

中国外汇储备形成的原因

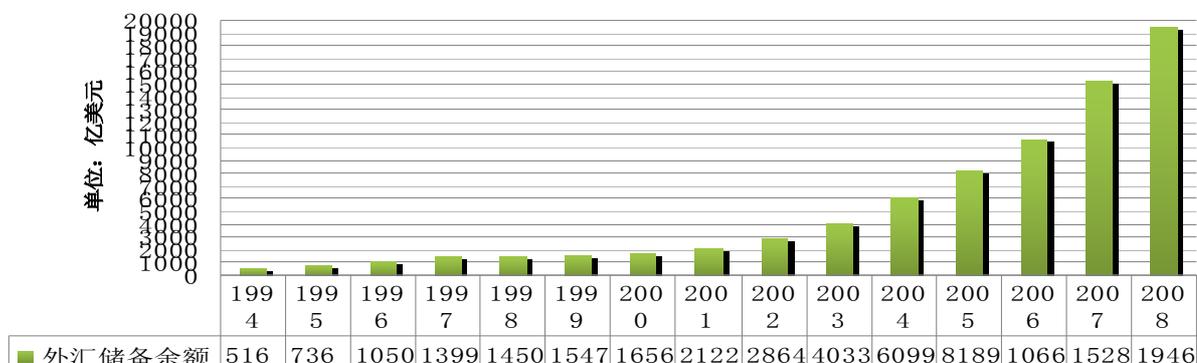
韩宝兴

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 自 1994 年外汇管理体制体制改革以来, 中国外汇储备便开始进入了一个高速增长期。2006 年已经成为外汇储备最多的国家, 因此, 研究我国外汇储备的形成至关重要。本文通过实证分析发现国家外债余额是影响中国外汇储备的主要原因, 其中中国现行的外汇管理体制以及人民币盯住美元的汇率制度, 宏观经济多年来持续稳定的增长, 中国国际收支的双顺差等也成为我国外汇储备高速增长的动力。

关键词: 外汇储备 增长

一、中国外汇储备的概况



数据来源: 中国国家外汇管理局主页: www.safe.gov.cn

图 1: 1994-2008 年中国外汇储备余额变动

自 1994 年外汇管理体制体制改革以来, 中国外汇储备便开始进入了一个高速增长期。1996 年, 中国外汇储备余额首次突破 1000 亿美元, 达 1050.49 亿美元。从 1000 亿美元到 2000 亿美元, 用了 5 年时间 (1996——2001 年); 从 2000 亿美元到 4000 亿美元, 只用了 2 年时间 (2001——2003 年); 到 2006 年 10 月底, 外汇储备突破 1 万亿美元。截至 2008 年年末, 中国外汇储备达 1.95 万亿美元。

二、外汇储备变动的实证分析

已有的理论研究表明认为影响一国适度外汇储备规模的因素主要有以下几个方面: GDP、进口规模、贸易差额的波动、实际利用外资情况、国际收支经常账户变动、国家每年外债规模及汇率变动。在此, 本文根据数据的可得性分别选择了 1985 年-2007 年的外汇储备量 (FR)、国内生产总值 (GDP)、进出口贸易差额 (IOP)、实际利用外资额 (BD)、国家外债余额 (DEB)、年均人民币汇价 (A) 为解释变量对国际储备的形成情况进行回归分

析。

实证具体数据如下表 5-1。数据均来源于国家外汇管理局、国际统计局以及商务部网站。

在实际的估计过程中，考虑到当年进出口贸易差额与 GDP 的高度相关，因此仅以进出口贸易差额（IOP）、实际利用外资额（BD）、国家外债余额（DEB）、年均人民币汇价（A）这几个指标作为解释变量对外汇储备（FR）进行回归分析，通过拟合确定各个因素对外汇储备量的具体影响。

具体模型形式如下：

$$FR = \beta_0 + \beta_1 \times IOP + \beta_2 \times BD + \beta_3 \times DEB + \beta_4 \times A + e$$

其中：IOP:进出口贸易差额，BD:实际利用外资额，DEB:国家外债余额，
A:年均人民币汇价

在回归中采用“逐步回归”等方法，首先将所有变量全部引入回归方程，然后进行回归系数的显著性检验，在一个或多个t检验值不显著的变量中，将不显著的变量逐步剔除，最后选择显著的变量拟合回归方程，并进行各种统计检验。得到估计结果如下：

$$FR = 1018.21 + 4.28DEB - 6.58A$$

$$T = (2.18) \quad (18.41) \quad (-6.83)$$

在最后的模型中只保留了 2 个变量 DEB 与 A。即国家外债余额，汇率变动直接影响到中国外汇储备的大小，其影响系数分别为 4.28 和 -6.58。

通过计量分析的方法，我们发现有以下因素对中国外汇储备增幅和余额扩大有着重要影响：

（一）国家外债余额是影响中国外汇储备的主要原因。通常，一国外债规模越大，短期外债越多，还本付息的压力就越大，为维持清偿力，需要的外汇储备就越多。截至 2007 年末，中国外债余额为 3736.18 亿美元，比上年末增加 506.30 亿美元，上升 15.68%。其中，短期外债余额 2200.84 亿美元，增加 364.56 亿美元，增长 19.85%，占外债余额的 58.91%。出现这种情况，主要有以下原因：一是境内外资金融机构在华业务迅速扩张，导致短期外债余额和流量大幅上升；二是进出口规模大幅增长，导致与之相关的贸易融资类短期外债增加；三是受到本外币正利差和人民币升值预期的影响，境内机构纷纷增加外币负债，减少人民币贷款。

（二）中国现行的外汇管理体制以及人民币盯住美元的汇率制度也是外汇储备大幅增长的重要原因。

一方面，从当前中国的外汇管理体制来看：1994 年年初，中国在对资本与金融项目实行严格管制的同时，对经常项目实施强制的结售汇制度。该制度规定，除了允许部分外商投

资企业开设外汇现汇账户外，对于法人所获得的属于经常项目下的外汇收入，必须及时足额地出售给外汇指定银行。因此，中资企业结汇基本上是强制性的，国内企业存储和吞吐外汇的能力受到很大限制。近年来，虽然管理当局已经允许外贸企业开设外汇账户，留存部分外汇，企业可以留存外汇的比例也不断增高，但企业实际持有的外汇份额远远低于允许留存的限额。究其原因主要是：第一，在政府保证人民币不贬值（1997年亚洲金融危机后）和人民币预期升值的情况下，企业在需要外汇时不用担心人民币贬值的风险，从而增强了企业持有人民币的意愿；第二，在经常项目实现自由化条件下，企业在进口需要用汇时，不用担心买不到外汇，外汇已不是稀缺资源，所以，持有外汇与否对企业显得并不重要。第三，企业持有外币后，资金流出受到较大的制度限制，国内金融市场上又缺乏可供选择的以外币计价的金融商品，由于持有外币的收益很有可能低于人民币，从而导致企业不愿意持有外汇。

表1：相关因素统计表

年份	<i>FR</i>	<i>GDP</i>	<i>IOP</i>	<i>BD</i>	<i>DEB</i>	<i>A</i>
1985	26.44	9016.0	-149	43	158.3	293.66
1986	20.72	10275.2	-119.6	69.9	214.8	345.28
1987	29.23	12058.6	-37.8	75.7	302.0	372.21
1988	33.72	15042.8	-77.5	98.4	400	372.21
1989	55.50	16992.3	-66.0	100.6	413.00	376.51
1990	110.93	18667.8	87.4	101	525.5	478.32
1991	217.12	21781.5	81.2	113	605.6	532.33
1992	194.43	26923.5	43.5	188	693.2	551.46
1993	211.99	35333.9	-122.2	257.6	835.7	576.2
1994	516.20	48197.9	53.9	458	928.1	861.87
1995	735.97	60793.7	167.0	484	1065.9	835.10
1996	1050.5	71176.6	122.2	552.7	1162.8	831.42
1997	1398.9	78973.0	404.2	640	1309.6	828.98
1998	1449.6	84402.3	434.7	589	1460.4	827.91
1999	1545.8	89677.1	292.3	404	1518.3	827.83
2000	1655.7	99214.6	241.1	407	1457.3	827.83
2001	2121.7	109655.2	225.5	468	1848.0	827.70
2002	2864.1	120332.7	304.3	527	1863.3	827.70
2003	4032.5	135822.8	255.3	535	2087.6	827.70
2004	6099	159878.3	320	606	2474.9	827.70
2005	8188.7	183084.8	1018.8	531.3	2810.5	807.02
2006	10663.4	210871	1774.7	694.7	3229.9	780.87
2007	15282.5	246619	2622.0	826.6	3736.18	732.61

资料来源：中国国家外汇管理局主页：www.safe.gov.cn

中华人民共和国国家统计局网站：www.stats.gov.cn

中华人民共和国商务部 www.mofcom.gov.cn

针对各外汇指定银行，央行实行的是结售汇周转头寸限额管理，即对每家外汇银行都

核定了外汇周转头寸的上下限：当一家银行持有头寸低于下限时，必须从外汇市场买入；当持有外汇头寸超出上限时，则必须在外汇市场卖出，外汇指定银行不得根据外汇市场情况自主决定头寸。在近年中国国际收支持续顺差的情况下，中央银行成为外汇指定银行持有超额结售汇周转头寸的唯一买家。

可见，在结售汇制度安排下，中央银行实际上是国内外汇的最终需求者和供应者。结售汇制导致非对称的外汇供求——一方面供给被无条件强制扩大，而另一方面需求被抑制，这种外汇储备的形成机理导致企业、银行均不能按自己的意愿持有外汇，外汇集中在央行以国家外汇储备的形式持有国内大部分外汇，独自承担了外汇储备的风险。

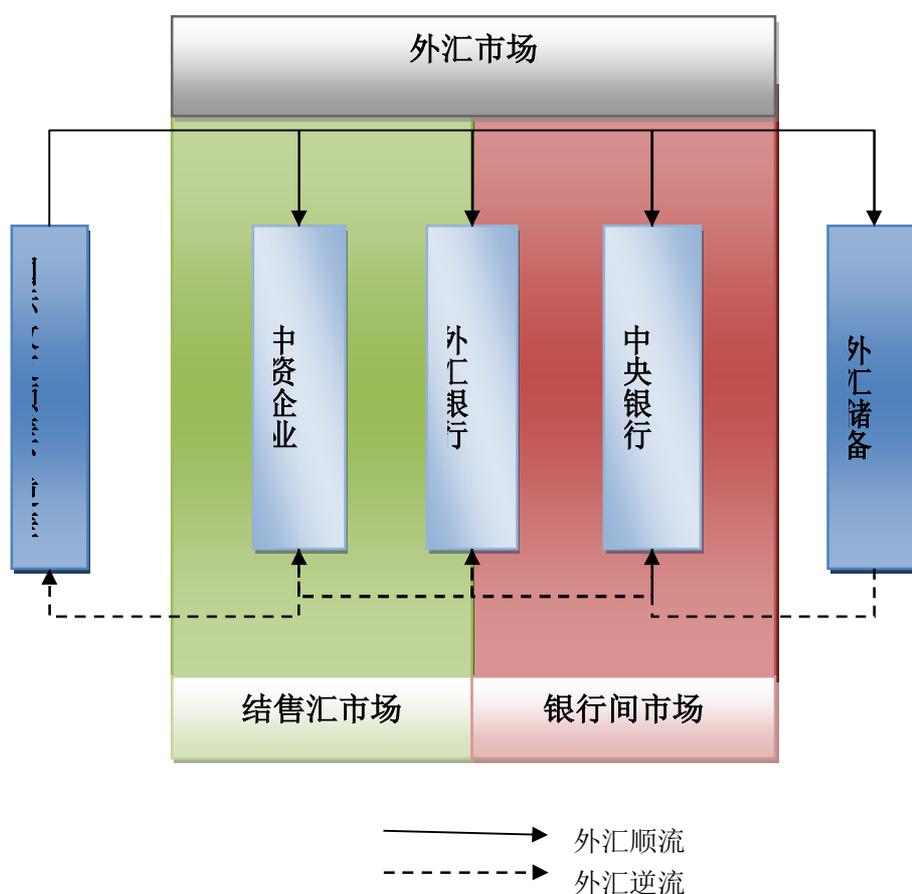


图 2：中国外汇储备增减机制

另一方面，人民币钉住汇率制度也是中国外汇储备高增长的原因之一。1994 年，中国实现汇率并轨，宣布人民币汇率实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率从 1994 年初的 $US\$1 = RMB\text{¥}8.70$ 上升至 1998 年底的 $US\$1 = RMB\text{¥}8.28$ 。亚洲金融危机后，人民币汇率一直稳定在 $US\$1 = RMB\text{¥}8.20 \sim 8.30$ ，1999 年 IMF 正式将人民币汇率列入钉住汇率类。结售汇制和结售汇周转头寸限额管理的实施，在国际收支连年巨额顺差这一源头的作用下，中国外汇市场外汇长期供大于求，中国人民银行为了维持住人民币

钉住美元的汇率制度，必须在外汇市场购入外汇，其结果必然是外汇储备的增加。2005年7月，进一步改进汇率形成机制，人民币汇率不再单一盯住美元，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，市场在汇率形成中的基础作用进一步加强，汇率弹性进一步扩大，但是人民币对美元的汇率依然是在可控的范围内实现稳定的升值，因此央行对汇率的干预依然会造成外汇储备的不断增加。

三、中国外汇储备急速增长的深层次原因

除了上述从经济计量得出的影响中国外汇储备不断增加的因素外，中国外汇储备的快速增长还存在着诸多的深层次原因

（一）中国宏观经济多年来持续稳定的增长提供了外汇储备增长的坚实基础。

1994年以来，中国经济进入了快速增长时期，国内生产总值在1993年仅为35333.9亿元人民币，2003年达到135822.8亿元人民币，经济总量已居世界第六位。2007年中国国内生产总值达到246619万亿元。在1998年至2008年的9年间，在世界经济不景气的大背景下，中国经济依然能够实现较高的经济增长速度，这就为包括外汇储备在内的中国各项综合国力的增强提供了前提条件。

（二）外汇储备增长的直接原因是中国国际收支的双顺差。

1994年以来，除个别年份外，中国国际收支一直是双顺差，经常账户顺差和资本帐户顺差并存。因此，中国外汇储备的大量增加主要由两个因素造成：一是包括外贸进出口在内的经常账户形成的顺差，二是国际资本大量流入形成的资本帐户顺差。

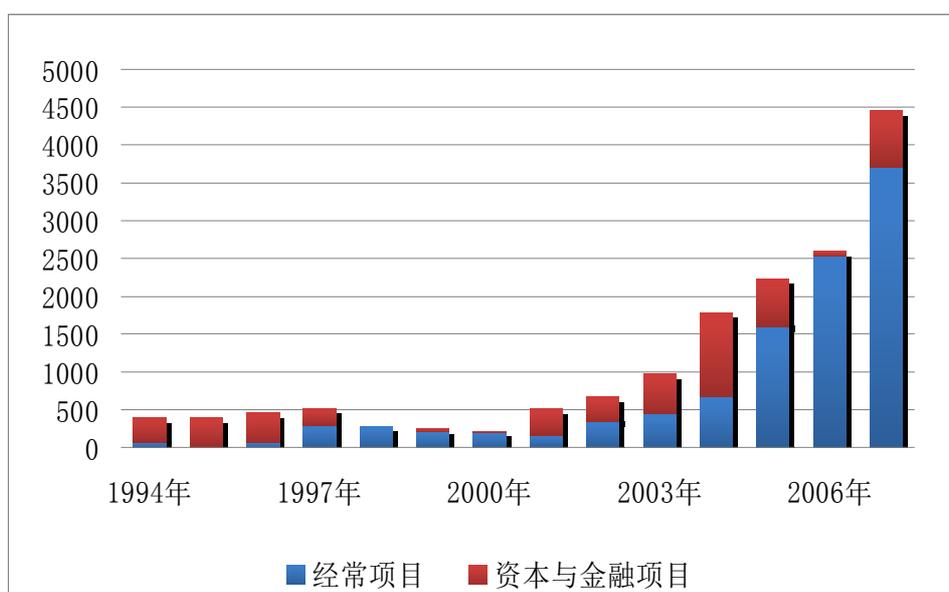
1994年以来中国对外贸易高速增长，对外贸易帐户及经常收支帐户持续顺差。1994年对外贸易总额为2366.2亿美元，经过10来年的发展，到2006年已经达到17606.9亿美元，同比增长23.8%，其中：出口9690.8亿美元，增长27.2%；进口7916.1亿美元，增长20%；进出口顺差1774.7亿美元，增长74%，经常项目顺差2533亿美元。至2007年6月，2007年上半年全国进出口总值为9809.3亿美元，同比增长23.3%，其中：出口5467.3亿美元，增长27.6%；进口4342亿美元，增长18.2%，进出口贸易差额为1125.2亿美元，国际收支经常项目顺差1629亿美元。

显然进出口贸易顺差是中国经常项目顺差的主要原因，对外汇储备的增加起着很大作用（其间经常账户顺差额的减少应考虑亚洲金融危机的滞后影响：1999年以后，中国经常账户顺差经历了从减少到增加的过程——从1999年的211亿美元减少到2001年的174亿美元，之后逐步增加到2004年的687亿美元；其后经常账户顺差增长加速，2005、2006年经常账户顺差分别为1608亿美元、2533亿美元。

同时，中国资本项目保持着巨额顺差。资本项目净流入主要是利用外资的增加。资本项目顺差已成为中国外汇储备大幅度增长最主要的原因。（同样，应分析亚洲金融危机的影响：

1994—1996 年间，资本账户顺差均在 300-400 亿美元之间；1997 年减至 230 亿美元，1998 年更是出现了逆差，直到 2001——2002 年资本账户顺差才恢复至 1994—1996 年间的水平，2004 年更是达到 1107 亿美元的峰值，其后呈下降趋势。)

分析从亚洲金融危机之后，国际收支各项目对外汇储备增长的贡献可看出：1999、2000 年，资本流入贡献较小，经常账户顺差的贡献占绝对优势；2001 年，资本帐户的贡献占压倒优势，2002 年，资本帐户贡献略低于经常帐户，2003 年，资本帐户贡献超过经常帐户，2004 年，资本帐户贡献占据绝对优势，之后，经常账户顺差又占优势。由此可见，中国国际收支的双顺差是外汇储备持续增加的基础。



资料来源：中国国家外汇管理局主页：www.safe.gov.cn

图 3：国际收支各项目对外汇储备的贡献比较（单位：亿美元）

(三) 2004 年以来，中国外汇储备超额增长还出现一些新的特点。自 2004 年至 2005 年 9 月，累计 1000 亿美元的贸易顺差虽然使中国成为亚洲出口增长最快的经济，但不足以解释同期约 3500 亿美元的储备增长。从统计看，2004 年前 9 个月中有 7 个月外汇储备幅度都在 100 亿元以上。而后三个月，外汇储备更是突增 954 亿美元，每月平均新增 300 亿美元以上。海关部门提供的数据显示，2004 年后三个月的贸易顺差的确也实现了高增长，分别为 70.9 亿美元、99 亿美元和 110.8 亿美元。但这些数据并不足以支撑成为外汇储备突增的理由。那么储备增长的主要来源何在？这不得不转而分析国际收支平衡表的另一部分：资本项目。伴随着中国对外贸易的迅速发展，尤其是自美国以及日本、韩国等东亚国家提出人民币升值的要求以来，市场上逐渐形成了人民币汇率升值的预期，原先从中国境内外逃的资金开始回流国内，一些投机性的资金在人民币汇率升值预期下，也设法通过各种手段进入中国境内，从而加剧了国内外汇市场上外汇供大于求的矛盾，导致了外汇储备的增加。2004 年 10 月的加息，更是使人民币升值预期加剧，试图“赌一把”的投机性外汇资本通过各种方法涌进境内。而投机性资本的大量涌入，在现行汇率制度安排下，央行为

使得人民币汇率维持在可以接受的范围内，不得不购入外汇，才是外汇储备持续攀升的真正原因。

参考文献:

- [1] 李子奈,高等计量经济学,北京:清华大学出版社,2000年
- [2] 者贵昌,中国国际储备的分析与研究,《国际金融研究》2005年第5期
- [3] 邹宏元、何泽荣,中国转型期国际收支研究,中国金融出版社2006年8月
- [4] 池启水、刘晓雪,人民币汇率波动特征实证分析,统计与决策,2007年23期
- [5] 的刘斌(2000),人民币自由兑换的为汇储备需求,《财经研究》,2000年11期
- [6] 韩宝兴,美元扩张中发展中国家外汇储备增长问题及对策,武汉金融,2009年第3期。
- [7] Johnson H. G., 1965, International Trade and Economic Growth: Studies in Pure Theory, 2nd ed. Allen and Unwin, Great Britain
- [8] John, H.G. International trade and economic growth. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1958

The Reasons for the Formation of China's Foreign Exchange Reserves

Han Baoxing

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Since the reform of the foreign exchange management system in 1994, China's foreign exchange reserves began to enter a period of rapid growth. In 2006 china has become the largest foreign exchange reserves country, therefore, it is essential to study the formation of China's foreign exchange reserves. In this paper, empirical analysis shows that the national debt was the main reason about the impact on China's foreign exchange reserves, which China's current foreign exchange management system and the yuan pegged to the dollar's exchange rate regime, macroeconomic stability and sustained growth, China's international balance of payments surplus and other pairs of has become a driving force for rapid growth of China's foreign exchange reserves.

Keywords: foreign exchange reserves increase

收稿日期: 2009-08-23

作者简介: 韩宝兴,西南财经大学中国金融研究中心金融学博士,研究方向:金融理论与实践