

中国外汇储备管理研究

ZHONG GUO WAI HUI CHU BEI GUAN LI YAN JIU

王珍 / 著

 中国金融出版社

河北经贸大学学术著作出版基金 2007 资助

中国外汇储备管理研究

王 珍 著

 中国金融出版社

责任编辑：刘小平 张翠华

责任校对：潘 洁

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国外汇储备管理研究 (Zhongguo Waihui Chubei Guanli Yanjiu) / 王珍著. —北京：中国金融出版社，2007. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4387 - 3

I. 中… II. 王… III. 外汇管理—研究—中国 IV. F832. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 055213 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市利兴印刷有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 8.25

字数 228 千

版次 2007 年 6 月第 1 版

印次 2007 年 6 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4387 - 3/F. 3947

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

摘 要

外汇储备对于一个开放经济体而言至关重要，是融通国际收支赤字、干预外汇市场、维持本币汇率稳定、举借和偿还外债的保证等。但持有外汇储备是有一定的代价的，体现为用它进口资本品的投资收益率（机会成本）、造成资源的浪费等。储备增长过快还会带来通货膨胀压力，使本币产生升值压力，使中央银行货币政策的自主权受到限制，对产业结构的调整产生不利影响，等等。在国际资金流动规模日益庞大的情况下，一国如何确定储备的合理数量是各国积极探讨的问题。同时，外汇储备的迅速增长带来的通货膨胀压力、货币升值预期、货币政策灵活性下降等负面影响如何缓解，是当前迫切需要解决的问题。美元的不断贬值使各国储备资产正在遭受不同程度的损失，发展中国家如何对外汇储备进行有效管理，实现保值、增值，是货币当局面临的一个现实而重要的问题。在这种背景下，笔者选择“中国现阶段外汇储备管理研究”为题，展开了较为深入的分析和讨论。

通过本书的研究，得出了以下主要创新观点：①当前国际上通行的外汇储备规模理论主要是从不同的角度来研究外汇储备适度规模的，这些理论都有各自的优势，当然也不乏不足之处。本书认为，各国应根据本国的具体情况，选择适合本国国情的理论来确定外汇储备的适度规模。②中国在今后较长一段时期内对外汇储备的需求将是巨大的，而储备供给却不容乐观。危机发生时，被冲击国的外汇储备需求急剧上升，而外汇储备的供给却急剧下降，所以，发展中国家需要外汇储备的超前积累来满足危机时的需要。因此，我国现有外汇储备的规模并不明显偏大，现有储备规模应该包括未来储备的超前积累部分。③短期内，由于中央银行的干预和不完全

的市场机制，使外汇储备增长与物价上涨之间不存在明显的相关关系，但从长期来看，外汇储备可以通过影响货币发行而间接影响消费物价指数，从而增加物价上涨的压力；外汇储备增加会导致人民币升值，但二者的相关系数较小，从长期来看，外汇储备增加必然会导致本币升值；外汇储备和货币供应量的被动增加，使中央银行控制货币供给的主动性大大降低；我国外汇储备增长导致货币供给渠道改变，对东西部贫富差距扩大有一定影响，体现在：外汇储备增长与东西部人均 GDP 差距和居民消费水平差距扩大之间有较大程度的一致性，同时，东部居民消费水平增长明显减慢，这与同期高速增长的外汇储备和人均 GDP 不相协调，表明外商直接投资对我国东部地区居民消费水平的提升作用已经进入“边际效益递减”阶段。④建议从制度和机制上解决外汇储备增长对经济的负面影响，着力在以下几个方面做出改进：加强外汇市场建设，推进汇率制度改革；加强对资本项目的监管；稳步推进对外直接投资；积极采取其他冲销措施；积极发展货币市场等。⑤建议成立国务院领导下的由多个政府职能部门相互协调的国际储备战略决策小组，实现各部门对储备管理的高度协调和配合。对于外汇储备委托经营部分和中央银行自营部分提出了建立相应的授权系统。⑥在外汇储备结构管理方面，可将外汇储备分成两大部分分别管理：是稳定组合和投资组合。同时，对我国外汇储备的资产结构和货币结构安排做出了设计。

Abstract

The foreign exchange reserve is of great importance to an open economy system, and it is a guarantee to melt the deficit of balance of payments, intervene the foreign exchange market so as to maintain the stability of the exchange rate of the currency in its own country and to borrow and repay the foreign loan. But there are certain costs to hold the foreign exchange reserve, such as the yield (opportunity cost) to import the capital articles with the reserve and the waste of the resource resulted from it. Too fast increase of the reserve will bring the pressure of inflation, thus resulting in the pressure of revaluation of its own currency, the restriction to the independent right of the Central Bank currency policy and the negative impact on the adjustment of the industry configuration. Under the condition of the increasingly large scale of the international currency flow, how to fix on the reasonable quantity of the reserve in a country is a hot issue to be discussed in every country. Meanwhile, how to relieve the negative impacts resulted from the rapid increase of the reserve, such as the pressure of inflation, the anticipation of revaluation and the decline of agility of the currency policy, is a demanding issue to be handled. The continuous devaluation of the American currency makes the reserves in each country suffer a distinctive lose. For the developing countries, how to effectively manage the foreign exchange reserve to achieve keeping the value and revaluation is a practical and important issue to the currency authorities. Under such circumstance, choosing *Research On Foreign Exchange Reserve Management In China At Present* as the title, the author analyzes and discusses it in detail.

Through the research of the thesis, the author gets the following

main innovative viewpoints:

1. The popular theories on the foreign exchange reserve scale in the world mainly study the moderate scale of the foreign exchange reserve from different views. These theories have their own advantages, and some disadvantages as well. The author thinks that different countries, based on the practical situation, should select the theory suited their own country to fix on the moderate scale of the foreign exchange reserve.

2. The demand on the foreign exchange reserve in China in the long term will be enormous, while the reserve supply is not optimistic. When the economy is suffering some strike, the demand on the foreign exchange reserve in the struck countries rise dramatically, while the reserve supply decline dramatically. Therefore, the developing countries need the exceeding accumulation of the foreign exchange reserve to meet the demand in crisis. As a result, because it is not big, the present foreign exchange reserve scale should include the portion of exceeding accumulation of the future reserve.

3. In the short term, because of the intervention of the Central Bank and the incomplete market mechanism, there isn't any obvious correlativity between the increase of the foreign exchange reserve and the rise of the price. In the long run, the foreign exchange reserve can indirectly influences the consumption price index by influencing the currency issuance, thus increasing the pressure of the price rise. The increase of the foreign exchange reserve will result in the revaluation of the Chinese currency, while the correlation index is relatively small. In the long term, the increase of the foreign exchange reserve will inevitably result in the revaluation of the currency in its own country; the passive increase of the foreign exchange reserve and currency supply reduces greatly the go-aheadism of the currency supply controlled by the Central Bank; the increase of the foreign exchange reserve in our country results in the

change of the currency supply channel and exerts some influences on the increasing gap of the wealth between the east and the west: the increase of the foreign exchange reserve has some relations with the expansion of the gap of per - capita GDP and the resident's consumption level between the east and the west. The consumption level of the residents in the east increases obviously slowly, and it isn't in harmony with the fast increase of the foreign exchange reserve and per - capita GDP in the corresponding period. That indicates the exaltation effect of the foreign capital direct investment on the consumption level of the residents in the east China has come into the era of marginal benefit decline.

4. To relieve the negative impact of the increase of the foreign exchange reserve on the economy from the system and mechanism, the government should improve the following parts, such as strengthening the construction of the foreign exchange market, pushing the innovation of the exchange rate, strengthening the supervision on the capital projects, pushing steadily the external indirect investment, adopting actively the other counteracting measures and developing actively the currency market, etc.

5. The author advises the government to set up an international reserve strategy decision - making team under the guidance of the State Department and co - concerted by government agencies to achieve the high harmony and concert among the departments on the reserve management. The author also advises the government to set up the corresponding authorization system to the commission management portion and the self - management portion of the Central Bank.

6. Another advice is to divide the foreign exchange reserve into two parts and manage respectively stable combination and investment combination. Further more, the author makes a plan on the arrangement of the assets construction and currency construction of the foreign exchange reserve in our country.

目 录

1 导论	1
1.1 问题的提出与研究意义	1
1.2 国内外研究现状	2
1.2.1 国内外有关外汇储备适度规模的研究现状	2
1.2.2 国内外有关外汇储备结构管理的研究现状	4
1.2.3 国内外有关外汇储备增长对 物价影响的文献综述	6
1.3 结构安排	7
1.4 研究方法	10
2 外汇储备的规模管理	12
2.1 全球外汇储备规模的变化	12
2.1.1 亚洲国家外汇储备快速增长的原因	14
2.1.2 中国外汇储备规模变化的轨迹	17
2.2 外汇储备适度规模理论综述	21
2.2.1 外汇储备适度规模理论的提出	21
2.2.2 外汇储备适度规模理论综述	23
3 中国外汇储备的需求研究	30
3.1 中国外汇储备的近期需求	30
3.2 中国外汇储备的远期需求	33
3.2.1 传统分析指标的局限性	33
3.2.2 用卡尔标和范的定性分析法分析影响 中国外汇储备需求的因素	35

3.3 外汇储备干预汇市、防范危机的功效分析	69
3.3.1 投机冲击时外汇储备的供求分析	69
3.3.2 外汇储备在货币危机中的作用分析	72
3.3.3 墨西哥金融危机和东亚金融 危机中外汇储备作用的实证分析	76
4 中国外汇储备持续增长的负面影响分析	80
4.1 形成通货膨胀压力	80
4.1.1 外汇储备增长对物价影响的文献综述	80
4.1.2 外汇储备增长对物价影响的理论分析	81
4.1.3 中国外汇储备增长对物价影响的实证分析	84
4.2 产生人民币升值压力, 助长国际投机资本流入	97
4.2.1 国际投机资本进入中国的表现	97
4.2.2 外汇储备增加对人民币汇率的影响分析	99
4.2.3 国际投机资本进入中国的危害	102
4.3 降低中央银行货币政策灵活性, 制约宏观金融调控效果	107
4.4 改变货币供给渠道, 对宏观经济产生不利影响	111
4.4.1 使内、外资企业在人民币资金 分配上形成不平衡局面	111
4.4.2 形成对外资企业的严重依赖	112
4.4.3 加工贸易模式有可能 使我国进入“贫困化增长”	115
4.4.4 政策建议	126
4.5 使持有外汇储备的成本增加	129
4.5.1 持有外汇储备的成本	129
4.5.2 外汇储备面临的汇率风险	133
5 降低外汇储备持续增加的负面影响的措施	140

5.1	加强外汇市场建设,推进汇率制度改革	140
5.1.1	加快完善外汇市场	141
5.1.2	改革强制结售汇制度,逐步实行意愿结售汇	158
5.2	加强对资本项目的监管	161
5.2.1	加强对短期资本流动的监管	161
5.2.2	提高利用外商直接投资的质量	172
5.2.3	加强对外债的监管	186
5.3	稳步推进对外直接投资	190
5.3.1	我国国际收支“双顺差”的不合理性	190
5.3.2	积极扩大对外直接投资	193
5.4	其他冲销措施	197
5.4.1	政府存款转移	197
5.4.2	适当放松证券投资	197
5.4.3	征收资本进口税	198
6	加强对外汇储备的经营管理	202
6.1	东亚各国外汇储备管理体制的比较	202
6.1.1	日本的外汇储备管理体制	202
6.1.2	韩国的外汇储备管理体制	203
6.1.3	新加坡的外汇储备管理体制	205
6.1.4	中国香港的外汇储备管理体制	206
6.1.5	东亚外汇储备管理体系异同及对中国的启示	207
6.2	目前我国外汇储备经营管理中存在的问题研究	209
6.2.1	我国外汇储备资产管理的现状和存在的问题	209
6.2.2	中央汇金公司面临的新问题及在 金融国有资产管理上的角色定位	213
6.3	改革现有的储备经营管理体系	216
6.3.1	建立我国的外汇储备管理授权体系	216
6.3.2	加快外汇储备立法	221

6.4 提高外汇储备的经营管理效率.....	223
6.4.1 完善外汇储备的结构管理	223
6.4.2 明确外汇储备的投资策略	229
6.4.3 拓宽外汇储备的运用范围	232
7 结束语	236
主要参考文献.....	238
攻读博士学位期间的研究成果.....	246
致谢.....	248

1 导 论

1.1 问题的提出与研究意义

截至 2005 年,我国外汇储备已达 8189 亿美元。外汇储备是否越多越好?它对经济有什么负面影响?我国该如何利用巨额外汇储备?如何减少美元贬值对我国外汇储备造成的损失?对这些问题的思索是目前理论界关注的热点问题。

外汇储备对于一个开放经济体而言至关重要,是融通国际收支赤字、干预外汇市场、维持本币汇率稳定、举借和偿还外债的保证,等等。但并非越多越好,因为持有外汇储备是有一定代价的,体现为用它进口资本品的投资收益率(机会成本)、造成资源的浪费等,储备增长过快还会带来通货膨胀压力,使本币产生升值压力,使中央银行货币政策的自主权受到限制,对产业结构的调整产生不利影响,等等。在国际资金流动规模日益庞大的情况下,一国如何确定储备的合理数量是一个尚在探讨的问题。随着外汇储备功能的不断拓展,外汇储备适度规模的标准也在不断发生变化,但迄今为止,国际上也没有一个统一的看法。作为经济开放度日益提高的国家,中国如何确定最适度的外汇储备规模,目前的储备规模是多还是少,是理论界和货币当局关注的焦点。本书试图结合中国具体情况,运用规范分析和实证分析相结合的方法,对影响我国外汇储备需求的近期因素和远期因素进行深入分析,从而得出适度规模的相应结论。

中国现在正面临着外汇储备的迅速增长,由此带来的通货膨胀压力和货币升值预期如何释放,如何减轻外汇储备迅速增长所带来

的其他方面的负面影响,是当前需要迫切解决的问题。本书着重运用实证分析的方法,对外汇储备持续增加对我国的物价上涨、对人民币汇率升值压力、对货币政策灵活性以及对经济结构的影响进行较为全面的分析,从而得出客观的、科学的结论,为当局进行正确决策提供有价值的参考。

针对外汇储备持续增长带来的负面影响,我国应采取哪些有效措施?本书试图从制度构建、机制改革、战略决策、冲销工具和经营管理等方面研究如何降低负面影响,维护国际收支的长期均衡,提高外汇储备的质量,使外汇储备为我国的经济的发展发挥最大的效益。

由于现行国际货币体系的原因,美元在各国外汇储备中所占比重很大,但美元的不断贬值使各国储备资产正在遭受不同程度的损失,各国纷纷减持美元,以储备货币多样化来应对。然而,发展中国家的制度缺陷(盯住美元的汇率制度)决定了其对美元的严重依赖。因此,如何对外汇储备进行有效管理,实现保值、增值,是货币当局面临的一个现实而重要的问题。本书试图通过借鉴其他国家的经验,对如何提高我国外汇储备的经营管理效率提出政策建议。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国内外有关外汇储备适度规模的研究现状

1960年,美国经济学家R. 特里芬(Triffin)最早提出储备/进口比例法,开创了系统研究国际储备的先例。Triffin通过对12个主要贸易国家从1950年到1957年间的外汇储备变化情况进行实证检验,得出结论:排除一些短期或随机因素的影响,一国外汇储备与其年进口额之比,应保持在20%~50%之间。紧接着,60年代末期阿格沃尔(Agarwal)等经济学家提出了机会成本说。他们认

为, 持有外汇储备的机会成本就是国内投资的收益率, 一国持有的外汇储备超过国家需要意味着牺牲一部分投资和消费。因此, 一国储备需求应由其持有储备的边际成本和边际收益来决定, 适度储备需求应是其持有储备的边际成本和边际收益达到均衡时的储备要求。此外, 货币主义学派 W. M. Brown 和 Johnson 等经济学家在特里芬比率基础上提出了货币供应量决定论。该理论从货币供应角度来分析外汇储备适度规模问题, 认为外汇储备的需求主要由国内货币供应量的增减来决定, 国内货币供应量的扩张会减少储备需求。随后, R. J. Carbaugh 和 C. D. Fan 等经济学家在 20 世纪 70 年代中期提出了定性分析法。他们认为, 影响一国外汇储备需求的因素是多方面的, 包括一国储备资产质量、各国经济政策的合作态度、一国国际清偿力的来源和稳定程度等。进入 20 世纪 80 年代中期, 理论界兴起一种观点, 认为外债规模与外汇储备之间应保持一种正比例关系, 应把外汇储备维持在其外债总额的 40% 左右。还有人认为, 外汇储备以不超过 GDP 的 10% 为宜。

关于我国外汇储备的适度问题, 近年来许多学者也进行了大量的研究。吴丽华、刘嵘运用机会成本理论, 对持有外汇储备的收益和成本进行了对比分析, 测算出我国的适度外汇储备水平, 认为: 我国当前的外汇储备是充足的, 但短期来看的确有些过剩; 马之驹提出了四种储备量的概念, 即最低储备量、最高储备量、保险储备量和经常储备量, 提出外汇储备目标区概念; 刘斌以货币供应量决定理论为基础, 对影响中国外汇储备需求的诸因素进行了分析, 并通过与亚洲金融危机国家和地区的国际比较, 提出了衡量我国外汇储备适度性的指标和安全界限值, 结果发现: 我国外汇储备严重不足, 且在可以预见的将来也很难提高到适度的水平; 时建人、王国林等以国际上衡量一国外汇储备是否充足的指标为依据测算出我国外汇储备适度规模, 结果表明, 我国外汇储备大大高于国际公认的合理水平。邱波、管于华等认为, 虽然从理论上讲, 一国外汇储备应该有一个最适度规模值, 但在实践中, 情况变化多端, 最适度规

模值往往难以确定,因此,一国外汇储备的适度规模应是一个区间范围,而不是一个确定的值。

1.2.2 国内外有关外汇储备结构管理的研究现状

外汇储备的结构管理包括储备货币币种结构的安排和储备资产流动性结构的确定。在币种结构的安排上国内外学者已取得的共识包括:应根据本国对外贸易和金融支付的需要来安排储备货币的结构;应根据本国债务币种结构安排储备币种结构;储备货币应和该国干预外汇市场所需的货币结构保持一致;储备货币应多样化;另外,尽量增加有升值趋势的货币,减少贬值趋势的货币持有量;尽量增加汇率波动幅度较小的货币持有量,减少汇率波动幅度较大的货币持有量。在储备资产流动性结构的确定方面,一般认为一国应持有足够多的高流动性资产来满足交易性需求,剩余的储备资产在流动性和收益性资产之间进行合理组合,以期在保持一定的流动性条件下获取尽可能高的收益率。

对世界外汇储备结构变化的原因,国外学者从各个方面给予了解释。目前我们所看到的主要有三种分析角度,第一种是从储备货币国的经济角度进行分析;第二种是从一般国家的需要角度进行分析;第三种是从资产选择角度进行分析。

Eichengreen (1998) 根据 1971 年至 1995 年美国、英国、日本、德国四个储备货币国的年度数据建立经济计量模型,估计了各国产出和对外贸易相对规模对世界外汇储备结构的影响。模型的结果表明,在长期内储备货币国的 GDP 占世界 GDP 比重每上升一个百分点,将导致该国货币在世界外汇储备中的比重增加 0.8%;而储备货币国对外贸易占世界贸易比重每上升一个百分点,会导致该国货币在世界外汇储备中的比重增加 0.4%。但在短期内美元比例的变动往往是其他一些因素影响的结果。例如,20 世纪 70 年代后期美元在世界外汇储备中所占比例的急剧下降则是美国国内持续的高通货膨胀和宏观经济不稳定的结果,而 1987 年至 1990 年美元比

例的下降主要是工业国家减少了美元储备造成的。

就一国而言,影响其外汇储备结构的因素也很多。Heller 和 Knight (1978) 认为汇率安排和贸易收支结构是决定一国外汇储备币种结构的重要因素; Dooley (1989) 通过计量经济模型的实证研究表明:一国外汇储备的币种比例是由贸易对象、外债结构和汇率安排等因素共同决定的。最近, Eichengreen 和 Mathieson (2000) 根据 1990 年以来若干国家外汇储备结构的样本数据,研究了一国的贸易对象、外债结构和汇率安排、资本账户开放情况和储备货币之间的利差等因素对外汇储备结构的影响。他们的研究结果表明上述因素对一国外汇储备结构都会产生或多或少的影响,并且各国的外汇储备结构还具有历史的延续性,所有的影响因素只能渐进地改变其结构。从一国的角度研究外汇储备结构的影响因素所遇到的最大困难是缺乏官方数据,由于各国外汇储备的币种结构一般都是保密的,故很难获得所需要的实际数据。

从资产选择角度分析外汇储备结构的方法,就是将各种外汇作为一种资产考虑,各种货币在外汇储备中的比例结构决定于该种货币的风险与收益情况,因此这种分析方法不需要考虑货币以外的其他影响因素,其理论依据是马柯维茨 (Harry M. Markowitz) 提出的“资产组合理论”。该理论认为:投资者的目的是追求尽可能高的预期收益,但却希望承担尽可能小的风险,亦即投资者的目的是实现风险与收益的最佳组合。后来该理论经多次发展后逐步成熟。根据詹姆士·托宾 (James Tobin) 的投资组合选择理论,一国应实行储备货币多样化,这样一国货币贬值时常常伴随着另一国货币的升值,多国货币汇率的变化就能相互抵消,从而使整个储备资产的购买力保持不变。储备货币多样化还能降低系统性风险。Roger (1993) 的研究也表明,大多数工业国家的外汇储备结构变化的主要原因是对外汇市场干预的结果,而不是资产组合的结果。

国内学者宋铁波等根据我国贸易机构、外债结构、汇率制度以及储备货币的风险收益因素提出我国的储备币种组合,得出结论: