

RENMINBI HUILV
Lishi Xianzhuang He Weilai

历史、现状和未来

人民币汇率：
：

毕吉耀 张岸元 陈长缨 张一 张哲人 等著



人民出版社

013034289

F832. 63
52

RENMINBI HUILV
Lishi Xianzhuang He Weilai

历史、现状和未来

人
民
币
汇
率

：

毕吉耀 张岸元 陈长缨 张一 张哲人 等著



人
民
出
版
社



北航

C1641609

责任编辑:阮宏波 忽晓萌 刘敬文

责任校对:吕 飞

图书在版编目(CIP)数据

人民币汇率:历史、现状和未来/毕吉耀 等著. —北京:人民出版社,2013.4
ISBN 978-7-01-011851-2

I. ①人… II. ①毕… III. ①人民币汇率—研究 IV. ①F832.63

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 051702 号

人民币汇率:

RENMINBI HUILÜ

历史、现状和未来

毕吉耀 等著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京瑞古冠中印刷厂印刷 新华书店经销

2013 年 4 月第 1 版 2013 年 4 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:14.75

字数:175 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-011851-2 定价:35.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

前 言

长期以来，我们一直对人民币汇率及相关问题进行跟踪研究。从1994年汇率并轨，到1997年亚洲金融危机，从2005年二次汇改，到2010年重启汇改，虽然不同时期我们关注研究的重点有所不同，但概括起来说，无外乎四个方面：一是什么样的汇率水平较为合适，二是通过什么样的汇率制度实现汇率水平的调整，三是分析汇率变动对经济增长、价格水平、就业和国际收支等重要宏观经济变量的影响，四是如何回应和应对国际社会对人民币汇率问题的关切和指责。

回顾十多年来人民币汇率问题的发展演化历程，我们深感，没有一个时期像眼下一样，围绕上述四方面问题的争论如此激烈、研究结论如此莫衷一是、相关的政策建议相差如此之大。究其原因，是因为人民币汇率水平的变动，不仅关乎中国的出口、就业、经济增长和产业结构调整，而且也受到中国主要贸易伙伴的高度关注。鉴于此，我们尝试从梳理相关汇率理论、回顾人民币汇率制度改革发展历程、分析人民币汇率水平变动对宏观经济主要变量的影响，以及围绕人民币汇率问题的国际纷争等方面，力求对人民币汇率及相关政策问题进行较为系统客观的分析，以期为今后深化人民币汇率形成机制改革和制定更加可行的人民币汇率政策提供可资借鉴的参考。

在长期的研究过程中，我们深深体会到，有关汇率决定的理论

和学说众多，分析汇率变动对主要宏观经济影响所依据的理论框架和经济模型也不尽相同，得出的结论和政策建议更是千差万别。这种情况表明，对人民币汇率及相关政策问题的研究，不能拘泥于某一种或几种理论和模型，而是要博采众长，从中国经济的实际情况和现实需要出发，进行综合、客观和有针对性的研究分析，以更好地服务于人民币汇率形成机制改革和中国经济发展的现实需要。

在汇率水平方面，十几年来，中国经济特别是对外经济贸易发展的实际情况表明，不同时期人民币汇率水平和变动方向，基本上符合中国经济发展的内在要求，不足之处是没有根据国内外经济条件变化及时调整，在一定程度上助长了外贸顺差规模的扩大和外汇储备规模的急剧膨胀，造成外汇占款过多和货币政策操作受到影响。当然，关于汇率水平是否恰当，事前往往难以通过分析预测加以准确把握，只能事后通过经济运行的效果加以判断。比如，在2005年改革人民币汇率形成机制和人民币汇率升值之前，各种实证研究和行业调研情况都认为多数出口企业大约只能承受5%的汇率升值。但汇改以来的情况表明，尽管人民币兑美元汇率升值20%，并且人民币实际有效汇率升值幅度也超过20%，但中国出口增长的步伐并没有因此放慢，多数出口企业还是能够通过各种方式积极应对和适应人民币升值。

在汇率制度方面，逐步增大人民币汇率弹性、不断完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度是我国人民币汇率改革的基本方向。多数国内外研究者也赞同人民币汇率制度改革需要经过若干阶段，分步骤加以实施。但不同时期人民币汇率制度选择是众多政策目标冲突的折中结果。从国内看，经济发展阶段、宏观经济管理体制、金融市场化水平，构成人民币汇率机制决定的重要内在约束。其中，最后一点，即金融市场化水平的制约，尤其重要。汇率是人

人民币的对外价格、利率是人民币的对内价格，但利率市场化改革进展依然滞后，金融市场深度和广度依然不足，在很大程度上制约着人民币汇率形成机制改革。从国际上看，人民币汇率形成机制改革也受到国际环境变化的影响。例如，亚洲金融危机期间，为稳定地区经济金融形势和避免出现竞争性贬值，我国主动收窄人民币汇率波动幅度，保持人民币对美元汇率的基本稳定。又如，此次国际金融危机爆发后，为缓解外需急剧缩减对我国出口的巨大冲击和维护国际金融市场的稳定，我国再次实施特殊的汇率政策，主动收窄人民币汇率波动区间。

关于汇率变动的国内影响，现有理论和我们的实证分析表明，人民币汇率变动经济增长、物价水平、就业和国际收支等都具有广泛的影响，并且传导机制复杂，影响程度各不相同。从短期看，人民币升值对出口、就业和经济增长确实会产生一定的负面影响，但从长期看，人民币升值还是有利于引导资源向内需部门转移，促进经济结构调整，有利于我国经济增长模式逐步从外需拉动型向内需主导型转变，最终有利于经济协调发展和就业增加。当然，在增加人民币汇率弹性和调整人民币汇率水平的过程中，应坚持自主性、渐进性和可控性原则，避免出现短期内人民币汇率大幅波动可能造成的宏观经济不稳定。

国际金融危机爆发后，美国等发达国家为防止金融体系崩溃和抑制经济衰退，纷纷采取规模空前的大规模经济刺激计划，实施极度宽松的财政政策和货币政策，美联储在大幅降低利率的同时，还通过购买不良资产和国债等方式向金融系统大量注入流动性，导致财政赤字飙升和美元大幅贬值，欧盟部分成员国爆发主权债务危机，欧元汇率剧烈波动，主要国际货币之间的汇率关系出现显著调整。与此同时，人民币汇率保持相对稳定，对维护国际货币金融体系的

稳定发挥了积极作用。

随着全球经济逐步走向复苏，中国经济回升向好趋势不断巩固，而美欧等发达国家仍陷于经济复苏滞缓、失业率居高不下、债务风险高企的困境，在继续维持低利率政策的同时，又开始实施新一轮的量化宽松货币政策，美元汇率在可预见的将来仍有可能继续贬值，欧元汇率受困于主权债务危机脱离也难以走强，人民币汇率被动升值的压力进一步增大。这种情况表明，无论是人民币汇率形成机制的进一步改革，还是人民币汇率水平的调整，不仅要服从国内经济发展和宏观调控的需要，而且也会受到国际因素的制约。从长期看，在继续推进人民币汇率形成机制改革的同时，也要推动建立更加公平合理的国际货币体系，促进全球经济实现持续、稳定和平衡增长，从而为深化人民币汇率改革创造有利外部条件。

作者长期从事国际经济和宏观经济政策研究，也曾参与有关人民币汇率形成机制改革和外汇储备多元化运用等方面的政策研究，这本著作可以说是作者多年研究成果的结晶，希望能够对感兴趣的读者起到管中窥豹的作用。但是，鉴于作者的学识和研究深度不足，书中难免存在遗漏甚至谬误，也敬请批评指正。

著者

2012 年 10 月

目录

CONTENTS



1	前 言
1	第一章 汇率和汇率制度
1	一、汇率及其决定因素和主要影响
14	二、主要汇率决定理论
22	三、当前主要汇率制度
32	四、汇率制度选择
45	第二章 改革开放以来人民币汇率制度的发展演变
45	一、改革开放前的人民币汇率制度沿革
49	二、改革开放初期实行的人民币汇率双轨制
54	三、1994—2005 年以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度
63	四、2005 年的人民币汇率制度改革
77	第三章 人民币汇率的国际政治经济博弈
78	一、人民币汇率问题的由来：由担心贬值到压迫升值的变化
84	二、美国现实经济困难需要人民币成为替罪羊
90	三、人民币汇率问题政治化的原因
97	四、多数国家并不认同美国压迫人民币升值的做法

第四章 人民币汇率变动对中国经济的影响

- 101 ——宏观经济计量模型分析
- 101 一、汇率变动对经济影响的传导机制
- 111 二、宏观计量模型的构建和模拟
- 128 三、模型动态模拟检验
- 133 四、1994 年汇率改革对就业等宏观经济变量的影响
- 140 五、改变人民币汇率形成机制下对宏观变量的影响分析
- 144 六、2005 年以后汇率不同升值方案的影响分析
- 153 七、模拟主要结论

第五章 人民币汇率变动对中国经济的影响

- 157 ——可计算一般均衡模型分析
- 158 一、简单理论模型及启示
- 165 二、多边汇率一般均衡模型的建立方法
- 169 三、模型的基础数据集
- 170 四、三个模拟场景含义和三个假设条件
- 173 五、场景一：人民币主动升值的模拟结果分析
- 180 六、场景二：美元贬值情况下人民币升值的模拟结果分析
- 188 七、场景三：人民币跟随美元升值的模拟结果分析
- 196 八、模拟结果的政策含义

第六章 人民币汇率政策选择与汇率制度完善

- 199 一、影响汇率政策调整的基本因素
- 201 二、不同部门的现实考虑
- 211 三、关于人民币汇率水平的考虑
- 215 四、关于人民币汇率形成机制

219 参考文献



第一章

汇率和汇率制度

汇率和汇率制度是当今国际政治经济关系中的热点敏感问题。在金本位和银本位时代，由于各国货币都有法定的含金量或含银量，各国货币之间的兑换关系是以所含金银量及相关运输成本为基础确定的，汇率关系相对稳定，汇率很少成为影响国际政治经济关系的因素。随着各国开始发行不可兑换的主权信用货币以取代金本位和银本位货币之后，由于各国实行不同的汇率制度和汇率政策，各国货币之间汇率变动日趋频繁，波动幅度增大，对国际贸易、投资、收入分配等方面的影响越来越大。

汇率及其决定因素和主要影响

（一）汇率的含义

外汇汇率也称为外汇汇价，是不同国家或经济体货币之间兑换的比率或比价，也可以说是以一种货币表示的另一种货币价格。由于是相对价格，因而汇率的表现方法就出现了直接标价法和间接标价法两种常用的标价方法。

直接标价法是以一定单位的外国货币为标准，计算出折合多少单位的本国货币，也就是为兑换一定单位的外国货币，应该支付多少单位的本国货币。间接标价法是以一定单位的本国货币为标准，计算出折合多少单位的外国货币。

一般说来，经济实力强、货币可自由兑换、在国际经济交往中可充当一般等价物和储备货币的国家多采用间接标价法，如美国、英国和欧元区等均采用间接标价法。而那些经济实力弱、货币可兑换程度低、在国际经济交往中不被广泛接受的国家 and 地区则采用直接标价法。我国人民币采用的就是直接标价法，如 2010 年 6 月 1 日，美元兑人民币的汇率是 6.8279，也就是 1 美元可以兑换 6.8279 元人民币。

（二）汇率的几种常用分类方法

汇率的基本含义是不同货币之间的兑换率或比价，但在外汇交易、贸易结算等国际金融实务中，还可以衍生出具有不同内涵和特定用途的汇率概念；此外，从国际金融理论和经济分析的角度，也可区分不同的汇率种类。

1. 买入汇率、卖出汇率和中间汇率

这是从银行买卖外汇角度进行的划分。买入（卖出）汇率是指银行从客户买入（卖出）外汇时所使用的汇率，一般而言，银行的买入汇率与卖出汇率之间存在一定差价，而这一差价就构成银行的外汇买卖收入。买入汇率与卖出汇率的平均价格称作中间汇率，中间汇率往往被用于说明汇率变动趋势，在经济分析中广泛采用的就是中间汇率。

2. 即期汇率和远期汇率

这是从外汇交易期限角度进行的划分。即期汇率是指外汇市场的实时交易汇率或银行等金融机构对客户提提供汇兑业务时的实时挂

牌汇率，外汇市场按即期汇率成交的外汇买卖一般在两个营业日内办理交割手续，而客户在银行等金融机构按挂牌汇率进行的小额汇兑业务一般即刻交割。目前，我国个人在境内银行拿外汇现钞或现汇兑换的汇率就是即期汇率。远期汇率是指买卖双方预先签订合同，约定在未来某一日期按照协议交割所使用的汇率。远期汇率是以即期汇率为基础，综合考虑未来汇率波动和相关汇率利率变化等情况，对即期汇率进行一定幅度调整所形成的汇率。远期汇率与即期汇率之间的差价俗称升水或贴水。在直接标价法下，远期汇率高于即期汇率称之为升水，也就是远期外汇将比即期更“值钱”，反之就称为贴水。按交割时间不同，一般有7天、1个月、3个月、6个月、9个月和12个月等主要远期汇率。

3. 官方汇率和市场汇率

这是从外汇管制程度角度进行的划分。官方汇率是指外汇管制较严格的国家授权其外汇管理当局制定的本国货币与外国货币的汇率。实行官方汇率的国家一般没有自由买卖的外汇市场，外汇交易必须按照官方汇率进行。市场汇率是指外汇管制较宽松国家在自由外汇市场上进行交易、由市场供求关系形成的汇率。在一些逐步放松外汇管制、建立外汇市场的国家，有可能出现官方汇率和市场汇率同时并存的情况，在官方所规定的范围内使用官方汇率，而在外汇市场上使用市场汇率。我国在1980—1993年期间曾经实行官方汇率与市场汇率并存的“双轨制”，不同类型的外汇交易通过不同渠道、以不同外汇价格结算。

4. 固定汇率和浮动汇率

这是从汇率制度角度进行的划分。固定汇率是指本国货币与其他国家货币维持一个固定比率，汇率波动只能限制在一定狭小的范围内，由官方干预来保证汇率稳定。比如，当外汇市场上外币供给

过多，官方必须买入外汇，使市场供求关系平衡，以保持汇率稳定，反之则相反。浮动汇率是指汇率不由官方制定，而由外汇市场的供求关系决定，可以自由浮动。但是，浮动汇率一般并不意味着官方完全不干预市场。当汇率出现过度波动时，官方也可能通过买卖外汇对市场进行一定的干预。浮动汇率还可以按照官方干预程度进一步划分为不同类型，其中完全没有官方干预的汇率称为自由浮动汇率或清洁浮动汇率，而存在不同程度官方干预的汇率称作有管理的浮动汇率。有管理的浮动汇率包括通过设定日波动幅度进行管理的浮动汇率、盯住浮动汇率、爬行浮动汇率等具体形式。

5. 基本汇率和套算汇率

在实行固定汇率制或有管理的浮动汇率制的情况下，由于汇率形成并不完全由市场供求关系自主决定，货币当局往往选择在国际贸易结算、国际金融交易和国际储备中广泛采用的自由兑换货币如美元作为参照货币，首先确定本币对该货币的固定汇率，或在本国外汇市场上通过交易形成本币对该货币的汇率，然后根据国际外汇市场该货币对其他货币的汇率套算出本币对其他货币的汇率，前者称作基本汇率，后者称作套算汇率。

6. 名义汇率和实际汇率

在现行纸币制度下，一国货币的价值可以区分为对内价值和对外价值，前者表示的是在国内的购买力，后者表现为对外购买力。在两国相对通货膨胀率保持不变的情况下，两国货币之间的汇率变化完全反映出两种货币购买力的相对变化。但是，如果两国相对通胀率发生变化，即使两国货币之间汇率保持不变，两种货币的实际购买力也已发生相对变化。因此，一定时期内两种货币汇率或比较关系的变化并不能完全反映货币在本国真实购买力的变化，在有些时候有必要区分名义汇率和实际汇率。所谓名义汇率是指由官方公

布的或在市场上通行的、没有剔除通货膨胀因素的汇率。我们以上所说的汇率都指的是名义汇率。实际汇率也称真实汇率，是指根据两国通货膨胀率或相对价格水平关系变化情况进行适当调整后所得出的汇率，它反映是两种货币在本国实际购买力水平的相对变化。例如，在一段时期内，美元兑日元汇率由 1:110 变为 1:100，同期美国通胀率为 1.5%，而日本通胀率为 -1.5%，虽然从表面上看，名义汇率变化使得美元相对日元购买力损失了 9.1%，但考虑到两国价格水平存在 3% 的相对变化，美元相对日元的实际购买力只损失了 6.1%，也就是说美元相对日元的实际汇率变动不如名义汇率变动大。

7. 名义有效汇率和实际有效汇率

在经济分析中，还经常用到有效汇率的概念。不同于以上提到的双边汇率，有效汇率是指本国货币对一组外币汇率的加权平均数，反映的是一国货币相对于一组外币的加权平均价值。目前，国际货币基金组织定期公布 17 个工业发达国家的若干种有效汇率指数，包括以单位劳动力成本、消费物价、批发物价等为权数的经加权平均得出的不同类型的有效汇率指数。其中，以贸易比重为权数的有效汇率反映的是一国在国际贸易中的总体竞争力和该国货币汇率的总体波动幅度，以这种方法计算出来的有效汇率能够较准确地反映出一国贸易商品和服务的整体国际竞争力。此外，根据是否考虑通货膨胀因素，有效汇率也可以划分为名义有效汇率和实际有效汇率。一国的名义有效汇率等于其货币与所有贸易伙伴国货币双边名义汇率的加权平均数，如果剔除通货膨胀对各国货币购买力的影响，就可以得到实际有效汇率。实际有效汇率不仅考虑了所有双边名义汇率的相对变动情况，而且还剔除了通货膨胀对货币本身价值变动的影响，能够综合地反映本国货币的对外价值和相对购买力。目前，在研究中比较常用的是国际清算银行（BIS）的实际有效汇率指数。

（三）汇率的升值和贬值

汇率升值是指一国货币对外价值的增加，也称作货币升值；汇率贬值指一国货币对外价值的下降，也称作货币贬值。一般说来，如果一定数额的外币折成本币的数额增加，或者一定数额的本币折成外币的数额减少，则表明外币升值、本币贬值；反之则相反。因此，在直接标价法下，名义汇率上升或下降分别表示本币贬值或升值；在间接标价法下，名义汇率上升或下降则分别表示本币升值或贬值。如果一国货币在本国的购买力相对于在国外购买力下降，则称作实际汇率贬值，反之则称作实际汇率升值。从某种意义上说，剔除通胀因素后的实际汇率变化更加真实地反映了货币的升值或贬值。

如果要更加全面地测度货币的升值或贬值，就不能仅仅考虑双边汇率的变化，而应考察有效汇率的变动。有效汇率是采用指数形式编制的，有效汇率指数上升表示有效汇率升值，说明本国货币相对于指数所包含的一篮子货币总体升值，反之则相反。由于有效汇率有名义有效汇率与实际有效汇率之分，因此货币的升值或贬值还可以分别从名义有效汇率和实际有效汇率的升值或贬值加以衡量。由于实际有效汇率剔除了通货膨胀因素的影响，因此实际有效汇率的变化比名义有效汇率能够更加全面真实地反映一国货币的升值或贬值情况。

此外，在不同的汇率制度和汇率形成机制条件下，汇率升值或贬值在英文文献中有不同的表述。在固定汇率制或可调整的盯住汇率制下，货币当局根据一段时期以来国内外经济环境的变化对汇率作出一次性调整所形成的汇率贬值或升值，在英文中用 devaluation 和 revaluation 表示；而在浮动汇率制下，由外汇市场供求关系变化所引起的汇率贬值或升值，在英文中则用 depreciation 和 appreciation 表示。

(四) 货币本位和汇率决定

从货币的发展历史看,货币是在商品交换过程中为便于交换而形成的能够与任何商品和服务直接交换的充当一般等价物的特殊商品。货币的产生使得以物物交换为基础的实物经济转变为以货币这种特殊商品为媒介进行交换的货币经济。作为一般等价物,货币具有价值尺度、交换媒介、价值贮藏等基本职能。在货币的发展演变过程中,黄金等贵金属由于其特殊属性而曾经直接充当货币,以后又以黄金为基础发行纸币,并进而发展到以国家信用为担保的不与黄金挂钩的纸币,货币制度也因此从金本位制逐步过渡到纸币流通制。在不同的货币制度下,各国货币间汇率的决定基础也不同。

1. 金本位制下的汇率决定

金本位制是以黄金为本位货币的货币制度,包括金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制,金本位制度下汇率的决定基础是铸币平价,而金块和金汇兑本位制下则是法定平价。在19世纪初到20世纪初资本主义国家实行金本位制时,各国货币可以与黄金按照一定比例自由兑换,因此汇率也就以不同国家货币兑换黄金的比例为基础折算,在此基础上,汇率水平也会发生一定波动,但汇率变化幅度会受到所谓“黄金输送点”^①的制约,波动幅度会限制在一个较小的范围内。

2. 纸币流通制下的汇率决定

在纸币流通制取代金本位制成为主流货币制度后,汇率的决定基础发生了根本性改变。在当代纸币流通制度下,各经济体货币当

^① 黄金输送点是指汇价波动而引起黄金从一国输出或输入的界限。汇率波动的最高界限是铸币平价加运金费用,即黄金输出点;汇率波动的最低界限是铸币平价减运金费用,即黄金输入点。

局依法发行的纸币不再与黄金等贵金属挂钩，而只是价值符号，并依法强制流通和执行货币的基本职能，货币当局通过控制货币发行和流通量来保持货币购买力的基本稳定。由于各国在经济增长、物价水平、利率水平等方面千差万别，各国货币的购买力也存在差异，并体现在各国货币之间的兑换关系上。因此，在纸币流通制下，汇率的决定基础是货币的购买力，而影响货币购买力变化的各种因素都会引起汇率的波动。

（五）影响汇率变动的主要因素

随着各国经济贸易往来日趋紧密，国际结算和国际支付对货币兑换的需求越来越多，货币也成为交易的对象，并形成规模巨大的外汇交易市场。如同其他商品和服务一样，货币的价格即汇率也直接受到外汇市场供求关系的影响，因此影响外汇市场供求关系变化的因素也会引起汇率的变动。从经济方面看，上述因素主要包括：国际收支状况、通货膨胀差异、利率差异、宏观经济政策导向、政府对外汇市场的干预、经济增长率差异等。

1. 国际收支状况

一国的国际收支直接影响着该国的外汇供求。一般而言，当一国出现较大的国际收支逆差时，需要对外支付的外汇随之增加，进而导致外汇需求上升和外汇供求关系趋紧，并推动外汇价格上涨，也就是外币升值、本币贬值；反之，则相反。虽然受汇率制度和汇率政策等因素的影响，国际收支状况变化在短期并不必然导致汇率发生显著变化，但从中长期来看，持续的国际收支逆差或顺差所引起的外汇供求格局的改变必然导致汇率的变化。

2. 通货膨胀率差异

在纸币流通制下，货币的购买力会受到通货膨胀的影响而发生