

外汇储备变化的实证分析

刘 斌

摘要: 本文利用国际和国内外汇储备的历史数据,通过国际比较的方法分析了全球外汇储备发展变化的特点、主要影响因素和适度性规模等问题。同时结合我国当前外汇储备的状况,论证了影响我国外汇储备变化的主要因素,并对如何实施科学的外汇储备管理政策提出了相应的建议。

关键词: 外汇储备 国际比较 外汇管理

进入 20 世纪 90 年代以后,各类金融与经济危机表明:充足的外汇储备对于调节国际收支的短期失衡、增强对外支付能力、稳定外汇市场和维持国际资信具有一定的保障作用。我国作为市场体系不完善的转轨经济国家,加入世界贸易组织(WTO)以后经济的开放程度将日益提高,资本流动的规模将不断扩大,经济的外部不确定性将明显上升,维护涉外经济安全成为宏观经济调控的首要任务。在这种形势下,保有适度外汇储备和实现外汇储备的科学调控,成为我国外汇管理的重要课题。

一、全球外汇储备的变化

1. 由“被动”储备向“意愿”持有过渡。第二次世界大战以后,随着联合国安理会、国际货币基金组织和世界银行等国际政治、经济组织相继建立,全球经济进入了高速发展的黄金时期。布雷顿森林体系形成的以美元为中心的国际金融体系,极大地促进了全球贸易和资本流动的发展。全球国际收支交易(含贸易和资本等)的迅速扩大,导致各国(地区)外汇结余总体增加,进而引发了全球外汇储备的快速增长。截至 2000 年,全球外汇储备总规模为 20346 亿美元,是第二次世界大战以后布雷顿森林体系刚建立时的 148 倍(1948-2000 年均增长率达 10%),各国(地区)平均外汇储备余额为 116 亿美元。第二次世界大战后的 50 多年中,全球外汇储备总规模总体呈现上升趋势,只是在 1949、1957、1959、1965、1981、1982 年等 6 年中出现了外汇储备的负增长。1950-1970 年的 20 年间全球外汇储备年均增长率为 6%;而 1970、1980 和 1990 年代全球外汇储备年均增长率分别为 24%、8.8% 和 8.2%,尤其是 1971 年度增长率高达 78.71%。在经历了近 20 年的发展和调整期之后,全球外汇储备开始进入平稳发展时期,大部分市场经济国家外汇储备已从“被迫”储备状态向根据宏观经济调控需要的“意愿”持有状态过渡(参见图 1)。

2. 外汇储备主要集中在亚洲和发展中国家。根据国际货币基金组织(IMF)的相关统计,2000 年发达国家持有外汇储备为 7760 亿美元,占全球外汇储备总量的 38%;发展中国家外汇储备规模为 12586 亿美元,占总额的 62%。欧洲国家外汇储备余额为 4429 亿美元,占比为 22%;亚洲各国外汇储

备总量为 12387 亿美元,所占比重为 61%;美洲各国外汇储备规模为 2657 亿美元,占比为 13%;非洲和大洋洲外汇储备总余额为 875 亿美元,所占比重为 4%。根据 2001 上半年数据(参见表 1),全球外汇储备规模居前 20 位的国家和地区分别是:日本、中国、香港、台湾、韩国、新加坡、德国、印度、墨西哥、巴西、英国、法国、俄罗斯、泰国、加拿大、美国、西班牙、瑞士、印尼、波兰(同期欧元区国家外汇储备总余额为 2118 亿美元),其中前 6 位均为亚洲国家或地区,这说明亚洲国家和地区是当前外汇储备持有的主体。另外共有 40 个国家和地区的外汇储备规模超过 100 亿美元,累计占全球外汇储备规模的 90%。由此可见,目前全球外汇储备的分布极不均衡。

表 1 2001 年 6 月主要国家(地区)外汇储备余额

单位:亿美元

排 序	国家或地区	余 额	排 序	国家或地区	余 额
1	日本	3486	26	澳大利亚	172
2	中国大陆	1808	27	土耳其	164
3	中国香港	1141	28	阿尔及利亚	152
4	中国台湾	1117	29	沙特	150
5	韩国	939	30	智利	139
6	新加坡	740	31	阿联酋	139
7	德国	442	32	利比亚	138
8	印度	407	33	埃及	128
9	墨西哥	404	34	捷克	126
10	巴西	371	35	菲律宾	125
11	英国	348	36	丹麦	124
12	法国	320	37	瑞典	120
13	俄罗斯	312	38	匈牙利	112
14	泰国	309	39	奥地利	107
15	加拿大	299	40	委内瑞拉	100
16	美国	288	41	哥伦比亚	87
17	西班牙	287	42	秘鲁	84
18	瑞士	282	43	葡萄牙	84
19	印尼	278	44	科威特	83
20	波兰	259	45	比利时	81
21	马来西亚	248	46	芬兰	71
22	以色列	231	47	摩洛哥	68
23	意大利	227	48	博茨瓦纳	62
24	阿根廷	208	49	南非	59
25	挪威	205	50	荷兰	59
其中:	欧元区	2 118			

资料来源:根据国际货币基金(IMF)国际金融统计(IFS)数据整理。

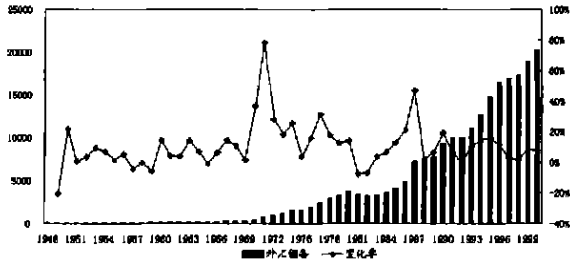


图1 1948-2000 年全球外汇储备规模及变化

资料来源:根据国际货币基金(IMF)国际金融统计(IFS)数据整理。

二、影响外汇储备变化的主要因素

外汇储备变动是一国经济发展阶段、国际收支交易、汇率体制、外汇管理政策等各种因素综合作用的结果。

1. 经济发展阶段。外汇储备作为一国经济发展过程中“稳定器”和“蓄水池”,在不同经济体制和经济发展阶段呈现出不同的特点。一般要经历从“被动”持有到“意愿”持有和“相机”抉择的发展阶段。根据各国外汇储备变化的比较,发达的市场经济国家单位国内生产总值(GDP)拥有的外汇储备一般低于转轨的不成熟市场经济国家。如2000年美国、法国、德国和日本外汇储备占GDP的比率分别为0.24%、1.88%、2.01%和2.13%,而同期中国、俄罗斯、泰国和墨西哥的占比分别为15.33%、7.09%、23.90%和6.38%。另外,从发达国家外汇储备的变化情况来看,各国外汇储备在平稳增长15-20年之后,开始出现小幅回落,并在适度的规模上保持平稳发展的态势。这说明发达国家外汇储备的积累过程一般不超过20年,这与一个经济体金融体系的完善周期基本相同。这主要是由于成熟的市场经济国家,经济基础雄厚,金融体系健全,市场体系完善,具有较强的抵御外部冲击的能力。因此,外汇储备作为国家涉外经济“稳定器”的职能相对弱化,外汇储备积累是货币当局相机选择和公开市场操作的自然结果。而处于转轨和市场体系不完善国家,外汇储备更多地表现为对外清偿能力和政府干预外汇市场的最终保障,它们为了保障涉外经济的平稳发展和增强政府干预外汇市场的能力,必须进行外汇储备的积累,以适应国际支付和经济转轨调控的需要。

2. 贸易与资本流动。为了适应不断扩大的国际交易规模和维持一定的国际支付能力,各国货币当局通过买入国际收支盈余直接形成本国的外汇储备。从全球贸易规模、资本流动总量和外汇储备余额的对比分析,直观地反映了贸易资本流动与外汇储备积累的同步发展趋势(参见图2)。但是由于各国经济发展阶段、汇率体制、外汇管理和储蓄观念等的差异,各国国际收支贸易和资本顺差对外汇储备的贡献也各不相同(参见表2)。美国和德国等完善市场经济国家,由于具有完备的金融市场和多元化的融资渠道,外汇储备规模相对稳定,资本流入成为外汇储备增长的主要来源;对于中国和日本等亚洲国家,外汇储备规模不断扩大,经常帐户盈余则是外汇储备积累的主要基础;金融体系相对开放、市场体系尚不完善的巴西和泰国,外汇储备规模波动较大,短期资本流动则是储备变动的决定因素。

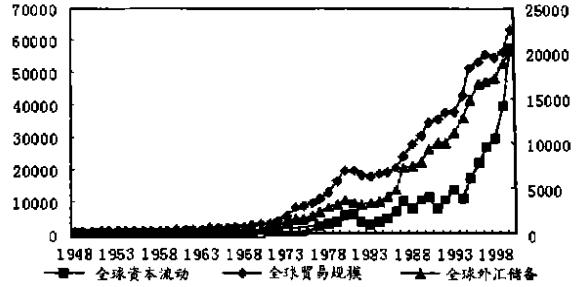


图2 全球贸易、资本与外汇储备

资料来源:根据国际货币基金(IMF)国际金融统计(IFS)数据整理。

表2 主要国家国际收支差额与外汇储备变动情况

单位:亿美元

	项目	1982	1985	1990	1995	2000
德国	经常帐户差额	48.57	175.78	483.03	-189.32	-187.07
	资本金融帐户差额	4.39	-184.80	-561.09	412.46	270.45
	外汇储备变动	28.45	22.29	-72.53	72.24	-52.22
美国	经常帐户差额	-116.00	-1244.70	-789.60	-1098.90	-4446.90
	资本金融帐户差额	-248.34	1053.62	558.58	1234.29	4442.63
	外汇储备变动	49.79	38.35	22.33	97.49	2.99
中国	经常帐户差额	56.74	-114.17	119.97	16.18	205.18
	资本金融帐户差额	3.38	89.70	32.55	386.74	19.23
	外汇储备变动	63.05	24.40	115.55	224.69	106.93
日本	经常帐户差额	68.50	511.29	440.78	1110.44	1168.83
	资本金融帐户差额	-162.00	-556.17	-317.72	-662.08	-847.97
	外汇储备变动	-47.05	-4.98	-90.85	586.11	489.55
泰国	经常帐户差额	-10.03	-15.37	-72.81	-135.54	93.69
	资本金融帐户差额	12.93	15.38	90.97	219.09	-101.86
	外汇储备变动	0.50	2.05	29.61	71.59	-16.08
巴西	经常帐户差额	-163.17	-2.80	-38.23	-181.36	-246.32
	资本金融帐户差额	91.51	-86.69	-54.06	296.58	296.41
	外汇储备变动	-46.55	5.73	4.74	129.20	-22.61

资料来源:根据国际货币基金(IMF)国际金融统计(IFS)数据整理。

3. 汇率体制与汇率变化。伴随着经济全球一体化的进程,国际货币制度从最早的商品本位、混合本位,发展成为目前的信用本位。在第二次世界大战以后,美元和黄金共同构成国际货币本位。布雷顿森林体系瓦解之后,全球的汇率体制发生了根本性转变,形成了以美元为中心的多元化汇率体制。导致各国货币之间的比价丧失了一致的标准,全球外汇市场汇率的波动加剧。汇率体制的变化和市场汇率的波动已成为各国乃至全球经济发展的首要问题,外汇储备作为外汇市场“稳定器”的职能日益显现。其直接表现为各国中央银行动用外汇储备来干预国际和国内外汇市场,汇率的波动成为短期内决定外汇储备变化的主要因素。不过在危机期间,由于对本币的市场信心崩溃,外汇储备的“稳定器”作用也十分有限,其表现为一方面本国外汇储备大量流失,同时本币大幅贬值。如泰国1997年1月外汇储备余额为271亿美元,1997年8月外汇储备锐减至179亿美元,在7个月内外汇储备流失34%,而同时泰铢贬值77%;韩国在1997年7月外汇储备余额为240亿美元,1997年12月外汇储备降至146亿美元,5个月内外汇储备损失39%,同期外汇韩元贬值89%。另外,在正常的市场条件下,本国外汇储备的增长必然伴随着本币的逐步升值。德国1957-2001年外汇储备与名义汇率的相关系数为-0.94(见图3),同期日本和英国外汇储备与名义汇率相关系数为-0.74和-0.72。

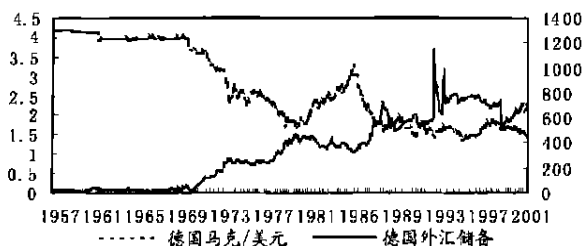


图3 德国外汇储备与名义汇率的互动变化

资料来源:根据国际货币基金(IMF)国际金融统计(IFS)数据整理。

4. 外汇管理。在实行经常和资本金融帐户完全可兑换的国家,国际收支中贸易和资本流入的一部分外汇收入直接进入企业和居民外汇存款帐户,只有部分的外汇节余进入外汇市场,通过中央银行买进形成本国的外汇储备。因此,外汇储备的变动不仅与当期国际贸易和资本流动有关,而且与外汇市场汇价变化、市场预期和中央银行的公开市场操作密切相关。在实行外汇管制的国家,外汇市场相对封闭。外汇资产是国家经济稀缺资源,外汇收付受到较大限制。国际收支顺差形成的外汇资产,必须强制完全或大部分卖给国家。因此,外汇储备的形成机制相对简单,货币当局对外汇储备控制力较强。

5. 储蓄观念。外汇储备作为一国可以用作国际支付的对外资产,是一国对外资产的重要组成部分,直接反映一国的国际清偿能力。从2000年外汇储备余额前20名的国家和地区数据来看,外汇储备规模最大的前6位国家均是亚洲国家或地区,即均为储蓄率较高的国家或地区。如2000年日本的总储蓄率(总储蓄/总国民收入)为27%,而同期的德国仅为11%。以上数据表明,储蓄率较高的国家或地区,一般外汇储备持有率偏高。由此可见,外汇储备变化除受各种经济因素影响之外,还受消费储蓄观念等社会文化因素的制约。

三、外汇储备的规模管理

外汇储备的管理主要包括规模和结构管理两个方面。由于数据的可获得性问题,本文主要讨论外汇储备的规模管理问题。外汇储备的效用并不与其规模正相关。充足的外汇储备资产,可以起到平抑短期动荡和稳定涉外经济发展的作用。但过多的持有外汇储备资产,将造成大量外汇资金的闲置,同时挤占本币信贷资金、增加基础货币投放和加大通货膨胀压力,导致本国货币政策的独立性下降。因此,为了充分利用本国货币资金和合理利用外汇资源,无论是发展中国家还是经济发达国家,都面临外汇储备资产的规模问题。

根据国际金融理论和世界各国的储备管理经验,外汇储备规模管理的确定一般主要考虑以下四方面的需求:

1. 特殊时期货物贸易进口的外汇支付需求。截至2000年,全球贸易规模已超过60000亿美元。因此保障本国特殊时期必需的货物贸易进口的外汇支付需求,是许多国家保有外汇储备的基本出发点。在国际交易以贸易为主的时期,一般此项外汇需求为3~6个月的月度进口用汇。但随着国际金融市场的日益发展和资本流动规模的不断扩大,贸易外汇

需求所占比重已开始下降。正常货物贸易进口外汇需求的确定,可以根据各国国际交易发展的特点进行适当调整。在资本市场相对发达和融资渠道通畅的市场经济国家,进口用汇可以取3个月的下限。如美国和德国等国家,外汇储备支撑贸易进口仅为0.3和1.2个月;而对于以货物贸易为主的发展中国家,正常的进口外汇需求可取6个月的上限。2000年我国外汇储备支撑贸易进口为9.3个月。

2. 短期外债偿还的支付需求。根据近期各类危机国家的经验教训,过高的短期债务比率是导致危机发生的主要原因之一。针对当前国际金融市场上,短期资本流动规模扩大、资金流动速度加快和市场投机凸现的特点,各国对短期债务的管理和控制的力度加大。普遍开始调低短期外债/外汇储备比率的安全警戒下限。目前国际上通行的比率是75~100%,即短期外债余额不超过外汇储备的规模。2000年我国短期外债与外汇储备比为7.8%,尽管根据2001年上半年外债统计调整后的口径,短债比重有所扩大,但仍远远低于国际警戒线。

3. 投资利润和利息对外支付的需求。随着国际资本流动的不断发展,资本流动占国际交易的份额不断扩大。截至2000年全球资本流动的总规模超过20000亿美元,每年对外投资利息和利润支付已成为许多国家经常项目出现逆差的主要原因。根据本国利用外资的存量 and 平均资产收益率,我们可以估算出在一段时期内(如3个月)维持正常的利息和利润支付所需要的外汇需求量。2000年我国外汇储备与投资收益支出比重为13.2,远远高于美国、德国和日本同期0.1、0.5和1.7。

4. 平抑外汇市场投机和冲击的需求。由于金融自由化进程的加快,各国金融市场的开放度不断提高。在合理配置资金资源和提高资金利用效率的同时,也为市场投机行为提供了市场。如何有效监管短期投机行为,已成为各国金融当局完善金融管理和国际组织维护金融稳定的主要议题。由于各国金融市场的规模、层次和发展程度不同,因此对于平抑外汇市场波动的基本外汇需求也存在一定的差异。一般主要根据一国的外汇市场交易规模、外汇市场的稳定性和市场调控的能力综合确定。对于发生过货币危机的国家,可以根据最大市场交易量和外汇市场动荡的期限的乘积来确定。而对于没有发生过货币危机的国家,可以根据外汇市场的最大可能交易量和参照危机可能的动荡天数来估算此项外汇储备的基本需求。由于一旦发生支付危机,以上四类外汇支付需求将同时显现。因此,可以根据以上四项外汇支付需求加总,推算出一国最低的外汇储备规模。在此基础上,结合国际收支基本状况、汇率升值贬值的压力和国际流动性的可获得能力,最终确定一国合理的外汇储备规模。根据不同国家主要外汇储备充足性指标的比较分析(见表3),笔者认为目前我国储备规模相对充足,足以保障我国正常的对外支付需求和稳定外汇市场的需要。

四、中国外汇储备的变化与管理

1. 外汇储备变化的基本情况。2001年年底,我国外汇储备余额达到2122亿美元,外汇储备规模仅次于日本稳居世界

第二位。在过去的 21 年中,我国的外汇储备总体呈现增长态势,外汇储备年均增长 84.43 亿美元,标准方差为 125 亿美元,呈现出极大的波动性。改革开放以来我国外汇储备规模的变化大致可分为以下三个阶段(参见表 4):(1)1990 年以前。1990 年以前我国对外开放尚处于探索阶段,相关的政策和外部环境尚不完善,对外贸易和资本流动总体规模较小,而且总体差额变化较大,导致期间外汇储备余额较小,变动起伏较大;(2)1990-1993 年。邓小平南巡讲话,将我国的对外开放进一步引向深入。由于对外贸易的迅速发展和国家吸引外资的优惠政策,我国外汇储备量开始以大幅度攀升。我国外汇储备进入平稳增长阶段;(3)1994 年至今。1994 年外汇管理体制变革,实现了汇率并轨,实行结售汇制度,外汇储备余额迅猛增长。1994-1996 年 3 年间,中国人民银行为稳定人民币汇率,在银行间外汇市场平均以每天 1 亿美元的速度购入大量外汇储备。尽管 1997 年亚洲金融危机对我国的对外贸易有较大影响,但在政府鼓励出口和优惠外资政策的共同作用下,我国外汇储备仍保持增长态势。2001 年我国外汇储备余额达到 2122 亿美元,稳居世界第二。

表 3 2000 年主要国家外汇储备充足性指标

	外汇储备/ 月均进口	外汇储备/ 外债余额	外汇储备/ 收益支出
阿根廷	12.3	0.17	3.3
巴西	7.0	0.19	9.0
中国	9.3	1.14	13.2
德国	1.2	0.02	0.5
日本	12.2	0.16	1.7
韩国	7.2	0.58	15.0
俄罗斯	6.5	0.22	5.1
新加坡	7.5	n.a.	5.2
泰国	6.8	0.51	7.5
美国	0.3	0.01	0.1

资料来源:根据国际货币基金(IMF)国际金融统计(IFS)数据整理。

表 4 1980-2001 年我国外汇储备的变动情况

	年末余额(亿美元)	当期变动(亿美元)	变动率(%)
1980	22.62	1.08	5.01
1985	26.44	-55.76	-67.83
1990	110.93	55.43	99.87
1995	735.97	219.77	42.57
2000	1 655.74	108.99	7.05
2001	2 121.65	465.91	28.14

资料来源:国家外汇管理局:《2002 年中国国际收支统计年报》。

2. 中国外汇储备变化的影响因素。一国国际收支经常和资本金融帐户的余额直接影响一国的外汇储备的变化。以外汇储备变动、经常和资本金融项目余额为变量,利用 1982-2001 年我国的国际收支年度数据进行分析发现:(1)1994 年以前,我国经常项目顺差是我国外汇储备的主要来源,经常项目差额与储备变动的相关系数为 0.67,而资本金融项目差额与储备变动为负相关。1994 年实现汇率并轨以后,资本金融项目变化与储备变动的相关度明显提高,1994-2001 年资本金融项目差额与外汇储备变动的相关系数为 0.79,成为影响外汇储备变动的决定因素;(2)1990 年代以前,我国除资本金融和经常项目以外的其他因素,对外汇储备的影响并不显著。但进入 1990 年代以后,伴随着汇率并轨、接受第八条款和实行结售汇管理等一序列政策的出台,我国对外交易形式的日趋复杂,涉外经济规模日益扩大,造成影响外汇储备的表外因素增加。1996 年以后,我国逐步

建立了以国际交易申报(ITRS)为主的国际收支统计体系,误差与遗漏的规模呈现下降趋势,不明项目对外汇储备的影响将逐步收敛;(3)我国资本金融帐户中其他投资(包括贸易信贷、贷款、货币存款和其他项)的变化,已成为影响外汇储备增长的关键因素;(4)在所有的国际收支交易项目中,服务贸易对外汇储备的影响最大,这主要是由于近年来我国服务贸易变化较大,而且逆差呈现扩大趋势,导致服务贸易对外汇储备的影响效应不断放大;(5)贸易变化对储备影响的相关度小于服务收益和其他投资,但高于直接投资和证券投资。主要因为我国货物贸易已进入稳定发展阶段,货物贸易顺差逐年下降;(6)我国直接投资对外汇储备的贡献率较低。直接投资在经过几年的高速增长以后,已进入调整阶段,而且流入的现汇资本金比率偏低;(7)随着我国资本流入的不断发展,投资收益对外汇储备的影响开始显现。投资收益作为资本流动的伴生结果,已成为影响外汇储备变化的重要因素。简而言之:目前,资本金融项目已超过经常项目成为影响外汇储备变化的主要因素;在所有的国际收支交易中,货物贸易对外汇储备的影响开始下降,服务贸易对外汇储备的影响最大,投资收益对储备的影响开始显著;其他投资项是资本金融项目中影响外汇储备的首要因素,直接投资对外汇储备的贡献率已开始下降。

3. 关于外汇储备管理的几点建议。(1)改善贸易条件,完善投资环境,为外汇储备增长开源。应通过加快经济结构调整,提高劳动生产率,改善贸易条件,增强我国出口产品的国际竞争力,稳定我国货物贸易的顺差,保障外汇储备增长的基本来源;改善投资环境,开放新的投资领域和部分资本市场,允许外资进入国有企业兼并和重组市场,吸收长期资本的稳定流入。(2)外汇储备规模应与经济发展阶段相适应,在完善的金融体系逐步建立以后,逐步实现从“被迫”保有储备向“意愿”调控储备过渡。(3)外汇储备在危机期间稳定市场的作用是相对的、有限的。保持一定规模的外汇储备只是良好国际资信的一个方面,而稳健的货币政策、健康的银行体系和健全的金融市场才是抵御转轨风险的核心。(4)建立完善的外汇市场调节和传导机制,是外汇储备管理的终极目标。资源配置是否合理,主要取决于各类市场的价格信息是否充分以及价格杠杆是否有效。外汇资源的可持续利用,必须建立在合理的国内国际增长率差、通货膨胀差、利率差和均衡汇率的基础之上,从根本上消除各种套汇和套利行为,缓解外汇管理的压力。因此,当前储备管理政策必须与汇率政策相协调,以维护国际收支平衡作为储备管理战略的基本出发点,为实现涉外经济的可持续健康发展服务。

参考文献:

1. 国际货币基金组织:《国际收支手册》,中文版,北京,中国金融出版社,1995。
2. 国际货币基金组织:《国际金融统计》,英文版,华盛顿,IMF 出版服务局,2002。
3. 国家外汇管理局:《中国国际收支统计年报》,中英文版,国家外汇管理局,2002。

(作者单位:国家外汇管理局 北京 100037)
(责任编辑: N)