

陆前进 / 著

人民币汇率： 现实、理论和政策

Renminbi Huilü: Xianshi, Lilun He Zhengce



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

人民币汇率： 现实、理论和政策

陆前进 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

人民币汇率: 现实、理论和政策 / 陆前进著. —上海:
立信会计出版社, 2010.7

ISBN 978-7-5429-2557-2

I. ①人… II. ①陆… III. ①人民币(元) - 汇率-
研究 IV. ①F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 145295 号

责任编辑 方士华

封面设计 周崇文

人民币汇率: 现实、理论和政策

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路 2230 号 邮政编码 200235

电 话 (021)64411389 传 真 (021) 64411325

网 址 www.lixinaph.com E-mail lxaph@sh163.net

网上书店 www.shlx.net Tel: (021) 64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 上海申松立信印刷有限责任公司

开 本 890 毫米 × 1240 毫米 1/32

印 张 6.625

字 数 180 千字

版 次 2010 年 7 月 第 1 版

印 次 2010 年 7 月 第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5429 - 2557 - 2/F

定 价 19.00 元

如有印订差错, 请与本社联系调换



人民币汇率问题：金融危机下的中国：人民币汇率问题

前言

当前我国正处于伟大变革的时代，国内外经济形势都发生了很大的变化，各种经济力量此消彼长，随着“金砖四国”的崛起，新兴市场经济国家的地位得到了很大的提高。中国和世界经济的联系日益密切，对世界经济的影响不断增强，人民币汇率越来越成为国内外关注的宏观经济重要指标，也正是在这样的背景下，笔者对人民币汇率问题做系统性研究，特别是在国际金融危机的冲击下，对人们关注的一些人民币热点问题进行分析。

随着中国对外开放日益向深度和广度扩展，人民币汇率变动、人民币汇率的市场化改革和人民币国际化等问题不断凸显出来。目前我国正处于转变经济增长方式，调整经济结构的关键时期，人民币汇率制度和外汇体制改革变得越来越迫切，人民币国际化要继续稳步推进，所有这一切都是我们所面临的前所未有的挑战，也是中国发展的战略选择，我们需要在变革中突破、在突破中发展。

2005年7月汇改后，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币对美元持续升值。人民币升值压力和升值预期一直是人民币汇率变动的主要特征，伴随着中国经济增长的过程，人民币升值中面临的问题值得深入思考和研究，特别是“热钱”问题、出口企业如何应对人民币升值、宏观调控等问题更是汇率形成机制改革中困扰我们的难题。

2005年7月汇改后，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币对美元持续升值。人民币升值压力和升值预期一直是人民币汇率变动的主要特征，伴随着中国经济增长的过程，人民币升值中面临的问题值得深入思考和研究，特别是“热钱”问题、出口企业如何应对人民币升值、宏观调控等问题更是汇率形成机制改革中困扰我们的难题。

2008年9月国际金融危机爆发,我国人民币对美元汇率由先前的缓慢升值转向基本稳定,后危机时代关于人民币汇率形成机制的改革成为各界讨论的热点。从我国人民币汇率形成机制的角度出发,笔者认为我国人民币汇率市场化改革应分步推进:一是逐步增加人民币对美元汇率弹性;二是人民币钉住美元汇率逐步转向参考一篮子货币的汇率制度,即参考人民币有效汇率目标,以保证人民币总体币值水平的稳定;三是逐步放开人民币汇率的波动幅度,最终人民币汇率将由市场供给和需求来决定。

美国次贷危机导致美元大幅度贬值,以及国际金融危机时期美国过度扩张的宏观经济政策也使得美元币值不稳定,因此人们对美元国际储备货币地位提出质疑。2009年3月我国央行行长周小川提出建立“超主权储备货币”的设想,得到巴西和俄罗斯等国的赞同,而现实问题是要推动我国人民币的国际化,促进人民币走出去,建立多元化的国际货币体系。我国正采取多种措施实现人民币走出去战略,如货币互换、跨境贸易人民币结算,以及在香港建立离岸人民币债券市场等,这些举措都需要我们认真地分析和思考。

人民币汇率问题包罗万象,本书关于人民币汇率问题研究主要侧重对中国现实问题的思考,尤其是2005年汇改以后人民币汇率面临的一系列问题,希望能够从现实问题中发现规律和解决问题的方法。人民币汇率一直是作者重点研究的领域,长期以来作者一直关注人民币汇率问题,其中部分观点也见诸于主要媒体如《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》和《上海商报》等。也正是在长期研究的过程中和对有关现实问题的思考基础之上,作者希望把自己积累一些关于人民币汇率的内容整理成书,呈献给读者。

本书的出版首先要感谢立信会计出版社领导和责任编辑方士华等同志的关心和支持,没有他们默默无闻的奉献,此书难以与读者见面。在本书最后的修改过程中,得到了复旦大学国际金融系学生田芳芳、范琨、柴天仪、麻艳、蔡春根和李萌等同学的帮助,在此表示感谢。在本书即将付梓出版之际,也要感谢我的妻子和儿子,他们的宽容和理解使得

我有更多的时间完成此书。书稿完成之日,也是缺憾留下之时,虽如释重负,仍觉许多问题需不断研究和探索。如果此书能够使读者更多了解和深入思考人民币汇率的有关问题,笔者就感到莫大的欣慰。由于作者知识水平有限,对一些现实问题看法难免有一定的局限性,甚至会出现一些错误,希望读者能够批评指正。

陆前进

2010年7月于复旦大学

目 录

第一章 人民币汇率的形成机制.....	1
第一节 人民币汇率制度的演变和特征.....	1
第二节 影响人民币汇率变动的因素.....	5
第三节 中国是否操纵人民币汇率	12
第四节 人民币汇率中间价和汇率波动幅度	21
第五节 新汇改后人民币对美元升值将主动可控	29
第六节 人民币汇率市场化改革	31
第二章 人民币有效汇率指数和人民币汇率变动	36
第一节 人民币有效汇率指数	36
第二节 中央银行对人民币汇率的控制	40
第三节 人民币汇率变动的分析	48
第四节 人民币汇率变动的特征	54
第五节 人民币核心汇率指数	58
第六节 参考一篮子货币的人民币汇率形成机制研究	60
第三章 人民币升值中的几个问题	71
第一节 人民币升值中的一些问题	71
第二节 一样的升值不一样的效果	74

第三节	人民币对外升值和对内贬值	77
第四节	“热钱”的流入及防范	81
第五节	人民币升值条件下的内外均衡控制	98
第六节	人民币升值,出口企业应相机抉择	109
第七节	人民币升值的路径和特征分析	112
第四章	人民币和几个主要货币之间的关系	119
第一节	人民币对主要国际货币汇率变动的格局	119
第二节	人民币和美元之间的关系	122
第三节	人民币和港币之间的关系	124
第四节	人民币和台币之间的关系	130
第五章	美元汇率变化及影响	133
第一节	金融危机下美元贬值及影响	133
第二节	在美元迷局中面临的困境和挑战	139
第三节	美元升值问题	142
第四节	美元霸权是全球经济失衡的重要因素	146
第五节	中国在美投资的安全问题	155
第六节	关于外汇储备使用的几个问题	157
第六章	人民币国际化问题	164
第一节	国际货币体系的演变和全球流动性过剩	164
第二节	金融危机下国际金融体系的改革的困境	171
第三节	特别提款权面临的问题	174
第四节	建立多元化的国际货币体系	177
第五节	实现人民币走出去战略	181
第六节	将人民币建设成区域化国际货币	188
第七节	人民币国际化的几点重要影响	197
参考文献		200



第一章

人民币汇率的形成机制

第一节 人民币汇率制度的演变和特征

我国在 1994 年之前,长期实行的是多重汇率制,官方汇率和外汇调剂市场汇率并存。从 1994 年 1 月 1 日起,我国人民币汇率并轨,实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度,基本上消除了外汇黑市。其主要特征是汇率统一、以结汇制取代留成制、以全国联网的统一的银行间外汇市场取代以前的官价市场和分散割离的调剂市场、以管理浮动汇率制取代以前的官价固定调剂价浮动的双重汇率制、以单一货币流通(人民币)取代以前的多种货币流通和计价。

在实践中,中国人民银行根据我国的宏观经济发展状况及国内外的经济形势自主制定汇率政策,确定人民币的目标汇率,通过对外汇市场的干预,维持人民币汇率稳定,保证了人民币汇率的有管理性。但就人民币汇率制度的浮动性而言,由于人民币汇率的年波动幅度不超过 1%,国际货币基金组织将人民币汇率制度归入了传统的钉住汇率安排。人民币对美元的名义汇率在 1994 年汇率并轨之后基本上没有大的变化,因此,我国 2005 年之前的汇率制度实际上是一种与美元挂钩

的固定汇率制。

为建立和完善我国市场经济体制,充分发挥市场在资源配置中的基础性作用,建立健全以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度,2005年7月21日起,我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再钉住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。当时人民币汇率一次性贬值2%,同时中央银行规定每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格,这样起始的人民币汇率确定为8.11元/美元,每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价在人民银行公布美元交易中间价上下3%的幅度内浮动,因此,此后人民币汇率的变动将受到这个初始汇率和每天人民币汇率的波动幅度的影响,如汇改后的第一天人民币对美元汇率在8.11上下3%的区间内变动,第二天在第一天收盘价上下3%内变动,以此类推。由于人民币升值压力较大,同时中央银行对人民币汇率每天的波动幅度有所限制,人民币汇率呈现持续小幅升值的态势,如自2005年7月21日至2005年年底,人民币只升值了约0.49%,升值幅度并不大。由于对人民币初始汇率和汇率波动幅度限制,人民币汇率制度体现两个特征:一是人民币汇率变动的区间很窄;二是人民币对美元汇率中间价的变动很小。人民币对美元汇率变动很难充分反映外汇市场供给和需求的变化,也就是说,如果汇率变动超出人民币汇率的限制区间,则必须由中央银行的干预来平衡,即如果外汇供给过多,人民币升值将超过所限汇率区间的下限,多余的外汇将由中央银行吸收;如果外汇需求过多,人民币贬值将超过所限区间的上限,则中央银行卖出外汇满足多余的外汇需求。总之,中央银行的干预保证汇率的波动不会超出所限的人民币汇率区间,人民币汇率变动是有限弹性的。同时中央银行规定非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价上下1.5%幅度内浮动,并且前一天非美元货币对人民币汇率的收盘价作为第二天人民币对非美元货币汇率的开盘价,因此人民币对非美元货币的变动也难以反映国际金融市场上

美元对非美元货币汇率的影响,人民币对美元汇率、人民币对非美元货币汇率和国际金融市场上美元对非美元货币汇率之间三角稳定关系很难维持,往往存在一定的汇率差价。

2006年1月4日,中国人民银行在银行间外汇市场引入了询价交易方式和做市商制度,中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价,央行将全部做市商报价作为人民币对美元汇率中间价的计算样本,去掉最高和最低报价后,将剩余做市商报价加权平均,得到当日人民币对美元汇率中间价。这一改革虽然促进了汇率定价机制的进一步完善,但也面临一些新问题。一是询价能否反映市场供求的变化。尽管银行间外汇市场中间价采取询价方式确定,做市商的报价主要是根据美元汇率指数的走势、市场供求情况来报价。而中央银行是根据他们的报价进行加权平均,也就是人民币对美元的中间价的变动幅度被限制了,不管怎样取权重,中间价总是在整个报价范围之内。笔者认为中央银行虽然可以变动权重,人民币汇率也主要是参考美元汇率变动,而非一篮子货币。实际上,由于做市商考虑到人民币汇率最终会有中央银行的干预,并不完全由市场的需求和供给来决定,它的报价往往会偏离自己预期的市场价格。例如,如果是美元的净买入者,美元对人民币汇率会报得较低;如果是美元的净卖出者,美元对人民币汇率会报得较高。另外,为了能够反映外汇市场的供求,随着外汇市场规模的扩大,外汇市场还需要引入更多的做市商参与竞争。二是汇率权重的确定问题。目前人民币对美元汇率中间价的权重由中国外汇交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。汇率权重是影响汇率变动的重要因素,它的确定直接影响汇率变动,人民币汇率的权重确定比较复杂,既要考虑到技术因素,又要考虑到市场因素,同时由于我国人民币汇率还承担中央银行宏观经济调控的功能,人民币汇率的变动还要考虑到国内外因素,如通货膨胀、贸易收支、利率、资本流动、美元汇率的变化等因素,因此合理权重的确定是非常困难的,权重确定依赖于中央银行对宏观基本面和市场变动等的判断。笔者认为人民币对美元汇率的确定更多地依

赖人民币汇率目标,如果中央银行维持人民币汇率稳定,则人民币对美元汇率将在窄幅内波动;如果中央银行保持人民币对美元升值,则人民币爬行钉住美元汇率。因此中国人民银行将根据国内外经济金融形势,以市场供求为基础,参考一篮子货币汇率变动,对人民币汇率进行管理和调节,维护人民币汇率的正常浮动,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定,促进国际收支基本平衡,维护宏观经济和金融市场的稳定。

在我国还没有构建人民币汇率指数的情况下,通常我们讲人民币升值和人民币贬值主要是指人民币对美元升值和对美元贬值。实际上,人民币除了对美元汇率以外,还有对非美元货币如欧元、日元和英镑等汇率^①,因此考察人民币汇率变化的影响要综合分析,不仅要考虑到人民币对美元汇率变化,还要考虑到人民币对非美元货币的汇率变化。

除了人民币对美元汇率和人民币对非美元货币汇率外,实际上,最能反映人民币币值变化的是人民币有效汇率,因此对人民币币值水平的评估必须要考虑人民币有效汇率。目前随着美元币值的变化,人民币对美元贬值或升值,但人民币对非美元货币的变化往往相反,如人民币对美元贬值,但人民币对欧元、英镑等却升值。这种相反的变化使得我们对人民币币值的变化难以判断,面临的一个现实问题是中央银行的汇率目标是以人民币对美元汇率为主,还是以人民币对一篮子货币为主。如果以人民币对美元汇率为目标,中央银行主要是控制人民币对美元汇率变动;如果以一篮子货币为目标,中央银行通常是控制人民币有效汇率升值的快慢,目前我国更多是控制人民币对美元的汇率目标。这里面临的一个问题是人民币跟着美元走,人民币和美元的汇率波动幅度小,而随着国际金融市场上美元对非美元货币汇率的大幅度波动,人民币对欧元、英镑和日元等货币波动幅度大。反过来如果人民币跟着欧元走,人民币钉住欧元,则人民币对美元的波动幅度将加大,人民币对其他非美元货币的波动幅度将变小。我国汇率改革目标是建

^① 人民币对非美元货币汇率探讨见第二章。

立以市场供求为基础、参考一篮子货币有管理的浮动汇率制度,因此人民币有效汇率应该成为中央银行关注的一个货币政策目标。世界上一些国家或地区就是把有效汇率作为央行的操作目标或中间目标,维持有效汇率的相对稳定。随着人民币对非美元货币波动幅度增加,甚至与美元汇率变动方向相反,中央银行只控制人民币对美元的双边汇率通常很难实现中央银行货币政策的目标,因此从长期来看,必须更多地关注人民币有效汇率,才能更加准确地控制人民币汇率变动的方向、变动的大小和变动的节奏^①。尽管人民币对美元汇率在我国的汇率体系中处于重要地位,但是中央银行对汇率的干预必须兼顾人民币对非美元货币汇率的变动,中央银行要控制人民币有效汇率,而不仅仅是人民币对美元汇率。

第二节 影响人民币汇率变动的因素

一、影响人民币汇率的因素

判断人民币汇率走势,必须要考察影响人民币汇率变动的主要因素。实际上影响人民币汇率变动的因素很多,这些因素的共同作用决定了人民币汇率的走势。

一是经济增长。我国经济长期高速增长,劳动生产率不断提高,产出增加,使得人民币的购买力增强,市场对人民币信心增强,人民币有升值的趋势。

二是国际收支的变化。国际收支变化是决定人民币汇率的重要因素,它反映了外汇市场供给变化对人民币汇率的影响。如果国际收支盈余,外汇市场外币供给将增加,外币将贬值,人民币将升值;如果国际收支恶化,则外汇供给将下降,人民币会面临贬值压力。长期以来我国的贸易项目和资本项目双顺差,人民币也保持升值的趋势。我国贸易

^① 参考一篮子货币的人民币汇率形成机制研究见第二章。

项目的持续盈余,资本内流也在不断增加,导致外汇供给增加,对人民币的需求增加,人民币有升值压力。如果我国国际收支盈余下降,人民币升值压力将变缓,目前我国也在追求国际收支的平衡,增加出口的同时,也在扩大进口。

三是中央银行的干预影响人民币汇率的变化。外汇市场的参与者除了买卖双方,还有中央银行的干预,它是市场最大的参与者,能够影响汇率的走势。尽管中央银行积极推动人民币汇率的市场化改革,但是人民币汇率仍然是宏观调控的重要工具之一,也是货币政策目标,中央银行需要控制人民币升值的幅度,维持宏观经济对内对外的均衡。由于外汇供给大于外汇需求,中央银行必须买进外汇,抛出本币;为了防止通货膨胀,中央银行必须进行冲销干预,控制物价水平上升,也维持了人民币升值的趋势。一旦汇率的变动超出汇率目标波动的幅度,中央银行就会在外汇市场进行干预,如在银行间外汇市场上买入外汇,投放本币,限制汇率过快升值。买入的外汇形成新增的外汇储备,投放本币,形成新增的外汇占款。从外汇储备的增加额和新增的外汇占款就能够看出中央银行干预的力度,如果买入的外汇越多,干预的力度就越大,新增的外汇占款也就越多,这从公布的外汇占款和外汇储备的数据增长中也能够得到佐证。

四是公众的预期。由于预期人民币将继续升值,居民和企业都不愿意持有外汇,迅速结汇,获取人民币。实际上,如果公众预期人民币汇率继续升值,公众少持有外汇,尽快结汇以减少人民币升值带来的损失,人民币升值的压力会加大,升值步伐也会加快;如果公众预期人民币汇率会贬值,则更愿意持有外汇,形成外汇存款。最近几年在人民币有升值预期的情况下,居民更愿意结汇,而不是愿意存款。

五是通货膨胀的变化。如果中国的通货膨胀率相对美国的通货膨胀率上升,则人民币的相对币值就会下降,也就是说人民币的购买力在相对下降,人民币升值的压力将缓解。相反如果美国的通货膨胀率高于中国的通货膨胀率,则美元的币值就会下降,人民币的币值相对上升,人民币会有升值的压力。因此如果中国的通货膨胀率高于美国的通货膨

胀率,人民币的币值相对下降,人民币升值压力也将得到一定缓解。

六是热钱的流动。由于人民币升值预期和国内资产价格上升,投机资本大量流入以获得高额利润。大量的热钱流入将导致外汇供给大幅度增加,人民币升值压力大。国际投机资本流入,人民币升值的压力将增加;投机资本流出,人民币升值的压力将减缓。如果政府强化对热钱流入的控制,同时人民币预期升值幅度减弱,投机资本的获利空间减少,投机资本流出将会增加,人民币升值的步伐将变缓。

七是美元币值的变化。人民币对美元的汇率是人民币币值对美元币值之比,它反映了当期人民币和美元的购买力之比。在一定的名义汇率水平下,如果美元币值下降,人民币币值就相对上升,人民币升值压力就大;如果美元币值上升,人民币币值就相对下降,人民币升值压力将下降。如在美元持续走强的情况下,人民币对美元出现了持续贬值的现象,这是两国货币相对比较的结果,是互为参照物的。汇率是双方货币的比价,不仅由本国货币价值决定,也由其他国家的货币币值来决定。如自2007年9月至2008年9月国际金融危机爆发,美联储连续下调联邦基金利率,美元持续走软,美元贬值使得人民币实际升值的速度加快,人民币升值压力进一步加大。同时美元贬值也强化了市场对人民币升值的预期,投机资本也会进一步流入,也增加了人民币升值的压力。如果国际金融危机以后,美国经济基本面进一步转好,美元进一步走强,则人民币升值压力将不断减缓。

八是人民币对美元汇率的变化趋势要受到人民币对非美元货币汇率的影响。人民币除了对美元汇率以外,还有对欧元、日元和英镑等汇率,人民币对美元升值,并不意味着人民币对欧元、日元和英镑等货币升值,如以前随着美元走软,人民币对美元升值,但人民币对欧元和日元等货币贬值,而随着美元走强,人民币对美元贬值,但人民币对欧元、日元和英镑等货币却快速升值。人民币对美元汇率的变化必须要考虑到对人民币对非美元货币汇率的影响,中央银行必须在这人民币对美元汇率和人民币对非美元汇率两者之间取得平衡,使得人民币对一篮子货币的升值速度不致过快。

总之,人民币汇率变动是多种因素共同作用的结果,既要受国内外宏观基本面、国际收支、市场预期等因素的影响,又要受中央银行干预、美元币值和人民币汇率形成机制等因素的影响。它们对人民币汇率影响的方向可能相同,也可能相反,这些因素共同决定了人民币汇率变动的方向、节奏和变动的幅度。国际收支双顺差、美元币值的变化和制度因素等决定了人民币汇率的基本走势,中央银行的干预和市场预期等影响人民币汇率变动的步伐。

二、国际金融危机期间人民币汇率是升值、贬值还是维稳

由于国际金融危机的冲击,自 2008 年 7 月中下旬以来,随着美元不断升值,人民币对美元汇率基本保持平稳的态势,没有大的起伏,期间人民币和美元汇率保持小幅双向波动,随着美元升值,人民币对美元微贬;随着美元贬值,人民币对美元微升,但是均在窄幅内变动。

实际上,从外汇供给和需求的角度来看,人民币仍有升值趋势,从 2009 年的数据来看,我国的外汇占款增加额为 25 530.33 亿元,我国的外汇储备增加额为 4 531.22 亿美元(见图 1-1),这说明外汇市场的干预力度仍然较大,外汇供给仍然大于外汇需求,人民币有升值压力,中央银行对外汇市场干预仍然是稳定汇率的重要因素。

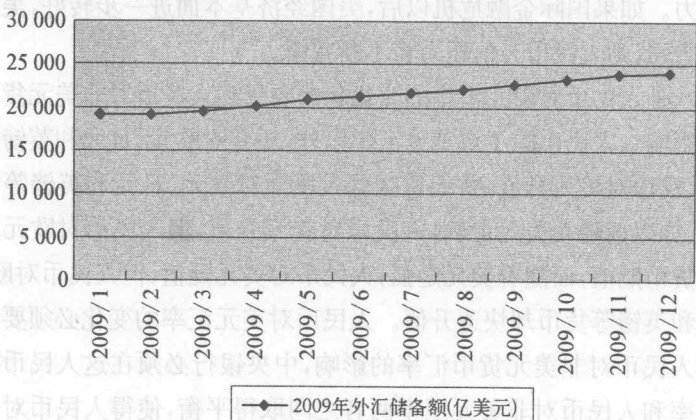


图 1-1 2009 年我国外汇储备余额

同时为了抵消外汇占款增加,中央银行在货币市场上回笼资金的力度仍然很大,如 2008 年比 2007 年央行票据存量增加额高达 11 310.7 亿元。人民币是否应该对美元升值呢?笔者认为这要从人民币有效汇率的角度来寻找答案。从美元币值变化来看,当时美元指数一路攀升,美元对其他主要货币都升值较快。在美元升值的情况下,如果人民币继续对美元升值,则人民币对非美元货币升值的速度就更快,也就是说,人民币有效汇率指数会上升很快。根据国际清算银行数据,人民币有效汇率指数由 2008 年 7 月份的 101.2 上升到 9 月份的 108.68,升值了 7.38%,有效汇率上升说明人民币币值的总体水平在上升(见图 1-2)。

2008 年人民币名义有效汇率指数

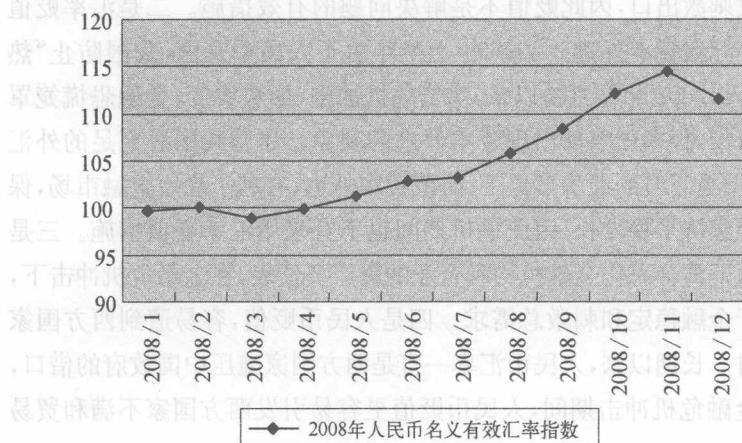


图 1-2 2009 年人民币有效汇率指数

这一阶段,虽然人民币对美元汇率基本稳定,但由于美元升值,人民币对主要非美元货币如欧元、英镑等货币升值较快,人民币有效汇率上升幅度也较大。由此可以看出,在美元升值的条件下,如果人民币对美元继续保持升值态势,则人民币有效汇率指数上升的幅度将更大。在中国外需面临下降的情况下,如果人民币有效汇率升值过快,将对出口产生较大的不利影响。2008 年下半年后,宏观经济目标主要是“保