



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

浙江省哲学社会科学规划课题成果

人民币实际汇率问题研究

申琳 马丹 / 著

RENMINBI SHIJI HUILU WENTI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

浙江省哲学社会科学规划课题成果

人民币实际汇率 问题研究

申琳 马丹 著

经济科学出版社

责任编辑：周国强

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币实际汇率问题研究 / 申琳, 马丹著. —北京: 经济科学出版社, 2010. 3

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9539 - 3

I. ①人… II. ①申… ②马… III. ①人民币 (元) - 汇率 - 研究 IV. ①F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 111583 号

人民币实际汇率问题研究

申琳 马丹 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

编辑部电话: 88191350 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

德利装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.375 印张 200000 字

2010 年 3 月第 1 版 2010 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9539 - 3 定价: 26.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

实际汇率作为开放经济条件下一项重要的经济变量，对一国经济发展具有广泛的影响力与解释力。从国际经验来看，一国经济长期高速发展的过程中，通常会伴随出现本币实际汇率的升值。自改革开放以来，中国经历了长期快速的经济增长，而此期间的人民币实际汇率以1994年为分界点呈现出了先贬后升的长期变动态势。因此，我们认为，研究人民币实际汇率问题对于中国经济的发展具有非常重要的理论和现实意义。

本书的研究内容基本上是由以下三部分组成的：一是实际汇率的概念、分类与测算；二是实际汇率变动与冲击来源；三是均衡实际汇率的决定。

其中，在第一部分，我们首先对实际汇率的概念、分类及测算方法进行了系统的论述，在此基础上进一步测算了1985~2009年期间的人民币外部实际汇率与内部实际汇率的变动趋势，并对其成因进行了分析与说明。通过研究我们发现：（1）1985~2009年期间的人民币外部实际汇率走势基本上可以分为两个阶段：第一阶段为1985~1994年，这一时期的人民币实际有效汇率呈现大幅下降态势，造成这一时期人民币实际有效汇率下降的原因在于人民币名义有效汇率的下降。第二阶段为1994~2009年，这一时期的人民币实际有效汇率呈现小幅上升态势，这是由人民币名义有效汇率和中国与其贸易伙伴国之间相对价格所共同决定的。（2）1985~2009年期间的人民币内部实际汇率走势基本上可以分为两个阶段：第一阶段为1985~1994年，这一时期的人民币内部实际汇率呈现一定程度的上升态势，其主要原因在于该时期内人民币对美元名义

汇率指数的大幅上升。第二阶段为1994~2009年,这一时期的人民币内部实际汇率指数呈现下降态势。该阶段人民币内部实际汇率指数的下降在前半期主要是由于以美元衡量的世界贸易品价格指数下降造成的,在后半期主要是由于人民币对美元名义汇率指数下降造成的。(3)我们通过综合考察1985~2009年期间人民币外部实际汇率与内部实际汇率的变动趋势发现,以直接标价法表示的人民币内部实际汇率指数与人民币外部实际汇率指数的运动趋势相反,而以间接标价法表示的人民币内部实际汇率指数与人民币外部实际汇率指数的运动趋势相同,只不过在变动幅度上有所差异。

在第二部分内容的研究过程中,我们用三章的篇幅、从三个不同角度出发分别对实际汇率变动的供给冲击、需求冲击与名义冲击进行了分析,并运用实证方法考察了它们对于人民币实际汇率变动的解释力。通过研究我们发现:

第一,人民币实际汇率变动的供给冲击。整个考察期间,我国两部门劳动生产率的相对变动情况以1992年为分界点呈现不同的变动态势。其中,1992年以前,我国可贸易品部门的劳动生产率增长速度并不快于不可贸易品的劳动生产率的增长速度;而自1992年以来,我国可贸易品部门的劳动生产率增长速度明显快于不可贸易品的劳动生产率的增长速度。同时,在整个考察期内,我国可贸易品部门与不可贸易品部门之间存在工资联动效应。进一步的,通过将1985~2004年期间的中国与美国、经合组织(OECD)国家之间生产率的“国内相对增长”进行比较分析后得出:自1994年以来,中国存在“巴拉萨—萨缪尔森效应”,即中国与美国、OECD间劳动生产率的“国际相对增长”的增长是推动人民币对美元实际汇率和人民币实际有效汇率升值的原因。

第二,人民币实际汇率变动的需求冲击。这一部分,在论述政府支出影响实际汇率变动的作用机制基础上,我们通过分析得出:中国政府无论是增加总支出水平还是在总支出水平不变的情况下提高不可贸易品方面的支出比例,都将促使人民币实际汇率升值。相

对来说,提高不可贸易品方面的政府支出比例对人民币实际汇率的影响更大。

第三,人民币实际汇率变动的货币冲击。通过运用结构性向量自回归(SVAR)方法,我们考察了货币冲击对人民币实际汇率的影响。结果显示,一个正向的货币供给冲击会立即导致人民币实际汇率上升(贬值),但是随着时间的推移,这一影响逐渐消失。

在从不同角度出发分析了基本经济因素变动对于实际汇率水平影响及其作用机制的基础上,最后一部分,我们引出了“均衡实际汇率”概念,并在此框架下通过选取包括生产率(*prod*)、政府支出(*ge*)、广义货币供应量(m_2)和开放度(*open*)在内的四个中长期经济基本面变量对人民币实际均衡汇率和实际汇率失调程度进行估算。通过研究我们发现:(1)中国生产率的提高对人民币实际有效汇率有正向推动作用;中国政府支出的增加也会推动人民币实际有效汇率升值;中国货币供给量的提高对人民币实际有效汇率有负向作用;中国开放度的提高也会导致人民币实际有效汇率贬值。在所有解释变量中,生产率对人民币实际有效汇率的影响最大,其次是货币供给量,然后是开放度,而政府支出的影响作用相对最小。(2)1980~2005年间人民币实际汇率的总失调程度的变动可分为以下几个阶段:1980~1985年期间,人民币实际有效汇率处于高估状态。我们认为这一时期的高估主要是由于人民币名义汇率值较高造成的。1986~1995年期间,人民币实际有效汇率处于低估状态。我们认为这一时期的低估主要是由于人民币名义汇率在此期间持续大幅贬值造成的。自1994年人民币汇率并轨以来,人民币实际汇率的低估幅度在逐渐缓解。1996~2003年期间,人民币实际有效汇率处于高估状态。而自2004年开始,人民币实际有效汇率开始出现低估,不过低估程度较小。针对人民币实际汇率处于小幅低估的现状,我们应采取相应的调整措施以实现人民币均衡实际汇率。

目 录

第一章 绪论.....	1
第一节 选题意义与研究目标.....	1
第二节 国内外相关研究文献回顾.....	2
第三节 结构安排与研究方法	16
第四节 重要概念说明	19
第二章 人民币实际汇率长期变动趋势与成因分析	21
第一节 实际汇率的概念与测算方法	21
第二节 人民币实际汇率长期变动趋势与成因分析	44
本章小结	59
第三章 供给冲击与人民币实际汇率	62
第一节 “巴拉萨—萨缪尔森效应”假说的产生 与发展	64
第二节 我国两部门劳动生产率的长期变动情况	74
第三节 我国两部门工资的长期变动情况	87
第四节 我国劳动生产率增长的国际比较	95
第五节 劳动生产率增长差异与人民币实际汇率.....	103
本章小结.....	107

第四章 需求冲击与人民币实际汇率	109
第一节 政府支出与居民消费	110
第二节 政府支出与人民币实际汇率	124
本章小结	134
第五章 货币冲击与人民币实际汇率	135
第一节 货币冲击对实际汇率影响的理论分析	135
第二节 计量模型与数据说明	142
第三节 计量结果分析	147
本章小结	153
第六章 人民币均衡实际汇率	155
第一节 人民币均衡实际汇率相关理论与研究回顾	155
第二节 人民币均衡实际汇率与实际汇率 失调的实证检验	165
第三节 纠正人民币实际汇率失调的政策建议	179
本章小结	182
结束语	184
附表	186
参考文献	212
后记	227

第一章

绪 论

第一节

选题意义与研究目标

一、选题意义

实际汇率作为开放经济条件下一项重要的经济变量，对一国经济发展具有广泛的影响力与解释力。其原因主要在于：首先，不同于名义汇率，实际汇率水平是由一国经济发展过程中的基本面因素决定的，任何实际汇率的变动都会通过引起资源要素的相应流动而作用于本国经济的发展；其次，实际汇率衡量了一国所有商品与劳务在国际市场上的相对价格水平，它直观地反映了一国经济在国际贸易中的价格竞争能力，是影响一国国际竞争力的重要变量；进一步的，实际汇率的表达式中包含了名义汇率变化的影响因子，通过考察一国实际汇率的长期变动趋势，可以为本国汇率政策的制定提供有效的指标依据；最后，随着资本跨国流动性的日益提高，实际汇率失调现已成为引发一国以及区域性金融危机爆发的主要因素。

从国际经验来看，一国经济长期高速发展的过程中，通常会伴随出现本币实际汇率的升值。自改革开放以来，中国经历了长期快速的经济增长，而此期间的人民币实际汇率以 1994 年为分界点呈

现出了先贬后升的长期变动态势。鉴于此,我们需要知道,改革开放以来,人民币实际汇率的长期变动趋势是否符合国际发展经验?人民币实际汇率的变动是由哪些冲击因素引起的?这些冲击因素对于人民币实际汇率变动的解释力如何?人民币实际汇率是否存在失调?通过对人民币实际汇率长期变动趋势的研究,是否可以为近年来出现的人民币汇率升值压力给予合理的解释与政策建议?因此,上述一系列问题的产生,使得我们有关人民币实际汇率问题的研究,对于中国经济的发展具有非常重要的理论和现实意义。

二、研究目标

通过研究,我们希望能够对以下问题予以合理的解答,具体包括:

1. 实际汇率:什么是实际汇率,如何对其进行测算,以及改革开放以来人民币实际汇率的长期变动趋势如何?
2. 实际汇率的变动:经济发展过程中,实际汇率的变动是由哪些冲击因素引起的,如何对这些冲击因素进行区分,它们影响实际汇率变动的作用机制是什么,以及这些冲击因素对于人民币实际汇率的变动是否具有解释力?
3. 均衡实际汇率:如何计算均衡实际汇率,人民币实际汇率是否存在失调?失调程度如何?

第二节

国内外相关研究文献回顾

实际汇率作为汇率理论中的核心内容之一,长期以来一直都是学术界研究的重要领域。通过对国内外相关研究文献进行收集与整理,我们发现,迄今为止,学术界对于实际汇率问题的研究基本上是由以下两部分组成的:一是实际汇率变动与冲击来源;二是均衡

实际汇率的决定。这两部分研究可以说是相辅相成、紧密相关的。在本书以下各章中，我们会对上述两部分研究的具体内容进行详细的论述与分析。这里，我们仅结合这两部分内容的研究思路，对国内外有关实际汇率问题的研究分别进行回顾。

一、国外相关研究文献回顾

（一）实际汇率变动与冲击来源

所谓冲击因素是指，引发经济变量以及经济系统偏离其原有的运行轨迹，并导致经济出现波动的根本原因。实际汇率的变动是非原生性的，影响实际汇率变动的冲击因素有很多种，且不同类型冲击因素的作用机制也各不相同。通常，国外学者将影响实际汇率变动的冲击来源概括为真实冲击（real shock）和名义冲击（nominal shock）两类。其中，真实冲击指的是除货币供给量变化以外的因素对产出、实际汇率的等经济变量产生的影响。主要包括一国生产率增长、政府支出变动等因素。这里，按照真实冲击来源角度的不同，学者们将一国生产率变动对实际汇率的影响归为供给冲击，而将政府支出等因素的变动对实际汇率的影响归为需求冲击。名义冲击也称为货币冲击，它指的是由于货币供给量扩张而对产出、实际汇率等经济变量产生的影响。总体来看，国外学术界对于实际汇率变动问题的研究基本上是基于上述三个不同的角度进行展开的。具体包括：

1. 实际汇率变动的供给冲击。

在对一国经济高速增长时期实际汇率变动的研究中，从供给角度出发的“巴拉萨—萨缪尔森效应”假说是其中最具影响力的理论。巴拉萨（Balassa, 1964）在其发表的“购买力平价教义：一种重新表述”一文中，利用两部门（即可贸易品部门与不可贸易品部门）分析法，以及竞争性市场结构和国内劳动力自由流动等标准分析假设，揭示购买力平价作为均衡汇率决定理论具有内在的

系统性偏离；同年，萨缪尔森（Samuelson）教授也在其论文中阐述了类似的观点，“巴拉萨—萨缪尔森效应”假说由此产生。“巴拉萨—萨缪尔森效应”假说依托生产率增长的部门差异性等关键假设，推导出对于一个经历着经济高速增长的国家，如果本国可贸易品部门与不可贸易品部门生产率的相对增长大于另一国同一指标时，则本国相对于另一国的实际汇率将会出现升值趋势。具体来讲就是，伴随着一国经济的高速增长，当本国可贸易品部门生产率的增长速度快于不可贸易品部门时，在工资机制的作用下，会引起可贸易品与不可贸易品间的比价发生变动，从而会导致本币内部实际汇率出现升值趋势；进一步的，当本国两部门生产率的国内相对增长大于国外同一指标时，就会引起本币外部实际汇率出现升值趋势。即一国经济的长期高速增长通常会引发本币实际汇率的升值。“巴拉萨—萨缪尔森效应”假说目的在于解释传统购买力平价作为汇率解释理论的局限性，指出购买力平价与现实汇率之间所存在的偏离不是偶然的、随机的，而是一种系统性的偏离，偏离的程度取决于该国的经济增长水平。

“巴拉萨—萨缪尔森效应”假说在提出之时，数理分析技术尚未在经济研究中得到广泛的运用，而检验“巴拉萨—萨缪尔森效应”成立与否需要运用时间序列分析方法来进行研究。因此，早期由于受到技术上的限制，对于“巴拉萨—萨缪尔森效应”的检验多是采用静态方法进行的。即利用横截面数据，通过分析给定时间点上的不同国家的人均收入和相对价格分布形态来进行检验。巴拉萨教授本人1964年的研究就是利用12个国家的横截面数据完成了对“巴拉萨—萨缪尔森效应”的初步检验。

进入20世纪80年代，随着计量经济学的发展，对于“巴拉萨—萨缪尔森效应”的检验也逐步由静态转为动态，通过利用时间序列分析方法对一国实际汇率的长期变动趋势进行研究。贺希赫（Hsieh, 1982）通过分析1954~1976年期间的日本、德国和美国的数据发现，“巴拉萨—萨缪尔森效应”对于该期间内三个国家

的实际汇率走势具有解释力。马斯顿 (Marston, 1987) 对 1973 ~ 1983 年期间的日元与美元的研究也支持了“巴拉萨—萨缪尔森效应”。埃迪森与科洛万 (Edison & Klován, 1987) 检验了 1874 ~ 1971 年间英镑对挪威克朗实际汇率的长期变动趋势。他们发现在这样较长的样本期内, 英国与挪威的生产率增长差距确实影响两国货币的实际汇率走势。阿西和门多扎 (Asea & Mendoza, 1994) 运用 1975 ~ 1985 年期间 14 个 OECD 国家的数据检验发现, 在一个国家内, 贸易与非贸易部门之间的生产率增长差距对非贸易品相对价格变动的解释力相当强。随着新兴市场国家的高速发展, 使得其后关于“巴拉萨—萨缪尔森效应”假说的研究也集中在经济高速增长最为突出的国家。如奇恩 (Chinn, 1997) 对印度尼西亚、韩国、马来西亚和菲律宾四个国家的实际汇率进行了检验。他发现, 从长期看, 亚洲国家的经济增长与实际汇率长期变动趋势之间存在“巴拉萨—萨缪尔森效应”所预测的关系。

2. 实际汇率变动的需求冲击。

相对于供给角度, 学术界对于政府支出影响实际汇率变动的研究可以分为两类: 第一类是以静态模型为基础的研究, 如格利高里欧等 (De Gregorio, Giovannini & Wolf, 1994) 运用静态分析方法, 构建了政府支出对实际汇率影响的静态均衡模型。他们在两部门商品划分的基础上进一步将一国可贸易商品区分为进口品和出口品两类, 同时假设出口品生产全部由于国外消费, 国内消费仅由进口品和不可贸易品组成, 其中进口品价格由国际市场决定, 因此他们认为政府支出仅影响非贸易品价格。而且政府支出对于实际汇率水平的影响主要表现在短期上, 没有长期影响。第二类是以动态模型为基础的研究, 如派纳迪 (Penati, 1987) 在跨期货币模型基础上分析政府支出、经常项目与实际汇率之间的关系时指出, 当政府永久性地增加对贸易品的支出时, 贸易品与非贸易品的相对价格上升, 在完全的挤出效应作用下, 经常项目出现盈余; 而当政府增加对非贸易品的支出时, 实际汇率将立即上升, 经常项目出现赤字。弗洛

特和罗格夫 (Froot & Rogoff, 1991)、奇恩和约翰斯顿 (Chinn & Johnston, 1996) 通过建立一个跨期的、新古典主义分析框架进行研究发现, 在资源要素流动受到限制的条件下, 当政府永久性增加对于不可贸易品的需求时, 其作用结果类似于供给冲击, 会在不影响经常项目余额的同时导致实际汇率的永久性升值, 即政府支出对实际汇率水平的变动具有明显的实证上的影响。进一步的, 弗兰克和瑞兹 (Frenkel & Razin, 1996) 通过将政府支出影响实际汇率变动的途径区分为资源退出渠道与消费倾斜渠道, 系统地论证了政府支出影响实际汇率变动之间的作用机制。他们指出, 政府支出影响实际汇率变动过程是资源退出渠道与消费倾斜渠道综合作用的结果。通过资源退出渠道, 政府对于可贸易品与不可贸易品支出比例的改变会引起一国实际汇率的变动。具体来讲, 在可贸易品购买力平价成立、政府支出总规模固定等假设前提下, 如果一国政府增加对于不可贸易品的需求, 会引起该国不可贸易品价格的上升 (不可贸易品的均衡价格由国内供求决定), 因此在可贸易品价格国际确定的条件下, 会导致该国总体价格水平的上升, 从而引起该国实际汇率升值。而同时由于消费倾向渠道的存在, 使得政府支出与私人部门消费间的替代或互补关系也会通过消费倾斜渠道进一步影响该国实际汇率的变动。弗兰克和瑞兹 (1996) 的研究, 为学者进一步研究实际汇率决定问题提供了良好的理论基础, 但由于他们在分析过程中, 对于实际汇率的界定所采用的是内部实际汇率, 这种分析在一定程度上降低了其模型的实用性。因为, 由于内部实际汇率的测算需要考虑的指标相对于外部实际汇率而言更为细致和严密, 这使得在目前的技术条件下, 测算内部实际汇率的实际操作难度极大, 且实用性不强。巴尔沃斯和伯格斯特德 (Balvers & Bergstrand, 2002) 在扩展了弗兰克和瑞兹 (1996) 模型的基础上, 建立了一个两国代表性消费者行为的模型, 并且引入外部实际汇率考察了政府支出如何引起购买力平价的结构性偏离进而导致实际汇率水平的变动。

3. 实际汇率变动的货币冲击。

按照研究时所依据理论基础的不同,我们将学术界对于货币冲击影响实际汇率变动的研究分成以下两类:第一类是以购买力平价成立为理论基础的研究。通常认为,实际汇率反映了考虑价格变动因素后对于购买力平价偏离程度。第二次世界大战到70年代末,有关货币冲击影响实际汇率变动的研究大多是以长期购买力平价成立为基础进行的。但其后学者们经过实证研究发现,在现实经济中,购买力平价在长期内并不能成立。为了解决这一难题,以多恩布什(Dornbush, 1976)为代表的学者提出了“超调模型”,试图通过引入价格粘性来解释短期内购买力平价不能成立的原因。该模型强调:在资本完全自由流动、商品市场存在价格粘性以及对未来预期一致性的假设条件下,由于商品市场与资产市场的调整速度不同,商品市场上的价格具有粘性的特点,使得购买力平价在短期内不能成立。货币供给的一次性增加,会造成本国利率的下降,本币汇率的贬值超过长期均衡水平。但从长期来看,国内价格水平的逐渐上升会增加货币需求,从而造成利率的逐步上升,使得本币汇率逐步升值。因此,经济存在着由短期均衡向长期均衡过渡的过程。在“超调模型”中,由于受到货币供给和利率平价的影响,汇率的超调使得购买力平价在短期内不能成立,名义汇率与实际汇率会同时出现变动,但从长期来看,伴随着价格与利率水平的调整,实际汇率水平会重新回归到均衡状态。可以说,“超调模型”在某种程度上为我们理解实际汇率的变动开辟了崭新的理论途径,使得对于货币冲击影响实际汇率变动的研究仍可以基于购买力平价基础上进行。

进入20世纪80年代以来,学术界并不满足于“超调模型”的理论框架,进一步深化了对于货币冲击影响实际汇率变动的研究。如斯托克曼(Stockman, 1987)就“价格刚性”对于实际汇率变动的解释力提出了自己的质疑,他认为布雷顿森林体系瓦解以来,美元实际汇率的变动原因并不是“价格刚性”的存在,而是

由于一些持久的真实冲击（如生产率、政府支出的变动）引起的。进一步的，米斯和罗格夫（Meese & Rogoff, 1988）通过研究指出：“……没有证据可以证明价格刚性与货币冲击是解释实际汇率变动的主要原因，实际利率变动与实际汇率变动的高度相关性在我们的研究中并未得以发现……”。针对这种研究结果，一些学者试图从不同的角度出发来论证货币冲击影响实际汇率变动的有效性的存在，由此而逐渐形成了关于货币冲击影响实际汇率变动第二类研究。这一类研究是以蒙代尔—弗莱明模型（Mundell—Fleming model）为理论基础进行的。正如我们所知，蒙代尔—弗莱明模型是在继承 IS—LM 模型基础上通过引入国际收支平衡线（BP 线）发展而成的。该模型成立的一个重要假设就是即使在长期内购买力平价也不成立（科普兰，2002）。事实上，尽管蒙代尔—弗莱明模型经过几十年来的发展不断改进和放松了许多假设条件，但这一个条件却始终不曾改变。第二类研究的另一特点就是在技术方法上多采用结构性向量自回归的方法（Structural Vector Auto-Regression, SVAR）。结构向量自回归模型（简称 SVAR）首先由布兰查德和瓦特（Blanchard and Quah）于 1989 年提出，他们通过对一般向量自回归模型（VAR）施加基于经济理论的长期限制性条件，从而减少了模型的待估参数，并识别出经济中的总需求冲击和总供给冲击。此后，人们对 SVAR 进行了深入的研究，并广泛用于分析真实冲击和货币冲击的传导机制。这种方法的主要优点是在不明确变量确定结构关系的情况下，通过适当地附加约束来进行转化，最终达到研究变量主要变化特征的目的。通过对实际汇率的 VAR 模型进行识别，学者们可以从中分解出导致其变动的不同冲击，并根据冲击的重要性找出引起实际汇率变动的主要原因。其中，包括克拉利达和盖利（Clarida & Gali, 1994），爱岑鲍和埃文斯（Eichenbaum & Evans, 1995）等的相关研究结果均不同程度地得出货币冲击作为名义冲击对于实际汇率变动的解释力不重要的结论，从而更加突出了生产率的增长、财政政策等实际冲击影响实际汇率变动的重要

性。如克拉利达和盖利（1994）研究美元兑几种货币的实际汇率变动发现，货币供应量的增加对于美元兑英镑实际汇率变动的解释力仅为2.8%，而兑加拿大元的这一指标数值则更小。而另外，包括罗格斯（Rogers，1998），李和奇恩（Lee & Chinn，1998）等在内的学者经研究发现，货币冲击（在不同的时期内）对于实际汇率变动具有一定的解释力。如罗格斯（1998）通过考察近百年的英镑兑美元实际汇率变动数据后指出，相对于真实冲击对于实际汇率变动具有4%~26%的解释力而言，货币冲击对于实际汇率变动的解释力高达19%~60%。

（二）均衡实际汇率的决定

纳斯基（Nurkse，1945）将均衡实际汇率定义为在国际收支平衡和充分就业同时实现时，即经济同处内外均衡状态下的实际汇率。均衡实际汇率理论的核心是研究基本经济因素变化对均衡实际汇率的影响，并利用它们之间存在着的系统联系来估计均衡实际汇率。均衡实际汇率理论的丰富与完善和计量经济学的发展是密切相关的。早期的均衡实际汇率理论，只是从理论上定性地说明均衡实际汇率的概念和意义，并没有形成一套完整的理论体系。直到20世纪80年代以后，由于时间序列和协整等现代计量经济技术的产生，才使均衡实际汇率理论得到了真正的发展。在均衡实际汇率的诸多理论模型中，以下四种最具有代表性，它们被广泛用于研究发达国家和发展中国家的均衡实际汇率问题的过程中。具体包括：购买力平价理论（PPP）、基本要素均衡汇率理论（FEER）、行为均衡汇率理论（BEER）和自然均衡汇率理论（NATREX）。

1. 购买力平价理论（PPP）。

作为汇率理论中最具影响力的理论，学术界对于购买力平价理论的探讨与争论从未停止过。经济学家们常常利用购买力平价来作为测算均衡实际汇率以及汇率失调程度的理论依据。它的基本思路是：如果实际汇率为平稳的时间序列，那么就认为相对购买力