

微观结构视角下人民币汇率形成 机制改革探讨

何嗣江, 罗红霞

(浙江大学 金融学系, 浙江 杭州 310027)

[摘 要] 传统的汇率决定理论不能对我国 1994 年以来的汇率水平做出很好的解释, 外汇市场微观结构理论从市场微观结构角度分析汇率的决定和短期波动的原因, 为分析外汇汇率的短期决定和波动提供了一个全新的视角。该理论的分析思路可以较好地解释 1994 年我国外汇体制改革以来人民币超稳定之原因, 同时也能帮助我们探讨人民币汇率制度进一步改革的思路 and 对策。

[关键词] 人民币汇率; 改革; 微观结构理论

[中图分类号] F461

[文献标志码] A

[文章编号] 1008-942X(2005)06-0089-08

一、汇率理论简要回顾

传统的汇率决定理论仅仅从汇率与宏观经济因素之间的关系层面研究汇率的决定。1918 年, 瑞典经济学家卡塞尔提出了“购买力平价”, 该理论建立在一价定律基础上, 并假设交易成本为零, 认为两种货币汇率取决于它们各自的购买力, 货币购买力的这种比率就是购买力平价。第一次世界大战后远期市场迅速发展, 人们逐渐认识到利率和远期汇率之间的关系。凯恩斯于 1923 年提出了“利率平价假说”, 该假说又分为抛补型利率平价和非抛补型利率平价两种形式。该理论认为, 远期汇率的升贴水率取决于两国利差, 当本国利率高于外国利率时, 本国货币即期升值, 远期贬值。然而, 对非抛补利率平价的实证研究发现, 非抛补理论平价并不成立。20 世纪 70 年代主要工业化国家实行了浮动汇率制, 汇率异常波动从事实上说明了短期内购买力平价不能成立, 计量经济的研究也证实了这一点^{[1] (p. 29)}。人们逐渐认识到, 汇率不仅仅表现为两国货币的价格之比, 更多地表现为一种资产价格, 于是开始转向资产市场研究汇率的短期决定和波动。20 世纪 80 年代, 汇率决定的理论核心是资产市场分析。该方法产生了很多模型, 它们的最大特征仍多是宏观模型, 其核心在于金融资产市场的均衡。在资产市场的分析中采取了简单的假设: 市场参与者是同一的、信息是完全的、交易是无成本的。因此, 汇率的宏观模型隐含着所有影响资产预期和预期收益变动的信息对汇率都有直接和确定的影响, 外汇市场中交易的具体过程对汇率没有影响。然而, 实证研究表

[收稿日期] 2005-07-25

[本刊网址·在线杂志] <http://www.journals.zju.edu.cn/soc>

[作者简介] 1. 何嗣江(1962-), 男, 安徽南陵人, 浙江大学经济学院金融学系副教授, 主要研究方向为国际金融理论与实务、金融工程; 2. 罗红霞(1982-), 女, 湖北潜江人, 浙江大学经济学院金融学系硕士研究生, 主要研究方向为外汇理论与实务。

① 2005 年 7 月 21 日, 中国人民银行网站(<http://www.pub.gov.cn>)公布: 自 2005 年 7 月 21 日起, 我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度。人民币汇率体制虽有重大变革, 但本文的主题仍然有一定的参考价值。

明,宏观模型的解释能力同样并不令人满意^[1](p.210)]。这促使了新模型的出现和新理论的发展,其中理论的发展主要体现在对宏观模型中前提假定的放松,研究在非理性预期或不完全信息条件下短期汇率的决定。

外汇市场微观结构理论的分析着重从市场特征和市场交易者的实际行动出发,包括交易量、交易者的异质性行为、交易的时间与地点、竞价价差和汇率波动的幅度。该理论从三个方面对有效市场进行了修正:第一,私有信息。外汇市场微观结构理论认为,私有信息是价格形成的关键,由于私有信息不能被所有人共同使用,因此,私有信息能够很好预测未来价格的走势。做市商和外汇经纪人能够通过交易者的定单流获得私有信息,并调整外汇买卖差价。第二,市场交易主体的异质性。外汇市场微观结构理论用噪音模型代替有效市场模型,该模型依赖于两组交易者——精明的投资者和噪音投资者。精明投资者是理性最大化的投资者,他们的交易基于基本经济因素判断,而噪音交易者是非理性的,他们的交易基于噪音判断,通常和基本经济因素无关。噪音模型认为,两类交易者的相互作用导致外汇资产价格偏离基本经济因素。第三,市场交易机制。外汇市场是一个双层结构的分散市场,双层结构表现为银行间外汇批发市场和银行与客户之间的零售市场同时存在,而且两个市场之间存在着一定程度的分割点^[2](p.14)]。双层结构的外汇市场中,价格的形成机制不同于传统的市场。外汇市场微观结构理论的产生和发展对当今汇率的决定和波动的解释富有很大的启发性,其分析汇率的视角由宏观基本因素转向考察外汇市场本身的实际情况,诸如从外汇市场结构、市场参与者的信息传递、主体预期的异质性以及主体对交易量和波动异质性的涵义等方面来研究汇率,这无疑是研究方法上的一个重要突破^[3](p.24)]。

二、人民币汇率形成的微观结构分析

(一) 现行的人民币汇率形成机制^①

1978年改革开放前,我国实行外汇垄断制,国家对外汇资金的收付买卖、调拨转移、进出境实行严格管制。改革开放后至1993年底,我国外汇管理体制当中最重要和突出的内容就是实行外汇留成制,并同时建立了外汇调剂市场。1994年,我国对外汇管理体制实行了重大改革,主要体现在建立了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制,其中,以“市场供求为基础的”,是指中国人民银行每日公布的基准汇率是根据银行间外汇市场前一个交易日各会员的收盘价加权平均计算所得,各外汇指定银行再根据中国人民银行公布的基准汇率在一定浮动空间内挂牌外汇汇率;单一的”是指一改原有官方汇率与外汇市场调剂汇率并存的局面,统一外汇市场汇率;有管理的”是指中央银行在外汇市场拥有操作室入市管理,使得汇率在一定的范围内浮动,以保持名义汇率的相对稳定。

银行结售汇制度是人民币汇率形成机制的市场基础。现行银行结售汇制度的基本框架是在1994年的外汇体制改革中确定的。改革前,国家外汇储备紧张,官方汇率与调剂市场汇差较大,场外交易严重。为了稳定汇率,增加外汇储备,我国对中资企业强制结售汇制度。在该体制下,境内企业经常项目下的一切外汇收入应当全部卖给外汇指定银行,需要支出外汇时通过外汇指定银行

^① 虽然本文分析的人民币汇率形成机制着眼于2005年7月21日前的市场,但主要结论仍基本符合当前的市场状况。汇率改革前后的最大不同在于,原来是“事实上盯住美元”而现在是参考“一篮子”货币,而下一个营业日银行间外汇市场交易指导价的形成及其波动幅度、市场结构、交易主体的性质(如批发市场会员中交易量具有绝对垄断地位的四大国有银行、零售市场客户中交易量占有重要份额的进出口企业)及交易品种等均没有实质性的变化,另外,美元在“一篮子”货币中的权重肯定是最的。

购汇对外支付。从1996年7月开始,外商企业被纳入结售汇制度并对外商投资企业实行意愿结汇制,即在保留外汇账户的同时,参加结汇制和售汇制。外汇投资企业可同时开立两个外汇账户,另一个为外汇基本账户,一个为外汇专用账户。前者根据外商投资企业的实际投资额,核定账户上可保留外汇的最高额度。这一账户用于经常项目下收支,当账户余额超过核定最高额度时则需将外汇折成本币。后者包括资本金账户、外债专用账户、外汇转贷款专用账户等。专用账户下的外汇用于资本项目下开支,用完为止,无时间限制。外汇指定银行代表国家进行结汇和售汇,外汇管理部门核定每一家外汇指定银行的最高外汇周转头寸,超出头寸的外汇应在外汇市场卖出,以保证汇率的稳定以及市场的出清。由此形成外汇指定银行与客户(主要指企业、个人)和外汇指定银行与外汇指定银行间的二级市场框架结构。尽管我国实行的是以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制,但从我国1994年对外汇管理体制实行改革以来人民币名义汇率的走势(见图1)和中央银行对外汇市场的干预行为看,在实际运行中已演变成为一种事实上的盯住美元的固定汇率制度。

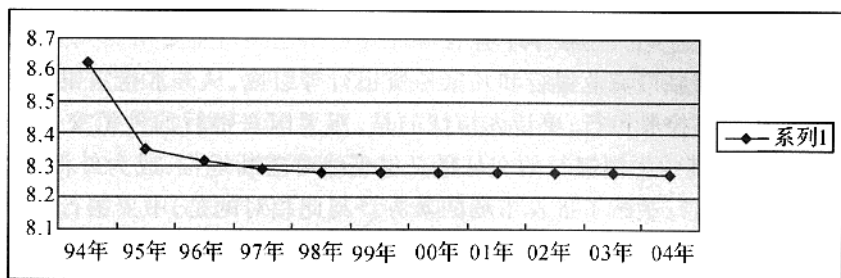


图1 人民币名义汇率走势图①

(二) 人民币汇率形成的微观结构分析

我国外汇市场建立的时间比较短,同发达国家成熟的外汇市场相比还存在很大差距,而且外汇市场微观结构理论相对应的形成条件目前尚不完全具备。然而这并不妨碍我们借用外汇市场微观结构理论思路剖析我国人民币汇率的形成机制。下面,我们从市场结构、市场主体、市场交易品种三个方面进行分析:

1. 市场结构。我国的外汇市场是一个双层结构市场,分为外汇指定银行间的批发市场和外汇指定银行与客户(企业、个人)间的零售市场。批发市场上交易主体为一般会员(外汇银行)和特殊会员(央行外汇操作室),后者享有一般会员不具有的双重身份^②,而零售市场上的交易主体主要是进出口企业与一般会员,而这两大交易主体——进出口企业和商业银行迄今为止基本上都是国有或国有控股企业。同时,国家外汇管理局对外汇指定银行进行最高持汇额度管理,超过或不足额度的部分必须全部在外汇批发市场出售或者补进。市场结构可用图2表示^{[4] p. 152)}:

零售市场所实行的结售汇制具有“强买弱卖”之特征。“弱卖”是指,仅使企业经常项目下真实、经常的外汇需求进入外汇市场,同时;“弱卖”还体现在企业在资本与金融项目上的限制和居民外汇需求限制;“强买”则是指,结售汇制度下企业出口所得的绝大部分外汇须卖给指定银行,只能保留一小部分且企业的保留额度需经过国家外汇管理局的批准和审核^③(尽管以前的强制性结售汇制度现在已有较大的改变并将继续弱化,但这一制度的基本特征或由此造成的影响短期内不会

① 资料来源:中国人民银行网站(<http://www.pub.gov.cn>)。

② “双重身份”指,既是“运动员”,又是“裁判员”,即既参与批发市场的交易,又具有央行身份(也有称之为“红帽子”会员),交易方向基本上是单向的(从市场上买入外汇)。

③ 详细内容请查阅国家外汇管理局网站(<http://www.safe.gov.cn>)近年来相关文件。

消失)。由此可以看出,零售市场上的微观主体行为受到较多的约束。

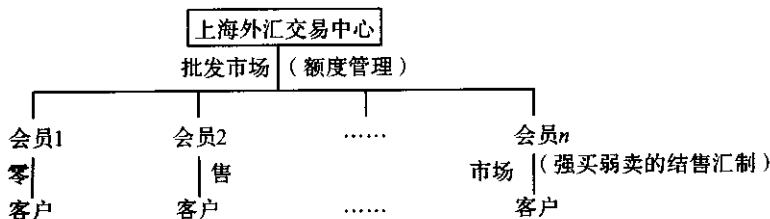


图 2 中国外汇市场交易结构简图

2. 市场主体。理论上而言,市场的存在需要有不同的参与者,规范的外汇市场组织体系应由中央银行、外汇银行、客户和外汇经纪人组成。然而作为人民币汇率形成的市场——批发市场的交易主体基本上只有两类,一类是外汇指定银行,另一类是中央银行。企业尚被排除在批发市场之外,至于真正意义上的外汇经纪人则根本不存在。而外汇指定银行主要由四大国有商业银行、几十家股份制商业银行、几十家城市商业银行和几家外资银行等组成,从外汇指定银行的性质和产权上来看,基本上为国有或国有控股银行,更让人担忧的是,四大国有银行的外汇交易量占到批发市场交易总规模的 90% 以上,其中中国银行的交易量又呈现绝对垄断地位,成为外汇市场的最大卖家。由此可以看出,外汇指定银行垄断了批发市场的卖方。与此相对的是,中央银行外汇操作室成为外汇市场的最大买家(事实上多年来几乎是惟一的买家,因为在“强买弱卖”的结售汇制度下,会员外汇余额超过额度是常态)。中央银行频频干预外汇市场且干预方向具有单一性⁵(p. 140),几乎成为外汇市场的单向“做市商”。从我国外汇市场的交易主体可以看出,外汇交易主要发生在中央银行和四大国有银行之间。四大国有银行尽管作为外汇市场交易的一方,却没有独立的产权和所有权,事实上不能将国有银行和中央银行等同于不同的交易主体,因此,外汇资产的交易实质上是在同一属性不同部门内部之间进行的,这样,外汇买卖变成了同一个所有者当中不同部门之间的内在交易。由此便不难理解人民币汇率呈现出的高度的稳定。这或许也是我国政府在人民币汇率机制改革中所一贯坚持“主动性、可控性和渐进性”^①之基础所在。

3. 市场品种。目前银行间外汇市场涉及到的人民币交易仅有人民币兑美元、人民币兑日元、人民币兑港币和人民币兑欧元四种即期交易品种,外币间交易自 2005 年 5 月 18 日以来虽相继新增了美元、日元、欧元、英镑等八种外币之间的即期与远期交易,但目前还缺乏期货、期权等衍生品交易。人民币与外币间远期交易品种直到 1997 年中国银行才获准开办^②,以实际需求为原则的银行和客户间的直接远期外汇市场至此得以形成,但由于人民币名义汇率的超稳定,远期外汇交易量与即期市场规模相比微不足道。外汇交易品种的缺乏导致人民币均衡汇率的形成缺乏市场依据⁶(p. 125),并直接影响公众对人民币汇率走势的预期。

三、现行人民币汇率机制的挑战

汇率的稳定确实对我国贸易出口、就业和引进外资等方面做出了杰出的贡献,但随着近年来我

① 据笔者考证:“主动性、可控性和渐进性”虽不时有学者在论文中提及,但多是零散的。系统且完整地阐述人民币汇率改革原则,则是温家宝总理于 2005 年 6 月 26 日在中国天津举行的第六届亚欧财长会议开幕式上的讲话。详细内容可参见温家宝《人民币汇改坚持“三性”原则》一文,载《国际金融报》,2005 年 6 月 27 日第 1 版。

② 自 2003 年 4 月 1 日开始,其他三家国有银行也可从事人民币对若干外币的远期交易,现在又有交通银行、招商银行、中信实业银行等股份制商业银行开展了此业务。

国国内宏观经济形式的变化和国际收支的持续双顺差局势,名义汇率高度稳定的负面影响越来越显著,具体表现为:

(一) 承受国际社会的巨大舆论压力。自亚洲金融危机以来,人民币对美元汇率的长期稳定使得人民币成为事实上盯住美元的固定汇率制。2003 年,美国、日本等西方国家纷纷要求人民币升值。2003 年 2 月,日本财长在七国财长会上提交议案,要求人民币升值。5 月,美国财政部长斯诺公开表示,美国支持中国实行更灵活的汇率制度。6 月,美国“健全美元联盟”组织称中国政府“人为地维持人民币低汇率”,且积极行动,试图动用“301”条款说服美国政府向中国政府施加压力,要求人民币升值。在现有国际社会舆论和大量游资流入境内等待人民币升值的双重压力下,人民币汇率维持稳定的成本确实值得关注。

(二) 货币政策独立性难以维护。在开放的市场经济体制下,中央银行投放基础货币主要通过两条渠道:一是中央银行对金融机构的贷款,又称为国内信贷;二是中央银行在外汇市场的公开市场操作。通过国内信贷投放基础货币一般基于国内经济状况而定,具有主动性和可控性,而通过外汇市场公开市场操作,则往往是为了维持汇率的稳定,具有被动性和随意性。通过外汇市场公开市场操作投放基础货币的比例越大,说明货币政策的独立性越低,往往不利于一国货币政策的有效实施。同时,根据蒙代尔的“不可能三角”理论:“资本自由流动”、“货币政策独立性”和“固定汇率制度”这三个政策目标,在一国中不可能同时兼得,只能选择其中的任何两个目标。2000 年,中国成功加入 WTO,并承诺逐步开放资本项目,实行人民币的完全可自由兑换,说明我国将更进一步地融入世界经济一体化中,因此,资本自由流动将会成为必然。根据“不可能三角”理论,政府在货币政策独立性和固定汇率制度双重目标选择中就会存在矛盾。表 1 反映了我国基础货币的投放结构,说明了我国货币政策独立性的丧失。从表中可知,外汇占款已成为我国基本货币投放的主要来源,外汇占款比基础货币从 1993 年的 10.89% 上升为 2004 年的 78.05%,而且外汇占款增加比基础货币增加除了 1999 年、2000 年以外,年平均超过 70%,而且这种趋势还有增强的迹象。由此可以看出,我国货币政策独立性正受到前所未有的挑战,操作难度日益加大。

	表 1 基础货币投放结构分析										单位:亿元(人民币)
	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
基础货币	17218	20760	26889	30633	31225	33620	36491	39852	45138	52841	58856.11
外汇占款	4264	6511	9330	12649	13088	14061	14815	18850	22107	29842	45939.99
A/B %	24.76	31.36	34.70	41.29	41.92	41.82	40.60	47.30	48.98	56.48	78.05
C/D %	69.57	63.44	45.99	88.65	74.16	40.63	26.26	120.05	61.72	100.42	/

资料来源:据中国金融年鉴(1993 至 2003 年)和中国人民银行网站(<http://www.pub.gov.cn>)有关数据进行整理和计算所得。其中,2004 年数据截止 11 月份。为便于说明,设:A=基础货币,B=外汇占款,C=外汇占款增加,D=基础货币增加。

(三) 不利于经济的可持续性发展。在过去的二十多年中,中国经济的发展战略可概括为出口和 FDI 驱动型。这种战略取得了很大的成绩,但也给经济的可持续性发展带来了一系列需要解决的问题。中国目前的对外开放度(出口/GDP)达到了 22.7%,超过了严重依赖外需的发达国家(如日本),出口速度增长一直高于 GDP 增长速度,经济增长和就业增加越来越依赖出口,但居民可支配收入增长速度低于 GDP 增长速度。中国的出口市场集中、出口产品类型单一,大多为劳动密集型产品。出口越是增加,贸易条件越是恶化,贸易条件越是恶化,中国就必须出口越多的产品。更让人担心的是,在保持每年 300 亿、400 亿美元贸易顺差的同时,也保持了大量资本顺差。自己银行有着十几万亿美元的储蓄存款且存贷差巨大的同时,吸引了 4 000 多亿美元的 FDI,借入 2 000 多亿

美元的外债^{[7] p.40)}。在大量外汇资金找不到出路、微观主体又不能自由地转换及持有外汇的情况下,央行为维持人民币汇率稳定,只能从批发市场上购进外汇,从而形成了七千多亿美元的外汇储备,外汇储备的增加又进一步增加了基础货币的投放,货币政策独立性进一步丧失。

(四)维持现有体制的成本越来越大。在人民币升值的预期下,大量国际游资通过各种合法或非法手段和途径进入国内市场进行投机,如在沿海地区某些城市单个非居民购房多达百套以上,还有大量地下钱庄、地下黑色组织通过各种非法途径转移外汇,这些都使得维持现有体制的成本越来越大。再者,现有体制下,表面上看人民币汇率呈现固定,但实际上“固定”只是表现为人民币与美元的固定,而人民币与欧元、日元、英镑之间的汇率却是浮动的。目前,我国银行外汇牌价实行的是“一日一价”,而在国际外汇市场上,美元、日元、欧元和英镑之间的汇率是不断变化的,这种“一日一价”与“一日多价”是不相匹配的,这就使得商业银行开展人民币与欧元、日元、英镑等外汇交易时常常蒙受损失^{[8] p.12)}。例如,厦门市某商业银行在为企业办理一笔数千万日元的售汇业务时亏损了近三万人民币,就是因为人民币伴随着美元的波动而波动,而人民币对日元的波动处于自由状态所致。

四、几点启示

从上文的分析我们不难看出,现行人民币汇率形成体制确有值得改进的必要,改革的路径和策略应从市场微观结构着手,笔者认为,从下面几方面进行显得较为务实:

1. 进一步深化微观交易主体的产权改革^{[6] p.130)}。厉以宁在1991年就曾指出,放开汇率需要四个条件:一是商品生产者应当成为独立的利益主体,以具有利益约束和自行成长的机制。二是总供求关系基本平衡,涉外经济活动对外汇供求基本平稳,这时放开不至于出现汇价的大波动。三是居民的资产选择形成了多元化的格局。四是国家财政力量充足,能应付汇率放开后可出现的各种动荡。十多年过去了,此结论仍具有积极意义。相比较而言,四条中的第一条意义尤为重大。为此,目前的工作应从两个方面着手:一是深化国有控股企业改革,即积极寻求减持国有股、法人股之良策;二是加快推进国有商业银行的股份制度改革。当然,这两项改革也绝非仅是汇率制度改革之需求,但只有使外汇市场上最为重要的两大主体真正成为独立的产权主体,汇率市场化才有实际意义^{[9] p.65)}。值得我们注意的还有,这两项改革是需要一段时间的,因而“汇率改革”坚持“渐进性”是由我国国情决定的。

2. 拓宽外汇市场的广度和深度。外汇市场的广度是指参与主体和交易品种的多元化,深度是指交易量需达到一定的规模。变强制结售汇制为意愿结售汇制,通过意愿结售汇制使具有真实外汇供求的企业拥有自主支配外汇的权利,并将他们纳入外汇市场,扩大中央银行对外汇指定银行的头寸限额,培育有实力和风险意识较强的外汇指定银行承担外汇市场的做市商,减少中央银行对外汇市场的直接干预,以增强货币政策的独立性,引入多种外汇交易品种和外汇衍生产品,如期货、期权、互换等,进一步完善外汇远期市场,夯实人民币均衡汇率形成的市场基础。

3. 夯实人民币汇率的决定基础,实行“一篮子”货币定价法确定人民币基础汇率^①。随着入世承诺的逐步实现、资本项目管制的逐渐放松及人民币利率的市场化,外汇市场的外汇供求会更多地体现经常项目外汇收支以外的外汇供求,人民币汇率的决定基础将会由经常项目外汇收支逐步过渡到经常项目为主,兼顾其他因素特别是资本流动。有鉴于此,比较可行的办法是放弃事实上的盯

^① 自2005年7月21日起,我国已改变了过去的“人民币事实上盯住美元制”为“参考一篮子货币法”。笔者认为,此处的“参考”意味着我国目前“汇改”仍是体现着“三性”原则,当然,这么做十分必要,但从长期看,这应是个过渡性的政策。

住美元的汇率政策 , 改为盯住美元、欧元、日元等强势世界货币为货币篮子的一揽子货币汇率定价^{[10] (p. 47)} , 这样篮子中货币对人民币的升、贬值必将同时发生 , 从而相互“中和” , 既有利于人民币汇率长期动态地稳定 , 又有利于中国的外汇市场早日与国际接轨以及人民币国际化。

4. 资本账户开放与实施更大弹性的人民币汇率制度同步进行。根据“不可能三角”理论 , 汇率制度的变革在很大程度上与资本账户的自由化相联系 , 因此 , 一个可参考的指标是面向更大弹性的人民币汇率制度改革应当与中国资本账户的开放进程同步。

总之 , 汇率体制改革是一项系统工程。一方面 , 它要与包括价格、利率、资本市场在内的改革相协调 ; 另一方面 , 外汇市场中的交易主体的增加及其特性的改革、交易产品的完善以及货币的可兑换性也要齐头并进。在我国利率市场、货币、资本市场尚不健全 , 金融监管不力以及外汇市场可以利用的金融衍生工具不足的情况下 , 梦想一步到位或有较大力度实现人民币汇率市场化是不现实的。我国的特殊情况决定了我国的汇率体制改革只能从微观市场着手以改善金融运行的内部生态环境 , 并且在改革过程中需坚持“主动性、可控性和渐进性”三性原则不动摇。

(本文思考于 2003 年初 , 成文于 2005 年 5 月。感谢浙江大学学报编辑部高效率的工作 , 感谢两位匿名审稿专家极富教益的审稿意见 , 本文修改时已采纳了他们的许多建议。)

[参 考 文 献]

[1] 姜波克 , 陆前进 . 汇率理论和政策研究 [M] . 上海 : 复旦大学出版社 , 2000 .
[2] 孙立坚 . 外汇市场微观结构理论的原理及其前景 [J] . 国际金融研究 , 2002 (11) : 13 - 19 .
[3] 姜波克 , 伍戈 , 唐建伟 . 外汇市场的微观结构理论综述 [J] . 国际金融研究 , 2002 (7) : 19 - 24 .
[4] 黄燕君 , 何嗣江 . 新编国际金融 [M] . 杭州 : 浙江大学出版社 , 2005 .
[5] 王维安 , 陶海飞 . 我国外汇干预机制有效性探讨 [J] . 浙江大学学报 (人文社会科学版) , 2005 , 35 (1) : 135 - 142 .
[6] 刘海虹 . 人民币汇率制度安排的产权经济学分析 [M] . 北京 : 中国经济出版社 , 2001 .
[7] 余永定 . 人民币升值与经济均衡发展 [J] . 新华文摘 , 2004 (2) : 37 - 40 .
[8] 黄涛 , 江肇伟 , 高永超 , 等 . 银行外汇牌价“一日一价”问题及对策 [J] . 中国货币市场 , 2004 (8) : 24 - 26 .
[9] 何嗣江 , 张原 . 汇率市场化重在制度改革 [J] . 金融与保险 , 2003 (8) : 64 - 65 .
[10] 俞洁芳 , 何嗣江 . 论人民币现行汇率制度存在的缺陷及完善策略 [J] . 生产力研究 , 2002 (5) : 46 - 48 .

[责任编辑 江予新]

The Reform of RMB Exchange Rate Mechanism in the Market
Microstructure Perspective

HE Si-jiang , LUO Hong-xia

(Department of Finance , College of Economics , Zhejiang University , Hangzhou 310027 , China)

Abstract : The traditional exchange rate theory can no longer explain the radical fluctuations of the exchange rates. In 1990s , the market microstructure theory of foreign exchange was used to explain the fluctuations of the exchange rates and proved effective in empirical tests. It became a focus of

attention with researchers. With insights into the participation body , transaction mechanism and main parts of transaction in the exchange market , it offered an analysis of the factors that caused radical fluctuations in the exchange rates. It provided us with an insight in analyzing the exchange rates.

The analytic thinking of the theory can well serve as an interpretation of the stability of the RMB exchange rate ever since the foreign exchange system reform began in 1994. China 's foreign exchange market is a double-track market consisting of a wholesale market among designated foreign exchange banks and a retail market between banks and customers (enterprises and individuals). Obviously , there exists a gap between the two markets. The main parts of the transactions in the two markets are very similar in terms of transaction volumes and the nature of property right. In the wholesale market , the operating rooms of state-owned banks and the central bank possess the majority of the transaction volume , while in the retail market , state-owned enterprises and state-held companies possess the majority of the transaction volume. Therefore , we can see that the main parts of transactions in the two markets are either state-owned or state-held. The market transaction variety is still far behind the requirement of the marketization of the exchange rates. Based on this analysis , we can draw a conclusion that a foreign exchange market exists and it is easy to put it under control. This explains the stability of the RMB exchange rate since the foreign exchange system reform started in 1994.

However , we have to admit that the negative effects of maintaining nominal exchange rates of RMB are becoming more and more obvious and that it is imperative to implement an RMB exchange rate reform. Since it requires time to accomplish the property right reform of the main parts of transaction as well as to improve the trading variety of the foreign exchange market , the exchange rate reform has to be based on three principles : initiative , control and step-by-step progress. In determining the path to follow and making strategic decisions , we should start with the microstructure of the market. The reform should focus on the following aspects : reinforcing the property right reform of the main parts of the micro-transaction market ; broadening the scope and the basis of the foreign exchange market ; strengthening the fundamentals that determine the RMB exchange rates ; promoting the opening of capital accounts ; implementing a more elastic RMB exchange rate system.

Key words : RMB exchange rates ; reform ; foreign exchange market ; microstructure theory

本刊讯 2005 年 9 月 12 日至 15 日 ,由浙江大学主办的“全球高等农业教育与研究联合会第四次大会”在浙江大学紫金港校区隆重举行 ;“中国高等农林教育院校长联席会第五次会议”也同时开幕。出席大会的有来自全球 46 个国家和地区的 220 名代表 ,其中外籍代表 150 名 ,国内代表 70 名。代表中包括 3 位副部长 ,48 位校长、副校长 ,49 位院长、副院长及其他学者。本次大会的主题是“强化大学和科研机构的服务使命——促进全球可持续发展”。会上 ,来自 18 个国家的 32 位代表就改革高等农业教育和科研体制、调整科研方向、加强国际合作和大力实施推广农业科技成果等几个方面作了精彩报告。

全球高等农业教育与研究联合会主席程家安教授主持了本次大会。浙江大学潘云鹤校长出席了 13 日上午的开幕式并致辞 ,朱军副校长主持了“中国高等农林教育院校长联席会议”。“全球高等农业教育与研究联合会”正式成立于 1999 年 ,每两年举办一次全球大会。前三次大会分别在荷兰、美国和乌克兰召开 ,第五次大会将于 2007 年在哥斯达黎加举行。