

人民币汇率失调的 测算及汇率传递效应研究

Study on the Measurement of RMB

Exchange Rate Misalignment and Pass-through Effect

唐亚晖
著



人民出版社

人民币汇率失调的 测算及汇率传递效应研究

..... 唐亚晖 著



人 民 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率失调的测算及汇率传递效应研究 / 唐亚晖著. —北京: 人民出版社, 2015. 11
ISBN 978 - 7 - 01 - 015466 - 4

I. ①人… II. ①唐… III. ①人民币汇率—研究 IV. ①F832. 63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 261910 号

人民币汇率失调的测算及汇率传递效应研究

RENMINBI HUILÜ SHITIAO DE CESUAN JI HUILÜ CHUANDI XIAOYING YANJIU

唐亚晖 著

策划编辑: 张肖旻

责任编辑: 巴能强 张肖旻

封面设计: 九 五

出版发行: 人 民 出 版 社

地 址: 北京市东城区隆福寺街 99 号

邮 编: 100706

邮购电话: (010) 65250042 65258589

印 刷: 环球印刷 (北京) 有限公司

经 销: 新华书店

版 次: 2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月北京第 1 次印刷

开 本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

印 张: 11.75

字 数: 160 千字

书 号: ISBN 978 - 7 - 01 - 015466 - 4

定 价: 38.00 元

版权所有 侵权必究

凡购买本社图书, 如有印刷质量问题, 我社负责调换

服务电话: (010) 65250042

本书由吉林财经大学资助出版

自序

“汇率”是我个人学习及学术生涯中的“关键词”。对这个关键词，我的研究兴趣始于20世纪90年代初。为此，我要感谢我的“国际金融学”启蒙老师，当时对这门课程的学习及其激发的兴趣奠定了我写作这本书的研究基础。在本科论文写作中，我选择了“人民币汇率制度”这个研究主题，是第一次稚嫩的尝试。读硕士期间我延续了对汇率问题的关注，并以《欧元稳定性》为题，完成了硕士学位论文的写作。在我博士学位论文选题的过程中，也曾尝试其他问题的研究，然而最终还是回到了自己有信心驾驭的“汇率”这个主题上来。

本书选题期间，中国经济已经历了亚洲金融危机的洗礼，并且正面临着美国次贷危机、欧洲主权债务危机的冲击与考验。在此期间，人民币汇率问题始终是国内外政界、学术界关注的焦点。在亚洲金融危机中坚挺稳定的人民币国际地位迅速崛起，国际社会各方要求其升值的呼声甚高。与此同时，衡量人民币国内购买力的物价指数却持续攀升，与人民币对外升值形成强烈反差。多年来的教学与研究，让我再次将自己的研究视角聚焦到“汇率”。写作本书的主要意图是试图回答两个疑问：一是，人民币应该升值吗？换句话说，人民币是否如国际舆论所描述的那样，被严重低估？二是，人民币内外价值因何背离？人民币汇率与物价的传递效应如何？

对第一个问题的回答是基于对人民币汇率是否均衡（汇率失调）的研究。研究结果表明人民币汇率不存在如国际舆论所指的严重低估，升值与否由市场（当然是有干预的市场）决定，无需人为调整。对第

二个问题的回答是基于对汇率失调与国内物价水平之间关系的实证研究基础之上。研究结果表明人民币汇率失调与物价水平变动之间具有高度的相关性,人民币汇率高估与通货紧缩时期相对应,汇率低估则与通货膨胀相对应,汇率失调是物价水平变动的格兰杰原因。沿着汇率失调与物价水平关系的脉络,本书进一步运用 VAR 模型研究了汇率变动对物价水平的传递效应,并尝试运用门限误差修正模型探讨汇率对物价水平的非线性传递效应。

本书共分七章,每章的内容如下:

第一章从国际社会施压人民币升值及人民币内外价值悖论出发交代了研究背景,在对现象的深入探讨与研究的基础上提出了从汇率失调这个新视角研究人民币汇率传递效应的研究目标。

第二章评述了购买力平价理论、基本要素均衡汇率理论、行为均衡汇率理论等均衡汇率与汇率失调的理论和测算方法,经过对比分析选择以 BEER 方法测算人民币均衡汇率。

第三章根据 BEER 模型的需要选择劳动生产率等六个基本经济变量作为解释变量,构建了人民币行为均衡汇率理论方程,运用协整分析方法分别以 1980~2009 年的年度数据及 1994~2009 年的季度数据对人民币行为均衡汇率协整方程进行了估计,并据此计算人民币均衡汇率及汇率失调程度。

第四章回顾了人民币汇率制度改革进程以及我国物价水平变动情况。

第五章将汇率传递理论与研究方法作为研究我国汇率传递问题的基础,并结合汇率的变动分析了汇率传递的机制。

第六章实证分析人民币实际汇率及汇率失调对我国国内物价水平的影响。首先,根据测算结果与我国物价水平变动的情况做对比分析,得到人民币汇率失调与我国物价水平变动之间的对应关系;其次,通过格兰杰因果检验验证汇率失调与物价水平的因果关系,结果表明汇率失调

是物价水平变动的格兰杰原因,相反,物价水平变动不是汇率失调的格兰杰原因。第三,运用VAR模型实证分析人民币实际有效汇率对物价水平的传递效应。最后,运用门限协整方法研究人民币实际有效汇率与物价水平的非线性关系。

第七章针对人民币汇率失调与国内物价水平关系的研究结果,提出相应的政策建议。

本书的创新之处:

第一,文献研究发现,国内对人民币汇率与国内物价水平问题的研究主要是从名义汇率变动对物价的传递效应入手,研究汇率上升与下降对价格的长期与短期影响。本文对于这一问题则从汇率均衡与否的新视角,探求汇率失调与物价水平变动之间的内在联系。实证研究结果表明,人民币汇率低估(高估)是物价水平上涨(下降)的格兰杰原因。这就很好地解释了我国出现的人民币汇率与国内物价走势上的几次背离。

第二,本书从均衡汇率理论研究发现均衡汇率是对实际汇率而言的,并且是一国货币对外价值的综合评价。因此,以实际有效汇率为测算对象更符合均衡汇率的内在含义。本文对人民币均衡汇率的测算就是基于人民币实际有效汇率的,这有别于国内已有的研究成果(国内的研究主要是基于人民币兑美元的双边汇率和人民币名义有效汇率的测算)。

第三,本书尝试使用VAR模型进行人民币实际有效汇率传递效应的研究,在脉冲响应函数的基础上给出了对汇率累积传递系数的估计值。本文估计结果表明,人民币实际有效汇率对国内价格的传递是负向的并且是沿着价格链递减的,对进口价格的传递程度最高,对工业品出厂价格的传递程度次之,对消费价格的传递程度最低。这些估计结果与采用同样方法的多数国外文献中的结论是一致的。

第四,本书采用非线性方法研究了人民币汇率变动与国内物价水平

的关系，给出了人民币汇率变动与国内物价水平关系的门限误差修正模型。模型的实证结果表明，人民币实际有效汇率与我国消费价格指数之间存在着非线性长期均衡关系。在汇率传递效应问题上采用非线性方法的研究成果还很少见，而国内对人民币汇率传递效应的研究中还未见此方法的应用。

本书所做的研究限于本人的知识背景及研究能力，有不当之处敬请广大读者批评指正。

唐亚晖
2015 年 5 月

目 录

第一章 人民币汇率均衡与汇率传递效应研究的新视角	1
第一节 国际社会施压人民币升值	1
一、中国经济崛起与人民币汇率制度改革	1
二、第一轮升值压力与第二次汇率制度改革	2
三、第二轮升值压力	4
第二节 人民币内外价值悖论	6
一、人民币内外价值悖论	6
二、人民币内外价值悖论的研究综述	6
第三节 汇率失调视角下的汇率传递效应研究	10
一、关于汇率失调测算方法及经济效应的研究综述	11
二、关于人民币汇率失调及其经济效应的研究综述	14
三、关于汇率失调与物价水平关系的研究综述	16
第二章 均衡汇率与汇率失调的理论及测算方法	19
第一节 相关概念的界定	19
一、汇率、名义汇率与实际汇率	19
二、有效汇率、名义有效汇率与实际有效汇率	20
三、均衡汇率	21
四、汇率失调	22

第二节 均衡汇率与汇率失调的理论及测算方法	22
一、购买力平价分析方法	22
二、宏观经济均衡分析方法	27
三、基本要素均衡汇率分析方法	29
四、发展中国家均衡汇率分析方法	33
五、自然均衡汇率分析方法	36
六、行为均衡汇率分析方法	38
七、外部可持续性方法	41
第三章 人民币均衡汇率与汇率失调程度的测算	44
第一节 人民币均衡汇率与汇率失调的研究综述	44
第二节 人民币均衡汇率及失调程度测算的基本方法选择	46
第三节 人民币行为均衡汇率模型构建	48
一、变量的选择	48
二、基本变量对均衡汇率影响的理论分析	50
第四节 数据来源与实证分析	54
一、数据来源及处理	54
二、实证分析	55
第五节 人民币均衡汇率及汇率失调的测算及结果分析	61
一、人民币均衡汇率及汇率失调的测算	61
二、测算结果分析	64
第四章 人民币汇率制度演变与国内物价水平变动状况回顾	68
第一节 人民币汇率制度演变历史	68
一、改革开放以前的人民币汇率安排	68
二、改革开放以后的人民币汇率安排	71
第二节 国内物价水平变动状况回顾	77

一、通货膨胀时期	78
二、通货紧缩时期	82
第五章 汇率失调与物价水平关系的理论与方法	86
第一节 汇率传递理论的研究综述	87
一、汇率传递理论研究的起步阶段	87
二、汇率传递理论的微观视角	90
三、汇率传递理论的宏观视角	96
第二节 汇率传递的实证研究综述	101
一、国外学者对汇率传递的实证研究综述	101
二、国内学者对人民币汇率传递的实证研究综述	106
第三节 汇率失调对物价水平的影响机制	108
一、汇率变动对物价水平的影响机制	108
二、汇率失调对物价水平影响的预期机制	110
第六章 人民币汇率失调与国内物价水平关系的实证分析 ...	112
第一节 人民币汇率失调与国内物价变动的对应关系分析	112
一、人民币低估与通货膨胀的对应时期	113
二、人民币高估与通货紧缩的对应时期	116
第二节 人民币汇率失调与国内物价水平变动的因果关系分析	119
一、DIPI、DPPI、DCPI 与 TMT 平稳性检验	119
二、DIPI、DPPI、DCPI 与 TMT 的 Granger 因果检验	120
第三节 基于 VAR 模型的人民币实际有效汇率对国内物价的 传递效应	123
一、样本数据与变量	123
二、基于 VAR 模型的实证分析	127
三、稳健性检验	135

四、结论	137
第四节 基于门限误差修正模型的人民币实际有效汇率的传递效应	139
一、人民币实际有效汇率对价格传递的非线性理论	139
二、非线性误差修正模型	141
三、实证检验	142
第七章 主要结论及政策建议	145
第一节 主要结论	145
一、关于人民币汇率失调的测算结论	145
二、关于人民币汇率传递效应的结论	146
第二节 政策建议	147
一、深化人民币汇率制度改革	147
二、调整经济发展战略,降低对外需的依赖	152
三、标本兼治,防止热钱流入	154
参考文献	156
后 记	168

第一章 人民币汇率均衡与汇率传递效应研究的新视角

第一节 国际社会施压人民币升值

一、中国经济崛起与人民币汇率制度改革

(一) 中国经济的崛起

伴随着中国改革开放进程的不断推进以及中国经济持续快速的增長，中国在世界经济体系中的地位显著提高。尤其是从 2000 年到 2010 年，对美国来说是失落的十年，对中国来说却是崛起的十年。中国在这期间经济发展的成就与美国形成鲜明对比。从国内生产总值方面来看，2000 年，中国国内生产总值为 1.08 万亿美元，世界排名第六，相当于美国的 1/9；2006 年晋升到第四位，到 2008 年更是超过德国成为经济总量第三大经济体；2009 年，中国国内生产总值达 5.3 万亿美元，相当于美国的 38%；2010 年，中国国内生产总值超过日本，成为全球第二大经济体。从外汇储备方面来看，2000 年中国外汇储备 1656 亿美元，2006 年外汇储备首次超过日本成为第一大储备国，2009 年接近 2.3 万亿美元，是十年前的近 14 倍。从持有美国国债方面来看，2000 年中国持有美国国债 600 亿美元，2009 年中国持有美国国债 8000 亿美元，是十年前 13 倍多。

鉴于中国经济地位的迅速提升,中国的宏观经济均衡对整个世界经济均衡的实现也发生着深远的影响。近年来,西方各国在追求内外均衡并同时实现宏观经济调控目标的过程中,越来越意识到中国元素的存在,中国已经成为影响世界经济均衡不可小觑的力量。为此,西方各国也将履行经济调整义务的矛头指向中国。其中,以实现外部均衡、平衡国际收支为借口强制要求中国实施人民币汇率升值是近年来的一个持续议题。

(二) 人民币汇率制度改革

1994年是人民币汇率制度的分水岭。此前中国实行的是官定汇率与外汇调剂汇率并存的双重汇率制度,官定汇率一直处于较高水平,比如,并轨前人民币对美元比价是5.72:1。1994年实施外汇管理体制的重大变革,其中人民币汇率并轨以及单一的、有管理的浮动汇率制的实行是本次改革的核心举措。本次汇率制度改革采取了官定汇率向外汇市场调剂汇率并轨的做法,汇率从5.72:1一次性调整到8.70:1。从1994年并轨制度的实施到2003年7月份,人民币对美元汇率始终在8.70~8.27元人民币兑1美元的范围内窄幅波动。同期,中国的GDP从不足5000亿美元增加到1.64万亿美元;外贸总额从2366亿美元增加到8510亿美元;外贸顺差十年间累计为2544亿美元;外汇储备从212亿美元增加到4033亿美元。国外舆论认为,中国的贸易顺差是政府采取压低人民币汇率的手段获得的。

二、第一轮升值压力与第二次汇率制度改革

(一) 日美欧相继施压人民币升值

2003年以来,来自美、日、欧等国家和地区的利益集团要求人民币升值的呼声甚嚣尘上,人民币汇率的调整变动面临着巨大的国际舆论压力。

事实上,外界要求人民币升值问题由来已久,而始作俑者则是日本。早在2002年12月4日,日本副财长黑田东彦与其副手河合正弘就在英国《金融时报》发表文章,指出:“人民币汇率可能被低估了30%~40%。”

此后,日本的官员在 G7 会议等不同场合多次提出人民币升值论。

此后美国取代日本成为人民币升值外部压力的主要来源。2003 年 5 月,全美制造商协会下辖的“健全美元联盟”依据其发布的《亚洲货币操控监控报告》声称,美国制造业正在衰退,自 2001 年 3 月以来已流失了 220 万个工作机会而被低估 40% 的人民币正是“罪魁祸首”之一(何兴强,2006)。2003 年 6 月和 7 月,美国财长斯诺和美联储主席格林斯潘先后发表公开谈话,希望中国选择“更具弹性”的汇率制度,认为钉住汇率制度会最终损害到中国经济(覃东海、何帆,2003)。2004 年,美民主党参议员舒默与共和党参议员格雷厄姆共同提出议案:若中国政府在美方提出要求后的 180 天内未对人民币采取实质性升值,则将对中国对美出口的全部商品加征 5% 的临时附加税,以抵消人民币低估对美国商品的“损害”(高乐咏、王孝松,2008)。2005 年,美国众议院通过一项法案——《舒默修正案》,要求人民币立即升值 24.5%,否则就会对中国产品征收反补贴关税。

来自欧盟的压力。2003 年 9 月 20 日,在西方七国财长及央行行长会议上人民币汇率问题首次成为关注的焦点,会后声明宣称:“对主要国家和经济地区来说,实现更加灵活的汇率政策是最理想的”。2003 年 10 月,欧盟 15 国率先上调中国在“普惠制”下享有的出口商品优惠关税,即由原来的 3.5% 上调到 5%,并表示将于 2014 年上半年正式取消给予中国的普惠制待遇。

(二) 人民币汇率制度二次改革

2005 年 7 月 21 日,中国人民银行宣布人民币升值 2 个百分点,8.11 元人民币兑换 1 美元,此后每天的浮动一般不超过 3‰,实施“主动性、渐进性、可控性”的政策,具体操作采取“窄幅波动、小幅攀升、摸着石头过河”的办法。根据中国国家信息中心模型测算,人民币升值 2% 将一次性让 GDP 增速下降 0.2 个百分点,就业减少 50 万人。

从 2005 年 7 月 21 日汇率改革到 2007 年 4 月 30 日,人民币从 8.27

元兑1美元升值到7.70元兑1美元,总共升值6.89个百分点。人民币升值必然会影中国的外贸出口。2004年中国出口增幅为35.4%,2005年下降为28.4%,2006年上半年降为25.2%。原本,2006年出口增幅会下降到23%左右,但由于国家较大幅度下调出口退税幅度,促使企业加速出口甚至抢关出口,以赶在12月14日之前享受调整前的出口退税优惠,这就造成了8—11月中国出口不降反升的现象,实际上是“寅吃卯粮”。2006年中国出口增幅为27.2%,给人们造成人民币升值不影响出口的错觉,也给了美国继续加大人民币升值压力的借口。从此,人民币进入升值通道,到2008年9月,人民币兑美元汇率升值到6.83,累计升值幅度为17%。

三、第二轮升值压力

2008年以来,由于美国次贷危机扰乱了全球金融市场秩序、打破了世界经济稳定发展的步伐,各国普遍实施极度扩张的刺激需求政策来应对危机。与此同时,贸易保护主义再次抬头,“反补贴、反倾销”的大棒频频挥舞,期间直接针对人民币升值的呼声渐渐停息,人民币汇率也停下了升值的步伐,保持基本稳定。这一期间对于人民币汇率的安排外界认为是盯住美元,按照央行行长周小川的说法:“不排除在一些特殊阶段采取特殊政策,包括特别的汇率形成机制”。

从2009年下半年开始,随着各国经济逐渐摆脱了金融危机的威胁,以美国为首的西方国家再次纠缠人民币汇率问题,抛出各种关于人民币汇率偏低的论调。概括起来,有如下几种说法:一是人民币汇率偏低导致全球经济失衡,进而诱发国际金融危机;二是人民币汇率偏低导致发达国家出口产品面临不公平竞争,最终造成这些国家就业岗位流失;三是人民币汇率偏低抢占了发展中国家的出口市场,损害了发展中国家的利益。

此次国际社会要求人民币升值的大背景就是美元贬值。在这种呼声中,欧洲扮演了主要角色。美元贬值后,事实上与美元挂钩的人民币也

贬值。在美元与人民币的双重压力下，欧元、日元被动升值，这导致其货币竞争力下降，出口受影响。由于欧洲很难要求美元升值，于是将这种压力转移到与美元挂钩的人民币上。一旦人民币升值，对欧洲国家的直接好处就是欧元的竞争力上升，产品出口就会增加。这正是欧洲要求人民币升值的直接动机。

2009年11月13日，国际货币基金组织总裁多米尼克·施特劳斯在APEC非正式领导人会议上表示：“人民币升值会增加中国的家庭收入，有益于中国经济的复苏。”他还在中国国家主席胡锦涛出席的APEC峰会上演讲称：“全球经济要‘再平衡’的话，汇率改革是核心。汇率应反映出中期的基础实力。”美国总统奥巴马在访华前曾表示，希望人民币升值。此前，欧洲央行总裁特里谢也指出：“为全球‘均衡恢复’，人民币有必要升值。”日本副财务大臣野田佳彦也表示，人民币汇率应更加灵活。2009年12月31日《纽约时报》发表了诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼的文章《中国的新年》，文章直指中国的汇率政策，认为中国一直以来采用重商主义人为地压低汇率以维持贸易顺差，这是对世界其他国家的经济掠夺。主张这些受害国家应该和中国“打一场贸易战”。2010年3月15日，美国130名议员联名致信财长盖特纳和商务部长骆家辉，认为中国操纵汇率行为对美国经济产生的影响已严重到无以复加的程度，敦促美国政府高层立即采取措施对中国的货币操纵行为进行回击，请求财政部将中国列为汇率操纵国，将其包含在财政部一年两次的汇率操纵报告中。至此，美国成功地营造了迫使人民币升值的外部舆论氛围。

国际社会频繁施压要求人民币升值，从而将一个疑问摆在我们面前：人民币应该升值吗？换句话说，人民币汇率是否如国际舆论所描述的存在着严重的低估现象？