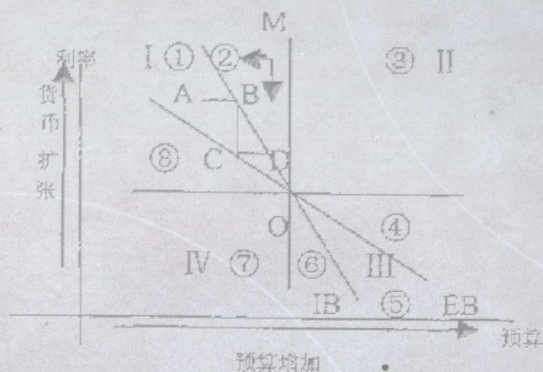
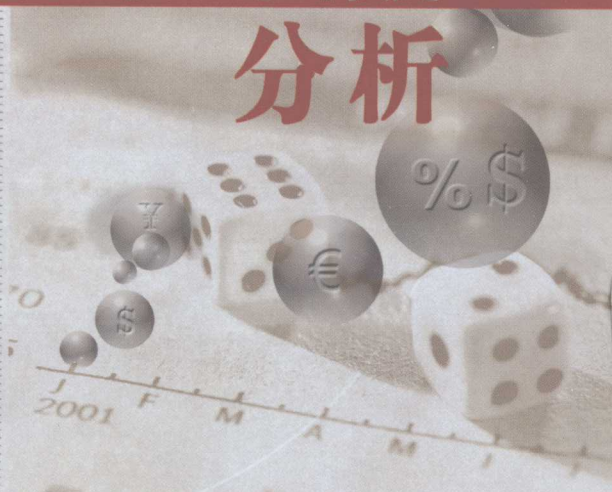




宏观

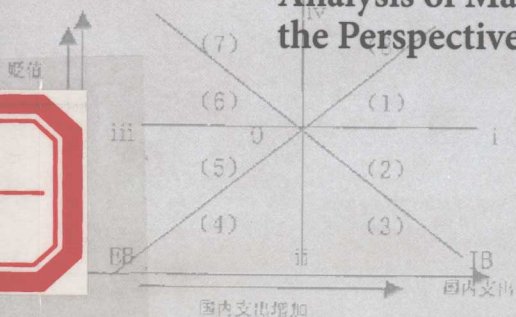
黄志刚 著

调控效应的汇率制度分析



本国货币的实际汇率

Analysis of Macro-control Efficiency from the Perspective of the Exchange Rate Regime

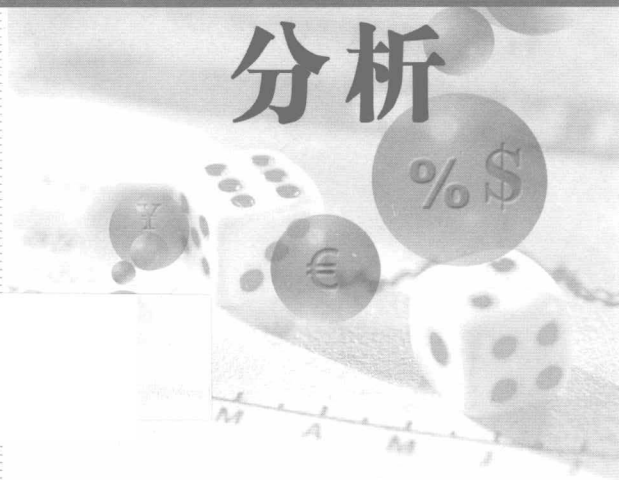


宏观

黄志刚 著

调控效应的汇率制度

分析



Analysis of Macro-control Efficiency from
the Perspective of the Exchange Rate Regime



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：吕 萍 陈 静

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观调控效应的汇率制度分析/黄志刚著. —北京：经济科学出版社，2008.5

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7200 - 4

I. 宏… II. 黄… III. 人民币 (元) - 汇率 - 货币制度 - 研究 IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 069027 号

宏观调控效应的汇率制度分析

黄志刚 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.75 印张 190000 字

2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7200 - 4/F · 6451 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

影响宏观调控效应的因素很多，但从1993年以来中国宏观调控的实践看，人民币汇率形成机制无疑是最重要的因素之一。黄志刚博士以其敏锐的目光发现了这一问题，并以此为切入点，对如何进一步提高宏观调控效应和完善人民币汇率制度问题展开了深入的分析。黄志刚博士的视角是独特的。他并不是仅在宏观调控子系统本身求解提高宏观调控效应的“方程”，而是引入汇率制度“环境变量”去求解之；他不是仅从汇率制度本身的运行轨迹中寻找汇率制度改革完善的方向，而是以提高宏观调控效应为背景探索之。作为系统解决方案，他又以提高宏观调控效应为基本目标构造“分析方程”，其中的“未知数”就是汇率制度安排。寻找适合中国国情的最优或较优汇率制度安排的过程，就是求解提高中国宏观调控效应这一“方程”的过程。在完成这一“方程”求解的过程中，本书至少实现了以下方面的创新：

一、通过建立数学模型，科学地证明了中间汇率制度存在的空间和条件。这一研究成果证伪了理论界有相当影

响力的汇率制度“两极论”，为选择中间汇率制的国家提供了必要的理论依据。同时也否认了中国宏观调控与汇率制度冲突的原因并不是选择了有管理的浮动汇率制，也不是“三元悖论”在中国已然成立，而主要是汇率弹性问题。因此，不断完善有管理的浮动汇率制度的核心工作，就是在不断变化的经济环境下确定与之相适应的汇率波动弹性空间。

二、在中间汇率制度下，拓展了经典的 M-F 模型。这是在中间汇率制的存在空间和条件被证明后必然要推进的工作，否则实行中间汇率制的国家就缺少了必要的比较、分析财政货币政策有效性的基本工具。黄志刚博士的研究认为，实行中间汇率制的国家在宏观调控时更应重视财政货币政策工具的搭配，这对提高我国宏观调控效应应具有现实的指导意义。

三、应用脉冲响应函数和方差分解等计量经济方法对我国汇率波动弹性空间进行了实证分析。实行中间汇率制的国家，面临的最核心问题，也是最困难的问题是测度与其经济环境，特别是与其资本流动性相适应的汇率波动弹性空间。在鲜见有国内外相关研究成果的条件下，对我国汇率波动弹性空间及其调整（由 0.3% 调整至 0.5%）进行合理性评估，实属难能可贵。

黄志刚博士的这部研究著作既是理论性的，也是应用性的。我认为分布各章节中的多角度的政策建议，对于我国进一步改善宏观调控效应和完善汇率制度都有积极的参考价值。

学术研究是无止境的，正如黄志刚博士所指出的那样，在宏观调控效应的评价与预警系统研究、汇率波动弹性空间的测度研究等方面，仍有广阔的理论发展空间和应用研究前景，我衷心地希望本书的出版能引起同仁们的共鸣，也期望看到黄志刚博士能有更多的力作问世。

李建平

2008年5月

内 容 提 要

提高宏观调控效应和进一步完善人民币汇率形成机制是我国经济生活中的两大热点问题。这两大热点问题不是孤立存在的，它们有着内在的、千丝万缕的联系。从中国经济发展和改革的实践看，提高中国宏观调控效应应当成为进一步完善人民币汇率形成机制的重要目标之一；不断完善人民币汇率形成机制可以有效提高中国宏观调控的政策效应。

从2002年开始中国经济增长进入快车道，2003~2007年GDP增长速度逐年攀升，这期间宏观调控措施不断，但实际情况是，经济增长速度居高不下，物价水平的控制效果也不很理想。这种现象是中国改革开放以来的历次经济过热中所没有见过的。冷静观察不难发现，近年来，中国经济生活存在许多矛盾现象。比如，从宏观经济政策的角度看，针对投资严重膨胀、经济增长过快、通货膨胀明显等现象，应该毫不犹豫地调高利率（何况中国正处于一个低利率时期），但实际上我们却受到了人民币汇率升值以及美元低利率的钳制，难以把利率提高到足以控制固定资产投资膨胀的水平。因为调高人民币利率必然会吸引更多的国际热钱涌入中国，炒作人民币升值预期，这会给人民币带来更大的升值压力；同时，现行的结

汇制又将把人民币升值的压力，通过外汇储备的增加转化为基础货币的投放压力，其结果是会进一步加大通胀的压力。这些矛盾的存在无疑限制了宏观调控政策工具（汇率工具和利率工具等）的选择，抑制了政策工具效应的发挥。深入分析我们认为，中国汇率制度与宏观调控政策这一制度的安排不协调是导致上述种种矛盾产生进而降低宏观调控效应的重要根源。基于此，当前从汇率制度入手，系统研究中国宏观调控效应具有十分重要的意义。

基于上述观察和思考，本书提出了宏观调控效应的汇率制度分析框架。这一框架是：（1）从汇率制度角度评价宏观调控的有效性。（2）从汇率制度方面分析效应不好的原因，分析路径有两条：其一是要证明运行中的汇率制度是否可持续，其二是研究这种制度与宏观经济和宏观调控体系的相容性。（3）在可持续的汇率制度环境下，研究财政货币政策的有效性及其与其他汇率制度的比较。（4）研究基于提高宏观调控效应的增加汇率制度与经济环境相容性的路径，比如现行的汇率波动弹性是否需要扩大？应怎样扩大？等等。

围绕分析框架，本书第3章重点讨论宏观调控效应的评价方法问题，并从汇率制度视角对1993年以来的宏观调控效应作出评价。综观现有文献，专门研究中国宏观调控效应评价方法的成果几乎没有。宏观调控政策是否有效应该从四个方面进行评价：（1）反映某一阶段宏观调控主要目标的指标是否向预期的方向发展。（2）宏观调控政策效应的时滞是否变短，并接近合理水平。（3）宏观调控政策组合是否具有协同性。（4）宏观经济走势是否具有平稳性。通过对宏观经济指标与调控目标的收敛性评价可以为调整政策力度提供依据。通过对政策效应时滞的评价可以为是否改进政策传导机制提供依据。通过对政策组合协同性评价，可以为选择或调整政策工具提供依据。通过对宏观经济的稳定性评价，可以为实施调控政策的

频度和力度提供很好依据。

汇率制度视角下的中国宏观调控效应无疑是不佳的，其主要原因，一是调控政策组合协同性有问题；二是汇率形成机制的制度设计问题导致政策传导机制有问题；三是宏观经济走势的平稳性不够好。

开放经济条件下，宏观调控收效如何，在很大程度上受制于资本的流动性和汇率的弹性。研究表明，总体上看中国宏观调控的效应并不差，但从汇率制度的角度看，效应很不理想。这至少说明提高宏观调控效应的空间仍然很大。那么问题的根源在哪里？是汇率制度的选择错误吗？在第4章中通过建立数学模型比较科学地证明了中间汇率制度具有存在的空间，其条件是资本流动可控。这一结果从理论上否定了汇率制度选择的“两极论”，为中国现阶段实行有管理的浮动汇率制提供了重要的理论依据。研究认为，随着我国资本流动性增加，汇率弹性必须增加，中国经济的规模和开放度在不断增加，资本的流动性必然增加，因此，从长远来看，实行浮动汇率制也是必然的趋势。

中国2003年以来的实际情况说明，由于资本的流动性在不断增加，汇率波动的弹性不够，导致了最基本的政策工具——利率工具欲使用而不能。那么，在资本流动性不断增加的条件下，汇率波动的弹性空间如何调整呢（第5章）？

到目前为止，尽管人们知道随着资本流动的加大，汇率波动的弹性必须加大，但是几乎没有看到定量分析或测度汇率波动弹性空间的研究成果。目前实行中间汇率制的国家仍然不在少数，它们都会面临一个共同的问题，即如何管理其汇率的弹性问题。对这类国家来说，科学的汇率弹性管理，有利于保持其汇率的稳定性；有利于实现本国的内外经济平衡；有利于保证宏观调控政策的独立性；从而使实施中间汇率制的国家能够兼得固定汇率制和浮动汇率制的

优越性。美国和欧盟指责人民币波动的弹性不够的依据是什么？如果能够科学地为我们确定的汇率波动弹性提供充足的依据，各种指责将云消雾散。

由于以月度数据作为单位数据的数据样本太少，目前无法通过传统方法建模直接测度我国汇率波动弹性空间应该作何调整，但对现行的汇率波动弹性空间进行合理性评估，也不失为一种非常有价值的方法。为此，我们必须回答：汇率波动的弹性空间何为合理？从“蒙代尔三角”的角度看，评判的根本依据应该是：（1）资本流动对汇率波动的冲击较小；（2）汇率波动的主要原因是“自己”，即自身规律，而不是非市场因素。

自回归结果表明：中国的贸易顺差是引起汇率波动的最为重要的原因。这一结果与实际情况完全一致，同时也进一步说明，在其他条件不变的情况下，随着资本流动的增加，汇率波动的弹性空间必须扩大。在一定程度上，汇率波动是引起外汇储备增加的原因。这一结果与实际情况也基本吻合。外汇储备作为中国调控汇率走势的主要工具，显然是在汇率波动存在压力的情况下使用，波动压力越大调控越会倾向加大力度；外汇储备的增加完全不是引起汇率波动的原因。在实践中，外汇储备是平抑汇率波动的工具，所以实证结论与实际相符。

用脉冲效应函数能较好地资本流动对汇率波动的冲击角度评价弹性空间的适应性。实证结果表明，在2007年5月将即期汇率波动幅度从0.3%放开到0.5%，反而有助于在之后3~6个月内抑制即期汇率波动，使即期汇率的运行更加平稳。因此，2007年5月扩大汇率波动的弹性空间是合理的。更大的汇率波动弹性空间，在一定程度上缓冲了资本流动的冲击，使汇率波动更加平稳。

那么，将汇率波动的弹性空间扩大到0.5%是否合理和足够呢？方差分解的实证结果表明：在汇率波动弹性空间为0.3%的时期，

汇率波动受资本流动的冲击较大，受政府干预影响也较大，相反，按自身规律变化的成分较小（贡献率不足40%）。而在汇率波动弹性空间为0.5%的时期，汇率波动主要是受自身运动规律的支配（贡献率达60%）。而且政府干预如此之小（其贡献率不超过1.1%），以至于我们可以认为，0.5%的日波幅限制基本合理和够用。因此，如果经济运行比较平稳，现阶段可保持汇率日波动幅度限制在0.5%的水平。不必加大调整的频率，汇率波动弹性空间调整的频率过快，会进一步刺激市场对人民币升值的预期，不利于汇率的稳定。

一方面，M-F模型蒙代尔-弗莱明模型的结论显然不适合正在实行中间汇率制的国家；另一方面，目前包括中国在内全球有超过1/3的国家实行的是中间汇率制度。但经典的M-F模型并未讨论中间汇率制下财政货币政策的有效性及其比较问题，因此，很有必要将M-F模型拓展到中间汇率制的情形。本书第6章的分析结论是，中间汇率制的财政货币政策效应几乎都是介于固定汇率制和浮动汇率制之间。其政策含义是：实行中间汇率制度的国家，在进行宏观调控时，最应该运用财政货币政策搭配方法，因为运用财政政策和货币政策搭配的方法效果最好。

关于M-F模型这一经典模型，学术界在固定汇率制和浮动汇率制下有多领域的拓展。比如该经典模型起初是在市场化利率环境下建立的，但在一些新兴市场经济国家，利率往往是受到管制的，面对这一情况，很自然地，人们会想到将此模型拓展到利率受管制的情形。但到目前为止，还没有研究将其再拓展到中间汇率制度下利率管制的情形。事实上，在新兴市场经济国家，经常同时面对的经济环境就是中间汇率制度和利率管制的情形，有时还有资本不对称流动的情形（如中国）。因此，将蒙代尔-弗莱明模型进一步拓展到这一环境有现实意义。本书第7~8章完成了这些工作，得出

的结论与第6章有较大的相似性。

汇率制度是经济开放的产物，是开放经济条件下一国经济制度的有机组成部分。可以认为，开放经济条件下宏观调控的复杂性主要是因汇率制度这一制度成员的加盟而产生。宏观调控政策效应因汇率制度的不同选择而有所不同。宏观调控体制与汇率制度的有机配合，可以增进宏观调控政策效应，否则可能抵冲其应有效应，严重时还可能危及国家经济安全。

汇率制度作用宏观调控效应的机理应该从两个层面展开分析。首先是宏观层面，主要是从汇率制度的选择角度进行分析；其次是微观层面，主要是从汇率制度的基本构件出发分析汇率制度对宏观调控效应的影响。在某一特定的国家或地区，不同的汇率制度会对宏观调控效应产生不同的影响，这就是效应的汇率制度选择机理或称宏观机理。所谓微观机理，是指汇率制度选定后汇率制度的基本构件是如何影响宏观调控效应的。

从汇率制度作用宏观调控效应的机理分析中可以看出，汇率和储备是其机理生成的主要发生机制。宏观调控政策经由汇率制度传导，最终都要通过汇率或储备传导或反馈到现实经济中。

储备的传导机制可归纳为基础货币机制和汇率机制（区别于汇率传导机制）。储备的变动直接影响到基础货币的投放量，这就是基础货币机制。储备的变动还会影响汇率水平的变动，这就是汇率机制，汇率机制的后阶段的传导可归纳到汇率传导机制中。

在汇率弹性足够的条件下（特别的如浮动汇率制），储备变动的可能性和变动额都比较小，因此，储备的传导机制较少发生作用。在固定汇率制下，储备的传导机制主要表现为基础货币机制。正像克鲁格曼“三元悖论”所指出的，如果资本可完全流动，储备的基础货币机制将使政策的独立性丧失，在资本流动的冲击下还可能导致固定汇率制不可维持或引发货币危机。在中间汇率制下，储

备的两个传导机制都经常发生作用。

从中国近年来的宏观调控实践看，储备的基础货币机制严重损害了宏观调控效应。通过对汇率制度作用宏观调控效应的机理及其传导机制的分析可知，从汇率制度的角度看，提高中国宏观调控效应仍有较大的操作空间：首先，在选择宏观调控政策工具时，要充分考虑并尊重市场经济规律的生态性。其次，人民币 0.5% 的弹性空间不是不够，而是管理部门没有让汇率波动“用够”。再次，在汇率制度机制与宏观调控不协调的情况下，应更多考虑其传导机制能够较好避开汇率机制的政策工具。最后，要进一步理顺中国的经济关系，改善经济市场化运行的环境，让各种自然的传导机制能顺畅地发挥其功能。对汇率传导机制的分析表明，除了汇率的心理预期机制（其作用几乎都是抵消宏观调控效应的）和贸易传导机制能较好发挥效应以外，资产价格传导机制、直接投资传导机制和利率传导机制作用不很理想，特别是最重要的汇率的利率传导机制和资产价格传导机制作用较差，严重影响了通过汇率制度放大宏观调控效应的作用。

Abstract

There are two hotspots in China's economics: one is to enhance macro-control effect, and the other is to improve the RMB exchange rate formation mechanism. And these two hotspots have many immanent relations. From the perspective of practice of economic development and reformation in China, the first hotspot should be the significant goal of the second one. And the second hotspot is, in turn, conducive to the first one.

Since 2002, Chinese economy has greatly speeded up esp. During 2003 ~ 2005, with GDP growth rate 9%, 9.5% and 9.9% respectively. In this period, macro-control being performed incessantly, in fact, economic history growth rate was rather high—that was the first economic overheating since China's reform and opening to the outside world. It's not difficult to discover that there are many inconsistencies in Chinese economy. For instance, from the perspective of macro-economic policies, in light of the phenomenon of severe investment expansion, economic overgrowth, and obvious inflation, interest rates should be raised without hesitation (for we're in a period of low interest rate). Notwithstanding, we are in shackles in the appreciation of RMB exchange rate and the low interest rate of US dollar. And thus we're not able to raise interest rates

enough so as to control the expansion of fixed assets investment. For one thing, in that raising interest rates will consequentially allure more international "hot money" movement into China and gamble on the anticipation of RMB appreciation, which will bring more and more pressure of appreciation to RMB. For another, actual exchange clearing system will transform the pressure of appreciation to the release pressure of basic money, which will result in further increase of pressure of inflation. These inconsistencies undoubtedly restrict our choice of macro-control policies instruments (exchange rate instruments and interest rate instruments) and restrain policies instruments to take effects as well. By means of deep analysis, we deem that the incongruence between the exchange rate regime and macro-control policies results in aforementioned inconsistencies and debase macro-control efficiency. According to all these, it's of great significance to research on Chinese macro-control efficiency starting from the research of exchange rate regime.

This dissatisfaction proposes an analysis framework of the exchange rate regime based on macro-control efficiency, and the framework involves the following:

①To appraise macro-control efficiency from the perspective of the exchange rate regime;

②To analyze the cause of macro-control inefficacy from the perspective of the exchange rate regime. There are two ways: one is to demonstrate whether the ongoing exchange rate regime is sustainable; the other is to research the compatibility between this system and macroeconomics and macro-control system.

③To research the efficiency of fiscal and monetary policy, as well as its contrast with other exchange rate regimes, under the circumstances

of the sustainable exchange rate regime,

④To research the path of facilitating the compatibility between exchange rate regime and economic environment, such as increasing exchange rate elasticity.

Under the aforementioned research framework, conclusions drawn from this dissertation are as follows,

(1) As a whole, Chinese macro-control efficiency is satisfactory. However it is rather bad from the perspective of the exchange rate regime.

(2) By mathematical model building, it's strictly demonstrated that the condition under which the mid exchange rate regime exists is that capital flow is controllable. This conclusion theoretically negates the "polarization Theory" on selection of the exchange rate regimes, and supplies significant theoretical supports for China to employ the managed floating exchange rate regime. We think that exchange rate elasticity must increase along with the increase of capital flow, and capital flow consequentially increases along with Chinese economic growth and further opening to the outside world. Consequently, in the long run, floating exchange rate regime is an inevitable trend.

(3) Approaches on evaluating the feasibility of exchange rate elasticity are researched, and impulse response function as well as variance decomposition are employed for empirical analysis. There're no correlative research achievements so far. Either to enhance the sustainability of the exchange rate regime itself or to swell the compatibility between it and the economic environment, exchange rate elasticity should be the emphasis of consummating RMB exchange rate formation mechanism in China nowadays. This dissertation supplies an approach for evaluating the feasi-

bility of the extent of exchange rate elasticity adjustment. Hence, this research is of great importance.

(4) In the field of the mid exchange rate regime, the Mundell-Fleming model—a famous and classical model for analyzing macro-control efficiency—is further developed, including classical Mundell-Fleming model as well as its development within asymmetry in interest rate and capital flows. We propose that as a country that employs mid exchange rate regime, China has to attach more importance to the coordination of policies, as neither the fixed exchange rate regime nor the floating exchange rate regime may have invalidation while the mid exchange rate regime doesn't, and its efficiency of fiscal and monetary policy lies between the fixed exchange rate regime or the floating exchange rate regime.

(5) The principle of RMB exchange rate formation mechanism on macro-control efficiency is studied.