

Study on the Management of
Chinese Foreign Reserves during Opening Capital Accounts

资本账户开放进程中的 中国外汇储备 管理研究

王立荣 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

- ◆ 2015 年度国家社科基金青年基金项目“外汇储备助推实体经济的路径研究”
(项目编号: 15CGJ020) 成果
- ◆ 东北师范大学一流学科——统计学“应用统计教育部重点实验室”资助

资本账户开放进程中的 中国外汇储备 管理研究

王立荣 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资本账户开放进程中的中国外汇储备管理研究 / 王立荣著.
—北京: 经济科学出版社, 2018. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9736 - 5

I. ①资… II. ①王… III. ①外汇储备 - 研究 - 中国
IV. ①F822. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 206941 号

责任编辑: 杜 鹏 张 燕

责任校对: 隗立娜

责任印制: 邱 天

资本账户开放进程中的中国外汇储备管理研究

王立荣/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

编辑部电话: 010 - 88191441 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp_bj@163. com](mailto:esp_bj@163.com)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 10 印张 160000 字

2018 年 8 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9736 - 5 定价: 49.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

近年来，我国资本账户开放的步伐明显加快。2010年10月的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中明确提出，“稳步推进利率市场化改革，完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，改进外汇储备经营管理，逐步实现人民币资本项目可兑换。加强金融监管协调，建立健全系统性金融风险防范预警体系和处置机制。”2015年10月的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中再次提出“有序实现人民币资本项目可兑换，推动人民币加入特别提款权，成为可兑换、可自由使用货币。转变外汇管理和使用方式，从正面清单转变为负面清单。放宽境外投资汇兑限制，放宽企业和个人外汇管理要求，放宽跨国公司资金境外运作限制”，“推进资本市场双向开放，改进并逐步取消境内外投资额度限制”。

以上政策文件共同指出了两个核心问题：第一，有序推动资本账户开放；第二，外汇储备经营管理的方式需要转变。资本账户有序开放以及开放的程度，对外汇储备管理提出了新的要求。

另外，中国持有的外汇储备数量从2006年起超过日本，成为世界上持有外汇储备最多的国家。2014年6月达到最高值——3.99万亿美元，是日本外汇储备的3倍有余，占全球外汇储备的1/3。

值得注意的是，2015年11月30日，国际货币基金组织宣布人民币加入特别提款权（SDR），成为SDR篮子货币中第三大权重货币。2016年9月30日（美国东部时间），国际货币基金组织宣布纳入人民币的特别提款

权新货币篮子于2016年10月1日正式生效。至此，人民币国际化程度进一步得到提高。而资本账户开放与人民币国际化是一枚硬币的两面，人民币要成为国际货币，必然要开放资本账户（张明，2015）。

随着资本账户的逐步放开，跨境资本流动将愈加频繁，这将对外汇储备数量产生难以预期的影响；同时，人民币汇率的市场化形成机制改革也为外汇储备在外汇市场上的运用提出了新的挑战。在中国资本市场出现动荡、实体经济增长乏力、国际经济形势日益复杂的大背景下，如何高效、科学地管理外汇储备，以更好地服务中国经济总体发展目标，实现经济内外双均衡，保持国内金融稳定，是必须深入研究的难题。

本书在系统回顾中国资本账户开放进程的基础上，采用规范分析法、对比分析法梳理日本、印度、韩国等典型国家的资本账户开放经验，探寻中国资本账户有序开放的各种可能模式。另外，随着中国资本账户的逐步开放，中国与世界经济的联系将更加紧密，全球金融市场的动荡对中国金融市场的稳定状态也将产生更大影响，中国金融市场和经济发展面临的不确定性会显著增加。因此，本书在量化分析中国资本账户开放度的基础上，结合中国金融市场风险指数，构建基于金融稳定的外汇储备适度规模理论，探索外汇储备维持国内金融稳定的可行机制，本书在最后总结了外汇储备的创新管理模式。

作者

2018年7月

目 录

第一章 中国外汇储备的演进历程	1
第一节 中华人民共和国成立至改革开放初期 中国外汇储备变化情况	1
第二节 改革开放至加入世界贸易组织前中国 外汇储备的变化	4
第三节 加入世界贸易组织至今中国外汇储备的 变化	12
第四节 中国外汇储备规模变化的影响因素	18
第二章 资本账户开放与外汇储备管理	25
第一节 资本账户开放影响外汇储备管理的理论基础	25
第二节 典型经济体资本账户开放历程及其外汇储备管理	35
第三章 中国的资本账户开放历程及中国资本 账户开放度测算	60
第一节 中国的资本账户开放历程	60
第二节 对中国资本账户开放度的测算	73
第四章 资本账户开放背景下中国外汇储备 审慎性需求管理的实证分析	83
第一节 外汇储备管理的目标	83

第二节 中国外汇储备审慎性需求管理——基于 资本账户开放度的实证分析	91
第五章 资本账户开放背景下中国外汇储备的创新运用	116
第一节 中国外汇储备创新运用的国内外背景	116
第二节 政策当局支持外汇储备创新运用的方式	126
第三节 中国外汇储备创新运用应注意的问题	132
参考文献	140

第一章

中国外汇储备的演进历程

中国持有的外汇储备数量从2006年起超过日本，成为世界上持有外汇储备最多的国家。2014年6月达到最高值——3.99万亿美元，是日本外汇储备的3倍有余，占全球外汇储备的1/3。然而，中华人民共和国成立之初，中国曾面临外汇储备极度匮乏的现状。理清中国外汇储备的演进历程，有助于理解外汇储备的形成机制，明确外汇储备在国家经济发展中的地位 and 作用。

第一节 中华人民共和国成立至改革开放 初期中国外汇储备变化情况

中华人民共和国成立之初，中国与西方国家正常的贸易往来处于中断的状态，仅与少数社会主义国家保持贸易往来，因此，中国获取外汇的途径非常有限。为了发展国民经济、扩大对外贸易，中国需要大量的外汇。为此，中国实行了“中央银行统一经营，高度集中、统收统支、统一分配”的外汇管理制度，并指定中国人民银行作为国家外汇管理机关。

一、外汇储备的规模变化

中华人民共和国成立之初，中国的外汇储备极度匮乏，外汇储备存量从中华人民共和国成立初期的 1.57 亿美元（1950 年）直至改革开放前期，平均维持在 1.73 亿美元。^① 20 世纪 60 年代初的“三年自然灾害”期间，从国外进口粮食等物资主要使用黄金进行国际支付。1975 年以后，外汇储备存量开始快速增长，到 1977 年，外汇储备存量达到 9.52 亿美元。该时期外汇储备存量情况如图 1.1 所示。^②

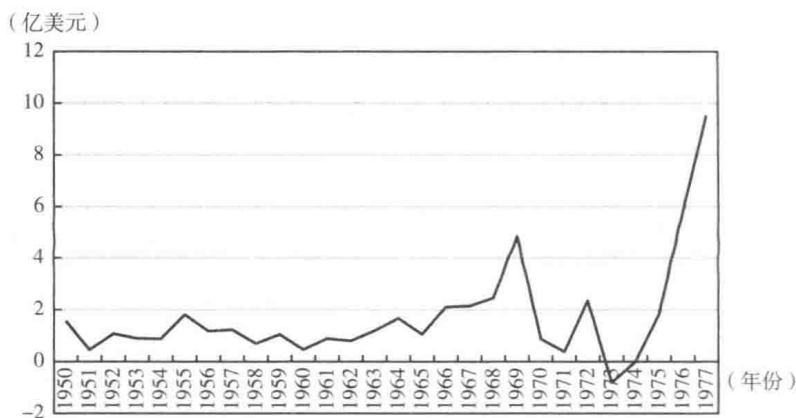


图 1.1 1950 ~ 1977 年中国外汇储备情况

资料来源：国家外汇管理局网站。

从这一时期外汇储备的整体变动情况看，外汇储备波动剧烈。尤其进入 20 世纪 70 年代，随着中美、中日关系的正常化，西方国家对中国的遏制逐渐被打破，我国的出口量也开始快速增长，外汇储备增长迅速。另外，1973 年 1 月，原国家计委提出的《关于增加设备进口、扩大经济交流

① 1.73 亿美元为 1950 ~ 1977 年中国外汇储备存量的年度平均值，数据来源于国家外汇管理局关于外汇储备存量的年度数据。

② 图 1.1 中的外汇储备数据为中国的国家外汇数据，不包含中国银行外汇结存。

的请示报告》建议未来在3~5年内引进价值43亿美元的成套设备，通称“四三方案”。“四三方案”是中国提出的向美国、联邦德国、法国、日本、荷兰、瑞士、意大利等西方国家大规模引进成套技术设备的计划。“四三方案”之后，在这个方案的基础上又追加了一批项目。这是中国继20世纪50年代引进苏联援助的“156项工程”之后，第二次大规模的技术引进。中国利用“四三方案”引进的设备，结合国产设备配套，兴建了二十多个大型工业项目，为中国80年代的经济的发展奠定了重要基础。在落实“四三方案”过程中，中国的外汇储备出现大幅下滑，1973年为-0.81亿美元，1974年则接近零。在此之后，随着中国经济的发展，出口贸易开始增加，外汇储备也开始大幅增长。

二、外汇管理制度

中华人民共和国成立之初至改革开放前，我国的外汇管理政策主要是实行严格外汇集中计划管理，国家对外贸和外汇实行统一经营，外汇收支实行指令性计划管理。所有外汇收入必须售给国家，用汇实行计划分配；对外基本不举借外债，不接受外国来华投资；人民币汇率仅作为核算工具。^①

中华人民共和国成立之初，中国的外汇管理制度具体来讲包括以下内容。^②

第一，建立起外汇的结汇、售汇制度。结汇，即政府规定出口商品、服务取得的外汇以及侨汇须卖给或存入国家银行。售汇，即政府规定进口

^① 参见国家外汇管理局网站“机构职能”之“外汇管理历史沿革”。http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/jgzn_lsygz。

^② 吴念鲁：《中国外汇储备研究——考量与决策》[M]。北京：中国金融出版社，2014，8：33-34。

所需外汇或其他非贸易用途所需的外汇须向外汇管理机关申请，经批准后由国家银行卖给外汇。

第二，对外汇收支实行全面的有计划的管理。以非贸易部门为例，按照政策规定，中央部门所属单位的非贸易外汇收支计划由财政部负责汇总编制；地方与机关、企业的外汇收支计划和私人外汇的收支计划由中国人民银行负责汇总编制。对于贸易部门，则实行外贸专营制度，只有外贸部所属的国营进出口公司才能经营外汇业务；进出口都按国家核定的指令性计划执行；若某企业因进口需要外汇，则必须在有关部门编制外汇使用计划，否则企业无权买入和使用外汇；中国人民银行同外贸部门签订了代理收付外汇合同，按照事先核定的进出口外汇收支计划，监督外汇收付。

第三，对非贸易外汇实行严格管理。规定一切机关、学校、企业等，凡持有外汇或有外汇收入的，必须将外汇卖给或存入国家银行，不得私自留用；对于预算项下的外汇收支，则应按照节约的精神不用或少用；责成财政部、中国人民银行等部门切实建立审核计划，检查外汇使用情况。

第四，建立外汇指定银行的管理制度。中华人民共和国成立后，建立了人民币、外币以及金银的进出口国境管理制度，严格禁止私自携带或邮寄人民币、外币和金银出境。另外，出台了措施，即外汇指定银行管理制度。1950~1953年，在全国核准了53家银行经营外汇业务，后将外汇指定业务的经营权集中到中国银行。

第二节 改革开放至加入世界贸易组织前 中国外汇储备的变化

1978年中国进入改革开放阶段，这一时期，中国的外汇管理先后经历了外汇留成、银行结售汇制度两个阶段；中国的汇率制度也从汇率双轨制

过渡到单一汇率制。到加入世界贸易组织以前，中国的外汇管理体制经历了重大变革，与之对应，外汇储备存量也进入快速增长时期。

一、外汇储备的规模变化

改革开放初期，1978 年我国的外汇储备^①存量仅为 1.67 亿美元（见图 1.2）。1980 年，为支付大庆炼油厂、宝山钢铁厂一期工程等进口用汇，中国的国家外汇存量大幅下降，一度达到 -12.96 亿美元。

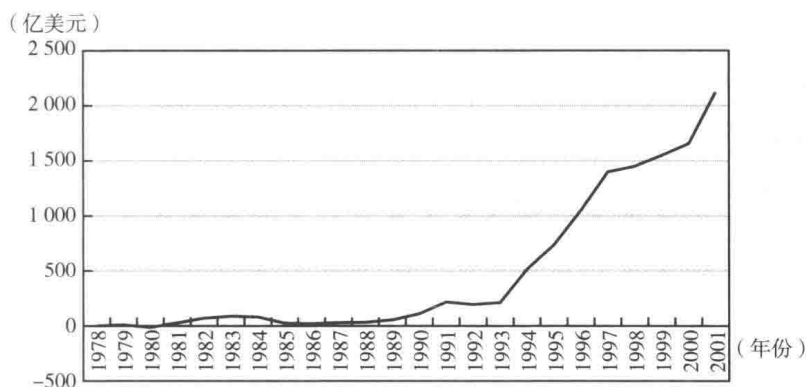


图 1.2 1978 ~ 2001 年中国外汇储备情况

资料来源：国家外汇管理局网站。

1980 年以后，人民币汇率进行了数次较大的调整，人民币兑美元汇率从 1981 年的 1:1.5，经数次调整后下调到 1990 年的 1:5.2。^② 人民币汇率的持续调整有效地鼓励和刺激了出口。另外，随着资本项目下外商直接投资的大幅流入，中国的国家外汇库存增长较快，1990 年首次突破 100 亿美元，1991 年则达到了 217.12 亿美元。

1994 年，中国外汇管理体制改革的重大举措之一是结束了双重汇率制

^① 这里的外汇储备是指国家外汇库存，国家外汇库存与中国银行的外汇结存、中国的黄金储备、中国在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权，共同构成了中国总的对外支付能力。1993 年起，参照国际同行做法，经国务院批准，国家外汇储备不再包含中国银行的外汇结存。

^② 阳月梅：人民币汇率一再下调引起的新问题 [J]，金融研究，1991（5）：59-61，54。

度,人民币官方汇率与市场汇率并轨,实行以外汇市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制。人民币官方汇率从1美元兑换5.78元人民币一次性下调到8.7元人民币,相对贬值50%左右,实现了与外汇调剂市场汇率的并轨。^①从1994年开始,人民币汇率略有升值,到1995年年底,基本稳定在1美元兑8.30元人民币,直至2005年中国汇率制度改革之前,人民币兑美元汇率基本稳定在8.27左右(见图1.3)。

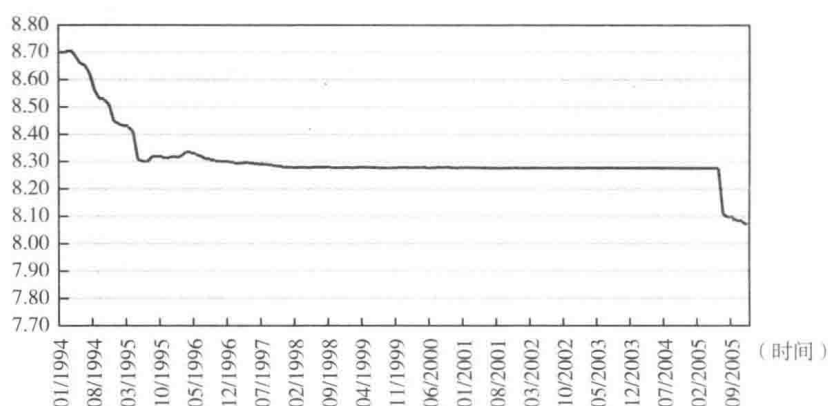


图 1.3 1994 年 1 月 ~ 2005 年 12 月人民币兑美元价格

资料来源:CEIC。

另外,自1994年起,随着我国外汇体制改革取消了外汇留成制度,同时取消了对经常项目实行的强制结售汇制度,中国的国家外汇储备获得了较快增长。1996年首次突破千亿美元,达到1 050.29亿美元;仅仅五年时间,2001年则突破2 000亿美元,达到2 121.65亿美元。

二、外汇管理的历史沿革

从改革开放至中国加入世界贸易组织前,这一时期的外汇管理可以划分为两个重要阶段。

^① 裴平. 汇率并轨对改善我国进出口状况的效用 [J]. 经济研究, 1994 (11): 35 - 40.

（一）外汇管理体制改革起步期（1978～1993年）

1978～1993年，这一阶段可以视为外汇管理体制改革的起步阶段。这一阶段以增强企业外汇自主权、实行汇率双轨制为特征。

1. 实行外汇留成办法与额度账户管理

1978年，中共十一届三中全会正式宣布我国开始实行改革开放的总方针。在涉外经济领域，过去外汇统收统支的体制逐步松动，赋予出口企业一定的外汇自主权。为调动出口企业创汇的积极性，确保有限的外汇资源集中用于国民经济建设，从1979年开始实行外汇留成办法，在外汇集中管理、统一平衡、保证重点的同时，适当留给创汇的地方和企业一定比例的外汇，并允许持有留成外汇的单位把多余的外汇额度转让给缺汇的单位。

2. 汇率体制从单一汇率制转为双重汇率制

为鼓励外贸企业出口的积极性，我国的汇率体制从单一汇率制转为双重汇率制。经历了官方汇率与贸易外汇内部结算价并存（1981～1984年）和官方汇率与外汇调剂价格并存（1985～1993年）两个汇率双轨制时期。

改革以前，人民币汇率长期低于出口创汇成本，但高于国内外消费物价之比。为了扩大出口，人民币需要贬值，不过人民币贬值对非贸易外汇收入不利。从兼顾贸易和非贸易两方面的需要出发，1979年8月政府决定自1981年1月1日起在官方汇率之外实行贸易内部结算汇率，对外贸易的外汇内部结算价规定为按1978年全国出口平均换汇成本再加10%的利润计算（1美元折合2.8元人民币），外汇内部结算价明显低于官方汇率。至于官方牌价则是继续采用原来参照“一篮子”货币加权的计算方法。双重汇率体制明显调动了出口企业的积极性，国家外汇储备也有所增加。

3. 建立了引进外资的管理制度

这一时期，我国还建立了引进外资的管理制度以及外债管理制度。

在利用外资方面，1988年，国务院制定了《指导吸收外资投资方向暂行规定》，对具体投资项目给出明确指引。同时，加强对外商投资企业的外汇管理，包括对外汇投资企业外币计价结算、外汇收支平衡等进行管理。对于外商投资企业的外汇余缺，国家允许其通过外汇调剂市场进行外汇余缺调整。

在外债管理方面，主要实行计划管理，编制长期计划和年度计划，编制对外开展工作项目计划和对外偿付计划。另外，1987年8月颁布了《外债统计监测暂行规定》，1989年11月颁布《外债登记实施细则》和《外汇（转）贷款登记管理办法》等，授权国家外汇管理局为全国外债登记的管理部门。

4. 建立了对境外投资的外汇管理制度

我国企业对外投资管理制度建立于1989年。最初的《境外投资外汇管理办法》规定，在境外投资的企业或其他经济组织，境外投资过程中有关外汇方面的事宜均由国家外汇管理局及其分支机构负责管理。企业境外投资报批审批事宜由原国家计委、原对外经济合作部和各省市政府指定的综合部门负责。

事实上，我国于1979年由国务院批准设立国家外汇管理局，由国家外汇管理局管理全国外汇。但此时的国家外汇管理局与中国银行总行是一个机构两块牌子。1982年7月，国务院批转中国人民银行的报告明确指出，中国人民银行是中国的中央银行，主要职能之一即为统一管理外汇、金银，管理国家外汇储备和黄金储备，制定人民币汇率。同年8月，国务院将国家外汇管理局划归中国人民银行领导。因此，此时的国家外汇管理局与中国银行总行彻底分开，但当时仍明确统一经营国家外汇的职能不变。1988年6月，国务院决定国家外汇管理局为国务院直属局级机构，由中国人民银行代管。1989年12月，国家外汇管理局升格为副部级单位，仍由

中国人民银行归口管理。^①

5. 建立国际收支统计制度

1980年我国恢复在国际货币基金组织的合法席位。按照国际货币基金组织的要求,我国于1980年试编了1980年的国际收支平衡表。1981年8月,原国家外汇管理总局会同国家统计局召开了国际收支统计工作会议,决定由原国家外汇管理总局承担编制国际收支平衡表,由此填补了我国国际收支统计的空白,建立起了国际收支统计制度。国际收支统计制度的建立有利于满足国家利用外资的需要,尤其是申请国际货币基金组织集团的长期低息优惠贷款。我国在1985年由国家外汇管理局公布了我国1982~1984年的国际收支概览,此后每年公布国际收支状况。

总体来看,这一阶段,外汇管理体制处于由计划体制开始向市场调节转变的过程,计划配置外汇资源仍居于主导地位,但市场机制的萌生和不断发展,对于促进吸引外资、鼓励出口创汇、支持国内经济建设发挥了积极作用。

(二) 外汇管理体制框架初步确定阶段(1994~2000年)

1994年,国家对外汇管理体制进行了重大改革,包括取消外汇留成制度,实行银行结售汇制度,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度,建立统一规范的外汇市场等。从1994年汇率并轨到中国加入世界贸易组织之前,中国的外汇管理体制改革主要包括以下层面的内容。

1. 取消外汇留成制度,实行银行结售汇制度

1994年,国家取消外汇留成制度,实行银行结售汇制度,这是我国外

^① 参见:吴念鲁.中国外汇储备研究——考量与决策[M].北京:中国金融出版社,2014,8:38.

汇管理制度的重大变革。

结售汇是结汇与售汇的统称。结汇是指境内所有企事业单位、机关和社会团体等取得外汇收入后,按照国家外汇管理条例的规定,将外汇收入按照银行挂牌汇率,出售给外汇指定银行,外汇指定银行给付本币。结汇分为强制结汇、意愿结汇和限额结汇等多种方式。强制结汇,是指所有外汇收入必须卖给外汇指定银行,不允许保留外汇;意愿结汇,是指外汇收入可以卖给外汇指定银行,也可以开立外汇账户保留,结汇与否由外汇收入所有者决定;限额结汇,是指外汇收入在国家核定的限额内可以不结汇,超过限额必须卖给外汇指定银行。售汇是指外汇指定银行将外汇出售给境内企事业单位、机关、社会团体或个人,以满足其对外支付的用汇需求。购买外汇的单位或个人可按照国家外汇管理条例规定,持有关证件、文件材料等,使用人民币到外汇指定银行购买所需外汇。

原《中华人民共和国外汇管理条例》规定,境内机构的经常项目外汇收入应当卖给外汇指定银行,或者经批准在外汇指定银行开立外汇账户。因此,我国采取的是强制结汇和意愿结汇两种形式,对一般中资企业经常项目外汇收入实行强制结汇,对年进出口总额和注册资本达到一定规模、财务状况良好的中资企业和外商投资企业实行限额结汇。

2. 人民币官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨

1994年汇率并轨之前,我国实行官方汇率与外汇调剂市场汇率并存的双重汇率制度。其中,官方汇率主要调节计划内的外汇收支行为,市场汇率主要调节计划外的外汇收支行为。双重汇率制度与社会主义市场经济体制建立之前,我国长期实行计划分配与市场调节并行的经济双轨制相一致,但方向是不断提高市场调节外汇收支行为的比重。

到汇率并轨前夕,使用官方汇率的外汇收支行为仅占到20%,使用市场汇率的比重(即外汇留成的比重)达到80%。其中,官方汇率实行的是有管理的浮动;市场汇率自1988年4月起开始自由浮动,直到1993年2月重新限价,并于当年7月再次放开限价。当时,还没有全国统一的外汇