

“十一五”国家重点图书出版规划

中国经济问题丛书

HUILÜ ZAI HUOBÌ ZHENGCE ZHONG DE ZUOYONG 汇率在货币政策中的作用！

理论与研究与国际经验

胡乃武 郑红 主编



本书为北京市优秀博士学位论文指导教师科研项目
研究成果，该项目由北京市教育委员会资助



“十一五”国家重点图书出版规划



中国经济问题丛书

ZHONG GUO JING JI WEN TI CONG SHU



汇率在货币政策中的作用： 理论与国际经验

HUILÜ ZAI HUOBÌ ZHENGCE ZHONG DE ZUOYONG

胡乃武 郑 红 主编

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率在货币政策中的作用: 理论与国际经验/胡乃武, 郑红主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 5
(中国经济问题丛书)
ISBN 978-7-300-17575-1

I. ①汇… II. ①胡… ②郑… III. ①汇率-作用-货币政策-研究-中国
IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 114571 号

“十一五”国家重点图书出版规划

中国经济问题丛书

汇率在货币政策中的作用: 理论与国际经验

胡乃武 郑 红 主编

Huiliu zai Huobi Zhengce zhong de Zuoyong: Lilun Yanjiu yu Guoji Jingyan

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

规 格 148 mm×210 mm 32 开本

版 次 2013 年 6 月第 1 版

印 张 8.375 插页 2

印 次 2013 年 6 月第 1 次印刷

字 数 212 000

定 价 42.00 元

·究 印装差错 负责调换



《中国经济问题丛书》

总 序

经济理论的发展与变化是和经济实践紧密联系的，在我国继续向社会主义市场经济体制过渡的今天，实践在呼唤经济学的发展和繁荣；同时，实践也为经济学的发展创造着条件。

中国的市场化改革是没有先例的，又没有现成的经济理论作指导，这是中国学者遇到的前所未有的挑战。他山之石，可以攻玉。随着一大批西方经济理论译介进来，以及一大批具有现代经济学素养的人成长起来，认识和解决中国问题开始有了全新的工具和视角。理论和实践是互动的，中国这块独一无二的“试验田”在借鉴和运用现代经济理论的同时，势必会为经济理论的发展注入新的活力，成为其发展的重要推动力量，而建立在探讨中国经济问题基础之上的经济学也才有望真正出现。中国经济问题正是在这个大背景下获得了特别的意义。

我们策划出版《中国经济问题丛书》的主要目



的是为了鼓励经济学者的创新和探索精神，继续推动中国经济学研究的进步和繁荣，在中国经济学学术著作的出版园林中，创建一个适宜新思想生长的园地，为中国的经济理论界和实际部门的探索者提供一个发表高水平研究成果的场所，使这套丛书成为国内外读者了解中国经济学和经济现实发展态势的必不可少的重要读物。

中国经济问题的独特性和紧迫性，将给中国学者以广阔的发展空间。丛书以中国经济问题为切入点，强调运用现代经济学方法来探究中国改革开放和经济发展中面临的热点、难点问题。丛书以学术为生命，以促进中国经济与中国经济学的双重发展为己任，选题论证采用“双向匿名评审制度”与专家约稿相结合，以期在经济学界培育出一批具有理性与探索精神的中国学术先锋。中国是研究经济学的最好土壤，在这块土地上只要勤于耕耘，善于耕耘，就一定能结出丰硕的果实。



前 言

本书是我主持的“北京市优秀博士学位论文指导教师科研项目”的最终成果。为了把这一课题的研究与研究生的培养很好地结合起来，由我指导的在读博士生郑红、周帅和在读硕士生沈洁、陈岳虹、乔姝元、李健以及中国人民银行货币政策二司的刘琨等组成课题组，着力研究中国转型经济条件下汇率政策在货币政策中的作用问题。之所以确定这样的选题来研究，是出于两方面的考虑：一方面，在读博士生郑红同志长期在中国人民银行货币政策二司任处长，对汇率体制改革有着深入的研究，也比较熟悉国外汇率体制改革的经验与教训，积累的资料也较多；另一方面，汇率制度改革是中国深化金融体制改革和促进中国经济持续、平稳、健康发展的一项亟须研究的课题。因此，这一课题是郑红同志协助我指导课题组成员历时三年完成的。为了确保科研成果的质量，三年来我们深入进行了调查研究，广泛搜集中外有关资料，多次召开



学术研讨会，反复修改书稿。应该说，在这一课题的研究中，师生之间教学相长，同学之间相互切磋，严格遵守学术和写作规范，严把科研质量关，使学生在科学研究工作方面受到了严格的训练。

我作为本书的主编，通读了全书，逐字逐句地进行了修改和统纂；郑红作为本书的主笔，协助我对全书作了修改和统纂。本书的写作分工（以章为序）如下：绪论（郑红），第一章（郑红），第二章（郑红），第三章（郑红、李健），第四章（郑红、周帅），第五章（郑红、陈岳虹），第六章（郑红、乔姝元），第七章（郑红、刘琨），第八章（郑红、沈洁），第九章（郑红），第十章（郑红）。

本书的出版得到了北京市社会科学基金的资助，特致谢忱。

对于本书的缺点和疏漏之处，敬请读者批评指正。

胡乃武于明德楼
2012年5月23日



目 录

绪 论	1
第一章 汇率在货币政策中作用的理论依据	8
第一节 货币政策规则理论	8
第二节 汇率传递的有关理论	14
第三节 货币条件指数	21
第四节 对冲效率理论	25
第五节 国内学者的有关研究成果	35
第二章 汇率在发达国家货币政策中的作用	37
第一节 美国——重视汇率与经济 基本面相一致	38
第二节 欧元区——货币政策和汇率政策 服从于稳定物价这一目标	51
第三章 波兰汇率制度改革	65
第一节 波兰汇率制度改革的背景	65
第二节 波兰汇率制度改革的历程	67
第三节 波兰的货币政策	74



	第四节 波兰货币政策的经验	83
第四章	捷克汇率制度改革	85
	第一节 捷克第一次汇率制度改革	85
	第二节 捷克第二次汇率制度改革	95
	第三节 捷克第三次汇率制度改革	97
	第四节 捷克汇率制度改革的经验	116
第五章	泰国汇率制度改革	120
	第一节 泰铢有效汇率走势	121
	第二节 泰国货币政策框架	124
	第三节 泰国货币政策与汇率政策的协调经验	143
第六章	新加坡汇率制度改革	152
	第一节 新加坡的汇率制度与货币政策框架的演进 ..	152
	第二节 新加坡以 BBC 为特点的管理浮动 汇率制详析	162
	第三节 新加坡实行管理浮动汇率制以来的 汇率波动情况	171
	第四节 新加坡汇率安排的借鉴意义	174
第七章	巴西汇率制度改革	175
	第一节 巴西的经济背景	175
	第二节 汇率对巴西宏观经济的主要影响	177
	第三节 巴西汇率政策与货币政策的协调	179
第八章	韩国汇率制度改革	182
	第一节 20 世纪 80 年代前的韩国货币政策与 汇率政策的演变	183
	第二节 20 世纪 80 年代到亚洲金融危机前韩国的 货币政策与汇率政策	186
	第三节 亚洲金融危机前韩国汇率政策与 货币政策改革的经验和教训	193



第四节	亚洲金融危机后韩国的货币政策和 汇率政策·····	197
第五节	从 2007 年次贷危机看韩国的货币与 汇率政策·····	206
第九章	汇率在中国货币政策中作用的历史回顾 ·····	210
第一节	中国汇率制度的演变·····	210
第二节	中国汇率政策与货币政策的协调·····	213
第三节	汇率政策变化对中国经济的影响·····	217
第十章	汇率在中国货币政策中作用的新探索·····	219
第一节	人民币汇率的传递机制·····	219
第二节	中国的货币条件·····	229
第三节	泰勒规则在中国的应用·····	233
第四节	中国对冲效率的估计·····	238
第五节	主要结论·····	241
附录一	·····	245
附录二	·····	247
参考文献	·····	249



绪 论

随着一国经济的不断开放，其经常项目和资本项目下的跨境交易必然会更加频繁，从而促使汇率的灵活性逐渐增强。从国际经验看，汇率灵活性的增强一般要经历从固定汇率制到中间汇率制（如有管理的浮动汇率制），直至完全浮动汇率制度的变化。随着汇率灵活性的增强，汇率作为货币政策名义锚的作用将会逐渐下降，而作为隔绝外部冲击的缓冲器和货币政策工具的作用则会相应增强。

在 21 世纪前 30 年，中国经济将进一步融入世界经济，中国经济的转型不仅是更加市场化的转型，而且是更加国际化的转型。这种二维转型与其他国家经历的单一市场化转型或国际化转型含义大不相同。从市场化转型来看，包括市场主体的治理结构更加完善，更加遵循市场信号，市场主体更加多元，金融市场更加深化，利率市场化和汇率灵活性都将进一步推进；从国际化转型看，中国企业跨国经营将进一步拓展，金融机构将进一步国际化，



资本项目将进一步实现可兑换，人民币将向区域货币和国际货币逐渐转型。因此，如果说改革开放后的中国经济转型是建立社会主义市场经济制度，那么未来中国经济的转型将是在全面国际化的背景下完善社会主义市场经济制度，这轮转型将较中国过去的转型更加复杂，较国际上其他国家的市场化转型更加国际化，如图 1 所示。

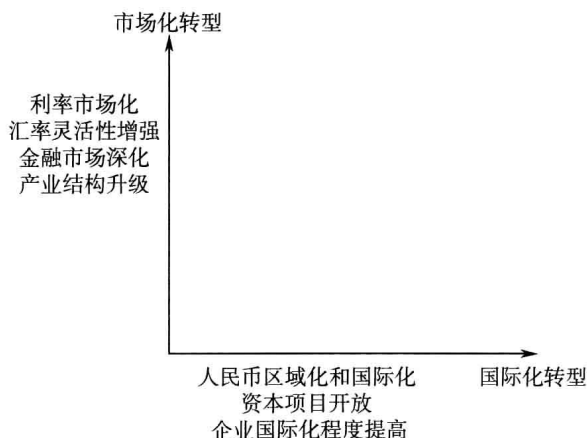


图 1 中国经济转型示意图

在中国经济未来转型的过程中，汇率政策在中国货币政策中的作用问题将是未来中国货币政策框架演变的核心问题。汇率政策是决定一国货币政策框架的重要因素，在一些国家甚至是首要因素。随着影响转型期的国际国内因素的变化，影响汇率政策在货币政策中作用的因素也会发生变化。这种变化，主要有以下几个方面：第一，经济市场化程度的提高和金融工具的创新将使货币与通胀之间的关系更加淡化，以货币供应量作为中介目标的传统货币政策框架可能难以适应新的转型阶段的货币政策传导环境，因此，利率和汇率作为更具弹性的货币政策工具，应在货币政策中充当主要调控工具并密切配合，以保持物价的稳定。第二，中国经济实力的不断增强将吸引更多的资本流入，汇率需要增强灵活性以减轻国际资本流



动对中国经济的影响，并更好地实现汇率趋于均衡的目标，从而减轻利率等其他传统货币政策工具的负担。因此，汇率作为货币政策操作工具，作为抵御外部冲击的减震器的作用将会增强。第三，人民币的国际化将要求人民币汇率的灵活性显著增强。随着周边国家和一些发达国家越来越认可人民币，人民币向国际货币转型的速度在加快。在这个过程中，市场将要求人民币利率成为国际定价工具，这将要求中国允许国际投资者进入人民币债券市场，参与人民币债券定价，从而使人民币债券利率成为国际投资与借贷定价的代表性工具。而这些转变将意味着中国的资本市场将进一步开放，人民币汇率灵活性将随之显著增强。此外，当人民币成为国际货币后，人民币需要在爆发国际金融危机时承担向全球金融市场提供流动性的职能，甚至也需要承担避险货币的职能，这也意味着人民币汇率可能大幅浮动。因此，当人民币汇率大幅浮动后，人民币汇率的波动将对货币调控带来重要影响，货币政策反应函数应充分考虑汇率变动对通胀的影响。

总结国际经验，国际上汇率政策在货币政策中的作用一般有两个方面：

从中长期看，一国汇率应该在合理、均衡水平上保持基本稳定，即实际有效汇率的升值应与劳动生产率的提高保持一致，以保持境内外资源的合理配置，避免宏观经济出现大的失衡。这也是国际货币基金组织（IMF）所提倡的实际汇率规则。汇率保持在合理均衡的水平上，就好比调钢琴时确定基音，只有基音准了，其他音才不跑调；汇率均衡了，其他政策才不至于过度反应或力度不足。因此，一个均衡的汇率是一国宏观经济政策的基础。

从短期看，汇率政策对转型经济具有三方面的作用。一是汇率政策作为应对外部冲击的缓冲器。央行通过引导汇率有序浮动，缓和外部资本流动对国际收支的冲击，进而缓和国际收支大幅波动对本国货币供应的冲击，保持本国货币环境的相对平稳。二是汇率作为货币政策的中介目标、操作目标或操作工具。央行通过引导实际



有效汇率与利率、信贷等工具的有效协调，实现本国货币条件的相对稳定。其中，当通胀较高时，汇率政策可以作为较主动的工具，货币当局可以将实际有效汇率的升值幅度控制在国内外通胀差的水平上，而同时配合利率等其他货币政策工具，抑制国内通胀。此时的实际有效汇率更多地作为货币政策的中介目标；当通胀较为温和时，利率政策可以作为货币政策较主动的工具，汇率的调整幅度可以根据货币条件系数确定，汇率政策相对被动。此时，货币条件指数可以作为中介目标。三是汇率过大的无序波动直接引致外部冲击。其他货币政策必须对汇率的过大波动作出反应。同时，央行对于汇率是否在均衡汇率上非常关注。很显然，在汇率的上述三种作用中，金融市场不够发达的国家应尽量避免汇率的无序大幅波动。

汇率政策在中国货币政策中的作用的研究对中国不同阶段实施货币政策具有重要的政策参考意义。随着中国进一步融入全球化，市场化程度进一步提高，经济结构进一步优化，中国汇率体制必将经历从窄幅波动向宽幅波动、最终浮动的转型过程，货币政策也将从数量调控向价格调控转型。汇率既可以调节国际收支和内外经济关系，又可以作为货币政策工具，在宏观经济政策组合中发挥日益重要的作用。

在全球化背景下，中国内外经济关系、资本流动格局、金融市场环境的变化和人民币的国际化将深刻改变汇率发挥作用的环境。在内外经济关系方面，在当前国际流动性过剩、国际供应链外包、美国高消费和中国高储蓄的背景下，中国经常账户顺差的刚性将限制汇率调节外部需求的作用。在资本流动格局方面，中国中长期将面临资本流入的压力，进而面临利率和资产价格上升压力，最终使人民币成为高收益货币，加大人民币汇率的波动性。在金融市场方面，金融衍生产品的发展将使货币间的套利交易更为便利，利率通过利率平价对汇率的影响更加迅速，从而加大汇率的波动幅度。同时，随着中国资本账户的不断开放，金融创新的不断深化，货币供给与通胀的关系可能会逐步淡化；最为重要的是，人民币的国际化



必然要求资本项目进一步开放和人民币作为不依附于任何货币、表现中国经济特点的货币出现在世界上，这也要求人民币与美元脱钩，增强人民币汇率的弹性。如何在这种复杂多变的形势下较好地发挥汇率政策的作用，优化汇率政策与其他政策协调配合的效应，是未来一段时间中国宏观经济政策面临的重要挑战。因此，从理论和实践方面系统研究汇率政策在货币政策中的作用，对当前中国宏观经济决策和未来中国金融改革具有重要意义。

一是对不同阶段汇率政策的定位具有一定的参考意义。随着中国经济开放程度的不断提高，资本账户开放程度的扩大和汇率灵活性的增强，汇率政策应依据不同开放程度和汇率灵活程度而有所侧重。一般而言，在汇率灵活性较弱时，汇率政策的作用更多地体现在货币政策工具上，即可通过引导人民币实际有效汇率走势与其他货币政策工具有效配合而发挥汇率政策这一货币政策工具的作用；在汇率灵活性很强并接近完全浮动时，汇率政策作为货币政策工具的作用将淡化，货币政策将更关心汇率传递对通胀的影响，其他货币政策工具将对汇率变化作出反应。

二是对优化货币政策工具，提高本外币政策协调效率具有较强的现实意义。人民币汇率灵活性的增强和人民币利率市场化程度的提高将增强利率与汇率的互动关系，金融市场的发展也将淡化货币供应量与通胀的关系，较深刻地改变现行货币政策的运行环境。如何在变化的市场环境中协调好汇率政策与货币政策的关系，需要对不同环境下的汇率与其他政策的协调作用进行估算。理论研究表明，汇率通过支出效应、收入效应和价格效应影响宏观经济，效应的大小取决于不同变量的弹性、传导时滞等。本书对汇率对价格的传递效应、货币条件指数的测算将有助于探索优化中国货币政策工具组合的路径。

三是对未来中国金融战略的制定具有重要参考意义。随着中国在世界经济中的作用逐渐扩大，在全球产业链中的位置不断前移，中国金融融入全球化将是必然趋势，而人民币的国际化将促使中国



金融全球化。人民币国际化必然要求人民币具有独立性、可自由使用性和可兑换性。(1) 人民币首先应是一种独立的，能够反映中国经济基本面和中国在全球经济中的竞争地位的货币。人民币利率应成为与美元、欧元、日元相媲美的全球定价参照，具有有深度的人民币外汇市场。人民币无论和哪种货币过多挂钩都不能满足其作为独立货币的属性。(2) 人民币应为世界各国广泛使用。无论是贸易还是投融资，人民币定价应是最为便捷的工具。(3) 人民币应具有可兑换性。由于各国需要广泛使用人民币，人民币就需要能够很便捷地与其他货币互相兑换。因此，要满足上述的人民币国际化“三性”，人民币汇率就需要具有显著的灵活性。反之，人民币汇率没有显著的灵活性，就难以实现人民币国际化。因此，中国未来金融政策的框架是选择人民币有限国际化、汇率显著灵活性、资本账户有限开放、货币政策有限独立的组合，还是选择人民币国际化、汇率显著灵活性、资本项目开放、货币政策独立的组合，要求我们结合国家经济安全和减少中国宏观经济波动性的现实需要精心研究。如果是第二种组合，汇率的波动有可能会成为中国经济的外部冲击，人民币有可能在国际金融危机时承担国际避险货币或者是全球流动性的重要提供者的职责，届时汇率会大幅波动。因此，需要对人民币汇率的传递机制进行长期的研究，以确定其他货币政策如何应对。

学术界较少有人用汇率政策这一术语，也没有人给汇率政策下一个较完整的定义。一些政策文献曾用过汇率政策一词，但主要是在论述货币政策或讲述历史的场合。之所以很少有人提及汇率政策，主要是由于汇率不像利率那样容易被货币当局调控。特别是在资本项目开放的环境下，一国的货币供求将受全球资本市场的影响，由于外汇市场交易量大大超过央行的干预能力，外汇干预往往无效，因此央行很难通过干预来调控汇率水平。但这并不意味着央行放弃汇率政策。国际经验表明，即使像美国那样的发达经济体，也一直希望对汇率政策在货币政策乃至宏观经济政策中的地位有个



合理的定位。这就是尽可能地保持汇率与经济基本面相一致。

汇率政策主要指货币当局为保持联系汇率与经济基本面相一致,实现物价稳定的目标所采取的一系列政策。它既可以是狭义的汇率政策,如央行直接通过干预汇市影响汇率水平(固定汇率制和有管理的浮动汇率制),也可以是广义的汇率政策,即央行对汇率政策有一个明确的定位,通过利率、公开市场操作、口头干预或与主要国家实行联合干预等手段间接影响汇率水平。目前发达国家对汇率的不干预政策并不表明其放弃了汇率政策,而是由于发达国家的外汇干预能力远远不及国际外汇市场的交易量。近年来,随着国际金融危机的频繁爆发,一些国家又出现重回干预的倾向,如2011年瑞士央行干预汇市,巴西等新兴国家加强对汇率的干预都说明汇率的过大波动是无法承受的。

本书的研究方法主要有三种:理论研究、国际经验研究和中国部分的历史和实证研究。通过汇率在货币政策中作用的文献综述,梳理了有关理论;通过对八个典型国家的国别经验研究,总结了汇率在不同国家货币政策中的作用;通过对中国的实证研究,分析了中国泰勒规则、中国汇率传递效应、货币条件指数(Monetary Condition Index, MCI)的适用性和中国的对冲效率等,研究了货币政策与汇率协调的问题。由于汇率在货币政策中的作用涉及很多理论问题,本书主要侧重研究汇率政策在货币政策中的作用,而对其他有关问题不作深入研究,例如如何计算人民币的均衡汇率、人民币国际化的策略等。这些问题需另设专题进行深入研究。

本书围绕中国经济转型条件下,汇率政策在货币政策中的作用,着重研究以下几个方面:中国经济未来转型的主要方向,汇率政策在货币政策中作用的相关理论,主要国家的经验,一些国家转型中汇率政策在货币政策中作用的变化,中国汇率政策与货币政策的协调关系和未来的协调难点,有关政策建议等。