



新兴市场国家外汇 储备问题研究

■ 余湄 张堃 汪寿阳◎著



对外经济贸易大学出版社

University of International Business and Economics Press

新兴市场国家外汇储备 问题研究

余 湄 张 堃 汪寿阳 著

对外经济贸易大学出版社
中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴市场国家外汇储备问题研究 / 余湄, 张堃, 汪寿阳著. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2022.6

ISBN 978-7-5663-2404-7

I. ①新… II. ①余…②张…③汪… III. ①新兴市场-国家-外汇储备-研究 IV. ①F820.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2022) 第 111854 号

新兴市场国家外汇储备问题研究

余 湄 张 堃 汪寿阳 著

责任编辑: 刘传志

出版发行: 对外经济贸易大学出版社

邮政编码: 100029

社 址: 北京市朝阳区惠新东街 10 号

邮购电话: 010-64492338

网 址: www.uibep.com

发行部电话: 010-64492342

资源网址: www.uibepresources.com

E-mail: uibep@126.com

成品尺寸: 170mm×240mm

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

印 张: 15

版 次: 2022 年 6 月北京第 1 版

字 数: 209 千字

印 次: 2022 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-2404-7

定 价: 56.00 元

前 言

外汇储备是一国用来调节国际收支、稳定汇率以及经济运行的重要金融资产，与国际经济领域众多问题密切相关。21 世纪以来，包含中国在内的新兴市场国家积累了大量外汇储备。过往研究表明，充足的外汇储备有助于抵御金融危机、平衡国际收支、稳定汇率等，但随着经济全球化和金融一体化的发展，越来越多的研究表明过多的外汇储备会增加持有成本、潜藏外汇风险、影响国内宏观经济运行等，因此探究新兴市场国家外汇储备与宏观经济之间的联系具有重要的现实意义和政策意义。围绕外汇储备适度规模、币种结构和投资组合的研究日益丰富，但关注外汇储备宏观经济效应和金融稳定性的研究还有待进一步深入。外汇储备相关问题非常庞杂，本书不能覆盖所有方面，最终选择了金融脆弱性、货币政策独立性、实际有效汇率、对外贸易和资本流动、汇率、外部冲击、资产价格等宏观变量，作为主要研究对象。同时为更好结合新兴市场国家的特殊现象，本书选取了七个重要角度研究新兴市场国家的外汇储备问题，以期丰富现有研究，对新兴市场国家的外汇储备管理问题提供参考。本书主要研究问题包含以下七个方面。

第一，外汇储备与金融脆弱性。首先，从货币供给和汇率角度阐述外汇储备影响新兴市场国家金融部门的传导渠道，其次在现有研究的基础上构建金融脆弱性指数，然后选取中国、巴西、俄罗斯、印度和南非五个“金砖国家”作为新兴市场国家的典型代表，采用 Johansen 协整检验和 Bayesian 向量自回归建模方法，实证研究外汇储备变化与金融脆弱性的关系，最后结合研究结论提出对中国外汇储备管理的启示。研究表明，不管从长期还是短期来看，外汇储备变化量增加会提高金融脆弱性指数，帮助国家应对短期经济波动。对于新兴市场国家，控制外汇储备规模变化速度至关重要，其中，在外汇储备上升阶段，变化量越小，即上升速度越快，金融脆弱性指数越大，金融部门越稳定；在外

汇储备下降阶段，变化量越小，即下降速度越慢，金融部门越稳定。总的来说，增加外汇储备有助于国内金融部门稳定，抵御经济危机。

第二，外汇储备与货币政策独立性。本章旨在从外汇储备积累角度解释“二元悖论”现象。亚洲金融危机后，大量新兴市场国家放弃固定汇率制度，采取浮动汇率制度以求本国货币政策独立。但实际上，采取浮动汇率制度的新兴市场国家没能同时实现资本自由流动和货币政策独立性，这种现象就是“二元悖论”现象。本章将外汇储备积累引入蒙代尔-弗莱明模型进行推导，并基于中国、巴西、波兰、南非等 25 个新兴市场国家进行实证。研究发现：实施浮动汇率制度的新兴市场国家并未实现货币政策完全独立性，快速积累外汇储备削弱了货币供给增加对产出的积极作用；由于增持外汇储备，新兴市场国家的货币政策独立性受到挑战，与采取何种汇率制度无关，证明了“二元悖论”现象的存在。最后，本书对我国汇率制度改革和人民币国际化提出政策建议。

第三，外汇储备、对外贸易与实际有效汇率。本章从微观角度解释实际有效汇率与外汇储备、对外贸易之间的关系，通过求解满足预算约束条件下的消费者效用最大化问题，内生化和对外贸易和外汇储备变量，推导得出三者之间的长短期影响。实证方面，基于 24 个新兴市场国家 1998 年至 2018 年年度数据进行实证，基于中国 1998 年至 2017 年的季度数据构建结构向量自回归模型进行稳健性检验，实证结果与模型推导一致。最后，结合 2018 年中美贸易摩擦阐述研究结论对中国的启示。研究发现：外汇储备对当期实际有效汇率存在显著的负向影响，对下一期实际有效汇率的正向影响不显著，长期来看，整体影响为负；出口贸易依存度与实际有效汇率之间存在负向关系，进口与实际有效汇率关系不显著，整体对外贸易与实际有效汇率之间存在稳定的均衡关系。对于新兴市场国家，适当降低外汇储备规模和降低出口依赖度有助于提升本国实际有效汇率，增强本币竞争力。

第四，外汇储备、资本管制与跨境资本流动。本章首先分析了外汇储备影响资本流动的渠道，其次构建三期借贷模型推导外汇储备、资本管制与资本流入之间的关系，然后基于 22 个新兴市场国家 1994—2017 年的年度数据，采用面板系统 GMM 方法和面板二值选择模型进行实证研究，最后通过替换外汇储备代理变量以及基于中国数据的实证分析进行了稳健性检验。结果表明：对于

新兴市场国家，增持外汇储备有助于吸引短期资本流入，抑制资本流出，资本流入管制对资本流入影响不显著，加强资本流出管制能有效降低资本流出；资本管制有助于降低“资本流动突然停止”发生概率；资本管制越严格，为预防“资本流动突然停止”需要持有的外汇储备越多，两项政策之间相辅相成、相互补充。中国作为最大的新兴市场国家，有其特殊性，资本管制对资本流动影响较小，外汇储备与资本管制政策之间仍存在互补关系。

第五，外汇储备、汇率与汇率制度。研究外汇储备对汇率的影响作用，并探讨分析汇率制度在其中起到的调节作用。本章选取了 16 个新兴国家和发达国家，以 2008—2017 年的季度数据为研究依据，进行实证分析。本文采用面板数据，对数据进行平稳性检验和协整检验，用固定效应变截距的回归模型进行回归分析。实证结果表明，外汇储备对汇率变动有着显著的影响作用，两者之间存在着显著的负相关关系，外汇储备变动率和汇率变动率同样存在负相关关系。并且当汇率制度更加灵活时，会使外汇储备对汇率影响作用有所加强。

第六，外汇储备与外部冲击。研究外部冲击对外汇储备的影响，并以美国货币政策和 VIX 指数作为外部冲击的代理变量进行实证研究。本章首先选取了 40 个发达国家和新兴市场国家，以 2000—2017 年的年度数据为研究对象构建固定效应模型，然后针对中国情况，以 2008—2017 年的月度数据为研究对象构建 VAR 模型。实证结果表明：美国货币政策对其他国家的外汇储备有着显著的影响作用；VIX 指数的上升会引起外汇储备的下降；国内生产总值的增加会引起外汇储备的增加；实际有效汇率的上升会引起外汇储备的下降。本文的创新性在于采用面板固定效应模型与 VAR 模型相结合的方式，对比研究外部冲击对其他国家外汇储备和对中国外汇储备影响的异同点。

第七，外汇储备与主要资产价格。本章选择我国股票市场价格和房地产市场价格为虚拟经济代表变量，实证其与外汇储备之间的关系。研究表明：外汇储备的确会导致股票市场与房地产市场的价格变动，短期内因外汇占款的投放导致货币供给量变动，短期使得资本市场价格房地产市场价格上升；中长期价格因宏观调控以及民众的适应性预期改变而价格下降，外汇储备的增加对二者产生负向作用。但是由于单一的外汇储备指标对资本市场及房地产市场的解释力度有限，同时其传导机制十分复杂，不能简单地说是现今持有大量外汇储

备的情况下增加外汇储备一定会在短期导致资本市场和房地产市场的一系列问题。

本书的创新之处主要体现在三个方面：一是通过研究外汇储备与金融脆弱性的关系验证外汇储备的金融稳定功能；二是从微观角度解释宏观问题，将外汇储备、对外贸易、实际有效汇率、资本管制和资本流动等宏观经济变量纳入微观经济模型，推导变量之间的相互影响；三是关注新兴市场国家特有“二元悖论”现象和“资本流动突然停止”问题，从外汇储备角度提供新的研究思路。

基于上述研究结果，本书创新性地提出核心观点：外汇储备积累虽然降低了新兴市场国家的货币政策独立性与实际有效汇率，但却提高了金融稳定性，平滑资本流动波动，一定程度上有效发挥了金融稳定功能。最后，本书分别对新兴市场国家和我国的外汇储备管理提出政策建议，如适当减持外汇储备，可以增强货币政策独立性，但要控制外汇储备下降速度不应过快，避免引起金融脆弱性大幅上升；稳步推进资本项目可兑换，藏汇于民，利用多种金融工具有效降低持有外汇储备的成本；应对资本流动冲击，外汇储备管理和资本管制政策各有利弊，持有多少外汇储备，采取何种资本管制政策，应从本国实际情况出发，综合考虑。当然，本书还存在一些不足之处，对外汇储备问题的研究也不够全面。未来，中国和其他新兴市场国家仍会面临严峻的外汇储备管理问题，外汇储备变动对国内的金融系统也将产生深刻影响，对这一课题的深入研究具有非常重要的意义。

本书受到国家自然科学基金资助，项目名称：“期权定价、隐含信息与资产配置研究”（项目编号 72071046）；北京市社会科学基金重大项目资助，项目名称：“我国外汇储备的投资优化决策问题研究”（项目编号：15ZDA46）。最后，本书的顺利完成离不开对外经济贸易大学外汇储备研究小组的帮助，对他们的付出表示万分感谢，特别感谢王茹、张月茹、张永嘉、贾丽萍、胡琪瑛、郭婷和马晶晶协助完成书稿。当然，还要感谢对外经济贸易大学出版社的编辑对书稿出版的大力支持。

作者

2022年5月

目 录

- 第 1 章 引言 / 001
 - 1.1 研究背景 / 001
 - 1.2 理论基础 / 004
 - 1.3 研究意义 / 008
 - 1.4 研究内容与主要方法 / 010
 - 1.5 创新及不足之处 / 014
- 第 2 章 新兴市场国家外汇储备持有现状 / 017
 - 2.1 外汇储备积累与来源 / 017
 - 2.2 外汇储备充足性分析 / 027
- 第 3 章 外汇储备与金融脆弱性 / 035
 - 3.1 文献综述 / 036
 - 3.2 外汇储备与金融部门之间的传导机制 / 043
 - 3.3 金融脆弱性指数的计算 / 048
 - 3.4 研究设计与结果分析 / 054
 - 3.5 对中国的启示 / 063
 - 3.6 本章小结 / 068
- 第 4 章 外汇储备与货币政策独立性 / 071
 - 4.1 文献综述 / 072
 - 4.2 理论回顾与模型推导 / 074
 - 4.3 研究设计与结果分析 / 079
 - 4.4 稳健性检验 / 085

4.5	对中国的启示 / 089
4.6	本章小结 / 094
第 5 章	外汇储备、对外贸易与实际有效汇率 / 097
5.1	文献综述 / 098
5.2	理论回顾与模型推导 / 100
5.3	研究设计与结果分析 / 106
5.4	稳健性检验 / 109
5.5	对中国的启示 / 115
5.6	本章小结 / 118
第 6 章	外汇储备、资本管制与跨境资本流动 / 121
6.1	文献综述 / 122
6.2	理论回顾与模型推导 / 126
6.3	研究设计与结果分析 / 131
6.4	稳健性检验 / 143
6.5	对中国的启示 / 148
6.6	本章小结 / 155
第 7 章	外汇储备、汇率与汇率制度 / 157
7.1	文献综述 / 158
7.2	研究设计 / 161
7.3	实证结果分析 / 164
7.4	本章小结 / 174
第 8 章	外汇储备与外部冲击 / 177
8.1	文献综述 / 178
8.2	研究设计 / 181
8.3	实证结果分析 / 184
8.4	稳健性检验 / 185
8.5	本章小结 / 190
第 9 章	外汇储备与主要资产价格 / 193
9.1	文献综述 / 193

9.2	研究设计 / 195
9.3	实证结果分析 / 197
9.4	本章小结 / 208
第 10 章	结论及建议 / 211
10.1	主要研究结论 / 211
10.2	对新兴市场国家外汇储备管理的建议 / 213
10.3	对中国外汇储备管理的建议 / 214
	参考文献 / 217

第 1 章 引 言

1.1 研究背景

外汇储备是一国用来调节国际收支、汇率政策以及经济运行的重要金融资产，与国际经济领域众多问题密切相关。众多研究表明，充足的外汇储备有助于抵御金融危机、平衡国际收支、稳定汇率等，但过多的外汇储备也会增加持有成本、潜藏外汇风险、影响国内宏观经济运行等，因此探究外汇储备的金融稳定功能及其与宏观经济之间的联系具有重要的现实意义和政策意义。

1997—1998 年亚洲金融危机的发生让世界各国认识到外汇储备充足的重要性，关于外汇储备在金融危机中发挥的作用的研究接踵而来。20 世纪 90 年代，大量资本流入东亚等新兴市场经济体，为东南亚快速发展提供资本。但 1997 年开始，大量游资突然撤出泰国，在外汇市场套现美元，为应对外汇套现，泰国消耗大量外汇储备，但当时外汇储备规模有限，不足以弥补套现产生的缺口，导致泰铢大幅度贬值，金融危机发生。随后，菲律宾、印度尼西亚和马来西亚等国家相继出现同样的状况，耗尽外汇储备也不能扭转货币贬值，被迫放弃固定汇率制度，亚洲金融危机爆发。这场危机中，货币贬值严重的国家都存在相同的问题：外汇储备不足，因此当国际市场上大量抛售本币，套现美元时，本国持有的外汇储备不足以弥补外汇交易差额，更不能有效稳定汇率，货币贬值引发金融危机。与此相反，中国采取积极措施，坚持人民币不贬值，更是成功打赢香港金融保卫战。1997 年 6—7 月间，国际游资利用金融期货手段，买入大量港元后迅速抛出，导致港币利率大幅上升，恒生指数暴跌。为应对此情况，香港特区政府于 1998 年动用外汇基金，在股

票和期货市场投入巨额资金，全盘接手国际游资抛出的港币，挽救股市，有力捍卫了港元与美元的联系汇率制度。香港金融保卫战的胜利得益于身后充足的外汇储备，当年中国政府和香港特区自身共拥有超过 2 000 亿美元的外汇储备，才有能力全盘接收国际市场上抛售的港元，维持汇率稳定。这场博弈也让世界各国充分认识到外汇储备的金融稳定功能。包含东南亚国家在内的新兴市场经济体普遍存在金融体制不健全、金融市场不完善的问题，国内金融体系较为脆弱，如果背负大量外债，其货币更容易受到投机性资本的冲击，若本国的外汇储备不足以应对资本流动冲击，就会增加发生金融危机的概率。因此，新兴市场经济体从此次金融危机中吸取教训，开始采取措施囤积外汇储备，避免由汇率贬值引发的货币危机再次发生。

21 世纪以来，全球外汇储备呈现急剧累积之势，亚洲和拉丁美洲新兴经济体、日本和俄罗斯成为主要驱动力，其中发展中国家和新兴市场国家外汇储备占比超过 65%。除了积累本国外汇储备，部分国家还以成立共同基金的形式加强外汇储备区域合作。2008 年，在亚洲开发银行年度会议上，东盟 10 国和中日韩发表联合声明，筹建外汇储备共同基金以帮助参与国缓解未知的外汇资金短缺问题，抵御可能发生的金融危机。回顾 2000 年以来，全球外汇储备、新兴市场国家和中国外汇储备增长趋势，发现三者之间具有高度相关性。如图 1.1 所示，2014 年之前，全球外汇储备规模整体保持高速增长态势，至 2014 年第二季度达到顶点，为 11.99 万亿美元，此时中国的外汇储备规模为 3.9 万亿美元，占全球总外汇储备规模的 1/3。随后，全球外汇储备规模开始下降，维持在小范围内波动，至 2019 年三季度，规模达到 11.65 万亿美元。新兴市场和发展中国家外汇储备增长趋势和全球整体情况基本一致，可以说是主导了全球外汇储备规模变化。可以看到，新兴市场和发展中国家的外汇储备规模在 2008 年金融危机期间，有明显下降，危机消耗了部分外汇储备，至 2009 年下半年恢复增长。中国作为最大的新兴经济体，外汇储备规模变动趋势基本和新兴市场外汇储备规模变动趋势一致。自 1994 年汇率制度改革以来，中国外汇储备开始快速增长，2003 年进入

高速增长时期，2006年首次超过日本成为世界第一储备大国。2014年第二季度之后，中国外汇储备规模连续下降，2017年开始，外汇储备规模维持在3万亿美元左右波动。截至2019年第三季度，中国外汇储备规模为3.09万亿美元。近几年，中国外汇储备变动趋势也说明了外汇储备管理的新方向，不再是“越多越好”，而是如何更好管理和利用外汇储备。

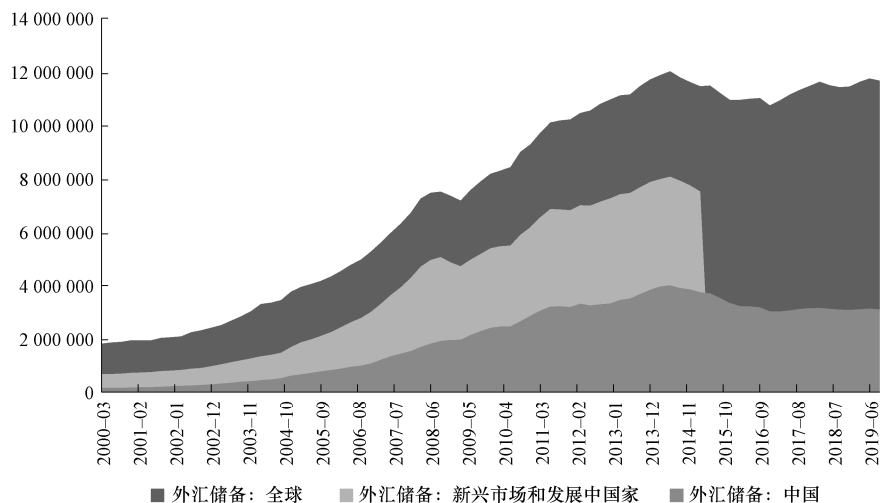


图 1.1 全球外汇储备规模 (单位: 百万美元)

数据来源: IMF 数据库, 新兴市场和发展中国家数据只更新到 2015 年 1 季度。

新兴市场国家积累的外汇储备一定程度上发挥了其金融稳定功能。2008 年美国次贷危机引起的全球金融危机并未引发如亚洲金融危机一般大规模的外汇危机, 探究其原因, 发现外汇储备在其中发挥了积极作用。保加利亚、韩国和俄罗斯等国家在危机期间都通过消耗外汇储备阻止了货币大幅贬值, 减轻了危机对国内金融市场的冲击。相比发达国家, 新兴市场国家经济保持快速发展的同时, 金融发展相对不成熟, 尤其是部分国家对外资依赖性较强, 国际资本流动冲击对金融市场和宏观经济的影响越来越大, 因而金融稳定需求越来越重要。如何在保证外汇储备基本需求的同时, 充分发挥其维持金融稳定的特殊作用, 具有重要意义。

外汇储备与国内宏观经济运行的联系更加密切, 不再局限于稳定汇

率和外汇干预，对金融稳定性的影响也发生了变化，如何更好管理和有效利用外汇储备成为各个国家政府广泛关注的问题。梳理外汇储备与宏观经济变量之间的关系是更好发挥外汇储备功能的基础，本书不能涵盖宏观经济的方方面面，只能选取其中比较重要的话题开展研究。为更好结合新兴市场国家的特殊现象以及上述主要研究对象，本书最终选取了七个角度开展研究，分别是金融脆弱性、“二元悖论”现象、实际有效汇率指数、“资本流动突然停止”问题、汇率与汇率制度、外部冲击和主要资产价格。本书将明确外汇储备与主要宏观金融变量之间的关系，阐述两者之间的逻辑和内在联系，对新兴市场国家重要的外汇储备问题进行深入研究，进一步对包含中国在内的新兴市场国家外汇储备管理提出新建议。

1.2 理论基础

随着经济全球化和金融一体化的发展，外汇储备与宏观经济之间的传导机制愈加复杂，也影响了国内宏观政策的实施，更多研究针对外汇储备的宏观经济效应开展。外汇储备作为一个重要的宏观经济变量，与利率、汇率、资本流动等变量息息相关，且相互影响。

外汇储备与宏观经济之间存在相互作用，一方面，宏观经济状况是外汇储备规模的重要决定因素，另一方面，外汇储备规模也能反映宏观经济状况。但对外汇储备存在积极宏观经济效应还是消极宏观经济效应，各国学者并未取得一致意见。岳意定和张璇（2007）运用协整理论和向量自回归模型进行实证研究，证明外汇储备对基础货币具有显著的正向影响，长期协整关系的约束力较强。Arshad（2008）研究了巴基斯坦外汇储备与国内信贷的动态关系，发现实际产量、实际汇率、国内信贷以及外汇储备存在相互间的长短期影响。Fukuda（2009）通过数理模型肯定了外汇储备与国内出口、消费、投资和经济增长的必然联系，并指出增加外汇储备有利于国家出口但影响国内的消费水平。如果国家对贸易品生产的投资密度较高，则增加外汇储备能够促进国内投资和国内

经济发展。陶士贵和眭佩佩（2012）以中国 2005—2011 年月度数据，研究发现外汇储备通过宏观层面的流动性对股票市场价格产生影响。Dominguez 等（2013）以捷克为例实证研究了外汇储备与货币供给的关系，发现两者在统计和经济意义上都有显著正相关关系。Olivier Blanchard 等（2015）发现新兴市场国家外汇干预越多（如外汇储备积累越多），在面临资本大量流入时汇率升值程度越小，汇率更加稳定。Filardo 和 Siklos（2016）对亚太地区外汇储备积累与资产价格变动进行实证，发现两者之间存在显著相关性。

与上述学者的研究结论相反，部分学者更倾向于外汇储备对国家宏观经济影响的负面效应。Mohanty 和 Turner（2006）对新兴市场国家外汇储备快速积累对国内金融部门的影响进行了详细分析，发现高外汇储备积累没有造成通货膨胀，但潜在的政治困境和通货膨胀风险较大，引起的信贷规模扩张加剧了金融部门不平衡，政府对外汇市场的干预增强了金融脆弱性。潘华军等（2007）实证了外汇储备与实际汇率之间的负向关系，认为外汇储备增长对人民币汇率造成一定的升值压力。刘传哲和何凌云（2008）提出外汇储备和外汇占款是我国流动性过剩的直接原因。池启水（2008）对增加外汇储备对货币供应影响的滞后性、持久性与稳定性做了进一步说明。许少强和张记伟（2009）指出中国为应对外汇占款增加导致的通货膨胀压力，货币当局会提高利率，实行紧缩性货币政策。李巍和张志超（2010）将外汇储备、外汇市场与国内消费和信贷市场纳入统一理论框架下分析外汇储备变动对国内经济的影响。他们发现若国家在资本账户开放时能够提高汇率波动弹性，外汇储备规模扩大则能够刺激国内消费需求提高，但对国内信贷规模有明显负面影响，不利于国内投资水平提高。

部分学者认为外汇储备的宏观经济影响作用机制复杂，对宏观经济各方面影响效果不能用单一的积极或消极影响表述。陆前进等（2013）根据货币供给分解和银行信贷供给最优化，以及总需求总供给均衡，建立人民币实际汇率的理论模型，发现外汇储备对银行信贷和实际汇率均有很深的影响。王三兴等（2015）应用动态随机一般均

衡模型，实证分析了外汇储备积累对我国宏观经济变量的冲击效应，研究发现外汇储备对资本、消费和货币供给的冲击为正，对产出和利率的冲击为负，且冲击效应具有很强的持续性。马野驰等（2015）选择 40 个主要国家和地区的经济数据建立门限面板模型，考察两次金融危机对宏观经济的影响，分析不同金融发展水平时外汇储备对出口、投资、消费和总产出的宏观经济效应。研究表明，金融发展水平较低时，外汇储备对出口、消费和总产出具有积极影响；金融发展水平达到一定高度时，外汇储备对出口和投资具有消极影响，对消费具有积极影响；金融发展水平较高时，外汇储备对出口和消费具有积极影响，对总产出具有消极影响。管涛（2018）将外汇储备管理视作中国三大外汇政策之一，研究了其与资本管制、汇率制度之间相辅相成的关系，认为外汇储备对经济稳定功能的发挥依赖于资本管制和汇率制度的配合。

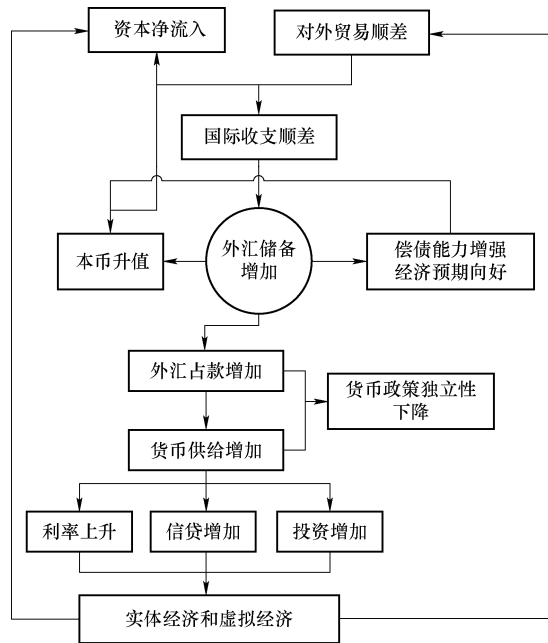


图 1.2 外汇储备与宏观经济分析框架

如图 1.2 所示,以外汇储备增加为例,外汇储备可通过货币供给和汇率渠道对国内宏观经济运行产生多重影响。从货币供给渠道来看,资本净流入和对外贸易顺差造成国际收支顺差,是外汇储备增加的主要来源,外汇储备增加导致外汇占款增加,外汇占款表现在央行资产负债表上对应的是基础货币,因此基础货币增加,进而货币供给增加。此时的货币供给增加是外汇储备增加导致的,不是央行主动操作,因此造成了货币政策独立性下降。同时,为抵消货币供给增加带来的流动性过剩,央行会采取紧缩性货币政策,如提高利率,利率上升一方面导致实体经济融资成本升高,另一方面吸引外资流入,促进资本净流入。由于央行采取的是不完全货币冲销手段,因此部分流动性带来信贷增加和投资增加,一定程度上造成通货膨胀和实体经济、虚拟经济的扩张,经济扩张又进一步促进资本流入和对外贸易顺差。从汇率渠道来看,外汇储备增加意味着外币供给增加,在需求不变的条件下,外币贬值,本币升值。本币升值会吸引投资者持有更多东道国资产,吸引外资流入,阻止本币流出。但是本币升值也会导致对外贸易顺差收窄,因此汇率和外汇储备之间的关系不是完全线性关系。外汇储备增加伴随着金融资产膨胀和外资不断流入,货币当局对资本流动管理能力受到挑战,甚至降低了宏观调控政策的有效性。必须强调的是,上述传导路径不是一成不变、单一方向的,在现实经济运行过程中,每一环节都可能成为始发原因,并且受多种复杂因素影响而呈现不同结果,因此,除了从理论角度解读外汇储备与宏观经济运行之间的联系远远不够,还需要与数据结合的实证研究佐证结论。虽然越来越多的研究从不同角度探究外汇储备与宏观经济变量之间的关系,但对此问题的系统性梳理较少,还需要更进一步的探讨。

第一代危机模型和第二代危机模型都诞生于 20 世纪 90 年代,但对外汇储备的金融稳定功能观点存在差异,前者认为外汇储备可以抵消脆弱经济基本面可能引发的金融危机,推迟发生危机的时间,后者认为外汇储备虽然能有效降低金融危机发生概率,但作用有限,不能从根本上阻止危机发生。频发的经济和金融危机不断验证前人学者的结论,复杂