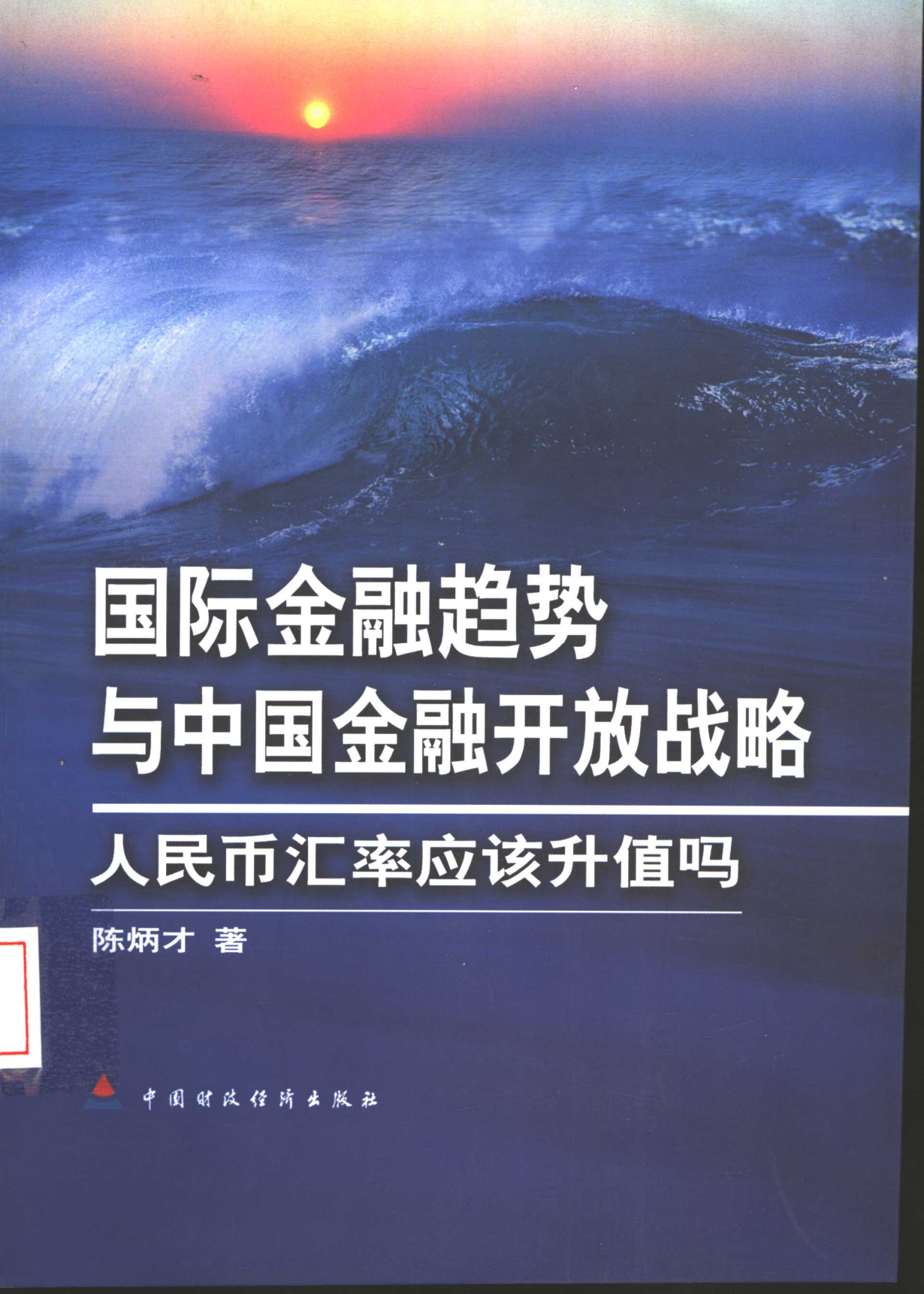




国际金融趋势 与中国金融开放战略

人民币汇率应该升值吗

陈炳才 著



中国财政经济出版社

国际金融趋势与中国金融开放战略

——人民币汇率应该升值吗？

陈炳才 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融趋势与中国金融开放战略：人民币汇率应该升值吗？/陈炳才
著. —北京：中国财政经济出版社，2004.6

ISBN 7-5005-7248-4

I. 国… II. 陈… III. ①国际金融—经济发展趋势—研究②金融—经
济发展战略—研究—中国 IV. F83

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 038944 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@cec.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

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 25 印张 330 000 字

2004 年 6 月第 1 版 2004 年 6 月北京第 1 次印刷

印数：1—3 500 定价：42.00 元

ISBN 7-5005-7248-4/F·6341

(图书出现印装问题，本社负责调换)

代 前 言

刘福垣

不同的人，不同的利益群体，不同世界观、人生观、价值观的利益群体和个人，包括专家和学者对经济学和金融学会有不同的认识论和解决问题的方法论。让一个大学教授来写一本金融学与让一个具有丰富实践经验的国家总理来写，其观点和方法肯定是大不一样的。一个具有自身金融利益的人与没有自身金融利益的人来写金融学，也会有迥然不同的观念。从国家角度考虑的金融学和从利益集团角度考虑的金融学同样会有区别。因此，说没有“中国的经济学和金融学”是不符合实际的。中国是一个发展中国家，也是最大的发展中国家，中国要参与经济和金融的全球化，如果它与主宰国际金融秩序的发达国家是一样的金融观点和理论，那不是幼稚，就是缺乏经验，必然会没有自己的利益。以这样的态度去参与金融全球化必然会失败。

本书作者从国际、国内大局和战略角度出发观察金融现象，研究金融问题，很多思考具有创新意义。比如，对于汇率问题（本书第七章），作者从国际货币与非国际货币，虚拟经济与物质经济、发达国家与发展中国家差异入手，得出结论：“今天的汇率，不仅仅是不同国家货币之间的兑换比率，还应该清楚，它首先是国际货币与非国际货币之间的兑换比率，是国际货币、非国际货币与国际轴心货币之间的兑换比率，而且，非国际货币和国际货币基本是围绕轴心货币兑换

或确定汇率。非轴心货币之间的兑换比率现在基本是围绕轴心货币运转的。”作者由此提出：“国际货币与非国际货币国家的货币自由兑换和汇率风险是不同的”，提醒人们在货币兑换中要清楚“谁兑换谁”，指出非国际货币、人民币是不能自由兑换国际货币的，而国际货币兑换人民币、兑换非国际货币却是自由的。因此，对于非国际货币来说，金融是有界限的，不是没有国界。由于本币不是国际货币，因此，支付和清偿能力是有限的，这也是外汇管制的重要原因，也是国际货币国家与非国际货币国家在应对金融危机中的能力差异的主要因素。作者陈炳才能达到这样一种认识高度，说明他对金融问题的理解已经上升到悟性阶段。金融是经济体内的“血液”，不同经济体和经济体发展的不同阶段，体内“血液”的成分和流淌的速度是不同的。正因为陈炳才深刻地感悟到这种不同，在几年前就提出了：一个大国要同潮流保持距离的警世箴言。他的哲学修养使他能准确把握金融在特定时空转换中的位置。我曾经说过，陈炳才是少数真正懂得金融本质的人之一。他的金融答卷可能还达不到满分，但他的分不是丢在“金融”两个字上；而相当多的所谓金融学家，可能所有问题都答对了，恰恰是“金融”两个字写错了。因为陈炳才懂得金融一体化的“体”是什么；他深刻地了解金融这个热血沸腾的沸点出现的条件不仅仅是温度，还有气压。全球金融一体化是全球经济一体化的产物，处于不同发展阶段的国家金融发展深化的程度是不同的。同样一张人民币，在国民经济不同发展阶段上反映的经济关系是不同的。

时代在发展，情况在变化，固守历史的理论教条只会在现实中碰壁，使国家和民族遭受利益损失和金融危机的灾难。我们不可能也不应该要求前人为我们今天所遇到的矛盾和问题准备好现成的答案和解决方法，但也不能把前人的理论当作金科玉律而不知变通。历史在变化，时代在前进，理论也需要与时俱进。我们不能要求经济学家和金融学家都是本领域的先知先哲，但是，也不应该总是对现实判断错误，以教条的理论和认识来分析判断现实和形势。本书作者分析现实

问题注重对新现象不断观察和总结，并进行理论变通，这很有创意。比如，对于利率与股市的关系，通常认为提高利率，资金走向银行，股票价格和指数会大幅度下跌；而降低利率，资金会涌向股市。但是，美国 2000 年以来并没有出现这种情况。作者认为，资本市场已经发展和积累了自己的力量，可以抗衡和化解利率政策的作用，甚至可以相互把握预期，因此而使得利率对股市的作用不明显。作者甚至提出了两种假说，利率与股市一是葫芦效应，两者关系相反；另外一种是水 and 面的关系，其中，有加法，有减法（参阅第二章）。

理论本身来自实践，过去的理论是对过去实践的总结，有些可能适合今天的实践需要，但更多的可能是不适合，需要当代人结合当代实践来完善和发展已有的理论，使之不断丰富和发展。其实，谈丰富和发展哪里那么容易！没有对现实社会现象的不断观察和总结、提炼，很多时候必然陷入过去理论的争执和解释，而不可能创新。因此，即使对现实问题进行研究，也需要不断跟踪，不断观察和总结，需要专和深，然后才能广。只有这样，才能有见地、逐渐准确把握实际。我很高兴地看到，作者在金融领域的问题研究，都是长期不断跟踪的结果（比如汇率问题，美国金融问题，人民币汇率和股市发展战略等），因此，也就必然具有自己独到的见解。其实，实干家们也有自己的认识、理论和创新，理论家没有解决和总结到的理论，他们做了，只是没有说出来、没有总结出来。理论研究和干实际工作一样，需要盯着一个方向钻研下去，这样才会有创新。

经济学和金融学的研究有两种方法，一种是规范的方法；一种是实证的方法。但这两种方法并不足以完全解决经济和金融生活中的问题，也不能完全满足现实生活的需要。比如，预测的准确性问题，这两种方法就无法解决；对经济和金融危机问题，它也无法有很好的答案。但是，在这本书中，无论是研究国际金融问题还是中国自身的金融问题，我看到了另外一些方法，那就是对经济和金融现象、规律不断进行观察和总结，这样，对形势分析和预测可以更准确，这也可以

称之为“现象学”或“征兆学”。对现实问题和矛盾的分析，需要书本知识和已有的理论，更需要从实践中重新认识和总结，这样，才能把握事物发展的趋势。本书作者对金融现实问题的分析，尤其是金融形势的判断，也都有非常规的视角，对决策具有很多参考价值。比如，对于人民币汇率问题，作者始终认为人民币不应该贬值，而应该升值，但升值不能过急，幅度也不能大。要吸收日本的教训，升值要慢性化、长期化，而且幅度要小；对于国内创业版的出台，作者认为需要前提条件，提出中国资本市场的发展不应该再继续走“摸着石头过河”，“先发展、再治理”的老路，提醒“不要急于铺摊子”，最后管不了，管不好；对于证券市场的发展，作者认为在中国还是一个“奢侈品”，而在发达国家是经济、金融发展的支柱，提出要把“奢侈品”转化为公益品，并告诫，中国资本市场学不了美国，要注意中国与美国的差异；而对国有股减持和全流通，作者认为其道路和价格、汇率双轨制度类似，是股票双轨制，时间过程和社会的发展会解决这个问题。这些观点读来都很新颖。

经济学家凯恩斯说，世界上有三件事情让男人发狂，一是战争，二是女人，三是金融。金融让人发狂当然是因为它的巨大利益诱惑。但是，我在本书中看到了清醒和理智。

我不是专门研究金融的，但我感觉：很多人研究金融，虽卓有成效，但不能判给他满分。为什么？因为缺乏对实际的把握，缺乏创新，缺乏大国气魄，不符合中国经济、金融发展和崛起的趋势需要，也没有考虑中国作为最大发展中国家的金融与发达国家的金融其区别所在。但是，展现在我们面前的这本专著，有些与众不同，作者提出，对中国的金融开放要有自己的战略，要注意大国本身就是潮流。

总之，该书值得一读。

（作者为国家发展和改革委员会宏观经济研究院副院长）

内 容 提 要

20 世纪 90 年代以来，虚拟经济膨胀和金融危机并存。虚拟经济的膨胀表现为衍生品金融工具和交易的规模远远超过物质经济的规模，并脱离物质经济的运转规律，形成了自身的发展规律。经济危机也因此从过去的生产过剩、财政赤字、通货膨胀逐渐转化为金融危机和与金融危机连接的货币危机。

一般来说，金融危机在发达国家基本能够很快过去，或来得很漫长，经过危机的不断洗礼，发达国家的金融不断强大和发展。新兴金融市场国家的虚拟经济或金融虽然也有很大发展，但遭遇危机以后往往元气大伤，恢复的时间比较长，而且没有强大起来的迹象。这其中的原因在于，国际金融是由大国控制和摆布的，小国和新兴金融市场实际是这些大国金融较量的战场或转移危机、寻找新的增长点的试验地，犹如美国对小国的战争，实际也是在试验新武器，提高其打击精确度，验证其可靠性。金融市场的危机也具有这样的特征，每次危机都提高了大国的控制能力。

国际金融危机的外部原因之一在于布雷顿森林体系破灭以后，美元取代了黄金，成为事实上的世界货币。美元因此牢牢控制了国际金融市场，以致国际社会对美元产生依赖。金融危机也表现为不能支付美元或没有足够的美元的危机，而在黄金作为世界货币的时代，纸币的地位是平等的，各国都拿黄金来作为最后的支付手段。这也是目前国际货币体系存在的缺陷。正因为如此，欧洲诞生了欧元，其他地区

也试图出现区域货币或建立自己的资金市场，防止资金流向美国或发达国家。而强大的美元对此一直是戒备甚至予以打击，因此而出现汇率的波动和危机。

应该说 20 世纪末爆发的国际金融危机和欧元的诞生成为 21 世纪初的世界经济和金融的一个转折点，也是美国的转折点。国际资本的流动也因此出现了一些新的动向。

欧元诞生以后是否能够与美元抗衡呢？短期内还不可能，这是一个长期的竞争过程，而且美元金融一直试图打击威胁其地位的其他国际货币。因此，尽管 2003 年 3 月 20 日开始的美国对伊拉克战争，战前和战争过程中欧元一直处于升值状态，但长期看来，战后欧元要长期取得这种货币升值的稳定地位很困难，作为多国统一货币的欧元，其政治、经济、军事和文化、外交尤其是金融和财政等政策并不是统一的，需要靠协调来解决，这与政治、经济、军事、金融、外交统一的美国美元无法竞争。日元也不具有与美元抗衡的力量，其他货币要作为国际货币，其过程将很漫长。但随着美元外汇储备增加和美元地位的提高，各国抵御汇率波动的储备增加可以抵御汇率投机和冲击，稳定的汇率或固定汇率制度可能成为政策的一个选择，也成为企业的期望。

谈国际金融趋势不能不谈美国。如果说在 20 世纪 90 年代以前有多个国际金融中心，那么，20 世纪最后的数年，从亚洲金融危机到欧元诞生再到美国股市危机和“9·11”事件的国际反应，则都显示了美国是国际金融中心的中心或核心，这个地位的确立显性化。这是美国作为世界超级大国和世界霸主在冷战瓦解和结束后在金融和经济领域的一个特征，美国经济和金融的繁荣因此走向高潮。

2000 年 3 月以来的美国股市降温以及 2001 年 3 月以后的股市大幅度下跌，再加“9·11”袭击，美国新经济和金融泡沫开始破灭，被认为最安全、最活跃和最能获得利益的美国股市不再有神话，美国经济和金融出现了慢性化和波动化危机。2003 年的新海湾战争并没有

让美国经济和金融再现 20 世纪 90 年代后期的辉煌, 美国金融从此逐渐波动性、相对性地衰弱, 并可能殃及欧洲金融市场。

由于发达国家的金融慢性化危机, 使得中国经济和金融有了崛起的机遇, 中国在未来 10~20 年内有可能成为至少是区域金融大国、金融强国。但是, 中国要成为金融大国、强国, 并不容易, 需要解决很多战略和理论认识上的问题, 否则很难。

目前, 中国已经成为世界第五大贸易国, 成为世界直接投资的最佳地之一, 也是 2002 年吸收国际直接投资最多的国家, 外界舆论也认为中国正在成为制造业大国或世界加工厂。

改革开放 20 多年来, 与东欧、前苏联以及其他社会主义国家比较, 与东南亚四小龙比较, 中国综合竞争力大大提高。加入 WTO 以后, 日本等一些发达国家也感受到中国的影响。中国的市场巨大, 在世界上是独一无二的; 发展潜力巨大, 也是目前国际仅有的。国际社会也看好中国, 中国的崛起已经成为一个国际话题。但中国经济和金融崛起离不开资本市场的发展和开放。然而, 资本市场的发展和开放也充满了风险和危机。人们看到, 20 世纪 80 年代国际投机资本看好日本资本市场, 蜂拥而去, 结果 10 年不到便出现了泡沫, 1990 年就出现了股市和不动产的价格危机。之后, 国际资本看好东南亚, 大量资本转移到东南亚。1997 年亚洲又出现了货币危机, 投机资本因此转移到美国, 2000 年尤其是 2001 年以后, 美国股市也出现了危机。现在, 世界就看好和等待中国, 国际资本也期待进入中国。但中国资本市场的繁荣能够持续几年? 如果按照日本和东南亚的经验, 10 年不到就要出现危机了。这不能不警惕。

要解决好这个问题, 除了对资本市场的发展要有战略考虑外, 还要处理好资本市场的开放战略和放松、取消资本管制的战略 (资本项目可兑换), 要解决好发展和成长过程的汇率水平和汇率机制以及本币的国际化 and 离岸业务, 这是发生国际金融投机和冲击的途径, 同时, 要有足够的外汇储备——美元, 以应对国际投机的冲击, 妥善处

理好人民币的国际化。

当然，更重要的是很多理论问题需要去重新认识，否则，完全按照发达国家的理论去发展，必然是被其支配和控制的，因此，要创新自己的金融理论和行为。

这里要解决的理论认识是：金融自由化理论需要重新认识，金融全球化和资本流动没有国界也要重新认识。比如，人民币及其支票能够到世界各地用吗？不能，金融是有国界的，只有国际货币可以（目前主要是美元、欧元等）。汇率要区分国际货币与非国际货币国家的差别、物质经济为主和金融经济为主的差别。我国是物质经济为主，因此，要有自己的理论和主见。

只有解决好这些问题，中国的资本市场发展和金融崛起走渐进的稳步化的国际化过程，在未来的15~20年才能可持续性崛起。不要被股市的短期利益迷惑而过度加快发展，资本市场主要是进行制度建设和企业结构治理，解决矛盾，而不是推动股市价格和指数上涨，避免危机就是使自己强大。

目 录

第一章 21 世纪初期的国际金融趋势与短期资本流动特征	… (1)
第一节 欧洲货币崛起与国际金融制度演变战略	
前瞻	… (2)
第二节 欧元在国际货币体系中的地位	… (10)
第三节 美元、欧元、日元的地位及其汇率趋势	… (14)
第四节 美元强势地位与欧元、日元弱势地位的原	
因及趋势	… (28)
第五节 未来汇率趋势和汇率制度演变	… (43)
第六节 21 世纪值得关注的国际金融三大趋势	… (48)
第七节 亚洲金融危机后国际游资、短期资本流动	
的新特征	… (62)
附 录 如何认识黄金的价值和地位	… (75)
第二章 美国经济和金融处于慢性化、波动化的衰落和危	
机中	… (87)
第一节 如何看日元走强与美元走弱：兼谈美国股	
市降温	… (87)
第二节 美国股市是否会崩盘？	… (92)
第三节 如何认识美国新经济	… (97)
第四节 NASDAQ 的风险与美国股市繁荣的结束	… (103)
第五节 总统选举与美国股市	… (109)

第六节	美国经济衰退慢性化·····	(113)
第七节	“9·11”恐怖袭击事件对美国和世界经济和金融的影响·····	(117)
第三章	中国金融发展和开放的战略·····	(130)
第一节	中国金融崛起:充满希望,也潜伏着危机·····	(130)
第二节	金融开放要正确把握金融自由化进程·····	(142)
第三节	金融开放要有历史观、谋略观、全球战略观·····	(152)
第四节	把握开放进程,防范金融风险·····	(165)
第五节	金融开放的国际谋略:建立国际金融新秩序,保障金融体系安全·····	(172)
第六节	若干金融理论认识问题·····	(181)
第四章	中国股市发展要解决的问题·····	(188)
第一节	中国股市的走势:历史回顾·····	(188)
第二节	正视股市存在问题,调整资本市场发展思路·····	(193)
第三节	政府在股市功能、创业板出台与股市未来中的作用·····	(207)
第四节	股市下跌、创业板时机及股市治假·····	(218)
第五节	股市波动承受力与股市发展的政策·····	(229)
第六节	中国股市走向:前景展望和政策建议·····	(237)
第五章	人民币资本项目可兑换与放松资本管制·····	(249)
第一节	货币兑换与汇兑(汇率)的由来·····	(249)
第二节	货币可兑换与人民币资本项目可兑换·····	(256)
第三节	人民币资本项目可汇兑管理的历史和现状·····	(261)
第四节	资本管制的原因与效率衡量·····	(269)
第五节	继续放松资本管制,扩大资本项目可兑换的思路·····	(279)
附录一	日本、美国和欧洲一些国家的资本管制情况·····	(290)
附录二	“入世”以来我国资本项目可兑换情况及未	

来趋势·····	(295)
第六章 人民币的可兑换、国际化与外汇储备·····	(305)
第一节 人民币的可兑换、区域化、国际化的关系·····	(305)
第二节 人民币境外流通与区域化关系·····	(308)
第三节 推进人民币区域化、国际化战略设想·····	(311)
第四节 我国外汇储备与金融风险规避·····	(313)
第七章 人民币汇率问题·····	(325)
第一节 汇率问题：两种货币间的汇率差异·····	(325)
第二节 重新认识汇率的功能·····	(335)
第三节 如何认识亚洲金融危机中的人民币汇率不贬 值与中国竞争力·····	(344)
第四节 人民币汇率决定走向新阶段·····	(352)
第五节 人民币汇率前景若干问题·····	(360)
第六节 人民币汇率如何应对日元贬值和外部升值要 求·····	(370)
第七节 再谈人民币汇率升值问题·····	(376)
后 记·····	(384)

第一章 21 世纪初期的国际金融趋势 与短期资本流动特征

1999 年诞生的欧洲货币，是影响 21 世纪金融趋势的重要力量。

欧元在国际货币发展历史上是一个伟大的创举，它没有通过战争而是通过和平方式实现了不同国家之间的货币统一，而且是自愿统一。欧洲货币崛起的目的是与美元竞争，分享国际金融利益。世界很多国家也在研究欧元对各自汇率政策的影响，甚至考虑调整自己的储备货币和挂钩货币。但是，欧洲货币对国际货币体系的影响如何，是否值得对本国储备乃至汇率政策或挂钩货币进行调整，都需要认真对待。否则，产生的利益损失会很大。本章从分析欧洲货币崛起对国际金融体系演变的影响入手，研讨欧洲货币地位，进而展开对美元、欧元、日元三大货币地位和汇率关系以及国际汇率制度和趋势的分析，最后提醒人们关注国际金融的三大特征，关注国际短期资本流动的新动向。

第一节 欧洲货币崛起与国际金融 制度演变战略前瞻

一、欧洲货币崛起的目的和竞争的对象

(一) 欧洲人和美国人一样，对国际金融的作用和意义有充分的了解

欧洲对国际金融制度的了解和熟悉，要早于美国；对统一国际货币的意义，也比美国更清楚。在古希腊的城邦各国之间，就存在过城邦之间的货币兑换与统一。雅典帝国时期，也曾经强制使用统一的货币，并以此来获得财富和利益。英国、法国等欧洲国家都曾经通过战争、殖民地来统一货币从中获得好处，因此，他们深深明白货币（金融）自由（化）兑换的重要性和深远意义。

统一的国际货币从来都是战争的产物。二次世界大战后，英国仍然想建立、保持和扩张自己的金融体制和地位，但战后英国没有强大的实力，因而失去了支配国际金融制度的机会。凯恩斯与怀特之争，实际是经济实力和军事实力之争。

战后所建立的美元与黄金挂钩的国际金融制度和体制，美国并没有获得什么真正的利益，这是特殊历史环境的产物，但也为以后美国获取利益奠定了基础。1971年8月15日美元与黄金脱离，美元因此成为世界货币，美国通过发行纸币获得了很多的利益，并以此为手段来无偿攫取国际财富，欧洲对此是非常清楚的，但是冷战的需要和条件使得欧洲没有能力摆脱美国政治、经济、金融的控制和影响。冷战结束以后，国际政治、经济、军事格局的变化，为欧洲的独立和强大提供了基础，国际经济多极化趋势以及美元金融的膨胀，尤其是衍生

品经济的发展和金融自由化的发展,使得欧洲再次认识到这是在趋向建立统一的美元金融国际制度,欧洲因此加快了摆脱美元金融统治与支配的统一行动。

虽然统一国际货币制度是依靠战争来实现的,但是今天的金融自由化,是以金融和经济实力来统一国际货币或进行统一国际货币的竞争,这实际是经济、金融的战争。欧洲当然不会放弃这样的机会,这是欧洲货币崛起的真正背景。

欧洲统一货币的目的在于获得国际经济利益乃至国家军事、政治利益,获得对军事、政治、经济具有支配乃至决定作用的金融支配权,因为当今的国际经济很大程度是金融经济,金融对经济和国家的种种实力具有决定性作用。因此,今天的金融自由化虽然带来利益(微观),但绝对不是什么对大家都有利益的事情(比如宏观)。如果我们能够明白货币尤其是纸币的意义以及其所存在的分配国际财富的功能,就应该清楚国际纸币功能可能异化为一种掠夺别国财富乃至支配别国的手段。同时,从历史的演变来看,纸币(在今天包括电子货币)既然可以把皇宫内部或政府的财政危机转化为让每个个人承担的通货膨胀,那么,国际金融自由化后的国际货币,同样可以把发生在国内的税收、财政危机(发行国际货币国家)转嫁到外国。在本国资金过剩、衍生品过剩的时候,也可以转移到外部去发展,这实际就是在国外发行本国货币来发展经济(投资),或掠夺别国财富来抑制本国资本过剩造成的国内通货膨胀、资产价值膨胀(这就是衍生品交易的自由化)。因此,主要资本、衍生品经济大国,都想把自己的货币作为国际货币,以减少本国的风险,保持和提高本国的经济实力。

(二) 欧洲货币的崛起是在与美国竞争国际金融霸主地位

1997年12月13日,经过三年激烈的讨价还价,全球新的金融服务贸易谈判终于降下帷幕。参加谈判的各国都同意开放银行、保险、证券和金融信息市场,世界金融从1999年开始进入新的更加自由化的进程。