



浙商大·金融学院学术文库

Exchange Rate Pass-through,
Economic Structure and Economic Growth
—Macroeconomic Effects of RMB Appreciation

汇率传递、经济结构 与经济增长

—论人民币升值的宏观经济效应研究

曾利飞◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

Exchange Rate Pass-through、
Economic Structure and Economic Growth
—Macroeconomic Effects of RMB Appreciation

汇率传递、经济结构 与经济增长

—论人民币升值的宏观经济效应研究

曾利飞◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率传递、经济结构与经济增长——论人民币升值的宏观经济效应研究/曾利飞著.

北京:中国经济出版社,2013.12

ISBN 978-7-5136-2715-3

I. 汇… II. ①曾… III. ①人民币汇率—货币升值—宏观经济效应—研究

IV. ①F832.63 ②F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 197127 号

责任编辑 吴航斌 万太平

责任审读 霍宏涛

责任印制 马小宾

封面设计 久品轩

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京科信印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 20.25

字数 324 千字

版次 2013 年 12 月第 1 版

印次 2013 年 12 月第 1 次

书号 ISBN 978-7-5136-2715-3/F · 9583

定价 45.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话:010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话:12390) 服务热线:010-68344225 88386794

第一章 人民币汇改背景以及升值以来的宏观经济表现

第一节 人民币汇改背景	1
第二节 人民币升值改变了什么	6
第三节 关于人民币汇率贬值、升值争论的思考	21
第四节 本书主要内容与研究框架	26

第二章 汇率传递效应研究脉络与人民币汇率传递文献综述

第三章 基于数量竞争模式的汇率传递效应研究

第一节 研究背景	37
第二节 本币升值下的企业行为	40
第三节 企业生产效率的异质性	41
第四节 古诺竞争模型中的汇率传递效应	44
第五节 来自中国汇改以来数据的经验分析	51

第四章 基于价格竞争模式的汇率传递效应研究

第一节 研究背景	59
第二节 开放经济下的局部均衡模型	60
第三节 企业最优定价策略	63
第四节 汇率传递效应	66
第五节 政策启示以及进一步研究方向	71

第五章 全球供应竞争下人民币对美元汇率进出口价格传递效应

——以进口小汽车和出口纺织品为例

第一节 研究背景	75
第二节 理论模型	77
第三节 中国纺织品出口价格传递效应实证检验	79
第四节 中国进口美国小汽车的价格传递效应实证检验	91
第五节 结论及政策建议	99

第六章 人民币汇率与中国贸易收支

——基于弹性分析法

第一节 马歇尔-勒纳条件	103
第二节 马歇尔-勒纳条件拓展	105
第三节 中国进出口商品结构变迁	110
第四节 数值模拟需求价格弹性与供应价格弹性对贸易收支的影响	121
第五节 结论及政策建议	131

第七章 人民币汇率波动的J曲线效应

第一节 人民币汇率与我国贸易收支关系	133
第二节 J曲线效应	136
第三节 贸易收支决定模型与J曲线形成机理	142
第四节 人民币升值的J曲线效应实证分析	144

第八章 市场分割与汇率低估

第一节 消费结构与购买力平价	151
第二节 巴拉萨-萨缪尔森效应的拓展	160
第三节 经验分析：以人民币/美元为例	165

第四节 结论及政策建议	168
-------------------	-----

第九章 南北贸易模式下南方国家贸易条件决定

第一节 南北贸易与贸易条件的变化趋势	171
第二节 南北贸易模型	176
第三节 南方国家贸易条件	182
第四节 中国贸易条件的经验分析	184
第五节 结论及政策建议	189

第十章 汇率波动与经济增长

第一节 经济增长与收入分配研究文献综述	191
第二节 要素收入分配方式与经济增长方式理论模型	193
第三节 经济增长方式转变的汇率机制	206
第四节 中国经济增长的经验分析	210
第五节 结论及政策建议	213

第十一章 人民币升值背景下商业银行的货币错配与 中央银行外汇储备

第一节 商业银行货币错配概念与类型	215
第二节 我国商业银行货币错配的现状	217
第三节 我国商业银行外汇货币错配成因的定性分析	221
第四节 我国银行货币错配成因的定量分析	226
第五节 结论及政策建议	235

第十二章 中央银行货币供应路径异质性与货币乘数

第一节 货币供给过程	237
第二节 货币层次的划分及其划分的原则	239

第三节	货币乘数影响因子分解	242
第四节	中央银行资产结构与公众资产结构	243
第五节	人民币汇率改革前的实证研究	244
第六节	人民币汇率改革后的实证研究	249
第七节	结论及政策建议	256
 第十三章 菲利普斯曲线与中美通货膨胀互动机制		
第一节	国内菲利普斯曲线研究现状	259
第二节	文献综述	260
第三节	扩展的菲利普斯曲线	263
第四节	中美经济数据说明	265
第五节	实证分析	268
第六节	结论及政策建议	274
 第十四章 总 结		
 参考文献		285
重要术语索引表		305
附 录		311
后 记		315

人民币汇改背景以及 升值以来的宏观经济表现

汇率的本质是两国货币所具有的或所代表的价值交换比例，其本身也是一种价格。汇率所具有的价格转换功能使得各国物价具有可比性，商品的相对价格也因汇率的改变而相应变化，从而影响到对外贸易、就业、利率和对外直接投资等等，进一步影响到经济增长和一国的物价水平。因此，人民币升值曾经被赋予了太多的使命：解决外部经济失衡、降低国内通货膨胀、促进经济结构转型等。2005年“汇改”至今已近8年，人民币升值是否真的实现了这些使命呢？

第一节 人民币汇改背景

1992年邓小平“南巡”之后，中国彻底从姓“资”还是姓“社”的纠结中走了出来^①，实行对外开放政策，大力引进外商直接投资，极大地解放了生产力。人民币汇率作为联系国内外经济的“桥梁”，也开始受到人们的关注。

1997年东南亚金融危机爆发，人们对人民币汇率应该贬值与否展开激

^① 邓小平当时有句名言：“不管白猫还是黑猫，抓到老鼠的就是好猫。”

烈争论。当世人以为人民币肯定会贬值的时候，中国政府本着高度负责的态度，多次承诺人民币不贬值，并收窄人民币对美元汇率的浮动区间，并采取扩大内需，刺激经济增长的措施，成功应对东南亚金融危机的挑战。事后看来，在东南亚金融危机时刻维持人民币币值稳定，不仅树立了中国负责任的大国形象，而且增强人民币信誉，避免了可能发生的新一轮东南亚货币竞争性贬值和进一步的金融危机，既维护了东南亚的经济秩序，又为维持外商直接投资的稳定、以及后来吸引外商直接投资继续源源不断流入、促进中国与国外的贸易往来，做出了巨大的贡献。

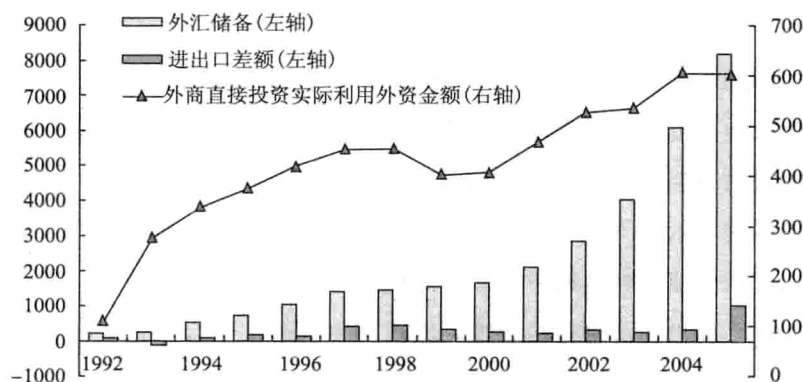


图 1-1 中国 1992~2005 年外汇储备 (左轴) 净出口与 FDI 实际利用额 (右轴) ①

从图 1-1 中数据看，1992 年我国外商直接投资实际利用额为 110.08 亿美元，是 1991 年的 2.52 倍，到 1996 年上升到 417.26 亿美元。受东南亚金融危机影响，1997~1998 年增幅下降，1999 年实际利用额下降，2000 年后外商直接投资又出现持续攀升趋势，至 2004 年达到 606.3 亿美元。外商直接投资带来的先进的资本和技术与中国无限供应的劳动力资源相结合，形成了巨大的产能，而世界为急剧扩张的生产能力提供了巨大的需求市场。中国的贸易顺差从 1994 年一直持续到现在，净出口拉动经济快速增

① 数据无特别说明，都来自于 wind 资讯数据库。

长，FDI 在中国的丰厚利润进一步吸引外资加速流入，形成中国国际收支的双顺差现象。在强制结售汇制度下，双顺差最终转化为中央银行外汇储备加速增长。中国外汇储备从 1992 年的 194 亿美元增长到 1996 年的 1050 亿美元，扩大到 1992 年的 5.4 倍，这为中国政府成功应对 1997 年东南亚金融危机提供了条件。

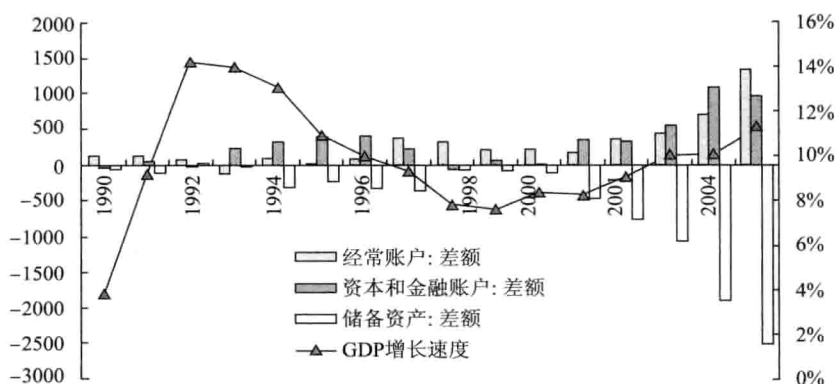


图 1-2 中国 1982 ~ 2005 年国际收支平衡表与经济增长率

2001 年中国加入 WTO，贸易自由化迎来了中国加工贸易的春天。经常项目和金融项目的双顺差规模持续扩大，导致储备资产增量（差额）呈现快速增长趋势。（如图 1-2）由于外汇储备是存量概念，不断累积的储备资产导致外汇储备飞速上升。2005 年底外汇储备再从 1996 年的 1050 亿美元增长到 8818.32 亿美元，增长了 7.8 倍。如果说 1994 年贸易顺差 54 亿美元的规模微不足道，2005 年达到 1020 亿美元，是 2004 年的 3.17 倍，就不得不引起重视了，因为它直接冲击中央银行的资产规模和资产结构，从而影响中国货币投放路径。

东南亚金融危机之后，持续快速增长的外汇储备，渐渐成了中央银行不能承受的负担。外汇占款导致基础货币投放路径发生了根本性的改变。从图 1-3 中可以清楚地看出，中国人民银行的资产结构发生了巨大的变化，对国外资产占央行总资产的比重从 1997 年年底的 42.91% 上升到 2005

年5月达到62.57%，而对存款性金融机构债权占比持续下降，从1997年年底的46.57%下降到2005年6月不足10%，仅为9.9%。在固定汇率制度下，中央银行外汇储备数量取决于外汇市场外汇的供求关系，这意味着货币供应量成为中央银行难以控制的内生变量。

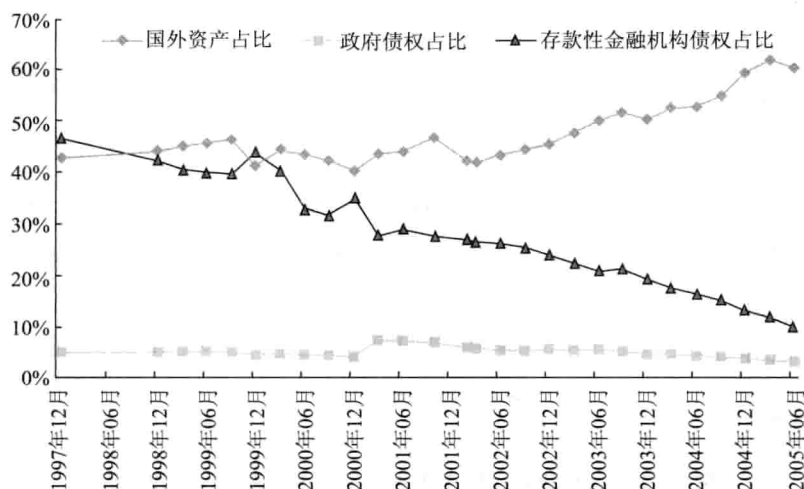


图 1-3 中国人民银行资产结构变迁

2003年开始，全球经济强劲复苏，中国通货膨胀开始上升。为了控制通货膨胀，中央银行开始对冲由外汇占款导致货币供应被动扩张。图1-4数据显示，中国中国人民银行相继采用了发行央票、提高法定存款准备金率和严格控制商业银行信贷规模等办法收缩流动性。由于发行央票最终需要央行还本付息，只能短期回收流动性，而不能从根本上缓解流动性过剩，因此提高法定存款准备金率成为央行频频使用的政策工具，甚至回归到严格限制商业银行信贷规模的老办法，明显有悖于我国商业银行市场化改革的目标。

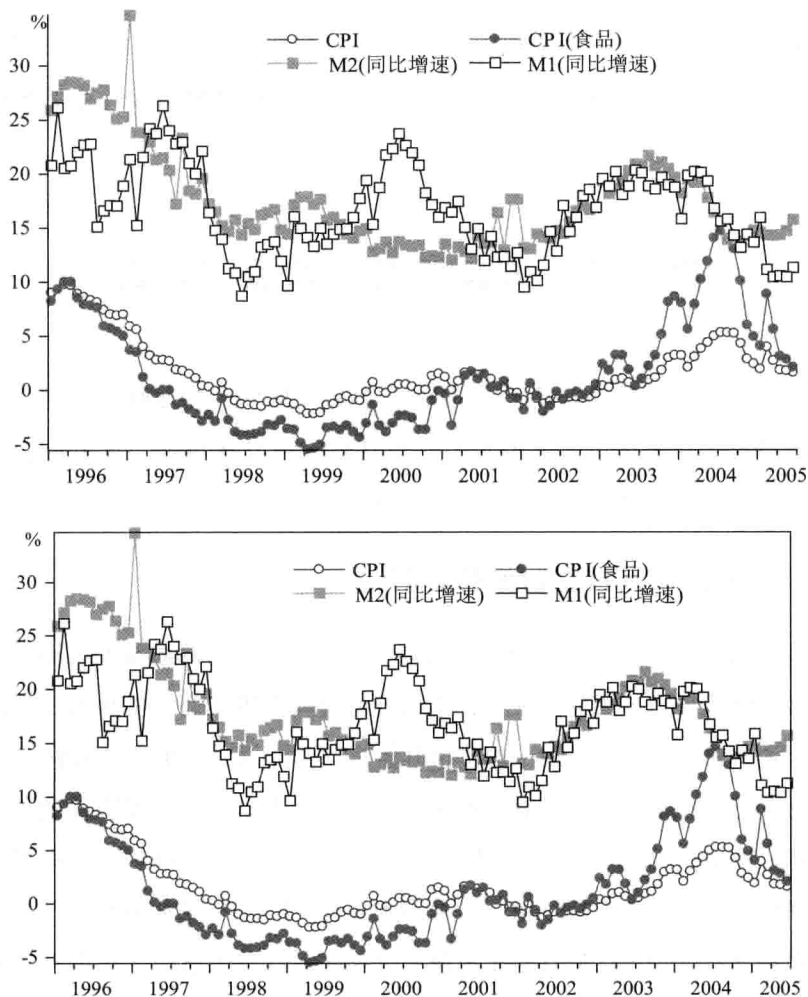


图 1-4 中国货币供应量增长速度与通货膨胀（同比数据）

如果人民币汇率形成机制不进行改革，在可预见的未来，国外资产占比将继续扩大，中央银行资产结构的被动调整将直接威胁到中国货币供应量的可控性。事实上，为了对冲由外汇占款导致货币供应被动扩张，从2002年开始，中国人民银行相继采用了发行央票、提高法定存款准备金率和严格控制商业银行信贷规模等办法收缩流动性。由于发行央票最终需要

央行还本付息，只能短期回收流动性，而不能从根本上缓解流动性过剩，因此提高法定存款准备金率成为央行频频使用的政策工具，甚至回归到严格限制商业银行信贷规模的老办法，明显有悖于我国商业银行市场化改革的目标。

第二节 人民币升值改变了什么

汇率作为两国货币的比价，其变动直接改变两国所有商品、生产要素的相对价格，影响两国的物价水平、贸易收支和经济增长。本节从宏观和中观两个层面总结人民币对美元升值之后的表现。

一、人民币升值对物价的影响

在开放经济下，一国居民的消费篮子中总包含本国商品和外国商品。在外国商品外币价格不变的条件下，本币升值会降低进口商品的价格，从而降低一国消费价格水平，因此一国货币升值有利于降低一国通货膨胀率。

然而汇改以后，通货膨胀与汇率波动之间没有呈现传统经济理论所描述的规律。图 1-5 显示，中国自从 2005 年进行人民币汇改以来，人民币对美元汇率运动分为三个阶段：第一个阶段是从 2005 年 7 月到 2008 年 9 月，人民币对美元汇率与中国通货膨胀呈现一个反向运动的关系，人民币对美元汇率从 2005 年 7 月平均 1 美元折合人民币 8.2223 元降低到 1 美元折合人民币 6.83 元，而国内物价水平持续攀升，全国消费价格指数通货膨胀从 1.8% 升至 2008 年 4 月达到为 8.5%；受金融危机影响，2008 年 5 月开始，通货膨胀率持续下降。^① 第二个阶段是 2008 年 9 月到 2010 年 5 月，雷曼兄弟破产之

^① 2008 年金融危机爆发以 9 月美国雷曼兄弟破产为标志，但是在 2008 年金融危机爆发之前，从中国 2008 年 1~6 月份国际收支平衡表已经出现资本外流现象，表现为储备资产净流出、短期资本净流出。

后，全球金融危机爆发，中国人民银行再次果断地实行事实的单一盯住美元的固定汇率制度，稳定在1美元兑6.83元人民币的水平；通货膨胀经历了下行再上升的过程；第三个阶段是2010年5月至今，人民币对美元进一步持续缓慢升值，中国通货膨胀逐步上升，受欧债危机深化、与国内房地产市场不景气等因素影响，通货膨胀从2011年下半年开始回落。

显然，人民币对内贬值对外升值的奇怪现象是传统的国际金融理论难以解释的。这说明在商品和资本自由流动的全球化下，一国汇率影响国内通货膨胀的主要机制发生改变，比如人民币升值预期导致的热钱涌入，外汇储备不断上升导致货币被迫发行等。此外，影响通货膨胀的不仅仅是汇率因素，还有美元贬值、世界原油价格，以及始料不及的次贷危机引发的全球金融危机、欧债危机等诸多变化因素，而且很难从诸多的影响因素中，独立分离出人民币汇率对中国通货膨胀的影响。

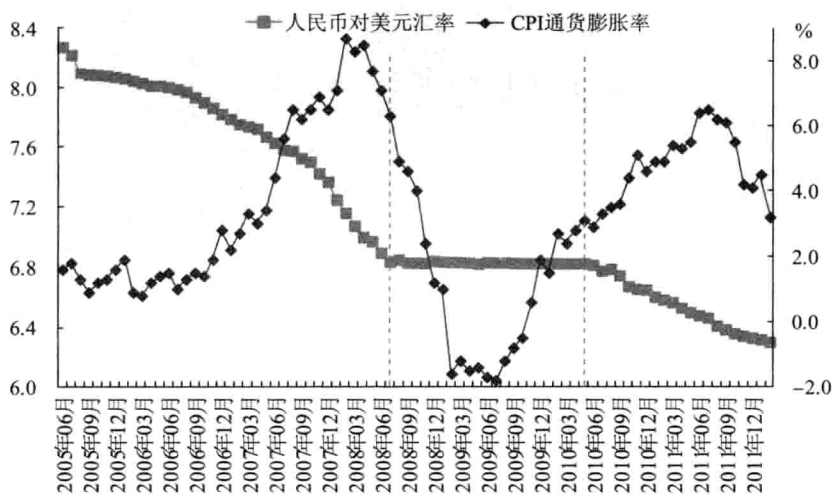


图 1-5 人民币汇率与中国通货膨胀率

二、人民币升值对贸易收支的影响

传统国际金融理论表明，当一国货币升值的时候，本国货币相对外国

货币购买力增强,以本国货币表示的外国商品价格下降,而以外币表示的本国商品价格上升,导致进口需求增加,而出口减少。因此当本币升值将恶化本国的贸易收支。

然而,中国的贸易顺差似乎并没有因为人民币升值而有所减少。图 1-6 数据显示,自汇改以来,2005 年、2006 年和 2007 年的贸易顺差增速分别为 210.9%、73.8% 和 47.5%,2008 年 11 月贸易顺差更是创出了单月新高,达到 403.28 亿美元,2008 年全年贸易顺差增长 13.49%。可见,国际金融危机之前,人民币升值的 J 曲线效应,仅仅体现为贸易顺差增长速度下降,而不是贸易顺差绝对量的下降。

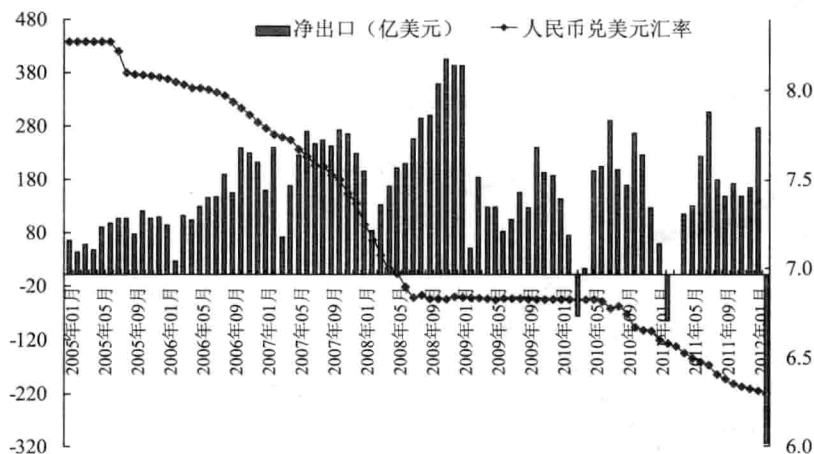


图 1-6 人民币汇率波动与贸易净出口

2008 年 9 月全球爆发金融危机,为避免金融危机转化为经济危机,中国人民银行果断采取了重新盯住美元的汇率制度,并与全球中央银行一致地采用了扩张性货币政策。2009 年国际金融危机对中国净出口的影响渐渐突显,中国 2009 年净出口从 2008 年 2981 亿美元急剧下降到 1956.88 亿美元。由于全球从金融危机、欧债危机中复苏脚步缓慢,2010 年与 2011 年贸易顺差持续减少,分别为 1815 亿美元和 1550 亿美元。但随着全球经济复苏,2012 年中国贸易盈余再次达到 2311 亿美元。综上所述,影响中国

贸易收支的主要因素可能是外部需求大小，而不是人民币汇率水平，这是因为当前汇率水平下，中国产品依然具有比较强的价格竞争力。

三、人民币升值对中央银行资产结构的影响

根据蒙代尔不可能三角，在资本完全自由流动条件下，实行固定汇率制度国家必须牺牲中央银行货币政策的独立性。随着中国经济开放度提高，资本项目管制难度越来越大，导致中国货币供应量的内生性越来越强，大大弱化了中国通过控制货币供应量控制通货膨胀的能力。然而汇改以后，由于人民币不再单一盯住美元，意味着中国可以不再“进口”美国的货币政策，那么中央银行货币政策独立性是否好转呢？

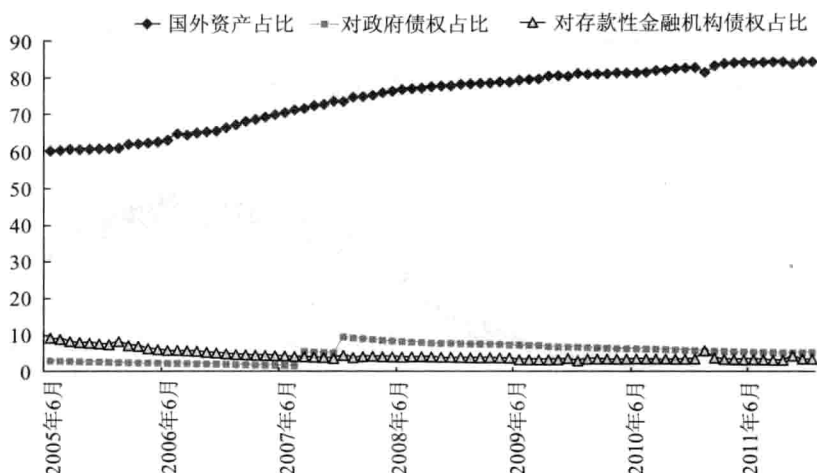


图 1-7 中国人民银行资产结构变迁

图 1-7 给出 2005 年 7 月至 2011 年 12 月中央银行资产结构趋势图。图 1-7 显示，汇改以后国外资产占比并没有出现下降趋势，反而持续攀升，中央银行对国外净资产占比已经从 2005 年 6 月份的 60.46% 上升到 2011 年 12 月的 84.67%。而对存款性金融机构债权占比从 9.9% 继续下降，到 2011 年 12 月仅为 3.65%。这说明中央银行货币政策的操作空间并没有因为汇改而得到明显好转。

考虑中央银行外汇储备的增量取决于国际收支余额，在经常项目和资本项目双顺差背景下，外汇储备上升是必然的趋势。因此，我们选用中央银行对国外净资产与储备货币之比来衡量外汇占款对中央银行被动货币发行压力的度量指标（见图1-8）。东南亚金融危机之后至中国加入WTO之前，中国人民银行对国外净资产与储备货币之比基本维持在40%~50%。中国加入WTO以后，这个比率持续上升，2005年7月为98.9%，非常接近1。也正是这个时间点，中国人民银行进行汇率改革，但是人民币汇率改革并没有使得该比率下降，由于人民币升值预期，大量热钱从经常项目流入中国，导致2005年、2006年与2007年的贸易顺差增速分别为210.9%、73.8%和47.5%。外汇储备不断上升，对国外净资产与储备货币之比上升，最高达到2008年5月的134.72%。中央银行为控制通货膨胀，缓解为稳定人民币汇率而带来的被动货币扩张，先后在2008年4月~6月连续3次提高法定存款准备金率，其中6月份一次上调存款准备金率1%。

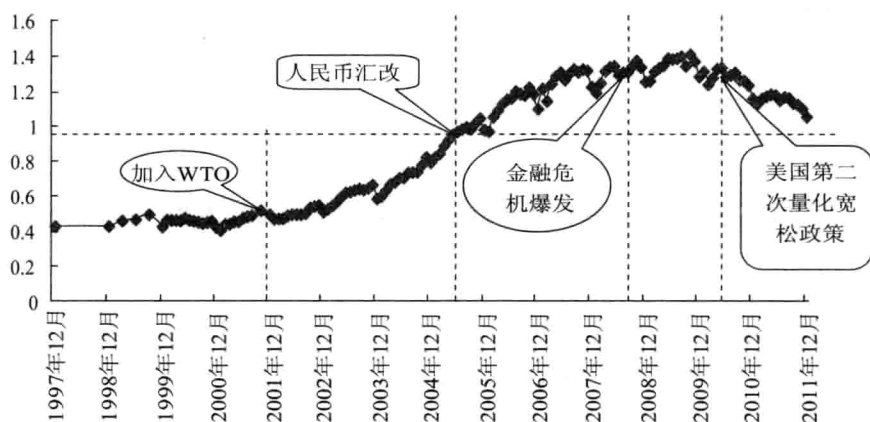


图1-8 中国人民银行对国外净资产与储备货币之比

金融危机爆发以后，人民币汇率重新回归到单一盯住美元汇率的固定汇率制度，对国外净资产与储备货币之比经历先上升后下降的变动趋势，2009年10月达到141.33%，这与中国人民银行存款准备金率的调整有关。2008年9月以后，央行四次下调存款准备金率，存款准备金上升速度低于对国外