

◎ 周 宇 · 著

人民币汇率机制

上海社会科学院出版社



中国 丁 著

人民币汇率机制



F832.63/5

2007

◎ 周 宇 · 著

人民币汇率机制

上海社会科学院出版社



图书在版编目(CIP)数据

人民币汇率机制/周宇著. —上海: 上海社会科学院出版社, 2007. 9

ISBN 978 - 7 - 80745 - 104 - 4

I. 人… II. 周… III. 人民币(元)-汇率-货币制度-研究 IV. F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 151546 号

人民币汇率机制

作 者: 周 宇

责任编辑: 杨 国

封面设计: 闵 敏

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海淮海中路 622 弄 7 号 电话 63875741 邮编 200020

<http://www.sassp.com> E-mail: sassp@sass.org.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 上海宝山杨中印刷厂

开 本: 890×1240 毫米 1/32 开

印 张: 9.375

插 页: 2

字 数: 240 千字

版 次: 2007 年 9 月第 1 版 2007 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 80745 - 104 - 4/F · 018

定价: 28.00 元

版权所有 翻印必究

序 一

十年来,在无数国内外大事中,人民币汇率变动也许是最受国人关注的重大事件之一。从共和国总理到寻常百姓,从大众传媒到内部研讨,从书斋里的经济理论工作者到市场中的经济管理人员,从关注国内经济发展的教授到致力于国际问题研究的专家,人民币升值已经成为无人不谈的话题。

这是中国将近 30 年对外开放融入经济全球化的表现。回想上世纪 80 年代初,当中国刚刚起步改革开放之时,无论对国家还是对个人来说,外汇几乎如同黄金一样珍贵。十年前,当东南亚金融危机来临之时,是否贬值成为人民币汇率的一个主题,坚持不贬值最终成为中国受到世界普遍赞扬的国家战略。然而,仅仅数年之后,贬值压力竟迅速转变为升值压力。20 多年,特别是近 10 年在外汇供给和人民币汇率问题上所反映出来的变化,是中国国家经济实力和国际经济地位的一个缩影。当改革开放即将迎来 30 周年纪念之时,人民币升值成为理论研究与政策探索的最新主题,不免使人感慨万千。

当今的中国,正处于一个自身经济发展与国际经济环境发生显著互动的时代。经济的高速增长和综合国力的迅速提升正在改变着中国的对外金融环境,而国际金融环境的变化又推动着人民币汇率形成机制和对外金融开放内容的变化。

21 世纪初期,中国经济的崛起开始成为世界关注的话题。中国经济崛起在对外经济领域引起的重要变化之一是中国贸易收支顺差的快速增长,正因为如此,2005 年,全球对中国经济问题的关注焦点从经济增长速度转移到了中国贸易收支顺差和中外贸易摩擦问题

上。但“中国话题”并未到此结束。我国贸易收支顺差的膨胀引起资本净输出的快速增加,后者又引起我国对国际金融市场投资的快速增长,2006年,我国已经成为全球最大的资本净输出国和第二大对外债权大国。这一变化意味着中国在实体经济方面的崛起正在引起中国在金融领域的崛起,正因为如此,2006年和2007年,中国在国际金融市场地位和影响力的上升开始引起全球的瞩目。

伴随着以上巨变,我国对外金融政策也正在经历着一场史无前例的变化。以人民币升值压力的出现为背景,2005年我国开始实施扩大汇率制度弹性的改革,由此放弃了长期维持的固定钉住汇率制度。2006年以后,我国开始加速对外投资的开放,资本项目开放的重点开始从鼓励资本流入转移到鼓励资本流出。2008年,我国将正式取消外资企业享受的“超国民待遇”,由此,已经延续了近四分之一世纪的外资优惠政策即将退出历史的舞台。

本书把汇率问题放在以上大背景下,从不同侧面考察了时代和环境变化给人民币汇率机制带来的深远影响。面对众多杂乱无章的现象、事件和变化,面对无数相互对立的观点和看法,面对来自内心深处的疑问和困惑,作者竭尽全力想寻找到人民币汇率及汇率机制变化的逻辑和动力。

作者在本书中提示了以下逻辑关系和思路:

第一,一些“国际因素”和“中国因素”的相互作用促成了经常收支和资本收支顺差的形成。本书在全面分析这些因素的基础上,特别强调了全球国际产业分工格局的变化、以物价为主要内容的宏观经济变动、国内外劳动生产率与工资变化差异以及政府主导外资-出口拉动型发展模式对经常收支和资本收支双顺差的影响。以上因素通过双顺差的增加,引起了人民币升值压力的出现,后者又进一步引起了人民币汇率机制的变化。

第二,起因于经常收支顺差的资本净输出正在使中国从对外债务国转化为对外债权大国。中国作为对外债权大国的崛起加快了中

国融入国际金融市场的速度。以上变化加速了中国对外开放的步伐。在中国成为债权大国的背景下,对外金融管理的重心正在从债务管理转向债权管理,为了提高对外资产的投资收益,政府有必要开放对外投资渠道。而对外开放程度的提高正在成为推动人民币汇率机制改革的动力。

第三,资本净输入国和资本净输出国之间以及对外债务国与对外债权大国之间有着不同的利益关系,而不同的利益关系会对汇率形成机制提出不同的要求。正因为如此,当我国从资本净输入国转化为资本净输出国,从对外债务国转化为对外债权大国之际,人民币汇率机制必然会发生相应的变化。本书向我们展示了这一变化的背景、原因和内容。

在以上内容的讨论中,本书不仅向我们展示了汇率和汇率机制变化的逻辑和动力,而且还向我们展示了我们身处一个怎样的变化时代,展现了在这样一个时代,中国对外金融会发生怎样的变化。

对于同一个主题,不同人的视角却是不同的。作为学者,特别关注的是现象背后的原因;作为思想库——上海社会科学院的功能定位——中的一位研究人员,更多思考的是面向未来的对策。在无数研究和关注人民币汇率的人当中,周宇博士就是这样一位研究者。

通览全书,我感到本书的最大特点是“论”,即始终在围绕着人民币汇率主题下的一个个具体问题进行探讨性论证,不是述而不作,也很少水份。这是一部严肃的学术著作应有的风格,在今天更是难能可贵的。

周宇博士毕业于日本大阪市立大学经济理论专业,专攻国际金融方向。自从来到上海社会科学院世界经济所从事博士后研究起,他就把几乎全部精力投入到了人民币汇率的研究之中。因此,本书是他多年来辛勤耕耘的成果,其中的甘苦他自然比别人更清楚。然而,当我们见到这部著作时,作为同事,我们有理由与他共享兴奋和

喜悦。我是他多篇论文的第一读者,也是他这部著作的第一读者。我们有理由相信,这部对重大现实问题进行战略研究的专著,这部每一个观点都经过精心求证的学术成果,其价值,会像本书的主题一样,随着时间的推移而升值。

· 张幼文

2007年9月于上海社会科学院世界经济研究所

序 二

2000年年末,在经历了10多年的留学生活后,本书作者带着对祖国美好未来的憧憬,从日本留学回国,来到上海社会科学院世界经济研究所开始了国内学术研究生涯。次年2001年,人民币汇率在告别20多年的贬值压力后,迎来了升值压力。此后,人民币汇率问题开始引起全球的广泛关注,人民币汇率政策开始进入一个重要的转折期。作为本所国际金融研究室的骨干研究人员,周宇博士从那时起便全身心投入到了人民币汇率问题研究中。在其后长达7年的研究中,经过不懈的努力,逐步形成了自己独特的研究风格和比较完整的观点。

周宇博士研究的一个重要特点是关注与经济发展相关的重大现实问题,将研究的焦点集中于人民币汇率政策研究。另一重要特点是通过独立思考构建符合自身特长的理论研究模式。基于这一研究方法,近年来,周宇博士在汇率问题研究方面提出了一些引人注目的观点。本书全面收纳了这些观点,以下是其中一部分值得关注的内容:

第一,本书提出了人民币三种升值压力的分类方法。本书认为人民币升值压力可以分为三种升值压力,这三种压力分别为市场升值压力,政治性升值压力和流动性升值压力。在以前的研究中,作者已经提出这一分类方法,本书进一步完善了这一提法。在本书中,作者认为以上三种升值压力有可能分别通过名义汇率升值、报复性贸易关税和通货膨胀三个渠道引起实际汇率升值。通过对以上三个渠道的比较,作者得出了名义汇率升值负面作用较小的结论。这一观点为解释渐进式升值的合理性提供了理论依据。

第二,本书认为金融开放与汇率机制改革具有相互交叉的内容,二者共有的部分为外汇管理体制改革,这是二者彼此影响对方的主要途径之一。由于外汇管理体制改革同属于金融开放和汇率机制改革的内容,因此汇率机制改革会通过外汇管理体制的变动引起金融开放内容的变化。作者试图利用这一理论模型解释近年来为什么我国汇率机制改革会引起金融开放内容的调整。“三元悖论”理论认为金融开放制约汇率机制选择,但在我国却出现了相反的情况。本书构建的研究模型可以在一定程度上解释我国的现实情况。

第三,在人民币汇率与劳动生产率的关系问题上,本书提出一些有趣的新观点。作者认为,在非充分就业状况下,中国劳动生产率的快速上升通常会引起名义汇率的升值,但后者并不意味着实际汇率一定会升值,这是因为中国相对价格的下降有可能抵消名义汇率升值对实际汇率的影响。因此该论点否定了现阶段我国已经出现“巴拉萨-萨缪尔森效应”的结论。另一方面,作者又认为今后我国经济环境的变化有可能会引起“巴拉萨-萨缪尔森效应”的出现。

第四,本书非常详细地分析了工资与劳动生产率的变化差异对汇率变动的影响。自从人民币升值压力出现以来,直觉告诉人们工资与劳动生产率是影响这一升值压力变化的重要因素,但很少有人深究这一问题。本书作者通过构建一个简单的理论模型,详细分析了劳动生产率和工资变化影响汇率的具体途径,并得出了劳动生产率上升速度快于工资上升速度是人民币升值压力出现的主要原因。依据这一结论,缓解人民币升值压力的重要途径之一是加速工资的上升速度。

第五,本书认为中国对外金融结构的变化正在引起人民币汇率机制和金融开放政策的变化。在经济高速增长的带动下,中国产业结构的升级引起了对外金融结构的升级。对外金融结构的升级具体表现为我国已经从资本净输入国转为资本净输出国,从对外债务国转为对外债权国。这一变化意味着我国的汇率形成机制和金融开放

政策必须服从于我国作为资本净输出国和对外债权国的利益需要,以上利益关系的变化是促使我国政府改革汇率形成机制和调整对外金融开放策略的基本动力之一。

以上只是作者的一部分观点。在本书的阅读过程中,我们可以跟随作者的思路,从不同视角观察各种经济因素对人民币汇率和汇率形成机制的影响。书中的有些观点不一定无懈可击,但作者刨根问底的推理方式却一定能赋予读者思辨的机会。

作为周宇博士的同事,对于他在人民币汇率研究中取得成果感到十分高兴。在本书付梓时应邀写下如是简评,亦为序。

徐明棋

2007年9月于上海社会科学院世界经济研究所

目 录

序一	1
序二	1
第一章(总论) 21 世纪的序幕——人民币升值压力	1
一、人民币升值压力的形成和影响	2
二、助长人民币升值压力的国际因素	6
三、引发人民币升值压力的国内因素	17
四、升值压力影响汇率机制改革的途径	34
五、人民币汇率形成机制改革的动力和框架	47
第二章 升值背景:人民币升值压力生成机制	51
一、2001 年:人民币汇率的一个重要转折点	51
二、高速增长会助长人民币升值压力吗?	54
三、外汇市场供求对人民币汇率的影响	56
四、利差与物价对人民币汇率的影响	59
五、多种复合因素酝酿人民币升值压力	66
第三章 升值动力:劳动生产率和工资变化差异	73
一、“巴拉萨-萨缪尔森效应”与人民币	74
二、有关“巴拉萨-萨缪尔森效应”的争论	89
三、劳动生产率和工资变化的影响	104
第四章 升值诱因:外资一出口拉动型发展模式	118
一、从东亚模式到中国模式	118
二、外资一出口拉动型模式的比较	123
三、外资一出口拉动型模式的成因	137

四、外资—出口拉动型模式与中国优势	145
五、中国经济发展模式与汇率形成机制改革	150
第五章 金融开放与汇率机制的交点	165
一、基于现实的思考	166
二、金融开放与外汇管理体制改革	170
三、汇率形成机制的两大构成：外汇管理体制与汇率制度	172
四、金融开放与汇率形成机制改革	181
第六章 中国作为债权大国的金融开放策略调整	184
一、金融开放策略调整的背景	184
二、“储蓄过剩”与经常项目开放策略的调整	188
三、“资本过剩”与资本项目开放策略的调整	193
第七章 通往开放：外汇管理体制改革	208
一、外汇管理体制改革的背景	208
二、外汇管理体制改革的内容	211
三、外汇管理体制改革对国际收支结构的影响	228
第八章 新世纪的汇率制度改革	235
一、汇率制度改革的背景	235
二、汇率制度改革的内容	240
三、对汇率制度改革效果的评估	244
四、渐进式人民币升值的理由	250
第九章 人民币汇率和汇率制度前景展望	255
一、影响人民币汇率前景的经济因素	255
二、影响汇率制度改革的经济因素	261
三、汇率制度改革的前景	263
参考书目	269
后记	285

第一章(总论) 21 世纪的序幕—— 人民币升值压力

进入 21 世纪后,中国对外经济面临的一个重要挑战是:人民币汇率开始面临强劲的升值压力。在这一背景下,人民币汇率形成机制改革和汇率变动趋势以及人民币升值影响已经成为全球瞩目的重要经济问题^①。在不同的国家、在经济发展的不同时期以及在不同的经济环境下,主导汇率形成机制改革和汇率变化的经济因素会有所不同。比如,20 世纪 80 年代,在拉美一些国家,高通货膨胀率是左右汇率形成机制改革的主导因素。另外,20 世纪 90 年代初期,在一些新型市场国家,大量资本流入和由此引发的过剩流动性供给成为其扩大汇率制度弹性的原因。那么当前,影响我国汇率形成机制改革和人民币汇率走势的主导因素是什么呢?毫无疑问,这一主导因素是人民币升值压力。人民币升值压力正在通过对人民币汇率变化趋势的影响,左右着中国经济发展的未来,正是基于这一事实,进入 21 世纪后,“人民币升值压力”这一概念已经成为中国经济问题研究的核心概念之一。

从中国改革开放开始到 20 世纪末期为止,在近四分之一的世纪里,人民币汇率基本上都面临着巨大的贬值压力。然而,进入 21 世纪后,这一状况开始发生根本性变化,人民币升值压力的出现构成了

^① 进入 21 世纪后,人民币升值压力最早出现在 2001 年,同年 9 月 6 日,《日本经济新闻》刊登《盼望人民币汇率升值——中国威胁论的兴起》,介绍了这方面的情况。

新世纪的开场白。在旧世纪与新世纪的转折点上,人民币从弱势货币突变为强势货币,强大的人民币升值压力构成了中国经济崛起过程中的一道别致的风景。面对这一变化,我们有必要认真思考以下问题:

人民币升值压力为什么会出现 21 世纪之初,而没有出现在其他时期? 在中国经济崛起的过程中,人民币升值压力的出现是必然趋势还是偶然现象? 人民币升值压力源于何处,是什么因素诱发和助长了人民币升值压力? 人民币升值压力包括哪些形式,各种升值压力之间存在着怎样的联系? 人民币升值压力会对汇率形成机制改革和汇率走势产生怎样的影响? 被升值压力推动的人民币升值趋势会如何制约中国经济发展的未来? 如果过快的人民币升值有害于中国经济的发展,那么中国政府是否有可能通过缓解人民币升值压力来减缓人民币升值速度? 中国政府能够在多大程度上控制人民币升值进程?

本研究尽可能从多种不同视角展开对以上问题的讨论。在全面进行系统分析之前,首先,本章提出本研究的总体思路 and 主要逻辑关系。

一、人民币升值压力的形成和影响

历史在 2001 年拉开了新千年的序幕,一个非常偶然的巧合是,2001 年也是人民币升值压力诞生的元年。此后,在短短的几年里,人民币汇率已经成为家喻户晓的概念,不仅如此,人民币汇率问题还引起了全球的广泛关注。2001 年以来,人民币升值压力的出现给中国和世界带来了许多预想不到的变化,这些变化正在从不同方面影响和改变着我们的生活。

人民币升值压力的影响在我们的生活中随处可见,它已经成为我们生活中的一个组成部分。在日常生活和经济活动的方方面面,我们随时都可以感受到人民币升值压力给我们带来的各种变化。与

这一变化相关的一个非常有趣的现象是,随着人民币升值压力的出现,外汇交易黑市已不复存在,那些曾经从事非法外汇交易的“黄牛”,作为一个特殊的职业,已经退出了历史的舞台。其次,从与我们生活的关联来看,人民币升值压力正在通过流动性供给的增加和人民币升值预期的上升,推动着物价、房价和股价的上涨,在这一意义上,人民币升值压力影响着成千上万人的生计和财富的变化。此外,在汇率形成机制方面,人民币升值压力不仅促使中国政府加快了汇率制度改革步伐,而且还最终引起了人民币升值趋势的形成。最后,从国际关系来看,人民币升值压力的出现已经成为诱发贸易摩擦的火种。自从外汇市场出现人民币升值压力以来,发达国家政府以这一压力为借口,频繁对我国政府施压,要求中国政府扩大汇率制度弹性和加速人民币升值进程。由此人民币市场升值压力已经转化为来自外部的政治性升值压力,这一政治压力构成了我国对外经济发展的重要挑战之一。

面对人民币升值压力给我们生活带来的巨变,面对人民币升值压力给我国经济带来的深远影响,面对人民币升值压力给我国带来的巨大挑战,我们无法回避的一个重要问题是:是什么引发了人民币升值压力?

在为什么中国会出现人民币升值压力这一问题上,一个最简单,而且也最常见的回答是:中国经济的崛起必然会导致人民币升值压力的出现。2001 年以来,当外汇市场出现人民币升值压力时,一些美国、日本和欧洲的经济学家和政治家曾预言中国经济的崛起必然会导致人民币汇率的升值,许多国内学者也认同和主张这一结论。这一认识的形成显然与 20 世纪后期,德国马克和日本日元的升值经历有着密切的联系。这一时期,世界上经济崛起速度最快的国家非德国和日本莫属,而两个经济大国都曾面临强劲的本币升值压力。是否所有经济高速增长的国家都会重演德国和日本的经历?如果我们把视线转向德国和日本以外的国家,我们会发现这一结论未必一

定成立。20 世纪后期,经济发展速度最快的地区非东亚莫属。在东亚地区,多数实现高速经济增长国家的货币都曾长期面临本币贬值压力,这一状况一直到亚洲金融危机平息后才发生变化。从长期的视点来看,在 20 世纪后期的 50 年中,韩国、中国香港、泰国和印尼的货币基本上都面临贬值压力,这些事实都证明了一个简单的道理,即高速经济增长与本币升值压力之间不存在必然的联系。另外,即使一国经济实力的上升有可能引发本币升值压力,但是经济实力本身无法解释为什么升值压力会出现在某个特定时期,而没有出现在其他时期。针对我国的情况来看,我国的经济崛起是一个漫长的历史过程,经济崛起这一因素本身无法解释为什么人民币升值压力会出现在 21 世纪初,而没有出现在 20 世纪 90 年代或出现在 2010 年以后。

既然经济崛起本身无法回答这一问题,那么到底是什么导致了人民币升值压力的产生呢?从市场机制来看,外汇供给大于外汇需求是引发人民币升值压力的主要原因,而经常收支顺差和资本收支顺差又是导致外汇供给大于外汇需求的主要因素。一般来说,经常收支和资本收支项目下的收入形成外汇供给,其支出形成外汇需求,收入大于支出的差额形成经常收支和资本收支这两个项目下的综合收支顺差,而综合收支顺差构成外汇储备的来源。图 1-1 记录了我

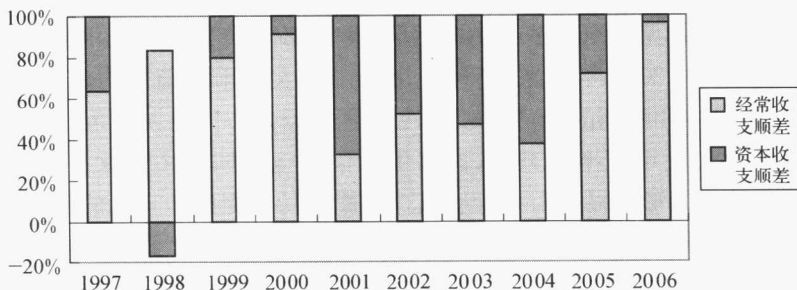


图 1-1 我国外汇储备的来源构成 (%)

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》，2000—2007 年。