

汇率与货币政策

研究文集

主编 胡晓炼

Exchange Rate
and Monetary Policy
Research



中国金融出版社

汇率与货币政策 研究文集

主编 胡晓炼



中国金融出版社

责任编辑：张 驰

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率与货币政策研究文集 (Huìlǜ yu Huobi Zhengcè Yanjiu Wenji) / 胡晓炼主编. —北京：中国金融出版社，2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7184 - 5

I. ①汇… II. ①李… ②邢… III. ①汇率政策—中国—文集②货币政策—中国—文集 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 251666 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 31.25

字数 388 千

版次 2014 年 9 月第 1 版

印次 2014 年 9 月第 1 次印刷

定价 65.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7184 - 5/F. 6744

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

《汇率与货币政策研究文集》编委会

主 编：胡晓炼

副 主 编：李 波 邢毓静

执行副主编：郭建伟 金 玫 王 丹

编 委：伍 戈 曹红钢 刘 琨

席 钰 温军伟 林 赞

顾 及 魏明喆

序

2013年11月，党的十八届三中全会明确提出完善人民币汇率市场化形成机制，发挥市场在资源配置中的决定性作用。汇率作为要素市场的重要价格，是市场经济重要的杠杆。稳步推进汇率市场化改革，有利于不断优化资金配置效率，进一步增强市场配置资源的决定性作用，加快推进经济发展方式转变和结构调整。

随着中国经济规模日益扩大，市场化水平不断提高，对外开放更加深化，面临的国内外经济形势更加复杂。为保持我国经济平稳较快可持续增长，宏观调控的能力和作用日益凸显，货币政策的有效性也更加重要。结合中国的特殊发展阶段，货币政策需要兼顾物价稳定、经济增长、充分就业和国际收支平衡四大宏观经济目标。作为货币政策的有机组成部分，汇率政策不仅关系到上述宏观经济目标的实现，还涉及国际经贸关系以及优化国内外资源配置等。完善人民币汇率市场化形成机制，逐步增强汇率灵活性，有助于增强货币政策的灵活性和有效性，提高宏观调控能力。

在长期从事汇率与货币政策研究工作的基础上，人民银行货币政策二司编纂了《汇率与货币政策研究文集》一书，探讨了均衡汇率、汇率传导、波幅变动等众多汇率改革的理论和实践问

题，详细介绍了主要国家汇率改革的相关经验与启示，并对转型经济中货币政策与汇率政策的协调问题进行了系统探讨。该书全面展现了我国汇率与货币政策研究的方方面面，相信其出版有助于广大读者深刻理解汇率与货币问题的包罗万象，并启发读者对有关问题做进一步思索。



二〇一四年九月

目 录

第一章 汇率改革的理论与前沿思考

巨无霸指数及其对人民币汇率的评估	2
利率平价理论与资本管制成本	15
汇率波幅的国际比较及其对中国汇改的启示	26
人民币汇率波幅扩大的历史回顾与展望	36
对人民币均衡汇率的若干思考	44
外部事件对人民币汇率走势的影响	57
境内外人民币汇率价格关系的定量研究	67
NDF 还是人民币升（贬）值预期的有效指标么？	81
基于不同样本区间的人民币汇率传递效应实证分析	89

第二章 汇率改革的国际与地区经验

南非汇率制度改革历程与启示	106
印度尼西亚汇率制度变迁与启示	118
巴西汇率制度改革经验与启示	128
智利汇率制度改革经验研究	141
俄罗斯汇率制度改革、变迁与启示	153
阿根廷固定汇率制度退出经验	169
墨西哥汇率制度改革的经验及启示	182
以色列汇率制度改革的经验及启示	195

台湾汇率制度改革经验及启示 219

土耳其汇率制度经验借鉴 232

国际清算银行计算有效汇率的相关经验及启示 243

美联储编制美元有效汇率经验及其对我的借鉴意义 257

欧元有效汇率编制经验及对中国的借鉴意义 270

日本编制有效汇率经验及其对我的借鉴意义 285

亚洲出口导向型国家历次金融危机时期的汇率政策比较 297

2004 年以来日元汇率干预情况综述 307

第三章 货币政策与转型经济研究

转型中国的货币政策：挑战与应对 318

破解中国经济困局：基于总供给—总需求的分析框架 339

货币创造渠道的变化与货币政策的应对 361

成本冲击、通货膨胀与货币政策 375

巴拉萨—萨缪尔森效应及其在中国的适用性 394

刘易斯拐点是否必然导致通胀的系统性抬升？ 405

中国通胀与产出的动态研究：基于时变性的菲利普斯曲线 415

输入型通胀与货币政策应对：兼议汇率的作用 438

论对冲型货币政策 449

论货币与通胀关系的背离 460

宏观审慎管理与货币信用关联：基于中国情境的分析 471

外汇流入、金融监管与存款波动 484

第一章

汇率改革的理论与前沿思考

巨无霸指数及其对人民币汇率的评估^①

巨无霸指数 (BMI) 因其简明扼要, 成为应用广泛的汇率分析工具, 甚至成为一些国家要求人民币大幅升值的理论基础。通过分析 1998 年 12 月到 2012 年 1 月共计 22 期巨无霸指数, 我们发现: 经济金融条件类似的国家, 其 BMI 具有一致性; BMI 高低和金融市场发展水平、资本项目开放程度、外汇管制多少等因素没有必然联系; 货币低估是一种普遍现象, 不是人民币所特有的, 人民币汇率水平是和自身的经济金融条件相适应的。使用调整后的巨无霸指数对人民币汇率水平进行估计, 结果显示, 人民币汇率可能已经处于比较稳定的均衡水平, 推进人民币汇率形成机制改革时机选择是合适的。

一、巨无霸指数的提出及运用

1986 年,《经济学人》杂志提出巨无霸指数 (Big Mac index, BMI)。这项指数假定同样 1 美元在各国购买力相同, 然后调查麦当劳在全球 100 多个国家出售的巨无霸汉堡包价格, 并与美国本土的巨无霸汉堡包价格比较, 从而评估其他国家货币是高估还是低估。选择巨无霸汉堡包的原因是, 巨无霸汉堡包在大部分国家均有供应, 而且在各地的制作规格相同, 由当地麦当劳的经销商负责为材料议价。这些因素使该指数能有意义地比较各国货币。

BMI 成为衡量一国货币是否处于均衡水平的简单指标, 每年公布

① 本文仅代表作者个人观点, 不反映所供职单位意见。

一次或多次，用于评价各国汇率的合理水平及其相对于美元的偏离程度。由 BMI 衍生出巨无霸汉堡包经济学，巨无霸汉堡包经济学基于购买力平价理论，即长期来看汇率会使任何两个国家相同的一揽子商品和服务（在此指一个汉堡包）趋于相同的价格水平。两国巨无霸汉堡包购买力平价汇率的计算法是以一个国家的巨无霸汉堡包以当地货币的价格除以另一个国家的巨无霸汉堡包以当地货币的价格。该商数用来跟实际的汇率比较，要是商数比汇率为低，就表示第一国货币的汇价被低估了；反之则高估。

比如，假设一个巨无霸汉堡包在美国的售价为 4 美元，在中国，按市场汇率计算一个巨无霸汉堡包的价格为 2 美元，比美国的价格低了 50%，也就是说，BMI 表明人民币兑美元的价值低估了 50%。与此相反，若在欧元区一个巨无霸汉堡包按市场汇率计算的价格（根据欧元区成员国加权平均的价格计算）是 5 美元，则欧元兑美元的汇率高估了 25%。

虽然 BMI 只是使汇率更加容易理解的工具，不能对货币偏离其价值的程度进行精确估计，但由于它的简明扼要，让一般公众、媒体、政治家印象深刻，甚至在很多经济学教科书以及学术研究中都得到了广泛引用，因而 BMI 也一度成为一些国家要求人民币升值的理论基础。

二、BMI 对不同货币汇率水平的估计

本文从《经济学人》、麦当劳等网站共获得 21 个具有代表性的国家或地区的 22 期数据，数据时间跨度从 1998 年 12 月 14 日到 2012 年 1 月 11 日，平均每年约有 2 期数据，年初公布一次，年中公布一次。由于该指数对各国货币汇率水平的估计差异较大，所以下文把经济体划分为大型发达经济体、小型发达经济体和新兴经济体三种类型，并分别与同期人民币汇率估计进行比较。限于数据可得性，数据中存在一

些缺失值，基于研究需要，在绘图时，对空单元格的绘制方式选择“以内插值替换”，这样曲线会显得较为平滑。下文各图中负数表示该货币兑美元价值低估的百分比，正数表示该货币兑美元价值高估的百分比。

（一）BMI 对大型发达经济体汇率水平的估计

如图 1 所示，大型发达经济体因为汇率弹性较大，所以 BMI 波动也较大，但偏离度并不大，多数时间都在 $[-20\%, 20\%]$ 浮动，高估、低估的状态交替出现，没有持续的高估或低估，并且在最近两年偏离幅度更加收敛。2009 年 1 月以后，受国际金融危机影响，这些大型发达经济体货币均有所贬值，之后随着经济复苏，币值略有上升，接近均衡状态。2011 年 7 月以后，受欧债危机、日本地震等事件的影响，投资者的避险需求上升，其他货币走弱，美元在一定程度上走强。

图 1 最下方的折线是人民币 BMI 走势，与大型发达经济体相比，人民币币值比较稳定，且呈缓慢上升之势，虽然波动幅度并不大，但一直存在严重低估。

（二）BMI 对小型发达经济体汇率水平的估计

如图 2 所示，与大型发达经济体不同，新加坡、韩国、中国台湾和新西兰^①等小型发达经济体，尽管外汇管制较少、资本项目开放程度较高、金融市场比较发达、汇率形成机制较市场化，然而其货币汇率水平和人民币类似，均存在着持续的低估。这可能表明汇率是否处于均衡水平和这些经济金融条件没有必然关系。

① 香港实行联系汇率制，港元汇率高度固定，不具有可比性。

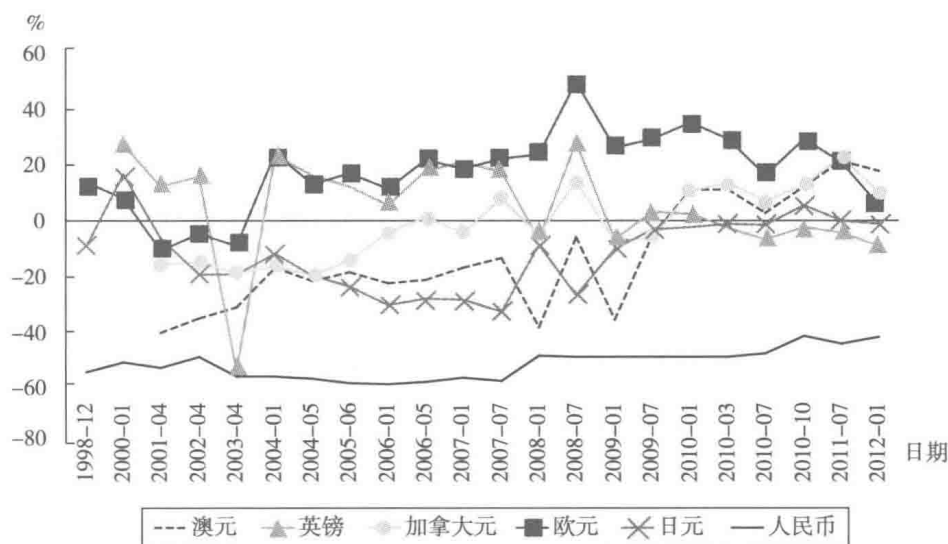


图1 澳元、英镑、加拿大元、欧元、日元、人民币的 BMI

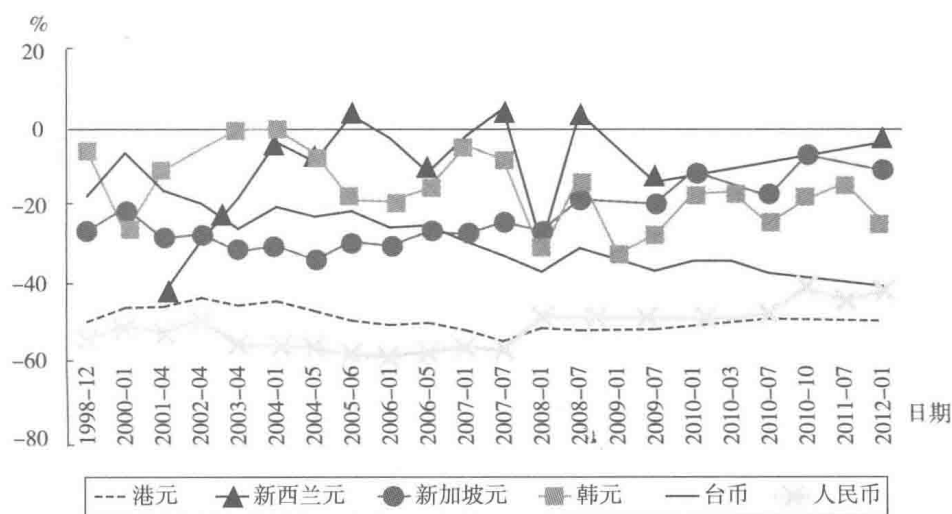


图2 新加坡元、韩元、台币、新西兰元、港元、人民币的 BMI

(三) BMI 对新兴经济体汇率水平的估计

图 3 显示的是金砖五国及阿根廷、墨西哥、埃及货币的 BMI 走势，表明这些新兴经济体货币均存在持续的严重低估，多数时间在 $[-60\%, -20\%]$ 内浮动，这说明货币低估甚至严重低估对新兴经济体来说是普遍现象，不是人民币所特有的。

具体来看，除巴西和阿根廷的货币外，其他国家货币 BMI 波动并不明显，一般在 $[-50\%, -30\%]$ ，而且越来越平滑，可能表明其汇率形成机制的逐步市场化。

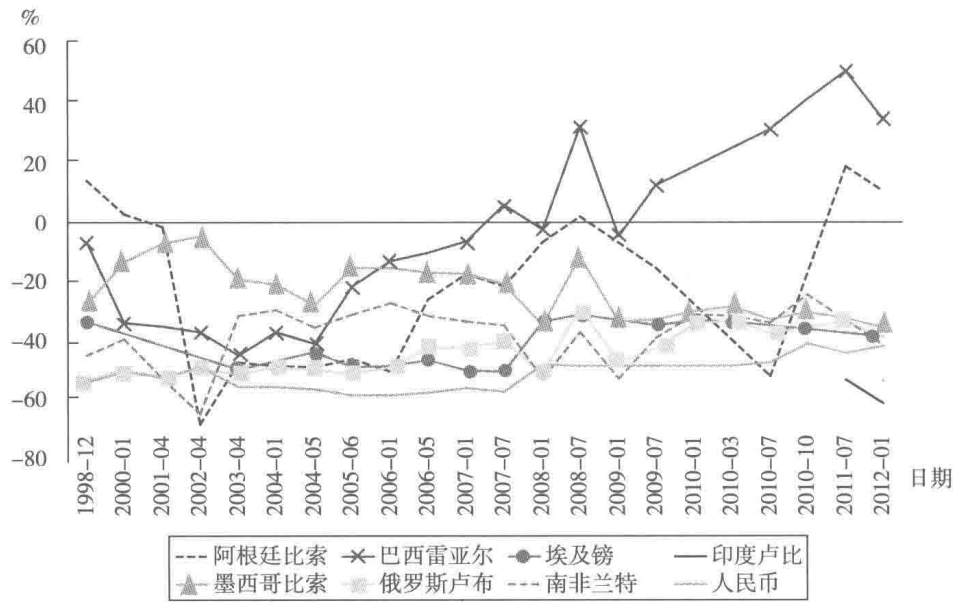


图 3 金砖五国、阿根廷、墨西哥和埃及货币的 BMI

自 2010 年 6 月中国重启汇改以来，人民币和其他新兴经济体（除巴西和阿根廷）货币的汇率偏离水平趋于一致，表明若仅以 BMI 数据衡量，目前人民币与新兴经济体货币汇率均衡水平的实现程度处于相同层次。

此外需要关注的是印度卢比的汇率,虽然仅有它最近2期的数据,但是就当前人民币和印度卢比 BMI 比较而言,印度卢比低于人民币约 20 个百分点,存在更严重的货币低估,而一般认为印度的资本项目开放程度高于中国,这表明货币是否低估和资本项目开放程度没有必然关系。

三、BMI 对人民币汇率水平的估计

(一) BMI 调整前的人民币汇率水平估计

《经济学人》自推出 BMI 以来,每期均对人民币予以重点关注。由于数据的可得性,图 4 仅展示了 22 期的人民币 BMI。

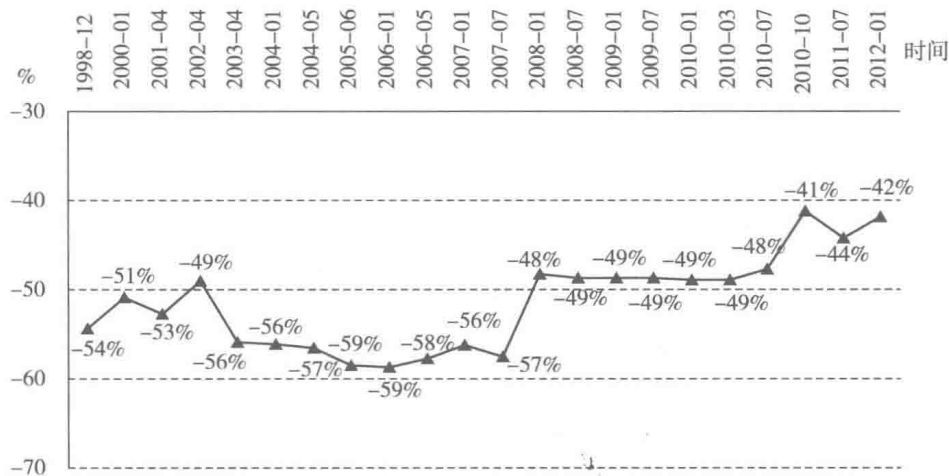


图 4 各期人民币 BMI

从图 4 中可以看出,若以 BMI 衡量,自 1998 年以来人民币币值一直是严重低估的,不过随着中国经济金融条件的逐步改善,人民币币值稳步上升,与均衡水平的差距也在缩小。

从2000年到2005年，BMI总体上逐步下降，可能的解释是这段时间由于人民币事实上盯住美元，而同期中国对外贸易迅速发展，中国经济的生产率水平快速提高，国际收支双顺差增大，人民币兑美元价值的偏离度越来越大，人民币有升值压力。

2005年7月21日，人民币汇率形成机制进行改革，截至2007年底，人民币兑美元名义汇率升值18.74%，同期图4中反映的人民币低估程度从58%下降为48%。

2008年国际金融危机爆发后，作为应对危机的措施之一，人民币兑美元汇率水平保持稳定，从2008年1月到2010年7月，BMI也稳定在-48%和-49%的水平。

2010年重启汇率形成机制改革后，人民币兑美元又逐步走强，到2011年底，人民币升值约8.4%。图4中同期人民币低估程度也从48%下降为42%。

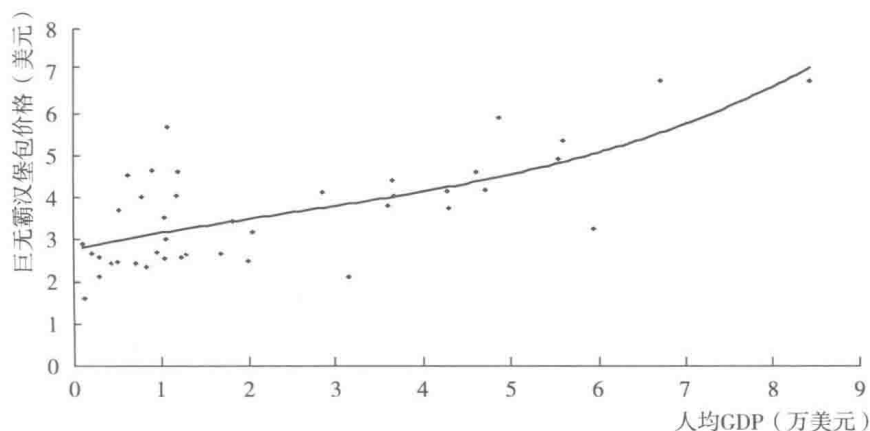
综上所述，就BMI走势而言，它对数据变化较为敏感，对汇率变动方向的判断较为准确，能够在一定程度上反映中国经济的变化，但其反映的人民币低估程度有待商榷。

（二）BMI调整后的人民币汇率水平估计

一些学者指出，巨无霸汉堡包作为贸易商品（Exchanged Goods），贸易存在较高成本，而且价格受当地租房成本和工人工资等非交易性生产要素影响大。由于贫穷国家的劳动力成本低，所以贫穷国家的汉堡包均价会低于发达国家的汉堡包均价，即贫穷国家的平均价格更加便宜。BMI显示新兴经济体（除巴西、阿根廷外，见图3）的货币都明显低估，这表明用BMI来衡量汇率水平可能是不够严谨和准确的。经济理论证明收入是影响价格水平高低的因素，而且是决定性影响因素，因此把各个国家的人均GDP作为收入的度量指标，将巨无霸汉堡包价格按照人均GDP作出调整，剔除国家之间收入差异的影响，得到

调整后的 BMI，以尽可能准确地反映一国货币的汇率水平。

根据《经济学人》2012 年 1 月 11 日公布的 41 个国家的巨无霸汉堡包美元价格，同时结合 2011 年各国人均 GDP（折算为美元），作出图 5 所示的巨无霸汉堡包价格与人均 GDP 的散点图，该图表明巨无霸汉堡包价格和人均 GDP 有较强的正相关关系。



注：图中曲线为 3 阶多项式拟合曲线。

图 5 巨无霸汉堡包价格和人均 GDP

以人均 GDP 作为解释变量，对 BMI 和人均 GDP 做回归分析，系数检验和方程检验的结果均十分显著，方程拟合也较好，这充分证明了巨无霸汉堡包价格和人均 GDP 之间存在显著的正相关关系。

因此，在下一步的分析中，我们将用人均 GDP 来对各国巨无霸汉堡包价格进行调整，进而得到调整后的 BMI。对 21 个国家和地区 22 期巨无霸汉堡包价格与人均 GDP 的横截面数据，分别用多种曲线进行拟合，然后用拟合优度来选取最佳的拟合曲线。

拟合方式的选择范围和选择标准如表 1 所示，根据拟合优度大小，这里我们选择拟合效果最好的 3 阶多项式来拟合，对 22 期数据分别拟合。