

REN MIN BI

REN MIN BI
HUI LV SHI CHANG HUA
HE ZI BEN ZHANG HU KAI FANG

人民币 汇率市场化 和资本账户开放

彭涛◎著

 中国言实出版社



人民币汇率市场化 和 资 本 账 户 开 放

彭 涛◎著



中国言实出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率市场化和资本账户开放 / 彭涛著 . -- 北京 :
中国言实出版社 , 2017.11
ISBN 978-7-5171-2587-7

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 268410 号

责任编辑: 史会美
文字编辑: 郭 辛
封面设计: 淡晓库
责任印制: 佟贵兆

出版发行 中国言实出版社

地 址: 北京市朝阳区北苑路 180 号加利大厦 5 号楼 105 室

邮 编: 100101

编辑部: 北京市海淀区北太平庄路甲 1 号

邮 编: 100088

电 话: 64924853 (总编室) 64924716 (发行部)

网 址: www.zgyscbs.cn

E-mail: zgyscbs@263.net

经 销 新华书店

印 刷 北京京华虎彩印刷有限公司

版 次 2017 年 11 月第 1 版 2017 年 11 月第 1 次印刷

规 格 710 毫米 × 1000 毫米 1/16 12.25 印张

字 数 160 千字

定 价 42.00 元 ISBN 978-7-5171-2587-7

前 言

汇率代表一国货币的对外价值，是开放经济条件下，宏观经济和国际经济分析的核心经济变量，汇率问题一直是国际经济研究的热点。汇率制度的选择，特别是对于中国这样一个开放型经济大国而言，相当重要，具有牵一发而动全身的效应。随着中国经济体制改革、对外开放的深入，人民币汇率制度和政策的不断演变和发展，对人民币汇率的研究也在不断发展。

国际货币基金组织（以下简称 IMF）在最近一期对各国汇率的评估报告中从两个方面对人民币汇率提出了意见：一是在肯定人民币汇率均衡的同时，认为人民币汇率前景存在不确定性。同时认为人民币实际有效汇率与受到基本面和政策支撑的应有水平差距在 10% 左右。二是根据 IMF 模型显示，人民币汇率现状与中国期望的理想状况有很大的差距。IMF 认为人民币汇率前景存在不确定性，是在变



相提醒投资者或各国央行关注人民币的不确定性风险因素。提及人民币汇率现状与期望的理想状况有很大差距，其言外之意是人民币汇率改革与承诺的改革都有很大差距，有督促人民币汇率加快改革之弦外之音。

从人民币汇率制度改革的路径来看，具有典型中国特色——稳定优先，有序调整。1978年以前，汇率只是作为编制计划和会计核算的工具存在。改革开放以后，人民币汇率调整的依据主要是出口商品的平均换汇成本，实际钉住一揽子商品价格指数，使得出口商在出口成本上的损失可以在汇率上得到补偿。1994年汇率并轨以后，开始将外汇供求关系纳入了市场轨道，但直到2005年汇改以前，人民币汇率一直保持稳定，对于促进贸易、引进外资、保持经济增长做出了巨大贡献，也为包括国有企业改革和国有商业银行治理机制的完善在内的各个领域市场化的改革提供一个较大的操作空间和稳定的市场环境。2005年以后，随着中国宏观经济环境发生了变化，汇率市场化程度开始加强，人民币汇率的决定不再仅仅关注贸易和引资，开始倾向于实现外部均衡和货币政策有效性，在2008年金融危机后，外汇管理当局不断稳定推动汇率形成机制的改革和调整，“8·11”汇改实现了汇率中间价定价的市场化，随后的改革不断加强了中间价的基准地位，扩大人民币汇率的弹性。

目前，人民币汇率市场化改革依然任重道远，我们应

该保持道路自信，在稳定优先的前提下，按照“主动性、可控性和渐进性”的原则有序调整，在新时代经济新常态下，保持基本经济面稳定，有序推动金融系统改革，完善人民币汇率形成机制改革。

资本项目开放是金融自由化的重要内容，也是人民币国际化的重要前提。目前，中国进入经济转型关键期，中国的宏观经济状况虽然比较良好能够支持资本账户开放，但是中国的汇率、利率制度以及金融市场的情况还不具备资本账户全面开放的条件。因此，中国应当充分借鉴发达国家和发展中国家的经验，在管控好风险的前提下，以渐进为主，处理好资本项目开放和国内金融改革的关系，根据国内外情势，配套推进相关领域的市场化改革，不断完善资本项目管理的政策和工具，适时加快资本项目可兑换进程。

随着人民币被纳入特别提款权（SDR）货币篮子，以及中国不断扩大与其他国家的货币互换和加快人民币离岸市场发展等重大举措的实施，越来越多的国家会选择人民币作为一种储备资产货币，这在某种程度上有助于促进人民币国际化。人民币国际化不仅仅是我们为之奋斗的目标，也是中国经济发展的必然结果，因此中国有必要在资本项目开放及金融体制机制等方面进行改革，迎接和推动人民币国际化。

2001年入职以来，作者就开始关注和研究人民币汇率



改革，参与了一系列人民币汇率改革有关的课题研究。现在将有关人民币汇率市场化以及人民币资本账户开放相关研究整理成书，希望能为中国汇率市场化改革和人民币国际化改革研究提供一些参考和借鉴。由于水平有限，书中难免存在一些不足之处，恳请各位读者斧正！

彭 涛

2017年11月6日于北京

目 录



第一部分 汇率及相关概念、理论

第 1 章 汇率及汇率决定理论	2
1.1 汇率的相关概念	2
1.2 汇率决定理论	4
1.3 汇率的决定研究综述	10
第 2 章 汇率制度与汇率政策	15
2.1 汇率制度及其分类	15
2.2 汇率制度的选择	20
2.3 汇率政策：结构性调整的政策手段	30



第二部分 人民币汇率市场化

第 3 章 汇率市场化国际经验和启示	36
3.1 日本和联邦德国	36



3.2 波兰、以色列和智利·····	39
3.3 墨西哥和泰国·····	45
3.4 借鉴和意义·····	49
第 4 章 人民币汇率市场化改革历程 ·····	52
4.1 第一阶段：1994 年以前·····	52
4.2 第二阶段：1994 年汇改·····	54
4.3 第三阶段：2005 年汇改·····	58
4.4 第四阶段：2005 年后的汇率制度调整·····	64
第 5 章 当前人民币汇率形成机制 ·····	67
5.1 人民币汇率形成机制的技术层面分析·····	67
5.2 影响人民币汇率形成的经济因素·····	74
5.3 影响人民币汇率形成的制度因素·····	85
第 6 章 深化人民币汇率市场化的意义、目标、原则与建议 ·····	94
6.1 中国汇率市场化改革的重要性·····	94
6.2 汇率市场化改革的意义·····	96
6.3 人民币汇率市场化改革的目标和原则·····	99
6.4 人民币汇率市场化改革的政策建议·····	101



第三部分 人民币资本账户开放

第 7 章 资本账户开放的概念及相关理论	110
7.1 资本账户开放的概念及相关问题	110
7.2 资本账户开放理论	116
7.3 资本账户开放的排序理论	118
第 8 章 资本账户开放效应分析	122
8.1 资本账户开放与经济增长	122
8.2 资本账户开放与宏观经济波动	125
8.3 资本账户开放与外汇储备	127
8.4 资本账户开放与人民币国际化	133
第 9 章 中国资本账户开放的实践	134
9.1 中国资本账户开放的历程	134
9.2 可控配额制的发展	138
9.3 中国资本账户开放成果	142
9.4 当前中国资本账户开放度	151
第 10 章 中国资本账户开放的背景、条件与顺序	157
10.1 中国资本账户开放的背景	157
10.2 中国资本账户开放的现实条件	162



10.3 中国资本账户开放顺序	164
第 11 章 人民币国际化	167
11.1 人民币国际化的收益和风险	167
11.2 人民币国际化的历程和现状	169
11.3 当前人民币国际化面临的机遇与挑战	175
11.4 进一步推进人民币国际化的策略	177
参考文献	179



第一部分

● 汇率及相关概念、理论



第 1 章 汇率及汇率决定理论

1.1 汇率的相关概念

汇率是两种货币之间的价格比率，是将一单位的某一国家的货币换算成另外一个国家的货币的数量。由于不同国家使用的是不同的货币，彼此之间的币值不是统一的，因此当不同的货币进行兑换时，就需要一种价格，这就是汇率。

1.1.1 市场汇率和官方汇率

汇率包括市场汇率和官方汇率。市场汇率是在外汇市场上的汇率，由供求关系所决定，由于外汇市场上的供给和需求处在不断的变化之中，因此市场汇率就会随着供求关系的变化而变动。官方汇率指国家的货币金融管理机构如中央银行或外汇管理当局所公布的汇率。是外汇管制较严格的国家授权其外汇管理当局制定并公布的本国货币与其他各种货币之间的外汇牌价。官方汇率由于具有法定性质，所以又称为法定汇率。

1.1.2 名义汇率和实际汇率

名义汇率和实际汇率是一对相对的概念。名义汇率是指在社会经济生活中被直接公布、使用的表示两国货币之间比价关系的汇率，也就是市场汇率。实际汇率也被称为真实汇率，指剔除两国名义（货币）因素

的汇率水平，即名义汇率经过两国相对物价水平调整后的汇率水平。不同的调整方法对应不同的实际汇率。具体而言，实际汇率可以写作名义汇率与两国相对价格水平的乘积；如果取对数，则又可以写为名义汇率的对数与两国价格水平对数之差的求和。与名义汇率是外汇市场交易中真实存在的价格不同，实际汇率并不出现在任何外汇交易市场，是纯粹虚拟的抽象经济学概念。

还有一个拓展的实际汇率概念，称为实际有效汇率，是指将世界其他所有国家或者主要国家作为一个整体，度量某个国家加权平均的实际汇率水平。

1.1.3 均衡汇率

对均衡汇率最早做较为完整的定义的是美国经济学家纳克斯。纳克斯 1945 年将均衡汇率定义为，在国际收支平衡和充分就业情况下内外部同时均衡时的汇率。

均衡汇率是一个主观的理论概念，经济中确实存在均衡点，但是各类对均衡的研究都是从自身探讨问题的需要出发，来考察均衡汇率的，普遍带有主观性。均衡汇率是一个不可观测的量，需要在一定的假设条件下采用一定的方法进行估算。均衡汇率也不是唯一的，事实上，汇率的动态发展变化呈现出高度的不确定性，汇率的剧烈的不连续变化促使人们怀疑可能存在“多重均衡”。均衡汇率是动态变化的，经济基本面相一致的均衡汇率，无疑都会随着经济形势的发展而变化，实际上，汇率调整何时达到新的均衡点连经济学家自己也不知道。

作为一个主观的、无法观测的、具备多重性和动态变化的经济变量，经济学家发明均衡汇率的概念并研究均衡汇率的目的，在一定程度上可以说是为了给汇率寻找一个基准，以期对当前汇率是否失调，其严重程度如何，从而可以采取相应的措施，以规避汇率风险。同时，均衡汇率也给私人部门和政府预测汇率未来走势，提供了一个判断的参考依据。因此，无论是在固定汇率还是浮动汇率制度下，寻找合适的汇率水平，



都是汇率管理机构和学界人士十分关心的问题。

1.2 汇率决定理论

汇率决定理论是国际金融理论的重要内容之一，主要分析汇率受什么因素决定和影响。汇率决定理论随经济形势和西方经济学理论的发展而发展，为一国货币局制定汇率政策提供理论依据。汇率决定理论主要有铸币平价理论、购买力平价理论、利率平价理论、国际收支说、资产市场说以及均衡汇率理论。实际上，除了金本位制度下的铸币平价理论之外，每种理论都充满争议，而且存在太多假设，鲜能符合各国的实际情况。

1.2.1 铸币平价理论

铸币评价理论最早是 17 世纪的中叶英国人休谟（Hume）提出的。在金币本位制度下，两国货币的比例应使用各自的含金量来换算，它们的含金量之比就是铸币平价。汇率上下波动的界限即为黄金输送点，这就是说，在外汇市场上进行外汇买卖时，汇率必须在铸币平价的一个范围内上下波动。如果货币兑换的比例超过黄金输送点，那么贸易双方就会用黄金来结算他们的贸易；只有货币的兑换保持在黄金输送点这个上下限之内时，本国的货币才会被用来结算该笔国际贸易。在这种汇率机制下，各国货币可以进行自动调节，汇率能够保持比较稳定的状态。

1.2.2 购买力平价理论

购买力平价理论由英国经济学家桑顿（Thornton）于 1802 年提出，并在那以后不断地被充实和发展。该理论假设不考虑国际贸易中的交易费用及外汇管制，国际贸易中各国的贸易条件、生产与消费结构、劳动生产率相同，同种商品和劳务可以完全替代，所有商品的价格的变化幅度是相同的，能够影响汇率的只有价格，货币数量是唯一影响购买力的因素等。该理论认为人们对外汇的需求是需要用它来购买外国商品和服务，本外币之间的相互交换，就是这两个国家购买力之间的交换，因此

汇率就可以表示为本外币所代表的购买力之间的比率。而一国的购买力可表示成该国的物价水平的倒数，由此可知汇率就是两个国家的物价水平之比。购买力平价理论又被具体细化为绝对的和相对的购买力平价理论。其中，绝对购买力平价理论可以简单概括成均衡汇率等于两国的购买力或者物价水平之比。绝对购买力平价理论指出，一国货币的价值是由一单位的货币能够在国内买到的商品或服务的数量所决定的，也就是由货币的购买力所决定，而一国的购买力可以表示成该国的物价水平的倒数。根据这种关系，国内的物价水平上升意味着本币的贬值。相对购买力平价理论将通货膨胀的影响考虑进来，认为汇率的变动主要是由于货币的购买力在不同国家之间的相对变化，汇率水平根据不同国家之间通货膨胀率的差异进行调整。

但国内外大量的理论和实证研究表明，购买力平价理论存在的最大缺陷是它忽略了基本经济要素如劳动生产率、贸易条件等对汇率的影响，同时平价成立的假设较为严格，而这些假设有的在现实经济中几乎难以成立，至少在短期内几乎没有支持其成立的实证研究。国外的众多研究表明，在有些对发达国家之间的汇率进行的购买力平价实证时会得到长期内购买力平价（主要是相对形式）成立的结论，但是在发展中国家或欠发达国家，购买力平价无论是绝对形式还是相对形式都较难成立。

1.2.3 利率平价理论

利率平价理论是由英国经济学家凯恩斯提出的著名的远期汇率决定理论，其思想起源可以追溯到 19 世纪 60 年代。该理论指出，在两个国家的利率不同的情况下，资金将会从利率较低的国家流向利率较高的国家。不同国家之间的远期汇率的变动和这两个国家间的利率差异有关，两个国家之间如果存在利率的差异，就会在国际上产生套利行为，远期汇率的变动只有恰好等于两个国家的利率差时，套利活动才会停止。利率平价理论又被具体细分为非抛补的和抛补的利率平价理论。其中，抛



补的利率平价得出的汇率与利率的关系是，如果国内利率比国外利率要高，那么本国货币会在远期贬值，反之则本币远期升值。本国和外国的利率水平之差就等于汇率的远期升水率（贴水率）。非抛补的利率平价得出的汇率与利率的关系是，如果国内利率比国外利率要高，则市场的预期是本币未来贬值，反之则市场的预期是本币未来升值。也即本国和外国的利率水平之差就等于汇率的预期变动率。

1.2.4 国际收支说

1861年，英国学者葛逊（Goschen）提出了国际借贷说，被学者们认为是国际收支说的早期形式。根据这一理论，国际的借贷是外汇的供给和需求的来源，而外汇的供给和需求关系会决定汇率的水平。换句话说，只有国际流动借贷才会影响外汇的供给和需求，进而影响汇率。当一个国家的流动债权比其流动债务高时，汇率下降，反之汇率上升。葛逊的理论第一次较为系统地从国际收支的角度解释外汇供求的变化，分析了汇率波动的原因。他的理论又称为国际收支说或外汇供求说，这一理论盛行于第一次世界大战前的金本位货币制度时期。

一些学者在国际借贷说的基础上，根据凯恩斯模型理论，指出了影响一国国际收支的主要因素，并分析了这些因素影响汇率的原理，从而形成国际收支学说。该理论假定完全自由浮动的汇率，政府在任何情况下都不干预外汇市场。该理论认为，汇率是外汇市场上的价格，一国通过汇率的变动实现国际收支的平衡，在分别对经常账户和资本账户进行分析后，得出汇率的决定因素分别为本国及外国的收入、物价水平、利率以及对于汇率变动的预期。具体而言，当本国收入上升，进口上升，对外汇的需求上升，本币贬值；当国内的物价水平上升，本国的产品竞争能力就会下降，从而会使经常账户出现恶化，本币贬值；本国利率上升，资本内流，外汇供给增加，本币升值。外国因素变化情况与本国因素情况相反。而当市场上预期汇率将要上升时，资金就会向国外流动，对外汇的需求增加，本币贬值。