

我国外汇储备的适度规模分析

南通纺织职业技术学院 陈卫华

[摘要] 外汇储备是一国国际储备中最重要的资产。近几年来,中国的外汇储备由于国际收支“双顺差”的推动,快速增长。过多的外汇储备影响国民经济的发展速度。文章在简要介绍决定适度外汇储备需求量的传统理论的基础上,根据中国的实际情况,对中国的外汇储备需求作了定性和定量分析,并提出了应对超额外汇储备的若干措施。

[关键词] 外汇储备; 外汇储备规模; 国际储备

一、引言

外汇储备是一国(或地区)货币当局持有的在国际间被普遍接受的可用来维持国际收支平衡、维持汇率稳定和作为对外偿债保证的可兑换货币资产。它与货币当局持有的黄金储备、在国际货币基金组织(IMF)的普通提款权和特别提款权(SDRs)一起,构成一国(或地区)的国际储备,是国际储备中规模最大、地位最重要的资产。由于现行国际储备体制的不合理,决定了发展中国家国际储备的增长往往只能主要靠外汇储备的增长。因此,维持一个适度的国际储备水平,很大程度上是外汇储备适度规模的决定问题。一国拥有雄厚的外汇储备,不仅有利于防范外部金融风险和政治风险,还能增强国外投资者对本币的信心,有利于吸引外资,同时还是本国对外投资的物质保障。但是,外汇储备规模过大,又会增加国内货币供给量,在一定程度上造成通货膨胀的压力。同时,外汇储备过多,会使持有外汇储备的机会成本过大,造成资金资源浪费,减少进口和投资,影响国民经济的发展速度。截止 2005 年 9 月底,我国外汇储备已达 7690 亿美元,直逼世界第一外汇储备大国日本,外汇储备规模再次成为多方关注的热点问题。因此,在经济全球化的背景下,为了更好地与国际接轨,确保国家的金融安全和经济的可持续发展,进一步落实科学发展观的要求,有必要探讨我国外汇储备的适度规模问题以及应对超额外汇储备的策略问题。

二、我国外汇储备发展概述

我国外汇储备经历了从无到有,逐渐积累壮大的过程。建国初期,我国外汇储备几乎为零,外汇资金短缺一直是制约经济发展的瓶颈之一,也是在计划经济体制下实行高度集中的外汇管理体制的一个重要原因。到 1978 年,国家外汇储备也不过 1 亿多美元。改革开放后,通过努力增加出口,外汇储备逐渐增加,1993 年末达到 211.99 亿美元。1994 年外汇体制改革以来,除个别年份外,我国连续多年保持国际收支经常项目和资本金融项目“双顺差”。在此基础上,我国外汇储备持续快速增长。1994 年至 1997 年,年均增长率超两位数。1994 年达 516.2 亿美元,1995 年达 735.97 亿美元,1996 年突破千亿美元大关,达 1050.49 亿美元,1997 年达 1398.9 亿美元。尽管受东南亚金融风波的影响,从 1998 年始至 2000 年,外汇储备绝对量仍节节攀升,不过增幅已大大降低。从 2001 年至今,外汇储备又迅速增加,2001 年当年达到 2121.65 亿美元,2002 年增至 2864.07 亿美元。2003 年,不包括国务院向中行和建行注入的 450 亿美元储备,达 4032.51 亿美元。事实上,2003 年底的外汇储备为 4483 亿美元。到了 2004 年底,更是高达 6099.32 亿美元。从 1998 年以来,我国一直成为仅次于日本的全球第二大外汇储备国。据预测,如果没有重大的国内金融政策调整和国际情况变化,至今年底,我国的外汇储备将超过日本而成为世界上外汇储备最多的国家。

三、我国外汇储备快速增长的动因分析

(一) 国际收支“双顺差”的推动

1、经常项目顺差。1994 年外汇体制改革以来,国内外相继出现的一些有利于进出口贸易发展的因素,推动了我国进出口贸易的迅猛发展。2001 年中国的入世,给我国进一步开拓国际市场,发展进出口贸易提供了难得的机遇和广阔的空间;2004 年出台的新外贸法,允许自然人从事对外贸易,促使了我国贸易主体多元化;新的出口退税政策的实施,极大地促进了广大出口商的积极性;各地招商引资的种种优惠措施,中国具有比较优势的劳动力成本,吸引了众多跨国公司的分支机构纷纷在中国安家落户,中国渐成全球的制造业基地。所有这一切,极大地推动了我国经常项目的顺差。

2、资本金融项目顺差。由于近年来我国宏观环境良好,经济持续稳定发展,我国已成为亚太地区最具有增长潜力的新兴市场,是当前世界经济的一个亮点。良好的投资环境吸引着越来越多的资金流入,我国资金流入一直保持在较高规模。从 2002 年开始,实际利用外资年均超过 500 亿美元。(2002 年利用外资总额为 527.40 亿美元,2003 年为 535.05 亿美元,2004 年为 606.30 亿美元)巨额的外资流入,使得我国从 1994 年至

[2] 王玉芹,叶仁荪. 高科技企业员工离职模型的建立[J]. 中国人力资源开发, 2001

[3] 吴维库,富萍萍,刘军. 以价值观为本的领导行为与团对有效性在中国的实证研究[J]. 系统工程理论与实践, 2003

[4] Mobley, W. H. : Employee Turnover: Cause, Consequences and Control[M]. Addison Wesley Publishing Company, 1982

[5] Price, J. L. : The Development of a Casual Model of Voluntary Turnover[M]. Publishing Iowa State University 2000

今(除 1998 年)资本金融项目一直保持顺差。这是我国外汇储备快速增长的根本原因。

3、人民币升值预期。近两年来,国内外市场一直存在人民币升值的预期,特别是 2003 年第三季度以来,美、日等国要求人民币汇率重估,人民币升值的压力增大。在这种压力和预期下,一方面部分国际热钱悄然流入国内,以期获取资金套利的收益;另一方面,国内企业和个人结汇意愿增强,结汇率居高不下,居民外汇储蓄、企业外汇存款增长缓慢;短期贸易信贷增加,外贸企业主动通过调整进出口的收付汇节奏来规避人民币升值的汇率风险。尽管我国已于今年 7 月 21 日对人民币汇率的形成机制作了改革,形成了目前的以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,并且做了一个 2% 的初始的汇率水平的调整,但目前市场仍局部存在人民币继续升值的预期。

表 1 1994 年至 2004 年经常项目、
资本项目发生额和外汇储备变化额一览表

年份	经常项目发生额	资本金融项目发生额	外汇储备增加额
1994	7658	32664	30421
1995	1618	38675	21977
1996	7242	39967	31431
1997	36,962,715	21,015,390	34,861,620
1998	31,741,279	-6,321,439	5,069,000
1999	21,114,138	5,179,515	9,716,320
2000	20,519,428	1,922,224	10,898,400
2001	17,405,275	34,775,427	46,591,040
2002	35,421,968	32,290,837	74,242,150
2003	45,874,812	52,725,942	116,844,100
2004	68,659,162	110,659,756	206,681,000

注:资料来源:国家外汇管理局网站; 1994 - 1996 年的单位为百万美元,其余年份的为千美元

由 J. 阿格沃尔(J. Agarwal)等一些经济学家提出的主要测算发展中国家储备需求的机会成本分析法。该理论认为:持有外汇储备的机会成本就是国内投资的收益率。一国持有的储备超过国家的需要,就意味着一部分投资和消费的牺牲。因此,一国的储备需求是由其持有的储备的边际成本和边际收益来决定的。适度储备需求应是其持有储备的边际成本和边际收益达到均衡时的储备需求。

3、定性分析法。该理论是 20 世纪 70 年代中期,由 R. J. 卡包尔(R. J. Karbaugh)和 C. D. 范(C. D. Fan)等经济学家提出的。他们认为:影响一国外汇储备需求量因素有以下几个方面,分别是:一国国际收支调节机制的效力、一国国际收支的动因以及一国经济状况、一国所依赖的国际清偿力的来源及稳定程度、一国储备资产质量、一国政府采取调节措施的谨慎态度、各国经济政策的合作态度等。

除了上述几个影响力较大的理论以外,其它论述外汇储备适度规模的理论还有标志分析法、货币学派分析法以及储备债务分析法等。

以上各个理论分别从不同的角度论述了外汇储备的适度规模问题,分别有各自产生的具体背景,有其合理之处,但也有种种缺陷。在确定一个具体国家的适度外汇储备规模时,这些理论可作为参考。

(二)我国外汇储备的需求分析

近几年来,学术界针对我国外汇储备增长迅速的客观实际,就外汇储备的适度规模进行了广泛的研究,总的说来形成了两种观点。

1、储备规模适量论。这种观点认为:我国是发展中国家,我国的商品出口竞争力不强,而进口的波动性较大,国际收支比较脆弱;随着引进外资规模的不断扩大和直接投资(FDI)的增长,外债偿还负担越来越重,外汇的消耗量不断扩大,所以目前的外汇储备不算多。例如,今年初北京师范大学博士生导师钟伟在接受记者采访,回答我国外汇储备规模问题时,从政府储备的目的这个角度出发,分析了一国的最优储备规模应包括五方面:一是储备应保障 3 个月的进口;二是储备应保障外债偿还;三是储备应保障在华外资企业的利润汇出;四是储备应保障国有银行改革对资金的需求;五是储备应预留一块作为发展中国家未来发展的保险基金。根据这五个方面界定的外汇储备,钟伟认为目前我国外汇储备规模从总量上还是可以接受的。钟伟教授的分析更倾向于定性分析,尤其是对后两点更是纯粹的定性说明。这种倾向性的观点,要取得令人信服的说理,恐怕需要一定的科学数据的支撑。

2、储备规模过大论。这种观点认为:因为我国利用外资的规模在不断扩大;对国际收支的资本金融项目管理得较严;实行的是有管理的浮动汇率制,对外汇市场干预的调节性储备的需求低;进出口规模大而使交易性储备具有规模经济特性;国家金融实力不断增强,在国际金融市场上筹措应急资金能力强。因此,目前我国的外汇储备已大大超过了客观需要量,形成不必要的浪费,尤其是在我国美元储备过高,美元连续贬值的情况下,蒙受的损失更大。

3、储备规模过大的实证分析。笔者更认同这后一种观点,国内曾有诸多学者从不同的角度论述了我国外

四、我国外汇储备适度规模的探讨

如前所述,从 1994 年外汇体制改革以来,由于诸多因素的共同作用,我国外汇储备的绝对量和增长率均以令人注目的高速度吸引了众多学者的关注。关于一国外汇储备的适度规模问题,学术界曾产生了从不同角度予以解释的各种理论。中国外汇储备的适度规模既符合储备需求的一般规律,也具有自己独有的需求特征。

(一) 外汇储备需求的一般分析

1、储备与进口比率分析法。这是一种影响较大的定量分析法,该理论由美国经济学家 R. 特里芬(R. Triffin)教授在《黄金和美元危机》中提出的。他认为:若排除一些短期或随机因素的影响,一国的外汇储备与它的贸易进口额之比,应保持一定的比例关系。这个比例关系以 40% 为标准,以 20% 为下限。

2、机会成本分析法。这是由 20 世纪 60 年代末期

汇储备规模过大的问题。有学者运用国际上通常采用的 3 个客观指标(外汇储备与进口额的比重、外汇储备占本国当年外债余额的比重、外汇储备占本国当年 GDP 的比重)来计算我国外汇储备适度规模。结果表明我国的外汇储备大大高于国际公认的合理储备水准。其中,笔者认为者贵昌所作的研究最具说服力。者贵昌从理论上决定一个国家外汇储备需求要考虑的因素出发,结合我国的实际情况,认为我国适度外汇规模测算应考虑进口付汇、外商投资回报、偿还外债、维持汇率稳定的外汇平准基金及特殊需要的外汇需求。考虑到我国是一个发展中国家,人民币不是国际储备货币,外汇储备不具可替代性,具有明显刚性特征,因而考虑保持 4 个月的进口支付需要,即国际储备与进口比率为 30%;外商投资回报按 15%预留外汇储备;偿还外债的需求,按国际经验,应保持外债余额 10%的外汇储备。此外,保持年度外汇储备 10%左右的外汇平准基金和特殊需要。若以 R 表示外汇储备总量, R1 为适度外汇储备量, R2 为超额外汇储备量, W 为年度进口额, X 为年度外债余额, Y 为年度实际用外资总额, Z 为外汇平准基金及特殊需要(10%R), 可得如下表达式:

$$R = R1 + R2 \quad R1 = 30\%W + 10\%X + 10\%Y + Z$$

表 2 2000 - 2004 年我国适度外汇储备规模和超额储备量表

(单位:亿美元)

年份	2000	2001	2002	2003	2004
R: 年度外汇总额	1655.74	2121.65	2864.07	4032.51	6099.38
W: 年度进口总额	2508.00	2712.60	2952.00	4128.40	5614.21
X: 年度外债余额	1457.30	1701.10	1685.40	1936.34	2285.96
Y: 年度实际利用外资总额	407.1	468.80	527.40	535.00	606.30
R1: 适度外汇储备总额	1228.38	1356.06	1518.06	2053.27	2613.75
R2: 超额外汇储备额	426.91	765.96	1346.01	1979.24	3485.63
超额外汇储备率(%)	25.78	36.10	47.00	49.08	57.15

(资料来源:所有数据来源于国家外汇管理局网站和中华人民共和国商务部网站)

重解决的问题。

五、应对超额外汇储备的策略

目前,我国超额外汇储备的管理包含两个方面:一是改善对现存的超额外汇储备的风险管理;二是如何确保未来国际收支的基本平衡,从而逐渐降低未来年度超额外汇储备的规模。

(一) 超额外汇储备的风险管理。对于任何一个国家来说,管理我国现阶段如此规模的储备都是巨大的挑战,从理论上讲有几种可行的策略:一是增强银行、企业和居民的外汇蓄水池功能,通过完善外汇市场改革,使得目前偏重政府这一块,能在将来有效分流为政府、企业和居民各一块。事实上,国家外汇管理局关于放宽境内机构保留经常项目外汇收入有关问题的通知的汇发[2005]58号文和关于调整境内居民个人经常项目下因私购汇限额及简化相关手续的通知的汇发[2005]60号文,正是有效分流政府外汇储备的动作;二是抓住机遇,从偏重外汇储备,初步稳妥地向增加与国民经济发展的命脉有关的战略资源储备、增加黄金和特别提款权等份额的转换。近三年来,在我国外汇储备快速增长和人民币升值压力加大的同时,我国的黄金储备变动不大。截止 2005 年 6 月底,我国的黄金储备为 600 吨,占外汇储备的比例仅为 1.4%,这种状况和一个发展中大国地位极不相称,和发达国家如美国的 60.4%、意大利的 55.1%、法国的 54%以及德国的 50.4%大相径庭。因此针对黄金份额偏低的现状,应适当增加黄金储备的份额,以抑制外汇储备缩水和减轻人民币升值的压力。

表 3 世界官方黄金储备一览表(2005/6)

序号	国家	数量(吨)	黄金占外汇储备%
1	美国	8135.5	60.4
2	德国	3433.2	50.4
3	IMF	3217.3	
4	法国	2945.2	54.0
5	意大利	2451.8	55.1
6	瑞士	1290.1	26.2
7	日本	765.2	1.3
8	荷兰	722.4	47.9
9	欧洲央行	719.9	21.5
10	中国大陆	600.0	1.4

资料来源: <http://www.gold.org.cn>

三是根据对国际经济和金融局势变迁的战略判断,有序优化储备结构。从近几年的国际贸易情况看,我国同日本、欧盟的国际贸易额持续上升,2004 年中国同欧盟进出口贸易增长率 41.6%,同日本进出口贸易增长率为 25.7%。因此,要充分利用这一良好机遇,扩大欧元、日元等的外汇储备份额,避免因美元汇率下滑导致外汇储备的缩水。

四是将外汇管理从重视外汇流入限制外汇流出的不对称管理,转换到外汇流入流出综合均衡管理,其中包括企业走出去、利用国内国外两种资源和市场战略的逐步实施。

(二) 国际收支平衡的管理

平衡国际收支,涉及中国经济的结构性调整,尤其是外资、外贸政策的调整,因此,可从以下几方面予以考虑:一是在利用外资方面,应当从注重数量向注重质量转变;二是要选择时机启动中

外资企业所得税并轨。目前,我国内资企业所得税率为 33%,外商投资企业和外国企业的名义税率则为 15%到 24%不等。这种政策差异造成了大量国内资金通过各种途径汇出境外,然后再以“外资”的形态回流到国内,以享受外资待遇。三是进一步完善进出口税制,优化出口商品结构问题。

实际上,由于决定外汇储备需求的各因素本身存在着不确定性,所以从本质上讲,外汇储备的适度规模应是一个动态的概念,它随着国内外宏观经济形势的变化而发生相应的变化。适度的外汇储备规模应是一个区

根据以上表达式,可以推算出近几年来我国适度外汇储备规模及超额储备情况。

上表数据表明,近五年来,我国一直存在超额外汇储备现象,尤以近三年为甚。因此,如何在确保国家金融安全和经济持续稳步发展的基础上,有效地降低超额外汇储备的持有额,使有限的资金资源更为合理分配,确保我国经济的可持续发展,是未来几年内我国需要着

证券公司利润模型的构建及其敏感性分析

上海第二工业大学经济管理学院 肖智润

[摘要] 本文以管理会计一般利润模型和敏感性分析方法为基础,结合证券公司业务和财务上的特性,构建证券公司的利润模型并进行相应敏感性分析。

[关键词] 证券公司 利润模型 敏感性分析

追求市场占有率和利润最大化是证券公司的核心目标。本文认为,为实现这一目标,证券公司首先应从经营、管理和财务的现状入手,作一些定量分析,据此了解各相关因素的变动与利润变动的相关程度。

一、利润模型及其敏感性分析概述

(一) 相关定义

1、利润模型:管理会计学中的利润的标准模型为: $Pr = Q * (P - PVC) - FC$ 。上述公式中, Pr 代表利润; Q 代表业务量; P 代表销售单价; PVC 代表单位变动成本; FC 代表固定成本。

2、利润敏感性分析:即定量分析影响利润的有关因素的变化引起利润变动的程度。因素的利润敏感度不同,在管理和决策中应该得到的重视程度就不同。利润模型中四个因素的利润敏感度(分别用 S_i 表示,其中 $i = 1, 2, 3, 4$) 的计算公式分别是:业务量的利润敏感度 $S_1 = (P - PVC) * Q / Pr$;销售单价的利润敏感度 $S_2 = P * Q / Pr$;单位变动成本的利润敏感度 $S_3 = PVC * Q / Pr$;固定成本的利润敏感度 $S_4 = FC / Pr$ 。

(二) 分析方法。在运用利润敏感性对实际业务进行定量分析时,常运用的方法可以包括定性分析和定量分析两方面:

1、定性分析:即与利润变化方向的分析。如果因素 i 对利润的敏感度 $S_i > 0$,则说明此因素的变化方向与利润的变化方向相同,或说增大此因素会使利润增大;反之亦然。很明显,在上述标准模型中,业务量和销售单价的敏感性大于零,单位变动成本和固定成本的利润敏感度均小于于零。

2、定量分析:即因素的变化与利润变动的幅度大小对比。因素对利润的敏感度 S 的绝对值越大,则说明因素的变化对利润的变化影响越大。当影响利润的任一因素(如,第 i 个因素)以任意幅度和任意方向单独变动(假设 D_i 为第 i 个因素变动百分比)时,则可以利用事先测算出来的某因素利润敏感度指标 S_i 很方便地预测出来这种变动将对利润产生的影响幅度,公式为: $K_i = D_i * S_i$ 。上述公式中, K_i 为某因素变动使利润变动的百分比; D_i 为该因素的百分点; S_i 为该因素敏感度指标, $i = 1, 2, 3, 4$ 。

二、证券公司利润模型的构建

(一) 利润模型建立假设

本文从证券公司经营、管理和财务的现状入手,将利润模型构建于以下两个假设基础之上:

1、全部经纪业务假设:证券代理买卖业务是证券公司利润来源的主要部分(甚至是全部),故本文假设证券公司只从事代理证券买卖业务,所有发生费用均为证券代理买卖业务而发生。不考虑保证金利差收入,证券承销,证券代销和资产委托管理利润;

2、手续费率一致假设:事实上 A 股成交额平均占市场总成交额的绝大部分,为简便起见,本文中 A 股,基金,国债回购及企业债的手续费率一律以 A 股的手续费率计。

(二) 利润模型的构建及修正

标准的证券公司利润模型为:利润 = 经纪业务收入 - 手续费返还 - 营业费用 - 营业税金及附加 - 手续费支出 - 营业外支出。在现行交易清算体制及证券公司管理体制下,可将上述模型作如下修正: 经纪业务收入 = 深沪市场总成交额 * 公司综合占有率 * 佣金收取率; 将手续费返还金额换算成其相应的手续费收入占经纪业务收入的百分比; 对营业费用,按成本性态进行分析,根据是否与经纪业务量构成正相关性划分为固定成本和变动成本。

根据以上分解,可以得到修正的证券公司利润模型:利润 = 深沪市场总成交额 * 公司市场占有率 * 佣金收取率 * [(1 - 营业税金及附加比例 - 手续费返还比例) - 与经纪业务构成正相关性的营业费用比例] - 与经纪业务基本不构成相关性的营业费用。上述公式中,营业税金及附加的比例目前固定为 5.5%。

三、证券公司的利润敏感性分析

间,而不是一个具体的数值,只要一国的国际储备量在某个合理区间内,那么该国的外汇储备规模就是适度的。从近几年我国经济发展的趋势看,综合考虑我国国民经济的发展速度和外商投资情况,外汇储备在 3500 亿美元左右是较为合适的。

[参考文献]

- [1]和慧. 浅谈我国外汇储备的适度规模和对策[J]. 内蒙古统计, 2004, (6)
- [2]《中国外汇管理》记者. 我国外汇储备及其经营管理[J]. 中国外汇管理, 2005, (3)
- [3]外汇储备充足可增加中国干预外汇市场的能力 www.cnfol.com
- [4]者贵昌. 中国国际储备的分析与研究[J]. 国际金融研究, 2005, (5)
- [5]刘剑, 乔桂明. 现代国际金融[M]. 复旦大学出版社, 1998