

关于国际储备的几个问题

陈彪如

一、国际储备的性质

国际储备是战后国际货币体系改革中的一个核心问题，它不仅关系到各个国家调节国际收支和稳定货币汇率的能力，而且会影响世界物价水平和国际贸易的发展。所谓国际储备是指各国政府为了弥补国际收支赤字和保持汇率稳定而持有的国际间可以接受的一切资产。在战前金汇兑本位制下，这样的资产是黄金和能兑换黄金的外汇。由于黄金供应要受自然条件的限制，而且私人容藏和工业用金不断增加，所以不能指望黄金来满足日益增长的世界贸易和国际投资对国际流通手段的需要。在布雷顿森林会议期间，美、英等国认为，可调整的钉住汇率制度需要有充足的国际储备，因此规定了国际货币基金组织会员国的份额及其提款权。一国的份额决定它从基金组织获得贷款的限额，最多为份额

的125%。第一档黄金部分（即会员国向基金组织缴纳份额中25%的外汇部分）贷款是无条件的，其他四档是有条件的，即需要基金组织批准。但当基金组织持有一会员国货币的数额小于其份额的75%时，它的借款能力相应增加，增加的部分称为“超黄金部分”。这部分借款也是无条件的。于是一个会员国在基金组织的净储备头寸等于它的黄金部分贷款加上超黄金部分贷款。换言之，即等于它的份额减少基金组织对其货币的持有额。现在各国将它们在基金组织的净储备头寸计入它们的官方储备资产。实践证明，基金组织所提供的国际清偿能力是全然不够的。因此，在六十年代末，它又创设了特别提款权（SDR）。第一次分配是在1970、1971和1972年，在这些年份，国际清偿能力有所增加，但最重要的国际储备还是外汇。见下表。

国际货币基金组织会员国的储备构成（百分数）*

	1950年	1960年	1970年	1971年	1972年
黄金	69.0	61.1	40.4	29.7	24.8
特别提款权	—	—	3.4	4.8	6.0
在基金组织的储备头寸	3.4	5.8	8.4	5.2	4.4
外汇	27.6	33.1	47.8	60.3	64.8
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

现在基金组织对一个国家储备所下的定义是：一国政府和中央银行所持有的黄金、外汇和特别提款权的总额再加上该国在基金

组织中的储备头寸。储备头寸包括会员国向基金组织所缴份额中的外汇部分与基金组织用去的本国货币持有量部分以及会员国对基金组织的贷款。尽管西方经济学界对国际储备的含义有了比较一致的意见，但对国际清

* 资料来源《国际货币基金组织概览》，1973年9月10日第262页。

偿能力却有不同的理解。一种看法认为,国际清偿能力就是一国政府自有国际储蓄和各种提款权的总和,这个定义把国际清偿能力和国际储备等同起来了。基金组织认为,国际清偿能力的内涵比国际储备为广,就一个国家来说,它即包括一国现有的国际储备,也包括一国向外借款的能力^{*}。事实上,一国应付国际收支和维持汇率的能力,并不限于它的国际储备,还有各种贷款,可起补充的作用。由于国际金融市场的高度发展,跨国银行业务活动的不断扩大和国际经济合作的逐渐加强,一国金融当局往往能迅速获得短期外汇资产来应付对外支付问题。它可以向基金组织申请借款,从外国政府和中央银行取得贷款,或通过中央银行互惠信贷协议获得资金,甚至动用私人对外国人的短期债权。但国际储备概念只限于无条件的国际清偿能力,而不包括有条件的国际清偿能力(即一国潜在的借款能力)。所以国际清偿能力同国际储备在含义上和数量上还是有区别的。在判断一国国际清偿能力时,要考虑两个因素,一是政府所获得国际流动资金的可能性,二是政府利用这些资金直接偿付外债或干预外汇市场的方便性。所以国际清偿能力的测度范围要广阔一些。这种划分是重要的,它有助于我们理解国际金融领域中的一些重大发展,如欧洲货币市场对各国清偿能力的影响,西方一些国家国际储备对进口额的比率逐渐下降的趋势,等等。

二、国际储备的作用

各国保持国际储备,其主要作用如下:

(一) 保持国际支付能力,大多数理论上和经验上的研究认为:国际储备的首要用途是在一国国际收支发生困难时所起的缓冲作用,这种缓冲能使一国避免在国际收支暂时发生困难时采取调整行动,或当一国对外支付地位长期恶化因而调整不可避免时,它

能将调整措施分散在一个最适当的时期。如因出口减少或出口价格下降以及其它季节性因素或偶然事件所造成的临时性国际收支逆差,可以动用国际储备来弥补;如果国际收支发生根本性的不平衡,因而一国必须进行调时,它也可以动用国际储备来缓和调整过程,从而减少因采取紧急行动而付出的代价。

(二) 支持本国货币汇率。各国中央银行持有的外汇储备可以表明一国干预外汇市场和维持汇价的能力,所以它对稳定汇率有一定的作用。如一国货币贬值太快,政府可以出售储备中的外汇部分,用来收购本币,维持汇价。另一方面,政府可以调节储备资产的构成,以防国际游资对本国货币的冲击。当然,外汇干预只能在短期内对汇率产生有限的影响,它无从根本上改变决定汇率的基本因素。

(三) 国际储备可以作为国家向外借款的保证,加强一国的资信,鼓励国外资金的流入,促进经济发展。在国际上,一国持有的国际储备情况是国际银行贷款时评估国家风险的重要指标之一。当一国对外贸易恶化而储备又不足时,筹措外部资金就将受到影响。

(四) 赢得竞争利益。一国持有比较充分的国际储备,政府就有力量使其货币高位或低位,争取国际竞争的优势。如果是储备中心国家,这对于支持其关键货币的国际地位,是关重要的。

三、国际储备的水平

一国持有的国际储备数量关系重大,国际储备不足,往往引起国际支付危机,储备过多,则会影响一国的经济发展,因此需要确定国际储备的适当水平。这就要估计影响储备需求的各种因素,分析储备供给的各种条件。对储备的需求反映了下列因素:经济开放和对外依赖的程度,国际收支调节机制的效率,各国外汇管制的情形,国际金融市场的发展,各国经济政策的国际协调,等

* 国际货币基金组织1982年年报,第60页。

等。所以，决定储备需要的因素很多，难以直接衡量。但一国持有国际储备数量的大小，主要取决于两方面的情况。首先是一国对外贸易的数量。对外贸易数量大，需要的国际储备就多，反之则少，因为对外贸易差额是国际结算的主要部分。其次是一国的外汇政策。如果一个国家采取稳定的外汇率，它就需要少量的外汇储备。反之，如果一个国家经常改变汇率来调整进出口贸易，它所需要的国际储备就更多些。由于储备最基本的用途是弥补国际收支赤字，所以它需要同一国国际贸易水平保持一定的比例关系。美国特维芬(R·Triffin)教授在《黄金和美元危机》一书中总结历史经验，得出结论说：一国的国际储备应与它的贸易进口额保持一定的比例关系，这个比例以40%为标准，以20%为最低限。一般认为，国际储备应能满足三个月的进口需要，这个数额按全年储备对进口的比率来计算，约为25%左右。用贸易进口额指标来确定国际储备水平，是比较切实可行的。1960年后，它成为一种标准方法，得到普遍的应用。但储备进口比例方法并不是金科玉律。在理论上，国际储备是用来弥补赤字，而不是支付贸易，所以用进口贸易的单向流量决定储备需求，根据不足。事实上，各国具体情况不同，也不能一概而论。从各个国家来看，储备水平并不是一律的。原因是：第一，各国对保持储备的代价和利益的看法不同。如果一国认为贸易限制对它来说是一种痛苦比较小的调整形式，它就可能不会花费实际财富去建立大量储备，因为它可以采用限制贸易措施来纠正国际收支逆差而不必动用储备。各国一般希望保持较小的储备，因为国际储备是财富的化身，代表对实际财富的要求权。这种财富可以扩大生产，加速经济发展，所以外汇储备实际上是实际财富的储备，一国持有储备，就等于放弃了一部分实际财富，这是经济效益的损失。因

* 国际货币基金组织1985年年报，第62页。

此，各国要保持的国际储备量，是在一定政策目标下，使持有国际储备的代价最小。第二，各国在世界经济变动中所处的相对地位不同。一些国家暂时处于逆差地位，所持有的储备就会低于它们希望长期保持的水平；另一些处于盈余地位的国家，使世界各国的国际收支状况发生了明显的结构性变动，一方面，石油消费国不同程度地出现了国际收支逆差，另一方面，石油输出国则出现了大量的国际收支盈余。石油价格下跌以后，工业发达国家的国际收支状况出现好转，石油输出国的经常项目盈余迅速减少，甚至产生赤字。这种国际收支差额的周期变动是不可避免的。因此，各国的储备政策不同。1981年各国外汇储备额与其进口额之比，美国为0.43，英国为1.5，法国为2.0，日本为2.1，联邦德国为2.9，而同期，委内瑞拉为8.6，沙特阿拉伯高达11.1。一般地说，发达国家储备对进口的比率低于发展中国家，除上述周期因素外，还有两个原因：(1)所有发达国家都能够很方便地利用国际货币市场的信贷；(2)一些发达国家可通过增加本国货币的债务来弥补国际收支赤字。在1974年—1984年期间，所有国家非黄金储备对进口的比率平均为21%，波动幅度在20%~25%的范围内，发达国家的波动幅度为15—19%，而发展中国家为27—41%。这说明，一些综合因素决定着各个国家的储备需求，用单一指标来测度储备水平是困难的，一个国家的出口收益变动越大，债务总额越高，经济调整越不灵活，国际信贷越难得到，它就越需要保持较高的储备。

由于最适度储备量是一个复杂问题，在理论上或实践上都还难得出一个比较一致的结论，所以基金组织在估计储备需要时，采用了几个客观标志来表示储备不足情形：

(1)国内利率太高。高利率意味着制止资本外流，鼓励资本内流来保证储备余额的需

要。(2) 加强国际交易的限制。这些限制主要是因为储备不足而要加强对于国际贸易和资本流动的控制。(3) 把积累储备作为经济政策首要目标的措施。这种重商主义观点可能同其它基本目标,如同经济增长、高度就业和自由贸易等发生矛盾。(4) 持续的汇率不稳定。这种不稳定情形被认为是经济紧张的突出象征,因为它可能反映内部平衡和外部平衡进行适当调节的失败。(5) 储备增加额的构成。从传统来源的储备下降,而来自信用安排的储备上升,这可能表示储备不足,因而对国际清偿能力的需要增加了。除储备不足的客观指标外,基金组织还采用了几种评估适当储备的定量方法:过去实际储备的趋势;过去储备对进口的比率;过去储备对总差额趋势的比率。*从理论和实际情形来看,这些事后指标可以作为参考,但也存在一些问题。首先,这些变量并不直接代表储备政策旨在施加影响的变量,也同它们没有确定的关系。其次,应用以前一些关系的趋势,用外推法来测定将来的需要,就要假定在趋势所适用的过去时期内储备一般是适度的,但这个前提假定没有科学根据。再次,用这种方法也不可能断定储备的适度性有一种趋势,即使有的话,也不容许定量。而且定量分析法只包括客观变量而不承认主观因素,但在储备管理上,各国不能不考虑它们的政策目标,因而规范性判断是不可避免的。这就需要进行定性分析了。

四、国际储备的管理

储备管理主要是管理战略和具体管理问题。根据前面的分析,最适度储备量很难确定,各个国家的储备需要不同,一个国家在各个时期的储备需要也不一样,所以各国往往根据各自的情况具体掌握。一国决定管理战略时应考虑以下几个因素:(1) 对进口控制的能力;(2) 扩大出口和在国际市场

竞争的潜力;(3) 从国外取得贷款的国际信誉;(4) 控制和利用居民私有外汇的程度;(5) 限制资本流动的能力;(6) 采取国内调节措施的意愿。在短期内,一国储备只要能够确保对外支付和对外借款的信誉就够了。在长期内,一国储备水平在很大程度上要取决于国际收支的动向,国内外经济形势的变化和国际信贷的发展,因而预先确定多少数量或多大比率是困难的。但在原则上,数量估计还是可能的,它也可以作为决策的依据。

从实际情形来看,在过去十年中,各国的储备管理战略有相当大的变化。一些国家保持高额储备,因为储备水平越高,平衡对外收支的能力也越大,因而无须采取痛苦的调节措施。但持有储备有个机会成本问题。持有的储备越过国家的需要,就是放弃投资的实际牺牲。因此,另一些国家的储备长期保持低水平,中央银行只须持有最低限度的储备来应付它在外汇市场的日常交易,而不管对外贸易的水平 and 长期资本流动的规模,当自主性国际收支出现赤字时,就借入资金来补充。这种战略存在一些缺点:(1) 低储备水平表示一国金融实力的虚弱;(2) 借款的边际成本通常超过储备上的收益为一个或两个百分点;(3) 借款还会增加将来偿债的负担,因为在迫切需要资金时,借贷较难,费用也较大。所以储备资产的战略管理异常困难而复杂,单纯理论分析是不够的,还需要从实证和规范的角度进行研究,保持合理的储备水平。

关于储备资产的具体管理问题,各国一般着眼于两方面的活动,一是使储备多样化,二是盈余外汇从事各种票据的投资。

现在大约共有三千多亿美元的官方外汇储备用国际多样化的方式持有。储备多样化的动力来自1971年起实行的浮动汇率。在浮动汇率制下,各国汇率经常被动,因此,各

* 国际货币基金组织1969年年报,第17—28页

国管理储备资产的目标一直是增加这些资产的收益,或至少保持这些资产的实际价值。所以影响储备资产选择的一个重要因素是各种储备货币收益率之间的关系。从1973年第二季度到1981年第一季度,美元的特别提款权价值变动不大,一国持有美元或持有特别提款权没有很大区别。然而,在同期内,马克和日元的特别提款权价值却上升了25%,英镑和法郎的特别提款权价值降低了11%。^①

影响储备资产的另一个重要因素是货币汇价和利息之间的关系。例如1973年石油提价后,美元汇价再次猛跌,美元不断贬值的结果,美元的平均总收益成为负数。

各种储备资产的平均收益^②
(1975年第一季度到1979年第二季度)

	平均汇率 年变动率 (%)	平均利息 收入 (%)	平均总收 益(%)
特别提款权	-8.26	5.54	-2.72
美 元	-9.48	7.36	-2.12
西德马克	-2.69	4.74	2.05
瑞士法郎	1.68	1.93	3.61
日 元	-3.88	7.29	3.41
黄 金	15.18	——	15.18

从上表看来,在1975年到1979年期间,美元利息虽然高,但不能抵偿汇价下跌的损失,所以它的实际收益是负数。

以上说明,在外汇储备中,为了分散外汇汇率变动的风险,各种货币要占一定的比重。那么,在一种货币储备中,现金和票据又应各占多少才好?根据风险—收益考察法,中央银行在货币和债券之间选择这两种资产的比例时要权衡两者的风险和收益来安排货币储备,使之分散化,即把资金分散在多

种资产上。这种混合资产的风险实际上低于其中任何一种资产的风险,因为在风险和收益发生变化时,一些资产遭受意外的损失,另一些资产可能得到意外的收益,意外的收益和意外的损失相抵销后,可能使预期的收益率不变。换句话说,中央银行将一种货币储备以不同比例投在风险和收益不同的两种资产上,这一部分混合资产的风险要小于全部投在任何一种资产的风险。原因是,预期收益的标准差是风险的量度,若预期收益是以往收益的平均数,在计算标准差时,有些数高于平均数(正的离差),也有些数低于平均数(负的离差),如合并计算两种资产的标准差,正的离差和负的离差相互抵销一部分,这要比分别计算的标准差小,也就是说,全部资产风险的合计数将小于个别资产所承担的风险。

分散定理表明,在收益率既定的情况下,混合的资产构成会减少风险。这一理论在西方国家有相当大的影响,对储备管理来说,也有一定的意义。因此,一些新出现的有大量储备的国家,很注意谨慎地从事以盈利为目的的有价证券经营活动。例如,许多国家的中央银行利用美国商业银行和投资银行买卖美国政府债券。一些发展中国家甚至雇用西方商业和投资银行管理它们的部分储备。近年来,我国国际储备变动很大,究竟如何管理,迄无定论。在对外开放的新形势下,我们急需制定外汇储备管理的最佳方案,以便充分发挥外汇储备加速经济发展的作用。

目前各国的黄金储备政策,大体可分为三类:(1)主要工业国家对黄金储备的数量,多半采取维持不变的政策;(2)一些石油输出国以及印度采取适当增加的政策;(3)一些发展中国家以及苏联因外汇短缺采取抛售黄金的政策。金价的波动,直接影响黄金储备的价值。我国对黄金储备究竟采取什么政策,也是储备资产管理的一个重要课题。

(作者工作单位:华东师范大学经济系)

^①国际货币基金组织1981年年度报告。

^②资料来源:《欧洲货币》1980年9月号,第135页。