

EXCHANGE RATE

# 管理浮动汇率制度与汇率调控

——从国际经验到人民币管理浮动汇率制

□ 许少强 斯琴图雅 庄后响 著



格致出版社  
上海人民出版社

EXCHANGE RATE

# 管理浮动汇率制度与汇率调控

——从国际经验到人民币管理浮动汇率制

■ 许少强 斯琴图雅 庄后响 著

本书感谢 教育部人文社会科学研究2007年度一般项目 (07JA790105)



格致出版社  
上海人民出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

管理浮动汇率制度与汇率调控:从国际经验到人民币管理  
浮动汇率制/许少强,斯琴图雅,庄后响著. —上海:  
格致出版社:上海人民出版社,2010

ISBN 978-7-5432-1876-5

I. ①管… II. ①许… ②斯… ③庄… III. ①浮动汇  
率制-研究 IV. ①F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 223342 号

责任编辑 谷 雨  
封面装帧 钱宇辰

---

**管理浮动汇率制度与汇率调控**  
——从国际经验到人民币管理浮动汇率制  
许少强 斯琴图雅 庄后响 著

---

出 版 格致出版社  
世纪出版集团 www.hibooks.cn  
www.ewen.cc 上海人民出版社

(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

发 行 世纪出版集团发行中心  
印 刷 上海书刊印刷有限公司  
开 本 635×965 毫米 1/16  
印 张 14  
插 页 1  
字 数 141,000  
版 次 2011年2月第1版  
印 次 2011年2月第1次印刷  
ISBN 978-7-5432-1876-5/F·364  
定 价 32.00 元

## 内容简介

本书是在作者的研究课题的基础上整理成书的。通过对东亚五国和“金砖”二国的汇率政策演变过程的分析以及对国际经验的解析和总结，引出我国实行的人民币汇率管理中存在的问题，对如何完善我国人民币管理浮动汇率制提出了自己的建议和解决方案。

作者首先对管理浮动汇率制度进行一般性理论研究，解析东亚五国（韩国、新加坡、泰国、印度尼西亚、马来西亚）和俄罗斯、印度的管理浮动汇率制及其汇率政策调控，考察其管理浮动汇率制对经济的影响。接着，讨论人民币管理浮动汇率制。其中，对1991年4月至1993年12月、1994年1月至1997年12月两个时期的人民币管理浮动汇率制历史做出评价，然后对2005年7月以来现行管理浮动汇率制下人民币汇率调控展开详细的分析，研究这种汇率制度对我国贸易收支与资本项目的影响。最后探讨人民币管理浮动汇率制的完善建议。从人民币汇率形成的市场机制出发，讨论我国资本项目管制放松的进程、外汇市场规模变化及外汇交易方法、品种变化及其前景与管理浮动汇率制的运行之间的关系与展望。

# 目录

第一章 绪论 .....	1
第一节 管理浮动汇率制与新兴市场经济体的关系 .....	1
第二节 主要文献综述 .....	5
第三节 本书的研究意义与主要研究内容 .....	7
第二章 管理浮动汇率制的国际经验 .....	10
第一节 韩国的管理浮动汇率制 .....	10
第二节 新加坡的管理浮动汇率制 .....	18
第三节 泰国的管理浮动汇率制 .....	32
第四节 印度尼西亚的管理浮动汇率制 .....	40
第五节 马来西亚的管理浮动汇率制 .....	49
第六节 印度的管理浮动汇率制 .....	60
第七节 俄罗斯的管理浮动汇率制 .....	67
第八节 实施管理浮动汇率制的七国比较 .....	76
第三章 管理浮动汇率制下的汇率传递效应	
与货币政策独立性 .....	89
第一节 管理浮动汇率制下的汇率传递效应 .....	89
第二节 管理浮动汇率制下的货币政策独立性 .....	132
附录 智利与墨西哥在实施单独浮动汇率制前的管理浮	

动制 .....	139
<b>第四章 人民币管理浮动汇率制：历史、现状与展望 .....</b>	<b>157</b>
<b>第一节 第一次管理浮动汇率制(1991年4月到1993年         12月) .....</b>	<b>158</b>
<b>第二节 第二次管理浮动汇率制(1994年1月到2005年         7月) .....</b>	<b>162</b>
<b>第三节 第三次管理浮动汇率制(2005年7月21日到2010年         7月) .....</b>	<b>174</b>
<b>第四节 人民币汇率制度的完善 .....</b>	<b>190</b>
<b>全文总结 .....</b>	<b>210</b>
<b>主要参考文献 .....</b>	<b>214</b>
<b>后记 .....</b>	<b>219</b>

# 第一章 绪 论

在此,先简洁地概述管理浮动汇率制,并通过分析包括中国在内的新兴市场经济体与管理浮动汇率制有如何密切的关系,以凸显本书的研究价值;其次,对已有的国内外研究成果做简单的介绍;最后,阐明本书的研究意义与研究内容。

## 第一节 管理浮动汇率制与新兴市场经济体的关系

### 一、管理浮动汇率制的概念与管理方法

汇率制度又称汇率安排,是指各国(经济体)货币当局对本国货币汇率变动的的基本方式所做的制度性安排,也是各国为配合经济增长、金融稳定及改革开放所做出的制度选择。

根据国际货币基金组织(IMF)的分类,管理浮动汇率制也称事先不宣布汇率目标的管理浮动汇率制(managed floating with no pre-determined path for exchange rate)。对此我们认为,首先,管理浮动汇率制是浮动汇率制的一种,其汇率应基本上由市场供求变化决定。其

次,考虑到汇率的过度波动可能会对国内外均衡与经济发展带来负面影响,该汇率制度认可货币当局通过外汇市场干预(买卖外汇)影响或调控汇率。

管理浮动汇率制的管理通常采用以下多种方法:其一是钉住或参考单一货币(基准货币),允许本币与基准货币间的汇率有一定的弹性。其二是钉住或参考一揽子货币,即基准货币为多种货币,这较适用于对外经济多元化的情况,但会导致本币与基准货币间的汇率动荡。其三是建立汇率目标区,其要素有以下几点:(1)设定中心汇率;(2)规定汇率波动幅度;(3)确定干预频率(高频或低频)与区位(中心汇率附近或区域边缘);(4)目标区的透明度。

## 二、选择管理浮动汇率制的理由

关于各种汇率制度的优劣比较与选择的争论,虽然并无悠久的历史,但在大部分的新兴市场经济体很可能贯穿于整个经济发展与开放过程,而国际货币体系的更迭,各国改革开放政策的实施乃至货币金融危机爆发与传染均可能引发激烈的汇率制度争论。

回顾历史,在一战前的国际金本位制时代,主要货币的汇率具有内生、稳定的特点,所以汇率制度不是人们普遍关注的问题。两次世界大战之间,特别是20世纪30年代,汇率的动荡让各国政府与经济学家达成了在战后实施固定汇率制的共识。然而,50年代前期弗里德曼教授支持浮动汇率制的论文与60年代前期蒙代尔教授支持固定汇率制的论文掀起了汇率制度争论。70年代初,随着汇率的普遍浮动、



金融的自由化倾向乃至各国呈现出经济增长加快与开放的趋势,汇率制度的选择成为各国经济政策研究的主要内容之一。90年代以来,拉美、东亚等多国货币和金融危机频发,将汇率制度选择问题的研究和争论推向了新的高潮。

我们认为,正如大部分国内外研究所述,对一个经济体而言,基于不同的经济状况选择不同的汇率制度,选择首先取决于基本经济条件,如经济规模大的或经济实力强的应选择浮动汇率制度,规模小的或经济实力弱的采用固定的汇率制度为好;其次取决于经济体制,如市场经济发达的应选择浮动汇率制度,正在向市场经济转轨或以计划经济为主的可能采用固定的汇率制度为好;再次取决于对外依存度,依存度低的应该选择浮动汇率制度,依存度高的自然选择固定的汇率制度。

此外,选择固定或浮动的汇率制度实际上还反映了决策者如何看待市场。如果认为市场的确有较好的自动调节经济的机制,会承认各种外汇投机(包括来自衍生工具、非居民的冲击)未必是坏的——极具破坏力的除外,是可以接受的,当局无需干预外汇市场,则会选择浮动汇率制。相反,如果认为市场有明显的缺陷,各种外汇投机因为可能造成冲击所以应予以抑制的,当局应积极干预外汇市场以稳定汇率或将汇率引导至预期目标,则会选择固定汇率制。简而言之,汇率制度选择的背后隐藏着诸多信息,它是整个经济决策中的一个组成部分,与其他决策,如是否市场化、开放深化等体制问题乃至价值取向密切相关。

从现实看,正如麦金农教授所述,新兴市场经济体有这样一种倾

向:它们大多害怕汇率浮动,既不愿本币升值,因为升值会削弱出口竞争力;也害怕本币贬值,因为贬值既宣告了当局的货币政策失败,又可能催化通货膨胀。<sup>①</sup>另一方面,对于经济形势总体在向好的方向变化的新兴市场经济体而言,例如在经济持续快速发展、经济制度向市场化转换、经济金融对外开放不断深化的场合,固定汇率制越来越不适合经济形势的发展,但如引入浮动汇率制(真正由市场决定的单独浮动汇率制)又担心汇率失控。作为中间道路,管理浮动汇率制成为众多经济体的首选。对于管理浮动汇率制,我们认为其利主要在于:从某个特定的经济发展阶段看,它比固定汇率制更适合经济市场化与对外开放;其弊主要在于:存在着管理过度的风险,很可能结果雷同于选择固定汇率制,与浮动汇率制相差甚远。

### 三、金融开放条件下采用管理浮动汇率制的意义与局限

从新兴市场经济体的立场出发,作为宏观经济政策之一的汇率政策总是会遇到如下困境:金融开放(货币自由兑换是其主要内容之一,以下从货币自由兑换的视角展开讨论)既是一种世界潮流,又是一国经济由弱转强的条件与过程之一。其结果是,汇率从固定转为浮动成为必然选择。另一方面,众所周知,汇率稳定是各货币当局的目标,但达到该目标却不容易。特别是在金融开放条件下,外来冲击很可能会

---

<sup>①</sup> 参见罗纳德·麦金农:《美元本位制下的汇率——东亚高储蓄两难》,中国金融出版社 2005 年版。

使一国汇率出现较大波动。为了抑制汇率波动,采用有管理的浮动汇率制似乎是合理的选择。

然而,以汇率稳定为目标的管理浮动汇率制具有两面性,其弊端在于长期的汇率稳定往往会使汇率偏离内外基本经济条件的变化。例如,在新兴市场经济体方面表现为:(1)国际收支经常项目长期逆差(顺差)导致本币高估(低估)。(2)经济快速增长过程中,利率与资产价格(股价与房价)持续上升吸引居民积极对外借款以及非居民对内投机,导致本币升值压力;而一旦集中偿还外债或投机资金流出则又会带来本币贬值压力。(3)高于发达国家的通货膨胀率经长年累积使本币出现明显高估。在这些情况下,如果管理浮动汇率制下的管理力度较强,汇率长期稳定,就可能在内外投机冲击下无法维持汇率稳定与管理浮动汇率制。

## 第二节 主要文献综述

无论是过去还是现在,管理浮动汇率制始终在相当多的国家中得到实施;与此相比,对管理浮动汇率制的专门研究却不多。Bofinger和Wollmershäuser(2001)认为,“自从1990年以来,世界权威的经济学搜索网站(Econlit)上能用‘managed floating’题名搜索到的论文为21篇,用‘managed float’题名搜索到的论文为19篇”。在国外有限的关于管理浮动汇率制的研究中,Calvo和Reinhart(2000)关于新兴市场国家积极干预汇率特征及其原因的研究影响很大。在国内,较重

要的论文列示如下。

魏巍贤的论文《管理浮动汇率制度下货币政策目标模型及应用》(《系统工程理论与实践》2000年9月第9期)建立了管理浮动汇率制度下的货币政策多目标模型,并应用多种计量经济学方法,研究了中国自1994年实行管理浮动汇率制度以来货币政策目标之间的关系,提出中央银行在实际操作中应该将稳定汇率作为一个独立的政策目标。

从借鉴国际经验出发,刑毓静的论文《发挥安全阀作用——从新加坡汇率制度看有管理的浮动汇率制度》(《国际贸易》2003年第12期)较深入地分析了新加坡管理浮动汇率制的特点:(1)参照一揽子货币调节新元汇率,(2)对汇率波动区间进行管理,(3)汇率波动区间是爬行变动的,以及讨论了管理浮动汇率制的优势与该汇率制度对货币政策独立性的影响等。

李扬、余维彬的论文《人民币汇率制度改革:回归有管理的浮动》(《经济研究》2005年第8期)提出,人民币汇率制度改革的基本战略是:机制改革优先,并且在改革过程中始终重视汇率稳定。回归有管理的浮动汇率制度是实施这一战略的适当选择;在回归的过程中,货币错配构成主要风险,要采取措施有效地管理这种风险。

张纯威等的论文《管理浮动汇率制下的动态干预边界——基于我国1994~2005年数据的测算》(《国际金融研究》2006年第11期)运用多方程结构模型对2005年第3季度后的人民币均衡汇率和干预边界进行了测算,提出2005年7月以后货币当局的干预倾向与以前相比并没有发生实质性变化,认为管理浮动汇率制下的汇市干预应当采用平滑干预模式,动态地把握干预边界,逐渐降低干预频率。

### 第三节 本书的研究意义与主要研究内容

本课题将主要讨论各国管理浮动汇率制的经验、人民币的管理浮动汇率制及其完善建议。国别的选择首先考虑与我国经济存在诸多共同点的东亚五国,以及“金砖四国”中的另外两国。并且,作为管理浮动汇率制与单独浮动汇率制的比较,还将引述拉美两国。

#### 一、本书的研究意义

1997年7月亚洲金融危机爆发后,国际组织与各国政府普遍认识到合理选择汇率制度的重要性。<sup>①</sup>例如,根据国际货币基金组织的统计,2006年年底实行管理浮动汇率制的经济体最多,数量达53个,占其全部成员187个经济体的28.3%。如果不考虑41个经济体采用的第一类“无独立法定货币”,<sup>②</sup>那么,在剩余146个经济体的汇率制度中,采用管理浮动汇率制的要达到36.3%。其中,尚不包括按IMF统计口径归类于“传统固定钉住汇率制”而政府始终宣称采用的是“管理浮动汇率制”的经济体。如上所述,管理浮动汇率制在实践中如此重要,而国内外学术界关于管理浮动汇率制的研究则远为逊色。

---

① 例如,IMF认为泰国发生金融危机的主要原因之一是泰铢汇率实际上是钉住美元的。

② 无独立法定货币即无汇率制度选择的问题,主要指欧元区各国、中非法郎与西非法郎区各国。

从我国来看,早在1990年11月人民币汇率下调之际就宣布从1991年4月起人民币汇率将采用管理浮动汇率制。1994年初我国实施重大的外汇管理体制改革的再一次宣告人民币汇率制度是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。2005年7月宣布人民币升值2%时强调人民币汇率实行的是以市场供求为基础的、参考一揽子货币调节的、有管理的浮动汇率制度。由此可见,我国货币当局是一如既往地偏好管理浮动汇率制。无疑,管理浮动汇率制的研究具有非常重大的现实意义。

同时,从国际金融的教学与学术研究看,汇率问题是其最重要的内容之一。而汇率的决定与调控实际上首先取决于汇率制度的选择。本书的研究目标之一是,在汇总已有研究成果的基础上,经过对东亚七国管理浮动汇率制的经验研究,以及对人民币管理浮动汇率制的回顾与展望,得到一些具有说服力的、符合现状的专业内容,以充实日常的大学课堂教学和教科书内容。

## 二、本书研究的主要内容

(1) 对管理浮动汇率制进行国际比较。样本选取东亚五国以及俄罗斯和印度。研究内容有:①分析东亚七国实行管理浮动汇率制的目标、市场基础(外汇管制放松、外汇市场与交易情况等)及汇率波幅。②七国货币当局对管理浮动汇率制的调控方式与力度。例如,从汇率的制度性波动验证与考察管理浮动汇率制与干预力度的关系。③七国汇率波动的主要影响因素的分析,例如货币篮子的权重估算等。

(2) 管理浮动汇率制的传递效应及对货币政策独立性的影响比较。前者主要研究七国管理浮动汇率制下汇率变动对物价产生的影响,后者从国内利率与美国利率变动之间的相关度来观察管理浮动汇率制对七国货币政策独立性的影响。

(3) 分析人民币管理浮动汇率制的历史演进、现状与展望。研究的内容包括:①人民币汇率史上实施的三次管理浮动汇率制的运行、调控的措施及其效果。②基于对现状的分析,并考虑到人民币管理浮动汇率制实施的长期性,进一步讨论今后人民币管理浮动汇率制如何完善。具体如:管理浮动汇率制与我国经济发展阶段的关系;管理浮动汇率制与人民币自由兑换的关系;管理浮动汇率制与我国外汇市场培育、自由交易的关系;管理浮动汇率制下我国央行干预的目标与方式等。

## 第二章 管理浮动汇率制的国际经验

本章将研究东亚五国(韩国、新加坡、泰国、印度尼西亚、马来西亚)与“金砖二国”(印度、俄罗斯)的管理浮动汇率制。研究的时间跨度大致是,东亚五国自 20 世纪 80 年代初至今(2010 年),“金砖二国”自 20 世纪 90 年代初至今。以此为基础,对上述七国在管理浮动汇率制下的汇率政策目标、管理浮动汇率制的运作方式和汇率的制度性浮动程度三个方面进行比较。

### 第一节 韩国的管理浮动汇率制

IMF 把韩国在 1982 年 6 月~1997 年 11 月间实行的汇率制度归类为管理浮动汇率制。<sup>①</sup>同时,韩国官方公布在 1980~1990 年 4 月间的汇率管理方法是多种货币篮子体系(multiple currency basket peg system, MCBP),在 1990 年 5 月~1997 年 11 月的汇率管理是市场平均汇率体系(market average exchange rate system, MARS)。由于 1998 年

---

<sup>①</sup> 资料源自 IMF 的 IFS(国际金融统计)。



底前 IMF 的汇率制度分类是基于各国政府的申报,所以我们可以将这两种汇率管理体系视为管理浮动汇率制的具体操作。

## 一、1980~1990 年 4 月的多种货币篮子体系

1980 年 3 月前的韩元(Won)钉住单一货币美元。<sup>①</sup>因为国内经济过度扩张形成通胀压力、1979 年的石油危机以及随着韩国与欧洲、亚洲经济往来的加深,韩元对美元实际汇率升值和美元相对主要货币的升值,钉住单一货币美元对韩国经济产生了巨大的负面作用,所以韩国政府决定放弃钉住美元的汇率制度,实行多种货币篮子体系(MCBP),以求实际有效汇率的稳定。1980 年 3 月初的汇率为 1 美元兑 580 韩元。MCBP 体系下韩元对美元的汇率根据以下公式决定:

$$E_t = \theta B_1 + (1 - \theta) B_2 + \alpha$$

$B_1$ ,  $B_2$  分别代表特别提款权(SDR)货币篮子汇率的变动和独立货币篮子的汇率变动。 $\theta$ ,  $1 - \theta$  则代表这两个货币篮子在韩元汇率货币篮子中的比重, $\alpha$  代表的是政府的政策目标。

SDR 货币篮子的货币组成成分是由 IMF 决定的。1981 年前它由 16 种货币组成,但是后来删除了其中 11 种外汇市场交易不多的币种,只留下五种主要货币,它们是:美元、德国马克、日元、英镑、法国法

---

<sup>①</sup> 转引自 Rhee and Song(1999),“Exchange rate policy and effectiveness of intervention: the case of South Korea.”, *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, first published 1999 by Routledge.