

我国外汇储备的溢出效应研究^{*}

——基于引力模型的分析

唐爱迪 陆 毅 杜清源

在全球经济失衡的大背景下，我国作为主要的贸易顺差国，外汇储备规模连续多年位居世界首位。如此高额的外汇储备在发挥调节国际收支、维持汇率稳定等内部作用的同时，是否会还会产生溢出效应进而影响全球资产配置？经验表明，不同国家的外汇储备之间往往存在着协同增长。外汇储备本质上反映的是全球经济不平衡问题，单纯从一国角度进行储备调整或寻求储备积累原因并不能完全阐释外汇储备增长问题，还需充分考虑外部因素，如不同国家储备波动的协同性以及国家之间的经济联系。已有文献主要针对外汇储备对我国经济的内部影响，或侧重于分析我国外汇储备增长的原因，或探究外汇储备的合理规模及资产组合选择，却忽视了外汇储备的外部影响。基于此，本文将从外部视角切入，重点考察我国外汇储备的国际影响力及其对全球资产配置的影响，并通过将传统的引力模型引入外汇储备分析框架，分析双边汇率制度关联、资本账户开放程度，以及金融发展水平等因素对两国外汇储备持有比例相似程度的影响，以验证我国高额外汇储备的溢出效应。本文采用 WDI 数据库的外汇储备非平衡面板数据，样本涵盖了 2000—2015 年 199

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 4 期。

作者简介：唐爱迪，博士研究生，清华大学经济管理学院；陆毅，经济学博士，教授，清华大学经济管理学院；杜清源，经济学博士，助理教授，莫纳什大学商业与经济学院。

个国家和地区,既包括发达国家,也包括崛起中的新兴市场经济体和其他发展中国家。与以往研究相比,本文研究具有时间跨度长、样本量大、国家类型多样化等优点,丰富的国家数据为实证检验提供了充足的数据支持。

本文的主要研究结论如下:OLS 回归结果表明,我国外汇储备具有随地理距离递减的空间溢出效应,且这种溢出效应更多地发挥在与中国存在汇率制度关联、金融发展水平相似、资本账户开放程度相近的国家之间;共同的语言、宗教、法律制度等也会减少两国外汇储备持有比例的差异。为了克服异方差和样本选择偏误的影响,本文采用泊松伪极大似然估计 (PPML) 方法对模型进行重新估计,采用工具变量法进行两阶段最小二乘法 (2SLS) 来处理内生性问题,并对外汇储备占比、资本账户开放程度、金融发展水平等变量进行重新度量以验证结论的稳健性。在考虑了样本选择问题、内生性问题与变量度量等问题后,本文结论依然稳健。

本文的主要贡献在于:(1)创新性地提出了中国外汇储备的溢出效应问题,与单一地考察外汇储备的合适规模相比,如何做好现有外汇储备的经营管理,从而扩大外汇储备的国际影响力更具现实意义;(2)本文借鉴危机国际传染理论对外汇储备溢出效应的作用渠道展开分析,一国外汇储备既可以通过资本流动、贸易溢出和信贷途径等直接渠道,也可以通过影响投资者心理预期等间接渠道对其他国家的外汇储备产生影响;(3)引力模型凭借其良好的解释力和稳定性被广泛地应用于各种涉及空间经济活动的研究当中,鉴于引力模型对国际资本流动具有良好的解释能力,本文尝试性地将其引入外汇储备分析框架,拓展了引力模型在国际金融领域的实际应用。

本文的研究为全面探究外汇储备的国际影响提供了经验支持,同时也为引力模型在国际金融领域的实际应用开拓了新的思路。探究我国外

汇储备的溢出效应,有利于发展中经济体更好地理解外汇储备的变动逻辑,对于完善大规模外汇储备经营管理体制、增强宏观调控能力、进一步参与国际宏观经济政策协调机制具有积极意义。本文的结论还凸显了国家间加强外汇储备合作调整的战略意义。各国可以通过建立国家间外汇储备库,设立国家银行,通过资本金认缴、债券发行集中外汇储备以满足融资需求,共同应对国际冲击。与此同时,还应保持货币政策与汇率政策、资本管制等工具之间的协调,避免竞争性贬值、资本管制宽严不一等行为削弱政策效果。

总之,探究我国的外汇储备问题,不应简单地局限在规模上,应更多地关注现有外汇储备的经营管理问题。“用好增量,盘活存量”,深化多元化运用,服务国家战略,保障国家经济金融安全,进而不断扩大我国外汇储备的国际影响力。此外,也不应局限在外汇储备管理的内部影响,要充分考虑国家间的经济联系和储备波动的协同性。随着我国经济、金融发展水平的不断提升,逐步扩大我国外汇储备对全球资产配置的影响,促使我国在全球经济治理中发挥负责任的大国作用,共同推动国际经济治理结构的完善。