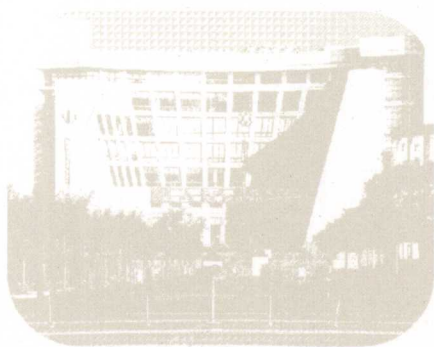


A Study on the Prospects of
the Exchange Rates between
RMB and USD

货币价值论

从汇率生成机制看人民币升值前景

王时芬 著



A Study on the Prospects of
the Exchange Rates between RMB and USD

A Study on the Prospects of
the Exchange Rates between
RMB and USD

货币价值论

从汇率生成机制看人民币升值前景

王时芬 著

图书在版编目 (CIP) 数据

货币价值论/王时芬著. —北京: 经济管理出版社, 2009. 4

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0595 - 0

I. 货… II. 王… III. 人民币 (元) — 汇率 — 研究
IV. F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 047591 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 世界知识印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 张 艳

责任编辑: 张 艳 陈亚辉

技术编辑: 杨国强

责任校对: 陈 颖

720mm × 1000mm/16

9.75 印张 169 千字

2009 年 5 月第 1 版

2009 年 5 月第 1 次印刷

定价: 29.00 元

书号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 0595 - 0

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

“当代中国中青年经济学人文库” 编委会

主 编：金 碚

副主编：沈志渔

编委会成员（按姓氏笔画排列）：

王延中	邓荣霖	史 丹	刘力钢	刘戒骄
李 凯	李曦辉	李海舰	汪同三	汪海波
吴家骏	陈 宪	陈 耀	张世贤	张其仔
张承耀	杨世伟	杨冠琼	杜莹芬	周叔莲
罗仲伟	洪 涛	赵景华	郭克莎	唐晓华
高 闯	黄如金	黄津孚	黄群慧	戚聿东
梅洪常	韩岫岚	熊胜绪	魏后凯	

总 序

在中国近三十年来的改革开放历程中，千百万时代弄潮儿“摸着石头”蹚过了溪流，跨越了江河，在建立社会主义市场经济的实践中艰难探索，中国的经济学人也在其中。伴随着经济发展的进程，中国经济学界出现了百花齐放的喜人局面，其中尤以中青年学者表现最为活跃，成果丰硕。他们对经济建设和社会生活中的许多问题和现象进行了卓有成效的深入分析和探讨，在紧密联系实际问题的理论研究中提出了许多新观点、新方法、新理论，其中不乏具有很高学术水平和实际应用价值的优秀作品。

经济管理出版社决定选择在学术上勇于探索、有所创新，又具有较高理论水平的中青年经济学人的学术专著，结集出版“当代中国中青年经济学人文库”丛书。丛书的作者主要来自中国高等院校和科研院所，受过系统的经济学专业训练，具有比较扎实的经济学理论功底，能够敏锐和准确地把握经济社会发展中所遇到的实际问题，并能为中国的经济建设和社会发展建言献策。“当代中国中青年经济学人文库”丛书为中国中青年经济学人提供了一个发表成果的园地，构建了一个学术交流的平台，使他们能够把自己的研究成果和学术思想更广泛地向社会展示和传播，为学界所分享。

“当代中国中青年经济学人文库”丛书是中国中青年经济学人立足中国实际国情，研究关系国家发展的重大经济理论问题的优秀成果集萃。当前，随着中国经济的持续蓬勃发展，全世界经济学人都高度关注中国经济发展中出现的各种经济现象和经济关系。中国经济所具有的巨大规模、深厚历史和高度丰富性，为世界经济学者提供了千载难逢的理想样本。中国中青年经济学人得天独厚的条件，在研究和分析中国经济建设和社会发展中取得了具有重大理论意义和现实意义的成果。鼓励中国中青年经济学人以更大的理论兴趣努力深入研究中国经济问题，也能够促进中国经济学研究水平的提高和中国新一代经济学人的更快成长。“当代中国中青年经济学人文库”丛书的出版发行，还将有助于促进中国经济学研究的国

际交流，提升中国中青年经济学人在世界经济学界的影响力。

“当代中国中青年经济学人文库”丛书的编辑出版是我国经济学界的一件幸事，更是广大中青年经济学人的一件幸事。祝愿“当代中国中青年经济学人文库”不辱使命，不负众望，真正成为中国中青年经济学人科研成果佳作精品的荟萃之地和瑰宝之库。

金 碚

2007年2月2日于北京海淀区世纪城

内容摘要

汇率是一种货币以另一种货币表示的价格。在没有其他非市场因素影响的条件下，汇率应遵循商品市场的一般规律，即它是由经济活动导致的对这种货币的供给和需求决定的。价格是对价值的反映，通常情况下它是围绕价值波动的。长期而言，在接近完全市场经济的条件下，价格与价值基本上是一致的。所以，本书讨论浮动汇率制条件下的长期汇率生成机制，也就是从一种货币的价值如何由另一种货币来体现这个角度讨论货币的价值生成机制。

自1994年以后，人民币实行严格盯住美元的汇率制度。近年来波动幅度虽有所扩大，但总体来说，人民币的汇率不能有效反映国际经济活动所产生的对它的供需关系。近十几年来，中国相对美国的通货膨胀率、利率、贸易差额、吸收外国资本和外国直接投资的金额都有了巨大变化，而这一时期人民币对美元的汇率基本保持不变，所以，人民币的汇率可能是扭曲的。

随着我国改革开放的进展，我国经济必然要融入世界，人民币实行浮动汇率制已是大势所趋。如果人民币实行浮动汇率制，根据近年来各项经济指标的状况，从宏观经济的原理来说，人民币存在升值压力。但是，仅指出这点是远远不够的。一种货币对另一种货币是否升值，首先要探讨汇率的生成机制，在知道汇率生成机制的条件下，我们才能确切判断汇率是否会变动，以及怎么变动。

探讨人民币是否升值的问题，最理想的方法是确定人民币兑美元长期汇率的生成机制。但由于人民币一直实行固定汇率制，基本经济状况的变化难以从其汇率上得到很好反映，所以，本书选择美元兑日元的汇率以及影响该汇率的各因素作为时间序列的样本，进行回归分析，以确定这两种货币的汇率生成机制。1973年后，这两种货币都实行浮动汇率制，笔者认为，它们的汇率基本上是由市场因素决定的。再者，美日两国是当今世界两大经济体，研究它们的汇率问题所得到的结论应该对其他货币的汇率有较大的借鉴作用。

在确定了经济中对长期汇率有影响的各个指标之后，本书对各指标数据进行

实证研究，结果显示：在浮动汇率制条件下，①通货膨胀率较低的国家，其货币长期来说有升值的趋势；②利率较高的国家，其货币长期来说有升值的趋势；③贸易长期呈逆差的国家，其货币长期来说有贬值的趋势；④接受外国直接投资流量大于对外国直接投资流量的国家，其货币长期来说有升值的趋势。

由实证研究获得的汇率生成机制的证据，结合近十几年中国经济的相关数据，笔者认为，人民币确实存在升值压力，但人民币急剧升值或马上放弃对汇率的严格管理并不可取。为纠正人民币汇率的扭曲，每年进行温和的升值是比较适宜的选择。在连续几年升值，经常项目收支趋于平衡后，应实现人民币的自由兑换。

目 录

引 言	1
第一章 问题的缘起	5
第一节 人民币长期实行固定汇率制	5
第二节 中国汇率制度的某些改革	7
第三节 实行固定汇率制的利弊	8
第四节 中国的汇率制度面临进一步改革	15
第五节 如何确定人民币是否应该升值	17
第二章 文献回顾	23
第一节 对汇率理论研究的概述	23
第二节 易纲、张磊的《国际金融》	27
第三节 干杏娣的《经济增长与汇率变动——百年美元汇率史》	28
第四节 R. Leslie Deak 的《预测汇率》	34
第五节 Jianzhou ZHU 的《汇率模型的基本方法：探讨购买力平价的 扩展理论》	35
第六节 Lawrence H. Officer 的《长期有效汇率和物价比率：对购买力 平价理论的检验》	39
第七节 日本经济学家的《亚洲货币的平衡汇率》	41
第三章 对长期汇率形成机制的理论探讨	47
第一节 影响长期汇率变动的因素	47

第二节 经常项目变动	49
一、通货膨胀率和购买力平价理论	49
二、经常项目的差额	51
第三节 资本项目变动	59
一、资本项目的规模已大大超过经常项目	59
二、利率、利率平价理论和国际资本流动	65
三、外国直接投资	67
第四节 本章小结	70
第四章 计量模型、样本数据和回归结果的分析	71
第一节 基本假设	71
第二节 计量模型	72
第三节 样本数据的选择	73
第四节 用于回归的数据、回归结果的检验及分析	75
一、用于回归的数据	75
二、对各个自变量相关性的检验	78
三、根据计量模型进行的线性回归分析	79
四、略去两国相对外国直接投资流量以后的回归分析	81
五、略去通货膨胀率或两国贸易差额以后的回归分析	83
六、将美日两国的各变量分成 1974 ~ 1986 年、1987 ~ 2003 年两个阶段 进行回归分析	85
第五节 本章小结	88
第五章 人民币汇率展望和未来研究的设想	91
第一节 人民币汇率展望	91
一、人民币有升值的压力	91
二、人民币有控制升值和可自由兑换	93
第二节 未来研究的设想	99
一、精确化计量模型的系数	99
二、计算平衡汇率	100
第三节 本章小结	101

第六章 对人民币兑美元的理论汇率的简单测算 103

附 录 改革开放以来人民币汇率改革及其与外贸顺差、经济增长、
外汇储备关系的实证研究 107

参考文献..... 127

后 记 139

引 言

汇率是一种货币对另一种货币的比率，是用另一种货币表示的价格。在没有其他非市场因素影响的条件下，货币也应遵循商品市场的一般规律，即它的以另一种货币表示的价格（汇率）由两国对这种货币的供给和需求决定。价格是对价值的反映，通常情况下它是围绕价值波动的。长期而言，在接近完全市场经济的条件下，价格与价值基本上是一致的。所以，本书讨论浮动汇率制条件下的长期汇率生成机制，也就是从一种货币的价值如何由另一种货币来体现这个角度讨论货币的价值生成机制。

由于人民币至今仍没有实现资本项目下的自由兑换，而且自 1994 年以后，人民币实行严格盯住美元的汇率制度，所以人民币的汇率不能有效反映国际经济活动所产生的对它的供需关系。从 1994 年到 2005 年 7 月，中国相对美国的通货膨胀率、利率、贸易额、吸收外国资本和外国直接投资的金额都有了巨大变化，而这一时期人民币对美元的汇率基本上没有变化，所以人民币的汇率可能是扭曲的。

就汇率制度的安排而言，实行固定汇率制必须严格控制资本流动。不然的话，一旦资本大规模地流动，中央银行要么为维持固定汇率而动用外汇储备（但这样做的能力毕竟有限），要么只能放弃固定汇率。汇率制度和资本流动之间的这种关系不仅为蒙代尔—弗莱明的“三元悖论”所揭示，而且为许多国家发生的金融危机所证实。所以，固定汇率制和货币的不可自由兑换是密切相连的。

我国实行盯住美元的汇率制度，基本上符合我国经济发展和改革开放的实际情况，对我国的改革开放事业起到了关键的促进作用。固定汇率制提高了我国商品的国际竞争力，有利于扩大出口，增加国内的就业机会。它也有利于吸收外国直接投资，优化我国的经济结构、提升产业水平、扩大就业。还有一个重要的成果是，固定汇率制使我国成功地避免了亚洲金融危机的冲击，我国经济没有遭受挫折。

然而，随着改革开放的进展，我国经济进一步融入世界，固定汇率制的弊端

也逐步显现出来。第一，与固定汇率制伴生的严格的资本控制，限制了我国进一步扩大利用外资的能力，特别是吸收间接投资方面更是如此。虽然我国推出了诸如 QFII 等扩大外资参与资本市场的措施，但其效率肯定不如允许外资自由参与资本市场那么高。第二，固定汇率制导致我国贸易顺差急剧增加，国际收支连年不平衡，外汇储备节节上升，使得我国资金的使用效率不高。第三，由于固定汇率制造成的国际收支盈余，我国利用货币政策调节经济的功能弱化，货币政策的独立性受到挑战。为了维持固定汇率，央行不得不投放货币以吸收多余外汇，造成通货膨胀的压力。而由于包括外国直接投资在内的巨大投资规模，使我国出现了产能过剩，通胀压力都转移到某些领域，造成这些产业的价格扭曲。第四，十几年来，我国的对外经济活动发生了巨大变化，而汇率却基本固定。汇率变动和基本经济状况的发展脱节，这本身就是不正常的。

看来，人民币实行浮动汇率制是中国进一步改革开放的必然要求，是大势所趋。根据近年来的国际收支状况，实行浮动汇率制后，人民币存在升值压力。但这只是从宏观经济理论上得出的结论。一种货币对另一种货币是否应升值，首先要看汇率受到哪些因素的影响，即探讨汇率的生成机制；在知道汇率生成机制的条件下，我们再来判断汇率是否需要变动，以及怎么变动。

汇率问题十分复杂，受到基本经济变量的各种影响。影响汇率的因素还分为短期因素和长期因素。短期因素包括相对利率、资本市场的套利活动、政府干预、新闻事件等；长期因素则包括购买力平价（相对通货膨胀率）、长期的相对利率、长期的国际收支差额等。有些因素，像相对利率，在短期和长期对汇率的影响还可能是相反的。虽然各种变量错综复杂，但归根到底，决定两国汇率的因素应该是国际经济活动中对两国货币的供需力量。

本书从宏观上探讨长期的汇率生成机制。首先要确定经济中的哪些指标对长期汇率有影响；其次选择两种货币，对各因素进行以计量回归为内容的实证研究，看看各因素对汇率有什么影响、影响的大小如何；最后再回到撰写本书的初衷，根据实证研究的结论探讨人民币是否要升值。

探讨人民币是否升值的问题，最理想的方法是对决定人民币兑美元长期汇率的各因素进行计量分析。但由于人民币一直实行固定汇率制，基本经济变量的变化难以从其汇率上得到很好反映，所以本书选择美元兑日元的汇率以及影响该汇率的各因素作为时间序列的样本。首先，1973 年以后，这两种货币都实行浮动汇率制，笔者认为它们的汇率基本上是由市场因素决定的。政府干预、套利活动、

新闻事件等因素虽在短期内对它们的汇率有这样那样的影响，但长期来说，这些因素的影响不大。其次，美日两国是当今世界两大经济体，研究它们的汇率的生成机制所得出的结论应该对其他货币的汇率有较大的借鉴作用。

本书接下来的各个部分是这样安排的：第一章“问题的缘起”阐述人民币实行固定汇率制的意义和局限性。指明如果人民币实行浮动汇率制，它可能面临升值压力，但是否真的要升值应该从汇率的生成机制入手讨论问题。第二章“文献回顾”简述以前中外学者的论文、专著对长期汇率生成机制的探讨。第三章是“对长期汇率形成机制的理论探讨”。通过从理论上讨论浮动汇率制条件下影响长期汇率的因素，找出实证研究应该包括的变量。第四章“计量模型、样本数据和回归结果的分析”。选择美日两种货币从 1974 ~ 2003 年的汇率以及影响汇率的各因素的数据作为变量的样本数据，代入时间序列模型，求出各系数和参数，对计量结果进行检验和解释，从而探讨各因素如何影响汇率的生成。第五章是“人民币汇率展望和未来研究的设想”。根据计量结果显示的浮动汇率制条件下的汇率生成机制，探讨如果人民币实行浮动汇率制，它是否应该升值。如果有证据显示人民币应该升值，那么升值将有利于纠正汇率的扭曲。然后提出今后笔者进一步研究汇率问题的设想，阐明今后如何将汇率生成机制的研究更加量化，使得升值或贬值的幅度更加精确、更具指导意义。第六章是“对人民币兑美元的理论汇率的简单测算”。笔者尝试根据实证研究得出的汇率生成机制的结论，初步测算一下人民币的理论汇率。

第一章 问题的缘起

在经济自由化和全球经济一体化程度不断加深的今天，汇率已经成为经济生活中越来越重要的变量，它不仅综合体现了货币数量、通货膨胀率、利率、进出口贸易、资本流动、总需求方面的基本状况，同时还对这些变量产生复杂的影响。

经过 30 年的改革开放，一方面，中国的经济发展取得了巨大成就，而且已经融入世界经济。由于这个庞大的经济体与世界其他国家的互动日益密切，中国的汇率和汇率制度正成为全球关注的焦点。另一方面，同中国经济的其他领域取得的改革成果相比，汇率领域的改革在 30 年间相对缓慢。为了更好地推进改革开放的大业，使中国经济更深、更广地融入世界，既让世界上经济发展的成就更好地为我所用，又对全球经济发展作出更大的贡献，我们有必要对汇率问题进行深入探讨。

第一节 人民币长期实行固定汇率制

中国长期以来一直实行固定汇率制度，中国实行的经济制度是人民币采取固定汇率制的主要原因。从 20 世纪 50 ~ 80 年代，中国建立和实行严格的计划经济制度，所有的经济资源都由政府控制，经济按照政府的计划运行。汇率作为国际收支的核心因素，自然由政府控制。在此期间，出于有利于稳定和发展我国经济的需要，也受到一系列政治因素的影响（如美国对我国实行禁运、社会主义阵营和资本主义阵营的对抗等），人民币曾经盯住过几种不同的外币。1949 ~ 1952 年盯住美元；1953 ~ 1972 年盯住英镑，同时经历了和苏联卢布紧密联系而后再也不再

联系的过程；1973 ~ 1980 年盯住一篮子货币^①。但不管这段时间人民币盯住哪种外币，其汇率都是由政府制定，并非由市场的供需状况来确定。

在严格的计划经济制度下，对外经济交流肯定是受到限制的，因为大量的对外经贸合作被认为是干扰——而非促进——政府计划目标的实现。政府对进出口贸易也有严格的计划，出口创汇的目的主要是为了有资金进口必需的生产资料和国内一时无法提供的生活必需品。计划经济时代的汇率和市场经济时代的汇率有着不同的意义。

20 世纪 70 年代末，中国开始实行改革开放政策。国际贸易、外国直接投资和对外举债成为加快我国经济发展的重要手段。为了配合对外贸易体制和适应外资体制的改革，我国的外汇管理体制也得到重大改革。人民币恢复盯住美元，直到 2005 年 7 月 21 日。7 月 22 日以后改为盯住一篮子货币，但具体盯住哪些货币以及各货币在篮子中的权重没有公布。从 80 年代初到 2005 年，人民币进行了多次贬值，从 1980 年的 1 美元兑 1.5 元人民币贬值到 1994 年的 1 美元兑 8.70 元左右人民币，随后人民币缓慢升值到次年的 1 美元兑 8.30 元人民币左右，并一直维持着这个汇率，直到 2005 年 7 月 22 日人民币升值到 1 美元兑 8.11 元人民币。

人民币在 20 世纪 80 年代和 90 年代一再贬值，一个非常重要的原因是在这一时期中国的通货膨胀率远较美国的为高（见表 1.1）。改革开放是生产力的一次巨大解放，是从缺乏活力的、短缺的经济向充满活力的、比较富足的经济的升华，总收入的快速增加和与之配套的货币供给的扩大，是通货膨胀率上升的主要原因。由此导致的人民币的贬值是与经济基本面的状况相吻合的。

表 1.1 1985 ~ 1993 年中美两国 WPI 的比较 (1985 年 = 100)

年 份	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
中国 (%)	100.00	103.80	112.00	128.80	152.76	159.02	168.88	180.36	223.65
美国 (%)	100.00	97.10	99.64	103.63	108.83	112.70	112.94	113.54	115.24

资料来源：转引自许少强、朱真丽，2002 年。

从表 1.1 可见，在这 9 年中，中国的年均 WPI 增长率为 10.58%，而美国的年

① 许少强、朱真丽：《1949 ~ 2000 年的人民币汇率史》，上海财经大学出版社，2002 年。