

中国发展研究基金会

CDRF

中国发展研究基金会
China Development Research
Foundation

汇率博弈

人民币汇率制度改革影响评估



中国发展出版社

中国发展研究基金会

CDRF

中国发展研究基金会
China Development Research
Foundation

汇率博弈

人民币汇率制度改革影响评估



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率博弈：人民币汇率制度改革影响评估/中国发展研究基金会.
北京：中国发展出版社，2011.4
ISBN 978-7-80234-558-4

I. ①汇… II. ①中… III. ①人民币汇率—货币制度—经济体制改革—评估 IV. ①F832.63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 041158 号

书 名：汇率博弈：人民币汇率制度改革影响评估

著作责任者：中国发展研究基金会

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-80234-558-4

经 销 者：各地新华书店

印 刷 者：北京明恒达印务有限公司

开 本：720 × 1000mm 1/16

印 张：14.75

字 数：225 千字

版 次：2011 年 4 月第 1 次版

印 次：2011 年 4 月第 1 次印刷

定 价：40.00 元

联系电话：(010) 68990630 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网 址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：bianjibul6@vip.sohu.com

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

前言

汇率是一国商品和资产对外的“总价格”。在开放经济条件下，汇率的水平以及汇率制度的选择对于一个国家的经济发展具有全局性影响。此外，汇率的调整还涉及复杂的国际政治经济博弈。作为一种价格，汇率既要保持相对的稳定，也要反映市场的供求状况。因此，合理地选择汇率制度对国内国外两个市场的资源配置和争取有利国际环境非常重要。

鉴于汇率问题的重要性，中国发展研究基金会决定将其列入研究计划。我们注意到，目前国内关于人民币汇率的讨论已经非常丰富，著述众多，但关于中国 2005 年的汇率制度改革的跟踪研究还不多。从 2005 年 7 月至 2009 年底，人民币对美元已经升值 17%，实际有效汇率升值了近 16%，各种理论分析和假定都应通过政策评估加以检验。因此，我们决定从对 2005 年汇率制度改革影响的评估入手，开展我们的研究。这一想法得到了国务院发展研究中心原主任、中国发展研究基金会理事长王梦奎同志的肯定和支持，随后理事长办公会批准了项目计划。中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲教授也对课题给予了关注和支持。

这项研究也得到了相关领域专家的积极响应，2010 年 1 月和 4 月，基金会组织了两次专家论证会，并在此基础上成立了由国务院发展研究中心、北京大学、中国社会科学院、国家外汇管理局、交通银行的专家学者组成的课题组。截至 10 月底，各位专家均出色地完成了报告，各分课题及其负责人分别是：“人民币汇率调整对宏观经济的影响”（黄益平）、“人民币汇率变动对国际贸易的影响分析”（张小济）、“人民币汇率变动对外向型企业的影响分析”（张帆）、“人民币汇率变动对银行业的影响分析”（连平）、“人民币实际均衡汇率的测算”（李善同）、“人民币汇率制度改革策略与宏观经济政策配套”（温建东）、“经济转型与汇率制度选择的国际比较研究”（张斌）。

在 7 份分报告的基础上，中国发展研究基金会于 2010 年 11 月底完成了“对 2005 年汇率制度改革影响的评价”，并提交了我们的政策建议。

课题组成员都是汇率研究方面的优秀专家。由于在研究内容上各有侧重,加上研究视角、方法和数据上的差异,大家对于汇率失衡程度判断以及汇率调整的幅度与方式的看法并不完全一致,但是经过多次内部讨论和交流,课题组在汇改影响的一些基本事实和基本的政策导向上形成了共识。

课题组的研究表明,2005年7月以来的汇率形成机制改革成效显著。汇改对宏观经济运行的负面影响小,缓解了汇率和国际收支失衡,明确了产业结构的升级方向,也给外向型企业的升级转型留出了时间,银行业资产质量保持良好。

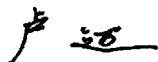
课题组专家认为,我国所采取的渐进式策略是正确的,一次性大幅升值既无必要,也不可行。当前仍须真正落实有管理的浮动和参考一篮子货币的参照体系,把握国内外宏观经济的有利时机,以小幅、快速调整的方式使汇率回归均衡水平,同时确立经常项目顺差和外汇储备增量的调控目标。此外,汇率制度改革不能单兵突进,应该与能源价格改革、资源与环境税制改革及工资制度改革等一揽子措施进行综合配套。

在本项目设计和研究过程中,卢锋、左小蕾、吴晓求、巴曙松、丁志杰、施建淮、翟凡、张陶伟、高婧漪、邢自强、杨长涌等许多专家都提供了宝贵的建议。中国发展研究基金会承担了此次报告的全部组织工作,基金会项目主任俞建拖除了负责项目的具体组织工作外,也参与了课题的研究和报告的撰写。

中国发展研究基金会自2007年起设立了“发展研究基金”,用于政策研究。认同基金会的宗旨的企业和个人,对基金提供捐赠,而基金会决定研究项目。今年香港恒隆集团和中国国际金融有限公司为基金提供了慷慨的资助,使这项研究得以顺利完成。

值此报告付梓之际,谨代表中国发展研究基金会,对全体课题组成员以及为本项研究工作提供支持的单位和个人表示诚挚的感谢!

中国发展研究基金会秘书长



2010年12月15日

目 录

人民币汇改评估澄清六大认识误区

——在汇率课题发布会上的讲话	1
----------------------	---

人民币汇率制度改革影响评估：课题成果综述..... 6

一、人民币汇率形成机制改革基本内容与进程

1. 2005 年人民币汇率形成机制改革的基本内容	6
2. 汇改启动以来的人民币汇率走势	8
3. 汇改以来人民币一篮子货币的变化	10

二、人民币汇率制度改革的影响评估

1. 汇率变动对我国宏观经济的影响	11
2. 汇率调整对国际资本流动的影响	12
3. 汇率变动对我国进出口贸易的影响	13
4. 汇率调整对外向型企业的影响	16
5. 汇率升值对银行业的影响	16
6. 汇率制度改革对消除汇率失衡的影响	18

三、汇率政策调整的国际经验

1. 德国汇率制度改革的经验与教训	22
2. 日本汇率制度改革的经验与教训	25
3. 德国和日本汇率政策调整的启示	28

四、政策建议

人民币汇率调整对宏观经济和国民福利影响分析	32
一、研究问题与分析框架	32
二、汇率变动对宏观经济影响的实证分析	37
1. 全球宏观经济模型分析	37
2. 升值与经济增长的变化	39
3. 国际收支与贸易结构	41
4. 对国际资本流动的影响	44
5. 汇率政策与通货膨胀	47
6. 就业结构与收入分配	49
三、汇率与宏观经济的国际经验比较	53
1. 日元升值不是日本经济衰退的主要原因	53
2. 马克升值与德国稳定的宏观经济环境	55
3. 韩国汇率制度变化对其宏观经济的影响	55
4. 台湾地区汇率制度变化对其宏观经济的影响	56
5. 国际经验对人民币汇率制度改革的启示	58
四、主要结论与政策建议	59
 人民币汇率升值对进出口贸易的影响	65
一、我国进出口贸易发展的国际环境	65
1. 经济全球化带动我国贸易快速增长	65
2. 全球贸易失衡的趋势	67
二、我国贸易顺差扩大的原因分析	69
三、进出口贸易是否存在资源外流	75
四、为什么人民币升值未能抑制出口快速增长	76
五、人民币汇率政策应该立足于中长期发展战略	82
1. 短期内人民币尚不具备大幅度升值的条件	82
2. 加快要素市场定价改革有利于减轻人民币升值压力	84

3. 通过适度鼓励进口和扩大境外投资平衡国际收支	85
4. 人民币升值的政策选择	88

人民币汇率调整对外贸相关企业和行业的影响 92

引 言	92
一、汇率风险	93
二、我国外向型企业的经营情况和汇率升值的影响	94
1. 全部企业的经营情况	94
2. 外向型企业经营情况和汇率升值的影响	96
三、2005 ~ 2008 年汇率升值对企业经营的影响：一般分析	105
1. 各种外向型企业面临的外汇风险	105
2. 各主要出口行业受汇率变动的影响：其他研究	108
3. 企业通常使用的风险规避手段	109
4. 企业对汇率升值的反应	109
四、2005 ~ 2008 年汇率升值对企业经营的影响： 经济计量分析	112
五、结论与政策建议	119
附 录	120

人民币汇率形成机制改革对商业银行的影响及其对策 124

一、人民币汇率变化和形成机制改革对商业银行的影响	124
1. 授信业务：机遇和挑战并存	125
2. 资金业务：喜忧参半	138
3. 外汇存贷款业务：影响显著，流动性管理压力较大	139
4. 国际贸易结算业务：结构性影响	140
5. 境外分行业务：获得新的机遇	141
6. 其他影响：不容忽视	142

二、银行的应对策略建议	144
1. 有保有压，有进有退，有针对性地优化信贷结构	144
2. 加强业务联动，进一步优化外币资产负债业务的发展策略	146
3. 抓住升值机遇，积极拓展业务领域	146
4. 在有效控制汇兑风险的前提下有针对性地发展国际结算业务	146
5. 大力拓展跨境人民币结算业务	146
6. 着力提升外汇资金业务的产品创新能力，优化人民币资金业务的品种结构，大力培养和引进资金业务专业人才	147
7. 积极稳妥地开展海外并购和增设海外机构，着力提升国际化经营能力	148
8. 努力规避再融资的汇率风险	148
附录：人民币汇率变化对银行不良贷款率影响的实证检验	148

人民币实际均衡汇率的测算	156
---------------------------	-----

引 言	156
一、近期有关人民币实际均衡有效汇率的文献的回顾	157
二、基本均衡汇率（FEER）方法的测算	158
1. 基本均衡汇率的计算原理	158
2. 贸易弹性的估计	160
3. 均衡经常项目的设定	161
4. FEER 的计算与分析	162
5. 人民币“事前均衡汇率”2010~2015 年	163
6. 基于“事前均衡汇率”人民币双边名义汇率升值幅度	165
三、行为均衡有效汇率方法（BEER）的测算	167
1. 行为均衡汇率理论的原理	167

2. 计量模型和变量选择	168
3. 模型的检验和估计	168
4. 实际汇率失调程度的估算及分析	170
五、扩展购买力平价方法	172
1. 模型及其说明	172
2. 数据说明	173
3. 实证结果	173
六、人民币均衡汇率水平的判断及人民币汇率政策建议	175
1. 不同研究方法的评估及人民币均衡汇率水平判断	175
2. 人民币汇率政策的建议	175
附录：变量定义及数据来源	176
 人民币汇率政策改革策略与宏观经济政策配套	 179
一、影响人民币汇率走势的主要因素	179
1. 中国实体经济表现是人民币汇率变动的基础	179
2. 国际收支持续大量顺差是人民币升值的直接原因	180
3. 国际汇率走势影响人民币多边汇率	181
4. 国际环境对人民币汇率产生压力	181
二、人民币汇率变动对跨境资本流动的影响	182
1. 人民币汇率变动对整体资本流动的影响	183
2. 汇率变动对投机性资本流动的影响	186
三、2005 年以来人民币汇率机制变化及其对我国宏观经济 调控手段的影响	189
1. 2005 年以来人民币汇率机制变化	189
2. 汇率形成机制改革对宏观经济调控手段的影响	194
四、近中期人民币汇率调整的策略及其配套政策	197
1. 近中期人民币汇率调整的策略	197

2. 近中期人民币汇改配套措施	198
五、中长期人民币汇率政策选择和配套政策	200
1. 中长期人民币汇率政策调整策略	200
2. 人民币汇率形成机制改革的配套政策建议	201
 经济转型与汇率制度选择的国际比较研究	203
一、货币升值压力的理论与国际经验	203
1. 理论解释	203
2. 德国经验	205
3. 日本经验	206
二、应对货币升值压力措施	208
1. 德国应对措施	208
2. 日本应对措施	209
三、应对货币升值压力措施的效果评价	211
1. 德国	211
2. 日本	215
四、国际经验及其对人民币汇改的启示	220
1. 国际经验总结	220
2. 对人民币汇率制度改革的启示	221

人民币汇改评估澄清六大认识误区

——在汇率课题发布会上的讲话

卢 迈

尊敬的易纲副行长、各位专家、媒体朋友们：

非常感谢大家出席今天下午的“人民币汇率制度改革影响评估”课题成果发布会。

在某种意义上，汇率是一个国家的商品和资产的对外“总价格”。人民币汇率改革当前尤其引人瞩目，这是由内外两方面因素决定的。从国内看，当前我国进入了发展方式转变、经济结构调整的关键时期，要发挥汇率作为价格对要素资源配置的调节作用。从国际看，我国前年超过德国成为世界上第一大贸易出口国，去年又超过日本成为第二大单一经济体，人民币汇率的调整对全球的贸易和经济增长都有一定的影响，因此时常成为国际经济与政治博弈的焦点。

鉴于汇率问题的重要性，中国发展研究基金会决定将其列入研究计划。目前国内关于人民币汇率的讨论已经非常丰富，但是，从2005年7月到2009年底，人民币对美元已经升值17%，实际有效汇率升值了近16%，各种理论分析和假定哪些得到了验证，哪些没有，还缺乏比较系统的事后政策评估。因此，我们决定从对2005年汇率改革影响的评估入手，开展我们的研究。这一想法得到了国务院发展研究中心原主任、中国发展研究基金会理事长王梦奎同志的肯定和支持，随后理事长办公会批准了项目计划。

这项研究也得到了相关领域专家的积极响应，2010年1月和4月基金会组织了两次专家论证会，并在此基础上组成课题组，由我任组长，汤敏任副组长。我们设置了7个分课题，各分课题的负责人包括国务院发展研究中心的张小济研究员、李善同研究员；北京大学国家发展研究院的黄益平教授、张帆教授；交通银行的首席经济学家连平教授；国家外汇管理局的温建东研

究员；中国社会科学院世界经济与政治研究所的张斌研究员。实际上参与课题研究的专家和学者加起来将近 20 位。

课题组成员都是汇率研究方面的优秀专家。由于研究内容各有侧重，加上研究视角、方法和数据上的差异，大家对于汇率失衡程度判断、汇率调整的幅度与方式等问题的判断并不完全一致，但是经过多次内部讨论和交流，课题组还是就一些基本事实和基本的政策导向形成了共识。通过这一课题的研究，有助于澄清六个方面的认识误区。

误区一：汇率升值是国际上限制中国经济竞争力的阴谋。对发展中国家来说，小幅度的汇率低估对于保持出口的国际竞争力和经济增长是有好处的，但是对于中国这样的一个劳动生产率快速提高的大国，长期保持汇率低估是不可能的。只要中国的劳动生产率增长持续地快于其他经济体，那么汇率升值的趋势是难以避免的。打个比方，假如中国和美国都只生产同一种牛仔褲，开始的时候牛仔褲在中国价格为 10 元，在美国为 1 美元，那么中美汇率应该是 10 : 1。现在五年过去了，中国劳动生产率提高了，牛仔褲在中国只要 5 元，美国还是 1 美元。按理说，人民币兑美元汇率应升值到 5 : 1。这时候，如果不升值，美国人 1 美元就可以买到我们 2 条牛仔褲。而我们呢，只占有了美国的牛仔褲市场和大量的出口盈余，但是本国人民并没有享受到劳动生产率提高的实际好处。这是一个简单的例子，在现实情况下，汇率的扭曲还会带来资源要素在贸易品和非贸易品之间的配置失衡，还会影响货币政策的独立性，等等，这里不展开说。

误区二：汇率升值会对出口行业造成毁灭性打击。根据课题组大样本的企业数据分析，实际情况正好相反。在汇率升值过程中，的确有一些外向型企业倒闭了，但是中国的净出口在这一时期仍然保持快速的增长。原因主要有几个方面，第一，出口企业的销售利润率虽然低，但是资本利润率还是较高，对汇率波动的承受能力要高于很多人的估计；第二，企业面对汇率波动，会采取一定的风险控制措施，可以减少成本；第三，对很多两头在外的跨国企业来说，汇率波动的成本很容易在内部消化；第四，最根本的，外向型企业会及时调整出口的产品结构、区域结构以及加快产业转型。

误区三：汇率调整会对我国经济稳定增长造成实质性冲击。根据模型估算的结果，在 2007 年和 2008 年，人民币兑美元每年升值了 7% 左右。如果不升值，每年的实际 GDP 会增加 0.28 个百分点，但是我国每年的通货膨胀率也

会上升 0.42 个百分点、工人实际工资将减少 0.07 个百分点、经常项目盈余占 GDP 的比重还会上升 0.28 个百分点。从长期来看，汇率调整带来的产业结构的改善，反而有助于促进经济的长期健康发展。

误区四：渐进式的汇率改革不可行，会导致货币政策的被动、通货膨胀的失控，以及资产泡沫问题。在渐进式汇率改革过程中，货币投放量增加、消费物价和资产价格上涨问题在一定程度和范围存在，但是央行通过票据对冲、资本流动管制等手段，在这一阶段比较有效地解决了这些问题，这也为我们在 2008 年下半年以来抗击国际金融危机的冲击奠定了基础。这同时表明，渐进式汇率改革在我国是可行的。此外，我国制造业目前正处于转型升级的关键时期，渐进式汇率改革明确了产业结构升级的方向，为制造业升级和转型留下了缓冲的余地。

误区五：我国外汇储备存量巨大，汇率升值会带来巨大损失。汇率的升值会带来一定的外汇储备的账面损失，但是只要货币不兑换，这种损失就只是账面上的，而不是实质性的损失。关键在于，要用好现有的外汇储备，用于购买对我国长期发展有利的、高回报的资产，购买有助于增进国民福利的消费品。另外，中国改革的一项经验就是，不能只看存量，更要看增量。在计算损失的时候，不能只看到存量的外汇资产数量巨大，更要看到我国可交易的总资产都会在汇率升值中增值。此外，只要保持外汇储备资产的总量不再继续增加，即使有一些损失，也可以通过经济总量的扩张来消除。

误区六：2005 年以来的汇率改革没有在根本上消除汇率失衡的局面。经过 2005 年开始的汇率制度改革，人民币汇率对均衡水平的偏离有了明显改善。从学术上看，衡量均衡汇率水平的方法有很多，不同方法得出来的结论也不尽相同。我们总体上认同的是，人民币汇率相对于均衡值还有一定的低估，但是低估程度不到 10%。此外，由于我国劳动生产率还在快速提升，在我国贸易依存度、投资占 GDP 比率、国内外物价相对水平基本不变的情况下，预计每年还将产生持续的升值压力。

根据课题组对各方面影响的评估，2005 年开始的汇率形成机制改革，对经济增长的负面影响较小，但是有利于控制通货膨胀，更重要的是，有助于提高服务业的比重，促进出口型企业的结构升级，增加消费支出，提高劳动者的实际工资，促进国内市场发育，这些都是我国“十二五”期间加快发展方式转变所重点追求的。

基于上述研究，我们对“十二五”以及未来更长时间的汇率制度改革，有以下几个方面的建议。

第一，汇率制度改革的长期取向是自由浮动的汇率体制，实现人民币可自由兑换。近中期仍须真正落实有管理的浮动，逐步放宽人民币汇率波动区间。用足银行间外汇市场人民币对美元的交易汇价波动幅度，逐步减少央行对汇率水平和汇率波动的直接干预。

第二，我国汇率制度改革宜坚持“主动、渐进、可控”的原则，一次性大幅升值既不必要也不可行。

第三，真正落实一篮子货币的参照体系，逐渐从关注双边汇率稳定转向多边汇率（有效汇率）水平的基本稳定，维护我国出口产品的总体竞争力。

第四，相机抉择，通过小幅、渐进的升值消除汇率失衡。应抓住国内外宏观经济相对稳定、就业状况良好、产业发展基础扎实、监管环境明显改善、国际环境相对宽松的时机，及时调整。否则，等到国内外形势严峻了，想调也调不了。

第五，确立经常项目顺差的调控目标，争取把经常项目顺差占 GDP 的比重保持在 5% 以内。2003 年以来我国经常项目顺差占 GDP 比重平均为 3.75%，在 2006~2008 年连续超过 5% 后，2009 年底已回落至 5% 左右。保持经常项目顺差占 GDP 比重在 5% 以内的目标经过一定努力是可以达到的。此外，过高的经常项目顺差以及由此引起的外汇储备进一步增加，对我国发展来说是不必要的。

第六，通过多种手段实现经常项目和国际收支的基本平衡。包括：加大对国外商品和先进技术的进口；加大国外优质服务（如高等教育服务）的购买；减少没有用汇需求的境外上市；放宽个人境外直接投资政策，扩大境内合格机构投资者对外金融投资；进一步放宽境外放款资格条件和规模，放宽境外机构在境内发行人民币债券等融资限制并允许所筹资金购汇汇出等。

第七，建立外汇储备增量调控目标。争取到 2015 年基本实现外汇储备不再明显增加，同时做好存量外汇储备保值增值。在渐进升值条件下，只要外汇储备资产总量不再持续增加，可以通过经济发展来逐步消化升值带来的外汇资产损失。

第八，加大短期资本流动管理，遏制短期套利资金流入，为国内政策调整和汇率制度改革争取时间。在近中期可采取建立企业分类管理制度，加强

对贸易项下外汇资金收结汇真实性审核。加强借用外债管理，提高贸易信贷管理效率。

第九，借鉴日本、德国汇率政策调整的经验和教训，避免为了减轻货币升值压力而采取过于宽松的国内货币政策或者过度的财政刺激政策，最后导致严重的资产泡沫。

第十，“十二五”时期的经济结构调整，包括汇率在内的价格改革是关键。汇率改革应与价格改革、资源税改革、工资制度改革等一揽子措施进行综合配套，相互促进。

2011年2月13日

人民币汇率制度改革影响评估： 课题成果综述

俞建拖

一、人民币汇率形成机制改革基本内容与进程

1. 2005 年人民币汇率形成机制改革的基本内容

2005 年 7 月 21 日，中国人民银行发布公告，自即日起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。这一改革遵循“主动性、渐进性、可控性”三原则，其总体目标是建立健全以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率体制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。本次改革包括三个方面的主要内容（温建东，分报告六）。

第一，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，而是按照我国对外经济发展的实际情况，选择若干种主要货币，赋予相应的权重，组成一个货币篮子。篮子内的货币构成，将综合考虑在我国对外贸易、外债（付息）、外商直接投资（分红）等外经贸活动占较大比重的主要国家、地区及其货币。篮子货币和权重的选择主要考虑四大因素：①着重考虑商品和服务贸易的权重作为篮子货币选取及权重确定的基础；②适当考虑外债来源的币种结构；③适当考虑外商直接投资的因素；④经常项目中一些无偿转移类项目的收支，也在权重的考虑之中。参考一篮子不等于钉住一篮子货币，它还需要将市场供求关系作为另一重要依据，据此形成有管理的浮动汇率。

第二，分步改革基准汇率、交易汇价、挂牌汇价管理，放松价格限制。中

俞建拖：中国发展研究基金会。

本文为中国发展研究基金会“人民币汇率制度改革影响评估研究”课题研究成果的综述性报告，研究内容和分析结论主要来自于各分报告以及课题组历次会议讨论材料，同时也参考了其他相关的研究和数据资料。中国发展研究基金会秘书长卢迈、副秘书长汤敏和各分课题负责人在本文撰写过程中给予了宝贵的指导和帮助，在此表示衷心感谢。本文中如有疏漏和谬误之处，文责由作者自负。