

中国外汇市场的 培育与管理


陈小五◎著

上海人民出版社

中国外汇市场的 培育与管理

陈雨露著

上海人民出版社



中国外汇市场的 培育与管理

陈小五◎著

上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国外汇市场的培育与管理/陈小五著.

—上海:上海人民出版社,2006

ISBN 7-208-05892-X

I. 中... II. 陈... III. 外汇市场—研究—中国

IV. F832.52

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 117799 号

责任编辑 顾兆敏

封面装帧 陈楠

中国外汇市场的培育与管理

陈小五 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.cwen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 890×1240 1/32 印张 7 插页 3 字数 162,000

2006 年 1 月第 1 版 2006 年 1 月第 1 次印刷

印数 1-3,250

ISBN 7-208-05892-X/F·1322

定价 15.00 元

序 一

外汇市场是联结国内国际金融市场的基本纽带,是实现货币自由兑换、调节外汇供求关系和形成市场化汇率的重要场所,也是在开放经济条件下进行宏观经济金融政策有效搭配和实施汇率风险管理的主要平台。面对新一轮改革开放的需要,必须加快中国外汇市场的发展步伐。基于当前国内转轨经济的背景,中国外汇市场走的应是一条以政府推动为主、而不是自然演进的发展道路。为此,该书以如何通过合理的政府干预,科学培育与管理中国外汇市场为主线,围绕如何发展中国外汇市场进行专题研究。外汇市场培育问题比较复杂,该书选取了体制因素特别是人民币可兑换因素,以及市场自身因素等两个视角展开论述,认为货币自由兑换和外汇市场自由化是一国金融开放过程中相辅相成的两面,应积极推动制度变迁,逐步解除外汇市场发展的体制约束,拓展市场的发展空间,其中核心问题就是协调推进人民币自由兑换和中国外汇市场培育;同时要充分发挥市场自身因素的作用,特别要积极借助先进的电子信息技术,改造市场的交易结构,缩短与国际外汇市场的差距。随后,该书又分别从外汇市场监管和外汇市场干预的角度,讨论了中国外汇市场管理的主要问题,着重分析了外汇市场

监管的理论依据和实现途径,以及外汇市场干预的理论基础、运行机制和有效性。

该书以在中国外汇市场发展过程中如何合理运用政府职能为视角,比较系统和完整地阐述了中国外汇市场的培育与管理,国内这方面的专门研究尚属少见,因而在研究角度和分析框架上颇有新意。该书就货币自由兑换与外汇市场培育的关联问题的讨论是一种理论创新,所建立的货币自由兑换与外汇市场关联的理论模型有利于把如何协调人民币自由兑换与中国外汇市场培育问题的研究引向深入。该书还比较系统地探讨了外汇市场干预的有效性问题,相对完整地论证了中国外汇市场干预的有效性、内生性和经济成本问题。该书选题切合实际,特色鲜明;论述条理清楚,逻辑严密;理论观点明确,政策建议适用;具有较强的现实意义和理论价值。

然而必须看到,中国外汇市场的培育与管理既是一个复杂的理论问题,也是一个实践性很强的现实问题。尽管该书对此问题的研究进行了一些有益探索,但这仅仅是一个开始。培育中国外汇市场、推动人民币自由兑换和完善人民币汇率形成机制都是当前和今后一段时期内我国金融改革的攻坚战,当这些问题交织在一起时,究竟如何协调配套和共同推进;货币可兑换因素之外的其他体制因素对中国外汇市场培育有哪些具体影响;如何看待中国外汇市场发展与人民银行职能的发挥;中国外汇市场同其他发展中国家和转型经济体的外汇市场发展相比,有何异同,存在哪些一般性规律;等等。这些问题都值得作者进

一步研究。

就在这部著作付梓之际,中国人民银行于2005年7月21日发布了完善人民币汇率形成机制改革的公告,由此中国外汇市场迎来了新的发展时机。希望作者以该书的出版为新的起点,继续在实践中学习,在学习中融入实践。同时也相信该书的出版,有利于把中国外汇市场的理论研究与实践探索推向更高水平;读一读该书,会有一定的启发。

A handwritten signature in black ink, appearing to read '金鑫怡' (Jin Xinyi), with a stylized flourish extending from the bottom right.

2005年7月

序 二

进入新千年以来,人民币汇率问题成为世界经济中的一个热点。具体地说,2000年10月中、美两国财长会议发表了联合声明,人民币将趋于弹性。此后,自2002年下半年以来,美国、日本与欧盟等纷纷要求人民币升值;同时,我国的外汇储备余额也从2000年底的1 656亿美元增加为2005年6月底的7 110亿美元。在这样内外的人民币升值压力下,我国货币当局反复强调人民币汇率的改革不是一个简单的汇率水平调整问题,而是应该改善人民币汇率的形成机制。并在2005年7月21日,中国人民银行将人民币兑美元汇率上调了约2%(从1美元兑8.277元升至8.11元),同时宣布开始实行“以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制”。

新的人民币汇率形成机制诞生后,^①我们可以清楚地看到:人民币汇率的变化将取决于外汇市场的供求变动。从这个视角出发,我国(银行间)外汇市场的培育和发展将成为人民币汇率研

① 1994年1月起实行的是“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”。本人认为,这种汇率形成机制持续了11年半后,于2005年7月21日为新的人民币汇率形成机制所替代。

究的一个核心问题。就国内的研究现状而言,专门研究我国外汇市场的著作实为罕见,为此,本人相信,该书的出版无疑不仅能够为我国的学术发展添砖加瓦,而且为我国的外汇政策研究做出一份贡献。

该书的研究思路和框架非常清晰,主要分析我国外汇市场的培育和管理。在市场培育方面,该书首先讨论人民币可兑换与市场培育的关系(第二章)。对此,本人认为这个视角选得很好,因为没有货币兑换的进展,市场培育就是一句空话。接着,该书又仔细地分析了我国外汇市场的交易结构(第三章),这既是一个技术层面的问题,又是市场培育方面一个实质性内容。

在市场管理方面,该书着重研究了货币当局对外汇市场的实际监管(第四章)与市场干预。监管主要是行政性的,干预则是市场性的,行政手段和市场手段并用,这就是中国特色。可能是考虑到将来的管理以市场手段为主,该书对干预展开了重点讨论,既有其理论分析(第五章),又有实践分析(第六章)。

从研究的方法论看,由于这个问题的特点,作者主要采用的是定性的论述,穿插了一些模型研究;同时,借鉴了外国的经验。

作者长期从事我国外汇管理方面的工作,对外汇市场研究有较多的积累(参见该书附录3)。为此,该书的研究有特色,也有深度。并且,作者写作认真、学风严谨、专业积淀厚实、引用资料翔实,有独到的见解。

当然,总会有一些有待进一步深入探讨的问题,例如在市场培育方面,如何认识我国外汇市场上非居民的参与,以及内外市场之

间的联系;在市场管理方面,如何防范或者能否防范外资冲击等前瞻性课题。

希望作者以该书的出版为新的起点,在今后的工作与研究中,更重视对外汇市场的研究,更深入地思考问题,提出更切合我国实际的政策建议,为我国外汇市场的发展做出更大的贡献。

许少强

2005 年 7 月

于复旦大学经济学院

摘 要

发展外汇市场是推进人民币自由兑换、完善汇率形成机制、提高外汇资源配置效率、增强金融宏观调控效果的重要基础。面对新一轮改革开放的需要,必须加快中国外汇市场建设的步伐。基于国内经济转轨的背景,中国外汇市场走的是一条政府推动型、而不是自然演进型的发展之路,其中的关键问题是,如何通过合理的政府干预,科学培育和管理外汇市场。这是本书研究的重点内容。

从中国外汇市场的现状和发展需要看,外汇市场的培育与管理应从以下几个方面展开:

首先,在外汇市场的培育过程中,政府应积极推动制度变迁,逐步解除外汇市场发展的体制约束,拓展市场的发展空间,其中的核心问题就是协调推进人民币自由兑换和外汇市场建设。货币自由兑换涉及通货兑换的权利、自由兑换的层次、自由兑换的范围、货币兑换的自由程度、货币兑换的价格等基本要素,而外汇市场则由主体、客体、交易工具、组织结构、价格形成机制、外汇市场与其他市场的联系、外汇市场的监管与调控等要素构成,正是这两大类要素之间的相互影响和相互作用,最终促成了货币自由兑换与外

汇市场的密切关联。从这一视角看,要培育中国外汇市场,必须推进外汇管理体制改革的,壮大市场主体,以发展人民币远期外汇交易为突破口,推动交易工具创新。特别是随着人民币今后将成为亚太区的主导货币,应重点发展人民币兑外币市场,以此形成核心竞争力,并跻身于国际外汇市场之列。

其次,在外汇市场的培育过程中,要充分发挥市场因素的作用。特别是在电子信息技术开发和应用方面,中国外汇市场受到的限制相对较少,因而完全可以发挥后发优势,借助先进的电子信息技术,改造市场的交易结构,缩短与国际外汇市场的差距。

第三,在培育外汇市场的同时,应重视外汇市场的监管问题。通过监管,可以弥补市场失灵,防范和化解金融风险;通过市场规则的建立和维护,可以满足外汇市场对制度的需求。总体来看,中国外汇市场监管应逐步以行业自律管理为核心,同时实施必要的外部监管。关于中国外汇衍生品交易市场,国内某种程度上存在监管过度,实际上外汇衍生品风险问题的关键并不在于产品本身,而在于产品是否被合理使用。必要的监管可以确保中国外汇衍生品交易市场功能的有效发挥。

第四,除外汇市场监管外,外汇市场干预是市场管理中的另一个基本组成部分。就理论分析而言,外汇市场干预受到货币和汇率政策等因素的制约。同时,它通过货币/利率渠道、资产组合平衡渠道、信号/预期渠道等对汇率产生影响。一般认为,非冲销比较有效,而对冲销干预的有效性则存在较大争论。相对集中的意

见是,在本国资产与外国资产不完全替代的前提下,资本组合平衡渠道基本有效;即使货币/利率渠道和资产组合平衡渠道无效,冲销干预也可以通过信号/预期渠道影响汇率。从中国外汇市场干预的实践看,自 1994 年央行正式在外汇市场上进行公开市场业务操作以来,外汇市场干预有效地稳定了人民币汇率,效果明显,但为此也付出了很大的经济成本。今后应逐步增强中国外汇市场干预的主动性,实现干预收益与成本的有机匹配。

【关键词】 货币自由兑换、交易结构、外汇市场培育、市场监管、市场干预

Abstract

The development of Foreign Exchange Market in China is of vital importance to propel the reforms on full convertibility of RMB, achieve the completeness of exchange rate mechanism, enhance the efficiency of foreign exchange resource allocation and improve the result of macroeconomic adjustments and controls by the Chinese government. In order to meet the surging demand from new rounds of market reforms and opening to the outside world, it is required to speed up the process of cultivating the domestic Foreign Exchange Market in China. With the economy transformation, the development of China's Foreign Exchange Market should follow the "Government-driven" procedure instead of "natural evolution". The key to market development is how to foster and manage the foreign exchange market through appropriate government intervention.

From the perspective of the present conditions and future requirements, the development of Foreign Exchange Market in China should consider the followings: First of all, the Chinese government should play an active role to stimulate the regulation reforms, remove the policy barriers, and expand the room for

the market development. The major issue is how to coordinate and promote the full convertibility of RMB as well as establish the rule of Foreign Exchange Market in China. In line with achieving the full convertibility of RMB, several key elements also need to be looked after, including currency exchange rights, degree and scope of RMB convertibility degree of freedom in converting the RMB into foreign exchange and the exchange rates, etc. As for the Foreign Exchange Market, the following elements need to be considered, including market participants, trading instrument, market organization structure, pricing mechanism and the interrelationship between foreign exchange market and other element markets, market supervision and control mechanism. It is the interaction among the above elements that leads to the correlation between full convertibility of RMB and Foreign Exchange Market. From this perspective, in order to foster China's Foreign Exchange Market, it requires to promote the reform on foreign exchange regulations and grow the group of market participants, encourage the trading instrument innovation via the initiation of RMB forward trading. Especially, with the RMB exerting the dominating influence among all the currencies in Asia Pacific Region, we should develop the foreign exchange market to enhance the core competitiveness, and thus take an increasingly importance position in the international foreign exchange market.

Secondly, during the procedure of cultivating China's Foreign Exchange Market, the market effect should play an important

role without too much external intervention. Especially in the development and application of information technology, there are relatively less restriction in China. So, with the aid of advanced information technology, we should take full advantage of the existing preferential environment to restructure the marketing trading mechanism which will help reduce the gap between the international foreign exchange market and us.

Thirdly, we should lay emphasis on the supervision in the process of fostering Foreign Exchange Market. Essential supervision could help prevent the market breakdown and mitigate potential risk from the financial market while the establishment of market rule can help regulate the Foreign Exchange Market. In a holistic view, self-disciplinary mechanism should be introduced as the core of market supervision with complementary external supervision. As to China's Foreign Exchange Derivatives Market, excessive supervision is witnessed. However, the risk of devirative products does not lie in the structure of the products, but in the usage of the products. The necessary supervision could assure China's Foreign Currency Derivative Market to play an effective role in the economy.

Fourthly, besides the market supervision, Foreign Exchange Market Intervention also plays a fundamental role in the market management. Theoretically, market intervention is impacted by money, interest rate policy and some other factors. At the same time, it influences the interest rate through the monetary channel, portfolio balance channel, signaling/expectations

channel and etc. Generally speaking non-sterilized intervention is more effective while the effectiveness of sterilized intervention is in doubt. It is widely recognized that under the premise that domestic assets cannot fully substitute foreign assets, the portfolio balance channel is basically effective; even though the monetary channel and the portfolio balance channel are not effective, sterilized intervention also could influence the interest rate via signaling/expectations channel. Retrospectively since the PBOC operate the business openly in the currency market in 1994, market intervention has effectively stabilized the RMB exchange rate but with huge costs. In the future, it needs to proactively implement intervention to achieve a better match between the cost and the benefit.

【Key Words】 monetary convertibility, transaction structure, foreign exchange market cultivation, market supervision, market intervention