

# 东亚外汇储备的变动及其影响

谢建军 李计成

近年来, 外汇储备的增长成为世界范围内的一个普遍现象, 而东亚地区外汇储备的急剧增长则尤其引人注目。东亚外汇储备的大幅增加, 有其特殊的全球和区域经济背景, 也与本地区弹性缺乏的汇率制度有关, 同时它也对东亚各经济体的宏观经济调控与管理造成了新的影响。

## 一、近年来东亚地区外汇储备的变动

外汇储备是一个国家或者地区的货币管理当局所拥有的包括外币存款和国库券在内的对外流动资产的总称。在当代世界国际储备中, 外汇储备地位举足轻重, 占其近 90% 的份额。因此, 一国外汇储备的变动及其多寡, 是决定其国际储备是否充足的最重要因素。作为世界外汇储备的聚集地, 近年来东亚地区外汇储备迅猛增长, 拥有庞大的累积存量, 成为当今世界经济发展过程中令人关注的一大景观。

在 20 世纪 90 年代, 东亚地区就积累了规模庞大的外汇储备, 该地区的一些经济体如日本、中国以及中国香港、中国台湾等在全球外汇储备规模中还居于前列。但是总体上而言, 东亚大部分发展中经济体在国际收支上存在着经常项目的长期赤字, 短期资金的流入成为融通国际收支, 增加外汇储备的主要途径, 这使得各国外汇储备很大程度上为债务性的外汇储备。同期, 由于政府和私人短期资金的大量借入, 短期外债占其外汇储备的比重不断攀升。至 1997 年底, 中国、中国台湾的短期外债占外汇储备的比重较低, 分别为 25.42%、36.68%, 马来西亚的为 69.23%, 而泰国、菲律宾、印度尼西亚和韩国的比重却分别高达 114.5%、152.05%、176.59% 和 325.12%。相对于短期债务而言, 外汇的短缺是当时东亚地区一个普遍的现象, 这也是东亚一些经济体 90 年代后期出现金融动荡的一个重要原因。

1998 年后, 随着亚洲金融危机的终结和内外经济环境的好转, 东亚主要国家和地区的外汇储备发生了很大的变化, 具体表现在:

(1) 外汇储备的数量不断增加。据国际货币基金组织 (IMF) 的统计, 在 1998 年到 2002 年的 5 年间, 东亚 91 个国家和地区外汇储备增加了 6 980.35 亿美元, 与 1998 年初相比, 增长近 90%, 远远高于同期 48.41% 的全球外汇储备增长率。除新加坡、中国香港外, 东亚各个国家和地区外汇储备的增加幅度均接近或超过 50%。特别值得一提的是, 中、日、韩三国外汇储备增加额均超过 1 000 亿美元, 分别达到 2 435.79 亿美元、1 465.08 亿美元和 1 010.99

亿美元，外汇储备的增加幅度分别达到 117.18%、104.73%和 512.91%，远远高于世界其他国家与地区的增长幅度。

(2) 外汇储备总量大幅攀升。外汇储备的持续增长带来了东亚各国外汇储备的大量累积和总量的迅速膨胀。至 2003 年底，东亚各个国家和地区的外汇储备大大超过了其历史最高水平，其中有 5 个国家与地区的外汇储备超过 1 000 亿美元（见表一）。作为一个整体，在 2002 年底东亚地区外汇储备占外汇储备规模占世界前 20 位国家和地区总额（约 1.75 万亿美元）的 75%，成为全球外汇储备积累最多的地区。

表一 1994—2003 年来东亚国家（地区）外汇储备状况 单位：亿美元

时间 \ 项目	中国台湾	日本	南韩	中国大陆	中国香港	印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国
1994	924.5	1,228.5	256.7	516.2	510.7	121.3	254.2	70	581.8	293.3
1995	903.1	1,828.32	327.1	736	571.7	137.1	237.7	76.3	687	359.8
1996	880.4	2,178.7	332.4	1,050.0	695.6	182.5	270.9	116.2	768.5	377.3
1997	835	2,207.9	204.1	1,398.9	931.8	165.9	217.7	86.5	712.9	216.8
1998	903.4	2,159.5	520.4	1,449.6	896.2	236	279.6	106.8	750.3	295
1999	1,062.0	2,880.8	740.6	1,546.8	963.0	273.1	308.6	149.9	771.8	348
2000	1,067.4	3,616.4	962	1,655.7	1,075.5	293.9	299.1	149.1	803.6	319.3
2001	1,222.1	4,019.6	1,028.2	2,121.7	1,111.7	280.2	308.7	156.6	758	330.5
2002	1,616.6	4,697.3	1,214.1	2,864.1	1,119.2	320.4	346	161.8	822.8	389.3
2003	2,066.3	6,735.3	1,553.5	4,032.5	1,184.0	359.2	439	134.1	963.2	421.5

资料来源：

印度尼西亚：印度尼西亚中央统计局（Bandan Pusat Statistik）

马来西亚：1. 马来西亚中央银行 2. 马来西亚统计局

菲律宾：Bangko Sentral ng Pilipino, CEIC 数据库

新加坡：Monthly Digest of Statistics, Department of statistics, Ministry of Trade and Industry, Singapore

泰国：泰国中央银行（Bank of Thailand）

韩国：韩国中央银行 WWW. bok. or. kr

日本：日本统计局 WWW. stat. go. jp

中国香港：政府统计处 中国台湾：中央银行

中国大陆：国家外汇管理局

(3) 国际支付能力明显增强。衡量一个国家或者地区的对外支付能力一般有两个指标，即：外汇储备与进口量之比、外汇储备与一国短期外债的比例。前者衡量一国保证其日常货物与服务进口的能力，后者则广泛用于衡量一国应对资本流动脆弱程度的指标。就外汇储备与年进口量的比例而言，国际上一般认为一国外汇储备能够满足三个月的商品进口需要视为充足。就 2000—2002 年的平均水平而论，东亚官方外汇储备最低的菲律宾其外汇储备已经能保证近 4 个月的商品进口，其它经济体的外汇储备基本上能保证 6~11 个月的正常进口<sup>①</sup>。再从外汇储备与短期债务的比率来看，东亚所有的国家和地区都满足了至少 100%覆盖的基准，中国大陆和中国台湾更是达到了 800%~1000%<sup>②</sup>。

## 二、东亚外汇储备大幅增长的原因分析

对一个非储备货币发行的经济体来说，外汇储备的变化源于国际收支的顺差和外汇市场的干预，而这又与该经济体在一定国际经济形势下国际收支状况和实行的特定汇率制度密切相关。导致东亚各个国家和地区的外汇储备大幅增长的主要因素是：

(一) 世界经济发展的普遍失衡是东亚各国外汇储备增长的基本条件。20世纪末以来，尽管受“911事件”的影响，全球经济发展并非一帆风顺，但整体形势向好，世界经济继续保持稳定的增长。但在经济发展速度和增长结构上，各国存在着很大的差异。作为世界经济的引擎，美国经济，近5年的年平均增长率接近3%。在经济增长结构上，旺盛的国内消费和巨额的财政赤字是美国经济扩张的主导因素，这引起了其对外国商品和服务的巨大需求，带来了美国贸易赤字扩大，美元资产的大量流出，世界范围内美元储备的供给也随之大幅度增加。近年来，世界外汇储备的快速增长与同期美国贸易赤字的扩大有着很大的关系。同时，经过多年的经济改革与调整，东亚地区恢复了亚洲金融危机前的快速增长，但与其主要贸易伙伴美国不同的是，主导各经济体经济增长的是与贸易相关的产业部门的扩大，危机后内部需求相对不足的状况并没有根本改变，这意味着伴随经济扩张的是贸易收支的改善和持续的赢余。而东亚金融环境的稳定和经济的快速增长增强了海外投资者的信心，吸引了国际私人投资的重新流入，这也为该地区国际收支的改善创造了条件。

(二) 综合收支的持续赢余是东亚各国外汇储备大幅增长的直接原因。综合收支是除官方储备之外的经常项目和资本项目收支状况的总和，它在一定程度上反映了一个经济体在一定时期内为平稳自主性交易增减官方储备的力度。从1998年开始，东亚各经济体经常项目持续顺差，而且顺差总体上有所扩大。1998年东亚地区10个经济体经常项目顺差总额为2411.5亿美元，到2003年扩大到2551.9亿美元。而且除印尼、菲律宾和泰国外，其余各经济体在1998年后的5年里年均经常项目顺差都接近或超过100亿美元（见表二），东亚各国（地区）经常项目的大量顺差成为支撑其综合收支顺差的主要因素。在资本账户上，大部分东亚国家（地区）由于外来投资的增长有很大改善，一些国家如中国还存在很大的顺差。这样，综合收支的持续盈余就成为东亚各国当前国际收支状况的主要特征，这使得主要基于实体经济交易的东亚各国与地区外汇市场上外汇出现了供过于求的局面，外汇储备的增长因此成为必然。

(三) 东亚各经济体实行的汇率制度最终促成了外汇储备的持续增加。汇率制度主要分为固定汇率和浮动汇率制度两种，在浮动汇率制度下，汇率的水平完全由外汇市场供求决定，其变动又通过影响外汇的供给和需求，自动实现供需的平稳。国际收支的变化影响的只是汇率水平的高低，而外汇储备仍保持相对稳定。在固定汇率制度下，汇率的固定使其丧失了调节市场的能力，外汇余缺的消除只能靠中央银行逆向操作，增减外汇储备来实现。在这种情况下，一国的外汇储备将随其国际收支的变化而同方向地变化。在汇率制度上，东亚地区各经济体在金融危机后都继续实行或相继恢复了危机前的实际钉住美元的汇率制度，把维持稳定的有竞争的汇率水平作为政策目标，这使得许多东亚国家的有管理的浮动汇率制实际上向以前弹性缺乏的固定汇率制回归。特别是在2001年以来美元持续贬值的情况下，东亚货币钉住美元，会带来各经济体货币“搭便车”式地对区外其他货币的相对贬值，这无疑有

利于增强各国出口的竞争力，提高国际收支盈余水平。而在贸易收支持续盈余、外资源源流入的情况下，汇率制度弹性的缺乏将使东亚各经济体的外汇储备被动地随着持续的国际收支盈余而大幅增长。在某种程度上说，东亚外汇储备的大幅增长是东亚缺乏弹性的汇率制度和瞬息万变的国内外宏观经济形势不协调的产物。

表二 1998—2003年东亚国家与地区经常项目余额 单位：10亿美元

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
日本	118.75	114.60	119.66	87.80	112.45	136.40
新加坡	18.54	15.18	13.28	16.14	18.70	18.20
中国台湾	3.44	7.99	8.85	17.89	25.63	28.60
印尼	4.10	5.79	7.99	8.85	7.82	7.85
韩国	40.36	24.48	12.24	8.24	6.09	12.30
马来西亚	9.53	12.60	8.49	7.29	7.19	11.45
菲律宾	1.55	7.22	6.26	1.32	4.20	1.69
泰国	12.43	9.31	6.22	7.65	8.02	—
中国	31.47	21.12	20.52	17.40	35.42	31.45
中国香港	2.53	10.28	7.08	9.94	13.72	17.63
东亚	241.15	229.78	216.53	118.71	215.79	255.19

资料来源：国际货币基金组织统计资料

### 三、东亚外汇储备急剧增长的影响

日益充足的外汇储备改变了东亚大多数国家和地区外汇短缺的局面，提高了各国对外支付和干预市场的能力，有利于其抵御外部经济风险的冲击，促进内部经济的稳定和发展。但是，增长迅速、规模庞大的外汇储备又带来了一些新的问题，对各经济体的宏观经济管理造成了一些负面影响。

(一) 外汇储备的大幅增加影响了东亚经济体内部经济的均衡，干扰了其货币政策。国际经济学界认为，一国汇率政策与国内货币政策的相互关系存在着“不可能三角”现象：一个国家不可能同时实现（1）资本跨边界的自由流动；（2）固定的或者有管理的汇率制度；（3）独立的国内利率的控制。在开放的经济环境下，一国实现固定汇率制又保持资本的自由流动，将不可避免地丧失货币政策的独立性。东亚经济体在国际收支持续盈余下，通过外汇市场的干预，增加外汇储备的持有以稳定本国（地区）汇率意味着等量基础货币的额外投放。在不进行相应冲销的情况下，国内（地区内）的货币供给将以乘数倍增长，这会影响到（地区）内物价稳定，产生通货膨胀的压力。为了保持国（地区）内物价的稳定，东亚经济体都对这种额外增加的货币供给进行相应的冲销，冲销式干预在短期内能缓解内部通货膨胀的压力，但会增加政府的财政负担，使其货币政策的操作变得更加复杂。从长期来说，这种干预将会因为干预成本过高、利率攀升而变得难以为继。

(二) 外汇储备的迅速增长改变了市场预期，对东亚一些经济体的原有汇率政策造成了

压力。外汇储备的大幅增长增强了市场对各经济体货币升值的预期，引起了以此为目的的投机资本大量流入和通货膨胀的压力。在这样的背景下，2003年后，东亚国家和地区开始了汇率水平的调整与制度的改革。实行浮动汇率制度的国家与地区货币的浮动幅度都不同程度地扩大，2003年到2004年底出现了区域性集体货币5%~10%的升值，其中韩元对美元汇率的升值幅度更是高达13%以上。中国和马来西亚放弃了紧钉美元的汇率制度，转而实行有管理的浮动汇率制度。

(三) 日益庞大的外汇储备规模也对东亚各经济体的国际储备管理提出了新要求。东亚大部分国家和地区通过吸引外国投资来弥补资金的短缺，平均资本收益率也往往高于其它地区。大量的外汇储备累积增大了持有的机会成本，对经济发展而言也是一种资源的巨大闲置。就外汇储备的币种安排而言，东亚外汇储备中很大部分是美元现金和债券。亚洲国际收支状况的数据显示，仅2003年亚洲对美元资产的官方购买总额已经超过4100亿美元，占当期外汇储备购买资产的90%以上，这其中大部分美元资产为东亚地区政府所购买。大量美元资产的持有保证了东亚经济体对外汇市场的干预能力和对外支付能力，但也使外汇储备暴露于因美元汇率变动引起的实际价值损失的风险中，而东亚货币的可能升值也实际上意味着这些外汇资产的潜在缩水。所有的这些都充分说明，东亚很多经济体在外汇储备适度规模、流动性和安全性等方面将面临着两难选择。

## 注 释：

\*本文中所指的东亚主要包括东亚十个经济体，即东盟五国（新、马、泰、菲律宾和印尼）、日韩、中国大陆和香港、台湾地区。

①具体参见《世界经济展望—新兴市场的公共债务》之亚洲外汇储备的充足性。

②参考数据来源于“Foreign reserve accumulation in Asia: Can it be sustained?” <http://WWW.treasury.gov.au/documents/930/pdf1-Foreign-Reserve.pdf>.

## 主要参考文献：

①管涛：“外汇储备增长与全球性通货紧缩趋势形成”，〔J〕，《国际经济评论》，2004年5-6，P7-59。

②钱荣堃：《国际金融》〔M〕四川人民出版社，2001年6月。

③许少强：《外汇理论与政策》〔M〕上海财经大学出版社，1999年5月。

④《世界经济展望—新兴市场的公共债务》〔R〕中国金融出版社，IMF，2003年9月。

⑤ Ronald McKinnon and Gunther Schnabl. “The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Value” 〔J〕 *International Finance*; 7; 2, 2004; pp169-201.

⑥ Robert T. Pany. “Conducting Monetary Policy in a Global Economy” 〔J〕 *Business Economics*; Oct 1998 pg. 14.

(作者单位：武汉大学商学院金融系 厦门大学南洋研究院)  
〔责任编辑：王国平〕