

WAIHUI FENGXIAN GUANLI ZHANLUE

刘晓宏 / 著



汇风险管理战略

WAIHUI FENGXIAN GUANLI ZHANLUE

本书得到上海市浦江人才计划项目——“中国企业外汇风险管理战略研究”和教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目——“金融市场全球化下的中国金融监管体系研究”（项目号：07JZD0010）的资助。

刘晓宏 / 著



汇风险管理战略

WAIHUI FENGXIAN GUANLI ZHANLUE



復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

外汇风险管理战略/刘晓宏著. —上海:复旦大学出版社, 2009. 11
ISBN 978-7-309-06930-3

I. 外… II. 刘… III. 企业管理:外汇管理;风险管理
IV. F275.1 F830.73

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 187247 号

外汇风险管理战略

刘晓宏 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 王联合

出品人 贺圣遂

印刷 上海华文印刷厂
开本 787 × 960 1/16
印张 20.75
字数 350 千
版次 2009 年 11 月第一版第一次印刷

书号 ISBN 978-7-309-06930-3/F · 1535
定价 36.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序

外汇风险管理是旨在降低汇率价格波动给企业经营带来的不确定性而实施的管理行为,是企业风险管理的重要内容。近年来,随着全方位改革开放的深入,特别是中国加入世界贸易组织后,国内市场和国际市场联系日益紧密,国际贸易和国际资本双向流动迅猛发展,使得我国企业的外汇业务空前增长。与此同时,中国金融体制改革步伐加速,特别是2005年7月21日,我国施行了汇率制度的重大调整后,人民币汇率不再盯住单一美元,汇率的波动区间扩大,汇率波动更加频繁,中国企业的外汇风险进一步增加。人民币汇率的变动,不仅会通过产品价格、原材料价格、劳动力价格、融资成本等对经常账项和资本账项影响,直接影响所有涉及国际贸易与国际资本往来公司的价值,更重要的是汇率变动还会通过对公司竞争对手及互补公司的影响来改变公司的竞争力,从而对公司的公司包括那些完全不涉及国际交易的纯国内公司价值产生间接的影响。外汇风险管理已经成为越来越多的企业必须面对的战略管理问题。

从宏观层面上看,外汇制度改革是渐进逐步推行的,而制约外汇制度改革步伐的重要因素之一,就是宏观经济中的众多企业个体面临的外汇风险以及应对外汇风险的能力。企业外汇风险管理水平和管理效果不仅关系企业自身命运,也会影响所属行业的发展,甚至造成整体经济不确定性的增加,影响经济发展全局,因此基于提升企业应对外汇风险整体能力的、涉及大量企业的、具有长期性、全局性特点的外汇风险管理宏观政策在当今也具有非常重要的战略意义。

刘晓宏博士是上海财经大学的副教授,两年前她向我和光华管理学院的几位老师阐述了她的研究设计,这些研究设计得到了我们的共同认可,成为了我的博士后学生并参与了我主持的教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(07JZD0010)《金融市场全球化下的中国金融监管体系研究》的研究工作。后来,关于企业外汇风险管理战略问题的研究也得到了上海市浦江人才计划的立项资助。她能够从战略高度看待外汇风险管理问题,视角独特且意义深远。她能够前后坚持五年有余,始终关注汇率制度改革,搜集大量的数据资料,组织展开一系列的系统研究实为难能可贵。书中系统阐述了企业外汇风险暴露的特征及其决定因素、外汇风

险管理策略及其有效性、企业外汇风险管理的动机等理论问题；同时，在现实案例分析的基础上对企业外汇风险管理目标的设定、外汇风险管理体系的构建、外汇风险的识别与度量等实务问题加以阐述，提出了许多切实可行的操作方案。另外，书中还对金融服务与产品的设计提出了基于外汇风险管理需求的开发思路，完善了风险管理的市场机制；更值得一提的是，文章的最后部分从宏观经济政策层面提出了汇率政策稳定化、贸易结算人民币化、发展衍生产品、税收引导等一系列富有创新意义的外汇风险管理宏观战略。

全书力求从战略的视角看待外汇风险管理，兼顾理论高度和实务细节，为实现由政府协同企业共同面对外汇风险管理问题、宏观政策与微观策略并进实施、企业价值与国民经济共赢格局，提出了加强外汇风险管理的很多新见解，研究了外汇风险防范和管理的一些创新方法，提出了一些具有可行性的政策建议。本书是目前国内仅有的能够紧密结合中国国情，运用规范研究与实证研究相结合的方法系统探讨外汇风险管理的著作，不仅可以成为相关研究的重要参考文献，对实务部门乃至理论部门的同志都有很大的参考价值。

特此作序。



2009年10月

目 录

第一章 引言	1
第一节 改革开放三十年汇率制度变迁	1
第二节 人民币汇率波动特点分析	6
第三节 汇率风险与企业价值	13
第四节 外汇风险管理战略内涵	16
第二章 企业外汇风险及外汇风险管理理论	20
第一节 外汇风险	20
第二节 外汇风险管理	23
第三节 风险管理与企业价值、公司治理	28
第三章 企业外汇风险暴露特征及其决定因素	37
第一节 外汇风险暴露相关研究综述	37
第二节 中国企业外汇风险暴露的特征分析	55
第三节 外汇风险暴露的决定因素——非系统性特征	81
附录	95
第四章 企业外汇风险管理策略及其有效性	101
第一节 经营性套期保值	101
第二节 金融性套期保值	109
第三节 中国的套期保值	116
第四节 经营性套期保值有效性的实证研究	121
第五节 金融性套期保值有效性的实证研究	133
第五章 企业外汇风险管理动机	145
第一节 企业外汇风险管理的动机理论	145
第二节 企业外汇风险管理程度的度量	149
第三节 企业外汇风险管理动机研究模型的构建	155
第四节 实证结论和实践启示	159
附录 企业风险管理动机	162
第六章 企业外汇风险管理目标设定	181
第一节 企业外汇风险管理目标	181
第二节 案例背景介绍	186

第三节 某石化公司的外汇风险管理	188
第七章 企业外汇风险管理系统构建	192
第一节 企业外汇风险管理系统构建的理论基础	192
第二节 我国企业外汇风险管理系统构建	195
第三节 某钢铁股份有限公司外汇风险管理系统构建	202
第八章 企业外汇风险识别与度量	217
第一节 工作底稿法	217
第二节 报表法	228
第三节 敏感性分析法	246
附录 两个案例	253
第九章 金融服务与产品设计	267
——基于企业外汇风险管理需求	267
第一节 企业外汇风险管理需求	267
第二节 金融服务与产品设计	276
第三节 案例设计——宁波宜科科技有限公司	281
第十章 企业外汇风险管理宏观战略	286
第一节 汇率政策稳定化	286
第二节 贸易结算人民币化	289
第三节 我国衍生产品市场发展	293
第四节 税收引导及其他相关政策	296
参考文献	300
后记	326

第一章 引言

近年来,随着全方位改革开放的深入发展,特别是在加入世界贸易组织后,国内市场和国际市场联系日益紧密,国际贸易和国际资本双向流动迅猛发展,使得我国企业的外汇业务空前增长。与此同时,中国金融体制改革步伐加速,特别是2005年7月21日我国施行了汇率制度的重大调整后,人民币汇率不再盯住单一美元,汇率的波动区间扩大,汇率波动更加频繁,中国企业的外汇风险进一步增加。人民币汇率的变动,不仅会通过产品价格、原材料价格、劳动力价格、融资成本等对经常账项和资本账项影响,直接影响所有涉及国际贸易与国际资本往来公司的价值,更重要的是汇率变动还会通过对公司竞争对手及互补公司的影响来改变公司的竞争力,从而对所有的公司包括那些完全不涉及国际交易的纯国内公司的价值造成间接的影响。外汇风险作为企业风险的一个重要方面,在企业整个价值体系中,占有越来越重要的地位。

第一节 改革开放三十年汇率制度变迁

1978年11月,中国共产党十一届三中全会召开,我国进入了经济体制改革的转轨时期,中国的外贸、外汇体制渐进地向市场化方向发展,由此也拉开了人民币汇率制度改革的序幕。改革开放以来,人民币汇率制度经历了四次重大变革,由改革前传统计划经济体制下的固定汇率制度逐步发展为实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币的、有管理的浮动汇率制度。

一、1979—1984年底人民币内部结算价与官方牌价并存的双重汇率时期

1979年8月为大力发展对外贸易,鼓励出口,限制进口,加强外贸的经济核算,国务院决定改革我国的汇率制度,除继续保留公布的官方牌价外,另外制定内部结算汇率。经过一年多的研究和调查,自1981年1月1日起,我国开始实行官定双重汇率制度:一是贸易汇率,采用贸易内部结算价,主要适用于进出口贸易及贸易从属费用的外汇结算,按1978年全国出口平均换汇成本再加10%的出口利润确定的结算价为 $\$1 = \text{RMB}2.80$,

1981—1984 年该贸易外汇结算价没有变动；二是公布的官方牌价，仍然按照原来的一篮子货币加权平均计算，1981 年 1 月 1 日，该牌价为 $\$1 = \text{RMB}1.50$ ，主要用于非贸易外汇的兑换和计算。

外汇体制的另一重大改革措施是，1980 年 10 月国务院批准通过中国银行开办外汇调剂业务，允许外汇调剂价格最高不得超过 1 美元兑 3.08 元人民币。虽然这一时期的外汇调剂量不大，1981 年至 1985 年的调剂量仅为 10 亿美元，但该举措标志着中国市场汇率的生成开始萌芽，进入官方汇率与市场汇率并存时期。

这一时期，人民币经历了从单一汇率到复汇率的变迁。由于贸易内部结算价（1 美元兑 2.80 元人民币）远远高于官方汇率（1 美元兑 1.50 元人民币），这对经营进出口贸易的、自负盈亏的部分地区和外贸公司起到了一定的刺激和鼓励性作用。但是，随着这一时期美元的大幅度升值，人民币官方汇率逐步下调，已与贸易内部结算价十分接近，双重汇率的奖出限入作用已经逐渐消失。同时，双重汇率制度给外汇管理带来一定的困难，并且受到国外的责难，使得我国在对外经济往来中陷入被动和不利的地位。于是，1983 年 11 月 25 日，经国务院批示成立专门小组研究了汇率改革方案，经过讨论一致认为，我国目前实行的双重汇率制度存在着许多矛盾和问题，必须加以改革，改革的方向是实行单一的汇率制度。由此，掀起了新一轮的汇率调整。

二、1985—1993 年官方牌价与调剂市场价格并存的汇率时期

自 1985 年 1 月 1 日起取消了贸易内部结算价，人民币官方双重汇率并轨为单一汇率制度。但是，据估计到 1994 年汇率并轨之前，我国的外汇资源的大部分已处于调剂市场汇价的调节范围之内。因此，在这期间名义上是单一汇率，而实际上又形成了新的双重汇率，出现了官方牌价和调剂市场价格并存的局面，并同时采用了外汇留成办法。

官方汇率由中国人民银行制定、调整 and 公布，适用于上缴中央的一部分外汇收入、国家计划内支出和非居民外汇买卖。调剂市场汇率基本上是随着各地外汇调剂中心外汇供求状况浮动，采取外汇调剂序列加以引导，在市场发生剧烈波动时，施加最高限价，予以限制。调剂市场价格适用于留成的一部分外汇收入和外商投资企业的外汇买卖。由于我国对各类企业的外汇收入采取不同的留成比例，同一笔收入，留成比例大的企业换取的人民币多于留成比例小的企业。因此，这个时期我国的汇率制度，实际上是多种汇率制度并存。

在这次改革中,汇率经历了四次下调。第一次是1985年1月至10月,人民币对美元的汇率由 $\$1 = \text{RMB}2.08$ 调低到 $\$1 = \text{RMB}3.20$ 。第二次是1986年7月5日,又进一步调低至 $\$1 = \text{RMB}3.7036$,下调幅度达15.8%。这两次下调汇率的目的主要是刺激出口,适当限制进口。但是,由于两次下调的时间间隔较短,对进出口的调节作用受时滞的影响,效果并不明显。1989年12月16日,人民币汇率再次大幅度下调,下调幅度高达21.2%,从 $\$1 = \text{RMB}3.7036$ 调到 $\$1 = \text{RMB}4.72$ 。从总体来看,这次调整对外贸有一定的效果,在外贸补贴不变的情况下,贬值对出口有一定的促进,同时对进口有所抑制,1990年贸易出现26.1亿美元的顺差,使得国有外汇库存有所增加。为了适应1991年开始的外贸体制改革,即外贸企业实行自负盈亏,取消出口补贴的需要,1990年11月27日,人民币汇率再次下调了9.57%,降到 $\$1 = \text{RMB}5.2221$ 。经过此次调整,官方汇率已经逐步接近调剂市场价格,人民币汇率长期高估的问题在一定程度上得到了解决,汇率水平逐步趋于合理,同时对打击外汇黑市、逐步实行统一的外汇市场也是十分有利的。

从这几年人民币几次下调的情况看,其确实对进出口贸易产生了一定的积极作用,并且使人民币汇率长期偏离其真正价值的状况有所改善。但是,这个时期的汇率制度名义上是单一汇率,其实质上仍是多种汇率并存,某些根本性问题仍未解决。汇率双轨制度只能作为一种过渡性措施,不可能成为我国长期的汇率制度,因此,人民币汇率改革将随着经济体制改革的深化继续发展下去。

三、1994—2005年实行有管理的浮动汇率制度时期

1993年12月25日国务院发出了《进一步改革外汇管理体制的通知》,12月28日中国人民银行公布了《关于进一步改革外汇管理体制的公告》,宣布从1994年1月1日起,对我国的外汇管理体制进行重大改革。这次改革的主要内容有以下四个方面。

1. 1994年1月1日开始,实现人民币官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨。公告中明确规定:“并轨后的人民币汇率,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动制。由中国人民银行根据前一日银行间外汇交易市场形成的价格,每日公布人民币对美元交易的中间价,并参照国际外汇市场变化,同时公布人民币对其他主要货币的汇率。”1993年12月31日人民币官方汇率是 $\$1 = \text{RMB}5.7$,外汇市场调剂价格为 $\$1 = \text{RMB}8.7$;此次汇率并轨之后,人民币的汇率稳定在 $\$1 = \text{RMB}8.7$ 左右。

公告中同时声明,当汇率出现非正常波动的情况下,将“通过银行间外汇买卖和中国人民银行向外汇交易市场吞吐外汇,保持各银行挂牌汇率的基本一致和相对稳定”。

2. 实行银行结售汇制度,允许人民币在经常项目下有条件可兑换。除外商投资企业和几项经过批准的外汇收入之外,其他外汇收入均须按银行挂牌汇率,全部结售给外汇指定银行,从而由外汇指定银行结汇制度取代了原来的中央银行结汇制。同时,取消现行的各类外汇留成、上缴和额度管理制度。在实行银行结汇制度的同时,还实行银行售汇制度,取消了经常项目正常对外支付用汇的计划审批。境内企事业单位、机关和社会团体在经常项目下的对外支付用汇,可以持有效凭证,用人民币到外汇指定银行办理兑付,从而简化了用汇手续,实现了人民币在经常项目下有条件可兑换。

3. 建立了银行间外汇市场。实行银行结汇、售汇制后,建立全国统一的银行间外汇交易市场,为各外汇指定银行相互调剂余缺和清算服务。各外汇指定银行根据中国人民银行公布的基准汇率,在规定的浮动幅度范围内自行挂牌,对客户买卖外汇。而中国人民银行通过国家外汇管理局对银行间的外汇交易进行监督和管理。同时,外商投资企业的外汇收入,允许在外汇指定银行或境内外资银行开立现汇账户,保留外汇调剂中心继续为外商投资企业的外汇买卖进行服务。

4. 取消境内外币计价结算,禁止外币在境内流通。自1994年1月1日起,取消任何形式的境内外币计价结算;境内禁止外币流通和指定金融机构以外的外汇买卖;停止发行外汇券,已发行流通的外汇券,可继续使用,逐步兑回。

自从1994年进行了外汇管理体制改革后,我国建立起了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动制,使得人民币汇率制度逐渐走向市场化。但是,1994年的外汇管理体制仍然存在一定的缺陷,因而在1994年之后,我国又相继出台了一系列外汇管理改革措施,不断完善我国的外汇管理体制。1996年6月20日,经国务院批准,从1996年7月1日起,在全国范围内将外商投资企业的外汇买卖纳入银行结算售汇体系,取消了人民币经常项目可兑换的主要汇兑限制,从而使我国外汇市场的运行和人民币市场汇率的形成机制更加趋于完善。1997年10月15日,经国务院批准,允许部分中资企业开立外汇账户,保留一定限额的经常项目外汇收入。此举允许部分中资企业由强制结汇走向意愿结汇,使得中资企业在一定程度上成为外汇市场的间接参与者,从而能够影响外汇市

场上的供求关系,有利于活跃外汇市场的运作,增强汇率的杠杆作用,并使人民币汇率形成机制得到完善。

此次汇率改革结束了人民币长达 16 年的贬值过程,此后,人民币汇率运行基本维持在 $1 = \text{RMB}8.72$,略有上升。实践证明改革是成功的。汇率制度的改革促进了进口、抑制了出口,使得我国国际收支状况大大改善,外汇储备大幅度增加。同时,由于取消了外汇留成制度,实现了同等条件下的公平竞争,有利于国有企业经营机制的转变,使外汇资源得到有效配置。更为重要的是,并轨后的汇率制度走向与国际范围接轨,为人民币实现完全自由兑换及国际化提供了必要条件。值得一提的是,并轨后的人民币汇率在对外贸易、外商投资以及对外国宏观经济的影响上都经受住了严峻考验,尤其是 1997 年 7 月的东南亚金融危机时期,东南亚各国的货币连续贬值,韩国、日本货币也跟着大幅度贬值,俄罗斯卢布随之贬值。在此期间,我国领导人一再表明人民币不贬值,以此促进经济增长,维护国际收支平衡,为亚洲金融稳定和世界经济的发展做出了巨大贡献,并获得了国际社会的好评。

四、2005 年 7 月至今建立健全实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币的、有管理的浮动汇率制度

2005 年 7 月 21 日,经国务院批准,中国人民银行发布了《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》,对我国汇率制度变革做出如下规定:(1)自 2005 年 7 月 21 日起,我国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度。人民币汇率不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。(2)中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。(3)2005 年 7 月 21 日 19 时,美元对人民币交易价格调整为 1 美元兑 8.11 元人民币,作为次日银行间外汇市场上外汇指定银行之间交易的中间价,外汇指定银行可自此时起调整对客户的挂牌汇价。(4)现阶段,每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍在人民银行公布的美元交易中间价上下 3% 的幅度内浮动,非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价上下一定幅度内浮动。

此次汇率改革的核心内容主要体现在以下三个方面。一是改革了汇率生成机制。这并非简单的人民币汇率水平在数量上的增减,自 2005 年 7 月 21 日起,人民币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度。改变了 11 年来单一盯住美元的政策,这是一种实质性的改革,它意味着人民币汇率的制定与调整已越来越国际化。二是适当释放人民币升值的压力,即对人民币币值作小幅的升值调整,人民币对美元升值 2.1%。三是适当扩大人民币汇率的浮动区间,允许人民币兑美元汇率日波幅为上下浮动 0.3%;将人民币与非美元货币汇率的浮动区间扩大到 3%;扩大银行自行定价的权限,现汇和现钞买卖价在基准汇率上下 1%—4% 以内由银行自行决定,而且可以一日多价。

第二节 人民币汇率波动特点分析

纵观最近一次汇率制度改革(2005 年汇改)前前后后 10 年中,人民币币值经历了由超稳定到快速升值,逐步再次回归稳定的过程。如果深入剖析人民币对外币汇率波动细节我们会发现更多有意义的特征。

一、人民币汇价呈现非均衡升值

这次汇率改革拉开了我国最近几年人民币汇率持续升值的序幕。图 1.1 和图 1.2 显示了自 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑各国货币的月加权平均汇率的走势。从中不难看出,2005 年 7 月以前,我国采用的是固定汇率制度,虽然 1995 年之前汇率有一定幅度的波动,但整体看来,汇率的走势基本平稳,人民币在相当长一段时间内维持其兑美元的比价不变。但是 2005 年汇率制度改革之后,2008 年 9 月 23 日,人民币兑美元中间报价最高达到 6.800 9,创 2005 年 7 月 21 日汇改以来历史新高^①,人民币兑美元汇改后累计升值最高达到 17.83%。而同期,人民币兑其他几种货币的升幅却小得多甚至出现贬值情况。同为 2008 年 7 月 16 日,人民币兑百日元中间价报 6.501 7,较汇改前升值 12.48%;兑欧元中间价报 10.837 5,贬值 7.81%;兑英镑中间价报 13.656 6,较 2006 年 8 月 1 日升值 8.98%(人民币兑英镑中间价自 2006 年 8 月 1 日起开始公布)。另外,据国际清算银行公布的数据,2008 年 6 月人民币名义有效汇率指数为 102.88,较三年前上涨 9.74%,也远小于同期人民币兑美元 17.83% 的升幅。人民币汇价波

^① 数据截止日期为 2009 年 6 月 26 日。2005 年 7 月 21 日人民币兑美元的汇率为 1 美元兑 8.276 5 元人民币。

动呈现出明显的非均衡升值的特点。



图 1.1 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑各国货币
月加权平均汇率走势图

注：数据来源于中经网统计数据库，人民币兑英镑汇率采用次坐标轴。

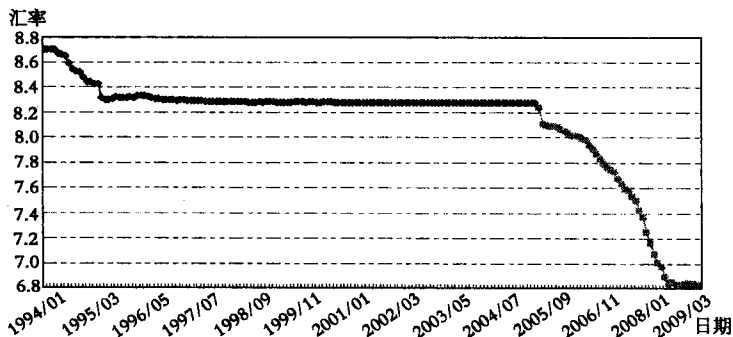


图 1.2 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑美元
月加权平均汇率走势图

注：数据来源于中经网统计数据库。

二、人民币对非美货币走势独立性增强

2005 年汇率制度改革之前人民币采用的是盯住美元单一货币，与其他国家的汇率主要取决于美元兑它国货币的汇率，人民币与非美货币间汇率的变化与美元与非美货币间变动呈现高度一致性，而汇率制度的改革，改变了人民币在国际结算中对美元的依附性，人民币与非美货币间汇率的走势及变动在 2005 年 7 月后或早或迟都走出了独立于美元与非美货币间的汇率走势及变动的态势。这一点可以从图 1.3 至图 1.8 人民币兑非美各币种与美元兑相应币种的对比走势图中清晰看

到。这一方面会在一定程度上影响国际贸易格局,另一方面也会令中国企业面临更加复杂的外汇风险问题。

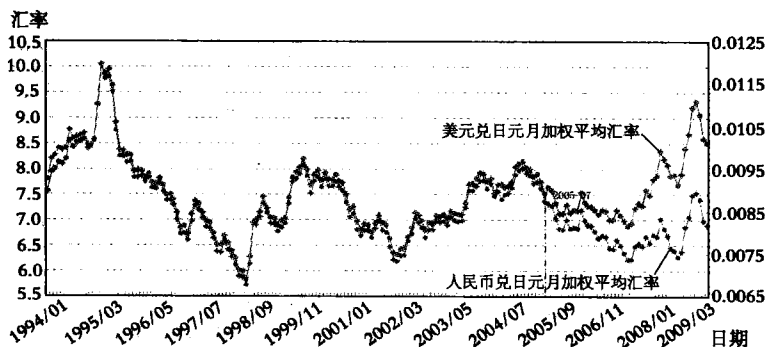


图 1.3 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑日元和美元兑日元
月加权平均汇率对比走势图

注:数据来源于中经网统计数据库。

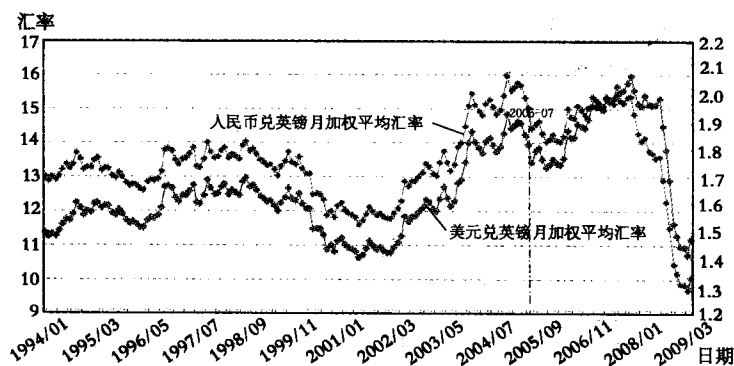


图 1.4 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑英镑和美元兑英镑
月加权平均汇率对比走势图

注:数据来源于中经网统计数据库。

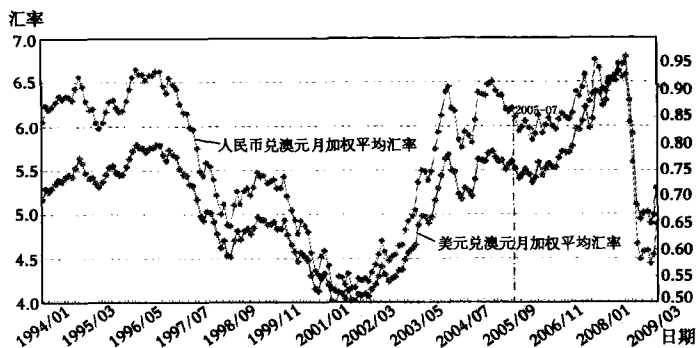


图 1.5 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑澳元和美元兑澳元月加权平均汇率对比走势图

注:数据来源于中经网统计数据库。

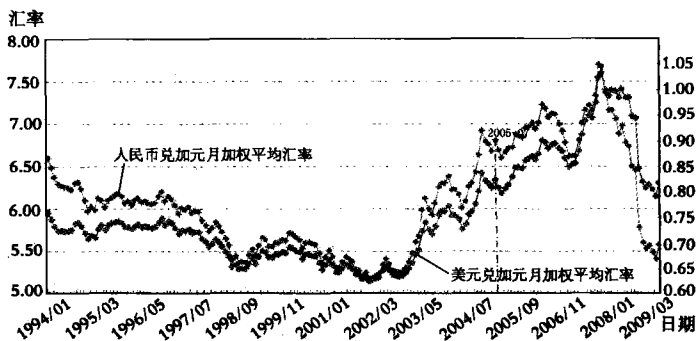


图 1.6 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑加元和美元兑加元月加权平均汇率对比走势图

注:数据来源于中经网统计数据库。

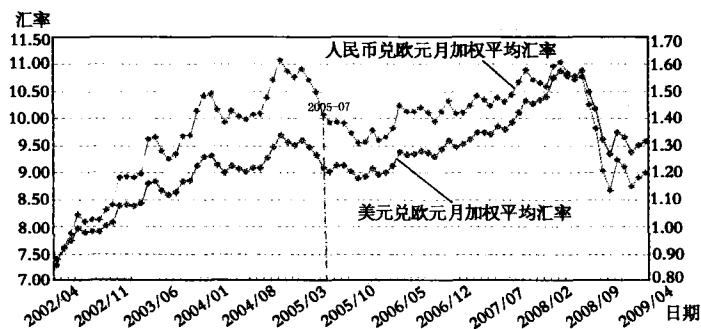


图 1.7 2002 年 4 月至 2009 年 4 月人民币兑欧元和美元兑欧元月加权平均汇率对比走势图

注:数据来源于中经网统计数据库。

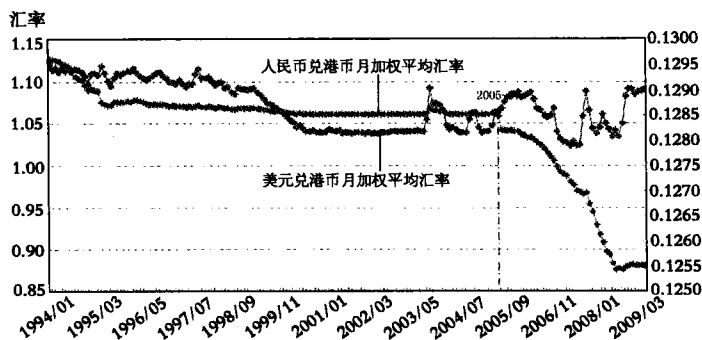


图 1.8 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑港币和美元兑港币月加权平均汇率对比走势图

注：数据来源于中经网统计数据库。

三、人民币对各国货币波动日渐频繁且波动幅度不断增加

2005 年汇率制度改革引起国内外企业的广泛关注，更多的目光聚焦于人民币升值预期，认为人民币将进入一个升值的通道。然而，人民币汇率改革重要的不是汇率水平的变化，而是在于汇率制度的改变及汇率形成机制的变革上，这意味着人民币从此开始进入真正意义的浮动汇率时代，打破了近年来人民币与美元汇率长期处于所谓的“超稳定”状态，人民币与包括美元在内的各国货币间的波动越来越频繁且幅度不断增加，如图 1.9 至图 1.15 所示，人民币对各国货币波动率除了人民币兑日元外，在其他币种上都表现出波动率增加的明显态势。

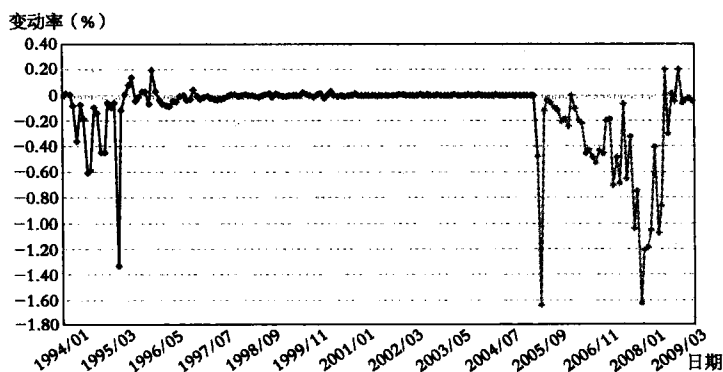


图 1.9 1994 年 1 月至 2009 年 4 月人民币兑美元月加权平均汇率变动率图

注：数据来源于中经网统计数据库。