

金融开放进程中

Issues of RMB Exchange Rates
in the Process of
China's Financial Opening (Series II)

人民币汇率若干问题研究(第二辑)

中央财经大学中国金融发展研究院 ◇ 著



 人民大学出版社

金融开放进程中

Issues of RMB Exchange Rates
in the Process of
China's Financial Opening (Series II)

人民币汇率若干问题研究(第二辑)

中央财经大学中国金融发展研究院 ◇ 著

责任编辑:宋军花 陈 登

责任校对:吕 飞

封面设计:吴燕妮

图书在版编目(CIP)数据

金融开放进程中人民币汇率若干问题研究(第二辑)/中央财经大学中国金融
发展研究院 著. -北京:人民出版社,2015.7

ISBN 978-7-01-015077-2

I. ①金… II. ①中… III. ①人民币汇率-研究 IV. ①F832.63

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 163763 号

金融开放进程中人民币汇率若干问题研究(第二辑)

Issues of RMB Exchange Rates in the Process of China's Financial Opening(Series II)

中央财经大学中国金融发展研究院 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

环球印刷(北京)有限公司印刷 新华书店经销

2015 年 7 月第 1 版 2015 年 7 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:13.25

字数:230 千字

ISBN 978-7-01-015077-2 定价:36.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

前 言

汇率是一个国家的货币与另一个国家货币之间的相对价值体现,是衡量一个国家货币价值的重要指标。对于汇率的研究已经不计其数,先前的学者们从不同的角度对其进行了程度各异的研究。在本书中,我们主要针对 2005 年央行进行人民币汇率改革以后的若干问题进行研究。

2005 年 7 月 21 日,中国人民银行突然宣布中国汇率政策的两大变化:人民币汇率政策由盯住美元变为参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度;人民币汇率更加以市场供求为基础,波动性会增加(戈德斯坦(Goldstein)和拉迪(Lardy),2006)。自此,人民币兑美元、欧元、日元的双边汇率均大幅提高。国际清算银行的数据显示,人民币实际有效汇率也升值 30%。汇改之后,人民币的市场影响力越来越大,但是目前在人民币的利差交易、人民币汇率对股票波动的影响等领域的研究却十分匮乏,在本书中,我们的研究填补了这一空白。

本书共分为三篇十章:第一篇关于汇率与改革,向读者详细介绍汇率的基础知识,并且在第二章中讨论了汇率体制改革对于中国经济的影响。第二篇主要针对汇率体制改革之后的人民币利差交易以及汇率波动的影响进行探究。其中,第四章讨论了在汇率改革导致人民币升值之后进行利差交易的广阔前景;第五章针对运作性对冲(即对外销售的地域上的分散化)与我国的外汇风险暴露进行探讨,认为运作性对冲能够降低企业的汇率风险,说明公司运营策略的调整可以有效地规避非合同性现金流的汇率风险;第六章实证研究汇市涨跌停制度对于汇率分布、均值水平及波动性的影响,并以中间价距离前一交易日收盘价的偏离程度来代表央行对汇市的干预程度来研究外汇市场干预对于汇市的影响,填补了相关研究领域的空白;在以往的研究当中,关于汇率与上市公司资本结构的研究文献较少,特别是在 2005 年汇率改革之后,汇

率变化和上市公司资本结构关系的研究尚处于空白,在第七章中我们对此进行了有益的尝试。第三篇主要讨论了汇率管制与股价的关系。汇率管制是一种重要的资本管制,对股价有很大的影响。第八章研究汇率形成机制改革对股价差异的影响,以及这一改革是否会影响到现存的研究成果,第九、十章分别研究了主成分的时间序列与泰勒法则基本因素之间的回归关系和中国股市与汇市之间的动态关系。

2005年的汇率制度改革是中国金融经济发展过程中十分重大的事件,它所带来的影响渗透到金融经济的方方面面,对国民经济收入、国家经济发展,乃至世界经济都有举足轻重的影响力。但目前世界上对于这方面的研究尚属起步阶段,空白较大。我们的研究在一定程度上给人们提供了许多有借鉴意义的经验与成果,也希望能够有更多的专家与学者在此基础上继续深入研究,进一步完善该领域的研究。

目 录

第一篇 汇率与改革

第一章 人民币实际有效汇率的计算.....	3
一、背景介绍	3
二、概念介绍	4
三、数据来源	7
四、数据描述	12
五、结论	20
第二章 2005 年人民币汇率改革的作用:一个反事实分析	21
一、引言	21
二、文献综述	22
三、方法	23
四、实证分析	26
五、结论	36
第三章 人民币汇率的“远期之谜”	38
一、引言	38
二、人民币汇率“远期之谜”的初步思考	41
三、关于人民币“远期之谜”实证研究的再思考	54

第二篇 人民币利差交易与汇率波动

第四章 人民币在 2008—2009 年金融危机前后的利差交易策略研究	61
一、引言	61
二、非抵补利率平价和抵补利率平价假设	62
三、探寻利差策略的盈利原因	67
四、综述	77
第五章 运作性对冲与我国涉外企业的外汇风险暴露	78
一、引言	78
二、样本选取	81
三、我国涉外企业的外汇风险	82
四、运作性对冲与汇率风险的关系	86
五、结语	93
第六章 汇率“涨跌停”中含有的市场预测信息	94
一、中国汇市制度安排	94
二、文献综述	96
三、数据描述	98
四、涨跌停对汇率的影响	100
五、外汇市场干预对汇率的影响	105
六、结论	108
第七章 人民币汇率与上市公司资本结构相关性的研究	110
一、引言	110
二、文献综述和研究假设	112
三、研究样本的选取和研究变量选择	114
四、多元回归模型结果分析	118

五、研究结论和政策建议	122
-------------------	-----

第三篇 汇率与股价

第八章 人民币汇率制度改革和跨境上市股票价格差异	125
一、引言	125
二、背景	127
三、样本和变量描述	131
四、实证结果	136
五、结论	145
第九章 泰勒法则基本面对汇率和股价复合影响的主成分分析	146
一、引言	146
二、主成分分析	148
三、泰勒法则基本面模型	150
四、数据	150
五、实证结果	152
六、结论	155
第十章 人民币实际有效汇率与股价的动态关联性研究	161
一、引言	161
二、相关理论、文献回顾以及问题的提出	163
三、实证方法	165
四、实证检验	167
五、实证结果总结	185
六、结论以及政策建议	186
参考文献	189

第一篇 汇率与改革

本篇从宏观经济的角度研究了人民币汇率的相关问题。汇率衡量了一个国家货币的价值,在经济活动中扮演了极其重要的角色。本篇从汇率自身出发,首先详尽地测算了中国行业、省份、产品层面的实际有效汇率指数;回顾了滚动单位根检验和滚动协整检验在汇率远期之谜的实证研究,并且通过重建 UIP 回归模型做了新一步的实证分析;选取四个主要宏观变量:GDP, CPI, 出口和就业,运用反事实分析的方法,探讨了 2005 年人民币汇率政策的变化对中国经济的影响。

第一章 人民币实际有效汇率的计算

李晟 李杰 林娅琪

一、背景介绍

汇率是衡量不同国家之间货币价值的重要指标,为了能全面的观察某种货币在国际贸易竞争中的总体地位,经济学界引入了加权平均的“名义有效汇率”,它是根据设定的权重对本国与其他贸易伙伴国的名义双边汇率进行加权得到的汇率,而“实际有效汇率”就是在名义有效汇率的基础上去除通货膨胀的影响得到的汇率指数。实际有效汇率无论对于学者还是政策制定者都是非常重要的经济指标,常被用于度量一个国家贸易商品的国际竞争力,也可以被用作研究货币危机的预警指标,因此得到广泛运用。国际货币基金组织(IMF)、国际清算银行(BIS)等国际经济组织都会定期公布实际有效汇率指数。

目前已公布的实际有效汇率均为国家层面的数据,很少有关于行业、省份、产品层面的数据,但是国家层面的数据在某些研究中可能无法准确地反映行业、省份、产品层面的实际情况。以我国为例,尽管过去三十多年中国经济呈现出持续高速增长趋势,但这并不能掩盖各省之间发展差距的悬殊。由于我们平常接触到的汇率均为名义汇率,而整个中国的名义汇率相同,没有剔除通货膨胀的影响。随着贸易的开放,各省市均有对外贸易,因此仅仅使用名义汇率很难描述出真实情况。再从行业来看,不同行业往往具有截然不同的贸易伙伴国,也许某些贸易伙伴国的某些行业对我国非常重要,但是该国与我国的总体贸易额很小,在以国家进出口贸易额为权重计算的的实际有效汇率中所占权重很小,无法完全反映我国与该国汇率变动情况,因此如果在进行关于该

行业贸易的研究时选用国家层面的实际有效汇率可能会导致结果与预期有所偏差,给实证研究带来困难。

国内关于实际汇率的研究文献较多,如实际汇率以及汇率波动性的变动对中国出口商品国内价格的影响(李广众,2008),利用制造业 SITC3 位数代码商 1978—1998 年对不同国家出口的平行数据,采用似然不相关估计方法对我国出口商品需求方程系统进行了估计,分析强调实际汇率风险、实际汇率错位对不同商品出口量的影响(李广众,2004)。但是以行业、省份或产品为视角专门研究该层面的实际有效汇率,计算出对应指数并以此为依据衡量贸易水平的文献则较少。因此,本书试图通过对中国不同行业、省份、产品的主要贸易国家和测算模型的选择,测算中国行业、省份、产品层面的人民币实际有效汇率。

本书将利用中国不同行业、省份、产品与主要贸易伙伴之间的双边名义汇率、价格指数和贸易额测算反映不同行业、省份、产品特征的实际汇率指数。一般的实际有效汇率指数与本书建立的实际汇率指数之间最大不同之处是前者以中国与主要贸易国之间的进出口总额计算权重,而本书以中国行业、省份、产品对主要贸易国的进出口额计算权重,因而能得到中国特定行业、省份、产品层面的实际有效汇率。

本章首次详尽地测算了中国行业、省份、产品层面的实际有效汇率指数,为微观层面的实际有效汇率的实证研究提供了数据支持,也帮助政策制定者更加细致地关注本行业、本省或特定产品的贸易情况,从而准确地制定特定的政策,增强我国贸易竞争力。

二、概念介绍

(一)名义汇率

名义汇率是指官方以及外汇市场中所使用的表示货币之间比价关系的汇率,代表了货币兑换比例,我们平时所见到的汇率基本均为名义汇率,也称之为“市场汇率”。名义汇率的标价方法有两种,一种是直接标价法,一种是间

接标价法。对我国而言,直接标价法是用人民币表示外币,即每单位外币的人民币价格,如 1 美元=6.61 人民币,该等式右边的数值上升时,人民币贬值,美元升值;数值下降时,人民币升值,美元贬值。间接标价法是用外币来表示人民币,即每单位人民币的外币价格,如 1 人民币=1/6.61 美元,该等式右边的数值上升时,人民币升值,美元贬值;数值下降时,人民币贬值,美元升值。日常生活中,我们使用较多的是人民币买外币,因此我们所见到的汇率大多为直接标价法下的名义汇率。

(二) 实际汇率

实际汇率是指名义汇率经过通货膨胀调整之后的汇率水平。我们通常所说的实际汇率,是指将两国的物价水平加入调整因素之后的汇率。调整之后的实际汇率即为用不同货币表示的相同商品价格之比,也表示出它们的国际竞争力水平。实际汇率计算方法如下:

$$RER = NER \times \frac{P}{P^*}$$

其中, RER 为实际汇率, NER 为名义汇率(间接标价法), P^* 为外国价格水平, P 为本国价格水平。价格水平一般使用消费者物价指数或者 GDP 的平减指数。

由于数据不可得或者其他原因,很多经济学家会直接使用贸易品及非贸易品的价格比值来计算实际汇率。计算方法如下:

$$RER = NER \times \frac{P_N}{P_T}$$

其中, RER 为实际汇率, NER 为名义汇率(间接标价法), P_N 表示非贸易品的价格, P_T 表示贸易品价格。该等式表明,当实际汇率上升时,人民币的购买力上升,但国内生产成本上升,贸易品受到打击,非贸易品更容易发展。当实际汇率下降时,人民币的购买力下降,但国内生产成本降低,贸易品得到发展,非贸易品受到打击。实际计算过程中,并没有贸易品价格或者非贸易品价格数据,所以在计算过程中贸易品价格通常用外国的一些价格指数或者外国成批贸易的价格指数来代替,而非贸易品价格则用国内价格指数或者国内零

售品价格指数等来代替。

(三) 实际有效汇率

实际有效汇率其实就是多边实际汇率。有效汇率通常可以分为名义有效汇率和实际有效汇率,名义有效汇率即以与贸易伙伴国的贸易水平作为权重,进行加权得到的名义汇率;实际有效汇率即以与贸易伙伴国的贸易水平作为权重,进行加权得到的实际汇率。实际有效汇率既通过与各国的贸易权重反映了所有名义双边汇率的情况,又排除了通货膨胀的干扰。因此,是最能充分反映货币综合实力的汇率。

已有许多学者在样本货币的选择罗森维格(Rosensweig, 1987)、权重确定麦古雷克(McGuirk, 1987)及物价指数选择威克姆(Wickham, 1987)等方面对实际有效汇率的计算过程进行了分析和研究。许多国际组织和中央银行都定期公布范围不等的国家货币的实际有效汇率指数,为各国汇率问题研究和汇率政策决策提供重要参考。以与贸易伙伴国的贸易水平作为权重加权得到实际有效汇率主要有两种加权方法,一种是算术加权平均,一种是几何加权平均。

1. 算术加权平均法得出实际有效汇率(*REER*)

$$REER = \sum_{i=1}^n w_i RER_i \times 100, \sum_{i=1}^n w_i = 1$$

其中,*REER*为实际有效汇率, w_i 为该国与各贸易伙伴国贸易的权重, i 为第*i*个贸易伙伴国。 RER_i 为本国与*i*国之间的实际汇率(间接标价法)。隆贝格(Rhomberg, 1976)曾提出七种可选的贸易权重:双边贸易权数、出口贸易权数、进口贸易权数、第三市场贸易权数、平均出口权数、平均贸易权数、双重加权权数等,其中三种的计算方法如下:

$$W_{i1} = \frac{M_{it} + X_{it}}{\sum (M_{it} + X_{it})}, W_{i2} = \frac{X_{it}}{\sum X_{it}}, W_{i3} = \frac{M_{it}}{\sum M_{it}}$$

其中, M_{it} 表示*t*时期该国对*i*国的进口额, X_{it} 表示*t*时期该国对*i*国的出口额。以上三种权重计算方法为常用方法。

2. 几何加权平均法得出实际有效汇率(*REER*)

$$REER = \sum_{i=1}^n (RER_i)^{w_i} \times 100, \sum_{i=1}^n w_i = 1$$

其中,*REER* 为实际有效汇率, w_i 为该国与各贸易伙伴国贸易的权重, i 为第 i 个贸易伙伴国。 RER_i 为本国与 i 国之间的实际汇率(间接标价法)。

三、数据来源

笔者对省市和行业进行了划分并计算了各省市、行业的实际有效汇率,接下来将按照分省市和分行业两部分来介绍。

在计算分省市的实际有效汇率时,一共包括了 38 个省区市(见表 1-1),所使用的数据为 2000 年至 2011 年年度数据。其中,名义汇率以及贸易伙伴物价指数数据来源于 Datastream,各省市的物价指数年度数据来源于国研网经济数据库,计算进出口贸易权重所使用的进出口贸易额数据来自各地统计局网站和海关统计《各省市统计年鉴》《中国经济贸易年鉴》《中国对外贸易经济合作企业年鉴》《中国商业年鉴》《中国发展报告》《中国商务年鉴》等。在计算贸易权重时,贸易伙伴国家(地区)的选择是根据各地区的贸易数据来确定的,主要标准是选取进口、出口或进出口量最高的前 40 个国家(地区),这样选取能保证进口、出口或进出口量被覆盖约 80%,但这一规则对于某些地区并不适用,这些地区的情况或者是在年鉴中没有按贸易量排序并报告,或者因为年鉴中报告的贸易伙伴国家(地区)数量非常少。视情况选择数据,使得覆盖量尽量达到 80% 及以上,具体贸易伙伴国家(地区)选择见表 1-2。计算实际有效汇率采取的计算方法有算术加权平均法和几何加权平均法,采用的贸易权重有进口贸易权数、出口贸易权数和双边贸易权数。

表 1-1 计算实际有效汇率的省区市统计

安徽省	海南省	辽宁省	深圳市
北京市	河北省	内蒙古自治区	沈阳市
大连市	河南省	宁波市	四川省

续表1-1

福建省	黑龙江省	宁夏回族自治区	天津市
福州市	湖北省	青海省	新疆维吾尔自治区
甘肃省	湖南省	厦门市	云南省
广东省	吉林省	山东省	浙江省
广西壮族自治区	济南市	山西省	重庆市
广州市	江苏省	陕西省	
贵州省	江西省	上海市	

表 1-2 分省市计算实际有效汇率选择的贸易伙伴国家(地区)

阿尔巴尼亚	法 国	马达加斯加	中国台湾
阿尔及利亚	菲律宾	马耳他	泰 国
阿富汗	非 洲	马来西亚	坦桑尼亚
阿根廷	芬 兰	马其顿	土耳其
阿拉伯联合酋长国	冈比亚	马绍尔群岛	土库曼斯坦
阿 曼	刚 果	毛里求斯	危地马拉
阿塞拜疆	哥伦比亚	毛里塔尼亚	委内瑞拉
埃及	格鲁吉亚	美 国	乌克兰
埃塞俄比亚	古 巴	蒙 古	乌拉圭
爱尔兰	圭亚那	孟加拉国	乌兹别克斯坦
爱沙尼亚	哈萨克斯坦	秘 鲁	西班牙
安哥拉	韩 国	緬 甸	希 腊
奥地利	荷 兰	摩洛哥	中国香港
澳大利亚	吉布提	墨西哥	新加坡
中国澳门	吉尔吉斯	南 非	新喀里多尼亚
巴布亚新几内亚	几内亚	南斯拉夫	新西兰
巴基斯坦	加拿大	尼泊尔	匈牙利
巴拉圭	加那利群岛	尼加拉瓜	叙利亚

续表1-2

巴 林	加 纳	尼日利亚	牙买加
巴拿马	加 蓬	挪 威	也 门
巴 西	柬埔寨	欧 盟	伊拉克
保加利亚	捷克共和国	欧 洲	伊 朗
贝 宁	津巴布韦	葡萄牙	以色列
比利时	喀麦隆	日 本	意大利
波多黎各	卡塔尔	瑞 典	印 度
波 兰	科特迪瓦	瑞 士	印度尼西亚
布基纳法索	科威特	萨尔瓦多	英 国
朝 鲜	克罗地亚	塞内加尔	英属维尔京群岛
丹 麦	肯尼亚	塞浦路斯	约 旦
德 国	老挝	沙特阿拉伯	越 南
东 盟	黎巴嫩	斯里兰卡	赞比亚
多 哥	利比里亚	斯洛伐克	扎伊尔
多米尼克	利比亚	斯洛文尼亚	智 利
俄罗斯	卢森堡	苏 丹	中 国*
厄瓜多尔	罗马尼亚	塔吉克斯坦	

注：* 此处的中国指中国大陆境内的自贸区。

在计算分行业的实际有效汇率中,笔者按照 2006 年版《海关统计商品目录》分类(见表 1-3),共计算了 22 类 98 章的实际有效汇率,所使用的数据为 1999 年 9 月至 2012 年 11 月的月度数据。其中,名义汇率以及贸易伙伴物价指数数据来源于 Datastream,行业进出口额数据来自《中国商务年鉴》和《海关统计》,我国的消费者物价指数来自国研网经济数据库,计算中选择的贸易伙伴国详见表 1-4。计算实际有效汇率采取的计算方法有算术加权平均法和几何加权平均法,采用的贸易权重有进口贸易权数、出口贸易权数和双边贸易权数。