,会在全球范围内带来压力,加强各国之间的合作,不失为一个很好的应对措施。首先,应该加强各国合作,在全球范围内对资本流动进行检测。与此同时,各国合作开发金融避险工具,将各国外汇储备在稳定金融市场方面的作用发挥起来。其次,各国合作建立一定的风险救助机制,在一国产生困难的时候,提供有条件的援助,达到双赢。最后则是在全球范围内,合作建立金融预警和风险防范体系,各方达到资源共享,相互配合。

主要参考文献

董艳丽.美国量化宽松货币政策对中国经济影响研究[J].现代经济信息,**2013**(**1**).

郭树华.袁天昂,郑建国.我国外汇储备的结构优化配置研究[J].时代金融,**2011**(**26**).

陶士贵,陆苗苗.人民币汇率波动、外汇储备与通货膨胀——基于结构突变理论的实证分析[J].上海金融,**2013**(**2**).

周菲菲.我国外汇储备现状研究[J].对外贸易,**2012**(**8**).

Malpass David. THE FED NEEDS TO CHANGE COURSE[J]. CATO Journal,2013.

Vince Cable. When the facts change, should I change my mind[J]. New Statesman,2013(3).

【基金项目】重庆理工大学财会研究与开发中心重点项目“前后一贯的国家审计理论框架研究”(编号:**14ARC302**)