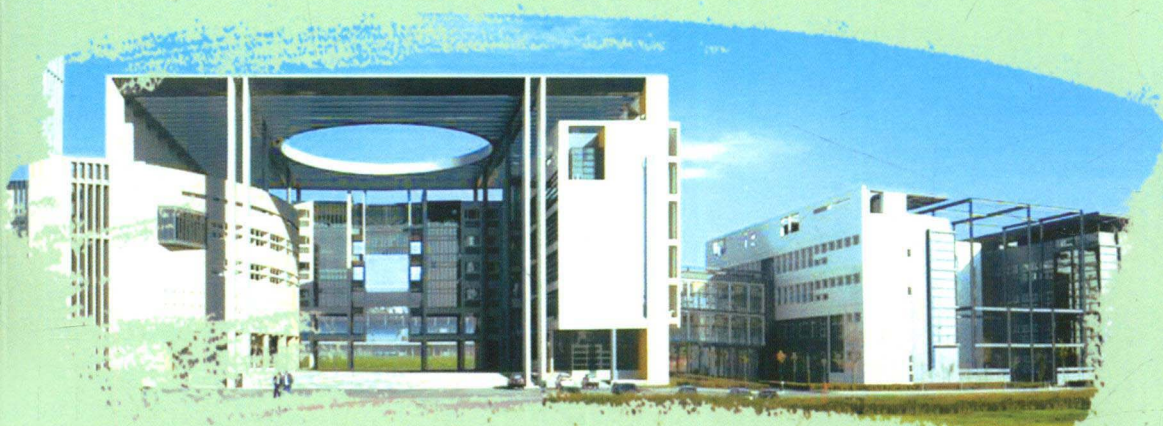


教育部人文社会科学研究青年基金项目 (11YJC790097)

开放条件下 人民币汇率 动态研究

Research on the Exchange Rate Dynamics of RMB
in Financial Openness Process

林楠 著



 中国金融出版社

教育部人文社会科学研究青年基金项目 (11YJC790097)

开放条件下人民币 汇率动态研究

Research on the Exchange Rate
Dynamics of RMB in Financial Openness Process

林楠 著



中国金融出版社

责任编辑：赵天朗

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

开放条件下人民币汇率动态研究（Kaifang Tiaojianxia Renminbi Huilü Dongtai Yanjiu）/林楠著. —北京：中国金融出版社，2012. 4
ISBN 978 - 7 - 5049 - 6156 - 3

I. ①开… II. ①林… III. ①人民币汇率—研究 IV. ①F832. 63

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 223526 号

出版 **中国金融出版社**

发行

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 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 13.75

字数 262 千

版次 2012 年 4 月第 1 版

印次 2012 年 4 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6156 - 3/F. 5716

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

国家社科基金重大项目 (11&ZD017)

——人民币国际化进程中我国货币政策与汇率政策协调研究
教育部人文社会科学研究青年基金项目 (11YJC790097)

——篮子平价区间爬行视角下人民币最优汇率动态定标研究
国家自然科学基金项目 (70873087、71173151)

中国社会科学院金融研究所博士后流动站科研项目

前 言

人民币汇率动态问题是开放条件下经济赶超货币崛起进程中，有管理浮动的汇率变化作为开放经济货币稳定机制动态调整的体现。伴随着人民币国际化进程的逐步推进，人民币汇率动态研究越发重要。如何促进金融开放进程中货币供求均衡与宏观经济总供求相适应以形成相合意的名义汇率（基准），在国内外实体经济与虚拟经济失衡偏差对比下加快汇率失调校准复归，对货币非均衡条件下进行积极的冲击响应，避免在金融开放进程中汇率波动产生重大冲击，为中国经济寻找新的国际增长引擎创造更为有效的汇率动态机制，具有重要的战略意义，也是当前最需要“攻坚”的重大课题之一。

汇率动态研究的先驱首推多恩布什（Dornbusch）的汇率超调模型。在充分就业、资本自由流动的假定下，汇率超调模型得出在经济系统中，物价随商品市场超额需求状况缓慢调整，汇率则随资本流量的变化引发名义汇率和真实汇率出现高于它们长期均衡水平的短期内的超调的结论。经典的汇率超调模型出现以后，诸多学者从不同角度对汇率超调模型加以改进和扩展。特别是 Obstfeld 和 Rogoff（1994）的“再论汇率动态”（Exchange Rate Dynamics Redux）成为新开放经济宏观经济学（NOEM）下汇率动态分析的新工作母机。基于经典理论的梳理，采用系统、动态和可持续的研究思路，本书以“开放条件下人民币汇率动态”为选题，采取逐层推进方式扩展汇率动态机制概念的内涵与外延。内容上既囊括纯理论研究（例如对人民币汇率合理水平以及其与相关变量的动态变化进行抽象解释），又包括开放条件下人民币汇率动态与货币调控以及促进人民币国际化进程的对策研究，目的是为货币当局提供可供选择的政策空间。通过对开放条件下货币政策体系中的人民币汇率动态机制、金融开放进程中的货币非均衡、外汇储备非均衡、利率市场化、货币调控与通胀管理、宏观金融杠杆管理等分析，研究上述各分析

要素之间的相互关系，从而揭示名义汇率（及实际汇率）自身的动态变化规律，并提供由它们联合形成的关于汇率战略的决策，为我国中央银行建立以间接调控工具为基础的政策体系，为中国未来经济增长创建一个有利的和可控的汇率动态机制，以及为中国汇率动态的管理提供建议。

本书研究表明：第一，有管理浮动汇率制有助于实现经济系统向内外均衡理想状态靠拢，适当推行资本账户管制放松政策符合市场经济改革的要求。维持汇率稳定的外汇市场干预政策会导致外汇储备非均衡，并使经济系统远离均衡。运用协整分析与向量自回归模型，本书实证考察了货币及外汇储备非均衡下人民币名义汇率动态。通过理论与实证研究，发现人民币名义汇率与利率之间存在交替互动关系，表现为两者各自做出“盘整—上升—盘整—下降—盘整”的反应，并且当一方存在明显的上升或下降趋势时另一方处于调整状态。进而指出应充分尊重市场力量的自发作用，建立利率政策与汇率政策协调机制，促进宏观经济向内外均衡靠拢。第二，基于人民币汇率动态与货币调控“一国”模型，进行开放进程中汇率动态及货币调控综合分析，研究表明：如果宽松货币政策退一步到位，人民币名义汇率将面临进一步的升值压力；如果资本账户迅速开放，则可能面临贬值压力。在协整分析基础上，纳入促进宏观经济运行的均衡货币因素，通过建立指示器指标之间最小二乘线性回归关系，反解出均衡水平下的合意名义汇率，并进行汇率失调分析，实证研究表明，近期人民币对美元的名义汇率已经升值过度，向量自回归和误差修正模型进一步印证存在汇率超调迟滞，并显示出我国在外汇管理和货币政策操作工具调控方面基本有效。第三，以汇率超调模型及其拓展为基础，突出虚拟经济与实体经济双轮驱动及其与宏观经济总供给和总需求的关联运行，在货币供需分析中引入可交易金融资产，尝试构建新框架，进而拓展汇率动态及其相关的政策空间。基于纳入虚拟经济的人民币汇率动态“两国”模型分析，以2000年至2009年中美季度数据对所建立的联立方程模型进行系统估计，实证结果表明，人民币名义有效汇率不存在严重的汇率失调，中美货币联动下，中国成为了经济调整更多的分担者，在承担

经济调整责任的同时应审慎考虑自身所付出的代价。

2011 年我博士毕业并有幸进入中国社会科学院金融研究所博士后流动站开展博士后研究工作，在此要特别感谢我的两位恩师王爱俭教授和王国刚研究员。本书作为我对于汇率问题思考的阶段性总结，也是我主持的教育部人文社会科学研究青年基金项目（11YJC790097），参与的国家社科基金重大项目（11&ZD017），国家自然科学基金项目（70873087 和 71173151）以及博士后流动站科研项目的研究成果之一。由于学识水平有限，书中难免有错误和疏漏之处，恳请各位读者批评指正。

林楠

2011 年 9 月 26 日

目 录

第一章 开放条件下人民币汇率动态的研究背景	1
一、研究背景与意义	2
二、相关概念的界定	9
三、研究内容结构、方法与创新	15
第二章 文献综述	22
一、国外相关研究概览	22
二、国内相关研究概览	32
三、国内外文献评述	40
第三章 汇率动态与开放经济货币均衡的分析框架	44
一、人民币国际化进程中汇率动态分析	44
二、金融稳定约束下货币非均衡与人民币汇率动态	50
三、外汇储备非均衡与人民币汇率动态	54
四、相关分析工具	61
第四章 开放经济货币非均衡下人民币汇率动态的经验分析	65
一、人民币汇率动态的经验分析	65
二、人民币汇率制度现状与问题	69
三、外汇储备非均衡下人民币汇率动态的实证研究	74
第五章 固定汇率制下的汇率理论体系	82
一、内外均衡理论概述	82
二、蒙代尔—弗莱明模型	88

三、蒙代尔—弗莱明模型的拓展	93
第六章 浮动汇率制下的汇率理论体系	102
一、汇率决定的资产市场说模型概述	102
二、弹性价格的货币模型	104
三、粘性价格的汇率决定货币模型	108
四、汇率决定的资产组合平衡模型	116
五、均衡汇率理论与汇率、利率联动分析	124
六、多恩布什汇率超调与新开放经济宏观经济学模型	130
七、对相关其他汇率理论的概述	141
第七章 开放条件下人民币汇率动态与货币调控	145
一、引言与文献概览	145
二、理论模型	147
三、实证研究	155
四、结论与政策建议	162
第八章 纳入虚拟经济人民币汇率动态“两国” 模型：理论与实证	164
一、基于汇率超调模型和虚拟经济视角汇率动态理论模型拓展	165
二、实证研究	170
三、结论与政策含义	177
第九章 人民币汇率机制改革下中国汇率策略选择	179
一、人民币汇率形成机制探究	179
二、开放条件下汇率动态管理策略框架	184
三、开放条件下人民币汇率动态管理的对策建议	192
参考文献	198

第一章 开放条件下人民币 汇率动态的研究背景

经过改革开放 30 多年的不懈努力，中国经济已进入制度和绩效双重转轨的崭新时期。人民币汇率作为开放条件下赶超发展的重要杠杆，广泛而深刻地影响着中国经济，并将在未来继续撬动世界经济向新格局方向不断迈进。伴随着中国经济在国际舞台上的作用不断增强，国内外各界对人民币汇率问题普遍给予极大热情和广泛关注，人民币国际化也迎来前所未有的广阔前景。2010 年以来，人民币升值压力再次加大。如何做好准备，加快人民币汇率从过去盯住美元到参考“一篮子货币”进行调节，形成趋向合意的均衡汇率并促进经济内涵式发展的汇率机制，具有重要的战略意义。

“十一五”期间是我国综合国力显著增强并快速崛起的五年。中国国民经济总量接连超越德国和日本，成为全球第二大经济体；实际增速超过同期世界平均水平 8 个百分点以上，成为改革开放以来平均增速最快、增长最平稳的五年。尽管国民经济总量迅速扩张，但是伴随着多年经济快速发展和政策调整，中国的人口结构、资源条件、技术水平、经济总量占全球的份额发生了重大改变。后金融危机时代，新的经济形势对货币政策的目标体系、政策传导、政策规则（或相机抉择）、调控时滞及效果冲突协调提出新的要求与新的挑战。在全球经济一体化加速融合的过程中，国际资本、资源和跨国资金通过金融、贸易和信息网络快速流转，风险再平衡与再调整后的收益资本化呈现复合虚拟化特征。与此同时，中国经济开放程度也在不断加深，经济总量不断提升，市场化导向日益显著，但人口红利也在逐渐减弱，发展方式亟需转型！

在美国近期量化宽松货币政策的冲击下，人民币对内贬值与对外升值并存问题不断加剧；随着人民币国际化的不断推进，对于在资本自由流动、汇率稳定和保持货币政策独立性三个目标中，一国只能同时实现两个目标而不得不放弃第三者这一“三元悖论”问题，如何进一步增强中国货币政策有效性并在恰当时机进行汇率自由浮动抉择进而最终实现人民币完全可自由兑换，将成为“十二五”以及未来战略机遇期内中国涉外金融的重中之重。内外环境的变化使“开放与自主”、“效率与稳定”、“全局与局部”等平衡理念与协调技术成为开放经济中中国货币调控的政策诉求。开放条件下的货币调控，货币政策居于主导，汇率政策调控为辅，但是其与货币政策的协调在中国经济增长和人民币国

际化进程中越发重要：没有恰当的货币流通，中国的可持续发展将缺乏“动力”；没有合理的货币利率，中国的可持续发展将缺乏“活力”；没有适宜的货币汇率，人民币国际化将缺乏“张力”！

一、研究背景与意义

随着全球经济在国际金融危机后开始复苏，美国等发达国家贸易保护主义有所升级，经济全球化凸显出金融核心的作用与影响。随着金融国际化进程中货币竞争的激烈尖锐，金融核心又突出表现为开放经济的汇率较量。

（一）选题背景

后危机时代中国加快经济发展方式转变的步伐，人民币国际化成为我国经济中长期发展的必由之路。在贸易进程方面，双边货币互换协议和跨境贸易结算不断推进；在金融领域，一定规模的离岸人民币市场已初步形成，进一步开拓人民币持有者的投资渠道成为人民币国际化的迫切需要。在国际货币基金组织（IMF）划分的43个资本交易项目中，目前我国已有12个项目完全可兑换，有16个项目部分开放，最核心的借用外债、跨境证券投资、中资机构对外贷款和直接投资等项下，仍然实行资本账户管制。^①在人民币国际化进程中，“以市场供求为基础”的汇率形成正在落到实处，在推进货币政策调控、宏微观审慎管理政策有效组合的同时，如何审慎放开资本账户管制，创建更为有利和可控的汇率机制，不但是当前极为重要的经济问题和紧迫的政治问题，同时也是全球化、金融危机与全球经济失衡下国家博弈自我警醒与战略抉择的重要体现。

（1）后美元时代初现端倪，来自外部的人民币升值压力不断提升；从战略层面尽快摆脱美元陷阱，运用人民币抵消外部束缚已迫在眉睫。在美元为主导的全球化时代，美国长期的高消费、低储蓄、低利率和美元环流，使其完全占据主动，而其对手却深陷“美元陷阱”、进退两难。国际金融危机凸显国际金融市场体系的弊端，后美元时代的国际货币体系多元化发展已成共识。目前美元的国际地位虽然略有下降，但美元霸权与美国霸权仍可谓“相得益彰”。危机时期，资金避险需求使美元成为安全的避风港，足见其信任基础仍较为牢固；作为美国战略的一部分，美元汇率不但没有因为金融危机的深化和扩展而走低，反而呈现上扬势头。美元汇率动态所折射出的美国对于国家利益和企业利润的维护堪称典范，美元的双重身份（主权货币和国际货币）不容忽视。

对于人民币汇率，美国自2003年9月原财政部长斯诺访华以来就曾频频施

^① 《人民币国际化迈向资本开放阶段》，载《中国证券报》，2010-09-01。

压,中美一直就人民币汇率展开角力。2011年1月胡锦涛主席访美与奥巴马会晤后,近期在该问题上最严重的分歧或许会消退。但关于人民币问题的高度关注肯定还会持续下去,并可能在美国政府和国会议员认定中国在人民币升值问题上动作“过慢”而重新爆发(路透社,2011)^①。与此同时,欧洲、日本以及国际货币基金组织等纷纷要求人民币采取更为灵活的汇率制度。面对发达国家和部分新兴市场经济体(印度、巴西等)对中国汇率政策以及人民币汇率的频频微词,2009年12月27日,温家宝总理在北京接受新华社记者独家专访时,表示人民币不会在外界压力下升值。2010年11月,胡锦涛总书记在接受外电采访时指出我国将按照主动性、可控性、渐进性的原则,完善有管理的浮动汇率制度,更大程度发挥市场供求作用,增强人民币汇率弹性,保持其在合理均衡水平上的基本稳定。

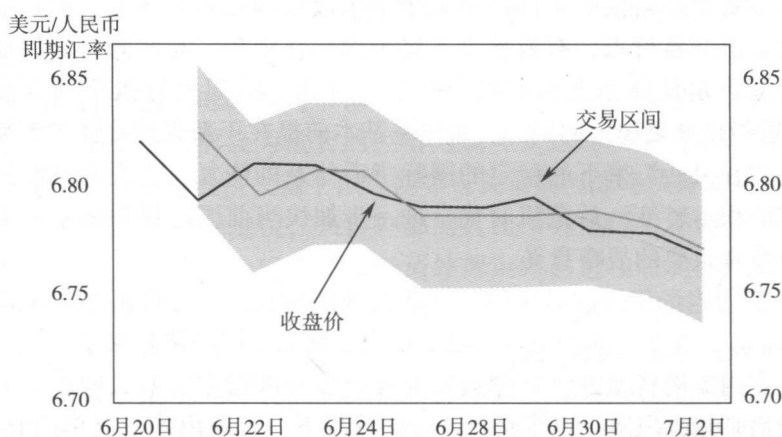
国际金融危机凸显国际货币体系弊端,美元本位和汇率浮动下,美元倾销既无约束又无清偿保障,量化宽松进一步埋下美元贬值和通胀隐患。新兴市场经济体饱受热钱流入压力,外汇储备大国资产安全受到严重威胁。如何抵消美元的束缚,从战略层面尽快摆脱美元陷阱,构建债权国和债务国有效、对称责任框架之下的国际支付体系管理新规则已迫在眉睫!尽管美元本位因全球金融危机受到质疑,但是美元主导的世界货币格局在未来可能不会出现根本性变革。中国的国际货币战略核心也许并不在于谋求改变国际货币体系,而是如何基于自身需要提出利益诉求,有效推进人民币国际化进程,与此同时,保证国内金融体系和资产定价体系在长期内免受重大冲击。欧洲央行执行理事会斯塔克(2011)曾指出恢复稳定的国际货币体系基本前提在于新兴经济体的汇率更加灵活,而建立在灵活汇率下的稳定的国际货币体系的恢复又需要全球经济的经济思维方式的根本转变。后危机时代,进一步加快当前国际货币体系的治理结构改革具有非常重要的战略意义。

(2) 货币当局积极应对国际金融危机外部挑战,人民币汇率政策适时重归“有管理浮动”常态。本次国际金融危机给全球和中国经济带来了较大困难和不确定性,在内需消费型经济机制远没有形成而外部需求突然大幅萎缩时,中国经济当时面临较大风险。也正是在这样的背景下,人民币才一反单边升值走势,结束了为期三年的人民币兑美元有管理浮动单边升值,人民币汇率波动幅度适当收窄,并再次与美元挂钩。从2008年9月全球金融危机爆发到2009年3月全球经济和金融开始企稳,通过人民币与新兴市场经济体的汇率动态比较,不难发现实际上人民币是最坚挺的新兴市场货币——人民币是全球金融危机爆发后唯一没有对美元贬值的新兴市场货币。这也就不难理解为何自2009年3月以来,

^① 《巨大挑战亟待克服》,载《参考消息》,2011-02-03。

许多新兴市场经济体的货币对美元都有较大幅度的升值，而唯独人民币是为数不多的未升值的新兴市场经济体货币之一。

根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，2010年6月19日，中国人民银行进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。相对于汇率制度（或汇率安排），即一种静态的、框架性的具体规定而言，汇率形成机制更多体现的是一个“动态原理”及其作用过程。本次汇改，人民币汇率并不进行一次性重估调整，而是第一，重在坚持以市场供求为基础（主要是让汇率双向波动，充分发挥汇率的价格信号作用和汇率价格杠杆的资源配置作用）；第二，参考“一篮子货币”进行调节（主要是稳定人民币对外贸易综合出口竞争力，不片面关注人民币与某个单一货币（如美元）的双边汇率，而是关注有效汇率）；第三，继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节（根据经常项目主要是贸易平衡状况动态调节汇率浮动）（胡晓炼，2010）。在这一制度下，人民币对美元即期汇率一天内可以在中间价（由开盘前主要做市商报价经截取的加权平均值来确定，由中国外汇交易中心宣布）0.5%的幅度内波动，中间价本身的日波动幅度不曾超过0.5%。如图1.1所示（横轴为时间，纵轴为人民币对美元即期汇率），此次汇改后的三周内人民币对美元名义双边汇率已升值0.75%。



资料来源：国际货币基金组织2010年第四条磋商工作人员报告。

图1.1 2010年6月19日人民币汇率改革后三周内人民币对美元即期汇率动态

(3) 2006年年底至今人民币对内贬值和对外升值压力并存；开放条件下宏观金融稳定任务日趋繁重，货币调控依然面临严峻形势。如何协调好汇率目标与货币目标，从而“管好货币、稳定币值”，已成为影响货币政策调控执行效力的关键所在。2006年12月至2008年7月以及2010年6月至2010年10月，中

国CPI均持续高于美国CPI,而人民币对美元名义汇率持续升值。人民币对内贬值对外升值导致:实际汇率升值速度加快,本国出口产品的价格竞争力弱化;中央银行冲销干预的压力增大;伴随资产价格上涨,投机资本不断流入;实际汇率加速升值与实际利率为负并存,加剧了宏观经济内外失衡。从内部看,中国经济长期的快速增长使得周期性风险潜在积累、产能过剩、信贷增长较快、资产价格高企等都对币值稳定形成较大冲击。从外部看,新一轮汇改启动后,在人民币实际汇率向均衡汇率趋近的过程中,美国量化宽松货币政策与国内稳健货币政策形成对比,输入性通胀压力推高国内通胀水平。

当下宏观经济领域,中国的最大问题在于资产价格和通货膨胀压力,如何协调好汇率目标与货币目标,从而“管好货币、稳定币值”成为影响货币政策调控执行效力的关键所在。汇率政策成为开放条件下货币政策的重要组成部分,能否通过调整汇率政策来配合当前的货币政策目标是一个重要问题。由于我国开放条件下货币政策利率汇率政策不协调,利率汇率政策刺激资金流入,利率汇率和回报率三因素相互作用,吸引境外资金持续大规模净流入。在此情况下货币政策“自我游戏,自我循环”,即提高利率和汇率渐进升值(预期)→资金大量净流入并结汇出售给中央银行→外汇储备增加→基础货币投放→外汇占款增加→流动性过剩→通货膨胀(压力或预期)→提高存款准备金率、提高利率、汇率渐进升值→资金大量净流入(许云、陈炳才,2011)。在此过程中,如何打破人民币汇率动态调整过程中的升值惯性及升值预期自我实现循环,思考如何稳步推进我国货币政策与汇率政策相协调正是积极主动地应对货币政策自主性和有效性所受严峻挑战的需要。

首先,从短期来看,外汇占款连续大幅增长可能会使货币调控的灵活性和有效性受到严重制约;从长期来看,外汇占款持续大幅增大使货币调控的主动性和自主性大打折扣,并面临通货膨胀和资产价格上涨的强大压力。其次,从国内经济来看,当前宏观经济出现了证券化率高与间接融资率高并存、资本市场发展吸引国际流动性资本进入、通货膨胀与人民币升值并存、股市与楼市出现“跷跷板”关系、流动性过剩与资金流出并存等新特点。再次,从涉外经济与国际环境来看,随着我国从地域、业务种类及客户对象等各方面对外资银行全面开放,中央银行信贷调控将面临新的不确定因素。全球金融危机导致美国等发达国家消费支出和投资支出的下降,从而导致其国内生产总值的下降,进而可能会带来其进口的减少,从而可能会减少我国对这些国家的出口。此外,全球物价上升压力 and 中美、中欧之间的贸易、汇率摩擦压力也增加了未来中国经济运行的复杂性。

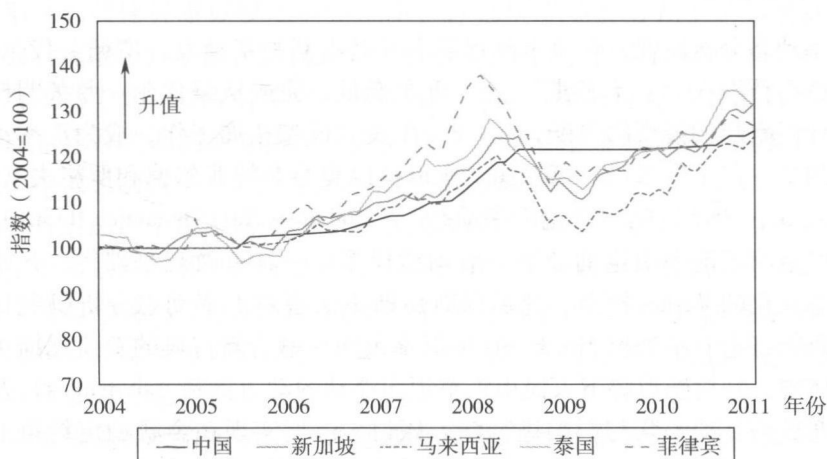
实际上,中国国际收支的持续顺差和外汇储备增长(加剧了国内基础货币和广义货币量增长的压力,损害了国内金融政策的自主权),仍然是人民币汇率

升值预期的直接原因。面对国际舆论压力,思考促进人民币国际化的汇率安排正是积极主动地应对货币政策自主性和有效性所受严峻挑战的需要。由于汇率决定问题十分复杂,各种汇率估值方法又存有缺陷,获得一个“最优”的理论框架或实证方法进而精确测算出汇率的“合理水平”十分困难,加之这一“合理水平”的数值会随时间而改变,要锁定一个具体的汇率目标更是困难。因此,对于决策者而言,最重要的是让经济基本面(特别是市场因素)在汇率机制中发挥更大的作用,让基本面的因素引导汇率接近可持续水平。在此过程中,如何打破人民币汇率动态调整过程中的升值惯性,避免重复2005年至2008年上半年在升值压力下人民币汇率所形成的“实际升值—引发升值预期—进一步推动升值—升值预期强化”的预期自我实现循环,是人民币汇率机制改革的难点所在。

(4) 人民币国际化成为我国经济中长期发展的必由之路。后金融危机时代中国坚定不移走可持续发展道路,加快经济再平衡由出口和投资主导向国内私人消费主导的转变。“十二五”计划明确提出:到2016年将消费占GDP的比例提高到50%,并将社会保障和医疗保险的投入增加一倍。随着过度储蓄的减退,中国的经常项目和贸易盈余会有所下降,并向贸易伙伴展示参与其庞大内需扩张的巨大潜力。中国在承担更多国际责任的同时,加快人民币汇率形成机制改革;在改革国内宏观管理体制和金融制度的同时,积极推进经济结构的调整,人民币国际化成为我国经济中长期发展的必由之路。尽管很多国家承认中国的增长带来好处(包括降低了成本,并促使企业提高生产率),但一些国家仍然认为人民币汇率低估使就业发生转移。多数国家强调人民币更快升值将带来正向溢出效应,一些国家还指出,人民币升值将促进亚洲生产链其他国家的货币升值(见图1.2,IMF(2011))。离岸人民币市场及其产品交易会对我我国汇率形成机制的影响,并且在很大程度上取决于非居民持有人民币多头和空头的相对自由度,适度的资本项目开放可以扩展我国金融市场的广度和深度,使人民币汇率形成的“以市场为基础”真正落到实处,如何设计有效的人民币国际化道路,为中国未来经济增长创建一个有利的和可控的货币、汇率相互协调机制,成为当前极为重要的经济和政治问题。由于中国存在大量的国际收支双顺差和强烈的人民币汇率升值预期,人民币国际化必然出现不对称,这不仅表现在进出口贸易结算上,还体现在资本项目下人民币资产和负债上(即人民币贷款意愿大于人民币借款意愿)。

从实际来看,近期以来人民币汇率升值预期较为强烈,企业大量预收货款,延期付款,以获得人民币汇率升值的好处,2010年登记的外债贸易信贷余额达到2112亿美元,比2007年增加781亿美元;银行大量跨境负债使用外汇资金,2010年达到5860亿美元,并且国内外汇贷款远大于存款,2011年第一季度我

国外汇贷款大于存款的余额达到 2 407 亿美元，比 2010 年末增加 160 亿美元，超额部分高过了存款规模。但是，如果仅基于人民币汇率升值预期和行政推断而缺乏真正的微观基础，人民币国际化将不可持续，中国的当务之急是调整汇率政策实现国际收支平衡，进而实现货币政策由数量调控到价格调控转变（即实现利率自由化），然后推进资本项目自由化，最后才是人民币国际化。



资料来源：国际货币基金组织 2011 年第四条磋商工作人员报告。

图 1.2 区域性货币联动（与美元的双边汇率）

（5）人民币汇率有管理浮动是战略过渡期的必然选择，人民币汇率动态本质上是开放经济货币稳定机制动态调整的体现。对于人民币汇率的焦点，主要是人民币/美元即期汇率，现已转向有效汇率（胡晓炼，2010）。对于人民币/美元汇率的影响因素——有效汇率目标、参考一篮子货币和外汇市场动态，特别是参考一篮子货币力度的增强，意味着人民币/美元汇率的不确定性增加。在国际主要货币汇率波动频繁，人民币实际有效汇率仍将继续升值的背景下，人民币对美元升值在很大程度上反映的是名义有效汇率的升值。选择折中的汇率形成机制——篮子平价区间爬行（BBC）作为战略过渡，有助于中央银行在一定程度上把握本币汇率的升值节奏，并增强货币政策独立性，在避免汇率超调，可控应对外部冲击的同时，改善国内资源配置。有管理浮动汇率制不排除作为推动“市场供求平衡”的重要力量，即中央银行操作对人民币汇率所起到的关键作用。从货币管理角度看，货币需要借助名义驻锚来稳定自身价值，并且开放经济货币政策也需要随着经济变化而进行动态调整。通过对不同汇率形成机制综合评估来看，从现行机制过渡到 BBC 制度，或许是最优选择（张明，2011）。总之，厘清人民币汇率和其他变量之间的协调规律，找出影响其变动的各类冲击的传导渠道和机制，从易变性、持续性和协作性等特征视角来刻画汇

率的波动行为,是人民币汇率动态分析的关键所在。后金融危机时代,人民币汇率未来的动态变化趋势如何?货币调控是否需要把调整汇率失衡作为一个重要的目标?作为中国对外开放的核心宏观经济变量,人民币汇率动态研究成为当前最需要“攻坚”的重大课题之一。

(二) 研究意义

汇率动态分析研究,在秉承凯恩斯主义基本精神基础上,遵循蒙代尔传统,通过多恩布什纳入“汇率预期”这一重要变量,完成从蒙代尔—弗莱明模型到多恩布什汇率超调模型的飞跃,M-F-D及其模型拓展工作,成为汇率动态分析研究的第一代工作母机。第二代工作母机以奥布斯特菲尔德和罗格夫(Obstfeld 和 Rogoff, 1995)的“再论汇率动态”(Exchange Rate Dynamics Redux)为标志,他们给出了汇率决定的动态一般均衡模型——具有微观基础的、开放经济的、动态优化的 Redux 模型,此后新凯恩斯主义者对汇率动态分析研究日益增多。本研究将进一步突出 M-F-D 中汇率预期在融合新古典的新凯恩斯主义分析中的体现,针对新形势下人民币汇率迈向浮动的动力机制(dynamics)及汇率与相关变量的互动关联与影响进行深入探讨,以期实现在金融稳定约束下货币调控币值对内稳定和对外稳定的相互协调。

1. 理论价值

结合我国经济状况和人民币国际地位提升的潜在需求,重新梳理相关理论(购买力平价、巴拉萨—萨缪尔森效应、汇率超调、新开放宏观经济学等),进行相应的创新和拓展。尝试为人民币汇率浮动动态管理提供新的思路及新的理论依据,这有利于揭示人民币逐步走向浮动过程中汇率动态的内在动力机制。

本书主要的理论模型,如汇率动态与货币调控的相机抉择、开放经济货币政策调控模型等,正是课题研究理论价值的核心所在。此外,通过构建分析应对开放经济波动货币政策的数量化模型,可以为我国中央银行建立以间接工具为基础,通过利率和汇率间歇调控的政策体系提供理论指导。

国内学术界多注重人民币汇率形成机制、均衡汇率以及汇率失调对经济的影响。本课题突出“汇率动态”分析,拟进一步建立在经验求解基础上,从实体经济与虚拟经济“二分”视角,进行虚拟经济与实体经济协调发展下开放经济货币能级系统的汇率动态拓展分析。研究有助于完善人民币汇率机制改革的理论基础,具有重要的理论价值。

2. 现实意义

加强开放条件下人民币汇率动态与货币调控研究,有利于使我国金融开放进程可能带来的负面影响降到较低程度。就我国而言,人民币汇率动态调整及其对宏观经济的冲击效应如何,是否会加剧我国宏观经济的动荡?在后金融危