

均衡汇率与 人民币 汇率政策

• 许少强
李天栋
姜波克 著

DANGDAI ZHONGGUO

JINGJI LILUN

CHUANGXIN WENKU

当代中国经济理论创新文库

复旦大学出版社

均衡汇率与 人民币汇率政策

• 许少强 李天栋 姜波克 著

DANGDAI ZHONGGUO

JINGJILILUN

CHUANGXIN WENKU

当代中国经济理论创新文库

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

均衡汇率与人民币汇率政策 / 许少强, 李天栋, 姜波克著. —上海: 复旦大学出版社, 2006. 3
(当代中国经济理论创新文库)
ISBN 7-309-04908-X

I. 均… II. ①许…②李…③姜… III. 人民币
(元) — 汇率 — 货币政策 — 研究 IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 012713 号

均衡汇率与人民币汇率政策

许少强 李天栋 姜波克 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 鲍雯妍
总编辑 高若海
出品人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	890×1240 1/32
印	张	7.125
字	数	172 千
版	次	2006 年 3 月第一版第一次印刷
印	数	1—3 100

书	号	ISBN 7 - 309 - 04908 -X /F • 1112
定	价	18.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

总序

...

虽然经济是一个古老的话题,在中国可以追溯到孔子和孟子那里,在西方可以追溯到亚里士多德和柏拉图那里,但是经济学却是一门年轻的学科,从亚当·斯密的《国富论》算起,也不过 200 多年的历史。道理非常简单,现代经济学产生的前提必须是市场经济的高度发展。因为,在自给自足的小农经济里,交易活动是偶然发生的,分工水平是很低下的,“男耕女织”一句话说明了社会一、二、三产业的分工情况,大量经济学所研究的问题在那个时代几乎是不存在的。因此,与中医和西医的分别发展的情况不一样,经济学在中国,由于市场经济发育的滞后,研究对象的不成熟,中国经济学产生的土壤从来就没有出现过。经济学在中国的发展是落后的,其理论创新历来是不足的。但是,1978 年中国经济改革开放以来,一方面,由于中国的经济体制从原来的计划体制向市场经济体制过渡,过渡时期经济问题层出不穷;另一方面,中国经济在这近三十年的时间里获得前所未有的增长,其经济发展的成就令世人瞩目。因此,随着改革开放的深入和经济的持续增长,中国经济学迎来了历史性的发展机遇。中国即将成为 21 世纪的世界经济大国,她正在经历着一场前所未有的制度变迁,这为广大经济学者提

总 序

供了一个难得的社会科学实验场。中国在发展进程中不可避免地会遇到大量新问题,这又为经济学理论和方法的创新提供了广阔的空间。复旦大学经济学院作为中国经济学教育和科研的中坚力量,肩负着振兴中国经济和中国经济学的双重使命,我们既面临着挑战,又有得天独厚的优势:经济全球化大势所趋,国内外学术交流日益密切,国内经济学的教学和研究也在逐步与国际接轨,可谓适逢“天时”;依托上海国际化大都市的良好环境,为上海重建国际经济中心提供智力支持,可谓尽占“地利”;在国家教育部和市政府的重点投资支持下,复旦人团结奋进,力争将复旦大学建设成世界一流大学,可谓独具“人和”。在此高歌猛进的时代,复旦大学经济学院揽“天时、地利、人和”于一身,必将大有作为。

今天呈现在大家面前的这一套丛书是“十五”期间教育部“211”重点学科建设项目“中国经济发展与经济理论的创新”的成果,是复旦大学经济学院的教授们秉承“旦复旦兮,经世济民”的精神,在新的历史时期继续前辈卓越的学术传统,为中国经济的发展上下求索,为中国的经济理论创新鞠躬尽瘁的结晶。丛书涉及复旦大学所拥有的四大教育部重点学科:政治经济学、世界经济、金融学、产业经济学,以及具有自己鲜明特色的西方经济学。

徐为民的《权利的轨迹——大转折时代的政治经济学》是作者多年来关于政治经济学和企业经济学进行教学和研究的成果,以资源配置过程为重点,通过对消费、生产及分配诸环节的互动研究,揭示权利关系形成的原因及其演变轨迹,并对权利不对称下所出现的种种问题作了对策性的思考。“没有一个时期的经济像今天这么蓬勃发展,也没有一个时期的社会像今天那么充满矛盾和冲突。”中国经济改革的持续深化,不断地将市场经济所固有的以及我国社会所特有的利益关系和矛盾暴露出来。经济学与政治经

经济学都是要研究资源的配置过程的,不过前者主要是从资源配置如何满足市场需要的角度来研究的,而后者关注的是在这一过程中所发生的利益关系或权利关系。徐为民的这部著作回答了在新的时代背景下如何发展政治经济学的问题,即政治经济学所面对和所要解决的问题类型有:人们经济利益的分化与经济制度及增长模式之间的关系,这种关系的发展趋向及利弊得失,对于相关问题的处理原则和方法,等等。汪立鑫的《经济制度变迁的政治经济学》也同样力图用政治经济学的方法解释中国经济的制度变迁过程及其成效。

华民、韦森、张宇燕和文贯中四位经济学家合写的论文集《制度变迁与长期经济发展》从制度变迁与长期经济增长的相互关系的研究视角,比较近代中国和西欧社会动态演化的历史轨迹。如华民的“‘马尔萨斯制约’与经济发展的路径选择——对世界经济发展的重新认识”从人类的基本经济学问题出发探讨了最近1000年中,西方国家的兴起与东方国家相对衰落的原因。韦森的“斯密动力与布罗代尔钟罩——研究西方世界近代兴起和晚清帝国相对停滞之历史原因的一个可能的新视角”运用“斯密动力”和“布罗代尔钟罩”这两个概念,从历史比较制度分析的视角对近代西方世界兴起以及晚清帝国的衰落的原因提供一些新的解释。同样地,文贯中的“中国自陷于农本社会怪圈的经济地理学析解”,张宇燕等的“海外白银、初始制度条件与东方世界的停滞——关于晚明中国何以‘错过’经济起飞历史机遇的猜想”以及其他几位作者的文章都从不同的角度讨论和解释了中外经济发展的一般规律和某些特殊现象。

干杏娣的《中国经济崛起与上海国际金融中心》从世界经济演变与上海国际金融中心发展的历史角度阐述了宏观经济和国际金融中心发

展的相互作用,论述了上海国际金融中心建设对中国实现大国经济崛起所发挥的作用与所承担的战略角色。尹翔硕等的《贸易战略的国际比较》从世界经济发展史的长河中提炼出不同贸易战略的形成及其实践情况,比较这些战略的主要内容和意义,探索中国在全球化进程不断加快的背景下如何实施自己的贸易战略,使中国经济在未来得到更持续的增长。

许少强等的《均衡汇率与人民币汇率政策》是作者长期从事人民币汇率研究的结果。进入 21 世纪以来,人民币汇率在国际上面临升值的压力,人民币汇率问题的研究也就进入一个高潮。与其他研究不同的是,作者坚持从人民币均衡汇率这一基础理论研究做起,讨论处于经济转轨这一特殊情况下的人民币均衡汇率的运动路径和动态调整,以及在内外均衡冲突条件下的均衡汇率的决定过程,并在与其他经济政策搭配下考虑人民币汇率的调整问题。陈学彬等的《论金融机构激励约束机制》是在中国经济制度转轨过程中讨论如何进一步推进金融体系和金融制度的改革,通过对我国金融机构中有效激励约束机制改进的讨论,如何使中国的金融体系与制度和国际接轨,增强我国金融企业竞争力。

芮明杰等的《论产业链的整合》考察在新的技术条件下企业关联方式发生重大变化情况下的产业链的变动,重新界定产业链中各环节对价值创造的贡献。从分工演进的角度,将交易费用理论和企业知识理论相融合,综合分析了产业链整合分化的微观机理,提出基于知识共享的产业链整合理论。郁义鸿等的《产业链纵向控制与经济规制》受中国电信、电力、铁路和民航四大垄断行业的改革实践的启发,研究产业链中的纵向控制和经济规制问题,突破了传统的产业组织理论有关产业链上游和下游纵向关系的理论,在产业链的各个环节的横向联系方面展开分析,从而构建了一个相对独立而系统完整

的产业链理论,具有一定的创新性。殷醒民的《论技术扩散效应》从不同的角度研究了中国特有的产业链现象,为产业经济研究作出了贡献。

张军等的《转型、治理与中国私人企业的演进》围绕转型时期中国私人企业的组织形式与治理结构这一主题,通过理论和经验研究,对中国私人企业的扩张模式、金融发展、家族企业的治理结构、私人企业集群、企业经理人流动等问题上进行了详尽的研究。在私人企业扩张模式上,强调“关系”在中国私人企业扩张过程中的作用,以此来刻画转轨时期中国私人企业的扩张路径;在研究了家族企业治理问题后,回答了转轨经济下中国家族企业存在的理由并预测了其发展方向。袁志刚等的《中国经济增长:制度、结构、福祉》以宏观总供给、总需求的形成和宏观经济运行的微观基础为线索,在历史的回顾和分析改革开放以来的我国经济周期性波动的内在特征的基础上,分析经济增长的动力与问题。指出中国经济在持续高速增长的情况下,各种深层体制性矛盾、结构性矛盾、资源短缺和人民福利增长缓慢等问题也不断涌现,危及中国经济增长的可持续性及其质量。中国经济要获得进一步的增长,提高经济增长的质量,必须转变经济增长的方式,而要转变经济增长的方式,我们必须从制度的角度、经济结构的角度和人民福祉的角度对目前和未来的经济增长作深入的考察。

袁志刚

2006年1月23日于复旦园

前言

...

本书是复旦大学经济学院“十五”“211”重点学科建设项目《中国经济发展与经济理论的创新》的子项目“中国金融发展与上海的国际金融中心建设”的子课题之一，课题研究得到项目研究经费的资助。

该课题的研究背景是，进入 2000 年以来，人民币升值问题开始受到广泛的关注。例证之一是，早在 2000 年 10 月 27 日，中美财政部长举行了关于中国入世的会谈后发表的联合声明就已指出：“中美双方均认为，中国采取更有弹性的汇率政策极其重要。”^①2003 年 9 月 2 日美国财政部长斯诺访华，人民币升值问题成为主要议题。以此为契机，人民币升值问题演变为世界货币讨论中的一个热点，其结果是，从 2004 年起七国财长会议总是邀请中国方面参加，人民币的国际地位明显提高。但同时，我国的货币当局承受着越来越大的人民币升值压力。内部压力主要来源于持续的国际收支顺差和银行间市场上外汇供大于求，以致我国的外汇储备增加额在 2001—2004 年期间分别高达 466 亿美元、742 亿美元、1 168 亿美元、2 067 亿美元；外部压力主要来自于美国，例如 2005 年 4 月 6 日美国参议院通过一

^① “中美财长会谈发出信息：人民币汇率将更具弹性”，《解放日报》，2000 年 10 月 30 日。

项修正案,要求人民币在6个月内升值,否则将对中国进口商品增收27.5%的惩罚性关税^①。

在这样持续的人民币升值压力下,国内理论界掀起了热烈的讨论,可谓是见仁见智,百花齐放。实际上,无论是从学术还是从政策的视角看,人民币升值问题的核心因素在于人民币均衡汇率的研究。因为,如果人民币均衡汇率与现在的市场汇率水平相吻合,就无须调整汇率;但如果均衡汇率表明人民币确实是明显低估,那么人民币升值将是不可避免的。由此可见人民币均衡汇率研究的重要性。

众所周知,人民币均衡汇率的研究是一项十分困难的工作。我们有勇气向这个难题发起挑战,并尝试进行有特色的研究,下面介绍本研究的思路与框架。

我们的思路是:第一,首先为人民币汇率政策的研究进行扎实的基础理论研究,其特色在于详细讨论均衡汇率的运动路径与动态调整,以及在内外均衡冲突条件下的均衡汇率决定方式。其二是,从理论上探讨人民币汇率政策调整,其特色在于与其他经济政策的搭配,以及人民币均衡汇率的判断指标。

根据上述思路,本书框架安排如下:

第一章是对以往的均衡汇率理论进行评述,为研究的展开打下基础;第二章将构建人民币均衡汇率决定的分析框架,并根据基本框架分析均衡汇率决定的运动路径、对经济增长的效应分析及其动态调整等;第三章研究内外均衡冲突与均衡汇率的关系,并修正内外均衡的内涵,这是转变汇率研究视角的基础;第四章论述人民币均衡汇率政策选择的方法论,例如强调不应将汇率视为比价而是一种政策工具;第五章分析人民币均衡汇率政策的选择与搭配,包括政策目

^① 参见“人民币汇率问题大事记”,《国际金融报》,2005年4月29日。

标、政策工具的选择与搭配、传导机制以及汇率预期与外汇市场干预的有效性等问题;第六章提出具体的指标对人民币是否处于均衡水平进行判断,深入分析当前人民币面临的困境和悖论,以及人民币汇率形成机制的完善等;最后是全书的总结以及进一步研究的方向。

最后要指出的是:本校金融学科带头人姜波克教授参与了本课题研究的整个进程,在立项、框架设计、内容与结论的确定等各个方面提出了建设性的见解;本课题主要由我的博士生李天栋执笔完成。

由于作者水平有限,本书肯定有不尽如人意之处,望读者批评指正。同时,由于写作比较仓促,一些现实问题未能进一步展开,有待以后作更深入的研究。

许少强

2005年5月

目 录

第一章 均衡汇率理论的评述	1
第一节 一种宏观经济均衡分析方法	3
第二节 均衡汇率的决定理论	8
第三节 均衡汇率的测算方法	12
第四节 内外部均衡冲突对均衡汇率决定的影响	18
本章小结	22
第二章 人民币均衡汇率的决定与其效应分析	23
第一节 基本分析框架	23
第二节 均衡汇率的运动路径	38
第三节 均衡汇率的路径对经济增长的效应分析	55
第四节 均衡汇率的动态调整	62
本章小结	66
第三章 内外部均衡冲突对均衡汇率决定的影响	68
第一节 内外部均衡冲突及其对均衡汇率决定的影响	68
第二节 内外部均衡内涵的修正	82
第三节 内外部均衡的地位与均衡汇率的决定	109
本章小结	115

目 录	第四章 人民币均衡汇率政策讨论的方法论	117
	第一节 均衡汇率理论由实际变量向名义变量转变	119
	第二节 均衡汇率由中长期变量向短期变量转变	123
	第三节 均衡汇率由比价向杠杆转变	128
	本章小结	130
	第五章 人民币均衡汇率政策的选择与搭配	131
	第一节 人民币均衡汇率政策选择的目标	132
	第二节 政策工具的选择和搭配	140
	第三节 政策调控的传导机制	147
	第四节 预期的影响与干预的有效性	152
	本章小结	165
	第六章 人民币均衡汇率的判断与汇率政策调整	167
	第一节 人民币均衡汇率的判断	168
	第二节 人民币汇率的悖论	178
	第三节 固定汇率制度与人民币均衡汇率	186
	第四节 人民币汇率形成机制的完善	191
	本章小结	197
	本书总结	198
	主要参考文献	203

图表目录

图 1.1	实际汇率与宏观经济均衡的斯旺图像	6
图 2.1	部门投资为变量的生产函数的图示	41
图 2.2	贸易品部门和非贸易品部门的静态均衡解图示	45
图 2.3	均衡状态下 I_T 和 I_N 关系的图示	47
图 2.4	均衡汇率路径的图示	49
图 2.5	均衡汇率理想路径的示意图	55
图 2.6.1	汇率贬值的两种效应示意图之一	58
图 2.6.2	汇率贬值的两种效应示意图之二	58
图 2.7	汇率变动影响资本形成的示意图	61
图 2.8	资本形成对汇率影响的示意图	63
图 2.9	资本存量与汇率的动态调整图	64
图 2.10	均衡汇率的动态调整过程及其包络	65
表 3.1	内、外部均衡冲突的表现形式(一)	74
表 3.2	内、外部均衡冲突的表现形式(二)	81
图 3.1	哈罗德—多马增长理论中资本、劳动力和产出的关系	87
图 3.2	劳动力无限供给条件下资本、劳动力和产出的关系	87
图 3.3	劳动力规模庞大情况下资本、劳动与产出的关系	90

图 5.1	理想的均衡汇率调整路径	133
图 5.2	固定汇率制度下均衡汇率的实现路径	136
图 5.3	资本存量、汇率与经济增长的动态调整过程	147
图 5.4	资产市场、货币市场与产出市场均衡	149
图 5.5	调节货币供应量的传导机制	150
图 5.6	利率政策的传导机制	151
图 5.7	汇率预期变动与实际的以及意愿的国内收益率 之间的动态关系图	155
图 5.8	汇率升值预期的资产组合效应	159
图 5.9	附带预期的冲销式干预的资产组合效应	160
图 5.10	货币市场与国内资产市场充分调整的情况	162
图 5.11	货币市场和国内资产市场均不充分调整的情况	163
图 6.1	出口能力与进口需求的变化和比较	170
图 6.2	进出口增长率及其比较	171
表 6.1	外资与全社会固定资产投资的关系	172
图 6.3	资本产出比的变化趋势图	173
图 6.4	资本账户、经常账户与外汇储备的关系图	176
表 6.2	20 世纪 90 年代外商投资企业进出口额及其占 全国的比重	177
图 6.5	固定汇率制度下汇率调整时机示意图	190

第一章

均衡汇率理论的评述

内外均衡冲突与经济开放度有内在的联系：当经济开放度比较低时，内外均衡冲突的程度相对较低；当经济开放度逐步提高，内外均衡冲突的程度也会随之升高；当经济开放度达到某个水平，内外均衡冲突的程度又会慢慢下降，即经济开放度对内外均衡冲突的影响有个先上升后下降的过程^①。

自改革开放以来，内外均衡冲突就一直困扰着我国的经济增长。从 20 世纪 70 年代后期到 90 年代前期，我国虽然也存在着内外部均衡的冲突，但总体而言，内外均衡冲突的程度比较低，这是因为最初我国经济开放度相对较低的缘故。随着经济开放度的逐步提高，自 20 世纪 90 年代中期到现在，内外均衡冲突开始严重起来，而我国经济增长和经济稳定越来越受到内外均衡冲突的影响。

汇率是影响内外均衡的重要变量，以往的经济理论主要关注汇率对国际收支也即外部均衡的影响。汇率的确是影响国际收支从而决定外部均衡性质的直接变量，但汇率的作用并不止于此，它还会影响内部均衡的实现以及性质，即汇率的作用和影响并不局限于国际

^① 参见姜波克等著，《开放经济下的宏观金融管理（第四卷）》，复旦大学出版社，1999 年，第 66 页。

收支,还会影响内部经济的稳定与增长。

目前,我国所受到的内外均衡冲突的影响是我国经济开放度不断提高的必然结果。在可以预见的未来,内外均衡的冲突仍然会持续影响我国经济的稳定增长。由于均衡汇率的实现及其路径是关系内外均衡冲突的性质和类型的关键,因此,需要深入分析均衡汇率的决定及其决定过程中对经济增长的影响和效应。

均衡汇率理论并非与汇率理论完全不相干。在初期阶段,均衡汇率是附加了某些条件的汇率,因此仍然在汇率理论的框架之内。但后来,这些附加条件的重要性越来越突出,均衡汇率也就逐步发展成为独立的范畴。这种演变尤其体现在威廉姆森^①提出基本要素均衡汇率理论(FEERs)以后,均衡汇率理论的主要方向似乎就是怎样确定均衡汇率的水平。

实际上,均衡汇率理论仍应在汇率理论的框架内分析,同样应分析均衡汇率决定过程中对宏观经济的影响和作用。这也就意味着上述两条道路的分野并非表明它们就是互不相干的,它们的结合对于均衡汇率理论的发展有积极的意义。

均衡汇率的决定与实现过程中,既要分析内外部均衡同时实现的条件,也要分析均衡汇率的实现宏观经济的影响,这两方面的内容既是均衡汇率理论的组成部分,又是均衡汇率理论两个不同的层次。

均衡汇率最初是用以判断汇率是否与经济均衡相一致的概念。20世纪60年代发展成为一种分析方法,但基本思想并没有本质性的区别。然而,自威廉姆森提出基本要素均衡汇率的概念并发展出测

^① Williamson, J. On Seeking to Improve IMF Conditionality. *The American Economic Review*, 1983, Vol. 73.