

中国外汇储备够用吗？

评估一国外汇储备充足性有多个指标。无论从哪个指标来看，目前中国的外汇储备均较为充裕。现在市场重新关注中国外汇储备够不够用，反映了市场焦虑，需要正本清源。

- 外汇储备充足性标准的演进主要经历三个阶段：战后初期，关注进口支付能力，外汇储备需要应付 3~4 个月的进口额；亚洲金融危机之后，关注短债偿付能力，外汇储备需要应付当年到期的外债偿还需要，短期外债/外汇储备不超过 100%；2011 年 IMF 首次发布 ARA Metric，认为一国储备规模/ARA Metric 介于 1~1.5 倍表明储备适度。
- 从传统预警指标来看，中国外汇储备在 1994 年汇率并轨前后从短缺转为充裕，2021 年底，外汇储备仍能覆盖 14.5 个月的进口规模，短期外债占外汇储备比重为 44.5%，远低于 100% 的国际警戒线。
- 从 IMF 充足标准来看，中国外汇储备也比较适度，2021 年底低于适度规模上限但高于下限。不过，IMF 对各国储备充足性进行简单、全面评估存在局限性。同样，将外汇储备与外债差额视为一国实际持有的外汇储备，再与进口金额进行对比，这种方法也不足取。
- 汇率弹性增加、基础顺差较大、民间外汇较多、宏观审慎管理、外汇政策调整构成支持中国外汇市场平稳运行的“五重保护”，降低了对外汇储备的依赖。并且，外汇储备持有的边际效应递减、边际成本递增，外汇储备并非越多越好。
- 风险提示：地缘政治局势超预期，全球疫情发展超预期，美联储货币紧缩超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

目录

研究背景.....	4
一、外汇储备充足性标准的国际演进.....	5
外汇储备功能逐渐丰富	5
充足性标准的演进过程	5
新兴市场和发展中国家外汇储备需求更大	6
二、从传统预警指标看中国外汇储备已经很充裕	8
1994 年前后，中国外汇储备从短缺转为充裕	8
2006 年底，中央定调中国外汇储备已经够用	8
2008 年之后，经济对外平衡让位于对内平衡	8
2014 年年中以来，中国外汇储备仍然充裕	8
三、从 IMF 充足标准看中国外汇储备也比较适度.....	10
中国储备规模位于适度范围之内	10
IMF 的储备充足标准存在局限性	10
四、外汇储备并非越多越好	13
“五重保护”降低对储备的依赖	13
外汇储备规模并非越多越好	14
五、主要结论	16

图表目录

图表 1. 外汇储备功能.....	5
图表 2. 发达经济体和新兴经济体外汇储备占 GDP 比重.....	7
图表 3. 2021 年末主要经济体外汇储备余额	7
图表 4. 中国外汇储备的进口支付能力	9
图表 5. 中国外汇储备的短债偿还能力	9
图表 6. 经常项目差额、资本项目差额与外汇储备资产变化	9
图表 7. 银行即远期（含期权）结售汇差额	9
图表 8. 中国储备资产占 ARA Metric 比重变动情况	10
图表 9. 中国储备资产余额与资本管制下的 ARA Metric 对比.....	10
图表 10. 中国外债余额中本外币债务占比情况	11
图表 11. 人民币贬值有助于减少储备需求.....	11
图表 12. 按照外汇储备规模排序，前二十大经济体的外汇储备与外债余额对比 ...	12
图表 13. 市场整体结售汇意愿.....	13
图表 14. 银行代客结售汇差额构成.....	13
图表 15. 主要国家对外投资净头寸.....	14
图表 16. 中国民间部门对外净负债及占 GDP 比重.....	14
图表 17. 对外投资回报率、利用外资成本率与投资收益.....	15
图表 18. 外汇占款规模及占央行资产比重.....	15
图表 19. 季度国际收支数据构成	15
图表 20. 外汇储备中美元资产占比.....	15

研究背景

1994 年汇率并轨以来，关于中国外汇储备充足性的讨论持续不断：1994 年中国外汇储备规模翻了一番，次年国内开始讨论中国外汇储备是多了还是少了，是来自贸易顺差还是来自热钱流入；2014 年 6 月底，外汇储备余额升至近 4 万亿美元，市场担心中国外汇储备太多是个负担；2015-2016 年，境内外汇供求严重失衡，为缓解人民币贬值压力，外汇储备于 2017 年 1 月底一度跌破 3 万亿美元，随即市场转为担心中国外汇储备不够用。

近期，有观点指出，2022 年 3 月末中国实际持有的外汇数量仅为 5000 亿美元（外汇储备余额 3.2 万亿美元与全口径外债 2.7 万亿美元的差额），国际石油和粮食价格上涨导致中国一年就要对外多支付几千亿美元外汇，因此，未来一年多时间中国外汇储备可能枯竭。然而，本文研究认为，无论从传统的预警标准还是最新的适度标准来看，这种看法均有失偏颇。

本文研究内容具体安排如下：第一部分，介绍外汇储备充足性标准的演进过程；第二部分，从传统预警指标分析中国外汇储备的充足性；第三部分，从 IMF 充足性标准分析中国储备情况；第四部分，分析外汇储备是不是越多越好；第五部分，本文主要结论。

一、外汇储备充足性标准的国际演进

外汇储备功能逐渐丰富

根据国际货币基金组织（2009）的定义，储备资产是由货币当局控制，并随时可供货币当局用来满足国际收支资金需求，用以干预汇兑市场影响货币汇率，以及用于其他相关目的（例如，维护人们对货币和经济的信心，作为向外国借款基础）的对外资产¹。

外汇储备是国际储备的重要组成部分，最初其功能主要是调节国际收支，维持汇率稳定。随着经济金融全球化的加深，全球外汇储备规模增长，外汇储备的功能不断拓展和丰富，主要包括五方面：调节国际收支，保证国际支付；干预外汇市场，维护汇率稳定；应对突发事件，防范金融风险；配合货币政策实施，实现经济增长；提升本币国际地位，促进国际金融合作（见图表 1）。为实现这些功能，一国需要在综合考虑本国经济各方面因素的基础上确定持有的外汇储备规模²。

图表 1. 外汇储备功能

外汇储备的功能	具体涵义
调节国际收支， 保证国际支付	外汇储备可随时用于满足进口和偿付外债、弥补国际收支逆差、保证正常的对外经济活动和国际资信不受影响。
干预外汇市场， 维护汇率稳定	外汇储备反映货币当局干预外汇市场的能力，通过买入或卖出其它国家的货币，可有效防止本币汇率过度波动。
应对突发事件， 防范金融风险	作为一国重要战略资源，外汇储备能够满足突发事件发生时的对外支付需要，保障本国经济安全。在国际金融危机动荡加剧的年代，别国出现的经济、金融危机很容易传导到本国，也需要外汇储备来缓冲对本国的不利影响。
配合货币政策实施， 实现经济增长	在一定的经济周期和制度安排下，外汇储备对应了相应数量的货币发行，是中央银行资产负债表中外汇资产的一项重要内容。
提升本币国际地位， 促进国际金融合作	作为一国能支配的外部资产，外汇储备的充裕程度是投资者的信心指标，也是提高该国货币在国际货币体系中地位的重要条件。在金融全球化的大环境下，国际金融危机的破坏力和波及范围空前加大，各国金融当局之间加强合作、监管资本流动、救助危机国家的必要性上升，外汇储备成为其强大资金后盾。

资料来源：国家外汇管理局，中银证券

充足性标准的演进过程

第一阶段：关注进口支付能力。二战之后，随着美元主导的国际货币体系逐步确立，以及黄金逐渐非货币化，外汇储备对于缓解外部脆弱性的重要性日渐受到关注。Triffin 在 1947 年首次提出，国际储备需求通常与贸易保持一致，储备与进口比重可以用来衡量储备充足性；1960 年在《黄金和美元危机》一书中对 1950 年~1957 年主要国家储备与进口比重数据分析发现，大多数国家的目标是维持储备占进口比重不低于 40%，如果低于 30% 或 33%，则有必要采取调整措施，20% 被认为是最低限度³。随着美元与黄金脱钩，国际储备中黄金储备占比越来越低，通常用进口支付能力来衡量一国外汇储备的充足性。这意味着，在出口收入停止时，外汇储备需要大致满足 3~4 个月的进口规模，主要适用于存在经常账户赤字的国家。

¹ IMF, 《国际收支和国际投资头寸手册》(第六版), 2009 年, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

² 国家外汇管理局, 《外汇管理概览》, 2009 年 12 月, <http://www.safe.gov.cn/safe/2009/1204/6131.html>.

³ Robert Triffin, February 1947, "National Central Banking and the International Economy", Review of Economic Studies; 1960, "Gold and the Dollar Crisis", Yale University Press.

第二阶段：关注短债偿付能力。1990年代，金融全球化速度明显加快。由于新兴市场经济增长较快，日元利率偏低，套利交易驱使大量短期资金从发达国家流向新兴市场。受1996年泰国出口减速、经济下滑、房地产泡沫破裂、股价下跌等因素的综合影响，国际资金开始撤离新兴市场⁴。亚洲金融危机重新激发了人们对于外汇储备充足性问题的研究，因为担心如果外部融资渠道枯竭，资本流出国可能缺乏必要的资金来偿还外债。1999年，Guidotti和Greenspan先后建议各国外汇储备应该覆盖未来一年到期的外币债务⁵，短期外债占外汇储备比例等于1可能是合适的目标。Greenspan-Guidotti规则在此后多项实证研究中得到了支持。

第三阶段：IMF开发的ARA Metric。2011年2月，IMF首次发布储备充足新标准 Assessing Reserve Adequacy (ARA) Metric，主要考察了各国在外债、经常账户和潜在资本外逃等众多风险来源下的预防性储备需求。ARA Metric由出口收入（反映外需减少或贸易条件冲击造成的潜在损失）、广义货币（反映资本外逃风险）、短期外债和其他负债（中长期外债和股权负债）四项指标加权计算得到，各项指标在不同汇率制度下的权重不同。为反映国际金融危机期间的资本流出状况，IMF在2014年12月将其其他负债项权重上调5个百分点。根据最新标准，实行固定汇率制度国家的ARA Metric等于“10%的出口+10%的广义货币+30%的短期债务+20%的其他负债”；实行浮动汇率制度国家的ARA Metric等于“5%的出口+5%的广义货币+30%的短期债务+15%的其他负债”。如果一国实行有效的资本管制，可以下调广义货币的权重（固定汇率制度下的权重由10%下调至5%，浮动汇率制度下的权重由5%下调至2.5%）。当一国实际持有的储备余额与ARA Metric比重介于100%~150%时，表明该国储备足以满足预防性需求。

新兴市场和发展中国家外汇储备需求更大

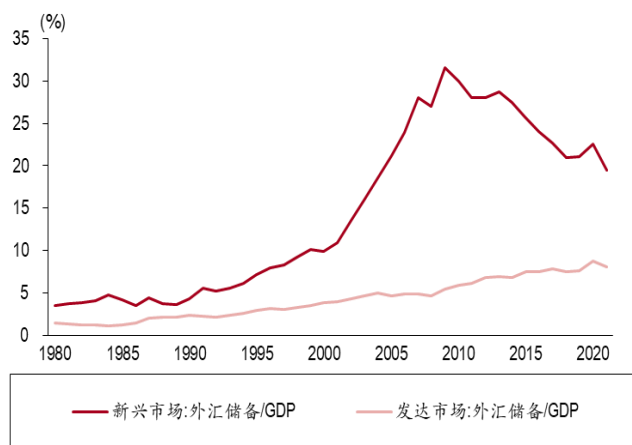
一国最优外汇储备规模因本国汇率制度、金融开放程度等情况而异。新兴经济体普遍存在“原罪”，主要是因为本地金融市场欠发达，需要到海外市场为中长期项目进行融资，并且本币并非硬通货，需要用可兑换货币进行对外支付，存在普遍的期限错配和货币错配，因此需要积累大量外汇储备，以应对潜在的国际收支冲击。亚洲金融危机爆发，增加了新兴经济体的风险厌恶情绪，出于预防性需求，加快了外汇储备积累（见图表2）。

相对而言，由于发达国家大多实行浮动汇率制度，对汇率波动容忍度较强，其预防性储备需求集中在限制外汇短缺导致市场功能失调的风险上。对于次中心和中心货币发行国，即便出现不利的情况，可以发行或者通过货币互换随时获取其他储备货币，因此，这些国家不需要持有大量外汇储备。例如，2021年底，美国外汇储备余额仅为407亿美元，欧元区为3178亿美元，在主要经济体中排名相对靠后，占GDP比重分别为0.2%、2.2%；日本外汇储备虽然接近1.3万亿美元，但这主要是2004年之前日本央行长期干预外汇市场所致（见图表3）。由于这些国家基本用不着外汇储备，平常也就没有人关心它们的外汇储备多了还是少了。2022年以来，日元和欧元兑美元汇率均跌至二十来年的新低，却没有人炒作日本银行和欧央行的外汇储备够不够用。

⁴ 泰国因为危机前外汇储备相当于半年多的进口支付额，所以在货币攻击之初采取了外汇储备干预措施，但在多轮攻击下，泰国外汇储备消耗殆尽，最终于1997年7月2日弃守，引爆了东南亚货币危机，后来逐渐演变成席卷全球新兴市场的亚洲金融危机。

⁵ Greenspan, Allen, April 29, 1999, "Currency Reserves and Debt", Remarks by Chairman Alan Greenspan before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D.C., <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990429.htm>.

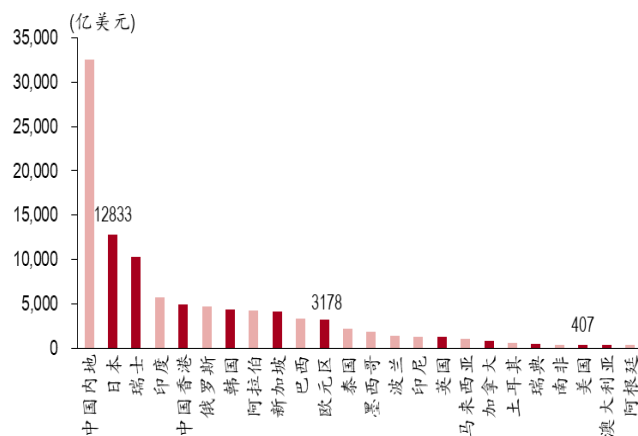
图表 2. 发达经济体和新兴经济体外汇储备占 GDP 比重



资料来源: IMF, 中银证券

注: 新兴市场包括阿根廷、巴西、中国内地、印度、印尼、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯、阿拉伯、南非、泰国和土耳其; 发达市场包括澳大利亚、加拿大、欧元区、中国香港、日本、韩国、新加坡、瑞典、瑞士、英国和美国。

图表 3. 2021 年末主要经济体外汇储备余额



资料来源: IMF, 中银证券

二、从传统预警指标看中国外汇储备已经很充裕

1994 年前后，中国外汇储备从短缺转为充裕

1994 年汇率并轨之前，中国外汇储备长期比较短缺。1985 年~1988 年，短期外债规模约为外汇储备余额的 2 倍。1989 年，由于短期外债减少，而外汇储备增加，二者比重降至 100% 警戒线下方，1989 年~1993 年最低比重为 47.5%。同期，外汇储备几乎持续低于 3-4 个月的进口支付标准。直到 1994 年汇率并轨之后，经常项目和资本项目双顺差带动外汇储备增加，自此外汇储备的进口支付能力和短债偿付能力开始同时处于安全范围内（见图表 4、5）。

2006 年底，中央定调中国外汇储备已经够用

1994 年~2006 年，外汇储备占进口比重震荡上行，覆盖进口范围由 5.4 个月扩大至 16.2 个月；2000 年短期外债占外汇储备比重降至 7.9%，次年外汇局根据最新国际标准口径对我国外债统计口径进行了调整⁶，短期外债占外汇储备比重升至 39.5%，不过 2006 年再次降至 18.7%（见图表 4、5）。2006 年底，中央经济工作会议就做出了我国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为贸易顺差过大、外汇储备增长过快的重要判断，提出要把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。所谓“国际收支平衡”，就是外汇储备既不增加、也不减少，中国政府既不追求国际收支顺差越大越好、也不追求外汇储备越多越好。

2008 年之后，经济对外平衡让位于对内平衡

2008 年金融危机之后，主要经济体实施非常规货币政策导致全球流动性泛滥，国际资本流入包括中国在内的新兴市场。2009 年~2013 年，除 2012 年受欧债危机影响以外，中国资本项目均为顺差，并且在 2013 年创历史新高（见图表 6）。同期，境内外汇供求出现大规模盈余（见图表 7）。在外汇供求严重失衡情况下，由于担心人民币过快升值打击中国出口，进而影响就业和社会稳定，中国政府以数量出清代替价格出清，措施之一便是增加外汇储备。外汇储备余额从 2006 年的 1 万亿美元最高升至 2014 年 6 月份的近 4 万亿美元。其间，外汇储备最多能覆盖 28.6 个月的进口，短期外债占外汇储备比重最低为 10.8%（见图表 4、5）。

2014 年年中以来，中国外汇储备仍然充裕

中国外汇储备余额自 2014 年年中见顶回落，2015 年“8.11”汇改之后更是加速减少，直到 2017 年才止跌回升。此后，央行基本退出外汇市场常态干预，外汇储备规模变动较小。其间，外汇储备占进

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46012

