

国际金融系列书

发展中国家 国际储备需求研究

GUOJI JINRONG XILIESHU

马之骥 著



华东师范大学出版社

国际金融系列书



发展中国家

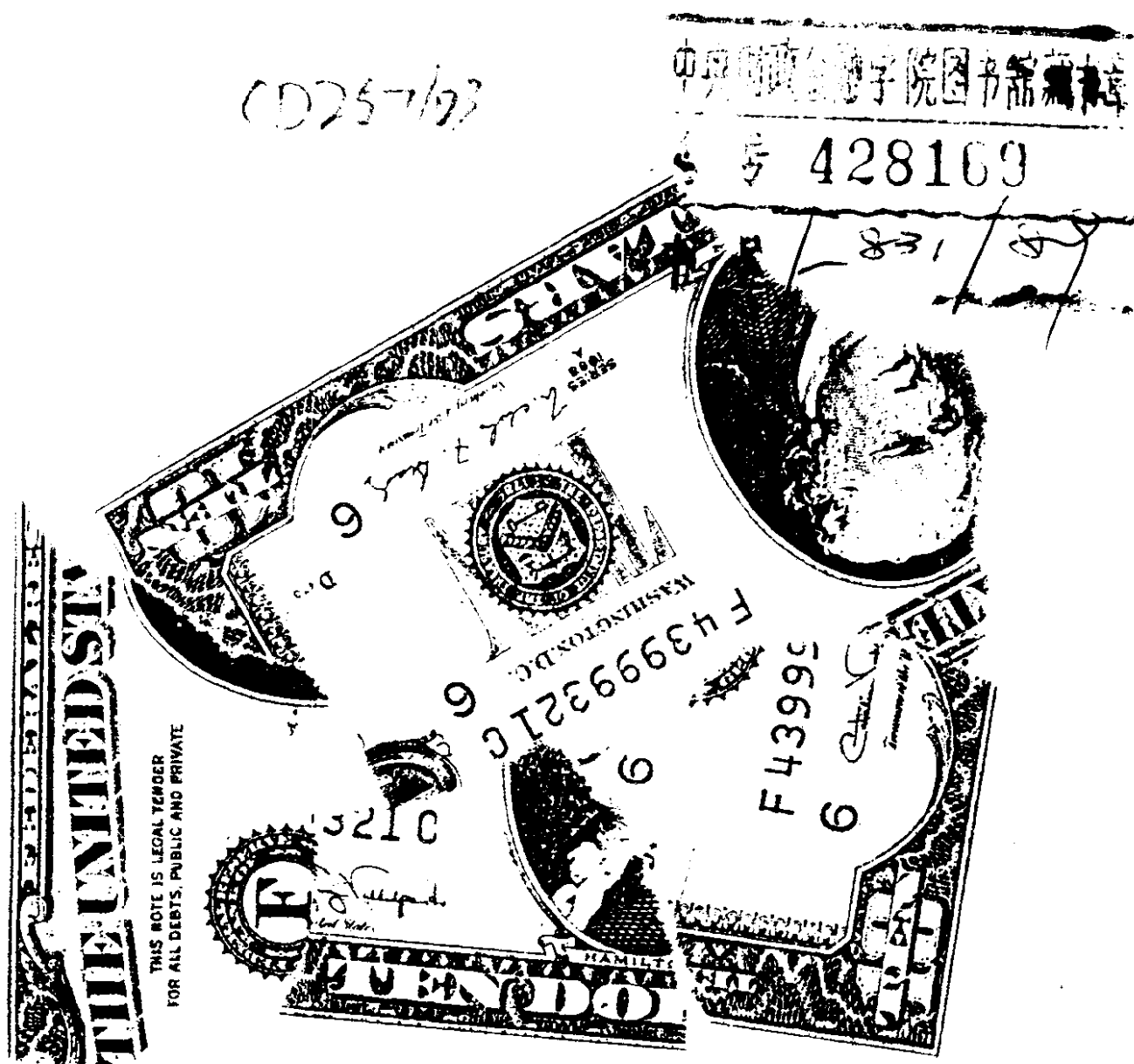
马之驹 著

国际储备需求研究

CD25-1/23

中央财经大学图书馆藏书

号 428169



华东师范大学出版社

(沪)新登字第201号

发展中国家国际储备需求研究

马之驹 著

华东师范大学出版社出版发行

(上海中山北路3663号)

邮政编码: 200062

新华书店上海发行所经销

浙江大学印刷厂印刷

开本: 850×1168 1/32 印张: 5.5 插页: 2 字数: 150千字

1994年6月第一版

1994年6月第一次印刷

印数: 1,500本

ISBN7-5617-1124-7/F·042

定价: 7.20元

序

早在1992年热那亚会议上，学术界和官方人士就非常重视国际储备的充分性和储备的增长问题。国际储备的数量究竟应有多少？储备数量究竟应按什么样的速度增长？这对世界经济和国际金融有着重大的影响，对一个国家也有重大的关系。国际储备不足，往往引起对外支付危机，储备过多，则会影响一国的经济发展，因此需要确定国际储备的适当水平。这就要估计影响储备的各种因素，究竟哪些因素决定国际储备的需求？实际上，影响储备需求的因素十分复杂，不仅有经济方面的原因，而且有政治因素和国际因素的作用。即使单从经济方面考虑，究竟以什么标准作为确定最适度储备的标准，也是众说纷云。马之驷教授编写的这本专著从十个方面探讨影响发展中国家国际储备需求的因素，条分缕析，深入浅出，颇为详尽。但最适度储备量是一个困难问题，在理论上和实践上都还难得出一个比较一致的结论。本书对这个问题进行了定性分析和定量分析，读者可以从中得到新的启发。由于影响一国储备需求的因素很多，而这些因素并不是一成不变的，所以适度储备水平是一个经常变动的流量，要使储备持有额恰好等于适度储备量，不仅理论上概率极小，而且实际操作上也很困难，因而作者还论述了储备需求目标区的设想，以使各国金融当局更灵活地管理储备，这是很有现实意义的。

本书的一大特点是着重理论联系实际。作者用了一半篇幅阐述中国的国际储备需求问题。随着我国对外经济的发展，这个问题显得越来越重要了，但国内至今仍缺乏比较系统的研究，本书

填补了这一空白，并对一系列重要问题提出了精湛透辟的见解，特别是，作者在对中国国际储备需求进行系统分析后得出结论说，在确定储备水平时必须将比例法、成本—收益法和回归分析法结合使用。这个论断是很正确的，足以启人心智。实证研究表明，确定适度储备水平的三种方法各有其优点，也各有所偏，因此，将三种方法结合使用来测定中国国际储备的需求水平，这是比较科学的。

综观全书，结构严密，论证充分，既有学术价值，又有实践意义，可读性强，确是一项值得重视的学术成果。本书的出版，对国内研究国际储备问题，特别是对中国国际储备问题，将会起一定的推动作用。

陈彪如

1993年7月7日

前 言

国际储备问题是国际金融领域内的重大课题之一，对它的研究国外在50年代就已开始，60年代和70年代期间已出现了不少论著，包括对国际储备的供给和需求，国际储备需求水平的适度性以及国际储备资产的管理等各个方面的研究和探讨。研究的重点当然也随时间的推移而有所转变和发展：即从定性分析转向定量分析；从国际储备的供给转向国际储备的需求；从全球储备总量分析转向国别储备总量分析。从国外有关文献来看，对国别研究又多偏重于工业发达国家。自70年代以来，对发展中国家虽有所重视，但论著仍为数不多。

我国国内有关国际储备问题的研究，起步很晚。随着我国经济改革和对外开放的进展，涉外经济事务日益增多，举凡国际收支、汇率和外债等问题无不与国际储备发生密切关系，国际储备问题显得日益重要。本书选择发展中国家的国际储备需求和国际储备资产管理作为研究对象，兼论我国关于这方面的问题，并有幸列入国家教委博士点科研项目。但由于本课题内容比较复杂，涉及面较广。资料的搜集也有不少困难，参加的编写人员因种种原因经过几次调整，而学校的教学任务繁重，以致编写工作进展缓慢，迟至今日始得脱稿。

本书着重以定性和定量两个方面分析和探讨发展中国家国际储备需求适度性理论和国际储备资产管理的一般原则，然后再根据有关理论从定性和定量两方面，结合我国的具体情况，分析和试图测算我国国际储备需求水平的适度规模以及我国国际储备资

产的管理问题。本书试图将理论与实际相结合，作为一次尝试。希望抛砖引玉，能引起学术界和有关业务部门的重视，便于今后进一步对此问题进行深入的研讨。但作者限于水平，缺点错误在所难免，尚希读者不吝指正。

本书在编写过程中，得到编写小组成员李振强、黄晓纲、刘红忠、欧阳向军等同志的大力协作。在此表示诚挚的谢意。国家外汇管理总局政策研究室王令芬同志，中国银行上海分行国际金融研究所前所长周祥生同志、外汇管理局上海分局余航同志对本书中国部分的一些情况和问题也提供了热心的帮助和许多宝贵的建议，在此也一并表示感谢。

马之驷

1992年7月于复旦大学

目 录

序.....	陈彪如
前言.....	(3)
第一章 发展中国家国际储备需求的一般阐述.....	(1)
第一节 国际储备与国际储备需求.....	(1)
第二节 发展中国家国际储备的作用.....	(3)
第三节 发展中国家国际储备的特点.....	(5)
第二章 影响发展中国家国际储备需求的因素.....	(8)
一、国际收支差额	(8)
二、汇率制度的选择	(12)
三、融资能力	(13)
四、国际收支调节政策的成本和效果	(15)
五、对外经济合作和国际政策协调	(16)
六、在国际储备体系中的地位及其管理效率	(16)
七、持有储备的机会成本	(18)
八、对经济增长和当期收入水平的偏好	(19)
九、财富效应	(20)
十、其它国际收支调节手段的运用	(20)
第三章 发展中国家国际储备需求水平的适度性.....	(21)
第一节 发展中国家国际储备需求水平的适度性 及其决定.....	(21)
一、国际储备需求水平适度性的含义	(21)
二、适度储备需求水平的决定	(24)
第二节 确定储备需求目标区的可能性与现实性.....	(27)

附录	定性分析国际储备需求适度性的一种预测方法 ——质量分析法·····	(29)
第四章	国际储备需求水平的测算：定量分析法·····	(31)
第一节	比例分析法·····	(31)
一、	比例分析法的提出·····	(31)
二、	比例分析法的缺陷·····	(33)
第二节	储备需求函数·····	(37)
一、	储备需求函数的三种模式·····	(37)
二、	对发展中国家储备需求函数的初步评价·····	(40)
第三节	成本—收益分析法·····	(45)
一、	成本—收益分析法的一般概念·····	(45)
二、	对现有模型的初步评介·····	(47)
附录	1. 海勒模型中公式的推导过程·····	(52)
	2. 兰戴尔—米尔斯夫人的成本最小法简介 ·····	(54)
第五章	中国国际储备需求的定性分析·····	(56)
第一节	中国国际储备的变动情况及其特点·····	(56)
第二节	中国国际储备变动的原因及其影响·····	(59)
第三节	影响中国国际储备需求的其它因素·····	(62)
第六章	中国国际储备需求的定量分析·····	(65)
第一节	比例分析法在决定国际储备需求水平中的 运用·····	(65)
第二节	成本—收益法在决定国际储备需求水平中 的运用·····	(67)
一、	海勒的成本—收益法在中国的运用·····	(67)
二、	阿格沃尔的成本收益法在中国的运用·····	(69)
第三节	回归分析法(储备需求函数)在决定国际 储备需求水平中的运用·····	(72)
一、	因变量的选择与数据的处理·····	(72)

二、回归模型的建立及回归结果	(77)
三、检验	(81)
第四节 三种定量分析法的比较和初步结论	(83)
一、比率法、成本—收益法和回归分析法的比较	(83)
二、中国国际储备需求定量分析的初步结论	(86)
第七章 国际储备资产的管理	(93)
第一节 国际储备管理的一般阐述	(93)
一、国际储备管理的内容	(93)
二、国际储备管理的目标	(95)
三、国际储备管理的一般原则	(96)
第二节 国际储备的宏观管理	(97)
一、国际储备的职能实现与宏观效应	(97)
二、适度国际储备水平的意义	(100)
三、适度国际储备水平的维持	(102)
第三节 国际储备的微观管理	(105)
一、确定国际储备资产的构成	(105)
二、黄金储备的管理	(110)
三、外汇储备资产的管理——储备币种分配	(114)
四、外汇储备资产的管理——同一币种的资产组合	(126)
附录 1. 资产选择理论在币种分配上的应用	(129)
2. 储备资产币种组合的计算	(132)
第八章 中国国际储备管理的历史与现状	(135)
第一节 中国国际储备的特点	(135)
一、中国国际储备的构成	(135)
二、中国国际储备的历年变动状况	(138)
第二节 中国国际储备管理的特点	(139)
一、中国国际储备管理体制的沿革和现状	(139)
二、储备总量目标的随机性管理	(141)
三、具有外汇管理色彩的外汇储备管理	(142)

四、落后的国际储备资产管理.....	(143)
第九章 中国最佳国际储备管理探讨	(145)
第一节 管理体制的健全	(145)
一、中央银行管理国际储备是经济发展的客观要求.....	(145)
二、国际储备管理体制的建立和运行.....	(148)
第二节 中国适度储备需求水平的确立和维持 ...	(150)
一、适度储备需求水平的决定和持有.....	(150)
二、适度储备需求水平的维持	(153)
第三节 中国国际储备资产的管理	(155)
一、中国国际储备资产的构成.....	(155)
二、中国外汇储备的币种分配.....	(157)

第一章 发展中国家国际储备需求的一般阐述

第一节 国际储备与国际储备需求

国际储备是指一国在对外收支发生逆差时，金融当局可直接利用或有保证地通过同其他资产的兑换，以弥补国际收支逆差和保持汇率稳定的一切普遍被接受的资产。^① 这些资产通常包括黄金、可自由兑换的外汇或储备货币、在国际货币基金组织（以下简称 IMF）中的储备头寸和特别提款权（以下简称 SDR）。（以上所列的资产只就参加 IMF 的会员国而言——编者注）国际储备与国际清偿力也有区别，后者是指一国获得国际结算的能力。在原则上可以用它为一国国际收支逆差融通资金而无需求助于政策的调节。因此，它不仅包括惯用的储备资产形式，而且也包括以下四个方面：即 1. 从国际金融机构和国际金融市场借款的能力；2. 商业银行持有的外汇资产；3. 一国发生国际收支逆差时，外国人持有其货币的意愿；4. 利率提高或利率期限结构的变化，在没有发生不利的国内影响的条件下，对于鼓励资金内流的程度。可见，在内涵上，国际清偿力比国际储备为广。国际货币基金组织就认为，就一国而言，国际清偿力既包括现有的国际储备，也包括一国向外借款的能力。^② 西方经济学家曾用三个同心圆来表示^③，如下图 1—1 所示：

①《十国集团报告》，1965 年，第 22 页。

②国际货币基金组织 1982 年年报，第 60 页。

③参阅 C.F. 伯格斯顿和 G.T. 威廉姆主编：《国际经济政策中的主要问题》，1973 年英文版。

位于同心圆核心的是一国政府当局的自有国际储备(L_1)；位于第二圈的资产(L_2)包括该国政府的无条件提款权以及借入的储备；位于同心圆最外一圈的资产(L_3)包括，在必要时金融当局从私人部门可迅速得到的短期外汇资产以及一国对外的长期债权（主要是私人部分）。 L_1 和 L_2 直接归政府当局使用，但 L_2 的使用或多或少地受它国政府或国际货币基金组织的限制。 L_3 则属于私人部门的资产，即便为政府使用，也是间接的清偿力。

对这两种概念的区分对研究发展中国家的国际储备需求问题是有意义的。

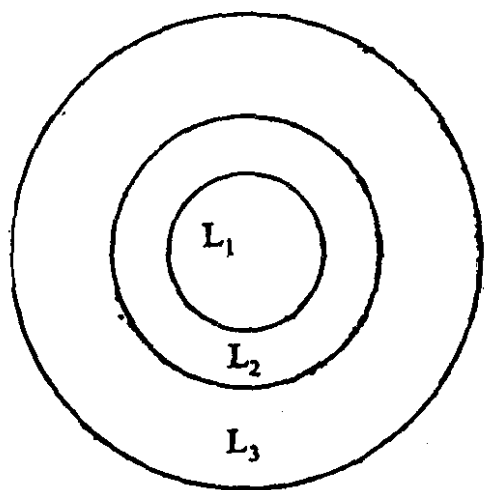


图 1-1

在分析发展中国家（以下简称LDCS）的国际储备需求之前，还有必要区分要求(desire)、需要(need)和需求(demand)这三个概念。要求是指预期或满意的想象，是一种表示感情的心理概念。在其他条件不变的情况下，任何有经济理性的人都会对市场上有效用的东西产生无止境的要求。需要则暗含当所需的物体在适当的时间内不能得到时，可能产生的某些确定的，通常是不良的后果。需求是指为了获得所需物体而付出一定代价的愿意程度。

对于国际储备问题来说，区分以上这三个概念是至关重要的。国际储备的要求当然是越多越好。例如，国际储备的作用可以显示经济实力，提高信誉，甚至是为了储存资金增加积累，如果仅仅是为了这些目的，而又不会产生消极作用，那么，国际储备的要求可以是无止境的，然而在实质上，这种要求纯粹是一种心理上的要求和感觉上的满足。国际储备的需要是反映一种国际储备与一国经济正常运行的关系，客观的预防性和依赖性关系。例

如，国际储备的作用在于应付非正常或意外开支，或者说，出口产品中，初级产品占很大比例的国家需要更多的储备时，这实际上是指国际储备的客观需要问题。至于国际储备的需求是指持有储备和不持有储备的边际成本的平衡，亦即在一定的储备水平下，边际成本和边际收益的均衡。持有储备的净成本越高，对储备的实际需求就越低。

由于储备要求主要是一种非经济理性行为，因此不在本文讨论之列。储备需要可以很客观地由一些变量来表示，和国际收支逆差与储备需要呈正相关，持有储备的机会成本与储备需要呈反相关等。储备需求则不仅要考虑客观因素的作用，而且还要受到主观偏好的影响。因此，即使一国储备的持有额足以满足其储备需要，储备需求也可能大于或小于现有的储备额，从而不能达到均衡。本文主要是考虑兼受客观和主观因素影响的 LDCS 储备需求问题。

第二节 发展中国家国际储备的作用

由于 LDCS 国家的国情不尽相同，它们持有储备的作用当然也不会完全一样，但一般来讲，主要有以下四个共同点：

1. 弥补国际收支逆差，保证国际支付能力

一般认为，LDCS 在面临国际收支逆差时，有两种平衡机制可供选择：一是通过减少储备或增加资本内流的融资方式来弥补国际收支逆差，维持原有的经济增长率；二是采取一系列调节政策的措施（如缩减国内需求的支出变化政策，调整汇率的支出转换政策等），提高出口对进口的相对能力，以实现有利于国际收支平衡的资源再分配。此外，又通过直接管制（如外汇管制、进口管制）可强制性地减少外汇支出。但这只能暂时使国际收支逆差由显性转变成隐性，不能从根本上解决国际收支问题。

由此可见，国际储备在一国国际收支发生困难时能起“缓冲器”的作用。储备的缓冲作用能使一国避免采用不利于国内经济发展的调节政策；在一国国际收支情况持续恶化、面临根本性不平衡时，又可以利用来缓和调节过程或将调节政策分散在一个最适当的时期，从而减少因采取紧急行动而付出的代价。

2. 维持本国货币汇率

从一定意义上讲，一国中央银行持有的国际储备资产，特别是外汇储备，可以表明一国干预外汇市场和维持汇率的能力。然而，储备的干预作用要以充分发达的外汇市场和本币的自由兑换为前提。LDCS 则并不具备或不完全具备这些条件。因此，在 LDCS，运用储备支持本币汇率的作用在一定程度上要受到限制。

3. 加固和增强一国的资信

国际储备作为一种普遍接受的国际支付手段，代表对实际资源的要求权。一国利用储备进口商品和劳务时，可以增加国内就业，促进经济增长，因此，储备在一定程度上可以看作是一国经济实力的象征。同时，储备也可以作为国家从国外借款的保证，增强一国的资信，鼓励国外资金的内流，以提高国内生产能力。实际上，一国持有储备的多少，正是国际银行贷款时评估一国风险的重要指标。

4. 贮存资金，增加积累

这是 LDCS 国际储备所发挥的一种特殊作用。由于许多 LDCS 出口都是不可再生的矿产资源，当资源耗尽时，外汇来源也将枯竭。因此，LDCS 就用储备形式积累外汇资金，并用之投资于流动性较强的资产，以获取外汇利息收入。此外，由于外汇短缺，LDCS 经常对进口需求作出计划安排，并以储备形式积累资金，在达到一定规模时，即用之于经济的发展。

第三节 发展中国家国际储备 的特点

发展中国家作为一个整体，对国际储备的需求具有不同于发达国家（简称DCS）的特点，主要可概括为以下几个方面：

1. 在发展中国家，国际储备与国际清偿力的区别不大，特别是对低收入的发展中国家来说，它们的商业银行持有的外汇资产很少，货币的清偿能力差，汇率也经常下跌，资金内流对利率的变动缺少弹性，国内金融市场也不发达或不够健全完善，资信也低，进入国际金融市场的筹资能力有限。这些因素都导致LDCS拥有的国际清偿力大大少于DCS。因此，发展中国家的国际清偿力主要是其金融当局持有的一般惯用的国际储备资产。换句话说，也就是对国际储备资产而非对国际清偿力的需求。

2. 发展中国家经常项目收支长期出现逆差，其储备资产的增长很难来自国际收支的顺差。因而借入储备在它们的国际储备资产中所占的比例较大，其储备资产具有内在的不稳定性。在它们的储备资产构成中，黄金储备所占的比例很小，1989年9月按官价（1盎司折合35 SDRS）计算的黄金储备只占储备总额的15%，其储备的增长也不可能归因于金价上升带来黄金储备价值的提高；此外，自1982年以来又无新的SDR分配，即使有新的分配，根据LDCS在IMF中的份额比例，也分不到多少，在SDR分配总额中所占的比重只有13.4%（1989年10月）。可想而知，发展中国家储备的增长只能主要依赖在国际金融市场上的筹资，用以缓和国际收支的逆差。但前面已提到，这些国家在国际金融市场的筹资能力因种种原因受到限制。然而，不能不看到，自70年代中期以来至80年代初期，出现了一些新的情况：发达国家的经济陷入滞胀困境，对资金需求下降；油价猛涨使石油输出国积累了巨

额石油美元，通过资金回流，增加了国际金融市场的资金供应。因此，金融市场上资金供大于求，实际利率降低，这就给发展中国家获取巨额贷款提供了机会和条件。

巨额的资本内流，不仅暂时弥补了发展中国家的经常项目收支逆差，而且使其国际储备有所增长，但以国际借贷形式形成的借入储备 (borrowed reserves) 最终必须偿还。自 1982 年以来，由于这些国家面临还本付息的困难而导致的世界债务危机，使它们继续筹资，借新债还旧债变得越加困难。许多发展中国家的官方和获得官方担保的对外负债远远大于其国际储备持有量。如果其对外偿债付息额大于其储备持有额，则其储备可能为零，甚至变成负数。可见，这些国家中有很大大一部分负债成份使其储备具有内在的不稳定性。

3. 发展中国家的储备持有额一般要低于客观需要量，从而陷入储备不足或储备匮乏的困境。虽然它们的储备不断有所增加，但占世界储备总额的比重远远低于发达国家，而且从 70 年代末起呈下降趋势（参见表 1—1）。显而易见，发展中国家经济易受内外因素的干扰，国际收支情况难以稳定；同时，这些国家一般实行外汇管制和进口限制政策，这使国际收支形成巨额的隐性逆差，因此，它们必须持有较多的储备。然而，其储备持有额不仅在绝对量上大大低于发达国家，而且按黄金市价计值的储备一进口比例也低于发达国家（见表 1—1），再加上持有储备的负债比例较高，所以储备不足的现象就显得相当突出。

4. 由于发展中国家的储备长期匮乏，在决定储备持有额时，一般属于追求最适度储备者 (Optimisers)，即以一定的储备量作为其经济政策的目标，储备持有额一般不超过适度的储备水平。对比之下，发达国家的储备比较充足，它们则一般属于追求满意的储备者 (Satisficers)，即储备的增长没有上限，只要储备持有额不低于某个绝对水平，储备就不成为其政策目标。