



清华-布鲁金斯公共政策研究中心
BROOKINGS-TSINGHUA CENTER FOR PUBLIC POLICY



中国外汇储备与海外产业投资

2013年5月30日

清华大学公共管理学院一层大厅

主持人：

清华-布鲁金斯公共政策中心主任 王丰

主讲人：

清华-布鲁金斯公共政策中心非常驻资深研究员 俞乔

评论人：

中国国际经济关系学会常务理事 景学成

商务印书馆副总编 陈小文

中国北京 清华大学 公共管理学院 100084

电话: +86-10-6279-7363 传真: +86-10-6279-7659 电邮: brookings@tsinghua.edu.cn
<http://www.brookings.edu/about/centers/brookings-tsinghua>

会议记录

王丰：大家下午好。今天下午由清华-布鲁金斯公共政策中心组织一场很重要的讨论活动，题目是“中国的外汇储备与海外产业投资”。

在过去的差不多十年间，从 2001-2011 年，中国在经济发展的同时，外汇储备从 2000 亿增加到 3 万多亿，增加了 15 倍，现在占全球外汇资产的 1/3。对中国来讲，在表面上看这是一个很大的财富，但实际上不是这么简单的问题，这里有极大的风险。今天我们的活动最主要的是就中国的外汇储备及其风险和使用进行讨论，我们非常荣幸地请到了学院的俞乔教授，他是公管学院公共政策研究所所长，同时在好几所大学任教、担任各种职务，除了教授之外，也是清华-布鲁金斯公共政策中心非常驻资深研究员。俞老师最近新完成了一本书——《中国外汇储备与全球产业投资》，书中的一部分经过修改和扩张，专门形成了《中国企业在美投资的外部环境研究》，这个小册子也是我们中心专门就这个题目新出的一个研究报告。

除了俞老师之外，我们还请到三位很重要的嘉宾，商务印书馆副总编辑陈小文先生，景学成先生是在金融界的一位前辈，现在担任和谐战略研究联盟董事长，在此之前在中国银行及好几个金融机构都担任过重要的工作。还有一位是国务院发展研究中心企业研究所所长赵昌文先生，他有一个会议，所以要晚来一点。

今天下午的会议议程首先是先请俞老师进行主题演讲，然后请三位嘉宾就这个题目进行评论，最后欢迎在座的同学、同事和嘉宾以及主讲人进行互动讨论。

我想讲一点，我在看这本书的时候，第 11 章讲的是海外农业的投资。大家可能已经看到新闻了，中国的双汇集团以 31.7 亿美金的高价要收入美国最

大的肉产品公司。在我们谈论这个问题的时候，这样一些大的举动正在发生，在我们的书里这是最后一章，现在我们从书的第一章开始，请俞老师给我们介绍一下。

俞乔：非常高兴能有这次机会和各位同学、同事讨论“中国外汇储备与海外产业投资”这一题目。大家都知道，中国外汇储备的规模，到目前为止是 3.4 万亿，如果再加上中投公司的 3800 亿，整个中国大口径的外汇是接近 4 万亿的规模，超过 GDP 的 40%。

最近有一个非常引人关注的消息，中投公司的新董事长一直决定不下来，这也反映了怎么对巨额的财富进行管理的问题。外汇储备在技术上是属于人民银行的表内业务，是人民银行资产负债表的资产项目，但是它在本质上是国家强制性管理的社会外部储蓄。所以，怎么样把这笔资产管理好非常重要。而且，未来中国面临非常大的一个挑战是我们的人口急剧老龄化，怎么样使我们这笔资产能够用好、管理好，应对未来 20 年甚至 30 年更长时期的人口老龄化的挑战，是一个非常重要的题目。

中国外汇储备发展到今天，也经历了非常大的变化。在 80 年代上半期，中国外汇储备还是最稀缺的资源之一，当时谁拥有外汇硬通货，就意味着可以购买高端的家用电器，具有购买奢侈消费品的能力。为什么经过短短的 30 年，中国经济不仅发生了重大的变化，而且外汇储备总量全球第一，其实也不复杂，根本原因是中国全面地融入了全球资本主义市场经济。这一历程经历了三大战略性转变：第一大步是 1978 年开始的改革开放，正式确定了开放为基本国策，告别了以前的计划经济年代、闭关锁国的年代，这是最重要的一步。第二步是在 80 年代中后期，当时中国国内购买力很低，不足以支撑中国经济的发展，当时国务院的一个重要的决策就是整个沿海地区全部对外开

放，这一布局使中国沿海地区起码 3 亿人比其他主要发展中经济体提前 10 年参加了国际劳动分工。第三步对外开放是 90 下半期开始，和主要的发达经济体进行了艰苦谈判，2001 年参加世界贸易组织，全部对外开放，13 亿人完全融入世界经济。所以说，中国经济发展最核心的就是全面融入世界资本主义体系。

世界资本主义体系最根本的特点是什么呢？第一，产权是建立在私有产权、产权明晰的基础上；第二点是法治，即法的治理，游戏规则明确、一视同仁公平；第三是自由贸易精神；第四是自由市场竞争。在 70 年代末，世界资本主义市场体系经过了大的动荡之后，完成了布雷顿森林体系崩溃之后的调整，中国在这么一个时期进入了世界分工体系，这是中国经济发展最大的原因，离开这么一个市场体系，别无他途。

但是，现在全球资本主义面临大危机，这对我们的外汇储备也带来了大麻烦。现在发达国家整个资本主义世界体系的核心地区发生什么问题呢？首先是资本主义中心地区的内部失衡。资本主义体系的中心地区按部门可以分成两个部门，一个叫做高劳动力创造的商业部门，还有一块是福利部门，福利部门是为了平衡，全面提高福利，让更多的人享受资本主义市场经济带来效率的制度性安排，但是由于种种原因，最后导致了福利部门不断扩张。我们知道，欧洲大陆形成了从摇篮到坟墓的一整套福利体系，美国现在变得越来越像欧洲，有很多数据可以证明，比如美国的医疗保障占中央政府开支的 1/4 强，也成为财政赤字的重要来源。美国基本上所有的住房都由政府支持的企业进行担保，或者联邦政府直接提供资助，这是非常大的负担。这样就形成一种情况，生产创造的市场部门，创造税收的、创造就业的、创造新产业的这部分逐步萎缩，而低生产率的补贴性的福利部门不断膨胀。对这两个部门进行资源配置的金融部门也相应地分为三大块，一块是商业金融，一块

是国家金融，一块是对冲金融。现在这个问题越演变越严重，成为一个死结。

其次，人们强调得比较多的是全球不平衡，主要反映为贸易不平衡，在 80 年代主要是美国和日本之间的贸易不平衡，到本世纪过去 10 年，主要的反映是美国和中国之间的贸易不平衡，在过去十多年内这是一个非常突出的问题。这不仅仅是贸易的顺差和逆差问题，还涉及到产业的兴衰、涉及到就业、税收等一系列问题。在过去的十年，中国的贸易顺差最高的时候达到 3000 亿，美国的贸易逆差最高是达到 9000 亿，在比较小的规模上，英国和日本之间也存在这么一个关系；在欧洲内部是德国和其他国家也形成了这样一种关系。这种外部失衡涉及到方方面面的问题，主要是就业和税收创造，以及怎么支持国内福利部门。

由于中国现行的外汇管理体制与货币形成机制，贸易创造大量顺差都转化为国家强迫储蓄，成为外汇，通过国家金融的方式来补贴资本主义发达地区的福利部门。不断扩张的发达国家福利部门需要财力支持，税收不足则通过发债解决，而包括中国在内的以出口导向为中心的经济体购买了大量的发达国家国债。这种现象也普遍存在于东亚其他国家。这就是当代资本主义的第三个特征：发达国家内部失衡靠外部失衡进行弥补，在过去十多年内这种模式还是比较对称的，但是最后这一解决方法会遇到信心方面的问题。

资本主义中心地区的内部失衡，包括金融危机也好、美国金融危机也好、欧洲主权债务危机也好，都和这么一个内部的制度性因素分不开，所以最后需要进行实体经济的再分配、再调整。但本代人关心的是本代人的福利，选票流向使本代人的福利最大化的政治人物，而成本由下一代人来支撑，下一代人不足以支撑的话，我们就让其他人来支付。这就涉及到公共治理的一个非常核心的概念——宪政实施与治理方式。一些重大公共政策问题应该是在超长期的宪政范围内解决，而有的问题应该是在政治周期的范围内解决。比

如财政约束、货币约束、社会保障等，就需要在超政治周期的范围内决定。如果这些议题完全由政治周期内当选的政治家和选民来决定，福利陷阱极为可能会越陷越深，福利开支会越来越大，这是一个无解的问题。现在一些发达国家政治决策产生了“转向器锁定”。在欧洲社会，工会成员、政府雇员、福利受益者的开支非常大，形成了一种不妥协的统一战线，反对这种开支的削减。昨天德国财政部长讲了一句话，他说，如果我们欧洲的福利体制采取美国比较严格的福利制度的话，我们马上发生革命，这就是政治现实。

美国的情况怎么样呢？只不过程度不同而已。美国也有一个比较大的人群，对福利的依赖程度也很高。而且美国政治上出现两极化的倾向，在一些重大问题上很难达成一致，特别是在税收、医疗保健、政府开支等重大的国内政治问题上，民主党和共和党的精英很难达成一致。因此，退而求其次，美联储偏离了它长期的稳定货币的政策，开始大规模采取刺激经济的短期政策；欧洲央行成立的唯一目标就是稳定货币，现在也走上这样的路子。凯恩斯在1911年说，“据说列宁讲过，要摧毁资本主义制度最好的方法就是发货币。”但是根据考证，这是凯恩斯借用列宁的名义说的。

其实资本主义全球市场经济体系到目前为止没有任何制度能够替代，在推动经济增长、在促进社会福利提高方面，没有任何制度能够替代，虽说资本主义制度现在面临着非常大的挑战，它起码有三个问题需解决：第一，在危机之后，需要建立成本分担机制，现在看来这个机制已经运转。在全球范围内，主要储备货币发行者美联储和欧洲央行，在全球印钞来分担成本。在区域内，北欧国家向南欧转移支付，主要是以德国为主进行对南欧国家进行拯救。在发达国际内部，则向富人征税。所以，成本的分担机制现在已经初步确定，比较容易做。第二点怎么样使福利部门能够与它的创造利润、创造税收的生产性部门匹配。这是一个政治经济学难题。欧洲有600万大学毕业生

找不到工作，欧洲的年轻人既没有上学也没有工作的人群有 1400 万，加起来是 2000 万人。如果这部分人的工作不解决，又没有福利保障，会怎么样？将会发生各种不同类型的社会动荡，这是一个很大的难题，怎么解决这个问题？还有第三个更困难的问题就是长期经济增长，如果经济不增长，成本分担机制和福利制度都是转移经济学的做法，而不是财富创造的做法。这三个问题是关系世界资本主义可否进一步持续的大难题。

二、中国外汇储备的作用、结构、风险

由中国中央政府统一管理、统一拥有、统一投资的一个全社会的外汇储备就在这么一个大的制度背景下发生。

外汇作用有三大作用：一是交易的作用，我们为什么需要外汇？就是要买国外的商品。特里芬提出了一个经验性系数，外汇储备需满足三个月的进口。目前中国的该系数是 9 倍，比其他经济体高的太多，印度是三倍，韩国是两倍，外汇储备远远超过了交易需求。第二个作用是预防市场波动的动机，这是 1997-1998 金融危机之后亚洲国家的教训，到底需要多少外汇储备？谁都不清楚，因为在亚洲金融危机期间，首先从泰国开始，然后东亚的一系列经济体都受到了货币冲击，一个核心的问题就是外汇储备不足，发生了汇率大幅度波动，从东南亚的泰国到马来西亚、印度尼西亚、韩国，一直到巴西、俄国，都发生了不同程度的货币冲击。这时候人们意识到，预防投机冲击的动机非常重要，到底需要多少外汇储备，没有一个经验型的数字，在传统的喜欢储蓄的亚洲国家中就形成了多多益善、越多越好的心理，亚洲国家不断地自求多福，不断地增加外汇储备。用一个指标进行衡量，和我们周边的小型开放经济体及日本相比较，我们外汇储备和 M2 的比例是远远高于日本，而 we 和香港的比例、韩国的比例、马来西亚的比例都比较接近，这意味着本

币的发行已经间接地用美元作为抵押物了，其实这是个误区，人民币最终的发行应该由什么作为抵押物？大国经济体和小国经济体不一样，比如香港、新加坡发行货币完全用美元作为抵押物，发行一块钱港币/新币必须有等值的美元作为抵押。但中国作为大型经济体，狭义来看，货币发行以稳定的未来税收作为抵押，广义地则是该经济体所产生的全部现金流即国民收入作为抵押。它主要还是满足国内的需求，因此，多多益善是个误区。第三，一个国家的货币处于急剧波动的情况下，在国家处于宏观不稳定或者国家非常特殊的地区的金融中心需要外币作为货币发行的抵押物，比如新加坡、香港、卢森堡这些小而开放的经济体，特别是香港和新加坡所谓的区域金融中心，是以硬通货作为抵押。还有一类是南美的一些国家，在 80-90 年代，通货膨胀率非常高，为了稳定货币，只能采取本币美元化的货币制度。但中国并不属于这种情况。无论从哪个指标来看，中国的外汇储备都过高了。

亚洲金融危机之后，中国占全球外汇储备的比例从 5%上升到 30%左右。除了中国之外的发展中国家为三分之一强，发达国家为三分之一。虽然全球 10 多万亿美元规模的规模外汇储备远小于全球所有金融资产 300 多亿美元的盘子，但前者是流动性最强、投资最易的一种金融资产，而后者绝大部分都是以本币表现的银行储蓄、证券、债券，并不具备跨境高流通性。

我们根据各个方面公布的公开数据，拼出中国外汇储备的配置结果。至 2011 年下半年，中国的外汇储备 65%-70%配置在美元资产上，主要以直接与间接持有的美国国债为主，还有机构债。现在情况发生了一些改变，国家外管局在美国成立了投资机构，进行独立投资和房地产投资，但是规模很小。第二类是欧元资产，现在占的比例是 1/4 强，但是欧元资产最不透明，不清楚到底投了多少在法国的国债上、多少是在德国的国债上。在过去几年之中，持有了一些欧元区边缘国家的国债，具体的数量不清楚。此外，还有其他国

家的资产，比如日元债券、韩元债券、马来西亚债券以及一些国际金融机构的债券等等。

在全球资本主义体系已经发生重大危机的情况下，当主要发达国家由中央银行首先通过成本分担的方式来缓解危机时，我国外汇储备首先遇到的风险是主要储备货币的单位购买率贬损。美联储三轮 QE，欧洲央行有两轮拯救措施，导致储备货币单位购买力下降。第二类风险是欧元区边缘国家债务违约的风险。此类风险已变为现实，例如希腊债务重组计划使 70%-80%的本金违约不还。西班牙会不会这样？意大利会不会这样？目前还难以预料，如果真是这样，其债务持有者的损失就非常巨大。第三是欧元区分崩离析的风险，这是存在可能性的；因为欧洲的问题不仅仅是货币联盟的问题，还必须有财政联盟，进一步的必须有政治联盟，如果这些问题都不能解决的话，一种备选方案是欧元区收缩，一些不太符合要求的成员退出，恢复本国货币并贬值，这对边缘区国家债务持有者来说，无疑是一场恶梦。再次是巨额金融资产难以出售与转换的风险，特别是万亿美元数量级的资产，怎么样去卖？你在市场上公开出售，马上会发生资产价格急剧下跌、债券价格急剧下跌的情况，发生重大亏损。如果在私募市场上卖，可能难以找到你的交易对手，我们称之为“大而难退”（too big to exit）。此外，在极端情况下被冻结的风险，如果国家之间的冲突不可控制，最好的办法就是冻结国家资产，因为在全球范围内，市场体系最根本的产权私有产权，不是公有产权、不是国家产权，对私人产权可以进行保护，但国家财产可能进行没收。最后一个风险是全球币制改革，全球资本主义世界市场体系要延续，除了前面三个最重要的条件之外，还必须加上一个技术条件，即对全球货币体系进行重新安排。一旦全球货币制度进行改革，被淘汰的储备货币就被放弃了，这种风险不能不考虑在内。这就是我们面临的全部的难题。

这种故事在历史上也发生过，1970 年初，尼克松政府采取了一个非常严厉的违约措施，即停止美元兑换黄金。最后经过讨价还价，又重新恢复兑换，一盎司黄金兑 38 美元，但到 1972 年之后，黄金和美元完全脱钩。我们对当时的英国、法国、日本外汇储备的损失进行了计算，在十年之内，其实际购买力损失了 60%。

我们对中国外汇储备实际购买力也进行了预测，未来 5 年其对大宗商品的购买力起码损失 1/3。现在巨额外汇储备已经被套住了，面临这么大的风险，怎么办？

在过去 30 年，中国搭上了世界市场高速发展的快车，没有付太多成本，就享受了世界资本主义体系提供的公共产品，现在是开始付学费的时候了。不过，还得想办法化解风险，同时，为世界经济的恢复与繁荣、为世界市场体系的稳定与发展做出相应的贡献。因此，一定要有解决方案，这就涉及到制度设计和工具设计的问题，除了制度设计之外，工具设计非常重要。

现有的外汇管理方法，一个是由央行全部管理，一个是由投资公司进行管理，还有是共同管理，这些不同模式都有各自的问题。中国现在逐步走向由央行管理大头（3.4 万亿）、由中投管理小头（4800 亿）的模式。现在这个模式最大的问题是什么呢？中央银行已经成为全球最大的资产管理公司，风险高度集中，货币管理被动化，以外汇吞吐为中心工具，这是一个很大的问题。所以说，金融工具的设计和制度安排非常重要，现在我们提出一种做法叫债转股化解这一问题。

所有债转股都称之为事后债转股，即在损失已经发生的局面下，怎么样降低损失？80 年代初，美国发生了储蓄和贷款协会危机，成立 TRC 模式来解决金融机构的不良资产问题。以后又被一系列国家所采用，包括日本、韩国、东欧国家。上一世纪末中国学习了这种方式，成立资产管理公司解决我们当

时的银行不良资产问题。

在这次金融危机中，债转股也作为一种工具，被用于缓解危机。例如，2011-2012年，欧洲中央银行和美国中央银行进行资产互换，解决欧洲银行系统需要的美元贷款。但是美联储又不能直接向欧洲的银行贷款，因为在政治上国会通不过，会遇到国内的批评，在技术上，你没有在美国开分行，就很难把这个资金贷到国外。为了解决这个问题，就由欧洲央行担保，对欧元和美元进行互换，神不知鬼不觉，对业界的影响非常小，规模达到千亿级欧元，几轮加起来的规模都非常大。

第二个互换更有意思，意大利是深陷主权债务危机的国家，遇到很大麻烦，银行又处于危机之中，银行垮了经济就拖垮了，但是银行手里有很多意大利政府的债券，政府也没有钱把这个债券收回来，意大利新总理是个经济学家，他想了一招，用实物资产和银行私有的政府债券互换，把政府的建筑卖给银行，银行用持有的国债来买，交易完成之后，政府又把楼宇重新租回来，银行持有了产权又有了租金收益，用这个租金收益打包形成金融资产，向欧洲银行抵押，获得资金，这就解决了问题，活起来了。这一资产互换是一种不得已而为之的方法。

所以我們必須在巨額外匯儲備損失發生前找到解決方案。通過“事前債轉股”對外匯進行資產互換就是這種方法。它的核心是從外匯資產中提出一部分美歐國債或其他債務資產，採取多種方式民營化、多元化，由多重管理主體持有美國債券，然後用這個美國債券進行直接投資，注入投資主體中。這樣，對歐美金融市場、債券市場不發生大的振蕩，但是持有主體發生了轉換，而且持有的投資主體可以用這個債券作為抵押，解決他們的投資資金不足的問題。採取多種方式轉化為對國外實體的產業的股權，同時也改變大一統、集中管理、持有國有化的方法。它包括三個轉換：一是資產形態的轉換，二

是权益的转换，第三是内容的转换，从虚拟金融资产支持福利部门转换为支持实体经济部门。现在世界市场体系要持续就一定要有持续的经济增长，而目前的困境是增长动力不足。现在有些高科技公司也非常有钱，比如苹果公司、戴尔公司，但是很难投入其他行业，要么把资金放到海外，要么就回购自己的股票，很难投入到非相关行业的实体经济。

在制度设计方面有很多方式，只要把眼界放宽，不仅仅是中投公司，可以有资产管理公司、海外产业基金、基金的基金、并购重组公司、租赁投资公司一系列的选项都可以出现；关键是要调动社会的积极性，而不是政府来管理，中央政府任命一个部长级干部来管理等等，一定要把这个思路打开。要由僵硬的、指令性的、浓厚政治色彩的、半官方、官方的资源配置转化为商业配置、市场配置，而且要改善投资主体的结构，这非常重要。即使政府管理的投资机构也需要内部竞争。介绍一个非常有趣的例子，在瑞典的瑞典养老金就是分别由多个相互独立的基金管理（AP-fondens）。

债转股在宏观上可以推动金融市场的开放，改善央行货币政策的实现方式，微观上改变财富的管理方式，扩大民营企业的运作空间，鼓励竞争、分散风险，解决人口老龄化的问题。

现在政府有几个担心，第一个担心就是这件事大家都没有做过，如果出了风险谁来负责？这是一个政治决心问题。另外就是制度层面的担心，一个是考虑到如果开了这么一个口子，资本项目逐步开放之后，可能会出现外部的投机冲击怎么办？其实可以通过制度来解决，比如反向交易控制、保证金交易限制、建立防火墙等。二个是担心可能有利于严重腐败获得的非法资金外逃？但是在最末端堵是没有用的，对外开放需官员财产实名制结合才可能解决。

外汇储备“债转股”的规模一定要足够大，要有三分之一甚至一半的外

汇储备资金在未来五年内分流，否则起不到作用。现在的难题是，在全球配置达到万亿级规模的资金产业有哪些？现在中国对外投资有很多，充其量也就是百亿级的规模，万亿级的规模到什么地方去配置？非常困难。现在看来就有几个大产业有可能对千亿级资金进行配置，第一是基础设施，特别是发达国家的基础设施，比如美国电网、收费公路等，中美之间对此达成了一些共识，温家宝总理和奥巴马政府就这些问题进行了讨论，但是哪些领域并没有进行研究，我们归纳了一下，虽然美国的基础设施可容纳 1 万多亿美元资金，但是并不是所有的都有商业效益，未来 5 年内只有几千亿美元的商业性投资。输电网、配电网的投资规模是 2000 亿，收费公路 2000 亿，航空接近 1000 亿，总计 5000 亿美元。第二类是美国页岩气，有非常大的规模，页岩气在全球探明的储备非常多，中国探明储量是 36 万亿立方米，而美国是 24 万亿立方米，中国还高过美国，为什么中国没有产生页岩气革命呢？取决于两点，一是市场竞争制度二是是由产权制度。我们是垄断制度，所有资源国家垄断，而美国的气田是私有产权制度，比如住宅地下有气，理论上就是属于你的，而且创新的公司、具备核心技术的公司，比如水压技术、定向钻探，都是小公司搞出来的，搞出来以后找到一笔资金，土地所有者出地，把气找出来之后卖给能源公司就成了。现在比较成熟的是在德州的 Barnett 气田，宾夕法尼亚的 Marcellus 规模更大，第三块是 Bakken，这都需要巨额投资，一个气井需要 500 万到 700 万美金，整个需求是万亿美元级数。美国能源结构将发生重大变化，到现在为止，美国能源结构中天然气占 1/3，未来的增量将有 60%将是页岩气，今后美国的能源结构将有 40%是以页岩气为主，这将对全球地缘政治将产生重大变化，美国也将从能源输入国变为输出国。天然气和石油不一样，全球的石油是统一市场，单一价格；但天然气为分割市场，欧洲一个价，美国一个价，东亚是一个价，三个价格不一样，不是全球统一

市场，现在东亚价格最高，美国价格最低，三点几美元/百万英热单位（MBtu），俄罗斯卖给欧洲的价格其次，东亚最高。美国现在有一个法律限制，天然气不能出口，但有望在近期内将发生变化，这样将对全球的政治格局产生重大影响。我们知道，现在中国已经是第一大能源输入国，这对中国将非常重要，我们要降低国际社会对北非和能源的依赖，其实现在整个世界是被石油输出国组织控制。现在中美之间对于实体经济投资有些基本的共识，又处于高峰投资期，投资方式可以有参股投资等等，其实现在已经开始了。虽然中海油公司在 2005 年投资能源公司优尼科（Unocal）流产，但是，中国能源企业近年来已经成功进入了美国市场。例如，中海油公司在 2010 年及 2011 年成功购买了美国 Chesapeake Energy Corp. 在德州南部、科罗拉多以及怀俄明等地的页岩气田，中石油在 2012 年 1 月与 Devon Energy Corp. 建立 25 亿美元的合资公司开发美国中西部油气，并还将购入 Chesapeake 于俄克拉荷马的一个气田。

第三是欧洲银行业，欧洲银行业现在需要万亿级投资，资本金缺口达到 4000-6000 亿欧元。欧洲还没有走出危机，情况不明朗，可能情况还会恶化。到底需要多少资金，各方面个预测不一样，IMF 最新预测认为欧洲银行的资产下降会接近 2.6 万亿欧元，普华永道认为将超过 3 万亿欧元，最近的预测是 4 万亿欧元。欧洲大陆的经济主要靠银行体系运行，和美国不一样当前是较好的进入时机，当然几年过去问题化解之后就无大的机会了。

最后讲讲农业，农业非常重要，虽然规模不大，每年也就 10 亿级的规模，但是对中国和世界来说非常重要。最近在《自然》杂志上发表了一篇文章，预测在未来五到十年内，四种主要谷物的产量将下降。目前中国大规模城镇化，其实就是城市和农业在争用地，良田已经变成了一片钢筋水泥的森林，再恢复都非常困难。到目前为止，中国粮食进口占消费总产量的 10%，我们

购买的大豆占全世界出口总量的一半。要保证粮食安全，唯一的办法是扩大全球的粮食供给。传统上，中国农民很勤劳，有很多很好的耕作经验，都可以和其他国家共享；从非洲、南美、到俄罗斯，都有较大的发展粮食生产的需求。在过去十年，有一些国际大企业买了很多地发展农业生产，但老百姓没有受益，怎么和当地进行共建，让老百姓受益，是可持续和包容发展的重要内容。农业投资是一个大农业的概念，不仅仅是种植，在交通物流、运输、保管、加工一系列环节，都可以和其他国家共享。

结论：现在资本主义市场体系的缺陷导致了这场战后最大的危机，关键是看发生危机之后怎么应对。由于各方面的约束，危机的解决还是发行主要储备货币的央行开动印钞机应对，而央行不存在金手铐，即没有任何刚性约束。在这一现实下，中国的巨额外汇储备面临前所未有的系统性风险。因此，不能采取传统的方式进行被动的外汇管理，必须要变革。而这种变革，从长期来看，不仅是使资产收益率上升 2-3 个百分点，更重要的是为未来中国的发展、为世界市场重新振兴做出自己的贡献。

谢谢大家。

王丰：谢谢俞老师。3 万亿美元外汇储备的问题，俞老师用“三部曲”就讲得非常清楚，当然这里有大量的研究。

下面先请景先生作评论。

景学成：我先说一下我和俞老师之间的关系，我们过去是很好的朋友，后来他回国到清华来了，我特别赞赏也感兴趣俞教授的努力，研究中国的外汇储备、研究全球投资，在这么短的时间内形成了这么一本书，我很赞赏。

第一，视野很宽广，不是完全站在中国的角度，而是站在全世界的角度，

在全球投资的角度、在全球经济金融体系的由来发展和缺陷的角度谈问题，这就使这个问题深化了。我劝大家去看看序的部分，我认为那里面的好几段话将来会成为经典，就是他对这个问题的概括和分析。

第二，我说他站得高，符合国家的要求，十八大报告要求我们对中国的问题、对国际的问题要从全世界的角度、要从战略的高度来看待和分析，俞教授的这本书正好做到了这一点，是一个战略性的分析，是中长期的看法和分析，不是一个简单的应对。

第三，是一个比较深刻性的分析，特别是对债转股的分析，我感受非常深，原来的报告中只讲债转股怎么好、如何做，在这里他把债转股分成几部分，从权益到内容，又进一步深化，我对此特别感兴趣。而且将来我们“走出去”对外投资，除了刚才讲的投资方向以外，很大程度上还要结合我们国家的外汇储备，要把它搞活、提高效率，债转股是很重要的一个方面，甚至在我看来不亚于对全世界各个领域的实物投资，因为到现在为止我们拿到的还是美国的债券，因此我们愿意在做出实物投资的同时把债转股进行下去，我特别赞赏这句话，即要把对它的金融债权转化为对实体经济的债权，这样我们就有了进行分红的机会，也减少了金融的风险。这是俞乔教授对债转股的再度思考，我认为他确实有研究专家的特点，不断地推进对这个问题的继续研究。

我看了一下这本书，如果说有评论和延伸，将来我们从全球投资的角度看中国外汇储备的话，从最开始的我们积累外汇储备的应对、储备作用，将来会发生这样的作用转化，即从应对国际市场风险，作为把家底搞厚，手中有粮、心中不慌，可以应对外部冲击，我们要从这个角度转向为我们经济的转型改革、模式的转换提供后盾，从心里踏实向国外民强、对外投资转化，将来操作的模式上更适合做一些国际领域和国际金融产业的联合，不仅仅建

立一个公司，比如在金砖银行的基础上搞一些产业基金，大家一块儿做事情，比我们自己单独建立一些机构更有利于在世界上纵横驰骋，这样的话，我们的钱可以多投，可以占大股，比我们单独行走，在规避政治风险、突破障碍方面会更有利，因此在国际投资方面，扩展国际合作也是具有战略性意义的。我不知道这个建议如何，大家可能会认为我们是一厢情愿，但实际上还是有的，只要你肯掏钱，还是会有趋之若鹜者的，这样将突破我们对外投资中的社会、政治、法律风险。

另外是对宏观政策影响方面还可以多吃一些分析，当然已经有了一些分析，问题是怎么改变我们的操作模式，比如中央提出资本项目可兑换的问题要设计好，这样，我们的外汇储备运用上就更顺畅，在国家投资、社会投资、商业投资，同时个人投资也将更顺畅。这也是外汇储备走向国际投资将对我们的政治产生倒逼机制，希望在这方面有更深刻的研究和对中央的建议。

除了页岩气，在债转股的新业态方面，我们和各州政府的合作现在是一个契机，各州州长来华趋之若鹜，与我们和欧洲的接触是不一样的，进入美国内部，和各州政府打交道，外汇储备投资还有很大的运作空间。

我特别赞赏俞乔教授的努力，我认为是业界迄今为止对这个问题最好的研究，全球投资、中国视野，以前从来没见过这么好的书。

最后我希望俞乔教授考虑，除了美国、除了欧盟的投资，建议中国的外汇储备解决对自己的投资，此地就是中国，此地就是世界，如果我们只研究对外国投资，那是另外一方面，但是中国投资本身就是世界投资。我不知道这种观点对不对，现在中国既然说投资我自己就是投资世界，那么我们能为自己做什么？比如书中最后写了，我们的外汇储备能对老龄化做什么？我们还有很大的余地。

中国作为一个发展中大国，走到现在的地步，也要研究自己对自己怎么

投资，我们自己怎么运用，我认为顺序是先考虑怎么对自己投入，然后再考虑外部的千亿级、万亿级投资。其实不用考虑外汇储备投资，我们用外汇储备建立一个投资担保公司就可以了，我们今后要扩展这种做法，不要都花掉，我用它来担保筹资就可以了。

王丰：谢谢景教授。景教授绝对是内行，他在中财办等部门工作过，对金融非常熟悉，刚才不仅对这本书有评价，而且提出更多的与证券有关系的研究。

下面我们请一位不同身份的人，商务印书馆总编辑陈小文先生讲讲他的感受，俞老师的这本书这么深入、这么系统地做研究，这么快能够出版，肯定有很多故事，请陈总编讲讲吧。

陈小文：感谢清华-布鲁金斯公共政策中心举办这次会议，也感谢俞乔教授写了这本书，感谢景学成教授作了非常好的评点。

今天的会议其实是两个，一个是对俞教授这本书和他的思想进行一个讲座，对我们来说，同时也是一个新书发布会，这本书已经出版了，是俞教授写的，景教授已经作了非常好的、全面的评价，是非常好的一本书。

我从商务印书馆的角度说一说我们为什么要出这样一本书。

大家都知道，商务印书馆是出新华字典的，你上小学一年级的时候就要用到《新华字典》，当然也知道商务印书馆出版了汉语世界学术名著，当你读到研究生、博士、教授的时候，也要读这些汉语世界学术名著。现在我们又出了《中国外汇储备与全球产业投资》，这是一个实践性很强的书，老实说，我们以前出这方面的书非常少，现在为什么会出这么一本书？

商务印书馆出书的宗旨是昌明教义、开启民智，让大家达到迄今为止所

达到的思想的高度。这个理想是一个静态的描述，同时我们还有一个动态的说法，叫做“奠基学术、激动潮流”，为什么叫“奠基学术”？是大家读了商务印书馆的书，把它化为中国的行为、中国的知识，然后奠基中国的文化，从这些书吸取营养，同时为社会做出贡献。什么叫“激动潮流”呢？不是说时髦的那些潮流，而是说让我们的学者，让读过商务印书馆的书的知识分子，通过他的学识，促进社会的发展，促进生活的发展，为生活服务。

就是这样一个动态的描述，所以我们要出《中国外汇储备与全球产业投资》这样一种非常实用的书，这本书恰恰体现了我们的动态描述的典范，即“奠基学术、激动潮流”。俞教授讲的不是纯粹的技术指南，他已经讲了非常深、非常宽广的理论背景，开头就讲到外汇储备出现了三个问题，第一个就是发达国家内部结构的重大失衡。讲到技术性问题的時候，很少有人讲得这么深入，可是恰恰这样一个背景的深入让我们非常深切地了解了为什么全球产业投资有风险，它的风险到底在到底，它是一个政治经济学的命题或者说法学的命题。说到资本主义制度，它的一些制度安排，最原始的行政法就是税收和秩序，后来又增加了福利行政，实际上福利行政还是依赖于税收，在税收之间和福利之间实际上有一个平衡，这个平衡一旦打破了以后，其制度就会出现问题、经济就会出现问题，投资环境相应的会出现问题。从这样一个政治经济学的深度讲开来，我们觉得就把全球产业投资的环境讲得非常清楚，至少我自己刚开始拿到这本书的时候，我不是研究经济的，也不懂外汇，这是非常艰深的、非常技术性的话题，我觉得看不懂，但是俞教授从制度的层面、从既浅显又非常有深度、非常宽广地给我们讲这个问题，一下子就打开了，使我看这本书也觉得津津有味。

当然，他不是简单的理论的描述，更有思想上的创新和技术性的指导，这非常好。同时，既是理论方面的讲解，又是对大家普遍关心的中国外汇储

备的话题这样一个现实的关注，也分析了看似很大但实际我们的生活息息相关的债转股的话题。

我们很感谢俞乔教授写了这样好的一本书，希望大家能认真阅读，这本书是一本雅俗共赏的非常好的书。

谢谢大家。

王丰：谢谢陈总编。

我想接着陈总编的发言讲两句，现在我们看到了很多书，但是说实在的，很多书看了以后都是很仓促的、很低水平的东西拼在一起。俞老师的书不仅内容非常重要，而且行文组织也非常清楚，基于很多原始的研究，刚才他用了 30 分钟，通过“三部曲”，就把这些问题讲清楚了，第一步是这些钱是怎么来的，第二步是有什么风险，第三步是有什么对策，非常清楚。我希望出版社作为媒体，能够组织一些书评、采访和报道，大家都说 3 万亿是我们的救命钱，你们是怎么用的？但是大家不知道这背后的故事是怎么回事，我想没有人能比俞乔老师能把这个故事讲得更深刻又更通俗易懂。

财经传媒王立为提问：我有两个问题，第一是景老师在讲话中简单提到外汇用于社保或养老金，财政部长楼继伟说过他个人不赞成把外汇储备用于养老金，不知道俞老师和景老师怎么看。

第二个问题，俞老师比较开阔地总结了几个比较大的投资方向，但是这和您说的不要单纯地做政府化或半政府化的运动式的投资稍微有点矛盾，几个大的项目，像页岩气和欧洲银行业，到底是应该由政府或外管局、国企来做还是民营企业来做？如果是大国有企业、大国有机构做，碰到的政治阻力肯定很大。就拿页岩气来说，哥大的教授也说过，美国 21 世纪的能源革命可

能是影响世界最大的两个因素，奥巴马也说美国的能源革命对世界安全非常重要，他会不会把页岩气拿给具有中国政府背景的企业来做？如果是小企业来做，且不说资金不足，商业银行也不会给他们很好的资金支持。你也提到，他们对于资金的使用量也消化不了这么大的盘子，不可能在 5 年、10 年之内消化 1 亿到 1.5 万亿的量，这个矛盾您怎么看？

俞乔：我先回答第二个问题，其实我讲的时候没有展开，应该是多元的方式，产业基金不一定是国家的，可以是民间的，或者是一种合资的，比如我们可以和阿布扎比、和美国的基金、欧洲的基金结合起来，无非是占比例的问题。

第二，现在遇到页岩气的政治障碍并不太大，举两个例子，一是现在的中海油已经收购了美国的页岩气油田，现在要出让第二块，中石油已经进入谈判阶段。美国是要急剧地把这个产业推上去，现在遇到的最大的瓶颈就是投资问题，产权没有问题，技术没有问题，第二大问题是法制方面的障碍，特别是环保，环保上必须要解决，要有新的规制出来。如果环保解决了、规制解决了、出口问题解决了，就没有问题了。至于美国人担不担心所谓战略产业控制在外国人手里，我觉得没必要有这方面的担心，这就是一个谈判的问题，这个课题可以作为中美战略对话非常重要的一个谈判题目。

至于中国老百姓有没有那么多资金来参与，可以委托专业的管理公司进行管理，包括银行理财产品现在有 25 万亿的规模，中国现在已经摆脱了资金的瓶颈，动员国内资金，采取各种方式进行对外投资，无非就是找到好的管理人才，投资到好的、长期性的项目里，能够进入就能解决问题。

欧洲银行业是一个非常有意思的问题，欧洲银行的开放程度各国不一样，取决于时机。现在也不是没有时机，比如欧洲现在最大的问题就是年轻人就

业的问题，这个问题要靠中小企业，中小企业现在最大的困境是资金的支持，中国也有同样的问题，这有很大的空间，欧洲的银行处于战略收缩阶段，两方面的原因，一个是资产指标遇到很大麻烦，现在资本金不足，可以有两个方法解决，一个是补充资本金，但是有很多银行不愿意补充资本金，因为补充资本金意味着股权分散，还有第二个方法是收缩信贷，这就面临着很大的空间，无非是你采取什么方式合作共赢。一定要与政治离得远一些，你不是要去控制别人，而是要和别人共赢，既给别人创造了机会，也增加了自己的收益，何乐而不为呢？欧洲还有另外一个问题，现在巴塞尔 III 要全面实施了，对风险资本金的要求逐步提高，压力就会逐步增大，这也是一个很重要的契机。

从长期来看，中国如果通过各种方式分散我们的外汇资源配置，对全世界有好处，对中国也有好处。

谢谢。

景学成：这位提问者回国时间不长，但是很了解情况，我很赞赏。

根据俞乔老师这本书，中国的外汇储备可以划分为几个阶段，最开始的阶段大家都吵吵嚷嚷，你的外汇储备已经到几万亿了，地方政府能用点吗？企业能用点吗？在那个时候，中央的要求是很严格、很一致的，严格地说，外汇储备是用人民币换来的，你要用外汇储备，就要拿等值的人民币来换，不是分配给你用。从方式上来讲，外汇储备的职能不在于养老亏损的弥补，这个弥补应该财政出钱。

但是随着事态的发展，大家眼界的扩大，方式也更活了，我并不认为给了养老基金会怎么着，关键是在于给了养老基金以后它怎么做，怎么用这笔钱，有什么好的项目，是用于弥补亏损还是做什么好的项目。比如我讲的担

保公司，我不直接给你用，我拿出 1000 万股作为养老基金发行的担保。我认为它可以作为我们转型的后盾，由原来的我们心里踏实，可以成为我们调整模式、转变结构的坚强后盾，但是你要把它拿出来、消费掉，这是另外一个概念。楼继伟那时候讲得不错，但是现在可以重新考虑一下，毕竟这上面还有一个政治决策的问题，我们的领导都非常喜欢储备，放到国库里，他就踏实得很，都用了他心里就发毛。

中国国际问题研究所代表提问：我想提一个具体的问题，关于页岩气，这个问题现在很热，我两个星期内参加过两个会，都是美国人来讲他们的页岩气，希望中国的企业去投资，足见这个问题热的程度。当然也有一种观点担心页岩气新一轮的革命是一个产业泡沫，一个主要的依据是现在美国的页岩气产量以及所伴随的商业回报难以持续，因为北美的页岩气价格近年来下降了 4 倍，还不到 1 美元，而 3 点儿美元是开采成本的下线，很多页岩气田处于一卖就亏的状态。有一些研究显示，去年的时候，尤其一些中小页岩气田的产量是急剧下降的。同时，像美孚这样的公司也收购了一些中小页岩气田，但是美孚 CEO 去年也承认他们一直在亏钱，美国人也跑到美国之外的地方，像欧洲、像波兰去收购气田，但很不幸的是今年早些时候也停掉了。我想请问俞乔老师，您对于这种反对的声音怎么看？您对于页岩气的前景怎么看？

俞乔：我刚才已经回答了这个问题，它是一个政策限制，现在美国的供给已经相对饱和，需求比较平稳，这是经济学的供求问题。关键是外部市场没打开，有政策与立法限制，天然气不能出口。一旦天然气出口，这个情况会发生重大的变化，日本就是最大的买家，东北亚国家，包括韩国，都是大

的买家，现在日本已经在加州建了两个液化码头，把天然气液化，然后再输送到日本，再重新解液。

现在世界上有三个分割的天然气市场，东北亚市场价格最高，欧洲其次，美国最低。如果这个市场变成统一市场，美国的价格将会上涨。第二，它会打破油价的垄断，对全球所有的生产厂商、所有的消费者来说是有利的。产量上升了，产品的单位价格下来了，真正受益者是广大的消费者，包括中国老百姓、印度老百姓，也包括美国的老百姓，这就是市场这只手的妙用，我觉得这个问题是可以得到解决的。

王丰：谢谢几位老师，谢谢各位听众。

我们为什么和世界顶级智库布鲁金斯学会合作成立一个公共政策研究中心呢，我们认为，其实很多看起来的经济问题最后都会倒逼体制改革，比如金融制度改革牵扯到各方面的公共政策，中美之间的合作在学术研究上会有很多好的地方。今天我们讲外汇储备的出路，也涉及到怎么用少用外汇，我们中心出了一本报告，《人民币的国际化》，希望中文版本能尽快出版，就是谈中国的货币怎么“走出去”。

今年 9 月，我们和赵昌文所长的企业研究所、美国加州大学圣迭戈分校 21 世纪中国研究中心、清华大学公管学院将合作举办一场大型的中国企业海外投资国际会议，希望大家关注。这一系列问题都是我们在讨论中国经济快速发展所带来的各种后果。

最后，感谢三位老师，谢谢各位今天下午来参加这个活动，特别要祝贺俞乔老师的新书以及他的新的报告。

谢谢。
