

题目:

汇率制度的比较与选择

——兼谈人民币汇率制度的改革

The Comparison and Choice of Exchange Rate Regime

——The Reform of Exchange Rate Regime of RMB

厦门大学博硕士论文摘要库

内容摘要

关于汇率制度的选择一直是国际金融领域里争论不休的话题，国际学术界对此问题有着众多的讨论，尽管各方列出的原因各不相同，但公认的是，在国际资本流动高度发达的情况下，这些国家实行的钉住汇率制肯定有问题。我国改革开放的步伐不断加快，资本对外开放已是大势所趋，而我国人民币汇率名义上是以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，但“管理”的多，“浮动”的少，国际货币基金组织甚至把我国的人民币汇率定为钉住汇率制度类，在这种情况下，人民币汇率制度将会何去何从，成为一个讨论的焦点。本文希望对汇率制度进行研究，在对汇率制度进行比较分析的基础上，探讨人民币汇率制度的改革。

本文第一章，简要分析一下汇率制度概念、内容及其分类，并进而回顾了世界各国汇率制度的发展及演进过程，汇率制度的发展主要经历以下有三个阶段：国际金本位主义下的汇率制度安排；布雷顿森林体系下的汇率制度安排；牙买加体系下的汇率制度安排。

第二章，对汇率制度选择理论的评述。该部分考察了不同学者专家从不同角度，不同因素对汇率制度选择的研究，例如，从成本——收益、经济面和经济结构、经济冲击干扰源和噪音交易、宏观经济政策效果、资本投机和汇率失调双重、货币危机、效率与稳定的角度进行分析。

第三章，在前面理论分析的基础上，考察人民币汇率制度的选择，并指出钉住汇率对于我国目前日益加速的资本开放是不合宜的，但我国目前又不具备实行浮动汇率的条件，人民币汇率制度的选择只能在所谓的“中间汇率制度”里选择，本文认为汇率目标区在目前来说是一个现实可行的选择。

第四章，要建立人民币的汇率目标区制度，一个关键的问题是如何确定中心汇率或均衡汇率，第四部分采用现在比较流行的时间序列分析计量方法结合行为均衡汇率理论对我国人民币均衡汇率进行实证分析，得到人民币现阶段的中心汇率或均衡汇率，并在此基础上确定人民币的汇率目标区。

关键词：汇率制度；均衡汇率；汇率目标区

ABSTRACT

The choice of exchange rate is a hot and controversial topic in the field of international finance. It is widely accepted that pegged exchange rate regime must be problematic on the situation of high mobility of international capital. Chinese economy becomes more open, so freeing capital restriction is the general trend. With the situation of more mobility on capital, how to choose the fitting exchange rate regime of RMB has become the focus of discussion for domestic and oversea scholars. This paper discusses the reform of exchange rate regime of RMB and tries to give a possible solution based on the comparative analysis of exchange rate regime.

Chapter one firstly analyzes the conception and classification of exchange rate regime, then look back the three stages of evolvement of exchange rate regime in the world: exchange rate arrangement in the gold standard, exchange rate arrangement in Bretton Woods system, exchange rate arrangement in the system of Jamaica.

Chapter two is review of all kind of theories choice of exchange rate regime. Different scholars discuss exchange rate regime from different aspects, such as analysis of cost and benefit, economic structure, noise trade, the effect of macroeconomic policies, capital speculation, monetary crisis, and so on.

Chapter three further discusses the choice of exchange rate regime of RMB and point out that current regime isn't very fitting with the trend high mobility of capital, while adopting the flexible regime isn't feasible for our present economic condition. So China only selects the regime from so-called intermediate regime. Maybe the target zone is a feasible choice.

Chapter four is to discuss how to set up the target zone of RMB in detail. In order to set up the target zone of RMB, one key question is to find the exchange rate of RMB. By means of econometric testing I introduce the behavior equilibrium exchange rate model to get the equilibrium exchange rate of RMB, based on which building up the target zone of RMB.

Key word: Exchange rate regime; Equilibrium exchange rate; Target zone

目 录

序 言	1
第一章 汇率制度的分类及其演进过程	3
第一节 汇率制度的内涵与分类	3
第二节 国际汇率制度变迁的历史回顾	4
第二章 汇率制度选择的理论综述与比较分析	8
第一节 汇率制度选择的理论综述	8
第二节 汇率制度理论的几个假说	17
第三章 人民币汇率制度的选择	22
第一节 人民币汇率制度改革的趋向	22
第二节 汇率目标区及其分类	25
第三节 汇率目标区的标准理论模型	26
第四节 汇率目标区：人民币汇率制度改革的现实选择	28
第四章 人民币汇率目标区的建立	30
第一节 均衡汇率的理论选择	30
第二节 人民币均衡汇率的实证分析及汇率目标区的建立	31
结束语	37
参考文献	40

CONTENTS

Preface	1
1 The classification and evolvement of exchange rate regime	3
1.1 The conception and classification of exchange rate regime	3
1.2 The historic review of international exchange rate regime evolvement	4
2 The theoretical summarization and comparative analysis on the choice of exchange rate regime	8
2.1 The theoretical summarization on the choice of exchange rate regime.....	8
2.2 The hypothesis on the choice of exchange rate regime	17
3 The choice of exchange rate regime of RMB.....	22
3.1 The reform trend of exchange rate regime of RMB	22
3.2 The conception and classification of target zone.....	25
3.3 The theoretical model of target zone.....	26
3.4 Target zone : practical choice of exchange rate of RMB.....	28
4 The establishment of target zone of RMB	30
4.1 The theoretical choice of equilibrium exchange rate	30
4.2 The empirical analysis of equilibrium exchange rate of RMB and setting up of target zone	31
5 Conclusion	37
6 References.....	40

厦门大学博硕士学位论文摘要库

序 言

汇率制度在开放经济条件下作为一国经济制度的重要组成部分，对于该国经济的增长和稳定具有十分重要的作用，尤其是经济全球化、金融国际化日益发展的今天，一国汇率制度是否合适显得更为重要。布雷顿森林体系崩溃以来，全球范围内先后爆发了一系列金融危机，20世纪80年代发展中国家的债务危机，1992-1993年的欧洲货币危机，1994年的墨西哥比索危机，1997-1998年的东南亚金融危机，以及2001年的阿根廷的货币危机等，这些危机自始至终都伴随着汇率的调整和汇率制度的变革，一代又一代经济学家一直在探索着、争论着，并为各国政府和国际货币基金组织提供有益的建议，因而，近年来汇率制度的选择又成为人们普遍关心的一个热点问题，但由于不同的研究者的立足点不同，从而得出不同的结论，相应的关于不同汇率制度选择的争论就难以避免，谁是谁非难以直接定论。对于汇率制度的争论也不仅限于传统的固定汇率与浮动汇率之争，还包括90年代中后期出现的中间汇率与两极汇率之争。

对于人民币的汇率制度的选择，近年讨论的也相当热烈，各种观点从不同的角度进行阐述，虽然在各自的分析框架下都可以自圆其说，然而却缺少对汇率制度选择的几个关键因素的把握。尤其是目前我国国际收支双顺差，外汇储备高速增长，经济增长势头旺盛，人民币汇率升值压力急剧增加的情况下，人民币汇率的形成机制再次成为讨论的焦点。随着中国经济实力和国际影响力的提升，人民币汇率政策逐渐国际化、政治化也在意料之中，中国应当如何在国际压力下，正确把握人民币汇率制度改革的方向呢？本文将对汇率制度和人民币汇率制度的选择作出分析。

文章共分为四章：第一章首先简要分析汇率制度的分类及其演进过程；第二章对汇率制度的选择理论进行全方位、多角度的分析；第三章，在前

面理论分析的基础上，结合我国的实际情况，提出人民币汇率制度选择的一个现实的、可行的方向是汇率目标区；第四章，要建立人民币的汇率目标区制度，一个关键的问题是如何确定中心汇率或均衡汇率，在这一部分采用现在比较流行的计量方法对我国人民币均衡汇率进行实证分析。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 汇率制度的分类及其演进过程

第一节 汇率制度的内涵与分类

汇率制度又称汇率安排，是指一国货币当局对本国汇率变动的的基本方式所作的一系列安排或规定，它是一国在经济开放条件下为实现经济持续增长，人民福利不断提高的政策选择。

汇率制度的具体内容主要包括：（1）确定汇率的原则和依据，例如是以货币本身的价值为依据，还是以法定代表的价值为依据，由市场决定，还是由官方决定，以及对汇率水平高低和汇率种类如何确定等等；（2）维持与调整的办法，例如是采用公开法定升值或贬值的办法，还是采取任其浮动或官方有限度干预的办法，是长期稳定不变偶尔大幅度调整，还是爬行蠕动管理；（3）法令体制和政策等，例如各国外汇管制中有关汇率及其适用范围的规定。（4）制订维持与管理汇率的机构，如外汇管理局外汇平准基金委员会等。

研究汇率制度选择的前提是对汇率制度的分类，国内国际金融方面的传统教材（如刘舒年，1999），一般将汇率制度按汇率变动的幅度分为两大类型：固定汇率制和浮动汇率制，前者包括金本位制下的固定汇率制和纸币流通条件下的固定汇率制，如布雷顿森林体系下的汇率制度；浮动汇率制若按政府是否干预区分，分为自由浮动和管理浮动或肮脏浮动，若按照浮动的形式则分为单独浮动和联合浮动。

国际货币基金组织(IMF)从1981年开始每年都对成员国的汇率制度和汇率安排进行归类统计，在1999年以前基本上遵循的也是固定和浮动的两分法将成员国所报告汇率制度划分为三大类：钉住汇率制度、有限灵活汇率制度和更加灵活汇率制度。

但以上的分类也有较大的缺陷，突出地表现为 IMF 成员国所汇报的汇

率制度类型往往并没有反映实质性的东西。基于此，1999年IMF一改过去20多年来固定、浮动的两分法，对汇率制度进行了重新分类，新的分类突出了汇率的形成机制以及政策目标的差异，共分为八类，具体为：1. 无独立法定货币的汇率安排；2. 货币局制度；3. 其他传统的固定钉住制(包括管理浮动制下的实际钉住制)；4. 水平(上下1%)调整的钉住；5. 爬行钉住；6. 爬行带内浮动；7. 不事先公布干预方式的管理浮动；8. 单独浮动。例如，欧元区国家被列入无独立法定货币的汇率安排；原来的管理浮动制的中国、埃及、伊朗以及单独浮动的瑞士等因为汇率基本钉住美元，波动幅度很小而被列入固定钉住汇率制。

第二节 国际汇率制度变迁的历史回顾

1. 国际金本位体系下严格的固定汇率制

什么样的国际货币制度就有是什么样的汇率制度安排，19世纪中后期至1933年当时的西方国家主要实行金本位货币制度，在该制度下实行的是严格的固定汇率制，其特点是：黄金充当了国际货币，两种货币的含金量是决定两国货币汇率的物质基础，铸币平价是汇率的标准，国际收支具有自动调节机制，各国汇率围绕金平价作窄幅波动，一般幅度不超过两国黄金输送点。

一般来说严格的固定汇率制度有利于生产成本核算和国际支付，也有利于减少国际投资风险，推动了贸易和投资的极大发展，但由于黄金供应有限，英国经济实力下降，更为致命的是金本位体系所体现的自由放任的原则在根本上与资本主义经济发展阶段的干预职能相违背，受1914年的“一战”及1929-1933年的经济危机冲击，1936年国际金本位体系开始崩溃，各国货币汇率开始自由浮动，此后国际货币体系经历了近十年虚无缥缈的阶段，于1945年正式进入了布雷顿森林体系。

2. 布雷顿森林体系下可调整的固定汇率制度

1945 年以美国为首的西方主要国家为了整顿恢复国际货币金融秩序，建立了布雷顿森林体系，体系的主要内容是双挂钩，即美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，如图 1-1 所示。

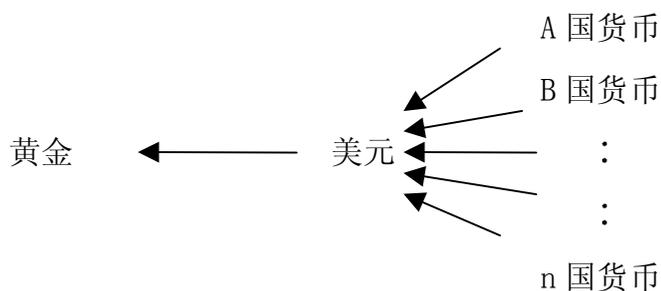


图 1-1 布雷顿森林体系下的双挂钩制

根据布雷顿森林协定的规定，在该体系下实行以美元——黄金为基础的，实行美元——黄金本位制，在这个制度下，规定 35 美元等于 1 盎司黄金，各国货币以其金平价与美元固定比价，各国政府可以随时用美元向美国政府按这一比价兑换黄金。由于各国货币与美元保持着可调整的固定比价，因此该汇率制度称为可调整的钉住汇率制 (Adjustable Peg)。各国货币对美元的波动幅度为平均上下 1%，各国当局有义务在外汇市场上进行干预以保持汇率的稳定。只有当一国发生“根本性国际收支不平衡”时，才允许升值或贬值。平价的变动要得到基金的同意，由于各国货币均与美元保持可调整的固定比价，因此，各国货币相互之间实际上也保持着可调整的固定比价，整个货币体系就成为一个固定汇率的货币体系，在这种情况下，平价的单方面变动就显得比较困难。

布雷顿森林体系是国际货币合作的产物，它开辟了国际金融政策协调的新时代，该时期的固定汇率制度消除了国际贸易与金融活动中的汇率风险，提供了贸易与投资的便利，缓解了各国国际收支困难，保障了各国经济稳定，但由于体系本身的“特里芬难题” (Triffin Dilemma)，汇率体系僵化以及 IMF 解决国际收支能力有限，50 年代末美元信用基础开始发生动

摇，60年代中期的越战使美国国际收支进一步恶化，1971年美元危机后，美国政府实行新经济政策，停止美元兑换黄金，宣告了该体系下的固定汇率制崩溃，国际金融形势重归动荡，1976年牙买加协定确定了浮动汇率合法化，标志着布雷顿森林体系的最后终结和牙买加体系时代的开始。

3. 牙买加体系下的汇率制度安排

1976年牙买加体系建立，牙买加体系不是完全地摒弃布雷顿森林体系，它放弃的是布雷顿森林体系下的双挂钩制度，但继承了布雷顿森林体系下的国际货币基金组织，并且基金组织的作用还得到进一步的加强。该体系的一个主要内容就是黄金的非货币化和汇率安排多样化，黄金不再是汇价的基础，也不能用它来发行对国际货币基金组织的义务，成员国货币不再与黄金挂钩。该体系承认了浮动汇率制，允许浮动汇率制与固定汇率制并存，成员国可根据自身经济实力、开放程度、经济结构等权衡得失利弊自由选择汇率制度，此时的国际汇率制度是建立在以美元为中心的多元化储备基础之上的固定汇率和浮动汇率制度并存的多元汇率制度安排。许多发达国家采用浮动汇率制度，发展中国家多数采用钉住制度。牙买加体系一定程度上解决了特里芬难题，多样化的汇率安排保证了经济发展灵活性与独立性的统一，但多元化的储备格局使多数非发行国承担了铸币税且缺乏稳定货币标准，成为国际金融的不稳定因素，国际汇率体系极不稳定，汇率大起大落对于发展中国家而言增大了汇率风险负面影响更明显。

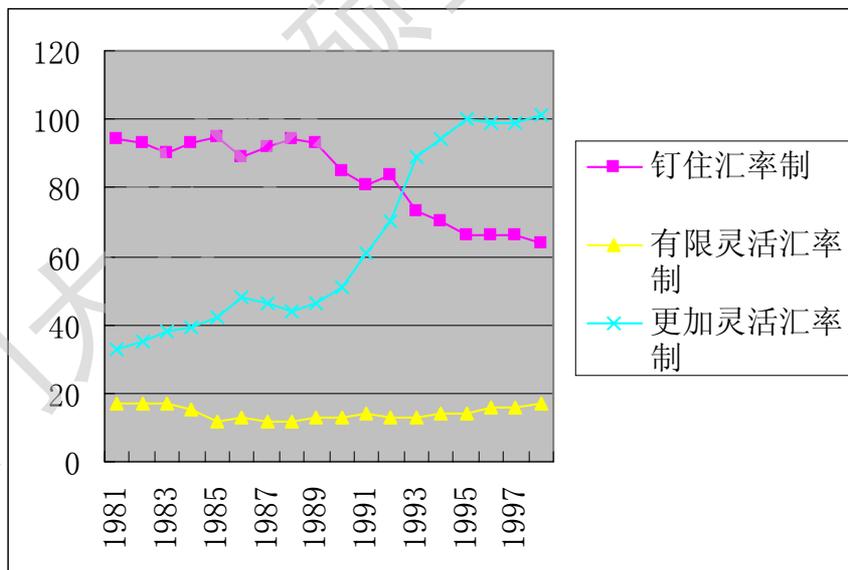
布雷顿森林体系崩溃后汇率制度的一大特点就是各国汇率表现出越来越大的灵活性，根据国际货币基金组织国际统计年鉴统计（如表1-1所示），实行选择钉住汇率制度的国家日益减少，而选择有限灵活汇率的国家基本持平，选择更加灵活的汇率制度的国家大幅上升，由1981年的33个国家增加到1998年101个国家，如图1-2表示的更加直观，1992年实行更加灵活汇率制度的国家超过钉住汇率制度的国家个数。

表 1-1 1981—1998 年间各国汇率制度的选择

年份	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
国家总数	144	145	146	147	149	150	151	151	152	154	156	167	175	178	180	181	181	182
1. 钉住汇率	94	93	90	93	95	89	92	94	93	85	81	84	73	70	66	66	66	64
a. 钉住单一货币	58	55	51	50	51	52	57	55	51	44	42	50	43	45	44	44	46	47
b. 钉住合成货币	36	38	39	43	44	37	35	39	42	41	39	34	30	25	22	22	20	17
2. 有限灵活汇率	17	17	17	15	12	13	12	12	13	13	14	13	13	14	14	16	16	17
a. 单一货币	9	9	9	7	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
b. 合成货币	8	8	8	8	7	8	8	8	9	9	10	9	9	10	10	12	12	13
3. 更加灵活汇率	33	35	38	39	42	48	46	44	46	51	61	70	89	94	100	99	99	101
a. 按一套指标调整	4	5	6	6	5	6	5	5	5	3	5	3	4	3	2	2	-	-
b. 管理浮动	19	22	24	19	22	22	23	22	21	23	27	23	29	33	44	45	46	56
c. 独立浮动	10	8	8	14	15	20	18	17	20	25	29	44	56	58	54	52	53	45

数据来源：易纲，《汇率制度的选择》，《金融研究》，2000年9月，第46-52页

图 1-2 1981-1998 年间汇率制度的发展



所以总的来说，在布雷顿森林体系崩溃后，国际汇率体系在不断地向具有更大灵活性的安排转变。

第二章 汇率制度选择的理论综述与比较分析

第一节 汇率制度选择的理论综述

由上章可知，国际货币制度和汇率制度一直处于发展变化之中，而且现实中随着各国经济市场化和开放程度的不断扩大，决定汇率制度选择的因素差异性不断地冲撞和耦合，这样汇率制度的变迁与选择也就在所难免。关于汇率制度的选择研究一直是经济学家们关注的焦点，特别是 20 世纪 90 年代后新兴市场频繁发生货币危机与汇率制度选择问题更是成为争论的焦点。概括来说，从 20 世纪 50 年代以来到现在，关于汇率制度的选择研究主要可归为以下几类：

1. 从成本——收益角度来研究汇率制度的选择

该理论主要分析采用某种汇率制度对本国经济会带来什么样的成本和收益，即选择某种汇率制度的出发点就是收益减去成本的最大化。

20 世纪 50 年代，西方学者对汇率制度的选择争论进入一个白热化阶段，以金德尔伯格（沈国兵，2002）为代表的一批学者极力推崇固定汇率制，他们认为固定汇率制度能够带来显著的收益，如能够规避汇率风险，有助于国际贸易和国际投资，而浮动汇率制则由于汇率的不稳定带来显著的成本，如增大经济的不确定性，不利于国际投资和国际贸易；蒙代尔和万尼斯基认为固定汇率还具有保持一国物价水平稳定的好处（冯用富，2001），但是以弗里德曼为代表的另一批学者则极力主张浮动汇率制，他们认为：“浮动汇率制未必就是不稳定的汇率，即使汇率不稳定，也主要是因为主导国际贸易的经济条件的基础不稳定的，固定汇率尽管名义上是稳定的，但它可能使经济中其他因素的不稳定性变得持久和强化，而且，汇率不稳定是基本经济结构不稳定的一种表征，通过官方固定汇率来消除这种表征是无法解决任何基础性经济结构失衡的，只会使调整变得更加痛苦

(Friedman, 1953)。”因此，他们认为，在外界经济条件发生变化的情况下，固定汇率由于无法进行适时纠正性活动会带来显著的成本，如导致汇率高估或低估，造成国际收支严重失衡，结果非均衡累积最终会酿成危机。而浮动汇率制能够带来两方面的收益：①能够提供更加有效的国际调节体系，促进国际贸易更加自由；②能够提供利率和汇率双重调节手段来实现国内目标。这样，由于立足点不同，前者认为浮动汇率造成汇率不稳定，而后者认为汇率不稳定是基本经济结构不稳定的一种表现，进而分析什么汇率制度会使得收益减去成本最大化，因而得出关于汇率制度选择的不同观点。

2. 从经济面和经济结构特征角度来研究汇率制度的选择

在“固定汇率和浮动汇率”优劣之争相执不下的情况下，经济学家蒙代尔 (Mundell, 1961) 另辟蹊径，提出了“最优货币区”理论。他认为不能抽象地讨论汇率制度的选择，应当结合某种经济特征来进行汇率制度的选择。他提出浮动汇率制度只能解决两个不同通货区之间的需求转移问题，而不能解决同一通货区内不同地区之间的需求转移；同一通货区内不同地区之间的需求只能通过生产要素的流动来解决，因此，他认为若要在几个国家之间保持固定汇率并保持物价稳定和充分就业，必须要有一个调节需求转移的国际收支机制，这个机制就是生产要素的自由流动。如果这个机制不成立，那么浮动汇率应该是合意的，反之，则固定汇率是适宜的。紧接着麦金农 (McKinnon, 1963) 指出，经济的开放性也应成为最优货币区的一个标准，一国的经济对外开放的程度越高，汇率变动对国内经济的冲击越大，因此更倾向于固定汇率制。彼得·凯南 (Kenen, 1969) 从产品多样化的角度分析最优货币区的标准，认为一个出口产品的多样化的国家，某一产品的国外需求下跌了，但由于其所占出口的比重不大，所以对国内经济的冲击不大，不需要调整汇率维持原来的就业水平，而一国出口产品多样性差的国家则面临相反的局面，因此更倾向于浮动汇率制。伊格拉姆 1969

年指出，为解决通货区的最优规模，有必要考察经济社会的金融特征，并于1973年提出用国际金融一体化作为最优货币区的一个标准，当国际金融市场高度一体化时，只要资本的流动导致国际收支失衡，从而导致利率发生小量变动，便会引起足够的均衡性（非投机性短期）资本流动，从而避免汇率的波动。哈伯勒提出通货膨胀率的相似性作为确定最优货币区的一个标准，他认为：通货膨胀率的差异是国际收支失衡和汇率波动的主要原因，因此，如果区域内各国的通货膨胀率趋于一致，则可避免汇率的波动。以上各学者从不同的角度对最优货币区理论进行了分析，美国经济学家海勒（Heller, 1978）对以上学者的观点进行综合，认为一国汇率制度的选择主要取决于其经济结构特征，如经济规模、经济开放度、进出口贸易的商品结构与地域分布、相对通货膨胀率以及国际金融市场一体化程度等。一般来说，经济开放程度高，经济规模较小，或者进出口集中度较高的国家多实行固定汇率制或钉住汇率制，反之，则倾向于浮动汇率制。

而 Nilsson (2000) 的分析显示，由于一方面发展中国家的出口产品主要是原材料和农产品，缺乏市场控制力，对汇率失调反应脆弱，另一方面，发展中国家的金融市场欠发达以及对资本外流的限制使得发展中国家出口应收货币无法得到套期保值，对汇率易变性应对能力脆弱。所以发展中国家倾向于固定汇率或钉住汇率制。Aizenman 和 Hausmann (2000) 提出，汇率制度的选择是与金融结构联系在一起的，国内资本市场与全球金融市场的分割程度越大，此时钉住汇率制度越适合，反之与全球资本市场一体化程度越高，则更加灵活的浮动汇率制越适合，并能减少国际储备。

3. 从经济冲击干扰源和噪音交易角度来研究汇率制度的选择

Jeanne 和 Rose (1999) 认为，汇率制度主要因汇率噪声而不同，并不是因宏观经济基本面而不同。噪声交易者的存在能够造成汇率失调，导致外汇市场上多重均衡，而损害宏观经济结果，但是，噪声交易者的进入又分担了与汇率变动相关的风险。在这种情况下，可以使用货币政策来降低汇率变动而

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库