

人民币一篮子货币 汇率制度中权重的 建构

章和杰 著

中国社会科学出版社

人民币一篮子货币 汇率制度中权重的建构

章和杰 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币一篮子货币汇率制度中权重的建构/章和杰著. —北京:
中国社会科学出版社, 2005. 6

ISBN 7-5004-5062-1

I. 人… II. 章… 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 (2005) 第 059540 号

责任编辑 韩育良

责任校对 杨翠英

封面设计 张竞文

技术编辑 张汉林

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010—84029453

传 真 010—84017153

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂

装 订 广增装订厂

版 次 2005 年 6 月第 1 版

印 次 2005 年 6 月第 1 次印刷

开 本 850 × 1168 毫米 1/32

印 张 6.5

插 页 2

字 数 200 千字

定 价 16.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

自以固定汇率为特征的布雷顿森林体系崩溃和以浮动汇率占主导地位的牙买加体系诞生以来，国际金融体系事实上处于一种“无体系”的状态，国际货币的汇率变动更加灵活，汇率波动幅度加大，汇率互动趋势更为明显；世界经济大国在必要的时候联手干预外汇市场的可能性大大提高；可调整的钉住固定汇率制度是 20 世纪 90 年代以来金融货币危机的制度根源，而浮动汇率制度下主要货币之间汇率的剧烈波动，或者说是不可预测的波动是金融和货币危机的催化剂。到底哪一种汇率制度是经济全球化条件下的最佳选择，迄今尚无定论。一个国家必须根据世界经济环境变化和本国经济发展的实际情况决定是否改变和何时改变本国的汇率水平和汇率体制，即汇率制度的选择是一个动态的转换过程。

开放经济中的汇率是一种最重要的资源配置价格。汇率的失衡或错估，不仅破坏了经济的外部均衡，也破坏了内部均衡，对于国内宏观经济稳定和可持续的经济增长会带来一系列不利影响。现行的人民币汇率的失衡主要表现在不能反映出我国与主要贸易伙伴的贸易关系和相对技术进步变化的关系，不能维持内外均衡。人民币实际有效汇率指数与币值高估，将有助于投资；若币值低估，将有助于经济增长。

那么人民币一篮子货币汇率制度应如何进行目标取向？笔者认为，完全的固定汇率制和浮动汇率制在近中期不符合中国

的国情，中国可采用钉住一篮子货币的汇率制度。钉住一篮子货币的汇率制度是为了在牙买加体系—浮动汇率时代寻求汇率稳定而产生的，追求与中国有比较紧密的贸易关系的国家或地区间的汇率稳定，对其他国家或地区实行浮动，其终极目标是最大限度地降低汇率变动对我国实体经济的冲击，但不能规避非汇率变动如我国大规模降低贸易壁垒、资本市场开放后突然出现大的资本冲击等对我国实体经济的冲击。为克服上述缺陷，可考虑在吸收篮子货币的优点、摒弃篮子货币的缺点的基础上设计的、以相对生产率进步指标为权重的一篮子货币汇率制度，它更符合中国的实际，更符合中国近中期汇率制度的改革取向。

本书第1章是对汇率制度转变的文献综述。主要从国际经济角度，从新兴市场和转型经济汇率制度转变入手，综述、分析全球新兴市场和转型经济汇率制度转变的规律。

第2章是人民币汇率制度现状和改革路径的文献综述。国际上对人民币是否存在错估，众说纷纭。但多数认为人民币被低估15%—25%。为了适应金融一体化的需要，应增加人民币汇率的弹性区间，将钉住美元改为钉住一篮子货币；当局积累管理有弹性的汇率政策的经验。

第3章通过研究新兴市场汇率制度安排，总结出一条规律，并以此规律为指导，指出中国汇率制度的路径选择。

第4章通过实证分析，研究按IMF计算的人民币实际有效汇率的主要因素及当前有关政策的不适用性。

第5章探索了适应中国近中期国情的人民币有效汇率指数的构造及权重的确定。

第6章通过人民币汇率失衡或错估的实证分析，提出了政府下一步的政策调整思路。

第7章通过研究央行独立性的历史回顾及对中国的现实意义

后，指出与外部汇率制度改革相匹配——实行以相对生产率指标为权重的一篮子货币汇率制度，内部均衡可通过选择货币政策的目标——通货膨胀目标制来实现。

本书的主要创新之处：

1. 人民币一篮子货币汇率制度中的权重能依相对生产率进步指标的变化而自动变化，并通过权重的变化自动调整汇率，自动吸收非汇率变动如我国大规模降低贸易壁垒、资本市场开放后突然出现大的资本冲击等，从而能有效规避非汇率变动带来的冲击，实现汇率的相对稳定。

2. 政策调整思路是内部均衡以调控为主，采行通货膨胀目标制；外部均衡主要以市场为主决定人民币汇率的形成机制。

3. 能基本反映人民币均衡汇率水平。这是因为中国的经济结构发生了显著变化，劳动生产率快速提升。一个开放性的全球资源、资金、技术和产品的体系，符合中国的长期利益。未来中国经济增长主要靠国内经济，依靠相对生产率进步，不可能依赖对外贸易和投资。

笔者尝试抓住中国汇率制度改革的重大的、迫切问题即人民币汇率形成机制，从建构人民币一篮子货币汇率制度的权重入手，在理论创新的基础上，通过实证数据的多角度检验，在把握科学性、合理性、可操作性和可行性的前提下，初步奠定将相对生产率进步指标纳入人民币一篮子货币汇率制度中权重的设计基础，为下一步的深化研究开辟道路。

非常感谢课题组成员的大力帮助，他们是：郭关夫教授、余妙志老师、蒋烨博士、许言庆老师和俞斌老师，以及研究生范越龙、陈燕。非常感谢蒋烨博士在模型的建构和数据的处理方面的热忱帮助，非常感谢俞斌老师所提供的外文资料，非常感谢我的研究生范越龙和黄必成为本书搜集、整理了大量的资料和数据！

万分感谢我的妻子姜昕，她承担了大量的家务劳动和本书写作过程中的后勤工作，使我能安下心来辛勤耕耘。

衷心感谢中国社会科学出版社张红女士的辛勤劳动，使本书能在较短的时间内付梓。

章和杰

2005年2月28日

Chapter Introduction

Chapter 1 : Literatures Recall of Exchange Rate Regimes Transformation

Keywords: Exchange rate regimes; Transformation; Literatures

Abstract: International financial regimes, in fact, are located in “no system”, since Bretton Woods system collapsed considering fixed exchange rate regimes as its feature, Jamaica system born considering floating exchange rate regimes as main exchange rate regimes. Exchange rates have been changing more and more flexible, the waves more violent than ever. It is more evident for exchange rates to be violent with one another. It is more possibilities for economic big countries to intervene in exchange rate markets when necessary. The adjusting pegged fixed exchange rates are the undoing to cause financial and currencies crises since 1990. In the floating exchange rates regimes, the violent waves or unforecasting waves of exchange rates are catalyst of financial and currencies crises among main currencies. It has not been determined which exchange rate regime is the best choice for a country. A country must depend upon the change of world economic situations and its country concrete practice, and decide whether or not to change and when change its exchange rate regime. That is a dynamic transformation course.

Chapter 2: References synthetic Analyses of the Present and Reform Paths on RMB Exchange Rate Regime

Keywords: RMB; Exchange rate regime; Presence; Reform path; References synthetic analyses

Abstract: There are many views on whether RMB has been misaligned or not. But many of them consider that RMB has been misaligned about 15%—25%. In order to adapt to financial globalization, it is reason to extend the elastic range of RMB exchange rate. Two-stage currency reform, The first stage, to be undertaken immediately, would entail three elements: the switch from a unitary peg to the dollar to a basket of currencies, a medium-size (15 to 25 percent) revaluation of the RMB, and a widening of each currency band (between 5 to 7 percent, from less than 1 percent) in new pegged basket currencies. Also, the substantive restrictions on capital outflows would be retained, and loosening capital inflows. Stage two, to be implemented after China strengthened its banking system enough to permit a significant liberalization of capital outflows, should be adoption of a managed float. By widening the currency band, China can gain valuable experience with managing greater currency flexibility at the same time that it is improving the institutional structure and depth of the foreign exchange market. China would acquire the monetary policy independence it increasingly needs, and adopt a monetary policy framework of inflation targeting.

Chapter 3: To Study Emerging-market Exchange Rates Arrangements and Revelation for Chinese Exchange Rate Regime Choice

Keywords: Emerging-market; Exchange rate regime; Rule ; Revelation

Abstract: Economic development levels are from plan-economics or more government tempering economics or more government adjusting economics to more market adjusting economics in emerging-market. The rules of exchange rate regime are fixed exchange rates, Pegged exchange rates within horizontal bands, crawling pegs, managed floating, independently floating. Currency policies are in turn controlling money supply amounts, inflation targeting framework. The present Chinese exchange rate is just entering emerging-market away from developing countries. Recently, the present exchange rate will be gradually going to a basket of currencies exchange rate regime. The key is how render weights in it. Internal-equilibrium should depend on inflation aim, considering economic accrue in the same time; Market determines RMB exchange rate formation mechanism, balance of payments equilibrium should be that current account surplus adds adequate capital and financial account deficit in external-equilibrium.

Chapter 4: Researches on RMB real effective Exchange Rate forming Mechanism

key word: RMB real exchange rate; main influence factors; Policies

Abstract: The main factors impacting on RMB real effective exchange rate forming mechanism are TIE, FDI, $\dot{y}$, CPI, WEP and HBS. WEP is the greatest factor impacting on RMB real effective exchange rate, in turn, FDI, HBS, TIE and $\dot{y}$ at the stage of economic model change in China. Due to REER is going to rise with FDI and TIE rising, it is disadvantage for China to export, so, it is incorrect for concerning government to be demand attracting more FDI and TIE than ever as main aims of testing politic grades. It is advantage to export for us to maintain sustainable economic growth ratio. Our country

interest rate hasn't basically been influenced by foreign interest rate.

Chapter 5: to Build RMB effective Exchange Rate Index and Weights

Keywords: Build; RMB effective exchange rate Indexes; Weight

Abstract: Fixed or floating exchange rate regime will have not been adequate to China. China may adopt the exchange rate regime petting a basket of currencies. The key is how to give many weights with per currency. Many literatures looked trade balance as choice aim in a basket of currencies. It's priorities are to reduce attacking China real economy when exchange rate changes, defects are that it can't avoid no rate changes, for example, large scale reducing trade barriers, a great deal sudden capital rush when opening capital market, to attack real economy. The thesis introduce relative productive rate advance indexes in the course of calculating weights, not only adopt the priorities of basket currencies, also avoid no exchange rate changes to attack real economy. Last, give suggestions.

Chapter 6: To Analyse RMB Exchange Rate Misalignment and Policies

Keywords: RMB; Exchange rate; Misalignment; Inner-outer equilibrium

Abstract: What the present RMB exchange rate misalignments are that it can't reflect the trade relations and relative technological progress relations among our country and main trade partners, can't maintain inner-outer equilibrium. What weights are designed dependent upon relative production ratio progress gain is more adapt to our country. Thus, it is possible considering it as reform aim in near-me-

dium term. Considering adjusting policies is main to inner-equilibrium, using inflation aims. Considering market adjusting RMB exchange rate mechanism is main to outer-equilibrium in the same time.

Chapter 7: the History Recall of independent Central Bank and recent Meaning in China-what monetary policy choices; Inflation targeting Framework

Key words: Central bank; Isolation; History; Presence; Inflation targeting framework

Abstracts: Inflation targeting framework make it well both developed and developing countries. Due to lack of independent central bank in China, China has been not adopt inflation targeting framework, it has been only added the more violent economic wave. With Chinese economic gradually opened, we should correct related laws, rules, devote independence which make and implement inflation targeting framework to central bank, supervise central bank.

目 录

第 1 章 汇率制度转变的文献综述	(1)
1.1 国际汇率体系新特征	(1)
1.1.1 国际金融体系处于无体系状态	(1)
1.1.2 国际汇率制度的基本特征	(5)
1.2 新兴市场、转型经济汇率制度转变的文献综述	(7)
1.2.1 汇率制度选择的基础、范围和检验	(7)
1.2.2 对浮动汇率制度的批评	(8)
1.2.3 东亚国家或地区的汇率制度选择	(8)
1.2.4 资本项目开放下汇率制度与货币政策独立性	(12)
1.2.5 转型经济汇率制度转变	(12)
1.3 当放弃钉住汇率制时对中国的启示	(13)
1.3.1 货币当局的政策目标应加以改变	(13)
1.3.2 维持可靠性, 加强财政纪律	(13)
1.3.3 逐渐放松对汇率的管制	(13)
1.3.4 约束金融部门对外借债行为	(13)
第 2 章 人民币汇率制度现状和改革路径的文献综述	(16)
2.1 对人民币汇率水平的评估	(16)
2.1.1 人民币存在低估	(16)
2.1.2 人民币不存在低估	(17)

2.1.3	不能确定是否存在高估或低估	(17)
2.1.4	人民币低估的计算	(18)
2.1.5	人民币不升值将对中国造成的危害	(19)
2.1.6	人民币汇率是否应该重估	(20)
2.1.7	现有汇率制度的缺陷	(22)
2.2	国内外评价人民币汇率机制的主要观点	(24)
2.2.1	对人民币升贬值等的争论	(24)
2.2.2	内外政策的冲突	(24)
2.2.3	前车之鉴	(25)
2.3	人民币汇率制度改革的路径选择	(25)
2.3.1	汇率制度的选择范围	(25)
2.3.2	选择富有弹性的汇率制度及升值的时机	(27)
2.3.3	改革汇率制度的步骤	(27)
2.3.4	人民币汇率制度的改革方案	(28)
第3章	新兴市场汇率制度安排研究及对中国的启示	(31)
3.1	国际汇率制度发展趋势	(31)
3.2	新兴市场汇率制度安排	(32)
3.2.1	新兴市场的范围	(32)
3.2.2	新兴市场现行的汇率制度安排	(33)
3.3	实证分析	(35)
3.3.1	提出假设	(35)
3.3.2	检验假设	(36)
3.4	对中国汇率制度选择的启示	(39)
第4章	人民币实际有效汇率形成实证研究	(41)
4.1	引言	(41)
4.1.1	决定人民币汇率的理论基础	(42)

4.1.2	汇率的本质	(42)
4.1.3	目前遇到的难题	(43)
4.1.4	人民币汇率与国际收支的关系	(44)
4.1.5	人民币均衡汇率与有效汇率的变化趋势	(45)
4.1.6	汇率的变动对经济作用的路径	(47)
4.2	形成人民币实际有效汇率的变量选择	(48)
4.2.1	人民币实际有效汇率指数 <i>REER</i> (real effective exchange rate index)	(48)
4.2.2	中国进出口贸易总额 <i>TIE</i> (total import and export)	(49)
4.2.3	外国直接投资 <i>FDI</i> (foreign direct investment)	(49)
4.2.4	实际经济增长率 $\dot{y}$ 和消费物价指数 <i>CPI</i> (consumer prices index)	(50)
4.2.5	国外需求水平 <i>WEP</i> (worldexp)	(50)
4.2.6	相对生产率进步指标 <i>HBS</i>	(50)
4.3	模型选择	(51)
4.3.1	概念	(51)
4.3.2	模型	(51)
4.4	实证分析	(52)
4.4.1	模型探索	(52)
4.4.2	因子模型分析	(54)
4.5	条件、结论及政策含义	(61)
4.5.1	<i>TIE</i> 、 <i>FDI</i> 和 <i>HBS</i> 的增加将导致 <i>REER</i> 的升 值	(61)
4.5.2	<i>WEP</i> 、 $\dot{y}$ 、 <i>CPI</i> 与 <i>REER</i> 呈反向变化关系	(62)
4.5.3	中国应该对世界做出更大的贡献	(62)

第5章 人民币有效汇率指数的构造及权重的确定	(66)
5.1 问题的提出	(66)
5.1.1 中国在近中期宜采行的汇率制度	(66)
5.1.2 钉住一篮子货币的汇率制度的关键	(67)
5.1.3 发展中国家或新兴市场国家一般采用钉住一篮子货币汇率制度	(67)
5.1.4 以贸易权重考虑的篮子货币不适合开放的小国	(67)
5.1.5 一篮子货币中权重的最佳选择依赖于国与国之间的相互合作	(67)
5.1.6 亚洲新兴市场国家的篮子货币中过分侧重于美元	(68)
5.1.7 篮子货币中权重的不适当选择将招致投机攻击	(70)
5.1.8 调控货币篮子的汇率政策	(70)
5.1.9 仅从贸易角度考虑权重的一篮子货币汇率制度对中国并不太适用	(71)
5.1.10 确定一篮子货币权重的理论不成熟	(71)
5.1.11 实际有效汇率是影响贸易的正确的价格指数	(72)
5.2 中国应该采行一篮子货币汇率制度的文献综述	(72)
5.2.1 改钉住单一货币为一篮子货币	(72)
5.2.2 没有一个“正确的”人民币有效汇率指数	(74)
5.2.3 有效汇率指数的重要性	(75)
5.2.4 构造人民币有效汇率指数的目的	(75)
5.2.5 选择有效汇率指数的优点	(75)
5.2.6 选择样本货币	(76)
5.2.7 样本货币权重的确定	(76)

5.3 人民币有效汇率指数的构造	(79)
5.3.1 进入一篮子货币的条件	(79)
5.3.2 编制人民币有效汇率指数的周期	(80)
5.3.3 权重的设计	(80)
5.3.4 人民币有效汇率指数的计算	(83)
5.4 实证分析	(84)
5.4.1 1979—1993 年实证分析	(84)
5.4.2 1991—2002 年实证分析	(89)
第6章 人民币汇率失衡或错估的分析及政策调整	(95)
6.1 人民币汇率失衡或错估的分析	(95)
6.1.1 不能反映出我国与主要贸易伙伴的贸易关系和相对技术进步变化的关系	(95)
6.1.2 美元/人民币名义汇率、人民币名义有效汇率指数和人民币实际有效汇率指数的变动不一致	(97)
6.1.3 1994—2002 年人民币名义和实际有效汇率指数与主要贸易伙伴国或地区的汇率的变动不一致	(99)
6.1.4 1999—2002 年人民币名义和实际有效汇率指数与主要贸易伙伴国或地区的汇率比较	(100)
6.1.5 依笔者和 IMF 分别计算的人民币名义有效汇率指数和实际有效汇率指数的比较	(101)
6.1.6 人民币币值错估的缺陷	(107)
6.2 与单纯以贸易为权重的篮子货币的比较及利弊分析	(108)
6.2.1 是否存在套汇	(108)