

2007 年中国金融与投资发展报告

HUI LÜ YU

ZIBEN SHICHANG

汇率与 资本市场

主 编

周 骏

张中华

朱新蓉



中国金融出版社

CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

2007 年中国金融与投资发展报告

汇率与资本市场

主编 周 骏 张中华 朱新蓉



中国金融出版社

责任编辑：张 铁 贾 真

责任校对：李俊英

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率与资本市场 (Huilü yu Ziben Shichang): 2007 年中国金融与投资发展报告/周骏, 张中华, 朱新蓉主编. —北京: 中国金融出版社, 2008. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4114 - 5

I. 汇… II. ①周…②张…③朱… III. ①人民币 (元) —汇率—研究报告—中国—2007②资本市场—研究报告—中国—2007 IV. F822.1 F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 024938 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 利兴印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 23

字数 425 千

版次 2008 年 5 月第 1 版

印次 2008 年 5 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4114 - 5/F. 3674

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书由新华人寿保险股份有限公司资助出版

目 录

主题篇

绪论 汇率与资本账户:中国资本账户自由化后,人民币会升值还是贬值/1

第一章 汇率、国际资本流动与经济发展/19

- 一、问题的提出/19
- 二、国际资本流动与均衡汇率/23
- 三、我国的双顺差与国际资本流动/30
- 四、外汇管理制度与流动性过剩/37
- 五、汇率与资产价格/40
- 六、汇率与经济发展/46

第二章 均衡汇率与汇率失调/51

- 一、均衡汇率测算模型/51
- 二、人民币均衡汇率的实证分析及其稳健性/54
- 三、汇率失调的影响及其纠正/71
- 四、对汇率制度改革的几点建议和启示/74

第三章 汇率变动与国际直接投资/77

- 一、汇率变动对国际直接投资影响的理论分析/77
- 二、汇率变动对中国外商直接投资影响的实证分析/83
- 三、汇率变动对中国境外直接投资影响的实证分析/98
- 四、主要结论与政策建议/109

第四章 汇率与股票价格关系的理论与实证研究/115

- 一、问题的提出/115
- 二、文献综述/116
- 三、汇率与股票价格关系的理论考察/117
- 四、本币升值对股市影响的国际考察/120
- 五、中国汇率变动与股票价格关系实证研究/123
- 六、研究结论与对策建议/129

第五章 外汇做市商制度与中国外汇市场的发展/133

- 一、问题的提出/133
- 二、研究的视角:外汇市场微观结构理论/134
- 三、外汇市场的微观结构特征/135
- 四、做市商制度及其主要功能/137
- 五、外汇市场的做市商报价模型/140
- 六、做市商制度与人民币汇率形成机制的改进/143
- 七、做市商制度与中国外汇市场的发展/146
- 八、结论与政策建议/148

第六章 人民币汇率形成机制改革探讨/151

- 一、导言/151
- 二、人民币汇率形成机制的演变/153
- 三、当前人民币汇率形成机制的特点/157
- 四、现行人民币汇率形成机制的问题/161
- 五、建议/166

第七章 汇率与宏观经济/168

- 一、名义汇率与宏观经济:理论扫描/168
- 二、实际有效汇率与宏观经济:实证分析/172
- 三、汇率与宏观经济:政策调整/180

第八章 汇率稳定的实现路径与资本市场/182

- 一、汇率稳定及稳定均衡汇率的界定/182
- 二、三元悖论与汇率稳定的重要性/185
- 三、汇率稳定的实现路径:基于资本市场视角的分析/191

- 四、汇率稳定与外汇市场/195
- 五、汇率稳定与股票市场/198
- 六、汇率稳定与债券市场/203
- 七、汇率稳定与国际资本市场/210

第九章 货币政策与汇率政策/215

- 一、理论依据/215
- 二、中国的实践/220
- 三、完善货币政策和汇率政策的协调/232

第十章 资本市场开放与汇率制度改革/239

- 一、相关理论分析/239
- 二、资本市场开放与汇率制度改革的国际经验/245
- 三、我国资本市场开放与汇率制度的现实分析/251
- 四、资本市场逐步开放下人民币
汇率制度改革取向/256

第十一章 汇率弹性化与资本市场风险控制/260

- 一、汇率弹性化对我国资本市场风险管理
带来的挑战/261
- 二、汇率弹性化下上市公司汇率风险控制/265
- 三、国际流动资本风险管理/271
- 四、汇率弹性化下资本市场主体防范汇率
风险的对策/274
- 五、汇率弹性化下资本市场风险的防范机制/278

专题篇

- 一、汇率变动对保险公司的影响研究/287
- 二、国际收支失衡下的外汇储备管理/297
- 三、内外部资本市场的关系：替代、冲突与互补/311

附录 2006 年中国金融与投资发展大事记/318

- 一、货币银行大事记/318
- 二、国际金融大事记/327
- 三、证券市场大事记/336

4 汇率与资本市场

四、保险市场大事记/345

五、投资大事记/352

后记/359

绪 论

汇率与资本账户:中国资本账户自由化后,人民币会升值还是贬值

一、导言

本文提出了这样一个问题:假如中国突然放开资本账户的管制,人民币会升值还是贬值?多数人(但不是所有人)相信人民币会升值。^①罗伯特·蒙代尔(Robert A. Mundell)则不这么认为:

“蒙代尔先生预言,若突然间人民币完全可自由兑换,人民币将会贬值,而不是升值。中国的许多储蓄者会希望将财富的一部分至少以外汇形式保有以追求资产的安全性。他们担心政府某一天会将自由兑换的大门关闭,所以迅速地将人民币加以兑换。上述过程或许会成为一种自我实现机制,但这种情形是不太可能发生的。1947年,在英国,英格兰银行的外汇储备在数周内蒸发了,英国又重新恢复了资本管制。走向完全可自由兑换的过程充满了危险,必须谨慎地逐步推进。”^②

这位诺贝尔奖获得者说对了:中国投资者的投资组合多元化效应会导致大量资本外流。假如中国想维持稳定的汇率,将不得不卖出巨额外汇储备。2007年8月,国家外汇管理局通过了一项规章制度,允许天津市居民不受额度限制地投资海外证券。这些居民只需在中国银行天津分行开办海外投资所需的外汇专户,并指令银行为其在中银国际(中国)有限公司开立相应的证券账户。从2007年7月31日起,某些保险公司作为合格境内机构投资者(QDII)可以投资海外固定收益产

^① 特别是,“国际货币基金组织(IMF)官员强调要更充分地利用现行汇率体制的灵活性,以便允许人民币兑美元的更大波动和人民币的更大升值。”(资料来源:IMF Country Report No. 06/394, Oct., 2006, p. 18)

^② 资料来源:Hugo Restall, “Robert Mundell and the Yuan Riddle”, *The Wall Street Journal*, June, 2007, P. A. 9。

2 汇率与资本市场

品、货币市场基金以及股票之类的权益资产。^① 据估计,届时有约 500 亿美元的保险资金流出中国。根据世界银行的数据,如果把在香港证券交易所上市的公司考虑在内,到 2007 年 8 月 28 日为止,中国股票市场的合并资本总值达到了 47 200 亿美元,超过了日本 47 000 亿美元的总市值。^② 根据这一数据,中国市场资本总值的 20% 将达到 9 440 亿美元。如果我们从总市值中扣除 H 股的市值(16 900 亿美元),剩余总市值的 20% 等于 6 060 亿美元。所以,假如中国要维持一个固定汇率,中国市场总市值 20% 的多元化投资将耗去中国人民银行超过 5 000 亿美元的外汇储备。

然而,问题的另一面是资本流入同样受到限制,外国投资者只能拥有少数权益。在某些行业,如在银行业,单个外国投资者拥有的股份被限定在 20% 以内,而所有外国投资者能够持有的股份总额也不能超过 25%。资本账户的完全开放也意味着资本流入的增加。从 2002 年 11 月开始,合格境外机构投资者(QFII)被允许在中国股票市场上购买 A 股和 B 股。截至 2007 年 4 月底,52 家 QFII 已经成为中国 A 股市场的第二大机构投资者。^③

在 2007 年中美战略经济对话中,中国宣布将把 QFII 的投资限额由现行的 100 亿美元提高到 300 亿美元,并且废除禁止国外股票投资者投资 A 股市场的规章。然而,虽然近几年中国逐步放松了资本流入的管制,但外国个人投资者和机构投资者仍然很难在中国境内自由投资。所以,资本账户的完全开放将会导致大量资本流入中国。

由上述问题可知,完全开放资本账户对汇率和外汇储备的净效应还不是很清楚。假如资本流入大于资本流出,人民币会升值。在相反情形下,人民币就会贬值。在中国现阶段可能出现的情形是,资本流入的限制仍然会继续存在,此时就正如蒙代尔所说的那样,人民币将会贬值。因此,他关于中国资本账户完全可自由兑换应当逐步谨慎推进的建议是相当正确的。

二、投资组合多元化效应

我们用一个投资组合多元化模型来估计中国的资本流出。在最优投资组合模型(Markowitz, 1952; Sharpe, 1964)中,能在给定风险水平上使期望收益最大化的有效投资边界要求投资组合多元化。在开放经济中,这意味着从多元化角度持有部分外国股票将是最优的。假设存在两种风险资产,一种是国内的,一种是国外的,在给定的风险(方差)水平下,处于有效投资边界上的全球资产的最优权重 w_g

① 资料来源:www. circ. gov. cn。

② 资料来源:Geoff Dyer:《中国的股票市场大于日本市场》,载《金融时报》,2007-08-28。

③ 资料来源:www. csrc. gov. cn。

(Connolly: 141, Connolly and Yang: 144)可表示为:

$$w_g = \frac{E(r_g)\sigma_d^2 - E(r_d)\sigma_g\sigma_d\rho_{dg}}{E(r_g)(\sigma_d^2 - \sigma_g\sigma_d\rho_{dg}) + E(r_d)(\sigma_g^2 - \sigma_g\sigma_d\rho_{dg})}$$

$E(r_g)$ 为全球资产组合的期望收益率;

$E(r_d)$ 为国内资产组合的期望收益率;

σ_d 为国内资产组合的方差;

σ_g 为全球资产组合的方差;

ρ_{dg} 为国内和全球风险资产的相关系数。

这个公式对估计的参数相当敏感,我们将中国作为东道国,在表1中所举出的一些数值例子或许有一些借鉴意义。

在表1的例子中,中国投资组合中全球资产的最优权重是18.2%。假定中国股票市场总市值是23 000亿美元,18.2%的权重相当于4 186亿美元。显然,假如中国投资者突然卖掉中国股票市场上价值4 186亿美元的股票,同时在全球市场上购买等值的外国股票,产生的金融效应将是巨大的:首先,上证指数和深证指数会大跌;其次,人民币会贬值,或者中国人民银行将卖出1/3的外汇储备以维持固定汇率。就我们的基准参数而言,最优风险投资组合的方差是12.3%,期望收益率是13.2%(见表2)。

表1

中国	
国内投资的期望收益	0.15
国外投资的期望收益	0.05
中国收益的方差	0.14
外国收益的方差	0.07
两种资产的相关系数	0.6
最优全球资产权重	18.2%
2007年5月中国股票市场总市值	23 000 亿美元
最优全球资产份额	4 186 亿美元

资料来源:www.sinomania.com。

表2

整个组合的期望收益	0.131818	13.2%
最优风险组合的方差	0.122605	12.3%

因此,将部分投资多元化到全球资产可以将中国投资组合的方差从14%减少到12.3%,但同时期望收益从15%下降到13.2%。通常,多元化的投资组合位于

4 汇率与资本市场

有效投资边界上,图 1 对此进行了说明。

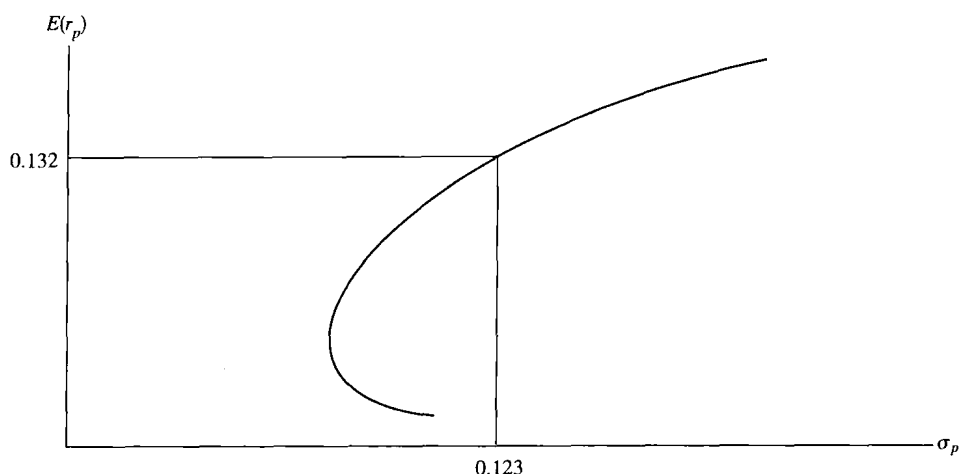


图 1 一个假想的全球资产的中国有效投资组合

根据文献中证券投资的母国偏好理论(Lewis, 1999),中国投资者显然会持有远少于 18% 的全球证券。证券投资的母国偏好可能来自汇率风险,因为国外投资收益的变动取决于市场的变动和汇率的变动。在美元兑换人民币汇率的例子中,变动率接近于 0,所以利率平价导致的汇率偏离在当前还不是值得考虑的问题。母国偏好的另外一种解释是:多元化投资的成本超过了收益。这些成本包括国际税收、信息障碍以及其他在国外进行证券交易的壁垒。在理论上,资本账户的完全开放将会减少这些障碍。最后,实证分析可能存在对母国偏好估计过低的偏差,因为对美国投资者而言,美国存托凭证(ADR)是很好的外国投资替代品。许多总部设在美国的上市公司都拥有在全球范围内多元化投资的收益。无论如何,证券投资的母国偏好都显得十分显著。

上述情形暗示我们:一方面,投资组合多元化效应和资本流出可能没有那么高;另一方面,从最新的数据来看,QDII 用于银行业的投资额度累计只有 8 亿美元到 9 亿美元,而它们获得的总额度为 148 亿美元。^① 由此我们可以得出如下结论:即使资本流出的管制全部放开,投向海外的资本比许多人原先估计的也要低许多。原因可能在于国内繁荣的 A 股市场所带来的高收益,以及人们在进行海外投资时对人民币升值引发的汇率风险的顾虑。实际上,为吸引中国投资者,QDII 产品的收益率至少要达到 10%,而现在大多数产品都做不到这一点。

对资本流入中国放松管制当然会降低中国投资者的投资组合多元化效应。要

① 资料来源: www.cnfol.com。

完全抵消多元化投资的效应,需要新增 4 186 亿美元的外国投资。假如中国突然允许国外股东持有所有国内公司、企业和组织的多数权益,资本流入量会很容易突破 4 186 亿美元。但政策上这种突然的改变不太可能发生。在一段时间内,国家仍然会控制某些战略性部门。

三、近期中国外汇市场自由化的一些措施

国际货币基金组织公布的 2006 年中国第四条磋商报告指出,外汇市场的自由化程度应当是有限的:

“以前,现汇市场的交易通过官方外汇市场,即中国外汇交易系统(CFETS)进行。在实践中,一天当中银行通常通过同业市场达成外汇交易,只有多余的外汇才会在 CFETS 出售,且一天的交易次数限于 1~2 次,以便在有限的汇率波动既定的情况下使交易成本最小化。这样,外汇市场的交易量就比较小。从 2005 年 7 月外汇体制改革以来,中国已经采取了许多措施来深化外汇市场的改革,允许市场力量对汇率发挥潜在的更大的影响力。

(1) 银行间市场参与者的数量(境内及境外)得到增加。

从 2006 年 1 月起,现汇市场的做市商制度付诸实施。15 家银行被指定为现汇市场的做市商,它们可以离开集中的银行间外汇市场(CFETS)平台而在柜台市场(OTC)相互进行交易。这种新的制度允许做市商相互间直接交易,不需交纳 CFETS 征收的高额交易费用,反过来这一举措也产生了更频繁的当日外汇交易。

设定 CFETS 的中央外汇平价的规则也有所改变。在新规则下,人民币兑美元的中央平价(基准汇率)是每天上午(上午 9:15,早于 CFETS 交易开始的时间 9:30)依据做市商报出汇价的加权平均价来设定的。这和先前以 CFETS 平台前一天的收盘价为基准设定基准汇率形成了一种对比。这样一来,由做市商给出的报价来决定的基准汇率在一个交易日的开始就会有改变,但是当日汇率波动仍然被局限于 $\pm 0.3\%$ 的范围内。

(2) 市场结构得到了改善,比如允许远期合约和互换交易的开展。

2006 年 4 月至 5 月,政府也放松了个人支付外国服务的外汇限制、机构投资者对外投资的限制以及中国公司对外直接投资的限制。

这些改革措施尽管对外汇市场的发展非常重要,但是还没有对汇率变动产生重大影响。

自 2006 年 2 月以来,OTC 交易量显著增加,占到总交易量的 90% 以上,并且自当年 3 月以来人民币兑美元的当日汇率波动也增大了。

改革把中国人民银行的地位由市场积极参与者降为做市商的活跃客户。既然到目前为止中国人民银行仍然是最大的客户,那么它仍将继续对汇率产生巨大影响。

6 汇率与资本市场

迄今为止,这些改革的好处在于促使银行更多地参与外汇交易,并对汇率变动加以监控。随着时间的流逝,这能帮助银行为管理外汇资金和汇率风险做好准备,帮助它们适应中国人民银行允许更大汇率波动的这样一种环境。”^①

改革的措施包括允许中国投资者通过其在中国银行的账户在香港证券交易所进行投资的有限解禁。但是,严格说来,这并不构成海外组合投资。

四、结论

我们得出这样一个结论:突然放开对外投资的所有管制,同时维持对资本流入的管制或是以更低的速度放开资本流入的管制,将会导致人民币贬值以及中国股票市场的低迷。这种情形不会发生,因为中国的政策是逐步放松国家外汇管理局对资本流出的管制。在目前的情况下,为了解决巨额官方储备问题,减轻人民币升值的压力,放松资本流出管制的速度比放松资本流入管制的速度要快,对个人购买外汇的限制正在放松,使得个人可以不受数量限制地投资 H 股。同时,战略性对外并购所需的外汇也更容易获得,特别是在石油行业。

为了预测汇率或外汇储备的变动,就必须预测中国政策的变化。我们预言,中国会继续使人民币升值,并将进一步增加其外汇储备,尽管增加的速度会放慢。人民币完全可自由兑换的进程将是逐步和审慎的。我们主要研究的是放开资本流出管制的后果,但值得注意的是,与此同时对资本流入的管制也放开了。

资本账户完全开放对汇率和外汇储备的净效应将取决于两个因素:(1)相对于资本流出,资本流入管制放松的步伐和深度;(2)资本流动对于资本流入管制和资本流出管制同时放松的敏感性。因此,我们认为,假如中国突然放开资本流出的管制,并且让汇率自由浮动,人民币将会贬值。

参考文献

[1] Connolly, Michael, *International Business Finance*, Routledge, New York and London, 2007.

[2] Connolly, Michael and Shenggang Yang, *International Financial Management*, Peking University Press, 2007.

[3] IMF Country Report No. 06/394, October 2006, the People's Republic of China: Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion: “The Exchange Rate Regime”, 15–20.

[4] Lesis, Karen, “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption”, *Journal of Economic Literature*, 1999, XXXVII: 571–608.

^① 资料来源:IMF Country Report No. 06/394, The exchange rate regime, pp. 15–20, Oct., 2006.

[5] Liu, Wei, “Quantitative Relations between Japanese Yen Exchange Rates and Micro – economic Variation”, *International Economics and Trade Research*, January, 2002.

[6] Markowitz, Harry, “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, 1952, 7(1): 77 – 91.

[7] Sharpe, W. F. , “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Risk”, *Journal of Finance*, 1964, 19(3): 425 – 42.

[8] Restall, Hugo, “Robert Mundell and the Yuan Riddle”, *The Wall Street Journal*, June 7, 2007, P. A. 9.

(唐文进)

The Exchange Rate and the Capital Account: If China Liberalizes, Does the YUAN Appreciate or Depreciate?

I. Introduction

This paper raises the question: Were China to suddenly liberalize its capital account, would the YUAN appreciate or depreciate? Most, but not all, believe it would appreciate. ^① Robert A. Mundell thinks not:

“In the unlikely event that the YUAN were suddenly made fully convertible, Mr. Mundell predicts that the value of the currency would *fall*, not rise. Many Chinese savers would want the security of keeping at least some portion of their wealth in foreign currency and would convert quickly, worried that the government might slam the door shut. This might become a self – fulfilling prophecy. In the U. K. in 1947, the Bank of England saw its reserves evaporate in a matter of weeks, and reinstated capital controls. The movement to full convertibility is fraught with danger and must be approached cautiously.”(Source: “Robert Mundell and the YUAN Riddle”, Hugo Restall, *The Wall Street Journal*, June 7, 2007, P. A. 9.)

The Nobel Prize Laureate has a good point: Portfolio diversification by Chinese investors would cause a substantial capital outflow. If the People’s Bank of China maintained a stable exchange rate, this would entail a huge sale of the PBC’s foreign reserves. Recently, the State Administration of Foreign Exchange (SAFE) of China approved a regulation which allowed citizens in the city of Tianjin to invest in oversea securities without any quota restriction. These residents need only open special foreign exchange accounts

^① In particular, “The (IMF) staff stressed the need to utilize more fully the flexibility provided by the current exchange rate system to allow greater movement in the renminbi – dollar rate and a further significant appreciation of the currency in nominal effective terms.” IMF Country Report No. 06/394, Oct. ,2006, p. 18.

for overseas securities investment purposes in the Tianjin branch of the Bank of China, and instruct the bank to open securities accounts in BOC International (China) Limited. From July 31, 2007, some insurance companies classified as Qualified Domestic Institutional Investors (QDII) may invest in overseas fixed income products, money market fund and equities such as stocks.^① It is estimated that about \$ 50 billion of insurance investment funds could flow out of China. By the end of August 28, 2007, if Chinese companies listed in Hong Kong are taken into account, the combined market capitalization of the Chinese stock market approached \$ 4,720 billion, exceeding that of the Japanese market, \$ 4,700 billion according to World Bank figures. (Source: Geoff Dyer, "Chinese stock market bigger than Japan's", *The Financial Times*, August 28, 2007.) According to these data, 20% of the Chinese market capitalization would be \$ 944 billion. If we subtracted the value of H shares (\$ 1,690 billion) from \$ 4,720, 20% of the remainder would amount to \$ 606 billion. Therefore, twenty percent diversification of market capitalization in China would deplete over \$ 500 billion of the foreign reserve holdings of the PRC, should it maintain a fixed exchange rate.

The other side of the coin is not considered, however. Capital inflows have also been restricted, constraining foreign investors to minority ownership. In some sectors, such as banking, single foreign ownership has been restricted to 20%, whereas overall foreign ownership up to 25%. Full liberalization of the capital account would also mean increased capital inflows. Since November 2002, Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) have been permitted to purchase both A shares and B shares in the Chinese stock markets. By the end of April, 2007, 52 QFIIs together had become the second institutional investor in A share market.^②

In the latest China - U. S Strategic Economic Dialogue, 2007, China said it would raise the quota of QFII from current \$ 10 billion to \$ 30 billion, and abolish the decree prohibiting foreign stockholders from investing in the A - share market. However, although restrictions on capital inflows have been eased in the past several years, it is still difficult for foreign individuals and institutions to invest freely in China. A full liberalization of the capital account would also induce a capital inflow into China.

The net impact on the exchange rate and/or foreign reserves is thus unclear. If capital inflows were greater than capital outflows, the YUAN would appreciate. If not, the YUAN would depreciate. In the likely case of the maintenance of restrictions on

① Source: www.circ.gov.cn.

② Source: www.csrc.gov.cn.