

汇率 外汇市场 货币可兑换



国家外汇管理局
政策法规司 国际收支司
国家外汇管理局
福建分局

汇率 外汇市场 货币可兑换

——外汇体制与外汇政策
培训研讨班材料汇编

国家外汇管理局
政策法规司 国际收支司

国家外汇管理局
福建分局

汇率 外汇市场 货币可兑换
——外汇体制与外汇政策培训研讨班材料汇编

*

国家外汇管理局政策法规司、国际收支司 合 编
国家外汇管理局福建分局

*

787 * 1092 毫米 32 开本 26 印张 32 万字
1997 年 2 月第一版 1997 年 2 月福州第一次印刷
ISSN1005—0477 CN11—3072/D

前 言

1994 年以来，我国外汇管理体制发生了重大变革，一个适应社会主义市场经济体制、促进对外经济和整个国民经济发展、进一步与国际惯例接轨的新的外汇管理体制初步形成。但是，在深化外汇体制改革的进程中，尚有一系列深层次问题需要从理论和实践的结合上进行研究，需要广泛借鉴世界各国的成功经验，需要我们继续作出不懈的努力。为此，在国际货币基金组织、联合国开发计划署和中国国际经济技术交流中心的积极支持下，在中国人民银行深圳分行、国家外汇管理局深圳分局的大力配合下，去年 11 月初我们在深圳召开了“’96 外汇体制与外汇政策培训研讨会”。

这次培训研讨会内容广泛，讨论热烈，收获颇丰，国际货币基金组织专家为这次培训研讨会推荐了一批很有参考价值的研究资料。为了更好地配合外汇系统’97 管理年、研究年的工作，拓展思路，深入探索，我们将这次活动的有关材料汇编成册，供研究时参考。编印本书得到国家外汇管理局福建分局周业樑副局长和郑航滨处长及有关同志的大力协助，在此一并致谢。

编 者

一九九七年二月于北京

目 录

前 言

第一部分 研讨会观点综述

第二部分 汇率理论与汇率政策

- 一、实际汇率指标和竞争力：对汇率的监测 …………… (25)
- 二、关于使用汇率指标的告诫 …………… (38)
- 三、汇率与经济基本要素：一种分析框架 …………… (54)
- 四、发展中国家的汇率政策及其运作方式 …………… (89)
- 五、发展中国家汇率政策的选择…………… (126)
- 六、发展中国家的汇率失调…………… (154)

第三部分 汇率政策与货币政策的协调

- 一、人民币汇率制度的改革…………… (177)
- 二、开放经济条件下汇率政策与货币政策的协调…………… (192)
- 三、货币政策与汇率政策的协调：机构和操作…………… (204)
- 四、汇率与利率协调的政策及操作…………… (218)

第四部分 外汇市场的理论与政策操作

- 一、中国外汇市场的发展道路…………… (247)
- 二、建立银行间外汇市场…………… (256)
- 三、建立银行同业外汇市场：制度和操作模式…………… (262)

第五部分 货币可兑换的一般理论和经验

- 一、货币可兑换与基金组织：回顾与展望…………… (305)
- 二、国际资本交易学术文献概览…………… (344)
- 三、回顾资本帐户可兑换方面基金组织的经验和政策
 含义…………… (396)
- 四、关于放松资本流动管理的一些评论…………… (421)
- 五、对外金融自由化的先后顺序…………… (429)

第六部分 货币可兑换的国别经验

- 一、中国实现人民币经常项目可兑换进程和相应的法
 制建设…………… (443)
- 二、韩国的经常项目和资本项目自由化…………… (450)
- 三、经合组织汇兑管制政策…………… (473)
- 四、东盟国家的资本流入情况及其对策…………… (513)
- 五、资本帐户的可兑换性：发展中国家的一个新模型
 …………… (557)
- 六、智利和哥伦比亚的经验…………… (582)

外汇体制与外汇政策培训研讨班 观点综述

国家外汇管理局 程宪平 管涛

1996年11月4—9日，国家外汇管理局与国际货币基金组织（IMF）在深圳联合举办了为期6天的“’96外汇体制与外汇政策培训研讨班”。这是联合国开发计划署（UNDP）援助的“中国外汇体制改革”项目下的第一次活动。这次活动与IMF对国家外汇管理局的汇率技援项目结合，并得到了中国人民银行深圳分行和国家外汇管理局深圳分局的大力协助。中国外汇交易中心、中国人民银行总行、外汇管理分局、部分外汇指定银行和西南财经大学等部门的80余名代表参加了这次培训研讨活动，国家外汇管理局许斌副局长为培训班开幕致辞并做了总结。

6位外国专家和4名中国专家分别在培训研讨班上做了演讲。6位外国专家是：IMF货币与汇兑事务部外汇体制与市场操作处处长Jonhston（约翰斯顿）先生、高级经济学家Sosa（索莎）女士和Laurens（劳伦斯）先生，经济合作与发展组织（OECD）财政金融和企业部主任Poret（波特）先生，智利中央银行国际部总经理Le Fort（福特）先生和韩国中央银行国际部外汇政策处助理经理Chun（丘恩）先生。4名中国专家是：国家外汇管理局许斌副局长和政策法规司陆南屏司长、中国外汇交易中心庞继英副总裁和中国人民银行总行计划资金司公开市场操作室谢多同志。为期6天的培训研讨时

间安排得非常紧凑，内容十分充实。专家授课与课堂讨论相结合，课堂气氛较为活跃，启发了思维，开阔了视野。培训研讨班主要探讨了以下几方面问题：

一、汇率决定理论与汇率政策目标选择

1、汇率决定理论

(1) 实际汇率 (RER) 和均衡的实际汇率 (Equilibrium RER)

Sosa 女士介绍了实际汇率和均衡的实际汇率的有关理论。

实际汇率为可贸易品 (tradable goods, 即国内生产用于出口的商品和消费的进口商品) 和不可贸易品 (nontradable goods, 即国内生产用于国内消费的商品) 的相对价格比 (即实际汇率 = 可贸易品价格 / 不可贸易品价格)。其中, 可贸易品价格 $P = \text{名义汇率 } E \{ a \times (1 + \text{关税 } t) \times \text{进口商品价格 } P_x + (1 - a) \times \text{出口商品价格 } P_e \}$ (a 为进口商品占进出口总额的比重), 不可贸易品价格为 P_n 。假设进出口商品的结构和关税水平不变 (即贸易政策不变), 实际汇率的变化与本国对外竞争力的变化成反比关系: 如果名义汇率升值 (即 E 下降), 则 RER 下降, 实际汇率升值, 可贸易品价格 P 相对不可贸易品 P_n 价格下降, 促使国内资源流向不可贸易品生产部门, 本国对外竞争力下降; 如果国内通货膨胀较高, P_n 上升, 则名义汇率 E 不变时, RER 下降, 实际汇率仍表现为升值, 资源流向不可贸易品生产部门, 本国对外竞争力下降。反之, 如果 E 上升或 P_n 下降引起 RER 上升, 实际汇率贬值, 可贸易品价格相对不可贸易品价格上升, 资源流向可贸易品生产部

门，本国对外竞争力增强。

均衡的实际汇率是指，使外部和内部经济部门同时达到均衡时的可贸易品和不可贸易品的相对价格。内部均衡是指，当前和可预见的将来，不可贸易品市场都能够出清；外部均衡是指，当前和可预见的将来经常项目可以保持平衡，同时伴随着长期的可维持的资本流动。但均衡的实际汇率不是固定不变的，它随内外部基本面因素的变化而变化，外部基本面因素主要包括国际市场价格、国际转移和国际市场实际利率；内部基本面因素包括政策因素（如进口关税和配额政策、出口税收政策、外汇和资本管制政策、其他税收和补贴政策、政府支出政策等）和非政策因素（最重要的是技术进步）。Sosa女士认为，事实上不可能达到，而只能逼近均衡的实际汇率。是否逼近均衡的实际汇率，不仅要看当前的情况，还要看可预见的将来一段时期的情况。尽管均衡的实际汇率只是一个实物经济的变量，但实际汇率是一个可以同时反映实物经济和货币经济的变量，如货币供给和财政赤字。事实上的实际汇率通常偏离均衡汇率水平，或者至少在短期内是偏离均衡汇率水平的。

(2) 购买力平价理论 (PPP) 和名义有效汇率 (NEER) 及实际有效汇率 (REER)

Laurens 先生阐述了购买力平价汇率决定理论和名义有效汇率及实际有效汇率理论。

短期内影响汇率走势的因素有利率套期、外汇投机、货币政策取向和中央银行干预等，而从长期看主要受购买力平价和生产效率等基本面因素变化的影响。购买力平价理论为判断汇率水平是否合适提供了理论基础。该理论认为，在均

衡状态下，作为两种货币间相对价格的汇率须反映这两个贸易伙伴国的商品市场上的相对购买力，其汇率就等于这两个国家间的价格水平的比率，这又称作“绝对购买力平价理论”。与之相对的是“相对购买力平价理论”，该理论认为，两种货币在任何时期汇率百分比的变动，都等于两国间价格变动百分比的差额，价格和汇率的变动在一定程度上维持每种货币在国内和国外购买力的比率。当实际汇率偏离购买力平价时，将导致经常项目失衡。如果汇率是钉住的，则这种钉住的水平就需要逐渐调整，以回复到购买力平价的水平；而如果汇率是浮动的，则这种偏离将在长期得到自动纠正，因为这种偏离引起的经常项目失衡将导致汇率自动逐渐回复到均衡的水平。不过，购买力平价理论面临的主要问题，一是难以选择合适的价格或成本指标，二是难以确定合适的价格或成本变动的基期，三是购买力平价不是决定均衡汇率的唯一变量，还有必要考虑资本流动、价格和利率预期、技术变化和贸易限制等因素的影响。而且，购买力平价理论的运用还有一定的局限性，因为它假设有一个不变的均衡汇率，即假设没有发生结构性的变化引起一国竞争力的变化，但事实上均衡汇率受许多因素的影响，如贸易条件（即一国出口产品价格与其进口产品价格的比价，如该比价下降，则表明该国贸易条件恶化，反之亦然）、可贸易品和不可贸易品的相对价格，以及其他市场参考指标的影响。

名义有效汇率和实际有效汇率理论是在购买力平价汇率决定理论上派生出来的两个汇率监测指标的理论。名义有效汇率是用来衡量一国货币相对一组其他货币汇率变化的加权平均值，该指标的变化称之为“名义升值或贬值”。实际有效

汇率是根据价格变化进行调整后的有效汇率，一国实际有效汇率上升（称之为实际有效升值），意味着本国外部竞争力的下降，反之亦然。如果货币相对外部状况良好的基期水平发生实际有效升值，就可以称为币值“高估”，反之亦然。因此，实际有效汇率是一种工具，用以衡量在国内通胀水平偏离其他贸易伙伴国通胀水平的情况下汇率水平的合理性，用以判断是否需要采取措施，对名义汇率进行持续的、自动的调节，以维持实际汇率接近其均衡汇率水平，否则由于国内高通胀和维持固定的名义汇率，将引起本国对外竞争力的削弱。

Laurens 先生认为，处于转型时期的中国，由于可变因素较多，购买力平价理论不能够解释人民币汇率升值与国内高通胀并存的原因，也不能够解释中国外贸出口在人民币汇率持续升值的情况下仍保持较快增长势头的现象。

（3）汇率失调（exchange rate misalignment）

Sosa 女士认为，一国的实际汇率是否偏离其长期的均衡汇率水平是汇率的一个重要问题，如果汇率处于错误的水平，将导致重大的经济福利损失。实际汇率的一个重要作用还在于评价一国的外部竞争力，如果一国竞争力的改变是由于技术进步、对外贸易条件改变和税收的变化所引起的，则无需进行干预；否则，实际汇率偏离均衡汇率水平，就产生汇率失衡或汇率失调。汇率失调的原因有两种：一种是由于宏观经济政策与官方汇率政策的不匹配引起的宏观上的失调；另一种是由于均衡的实际汇率的决定因素变化，短期内没有反映到实际汇率的变化上引起的结构性失调，这种暂时性的失调可以通过增减外汇储备或使用国际货币基金组织 IMF 组织补偿性融资贷款等加以解决。纠正汇率失调有两种方法，一种是改

变宏观政策组合，另一种是调整汇率。不过，汇率调整只能暂时解决问题，从长远看不能够解决汇率失调的问题。

2、汇率升值问题

Johnston 先生指出，判断名义汇率升值是否表明本币币值高估有三个标准：一是要看汇率基期的定值是否合适，一些国家往往在基期由于信心不足，对币值有所低估，此时汇率升值是对币值低估一定程度上进行的纠正；二是如果名义汇率的升值伴随着本国技术进步和生产效率提高，对本国竞争力并无损害，此时汇率升值也不表现为高估；三是如果国际收支状况是可维持的（可维持是从一个过程来判断，而不是一个点的情况来判断，即从当前和可预见的将来的情况来判断是否可以维持的状况），外国投资者对本国经济充满信心，外国资本不断大量流入，使国内生产力提高，此时汇率升值也不表现为高估。

Laurens 先生在分析人民币汇率升值情况时指出：自 1994 年初人民币官方汇率一次性对外贬值 50% 而与市场汇率并轨以来，名义汇率一直保持了稳中趋升的态势，但升幅不到 5%，而由于同期国内通胀水平较高，却促使实际汇率升值了 30%。在 1996 年以前，从出口一直保持较为强劲的增长势头看，中国通过引进外国投资，加快国内经济结构调整，促进了国内技术进步和生产效率的提高，名义汇率和实际汇率的升值并没有损害中国的对外竞争力。不过进入 1996 年以来，出口出现下降趋势，汇率的持续升值对于中国的对外部门的竞争实力带来了一定的影响。与此同时，国际收支平衡表上未作记录的交易额急剧扩大，反映在 1995 年的“误差与遗漏”项目上升很快，因此难以判断中国隐含的对外部门的

实力。如果该项目表示银行体系建立的暂时的外汇资产积累能力，则隐含的中国对外部门的实力比国际收支平衡表所表现的实力还要强；如果该项目是由于进口低估引起的，则反映了国内需求强劲的趋势。中国需要收集国际收支平衡表上资金流动的可靠数据，以对当前国际收支状况的可维持性及汇率水平作出正确的评价。同时，在中国进行购买力平价分析时，还需要补充其他指标和框架。

Johnston 先生认为人民币汇率应进一步升值：(1) 汇率升值有利于促进进口，弥补国内供给瓶颈约束，促进国内经济恢复平衡，而维持经常项目与资本项目双顺差，用国内储蓄支持国外经济是不经济的；(2) 汇率升值对国际收支不会有大的影响，资本流动不受汇率变动的影 响，资本流入中国主要是继续看好中国经济有前景；(3) 汇率升值还有利于抑制国内通货膨胀，由于中国还是短缺经济，供给不足，因此经常项目政策目标不应定位于盈余，而应是鼓励进口，减少出口，保证国内供给。

3、汇率政策目标的选择

Johnston 先生提出汇率决定的两种模型，即实物决定模型和货币决定模型。他认为，如果一国仅是经常项目可兑换，则实物汇率模型是比较合理的，即汇率主要由商品市场均衡状况决定，而如果实现了货币的完全可兑换，则与利率相关的货币汇率模型要相对合理些，汇率决定还要考虑金融市场的均衡状况。然而，根据中国当前的状况，经济相对封闭，与国际价格体系接轨程度较低，货币市场不发达，国内金融市场与国际市场没有接轨，而且对资本流动实施广泛的限制。因此，用货币模型来解释中国的汇率政策不尽合理，虽然有证

据表明资本流入是出于中国的高利率。对此，中国人民银行总行的谢多先生认为，人民币汇率现阶段虽然主要采取实物决定模型，比较重视外贸出口换汇成本变化在汇率决定中的作用，但随着资本流入的不断增长，也有必要考虑货币因素的影响，逐渐过渡到货币模型的汇率决定。

Sosa 女士还具体介绍了实际汇率目标和名义锚方式的汇率政策目标确定方法。如果选择实际汇率目标，假设经常项目逆差，财政政策不变，同时国内经济保持均衡，达到充分就业，而外汇储备较低，从外部融资能力较差，这时要达到新的外部均衡，只有通过实际汇率贬值来实现，不过这又会造成新的通胀；与贸易政策相联系的是，如果下调关税，名义汇率也会变化，以抵销关税下调的影响；汇率与价格也有关系，如果国内价格发生变化，汇率也将做相应的变化。这就是说，汇率随实际情况变化而变化。如果选择名义锚方式，由于人们盯着价格，价格就变成了内生变量。政府公开承诺支持名义汇率，就要调整其他政策，以履行自己的承诺。私人部门必须对政府有信心，否则这一套系统也会无效。名义锚方法在高通胀的国家，特别是采取固定汇率制度或钉住汇率制度的国家有效，以此表示政府要达到某一目标的决心，以增强人们的信心。不过，Laurens 先生认为，中国目前采取的稳定人民币汇率的做法是有管理的浮动，汇率目标不确定，因此并非名义锚的方法。他还指出，用名义锚方法固定汇率仍会有交易，因为如果汇率出现失调，则可能发生逃汇行为，以逃避外汇管制，或者出现一个偏离较大的平行市场汇率，这预示着中央银行有必要对锚定的汇率水平进行纠正。

4、远期外汇交易问题

国家外汇管理局许斌副局长介绍了人民币汇率制度改革的历史进程及建立人民币汇率监测指标体系的设想，并在回答国内外关心的中国何时推出远期外汇交易的问题时指出：（1）远期外汇交易是一种基本的外汇交易工具，但也有人认为它是一种衍生金融工具，因此当前人们对此在实际操作中有些担心投机风险的控制；（2）目前人民币汇率稳定，有人担心如果推出远期外汇交易，可能会推动人民币汇率进一步升值，或预期贬值；（3）如何对远期外汇交易中的汇率预期进行合理引导，我们还没有经验，要在小面积试点基础上进行总结积累。

二、外汇市场建设与中央银行外汇市场干预

1、规范化的外汇市场

Sosa 女士认为，有效的银行间外汇市场是一个批发市场，包括即期、远期和掉期交易。这个市场一般集中在本币和一种外币间的交易上，通常是美元，银行为了应付客户对第三种货币的需求，应在国际市场上交易。同时，为了使银行能够对汇率风险进行保值，应允许银行在授权的额度内在国内和国际市场进行拆借。一个有效的远期市场需要一个流动的、自由的即期市场和运作良好的本币市场。通过指定的外汇交易商之间的交易形成市场，市场参与者可以发挥造市作用，但造市者的交易不一定与其对客户的交易直接相关。造市过程中，造市者根据客户和自己的预期而进行不断的头寸调整，为外汇市场提供流动性，市场竞争将使造市者的报价趋于一致，差价逐渐缩小。一旦银行间外汇市场建立后，中央银行在汇率定价方面的作用下降，由指定的交易商在价格

制定中起主导作用。不过，发展中的市场可能由于外汇流动性不足，缺乏相互信任，清算系统效率不高，以及通讯和计算机技术不充分，而难以持续提供双向的报价。这时，中央银行的介入是必要的，可以为市场提供流动性，有利于造市。不过中央银行应尽量减少对市场的干预，让市场自由运作，反映外汇供求。

在交易商对客户的零售市场，应允许交易商对其客户自由报价，而没有必要限制买卖差价的范围，中央银行可以通过公布买卖差价的信息，提高市场的透明度和防止非竞争行为的发生。另外，中央银行和交易商同业协会应帮助建立包括交易操作和程序的市场操作规范，该规范是自律管理的形式，应为所有市场参与者所接受。

2、对中国外汇市场的评价

中国外汇交易中心庞继英副总裁介绍了中国外汇交易中心系统(CFETS)的建设情况，中国外汇市场计算机联网、会员制、集中交易、撮合成交及本外币集中清算的基本框架，操作、监管、调控“三权分立”的组织原则，以及统一性、渐进性、可控性及有效性的市场发展特点。

关于中国外汇市场发展面临的问题和改革方向，中外专家基本达成了共识。Sosa女士认为，由于中国实行强制结汇、中国银行在市场上起主导作用，以及中央银行对市场汇价浮动范围控制得过于严格，因此中国目前的银行间外汇市场还不能称之为真正的市场。Sosa女士和庞继英先生一致认为中国外汇市场的改革方向是：增加市场交易主体，增强外汇市场的竞争性；开发新的交易品种，增强外汇资源的流动性；改进交易方式，加强清算风险管理，增加市场信息。另

外，Sosa 女士和 Laurens 先生还建议，中国应允许银行分行入市，取消强制结汇，允许银行在国内外拆借，提高交易中心佣金，鼓励直接交易和场外交易，从而增加外汇市场的流动性和自由度。

3、中央银行在外汇市场发展中的作用

Johnston 先生分析了中央银行在市场上的三个主要作用：一是规范和监管金融市场（包括外汇市场）；二是发展市场，设计外汇市场运作政策；三是干预外汇市场。在制定外汇市场管理规定时，应遵守以下原则：法规透明，规定明晰，减少内部解释的范围，增强可操作性；制度公开，要有渠道对外公布各项规章制度，增加制度的透明度；交易自由，应实行一般许可，个别禁止的否定式的立法原则；管理授权，如真实性的审核就可以由中央银行规定授权给指定交易商，尽量减少行政负担，而采取现场稽核的方式；减少中央银行对外汇市场的干预，提高外汇市场运作的自由度。

Johnston 先生认为，IMF 一般鼓励各国将外汇管理的内容涵盖在中央银行法中，因为外汇政策是一国货币政策的一个组成部分，尽可能不要单独颁布一个外汇法，这可能由于立法程序的复杂，而使外汇管理法规的修订缺乏灵活性。另外，对外汇市场的管理法规应有长远的眼光，不仅要考虑现在的经常项目可兑换，还要考虑将来的资本项目可兑换。外汇管制并不能形成对国际收支的保护，因为逃避外汇管制有多种方式，管理具有相当大的成本，并增加诚实者的负担，影响效率；相反，取消外汇管制后，上述情况得到改善，大部分国家的国际收支状况明显好转。Johnston 先生还指出，在促进外汇市场发展，中央银行一般通过设计外汇市场运作