

人民币汇率现实问题 的争论与探讨

——兼谈汇率波动原理与风险防范

董力为 等 编著



中国财政经济出版社

人民币汇率现实问题 的争论与探讨

——兼谈汇率波动原理与风险防范

董力为 贺志宏 吴波伟

编著

周程

李钢

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率现实问题的争论与探讨: 兼谈汇率波动原理与风险防范/董力为等编著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004.3

ISBN 7-5005-7087-2

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 011878 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@dr.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中加印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 9.875 印张 234 000 字

2004 年 4 月第 1 版 2004 年 4 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2000 定价: 22.00 元

ISBN 7-5005-7087-2/F·6203

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



在规律，阐明汇率的形成机制以及汇率变动对企业乃至国民的正负面的影响。

本书稿分为上、下两篇以及附录部分。上篇归纳国内外机构、专家学者对调整人民币汇率的种种看法，揭示各种论点的经济以及政治背景；指出人们在汇率变动方面认识上的“误区”，阐明人民币升值的利弊，提出如发行B债等缓解人民币升值压力的合理措施，并且告诉人们要结合国情理解市场变化的规律，结合我国政府调整汇率的主要考虑来判断变动的可触性，分析近期、中期和远期走势。下篇介绍风行世界的包括对冲基金在内的新金融商品，以及防范外汇风险在内的规避投资风险的各种手段，详细阐述利用衍生金融工具避险的运做流程。用心者可在一定程度上掌握衍生金融工具的实际操作技能。

为深入研究，还在附录中介绍了国际上权威的投资组合理论，以及世界上典型的汇率理论。同时用数量公式方法分析汇率变动规律，即通过比较我国实际采用的汇率政策与理论汇率——均衡汇率的偏离程度，逐项解析我国环境下各个要素对汇率影响程度，明确我国实际汇率回归方向和水平（速度）。

在撰写本稿的过程中，我们深感对世界及我国经济（包括金融）认识有限，因此参阅了国内许多优秀文献，使我们在某些领域的理解上又上了一层台阶，在此不一一列举致谢。只是在我国汇率问题当前是个要争论的话题，其撰写本身就是借鉴、吸收、提炼、发表看法的过程，如果认为书中观点不妥或谬误，敬请各位同仁批判、赐教。

作者

2003年12月10日

CONTENTS

(536)	木交豫四野合股班行金基同共	華四藥
(537)	球林金基同共	一
(541)	壁类的金基同共	二
(544)	木林合股資銀金基同共	三

上篇 人民币汇率现实问题——争论与探讨

第一章 人民币汇率现实问题	(3)
一、最近人民币升值的外部压力	(3)
二、人民币汇率确定方面的模糊认识	(17)
三、人民币汇率变动历程的评价	(33)
四、实际汇率与名义汇率相关性的理解	(41)
五、人民币未来趋势的不同推断	
——“贬值论”与“升值论”	(46)

第二章 人民币汇率机制变革的实践与探讨…………… (56)

一、港币与人民币流通的实践…………… (56)

二、汇率制度变革的道路…………… (63)

三、人民币升值对经济的影响分析…………… (79)

四、适应内外环境的汇率机制选择…………… (122)

Ack 07/24



下篇 防范外汇风险工具

第三章 国际上常用金融工具	(141)
一、对冲基金.....	(141)
二、金融期货与期权.....	(184)
三、利率互换和货币互换.....	(217)
第四章 共同基金与投资组合管理的新技术	(236)
一、共同基金特征.....	(237)
二、共同基金的类型.....	(241)
三、共同基金投资组合技术.....	(244)
附录 汇率相关的基础理论	(258)
一、现代证券组合理论.....	(258)
二、汇率制度选择的“经济论”.....	(286)
三、当代有代表性的三种汇率理论.....	(290)
四、开放型经济体系的汇率方程与汇率决定因素.....	(292)
五、决定人民币均衡汇率的理论及实证分析.....	(295)
参考文献	(305)
后 记	(306)

上篇

人民币汇率现实问题
——争论与探讨



第一章 人民币汇率现实问题

一、最近人民币升值的外部压力

1995—2002 年, 美国对外保持了强势美元政策, 美元经过贸易比重加权的名义有效汇率升值 27%, 剔除价格因素影响后的实际有效汇率升值 34%。强势美元政策虽然促进了同时期美国的经济增长, 但也给美国经济带来了巨大的负面影响。根据美国国际经济研究所 Bergsten 的观点, 美元升值 1 个百分点会带来 100 亿美元的经常项目逆差, 持续的美元升值最终造成了每年超过 5000 亿美元的经常项目逆差 (相当于美国全年 GDP 的 5%)。过去五年中, 有四年的经常项目赤字/GDP 比率每年上升接近 1 个百分点。经常项目赤字的不断积累使得美国目前的净国际投资头寸达到了 3 万亿美元, 而且每年以 20% 的速度增长。为了对经常项目赤字和资本出口融资, 美国每年需要引进 1 万亿美元。美国可持续的净国际投资头寸/GDP 比率为 30%—35%, 如果超过这一警戒线, 巨额贸易逆差随时可能给美国经济带来雪崩。在这一形势下, 强势美元政策势必需要调整。

在巨额贸易赤字的压力下, 布什政府实际上已经放弃了前任的强势美元政策。2002 年以来, 美元开始贬值。截至 2003 年 6 月, 经过贸易比重加权的美元累计贬值 10%—20%, 但是, 这尚不足以将美元调整到可维持的经常项目赤字水平。美国国际经



济研究所认为美元的贸易加权汇率还需要再贬值 10%—15%，才能够将“经常项目赤字”/GDP 比率调整到可持续的水平上。然而，如何才能促成美元的持续贬值呢？

根据美联储采用的贸易加权美元指数，对美元币值影响程度最大的美国贸易伙伴国货币依次为加拿大元、欧元、日元、墨西哥比索和人民币。加拿大和美国唇齿相依，墨西哥既是美国的近邻，又是稳定拉美金融局势的关键。因此，未来汇率走势集中体现在美元、欧元、日元和人民币的博弈上。在 2002—2003 年初的美元贬值过程中，美元相对欧元贬值幅度很大，但是对日元贬值幅度很小。当前欧元对美元可能已经高估了欧元，出于欧洲的贸易保护主义压力和双边政治关系的考虑，欧元继续升值几乎不可能。在美元贬值过程当中，日本官方一直阻挠日元升值，过去一段时期内日本政府动用 330 亿美元干预外汇市场以阻碍日元升值，这至少减少日元升值 4%。美国政府一再向日本政府施加压力，反对它干预外汇市场，但是，日本经济已经焦头烂额，出口部门成为日本惟一有竞争力的部门，因此日本非常担心日元升值对出口带来不利影响。

近年来，中国经济逆风飞扬，出口势头非常迅猛，外资源源不断地流入，外汇储备一再创出新高。在这种背景下，美国和日本均出现了要求人民币升值的言论。日本宣称中国向外输出通货紧缩，美国则要求中国实行更加灵活的汇率制度，其真实动机都是希望中国承担世界经济调整的沉重成本。由于美国经济迟迟难以强劲复苏，强势美元政策不得不调整，而美国又不愿意单方面承担美元贬值的代价，所以势必要求主要贸易国的货币升值。欧元在前一轮已经完成了升值，日元和人民币升值成为下一步贯彻美元贬值的目标。在中国日益崛起的制造业竞争压力下，日本政府担心单方面升值会让已经竞争白热化的出口产业雪上加霜。但



是，如果日本货币当局继续干预外汇市场阻碍日元升值，势必会遭到美国反对。于是，美国和日本都把矛头指向人民币。

1. 祸起日本 美国跟风

2002 年末以来，日本官方及公众媒体又提出一种“中国威胁论”的新说法，指责中国“输出通货紧缩”，要求人民币升值。2002 年 12 月 4 日，日本副财务大臣黑田东彦在英国的《金融时报》上发表文章，称“中国应承担起将人民币升值的责任”。2003 年 1 月 28 日，日本《读卖新闻》发表文章，指责中国在一定程度上加剧了日本国内的通货紧缩。2 月 22 日，日本财务大臣盐川正十郎在 OECD7 国集团会议上向其他 6 国提交议案，要求通过一项与 1985 年针对日元的《广场协议》类似的文件逼迫人民币升值。3 月 2 日，《日本经济新闻》发表文章称“中国向亚洲国家输出了通货紧缩”。3 月 6 日，日本国会参议员山本一太发表言论，提出中国应将人民币升值，以减轻因输出通货紧缩而对日本和全世界经济的影响。

2003 年 5 月，在 G8 财长会议上，美国财长斯诺首次提出人民币升值的问题；进入 6 月，他更多次在公开场合“敦促”中国政府改变人民币汇率制度，并一再要求人民币升值。6 月 19 日，“健全美元联盟”（Coalition for a sound Dollar）在美国开会，讨论是否提请美国政府动用“301 条款”来迫使人民币升值；欧盟委员会上个月发布的最新报告显示，欧盟 15 国决定，于 2003 年 10 月率先上调中国在“普遍优惠制”（GSP）下享有的出口商品优惠关税，即由目前的 3.5% 提高到 5%，而 2004 年上半年，将正式取消给予中国的“普惠制”。

“普惠制”是发达国家给予发展中国家出口制成品和半制成品（包括某些初级产品）的一种普遍的、非歧视的、非互惠的关



税优惠制度。目前，全球有 28 个国家给予中国“普惠制”待遇，其中，欧盟 15 国超过总数量的一半。

而美国并不是国际上对人民币施压的惟一力量，但是最重要的力量。在过去 16 个月里，美元对欧元的汇率已经下跌了 30%，而中国因为延续着 1994 年以来的钉住美元政策（1：8.28），人民币相对欧元、日元等主要货币贬值，客观上导致了这个世界工厂的出口相比更有价格优势。所以，毫不奇怪的是，在这场多角博弈游戏中，人民币成为众矢之的。

对此，中国国内专家指出，从日本财长盐川正十郎早些时候针对中国的汇率政策四处游说以来，发达国家逼迫人民币升值的行动已经进入“实质性阶段”。今后一年，可能有更多的国家通过关税或非关税贸易壁垒向中国施压，人民币将承受有史以来最大的升值压力。美国朝野合作，可能引发“羊群效应”。

“健全美元联盟”是一个由 80 多个美国贸易协会组成，代表着美国最大的制造业和农业贸易团体的利益，成员包括美国制造业协会、钢铁制造商协会、美国纺织制造者协会、美国航空业协会等。

其中，美国制造业协会是“健全美元联盟”的龙头，它是美国最大的工商业团体，由 1.4 万个成员组成，包括 1 万家中小企业和 350 家协会，代表着美国林业、汽车、航天及纺织等产业。该协会的宗旨是支持美国财政部“放弃强势美元，改用健全美元”。“健全美元联盟”称，中国经济近几年来一直以每年 8% 的速度增长，而美国的经济增长率不到 3%，欧盟和其他一些国家则更低。该联盟称中国政府“在外汇市场上大量买入美元，人为地维持人民币低汇率”，这种做法再不制止，“将对全球贸易伙伴造成极大打击”。

该联盟提出通过“301 条款”促使人民币升值，主要因为美



国出口商无法忍耐美国持续的贸易逆差所致。美元贬值本应有助于美国制造商在全球贸易竞争中获得更大的市场份额，并减缓美国贸易逆差的增长。但是，由于中国采取有管理的浮动汇率制度，基本固定了美元与人民币的比价关系，以至形成了美元与人民币“同升同贬”的态势。根据美国贸易代表处的数据显示，2002年美国贸易逆差达到了4000多亿美元。中国已经连续三年成为美国最大逆差国。

2004年是美国的“大选年”，布什政府为了获得制造业团体众多选票的支持，加之其一贯的“鹰派政策”，如果“健全美元联盟”做出决定，要求政府动用“301条款”对付中国，有可能会得到美国政府的响应。一旦美国动用了“301条款”对人民币汇率施压，将会是国际贸易领域一个十分不好的开端——以汇率制度为借口进行贸易保护主义。同时，还可能引发“羊群效应”，使日本、欧盟以及东南亚一些国家一拥而上，采取类似措施对人民币汇率制度施加影响，逼迫人民币升值。

虽然有众多专家学者支持人民币汇率保持稳定，保持现有制度的舆论呼声始终高涨，但升值的压力始终没有减轻。2003年9月4日美国财长斯诺访华，进一步阐述灵活的汇率制度将对中国乃至世界有益。

10月，美国参议院建议通过对原产自中国的产品征收27.5%的关税。同月在泰国曼谷APEC政府首脑非正式会议上，美国总统布什再次强调人民币升值的必要。与此同时，我国为减小升值的外部压力，宣布降低出口退税额，平均降低4个百分点。

11月，中国商务代表团赴美采购波音飞机及通用飞机发动机共价值约60亿美元。但布什总统随后签署法案对来自中国的三种纺织品实施进口配额制度——每年进口增长不得超过



7.5%，此举迅速引起了中方强烈不满，美国驻华大使被两度召见，原定的第二个赴美采购团被取消——由人民币汇率引发的贸易战一触即发！

2. 细化外部压力——从日本谈起

与其说“人民币该升值”是在考虑了对日本经济的实际效果后而提出的，不如将其理解为是日本经济政策走投无路下的产物更为妥当。日本甚至想借人民币升值的“利空”阻止本国企业到中国来投资，但因为在市场经济国家，政府干预不了企业的行动，所以他们就要求人民币升值。他们认为，这样就可以提高中国产品的价格，加大资本投入的成本，使他们在国内达不到的目的，通过对人民币施加压力来达到。这是“中国威胁论”的一种翻版。

日本政界和经济界认为，在日元贬值行不通的情况下，至少让人民币对日元升值，同样可以收到日本经济复苏的预期效果。事实会如此吗？人民币升值并不一定会有助于日本经济的恢复。首先，由于中国的出口主要集中在劳动密集型产品，因此在国际市场上，与日本的技术密集型产品没有多大的竞争关系。人民币升值导致日本出口增加的幅度不会很大。

反过来说，受人民币升值的影响，中国的经济增长将会放缓，那么日本对华出口也将会受到影响。综合这两个因素，人民币升值将不会扩张而更可能抑制对日本产品的需求。从供给方面看，人民币升值所导致的进口价格的上升，对从中国进口零部件的日本企业来说，意味着成本增加而导致生产规模的缩小。这样，我们可以得出结论，人民币升值并不一定不会对日本经济复苏产生积极影响。



3. “中国输出通缩论”难以成立

最近一段时间,“中国输出通缩论”在国外颇为盛行。持这种观点的一些人认为,美日等国家之所以通货紧缩,重要原因之一就是与中国有着较紧密的外贸关系并处于逆差地位,而中国由于产品成本低廉,许多产品生产能力严重过剩,因此低价向国外大量销售其商品,结果对输入国的商品价格产生打压效果,从而引起美日等国的物价不断走低。由这种逻辑推论,只有中国的人民币采取升值行动,通过提高中国产品出口价格来提高美、日等国的物价,他们才能走出通货紧缩。

这种论调显然很荒谬。中国的出口总额在世界出口总量中所占比例很低,不具备影响世界市场价格的能力。2002年,中国出口商品的价值只有3255.7亿美元,约占全世界的5%。中国出口到美国的商品价值不到美国进口商品价值的10%,出口到日本的商品价值约占日本进口商品价值的16%,只占日本GDP的1.6%。出口到欧盟的商品价值约占其进口的7%。如此低的比例,并不具备影响美、日、欧价格水平的能力。况且中国出口商品的55%以上是由外商投资企业生产的,是来料加工性质,获利最大的是外商投资企业和外国进口商,中国经济的一些部门如农业、汽车制造业、服务业等商品(服务)的价格竞争力远低于发达国家,甚至落后于一些发展中国家。

日本经济在上世纪50年代和60年代初期的发展,得益于日元的大规模贬值,靠着日元的贬值渡过了工业化过程的初中期。其后在国际压力下才有日元的升值。中国目前仍处于工业化初中期,与日元升值期所处的发展阶段有质的差别,显然,此时要求人民币升值是没有道理的。

如果细致的分析——一般情况下,影响汇率的因素,包括外



汇的供求关系、不同币种的利差、市场对该国经济发展及该种货币购买力的预期、以及进出口的平衡关系等。但日本不是在谈这些短期因素，而是在谈“广场协议”。而“广场协议”是基于对日本产业的发展水平和结构状况而诞生的。

人民币的产业基础，到了需要“广场协议”来胁迫升值的程度了吗？为了提醒日本朝野对自己历史的健忘，有必要对日元升值过程的产业基础作一个回顾。

日元的升值过程可以分为三个阶段。第一阶段是1971年2月从1美元兑360日元升值为306日元（固定汇率），第二阶段为1973年2月到1985年9月逐步升值为1美元兑240日元—250日元（浮动汇率），第三阶段为1985年“广场协议”迄今，日元升值为1美元对90日元—140日元。

战后，日本的产业发展、经济振兴以及“国际贸易立国”是怎样实现的？是在长达20余年的锁定日元低汇率的背景下实现的。1949年，为控制持续不断的通货膨胀、改革当时存在的多重汇率，日本在美国占领当局的帮助下制定了“道奇计划”和“经济安定九原则”，将美元与日元的汇率锁定为1:360。正是这个固定汇率的实施，使日本产业获得了重返国际市场的机会。以此为开端，日本国民经济的外贸依存度从1946年至1950年的12.3%迅速提高为1956年至1960年的23.4%。进入60年代后，日本的出口产业更是迅速发展，出口贸易急剧增长。60年代前期日本出口指数的年均增长率为17.9%，后期为15.1%，几乎为同期世界贸易增长速度的两倍。日元的这个低币值的固定汇率一直实行到1973年2月。在这期间，日本经济实现了高速增长。在1951年至1955年、1956年至1960年、1961年至1965年和1966年至1970年4个时间段内，日本的国民经济增长速度分别达到8.2%、8.7%、9.7%和12.2%。