

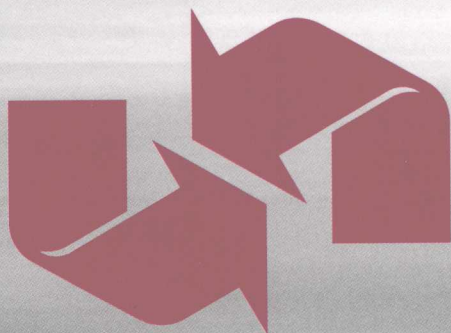


刘晓辉 著

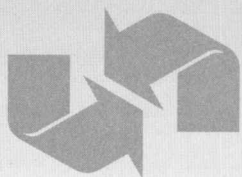
Renminbi Huilü Zhidu
Xuanze Yu Zhuanxing

人民币汇率制度 选择与转型：

基于社会福利视角的分析



人民出版社



Renminbi Huilü Zhidu
Xuanze Yu Zhuanxing

人民币汇率制度 选择与转型：

基于社会福利视角的分析

刘晓辉 著

● 人民出版社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

人民币汇率制度选择与转型:基于社会福利视角的分析/刘晓辉 著.

-北京:人民出版社,2008.10

ISBN 978-7-01-007321-7

I. 人… II. 刘… III. 人民币(元)-汇率-货币制度-研究

IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 144045 号

人民币汇率制度选择与转型:
基于社会福利视角的分析

RENMINBI HUILÜ ZHIDU XUANZE YU ZHUANXING:
JIYU SHEHUI FULI SHIJIAO DE FENXI

刘晓辉 著

人民出版社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京瑞古冠中印刷厂印刷 新华书店经销

2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:17.25

字数:266 千字

ISBN 978-7-01-007321-7 定价:38.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

序

这是令人沮丧的时代，这是令人欢欣鼓舞的时代；这是毁灭的时代，这是创造的时代。这所有的一切，在 20 世纪的最后十年中，似乎都发生了。前所未有的金融危机席卷了昔日曾经创造“奇迹”的国度；由 Obstfeld 和 Rogoff（1995；1996）缔造的新开放经济宏观经济学（New Open Economy Macroeconomics, NOEM）向传统的开放经济宏观经济学发起了挑战。现实的“创造性破坏”与理论的创新使传统的“固定与浮动”之争枯木逢春，在这最后十年间竟又重新占据了国际宏观经济学研究中的显著地位。不仅如此，席卷东南亚的金融危机也为经济学研究提供了新的素材，使经济学家得以重新审视汇率制度与宏观经济绩效、汇率制度与货币危机之间的关系了。在资本高度流动的一体化背景下，围绕新兴市场经济体汇率制度选择方面的争论和理论假说也大量涌现，共同构成了国际金融学或开放经济宏观经济学研究的热潮。

这股重新涌动的热潮一直可以追本溯源至 20 世纪初。1900 年后国际货币体系争论的主要议题是坚持金本位制度还是发行不可兑换的货币，这也许构成了最早的“固定与浮动之争”。金本位制究其实质来说就是一种固定汇率制度安排，而发行不可兑换货币则趋向实行浮动汇率制度。Keynes（1923）在《货币政策的可选目标》一文中指出（并区分了），一国的货币稳定或币值稳定包括“内部稳定”（即价格稳定）和“外部稳定”（即汇率稳定和国际收支平衡）。他进一步指出，内部稳定对一国来说往往更为重要，因而他对过时的金本位已经失去了信



心。两次世界大战之间的浮动汇率制度安排（1918—1926；1931—1939）使人们饱尝了汇率波动所带来的痛苦，因此当时的经济学家大多赞成实行固定汇率制度而不支持实行浮动汇率制度。20世纪40年代，根据对1922—1926年间法国法郎的浮动经历的分析，Nurkse（1944）认为，浮动汇率制度下的投机总体上来说是不稳定的，因此，不应实行浮动汇率制度，而应实行固定汇率制度安排。这种观点似乎在争论中占了上风，1944年的布雷顿森林协定建构了二战后近30年的国际货币体系格局，正式奠定了美元—黄金本位下固定的、但可调整的汇率制度安排（fixed but adjustable exchange rates；Moosa，2005），直至1971年它寿终正寝为止。

布雷顿森林体系的确立似乎预示着汇率制度选择的争论也走到了尽头。然而，存在的未必即是合理的。洞见深邃的弗里德曼（1953）还是对现实提出了异议和挑战。在那篇业已成为固定与浮动汇率制度争论以及汇率制度选择领域的里程碑式的文献中，他在批驳 Nurkse（1944）观点的同时，指出，在价格粘性条件下，浮动汇率制度下一国能够在一定程度上与国外需求冲击隔离开来，从而保持国内经济的稳定。因此，“没有任何严重的经济困难会阻止各个国家单独地或共同地迅速建立这样一种汇率制度”。后来的国际货币体系的发展无疑也证明了他的远见卓识。继弗里德曼之后，Mundell 开辟了最优货币区的研究，在一定程度上延续了固定与浮动汇率制度的争论。

20世纪50—70年代是沉闷的年代，固定与浮动汇率制度的争论或许迫于现实的强大压力而暂时地偃旗息鼓了，但它正在积蓄力量以图卷土重来。如果说前两次美元危机让它看到了曙光的话，那么第三次和第四次美元危机则无疑正式宣告了它的东山再起和布雷顿森林体系的彻底终结。在 Fleming（1962）、Mundell（1963；1964）以及 Dornbusch（1976）开创性贡献的基础上，经济学家延续了传统的固定与浮动的两极争论。不同之处在于，他们在借鉴 Poole（1970）思想的基础上，利用 Mundell、Fleming 和 Dornbusch 的理论模型，创造性地将汇率制度选择问题转变成了带有约束条件的最优化问题，从而在吸收 Nurkse

(1944) 和弗里德曼 (1953) 争论中所隐含的政策评价标准的思想的基础上, 再现了传统的经济政策分析和制定的规范方法的强大力量。

但布雷顿森林体系的崩溃却并没有带来汇率制度选择研究的全面复兴。牙买加体系下的浮动汇率的经验使得对汇率决定问题的研究以前所未有的速度发展起来, 更使得对汇率形成机制和汇率制度选择方面的研究黯然失色。20 世纪 80 年代到 90 年代初期, 这个方面的研究在分析方法上继承了经常账户跨期均衡分析方法的思想, 但在对经济现实的抽象和假设方面, 却又钻回了弹性价格假设的死胡同中去了。

在紧随其后的“令人沮丧”而又“令人欢欣鼓舞”的年代, 由于理论上的重大进展和现实的不断催动, 汇率制度选择研究迎来了真正的全面复兴。一方面, 利用新开放经济宏观经济学的研究框架, 经济学家得以重新审视传统的“固定与浮动之争”; 另一方面, 频繁爆发的货币危机和金融危机为汇率制度研究提供了新的素材, 针对新兴市场经济体的汇率制度与货币危机、汇率制度与经济绩效之间关系的研究蓬勃发展起来。“两极论”或“中间制度消失论”、“原罪论”、“害怕浮动论”等新的理论观点和假设成为国际宏观经济学研究的又一个重要领域。

正是这个“毁灭”一切而又“创造”一切的时代赋予了中国同样的挑战。1997 年危机过后, 对人民币币值问题的争论就出现了。进入新的世纪以来, 对这个问题的争论和讨论使学界和决策者逐渐认识到, 问题的根本不是人民币汇率水平的决定, 也不是人民币汇率水平的高估或低估问题, 而是如何改革和进一步完善人民币汇率形成机制, 如何增加人民币汇率形成机制的弹性。在新的理论和现实背景下, 研究并解决这个问题成为我国当前及未来一段时期内所面临的一个重要的现实课题和理论课题。在这个背景下, 我指导的博士生刘晓辉同学选择了以人民币汇率制度选择和转型问题作为自己博士论文的主题, 作者试图从传统的“固定与浮动之争”以及新近的“两极论”或“中间制度消失论”吸收合理的思想, 结合中国的基本国情来研究人民币汇率制度的选择和转型问题, 这无疑是具有一定的理论和现实意义的。

刘晓辉博士的这本学术专著以他的博士论文为蓝本, 作者在吸收凯



恩斯主义经济学和新古典经济理论思想的基础上，紧密结合进入新的世纪以来围绕人民币汇率及汇率机制问题所出现的争论和宏观经济现实，运用大量的学术资料和统计数据，对汇率制度、汇率制度选择等基本概念进行严格界定的基础上，系统地回顾了传统经济政策分析视角下的汇率制度的传统争论和汇率制度选择研究，对人民币汇率制度安排和制度转型做了比较深入的分析。该书试图在以下三个方面有所突破，有所贡献：

第一，该书根据我国开放经济运行现实，修正了 BP 曲线，建立了比较贴近我国实际的经济模型来考察在 FDI 资金流动条件下的人民币汇率政策和汇率制度选择以及政策效应问题。

第二，该书在不同汇率制度选择的福利标准基础上，吸收凯恩斯主义和新凯恩斯学派的开放经济思想，同时也吸收理性预期学派的思想，建立了比较切合我国经济运行现实的模型，分析了在资本与金融账户严格管制的现实情况下，人民币汇率制度的选择与进一步完善的问题。在此基础上，该书指出了我国货币政策目标的内在冲突特征，提出了我国货币政策和汇率政策应该转向以价格稳定作为主要标准的观点。同时，该书还系统地估计了我国开放经济运行的基本经济参数和冲击大小，实证地估计了人民币汇率制度的最优弹性，指出人民币汇率制度应该朝更具弹性的方向转变的观点。

第三，该书在详细论证和考察的基础上，提出了人民币汇率制度渐进平稳转型策略的观点，并对人民币汇率制度的转型风险给予了特别的关注。这在我国强调金融开放条件下金融风险管理的大背景下，无疑是值得重视和提倡的。

总之，该书选题意义重大，观点鲜明，论证严谨，逻辑清晰。同时，作者理论与实证并行，能够比较合理地运用规范分析与实证分析相统一的方法，对人民币汇率制度选择和转型问题做出自己的研究，这是值得鼓励和提倡的。有鉴于此，我非常乐意为该书作序。

范从来

2007 年 12 月

内 容 提 要

新的千年开始，人民币汇率及其制度安排或制度选择成为国内外关注的热点问题，当前及未来一段时期内，人民币汇率制度如何选择、如何完善成为我国亟待解决的一个基本问题。

首先，作为一种动态的制度选择和制度变迁过程，汇率制度选择并不是一劳永逸的，也不存在适合所有国家或一国所有时期的汇率制度安排，因此一国在任何特定的历史时期都面临汇率制度的选择问题。

其次，当前的汇率形成机制既没有说明“更富有弹性”究竟意味着什么，也没有说明人民币汇率制度弹性究竟应该多大或者达到什么程度才是“更富有弹性”的。更为重要的是，新的汇率形成机制仍然没有明确我国货币政策和汇率政策之间的逻辑关系，没有说明究竟应该以什么标准来指导人民币汇率制度选择和进一步完善的工作。

再次，我国目前的汇率制度下，中央银行必须把握好汇率的稳定性和灵活性，既不能忽视汇率稳定给宏观经济带来的积极作用，也不能过分强调汇率的稳定而导致目前的制度安排又再次回到事实上的、钉住美元的固定汇率制度安排。因此，当前人民币汇率制度改革面临着内在的稳定性要求与灵活性要求之间的冲突，或“左”或“右”非常难以抉择。这就需要进一步论证究竟什么样的汇率制度类型或制度安排能够比较好地协调这种矛盾。

最后，我国在增加人民币汇率制度弹性时还将面临人民币汇率制度如何转型问题：即，究竟是采取自愿的或平稳的转型方式，还是为危机所驱动被动地进行人民币汇率制度转型？如果选择自愿转型或平稳转

型，那么，我国究竟是激进地推进这一进程还是应渐进地推进这一进程呢？在进行人民币汇率制度转型之时，我国又将面临哪些风险因素呢？这些重要问题都是应该进一步深入研究的。

以上述基本问题为导向，本书在回顾已有汇率制度选择研究文献的基础上指出，对汇率制度选择的研究应该围绕一个明确且合理的制度选择标准（目标函数），利用恰当的、能基本反映或抽象出一国开放经济基本现实的分析框架（约束条件），将汇率制度选择问题转化为一个带有约束条件的最优化问题来展开讨论。在这个逻辑切入点下，本书首先根据已有文献考察了汇率制度选择的分析框架和制度选择标准的内涵及其发展演变，然后根据不同分析框架本身的特征和我国转型经济时期的基本经济现实和发展战略，分析论证人民币汇率制度选择的基本分析框架和制度选择标准问题。本书认为，人民币汇率制度选择研究应根据当前一段时期内中国开放经济的基本现实或主要的特征事实，以我国的社会福利最大化作为制度的选择标准，在 M-F-D 分析框架下来展开论证和研究。

在这个理论框架和基本思路指导下，本书抽象了 1994 年汇率并轨改革以来我国开放经济运行的基本特征事实，然后，根据我国开放经济中 FDI 形式的资本流动在目前国际资本流动中占主导地位的特征事实和资本与金融账户严格管制的基本现实，分别构建了一个确定性的静态模型和一个随机模型，考察了人民币的汇率政策导向和最优汇率制度弹性，并进行了实证检验，研究发现：

第一，在 FDI 形式的资本流动占主导地位的情况下，人民币不应采取大幅度升值的策略，否则会导致我国产出水平和价格水平的急剧衰退和收缩，从而带来巨大的社会福利损失。

第二，在 FDI 资金成为我国国际资本流动主导形式的条件下，如果实行固定汇率制度，那么我国的货币政策在短期内是无效的；而如果实行浮动汇率制度，那么我国的货币政策对产出、价格、利率和汇率的影响方向与资本自由流动下的经典情形是基本相同的。因此，如果我国要获得货币政策的独立性，并以此实现价格的稳定目标，从而为经济的持

续稳定发展创造条件,那么更具弹性的或浮动的汇率制度安排就是必须要考虑的制度安排形式了。

第三,由于长期以来币值稳定这一货币政策最终目标实际上为我国货币政策同时指定了两个名义锚,即(隐含的)汇率锚和货币总量锚,币值稳定这个最终目标本身就是内在冲突的。本书进一步的分析表明,我国应该对1994—2005年期间所实行的“实际目标法”进行适时的反思,依靠外需的经济发展战略应逐渐淡化了。并且,我国货币政策和人民币汇率制度选择应该以价格稳定作为基本标准或目标,适时进行政策目标的重新定位。

第四,本书构建的理论模型还指出,在我国外汇市场缺乏深度和弹性的情况下,某一形式的中间汇率制度安排是存在的,它不仅取决于我国的经济系统参数,也取决于我国所面临的经济冲击和资本管制程度。并且,人民币最优的汇率制度选择也不是一劳永逸的,而是一个动态的变迁过程。

第五,根据理论模型,本书利用我国宏观经济数据对人民币的最优汇率制度弹性进行了经验估计。结果表明,这一最优的制度弹性约为40.02%,这意味着我国应该实行更加具有弹性的汇率制度安排。

理论模型和经验证据表明,我国应增加人民币汇率制度弹性。但是,一方面,在FDI形式的资金流动占主导地位的条件下,大幅度的升值策略可能导致我国产出和价格的急剧收缩,从而带来社会福利损失;另一方面,国际上汇率制度转型的经验也表明,渐进平稳的汇率制度转型能够保证一国宏观经济的基本稳定,实现一国社会福利的最大化。并且,由于目前我国还不具备迅速增加汇率形成机制弹性和人民币急剧升值的基本前提条件,因此,本书认为,人民币在未来一段时期内应该采取渐进平稳的转型策略,然后再逐渐放宽汇率的波动幅度或波动区间(如每年3%—5%),不断增加汇率制度弹性。

最后,本书简要讨论了在人民币汇率制度转型过程中我国可能面临的转型时机选择、微观经济激励、银行体系不稳定性、货币错配和新的货币政策名义锚选择等因素所带来的转型风险。

目 录

序	1
内容提要	1
第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 内容与结构	6
第三节 研究目标、思路及研究方法	10
第四节 研究的贡献与不足	15
第二章 汇率制度选择的文献回顾	18
第一节 概念界定	18
第二节 主流汇率制度选择的理论与标准述评	32
第三节 人民币汇率制度选择的理论与标准述评	53
本章小结	66
第三章 人民币汇率制度选择的分析框架与标准选择	67
第一节 人民币汇率制度选择的分析框架选择	67
第二节 汇率制度选择标准：社会福利与微观福利	77
第三节 人民币汇率制度选择的标准选择	89
本章小结	107

第四章 基于福利标准的人民币汇率制度选择的理论模型	108
第一节 1994 年汇率并轨以来的开放经济：几个特征事实	108
第二节 FDI 资金流动下的人民币汇率政策与汇率制度选择	126
第三节 非 FDI 资金流动下的人民币最优汇率制度弹性模型	142
本章小结	168
第五章 人民币汇率制度改革目标与最优弹性的经验估计	169
第一节 人民币实际目标法与价格稳定目标再讨论	169
第二节 人民币最优汇率制度弹性的经验估计	179
本章小结	203
第六章 人民币汇率制度转型	205
第一节 人民币汇率制度转型的策略选择	205
第二节 人民币汇率制度转型的风险分析	223
第三节 政策建议	232
本章小结	235
参考文献	236
后 记	259

图 表 索 引

图形索引

图 1-1-1	人民币名义汇率与有效汇率月度走势	2
图 1-2-1	技术路线与思路	9
图 3-3-1	中国的人均 GDP (左轴) 及其增长率 (右轴) (1952—2006)	91
图 3-3-2	建国以来我国价格水平波动 (1951—2006)	96
图 3-3-3	建国以来的经济增长及经济的周期性波动 (1952—2006)	97
图 3-3-4	人民币兑美元名义汇率 (1953—2007)	101
图 4-1-1	中国国际资本流动中 FDI 和直接投资差额的主导地位 (1985—2006)	110
图 4-1-2	中国非 FDI 资本的流动规模 (1985—2006)	113
图 4-1-3	消费、投资和政府支出的增长 (1990—2006)	116
图 4-1-4	中国的外汇占款增长和货币供给增长 (1991—2006)	120
图 4-1-5	负向供给冲击与货币政策目标	124
图 4-2-1	中国 FDI 资金流动和对外借款变化 (1983—2006)	129
图 4-2-2	中国法定贷款利率 (1990—2006)	130

图 4-3-1	Poole (1970) 框架下的固定汇率制度与浮动汇率制度选择	159
图 4-3-2	外汇市场压力曲线与最优政策反应	166
图 5-1-1	人民币名义汇率与实际有效汇率 (1978—2006)	171
图 5-1-2	中国的进口、出口、净出口额与外汇储备 (1950—2006)	172
图 5-1-3	中国中央银行资产构成与货币性冲击	173
图 5-1-4	中国的价格水平 (1992—2006)	174
图 5-2-1	定基比 GDP 平减指数 (1978 = 100) 与实际产出对数 (y)	185
图 5-2-2	中国潜在 GDP 增长趋势 (1979—2006)	187
图 5-2-3	中国货币供给的汇率弹性 (2005—2007)	202
图 5-2-4	资本管制、经济冲击与人民币汇率制度选择	203
图 6-1-1	不同类型的汇率制度退出数量 (1990—2002)	207
图 6-1-2	不同类型汇率制度转型国家或经济体的宏观经济表现	213
图 6-1-3	人民币兑篮子货币汇率的月波动性及其趋势 (2005. 08—2007. 12)	217
图 6-1-4	人民币兑各主要货币汇率的月波动性及其趋势 (2005. 08—2007. 12)	218
图 6-2-1	中国银行系统 BSSI ₂ 指标 (1980—2004)	227

表格索引

表 2-1-1	IMF (1999) 新分类法下的汇率制度安排	26
表 2-1-2	不同汇率制度分类方法之间的相关性	29
表 2-1-3	害怕浮动 (害怕钉住) 与难以钉住 (违背承诺)	31
表 2-2-1	主流汇率制度选择理论的基本假设与选择标准	35

表 2-2-2	价格确定方式、资本管制与最优汇率制度安排	41
表 2-3-1	人民币汇率制度选择研究结论	58
表 2-3-2	人民币汇率制度研究方法分类	63
表 3-3-1	中国与分组国家经济增长与人均 GDP 增长比较 (1994—2006)	92
表 3-3-2	中国人均国民收入与世界其他国家的差距	93
表 3-3-3	中国货币政策最终目标的演变	94
表 3-3-4	人民币汇率制度沿革和政策目标演变	99
表 3-3-5	中国的价格市场化进程 (1978—2005)	104
表 4-1-1	中国资本与金融账户可兑换框架简表	111
表 4-1-2	中国资本外逃的测算	114
表 4-1-3	各因素对我国 GDP 增长的贡献	118
表 4-1-4	中国人民银行资产表	120
表 4-2-1	中国 GDP 增长率、国际收支和净出口	127
表 4-2-2	固定汇率制度下政策效应	136
表 4-2-3	浮动汇率制度下的政策效应	140
表 4-3-1	不同资本流动程度且不同标准下的汇率制度安排	156
表 5-1-1	消费、投资和净出口对 GDP 增长的贡献	176
表 5-2-1	本章经验模型估计中的解释变量和被解释变量 说明	180
表 5-2-2	实际 GDP 的平稳性检验	186
表 5-2-3	总供给曲线估计方程 (被解释变量 $GDPCAP$)	188
表 5-2-4	IS 曲线的经验估计 (被解释变量 $GDPSAREALLN$)	191
表 5-2-5	对中国货币需求收入弹性和利率弹性的经验估计	192
表 5-2-6	被解释变量和解释变量的平稳性检验	196
表 5-2-7	货币需求经验估计结果	197
表 5-2-8	拟合残差的平稳性检验	198



表 5-2-9	人民币最优汇率制度弹性各参数和冲击估计值	200
表 6-1-1	汇率制度转型之前的宏观经济状况	208
表 6-1-2	激进转型与渐进转型比较	219
表 6-2-1	中国企业部门外币资产负债情况	226
表 6-2-2	修正后的 AECM 估计数 (1994—2002)	228
表 6-2-3	中国外币资产负债净头寸情况估算	230

第一章 导 论

第一节 问题的提出

新的千年开始,人民币是否应该升值成为国际社会关注的热点问题(图1-1-1),并且从单纯的经济问题上升到了政治问题,日本和美国成为推动人民币升值舆论的主要力量。“排华风潮”在新的世纪取代了“排日风潮”(麦金农,2007)^①,以美国为首的西方国家和我国的贸易争端与摩擦不断加剧。要求人民币升值较早的言论首先是2001年8月7日英国“*Financial Times*”上刊载的文章“China's Cheap Money”,然后是同年9月6日《日本经济新闻》上的文章《对人民币升值的期望——中国威胁论的升级》。后来日本官员在不同场合力促人民币升值。其代表人物日本财务大臣盐川正十郎在2003年2月的7国财长会议上提出了类似1985年针对日元的“广场协议”(Plaza Accord)^②的文件,要求人民币升值。

继日本之后,2003年6月和7月,美国财政部长斯诺(Snow)和

① 20世纪70年代起持续至1995年的美日贸易摩擦引发了“排日风潮”,也引发了“日元过度升值综合症”,使日本在20世纪90年代陷入了“失去的十年”。在新的千年,这样的情况以及后果很可能会在中国重演(罗纳德·麦金农:《为什么中国的汇率要钉住美元:基于日元的历史分析》,载《财贸经济》2007年第1期,第34—42页)。

② 1985年9月22日,美、日、前联邦德国、法、英五国财长及五国中央银行行长在纽约广场饭店(Plaza Hotel)举行会议,达成五国政府联合干预外汇市场的协议,使美元兑主要货币有秩序地下调,以解决美国巨额的贸易赤字。协议签订后,五国联合干预外汇市场,各国开始抛售美元,继而形成市场投资者的抛售狂潮,导致美元兑主要货币持续的大幅度贬值。很多学者认为这个协议是导致日本长达10年之久的经济萧条的直接原因,由于担心中国重蹈日本的覆辙,因此他们并不主张人民币升值。