

人民币中期均衡汇率： 理论与实证研究

曲凤杰 著

RMB

Medium-term

Equilibrium Exchange Rate:

Theory and

Empirical Study



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS



人民币中期均衡汇率：理论与实证研究

RMB Medium - term Equilibrium Exchange Rate:
Theory and Empirical Study

曲凤杰 著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币中期均衡汇率：理论与实证研究/曲凤杰著.
北京：中国商务出版社，2007.12
ISBN 978-7-80181-809-6

I. 人... II. 曲... 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 191157 号

人民币中期均衡汇率：理论与实证研究	北京中商图出版物发行有限
RMB Medium-term Equilibrium Exchange	责任公司发行
Rate: Theory and Empirical Study	嘉年华文有限责任公司排版
曲凤杰 著	* * * *
中国商务出版社出版	787 毫米×980 毫米 16 开本
(北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号)	9.75 印张 176 千字
邮政编码：100710	2007 年 12 月 第 1 版
电话：010—64269744 (编辑室)	2007 年 12 月 第 1 次印刷
010—64295501	ISBN 978-7-80181-809-6
010—64266119 (发行部)	F·1098
零售、邮购：010—64263201	* * * *
网址：www.cctpress.com	定价：22.00 元
E-mail：cctp@cctpress.com	

版权专有 侵权必究

举报电话：(010) 64212247



作者简介：曲凤杰，国家发
改委对外经济研究所国际经济
综合研究室副主任、副研究员、
博士。

1972年3月22日出生，民族
汉族，籍贯吉林省。自1994年
参加工作以来，就职于国家发
展和改革委员会宏观经济研究
院，从事政策研究。参与或主持
多项科研课题的研究，包括国
际资本流动、服务贸易、中美
贸易顺差等方面的研究，特别
是在人民币汇率方面有比较深
入的研究。在《国际金融研究》、
《投资研究》、《中国外汇管理》、
《经济研究参考》等报刊上公开
发表学术文章50多篇，合作出
版著作9部，曾获国家发改委优
秀成果二等奖一次、三等奖三
次，国家发改委宏观院优秀成
果奖八次。

序 言

当前，中国经济面临的突出问题是结构性失衡。其对内表现为投资和消费结构失衡以及产业结构失衡，对外表现为贸易顺差持续扩大。经济的内部失衡和外部失衡是相关联的，某种意义上说，二者是同一问题的不同表现形式。

理论研究表明，汇率失调会对经济产生深刻影响，汇率作为对资源配置起调节作用的杠杆也是产生我国经济内外失衡的重要影响因素。不论是汇率高估还是低估，都会使经济付出福利和效率方面的代价。那么人民币汇率是否失调？失调程度如何？该如何认识人民币汇率与中国经济的结构性失衡的关系？这些都是中国政策当局需要作出判断的重要问题。人民币均衡汇率研究具有重要的理论意义和政策意义。

目前，国内外多数有关人民币均衡汇率的研究都把外部均衡作为目标，计算实现外部均衡的汇率。曲凤杰撰写的《人民币中期均衡汇率：理论与实证研究》一书提出的人民币中期均衡汇率理论，以内部均衡为目标，把内部均衡实现过程和实现机制作为人民币中期均衡汇率理论的核心。这对于我们这样一个发展中的大国来说，更具有现实性和说服力，也是均衡汇率理论上的一个有益的探索。



2007年12月1日

摘 要

随着中国经济的市场化程度和对外开放程度逐步加深,保持人民币汇率在适当水平对中国经济发展的重要性愈加突出。汇率作为一个联系内外部经济的特殊变量,它的失调不仅会扭曲贸易品和非贸易品的相对价格,造成不合理的利益导向和资源错配,抑制经济的持续增长,而且可能导致国际收支的严重失衡,甚至引发货币危机。目前,中国粗放的外向型经济增长模式的弊端彰显,作为一个发展中的大国,以低估的人民币汇率促进出口和外资增加的政策代价越来越大,大量优质要素资源流向外资和对外贸易部门。在这种情况下,通过合理的汇率水平来矫正宏观经济的结构性失衡是我们面临的重要制度和政策难题。人民币均衡汇率是判断人民币汇率是否失调的重要基础,也是我们调整外资、外贸以及货币和汇率政策的参考依据。

目前,国内研究人民币均衡汇率基本以西方均衡汇率理论为基础,即便对其进行修正,也只是细枝末节的调整。由于所依据的理论、采用的测算方法、选择的解释变量以及研究者个人主观认识的不同,国内外有关文献对人民币均衡汇率的测算结果迥异。本书认为,西方均衡汇率理论及传统的研究范式不适合用来研究人民币汇率水平问题。主要原因是:西方均衡汇率理论模型的假设条件与中国经济的实际情况差距较大;作为金融开放程度较低、处于结构转型和调整的国家,人民币汇率与其影响因素之间的关系并不稳定,随着中国资本管制程度的放松和市场化程度的提高,模型中各经济变量的关系也不断发生变化,西方均衡汇率模型中所暗含的传导机制有些在中国并不存在;只在1994年以后,人民币汇率的杠杆作用才逐步加强,但可用数据样本的时间区段太短,不能满足模型的需要。

理论上,可以把均衡汇率笼统地分为短期、中期和长期三种类型。本书对短期、中期和长期三种类型的均衡汇率理论和测算方法进行梳理和比较。认为它们最主要的区别不在于适用的时间跨度的差异,而在于其所定义的均衡及其

影响因素的不同。由于短期均衡汇率受预期等因素的影响，货币模型等短期均衡汇率模型主要适用于预测汇率短期变动，而不能用于检验汇率理论。长期均衡汇率则是基于资本存量的均衡，主要用来测算汇率的持久变化。本书认为中期均衡汇率是与中期宏观经济均衡相适应的汇率，受经济基本因素和宏观经济政策的影响。因为它有明确的政策含义，可以用来衡量汇率失调并判断汇率的合理水平。

中期均衡汇率被定义为与宏观经济内外部均衡相一致的汇率。但是，由于内、外均衡客观上存在冲突，两者的同时实现是极为困难的。在内、外均衡冲突中实现中期均衡必然面临政策的两难选择，或者以内部均衡为目标，以外部均衡为实现条件；或者以外部均衡为目标，以内部均衡为约束条件。本书认为，尽管外部失衡对宏观经济的影响越来越大，但是对于我国这样一个立足内需的国家，在内部均衡目标与外部均衡目标无法兼顾时，促进内部均衡目标的实现仍然是首要目标。中国内部均衡目标不应该是经济增长这一单一目标，而应该是经济增长、物价稳定、结构优化和扩大就业的组合，本书笔统称之为“经济绩效”。外部均衡的衡量标准则应该是国际收支的可持续性及其与宏观经济的适应性。那么，人民币中期均衡汇率就是在保证国际收支可持续性的条件下，符合国内宏观经济稳定、经济增长和结构优化要求的汇率水平，这是本书对人民币中期均衡汇率的定义。这一均衡汇率虽然也是实现内外均衡的汇率，但其中，外部均衡是条件，内部均衡是目标。

以内部均衡为目标，实际上把内部均衡实现过程和实现机制置于人民币中期均衡理论的核心。汇率对经济增长的作用机制成为内部均衡实现机制的重要组成部分。其中，汇率变动通过相对价格效应、吸收效应和资源配置效应作用于经济增长，也影响潜在的经济增长能力。外部均衡被看作是实现内部均衡的制衡因素，而制衡机制发生作用的机理是货币供应被动地受制于国际收支状况。所以，外汇储备变化的宏观经济效应是这一机制的关键环节。针对外部非均衡的储备调整过程将导致基础货币供应结构的变化、产生收入的再分配效应，影响产品价格、收入分配、产出的水平和结构以及要素资源的配置。

人民币中期均衡汇率模型是基本要素均衡汇率模型的修正，但却与其有根本性的差异。基本要素均衡汇率理论将外部均衡放到与内部均衡同等重要的程度，而且以外部均衡的表达式 $CA = -KA$ 表示内外均衡，内部均衡隐含在外部均衡之中。为了在模型中反映实现内部均衡的机制要求，人民币中期均衡汇率模型采取与基本要素均衡汇率模型相反的做法，将外部均衡作为条件隐含在内部均衡的条件中，将人民币均衡汇率看成是在保持外部均衡即国际收支可持续性的约束条件下，能够实现最佳“经济绩效”的汇率。在基本要素均衡汇率

模型的基础上建立起来的人民币中期均衡汇率模型把汇率视为一个政策变量和工具。根据中国的特点,人民币中期均衡汇率模型作如下假定:市场上存在进口品、出口品和非贸易品,贸易部门生产出口品,非贸易部门生产非贸易品,国内消费进口品和非贸易品;政府部门消费进口品和非贸易品,其收入来源于税收和国内信贷扩张;通过出口退税鼓励出口,通过进口关税保护国内市场;外国居民可持有本币资产,本国居民既持有本币表示的资产,也持有外币表示的资产,但国民持有的外币资产和资本流出由资本管制程度决定;名义汇率为固定汇率,中央银行为维持外汇供求吸纳了全部的外汇超额供给。根据这些假设条件,模型分别从需求、供给和外部经济三个方面建立需求方程、供给方程和外部均衡方程。

人民币中期均衡汇率的理论模型实际上为我们提供一个分析人民币中期均衡汇率决定的理论方法。根据该模型,本书分析了消费、投资和贸易差与汇率的关系,并从中找出影响均衡汇率的主要因素。它告诉我们,汇率不仅可以直接影响经常项目差额,还直接或间接影响到消费和投资;不仅影响到消费和投资的总量,还影响到消费和投资的内部结构;实际上,还影响到经济的供给结构(如贸易品部门和非贸易品部门的供给结构)。那么,人民币中期均衡汇率就是通过上述作用机制,促进形成合理的需求结构和供给结构,使经济实现最佳经济绩效的“理想的汇率水平”。

在人民币中期均衡汇率理论模型的基础上,本书选取了与所界定的内部均衡有比较强的相关性和能够一定程度反映内部均衡的目标要求的变量,如贸易条件、外商直接投资、投资率、外贸外资政策偏离中性程度和广义货币供应量占GDP的比重等,建立了简化的实证模型。把影响人民币中期均衡汇率的因素分为基本面因素和政策面因素。本书通过构造贸易中性指数反映财政和税收政策偏离中性以及外贸外资政策偏离中性的程度这一重要的政策变量。但检验结果表明,贸易中性指数与实际有效汇率之间缺乏统计相关性。而通过贸易中性指数与出口的协整检验,又证明二者存在比较强的相关性,说明我国实际有效汇率对贸易的调节作用有限,而对外贸易与有偏的贸易投资政策关系更大。进一步印证了本书有关非汇率因素对外部失衡影响较大的分析结论。

为估算人民币中期均衡汇率即“理想的汇率水平”,本书首先利用协整技术,估计人民币实际有效汇率与有关经济变量之间的关系。根据估计结果,人民币实际有效汇率与贸易条件、投资率、广义货币供应量、FDI之间存在长期关系。由于目前我国经济内部失衡的突出矛盾表现在投资增长过快、流动性过剩等方面,本书对模型中上述四个变量分别取目标值或理想值。以2005年为计算年度,假设四种不同的情景,情景一反映的是一种消费促进型的内部均衡

目标和贸易条件改善的要求，不特别鼓励外资流入。比较符合中国现实的理想经济状态，即贸易条件恶化程度较低、货币供应量维持在比较合理的水平、FDI也保持在可持续的平均水平，投资率有所降低。估算2005年人民币汇率较中期均衡汇率低估了25%。情景二反映的是外资促进型和通货紧缩的目标，测算的结果是人民币实际有效汇率较理想状态低估21%。情景三反映的是改变对外资依赖的政策目标。测算结果表明，如果外商直接投资大幅度下降，货币供应量减少，均衡汇率将出现大幅度的下降。情景四反映的是出口导向和消费促进并行的目标。测算结果表明，即使任由贸易条件的恶化，外商直接投资基本维持在可持续水平，要想使货币供应量和投资率回归比较正常的水平，人民币实际有效汇率仍需要升值18%。

虽然通过建立理论模型和实证模型可以对人民币中期均衡汇率的决定因素以及均衡的实现机制进行研究。但是，由于受各种因素的影响，仅仅根据模型估算的结果来判断汇率失调是远远不够的。判断人民币汇率是否偏离中期均衡汇率水平还需要对中国外部均衡状况有更深入的了解，需要对人民币汇率与有关经济变量的关系作进一步的经验和实证的研究。

尽管根据本书对均衡汇率的界定，外部均衡仅仅是条件，而非目标，但外部失衡的确让中国经济付出了沉重的代价。外部失衡对我国经济的持续发展构成了现实的威胁和挑战：首先，贸易收支持续顺差使我国成为全球国际收支失衡的焦点，恶化了经济发展的外部环境，并可能成为全球失衡调整的“买单”者；其次，外汇储备持续累积，导致流动性过剩，货币政策调控难度加大；此外，有偏的外贸外资政策造成资源的偏向性流动，要素资源价格的扭曲造成资源、环境和社会成本补偿严重不足；最后，持续贸易顺差意味着对实际资源的让渡，而官方债权国的地位使我国成为低收益的债权国。

本书认为汇率只是影响宏观经济实现内外均衡的一个经济参数，国际收支的“双顺差”以及由此造成的外汇超额供给很大程度受汇率水平以外因素的影响，国际货币体系的固有缺陷、中国在国际分工格局中的地位、中国的外贸外资政策和财政政策都会影响宏观经济内外均衡的实现，而且这些因素会产生联动和协同效应。在人民币中期均衡汇率的判断过程中，需要把这些因素考虑进来，防止因过高估计汇率的作用而高估汇率对均衡的偏离程度。

由于汇率对经济绩效的影响和作用机制是人民币中期均衡汇率理论的核心，本书用了相当的篇幅对人民币汇率与对外贸易、资本流动、通货膨胀、就业等的关系进行实证分析。结果表明，从人民币实际有效汇率与贸易差额的关系看，它们之间并不存在稳定的关系；汇率变动对贸易条件的直接影响是显著的；在中国限制资本流出和鼓励资本流入的不对称管制条件下，人民币汇率偏

离均衡的程度被夸大，如果排除人民币升值预期造成的非正常的资本流入，人民币低估的程度或者说人民币偏离均衡汇率的程度还没有看起来的那么大；因货币供应量过快增长造成的通货膨胀必然引发人民币对内和对外贬值，人民币汇率存在升值幻觉；人民币升值有利于扩大消费，有利于解决消费和投资比率不合理的问题，有利于减少因出口商品国内价格失真造成的出口部门的过度投资，增加非贸易部门的投资，改变供给结构过度向出口部门倾斜的扭曲状况，货币升值更能提高企业的投资，特别是提高企业对外投资的能力；出口和外商直接投资在我国就业的增长中有较大贡献，但人民币升值对出口和外商直接投资的影响有限。根据上述分析，本书认为人民币中期均衡汇率不是固定不变的，而是随着外部条件的变化而不断地动态调整的；近年来，人民币汇率低于中期均衡汇率水平，升值有利于改善经济绩效；人民币汇率偏离中期均衡汇率的幅度不大。

作为能够实现经济最佳绩效的中期均衡汇率，是我们追求的目标。但汇率失调的产生有着深刻的经济根源和基础，实现中期均衡汇率的过程，实际上是对不合理的结构问题进行调整的过程。所以，实现中期均衡汇率的过程不可能一蹴而就，而是要在完善汇率形成机制的同时逐步向均衡回归。人民币中期均衡汇率的实现不仅需要对现行汇率制度及其具体的汇率制度安排进行改革，更需要其他有利于实现内外均衡的宏观经济政策的配合。在汇率制度选择方面，本书提出引入有弹性的汇率制度是实现人民币向中期均衡汇率回归的必然选择。为了实现汇率制度改革的目标，需要进行相应的基础性制度安排，包括加快建设和完善外汇市场，增加其流动性；改变央行的干预方式，完善央行对外汇市场的干预机制；建立与浮动汇率制度相适应的货币政策框架，以维持市场对一国货币政策及浮动汇率制度的信心等。本书认为解决我国由国际收支顺差导致的高储蓄两难问题，最重要的是要着力改善内部失衡。当前，扩大国内需求是实现均衡发展，进而改变外部失衡的重要途径。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 选题背景和问题的提出	1
1.2 理论和文献综述	2
1.3 研究思路、方法和框架结构	15
1.4 本书的主要创新点	17
第 2 章 人民币中期均衡汇率：一般分析	19
2.1 人民币中期均衡汇率的界定和内外均衡的内涵	19
2.2 内部均衡的实现机制：汇率变动对经济增长的作用机制	23
2.3 外部均衡的制衡机制	29
第 3 章 人民币中期均衡汇率模型：对 FEER 模型的修正	32
3.1 基本要素均衡汇率模型	32
3.2 人民币中期均衡汇率理论模型	37
3.3 人民币中期均衡汇率的实证模型	42
第 4 章 人民币中期均衡汇率的估算	47
4.1 估算方法和数据	47
4.2 贸易政策中性指数的计算	48
4.3 人民币中期均衡汇率的估算	50
4.4 对实证模型和估算方法的评价	55
第 5 章 中国经济的外部失衡：代价及原因	57
5.1 中国的外部失衡状况及影响	57

5.2	人民币汇率及其政策演进·····	61
5.3	外汇超额供给的来源分析·····	65
5.4	外部失衡的原因分析·····	77
第6章	人民币汇率及其相关经济变量关系的实证分析 ·····	88
6.1	对外贸易与人民币实际有效汇率关系的实证分析·····	88
6.2	资本流动与人民币实际有效汇率关系的实证分析·····	94
6.3	人民币汇率与流动性过剩·····	98
6.4	人民币汇率与中国内外需的结构失衡·····	104
6.5	人民币汇率与就业的关系·····	112
6.6	人民币中期均衡汇率的基本判断·····	115
第7章	人民币中期均衡汇率的实现：制度与政策 ·····	119
7.1	人民币汇率制度的选择·····	119
7.2	实现内外均衡的宏观经济政策组合·····	128
参考文献	·····	133
后记	·····	140

第1章 导 论

1.1 选题背景和问题的提出

改革开放以来,中国经济的市场化程度和对外开放程度逐步加深。2006年,中国的外贸依存度已经达到70%,外商直接投资流入也达到630亿美元。随着开放型市场经济体制的建立以及对外经济贸易活动的增多,人民币汇率也逐步从“幕后”走到了“台前”,保持人民币汇率在适当水平成为影响中国经济发展的重要因素。

汇率作为一个联系内外部经济的特殊变量,它的失调不仅会扭曲贸易品和非贸易品之间的价格,造成不合理的利益导向和资源错配,抑制经济的持续增长,而且可能导致国际收支的严重失衡,甚至引发货币危机。那么,判断汇率失调的依据是什么?1994年汇率改革,人民币一次性大幅度贬值,导致外资的大量流入和贸易顺差,持续的双顺差加剧了国内的通货膨胀,人民币面临升值压力;东南亚金融危机期间,出口的减少和外汇占款增量(外汇占款增加是主要的基础货币投放渠道)的减少加剧了国内的通货紧缩,人民币面临贬值压力;金融危机以后,持续的双顺差和外汇储备的迅速增加给人民币造成强大的升值压力。以上历次的内外部经济冲突都会引发对人民币汇率定值过高或过低的责难。特别是受美元贬值和美国巨额贸易逆差影响,近年来,国际社会要求人民币升值的呼声更是此起彼伏,人民币汇率问题俨然已经上升为国际政治问题。那么我们能否根据升值或贬值压力判断人民币汇率是否失调呢?目前,中国粗放的外向型经济增长模式的弊端彰显,作为一个发展中的大国,以低估的人民币汇率促进出口和外资增加的政策代价越来越大,大量优质要素资源流向外资和对外经济部门。如何通过合理的汇率水平矫正宏观经济的结构性失衡?

上述问题的解决都离不开对人民币均衡汇率的研究。均衡汇率是汇率理论中的核心问题之一,但是,至今为止,人民币均衡汇率研究尚缺乏有力的理论

依据。购买力平价假说、基础要素均衡汇率理论、行为均衡汇率理论、自然真实汇率理论等均衡汇率理论都不能很好地适用于发展中国家和转型经济国家，尽管均衡真实汇率理论是针对发展中国家和地区经济提出的均衡汇率理论，也很难考虑到中国作为快速发展的转型经济大国的特殊性。因为目前均衡汇率的理论和测算方法存在很大的缺陷，直到现在，仍然有很多国内外经济学家仍坚持认为均衡汇率是不可测算的。由于所依据的理论基础、采用的测算方法、选择的解释变量以及研究者个人主观认识的不同，国内外有关文献对人民币均衡汇率的测算结果迥异。即便使用同样的方法，也会因为均衡方程的微小调整以及变量的选择、测算时间选取的不同使测算结果差异很大。既然人民币均衡汇率水平是判断人民币“高估”或“低估”的标准，但各种不同的测算结论的确也让货币当局多少有些无所适从。

本书试图在充分考虑中国各经济变量之间潜在的非稳定性关系的基础上，借鉴国外均衡汇率理论，研究和探讨适合发展中和转型经济特点的人民币均衡汇率的理论，构建适合中国的均衡汇率模型，并对人民币均衡汇率水平进行判断，以期为中国制定汇率政策提供参考。

1.2 理论和文献综述

1.2.1 短、中、长期均衡汇率及其内涵

研究均衡汇率的理论和方法很多，新的方法不断地产生，从笼统的分类看，均衡汇率有三类：一类是短期均衡汇率。是在没有政府干预的情况下，使外汇市场上供给和需求相等的汇率水平。短期均衡汇率是在现有情况下，排除不可预见的暂时性冲击（如资产市场泡沫）因素后的由基本因素和短期因素决定的汇率。Williamson（1983）将短期均衡汇率定义为在完备市场条件下（理性和信息充分）使外汇市场出清的汇率水平，是满足局部均衡的汇率。如图1—1所示，本国商品的出口和资本的流入产生外汇供给，商品进口和资本的流出产生外汇需求，在供求相等的点E实现外汇市场均衡。

第二类是中期均衡汇率。是使经济同时实现内部均衡和外部均衡的汇率水平。所谓内部均衡就是总需求等于潜在的总供给，失业率处在非加速通货膨胀失业或自然失业率水平。在中期，外部均衡并非要求经常项目为零或储蓄与投资相等，而是要求经常项目维持在可持续的水平。尽管国际资本流动规模的日益增加使得资本项目在国际收支中的重要性增强，但经常项目的长期失衡仍然

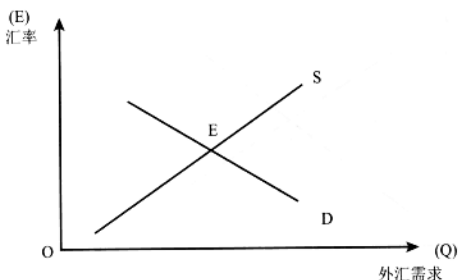


图 1—1 外汇市场外汇供求

是造成“根本性失衡”的根源，经常项目的可持续性对国际收支实现平衡起基础性作用。中期均衡汇率与基本因素的趋势值相一致，但是还在向长期均衡值调整。中期均衡汇率与政府政策相关。

澳大利亚经济学家 Swan 提出的宏观经济均衡方法把均衡汇率定义为中期内与宏观经济内部均衡和外部均衡相一致的汇率。用图形阐述了实现内外均衡的汇率和政策搭配。在他的图形中，基本的假设是：（1）假设贸易收支等于国际收支，即不考虑国际资本流动；（2）在总需求开始超过充分就业的产出水平之前，价格保持不变；（3）运用支出转换政策与支出变更的政策搭配来实现内外均衡。

如图 1—2 所示，纵轴表示汇率，外汇汇率上升即本币贬值，外汇汇率下降为本币升值；横轴表示国内支出，扩张性的支出变更政策将增加国内支出，反之紧缩性的国内支出政策将减少国内支出。FF 为外部均衡线，它代表了使国际收支均衡得以实现的汇率和国内支出的各种组合，该曲线上任何一点都代表国际收支都处于均衡状态。当国际收支出现逆差，为保持国际收支均衡，需要外汇汇率上升，即本币贬值，以增加出口和减少进口，FF 曲线为斜率为正的向上倾斜的曲线；YY 曲线是内部均衡线，代表内部均衡得以实现的汇率与国内支出的各种组合。当汇率下降即本币升值使内部经济处于失业状态，为了恢复内部均衡，国内支出必须增加，使经济右移到 YY 线上，YY 线为斜率为负的向下倾斜的曲线。两条曲线的交点 E 为内外均衡点，均衡汇率为 E 点对应的汇率水平。第 I 区域表示外部顺差过多，需求大于充分就业；第 II 区域表示外部逆差过多，需求大于充分就业；第 III 区域代表外部逆差过多，需求小于充分就业；第 IV 区域代表外部顺差过多，需求小于充分就业。

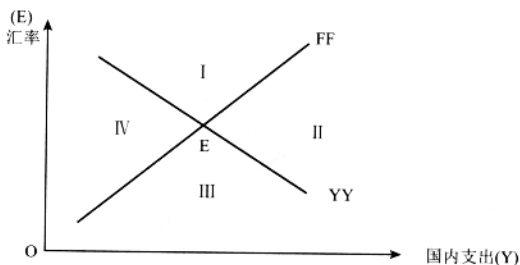


图 1—2 斯旺图解

第三类是长期均衡汇率。长期均衡是所有经济单位存量和流量达到均衡的一种状态，与中期均衡不同，长期均衡状态下，资产存量占 GDP 的比重不变。内外部经济的冲突只有在短期或者中期才存在，而在长期，只要能实现稳定而持续的经济增长，外部均衡的实现就不成问题。长期均衡汇率没有从内外部均衡的角度来分析均衡汇率的实现及其对经济增长的反作用。长期均衡汇率是由基本经济因素长期值决定的，如巴拉萨—萨缪尔森效应（Balassa-Samuelson）从产出的角度分析了劳动生产率的影响，以及经济增长对实际汇率的影响，认为劳动生产率相对较高的国家实际汇率会有升值的趋势。

1.2.2 主要的均衡汇率理论和估算方法

尽管目前研究均衡汇率的理论和方法很多，但是不同理论和方法之间没有必然的逻辑联系，均衡汇率的长期、中期和短期的划分有助于对不同方法进行比较，并根据研究目的进行选择。

1.2.2.1 短期均衡汇率理论和估算方法

理论上，对短期均衡汇率运动规律的把握是非常困难的，受预期等因素的影响，短期内汇率的波动比基本因素波动大得多。所以，短期均衡汇率模型主要用来预测汇率变动而不是检验汇率理论。

1. 货币模型（the monetary models）

卡塞尔于 1922 年提出的购买力平价理论主要论述了影响真实汇率变动的货币因素。购买力平价理论不仅没有考虑到资产市场对汇率的影响，而且其对名义汇率变化的解释能力也很弱，货币模型是为了弥补购买力平价理论的上述缺陷而产生的。其重点是解释短期汇率的波动，而不是寻找中期的均衡汇率水

平。按照汇率的资产市场理论,以不同货币标值的资产的供应和需求可以很好地解释汇率,为了进一步理解汇率的短期变动,货币模型借助包括全部金融资产的更为广义的资产市场理论,重视国际金融投资者的证券组合调整对汇率的决定作用。

简单的货币模型可以表示如下:

$$S_t = (ms^* - ms)t + \Phi Y_t - \Phi^* Y_t^* - \lambda rt + \lambda^* rt^* \quad (1.1)$$

S_t 代表间接标价法名义汇率, ms 代表货币供给, Y_t 代表实际收入, rt 代表名义利率,带 * 号代表国外变量。上述变量中,除了利率外的其他变量是自然对数。根据该货币模型,国内利率增加虽然能增加国内资产的吸引力但仍将导致货币贬值。主要原因是:国内货币需求将因国内利率的增加而减少,产生过量货币供给,为了恢复货币市场均衡,价格必然上涨,导致货币贬值。

未抵补的利率平价将即期汇率与国内外利率和预期远期汇率联系起来^①,根据建立在未抵补的利率平价基础上的广义的资产市场理论,国内汇率的贬值在短期内主要由国外利率相对于本国利率上升以及预期的远期汇率上升引起(见表 1—1)。

表 1—1 国内外利率和预期远期汇率对即期汇率的影响

变量及其变化	国际金融资产变动方向	对即期汇率的影响
国内利率		
提高	转向本币资产	下降(升值)
降低	转向外币资产	上升(贬值)
国外利率		
提高	转向外币资产	上升(贬值)
降低	转向本币资产	下降(升值)
预期远期现货汇率		
提高	转向外币资产	上升(贬值)
降低	转向本币资产	下降(升值)

2. 行为均衡汇率 (behavioural equilibrium exchange rates 简称 BEERs)

行为均衡汇率^②是运用经济计量方法对中期、长期和短期实际汇率变化进行经济计量分析。尽管该理论涉及中期和长期内影响汇率波动的因素,但是行为均衡汇率以无抵补的利率平价条件作为分析的起点,符合我们对短期均衡汇

① 托马斯·A. 普格尔, 彼德·H. 林德特, 国际经济学, 经济科学出版社, 2001, P315。

② Clark 和 MacDonald (1997 和 1999)。