

知识点 52：国际储备总量、结构的管理

一、国际储备的总量管理

一国政府在国际储备总量管理中主要考虑两个问题：如何确定适度国际储备量，以及采取何种措施使国际储备达到适度水平。

1. 适度国际储备量的确定

从定量分析的角度来看，确定适度国际储备量的参照指标包括国际储备对进口的比率（或国际储备能够支付进口的月数）、国际储备对外债余额的比率、国际储备对国际收支差额的比率、国际储备对国民生产总值的比率、国际储备的成本与收益的比较、影响国际收支状况的偶发事件频率等。此外，IMF 还利用下列几个指标来确定储备的适度规模：①一国过去实际储备的变动趋势；②一国过去储备对进口的比率；③一国过去储备对国际收支总差额趋势的比率。

从世界范围来看，最为流行的适度储备标准是“3 个月进口税”，即国际储备应能保证支付 3 个月的进口，或者说储备对进口的比率（年度数字）不低于 25%。在上节我们已对特里芬的这个适度标准理论作了阐述，在此不再详述。

需要指出的是，在适度总量的水平上，发达国家与发展中国家有着明显的差异，即发达国家倾向于选择较低的国际储备水平，而发展中国家则倾向于选择较高的国际储备水平。出现这种差异的主要原因是发达国家具有较强的借款能力。这种差异也决定了发达国家和发展中国家在国际储备总量管理中采取的措施有所不同：即发达国家主要依靠借入储备来保证国际清偿能力；而发展中国家主要依靠自有储备来弥补国际收支逆差。

各国在对储备资产的总量进行控制和管理时，应把对黄金储备和外汇储备的数量管理放在首位并作为重点。因为储备头寸和特别提款权是由 IMF 分配给的储备资产，对此数量一国货币当局只能被动接受而无法主动增减。

2. 维持适度国际储备量的措施

一般而言，当一国国际储备量超过适度标准时，该国货币当局通过解决和处理，使数量降低，并维持在适度水平上相对容易简单些，如减少出口或增加

进口等；而当一国国际储备量不足时，要增加储备量使其达到适度水平，则比较困难和复杂些。再者，前面我们对影响各国国际储备需求和来源的因素已做了较多的分析和论述，各国只要照此加强管理，扎实工作，不断探索，是完全能够维持适度国际储备量的。所以，这里我们只重点研究一下一国国际储备不足的客观标准和调节措施。

(1) 国际储备不足的客观标准

IMF 通常采用以下五个客观标准，来反映和评价一国国际储备不足和对国际储备需要量增加的情况：

- ①持续高利率政策。
- ②加强对国际经济交易的限制。
- ③把增加储备作为首要经济目标。
- ④持续的汇率不稳定。
- ⑤新增储备主要来自信用安排。

这些客观标准的隐含假设条件是各国政府已经确定适度国际储备的规模，因此，当它们采取高利率政策或奖出限入、紧缩银根的政策来改善国际收支时，便意味着该国存在储备不足的问题。在储备不足情况下，该国政府缺乏干预外汇市场的能力，汇率不稳。于是，该国会被迫通过国外借款来弥补储备不足。

(2) 国际储备不足的调节措施

前面已经说到，发达国家解决储备不足的主要措施是向国外借款。发展中国家在其国际储备出现不足时，则通常采取以下 4 条国际收支调节措施：

- ①通过出口退税、出口担保、外汇留成和复汇率制等手段鼓励出口。
- ②以各种贸易和非贸易壁垒限制进口。
- ③以外汇管制和延期支付等办法限制资本外流。

④货币对外贬值。维持汇率稳定本来是国际储备的基本职能之一，但是在持续国际收支逆差和储备不足的情况下，实行货币对外贬值政策，既有利于改善国际收支，又可以在新的基础上更有效地实现稳定汇率的目标。

二、国际储备的结构管理

一国对国际储备资产的管理，除了在量上保持最适度的储备水平外，还要在质上拥有一个适当的国际储备结构。适当的国际储备结构，是指国际储备资产最佳的分布格局和保持合理的比例关系。国际储备结构管理的任务就在于：根据扬长避短的原则，不断地调整各种形式的储备资产的数量组合和期限组合，使其保持适当的比例关系并发挥最大的功能，最终实现安全、保值、增值的目标。

国际储备结构管理主要涉及三方面的内容：如何确定黄金储备、外汇储备、在 IMF 的储备头寸和特别提款权等四种基本储备资产的结构；如何确定外汇储备的币种结构；以及如何确定同种货币资产的流动性结构。

1. 储备资产基本形式的结构管理

在国际储备的四种基本形式中，在 IMF 的储备头寸和特别提款权的持有量主要取决于国际货币基金组织的政策，各国政府在这种结构管理中主要是调整黄金储备和外汇储备的比例。

黄金储备具有安全性，可避免通货膨胀带来的储备贬值的风险，而且可以避免外汇储备资产被冻结的政治风险。但是，黄金储备的变现成本较高，且持有它不能获取利息收入，其流动性和盈利性均不如外汇储备。

九十年代后期开始，各国黄金储备量呈现不断减少的趋势。例如，英国 1999 年 5 月就宣布在未来几年里，把黄金储备量从 725 吨减少至 300 吨；瑞士随后也宣布在今后 10 年里，把 2600 吨黄金储备减少一半；IMF 也宣布从 2001 年起出售 310 吨黄金储备。这种情况使本已持续低迷的黄金价格更加雪上加霜，也使各国黄金储备管理面临新的问题。未来很长一段时间内，黄金仍是国际储备中的重要组成部分和形式，各国央行仍然要对黄金储备数量作出合理安排。

与黄金储备减少的趋势相反，外汇储备则是增长的趋势。据统计，自 1997 年以后，世界各国的外汇储备均占该国国际储备总量的 80%以上，有的国家还更高。究其原因主要是，外汇储备作为国际支付手段，其流动性、收益性要明显高于其他形式的储备资产。

调整黄金储备与外汇储备的基本手段是在国际黄金市场上买卖黄金。这样，就能改变两者的数量结构和比例关系。由于布雷顿森林体系瓦解之后国际黄金市场上金价频繁波动，选择入市时机是这种结构调整中的重要课题。政府

有关部门需要做好金价的预测工作，尽量争取在金价较高时出售黄金，或者在金价较低时买入黄金。

综上所述，我们得出结论，即黄金储备和外汇储备的量的比例关系为 2：8 比较适当和合理。这个比例将随着客观情况的发展而不断变化。

知识拓展二：

国际黄金价格历年走势

从 2001 年开始，黄金开始了长达 13 年的牛市周期。1、国际黄金价格自 1980 年初出现高点以后，就进入了漫漫熊市阶段。这一状况一直维持到本世纪初。

2、2001 年 4 月 2 日，金价见底。此后黄金价格开始上扬。2008 年 3 月 13 日，纽约商品交易期货价格突破 1000 美元的历史大关。

3、之后，黄金市场经过了 1 年多的整理。2009 年 10 月，黄金价格继续节节攀升，于 2010 年 12 月创出 1430.90 美元每盎司的新高。

4、进入 2011 年以来，黄金更是卯足了劲，新高不断。9 月 6 日更创出了历史新高 1920.80 美元每盎司，离 2000 美元每盎司大关仅一步之遥。

5、2013 年 4 月 12 日以来，黄金价格大幅跳水。

6、2013 年 4 月 16 日以来国际现货黄金价格 1322 美元每盎司，触底反弹。

2. 储备货币的币种结构管理

为了抵御风险，各国通常根据风险分散原理来安排储备货币的币种结构，即实行储备货币多样化。因为在多种储备货币的结构中，一种储备资产的损失可由另一种储备资产的升值来弥补，从而相应降低了整个国际储备所面临的风险。那么，怎样选择储备货币呢？储备货币的选择是随着布雷顿森林体系的崩溃和浮动汇率制度取代固定汇率制之后出现的。因为在浮动汇率制下，由于没有汇率波动上下界限的规定，某种储备货币汇率急剧升跌，会使以该种储备货币表示的外汇资产的实际价值增加或减少，从而使这些储备资产持有者增加收益和受到损失。因此，选择哪一种外币作为本国的储备货币尤为重要。货币的选择，总的来说要根据对外贸易情况和支付需要。具体来说要坚持以下 3 条原则：

(1) 一国储备货币的构成，一部分应当集中在进口来源国的货币上。保留国际储备的主要目的，就是为国际收支逆差融资。进口大于出口是国际收支逆差产生的根本原因。一国汇率风险，主要在进口大于出口的那种币种上。对进口支付的币种的汇率越高，该国支付进口的负担越大。为了减少进口付汇风险，该国应有一部分时进口将要支付的货币。这样，当进口支付的货币升值时，该国保留的储备也随着升值，该国能从容地支付进口。即使保留的储备货币贬值，该国也不受大损失，因为该国支付的进口价值也下降了。

(2) 一国储备货币的构成，一部分应当集中在出口目标国的货币上。保留国际储备不仅是为进口融资，而且还要用于偿还外债，对外债还本付息。如果债务的货币构成本身，就是按照把风险减到最低程度的原则选择，那么债务货币应当选择在该国有贸易顺差的那种货币上。比如说，韩国的主要进口国是日本，主要的出口国是美国，那么韩国以美元的形式借债，外汇风险就要小一些。因为韩国向美国出口，可以收美元。美元汇率上升，外债负担加重，韩国的出口收入也增加，会抵消外债负担的加重；美元汇率下跌，出口收入减少，外债负担也减少，两者可能互相抵消，把风险减少到最低程度。

(3) 储备货币应集中在硬货币上。保留储备的另一个重要目的是进行投资，赚取利润。也可以在外汇市场上进行投机，赚取利润。现在西方各大国的中央银行，都公开地在外汇市场上进行投机活动。保留储备的收益率分为两个部分：一部分是名义利息率，另一部分是资产的预期升值率。在这两部分中，资产的预期升值率比名义利息率更重要。这就是说，储备资产的升值所产生的收益，比名义利息率产生的收益更大。所以各国中央银行尽可能多的以硬货币保留储备。

以上三点常常是互相冲突的。中央银行有时会顾此失彼，不能周全。如果一国把用国际储备投机视为最重要的目标，它可能把储备资产过分集中在硬货币上，利用外汇风险赚取更大利润；如果一国把用国际储备进行保值视为重要目标，它可能把储备资产集中在支付进口所需的货币上和集中在支付债务所需的货币上。

3. 储备资产的流动性结构管理

由于国际储备的主要作用是弥补国际收支逆差，因而各国货币当局都比较重视流动性。按照流动性的高低，西方经济学家和英格兰银行等货币当局把储

备资产划分为三级：

（1）一级储备资产或流动储备资产。是指流动性非常强的资产，即活期存款和短期票据（如 90 天国库券），平均期限为 3 个月。

（2）二级储备资产。是指收益率高于一级储备，而流动性低于一级储备但仍然具有较强流动性的储备，如中期国库券，平均期限为 2—5 年。

（3）三级储备资产。是指收益率最高但流动性也是最弱的储备资产。如长期公债和其他信誉良好的债券，平均期限为 4—10 年。

至于这流动性的三个档次在储备资产中如何具体安排，则视各国的具体情况而定。大体来说，一国应当拥有足够的一级储备来满足储备的交易性需要。这部分储备随时可以动用，充当日常干预外汇市场的手段。一旦满足这种交易性需要，货币当局就可以将剩余的储备资产主要在各种二级储备与三级储备之间进行组合投资，以期在保持一定的流动性条件下获取尽可能高的预期收益率。

作为普通提款权，由于会员国能随时从 IMF 提取和使用，故类似一级储备。特别提款权，由于它只能用于会员国政府对 IMF 的支付与会员国政府之间的支付，会员国若需将它用于其他方面的支付，须向 IMF 提出申请，并由 IMF 指定参与特别提款权账户的国家，提供申请国所需货币。显然，这个过程需要一定时日才能完成。因此，特别提款权可视为二级储备。至于黄金储备，因各国货币当局一般只在黄金市价对其有利时，才肯换为储备货币，可视为三级储备。

当然，各种层次的储备资产之间并不存在截然的界限。例如，即将到期的中期和长期债券的流动性并不亚于短期国库券。因此，只要货币当局对持有中期和长期债券做出合理的安排，保证在每一个时期都有一部分即将到期的中期和长期债券，那么，即使中期和长期债券所占的比重较高，该国仍能保证整个国际储备资产的流动性符合政策要求。

【小思考 5—3】

按用途，可把国际储备分为哪两个部分？

答：一部分是用于满足日常性弥补国际收支逆差和干预外汇市场的国际储备，被称为交易性储备；另一部分是用于应付不可预测的和突发性内外冲击的

临时性急需的国际储备，被称为预防性储备。