



朱鲈华 著

RENMINBI
HUILÜ WENTI
YANJIU

人|民|币

汇率问题研究



人民出版社

RENMINBI
HUILÜ WENTI
YANJIU

人|民|币

汇率问题研究

朱鲈华
◎著

● 人民出版社

策划编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

人民币汇率问题研究/朱鲈华著. —北京:人民出版社,2007.8

ISBN 978-7-01-006502-1

I. 人… II. 朱… III. 人民币(元)-汇率-研究 IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 140617 号

人民币汇率问题研究

RENMINBI HUILÜ WENTI YANJIU

朱鲈华 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市双桥印刷厂印刷 新华书店经销

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:10.375

字数:300 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-006502-1 定价:24.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

人民币

汇率问题研究

RENMINBI
HUILU WENTI
YANJIU

内|容|简|介

本书在对国外计算均衡汇率的方法进行深入分析、比较和评价的基础上，利用现代经济学和现代金融学理论建立了人民币汇率分析的基本框架，利用数量经济学方法建立了人民币均衡汇率模型，并结合改革开放以来人民币汇率的实际状况用计量经济学方法对模型进行了检验，分析了人民币汇率合理水平的确定路径；接着，本书研究了汇率波动的传导途径、传导机制以及汇率波动对经济的传导效应，并给出了相关的政策建议；本书还利用联立方程模型对人民币汇率波动与中国经济发展之间的相互影响进行了实证分析；最后，本书借鉴国外汇率制度改革的经验和教训，从法律和制度设计上对中国汇率制度改革进行了探讨。

本书是作者承担的华南师大211工程重点研究项目和广东省自然科学基金项目的研究成果。

人民币

汇率问题研究

RENMINBI
HUI LÜ WENTI
YANJIU

策划编辑: 陈 登



目 录

第一章 绪 论	1
第一节 基于购买力平价的汇率决定理论	3
第二节 局部均衡框架下的均衡汇率决定理论	9
第三节 一般均衡框架下的均衡汇率决定理论	12
第四节 简约一般均衡框架下的均衡汇率决定理论	20
第五节 人民币均衡汇率研究	24
第六节 人民币汇率制度研究进展	31
第七节 本书的研究内容与方法	54
第二章 人民币均衡汇率模型及汇率合理水平分析	59
第一节 均衡汇率相关背景知识	60
第二节 均衡汇率模型	71
第三节 基于均衡汇率模型的经济含义分析	86
第四节 人民币汇率合理水平的确定	97
本章小结	112
第三章 汇率波动的传导机制及其效应分析	114
第一节 汇率波动传导机制的理论分析	115
第二节 汇率波动对价格的传导效应	121

第三节	汇率波动对国际贸易的传导效应	129
第四节	汇率波动对国外直接投资的传导效应	138
第五节	汇率波动对就业的传导效应	145
第六节	汇率波动对利率的传导效应	154
第七节	汇率波动对经济增长的传导作用	167
第八节	基于汇率波动传导效应的政策建议	177
本章小结		186
第四章 人民币汇率波动对中国经济影响研究		188
第一节	人民币汇率波动对中国经济影响的 定性分析	188
第二节	人民币汇率波动对中国宏观经济影响的 实证分析	198
第三节	人民币汇率波动对中国国内物价水平的 影响	205
第四节	人民币汇率波动对中国就业的影响	216
第五节	人民币汇率波动对中国相关产业的影响	227
本章小结		237
第五章 中国汇率制度改革研究		239
第一节	中国现行的汇率制度介绍	241
第二节	中国汇率制度改革的背景	247
第三节	保障人民币汇率稳定的法律规制研究	257
第四节	中外汇率制度改革的比较分析	278
第五节	中国汇率制度改革的现实选择	295
参考文献		317

第一章 绪 论

近两三年，人民币汇率成为了一个沸沸扬扬的话题。归纳起来，有两个相互关联的问题，其一是人民币汇率的均衡水平，以及人民币名义汇率和实际汇率对均衡汇率的偏离程度；其二是人民币汇率的形成机制，这又包括两个方面，第一是人民币是应该维持目前事实上的盯住美元的固定汇率制度还是恢复到有管理的浮动汇率，第二是如何改革目前的结汇、售汇、付汇制度以及资本项目的管制。

均衡汇率也称理论汇率，是遵循货币内在价值规律，依据汇率理论及其模型测出的汇率，它构成一国货币交换的基础。均衡汇率与现实汇率不同，现实汇率是实际经济交易中使用的汇率，由外币市场供求决定。正如商品的价值和价格的关系一样，均衡汇率是现实汇率的基础，而现实汇率是均衡汇率的反映。

均衡汇率是汇率理论的核心问题之一，是判断汇率水平是否失调及汇率政策是否需要调整的主要客观依据。知道了本国的均衡汇率水平，中央银行对于汇率的宏观调控就做到了心中有数。由于汇率失衡具有极大的危害性，一方面，汇率的持续高估使本国对外竞争能力丧失，并由此导致进口增加和出口减

少。如果汇率高估持续的时间越长,对该国的出口企业伤害就越大,出口部门发生实质性萎缩的可能性就越大,出口复苏就越加困难。特别是在近年来出口竞争日趋激烈的情况下,出口市场和份额的丧失可能永远都没有机会补偿。同时,汇率高估持续的时间越长,进口商品就越容易挤占国产商品的市场,尤其是当本国的出口产品在国际市场上具有很高的可替代程度时,汇率高估意味着市场迅速丢失或迅速被进口占领。发展中国家产品大部分是初级产品,技术附加值较小,汇率高估带来的负面效应会迅速显现。另一方面,汇率失调的时间过长或者汇率失调频繁出现会造成国内生产、就业和财政收入的损失,以及投资的撤离。当生产的产品难以和便宜的进口品相竞争或对外出口不再盈利甚至根本出不去的时候,本国的贸易企业就会首先削减产量,裁减员工。由此还会带来连锁反应:贸易品部门生产下降,从非贸易品部门的采购将减少;而贸易部门失业员工的收入下降,对非贸易品的需求减少,这样非贸易品部门的企业将被迫压缩生产和就业,这种乘数效应进而将造成整个国民经济生产下降,失业上升。因此,判断汇率是否失调的均衡汇率理论在经济学和经济政策中的影响越来越大。

20 世纪 80 年代,均衡汇率理论再次成为各界关注的焦点,这一次是从另一个角度推动均衡汇率理论发展的,即美国巨额的贸易逆差以及从债权国向债务国的转化。最初,这种转化被看做美国经济衰落的标志,而不像萨缪尔森所说的那样,是从成熟的债权国向成熟的债务国的转化。目前关于均衡汇率的决定理论主要有四类:基于购买力平价的汇率决定理论,局部均衡框架下的均衡汇率决定理论,一般均衡框架下的均衡汇率决定理论,简约一般均衡框架下的均衡汇率萨缪尔森决定理论。本章将对现有的汇率均衡理论做一个初步的介绍。

第一节 基于购买力平价的汇率决定理论

瑞典经济学家 Gustav Cassel 1922 年提出的购买力平价理论是应用最为广泛的汇率理论之一，也是关于均衡汇率的最早理论，一直对国际上的汇率研究和国际经济学发展有着深远的影响。该理论指出，一国货币的汇率决定于该国的货币能购买到的商品和服务相当于其他国家购买同质商品和服务的数量。购买力平价的逻辑是单一价格规律的原理，单一价格规律断言，在所有的地方一种物品都应该按同样的价格出售，否则就会出现套利机会，套利者会在价格偏低的市场上购入商品并在价格偏高的市场上售出，并从价格差异中获得利润，套利行为使得各个市场价格趋于一致。因此平价意味着平等，而购买力是指货币的价值，所有货币的一单位在每个国家都应该有相同的实际价值。

传统的购买力平价理论坚持实际汇率不变的观点，也就是说，一旦找到 Cassel 所称的“正常”汇率（均衡汇率），今后就应该通过名义汇率与物价成比例变化保证均衡汇率不发生变化。但是现实经济生活中汇率演变的客观事实表明，各国的实际汇率都在经常发生变化，20 世纪 80 年代中期，各国对布雷顿森林体系解体后汇率走势的实证研究表明，购买力平价对于多数货币并不适用，在其后的一段时间里，购买力平价理论陷入了困境。但 20 世纪 90 年代以来随着计量经济学的发展和数据样本的增加，国际经济学界对于购买力平价的应用研究又掀高潮，学者们不断利用新的计量方法重新检验其适用性，研究的内容也极大地突破了传统的购买力平价理论，购买力平价理论又一次被学术界所重视。

一、传统的购买力平价理论

传统的购买力平价理论认为，汇率是由两国货币的相对购买力，即物价水平决定的。购买力平价理论有两种形式：绝对购买力平价和相对购买力平价。

（一）绝对购买力平价

该理论认为一国货币的对外汇率主要是由两国货币在其本国所具有的购买力决定的，两种货币购买力之比决定了两国货币的兑换比率，即：

$$E = P/P^* \quad (1.1)$$

式中 E 为名义汇率，是以本币表示的单位外币，即直接标价法。 P 和 P^* 分别表示本国和外国的综合物价水平。 P 和 P^* 应包含相同的商品，且各种商品在价格水平的测算中应有相同的权重。由于各国经济发展水平、经济结构、消费结构差异巨大，两种价格水平的测算难度很大，因此实证研究中很难获得准确的数据。

（二）相对购买力平价

相对购买力平价认为：在一定时间内，汇率的变动与同一时期的两国价格水平的变动成比例，即：

$$\frac{E_t}{E_0} = \frac{P_t/P_0}{P_t^*/P_0^*} = \frac{PI_t}{PI_t^*} \quad (1.2)$$

式中 E_t 和 E_0 分别表示 t 期和基期的名义汇率， PI_t 和 PI_t^* 分别表示本国和外国的物价指数。

值得注意的是无论是绝对购买力平价还是相对购买力平价，从其基本理论来看，名义汇率通过物价水平调整之后形成实际汇率，而且实际汇率为 1，反映了购买力平价理论的逻辑是单一价格规律的原理，而单一价格是通过套利者的套利行为来实现的。

在套利行为推动市场价格趋于一致的推理过程中，该理论隐含以下假设前提：（1）所有商品都是可贸易的。在购买力平价理论中所有市场的商品和劳务的价格是单一的，这是通过套利者的套利行为实现的，套利者在低价市场买进商品和劳务并在高价市场上售出，这一过程的实质就是商品交易的过程。但是购买力平价理论并不是针对某一或者某部分商品和劳务，而是针对所有的商品和劳务，所以，该理论要求所有的商品都是可以自由贸易的。（2）商品贸易的条件相同，并且没有外汇管制。国际间的套利行为涉及国际贸易领域，有些国家为了保护本国产业的发展通常使用关税和进口配额等形式来限制进口；出口国也常使用出口退税等形式补贴出口商，以增强本国产品在国际市场的竞争力。这些贸易条件的差异，扭曲了进出口商品和劳务的价格，同时也限制了套利的动机和行为。贸易条件相同的假设，排除了这些贸易条件的差异而破坏该理论成立的可能性。购买力平价理论前提之一是浮动汇率制，国家外汇管制也直接扭曲了购买力平价理论的逻辑基础，比如，自 1994 年以来，中国实施的是有管理的浮动汇率制，但人民币汇率浮动的范围仍然十分有限，汇率波动很大程度上由金融当局把握，外汇市场具有很强的垄断性。在这一汇率体制下，套利者面临受政策管制的汇率风险。所以，没有外汇管制也是购买力平价理论中必不可少的前提条件。（3）没有交易费用，并且信息是完全的。购买力平价理论忽略了套利行为过程中产生的交易费用和信息不完全等问题。如果现实中套利者利用不同市场定价差异的信息进行套利活动并获取差价收益的同时需要支付交易费用，那么交易费用增加了市场的摩擦。如果套利者从套利活动中获得的收益无法弥补交易费用，就不存在套利动机，套利行为终止，价格差异就继续存在。这就否定了单一价格规律，因此购买力平价理论隐含了没有交易费用的假设。另外，

如果套利者要支付一定成本来获取关于市场价差的信息的话,信息搜索成本也会增加市场的摩擦,进一步减少套利收益的可能性而限制套利行为。因此,购买力平价理论也必须隐含信息完全的假设。(4)不同国家的同一种商品和劳务是可以完全替代的。消费者对同一种商品和劳务往往有不同的偏好,如果消费者偏爱的是德国啤酒而不是其他国家生产的啤酒,那么对德国啤酒就会有更高的支付意愿。尽管市场上存在价格差,也没有有利的套利机会,因为消费者并不认为这两种商品是相同的,为了简化具体情况,购买力平价理论隐含了“可以完全替代”假设。由此可见,购买力平价理论的假设条件是相当苛刻的。

(三) 传统的购买力平价理论测算均衡汇率的基本思路

基于购买力平价的均衡汇率实证模型(Theodore and Hinkle, 1999)的基本思路是:如果实际汇率是平稳时间序列,长期均衡汇率可以通过相对购买力平价的方法计算。实际上,实际汇率概念最初的主要用途就是用于分析汇率是否处于均衡水平。相对购买力平价法测算均衡汇率的关键是确定基期水平,因为基期水平上的实际汇率必须保持在均衡汇率水平上。在此基础上,通过相对价格变化对基期实际汇率的调整得到以后的实际汇率。将后来的各期实际汇率与基期的实际汇率相比较,就可以判断实际汇率是否维持在均衡水平上。这类模型更详细的测算方法参见 Ahlers 和 Hinkle (1999)。

显然,这种测算方法的前提假定为均衡汇率是固定不变的。如果均衡汇率不是平稳的时间序列,或者说经济基本面的变化使均衡汇率发生根本性的变化,均衡汇率就不再是固定的,这样就不能通过将以后各期的实际汇率与基期的实际汇率的比较判断汇率是否平衡。然而,现实经济中均衡汇率既非平稳的时间序列,经济基本面的变化又会引致均衡汇率的移动,因此以购买力平价

为基础对均衡汇率的测算就难以用来作为判断汇率失衡的依据。

二、购买力平价理论的新进展

随着时间序列分析方法的应用，特别是协整理论在实证研究中的推广，相对购买力平价的表示形式近年来有了很大改进，有的甚至超越了购买力平价理论的范畴。按照限定条件由严到松主要有三种表示形式：

（一）购买力平价的单变量形式

对式（1.2）两边取对数，并进一步变换得到：

$$E_t - PI_t - PI_t^* = E_0 \quad (1.3)$$

考虑到运输成本等交易费用和物价指数存在误差等因素，可允许等式右边为任一常数，可以不等于基期名义汇率。近来，越来越多的人又倾向于进一步放松上述条件，变为检验单变量 Q_t 的平稳性：

$$Q_t = E_t - PI_t + PI_t^* \quad (1.4)$$

虽然方程（1.4）相对于传统的购买力平价理论有所突破，但是由于它一方面要求国内外相对价格与汇率成比例，另一方面又要求国内外物价指数对称，仍然是一种较为严格的购买力平价形式，因此，它仍然没有完全脱离传统购买力平价理论。

（二）购买力平价的两变量形式

购买力平价的第二种表示形式为：

$$E_t = \alpha + \beta(PI_t - PI_t^*) + \mu_t \quad (1.5)$$

这种形式实际上是要检验名义汇率变量与两国通货膨胀率之差这一变量之间是否存在着某种稳定的线性关系。这种形式不再要求国内外相对价格与汇率变动成比例，而只限定国内、国外物价指数相对称，因而较单变量形式又更进一步放松。

(三) 购买力平价的三变量形式

购买力平价的第三种表示形式为：

$$E_t = \alpha + \beta_1 PI_t - \beta_2 PI_t^* + \mu_t \quad (1.6)$$

这种形式实质上是要检验名义汇率、国内物价指数和国外物价指数三个变量之间是否存在某种稳定的线性关系。这种形式既不要求国内外相对价格与汇率变动成比例，也不限定国内、国外物价指数对称，因此最为宽松。

Kim (1990)、Grilli 和 Kaminsk (1991)、Cheung 和 Lai (1993)、Liu (1993) 分别用上述三种检验形式对购买力平价理论进行了检验，并在不同程度上宣称证明了购买力平价理论。但是实际上他们检验的只是购买力平价的弱化形式，它们一般不检验系数的对称性、比例性，不再要求实际汇率是一个固定不变的常数而只要求是平稳序列，并将购买力平价限制到仅在长期成立。另外，在检验 E_t , PI_t , PI_t^* 之间的协整关系时，所用的物价指数都是实际观测到的数据，并没有考虑这些现实的物价是否是均衡的、可持续的，因此，购买力平价理论并没有区分“现实均衡”和“可持续均衡”，这也是它的缺点。张晓朴(2001)运用单位根检验、协整检验等方法对人民币官方名义汇率和外汇调剂市场加权汇率是否符合购买力平价分别进行了检验，结果表明，购买力平价理论不适用于改革开放以来人民币汇率的变动实际，人民币汇率的变动可能受到某些非货币的实际因素影响。同时，即使假定传统的购买力平价理论在超长期适用于人民币汇率，是一种确定超长期均衡汇率的有效方式，但是，超长期有效对于选择合理的汇率政策是不够的，当基本经济要素在中长期驱使均衡的实际汇率发生变化时，甚至会造成政策误导的严重后果。由于基于购买力平价理论的诸多缺陷，这种测算方法没有再进一步的研究。

第二节 局部均衡框架下的均衡汇率决定理论

局部均衡框架下的均衡汇率决定理论将均衡汇率的研究与宏观经济联系起来,不再像购买力平价理论那样局限于货币因素,它至今还被国际货币基金组织、国际经济研究所等诸多国际组织广泛采用。它的主要测算方法包括基于进出口贸易方程计算的国际收支均衡和货币主义的外汇市场出清均衡。前者的基本思路是:先确定实际汇率与贸易余额的数量关系,然后利用储蓄—投资缺口或可持续资本流入规模确定目标贸易余额值,在此基础上剔除周期因素、政策因素等影响后得到与均衡汇率相一致的基期贸易余额值,最后确定均衡汇率水平。由于经济结构的差异,在确定贸易余额和实际汇率数量关系的时候有两种不同的计算框架,针对发达国家的往往采取需求导向的蒙代尔—弗莱明模型,针对发展中国家往往采取供给导向的三产品模型。更详细的测算方法参见 Ahlers 和 Hinkle (1999)。而后者基本思路是将汇率视为货币的价格,均衡汇率为外汇市场供需力量的对比,即计算外汇市场的出清价格。对均衡实际汇率估计的局部均衡方法是基于蒙代尔—弗莱明模型对经常账户的设定:

$$CA = RB(RER, Y, Y_f, \dots) + rD \quad (1.7)$$

式(1.7)中 CA 表示国际收支的经常账户, RB 表示资源余额函数, D 是本国的净国际负债余额, r 是本国支付国际净外债的平均利率, Y 、 Y_f 分别是本国和外国的国民收入。在经济实现内部均衡的条件下, Y 、 Y_f 将分别达到充分就业下的本国和外国的国民收入,即:

$Y = Y^*$, $Y_f = Y_f^*$; 当经济实现外部均衡时, 经常账户余额必须等于可持续维持的资本账户净流入的价值, 即 $CA = CA^*$, 这样 (1.8) 式就是内生决定了均衡实际汇率的水平。

$$CA^* = RB(RER, Y^*, Y_f^*) + rD \quad (1.8)$$

这种局部均衡的方法有一定的局限性, 例如如何确定充分就业下的产出水平, 因为潜在产出增长率是外生给定的, 如何确定可持续的净资本流入, 如何保证潜在产出水平与可持续的资本流入水平是互相一致的等。

基础要素均衡汇率理论 (Fundamental Equilibrium Exchange Rate, FEER) 是局部均衡框架下很有影响力的一种汇率理论, 它由 John Williamson 于 1985 年系统提出。该均衡理论之所以被称为“基础要素”均衡理论, 在于它不考虑短期因素而强调中长期经济基础影响因素。确切地说, 它只是一种汇率的计算方法, 而非汇率决定理论。它是由宏观经济均衡的基本思想直接推导出来的。宏观经济均衡的核心是经常项目和资本项目之间的恒等关系:

$$CA = -KA \quad (1.9)$$

一般认为, 决定经常项目 (恒等式 (1.9) 左边) 的因素主要包括国内总产出 Y_d 、国外总产出 Y_f 和实际汇率 q 等。在这里, 我们内含假设实际汇率 q 会逐渐收敛于 FEER, 与 FEER 相对应的经济处于稳定均衡状态, 因此经常项目均衡可以表示为上述因素在充分就业水平下的线性函数, 而资本项目 (恒等式 (1.9) 右边) 均衡可以表示为可持续的资本净流入 (KA), 因此 (1.9) 式可以改写成:

$$CA = b_0 + b_1 FEER + b_2 \bar{y}_d + b_3 \bar{y}_f = -KA \quad (1.10)$$