

论文 NO. 2018 年 1

发表时间：2018 年 1 月 11 日

各国外储管理实践再考察

曾刚 王雅君

摘要： 如何进行外汇储备的有效管理，是许多国家（地区）政府亟需面对的难题。由于国情不同，各国（地区）进行的探索以及效果也有所差异。梳理、比较、总结这些国家的经验和教训，将会对完善外汇储备有效管理体系大有裨益。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

主要国家的外汇储备管理

主要国家或地区的外汇储备有效管理体系各异，但按照参与主体可归纳为三类——中央银行单独持有、财政部单独持有、中央银行与财政部共同持有。在不同模式下，财政部与中央银行发挥的作用不同，对本国货币供应量的影响也有所差别。

第一种模式是中央银行单独持有。

欧洲中央银行与欧元区成员国中央银行持有和管理外汇储备。前者的外汇储备由后者按所占资本份额进行转移，形式包括 85% 的美元和日元组合、15% 的黄金；当欧洲中央银行储备不足时，可要求成员国转移额外的储备资产。欧洲央行在储备管理体制中处于主导地位，负责制定投资决策，包括界定战略性和策略性投资基准、确定允许的偏离程度及纠偏措施、确定储备交易的操作机构及可投资证券、限制信用风险等；成员国央行实施与欧洲中央银行战略一致的策略性投资，只要使汇率和货币流动性在欧央行规定范围内，可享有一定自主性。

印度储备银行被《印度储备银行法》（1934）确定为该国外汇储备管理机构。外汇储备结构、资产配置等主要决策由政府主导下的策略委员会负责，由印度储备银行充分考虑市场倾向的情况下进行投资操作，可投资领域包括国际清算银行和国外商业银行的存款，主权债务或以主权保证流动性、到期日不超过 10 年的债券，特定种类的衍生品，以及储备银行核准或授权的其他领域。

巴西中央银行是巴西唯一被授权管理外汇储备的机构，其中，央行董事会负责制定外汇储备的策略性配置和投资政策。巴西外汇储备的管理目标需服从于货币政策与外汇政策，例如为货币政策提供支持、避免汇率的剧烈波动等，因此，尽管采用浮动汇率制，但巴西中央银行仍然会频繁干预汇率市场。

第二种模式是财政部单独持有。

英国外汇储备主要由财政部通过外汇平准账户（EEA）持有，并委托英格兰银行进行日常管理，管理费由 EEA 向英格兰银行支付。财政部与英格兰银行之间每年都会签署“服务标准协议”（SLA），详细规定委托管理的细节，包括储备投资基准、风险管理框架、目标投资回报率、为储备资产进行的再融资等。财政部将投资基准分为货币对冲和非对冲两部分以应对利率和汇率风险，并定期完善投资基准以反映其长期投资策略；英格兰银行则按照投资基准对外汇储备进行积极管理，并遵循 SLA 对风险的限制，确保 EEA 管理相关风险可识别和可控制、确保风险暴露程度与财政部规定相一致。英格兰银行会根据市场环境、外部环境和 EEA 活动的变化动态调整风险管理框架，并会在每个季度与财政部进行相互确认，一方面检验该季度风险管理的有效性，另一方面将新风险的识别和定位纳入管理框架以提高管理效率。

第三种模式是中央银行与财政部共同持有。

美国采用财政部和美联储共同参与的二元管理模式，各持有一半外汇储备。其中，财政部负责制定国际金融政策，通过外汇平准基金（ESF）实施管理；美联储负责国内货币政策的制定和执行，主要通

过联邦公开市场委员会（FOMC）管理。财政部与美联储密切合作，一方面 ESF 可在特殊情况下通过与美联储进行货币互换获取更多美元资产；另一方面联储纽约银行的系统开放市场账户经理作为财政部和 FOMC 的代理人，在纽约外汇市场实施外汇储备交易。

按照《外汇储备特别会计法》（1951），日本采用财务省和日本银行共同参与的二元管理模式，其中，财务省持有绝大多数的外汇储备（约占 95%），是管理战略决策者，日本银行是外汇储备的具体经营和管理者。财务省下设外汇基金专项账户（FEFSA）进行外汇储备管理，具体操作和日常管理委托日本银行进行。财务省负责维持日元汇率稳定，在财务大臣认为有必要干预外汇市场时，由日本银行通过 FEFSA 进行外汇买卖操作。

韩国外汇储备分别由财政部（25%左右）和韩国银行（75%左右）持有并管理，其中，财政部负责对储备管理政策和投资基准（币种结构、资产结构等）提出指导意见，韩国银行负责具体实施。具体经营机构包括财政部辖属的外汇平准基金（FEEF）、韩国银行货币政策管理委员会和韩国投资公司，其中 FEEF 负责维持汇率稳定；货币政策管理委员会通过储备管理部确定投资基准、管理风险和资产组合等具体操作；韩国投资公司由财政部和韩国银行共同出资，负责提高外汇储备利用效率和韩国金融竞争力。

俄罗斯的二元模式与其他国家有所不同，财政部和央行平行负责部分外汇储备的管理。财政部通过下属的经济稳定基金负责储备资产

的保值增值，中央银行负责干预外汇市场以稳定卢布汇率；在管理目标方面，经济稳定基金追求收益性，中央银行则追求流动性。

各国外汇储备管理的特征

从前文的介绍不难看出，各国外汇储备管理体制差异显著，在有效管理方面的体现也并不一致，这与各国面临的环境密切相关，例如汇率制度、经济规模、对外开放程度等。总结主要国家储备管理实践的特点，有以下几个方面。

第一，形成了完善的外汇储备管理制度体系。

外汇储备管理的制度及其安排都通过法定框架建立，这个框架明确地确定各储备管理机构的责任和权力。例如《欧洲中央银行系统法》，日本《外汇及对外贸易法》、《日本银行法》，美国《黄金储备法案》，《印度储备银行法》等。当外汇储备管理的责任和功能在不同主体之间分割时，通常由法律规定责任并通过有关部门授予储备管理机构，从而保证储备管理责任和功能的协调与执行。一个有效的内部治理结构应当确保权、责、利明确，能够清晰地分割和分配管理责任，并从储备管理的决策层到操作层面的责任和权利进行清晰地分离。

许多国家储备管理机构的任务、责任和目标都很明确，尤其是美国、日本、韩国、俄罗斯等采用二元管理模式的国家。实践中，这些国家均明确了外汇储备的所有权，并规定了财政部与中央银行各自的管理目标和职责；英国也通过 SLA 详细地规定了财政部与英格兰银行的委托-代理关系。

第二，外汇储备管理主体多元化。

各国实践反映了外汇储备管理的三种模式，其中，财政部与中央银行共同参与的模式又包括平行模式和垂直模式，前者如俄罗斯，财政部与央行各自管理一部分外汇储备，分别履行职能，各司其职；后者如美、日、韩，财政部处于主导地位，负责战略决策，央行具体执行财政部的决策。

财政部的外汇储备来源不仅包括利用本币购买外汇，还包括发行外币计价债券、向国际组织或金融机构借款、货币互换等方式，后几种方式尽管有还本付息的压力，但能够尽量避免对本币供应量以及货币政策的影响。除欧元区外，主要经济体的财政部通常负责对外经济政策，持有的外汇储备主要被用于战略性投资；而中央银行主导内部经济均衡，持有储备主要在国内公开市场上进行操作。这意味着，无论是否直接持有外汇储备，财政部都在外汇储备管理框架中发挥重要作用。

第三，外汇储备资产多样化。

持有主体的多元化能够为储备资产多样化创造相应的体制条件，例如韩国，具体经营机构包括韩国银行、韩国投资公司以及国外知名资产管理公司，分别管理韩国外汇储备资产中的流动部分、投资部分和信托部分。事实上，许多国家的储备投资已经不局限在高信用评级的政府债券，而是广泛涉足黄金、股权、房地产、金融衍生品等领域，日本和俄罗斯还将外汇储备投向国内项目。

不同类型资产对应的储备功能存在差别，需要设定不同的管理框架和投资基准。英国财政部便将投资基准分为货币对冲和非对冲两部分，分别应对利率和汇率风险，并定期调整投资基准以充分体现其长期投资策略；英格兰银行则严格按照投资基准进行积极管理。欧洲中央银行也对每个储备币种定义了两类投资基准，一是战略性投资基准，反映长期内对风险和收益的偏好；二是策略性投资基准，反映中短期内对风险和收益的偏好。

第四，外汇储备风险管理动态化。

按照 IMF 在 2014 年发布的《外汇储备管理指南修订》，一国外汇储备将可能面临流动性风险、利率风险、汇率风险、主权信用风险、市场风险等，在安全性和流动性为核心原则的情况下，加强外汇储备的风险管理具有重大意义。

日本外汇储备管理重视引进跨国金融机构的风险管理技术，形成了拥有高水平专业人才、严密防风险制度、覆盖面广泛的全面风险管理体系，并以数额庞大的“藏汇于民”分散了日本银行面临的风险。英国则建立了动态风险管理体系，一方面财政部通过 SLA 对外汇储备风险进行限制，另一方面英格兰银行会根据市场环境、外部环境和 EEA 活动变化动态调整风险管理框架，以确保 EEA 相关风险都可识别和可控制。在这一过程中，英格兰银行与财政部会在每个季度相互确认，既检验操作风险管理的有效性，也使新出现风险的识别及时纳入管理框架。