

国际金融系列书

人民币汇率研究

GUOJI JINRONG XILIESHU

陈彪如 等著



华东师范大学出版社



国际金融系列书

人民币汇率研究

陈彪如 等著

华东师范大学出版社

(沪)新登字第 201 号

人 民 币 汇 率 研 究

陈彪如 等著

华东师范大学出版社出版发行

(上海中山北路3663号)

新华书店上海发行所经销 江苏如东印刷厂印刷

开本: 850×1168 1/32 印张: 8.75 插页: 2 字数: 235千字

1992年6月第1版 1992年6月第1次印刷

印数: 1—3,000本

ISBN7-5617-0856-4/F·025 定价: 6.75元

此项研究获国家社会科学基金资助

前 言

汇率是一种金融资产价格，它是用一种货币表示的另一种货币的价格。传统的分析方法比较重视汇率变化对消除国际贸易不平衡所起的作用，因为汇率的变化会引起国际相对价格的变化，从而可以消除贸易的不平衡。实际上，汇率不仅影响贸易收支，而且影响国际资本流动与国际收支差额，甚至对一国的货币流通、物价水平与资源配置都有一定的制约作用。汇率在国民经济中的重要性是显而易见的，因而各国政府都需要制定适当的汇率政策，以便在国民经济发展中，充分发挥汇率的调节作用。

汇率政策的根本目的就在于保持国民经济的稳定与增长，就业的扩大与对外收支的平衡，也就是实现内部平衡与外部平衡。基于这一目的，现在各国政府都把现实汇率作为一种政策手段来使用，以达到一定的政策目标。发展中国家还把现实汇率的确定同一国的经济发展战略联系在一起，即根据不同的发展战略，采取不同的汇率政策，经济发展战略不同，所选择的汇率政策也不相同。但是，不论是出口导向型战略，还是进口替代型战略，其成功的关键是制定适当的汇率政策，以便政府能够通过汇率这一政策工具调节全国宏观经济活动，促进战略目标的实现。因此，离开一国的经济发展战略来谈汇率政策，是不妥当的。对我国来说，汇率政策是否健全，不仅关系到对外经济贸易的发展与国民经济建设的成效，而且是本世纪末实现四个现代化的战略目标的关键问题。

人民币汇价的制定，要贯彻独立自主的方针，坚持平等互利的

原则，保持汇价的稳定。这是十分正确的。但由于汇率采取钉住政策，缺乏灵活性，不能根据形势的变化作出相应的调整，结果人民币长期定值偏高，严重脱离实际购买力基础。一个急需扩大出口的发展中国家是不可能长期忍受货币高估的，所以人民币汇率必须调整，使之符合基本经济情况。其中最重要的是建立一个灵活的汇率调节机制。目前人民币汇率安排事实上具有一定的弹性，既非严格钉住的固定汇率，也非主要取决于市场力量的浮动汇率，而是介于两者之间，其趋势是逐渐使汇率成为一种政策手段，来达到一定的经济目的。但是汇率怎样才能发挥应有调节作用，仍是一个悬而未决的问题。1988年2月全国哲学社会科学规划领导小组在所制订的7·5科研规划中，向我们下达了“人民币汇率研究”任务，我当即组织张志超、潘国陵、黄泽民、冯文伟、谢佩苓、庾启斌等同志成立课题组，从事系统的论证和实证的研究。经过三年的探索、调查和测算，初步提出一些理论分析和政策建议。在此基础上，我们将研究所得撰写成此书。

本书第一章国际汇率制度是阐述人民币汇率演进的历史背景，第二章汇率的决定及其基础系分析制定人民币汇率的理论依据，以下各章则分别探讨人民币理论汇率与目标汇率的确定，人民币汇率的改革途径，人民币汇率的调节机制，外汇调剂市场的完善与发展，汇率的统一与人民币的可兑换性等重大问题，脉络连贯，构成一个主旨鲜明的逻辑体系。我们力求以马克思主义为指导，根据我国的具体情况和实践经验，探索符合中国实际的切实可行的方案，但由于水平关系，缺点错误在所难免，希望读者批评指正。

陈彪如

1991.12.

目 录

前言	(1)
第一章 国际汇率制度	(1)
一、战后国际汇率制度的演变	(1)
二、发达国家的汇率制度	(5)
三、发展中国家的汇率制度	(8)
四、苏联东欧国家的汇率制度	(14)
五、人民币汇率制度	(16)
第二章 汇率的决定及其基础	(20)
一、汇率的决定	(20)
二、决定汇率的基础	(39)
三、人民币的定值方法	(42)
第三章 人民币理论汇率的决定	(52)
一、确定人民币理论汇率的意义	(52)
二、理论汇率与汇率模型	(56)
三、人民币均衡汇率方程的建立	(61)
四、人民币均衡汇率方程与其它汇率理论的比较	(65)
五、确定人民币均衡汇率的因素分析	(69)
六、开放型经济体系的汇率方程	(72)
第四章 人民币均衡汇率的实证研究	(78)
一、实证研究方法	(78)
二、实证结果	(81)
附录	(88)

第五章 汇率政策与目标管理	(93)
一、汇率政策的重要意义	(93)
二、汇率制度的选择	(96)
三、汇率水平的确定	(103)
四、汇率的调整	(109)
五、实行目标管理	(119)
第六章 现行人民币汇率的合理性	(123)
一、判断汇率合理性的依据	(123)
二、国际收支	(127)
三、外汇储备	(129)
四、实际有效汇率	(131)
五、出口企业的盈利性	(136)
六、出口商品在世界市场中的竞争力	(139)
七、外债偿还	(142)
八、结论	(143)
附录	(144)
第七章 人民币汇率改革的途径	(148)
一、汇率与一国经济发展战略	(148)
二、采用弹性汇率制	(150)
三、进行汇率调整	(154)
四、开放外汇市场	(157)
五、实行汇率统一	(159)
第八章 人民币目标汇率的确定	(161)
一、IMF 会员国目标汇率的确定	(161)
二、确定人民币目标汇率的原则	(164)
三、目标汇率的实证研究	(170)
附录	(172)

第九章 人民币汇率调节机制	(173)
一、指导汇率安排的方针	(173)
二、人民币汇率制度的改革	(177)
三、人民币管理浮动制度的实施步骤	(183)
第十章 人民币汇率调整的经济影响	(186)
一、人民币汇率调整对国际收支的影响	(186)
二、人民币汇率调整对国内物价水平的影响	(197)
三、人民币汇率调整对经济增长和劳动就业的影响	(200)
四、人民币汇率调整的间接影响	(203)
附录	(206)
第十一章 外汇调剂市场	(211)
一、外汇调剂市场的形成与发展	(211)
二、外汇调剂市场的作用	(222)
三、外汇调剂市场的完善与发展	(225)
四、外汇调剂市场的统一	(232)
第十二章 统一汇率与外汇管理	(236)
一、复汇率问题	(236)
二、实行单一汇率	(238)
三、计划经济与市场调节相结合	(242)
四、“双缺口”及其对策	(243)
五、外汇收支与外汇管理	(251)
第十三章 关于人民币的可兑换性	(257)
一、货币自由兑换的意义	(257)
二、外汇管制与自由兑换	(260)
三、人民币实行自由兑换的步骤和方法	(264)
四、实行人民币自由兑换的作用	(270)
主要参考资料	(273)

第一章 国际汇率制度

一 战后国际汇率制度的演变

战后的国际汇率制度可以分为三种：(1)可调节的钉住制度；(2)管理浮动制度；(3)混合的汇率制度，爬行钉住或滑动平价就属于这一类。布雷顿森林体系采用了可调节的钉住制度。当时实行这种汇率制度，主要是考虑两点：(1)在金本位制下，各国的国内政策，要从属于国际收支平衡的需要；(2)在 30 年代大危机期间，汇率波动剧烈，特别是竞争性的货币贬值，使国际贸易和金融关系出现了严重混乱现象。实行固定汇率制，就可避免这些不利情况。实行可调节的钉住制度的主要原则是：(1)各国货币与美元挂钩，美元与黄金挂钩，即所谓双挂钩；(2)只有国际收支出现根本性不均衡时，才可以改变平价，一般认为，根本性不均衡实际上是指一国基本经济情况的失调；(3)汇率的变动要接受一定的国际监督。在这种制度下，各国的汇率基本上是固定的，要大幅度地变动汇率，要同国际货币基金组织协商。基金组织对会员国汇率政策的监督，大体上可分为二个层次：一是从全球情况进行监督，主要是看在全球范围内，会员国的国际收支状况同其汇率是否一致；一是对个别国家的汇率政策是否适当进行监督，这就是所谓“第四条款磋商”。

可调整的钉住制度运行了大约十年时间，即从 1959 年—1968

年。在1959年以前，各国大都实行严格的外汇管制。从1968年以后，各国相继趋向浮动汇率制。1969年，西德马克一度实行浮动。1970年5月，加拿大元实行浮动。1971年秋到1971年底，英国、荷兰、瑞士实行浮动。1972年2月，日本、瑞士、意大利实行了浮动。1972年6月，英镑第二次实行浮动。1973年3月以后，主要资本主义国家普遍采取了浮动汇率制。

在可调节的钉住制度下，国际收支调节的工具是汇率的变动，而不是国内收入的调整。这就产生一系列的问题：汇率调整的时机问题，汇率变动的管理问题和各国政策的协调问题，关于这一系列问题，基金组织的规定，有的过于僵硬，有的缺乏明确的解释。所以这种制度虽在战后促进了世界经济的发展，但它本身是有重大缺陷的。首先，钉住政策比较刻板，不能灵活运用，因而难以应付对外经济关系的巨大变化。其次，国家不能通过外汇市场机制贯彻政府对内和对外经济政策的目标和在一定时期内的经济发展战略。再次，由于汇价硬性规定，它往往不能反映一国的基本经济情况，如经济增长率、通货膨胀率、劳动生产率、国际收支状况等。所以布雷顿森林体系所实行的固定汇率制，虽然对国际贸易和投资活动起着一定的积极作用，但由于汇率体系缺乏弹性，不能适应各国经济情况的急剧变化，于是国际收支的调节机制失灵。这个体系包含有支付不平衡的强烈倾向，它也不能对付破坏性的资本流动。随着时间的推移，布雷顿森林体系的种种缺点就完全暴露出来了。总起来讲，由于流动性问题，信心问题和调节问题，布雷顿森林体系是不健全的。1973年2月，美元再次贬值，3月以西德马克为主要对象的国际投机浪潮，使有关调整各国汇率安排的史密森协议无法维持，布雷顿森林体系终于瓦解了。

1976年后，基金组织准许各会员国根据本国的需要对汇率作出适当的安排，一国采用什么汇率制度，完全由本国决定，各国根

据其特点进行选择,于是各国汇率安排分为两大类,即钉住汇率制与弹性汇率制。但由于硬性规定的汇价弊多而利少,所以固定汇率制失败后,国际汇率的基本趋势是使汇率具有较大的灵活性。据基金组织的统计,从1982年底到1986年底,实行钉住单一货币的国家从58个减少到50个。近年来,一些新兴工业化国家如墨西哥、西班牙、南朝鲜等也在一定程度上转向弹性汇率制。事实上,早在50年代初,西方一些著名的经济学家,如弗里德曼、米达、施盖梅尔等就积极主张浮动汇率制。浮动汇率的好处是:(1)它更能反映一国的基本情况;(2)它可以灵活运用,对付世界经济形势的重大变化;(3)它可以推行独立的国内政策,而不必考虑国内收支问题;(4)它可以逐渐消除国内价格与世界市场价格的脱节现象,促使外贸企业改善经营管理,进行成本与经济效益的国际比较,加强竞争观念和应变能力,提高企业活力。从实际情形来看,自广泛实行浮动汇率以来,外汇市场情况良好,没有对外汇实行大规模的限制,金融管制有不断放松的趋势。许多人认为浮动汇率的最大危险在于竞争性的货币贬值,但这种情形尚不曾发生。浮动汇率也不曾对国际贸易发生不利的影响。在浮动汇率制下,同布雷顿森林体系一样,世界贸易比生产增长得快,国际金融市场的扩充和效率也没有受到损害,市场的扩大甚至超出一般预料之外。因此,在过去一段时间里浮动汇率起了一定的积极作用,这是不可否认的。

在浮动汇率制下,虽然各国汇率原则上是自由变动的,但一些国家金融当局实际上仍通过各种途径对汇率进行管理。管理的手段不外三种:(1)对外汇市场进行官方干预,即由金融当局参予外汇的买卖,通过外汇市场买进或卖出外汇以平衡汇价,实行资本管理,这主要是为了影响国际资本流动的规模 and 方向,从而影响汇率的变动趋势;(3)运用货币政策来影响汇率,通常主要是调整利率,

增加金融投资的吸引力,扩大资金流入,从而达到改善国际收支和稳定汇率的目的。在实际生活中,西方国家在汇率管理时,往往将上述三种手段结合在一起运用,扩大管理的效果,但一般是官方干预外汇市场。统计资料表明,近年来西方国家干预的规模是相当大的。

汇率管理的目的主要是以下三方面。(1)促进外汇资金的合理配置。比如,实行汇率的管理,使外汇市场正常地运行,更充分地发挥效率,就可使资金得到合理的分配。(2)有助于促进国际收支的平衡。例如,当资金不足时,对国内实行紧缩性的政策措施,推迟实际支出,压缩国内开支,削减进口,就可以抵销或缓和由政治或经济的“冲击”所造成的突发性影响。(3)促进经济稳定。汇率管理可以增加“需求管理”政策的效率,减少一些突发事件对一国生产和物价水平的扰乱性影响,避免通货膨胀,贬值,更高的通货膨胀这样一种螺旋式上升的情形。所以汇率管理能对经济起稳定作用。

但是,浮动汇率的经验也不像主张弹性汇率的人们所预料的那样美好。汇价经常发生剧烈的波动,最典型的是1977年。而且,各国货币还出现了硬通货和软通货的两极分化。各国的汇率由于各种因素的影响,难以自动达到均衡,不是“过高(overshooting),就是“过低”(undershooting),因而失去了对国际收支的自动调节作用。由于汇率失去了调节作用,国际储备的需要,不是减少而是增加了。现在,国际间越来越多的人对浮动汇率制感到失望。只是目前在国际范围内恢复比较稳定的汇率制度的条件还不具备,所以浮动汇率制在一定时期内仍将是工业发达国家汇率制度的主要形式。

二 发达国家的汇率制度

基金组织为了对汇率政策进行监督，将各国的汇率安排进行了分类，根据其灵活性程度大体上分为三类：(1) 钉住型，其中又分为钉住单一货币和钉住一篮子货币两种；(2) 有限灵活型，其中又分为相对于一种货币的有限灵活与合作安排两种；(3) 较大灵活型，其中又分为根据一套指标调整，管理浮动和独立浮动三种。大部分发展中国家实行钉住汇率，一些亚洲的发展中国家实行管理浮动。巴西和索马里等五国实行按一套指标调整的汇率。发达国家中只有瑞典采用一篮子钉住汇率。实行独立浮动汇率的除美国、英国、日本、加拿大等一些发达国家外，也有一些发展中国家，如牙买加、黎巴嫩、乌拉圭等。

在浮动汇率制下，发达国家一般都实行独立浮动汇率，但也加强对汇率的管理，不过在管理方法上，各有侧重。由于调节货币利率和进行外汇市场干预比较灵活，多数国家经常用来稳定生产和物价水平。值得注意的是，美国只有在市场动荡较大的场合才进行干预，所以一直对外汇市场采用放任态度。这一态度近年来有所改变，因而国际协调、稳定汇率的趋势加强了。当然，这种情形的产生也决不是偶然的。

自 1973 年许多国家实行浮动汇率制以来，它显示出一些缺点：(1) 汇率波动剧烈，而且变化无常，难以预料；(2) 主要货币的汇率往往严重失调，持续的时间较长；(3) 对主要工业国家的宏观经济政策缺少纪律和制约力量；(4) 基金组织对汇率的监督难以奏效，国际收支的不对称情形是相当严重的。因此，各国政府需要决定市场力量支配汇率的程度。由于各国政府不让汇率自由浮动，中央银行或金融当局往往通过官方买卖外汇或互惠信贷安排来干

外汇市场,于是管理浮动成为普遍的现象。各国采取稳定汇率的措施的主要理由是:(1)同一国基本情况显然无关的巨大汇率波动会引起物价、工资和就业的巨大变化,对贸易和生产结构产生不利的影响,从而妨害经常项目的合理调整;(2)汇率波动频繁会限制国际贸易与投资的增长;(3)外汇市场的波动有时会妨碍反通货膨胀措施的实施,因为货币经常大幅度贬值会加剧通货膨胀,从而引起货币贬值与通货膨胀的恶性循环;(4)现在金融资产市场支配了货物市场,外汇市场不妨看作是一个资产市场,外汇变动过快或过大,它不反映货物市场的情况和不同国家之间的相对优势和竞争能力,就会破坏资源的合理配置。所以世界各国都希望建立一个比较稳定的国际货币秩序,但如何稳定汇率,仍是一个悬而未决的问题。西方经济学界提出了许多全球性的汇率改革方案,意见很是分歧。在这种情形下,只有加强国际经济合作才能制止汇率的波动,因为影响汇率的一些主要因素都同各国财政与金融政策有关,要稳定国际金融市场,避免外汇市场的混乱状态,只有主要工业国家实行更高程度的政策协调。在1983年5月威廉斯堡经济首脑会议上,西方七国再次强调国际协调的必要性,这可以说是一种新发展。

现在为了稳定汇率,目标区设想得到越来越多的政治支持,它已成为当前汇率改革的主要方案之一,引起了国际社会的普遍重视。

汇率目标区制度是要在主要工业国家之间确定汇率变动的幅度。作为目标区,其他货币则钉住目标区或随之浮动。目标区旨在反映基本经济情况或实际汇率,因为实际汇率对资源分配的决定或国际收支的调节是至关重要的,它可以导致与资本流动相协调的经常项目的平衡。这一设想的基本要点是:(1)为本国货币确定一个中期(3—4年)的波动幅度;(2)各国政府运用经济政策

或干预外汇市场将汇率的波动控制在规定的幅度内；(3)“目标汇率”应随经济情况的变动而不断调整。

目标体系包括：(1)目标区的大小；(2)目标区变化的频率；(3)目标区的公开性；(4)保证目标的承诺程度。目标区类似布雷顿森林体系，但有很大的差别。首先，它仍然是一种浮动汇率形式，只不过为几种主要货币的波动规定一个幅度而已。其次，当汇率波动达到目标区的上下限时，有关国家可以不承担干预的义务，但必须运用经济政策特别是汇率政策调整汇率，使其回到目标区内。基金组织对目标区计划讨论过，有各种各样的具体做法，主要有两种观点：一种主张宽松的做法，即幅度大，经常调整，对目标区实行保密。另一种观点主张严格的做法，即幅度小，变动少，汇率目标公开。前一种做法类似现行的管理浮动，但有一点不同，宽松的目标区体系要求参加国政府在将来一定时期内为其汇率确定一个“区域”，并运用货币政策将其现实汇率保持在目标区内。后一种做法接近可调整的钉住制度，但也有一点不同，因为“目标区”并不要求政府在任何情形下都干预外汇市场来将汇率保持在预定的幅度内。不管怎样，主张目标区的人们认为，宽松的做法，严格的做法，或介于二者之间的做法，都比现在的汇率安排好些。第一，它有助于一国经济在中期内的稳定增长和国际收支在中期内的基本平衡。第二，它有助于汇率的持续稳定，并能克服各国货币汇率之间调整的不对称性。第三，它将会加强货币纪律和政策协调，从而减少政策的不肯定因素。在这里，重要的一点是，目标区反映实际均衡汇率，可以对市场预期发挥正确引导作用，削弱社会心理对汇率波动的影响，避免大规模的外汇投机行为。但西方学术界有反对的意见，理由是：(1)难以替汇率找到一个中期的适当水平；(2)官方干预外汇市场的能力有限；(3)选定目标区后，各国政府就要运用货币政策来维持汇率，这就限制了货币政策对国内经济的

作用;(4)各国经济不健全,不协调,不具备实施目标区方案的条件。但近来各国金融当局和学术界人士一致认为,主要工业国家要在国际协调方面作出更大的努力,促进全球性的货币稳定,这将有助于各国经济和贸易的共同发展,也为发展中国家创造一个良好的国际金融环境,积极利用资金充裕的国际资本市场。由此看来,汇率目标区的实现,只是时间问题。目标区一旦建立后,世界外汇市场就可以保持相对的稳定。国际汇率体系的稳定,对于发展外向型经济是至关重要的。

三 发展中国家的汇率制度

发展中国家汇率政策的基本问题是:(1)汇率制度的选择,即采取哪一种汇率安排来确定本国货币的对外汇价;(2)汇率的调整,即怎样根据汇率安排来改变本国货币的对外汇价。在布雷顿森林时代,几乎所有发展中国家都是相对美元等主要货币实行一种可调整的平价制度。自从布雷顿森林体系崩溃后,发展中国家的汇率政策趋向多样化,这同浮动汇率对发展中国家经济的影响有着密切的联系。

在浮动汇率条件下,主要工业国家汇率的频繁波动对发展中国家产生巨大的影响:汇率波动所产生的不确定性,不仅抑制发展中国家的对外贸易,而且影响国内物价的稳定和投资的安排;汇率波动还引起储备管理困难和外债风险问题,干扰国内经济政策的实施,并造成国际收支的不平衡。因此,发展中国家迫切需要采取适当的汇率政策,以减少外汇汇率波动对本国经济的影响。另一方面,发展中国家的经济特征是生产水平低下,生产结构不合理,技术落后,金融体系不完善,价格扭曲,因而经济政策的目标与发达国家是不同的。发达国家着重的是充分就业,物价稳定,经济