

“十二五”国家重点图书出版规划

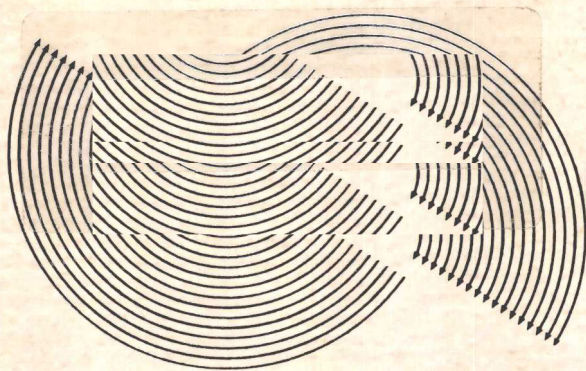


世 · 界 · 经 · 济 · 问 · 题 · 丛 · 书
SHIJIE JINGJI WENTI CONGSHU

亚洲的超额外汇储备

成因与风险

王三兴◎著



中国人民大学出版社

“十二五”国家重点图书出版规划



世界经济问题丛书
SHIJIE JINGJI WENTI CONGSHU

亚洲的超额外汇储备

成因与风险



中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

亚洲的超额外汇储备：成因与风险/王三兴著.

北京：中国人民大学出版社，2010

(世界经济问题丛书)

ISBN 978-7-300-13177-1

I. 亚…

II. 王…

III. ①外汇储备—研究—亚洲②外汇管理：风险管理—研究—亚洲

IV. F823.02

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 247943 号

“十二五”国家重点图书出版规划

世界经济问题丛书

北京市社会科学理论著作出版基金资助

亚洲的超额外汇储备：成因与风险

王三兴 著

Yazhou de Chao'e Waihui Chubei: Chengyin yu Fengxian

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 150mm×230mm 16 开本

版 次 2011 年 1 月第 1 版

印 张 15.5 插页 2

印 次 2011 年 1 月第 1 次印刷

字 数 203 000

定 价 38.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

前言

2005年9月，我考入中国人民大学世界经济专业攻读博士学位，师从德高望众的著名经济学家杜厚文教授。记得入学的第一周，杜老师就把我叫到了办公室，告诉我从博士一年级开始就要关注世界经济的几个重点问题，如能源短缺、世界经济失衡和新兴市场外汇储备增长。从那时起，我就开始搜集有关世界经济失衡和外汇储备增长方面的资料和数据，最终，我的博士论文选题就定为《东亚的过度外汇储备：原因与风险》，本书系在此论文基础上做一些修改和调整



而成，现由中国人民大学出版社出版。

从 20 世纪 90 年代开始，全球外汇储备规模不仅明显增加，而且出现了结构性变化，尤其是亚洲新兴市场的外汇储备增长引人注目。超额外汇储备及其在可预见未来难以逆转的增长趋势无疑是亚洲经济体融入世界经济体系，发挥比较优势，参与国际分工并与其他经济体分享分工收益的结果。当然，这种分工获得的收益部分取决于政府所推行的发展战略、汇率制度及外汇管理政策。早期的文献主要集中于讨论适度外汇储备需求如何决定，但时过境迁，传统的适度外汇储备规模理论已远远不能解释新兴市场的外汇储备存量。显然，对适度外汇储备的标准基于新经济背景进行重新审视并界定不足、适度及超额外汇储备规模不仅必要，而且为进一步研究其形成的原因及带来的潜在风险奠定了重要的基础。

对亚洲部分经济体外汇储备规模在金融危机后的变化进行分析的结果表明，这个过程主要以从不足或适度的外汇储备走向超额外汇储备为特征。即使从其他角度（如预防外部突然冲击导致产出下降所确定的适度外汇储备规模模型和传统的一些比例法）衡量亚洲目前的外汇储备规模，其实际数值也超过了模型所能解释的范围。

在确定亚洲经济体已经储备超额外汇资产的前提下，本书还基于国际收支平衡表分析了超额外汇储备资产的来源。本书重点关注的是超额外汇储备对国内经济发展的制约作用和对世界经济产生的深远影响。近年来，持有超额外汇储备的亚洲经济体大都面临着本币升值压力，并伴随有流动性过剩及潜在（或已经显现）的通货膨胀病症。假设货币当局为减少由外汇占款引起的流动性过剩而实行对冲操作，不仅干预的效果值得怀疑，而且货币政策的独立性还会受到侵害。如果主要储备货币发行国——美国为挽救由其他因素（如次贷危机、双赤字无以为继、信用危机）引起的经济衰退而实行宽松的货币政策，则流动性过剩的高外汇储备国家在货币政策操作上将陷入两难困境。此时，为保持与美国政策协调而实行宽松的货币政策将会引发进一步的流动性过剩和资产价格膨胀；若为抑制流动性过剩和控制通货膨胀而实行从紧的货币政策又会导致国际利

差缩小，诱发更多资本流入，进而外汇储备规模继续扩大。此外，在本币升值的背景下，如果亚洲新兴市场不能改变出口产品结构，则依靠贸易推动经济增长的经济体可能会陷入长期衰退的阴影之中。

此外，亚洲的超额外汇储备规模是全球经济不平衡发展的结果。然而，具有讽刺意味的是，恰恰是这些外汇资产在主要储备货币发行国和超额外汇储备国之间的循环流转维系了世界经济的不平衡发展。但这种资金循环链条可能随时断裂，世界经济发展也会就此陷入衰退——循环流转的外汇资产规模越大，断裂时产生的冲击力就越大（美国的次贷危机已经证明了这一点）。

本书的出版首先要感谢我的导师杜厚文老师，正是杜老师的谆谆告诫、鞭策和督促给了我出版本书的信心和动力；其次，我要感谢中国人民大学出版社的马学亮老师，马老师认真负责，给了我很大的帮助和启发；最后，还要感谢中国人民大学出版社为本书的出版和发行所做的工作。

本书的出版得到了北京市社会科学理论著作出版基金和教育部人文社科项目（09YJC790008）的资助，在此表示感谢！

由于本人水平有限，书中错误和不妥之处在所难免，敬请各位同行批评指正！

王三兴

2010-12-12

目 录

第一章	导论	(1)
1.1	选题的背景和意义	(1)
1.1.1	问题的提出	(1)
1.1.2	理论意义	(3)
1.1.3	实践意义	(4)
1.2	适度外汇储备规模的理论文献综述	(5)
1.2.1	国际储备、外汇储备与适度 (外汇) 储备	(5)
1.2.2	适度外汇储备文献研究内容和 进展的综述	(7)
1.2.3	总结和评论	(19)
1.3	研究方案	(22)
1.3.1	研究范畴、思路和框架 ...	(22)
1.3.2	主要研究内容和方法	(26)

	1.3.3 研究的难点和创新点	(31)
第二章	全球视角下的亚洲地区外汇储备规模	(35)
	2.1 亚洲金融危机后世界外汇储备格局的 结构性变化	(35)
	2.1.1 全球外汇储备规模的剧增	(35)
	2.1.2 外汇储备的结构性变化	(36)
	2.1.3 世界外汇储备的结构性变化对 国际金融体系的影响	(39)
	2.2 改革开放后中国外汇储备规模的变化	(40)
	2.2.1 1978—2007 年中国外汇储备规模 增长路径	(40)
	2.2.2 对中国外汇储备规模的研究观点 汇总	(42)
	2.2.3 对未来中国外汇储备增长规模的 预测	(43)
	2.2.4 中国外汇储备规模的特殊性	(44)
	2.3 亚洲地区适度外汇储备规模的界定	(45)
	2.3.1 影响亚洲外汇储备规模判断的 几个重要因素	(45)
	2.3.2 亚洲外汇储备适度规模的讨论	(51)
	2.4 本章小结	(73)
第三章	亚洲超额外汇储备的来源及成因	(74)
	3.1 基于交易背景下的外汇储备来源	(74)
	3.1.1 国际收支顺差	(74)
	3.1.2 国际信贷中的债权	(75)
	3.1.3 干预外汇市场所得外汇	(75)
	3.2 亚洲超额外汇储备的来源	(76)
	3.2.1 亚洲地区国际贸易的发展	(78)
	3.2.2 亚洲地区资本流入的状况	(79)
	3.2.3 亚洲主要经济体的外汇储备来源	(81)

	3.2.4 亚洲主要经济体外汇储备来源的 比较	(87)
	3.2.5 对亚洲外汇储备来源的反思	(88)
	3.3 亚洲超额外汇储备的成因分析	(89)
	3.3.1 超额外汇储备的主观成因	(90)
	3.3.2 超额外汇储备的客观成因	(96)
	3.4 本章小结	(105)
第四章	超额外汇储备、货币错配与金融风险	(106)
	4.1 发展中国家的货币错配及形成原因	(106)
	4.2 货币错配测度方法与指标	(108)
	4.3 货币错配与亚洲金融危机	(111)
	4.3.1 货币错配与金融风险	(111)
	4.3.2 债务性的货币错配与亚洲金融 危机	(113)
	4.4 亚洲的超额外汇储备、债权性货币错配与 金融风险	(116)
	4.4.1 亚洲经济体钉住美元汇率引起的 道德风险	(119)
	4.4.2 货币当局在国际资本和外汇市场 陷入两难境地	(119)
	4.4.3 国际主要货币汇率变化使得亚洲的 货币错配更为复杂	(121)
	4.4.4 亚洲超额外汇储备凸现了全球性 金融风险	(123)
	4.5 亚洲主要经济体的债权性货币错配测度	(124)
	4.5.1 一个改进的货币错配测度方法	(124)
	4.5.2 对亚洲货币错配测度的反思	(128)
	4.6 本章小结	(130)
第五章	超额外汇储备、汇率稳定与流动性对冲	(132)
	5.1 超额外汇储备、流动性过剩与货币政策	(132)

	5.1.1 超额外汇储备、流动性过剩与 通货膨胀	(132)
	5.1.2 中国的流动性过剩与货币政策	(136)
	5.1.3 政府债券、央行票据两种对冲 工具的比较	(139)
	5.1.4 中央银行发行票据对冲流动性的 风险	(142)
	5.2 对冲、税收与通货膨胀：一个简单的 理论模型	(143)
	5.3 对冲、稳定汇率与货币政策	(146)
	5.4 对冲干预系数的理论推导	(151)
	5.5 美联储、高外汇储备国央行与铸币税	(156)
	5.6 本章小结	(160)
第六章	超额外汇储备、全球不平衡及其可持续性	(161)
	6.1 全球失衡视角下的亚洲超额外汇储备	(161)
	6.1.1 超额外汇储备是全球经济不平衡 发展的结果	(161)
	6.1.2 外汇储备资产流动过程中的利益 分配不平衡	(167)
	6.2 全球经济失衡原因的多种理论解释	(169)
	6.2.1 资本投资收益差距论	(169)
	6.2.2 新布雷顿森林体系下的美元中心论	(170)
	6.2.3 资产组合假说	(171)
	6.2.4 不平衡实体经济理论假说	(172)
	6.3 全球不平衡发展 ——“双核”经济增长模式的可持续性	(175)
	6.3.1 中国经济增长模式面临转变	(175)
	6.3.2 美国双赤字难以持续	(176)
	6.4 各种调整方案及其评价	(177)

	6.5 本章小结	(178)
第七章	从过度走向适度：积极管理和失衡纠正	(180)
	7.1 积极管理：新加坡和挪威的经验	(180)
	7.1.1 新加坡的外汇储备积极管理模式 ...	(181)
	7.1.2 挪威的外汇储备积极管理模式	(184)
	7.1.3 新加坡、挪威两种管理模式的比较	(185)
	7.1.4 亚洲其他经济体的外汇储备管理模式	(186)
	7.2 中国外汇储备的积极管理： 成本、收益及风险	(189)
	7.2.1 发行特别国债能减少国内流动性 过剩吗？	(189)
	7.2.2 CIC 的运作模式及对中国经济的影响 ...	(191)
	7.2.3 CIC 的投资目标及存在的问题	(193)
	7.3 主权财富基金对全球市场的冲击和 稳定作用	(194)
	7.4 纠正经济发展失衡：内外并举	(197)
	7.4.1 亚洲增长模式和内外政策的调整	(198)
	7.4.2 中国经济结构和发展战略的调整 ...	(199)
	7.4.3 国际货币体系的重构	(202)
	7.5 本章小结	(203)
	附录 1 世界及地区外汇储备 规模变化 (1960—2007)	(204)
	附录 2 亚洲主要经济体的外汇储备 规模 (1990—2007)	(208)
	附录 3 亚洲经济体的主要宏观经济 数据 (2000—2008)	(210)
	附录 4 亚洲部分经济体的广义货币 增长率 (2001—2006)	(213)



附录 5 亚洲部分经济体的 总外债（1995—2005）	（216）
参考文献	（218）

第一章 导 论

1.1 选题的背景和意义

1.1.1 问题的提出

自 20 世纪 90 年代开始,发展中国家的外汇储备规模增长速度开始加快。进入 21 世纪后,这一现象更为显著,其中尤为突出的是亚洲新兴市场外汇储备规模的扩大,这个地区外汇储备总规模的增长不仅远高于发达国家,也比其他地区的新兴市场增长快。据摩根士丹利研究报告,截至 2007 年 8 月底,全球外汇储备(包括外汇和黄金)已达 6 万亿美元,其中约 2/3 集中在亚洲(主要是东亚)地区,石油出口国拥有大约



8 500 亿美元外汇储备，欧佩克持有 3 600 亿美元外汇储备，俄罗斯持有 3 100 亿美元外汇储备。东亚的中国和日本拥有超过 2 万亿美元的外汇储备^①。

亚洲外汇储备规模的增长已经引起了全世界的高度关注，这种关注更多的是与经济、金融高度一体化的世界经济的持续稳定运行联系在一起。正如英国《经济学家》杂志中刊载的一篇文章《如果（欧洲）央行不愿干预外汇市场，为什么它们还持有大量的外汇储备？》^②所暗含的意义，如果成熟市场的欧洲央行尚且如此，那么大都处于发展阶段的持有更多外汇资产的亚洲地区货币当局的行为更是引人瞩目。

亚洲国家或地区持有的外汇储备规模超额了吗？如果超额了，是按照什么标准衡量的？这既是我们要问的问题，也是本书论述的基点。在确定亚洲外汇储备处于超额的状态下，超额储备外汇的原因就值得我们思考，即相对于其他国家和地区，这个地区为什么拥有巨额的外汇储备资产？是什么特殊的原因导致了这种情况的出现？另一个重要问题就是超额外汇储备将给国内和地区宏观经济运行甚至世界经济发展带来哪些风险？

确实，政治家和学者并不关心外汇储备本身，而是关心这些巨额外汇储备的来源、货币当局保持超额外汇储备的原因以及由这些外汇储备转化来的主权财富基金的流动方向。显然，亚洲保有的巨额外汇储备资产至少有一部分是美国贸易赤字不断扩大的结果。而在资本流动速度加快、规模扩大、方向易变的全球化时代，金融危机发生的概率提高，传统上外汇储备主要针对经常账户的观念也需要扭转，用防止资本账户的波动及由此引发的后果可能更容易解释亚洲政府累积外汇资产的愿望。目前，我们对由超额外汇资产形成的主权财富基金的投资方向和规模及对全球金融市场的冲击还不能做出准确的判断，但这肯定是重塑全球金融新格局和新秩序的开始。

① 引自《全球官方储备突破 6 万亿美元》，载《国际金融报》，2007-11-13。

② *Economist*, Vol. 356, No. 8189, September 23, 2000, p. 89.

从表面看,亚洲高额的外汇储备似乎是给亚洲各个经济体安装了一道防火墙,但其本质却是内外经济(主要是内部经济)发展失衡的结果,而这种结果又可能转化为亚洲经济发展失衡的原因,进而形成一个恶性循环。这种结果带来的不利影响主要体现在以下几个方面:巨额外汇储备所导致的流动性过剩和通货膨胀风险;货币错配风险;货币当局冲销政策的总体无效性及对独立货币政策的侵害。巨额外汇储备对经济发展的负面作用已经引起各国政府的关注,分散这些外汇资产和降低外汇储备增长速度成为亚洲各国政府新的宏观调控目标。

对于存在超额外汇储备资产的亚洲新兴经济体,中国的情况更为特殊,这不仅是因为其全球第一的外汇储备规模,而且还因为它是亚洲的一个发展中大国,与其他小型开放经济体及日本的情况有很多不同。这些都决定了在探讨中国超额外汇储备的规模、原因和风险时,必须有一个特定的视角。近年来,中国政府和学术界也在探讨其巨额外汇储备所带来的种种问题,所提出的建议和方案更是林林总总,对此进行总结、评述将是一件极有意义的工作。

1.1.2 理论意义

国际上有关外汇储备的文献主要研究其适度规模与储备结构。目前,影响较大的外汇储备规模理论主要有比例分析法、成本—收益分析法(机会成本说)、定性分析法、储备需求函数分析法(回归分析法)以及货币供给决定理论。这些理论主要是从不同角度研究如何保持适度的外汇储备规模,它们都有各自的独特优势,又有不足之处。从现实情况看,由于各国情况不同,发展阶段不同,市场经济发展及对外经济交往程度不同,因此对外汇储备的要求也不同,在不同的时间既可能出现外汇储备不足,也可能超额储备外汇。而一个国家外汇储备水平究竟保持多少为适度,保持多少为不足或超额并不存在一个确切的衡量标准,有时也难以用模型量化。即使就外汇储备的结构来说,其标准也应该随一国所处的国际经济环境、发展阶段及

宏观目标而定。

目前，有不少学者认为亚洲新兴国家的外汇储备已从亚洲金融危机前的不足转向超额，并可能产生新的经济和金融风险。抛却超额外汇储备的直接经济效率损失^①不说，过高的外汇储备会造成货币和财政政策的效力损失，会导致利率、汇率、通货膨胀率以及社会总产出水平等各种宏观经济变量之间的激烈冲突（武剑，1998），对于处于发展阶段的亚洲开放型新兴市场更是如此。显然，对适度外汇储备规模的标准进行重新审视并进而界定亚洲是否存在超额外汇储备，不仅可以丰富外汇储备规模理论，也为进一步系统地研究超额外汇储备形成的原因及可能带来的宏观风险奠定了重要的基础。

1.1.3 实践意义

亚洲外汇储备持续增长的趋势可能在短期内还会持续下去，超额外汇储备不仅增加了这一地区货币升值的压力，加剧了国内金融市场流动性过剩的局面，制约了央行货币政策的独立性，加大了宏观经济政策内外平衡的压力，而且也对超额外汇存量的管理和运用提出了更高的要求。亚洲的超额外汇储备对内外经济的冲击已经引起了国内外众多学者的关注。

对中国来说，其巨额外汇储备所带来的压力不止如此，如何实现外汇储备规模与内外经济发展目标及实际贸易情况更加匹配（即如何保持适度规模的外汇储备和合理的储备结构），如何有效回避风险，实现保值和增值，成了当前最为迫切的重大现实课题。然而，对于开放条件下中国外汇储备的需求、规模及其运用，无论是理论界还是政府主管部门都存在很多的争论。合理界定适度的外汇储备规模，分析超额外汇储备形成的原因和机制，全面探讨超额外汇储备对宏观经济和金融的稳定发展所造成的风险，对于亚洲地区尤其是中国的外汇储备投资管理将具有极大的实践意义。

^① 即通常意义上持有外汇储备资产的机会成本，参见武剑（1998）、张曙光等（2007）的测算。

1.2 适度外汇储备规模的理论文献综述

1.2.1 国际储备、外汇储备与适度（外汇）储备

国际储备是一国货币当局为弥补国际收支逆差、维持本国货币汇率的稳定以及应对各种紧急支付而持有的，为世界各国所普遍接受的资产。单从传统国际储备的功能上看，一国的国际储备相当于一个家庭的储蓄和一个公司所保持的流动资金，其给外界传递的信息就是该国政府有多大能力偿付到期外债和维持其货币购买力，对本国公民来说则是该国政府能在多大程度上平滑进出口以保持经济稳定发展。在一些经济文献中，国际储备有时又被称为“国际清偿力”^①，但事实上，两者是有区别的。^② 狭义的外汇储备是一国货币当局持有的国际储备货币，但它只是国际储备资产的一部分，黄金储备、SDRs 和基金组织的储备头寸都担当了同样职能。^③

在金本位时期，黄金还是最主要和最重要的储备资产，第二次世界大战结束后，随着金本位制度被布雷顿森林体系所取代，黄金在国际储备资产中的地位也逐渐被外汇资产所替代。在 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃及黄金“非货币化”^④ 后，外汇资产在国际储备中的地位进一步提高。^⑤ 但国际储备理论研究并没有像国际储备结构变迁那样从黄金储备到外汇储备，而是一直把组成国际储

① 如 P. B. Kenen, 1960, “International Liquidity and the Balance of Payments of A Reserve-Currency Country”, QJE, Vol. 74, No. 4; R. Clower etc, 1968, “The Present State of International Liquidity Theory”, AER, Vol. 58, No. 2; 等等。

② 从内容上看，国际清偿力的范围要比国际储备大；从性质上看，国际清偿力的使用是有条件的；从数量上看，国际储备只是国际清偿力的一部分。

③ H. R. Heller (1966) 也从国际储备的功能上得出了其由外汇资产、黄金、SDRs 和基金组织头寸所组成。

④ 参考 1978 年 4 月 1 日生效的《国际货币基金协定》第二次修正案第十八章第三节部分。

⑤ 或许出于这个原因，一些文献在对 20 世纪八九十年代金融危机决定因素的实证研究中都剔除了黄金 (R. Flood, et al., 2002)。