

RMB

如何在金融全球化过程中充分利用金融全球化所提供的契机，积极稳妥地推进人民币汇率体制改革，确保我国经济、金融安全，避免因汇率制度选择与安排不当给我国经济社会带来消极负面影响，已成为我国经济转型时期所要面对的一个重大现实问题。

RMB
and Exchange Rate System
the Financial Security of China.

王旭●著

人民币汇率制度 与我国金融安全



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

RMB

如何在金融全球化过程中充分利用金融全球化所提供的契机，积极稳妥地推进人民币汇率体制改革，确保我国经济、金融安全，避免因汇率制度选择与安排不当给我国经济社会带来消极负面影响，已成为我国经济转型时期所要面对的一个重大现实问题。

RMB
and Exchange Rate System
the Financial Security of China.

王旭●著

人民币汇率制度 与我国金融安全



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率制度与我国金融安全/王旭著.

北京: 中国经济出版社, 2011. 10

ISBN 978-7-5136-0910-4

I. ①人… II. ①王… III. ①人民币汇率—研究②金融—风险管理—研究—中国
IV. ①F832.63②F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 148092 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京金华印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 14

字 数 211 千字

版 次 2011 年 10 月第 1 版

印 次 2011 年 10 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5136-0910-4/F · 8973

定 价 39.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

前 言

汇率对于现代人而言，是一个十分平常而普通的经济术语，但往往平常的事物背后却有更深的本质值得探寻。如果我们问这样两个问题：第一，什么是汇率？第二，汇率是如何产生的？那么，对这两个问题的回答，则要求我们对汇率的性质和原因进行更深层次的研究。“汇率”的最基本含义是不同货币之间的比价，汇率一词既不是从来就有，也不是一个将永远存在的概念。纵观世界经济史，“货币”是一个有几千年历史的经济名词，而“汇率”这一概念的出现则只能追溯到几百年前。就汇率的本质而言，它只是货币本质属性在现代开放经济条件下的延伸。汇率的出现，最初起因于国际间的贸易，其内涵也随着国家间经济联系的加深而得到丰富。汇率一词从出现的那一刻起，就是一个有关国际经济的概念，因此，“汇率”一词的经济含义也必然随着经济全球化的发展而变化。起初，汇率的含义仅涉及商品贸易范畴，而在经济全球化程度进一步加深，金融自由化和金融创新日新月异的背景下，汇率则已经超越传统的贸易范畴，成为一个涉及世界经济均衡、经济增长、金融安全、经济安全等诸多方面的重要经济变量。

汇率对于任何一个处于开放经济中的国家而言，都是一个最为基本的经济变量，它对经济具有基础性的作用。就我国 GDP 位列世界第二和对外贸易依存度高达 70% 这两个事实而言，人民币汇率就必然成为一个关系国际国内经济均衡的重要变量。自从 2005 年 7 月 21 日，我国对人民币的汇率形成机制进行改革以来，人民币的市场化和区域化乃至国际化的程度有了很大提高，虽然这一改革进程受到 2008 年全球金融危机的影响而有所放缓甚至中断，但是无论从国际还是国内的经济形势来看，积极主动推进人民币汇率制度改革仍然是一项具有战略意义的长期任务。由于我国正处于经济转型的关键时期，有关人民币汇率制度的改革显得更加紧迫和重要。

处于经济转型期的特殊国情也使得人民币汇率制度改革的复杂程度远

远超出单一理论可以解释的范畴，其中一个重要方面就体现在人民币汇率制度对于我国金融安全的影响日趋明显这一点上。这主要体现在以下几方面：第一，中国正处在经济转型时期，在日益融入全球化的过程中，由于我国支撑和应对全球化的市场基础体系和管理体系还不完善，使得经济冲击可以通过不完善的市场体系得以放大和扩散，一个基本的表现形式就是我国日益突出的内部和外部经济的失衡。第二，中国在加深全球化参与程度的同时，也将扩大自身的国际风险暴露程度，增加国际风险向国内传递的可能。我国近 70% 的外贸依存度、不断增加的外汇储备、日益开放的国内金融市场、以及我国金融业对国际金融市场参与度的提高等方面，都有可能成为国际经济冲击传递的风险通道。第三，虚拟经济的发展，以及金融创新的不断深化，也使得我国对外部金融风险的管理难度较以前有大幅提高。与此同时，随着我国的金融市场、资本市场、货币市场和外汇市场的发展和完善，我国经济各变量之间的相互作用机制也更加复杂，风险管理的难度将进一步增加。第四，人民币区域化乃至国际化的程度进一步加深，使人民币的汇率已经超出了原有的国际贸易范畴，日趋成为一个关系国际经济、国际货币体系格局的变量，人民币汇率制度也随之成为受国际政治关系影响的变量。

经过 30 年的改革开放，中国经济的开放程度有了质的飞越。随着中国加入 WTO，金融自由化和对外开放程度日益提高，使得我国在更深更广的程度上参与经济金融全球化，成为其中重要的一部分，并与其他国家产生更为深刻的互动。在这样的国际大背景下，如何在金融全球化过程中充分利用金融全球化提供的契机，积极稳妥地推进人民币汇率体制改革，确保我国经济、金融安全，避免因汇率制度选择与安排不当给我国经济社会带来消极负面影响，已成为我国经济转型时期所要面对的一个重大现实问题。

本书综合了近期有关汇率制度和金融风险研究的国内外成果，以全新的角度，对我国转型时期的汇率制度、开放条件下的金融稳定措施以及汇率制度改革的路径等问题进行深入研究。同时结合经济、金融全球化背景下风险和冲击的传递机制，针对我国转型时期汇率改革的任务要求，从宏观和微观两个层面分析了人民币汇率制度对中国经济产生的影响。全书从理论和实证两个层面探讨我国汇率制度与转型时期金融风险的相互关系和

作用机制，并提出相应的改革措施和对策。

全书共分为七章。第一章是导论部分。第二章研究汇率相关理论的发展以及国际货币体系的演变过程，并对汇率制度与经济变迁的一般规律进行了评述。第三章重点分析金融全球化对汇率稳定和金融安全的影响。第四章回顾了人民币汇率制度改革的过程，并对现阶段人民币汇率制度与金融安全的关系进行了计量分析。第五章研究汇率制度与宏观金融安全的关系，分别从汇率制度与宏观经济政策冲突、汇率制度与金融危机、汇率制度与国际政策博弈、汇率制度与外汇储备安全和汇率利率联动与金融安全几个角度分析了人民币汇率对宏观金融安全的影响。第六章从微观角度研究汇率制度与微观金融安全的关系，重点分析了汇率制度对金融开放的制约作用、汇率制度对金融企业风险变化的影响以及汇率制度与企业融资风险的关系。第七章主要结合本书的分析结论，对人民币汇率改革提出了相关建议。

王旭

2011.5

作者简介

王旭 男，1976年生，经济学博士，现任教于云南大学经济学院，从事金融学、经济学的研究及教学，主要研究方向为开放经济理论及货币金融学。

内容简介

本书综合近期有关汇率制度和金融风险研究的国内外成果，以全新的视角，系统研究了我国转型时期的汇率制度、开放条件下的金融稳定措施以及汇率制度改革的路径等问题。同时，作者结合经济、金融全球化背景下风险和冲击的传递机制，针对我国转型时期汇率改革的任务要求，从宏观和微观两个层面全面分析了人民币汇率制度对中国经济产生的影响；从理论和实证两个层面探讨我国汇率制度与转型时期金融风险的相互关系和作用机制，并提出相应的改革措施和对策。全书立论严谨，数据翔实，为新时期下探索人民币汇率制度与我国金融安全问题的优秀之作。

责任编辑 赵静宜 (wzhaojy2882@163.com)

封面设计 白朝文

前 言

第 1 章 导 论	1
1.1 问题的提出和研究背景	1
1.1.1 汇率问题成为涉及一国金融安全的重大问题	1
1.1.2 人民币汇率对于我国金融安全的影响日趋明显	2
1.2 国内外研究现状评述	4
1.3 基本思路与主要创新	9
1.4 有关汇率制度和金融安全的基本概念界定	13
第 2 章 汇率理论与国际汇率制度的演变	16
2.1 汇率理论概述	16
2.1.1 汇率决定理论	16
2.1.2 汇率制度选择理论	22
2.2 国际货币体系和汇率制度演变的历史和缘由	41
2.2.1 古典金本位制及国际金本位制的崩溃 (1870—1914 年)	42
2.2.2 金汇兑本位制 (1919—1939 年)	45
2.2.3 布雷顿森林体系下的美元本位制 (1946—1971 年)	47
2.2.4 现行的多元国际货币体系 (1973 年至今)	49

2.3	汇率理论与国际货币体系演变的评述	51
第3章	汇率与金融安全问题的新背景：金融全球化	54
3.1	金融全球化与汇率稳定	54
3.1.1	全球化概述	54
3.1.2	金融全球化	55
3.1.3	金融全球化与汇率稳定、金融安全的关系	63
3.2	金融创新、虚拟经济与汇率风险	65
3.2.1	虚拟经济与汇率	65
3.2.2	现代金融危机的根源：虚拟经济	73
3.2.3	金融衍生品、汇率风险与金融安全	77
第4章	人民币汇率制度改革的回顾与评价	81
4.1	人民币汇率制度演变的历史回顾	81
4.1.1	计划体制时期的人民币汇率制度	82
4.1.2	经济转轨时期的人民币汇率制度	86
4.2	现行的人民币汇率制度风险分析	90
4.2.1	2005年汇率制度改革的内容	90
4.2.2	汇率制度改革的成效与风险	92
4.3	“汇改”效果实证分析：基于利率、汇率风险角度	96
4.3.1	相关研究综述	96
4.3.2	计量分析模型	97
4.3.3	计量结果分析	100
4.3.4	结 论	104
第5章	金融全球化条件下的人民币汇率制度与 宏观政策及宏观金融安全	106
5.1	一种开放条件下的宏观金融风险：汇率制度与宏观经济政策的 冲突	106
5.1.1	汇率制度与政策冲突理论	106
5.1.2	我国近年来汇率制度与宏观经济政策冲突的表现	113
5.2	汇率制度与国家间政策博弈	117
5.2.1	国家间政策博弈的一个案例	117

5.2.2	政策博弈过程的一个理论模型	119
5.2.3	政策博弈的理论解释：不同汇率制度下的政策冲击传递理论	123
5.3	汇率制度与宏观金融安全	127
5.3.1	不同汇率制度下的宏观金融风险	127
5.3.2	汇率制度与货币危机	132
5.3.3	货币错配与我国宏观金融安全	140
5.3.4	美元本位下的外汇储备安全问题	145
5.3.5	金融全球化背景下汇率—利率联动风险：宏观金融风险的新通道	150
第6章	金融全球化条件下的人民币汇率制度与中观及微观金融安全 ..	154
6.1	汇率制度与金融开放	154
6.1.1	我国金融开放的现状	154
6.1.2	人民币汇率制度对我国金融开放的制约分析	157
6.1.3	改革外汇管理体制，促进金融开放与汇率制度改革 ..	160
6.2	汇率制度对金融企业的影响	162
6.2.1	金融创新背景下的汇率改革与银行金融体系风险	162
6.2.2	人民币汇率制度改革与银行金融体系的风险	164
6.3	人民币汇率对微观金融企业影响的实证研究：基于利率—汇率联动角度	166
6.3.1	开放经济条件下利率汇率联动的三重属性	166
6.3.2	利率汇率联动与金融风险	167
6.3.3	银行利率汇率风险实证分析模型	168
6.3.4	模型估计和数据说明	171
6.3.5	计量结果和分析	172
6.3.6	结论及建议	176
6.4	汇率制度与企业融资风险	177
6.4.1	不同融资方式下的企业对利率和汇率敏感度差异	178
6.4.2	企业融资风险对于汇率制度选择的影响	180
第7章	人民币汇率改革与维护金融安全的路径选择	181
7.1	当前金融危机背景下的人民币汇率政策分析	181

7.1.1	人民币汇率是政策工具还是市场价格	182
7.1.2	人民币一次性升值不可行	183
7.1.3	人民币汇率保持稳定的政策内生性分析：基于政策博弈 视角	184
7.2	影响汇率制度改革的因素分析	186
7.3	汇率制度中长期的改革方向：富于弹性的汇率制度	188
7.4	短期内的现实选择：维持盯住美元	190
7.5	人民币汇率制度向弹性化过渡的方式：渐进式	192
7.6	人民币汇率制度改革的措施	193
7.6.1	提高汇率生成机制的市场化程度	193
7.6.2	改进和完善中央银行的干预机制	194
7.6.3	发展和完善外汇市场	194
7.6.4	继续深化银行体系改革，逐步放开资本管制	196
7.6.5	建立汇率风险监控体系	197
7.6.6	加强人民币汇率制度的国际合作与协调	197
第8章	结论及展望	199
8.1	研究结论	199
8.2	展望	201

参考文献

后 记

1.1 问题的提出和研究背景

1.1.1 汇率问题成为涉及一国金融安全的重大问题

汇率对于任何一个处于开放经济中的国家都是一个最为基本的经济变量，它对经济具有基础性作用。汇率的决定、汇率制度的优劣比较、汇率制度的选择、汇率与货币体系的构建等也一直是经济学领域一个备受关注的课题。尤其在经济全球化程度进一步加深，金融自由化和金融创新日新月异的今天，汇率问题已经超越传统的贸易范畴，成为一个涉及世界经济均衡、经济增长、金融安全、经济安全等方面的重大问题。

回顾 20 世纪 80 年代以来多次发生的货币危机、金融危机，以及目前正在经历的由次贷危机引发的全球金融危机，在每次危机形成和传递的背后总是伴随着汇率这一重要因素。在世界各国的经济实践中，由于汇率制度选择失当，汇率政策执行不力引起的风险积累已经成为导致经济及金融危机发生的直接原因。

中国作为最大的发展中国家，30 年的改革开放已经使其经济各方面的开放程度有了质的飞越，中国在进一步提高国际地位的同时，也进一步融入全球经济一体化。随着中国加入 WTO，以及中国对外开放程度的进一步

加深与扩大，金融自由化和金融对外开放度的提高，我们将在更深更广的程度上参与经济金融全球化，成为其中重要的一部分，并与其他国家产生更为深刻的互动。在这样的国际大背景下，如何在金融全球化过程中充分利用金融全球化所提供的契机，积极参与经济、金融全球化进程，促进和加快我国经济、金融的发展，同时积极稳妥地推进人民币汇率体制改革和人民币国际化进程，确保我国经济、金融安全，避免因汇率制度选择与安排不当给我国经济社会带来消极负面影响，已成为中国加入世界贸易组织后相当长一段时期内所要面对的一个重大现实问题。

本书借鉴国内外已有研究成果，从宏观和微观两个层次，对人民币汇率制度可能对中国经济产生的影响进行分析，研究汇率制度与转型时期金融风险相互关系和作用机制，并从理论和实证两个层面探讨我国汇率制度的改革路径及防范金融风险的对策措施。

1.1.2 人民币汇率对于我国金融安全的影响日趋明显

狭义的汇率制度安排指国家（或地区）基于管理经济目的而对本外币比价关系做出的选择。广义的汇率制度安排是指国家（或地区）对于包括汇率政策制定、汇率形成机制、国际收支管理、金融外汇市场管理、中央银行货币政策协调等方面所订立规则和采取的管理措施。

汇率制度对于任何处于开放条件下的经济体都是最为重要的一项经济变量。开放条件下的贸易和资本流动使国家之间的经济相互关联，汇率成为反映国际经济活动的指标体系，同时也是各国乃至国际社会调控经济、协调关系的政策工具。在不同的汇率制度下，存在着政府对汇率的不同管制，汇率对经济活动的影响因此存在巨大的差别。由此，如何对汇率制度进行符合国内国际形势的制度安排，以达到促进经济增长、提升就业、优化结构、平衡国际收支等多项宏观经济目标，就成为需要综合分析研究的课题。20 世纪 80 年代以来，频频发生的货币危机和金融危机，尽管其表现形式和诱因各不相同，但每次危机的中风险的积累和传递都与各国的汇率制度有直接的关系。因此，如何进行汇率制度选择，如何改革汇率制度安排就成为各国经济学家们讨论的议题。

自从金本位制度崩溃以来，有关汇率制度选择的理论探讨就一直在进行，当我们回顾汇率制度有关理论的发展历史时可以发现，随着开放条件

下宏观经济理论不断发展,以及国际货币体系的不断演进,特别是在金融全球化程度不断加深的趋势中,有关汇率制度的理论也在不断地发展和完善。从上世纪40年代的布雷顿森林体系下“双挂钩”的固定汇率体系,到汇率制度呈现“无体系”和多元化的今天,有关汇率制度的理论发展也随国际政治经济形势的变化而变化。

现代汇率理论起始于有关固定汇率和浮动汇率孰优孰劣的争论。随着国际经济区域化的发展,又出现了关于“最优货币区”理论探讨,此后随着布雷顿森林体系崩溃后“无体系”时代的到来,汇率理论的研究转向了对各国汇率制度多元化、差异化现象的解释和评价上,出现如“依附论”、“经济结构论”等理论。20世纪80年代以来,以短期资本流动自由化和金融市场一体化为基本特征的金融全球化改变了各国货币所面临的外部环境,金融危机和货币危机的频繁发生使人们开始从新的角度理解汇率制度的功能和作用。在这一时期,对于新兴市场经济国家汇率问题的研究成为汇率理论发展的新领域,出现许多新的理论,如“汇率制度两极论”、“浮动恐惧论”、“原罪论”、“汇率制度转换论”等新汇率理论。

对汇率理论的发展脉络进行梳理,我们可以得出这样一个结论:在现代不兑现的信用货币体系下,汇率问题远较金本位制时期复杂,如果再将金融全球化这一背景考虑进来,那么没有一种理论可以单独地解释所有的汇率现象,汇率理论的适用性总是随着全球化的发展而不断变化。

就人民币汇率问题而言,由于我国处于经济转型的关键时期,汇率制度改革对于经济转型的作用日益重要,特别是从2001年我国加入世界贸易组织(WTO)以来,随着我国金融市场开放程度的提高,有关如何改革人民币汇率体制的讨论一直在政府和学术界进行着,研究人员从不同的角度对人民币汇率改革提出了不同的观点。就经济转型期我国的实际情况分析,人民币汇率改革的复杂程度也远远超出单一理论可以解释的范畴,人民币汇率对于我国金融安全的影响将日趋明显。究其原因:

第一,中国正处在经济转型时期,在日益融入全球化的过程中,由于我国支撑和应对全球化的市场基础体系和管理体系还不完善,使经济冲击通过不完善的市场体系得以放大和扩散,一个基本的事实就是日益突出的内部和外部经济的失衡。第二,中国在加深全球化参与程度的同时,也扩大了自身国际风险的暴露程度,增加了国际风险向国内传递的通道。我国

近 70% 的外贸依存度、不断增加的外汇储备、日益开放的国内金融市场、以及我国金融业对国际金融市场参与度的提高等等方面，都有可能成为国际经济冲击传递的风险通道。第三，虚拟经济的发展，以及金融创新的不断深化，也使得我国对外部金融风险的管理难度较以前有大幅提高。第四，人民币区域化乃至国际化的程度进一步加深，使人民币的汇率已经超出了原有的国际贸易范畴，日趋成为一个关系国际经济、国际货币体系格局的变量，人民币汇率制度也随之成为受国际政治关系影响的变量。

综上所述，对于处在经济转型期的中国，汇率制度改革受哪些因素影响，应该如何制定我国汇率改革的路径，汇率制度对于国家经济金融安全的影响有哪些，应该如何应对，就成为一个值得深入研究的课题。

1.2 国内外研究现状评述

汇率制度与国家经济金融安全关系的研究可以分为汇率制度与宏观经济绩效、汇率制度与金融稳定两个方面。前者的研究主要集中在汇率制度安排对于一个国家或地区的通货膨胀、经济增长、就业、国际收支等宏观经济目标的作用和机制上，后者的研究主要集中在汇率制度安排对于金融风险的传递、金融全球化背景下的货币安全和银行体系安全等方面。

汇率制度与宏观经济绩效的研究重点是汇率制度与通货膨胀和经济增长这两项指标之间的关系。首先，在汇率制度与经济增长的研究中，主要的研究成果有以下几方面：Baxter 和 Stockman（1989）按时间序列比较了布雷顿森林体系存续期间及其崩溃之后的几个关键的经济总量指标，发现尽管在弹性汇率制度下汇率变动频繁，但是在宏观经济总量的表现上，不同汇率安排之间并无明显差异。Mussa（1986）在早些时候也得出过类似的结论。上世纪 90 年代后，这方面的主要研究以 Ghosh 等、Levy - Yeyati 和 Sturzenegger 和 Rogoff 等的研究成果为主。Ghosh 等人基于从 1997—2003 年的数据，以“法定”汇率制度分类为基础，连续观察分析各国的实际表现。在经济增长方面，他们的结果表明在剔除国别因素和可能的偏差之后，汇率制度和经济增长之间没有明显的相关性。Levy - Yeyati 和 Sturzenegger（2002）则依据“事实”汇率制度分类法，比较不同汇率制度

在经济增长上的表现。其研究结果表明,对于发展中国家,实行盯住汇率制的发展中国家的人均增长率低,而且增长波动率很高,而发达的国家则不存在这种关系。Levy - Yeyati 和 Sturzenegger 和 Ghosh 的研究都支持固定汇率制国家产出波动较大的结论。Reinhart 和 Rogoff 则指出,政策目标间的冲突和宏观经济的重大失衡是导致宏观经济表现不佳的主要原因,跟汇率制度安排的关联性不大。

其次,在汇率制度与通货膨胀关系的研究中,Ghosh 等(2003)研究发现,实行盯住汇率制的国家,其通货膨胀率要明显低于实行中间制度和自由浮动的国家,并且通胀的波动性也较小。他们认为这种效果来自于盯住汇率制对货币供应量和货币流通速度上的“纪律约束”和“公信力效应”。Levy - Yeyati 和 Sturzenegger 的研究表明,固定汇率制与浮动汇率制下的通货膨胀率无显著差别,但是实行中间汇率制度的国家,通货膨胀率要高于固定和浮动汇率制国家。总体上,现有研究表明,汇率制度与通胀率之间存在一定的关联,通常固定汇率制的通胀表现好于其他汇率制度,但是这种优势并不显著。

随着经济全球化程度的加深,特别是金融全球化下的国际短期资本自由流动和全球金融市场一体化程度加深,使各国在分享金融自由化的便利的同时,也极大地增加了金融危机爆发的可能。对于金融安全(金融危机)与汇率制度安排关系的研究也随着金融危机的不断爆发而受到重视,并且得到了发展和完善。

关于汇率制度与金融安全的关系的研究成果,在1997年亚洲金融危机爆发前最具代表的有克鲁格曼 - 费拉德 - 加伯的第一代货币危机模型(Krugman - Flood - Garber model)和奥伯斯法尔德(Obstfeld, 1994)的第二代货币危机模型。Krugman 研究认为,固定汇率制下货币危机的发生,主要是由于与固定汇率制不相容的扩张性货币财政政策引起国内信贷超过货币需求的过度增长,将导致货币当局外汇储备减少,在货币投机的冲击下,货币当局最终将无法维持固定汇率制。KFG 模型强调经济基本面恶化是导致固定汇率制崩溃的原因。奥伯斯法尔德(Obstfeld)的第二代货币危机模型则强调危机的出现与基本面经济因素无关,这一模型很好地解释了上世纪90年代初欧洲国家在经济基本面良好的状况下发生危机的原因,他认为预期因素是导致危机的主因,危机本身导致政策变动,而政策改变又