

IMF 外汇储备管理指南对我国的启示

李江华¹, 杨能良²

(¹ 厦门大学金融系、² 厦门大学财政系, 福建厦门 361005)

摘要:我国外汇储备近年持续增加,而外汇储备管理水平有限,外汇储备管理体系尚未完善。而 IMF 外汇储备管理指南及其配套文件的发布为提升我国外汇储备管理水平提供了一定的启示。

关键词: 外汇储备管理; IMF 外汇储备管理指南; 我国外汇储备管理

中图分类号: F830.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1428(2003)08-0038-04

国际货币基金组织(IMF)继 2001 年 9 月 20 日公布了对外汇储备管理的指导性文件——《外汇储备管理指南》(Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management)(以下简称“IMF 指南”)后,于 2003 年 3 月 26 日进一步发布了 IMF 指南的配套文件(Accompanying Document)。

一国持有充足的外汇储备并进行有效的管理是抵御国内外金融风险的重要措施。近年来,我国外汇储备规模持续增加,截至 2003 年 3 月底已达 3160.09 亿美元。尽管我国拥有大量的外汇储备,但外汇储备管理体系尚未完善,管理水平仍显不足,与国际先进的外汇储备管理做法存在一定的差距,而 IMF 外汇储备管理指南及其配套文件的发布为我国外汇储备管理水平的提高提供了一定的启示。

一、IMF 外汇储备管理指南的主要内容

(一) 外汇储备管理的目标、内容以及与其他政策的协调

1. 外汇储备管理的目标: ①能够满足指定一系列目标的、可及时获取的外汇储备的充足性; ②流动性、市场风险和信用风险得到审慎的控制; ③在流动性和安全性的前提下,从中长期投资中获取合理的收益。一国的货币和汇率安排,及其国际收支和外国资产头寸的大小、性质和变动程度决定其所需的外汇储备的规模。为了保证外汇储备的及时获取,应当按照流动性、安全性和收益性来排列外汇储备管理目标。但是,如果外汇储备的流动性和安全性已经得到保障,则收益性应当着重考虑,原因在于持有外汇储备的高额成本。

2. 外汇储备管理的内容

外汇储备是由货币当局能够控制的、可及时获取的一国的公共部门拥有的外国资产组成的。外汇储备管理活动也可包含对负债、其他外汇空头的管理和衍生金融工具的使用。

3. 外汇储备管理策略与其他政策的协调

外汇储备管理策略应当服从并支持一国或同盟特定的政策环境,尤其是货币与汇率安排。对于外汇储备充足水平的选择,应当通过对持有储备的成本与收益分析。外债的状况是决定外汇储备的重要因素,为了降低外部脆弱性,外汇储备管理策略也应当考虑与外债管理策略相配合与协调。无论一国是否将外汇储备管理和外债管理责任委托予相同或不同的部门,各自的政策目标和行为必须协调,以避免向外界传递矛盾的信息。

(二) 外汇储备管理的透明度与储备管理机构的责任

1. 负责储备管理的金融机构的任务、责任和目标的清晰性

在储备的所有权明确的前提下,储备管理机构可作为外汇储备的委托人或代理人行使储备管理职责。关于在政府、储备管理机构以及其他机构间分配储备管理责任的状况,应当进行公开披露和解释。应当明确定义和披露储备管理的一系列目标,储备管理政策的关键部分应当进行解释。

2. 储备管理市场操作的公开过程

收稿日期: 2003-06-21

作者简介: 李江华(1980.3-),女,福建福清人,厦门大学金融系硕士研究生,研究方向为金融理论;

杨能良(1977.10-),男,福建福清人,厦门大学财政系硕士研究生,研究方向为财金理论。

监管储备管理机构与其关联交易方关系的一般原则应当公开披露。公开披露的作用在于确保储备管理的交易是基于公正无私的客观标准。当然,基于保密考虑,储备管理操作的细节是不应当公布的,这些细节的公布可能弱化储备管理机构在市场中操作的能力。

3. 社会公众能够获取关于外汇储备的信息

外汇储备的信息应当定期公布,这些信息有助于公共部门和私人部门的一些决策。IMF 的数据公布的特殊标准(SDDS),及其关于国际储备和外汇流动性的数据模板,为外汇储备和其他潜在相关活动公开披露的内容和适时性提供一个全面的基准标准。

4. 储备管理机构的职责与公正性担保

应当以国际公认的审计标准对储备管理机构的年度财务报表进行外部审计,并且审计结果和意见也应当公布。确保储备管理实体操作的公正性的内部监管的一般原则应当公布。

(三) 外汇储备管理的制度框架

1. 外汇储备管理制度框架的法定基础

外汇储备管理的制度及其监管安排应当通过法定框架建立,这个框架应当明确地确定储备管理机构的责任和权力。当储备管理责任和功能在不同机构间分割时,由法律规定制度责任并通过有关部门授予储备管理机构,才能保证储备管理责任和功能的协调与执行。

2. 外汇储备管理的内部监管

清晰的分割和分配管理责任的原则应当指导储备管理机构的内部监管结构,内部监管结构也应当反映这些原则。从储备管理的决策层面到操作层面的责任和权力应当清晰地分离。

储备管理操作的各个方面都需要受过良好培训的工作人员,工作人员必须具备坚实的市场惯例和交易工具的知识背景,他们必须完全理解风险和他们的操作的控制环境。

对内部操作和相关风险的有效监督应当由可信赖的信息和通报系统与独立的审计功能来支持。一个有效和独立的审计部门在为储备管理机构提供高水平的独立担保中扮演重要的角色,确保储备管理活动与内部控制和报告系统的适当运行。

必须存在有效的补救过程以减缓由运行系统的失灵或其他灾难性事件所导致的储备管理的风险。

(四) 外汇储备管理的风险管理框架

应当建立一个风险管理框架,以确认和评估储备管理风险,并确保这些风险处于一个可接受的水平上。储备管理机构可以利用公认的投资组合管理原则来决定资产选择和分配的策略,以控制外部风险的暴露。为了指导储备的投资操作,必须规定一个投资组合基准。在投资组合基准中关于货币种类选择的考虑包括流动性和货币风险。为达到在投资组合中与债务相对的对货币风险套期保值的目的,投资组合也可更多地考虑流动性强的货币的比重。

储备管理机构可将部分储备分配至一个或几个信誉良

好的外国机构来管理,风险管理框架应当对内部和外部管理的基金运用相同的原则和措施。风险管理框架也应当涉及与衍生金融工具和其他外汇操作相关的风险。

为了评估风险和储备投资组合的脆弱性,储备管理机构应当有规律地实施压力测试^①,以检测宏观经济和金融参数或震荡的潜在影响。

二、IMF 指南对我国外汇储备管理的启示

(一) 我国外汇储备管理对象及其管理目标(原则)

我国现行外汇储备管理的对象主要限于国家持有的外汇储备,缺乏与外债管理的有效配合。我国现行外汇储备管理的原则是:“安全第一,流动第二,盈利第三”,储备管理的战略目标是:调整外汇供求、平衡外汇市场;加强风险防范,确保资金安全,保证资金的及时调拨和运用;建立科学的储备资产结构,提高储备经营水平,增加资产回报;合理安排投资,有重点地支持国内建设项目。可见当前我国重点强调外汇储备的安全性,把外汇储备的安全性放在重中之重位置,对外汇储备营运管理的流动性和收益性重视不够。事实上,持有外汇储备存在大量的成本。正如 Dean Baker 和 Karl Walentin(2001) 的研究表明,持有外汇储备导致巨大潜在损失,尤其对于发展中国家;持有 1 美元的外汇储备相当于 1 美元的在本国的预先投资,如果发展中国家不持有这些储备,它们便可将这些资金运用于本国的实物或人力资本的投资;持有外汇储备的成本便是投资于本国的收益与持有外汇储备微小收益之间的差额。他们的研究还表明,自上世纪 60 年代到 90 年代,东亚国家持有外汇储备的累积成本超过目前 GDP 的 20%。就我国而言,目前持有的巨额外汇储备中,绝大部分是美元资产,特别是大量购买了美国债券,外汇储备流动性较低,外汇储备的实际收益率也较低。同时,由于缺乏与外债管理的有效配合,我国又大量从境外筹集高成本外资,造成外汇储备管理效率相当低下。

IMF 指南指出,外汇储备管理对象不仅仅限于外汇储备,还可包括对外债、其他外汇空头的管理和衍生金融工具的使用;外汇储备管理的目标首先是充足性,然后依次为流动性、安全性(风险性)和收益性,并且在流动性和安全性得到保障下,应当进一步考虑储备管理的收益性。

由于近年来我国外汇储备规模不断增加,外汇储备的充足性已经不是我国储备管理的主要问题,而持有外汇储备又存在巨大的成本,所以当前我国外汇储备管理关键在于要处理好我国外汇储备管理的流动性、安全性和收益性各原则之间的协调。首先,可以考虑借鉴 IMF 指南,将流动性放在首位,重视外汇储备的流动性是为了增强国家外汇储备适应国内外经济金融形势变化的需要,保持外汇资

^① 压力测试(Stress Test)是用来模拟当市场(加权指数)因发生极端情况变动(如政变或自然灾害)时,最优化投资组合资产总市值可能受到的影响(收益或损失)。压力测试可以预估投资组合的市场风险。

金营运的平衡性和稳定性,维护国家支付能力和信誉。其次,应重视外汇储备的安全性,尽可能减少外汇储备的潜在损失,增强预期收益的可靠性,在安全性得到保障的前提下实现我国外汇储备的保值增值。

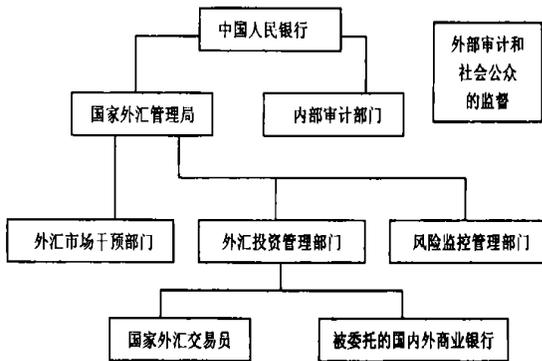
为了提高我国外汇储备管理的收益性和降低持有储备的巨大成本,我国可以考虑适当地降低外汇储备规模不断增长的势头,发挥大量外汇储备对经济增长的积极作用,建立将储备转化为投资、将资金转化为资本的新机制。例如,增加对民营企业的美元贷款,并辅以政策支持,推进我国有竞争力的企业到国外投资;成立美元技术创新基金,支持国内企业加强与跨国大公司的技术合作和开发;大力发展资本市场,促使更多的人民币储蓄和外汇储备向资本市场流动。另外,我国还要利用外汇储备增加石油等战略性物资的储备。

(二) 我国外汇储备的管理体系

与 IMF 指南所反映的外汇储备管理体系相比,我国现有的国家外汇储备运营管理体系还很不健全,统一的储备运营管理体系没有形成,并且缺乏法律保障。在委托经营上,没有建立起统一的、透明度较高的委托机制、委托程度和评价监管体系,被委托商业银行之间缺乏必要平等约束与透明度较高的公平竞争机制。同时,中央银行经营职能与管理监督职能没有相对分开,使中央银行身兼二任,极大地削弱了其内在动力和行为约束,不利于其更好地对国家外汇储备进行合理调控,不能真正发挥外汇储备的功能和作用。

根据我国国情并借鉴 IMF 指南,我国可以建立如下授权系统(见图一):首先由中国人民银行向其自营部门或机构(如国家外汇管理局)授予外汇储备经营权限,同时由内部审计部门负责监督和审计工作;其次,由人民银行自营部门或机构、商业银行向其交易部门和交易员授予经营外汇储备权,设置外汇市场干预管理部门(使中央银行通过在外汇市场进行外汇调期操作或同国内金融机构进行回购交易,从而达到调控外汇储备水平和国内货币供应量的目的)、投资部门(主要负责赚取较高的外汇投资收益)和风险监控管理部门(负责外汇市场干预和投资项目的风险监控);再次,由外汇管理局委托外汇交易员直接进行外汇操作或委托国内外银行进行投资,建立起中央银行自己经营和由国家外汇管理局委托商业银行(包括境内外外资和合资银行)经营外汇储备相结合的营运方式。其中,中央银行自己直接经营国家外汇储备,有利于中央银行外汇运用和国家直接用汇;委托商业银行经营外汇储备,则有利于充分发挥商业银行在金融业务上的优势和实力,亦有利于中央银行集中主要精力于外汇政策与调控监管上。同时将一部分储备委托数家商业银行经营,可以引入一定程度的竞争,有利于促进中央银行自营机构和被委托商业银行改善经营,提高效益。此外,将一部分国家外汇储备适当分散经营,比较符合风险分散管理原则,有利于相对降低国家外汇储备营运整体分散程度。

图一: 外汇管理授权体系



为了对储备管理活动实施有效的监管,还必须建立一个独立的内部审计部门。内部审计部门的职责在于根据外汇储备经营与管理的各项制度规定的程序,对照审核各项业务活动的合规性。内部审计的对象是外汇储备管理的各个环节,审计的内容可分为符合性测试和实质性测试。符合性测试是指对内部控制系统有效性评估,主要是对内部控制环境是否符合管理的需要以及内部控制环境效率的评估;实质性测试是指对内部控制系统中主要项目具体内容的审核。内部审计应当独立于储备管理的具体活动,内部审计部门应建立在央行层次上,并通过其定期和不定期的内部审计,检查内部控制系统的运行,使内部控制环境不断得到完善,减少风险的发生。

我们还应当增强我国外汇储备管理的透明度,透明度的提高有助于经济运行主体根据储备管理政策调整自身市场经济活动,并通过社会公众的监督进一步提高我国外汇储备管理的效率。我们应当定期公布我国外汇储备的规模、投资工具的选择及其流向以及交易关联方的基本情况。关于这些信息的公布形式,可以参照 IMF 的数据公布的特殊标准(SDDS)、国际储备和外汇流动性的数据模板等。在条件逐步允许的情况下,我们应当按照市场运作标准对有效储备管理机构的储备管理活动的年度财务报表进行外部审计,可采取国际公认的标准就财务报表真实性和公正性提供独立意见,并且审计结果也可适当予以公布。

必须注意的是,在这个授权体系中,要有明确的外汇储备管理法律法规来规范运行,明确各个外汇储备有关管理机构的责任和权力,保证储备管理责任和功能的协调与执行。

(三) 我国外汇储备的风险管理

1. 建立外汇储备风险管理制度

首先,确认和评估外汇储备管理可能面临的所有风险,并且定义在储备管理中可接受的风险水平和指标,同时无论对于国内储备管理机构还是委托国外金融机构,必须适用同样的风险管理制度;其次,该风险管理制度应当持续监督储备管理面临的风险暴露程度,以检验风险暴露是否超过可接受的范围;再者,风险管理制度所考察的风险也应当

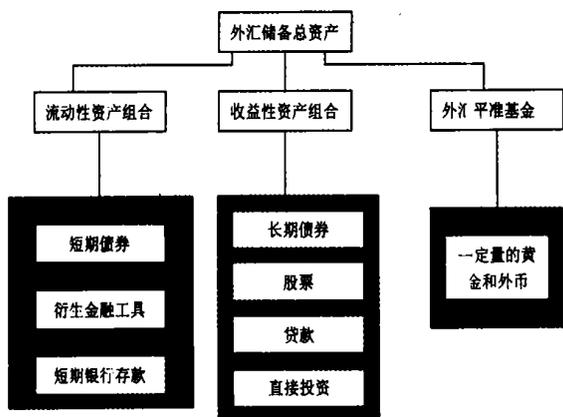
包括外汇衍生工具所导致的可能风险;最后,为了评估储备投资组合的风险和外部脆弱性,应当有规则地实施压力测试,以确定宏观经济或金融环境震荡的潜在影响。

2. 采取科学的风险控制手段

可以考虑建立储备管理的投资组合基准,以指导实际的储备投资。投资组合基准必须包括所选择的持有的外汇的币种及其权重,具有适当信用特征的投资工具,以及反映期望利率风险水平的某些指标(如久期)。储备管理机构可以采取消极的储备管理政策,即严格按照投资组合基准对外汇储备进行投资;储备管理机构也可采取积极的储备管理政策,即允许在一定的限定范围内偏离投资组合基准,这必须通过某些风险测量方法(如 VaR)来评估可能的最大风险损失并确认允许对投资组合基准的偏离程度。

3. 按照流动性需求、收益性需求和安全性需求划分外汇储备为流动性外汇储备、收益性储备和外汇平准基金(见图二)

图二: 外汇储备资产组合



流动性外汇储备是用来满足调节国际收支、保证对外支付、干预外汇市场和稳定本币汇率等需要,一般投资在流动性最强的投资工具上,因而必须极力回避投资风险,可以选择风险最小的投资工具,比如信用级别较高的短期债券,具有规避风险功能、衍生金融工具和国内外商业银行短期存款。收益性外汇储备是用来满足维护国际信誉、提高对外融资能力、增强综合国力和抵抗外部脆弱性的能力等需要,储备在当前使用的可能性不大,其投资组合可侧重于收益性,而相对地面临较大的风险,因而采取审慎的科学的风险管理策略是十分必要的。收益性资产组合的工具可以包括长期债券、股票、对国家或企业的贷款和直接投资。目前,我国外汇储备投资于后三者的比例很低,可适当增加其投资比例:适当增加一些国内外汇资金贷款,即对一些效益好又急需外汇资金的企业,可适当放宽用汇限制,也可以购买企业的绩优股,这样既有利于促进经济增长,也有利于增加外汇投资回报;适当发展对外直接投资,如增加对国外能源、原材料等储藏的投资,为国内能源、原材料等的供应提供稳定的补充和必要的保证,对于我国经济的持续发展而言可能具有重要战略意义。

为了维持本币汇率稳定和保持外贸进出口合理水平,需要从外汇储备中提取一笔特定的外汇平准基金,在必要时干预外汇市场、调节宏观经济。外汇平准基金的规模根据人民币的汇率安排进行确定,在我国实施外汇管制时保持较小规模,当人民币完全国际可兑换时,可扩大规模。

(四) 有效市场和我国外汇储备管理

IMF 指南指出,外汇储备管理和相关政策运作应当在具有足够深度和流动性的市场进行,这些市场(如债券市场、外汇市场、衍生金融工具市场,等等)能够以适当和有效的方式处理外汇储备管理的交易。一个有深度和高流动性的市场能够确保有效吸收储备交易所带来的市场震动,并且不会对市场交易价格带来无法预料的影响。同时,储备管理机构的政策行为的有效性将取决于国内市场的效率和合理性(Soundness),市场的任何失灵或操作的软弱能够直接地影响支持政策行为所需的储备数量或者增加的储备持有的外汇数量。

例如,目前我国外汇储备管理注重安全性和流动性,外汇储备的投资对象为各类政府债券、机构债券和部分优质的公司债券,而这些债券市场的发展程度及其效率直接影响到外汇储备的流动性和安全性。据报道^①,我国外汇储备约七成的交易通过香港市场进行,每年流经香港的资金在 1000 亿美元以上。香港和欧美成熟的市场是我国外汇储备交易的主要场所,保证了我国储备管理的流动性。

但根据上文的分析,我国今后可将部分储备投资于国内市场,直接服务于国内经济发展,这就必须建立有效的金融市场,并保证其有效运行,促进外汇交易市场的逐步完善。建设有效的金融市场必须具备以下条件:发达完善的金融体系及相当规模的专门人才;相当数量和种类的金融工具;完备的经济、金融法规;交通和通信设施的完备,等等。这样,才能更好地满足储备管理当局干预市场、保证收支平衡和偿还债务的需要,达到限制外部脆弱的目的,同时,保证外汇储备的流动性和投资组合的及时变换性。

参考文献:

- [1] IMF. *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management* [J/OL]. September 20, 2001, <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>
- [2] IMF. *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document* [J/OL]. March 26, 2003, <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/2003/eng/index.htm>
- [3] 邢毓静. 论外汇储备管理政策的国际比较及其借鉴[J]. 当代财经, 2002(3): 19-23
- [4] 韩继云. 加强我国外汇储备营运管理的思考[J]. 金融理论与实践, 1999(2): 8-11

(责任编辑: 张嘉)

^① 何华峰: 香港市场盘活祖国内地七成外汇储备,《21 世纪经济报道》, 2003 年 2 月 13 日。