

第一章 国际收支

【学习目标】

- (1)理解国际收支的含义
- (2)掌握国际收支平衡表的结构与内容
- (3)掌握国际收支失衡的原因及调节手段
- (4)了解国际收支基本理论

【导读案例】

明修栈道,暗度陈仓——中国的贸易顺差与资本外逃

据海关总署发布的数据,2012年,中国外贸进出口总值为38 667.6亿美元,其中出口20 489.3亿美元,进口18 178.3亿美元,贸易顺差达到2 311亿美元,比上一年度扩大了48.1%。长期的贸易顺差似乎已经成为了中国经济的常态。

但与此形成强烈对比的是,资本外逃也是中国经济一直存在的现象。在澳门,你可能会对街头鳞次栉比的名表店留下深刻印象。中国游客在购买那些镶着珠宝的奢华手表时,往往用信用卡付账,紧接着就会把表退回去,好心的店主会退给他们现金(但会扣掉少许金额)。这些游客其实并不在意新款时尚名表,而是要借助买表这种方式把资金转移出中国。2012年1月,澳门赌场收入同比上升35%,这是由于大量中国内地人为庆贺“水龙年”的到来而涌入此地。人们普遍认为,游客用信用卡上的钱赌博,然后在境外接收结算后的现金(外币),这是把资金转移出中国的又一条途径。

无论是人们早已熟悉的贸易顺差问题,还是日常生活中不易被发觉的资本外逃问题,都会体现在一国的国际收支统计中,这些数据的变化以及数据背后所反映出的问题,对于一国经济的持续发展有着至关重要的意义。

资料来源:叶檀,质疑中国外贸数据,<http://www.ftchinese.com/story/001048476>;汉妮·桑德尔,中国资本外逃暗潮,<http://www.ftchinese.com/story/001042976>,笔者有删改。

国际金融研究的主题之一是开放经济下的跨国经济往来问题。当今世界,国与国之间的经济往来日渐频繁,往来形式日益多样。在这种交往中,会形成一定的跨国货币收支关系,而国际收支及国际收支平衡表就是一国对外经济交往的货币记录及账面表现。因此,将本章作为国际金融学习的起点,可以帮助我们从一国的视角来理解国际金融的内容,并逐步深入到该学科的核心内容中。

第一节 开放经济下的国民收入账户与国际收支

国际金融学是研究开放经济下宏观经济问题的学科之一,经济学家通常会用会计核算的

办法来描述一国的产出水平和国际经济交易变量,这就需要利用两个相互联系的工具:一个是国民收入账户,用以描述开放经济中各经济变量间的关系;另一个是国际收支账户,系统地记载了一国的各类对外经济往来。

一、开放经济下的国民收入恒等式与经常账户余额

通过其他课程的学习,我们已经知道,国民收入是衡量一国在一定时期内所产出的最终商品和劳务的市场价值总和的指标,可以通过支出法或收入法测算。在封闭条件下,国民收入(Y)由私人消费(C)、私人投资(I)和政府购买(G)构成;而在开放经济中,国民收入还包括了净出口(NX)这一构成要素。若以 X 代表出口, M 代表进口,则:

$$NX = X - M \quad (1.1)$$

开放经济下的国民收入恒等式由此可以表示为:

$$Y = C + I + G + NX \quad (1.2)$$

在式(1.2)中,净出口仅代表产品和服务的进出口之间的差额,但随着一国开放程度的加深,除产品与服务的跨国交易外,还会产生诸如资本和劳动力的独立跨国流动。因此,在国民收入统计中还需要加入本国从外国获得的净要素收入(NFP),如工人取得的净报酬、净投资收益以及以无偿捐助形式体现的单方面转移等。也就是说,开放经济下一国国民收入中来自外国的部分是由净出口和从外国获得的净要素收入共同构成的,我们将这两者之和称为经常账户余额(CA),即:

$$CA = NX + NFP \quad (1.3)$$

当 CA 大于零时,称为一国经常账户顺差(盈余);反之,则称为逆差(赤字)。

二、经常账户余额的宏观经济含义

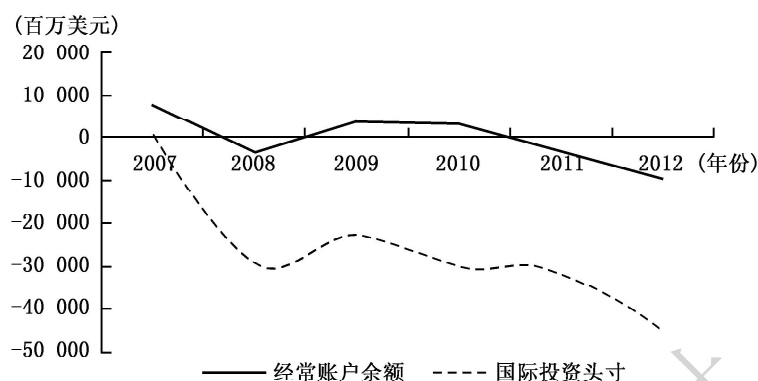
如果不考虑净要素收入,经常账户余额就是对进出口差额的直接反映,也正因为如此,它才成为了最被人们关注的内容之一。但对经常账户余额进行深入分析后,还能揭示出更丰富的经济意义。

(一)经常账户余额与国际投资头寸

经常账户余额还可以衡量一国国际借贷的方向与数量。若一国经常账户余额出现逆差,收入小于支出,则国家必须对外举债以弥补赤字,这将导致该国对外负债增加;反之,当一国经常账户余额为顺差时,该国实际上是在为逆差国提供融资,该国对外资产增加。在国际金融学中,我们将一国在某一时点上的对外资产与负债状况称为国际投资头寸(IIP)。因此,经常账户余额反映了一国的国际投资头寸状况,也反映了一国的海外净财富总量。

专栏 1.1

经常账户余额的变化会直接带来国际投资头寸的变动,可以智利为例加以说明。图 1.1 标示出了 2007~2012 年智利经常账户余额与国际投资头寸的走势,我们可以清楚地看到,二者具有明显的同向变化趋势。



资料来源:根据 IMF 官方网站提供的数据,作者绘制。

图 1.1 2007~2012 年智利经常账户余额与国际投资头寸的变化关系

(二)经常账户余额与国内吸收

我们再看式(1.2)所示的国民收入恒等式,其中,私人消费、私人投资和政府购买共同构成了国内居民的总支出,我们称之为国内吸收(A),即:

$$A = C + I + G \quad (1.4)$$

因此,经常账户余额就是国民收入与国内吸收之间的差额,即:

$$CA = Y - A \quad (1.5)$$

该式说明,经常账户逆差意味着国内支出超过其产出的产品与服务价值,在简化净要素收入因素的情况下,必须通过进口外国产品或服务来满足这一支出。

(三)经常账户余额与储蓄、投资和财政赤字

我们已经知道,在封闭经济条件下,国民储蓄等于投资;在开放经济条件下,国民储蓄等于私人投资加上经常账户余额,即:

$$S = I + CA \quad (1.6)$$

式(1.6)说明,在开放经济条件下,当本国储蓄不足以支持本国投资时,可以通过形成经常账户逆差的方法来满足投资需求,即通过借入外债来增加产品进口,弥补本国的储蓄缺口并提高投资水平。

如果我们将国民储蓄(S)进一步拆分为私人储蓄(S^P)和政府储蓄(S^G),即:

$$S = S^P + S^G \quad (1.7)$$

则经常账户余额可以表示为:

$$CA = S^P - I + S^G \quad (1.8)$$

由于政府储蓄(S^G)实际上就是政府税收(T)减去政府购买(G)后的余额,通常为负值,因此,政府储蓄更多表现为政府的财政预算赤字。由此我们可以得出,私人储蓄的增加必然带来经常账户余额的增加,而私人投资与政府预算赤字的增加则会导致经常账户余额的下降。这一分析实际上强调了经常账户与财政政策之间的关系。

三、国际收支的含义

根据前文所述,国民收入账户中的经常账户可以反映一国的净出口和从外国获得的净要素收入,但这并没有涵盖全部对外经济交易,因此需要有一个新的账户来全面反映经济的开放

性,这就是国际收支账户。

根据国际货币基金组织(IMF)2009年颁布的《国际收支和国际投资头寸手册》(第6版)(BPM6)中的定义,国际收支是某个时期内居民与非居民之间的交易汇总统计表。

该定义可以从以下几个方面来理解:

第一,国际收支是一个事后概念,定义中的“一定时期”通常是指过去的一个自然年度,它是对已经发生的交易的记录。

第二,国际收支是一个流量的概念,即一定时期内经济价值的创造、转换、交换、转移或灭失;包括一个机构单位资产和负债的数量、组成或价值的变化。^①

第三,国际收支记录的内容以交易为基础。所谓交易,有多种形式。可以根据所涉经济价值的性质进行分类,包括货物或服务交易、初次收入交易、二次收入交易、资本转移交易、非生产/非金融资产交易以及金融资产或负债交易^②。也可以根据交换性和转移性加以分类。交换或称为有偿交易,是指提供某种具有经济价值的东西,以换取一个具有对应经济价值的项目,货物和服务的购买、资产购置、雇员报酬、股息等都属于交换;转移是指一方提供(或收取)某种具有经济价值的东西,而没有收取(或提供)某种具有对应经济价值的项目,如税收、债务减免、捐赠、各类个人转移等,也称为无偿交易。还可以根据其是货币性的还是非货币性的加以分类。货币交易指一个机构单位以货币形式付款(收款),而非货币交易指交易各方最初没有以货币形式表示的交易,如易货交易、实物报酬和实物支付、实物补偿和实物转移等。由于国际收支以货币表示,所以需要非货币交易的货币价值进行间接测算或者用其他方式加以估计。此外,还有一些交易则可加以推定,以反映内含的经济关系,如将直接投资企业留存收益中属于外国直接投资者的部分视为留存收益按股份比例分配给直接投资者,然后这些外国直接投资者将其再次投资于企业等。^③

专栏 1.2

事实上,使用“国际收支”这一称呼来描述一国的国际经济交易并不十分贴切。1945年,国际联盟曾建议将其改为“国际交易账户”,但由于人们使用这一名词已久,这一建议并没有得到采纳,“国际收支”这一称呼便一直延续到今天。

第四,国际收支记录的是对外经济交往,即发生在居民与非居民之间的交易。在国际收支统计中,如果一个机构单位,在一经济领土内有某种场所、住所、生产地或者其他建筑物,并且在这些地方长期(一年或一年以上)从事或者打算继续从事大规模经济活动和交易,那么该单位就是该经济领土内的居民。所谓经济领土,是指由一个政府有效实施经济管理的地区,包括陆地、领空、领海、海上领土岛屿以及在世界其他地方的领土飞地^④。对于一个经济体来说,它的居民机构单位主要由住户(自然人与家庭)、公司(包括准公司)、非营利机构和政府单位(法律或社会实体)构成。

^① 国际货币基金组织,《国际收支和国际投资头寸手册》(第6版),<http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.pdf>。

^② 具体内容将在本章第二节“国际收支平衡表”的账户设置部分加以详细说明。

^③ 国际货币基金组织,《国际收支和国际投资头寸手册》(第6版),<http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.pdf>。新的规定中,将原有的“移居”类别视为所有者居民地位的分类变化,不再列为交易类型。

^④ 如使领馆、军事基地、科学站、移民局、援助机构、具有外交身份的中央银行代表处等。

专栏 1.3

出国进行全日制学习的学生或前往国外求医的病人,即使其学习(求医)的时间超过了一年,一般也依然属于其出国前常住领土的居民。但如果学生打算在完成学业后继续留在其学习的领土内,那么则转为其学习所在领土内的居民。国家外交人员、维和人员与其他军事人员等,都被视为聘用政府所在经济领土的居民;对国际组织工作人员的处理不同于外交人员,将其视为主要居所所在领土的居民。

第二节 国际收支平衡表

国际收支平衡表是一国国际收支项目的系统记录,是按照一定的编制原则与格式,将一定时期内的每一笔国际收支记录按照特定账户分类和复式记账原则汇总编制的会计报表。它反映了一国开放经济的关键信息,是制定宏观经济政策的重要参考依据。

一、国际收支平衡表的账户设置

国际收支平衡表是由各国自行编制的,其账户设置各有特点,但基本结构大致相同,可以称为标准组成部分。根据《国际收支和国际投资头寸手册》(第 6 版)的规定,其标准组成包括经常账户、资本账户和金融账户。除此之外,平衡表中通常还会设立一个“误差与遗漏净额”项目^①。具体构成见图 1.2。

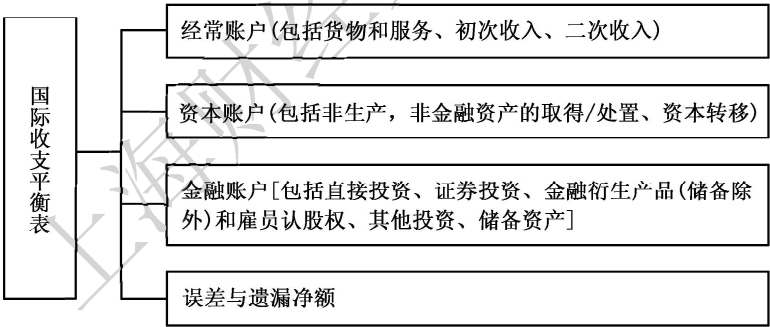


图 1.2 国际收支平衡表的标准组成部分

(一)经常账户

经常账户显示的是居民与非居民之间货物和服务、初次收入和二次收入的交易。

1. 货物和服务账户

货物和服务账户列示属于生产活动成果的交易项目,该账户的侧重点是居民与非居民之间货物和服务的交换环节。货物为有形的生产性项目,对其可建立所有者权益,且其经济所有权可以通过交易由一机构单位转移至另一机构单位,通常包括一般商品、转手货物和非货币黄金;服务是改变消费单位条件或促进产品或金融资产交换的生产活动成果,主要包括加工服务、运输、旅行、保险和养老金服务、金融服务、电信、计算机和信息服务以及文化和娱乐服务等。

^① 目前仍有国家采用《国际收支手册》(第 5 版)中建议的账户设置,其标准组成无明显变化,只是在二级账户中有所不同。

2. 初次收入账户

初次收入账户显示的是居民与非居民机构单位之间的初次收入交易,是机构单位因其对生产过程提供劳务或向其他机构单位提供金融资产和出租自然资源而获得的回报,主要内容包括雇员报酬,股息,再投资收益,利息,归属于保险、标准化担保和养老基金保单持有人的投资收益,租金,以及对产品与生产的税收和补贴等。

3. 二次收入账户

二次收入账户表示居民与非居民之间的经常转移,主要包括个人转移(私人汇款),对所得、财富等征收的经常性税收,社保缴款,社会福利,非寿险净保费,非寿险索赔,经常性国际合作和其他经常转移等。

(二) 资本账户

资本账户主要包括居民与非居民之间的应收和应付资本转移,以及非生产/非金融资产的取得和处置。其中,资本转移主要包括债务减免、投资捐赠和一次性担保与其他债务承担等;非生产/非金融资产包括自然资源、契约、租约和许可、营销资产(品牌、报刊名称、商标、标志和域名)和商誉等。

(三) 金融账户

金融账户记录发生于居民与非居民之间的涉及金融资产与负债的交易,主要包括直接投资、证券投资、金融衍生产品(储备除外)和雇员认股权、其他投资、储备资产五项内容。

直接投资是跨境投资的一种,其特点是一经济体的居民对另一经济体的居民企业实施了管理上的控制或重要影响;证券投资是指没有被列入直接投资或储备资产的有关债务或股本证券的跨境交易和头寸;金融衍生产品是一种金融工具,该金融工具与另一个特定的金融工具、指标或商品挂钩,通过这种挂钩,可以在金融市场上对特定金融风险本身(如利率风险、外汇风险、股权和商品价格风险、信用风险等)进行交易;雇员认股权作为一种报酬形式,是公司向雇员提供的一种购买公司股权的期权;其他投资包括长短期贸易信贷、贷款、货币和其他应收应付款项;储备资产主要包括货币黄金、特别提款权、在基金组织的储备头寸及外汇资产与其他债权等。^①

(四) 误差与遗漏净额

虽然该账户并不属于国际收支平衡表的标准组成部分,但各国在编制报表时大多会设置该项目。其原因在于,由于不同账户的统计资料来源不一、记录时间不同以及一些人为因素(如进出口虚报)等原因,会导致报表最终的借贷方总额无法平衡,因此需要设立这一账户来抵消借贷的差额,实现报表的平衡。

专栏 1.4

国际收支平衡表主要账户设置示例见图 1.3。

国际收支:	贷方	借方	差额
经常账户			
货物和服务	540	499	41
货物	462	392	70
服务	78	107	-29

^① 有关储备资产的内容,本书第八章会予以专门说明。

续表

国际收支:	贷方	借方	差额
初次收入	50	40	10
雇员报酬	6	2	
利息	13	21	
公司的已分配收益	17	17	
再投资收益	14	0	
租金	0	0	
二次收入	17	55	-38
对所得、财富等征收的经常性税收	1	0	
非寿险净保费	2	11	
非寿险索赔	12	3	
经常性国际转移	1	31	
其他经常转移	1	10	
养老金权益变化调整			13
经常账户差额			
资本账户			
非生产/非金融资产的取得/处置	0	0	
资本转移	1	4	
资本账户差额			-3
净贷出(+)/净借入(-)(来自经常账户和资本账户)			10
金融账户(按职能类别)	金融资产净获得	负债净产生	差额
直接投资	8	11	
证券投资	18	14	
金融衍生产品(储备除外)和雇员认股权	3	0	
其他投资	20	22	
储备资产	8		
资产/负债变化总额	57	47	
净贷出(+)/净借入(-)(来自金融账户)			10
误差与遗漏净额			0

资料来源:国际货币基金,《国际收支和国际投资头寸手册》(第6版),<http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.pdf>。

图 1.3 国际收支平衡表主要账户设置示例

二、国际收支平衡表的编制原则

国际收支平衡表的编制遵循会计报表编制原则,涉及记账原则、交易的记录时间、计值原则以及记账货币原则等内容。

(一)复式记账原则

国际收支平衡表采用复式记账法,该方法能够确保所有交易的贷方分录合计额与借方分录合计额相等(如前文所述,在实践中,计量问题会使它们之间存在差异)。记账的基本原则是:商品进口和金融资产增加或负债减少记入借方,用负号(-)表示;商品出口和金融资产减少或负债增加记入贷方,用正号(+)表示。具体而言,在经常和资本账户中,贷方记录出口、应收初次收入、应收转移和非生产/非金融资产处置;借方记录进口、应付收入、应付转移和非生

产/非金融资产的获得。在金融账户中,不强调借记和贷记的表述方式,采用“金融资产净获得”和“负债净产生”两个术语。金融账户项目按净额分别对每项金融资产和负债进行记录,正变化表明资产或负债的增加,负变化表明资产或负债的减少。

专栏 1.5

以下是国际收支统计复式记账法的几个例子。

贷记——货物和服务出口,应收收入,资产减少或负债增加。

借记——货物和服务进口,应付收入,资产增加或负债减少。

例 1:向非居民出售 100 个货币单位的货物。对于卖方而言:

贷记 出口 100

借记 货币 100(金融资产增加)

该交易包括向非居民提供物质资源,以及从非居民收到金融资源,即补偿性收入。

例 2:向非居民出售 50 个货币单位的股份。对于卖方而言:

贷记 股份和其他股权 50(金融资产减少)

借记 货币 50(金融资产增加)

出售方提供股份,并收到货币。

例 3:借款人收到非居民 70 个货币单位的现金贷款。对于借款人来说:

贷记 贷款 70(负债增加)

借记 货币 70(金融资产增加)

资料来源:国际货币基金,《国际收支和国际投资头寸手册》(第 6 版),<http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/bop/2007/bopman6c.pdf>。

(二)权责发生制原则

国际收支交易的记录时间遵循权责发生制原则,这意味着反映经济所有权变更的交易是在所有权转移时记录,服务是在提供时记录。换言之,经济事件是在其发生期间记录,而无论是否已经收到或支付了现金,还是将会收到或支付现金。

(三)市场价格计值原则

在国际收支统计中,市场价格是计值的基础。其中,交易的市场价格是在双方自愿的前提下,买方为获取某物而向卖方支付的货币数额;金融资产和负债头寸通常应按其在资产负债表报告日的市场交易价格进行计值。

(四)记账单位与货币折算

国际收支账户可以按本币编制,也可按另一种货币编制。从国际角度看,全球性报表和分析需要采用国际标准记账单位,但由于现实中并不存在理想的、被广泛认可和非常稳定的标准记账单位,因此通常人们习惯用美元记账。在进行本外币折算时,以外币计价的交易通常按照交易发生时的汇率中间价折算为本币价值;如果无法采用日汇率,则应采用最短期间的平均汇率。有些交易是在一段时间内连续发生的,应采用交易发生期间的平均汇率来进行货币折算。

三、国际收支账户分析与失衡的判定

国际收支平衡表作为一种事后的会计记录,复式记账法使其借贷双方在总体上是平衡的。但就具体项目而言,借贷双方经常是不相等的,会产生一定的差额。所谓的国际收支顺差或逆

差,就是针对按不同口径划分的特定账户上出现的余额而言的。国际收支分析首先就是要说明各主要账户余额的含义及它们之间的关系。

(一)贸易账户余额

贸易账户余额就是前文提及的净出口,是包括货物和服务在内的进出口之间的净差额。这一余额经常被近似替代国际收支水平。因为贸易收支在全部国际收支中占比很大,同时,这一余额反映了一国产业结构和产品在国际市场上的竞争力以及在国际分工中的地位。

(二)经常账户余额

经常账户包含贸易账户余额和收入账户余额。这一账户的宏观经济含义前文已经进行了详细说明,在此需要特别指出的是,这一账户的余额常常被视为衡量国际收支目标和长期状况的重要指标。

(三)资本账户与金融账户余额

在早期的《国际收支手册》中,曾将资本和金融账户按照金融工具的偿还期限划分,但随着金融创新层出不穷,这种分类标准显然不够明确。因此,今天的分类依据更突出了资本流动的独立运动规律,此类账户余额反映了外国对本国的净投资额或净借款额。

(四)经常账户与资本和金融账户的关系

在不考虑误差与遗漏净额的情况下,我们可以看出,经常账户余额与资本和金融账户余额的三者之和为零。这就意味着,资本与金融账户在利用资金净流入或动用储备资产为经常账户赤字提供融资。当然,融资活动不是没有制约的。由于资本流动容易受到国内外政治经济波动的影响而具有明显的不稳定性,所以,长期依赖外资会导致外债负担过重和国际收支易失去平衡;而动用外汇储备为经常账户赤字融资,也会受到储备存量的制约。因此,长期的经常账户赤字是很难维持的。

(五)综合余额

综合余额是指经常账户、资本账户和金融账户中剔除储备资产后构成的余额,其数量变化必然导致储备资产的反向变动。因此,该余额的意义在于衡量国际收支对储备资产持有造成的压力。同时,该余额也被视为全面衡量国际收支状况的关键指标。

通过上述不同的账户余额说明,我们可以看到,国际收支平衡与否的衡量有多种口径,各国往往根据自身情况选用其中的若干指标来判断自己在国际交往中的地位和状况。其中,经常账户余额往往是最重要的被关注指标之一,而人们通常所说的国际收支顺差或逆差一般是指综合余额。

专栏 1.6

在国际收支账户中,除了误差与遗漏项目,其余所有项目都代表着实际的交易活动,按照交易主体和目的的不同,可以分为自主性交易和调节性交易(或称补偿性交易)。自主性交易是指个人或企业为某种自主性目的,如追求利润、降低风险、规避管制等而从事的交易。调节性交易是指中央银行或货币当局为调节国际收支平衡或维持汇率稳定等目的而进行的各种交易。衡量国际收支平衡与否的标准就是看自主性交易余额是否平衡。综合余额基本上反映了自主性交易余额。

第三节 国际收支失衡的原因与调节

国际收支失衡是世界各国普遍面临的经济常态,小幅度的收支失衡即使长期存在,通常也

是可以接受的;临时出现的大幅度收支失衡通常是由于偶然或意外因素引发的,往往可以得到纠正,不会成为严重问题;但若一国国际收支长期存在失衡,无论是顺差还是逆差,都意味着该国经济结构和经济政策存在问题,也极易引发国际经济争端,必须通过相应政策加以调整。

一、国际收支失衡的原因

导致一国国际收支^①失衡的因素有很多,大体上可以概括为以下五种:

(一)经济周期性失衡

在经济周期的不同阶段,一国的国民收入水平、社会总需求水平、企业的生产状态等都会发生变化,由此对本国的进出口产生影响,致使国际收支发生变化。如在经济繁荣期,国内投资和消费需求旺盛,进口数量增加,导致国际收支出现逆差。

(二)经济结构性失衡

结构性失衡是指国内经济、产业结构不能适应世界市场变化而产生的国际收支失衡。此类失衡或是由于国内产业结构调整缓慢,跟不上世界市场产品的新老更替;或是由于一国产业结构单一,易受到外部冲击的影响,导致贸易平衡遭到破坏。

(三)货币性失衡

货币性失衡是指由于国内通货膨胀的原因,在汇率水平不变的条件下,导致出口商品外币价格的上升和进口商品本币价格的相对下降,由此带来了贸易收支的变化。一般认为,国内通货膨胀是货币供应量过度增加的结果,因此,此类失衡称为货币性失衡。

(四)汇率性失衡

在特定的时期和条件下,一国政府或货币当局可能会通过人为的设定或干预汇率水平来实现特定的贸易收支目标,由此导致的收支失衡可以称为汇率性失衡。

(五)临时性失衡

临时性失衡是指短期的、由偶然性因素引起的国际收支失衡。此类失衡程度一般较轻,具有可逆性。

专栏 1.7

中美两国长期以来一直存在着巨大的贸易失衡,自 1993 年以来,中国基本保持了贸易顺差优势。这一局面的形成有着复杂的时代和经济背景,包括产业结构因素、汇率因素、贸易结构与政策因素等。但根本原因是中美双方在产业结构上的差异。美国第三产业占 GDP 的比重常年维持在 70%~80% 之间,第二产业占比仅为 20% 左右;而中国自 20 世纪 90 年代以来,虽然产业结构不断升级,第三产业占比不断加大,但仍只有 40% 左右,而第二产业依然占据宏观经济 50% 左右的主体地位。在这样的产业格局下,中国出口美国的商品大多为低附加值和劳动密集型的生活必需品,而美国出口中国的产品通常为资本和技术密集型的高端设备,加之美国对华出口的限制,必然导致双方的贸易失衡。因此,中美贸易失衡的原因是多方面的,但核心是产业结构问题。

二、国际收支失衡的自动调节

国际收支失衡的自动调节强调的是失衡会对国内经济变量产生影响,变量的自发变动又

^① 此处的国际收支失衡主要指贸易收支的失衡。

会对国际收支产生反作用的过程。

(一)金本位制下的“价格—现金流动”机制

价格—现金流动机制是由英国哲学家大卫·休谟于1752年提出的。该理论的前提是黄金作为国际本位货币,可以自由流通、自由兑换、自由铸造、自由输出(入)国境,使得在金本位制中,一个国家的国际收支可通过物价的涨落和现金(即黄金)的输出(入)自动恢复平衡。

自动调节国际收支的过程如下:一国的国际收支(贸易收支)如果出现逆差,则导致该国黄金外流,货币流通量减少,物价随之下跌,而物价的下跌则提高了本国商品在国际市场上的竞争力,改善了本国的贸易条件,导致商品出口增加、进口减少,于是黄金回流,国际收支(贸易收支)渐趋平衡;反之亦然。

专栏 1.8



大卫·休谟

大卫·休谟(David Hume, 1711—1776), 苏格兰哲学家, 出生在苏格兰的一个贵族家庭, 曾经学过法律, 并从事过商业活动。1734年, 休谟第一次到法国, 在法国他开始研究哲学, 并从事著述活动。1763年, 休谟又去法国, 担任英国驻法国使馆的秘书, 代理过公使。1752~1761年, 休谟曾进行过英国史的编撰工作。休谟的主要著作有《人性论》(1739~1740)、《人类理解研究》(1748)、《道德原则研究》(1752)和《宗教的自然史》(1757)等。休谟与约翰·洛克及乔治·贝克莱并称三大英国经验主义者。

资料来源: 百度百科, <http://baike.baidu.com/view/163463.htm>。

(二)信用本位下的国际收支自动调节机制

在纸币流通条件下, 虽然黄金流动对于平衡国际收支的作用已经不复存在, 但国际收支依然可以通过价格、利率、汇率、收入等变量进行自动调节。

1. 价格机制

价格机制强调国际收支余额影响国内货币供给水平, 进而影响物价, 改变了进出口商品的相对价格和数量, 通过经常账户的变化来影响国际收支的平衡。例如, 一国国际收支顺差, 货币供给由此增加, 在其他条件既定的情况下, 导致本国物价与出口商品价格上升, 从而削弱了本国出口商品的国际竞争力, 出口减少, 进口增加, 国际收支顺差逐步减少直至平衡; 逆差情况则相反。

2. 利率机制

利率机制与价格机制的分析逻辑不同, 不仅是将物价的变动变为了利率的涨跌, 而且强调利率变化会带来资金的跨境流动, 通过资本或金融账户余额的变动来影响国际收支的平衡。例如, 一国国际收支发生逆差, 该国货币存量减少, 利率上升, 表明该国金融资产收益率上升, 从而导致外国资本流入本国以谋求较高利润, 国际收支逆差趋于好转, 走向平衡。

3. 汇率机制

汇率机制强调国际收支余额会对本币汇率^①产生影响, 进而影响进出口商品的相对价格

^① 汇率相关问题会在后面的章节详细加以介绍。

和数量,并通过贸易收支的改变恢复国际收支的平衡。例如,一国国际收支出现顺差,本国外汇市场上外汇供给大于外汇需求,导致外币贬值、本币升值,本国出口商品以外币表示的价格上涨,进口商品价格下降,因此,出口会增加,进口会减少,贸易顺差改善,国际收支趋向平衡。

4. 收入机制

收入机制通过分析国民收入变化引起的社会总需求的变化来说明国际收支的自动平衡机制。例如,国际收支逆差时,该国的国民收入水平会下降,由此引起社会总需求的下降,进口需求由此下降,贸易收支因此得到改善。同时,国民收入下降也会使对外劳务和金融资产的需求都有不同程度的下降,改善了经常项目收入和资本或金融账户收支,从而使国际收支状况得到改善。

国际收支的自动调节机制通常要在纯粹的市场经济条件下才会发挥作用,但在现实中,由于存在着各种干扰因素,同时由于自动调节有可能引发国内经济波动,因此,一国政府通常会采取必要的政策措施来强化对国际收支失衡的调节。

三、国际收支失衡的政策调节

由于国际收支失衡不能完全依赖经济的自动调节来恢复,因此,各国货币当局一般都会主动采取适当的政策和措施来平衡国际收支。

(一) 缓冲型政策

缓冲型政策又称为融资型政策,是指一国政府动用储备资产或对外临时筹措资金来消除国际收支的短期性失衡。例如,一国国际收支出现逆差时,外汇供给不足,中央银行就可以动用本国外汇储备来弥补外汇供给的缺口。缓冲型政策可以缓解一次性或季节性的国际收支失衡,但并不能解决巨额的、长期的国际收支逆差。当面临长期的巨额国际收支逆差时,一国政府通常会采取其他调整政策。但在调整期间,可以适当地运用这一政策作为辅助手段。

(二) 财政政策

财政政策主要是通过调整财政开支和税率来影响居民的可支配收入,进而影响总需求水平,最终实现国际收支的平衡。例如,一国发生国际收支逆差时,应采取紧缩性的财政政策,即减少财政支出或提高税率,抑制公共和私人支出及社会总需求水平,降低进口需求,促使国际收支恢复平衡。

(三) 货币政策

货币政策对国际收支的调节主要是通过改变存款准备金率、再贴现率或公开市场操作等手段对国内货币供给水平进行调整,进而影响利率水平和总需求水平,通过贸易账户或资本和金融账户的变化恢复国际收支平衡。例如,国际收支产生逆差时,政府可以采取紧缩的货币政策,减少货币供应量,提高利率,抑制国内总需求,从而吸引资本流入,减少进口,以达到消除逆差的目的。

由于财政和货币政策的使用在有助于恢复国际收支平衡的同时还会对国内经济目标带来影响,因此在一国内外均衡目标不一致的情况下,政策的使用需要充分考虑国内经济的承受力。

(四) 汇率政策

汇率政策通常是指在国际收支失衡时,政府通过官方改变本币汇率水平来影响进出口商品的相对价格,并进而改变商品进出口数量,通过贸易收支渠道实现国际收支平衡。由政府宣布的本币升(贬)值通常被称为法定升(贬)值,与市场供求关系变动引发的汇率变动含义不同。

例如,一国国际收支出现严重逆差时,政府实行本币法定贬值政策,促使本国出口商品价格降低,增加出口;同时,以本币表示的进口商品价格升高,进口减少,从而改善国际收支。

专栏 1.9

2012年,日本的国际收支状况日益恶化(见图1.4),第四季度已经由顺差变为逆差。在这样的背景下,日本政府采取了推动日元贬值的政策,试图改变收支恶化的状况。图1.5显示了美元兑日元2012年第三、第四季度的汇率走势,可以明显看出,自2012年10月开始,日元进入持续贬值周期。2012年底,日本第96任首相安倍晋三上台后,继续实施宽松货币政策,日元汇率加速贬值,这就是所谓的“安倍经济学”。但日元贬值政策确实起到了效果,据日本内阁2013年5月16日公布的数据,2013年,受日元贬值和美国汽车市场好转等因素影响,日本第一季度出口增长3.8%,进口增长1%,GDP年化增长3.5%,为2012年第一季度以来最快的速度。

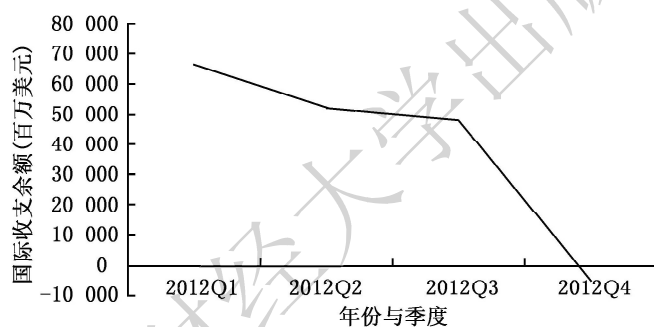
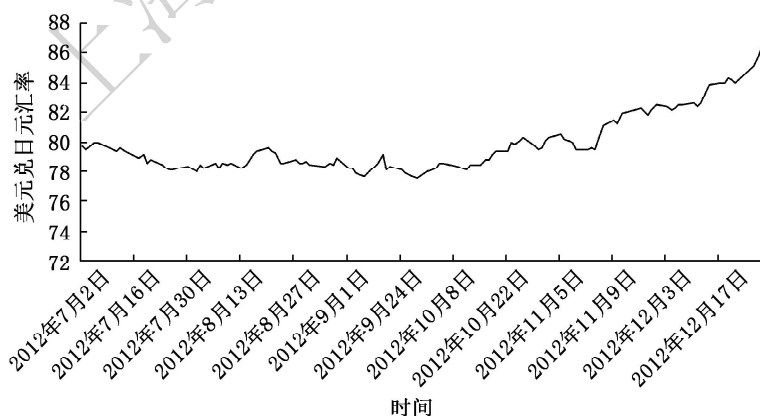


图 1.4 2012 年日本国际收支余额变动情况



资料来源:根据 IMF 官方网站提供的数据,作者绘制。

图 1.5 美元兑日元 2012 年第三、第四季度的汇率走势

(五)直接管制政策

直接管制是指政府通过发布行政命令,对国际经济交易进行行政干预,以使国际收支达到平衡。直接管制包括外汇管制、税收管制和贸易管制等。外汇管制如对出口结汇、进口换汇进

行限制,以约束国际经济交易活动;税收管制包括对出口免关税、进口收取高关税以及出口补贴等“奖出限入”政策;贸易管制是直接对进出口进行限制,包括对商品输入实行进口许可证制和进口配额制、对某些商品输出实行出口许可证制度等。

实施直接管制的好处在于措施有力、见效快,能按照本国的不同需要对进出口贸易和资本流动给予区别对待。但是,直接管制并不能真正解决国际收支失衡问题,只是将显性国际收支失衡变为隐性失衡,一旦取消管制,失衡仍会重新出现。而且,直接管制还可能导致黑市猖獗、贸易伙伴国的“报复”等不利反应。

(六)其他方面的政策

国际收支失衡的调节从长期看,还可以采用供给型政策,主要包括产业政策和科技政策,通过此类政策的实施,改善本国的经济 and 产业结构,提高劳动生产率,增加商品和服务的出口,提高本国投资的吸引力,由此可以促进国际收支平衡的实现。

除此之外,由于国际经济活动是相互关联的,因此,收支的平衡协调需要突出国际协作。从长期全球均衡的角度看,需要积极推进区域经济一体化,加强区域内经济政策的协调;完善和加强国际货币基金、世界贸易组织等国际组织的职能和作用,帮助各成员国消除国际收支不平衡;提倡贸易自由化,消除贸易壁垒,加强各国金融合作;等等。

第四节 国际收支理论

国际收支理论是国际金融理论的重要组成部分,主要研究国际收支变化的决定因素和保持国际收支平衡的适当政策,是各国政府用以调节国际收支平衡的理论依据。国际收支理论的发展与经济思潮和经济形势的发展密切相关。例如,重商主义是金本位时代典型的贸易收支理论;弹性论是在金本位制崩溃后各国汇率剧烈波动的背景下应运而生的;第二次世界大战后出现的吸收论是以凯恩斯宏观经济理论为基础,把国际收支与整个国民经济连接起来;货币论的主要贡献是唤醒了人们在国际收支分析中对货币因素的重新重视;等等。

一、重商主义理论

重商主义是在西方封建社会晚期和资本主义初期,为适应资本原始积累的需要而产生的一种代表商业资产阶级利益的经济学说。重商主义认为金银或货币是财富的唯一形态,一切经济活动的目的就是获得金银。在他们看来,除了开采矿藏外,只有对外贸易才是货币财富的真正源泉。由此得出结论:为了国家富强,必须发展对外贸易,而在对外贸易中,又必须遵守多卖少买、多收少支的原则,以获得对外贸易顺差。“贸易顺差”这个词就是重商主义学者提出来的。在如何保持贸易顺差的问题上,重商主义又分为早期重商主义和晚期重商主义。

早期重商主义为扩大货币存量,将多卖少买这一公式绝对化,尤其强调少买或不买。他们主张采取行政手段,吸收和保存国内金银,同时禁止货币输出,也称“重金主义”。当时的英国、西班牙、葡萄牙等国都颁布了各种法令,甚至制定严厉的刑法,禁止货币输出国外。同时规定,外国商人必须将出售所得货币,全部用于购买当地商品。早期重商主义学说被人们称为货币差额论。

如果说早期重商主义是以守财奴的眼光看待货币,晚期重商主义则是用资本家的眼光看待货币。他们懂得,必须将货币投入流通,才能获得更大的收益。因此,他们主张将货币输出国外,以便扩大对国外商品的购买,但依然必须坚持贸易顺差原则,其目的是最终使更多的货

币流向本国。因此,晚期重商主义学说也称为贸易差额论。为鼓励输出,实现顺差,晚期重商主义者主张国家必须实行保护关税的政策。如输出商品时,国家需全部或部分退还企业原先缴纳的税款,当进口商品经过本国加工后重新输出时,国家则应退还这些商品在输入时所缴付的关税。另外,重商主义主张发展制造业,因为工业品的出口价格远远高于原材料。

专栏 1.10

新重商主义,是美国经济学家丹尼尔·麦金农、克鲁格曼、萨金特等用来描述美国 20 世纪 70 年代对外经济政策中的贸易保护和经济民族主义时所发明的。同时,第二次世界大战后某些东亚国家和地区建立的政府主导型市场经济以及它们所实行的出口导向政策,也带有某些重商主义色彩,因此又称为新重商主义。

新重商主义与重商主义之间有诸多不同。首先,新重商主义沿袭了凯恩斯的分析方法,认为贸易顺差和投资、消费等一样也会产生乘数效应。因此,政府为了实现内部利益最大化,刻意制造顺差,这与重商主义单纯地积累黄金的目的是不同的。其次,新重商主义的保护措施繁多且具有攻击性,甚至发展成一系列排他性的贸易保护集团,如美国在贸易保护中最常用的反倾销诉讼、绿色壁垒和技术壁垒等。第三,新重商主义有着更为广泛的保护目标,不仅仅是国民财富的增加,而且还有维护国际经济、政治、军事的利益,这些都是以经济民族主义来驱使的。

用一句经典的话概括新重商主义的特征:有自由贸易的理想,但国家利益的思维模式才是最重要的。

资料来源:百度百科, <http://baike.baidu.com/view/2279355.htm>。

二、弹性分析法

古典国际收支理论是价格—现金流动机制^①,这一理论是以金本位制为前提的。20 世纪 30 年代经济危机爆发后,金本位制度彻底崩溃,古典收支调节机制也就失去了赖以生存的环境。弹性分析法是在马歇尔微观经济学和局部均衡分析基础上发展起来的一种适用于纸币流通条件下的国际收支理论,它重点研究了货币贬值能够改善贸易收支的条件。由于该理论是围绕进出口商品的供求弹性来阐述的,因此称为弹性分析法。

(一)马歇尔—勒纳条件

马歇尔最早运用局部均衡分析方法对货币贬值和贸易收支差额的关系进行了研究,后经勒纳的发展,形成了马歇尔—勒纳条件,主要证明了通过本币贬值实现贸易收支改善的条件。

我们知道,本币贬值会引起进出口商品的价格变动,进而引起商品进出口数量的变化,最终影响贸易收支。因此,贸易收支余额的变动既要受到商品价格变化的影响,又要受到由价格变动引起的商品数量变化的影响。具体原理为:当一国货币贬值后,出口商品的外币价格下降,但出口数量能否增加则取决于外国对本国出口商品的价格需求弹性,弹性越大,出口数量增加越多;从进口方面看,本币贬值导致进口品本币价格上升,但进口数量是否减少则取决于本国进口商品的价格需求弹性,弹性越大,进口数量减少越多。因此,只有当本国进出口商品的价格需求弹性都足够大时,本币贬值才能有效地改善一国贸易收支。

马歇尔—勒纳条件指出:假定进出口商品的供给具有完全弹性,那么只有当进出口商品的

^① 价格—现金流动机制前文已做过说明,在此不再赘述。

价格需求弹性之和大于 1 时, 本币贬值才能改善贸易收支, 即:

$$E_m + E_x > 1 \quad (1.9)$$

其中, E_x 为出口商品需求弹性; E_m 为进口商品需求弹性。

专栏 1.11

本币贬值能即刻改善贸易收支吗? 通常认为在短期内, 即使满足马歇尔—勒纳条件, 本币贬值也不一定能立即改善贸易收支。相反, 在贬值后的最初一段时间里, 贸易收支反而可能会恶化, 经过一段时间(大约半年到一年半)后才最终得以改善。这种本币贬值改善贸易收支的时滞效应, 用曲线描述出来呈字母“J”形, 因此被称为“J 曲线效应”, 见图 1.6。

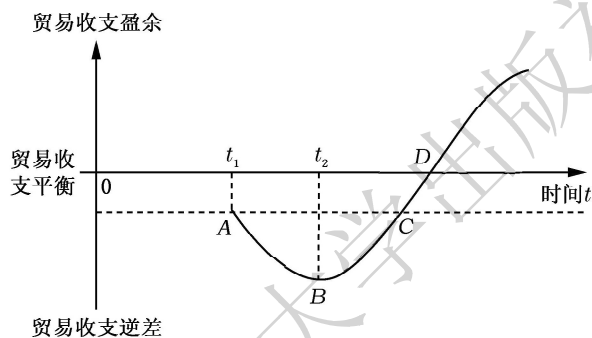


图 1.6 J 曲线效应

图 1.6 标示出本币贬值后贸易收支首先恶化, 逆差进一步扩大。其后, 随时间推移, 收支经过 C 点和 D 点后才得到改善。J 曲线效应的形成原因与贸易合同调整滞后、生产者和消费者反应滞后以及国际收支的记账货币选择等因素都有关系, 有兴趣的读者可以参阅其他相关资料。

(二) 罗宾逊—梅茨勒条件

马歇尔—勒纳条件假定供给弹性无限大, 罗宾逊夫人则探讨了国内供给弹性变动对贬值的影响。当国外需求弹性既定时, 若国内供给弹性为零, 国内商品供给无法增加, 国外需求的增加会立即把出口品价格提高到本币贬值前的水平, 导致出口额不因贬值而增加; 若国内供给弹性无限大, 则遵循马歇尔—勒纳条件; 若国内供给弹性介于零与无穷大之间, 这时出口商品成本和价格会随出口量的扩大而增加, 这种增加在一定程度上抵消了贬值的效果。

根据供求弹性的不同组合分析本币贬值对进出口额的影响, 我们可以得到如下结论: 当国外需求弹性小于 1 时, 国内供给弹性越小越有利; 当国外需求弹性大于 1 时, 国内供给弹性越大越有利; 当国外需求弹性等于 1 时, 无论国内供给弹性如何, 结果都一样。

梅茨勒在 1948 年《国际贸易理论》一文中发展了罗宾逊的观点, 后来人们把罗宾逊的观点和梅茨勒的发展称为罗宾逊—梅茨勒条件, 即:

$$\frac{E_x \cdot E_m \cdot (S_x + S_m + 1) + S_x \cdot S_m \cdot (E_x + E_m - 1)}{(S_x + E_x) \cdot (S_m + E_m)} > 0 \quad (1.10)$$

其中, E_x 为出口商品需求弹性; E_m 为进口商品需求弹性; S_x 为出口商品供给弹性; S_m 为进口商品供给弹性。

弹性分析法纠正了本币贬值一定能改善贸易收支的片面看法,同时,该理论为国家实施经济干预提供了理论依据。然而,建立在局部分析基础上的弹性论忽略了汇率调节引起的收入效应和支出效应,也没有考虑国际资本流动的影响,使其在现实中的应用仍有一定的局限性。

三、乘数分析法

乘数分析法又称收入分析法,是由马克卢普和哈罗德等经济学家基于凯恩斯的乘数原理创建的,主要分析了收入变动在国际收支调整中的作用。

该理论指出,在经济处于非充分就业状态、价格和汇率保持不变、不存在跨国资本流动的条件下,进口支出是国民收入的函数。因此,自主性支出的变动会通过乘数效应引起国民收入的变动,进而影响进口支出水平和贸易收支,且影响程度取决于一国边际进口倾向、进口需求弹性大小以及经济开放程度高低。推证过程如下:

首先,引入进出口贸易因素后,凯恩斯的国民收入决定模型可以表示为:

$$Y = \frac{1}{1-c+m} (C_0 + I + G + X - M_0) \quad (1.11)$$

其中, Y 为国民收入; c 为边际消费倾向; m 为边际进口倾向; C_0 为自主性消费; I 为投资; G 为政府支出; X 为出口; M_0 为自主性进口。式中的 $\frac{1}{1-c+m}$ 即为对外贸易乘数。

其次,定义进口函数为:

$$M = M_0 + m \cdot Y \quad (1.12)$$

其中, M 为进口额; M_0 为自主性进口; m 为边际进口倾向; Y 为国民收入。

再次,根据式(1.1)结合式(1.12),得到:

$$NX = X - M = X - (M_0 + m \cdot Y) \quad (1.13)$$

最终,将式(1.11)与式(1.13)结合,得到:

$$NX = X - M_0 - \frac{m}{1-c+m} \cdot (C_0 + I + G + X - M_0) \quad (1.14)$$

由此可以看出,一国贸易收支(净出口)受到该国国民收入水平和对外贸易乘数的直接影响。

乘数论开辟了从一般均衡的宏观经济角度分析国际收支与国民经济相互关系的新思路,具有一定的实践价值和政策意义。但它没有考虑国际资本流动、价格变动、货币因素等对国际收支的影响,依然具有一定局限性。

四、吸收分析法

吸收分析法又称支出分析法,是美国经济学家西德尼·亚历山大于1952年提出来的。它以凯恩斯开放经济下的国民收入恒等式为基础,把国际收支与整个国民经济相联系。在分析中,该理论把经常账户作为中心,而忽略资本与金融账户。

根据式(1.5), $CA = Y - A$, 我们可知,经常账户余额是一国国民收入与总吸收比较的结果,顺差意味着总收入大于总吸收,逆差意味着总收入小于总支出。因此,国际收支失衡最终要通过改变国民收入或吸收来调节。

吸收论特别重视本币贬值对国际收支的影响。该理论将吸收分为两部分:一部分是由收入 Y 本身的变化引起的,叫做诱发性吸收;另一部分是其他原因引起的变化,叫做自主性吸

收。即：

$$A = c \cdot Y + D \quad (1.15)$$

其中, c 为边际吸收倾向, 通常是边际消费倾向和边际投资倾向之和; D 为独立于收入之外的吸收。

把式(1.15)代入式(1.5), 并用增量表示, 得到:

$$\Delta CA = \Delta Y - c \cdot \Delta Y - \Delta D = (1 - c) \cdot \Delta Y - \Delta D \quad (1.16)$$

由此可见, 国际收支改善的条件就是 $(1 - c) \cdot \Delta Y > \Delta D$ 。本币贬值改善收支的效果取决于三个方面: ①贬值对收入的直接影响 ΔY ; ②贬值后收入对吸收的引致程度, 取决于边际吸收倾向 c ; ③贬值对吸收的直接影响 ΔD 。

当经济尚未实现充分就业、资源配置尚未优化、吸收倾向小于 1 时, 贬值的收入效应较为显著, 可以有效地改善收支; 反之, 当经济已经实现充分就业且吸收倾向大于 1 时, 本币贬值则主要引起吸收效应, 反而可能引发收支的进一步恶化。

专栏 1.12

美国经济学家马克卢普根据吸收论的思路, 将本币贬值的收入效应和吸收效应总结如下: 收入效应主要包括闲置资源效应、贸易条件效应和资源配置效应; 吸收效应则由现金余额效应、收入再分配效应、货币幻觉效应和替代效应等构成。有兴趣的读者可以参阅其他相关资料。

吸收论的政策含义意味着, 若一国国际收支逆差, 总可以从两方面找到解决办法: 一是增加产出或收入, 二是减少支出或吸收。通常, 我们将增加收入的政策称为支出转换政策, 将减少吸收的政策称为支出减少政策。支出转换政策主要包括货币贬值政策、贸易管制政策(包括关税、补贴、数量限制)等; 支出减少政策主要包括紧缩性货币或财政政策以及收入管制政策(包括最低收入保障、收入分配、工资管制)等。

吸收论从宏观角度将一国的国际收支同该国的国民经济相结合, 对弹性论、乘数论进行扬弃, 有助于提高人们对国际收支失衡和均衡性质的认识, 成为 20 世纪 70 年代出现的货币分析法的先驱。但它没有考虑相对价格变动、国际资本流动、充分就业等因素的作用, 也没有考虑到国家间的回应, 因而其分析依然不够全面。

五、货币分析法

弹性论、乘数论和吸收论都强调商品市场流量均衡在国际收支调整中的作用, 而货币分析法则强调货币市场存量均衡的作用, 其历史渊源是休谟的价格—现金流动机制。20 世纪 60 年代后期, 蒙代尔、约翰逊和弗兰克尔等经济学家将封闭条件下的货币主义原理引入开放经济, 形成了货币分析法。

该理论假设: ①货币需求是收入的稳定函数; ②货币供给的变化不影响实际产量, 即货币中性; ③一国的价格和利率水平接近世界市场水平; ④货币供给与外汇储备同向变化; ⑤固定汇率, 国际收支的调节是依靠储备变化进行的。

货币论认为, 国际储备变动是货币市场均衡的结果。其中, 一国的货币需求是收入和利率的函数; 货币供给分为国内通过银行体系所创造的部分和国际收支所获得的盈余(即国际储备)部分。由长期中货币供求相等, 可以导出最基本的方程式:

$$R=M_d-D \quad (1.17)$$

其中, R 为国际储备; M_d 为名义货币需求; D 为国内基础货币供给。

由上式可知,国际收支(即国际储备)是一种货币现象。在固定汇率制度下,当国内货币供给由于国内信贷扩张而增加时,货币供给就会大于货币需求,这样人们就会将多余的货币用来购买国外商品和证券,因此造成国际收支赤字。赤字会导致外汇储备下降和货币供给下降,直到与货币需求保持相等。由此可见,国际收支逆差实际上就是一国名义货币供给量超过了名义货币需求量,根源在于国内信贷扩张过度。因此,调节国际收支逆差需采取紧缩的货币政策,使货币增长与经济增长保持一致的速度。

货币分析法的政策主张是,所有的国际收支失衡都可以由国内货币政策来解决,而不需要改变汇率;在货币供给不变的情况下,收入的增长和价格的上升将通过提高货币需求带来国际收支盈余,而利率的上升则将通过降低货币需求导致国际收支逆差。

货币论的独创之处就在于,它把国际收支失衡与货币余额的增减联系起来,并强调货币政策的重要性。但该理论把货币因素视为国际收支的唯一决定性因素,同时认为要改善国际收支状况,必须采取紧缩性的货币政策,这显然是以牺牲国内经济增长为代价的,受到了不少经济学家的批评。

本章提要

1. 开放经济下的宏观经济状况通常会通过国民收入账户和国际收支账户反映。国民收入账户由私人消费、私人投资、政府购买和净出口构成,而净出口再加上本国从外国获得的净要素收入则构成了国际收支账户中的一个重要组成部分——经常账户。

2. 经常账户余额的宏观经济含义包括:它反映了一国的国际投资头寸状况和一国海外净财富总量的变动;它还是国民收入与国内吸收之间的差额。而且,私人储蓄的增加必然带来经常账户余额的增加,而私人投资与政府预算赤字的增加则会导致经常账户余额的下降。

3. 国际收支是某个时期内居民与非居民之间的交易汇总统计表。它是一个事后概念、流量概念。交易可以根据所涉经济价值的性质进行分类,也可以根据交换性和转移性加以分类,还可以根据其是货币性的还是非货币性的加以分类。此外,还有一些交易可加以推定。居民与非居民的划分则是以经济利益中心所在地为标准。

4. 国际收支平衡表是一国国际收支项目的系统记录,是按照一定的编制原则与格式,将一定时期内的每一笔国际收支记录按照特定账户分类和复式记账原则汇总编制的会计报表。

5. 根据《国际收支和国际投资头寸手册》(第6版)的规定,国际收支平衡表标准组成包括经常账户、资本账户和金融账户。除此之外,通常还会设立一个“误差与遗漏净额”项目。经常账户显示的是居民与非居民之间货物和服务、初次收入和二次收入的交易;资本账户主要包括居民与非居民之间的应收和应付资本转移,以及非生产/非金融资产的取得和处置;金融账户记录发生于居民与非居民之间的涉及金融资产与负债的交易;误差与遗漏净额的设置是用来抵消借贷差额,实现报表的平衡。

6. 国际收支平衡表采用复式记账法,商品进口和金融资产增加或负债减少记入借方,商品出口和金融资产减少或负债增加记入贷方;国际收支交易的记录时间遵循权责发生制原则;以市场价格作为计值的基础;可按本币编制,也可按另一种货币编制。

7. 国际收支顺差或逆差是针对按不同口径划分的特定账户上出现的余额而言的,具体包括贸易账户余额、经常账户余额、资本账户与金融账户余额和综合余额。人们通常所说的国际收支顺差或逆差一般是指综合余额。

8. 国际收支失衡的原因包括经济周期性失衡、经济结构性失衡、货币性失衡、汇率性失衡和临时性失衡。

对国际收支失衡的调节手段包括自动调节和政策调节。自动调节机制包括金本位制下的“价格—现金流动”机制、价格机制、利率机制、汇率机制、收入机制等；政策调节包括缓冲型政策、财政政策、货币政策、汇率政策、直接管制政策以及供给政策等。

9. 国际收支理论是研究国际收支变化的决定因素和保持国际收支平衡适当政策的理论，主要包括：重商主义理论，强调为了国家富强，必须获得对外贸易顺差；弹性分析法，围绕进出口商品的供求弹性，重点研究了货币贬值能够改善贸易收支的马歇尔—勒纳条件和罗宾逊—梅茨勒条件；乘数分析法，强调了一国贸易收支受到该国国民收入水平和对外贸易乘数的直接影响；吸收分析法，提出了本币贬值影响贸易收支的收入效应和吸收效应；货币分析法，指出国际收支是一种货币现象，国际收支逆差实际上就是一国名义货币供给量超过了名义货币需求量，根源在于国内信贷扩张过度。

主要概念

国民收入；净出口；经常账户余额；国际投资头寸；国内吸收；私人储蓄；政府储蓄；国际收支；居民与非居民；国际收支平衡表；经常账户；货物和服务账户；初次收入账户；二次收入账户；资本账户；金融账户；误差与遗漏净额；贸易账户余额；经常账户余额；资本与金融账户余额；综合余额；经济周期性失衡；经济结构性失衡；货币性失衡；汇率性失衡；临时性失衡；价格—现金流动机制；价格机制；利率机制；汇率机制；收入机制；缓冲型政策；财政政策；货币政策；汇率政策；直接管制政策；供给型政策；重商主义；马歇尔—勒纳条件；罗宾逊—梅茨勒条件；乘数分析法；吸收分析法；货币分析法

课后思考题

1. 国际收支平衡表的主要内容有哪些？
2. 国际收支失衡的原因是什么？
3. 国际收支失衡的自动调节机制有哪些？
4. 利用国际收支的弹性分析法，说明贬值改善贸易收支的条件及时滞。
5. 简述国际收支吸收分析法的主要内容及其政策意义。

补充阅读

中国的国际收支统计

一、我国国际收支统计的意义和作用

随着全球经济一体化进程的加速和国际金融体系的日益融合，任何一个国家的发展都离不开涉外经济，如何记录和反映涉外经济交易状况对其国民经济的发展起着举足轻重的作用。国际上公认，以国际收支概念记录、分析和解释一个经济体与世界其他地方的经济交往情况，是最为科学和有效的方法之一。国际收支统计是了解一国对外货物贸易、服务、资本及金融交易情况，衡量储备资产充足程度的基础性工具，也是掌握国际贸易和资本流动趋势、防范国际收支危机，以及在开放经济条件下进行宏观决策的主要信息来源之一。

二、我国国际收支统计的制度框架

1995 年以前，我国国际收支统计数据的收集主要依赖于国家各个行政主管部门从行业统计角度搜集有关数据，再由国家外汇管理局进行超级汇总，并按照国际货币基金组织《国际收支手册》（第 4 版）编制全国的国际收支平衡表。1996 年起，遵循国际惯例，正式实施国际收支统计申报制度，明确规定国际收支统计申报范围为中国居民与非中国居民之间发生的一切经济交易。随后，国家外汇管理局相继发布了国际收支间接申报制度和国际收支四项直接申报制度（即直接投资统计申报制度、汇兑业务统计申报制度、证券投资统计申报制度和金融机构对外资产负债及损益申报制度），并于 1996 年建立国际收支统计监测系统，2004 年建立贸

易信贷调查制度。

经过 10 年的制度建设,目前我国已经初步建立了一套较为完整的、系统的、与《国际收支手册》(第 5 版)接轨的国际收支统计数据采集制度体系。

三、我国国际收支统计报表的编制和公布

国家外汇管理局负责编制、公布中国的国际收支平衡表和国际投资头寸表(这两种表的主要项目内容及数据来源详见附表 1.1 和附表 1.2)。

1982~1995 年,国家外汇管理局根据《国际收支手册》(第 4 版)按年编制和公布国际收支平衡表。从 1996 年起,根据《国际收支手册》(第 5 版)继续按年编制和公布国际收支平衡表。1998 年起按季编制国际收支平衡表。2001 年起按半年度公布国际收支平衡表。2005 年起,为加深社会对国际收支形势的理解,按半年度撰写和发布《中国国际收支报告》。目前的发布渠道包括:在新华社、《金融时报》、《中国金融》(月刊)和电视台等新闻媒体上发布国际收支概况;在国家外汇管理局的《中国外汇管理年报》、《中国国际收支统计年报》和《中国国际收支报告》上公布完整的国际收支平衡表。

2006 年起,国家外汇管理局首次公布中国国际投资头寸表。之后,每年 5~6 月发布上年度末的中国国际投资头寸表,并通过新华社、《金融时报》、《中国金融》(月刊)和中国其他主要媒体分别发布年度末国际投资头寸概况。在国家外汇管理局的《中国外汇管理年报》、《中国国际收支统计年报》、《中国国际收支报告》和官方网站上公布完整的国际投资头寸表。

四、国际收支风险监测和预警

国际收支风险监测和预警,就是要及时把握国内外经济金融形势变化和市场走势,判断国际收支和外汇收支风险状况,并对国际收支运行中的脆弱性和可能发生的危机做出预警。这是在扩大对外开放过程中维护我国经济金融安全的客观需要,也是实现从事前监管到事后监管、从行为监管到主体监管的外汇管理方式转变的迫切要求。

当前我国国际收支风险监测和预警体系的基本框架是:多层次的国际收支风险监测和预警系统,辅之以市场预期调查系统、企业贸易信贷抽样调查系统以及企业出口换汇成本调查系统,最终形成对外汇收支形势和国际收支形势的分析和风险预警报告。

附表 1.1

中国国际收支平衡表

项 目	指标解释和数据来源
一、经常项目	
(一)货物和服务	
1. 货物	商品所有权变化的货物进出口。贷方表示货物出口,借方表示货物进口。以海关总署编制的贸易统计数据为基础。此外,“货物修理”和“在港口购买的货物”等项目的数据使用国际收支统计申报数据。
2. 服务	包括运输、旅游、通信、建筑、保险、金融服务、计算机和信息服务、专有权使用费和特许费、各种商业服务、个人文化娱乐服务以及别处未提及的政府服务。贷方表示服务出口(即服务收入),借方表示服务进口(即服务支出)。
(1)运输	指与运输有关的服务收支,包括海、陆、空运输,太空和管道运输。运输收入(贷方)来自国际收支统计申报数据;运输支出(借方)来自海关编制的进口统计数据(按进口货物的 4% 计算运输支出)和国际收支统计申报数据。
(2)旅游	指对在我国境内停留不足一年的外国旅游者和港澳台同胞(包括因公、因私)提供货物和服务获得的收入以及我国居民出国旅行(因公、因私)的支出。旅游收入(贷方)来自国家旅游局的抽样调查数据,旅游支出(借方)根据公安部出入境管理局以及我国主要出境旅游目的地国家或地区相关数据测算得出。
(3)通信服务	包括:①电信,指电话、电传、电报、电缆、广播、卫星、电子邮件等;②邮政和邮递服务。通信服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。

续表

项 目	指标解释和数据来源
(4)建筑服务	指我国企业在经济领土之外完成的建筑、安装项目,以及非居民企业在我国经济领土之内完成的建筑、安装项目。建筑服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(5)保险服务	包括各种保险服务的收支,以及与保险交易有关的代理商的佣金。保险收入(贷方)来自国际收支统计申报数据,保险支出(借方)来自海关编制的进口统计数据(按进口货物的1%计算运输支出)和国际收支统计申报数据。
(6)金融服务	包括金融中介和辅助服务收支。金融服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(7)计算机和信息服务	包括计算机数据和与信息、新闻有关的服务交易收支。计算机和信息服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(8)专有权利使用费和特许费	包括使用无形资产的专有权、特许权等发生的收支。专有权利使用费和特许费收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(9)咨询	包括法律、会计、管理、技术等方面的咨询服务收支。咨询服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(10)广告、宣传	包括广告设计、创作和推销,媒介版面推销,在国外推销产品、市场调研等的收支。广告宣传服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(11)电影、音像	包括电影、电视节目和音乐录制品的服务以及有关租用费用收支。电影音像服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(12)其他商业服务	指以上未提及的各类服务交易的收支,驻华机构办公经费(不含使领馆)也在此项下。其他商业服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(13)别处未提及的政府服务	指在前面分类没有包括的各种政府服务交易,包括大使馆等国家政府机构的所有涉外交易。别处未提及的政府服务收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
(二)收益	包括职工报酬和投资收益两部分。贷方表示获取收益(收入),借方表示支付收益(支出)。
1. 职工报酬	指我国个人在国外工作(1年以下)而得到并汇回的收入以及我国支付在华外籍员工(1年以下)的工资福利。职工报酬收入和支出均来自国际收支统计申报数据。
2. 投资收益	包括直接投资项下的利润利息收支和再投资收益、证券投资收益(股息、利息等)和其他投资收益(利息)。直接投资收益收入来自国际收支统计申报数据和商务部编制的相关数据估算,直接投资收益汇出主要来自国际收支统计申报数据。其他投资收益收入和支出的数据来自银行和外汇局的外债统计。
(三)经常转移	包括侨汇、无偿捐赠和赔偿等项目,包括货物和资金形式。贷方表示外国对我国提供的无偿转移(收入),借方表示我国对外国提供的无偿转移(支出)。经常转移收入和支出的数据均来自国际收支统计申报数据。
1. 各级政府	指国外的捐赠者或受援者为国际组织和政府部门。
2. 其他部门	指国外的捐赠者或受援者为国际组织和政府部门以外的其他部门或个人。
二、资本和金融项目	
(一)资本项目	包括资本转移如债务减免、移民转移等内容。贷方表示外方对我国提供的资本转移等(收入),借方表示我国对外提供的资本转移等(支出)。资本项目收入和支出数据均来自国际收支统计申报数据。

续表

项 目	指标解释和数据来源
(二)金融项目	包括我国对外资产和负债的所有权变动的所有交易。按投资方式分为直接投资、证券投资和其他投资;按资金流向构成的债权和债务分为资产、负债,其中直接投资分为外国在华直接投资(视同负债)和我国在外直接投资(视同资产)。贷方表示金融资产减少或者负债增加,借方表示金融资产增加或者负债减少。
1. 直接投资	以投资者寻求在本国以外运行企业获取有效发言权为目的的投资。包括外国在华直接投资和我国在外直接投资两部分。直接投资流入数据以商务部和外汇局收集的有关外资企业(即其股权的10%或10%以上由非居民出资的居民企业)的信息为基础。有关各年度直接投资包括股本流入和收益再投资带来的直接投资股本增加。中国对外直接投资数据主要来自商务部和外汇局的相关统计。
(1)我国在外直接投资	借方表示我国对外直接投资汇出的资本金、母子公司资金往来的国内资金流出;贷方表示我国撤资和清算以及母子公司资金往来的外部资金流入。
(2)外国在华直接投资	贷方表示外国投资者在我国设立外商投资企业的投资,包括股本金、收益再投资和其他资本;借方表示外商企业的撤资和清算资金汇出我国。
2. 证券投资	包括股本证券和债务证券两类证券投资形式。有关股票余额数据来自中国证券监管委员会和外汇局,有关对外债券余额和合格境外机构投资者(QFII)投资数据来自外汇局统计,有关对外证券投资的数据来自中国人民银行和外汇局。
(1)资产	借方表示我国持有的非居民证券资产增加;贷方表示我国持有的非居民证券资产减少。
①股本证券	包括以股票为主要形式的证券。
②债务证券	包括中长期债券及1年期(含1年)以下的短期债券和货币市场有价证券,如短期国库券、商业票据、短期可转让大额存单等。
(2)负债	贷方表示当期我国发行的股票和债券筹资额;借方表示当期股票的收回和债券的还本。
①股本证券	包括我国发行、非居民购买的境内外上市外资股。
②债务证券	包括我国发行的中长期债券和短期商业票据等。
3. 其他投资	除直接投资和证券投资外的所有金融交易。分为贸易信贷、贷款、货币和存款及其他资产负债四类形式。其中长期交易指合同期为1年以上的金融交易,短期交易为1年及以下的金融交易。其他投资数据来自中国人民银行及外汇局国际收支统计申报数据和外汇局的其他来源。
(1)资产	借方表示资产增加,贷方表示资产减少。
①贸易信贷	借方表示我国出口商对国外进口商提供的延期收款额,以及我国进口商支付的预付货款;贷方表示我国出口延期收款的收回。
②贷款	借方表示我国金融机构以贷款和拆放等形式的对外资产增加;贷方表示减少。
③货币和存款	包括我国金融机构存放境外资金和库存外汇现金的变化,借方表示增加,贷方表示减少。
④其他资产	包括除贸易信贷、贷款、货币和存款以外的其他资产。
(2)负债	贷方表示负债增加,借方表示负债减少。

续表

项 目	指标解释和数据来源
①贸易信贷	贷方表示我国进口商接受国外出口商提供的延期付款贸易信贷,以及我国出口商预收的货款;借方表示归还延期付款。
②贷款	我国机构借入的各类贷款,如外国政府贷款、国际组织贷款、国外银行贷款等。贷方表示新增额,借方表示还本金额。
③货币和存款	包括海外私人存款、银行短期资金及向国外出口商和私人借款等短期资金。贷方表示新增额,借方表示偿还额或流出额。
④其他负债	其他类型的外债。
三、储备资产	指我国中央银行拥有的对外资产。包括外汇、货币黄金、特别提款权、在基金组织的储备头寸。有关储备资产变化的数据来自中国人民银行。
(一)货币黄金	指我国中央银行作为储备持有的黄金。
(二)特别提款权	是国际货币基金组织根据会员国认缴的份额分配的,可用于偿还国际货币基金组织债务、弥补会员国政府之间国际收支赤字的一种账面资产。
(三)在基金组织的储备头寸	指在国际货币基金组织普通账户中会员国可自由提取使用的资产。
(四)外汇	指我国中央银行持有的可用作国际清偿的流动性资产和债权。
(五)其他债权	
四、净误差与遗漏	平衡表采用复式记账法,由于统计资料来源和时点不同等原因,造成借贷不相等。如果借方总额大于贷方总额,其差额记入此项目的贷方;反之,记入借方。

附表 1.2

中国国际投资头寸表

项 目	数据来源
净头寸	
一、资产	
1. 对外直接投资	中国对外直接投资数据主要来自商务部、外汇局以及金融监管当局。
2. 证券投资	有关股票余额数据来自中国证券监管委员会和外汇局,有关对外债券余额和合格境外机构投资者(QFII)投资数据来自外汇局统计,有关对外证券投资的数据来自中国人民银行和外汇局。
3. 其他投资	有关数据来自中国人民银行和外汇局国际收支统计间接申报系统以及外汇局的其他数据来源。
4. 储备资产	有关储备资产余额的数据来自中国人民银行。
二、负债	
1. 外国在华直接投资	外国在华直接投资数据主要来自商务部、外汇局以及金融监管当局。
2. 证券投资	有关股票余额数据来自中国证券监管委员会和外汇局,有关对外发行债券余额和合格境外机构投资者(QFII)投资数据来自外汇局统计,有关对外证券投资的数据来自中国人民银行和外汇局。
3. 其他投资	有关数据来自中国人民银行和外汇局国际收支统计间接申报系统以及外汇局的其他数据来源。

资料来源:国家外汇管理局官方网站,《外汇管理概览》, http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/cbw_whglgl。



第二章 汇 率

【学习目标】

- (1) 理解外汇及汇率等基本概念
- (2) 掌握汇率的分类并学会解读外汇报表
- (3) 掌握汇率的影响因素及其对经济的影响
- (4) 了解汇率决定的相关理论

【导读案例】

谁在替我交学费？

2005年7月初,某外国留学生到中国进修汉语,当时美元兑换人民币的汇率为1:8.23,于是该同学用1万美元兑换到了8.23万元人民币,他一并缴纳了3年的进修费用,共计1.5万元人民币。3年后,即2008年7月当他要回国时,他将剩余的人民币6.73万元兑换回美元时,发现按照最新的汇率牌价,1美元等于6.84元人民币,他可换回0.98万美元。这就意味着用美元计算的3年进修费用仅为200美元。那么他这3年花费的1.5万元人民币到底是谁替他交了昵?

汇率的变动会对个人生活和国家经济发展带来重要的影响,了解汇率变动的规律,掌握汇率变动的趋势,无论是对于个人生活、企业投资还是政府宏观调控,都有着重要的现实意义。

随着世界经济一体化程度的不断加深,国与国之间的贸易往来与资本交流越来越频繁,一国货币也就不可避免地要越出国境与他国货币发生联系,而这些都需要通过外汇与汇率来实现。事实上,汇率的变动不仅会对一国国内的政策、物价、收入、生产、就业等多方面造成影响,而且还会通过影响国际收支将一国的经济变化传递到其他国家,进而对世界经济造成影响。本章的目的就是使读者了解并熟悉决定和影响汇率的因素及其对经济的影响,为进一步讨论汇率与其他经济变量之间的关系、理解开放经济的运行做好准备。

第一节 外汇与汇率

外汇和汇率是国际金融中最基础也是最重要的概念之一,是各种经济分析经常用到的变量,同时也是实现国与国之间的经济往来、保障国际经济活动的顺畅运行的基本工具。

一、外汇的含义与形态

外汇(Foreign Exchange)的概念可从动态和静态两个角度来理解。动态含义是早期的理解,即国际汇兑的简称;而静态的含义则强调外汇的支付手段职能。

(一) 动态外汇

动态外汇是指人们通过特定的金融机构,将一种货币兑换成另一种货币,以清偿国际间的债权债务关系的非现金结算活动,也就是国际汇兑的过程。

(二) 静态外汇

静态外汇是指以外币表示的、用于清偿国际间债权债务的一种支付手段。静态外汇又有广义和狭义之分。

广义外汇泛指一切以外币表示的资产。如国际货币基金组织的定义为:外汇是货币行政当局(中央银行、货币机构、外汇平准基金组织、财政部)以银行存款、国库券、长短期政府债券等形式所保存的,在国际收支逆差时使用的债权。

狭义外汇则是指以外币表示的、可直接用于国际结算的支付手段和工具,这就意味着外币有价证券和存放在国内的外币现钞由于不能直接用于跨国结算而不属于狭义外汇范畴;只有存放在国外银行的外币资金或者是具有国外银行资金索取权的外币票据才能被称为狭义外汇,如以外币表示的汇票、支票和银行存款等,银行存款是狭义外汇的主体。通常所说的外汇指的就是静态狭义的外汇。

(三) 外汇的主要形态

从静态广义外汇的角度来看,所有可以用于国际结算的支付工具和手段都可以纳入外汇的范畴。因此,广义外汇主要包括四类:一是外币现钞,包括纸币、铸币;二是外币支付凭证,包括各类票据、银行存款凭证等;三是外币有价证券,包括政府债券、公司债券、股票等;四是以外币表示的其他资产。其中,外币支付凭证是狭义外汇的主要形态。

专栏 2.1

我国规定,外汇是指下列以外币表示的、可以用作国际清偿的支付手段和资产:①外币现钞,包括纸币、铸币;②外币支付凭证或者支付工具,包括票据、银行存款凭证、银行卡等;③外币有价证券,包括债券、股票等;④特别提款权;⑤其他外汇资产。

资料来源:国家外汇管理局官方网站,《中华人民共和国外汇管理条例》, <http://www.safe.gov.cn>。

二、外汇的特征与种类

在现代经济活动中,用于支付的手段绝大多数已是非货币形态的信用工具,因此,不能把外汇简单地理解为外国货币。同时,也不能认为外国货币都是外汇,因为成为外汇需要具备一些基本特征。

(一) 外汇的特征

通常具备以下三个基本特征,一国货币才能成为外汇。

第一,自由兑换性,即这种货币可以自由兑换成其他国家的货币;第二,普遍接受性,即这种货币在国际经济交往中被各国普遍接受和使用;第三,可偿性,即这种外币资产可以得到偿付保证。

由此可见,外汇的内涵较之外币要更为丰富。常见的外汇及符号如表 2.1 所示。

表 2.1 常见外汇及符号

国家或地区	货 币 名 称	货 币 符 号	国际习惯表示法
中国	人民币	CNY	RMB¥
美国	美元	USD	US\$
英国	英镑	GBP	£
欧元区国家	欧元	EUR	€
加拿大	加拿大元	CAD	CAN\$
瑞士	瑞士法郎	CHF	SF
瑞典	瑞典克朗	SEK	SKR
日本	日元	JPY	¥
新加坡	新加坡元	SGD	S\$
澳大利亚	澳大利亚元	AUD	A\$
中国香港	港币	HKD	HK\$

资料来源:作者编制。

(二)外汇的种类

在实际应用中,按照不同的标准,可以对外汇进行不同的分类。按照自由兑换的程度不同,可以分为自由外汇和记账外汇;按照来源与用途不同,可以分为贸易外汇和非贸易外汇;按照外汇买卖的交割期限不同,可以分为即期外汇和远期外汇;按照形态的不同,可以分为现钞和现汇等。在后续的学习中,我们将会对上述种类有更多的了解。

专栏 2.2

记账外汇,又称双边外汇,即不经货币发行国批准,不能自由兑换成其他货币或对第三国进行支付的外汇。例如,过去我国对某些发展中国家和苏联、东欧诸国的进出口贸易,为了节省自由外汇,双方签订双边支付协定,采用记账外汇办理清算。与这些国家的所有进出口货款,只在双方国家银行开立的专门账户记载,年度终了,发生的顺差或逆差则按支付协定的规定处理,或者将差额转入下一年度贸易项下平衡,或者规定差额超过商定的额度时用自由兑换货币或其他方式清偿。这种在双方银行账户上记载的外汇,不能转给第三者使用,也不能兑换成自由外汇,称之为记账外汇。

资料来源:王爱俭,《国际金融概论》,中国金融出版社 2013 年版。

在世界贸易飞速发展的今天,外汇实现了国与国之间购买力的便利转移,促进了全球的经济发展和资源配置。同时,由于其具有的低成本、高便捷优势,提高了清算效率,加速了资本流动。作为国际储备资产,以银行存款和安全性好、流动性强的有价证券形式存在的外汇,为持有国带来了安全和收益的双丰收。

三、汇率及其标价方法

汇率(Exchange Rate)又称汇价、外汇牌价或外汇行市,是不同货币之间的折算比价或比率,也就是以一种货币表示的另一种货币的价格。

由于汇率是相对价格,因此其表示方法也具有双向的特点,既可用本币表示外币的价格,也可用外币表示本币的价格。有鉴于此,我们在描述汇率时,首先需要区分其标价方法。

(一)直接标价法

直接标价法是指以一定单位(1、100、10 000 等)的外国货币为标准,折算成若干本国货币的表示方法,也称应付标价法。例如,根据 2013 年 7 月 30 日的外汇牌价,100 美元兑换 611.94 元人民币,这种方式就是直接标价法。

在这种标价法下,若固定数量的外币所兑换的本币数量减少,说明外币贬值,本币升值;反之,则说明外币升值而本币贬值。包括我国在内的绝大多数国家都采用直接标价法。在本书中,如无特别说明,将采用直接标价法表示汇率。

(二)间接标价法

间接标价法是指以一定单位(1、100、10 000 等)的本国货币为标准,折算成若干外国货币的表示方法,也称应收标价法。以上文的人民币与美元的汇率为例,对于我国来说,以间接标价法表示的汇率就是:100 元人民币等于 16.34 美元。

在间接标价法下,若固定数额的本币所兑换的外币数量减少,说明本币贬值、外币升值;反之,则说明本币升值、外币贬值。当今外汇市场上,使用间接标价法的国家主要有英国、英联邦国家、美国和欧元区国家。

专栏 2.3

美元汇率的标价方法稍显复杂,从 1978 年 9 月 1 日起,美国纽约外汇市场开始采用间接标价法,即以美元为标准公布与其他货币的汇率,但美元兑英镑、欧元、澳元和新西兰元等货币至今仍沿用直接标价法。

(三)美元标价法

直接或间接标价法都是针对本币和外币之间的关系而言的,也就是说,标价法的判断前提是区分本币和外币。在汇率研究中,通常区分本币和外币的标准并不是外汇交易参与者的国籍,而是以汇率报价的市场所在地为标准。如同样是 100 欧元兑换美元的汇率报价,在纽约外汇市场,欧元是外汇,就是直接标价法;但在德国法兰克福外汇市场,欧元是本币,就是间接标价法。但如果出现在汇率中两种货币都是外币,则很难用直接标价法或间接标价法来判断。

在现实中,非本国货币之间的汇率往往是借助一种国际主要货币(关键货币)为标准。当今国际外汇市场上,除英镑、欧元、澳元和新西兰元外,已经逐步形成了以美元为标准货币进行标价的惯例,即所谓的“美元标价法”,又称“纽约标价法”。在美元标价法下,各国均以一定单位的美元为标准来计算应该汇兑多少单位的其他货币;而非美元外汇买卖时,则是根据各自对美元的比率套算出买卖双方货币的汇价。

专栏 2.4

美元之所以成为全球外汇交易的关键货币,其原因主要有三点:首先是历史原因。第二次世界大战后确立的布雷顿森林体系是以美元为核心的货币制度,在此制度下,全球贸易和资本活动都依托美元进行,特别是黄金和石油交易规定使用美元结算,大大维护了美元的核心地位。事实上,今天 90% 的外汇交易都与美元有关,交易最为频繁的“货币对”是欧元/美元、美元/日元、英镑/美元和美元/瑞士法郎。其次,美元标价资产的持有者对美国的满腔信心增强

了美元的地位。特别是美元与欧元相比,欧元不是一个政府发行的货币,而是“一个互相推诿的实验性政治联合体”(即欧盟)发行的货币。这一缺陷严重打击了投资者对欧元的信心。第三,全球非法贸易,包括走私、毒品交易等大量使用美元,也增强了美元的地位。

四、汇率的种类与报价表

根据不同的分类标准,汇率可以被分为多种类型,其中很多类型是我们经常在各种报价表中看到的。

(一)买入汇率和卖出汇率

在外汇交易活动中,银行买入和卖出同等数量的外汇,价格应该是不同的,遵循的基本原则是低价买进、高价卖出,其间的差价即为银行外汇交易的利润所得。因此,在标准的汇率报价中必然包含两个价位。

买入汇率又称买入价,是银行从同业或者客户那里买进外汇时使用的汇率;卖出汇率又称卖出价,是银行向同业或客户卖出外汇时使用的汇率。在直接标价法下,外币折合本币数较少的汇率即为买入汇率,表示买入一定数额的外汇需要付出多少本国货币;外币折合本币数较多的汇率即为卖出汇率,表示银行卖出一定数额的外汇需要收回多少本国货币。二者之间的差额一般为1‰~5‰,这是外汇银行的手续费收益,也就是商业银行买卖外汇的利润,如表2.2所示。

表 2.2 货币对汇率报价示例(2013年10月2日)

货币对(1单位标准货币)	买入价/卖出价	报价时间
澳元/美元	0.935 6/0.935 8	21:16:32
欧元/美元	1.359 0/1.359 3	21:16:32
英镑/美元	1.624 5/1.624 7	21:16:32
美元/加元	1.034 1/1.034 2	21:16:32
美元/瑞士法郎	0.900 4/0.900 9	21:16:32
美元/港元	7.754 1/7.754 5	21:15:06
美元/日元	97.360 0/97.370 0	21:16:32
新西兰元/美元	0.824 4/0.824 7	21:16:32

资料来源:和讯网网站,行情中心, <http://quote.hexun.com/default.htm#forex>。

专栏 2.5

买入价和卖出价都是从银行角度划分的,都是针对外币买卖而言的,因此,在不同的标价下,买卖价是不同的。直接标价法下,买入价在前,卖出价在后;而在间接标价法下正相反,前面较低的价格为外汇卖出价,后面较高的价格则为外汇买入价。例如,某日伦敦外汇市场上英镑兑美元的汇率为1英镑=1.533 5/1.533 7美元(注意,此时美元是外汇,是间接标价法),则前者表示银行卖出1美元的价格是收入0.652 1英镑(1/1.533 5),后者表示银行买入1美元的价格是付出0.652 0英镑(1/1.533 7)。

如果将买入价和卖出价进行简单算术平均的计算,得到的结果即为中间汇率,又称中间价。中间汇率常见于汇率相关报道或经济理论著作,用于衡量和预测某种货币变动的幅度和趋势,各国政府公布的官方汇率一般也采用中间汇率。

(二)现钞汇率与现汇汇率

汇率的这种分类来源于对外汇形态的区分。

现钞汇率,又称现钞买卖价,是银行买入或卖出外币现钞时所使用的汇率。理论上,现钞买卖价应该同外币支付凭证、外币有价证券等外汇形式的买卖价相同。但在现实生活中,由于一般国家都不允许外币在本国流通,因此常常需要把买入的外币现钞运送到发行国或能流通的地区去,这就不可避免地产生了运费与保费等相关成本。为了弥补这些成本,银行通常会使用外币现钞买入价格稍低于其他外汇形式(现汇)的买入价格,而卖出外币现钞时使用的汇率则与其他外汇形式的卖出汇率相同,如表 2.3 所示。

表 2.3 外币兑人民币汇率报价示例(2013 年 10 月 3 日)

货币对 (100 单位外币)	现汇 买入价	现钞 买入价	现汇/现钞 卖出价	报价 时间
美元	610.68	605.78	613.12	00:00:05
欧元	824.16	798.72	830.78	00:00:05
英镑	987.62	957.13	995.55	00:00:05
日元	6.256 5	6.063 4	6.300 4	00:00:05
澳大利亚元	569.76	552.18	573.76	00:00:05
港币	78.75	78.12	79.05	00:00:05
韩国元	—	0.549 2	0.596 5	00:00:05
新台币	—	20.02	21.46	00:00:05

资料来源:中国银行官方网站,当日牌价, <http://www.boc.cn/sourcedb/whpj>。

(三)基本汇率与套算汇率

基本汇率是指一国货币对某一关键货币的比率。目前,各国普遍把美元作为制定汇率的关键货币,将本币与美元之间的汇率作为本币与其他各种货币之间汇率套算的基础。

套算汇率又称交叉汇率,是在基本汇率的基础上套算出的本币与非关键货币之间的比率。目前,各国外汇市场上每天公布的外汇汇率都是美元兑各种货币之间的汇率,非美元货币之间的汇率均须通过该汇率套算出来,如表 2.4 所示。

表 2.4 基本汇率与套算汇率示例(2013 年 10 月 3 日)

基本货币对 (1 单位标准货币)	买入价/卖出价	报价时间
澳元/美元	0.936 8/0.937 2	08:24:17
欧元/美元	1.358 4/1.358 6	08:24:18
英镑/美元	1.622 6/1.623 0	08:25:14
美元/港元	7.754 3/7.754 8	08:13:06
美元/日元	97.320 0/97.330 0	08:26:19
套算货币对 (1 单位标准货币)	买入价/卖出价	报价时间
澳元/欧元	0.689 7/0.690 0	08:27:59
欧元/英镑	0.836 9/0.837 2	08:27:57

续表

基本货币对 (1单位标准货币)	买入价/卖出价	报价时间
欧元/日元	132.140 0/132.230 0	08:27:57
英镑/港元	12.581 0/12.584 0	08:27:48
英镑/日元	157.850 0/157.960 0	08:27:56

资料来源:和讯网网站,行情中心, <http://quote.hexun.com/default.htm#forex>。

专栏 2.6

由基本汇率推算套算汇率的方法

1. 若两汇率的标准货币相同,则交叉相除。

例如,已知某日美元兑日元的汇率为 $USD1 = JPY98.150\ 0/98.160\ 0$,美元兑人民币的汇率为 $USD1 = CNY6.115\ 9/6.116\ 9$,则人民币兑日元的汇率为: $CNY1 = JPY(98.150\ 0 \div 6.116\ 9) / JPY(98.160\ 0 \div 6.115\ 9) = JPY\ 16.045\ 7/16.050\ 0$ 。

2. 若两汇率的标价货币相同,则交叉相除。

例如,已知某日美元兑英镑的汇率为 $GBP1 = USD1.533\ 2/1.533\ 7$,美元兑欧元的汇率为 $EUR1 = USD1.324\ 8/1.325\ 1$,则欧元兑英镑的汇率为: $EUR1 = GBP(1.324\ 8 \div 1.533\ 7) / GBP(1.325\ 1 \div 1.533\ 2) = GBP\ 0.863\ 8/0.864\ 3$ 。

3. 若一个汇率的标准货币与另一汇率的标价货币相同,则同边相乘。

例如,已知某日美元兑日元的汇率为 $USD1 = JPY98.070\ 0/98.090\ 0$,欧元兑美元的汇率为 $EUR1 = USD1.326\ 4/1.326\ 5$,则欧元兑日元的汇率为: $EUR1 = JPY(98.070\ 0 \times 1.326\ 4) / JPY(98.090\ 0 \times 1.326\ 5) = JPY130.080\ 0/130.116\ 4$ 。

(四)即期汇率与远期汇率

即期汇率又称现汇汇率,是指买卖双方成交后,在两个营业日内办理外汇交割所使用的汇率,它是由当场交货时的货币供求关系决定的,反映了外汇市场上绝大多数交易者对交割日的即期汇率的预期。现时外汇市场上的挂牌汇率就是一般即期汇率。

远期汇率又称期汇汇率,是指交易双方事先签订合同,达成协议,约定在未来某一时间按约定汇率、金额进行外汇交割时所使用的汇率,通常情况下交割期限为1个月、3个月、6个月、9个月或一年。远期汇率常用于外汇远期交易,这是一种由于外汇购买者对外汇资金需要的时间不同以及为了避免外汇风险而引进的预约性交易。远期外汇牌价如表2.5所示。

表 2.5 中国银行人民币远期外汇牌价示例(2013年9月27日)

期限	买卖价	美元	欧元	日元	港元	英镑
7 天	买入	610.37	820.84	6.155 8	78.59	977.15
	卖出	614.26	829.42	6.222 5	79.32	986.03
3 个月	买入	612.11	823.51	6.177 9	78.84	979.43
	卖出	616.25	832.12	6.245 3	79.58	988.60

注:每100外币兑换人民币。

资料来源:中国银行官方网站,金融数据, http://www.boc.cn/finadata/yqwhpj/201309/t20130927_2507028.html。

专栏 2.7

远期汇率的点数报价方式

远期汇率的报价方式更为多样,除了可以直接报出远期汇率(如表 2.4 所示)以外,更经常采用的是通过报出远期汇率与即期汇率的差价来间接地表示远期汇率。如果远期汇率高于即期汇率,就称为升水(Premium);如果远期汇率低于即期汇率,就称为贴水(Discount);如果远期汇率与即期汇率相同,就称为平价(At par)。由于升水或贴水的幅度通常是用报价的最后两位点数来表示,所以又叫做点数报价方式,1 个点通常为报价货币单位的万分之一。

通过点数计算远期汇率的方法如下:

假设某日纽约外汇市场上美元兑加元的即期汇率为:USD1=CAD1.035 7/60

1 个月远期点数 32/25

3 个月远期点数 79/86

要计算远期汇率,需要关注升贴水点数的排列顺序。一般而言,点数按升序排列表示升水,点数按降序排列表示贴水。具体的计算方法是先将汇率点数换算成实数,然后对应即期汇率的两个数字,按照“点数前小后大往上加、前大后小往下减”的原则计算出远期汇率。即:

USD1=CAD1.035 7/60, 1 个月远期点数 32/25, 点数前大后小, 表示远期汇率贴水, 计算方法应为: 远期汇率=即期汇率-实数点数。

$$\begin{array}{r} \text{USD1}=\text{CAD1.035 7}-1.036 0 \\ \quad \quad \quad -0.003 2 \quad 0.002 5 \\ \hline \quad \quad \quad 1.032 5-1.033 5 \end{array}$$

因此,美元兑加元 1 个月的远期汇率为 USD 1=CAD1.032 5/35。

若 3 个月远期点数为 79/86, 点数前小后大, 表示远期汇率升水, 计算方法为: 远期汇率=即期汇率+实数点数。

$$\begin{array}{r} \text{USD1}=\text{CAD1.035 7}-1.036 0 \\ \quad \quad \quad +0.007 9 \quad 0.008 6 \\ \hline \quad \quad \quad 1.043 6-1.044 6 \end{array}$$

因此,美元兑加元 3 个月的远期汇率为 USD1=CAD1.043 6/46。

(五)固定汇率与浮动汇率

固定汇率,是指本国货币当局规定本国货币与其他货币之间维持的一个固定比率,汇率波动限制在一定范围内,由官方运用经济、行政或法律等手段来保证汇率的稳定。固定汇率是金本位制度和布雷顿森林体系下通行的汇率制度,目前仍有许多发展中国家实行。但在大多数国家中,当经济形势发生较大变化时,固定汇率并不是永远不变的,可以根据需要对汇率水平进行调整。因此,纸币流通条件下的固定汇率制实际上是一种可调整的固定汇率制。

浮动汇率是指汇率水平完全由外汇市场供求决定,可自由变化,官方一般不加以干预,这是布雷顿森林体系解体后西方发达国家普遍实行的汇率制度。但在现实中,完全自由的浮动汇率是很少见的,由于汇率对国家的国际收支和经济均衡有重大影响,因此,各国政府大多会通过调整利率、在外汇市场上买卖外汇及控制资本流动等方式来控制汇率走向。根据各国选择汇率浮动方式的不同,浮动汇率制又可以进一步分为自由浮动、管理浮动、联合浮动、钉住浮动等。本书第三章将专门对汇率制度问题进行说明。

(六)官方汇率与市场汇率

官方汇率又称法定汇率,是外汇管制较严格国家授权其外汇管理当局制定并公布的本国货币与其他各种货币之间的外汇牌价。对于没有外汇市场的国家来说,其外汇交易均按官方汇率进行。虽然官方汇率因制定后很难灵活变动而显得缺乏弹性,但可有效保证汇率的稳定。

市场汇率是外汇管制较松国家在自由外汇市场上买卖外汇的汇率,一般存在于市场机制较发达国家。在这些国家,市场汇率受外汇供求关系影响,经常自发波动且不受官方限制,官方只能通过参与外汇市场活动来干预汇率变化,以使市场汇率不要过于偏离官方汇率。

专栏 2.8

曾经疯狂的中国外汇黑市汇率

时光倒流 30 年,在中国改革开放初期,受外汇管制的制约,美元作为稀缺资源风光无限。20 世纪 80 年代中期,“在外汇黑市交易中,外汇价格不断攀升,1982 年外汇黑市上,港币兑换价达 0.38 元,比当时的官方牌价高出 35%,到 1984 年,港币兑换价炒到 0.80 元,比当时官方牌价高出一倍以上”。交通银行深圳分行外汇交易科一位人士回忆说:“美元更是不得了,当时的官方汇率死死定在 1 美元兑 3.2 元人民币,但市场对美元需求大,外汇黑市交易高达 1 美元兑 12 元人民币,最高的时候曾经被炒到 1 美元兑人民币 15 元。”

资料来源:《晶报》官方网站, http://jb.sznews.com/html/2010-11/03/content_1293577.htm。

(七)单一汇率与复汇率

单一汇率是指一种货币在与外币进行兑换时只有一种汇率,该国一切外汇收支均按一种汇率进行结算,这种汇率适用于该国所有的国际经济交往。在外汇管制较松、国际收支状况基本平衡的国家,官方往往只规定一种汇率。

复汇率又称多元汇率,是指一种货币(或一个国家)有两种或两种以上汇率,不同的汇率用于不同的国际经济活动。设置复汇率的目的主要在于鼓励或限制某些商品出口或进口,鼓励某些商品在国内生产,借高价卖出或低价买入以充实国库。例如,德国在 20 世纪 30 年代曾对战备物资的进口给予较优惠的汇率,对其他物品的进口则以较高的汇率来兑换。复汇率是外汇管理的产物,双重汇率便是复汇率的一个特例。

(八)名义汇率、实际汇率与有效汇率

名义汇率是指在社会经济生活中,由官方直接公布的或在市场上使用的汇率,是随外汇市场供求变动而变动的外汇买卖价格。名义汇率没有剔除通货膨胀因素,并不能很好地反映两国货币实际价值。

实际汇率是用两国价格水平对名义汇率加以校正后的汇率,消除了货币间通货膨胀差异,反映了以同种货币表示的两国商品的相对价格水平,从而反映了本国商品的国际竞争力。

根据不同的需要,实际汇率有多种不同定义。较为常见的是外部实际汇率,公式为 $R = \frac{eP_f}{P_d}$ 。其中, R 为实际汇率, e 为直接标价法下的名义汇率, P_f 为外国商品价格, P_d 为本国商品价格。这一公式反映了以同种货币表示的外国商品与本国商品间的相对价格。 R 值下降,表示单位本国商品所能换取的外国商品数量增加,即本国货币实际升值;反之,则为本币实际贬值。

除此之外,还有内部实际汇率,反映了一国范围内贸易品与非贸易品之间的相对价格;还有名义汇率加上或减去财政补贴或税收减免的实际汇率,常用于研究汇率调整、倾销调查与反倾销措施、考察货币实际购买力;还有包含两国劳动生产率对比的实际汇率概念;等等。

有效汇率是本币对一组外币汇率的加权平均数,反映一国货币对多国货币的综合变动趋势和变动幅度。这一指标常采用一国对某国贸易在其全部对外贸易中的比重作为权数,便于考察汇率变动对一国贸易的影响。有效汇率的公式为:

$$A \text{ 国货币有效汇率} = \sum_{i=1}^N (A \text{ 国货币对 } i \text{ 国货币的汇率} \times \frac{A \text{ 国同 } i \text{ 国的贸易值}}{A \text{ 国的全部对外贸易值}})$$

有效汇率既可对名义汇率加权,也可对实际汇率加权。其中,实际有效汇率(REER)是对各个国家汇率经过通货膨胀调整后,再按贸易权重加权后计算的汇率,最能全面考察汇率变动对一国贸易竞争力的影响。

专栏 2.9

除上文所述的汇率类型外,根据外汇汇付的方式不同,汇率还可以分为电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率;根据外汇使用范围不同,可以分为贸易汇率和金融汇率;根据报价时间不同,可以分为开盘汇率和收盘汇率;根据外汇买卖的对象不同,可以分为同业汇率和商业汇率;等等。

第二节 影响汇率的因素与汇率对经济的影响

汇率作为一种价格的表现形式,必然会随着外汇市场中货币供求关系的变化而变化。因此,影响汇率变动的因素,无论是经济因素还是非经济因素,最终都是通过改变相关货币的市场供求关系,进而对汇率水平产生影响。从另一个角度看,汇率作为开放经济中的关键变量,其水平的波动首先会直接影响到对外开放部门的经济活动,进而通过传导效应,会对国内经济带来重要影响。本节将就这两方面的内容作出说明。

一、影响汇率变动的主要因素

影响汇率变动的因素既包括宏观经济因素,也包括市场操作行为的影响,还包括偶然事件的发生等。但归根结底都是影响了外汇市场的供求关系。当某种货币的需求大于供给时,买方争相购买,卖方奇货可居,则该货币必然升值;反之,则该货币必然贬值。

(一) 国际收支状况

国际收支,是指一国在一定时期内所有对外经济活动,包括商品、劳务进出口及资本流入和流出等全面的统计。总体而言,若一国的外汇收入大于支出,则称为国际收支顺差;反之,则称为国际收支逆差。因国际收支涉及外汇的收付情况,因此,顺逆差状况自然会对外汇供求关系及汇率产生影响。

一般而言,当一国国际收支顺差,意味着该国外汇市场上的外币供给增加,导致外汇贬值,本币升值;反之,当一国国际收支逆差,意味着外汇需求增加,导致外汇升值,本币贬值。

(二) 经济增长态势

总的来说,一国经济增长态势良好,意味着投资利润率高,会吸引国外资本流入本国投资,

这将增加外汇市场的外汇供给,导致对本国货币需求上升,本币升值,外汇贬值;反之,一国经济衰退,投资利润率下降,则导致资本流出,形成对外汇的需求,本币贬值,外汇升值。可见,一国经济持续稳定增长将有利于本币汇率的稳定,并可能促进本币升值。

(三)相对通货膨胀水平

在纸币流通条件下,货币的购买力同货币发行量形成了反向关系,即当一国的货币发行量超过商品流通中实际需要的货币量时,就会形成通货膨胀。通货膨胀导致该国货币实际购买力下降,本币对内贬值必定影响其对外价值,削弱该国货币在国际市场上的信用地位,进而对外贬值。若两国都发生通货膨胀,则高通货膨胀国家的货币会对低通货膨胀国家的货币相对贬值。

(四)相对利率水平

利率作为金融市场上利润率的代表,其变动会直接影响一国资本流动的方向和规模。如果某国的利率水平高于他国,就会引发资本大规模流入该国,导致外汇供给增加,从而使外币贬值,本币升值;反之,利率水平相对较低的国家,则会引起本币的贬值。

(五)中央银行的干预行为

各国货币当局为保持汇率稳定,都会采取一定的政策对外汇市场进行干预。央行影响汇率的主要手段包括调整本国的货币和财政政策、直接参与市场交易影响汇率,以及对资本流动进行管制等。央行的干预行为,无法从根本上改变汇率的长期变化趋势,但短期内有利于汇率稳定或左右汇率的走势。

专栏 2.10

2009年3月,瑞士央行出手干预外汇市场,以压低瑞士法郎汇率,从而引发了有关一场全球货币战争的传言。这是自2004年日本试图压低日元汇率以来,一家全球主要央行首次在外汇市场进行干预。

在2009年初,市场动荡提升了瑞士法郎的避险地位,推动瑞士法郎兑欧元汇率接近约1.43瑞士法郎的历史高位。瑞士央行表示:“鉴于这种情况,瑞士央行决定在外汇市场买入外国货币,以阻止瑞士法郎兑欧元进一步升值。”交易员证实,瑞士央行在市场中一直都很活跃,卖出瑞士法郎、买进欧元和美元。瑞士法郎兑欧元汇率曾下跌2.6%,至1.5192瑞士法郎;瑞士法郎兑美元汇率曾下跌3.2%,至1.1894瑞士法郎。分析师表示,此举可能引发各国竞争性货币贬值的预期。荷兰国际集团(ING)的克里斯·特纳(Chris Turner)称:“让货币战争开始吧。”

资料来源:FT中文网, <http://www.ftchinese.com/story/001025242>。

(六)投机因素与市场预期

在国际金融市场上,短期性投机资金(热钱)数额十分庞大。这些巨额资金对世界各国政治、经济、军事等变化都具有高度敏感性,一旦出现风吹草动,就会为保值或攫取高额利润而四处游走,给外汇市场带来巨大冲击,造成各国汇率的频繁动荡。

此外,当外汇市场上形成了某种货币即将贬值或升值的预期时,交易者就会立即大量抛售或买进该种货币,造成该货币贬值或升值的事实。由于公众预期具有投机性和分散性的特点,因而加剧了汇率的短期波动。

专栏 2.11

中国成功阻击汇率投机

对外汇交易员而言,周五已失去了一些往日的喧嚣。争相押注人民币升值,曾经是他们每周五的“例行公事”。但自2010年7月中国放弃实施两年之久的人民币钉住美元汇率政策以来,许多投资者已不再尝试押注人民币。

法国巴黎银行驻伦敦外汇战略全球主管汉斯·雷德克(Hans Redeker)表示,通过让人民币汇率相对保持不变,中国政府已迫使投资者重新考虑对人民币升值的押注。汇丰外汇战略全球主管戴维·布卢姆(David Bloom)表示:“他们(中国人)打破了每周五下午你都不得不期待着人民币升值的心态——这是一件好事。”高盛的菲奥纳·莱克(Fiona Lake)表示,中国政府“成功粉碎了引人注目的人民币升值预期,因而减少了投机性资金流入中国”。瑞士信贷的陶冬表示,无论人民币汇率走势如何,中国政府已经明确了一件事:“它绝不会让外汇交易员产生太多的兴奋。”

资料来源:FT 中文网, <http://www.ftchinese.com/story/001033898?full=y>。

(七)突发因素

各类突发性因素包括政治冲突、军事冲突、选举和政权更迭、经济制裁和自然灾害等。如果全球形势趋于紧张,则会导致外汇市场不稳定,汇率可能大幅波动。通常意义上,一国政治形势越稳定,该国货币就越稳定。

例如,在美国总统里根遭到刺杀、生死未卜时,市场上投机客听到这个消息,立即大量抛售美元,买入瑞士法郎和马克,令美元大幅下跌;美国和伊拉克战争前夕,美元一直受到压力,这使避险货币瑞士法郎的汇率节节上升。

总之,影响汇率的因素是多种多样的,这些因素对汇率的影响有轻重之分,有时相互促进,有时相互抵消。只有对各种因素进行综合全面的考察,辩证地看待汇率变动,才能得出较为全面的结论。

二、汇率变动对经济的主要影响

汇率的变动主要表现为货币的升值与贬值。在不同的历史背景下,升值与贬值的含义不尽相同。在金本位制度下,汇率水平根据各国货币法定代表的黄金价值来确定,所以货币的升贬值实际上就是政府对货币含金量的调整,称为“法定升贬值”;但在当今浮动汇率时代,汇率的变化主要是由供求关系变动引起的,因此称为“市场升贬值”。无论是哪种类型的升贬值,都会对一国的外部经济、内部经济和国际关系产生重要影响。

(一)对贸易收支的影响

汇率变动的一个最直接也是最重要的影响就是对贸易的影响,不仅在微观上会改变进出口企业成本利润的核算,而且在宏观上会通过商品进出口的影响而使一国的贸易收支差额甚至国际收支差额发生变化。

理论上讲,一国货币贬值,会使本国出口商品的外币价格下降,从而扩大其出口商品数量;同理,本币升值则会降低进口商品的成本,促进进口商品数量增加。因此,本币贬值有利于出口而抑制了进口,改善贸易收支;而本币升值的效果则正好相反。

在实际中,本币贬值对贸易收支的影响通常会受到马歇尔—勒纳条件和J曲线效应的制约,这两个因素在第一章中已经做过介绍,在此不再赘述。

专栏 2.12

外汇倾销

如本文所述,本币贬值在一定条件下可以起到扩大出口、改善贸易收支的作用。因此,很多国家人为利用这一条件,改善一国经济环境。特别是在有通货膨胀压力的国家,政府会促使本币对外贬值,且对外贬值幅度大于对内贬值幅度(通货膨胀水平),借以在国际市场上以低价促销本国商品,从而扩大出口,增加外汇收入,最终改善贸易收支状况,这称为“外汇倾销”。外汇倾销是恶性竞争的一种方法,易引发国外的反倾销措施。

(二)对资本流动的影响

汇率波动对资本流动也有直接的影响。一般情况下,当一国货币贬值到位时,外币兑换本币的数量增加,会促使外国资本增加流入。但在本币的贬值过程中,投资者出于避险的考虑,会将本币换成坚挺的外币转移到国外,此时会导致资本流出;反之,在本币升值过程中,则会引起大量资本流入。

专栏 2.13

自 2005 年 7 月人民币汇改至 2008 年底,人民币对美元累计升值接近 30%,在这种较大幅度升值预期的背景下,引发了持续不断的大量投机资本流入我国境内,活跃在中国香港和内地之间的热钱的套利行为更为猖獗。有业内人士透露,这种无真实贸易背景的、“流转”在内地和香港之间的投机资金数额非常巨大,一笔交易的套利金额可能达上千万元。同时,监管部门也一直将“高压打击热钱”列为重点。根据国家外汇管理局公布的数据,2011 年上半年,共查处各类外汇违法违规案件 1 865 件,涉案金额超过 160 亿美元,较 2010 年同期分别增长 26.2%和 26.9%。

资料来源:新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-08/30/c_121929063.htm。

(三)对外汇储备的影响

一国的外汇储备是该国政府持有的外币资产的汇总,是一国国际储备资产的核心内容。由于外汇储备的形态是外币资产,因此,外币汇率的变动会直接影响该国外汇储备的实际价值。

专栏 2.14

2008 年 3 月 27 日,时任日本财务大臣的额贺福志郎表示,由于美元贬值,日本的外汇储备损失约为 18.5 万亿日元,约合 1 872 亿美元;外汇储备规模排名全球第四的印度,在 2006~2007 年度的央行报告中提及,由于美元贬值,截至 2007 年 6 月底,该国央行的外汇资产损失 6 500 亿卢比,约合 158.54 亿美元;中国是全球官方外汇储备最高的国家,美元资产所占比重高于世界平均 65%的水平。据此,有分析认为,如果假定中国外储 90%是美元,在 2008 年 4~5 月间,随着美元的贬值,储备价值约蒸发了 357 亿美元,相当于一个月损失了 4 艘航空母舰。

资料来源:新浪财经,<http://finance.sina.com.cn/roll/20080416/08362151031.shtml>。

(四)对国民收入和就业的影响

国民收入水平变动和就业水平的变动通常具有相同的方向,因此,汇率变动同时对二者产生影响。

以一国货币贬值为例,贬值有利于出口而不利于进口,如果国内存在闲置生产要素,则会刺激国内出口产品生产规模扩大,进而带动国内其他行业生产发展;同时,由于进口受到抑制,导致对进口产品的需求转向国内的同类产品,使生产进口替代品的企业收益增加,从而引起资源在国内各部门间重新配置,而上述的一系列变化都会提高该国的国民收入水平和就业水平。反之,如果一国货币升值,则国民收入和就业都有可能下降。

(五)对国内物价的影响

汇率变动对国内物价的影响,主要体现为本币贬值会导致物价上涨,而本币升值则有利于平抑物价。

以本币贬值为例,首先,本币贬值有利于扩大出口,增加外汇收入,这导致本国货币供给量增加,带来了物价上涨的压力;同时,由于出口需求扩大,在国内生产力短期内还来不及调整的情况下,会加剧国内商品供需矛盾,也会推动物价上涨。其次,从进口角度看,本币贬值会使进口商品的国内价格上升,那么以进口商品为原材料的产品生产成本也会上升,最终推动产品价格上涨;同时,进口商品的国内替代品的价格也会因价格示范效应而上涨,最终带动国内各类商品价格的普涨。

(六)对国内利率的影响

由于利率是货币的国内价格,因此探讨对利率的影响必须考察汇率变动带来的国内货币量的变化情况。

依然以货币贬值为例,正如前文所述,一国货币的持续贬值,通常会引起短期资本的大量外逃,导致国内货币供给减少,推动利率上升;但当货币贬值达到一定程度或者超幅度贬值时,则会引发本币反弹预期,可能带来短期资本回流,增加国内货币供给,推动利率回调。一国货币升值的情况相反。

(七)对国际经济关系的影响

由于汇率是相对价格,所以汇率的变动会对两个相关国家同时产生影响,而且这种影响有时是竞争性的和互不相容的。因此,汇率变动经常会影响到一国的对外经济关系,甚至会影响国际货币体系的改革走向。

例如,某国实行以扩大出口、改善贸易逆差为主要目的货币贬值,则会对与之商品竞争的国家产生紧缩效应,使对方国家货币相对升值,出口竞争力下降,导致其贸易收支恶化。如果是小国,那么这种影响较轻微;但如果是有着强大生产力的大国,这种影响则相对较大,可能会引起对方国家,特别是经济依赖性较强的发展中国家的反抗和报复,直接或隐蔽地抵制贬值国商品的进入,甚至爆发贸易战和汇率战。

又如,汇率波动影响了某些储备货币的作用和地位,促进了储备货币多元化的形成。历史上英镑、美元的不断贬值致使其原有的国际储备货币地位严重削弱,继而出现了日元、德国马克、欧元等货币相继登上国际货币舞台的局面。

再如,汇率波动在加剧国际贸易与金融交易的风险,导致国际金融市场动荡与混乱的同时,也促进了期货和期权交易、货币互换和欧洲票据等衍生金融工具的出现,使国际金融业务形式与市场机制不断创新。

专栏 2.15

2010年下半年开始,全球范围内关于汇率问题的争论硝烟弥漫,大有陷入全球汇率大战之势。一方面,美、欧、日等发达国家和地区为刺激疲弱的国内经济,纷纷启动了新一轮的量化宽松政策;另一方面,出于对出口下滑以及热钱流入的担忧,很多新兴市场国家央行甚至包括日本央行都开始大规模干预本国外汇市场,力图遏制本币对发达国家货币的显著升值。发达国家欲使本国货币贬值以提振出口,新兴市场国家不愿意让本币对发达国家货币升值以稳定出口。汇率竞争性贬值的风险骤然放大,全球汇率战风险凸显。

如果应对失当,全球汇率战有陷入全球贸易战的风险。试想,在发达国家追求贬值,而新兴市场国家又追求本币保持稳定的前提下,发达国家难以实现通过本币贬值改善净出口的目的,它们难免就会借助更为直接与粗暴的举措,即直接对进口实施限制,对来自新兴市场国家的进口商品实施反倾销、反补贴、征收惩罚性关税等。发达国家的贸易保护主义举措反过来又会导致新兴市场国家采取以牙还牙的措施。各方均实施进口限制政策的结果,自然是全球自由贸易遭到显著破坏,汇率战转为贸易战。

鉴于贸易战将带来两败俱伤的后果,各主要大国在意识到这一风险后,将会加强双边与多边渠道内的磋商,以避免汇率战的升级。正如国际货币基金组织年会上总裁卡恩所言,各方应“放松下来”,找到解决汇率争端的最有效办法。通过加强国际协调来平衡全球经济、促进世界经济增长,是避免汇率战乃至贸易战的唯一明智之道。

资料来源:腾讯财经,<http://finance.qq.com/a/20101021/000617.htm>。

第三节 汇率决定理论(上)

前文已经详细地说明了在自由市场条件下,影响汇率变动的因素,但从本质上说,货币所具有或代表的价值才是决定汇率水平的基础。在不同的货币制度下,货币所具有或代表的价值量的测定不同,或者说价值量的具体表现形式不同,因此,汇率决定的基础也有所不同。本节将基于货币制度演进的不同阶段,按照汇率决定理论产生的先后顺序,简要说明主要理论的观点与结论。

一、金本位制度下的汇率决定

金本位是指以黄金作为基础的货币制度,诞生于1816年的英国。随着经济的发展和人们对货币认识的演变,金本位制度经历了金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制三种形式。

(一)金币本位制下的汇率决定

金币本位是典型的金本位制度,其特点是各国货币均以黄金铸成,金铸币根据重量和成色包含法定的含金量;金币可以自由铸造、自由流通、自由输出入国境,具有无限法偿能力;辅币和银行券可以自由兑换成金币。

在这样的制度下,各国货币间的比价就由货币的含金量之比来决定。两国货币单位的含金量之比称为铸币平价,因此,金币本位制度下,汇率决定的基础就是铸币平价。由铸币平价决定的汇率是一种法定的中心汇率,不会轻易变动,但市场汇率会随着外汇供求关系的变化围绕中心汇率上下波动。

在金币本位制下,市场汇率的波动也不是无限制地涨跌,而是被自动限定在铸币平价上下

的一定界限内,这个界限就是黄金输送点,是通过将铸币平价加减黄金运费计算出来的。黄金输送点共同构成了金币本位制下汇率波动的上、下界限,如图 2.1 所示。

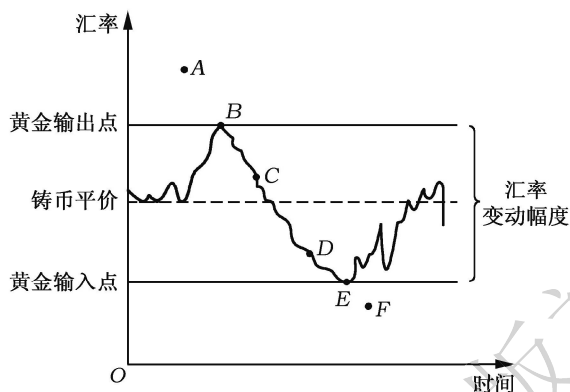


图 2.1 金币本位制下汇率的波动界限

黄金输送点之所以会自动成为汇率波动的界限,其原因在于:若市场汇率上涨达到或超过上限(B点或A点),本国债务人就会发现按照市场汇率用本币兑换外汇来支付海外贷款不如直接将等值黄金运送到债权国成本低,此时,本国的黄金就会流向海外,所以,这一汇率上限就是本国的“黄金输出点”,同时也是外国的“黄金输入点”。由于此时没有交易者兑换外汇,外汇需求下降,导致外汇贬值,市场汇率自动回到上限以内。相反,若市场汇率下跌达到或低于下限(E点或F点),本国债权人用外币兑换本币的所得就会少于直接将黄金运回国内的所得,此时,海外黄金就会输入本国,所以,这一汇率下限就是本国的“黄金输入点”,也是外国的“黄金输出点”。由于此时的外汇供给减少,导致外汇升值,市场汇率自动回到下限以内。

总之,金币本位制下,铸币平价是汇率决定的基础,黄金输送点是调节汇率稳定的自动机制。

专栏 2.16

1925~1931年,英国规定1英镑金币的重量为123.27447格令,成色为22k金,即1英镑含113.0016格令(7.32338克)纯金;美国规定1美元金币的重量为25.8格令,成色为90%,则1美元含23.22格令纯金。根据含金量之比,英镑与美元的铸币平价是:113.0016/23.22=4.8665,即1英镑可兑换4.8665美元。假定,在美国和英国之间运送价值为1英镑黄金的运费为0.03美元,那么对美国来说,黄金输出点就是4.8965美元(4.8665+0.03),黄金输入点是4.8365美元(4.8665-0.03)。

(二)金块本位制和金汇兑本位制下的汇率决定

第一次世界大战后,许多国家通货膨胀严重,各国银行券的自由兑换和黄金的自由流动遭到破坏,金币本位存在的基础不复存在,于是西方国家纷纷开始实行蜕化的金本位制,即金块本位制和金汇兑本位制^①。在这样的货币制度下,金铸币不再作为流通中的货币,国家通过法律规定纸币的含金量,纸币的发行以黄金或外汇作为准备金,并只允许纸币在一定限额以上才

^① 有关金块本位和金汇兑本位的详细介绍,参见本书第五章第二节的内容。

可与黄金、外汇兑换,黄金不再允许自由流动,各国货币的单位价值由法律所规定的含金量来决定。此时,两国货币单位所代表的含金量之比称为“金平价”,是汇率决定的基础。

在金块与金汇兑时代,黄金输送点已经不再成为汇率波动的界限,汇率波动的幅度由政府来规定和维护,即政府通过设立外汇平准基金^①,外汇升值时抛售外汇,外汇贬值时买进外汇,以此使汇率的波动限制在一定的范围内。显然,此时汇率的稳定性已经降低了。

金本位虽然具有稳定汇率的优点,但由于黄金存量的限制,不可能满足经济不断发展对货币需求增长的要求,这就决定了金本位制度必将瓦解。随着信用货币时代的到来,纸币不再具有法定的含金量,两国纸币之间的汇率只能由各自所代表的价值量之比来决定。因此,纸币所代表的价值量是决定汇率的新基础。由于测算纸币所代表价值量的方法不同,所以纸币流通条件下的汇率决定产生了众多理论。

二、购买力平价理论

购买力平价理论是汇率决定理论中最具影响和争议的理论之一。该理论的基本思想可以追溯到16世纪中叶,但直到1922年才由瑞典经济学家卡塞尔正式提出,并在《1914年以后的货币和外汇》一书中加以完整阐述。其基本思想是:货币的价值在于其购买力,不同货币之间的兑换比率取决于其购买力之比,即汇率与各国的物价水平有直接的联系。购买力平价学说的理论基础是“一价定律”。

(一)一价定律

假设在经济活动中存在这样一类商品,即在不同地区该商品是同质的,且可以自由交易,不存在价格黏性,该商品的跨国交易也不存在贸易壁垒和运输成本等。在这样的条件下,若该商品在不同地区的价格不同时,会引发地区间低买高卖的套购活动,最终使得该商品在不同地区的价格趋于一致,此种关系称为“一价定律”。

由此推广至不同国家之间,如果不考虑交易成本等因素,则以同一货币衡量的不同国家的某种同质可贸易商品的价格应该是一致的,即开放条件下的“一价定律”。公式表示为:

$$P_i = eP_i^* \quad (2.1)$$

其中, e 为直接标价法下的汇率, P_i 为本国某可贸易商品的本币价格, P_i^* 为外国该商品的外币价格。

(二)绝对购买力平价

如果对任何一种可贸易商品一价定律都成立,且在各国物价指数中,各种可贸易商品所占的权重相等,那么就可以用物价指数(一般物价水平)替代某种具体的商品价格,然后通过简单推导,可得到如下公式:

$$e_t = \frac{P_t}{P_t^*} \quad (2.2)$$

其中, e_t 表示 t 时刻直接标价法下的汇率, P_t 表示 t 时刻本币表示的本国一般价格水平, P_t^* 表示 t 时刻外币表示的外国一般价格水平。

上式表明,汇率可以通过两国一般物价水平之比计算得出。若本国价格水平不变,外国价格水平上涨,则本币升值,外币贬值;反之,则外币升值,本币贬值。由于货币购买力与物价水平互为倒数,所以,物价之比又可以看做购买力之比,用两国的物价指数直接相除计算汇率的

^① 外汇平准基金是各国政府用来干预外汇市场的储备基金,通常由黄金、外汇和本国货币构成。政府用它在外汇市场进行逆向操作,熨平汇率的非理性剧烈波动。

方法也称为“绝对购买力平价”。

绝对购买力平价是购买力平价理论的典型形式,该学说解释了某一时点上的汇率决定方法,是对汇率决定的静态分析。

专栏 2.17

巨无霸指数

巨无霸指数(Big Mac index)是由英国《经济学人》杂志社于1986年9月推出的,此后该报每年出版一次新的指数。这是一个非正式的经济指数,用以测量两种货币的汇率理论上是否合理。这种测量方法假定购买力平价理论成立。

《经济学人》之所以选择巨无霸汉堡包,因为它在多个国家均有供应,而且在各地的制作规格基本相同,由此这个指数可以简便且相对比较准确地反映各地货币的实际购买力。截至2013年底,最新一期的巨无霸指数发布于2013年7月,结果显示,将巨无霸的卢比价格(90)与美元价格(4.56)直接相除,得到的绝对购买力平价汇率应该是1美元兑换19.75卢比,但现实汇率却是1美元兑换59.98卢比。因此,卢比被低估了67.1%,按照现实汇率换算印度1个巨无霸汉堡包的美元价格仅为1.5美元,在全球售价最低。

按照相同的绝对购买力平价原理,核算美元兑人民币的汇率应为1:3.51,但2013年7月的人民币现实汇率是1:6.13,据此称,人民币被低估了42.8%,中国1个巨无霸的价格按现实汇率换算后价值2.61美元,位居样本低价国的第七位。

2004年1月,《经济学人》又推出了“中杯拿铁咖啡指数”,计算原理相同,但巨无霸却被一杯星巴克咖啡取代。

资料来源:《经济学人》网站,<http://www.economist.com/content/big-mac-index>。

(三)相对购买力平价

在绝对购买力平价的计算过程中,需要获得反映两国真实物价水平的准确数据,这在实际操作过程中是比较困难的,而两国物价水平的变动率(即通货膨胀率)是相对容易获得的。此外,对于汇率决定问题,除了要有静态的分析,还需要对某时段汇率的变化原因有所分析,这一点绝对购买力平价是无法解决的。为此,卡塞尔又提出了相对购买力平价理论,其一般形式为^①:

$$\Delta e = \Delta P - \Delta P^* \quad (2.3)$$

其中, Δe 表示汇率变动率, ΔP 表示本国通货膨胀率, ΔP^* 表示外国通货膨胀率。该公式表明,一国货币是升值还是贬值,是由两国通货膨胀率之差决定的。若本国通货膨胀率超过外国,则本币贬值;反之,则本币升值。

与绝对购买力平价相比,相对购买力平价是动态的,用于解释某一时间段上汇率变动的原因。它强调两国间相对物价水平的变化,也就是通货膨胀率对汇率变动的影响,这样更贴近现实,降低了数据的可得性难度。

(四)对购买力平价理论的评价

购买力平价理论在汇率决定理论中是最核心且最具有影响力的一种。该理论从货币的基本功能——购买力——出发,利用简单的数学表达式,对汇率与物价水平之间的关系作了描

^① 该公式可由绝对购买力公式推导出来,本书不做具体推导,有兴趣的读者可参阅其他相关书目。

述,经过多年的发展完善,已成为经济学家和政府部门计算均衡汇率的常用方法。

但该理论只是从商品交易角度对汇率决定进行分析,忽略了货币的跨国投资行为,因此,不是完整的汇率决定理论;此外,该理论建立在一价定律的假设基础之上,但现实经济活动中存在的产品差异、贸易壁垒、交易费用等因素都会使一价定律失灵;加之该理论在现实操作中存在着很大的技术困难,因此,其应用性十分有限,据此计算出的均衡汇率在短期内也与现实汇率存在较大的偏差。

三、利率平价理论

外汇除用做商品交易媒介外,还被当做投资工具,用来投机获利,而利率又是投资回报水平的参照标准。因此,利率与汇率之间存在着必然的联系,探讨二者之间联系的学说就是利率平价理论。与购买力平价相比,利率平价是一种短期分析方法。

早在 1889 年,德国经济学家沃尔塞·洛茨第一个研究了利息差额与远期汇率的关系,其后由凯恩斯于 1923 年在《货币改革论》一书中提出了古典利率平价学说,后在其他经济学家的研究中得以发展和修正。该理论突破了传统的国际收支和物价水平的研究范畴,从资本流动的角度探讨了汇率的变化,奠定了现代汇率理论的基础。

利率平价说的基本思想是:若两国间存在利率差异,投资者将会为获得较高收益而将其资金从利率低的国家转移到利率高的国家。在投资转移过程中,必然涉及外汇的买卖,改变外汇市场的供求关系,因此会对汇率水平产生影响。当两国的投资收益最终相同时,转移投资和外汇买卖活动终止,此时,汇率水平不再发生变动,均衡汇率得以确定。基于对投资者不同风险偏好的假设,利率平价理论可分为抛补利率平价和非抛补利率平价。

(一)抛补利率平价

假设本国金融市场上一年期利率为 i_d ,外国金融市场利率为 i_f ,直接标价法下的即期汇率为 e ,预期一年后即期汇率为 e^f ,一年期远期汇率为 f 。

若投资本国,则每 1 单位本币的收益为:

$$1+i_d \quad (2.4)$$

若投资外国,需要完成三个步骤:首先是将 1 单位本币兑换成外币;其次是用外币在国外市场进行一年期投资;最后是将外币投资本利和兑换回本币。即投资国外市场后兑换回本币的收益表示为:

$$(1/e) \times (1+i_f) \times e^f \quad (2.5)$$

其中, e^f 是不确定的,因此这种投资方式的预期收益也是不确定的。为了消除这种风险,投资者购买一年期远期合约,约定远期汇率 f 替代 e^f ,规避风险^①,即:

$$(1/e) \times (1+i_f) \times f \quad (2.6)$$

当在两国投资收益相等时,汇率不再变动,均衡汇率实现,即:

$$1+i_d = (1/e) \times (1+i_f) \times f \quad (2.7)$$

整理后,得到:

$$\frac{f-e}{e} = \frac{i_d-i_f}{1+i_f} \quad (2.8)$$

其中, $\frac{f-e}{e}$ 即为远期汇率的升贴水率。由于 i_f 较小, $1+i_f$ 接近于 1,因此,式(2.8)可简化为:

^① 因投资者采取保值措施来减少汇率变动的风险,所以该理论被称为“抛补利率平价”。

$$\frac{f-e}{e} = i_d - i_f \quad (2.9)$$

式(2.9)即为抛补利率平价公式,其含义是:高利率国家的货币远期贴水,低利率国家的货币远期升水,升贴水率约等于两国货币的利率之差。

抛补利率平价有较强的实践价值,作为指导公式被广泛运用于外汇交易中,许多银行就是根据各国间利差来确定远期汇率升贴水额。在实证中,除了外汇市场的剧烈波动期,该平价都能较好地成立。

(二)非抛补利率平价

与抛补利率平价不同,非抛补利率平价假定投资者为理性预期和风险中立的。即投资者不进行保值操作,而根据自己对未来汇率变动的预期来计算预期收益,在承担一定汇率风险下进行投资活动,由此得到的公式为:

$$\frac{e^f - e}{e} = i_d - i_f \quad (2.10)$$

由于预期汇率变动在一定程度上是心理变量,很难获得可信的数据进行分析,且实际意义也不大,因此,利用非抛补利率平价进行的实证检验并不多见。

(三)对利率平价理论的评价

利率平价理论从资金流动的角度,说明了利率、汇率、即期外汇市场、远期外汇市场之间的关系,具有坚实的分析基础和较高的应用价值。由于利率的变动非常迅速,且可对汇率产生立竿见影的影响,货币当局可以利用汇率和利率的关系来灵活调整外汇市场,具有特殊的实践意义。

然而,利率变动只是影响汇率的一个因素,利率平价说也不是独立的汇率决定理论。同时,该理论没有考虑交易成本,且假定资本流动不存在障碍、套利者为风险中立等,这显然在现实中难以满足,该理论存在一定的局限性。

四、国际收支说

前文所述理论分别是商品交易和资金交易的角度对汇率的决定进行分析,国际收支说是从外汇市场供求的角度出发,认为国际收支状况决定着外汇供求,进而决定了汇率水平。

该学说的理论渊源可追溯至14世纪。1861年,英国学者乔治·葛逊(George Goschen)首次较为系统地阐述了汇率与国际收支的关系,该理论被称为国际借贷说。第二次世界大战后,很多学者应用凯恩斯模型来说明影响国际收支的主要因素,从而形成了国际收支说的现代形式。

(一)国际借贷说

国际借贷说是国际收支说的早期形式,奠定了国际收支说的理论基础。英国学者葛逊在其1861年出版的《外汇理论》中指出,正如商品价格取决于商品供求关系一样,汇率也取决于外汇的供求关系,而外汇供求则是由国际收支引起的,这就构建了国际收支影响汇率的分析框架。

商品进出口、证券买卖、旅游收支和捐赠等都会引起外汇的流动,但只有已进入收支阶段的外汇才会影响外汇供求。当一国进入收入阶段的外汇收入大于进入支出阶段的外汇支出时,外汇的供大于求,则本币升值;反之,则本币贬值。当进入收支阶段的外汇供求相等时,汇率处于均衡状态。通常将进入支出阶段的外汇支出称为流动债务,进入收入阶段的外汇收入

称为流动债权。因此,葛逊的理论被称为国际借贷说。

可见,国际借贷说实际上就是汇率的供求决定论。但该理论并未说明影响外汇供求的具体因素,这就大大限制了这一理论的应用价值。该缺陷在现代国际收支说中得以弥补。

(二)国际收支说

国际收支说是以国际借贷说为基础,利用凯恩斯宏观经济模型来说明影响国际收支的主要因素及其对汇率的影响,是国际收支说的现代形式。

该理论认为,外汇汇率是由外汇供求决定的,而外汇供求又取决于国际收支,尤其是经常账户收支。由于汇率的变动最终会使外汇市场供求达到均衡,从而使国际收支始终处于平衡状态,因此,凡是影响国际收支均衡的因素,都可以引起均衡汇率的变动。在肯定价格和利率对汇率影响的同时,该理论又将国民收入纳入其中,作为影响经常项目收支及汇率的重要因素。

假定汇率完全自由浮动,政府不对外汇市场进行任何干预。其基本公式为:

$$e = f(Y, Y_f, P, P_f, i, i_f, E_e) \quad (2.11)$$

其中, Y 和 Y_f 分别代表国内和国外的国民收入水平, P 和 P_f 分别代表国内和国外的物价水平, i 和 i_f 分别代表国内和国外的利率水平, E_e 代表人们对汇率变化的预期。

该式表明,影响均衡汇率变动的因素有国内外国民收入、国内外价格水平、国内外利息率以及人们对未来汇率的预期。

当本国国民收入增加时,进口会随之增加,国际收支会出现赤字,从而导致外汇市场外汇需求大于供给,本币贬值;当外国国民收入增加时,本国出口增加,国际收支会出现盈余,外汇市场上的外汇供给大于需求,外币贬值。当本国物价上升或外国物价下降时,本国出口减少、进口增加,国际收支出现赤字,外汇的需求大于供给,本币贬值;反之亦然。当本国利率上升或外国利率下降时,国外资本流入增加,从而导致外汇的供给大于需求,或本币的需求大于供给,本币升值;反之亦然。如果对未来外汇汇率看涨,人们就会大量买进外汇,导致外汇升值;反之亦然。

(三)对国际收支说的评价

国际收支说是从宏观经济角度,而不是从货币数量角度来研究汇率,具有浓厚的凯恩斯主义色彩,是现代汇率理论的一个重要分支。该理论在运用供求分析的基础上,将影响国际收支的各种因素纳入汇率均衡分析,这对于短期外汇市场分析具有重要意义。

但国际收支说仍不是一种完整的汇率决定理论。同时,该理论是关于汇率决定的流量理论,且只是简单地运用价格与供求之间的关系对外汇市场进行分析,对一些经济现象很难作出解释。

专栏 2.18

汇兑心理说

汇兑心理说以主观边际价值论为基础,是从主观心理方面说明汇率变动的一种理论,由法国经济学家阿夫达里昂在1927年提出。

阿夫达里昂指出,人们之所以需要外国货币,是为了满足某种欲望,如购买、支付、投资、外汇投机、资本逃避等需要。这种欲望是使外币具有价值的基础。因此,外国货币的价值取决于外汇供需双方对外币所作的主观评价。外汇供给增加,边际单位的效用就递减,个人所做的主观评价也就降低。虽然个人对外币的主观评价不同,但在外汇市场上供需将达到均衡,供需均衡时的价格就是实际汇率。这种评价是主观的,但也受到客观因素的影响,如贸易收支、资本

流动、投机状况等。

汇兑心理说独树一帜,用心理因素解释汇率的变动。尽管以人们的主观评价作为汇率决定和变动的基础,从根本上说是缺乏根据的,但投资者根据各自的心理预期来决定资本转移的数量和方向,确实会对外汇市场造成很大的冲击。因此,汇兑心理说较早地把预期因素导入汇率分析,为战后的预期理论奠定了基础。

第四节 汇率决定理论(下)

20 世纪 70 年代以来,国际资本流动的发展对汇率产生了重大影响,外汇市场上的汇率变动极为频繁而且波幅巨大。在传统理论以外,越来越多的新兴理论逐渐成为了主流派别,其中,资产市场说尤为盛行。

资产市场说认为,在国际资本流动高度发展的背景下,汇率呈现出与金融资产价格相似的特点,如价格波动幅度大且极频繁、受心理预期的影响大等。因此,可将汇率看成一国货币用另一国货币表示的相对资产价格,采用与普通资产价格决定相同的方法分析汇率。

该理论认为,理性预期是决定当期汇率的重要因素,同时强调金融资产市场的存量均衡对汇率的决定作用,突破性地将商品市场、货币市场和证券市场相结合进行汇率决定分析。由于三个市场之间本币资产和外币资产替代性以及受到冲击后调整速度快慢不同,产生了不同类型的资产市场说,具体构成如图 2.2 所示。

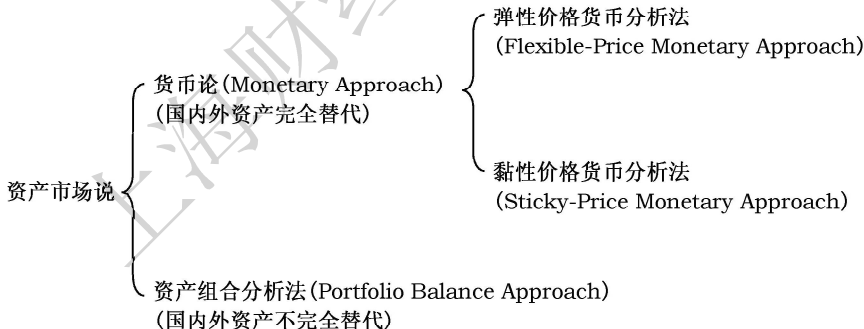


图 2.2 资产市场说理论构成

一、汇率决定的弹性价格货币分析法

汇率的弹性价格货币分析法又称为汇率的货币模型,主要代表人物有弗兰克尔、穆萨、考瑞、比尔森等,是 1975 年在斯德哥尔摩召开的关于浮动汇率与稳定政策的国际研讨会上提出的。该模型基于货币主义学说和绝对购买力平价理论,假设价格具有完全弹性,价格的变动取决于国内货币市场的货币供求关系。同时,该理论假设本外币资产间完全可替代,即不考虑两种资产间的风险差异,只要本国与外国的货币市场均实现平衡,则资产(外汇)市场也必然平衡,汇率得以决定。因此,货币模型将集中分析货币供求的变动对汇率的影响。

(一)基本模型推导

根据绝对购买力平价理论,汇率水平取决于两国一般价格水平之比,即如式(2.2)所示:

$$e_t = \frac{P_t}{P_t^*}$$

又根据货币主义理论,在价格水平完全可变的情况下,两国的价格水平分别取决于本国货币市场上的供求关系。如以 M_s 和 M_d 分别表示国内货币的供给与需求, M_s^* 和 M_d^* 分别表示外国货币的供给与需求,则:

$$P_t = \frac{M_s}{M_d}, P_t^* = \frac{M_s^*}{M_d^*} \quad (2.12)$$

将式(2.12)与绝对购买力平价公式结合,得到:

$$e = \frac{\frac{M_s}{M_d}}{\frac{M_s^*}{M_d^*}} \quad (2.13)$$

该式通过商品市场的价格水平,将汇率与两国货币市场的货币供求存量联系了起来。

根据货币需求理论,两国的货币需求函数可以定义为:

$$M_d = k Y^\alpha i^{-\beta}, M_d^* = k^* Y^{*\alpha} i^{*-\beta} \quad (2.14)$$

其中, k 表示以货币形式持有收入的比例, α 和 β 分别表示货币需求的收入弹性和利率弹性。假定两国的货币需求收入弹性和利率弹性相同,将式(2.14)代入式(2.13),整理后,即可得到汇率决定的弹性价格模型:

$$e = \frac{M_s k^*}{M_s^* k} \left(\frac{Y^*}{Y} \right)^\alpha \left(\frac{i}{i^*} \right)^\beta \quad (2.15)$$

(二)主要结论

这一模型表明,汇率水平与本国货币供给量成正比,与外国货币供给量成反比,即当一国货币供给增加时,本币贬值。同时,汇率水平与本国国民收入水平呈反方向变动,与本国利率呈同方向变动关系。即当本国国民收入相对增加时,本币升值;当本国利率相对上升时,本币贬值。^①

货币主义的汇率决定模型实际上是购买力平价理论的现代版,它是在购买力平价的基础上,采用现代货币学派的货币供求理论来进一步阐明物价水平的决定因素。该理论对于说明长期汇率趋势有一定的意义。

(三)对弹性价格理论的评价

货币主义弹性价格模型是资产市场说中最简单的一种形式。它以购买力平价说为基础,抓住了汇率作为一种资产价格的特殊性质,同时引入货币供给量、国民收入等经济变量,并运用一般均衡的方法分析了这些变量的变动对汇率造成的影响,具有更广泛的运用价值。但该理论的某些假定脱离实际,仍具有相当大的局限性。

二、汇率决定的黏性价格货币分析法

黏性价格货币分析法又称为“超调(overshooting)模型”,20世纪70年代由美国经济学家鲁迪格·多恩布什在《预期与汇率动态》一文中首先提出,后经弗兰克尔、布依特和米勒等人进一步发展。超调模型是货币主义的现代汇率理论,其最大特点是,认为商品市场的价格具有黏性,而资产市场价格(利率和汇率)弹性很大。因此,当货币市场失衡后,商品市场和资产市场

^① 值得注意的是,此处的结论与前文所述的国际收支说的结论截然相反。

的调整速度是不同的,商品价格不会马上变动,导致购买力平价在短期内不成立,而利率会迅速发生变动,在利率平价的作用下,汇率也迅速做出响应,导致短期汇率大幅度波动,偏离长期均衡值。随着时间的推移,商品市场的价格缓慢发生变动,购买力平价逐步发挥效力,使得汇率逐步向均衡值回归。这样的动态变化过程称为“超调现象”。

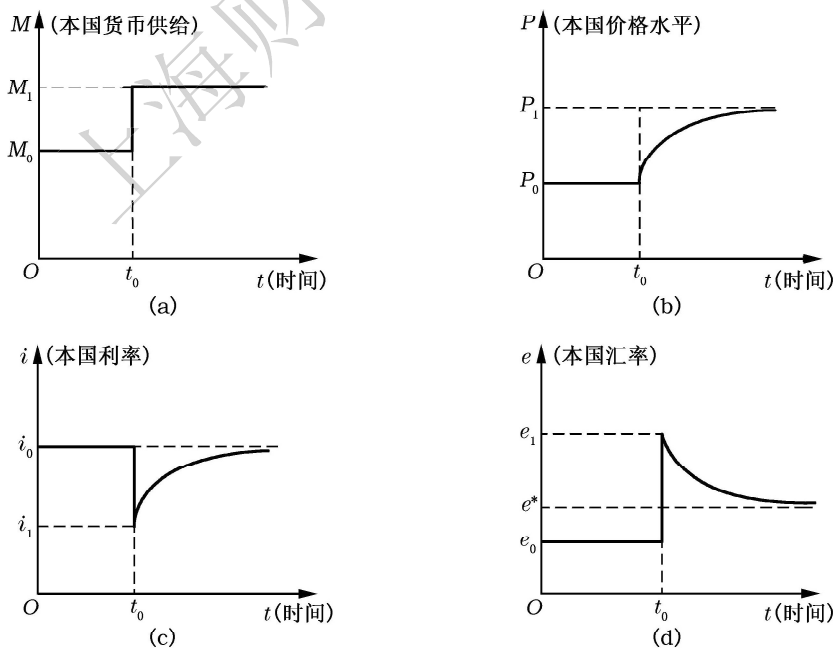
超调模型解释了短期汇率大幅度波动的原因,强调了汇率存在一个由短期均衡向长期均衡的过渡过程。^①由此可见,前文所述的货币模型实际上是超调模型中长期均衡实现后的情况。

超调模型综合了货币主义与凯恩斯主义,是汇率分析全面、系统的一般模型。该模型首次涉及汇率的动态调整问题,开创了汇率理论的一个重要分支——汇率动态学。此外,它具有鲜明的政策含义。由于“超调”是资金自由流动和汇率自由调整的必然现象,因此,为保障经济稳定运行,政府有必要对资金流动、汇率乃至整个经济进行干预和管理。但该模型也具有一定局限性,如假定脱离实际、忽略了对国际收支流量的分析等。

专栏 2.19

汇率超调

假设某国货币供应量增加导致货币市场失衡后,由于短期内价格具有黏性,该国实际货币供应量就会增加,这势必造成利率下降。利率的下降会引发资金外流,形成对外汇的超额需求,导致本币贬值,外汇升值;但随着利率的下降,会刺激国内投资,同时本币贬值会促进本国出口,从而带动国内总需求上升。总需求上升最终将带来国内价格上升。在价格逐步上升的过程中,该国的实际货币供应量相应地逐渐下降,带来利率的逐步回升,最终引发资本回流、本币升值,完成了一个超调过程,如图 2.3 所示。



资料来源:克鲁格曼,《国际经济学理论与政策》,清华大学出版社 2011 年版。

图 2.3 汇率超调模型中货币供给、价格、利率和汇率的动态调整

^① 在这里,短期均衡是指价格还未发生变动时的均衡,而长期均衡是指价格充分调整后的均衡状态。

三、汇率决定的资产组合分析法

上述的弹性和黏性价格模型都是基于国内外资产具有完全替代性的假设,但在现实经济中该假定很难满足。为解决这一问题,产生了资产组合分析法。该理论最早由布朗森于 1975 年提出,后来考雷、艾伦与凯南、多恩布什、费雪等人对该理论进行了发展。

该理论认为,国内外货币资产之间是不可替代的。投资者根据对收益率和风险性的考察,将财富分配于各种可供选择的资产,确定自己的资产组合。一旦资产组合达到稳定状态,汇率也就相应被决定。

该模型假设国外利率是给定的,并将本国居民持有的财富 W 划分为本国货币 M 、本国债券 B 和外币资产 F ,则投资者的总财富为:

$$W = M + B + eF \quad (2.16)$$

其中, e 为直接标价法下的汇率。根据这一等式可知,投资者的财富总量受各种资产供给量(如 M 、 B 、 F)和汇率变动两种因素影响。在三个市场资产的调整过程中,本国资产与外国资产之间的替换会引起外汇供求的变化,从而带来汇率的变化。短期内,若各种资产的供给量既定,则由资产市场均衡可确定本国的汇率水平。长期来看,在本国经常账户处于平衡状态的条件下,由此确定的本国汇率水平也保持稳定。

投资者又是如何在本国货币、本国债券与国外资产之间进行选择呢?这显然取决于各类资产的预期收益率的高低。投资者资产组合中各种资产的比例分配将随国内外各种资产的预期收益率的变动而发生调整。若本国货币供应量增加,投资者将会拿出新增的一部分货币来购买本币资产和外币资产,以便重新平衡他们的资产组合,这将导致外汇升值和国内利率的下降。若本币债券供应量增加,对汇率的影响有两重性:一方面,本币资产的增加,提高了财富总额,由此使得对外币资产的需求量增加,这将促使外汇汇率上升;另一方面,由于债券供给增加,导致债券价格下降,利率上升,这又会诱使外币资产需求相对削弱,从而使外币汇率下跌。所以影响是不确定的。若外币资产供应增加,这就使外国资产在财富中的比例增大,投资者在重新平衡其资产组合时,就会用超额的外国资产来换本国货币和债券,导致外汇贬值。

资产市场说区分了本国资产与外国资产的不完全替代性,将汇率水平与外汇供求的流量及资产市场的存量相结合,同时又采用一般均衡分析的方法,将商品市场、货币市场和资本市场结合起来进行分析,将汇率模型对各种因素的综合程度提高到前所未有的程度,具有特殊的政策分析价值。但该模型过于复杂,且是建立在金融市场高度发达和资本完全自由流动的前提下,其应用性也受到局限。

四、汇率决定理论发展的新趋势

20 世纪 70 年代以来,浮动汇率制成为世界汇率制度的主流,但由于浮动汇率本身的特点,汇率水平跌宕起伏,传统的汇率理论常常不能解释汇率的这种易变性。近几十年来,汇率理论又有了新的发展,并可大致分为两类思路:宏观均衡分析方法和外汇市场微观结构分析方法。

(一)汇率决定的宏观均衡分析方法

宏观均衡分析方法又称为“潜在均衡分析法”,其主要思路是从特定的宏观经济运行状况去分析汇率决定问题,它关注的并非是汇率怎样决定,而是合理的汇率水平应该是多少、怎样的市场汇率或资金流动状态才能够使本国经济实现内外均衡。

在汇率决定的宏观均衡分析中,最具代表性的一种理论是威廉姆森等人在 20 世纪 80 年代初期提出的基本要素均衡汇率理论(FEER),该理论将均衡汇率定义为与充分就业、低通货膨胀率等宏观经济均衡相一致的实际有效汇率。通过 FEER 与实际有效汇率进行比较,可以判断一国实际汇率偏离均衡汇率的失调程度。该理论提出后,汇率的宏观均衡分析方法得到了很大发展,形成了现代汇率理论中与资产市场说分庭抗礼的另一大流派。

在 FEER 之后,又出现过行为均衡汇率、国际收支均衡汇率、自然均衡汇率、均衡实际汇率等诸多均衡汇率计算方法,它们计算所得的均衡汇率都是由宏观经济变量决定的,是“规范的”汇率而非市场中的实际汇率。其重点是强调,当市场汇率达到某种均衡汇率水平时,能够实现该均衡汇率计算时所设定的均衡目标。这一思路反映了研究者对汇率和实体经济关系的重新关注。

宏观均衡分析方法反映的是汇率决定理论的规范化发展倾向,带有明显的价值判断色彩,大大突出了“均衡”这一概念中的规范性含义,表明对资本流动需要进行必要管理。此外,这一分析方法主要针对的是实际中存在的汇率“失调”现象,而汇率失调因与实体经济状况不相符而无法持久,这样当汇率最终向经济基本面复归而进行调整时,基本均衡汇率便成为中期内汇率决定的依据。由此可见,这一分析方法中的价值判断是有其客观基础的。

从理论方面看,宏观均衡分析法重新将汇率分析中的流量观点提出,使研究者重新从实体经济角度把握汇率的变动,与购买力平价形成了现代关于均衡汇率的两种最主要的标准。从实践方面看,自 20 世纪 80 年代以来,它始终是国际货币基金组织履行汇率监督职能、对各国汇率水平进行评估时的主要理论依据。政府对外汇市场的干预是现代条件下影响汇率变动的主要因素,由于潜在均衡分析法具有鲜明的政策导向性,因此对于国际机构、各国政府的决策发挥了重大的影响。

(二)汇率决定的微观结构分析方法

汇率决定的微观市场结构分析是在 20 世纪 90 年代后兴起的一种思潮,其基本思想是从外汇市场的微观运行机制上来分析汇率的变动问题。

在传统的汇率决定理论中,研究者只是根据简单的供求法则等原理来研究各种宏观经济变量对汇率的影响,认为汇率水平是由外汇市场上货币的供求关系决定的,却没有对市场的具体交易过程进行深入考察,忽略了供求双方达成交易的方式、条件等重要因素。而且,传统的汇率理论存在一些无法解释的谜团,比如汇率变动经常与宏观经济基本面无关、汇率变动的波动程度与经济基本面因素的波动程度之间完全不成比例,以及外汇投机操作总体上存在着较为稳定的超额收益,这一点恰与市场有效性假定相矛盾等。

微观市场结构理论的主要思想是,汇率是由市场决定的,而市场汇率又是在交易者的交易中决定的,所以研究一定基本面和制度条件下各种交易者的行为,尤其是在外汇市场中处于核心地位的做市商的行为,就可能揭示汇率决定的原因和路径。

微观市场结构理论在假定上与资产市场分析有三方面区别,分别是信息、交易者和制度。在信息方面,微观结构理论认为,大量影响到汇率变动的信息都不是公开的,只有特定主体才可以掌握,正是由于信息是异质的,所以私有信息的拥有者就会通过其市场行为导致汇率在变动时产生许多新的特点;在交易者方面,微观结构理论将市场参与者按其在交易中的地位而细致地划分为不同类型,而其中居于核心地位的交易者对汇率的调整无疑发挥着特殊的作用;在制度方面,微观结构理论认为,不同的汇率制度安排,会对汇率的形成发挥重要作用,因此需要重点研究由制度的异质性而引起的汇率的不同变动规律,这也是微观结构理论区别于其他汇

率理论的关键点之一。

微观市场结构分析方法的分支很多,其中较为典型的是存货模型和信息模型,也就是分别运用反映市场价格情况的买卖差价,以及反映市场交易数量情况的订单流两个变量进行分析的模型。其中,订单流在分析中运用最为广泛,是微观结构理论中最为核心的变量。

对汇率问题的微观结构分析,由于起步较晚,其本身还存在着发展演变的极大可能性。微观结构理论提出了“黑箱”的概念,将研究视角深入以前未被涉及的交易机制中,使我们对汇率变动规律有了更好的认识,但它并没有解释清楚黑箱内部各种因素之间的相互关系,因此还有许多问题有待解决。

不可否认的是,在传统的国际金融理论中,主要都是从宏观角度来研究,而缺乏对微观主体行为方式的研究,因此微观市场结构理论的出现,是与国际金融学乃至整个经济学寻求微观基础的努力相一致的;与此同时,因为金融资产价格受交易机制的影响更为显著,所以这也是进一步突出汇率的金融资产价格属性的过程。需要明确的是,微观市场结构理论并不是完全没有考虑过宏观经济问题;恰恰相反,很多研究者都试图将微观结构分析与传统的宏观理论进行整合而形成新的综合分析方法。可以说,如何将微观分析与宏观分析进行合理结合,将是国际金融学未来发展的一个重要方向。

当然,现代汇率理论的发展远远不止这两类,但由此可知,新的汇率理论突破了传统的分析框架,引进新的变量,一方面延续了传统的基本经济因素并对其加以扩充,另一方面又引进了预期、信息等全新的概念,以及用于实际操作的基本分析和技术分析手段并加以量化。此外,新的汇率理论也为汇率的决定建立了微观基础,同时引入大量计量经济学和统计学工具,使其能够更好地体现经济变量之间的联系以及这些变量对汇率水平的影响。

本章提要

1. 外汇的概念可从动态和静态两个角度来理解。动态含义是早期的理解,即国际汇兑的简称;而静态的含义则强调外汇的支付手段职能。

2. 广义的外汇泛指一切以外币表示的资产。狭义的外汇则是指以外币表示的、可直接用于国际结算的支付手段和工具,如以外币表示的汇票、支票和银行存款等。通常所说的外汇指的就是静态狭义的外汇。

3. 汇率又称汇价、外汇牌价或外汇行市,是不同货币之间的折算比价或比率,也就是以一种货币表示的另一种货币的价格。

4. 直接标价法是指以一定单位的外国货币为标准,折算成若干本国货币的表示方法,也称应付标价法。间接标价法是指以一定单位的本国货币为标准,折算成若干外国货币的表示方法,也称应收标价法。美元标价法是指以美元为标准货币进行标价的惯例。

5. 影响汇率变动的因素既包括宏观经济因素,也包括市场操作行为的影响,还包括偶然事件的发生等,但归根结底都是影响了外汇市场的供求关系。

6. 汇率变动主要表现为货币的升值与贬值。在金本位制度下,汇率水平根据各国货币法定代表的黄金价值来确定,但在当今浮动汇率时代,汇率的变化主要是由供求关系变动引起的。无论是哪种类型的升贬值,都会对一国的外部经济、内部经济和国际关系产生重要影响。

7. 金本位制度经历了金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制三种形式。金币本位制度下,汇率决定的基础是铸币平价;金块本位制度和金汇兑本位制度下,汇率决定的基础是金平价。

8. 购买力平价理论是汇率决定理论中最具影响和争议的理论之一。其基本思想是:货币的价值在于其购买力,不同货币之间的兑换比率取决于其购买力之比,即汇率与各国的物价水平有直接的联系。购买力平价学说的理论基础是“一价定律”。

9. 假设在经济活动中存在这样一类商品,即在不同地区该商品是同质的,且可以自由交易,不存在价格黏性,该商品的跨国交易也不存在贸易壁垒和运输成本等。在这样的条件下,若该商品在不同地区的价格不同时,会引发地区间低买高卖的套购活动,最终使得该商品在不同地区间的价格趋于一致,此种关系称为“一价定律”。

10. 利率平价说的基本思想是:若两国间存在利率差异,投资者将会为了获得较高收益而将其资金从利率低的国家转移到利率高的国家。在投资转移过程中,必然涉及外汇的买卖,改变外汇市场的供求关系,因此会对汇率水平产生影响。当两国的投资收益最终相同时,转移投资和外汇买卖活动终止,此时,汇率水平不再发生变动,均衡汇率得以确定。基于对投资者不同风险偏好的假设,利率平价理论可分为抛补利率平价和非抛补利率平价。

11. 国际收支说从外汇市场供求的角度出发,以国际借贷说为基础,利用凯恩斯宏观经济模型来说明影响国际收支的主要因素及其对汇率的影响,认为国际收支状况决定着外汇供求,进而决定了汇率水平。

12. 弹性价格货币分析法又称为汇率的货币模型,该模型假设价格具有完全弹性,价格的变动取决于国内货币市场的货币供求关系。同时,假设本外币资产间完全可替代,即不考虑两种资产间的风险差异,只要本国与外国的货币市场均实现平衡,则资产(外汇)市场也必然平衡。因此,货币模型将集中分析货币供求的变动对汇率的影响。

13. 黏性价格货币分析法又称为“超调模型”,其最大特点是,认为价格在商品市场具有黏性,而资产市场价格(利率和汇率)弹性很大。因此,当货币市场失衡后,商品市场和资产市场的调整速度是不同的,购买力平价在短期内不成立。该模型解释了短期汇率大幅度波动的原因,强调了汇率存在一个由短期均衡向长期均衡的过渡过程。

14. 资产组合分析法认为国内外货币资产之间是不可替代的。投资者根据对收益率和风险性的考察,将财富分配于各种可供选择的资产,确定自己的资产组合。一旦资产组合达到稳定状态,汇率也就相应被决定。

15. 外汇的宏观均衡分析方法又称为“潜在均衡分析法”,其主要思路是从特定的宏观经济运行状况去分析汇率决定问题,它关注的并非是汇率怎样决定,而是合理的汇率水平应该是多少、怎样的市场汇率或资金流动状态才能够使本国经济实现内外均衡。

16. 微观市场结构理论的主要思想是,汇率是由市场决定的,而市场汇率又是在交易者的交易中决定的,所以研究一定基本面和制度条件下各种交易者的行为,尤其是在外汇市场中处于核心地位的做市商的行为,就可能揭示汇率决定的原因和路径。

主要概念

外汇;直接标价法;间接标价法;美元标价法;汇率;买入汇率;卖出汇率;中间汇率;现钞汇率;基本汇率;套算汇率;即期汇率;远期汇率;电汇汇率;票汇汇率;信汇汇率;单一汇率;复汇率;固定汇率;浮动汇率;官方汇率;市场汇率;名义汇率;实际汇率;有效汇率;铸币平价;黄金输出点;利率平价;抛补利率平价;非抛补利率平价;购买力平价;一价定律;绝对购买力平价;相对购买力平价;货币模型;超调模型;资产市场说;宏观均衡分析;微观市场结构分析;资产组合分析

课后思考题

1. 什么是外汇? 外汇的基本特征有哪些?
2. 汇率有哪些标价方法? 我国采用何种标价方法?
3. 试分析不同货币制度下汇率的决定基础。
4. 试述汇率变动对经济有哪些影响。
5. 汇率决定理论有哪些? 其基本假设和主要思想分别是什么?

补充阅读

人民币汇率水平的演变

人民币是1948年12月1日中国人民银行成立时首次发行的,1949年1月18日中国人民银行在天津首次公布人民币汇率。自此,人民币汇率经过了不断变化的历程。

一、人民币汇率频繁波动时期(1949~1952年)

这个时期由于人民币没有规定的含金量,所以人民币与西方国家货币之间的汇率并不是按照两国货币之间的金平价来折算的,而是以物价对比法为基础进行计算。也就是说,它的依据是物价水平。在此期间,人民币汇率以美元为基础,共调整过52次。1949年初,1美元折合80元旧人民币;至当年3月,600元人民币可兑换1美元;至1950年3月,1美元已经折合42000元旧人民币,相差525倍。1950年3月到1952年末,物价从上涨转向下跌,以及因为抗美援朝及其盟国一系列的物质封锁禁运,这时我国政府需要通过人民币升值来推动本国进口,所以在1952年12月,把汇率调高到1美元折合26170元旧人民币。

二、人民币汇率相对稳定时期(1953~1972年)

1953年,我国在国民经济恢复的基础上进入了有计划的建设时期。国内物价稳定,计划经济体制正在逐步健全,进出口贸易已由国营对外贸易机构全部垄断,人民币汇率的高低已不再是调节进出口贸易的工具。

从国外看,在这个时期,西方各国之间的汇率在布雷顿森林体系下保持相对稳定。因此,人民币汇率在原定汇率基础上也基本保持了稳定。1955年3月1日,中国开始发行新人民币,这是新中国成立后第一次进行的币制改革,1万元旧人民币兑换1元新人民币,从此直至1971年12月18日,人民币兑美元的汇率一直保持在2.4618的水平上。1971年12月18日美元兑换黄金的官方价格贬值7.89%,人民币汇率则相应调整为2.2673。

三、人民币汇率高估时期(1973~1980年)

从1973年起,世界进入浮动汇率时代,西方国家货币汇率频繁而大幅度地变动。同时,在我国国内,商品价格逐渐上涨,人民币对内价值下降。但此时,人民币的对外价值不但没有下降,反而上升。

仅1978年,人民币兑美元的汇率就调整了61次,总的趋势是人民币不断升值,人民币兑美元的汇率从1972年的2.24逐步升值到1977年的1.755,1980年,人民币兑美元的汇率升值到1.50。

四、内部贸易结算价时期(1981~1984年)

为鼓励出口、限制进口、加强外贸的经济核算和适应我国对外贸易体制的改革,从1981年起,我国实行两种汇率:一种是使用于非贸易外汇收支的对外公布的汇价;另一种是使用于贸易外汇收支的内部结算价。内部贸易结算价定为1美元兑2.8元人民币,它是按1978年全国平均出口换汇成本1美元兑2.53元人民币加上10%的利润计算出来的,直至1984年底停止使用,中间没有调整过。

五、人民币汇率不断贬值时期(1985~1994年)

1985年以后,人民币汇价根据我国对外经济发展的需要进行调整。1986年7月5日,将1美元兑3.20元人民币调至3.70元人民币;1989年11月,调至4.72元人民币;1990年12月调至5.21元人民币。上述几次调整的主要依据是全国出口平均换汇成本的变化。

1991年,人民币汇率小幅度下调;1992年12月15日,人民币兑美元的中间价下调至1美元兑5.8860元人民币;1994年1月1日汇率并轨,人民币与美元间的汇价变为1美元兑8.70元人民币。

六、人民币汇率小幅升值时期(1994~2005年)

1994年1月1日,汇率并轨后,人民币汇率稳中有升。尽管1997年下半年爆发了亚洲金融危机,但人民币兑美元的汇率基本稳定在1美元兑换8.28元人民币左右。

七、人民币汇率步入持续大幅升值期(2005~2008年)

2005年7月,人民币进行了第二次汇改,放弃了与美元挂钩,引入参考一篮子货币,由1美元兑8.28元人民币变为1美元兑8.11元人民币,升值约2%;自此至2008年中期,人民币进入持续升值通道,2008年8月,1美元兑换6.85元人民币左右。

八、人民币再次钉住美元时期(2008~2010 年)

2008 年中后期,由美国引发的金融危机开始席卷全球,中国也深受其害。为保持我国外贸经济的活力,保证宏观经济的稳定,我国政府再次将人民币钉住美元,在此期间,美元兑人民币汇率基本维持在 6.83 的水平上。

九、人民币汇率水平的均衡期(2010~2013 年)

自 2010 年下半年开始,随着金融危机的阴影逐渐散去,人民币再次进入缓步升值阶段。1 美元兑人民币从 2010 年 7 月的 6.78 元不断升值,至 2013 年 10 月,达到 6.12 元的水平。

上海财经大学出版社



第三章 汇率制度与外汇管理

【学习目标】

- (1) 理解汇率制度的含义
- (2) 掌握汇率制度的类型及利弊
- (3) 掌握外汇管理的内容及效率

【导读案例】

坚持港元联系汇率制度

联系汇率制是一种固定汇率制度,即将本币与某特定外币的汇率固定下来,并严格按照既定比例兑换,使基础货币的变动完全与外汇储备的变动相一致的货币制度。

1983年9月,出现港元危机,为挽救香港金融体系,中国香港政府于1983年10月15日宣布实行联系汇率制度,将港元与美元挂钩,汇率定为7.8港元兑1美元。从1983年10月17日起,香港发钞银行(汇丰银行、渣打银行和中国银行)一律以1美元兑换7.8港元的比价,事先向外汇基金缴纳美元,换取等值的港元“负债证明书”后,才能增发港元现钞。同时政府承诺,港元现钞从流通中回流后,发钞银行同样可以用该比价兑回美元。其他商业银行等金融机构需要港钞也按上述比价,向发钞银行交付美元领取港钞;如退回港钞,则按原比价赎回美元。这样的制度安排一直延续至今。

2012年12月13日,香港金融管理局(下简称“金管局”)总裁陈德霖表示,香港维护联系汇率的决心很强,而联系汇率制度目前仍然是最适合香港的汇率体制。

2012年末期间,海外资本不断涌入香港。据相关报道,为捍卫联系汇率机制,香港金管局在2012年10月20日至2012年12月12日不到两个月时间里,已22次入市干预,注资规模累计833.57亿港元。陈德霖对媒体表示,这是一种联系汇率的机制,香港政府将汇率水平设定在7.75~7.85这样一个狭窄的区间内,市场汇率触碰到汇率界限时,政府就进行适当的港元买卖,使汇率不超越这个范围,将港元兑美元的平均汇率固定在7.8的水平上,这是联系汇率的机制。

联系汇率制度能减低汇率浮动造成的不确定性,避免浮动汇率制下的投机活动。前金管局主席任志刚曾表示,相比起浮动汇率,联系汇率制度在动荡的形势下能为香港带来稳定。然而,近年来由于实行紧钉美元的汇率政策,造成香港货币政策失去自主性的弊端也逐渐凸显了出来。

中国香港的联系汇率制度为我们带来了很多启示,恰当的汇率制度对于维护一国经济内外均衡有着重要的意义,但对于具有不同经济特点的国家,又该如何选择和维护汇率制度呢?本章将就此问题展开说明。

资料来源:万敏、陈德霖,坚持港元联汇制度,<http://www.nbd.com.cn/articles/2012-12-14/700957.html>,笔者有删改。

汇率制度是国际货币制度的有机组成部分,是在不同的国际货币体系下产生和发展起来的。汇率制度的选择和管理问题是国际金融学核心理论之一,政府对外汇市场的干预、汇率的管理方式及效率等是一国在实现内外均衡目标时所要考虑的重要因素,对一国乃至全球金融体系构建有重大意义。

第一节 汇率制度及其选择

汇率制度又称汇率安排,是一国货币当局对本国汇率变动的基本方式所做出的一系列安排或规定。其中,固定汇率制度和浮动汇率制度是基本的分类。

一、固定汇率制度与浮动汇率制度的含义

固定汇率制度是指一国政府用行政或法律手段,指定某一参照物,并确立和维持该国货币与此单位参照物固定比价的一种汇率制度。这个固定比价也可称为法定汇率。某一参照物可以是黄金,也可以是某一外国货币或是一篮子外国货币的组合。值得注意的是,固定汇率并不是一成不变的。在外汇市场交易中,政府允许汇率在围绕法定汇率的一定界限内上下波动;在国内外经济形势发生重大变化时,政府也会适时调整法定汇率水平。所以,固定汇率制通常是一种以某种方式进行调整的钉住汇率制度,2009年后被分为硬钉住和软钉住两种类型。

浮动汇率制度理论上是指一国汇率水平完全由外汇市场供求关系决定、政府不施加任何干预的一种汇率制度。当市场上外币供过于求时,外币汇率下跌;当外币供小于求时,外币汇率则会上涨。但由于一国汇率的波动直接影响一国经济的稳定与发展,所以各国政府都不愿本国汇率长期在供求关系的影响下无限制地波动。因此,各国政府总是或明或暗地对外汇市场进行干预,使汇率朝着对本国有利的方向变动。若干预程度较高,就称为管理浮动,也称肮脏浮动,2009年后称为浮动,目前世界上大多数国家都采取这一汇率制度;相反,若一国政府对汇率的波动不采取任何干预措施,而完全听任外汇市场的供求变化自由波动,这种制度称为独立浮动,也称为清洁浮动,2009年后称为自由浮动。

专栏 3.1

国际货币基金组织对汇率制度的分类

自2009年起,国际货币基金组织根据新修订的方法公布了各国的汇率安排。报告区分了成员国的法定汇率安排和实际汇率安排。法定汇率安排是根据各成员国的自述进行报告,实际汇率安排是以观察到的信息为依据,经过IMF职员分析后得出的结论。

实际汇率安排可以分为以下四类十种:一是硬钉住,包括无独立法定货币的汇率安排和货币局安排;二是软钉住,包括传统钉住安排、稳定性安排、爬行钉住、类似爬行安排和水平带钉住;三是浮动制度,包括浮动和自由浮动;四是一种剩余类别,即其他有管理的安排。

二、主要汇率制度简介

2009年,国际货币基金组织对传统的汇率制度分类方法进行了修订,其原因在于外汇干预实践变得日益复杂,且有关干预的数据往往不可得,导致无法准确归类。新的汇率制度分类依据以下三个宽泛的原则:一是基于实际汇率安排进行分类;二是避免对货币政策的适当性或汇率制度的选择进行价值判断;三是采用后视型方法,旨在描述过去汇率政策的结果而不表示

对未来政策的声明或意见。据此,形成了四类十种汇率制度。

(一)硬钉住类汇率制度

此类汇率制度保持非常严格的钉住水平,甚至直接采用另一国货币作为自己的法定货币。主要形式有两种:一是无独立法定货币的汇率安排,即一国采用另一国的货币作为自己唯一的法定货币,包括美元化和货币联盟形式;二是货币局制度,指货币当局规定本国货币与某一外国货币保持固定的交换比率,并且对本国货币的发行做特殊限制以保证履行这一法定义务。货币局制度要求货币当局发行货币时,必须有等值的外汇储备作为保障,并严格规定汇率,没有改变平价的余地。中国香港执行的联系汇率制度就属于这种类型。

(二)软钉住类汇率制度

此类汇率制度虽仍属于固定汇率制度类型,但在管理方法上已经逐步介于固定与浮动的中间状态,是一类过渡类型。

1. 传统钉住安排

该制度是指一个国家正式地或名义上以一个固定的汇率将其货币钉住另一种货币或一个货币篮子,货币当局通过直接或间接干预维持固定平价。政府不承诺永久保持平价,但要求市场汇率需围绕中心汇率在 $\pm 1\%$ 的狭窄范围内波动,或即期市场汇率的最大值和最小值保持在 2% 的狭窄范围内至少6个月,同时,该种制度要求政府将锚货币或篮子货币的权重公开或报告IMF。

2. 稳定性安排

该制度又称为类似钉住制度,要求无论是对单一货币还是对货币篮子,即期市场汇率的波动要能够保持在 $\pm 2\%$ 的范围内至少6个月,且汇率保持稳定是官方行动的结果。但该制度并不意味着货币当局的政策承诺。

3. 爬行钉住

该制度是指汇率按预先宣布的固定标准作较小幅度的定期调整或根据选取的定量指标(如与主要贸易伙伴的通货膨胀差或主要贸易伙伴的预期通货膨胀与目标通货膨胀之差)的变化做定期调整。实施该种制度的国家负有维持某种平价的义务;这一平价可以进行经常的、持续的、小幅度的调整,这使得它与传统钉住制有所区别,因为后者的平价调整是偶然的,而且幅度较大。该制度要求相关规则和参数必须公开或报知IMF。

专栏 3.2

尼加拉瓜的爬行钉住汇率安排

20世纪90年代后期,为维持高通货膨胀率下的汇率稳定和便利国际贸易,尼加拉瓜将本币Cordoba钉住美元。但两国的通货膨胀率相差很大,美国年均通货膨胀率仅有 $2\% \sim 3\%$,但尼加拉瓜则达到 $10\% \sim 20\%$,根据购买力平价,Cordoba应相对美元贬值。因此,尼加拉瓜政府决定实行爬行钉住制度。1998~1999年上半年,Cordoba平均每月下调 1% 。1999年下半年,由于尼加拉瓜国内通货膨胀率大幅降低,经与IMF协商,该国降低了爬行速度,但总体上仍保持稳步贬值趋势。

资料来源:陈雨露,《国际金融》(第二版),中国人民大学出版社2006年版。

4. 类似爬行安排

该制度要求汇率必须保持在 $\pm 2\%$ 的狭窄范围内至少6个月,且最小的变化率大于稳定性

安排所允许的变化率;或者满足汇率年度变化率至少为1%,且以一个充分单调和持续的方式升值或贬值,也可认定为类似爬行安排。

5. 水平带钉住

该制度要求围绕一个固定的中心汇率将货币的价值维持在至少 $\pm 1\%$ 的波动范围内,或汇率最大值和最小值之间的区间范围超过2%。中心汇率和带宽需要公开或报知IMF。原欧洲货币体系汇率机制(ERM)中的国家即执行此类制度。

(三)浮动汇率制度

浮动汇率制度的共同点是不再设置固定的平价水平,但依然存在必要的干预活动。

1. 浮动

指汇率在很大程度上由市场决定,没有一个确定的或可预测的汇率路径。外汇市场干预可以是直接的或间接的,旨在缓和变化率和防止汇率的过度波动,但不以一个特定的汇率水平为目标。

2. 自由浮动

指的是外汇干预只是偶尔发生,旨在处理无序的市场状况,并且一国货币当局提供的信息和数据可以证明在以前的6个月中至多有3例干预,每例持续不超过3个营业日,IMF也无法获得额外的干预信息。

(四)剩余类别

剩余类别指某个汇率制度没有满足上述任何一种类别的标准,被称为其他有管理的安排。这种类别在1997年被称为没有预先确定汇率路径的管理浮动。

三、固定汇率制与浮动汇率制利弊的争论

关于固定汇率制与浮动汇率制的优劣问题,一直是国际金融学的核心争论点之一。早在20世纪六七十年代,大批学者就对此展开了一系列的探讨与争论。

(一)对国际收支失衡调节效率的争论

浮动汇率制的支持者认为,浮动汇率制下的国际收支失衡,只需本币简单地、自发性地贬值或升值就可以调节国际收支;而在固定汇率制下,收支失衡往往需要政府针对其特性,制定相应的措施加以应对。在这一过程中,时滞等问题就会凸显出来,使政策干预的效率大打折扣。因此,浮动汇率制度的自发性调节更加灵活、快捷和简便。

固定汇率制的支持者则反驳说,浮动汇率不一定能有效改善国际收支。原因有三点:一是影响汇率的因素多种多样,汇率的走势不一定会向平衡国际收支的方向发展;二是倘若要以汇率变动来达到改善国际收支的目的,必须满足如马歇尔—勒纳条件等一些要求,但这些条件和要求未必都能达到;三是汇率变动对国际收支的调整往往需要国内其他政策的支持,但政府可能会顾及政策调整产生的外部影响而无法及时提供政策支持。因此,浮动汇率下的收支调节未必简便、灵活。

(二)对经济冲击程度的争论

浮动汇率制的倡导者认为,在浮动汇率制度下,汇率可以根据内外经济状况进行持续、小幅度的微调,以避免经济的急剧波动;而在固定汇率制下,汇率的调整往往是在问题积累到一定程度时,一次性、大幅度地进行,这种调节方式必然对经济产生较为剧烈的冲击。因此,浮动汇率制度更为温和。

固定汇率制的支持者则指出,浮动汇率制下的汇率水平调整过于频繁,其中很多是不必要

的,同时,在资金流动对汇率有决定性影响时,汇率的剧烈波动同样会对经济产生巨大的冲击。

(三)对制度稳定性的争论

浮动汇率制的倡导者认为,浮动汇率制具有自动的稳定机制。一是由于浮动制下的投机行为是一种稳定性投机。投机者在币值高估时,卖出货币,在币值低估时,买入货币,这种投机策略无疑有助于稳定市场价格。二是由于在浮动汇率制下,汇率会根据市场随时进行调整,这增加了投机者寻找汇率被明显高估或低估时机的难度。同时,投机者在进行投机活动时还要承担价格反向变动的风险。而在固定汇率制下,汇率的相对稳定促使投机者能较为容易和准确地找到货币被错误定价的时机,从而助长了投机活动的发生。

固定汇率制的支持者对此进行了严厉的反驳。他们指出,浮动汇率制下由于投机者心理预期往往是非理性的,因此在投机时更多地倾向于“追涨杀跌”的行为模式,这种投机活动不仅不会缩小价格偏离幅度,还会促使市场价格波动幅度越来越大。相比来说,反而是固定汇率机制下的投机行为更带有稳定性特征。因为政府为了维持汇率固定比价,会对外汇市场进行干预,这相当于为交易主体的心理提供了一个“名义锚”,交易主体对汇率的预期会因政府的干预而向固定汇率水平调整,从而降低了汇率的不确定性。

(四)对政策独立性的争论

浮动汇率制的提倡者认为,浮动汇率制可以将一国的货币政策从维持汇率稳定的目标中解脱出来,通过汇率的自发调节来实现外部均衡,而货币政策和财政政策则专门用来实现内部均衡,同时可以将外国通货膨胀隔绝在本国以外,这使得一国的货币政策具有独立性。

固定汇率制的支持者则对其表示怀疑。他们指出,若一国仅以汇率来调节外部均衡,则意味着该国将接受任何水平的汇率,这显然是不可能的;同时,汇率作为货币的对外价格也必然会受到国内货币政策的影响;而且即使采用浮动汇率,本币汇率的变化依然会通过成本机制、货币工资机制等多种途径将外国通货膨胀传递到国内。

专栏 3.3

不同汇率制度下通货膨胀国际传递机制的差异

假定有X国和Y国,固定汇率制下的两国通货膨胀传递有两种途径。第一,当X国推行扩张性货币政策时,国内物价上升。由于汇率固定,Y国从X国进口商品的价格就会随之上升,并通过货币工资、成本等机制,按照一定比例传递到Y国国内,使Y国物价水平也普遍上升。第二,X国物价上升,与之相较,Y国物价会更低一些,这会促使Y国增加出口、减少进口,Y国货币会有升值压力,为了维持固定汇率,Y国政府必须在外汇市场上抛出本币、买进外币,这样会使国内货币供应量上升,物价随之上涨。

在浮动汇率制下,当X国发生通货膨胀时,由于Y国没有义务维持固定汇率,则Y国货币升值。但Y国货币的升值通常不能将X国商品涨价完全抵消,Y国从X国进口商品的价格仍会上升,因此第一条途径仍会在一定程度上起作用,但第二条传递途径由于Y国货币升值而失效。

(五)对政策纪律性的争论

浮动汇率制的倡导者认为,在浮动汇率制下,汇率完全由市场供求决定,政府不会施加任何干预,不会通过货币故意贬值或升值等手段,使汇率朝着暂时有利于本国经济的方向发展。这在一定程度上使政府的汇率政策受到了约束。

而固定汇率制的支持者则指出,在固定汇率制度下,由于政府有义务来维持汇率的固定比价,那么相当于无形中对政府的政策行为施加了一种约束,从而有效防止了货币政策的滥用。

(六)对开放经济促进作用的争论

浮动汇率制的拥护者认为,由于汇率完全由市场供求决定,浮动汇率制度可以使经济更加趋于自由化,虽然浮动汇率会在一定程度上增加国际贸易、投资的不确定性,但通过运用远期交易、套期保值等手段可以有效规避其带来的风险。此外,一国汇率的大幅度波动,会引发其他国家的强烈关注,这将促使各国之间进行经济政策的沟通与协调,加强了国际间政策的协调性。

但固定汇率制的支持者则认为,浮动汇率制对国际经济的危害性更明显。首先,进行各种规避风险的交易是有成本的,长期频繁的使用必然不利于各国之间的经贸往来;其次,并不是所有交易和投资的风险都是可以规避的,而且在发展中国家,风险规避工具的开发与运用并不发达,避险难以实现;再次,浮动汇率制下,由于各国没有维持汇率稳定的义务,大多将国内经济目标的实现放在首要地位,推行“以邻为壑”政策的可能性大增,反而加剧了国际经济的运行秩序混乱。

综上所述,两种汇率制度都有其各自的优势,但也都不尽完美。从本质上看,两种汇率制度的比较与选择,实际上就是各国政策当局对汇率安排“可信度”与“灵活性”的权衡。

专栏 3.4

表 3.1 固定汇率制度与浮动汇率制度比较

	固定汇率制度	浮动汇率制度
优点	有利于国际贸易和投资 有利于抑制国内通货膨胀 有利于稳定外汇市场 有利于约束政府政策	外部均衡自动实现 市场机制促进资源合理配置 可预防投机冲击 增强本国货币政策的自主性 避免通货膨胀跨国传递
缺点	通货膨胀跨国传递 货币政策独立性丧失 内外均衡冲突	汇率不确定性增强,风险增大 增加了投机的机会 导致政府滥用汇率政策,引发国际争端

资料来源:陈雨露,《国际金融》(第二版),中国人民大学出版社 2006 年版。

四、汇率制度的选择

作为一国经济制度的必要组成部分,汇率制度对于该国经济的增长和稳定具有举足轻重的作用。因此,选择合理的汇率制度始终是一国乃至全世界面临的十分重要的问题。影响一国汇率制度选择的因素是多种多样的,我们将其归纳为以下四个方面:

(一)经济规模

一般而言,经济规模越大的国家,对外贸易越多元化,在经济上的独立性就越强,这些国家大多不愿保持固定汇率,使国内的经济政策受制于其他国家。与此相反,经济规模较小的国家则更多倾向于采用固定性高的汇率制度,这是为了降低由于贸易依附性导致的汇率风险。

(二)经济开放度

经济的开放程度反映了一国与外部经济的联系程度。常见的衡量指标有对外贸易比率、外贸依存度、国际收支自主性交易项目的借方余额和贷方余额占 GDP 的比重等。一般情况

下,一国的开放程度越高,贸易品价格在整体物价水平中的比例越大,汇率变动对国家整体经济的影响也就越显著。为了最大限度地稳定国内物价水平,越开放的国家越易于选择钉住汇率制。

(三)通货膨胀水平

与他国相比,通货膨胀率较高的国家选择浮动汇率制或爬行钉住制的可能性就越大。这是因为国内较高的通货膨胀率,使其在经济政策上很难与他国取得协调,汇率也很难与他国保持稳定。此时,通过汇率的变动恰好可以弥补因通货膨胀差异所带来的损失。相反,与他国通货膨胀率差异较小或是相同的国家则会更多地选择固定汇率制度。

(四)贸易集中度

若一国的贸易对象主要集中于一个国家或地区,那么该国会选择将货币钉住贸易伙伴国或地区的一篮子货币组合,这不仅便于其国内经济发展,更有利于国别间、区域间的经济合作与协调。相反,贸易往来地域结构呈多元化的国家则更愿意选择其他的汇率制度。

除上述因素外,还有一些其他因素也会影响到一国的汇率制度选择,如国际经济条件、金融市场发展程度等。总之,汇率制度的选择是一个复杂的问题,各国在确定其汇率制度时,要根据自身情况合理地选择与运用。

第二节 外汇管理内容及效率

外汇管理是指一国通过法律、法令、条例等形式,对外汇资金的来源与运用、汇率水平、外汇交易等进行干预和控制,目的在于维持本国国际收支平衡,保证合理汇率水平,维护金融稳定,提高本国在国际市场上的竞争力并促进本国经济发展。当今,外汇管理已成为许多国家促进经济发展的重要手段,也是发展中国家同发达国家在经济和金融领域进行博弈的重要工具。

一、外汇管理的主体与客体

外汇管理的主体指的是负责外汇管理工作的机构,客体为外汇管理的对象。

(一)外汇管理机构

一般而言,一国政府会授权财政部、中央银行或另外成立专门机构作为执行外汇管理的机构。如英国政府指定财政部作为决定外汇政策的权力机构,英格兰银行代表财政部执行外汇管理的具体措施;日本政府指定大藏省负责外汇管理工作,日本银行是政府在外汇市场上操作的代理机构;我国则专门设立了外汇管理专业机构——国家外汇管理局,负责管理外汇的日常事务、执行外汇管理的法令条文、提出外汇管理的政策建议等。另外,由于大多数国家将外汇交易交给外汇银行具体办理,因此从广泛意义上讲,外汇银行也属于管理的操作主体。

专栏 3.5

中国国家外汇管理局基本职能

1. 研究提出外汇管理体制改革的防范国际收支风险、促进国际收支平衡的政策建议;研究逐步推进人民币资本项目可兑换、培育和发展外汇市场的政策措施,向中国人民银行提供制定人民币汇率政策的建议和依据。

2. 参与起草外汇管理有关法律法规和部门规章草案,发布与履行职责有关的规范性文件。

3. 负责国际收支、对外债权债务的统计和监测,按规定发布相关信息,承担跨境资金流动

监测的有关工作。

4. 负责全国外汇市场的监督管理工作;承担结售汇业务监督管理的责任;培育和发展外汇市场。

5. 负责依法监督检查经常项目外汇收支的真实性、合法性;负责依法实施资本项目外汇管理,并根据人民币资本项目可兑换进程不断完善管理工作;规范境内外外汇账户管理。

6. 负责依法实施外汇监督检查,对违反外汇管理的行为进行处罚。

7. 承担国家外汇储备、黄金储备和其他外汇资产经营管理的责任。

8. 拟订外汇管理信息化发展规划和标准、规范并组织实施,依法与相关管理部门实施监管信息共享。

9. 参与有关国际金融活动。

10. 承办国务院及中国人民银行交办的其他事宜。

资料来源:国家外汇管理局官网, <http://www.safe.gov.cn/>。

(二) 外汇管理对象

外汇管理的对象可以分为对人、对物、对地区、对行业和对国别五个层次。

1. 对人的管理

包括对法人和自然人的管理。根据自然人与法人居住或营业地区的不同,又可以细分为居民和非居民。一般情况下,由于居民的外汇支出关系到居住国的国际收支状况,故管理较严,对非居民的管理相对宽松。

2. 对物的管理

即对外汇及外汇有价物进行管理,其中包括外币现钞、外国铸币、外币支付工具(如汇票、本票、支票、旅行信用证等)、外币有价证券(如股票、公司债券、人寿保险单、存折)和黄金等,一些国家还把白银、白金和钻石包括在内。

3. 对地区的管理

指对本国不同地区实行不同的管理政策。例如,某些国家对出口加工区、保税区、经济特区等实行比较宽松的外汇管理政策,而对其他地区则实行比较严格的外汇管理政策。

4. 对行业的管理

主要指国家根据产业政策,对不同的行业采取不同的外汇政策或实行复汇率制度。这是一些新兴工业化国家常采取的一种办法,我国也曾执行过此类政策。

5. 对国别的管理

主要是指针对不同国家、不同地区实行不同的资本输出输入、商品进出口用汇的管理政策。

专栏 3.6

外汇管理局局长吃饭需要付两种货币

1984年春,深圳市建设路上的北国风味大酒楼内,时任中国人民银行深圳分行行长兼国家外汇管理局深圳分局局长的罗显荣步入餐厅,要了一盘饺子和一罐啤酒,自斟自酌。饭后,罗显荣招手请服务员结账,孰料服务员拿着账单有礼貌地说:“饺子请付人民币,啤酒请付港币。”“有没有搞错?吃一顿饭要付两种货币?”罗显荣问,“啤酒能付人民币吗?”服务员说:“不行,先生,啤酒是用外汇进口的,您给我人民币,我又不能拿人民币去银行换回港币。”这则非常有名的“人行行长吃饭付两种货币”的笑话,正是当年中国外汇管理制度在人们日常生活中的一个缩影。

二、外汇管理的主要内容

外汇管理的主要内容是结合上文所述的管理对象,对外汇交易活动的具体环节进行管理的措施与办法。

(一)货币兑换管理

货币兑换管理是外汇管理中最基本、最主要的内容,是对于本币与外币之间相互兑换或买卖的管理与限制。货币兑换管理按范围可分为经常账户下的兑换管理和资本账户下的兑换管理;按对象可分为企业用汇管理和个人用汇管理。通常情况下,相对于经常账户而言,资本账户管理更为严格;相对于企业用汇而言,个人用汇管理更为严格。

以中国为例,我国于1996年底宣布接受《国际货币基金协定》第8条款规定,实现了人民币经常项目可兑换,即对于国际收支经常性交易项目,如货物贸易、服务贸易等,只要购付汇是真实用于经常项目用途,货币兑换和对外支付与转移均不予限制。但目前对资本交易项下的货币兑换依然有部分管制。

专栏 3.7

货币自由兑换与“第8条款国”

按照国际货币基金组织的定义,一国若能实现经常账户下的货币自由兑换,该货币就被列入可自由兑换货币之列。由于自由兑换的条款集中出现在《国际货币基金协定》的第8条,所以货币自由兑换国家又被称为“第8条款国”。

具体而言,货币自由兑换的要求为:(1)避免对经常性支付或转移的限制。各会员国未经国际货币基金组织的同意,不得对国际经常往来的付款和资金转移实施汇兑限制。(2)不得实施歧视性货币措施或多重汇率措施。(3)兑付外国持有的本国货币。任何一个成员国都有义务购回其他成员国所持有的本国货币结存,只需兑换的国家能证明这种结存是由最近的经常性交易所获得,或者这种兑换是为了支付经常性交易所需要的。

(二)外汇资金收入管理

外汇资金收入主要来自贸易出口、非贸易出口和资本输入。通常,一国对贸易和非贸易的出口收汇管理相对宽松,对资本输入的管理相对严格。

出口收汇的管理方法主要可以分为两类:一类是对出口收汇的集中管理,典型的规定是,要求出口商必须把全部出口外汇收入按官方汇率结售给政府指定的银行机构;另一类是对出口收汇的鼓励性措施,如允许出口商将出口收汇中的部分外汇收入留归企业自用,或按较优惠的汇率结售给政府。出口收汇管理的主要目的是集中外汇收入,保证进口需要和国际收支平衡。

对资本输入的管理主要体现在两个方面:一是对长期资本输入实施期限结构、投资方向等条件限制,如要求还款期限不宜过分集中、投资方向要符合本国经济发展的需要、资本来源不宜过分集中、利润的返还方式要适当等;二是对短期资本输入严格限制,如很多国家为了稳定金融市场、维持汇率合理水平、避免资本流入造成国际储备过剩和通货膨胀,通常会对国内银行吸收非居民存款规定较高的存款准备金率,对非居民存款不支付利息或倒收利息,限制非居民购买本国有价证券,等等。

(三)外汇资金支出管理

外汇资金的支出主要用于贸易和非贸易的进口付汇及资本输出。与外汇资金收入管理类

似,通常一国对贸易和非贸易的进口付汇管理相对宽松,对资本输出管理相对严格。

在进口付汇管理方面,大多数国家会对进口商品的种类、数额及货物来源进行限制,如将商品分为禁止进口类、限制进口类和按规定渠道进口类等。同时,很多国家实行进口许可证制度,规定货物进口,必须先向有关当局申请核发进口许可证,才能向外汇银行购买外汇;实行进口限额制度,要求进口商在规定的有效期内,进口总额不得超过外汇管理机构分配的限额,银行也只在限额内供汇;实行进口预交保证金制度,要求进口商必须向指定银行预先存入一定数量的进口货款,才能购买外汇;等等。

在资本输出管理方面,发达国家一般较为宽松,但发展中国家大多对此进行较为严格的管理,一般不允许个人和企业自由输出外汇资金。主要措施包括规定银行对外贷款的最高额度、限制企业对外投资的国别和部门、对居民境外投资征收利息平衡税等。当前,随着区域经济一体化和贸易集团化趋势的发展,不少发展中国家也开始放松外汇资本输出管制,积极向海外投资,以期通过直接投资来打破地区封锁,带动本国出口贸易的增长。例如东盟各国、中国等近年来的海外投资都日渐活跃。

(四) 贵金属、本外币现钞出入境管理

黄金、白银等贵金属在广义范围内也属于国际通用货币范畴。因此,大多数国家都会对贵金属的出入境加以限制;对现钞出入境的管理,各国通常的做法是,对携带本外币现钞出境规定限额和用途。

专栏 3.8

我国对贵金属和本外币现钞出入境的管理规定

我国海关规定,旅客携带在我国境内购买的金、银及其制品出境的,重量在 50 克(含 50 克)以下的,海关给予放行;重量超出 50 克的,海关凭中国人民银行印刷的《特种发货票》放行。

我国政府规定,出境人员携带不超过等值 5 000 美元(含 5 000 美元)的外币现钞出境的,无须申领《携带证》,海关予以放行;出境人员携带外币现钞金额在等值 5 000 美元以上至 10 000 美元(含 10 000 美元)的,应向外汇指定银行申领《携带证》,海关凭加盖外汇指定银行印章的《携带证》验放;出境人员原则上不得携带超过等值 10 000 美元的外币现钞出境。按照海关行邮监管规定,任何国籍旅客每次携带的人民币限额为 20 000 元。携带上述限额内的人民币出入境,通关时可选择无申报通道通关;超出限额的,应选择申报通道向海关办理有关手续,海关予以退运,不按规定申报的,另予以处罚。

(五) 汇率管理

汇率管理主要包括汇率制度选择、汇率水平的确定与调整以及汇率种类的管理三方面的内容。汇率制度选择问题前文已有介绍,在此主要说明汇率水平的干预和汇率种类的管理问题。

通过上节内容学习,我们已经了解到,一国无论是实行固定汇率制还是浮动汇率制,都需要货币当局在不同程度上进行外汇市场干预,以避免市场汇率波动过大或偏离政府预设的目标,保证一国对外贸易、货币供求和经济平稳发展。外汇市场干预就是对汇率水平管理的一种方法,它是指一国货币当局基于本国宏观经济政策和汇率政策的要求,为调控本币汇率水平,或在外汇市场上直接进行交易,或通过调整相关政策间接影响外汇市场的供求关系,最终使汇率水平符合本国汇率政策目标的做法。

汇率种类管理是一国实行单一汇率、双重汇率还是多重汇率的选择问题。一国同时执行

两种或两种以上汇率的制度称为复汇率制度。复汇率按其表现不同,可以分为公开和隐蔽两种形式。公开复汇率是指政府明确公布针对不同交易使用不同汇率。例如,针对经常账户交易和资本账户交易,分别公布贸易汇率和金融汇率;针对进口与出口,分别规定出口结汇汇率和进口售汇汇率;针对生活必需品进口用一种汇率,奢侈品进口用另一种汇率;等等。有的国家复汇率可以多达几十种,高低相差几十倍。隐蔽复汇率的表现形式包括对出口商品按不同类别给予不同的财政补贴、税收减免或对进口商品施加不同的赋税标准等。一国实行复汇率制度往往是想实现其“奖出限入”的目标,是经济欠发达国家或出口创汇能力低的国家调节国际收支逆差的重要手段。

三、外汇管理的效率

外汇管理是一把“双刃剑”,在有力解决经济问题的同时,也会带来一些副作用。一般认为,长期严格的外汇管理会造成各种扭曲,进而影响到一国经济的活力。在此,我们以货币兑换管理和复汇率制度为例进行分析。

(一)货币兑换管理的效率

货币兑换管理限制了本国货币与外国货币的自由兑换,在一定程度上节约了外汇,是政府维持一定外汇储备数量的有效工具;同时,也保证了有限的外汇用于关键的必要支出项目。但是,长期严格的兑换限制也会给国民经济带来较大的负面效应。

首先,过于严格的货币兑换管理可能会引发非法活动,如大规模外汇黑市的形成;又如,在许可制或配额制度下,可能会诱使外汇购买者通过各种不正当或不合法的方式来影响政府官员对外汇的分配。

其次,长期的货币兑换管理不利于一国国内经济的长远发展。兑换管理会在一定程度上削弱本国企业对外出口的积极性,导致外汇收入减少,也会造成外汇资源的行政误配;同时,对资本与金融账户的管理,会限制外国资金的流入,失去利用外资发展本国经济的有利条件;此外,本国商品市场和金融市场也会因货币兑换管理而处于被保护的状态之下,缺乏来自国外的竞争,使得本国产业部门与金融市场的效率难以提高,造成产能低下,资源无法合理有效配置。

最后,长期的货币兑换管理不利于国际间经济交往与合作。一国对经常账户的兑换限制会对国际自由贸易产生阻碍,还可能引发各国间的贸易战和汇率战。一国对资本与金融账户的兑换管理会降低资本在全球范围内配置所带来的福利效应,并对国际资金市场的形成与发展产生负面影响。

(二)复汇率制度的效率

复汇率制度作为汇率管理的一种方式,对经济的积极影响主要体现在以下几方面:

第一,实行复汇率,利用汇率的价格杠杆作用,可以改善本国的经常性收支,推行产业政策。如对本国优先发展的产业,可以通过低估本币,增加商品出口,扩大生产规模,促进产业发展;而对夕阳产业或者会对本国造成严重环境污染的产业,可以通过本币高估实现限制生产、进口替代的目的。

第二,复汇率可以在一定程度上隔绝外来经济冲击。如一国对经常账户交易采用固定汇率,而资本与金融账户交易则采用浮动汇率,这样既可以保证进出口贸易的安全便捷,又可以通过市场汇率的灵活变动来化解外部冲击对金融市场的影响,从而保证了宏观经济的稳定。

第三,复汇率制度可以成为政府增加财政收入的一种手段。在复汇率制下,政府可以用较低的官方汇率买入外汇,再以较高的市场汇率卖出外汇,从中获取利差。在一些官方汇率和市

场汇率有较大差异的国家,这种差价成为了财政收入的重要组成部分。

从另一个方面看,长期实行复汇率制度也会扭曲市场规律,对经济产生不利的影响,主要体现在以下方面:

第一,管理成本不断提高。由于复汇率的种类繁多,复杂的管理势必带来高额的运行成本。而且,如果没有良好的管理体制和充足的信息来源,复杂的制度和程序很可能导致复汇率制的错配以及国内经济运行的混乱。

第二,长期的复汇率制会扭曲价格体系。由于汇率水平众多,极可能产生众多的价格水平,这使得国内商品和资产价格体系变得复杂和扭曲,无法反映出真实的供求关系和价值基础。

第三,复汇率制易导致不公平竞争。复汇率制作为一种变相的税收或财政补贴政策,不利于公平竞争关系的建立和透明的市场关系的形成。此外,复汇率制还容易引起国际经济关系的紧张,不利于国际经济合作的发展。

通过对上述两项外汇管理政策效率的分析,我们可以看出,恰当的外汇管理对于各国经济金融的持续稳定发展是必要的,但长期过度严格的管理措施往往会破坏经济自身的运行规律,带来不利的效应。因此,从各国经验来看,外汇管理措施的采用率很高,但大多作为短期调节性政策使用,长期持续采用并不合适。

本章提要

1. 汇率制度又称汇率安排,是一国货币当局对本国汇率变动的基本方式所做出的一系列安排或规定。其中,固定汇率制度和浮动汇率制度是基本的分类。固定汇率制度是指一国政府用行政或法律手段,指定某一参照物,并确立和维持该国货币与此单位参照物固定比价的一种汇率制度。浮动汇率制度理论上是指一国汇率水平完全由外汇市场供求关系决定、政府不施加任何干预的一种汇率制度。

2. 2009年,国际货币基金组织对传统的汇率制度分类方法进行了修订,形成了四类十种汇率制度:一是硬钉住类汇率制度,包括无独立法定货币的汇率安排和货币局安排;二是软钉住类汇率制度,包括传统钉住安排、稳定性安排、爬行钉住、类似爬行安排和水平带钉住;三是浮动汇率制度,包括浮动和自由浮动;四是一种剩余类别,即其他有管理的安排。

3. 对于固定汇率制与浮动汇率制的优劣问题,各国学者主要围绕两者对国际收支失衡调节效率、经济冲击程度、制度稳定性、政策独立性、政策纪律性以及对外开放经济促进作用等方面展开一系列争论。

4. 汇率制度对一国经济的增长和稳定具有举足轻重的作用,各国应根据自身的经济规模、经济开放度、通货膨胀水平、贸易集中度、国际经济条件、金融市场发展程度等制约因素合理地选择汇率制度。

5. 外汇管理是指一国通过法律、法令、条例等形式,对外汇资金的来源与运用、汇率水平、外汇交易等进行干预和控制,目的在于维持本国国际收支平衡,保证合理汇率水平,维护金融稳定,提高本国在国际市场上的竞争力并促进本国经济发展。

6. 外汇管理的主体是指负责外汇管理工作的机构。一般而言,一国政府会授权财政部、中央银行或另外成立专门机构作为执行外汇管理的机构。外汇管理的客体是指外汇管理的对象,可以分为对人、对物、对地区、对行业和对国别五个层次。

7. 外汇管理的主要内容包括货币兑换管理、外汇资金收入管理、外汇资金支出管理、贵金属及本外币现钞出入境管理、汇率管理等。

8. 外汇管理是一把“双刃剑”,在有力解决经济问题的同时,也会影响到一国经济的活力。货币兑换管理限制了本国货币与外国货币的自由兑换,在一定程度上节约了外汇,是政府维持一定外汇储备数量的有效工具,也保证了有限的外汇用于关键的必要支出项目;但过于严格的货币兑换管理可能会引发非法活动,不利于

一国国内经济的长远发展及国际间经济交往与合作。复汇率制度可以改善本国的经常性收支,有利于推行产业政策,在一定程度上隔绝外来经济冲击,增加财政收入;但长期实行复汇率制度也会扭曲市场规律,造成管理成本不断提高,价格体系扭曲,导致不公平竞争等。

主要概念

固定汇率制度;浮动汇率制度;独立法定货币汇率安排;货币局安排;传统钉住安排;稳定性安排;类似爬行安排;爬行钉住;自由浮动;水平带钉住;外汇管理;复汇率制度

课后思考题

1. 试比较固定汇率制与浮动汇率制的优劣。
2. 国际货币基金组织将汇率制度划分为哪些类别?
3. 影响一国汇率制度选择的因素有哪些?
4. 外汇管理的主要内容有哪些?
5. 复汇率制会对经济发展产生什么影响?

补充阅读

人民币汇率制度变迁与我国外汇管理体制沿革

一、人民币汇率制度的变迁

1949 年至今,人民币汇率经历了由官定汇率到市场决定、从固定汇率到有管理的浮动汇率的演变过程。

(一)计划经济时期的人民币汇率制度(1949~1978 年)

1949 年 1 月 8 日,中国人民银行在天津首次公布人民币汇率。此后,上海、广州在中央的统一管理下,以天津汇率为基础,根据当地物价状况,公布各自的汇率。计划经济时期,人民币汇率在一个较长的历史时期内实行固定汇率,一直钉住一篮子货币。

(二)经济转型时期的人民币汇率制度(1979~1993 年)

1981~1984 年,人民币官方汇率实行了贸易内部结算价和非贸易公开牌价的双重汇率制度。1985 年 1 月 1 日取消内部结算价,重新实行单一汇率,汇率为 1 美元折合 2.8 元人民币,这是人民币汇率的第一次并轨。

1985~1990 年,我国根据国内物价的变化多次调整汇率。至 1990 年 11 月 17 日,1 美元折合 5.22 元人民币。

自 1980 年起,全国各地开始陆续实行外汇调剂制度,设立外汇调剂中心,开办外汇调剂公开市场业务,形成了官方汇率和调剂市场汇率并存的局面。从 1991 年 4 月 9 日起,我国实行有管理的浮动汇率,1993 年底调至 1 美元折合 5.8 元人民币。

(三)社会主义市场经济时期的人民币汇率制度(1994 年至今)

自 1994 年 1 月 1 日起,人民币官方汇率与(外汇调剂)市场汇率并轨,实行银行结售汇制,建立全国统一的银行间外汇市场,实行以市场供求为基础的单一汇率,这是人民币汇率的第二次并轨。

1997 年,东南亚爆发金融风暴,中国为维护地区经济与金融稳定,以大国负责的态度,保持人民币汇率坚挺,从而使中国的汇率实质上形成了钉住美元的固定汇率,人民币汇率为 1 美元折合 8.7 元人民币。

2005 年 7 月 21 日,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。人民币汇率不再钉住单一美元,形成了更富弹性的人民币汇率机制。由于中国篮子的货币种类中,美元的权重占到 95%以上,因此,短期内人民币汇率制度仍将会是一种“参考美元为主的、软钉住的汇率制度”。

我国在 2010 年 6 月重新启动了人民币汇率形成机制改革,这次改革实质上是 2005 年 7 月改革的延续。由于受到国际金融危机冲击,从 2008 年下半年至 2010 年上半年近两年时间内,人民币汇率重新钉住美元,恢复实质上对美元的固定汇率机制。因此 2010 年 6 月 19 日,中国人民银行决定“进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性”。此次改革重在坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间,对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。这是继续完善有管理的浮动汇率制度的重大举措,有利于发挥市场在资源配置中的基础性作用,促进国际收支基本平衡,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,维护宏观经济和金融市场的稳定。

二、我国外汇管理体制的沿革

改革开放前,我国实行严格外汇集中计划管理,国家对外贸和外汇实行统一经营,外汇收支实行指令性计划管理。所有外汇收入必须售给国家,用汇实行计划分配;对外基本不举借外债,不接受外国来华投资;人民币汇率仅作为核算工具。改革开放后,我国对外经济迅猛发展,外汇管理体制也随之经历多次改革,大致分为如下三个阶段:

(一)第一阶段,适应经济发展的需要,加快外汇体制改革(1978~1993 年)

这一阶段逐步改变了外汇的统收统支,允许出口企业有一定的外汇自主权。从 1979 年开始实行企业外汇留成制度,并允许企业间调剂外汇余缺。人民币外汇调剂市场汇率与官方汇率并行。1980 年 12 月国务院发布的《中华人民共和国外汇管理暂行条例》是这一阶段基本的外汇管理法规。这一阶段,配置外汇资源的机制不断发育,对于促进吸引外资、鼓励出口创汇、支持国民经济建设发挥了积极作用。

(二)第二阶段,初步建立起适应社会主义市场经济体制的外汇管理体制框架(1994~2000 年)

1994 年,国家对外汇管理体制进行重大改革,取消外汇留成制度,实行银行结售汇制度,人民币官方汇率与市场汇率并轨,实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度,建立全国统一规范的外汇市场。1996 年 1 月《中华人民共和国外汇管理条例》颁布实施,外汇管理改革成果以法规形式得以进一步确立。同年 12 月,宣布接受《国际货币基金协定》第 8 条款,实现人民币经常项目可兑换。这一阶段,外汇供求的市场基础不断扩大,市场机制配置外汇资源的基础性地位进一步增强。但总体来看,我国外汇资源仍然短缺,因此,国家建立了通过事后核对进出口物流和资金流是否对应的进出口核销制度,防止出口少收汇和进口多付汇。当时,仅允许少数企业经批准后开立外汇账户,并且账户内仅可保留上年进出口额 15% 的外汇。个人因私用汇每人每次也仅可购 500 美元,超限额购汇需经外汇管理部门批准。亚洲金融危机期间,我国更加强了资本流出管制,建立了进口报关单联网核查制度,有力打击了利用报关单逃骗汇现象,有效抵御外部冲击。

(三)第三阶段,适应新形势,继续深化外汇管理体制的改革(2001 年以来)

2001 年底我国加入世界贸易组织,对外经济迅猛发展,外贸顺差急剧扩大,外商来华投资踊跃,国际收支持续大额顺差,外汇储备于 2009 年 6 月末达到 2.13 万亿美元,是 1993 年底的 100 倍。在此背景下,逐步取消了经常项目外汇账户开户审批和账户限额管理,允许企业自主保留外汇;取消外汇风险审查、外汇来源审查等对外直接投资行政审批项目;先后引入合格境外机构投资者(QFII)、合格境内机构投资者(QDII)等。2005 年 7 月,人民币汇率形成机制进一步改革,实行以市场供求为基础、参照一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,人民币汇率弹性和灵活性显著增强,外汇市场加快发展。同时,还加强了外汇资金流入管理,如 2008 年实施出口收结汇联网核查,通过核对出口报关单数据,核查出口收汇是否有真实贸易背景,防止出口多收汇。这一时期,对外汇资金实行流入流出均衡管理的原则和制度逐步确立,资本项目可兑换进程稳步推进,贸易投资外汇管理不断便利化。2008 年 8 月修订实施的《中华人民共和国外汇管理条例》,突出了均衡管理原则和国际收支应急保障制度。