

Zhongguo Huobi Jincheng Zhong
Renminbi Huili Chuandi Yanjiu

郑平◎著

本书关注中国货币化进程中货币政策的有效性和贸易地位的转变，
立足于中国出口拉动型经济的现实，
对中国和美国的不完全汇率传递进行比较分析，
深入探讨了中国的货币扩张、经济增长与汇率传递问题。

中国货币化进程中 人民币汇率传递研究

西南财经大学出版社





Zhongguo Huobi Jincheng Zhong
Renminbi Huili Chuandi Yanjiu

西南财经大学科研基金资助项目

中国货币化进程中 人民币汇率传递研究



本书关注中国货币化进程中货币政策的有效性和贸易地位的转变，
立足于中国出口拉动型经济的现实，
对中国和美国的不完全汇率传递进行比较分析，
深入探讨了中国的货币扩张、经济增长与汇率传递问题。

郑平◎著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国货币化进程中人民币汇率传递研究/郑平著. —成都:西南财经大学出版社, 2009. 11

ISBN 978 - 7 - 81138 - 576 - 2

I. 中… II. 郑… III. 人民币(元)—汇率—研究
IV. F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 200214 号

中国货币化进程中人民币汇率传递研究

郑平 著

责任编辑:张访

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	8
字 数	195 千字
版 次	2009 年 11 月第 1 版
印 次	2009 年 11 月第 1 次印刷
印 数	1—1000 册
书 号	ISBN 978 - 7 - 81138 - 576 - 2
定 价	22.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

摘 要

货币方面的变动,常常是经济变动的重要根源。经济货币化是一个必然趋势,中国货币供给量不断增长主要是两个原因:一是经济的货币化过程需要不断注入货币增量,二是货币总量扩张与经济主体的货币需求形成机制密切相关。货币扩张是经济增长中不可避免的结果,1994年汇改以来,外汇储备的迅速增长加大了控制货币供应量的压力。

汇率问题一直是世界经济中的热点问题,在经济全球化的趋势下,各国只有实行合理的汇率制度,制定恰当的汇率政策,才可能实现本国经济的内部均衡与外部均衡。

本书各章的结构如下:

第一章讨论短期与长期中汇率、货币、价格与产出之间的关系,按照从货币到价格,再到汇率,汇率传递的线索,为全书具体内容的展开构建了一个分析框架。

围绕货币在经济活动中的作用,存在着许多争论。充分发挥货币的职能作用,是现代市场经济持续、稳定、协调发展的重要条件之一。货币有其自身的规律,并且货币对实际经济会产生作用,货币影响实际经济的渠道包括技术冲击与生产率变动等。货币与产出水平之间的关系一直是经济理论的核心组成部分,历来是争论不休的话题。汇率与产出之间也存在密切的关系,汇率影响产出的一个关键渠道是净出口,出口被认为是经济恢复的催化剂。

第二章从共性与个性的角度分析中国的货币化进程,将货币化的一般过程与中国实际结合起来,分析在货币化进程中货币政策该怎么做?人民币汇率又有什么作为?贸易方面的反应又将怎样?

中国的货币增长在经济转型过程中具有内生性,据谢平(1996)分析,中国的经济改革较为成功有两个重要因素,其一是保持了较高的经济增长率,其二是没有发生东欧国家那样的持续的高通货膨胀,而根本原因在于中国的货币化过程。转型经济中的货币化过程导致超速的货币供应,使政府得到了巨额的货币发行收入;这些货币发行收入在改革的进程中提供了一种利益补偿机制,因此货币化过程提供了无通货膨胀情况下维持改革速度的有利条件。经济改革本身需要付出巨大成本,这种成本在改革初期没有相应的收益来抵补,往往要用货币投放来支付,因此存在通货膨胀的可能。改革初期经济的低货币化状态使制度变迁过程得以与经济的货币化过程同步推进,从而避免了通货膨胀陷阱的困扰。

第三章探讨货币政策中的货币与汇率传导机制,探讨在货币政策非中性的前提下的传导机制。货币政策能够多方面地影响宏观经济发展,研究货币政策传导机制,是提高货币政策有效性和减少货币政策作用时滞的必要途径。本章按照1993年以来经济发展的四个阶段,具体分析了我 国货币政策的宏观经济效应。

对我国1996—2008年间的汇率传导途径的计量分析表明,货币政策对汇率的影响显著,而汇率对物价以及产出的影响不显著。然后对美国的情况进行了分析,并进行了中美的对比分析。货币政策汇率传导途径能够拓宽货币政策作用渠道,减少货币政策传导时滞。在开放经济中可以将汇率传递程度作为货币政策的作用目标,从而提高货币政策的有效性。

第四章对中国出口行业不完全汇率传递进行实证研究。中国是一个对外贸易依存度很高的发展中国家,出口作为中国经济发展的重要途径,受到汇率变动及汇率传递很大的影响,包括出口商品的国际定价等问题。

自1994年汇率并轨后,汇率在我国经济发展中的作用越发重要,汇率变动会导致进出口商品价格变动,进而对整个经济水平产生影响。本章通过实证回答了中国汇率传递的程度这个问

题。选取中国比较有代表性的出口行业——家电行业,验证了中国出口行业确实是存在不完全传递情况,并具体研究了中国不完全汇率传递的主要原因。

仅分析汇率传递系数的大小是不够的,第五章讨论在汇率传递程度上理论与现实的明显冲突,对影响汇率传递程度的因素进行较全面的回顾。

汇率传递理论的理论基础在现实中很难满足,诸多学者从不同角度探讨汇率传递不完全的原因,代表性的观点主要有静态的市场不完全和产业组织理论,认为汇率不完全传递是由于世界市场的不完全竞争;从动态供给角度分析的沉没成本理论,强调供给因素对汇率传递的影响,考察企业进入和退出决策;从动态需求方面考虑的市场份额理论以及生产全球化理论等,强调了需求因素对汇率传递的作用。在国际定价策略方面,本章分析了企业采购策略、品牌价值等因素对汇率传递程度的影响。

第六章讨论人民币汇率传递对中国出口商品结构的影响,出口商品结构可以反映一个经济地域与其他经济地域进行贸易中的比较优势产品,体现该经济体在国际分工中的地位。

汇率传递通过三种机制影响出口商品结构。在商品价格方面,推导了汇率对进、出口价格和国内消费价格的传递系数;在贸易条件方面,介绍了汇率在不同贸易条件变动中的作用;在国际竞争力方面,介绍了汇率作为重要因素之一如何影响国际竞争力。本章分别测算出汇率对我国劳动密集型产品和资本密集型产品出口额的弹性,发现人民币汇率变动对出口劳动密集型产品的影响大于资本密集型产品,长期内这将会影响我国的出口商品结构。

第七章谈汇率传递的经济增长效应,从促进中国经济增长的角度来分析经济结构的调整,防范汇率危机,并给出相应的政策建议。

实证分析表明,我国的汇率传导途径与美国存在较大差异,我国的汇率传导途径不畅。本章从应对需求冲击和供给冲击两

方面分析了货币政策汇率传导途径将如何发挥作用。为充分发挥货币政策传导机制的作用,提高货币政策的有效性,应完善人民币汇率形成机制,提升人民币的国际地位。此外,为优化贸易地位,我们应该调整出口结构,通过政策扶持增强企业的定价能力,改善贸易条件、提升出口商品国际竞争力和实施战略贸易政策等。

本书有两个鲜明的特色:

一是注重对中国经济增长的发动机——出口的分析,我国是出口拉动型经济,人民币汇率对出口以及经济增长的作用巨大。作者具体分析了中国出口行业的汇率传递程度,及人民币汇率不完全传递对中国出口商品结构的影响。

二是注重对中国和美国之间进行对比分析。本书对货币政策汇率传导途径的三大环节进行了中美对比分析,研究美国的经验和教训,以期找到货币政策传导途径在开放经济中的发展趋势。文章还对中美两国出口商品结构进行了对比,并提出了旨在优化我国出口商品结构的对策。

不完全汇率传递对许多问题的分析都有意义,它将影响到经济冲击的国际传递,有助于预测真实汇率的波动及进行国际货币政策的福利分析,因此对不完全汇率传递效应的全面分析还需要我们更加深入的研究。

关键词:货币化、汇率传递、货币政策传导机制,出口商品结构、经济增长

Abstract

Economic monetization is a necessary trend in the middle of economic development, and the increasing growth of China's money supply is ascribed to two factors, one is the economic monetization, the other is money demand mechanism. There is great increase in the money supply due to the fast expanding foreign exchange reserve, and adjustment of money supply grows more difficult among China's social and economic transition.

Exchange rate is the hot topic of necessity in the international community; an economy could achieve the internal and external economic balances should they adopt the rational exchange rate regime and policy suitable to their national conditions.

The outline of the book is as follows:

Chapter one discusses the relationships among money, exchange rate, price and output, in both the long run and short run. It follows the logic from money to price, and then explores exchange rate pass-through via exchange rate, thus building an analytical structure for the whole book. Money has its own operating rule, and it can influence real economy through technology shock and change in productivity.

Chapter two combines the general process of economic monetization with China's economic status. It touches the concrete problems, such as the positioning of monetary policy, the way in which Renminbi exchange rate is changed, and the reaction of foreign trade, which are closely related to the economic success of China's reform and opening policy.

Chapter three is concerned with the exchange rate transmission

mechanism, in the precondition of non - neutrality of monetary policy. There are many ways monetary policy affects real economy, the improving of monetary policy transmission mechanism is a necessary channel to increase policy efficacy and reduce policy time lag in the open economy.

Chapter four conducts empirical study of china's export industry to find incomplete exchange rate pass - through. Export has been the growth engine for years; China's foreign trade dependence now becomes abnormally high. Many factors influence China's export; for instance, change in exchange rate, exchange rate pass - through, and the international pricing of export commodity.

It is not enough to discuss only the exchange rate pass - through degree, Chapter five is therefore devoted to the obvious conflict between theory and reality on exchange rate pass - through coefficient, in addition, the chapter explores several factors that influence the degree of exchange rate pass - through.

Chapter six talks about the influences of exchange rate pass - through on China's export commodity structure, which can reflect the comparative advantages and the current status in the international labor division. There are three channels exchange rate pass - through affect export commodity structure, and empirical study is included in this chapter.

The last chapter explores the economic growth effect of exchange rate pass - through, it focuses the prevention of exchange rate crisis, the adjustment of economic structure from the perspective of stimulating China's economic growth. Several policy proposals are presented in the chapter to optimize export status, perfect Renminbi exchange rate formation mechanism, upgrade the international status of Renminbi, and so on.

There are two visible characteristics about the book: it focuses the particular analysis of china's export as an import engine for economic growth, and it emphasizes the comparative study between China and America. We should continue the study of incomplete exchange rate pass - through, which is of importance for many other matters in the background of economic globalization.

Key words: monetization, exchange rate pass - through, monetary policy transmission mechanism, export commodity structure, economic growth

序 言

在现代市场经济条件下,稳定的货币是健全的金融体制的要件之一,货币化则是货币、金融对经济起渗透、调节作用的基本前提。货币扩张是经济增长不可避免的结果,是中国走向市场经济过程的必然趋势,我国经济货币化程度的大幅上升,是因为经济转轨过程中商品化、货币化和信用化不断提高,并与资本市场发育相对滞缓、直接融资比重过低相伴相生。

中国实际经济格局的最大变动体现在非国有经济的发展及对经济增长贡献率的提高上。考察中国的货币化与汇率传递,要联系当前经济环境的特殊性,特别是经济快速增长和国际收支盈余的特点,使内外经济均处于失衡状态。这需要我们关注经济失衡的性质、内外失衡的关系与调整的时机选择,调节机制是否是自动的,调节压力是否对称等。

目前国内外已出现许多关于汇率传递的理论和实证文献,早期的研究主要针对价格不完全传递性的解释,分析了市场分割、产品差异、厂商的沉淀成本以及贸易壁垒和跨国公司内部交易等因素的影响。这本书对研究汇率传递程度影响因素进行了较全面的回顾,探讨中国不完全汇率传递背后的经济与体制原因,认为汇率不完全传递的情况和人民币汇率形成机制有关。

随着市场经济体制的建立与逐步完善,中国经济取得了举世瞩目的成就,货币政策在其中发挥了巨大的作用。作为宏观经济调控的一项核心政策,货币政策的有效性是中国经济稳定持续增长的重要保证。在货币政策非中性的前提下,该书分析了货币政策汇率传导途径的几个主要环节,并引入美国的情况做比较研究,深入探析了引起我国汇率传导途径不畅通的宏微观原因,以及如何运用汇率传导途径更好地实现货币政策目标,以提高货币

政策效率。

在国际贸易理论中,汇率波动是影响进出口价格的重要因素,尤其是在浮动汇率制下汇率的自由波动对价格的影响程度更大。在分析货币贬值的经济效应时,长期以来一般只分析汇率变动与贸易差额之间的关系,而忽略了其中的中间环节,即汇率传递问题,导致对汇率贬值效应分析不全面。作者分析了人民币汇率变动下的中国出口商品结构,以提高中国出口产品的国际竞争力。

就人民币来说,对汇率传递程度与速度的分析应该成为今后分析人民币汇率问题的一个重要方向。汇率传递理论也指出,通过适当的定价策略,或者通过生产全球化,可以减轻汇率升值的不利效应,在人民币升值的大背景下,这对我们的出口企业降低成本有很大的启示。

我国货币化过程中货币广泛化与货币深化发展不平衡,货币深化过程滞后,结合中国经济转轨的具体情况,当前应从经济层面、货币层面、心理层面等多管齐下,应重视货币与金融方面的改革。当务之急是积极发展和完善金融市场,促进金融创新,积极引导储蓄向投资转化,加快银行体制改革步伐,提高金融机构的汇率风险意识等。

倪克勤

二〇〇九年八月于光华园

前 言

一、选题背景

货币为什么重要？对这个问题的解释众说纷纭。基于对货币作用的不同认识，西方经济学被划分为研究实物面的价值论与研究货币面的货币论两个流派，即传统的两分法，Schumpeter (1954) 对实际分析和货币分析做出重要的区分。

要制定正确的货币政策，决策者对货币影响实际经济的渠道和效果都应该有非常清楚的把握。在 20 世纪七八十年代，人们把货币分析的重点放在预期的作用上，注重考察预期怎样改变了 60 年代盛行的 IS-LM 模型得出的结论。近些年来，人们又把注意力放在如何使模型的基本框架与经济个体最优化行为协调起来。许多关于货币政策设计的模型基本框架包括三个部分，总供给函数，大多数情况下用菲利普斯曲线代替；总需求函数；中央银行确定名义利率的函数。

上个世纪 90 年代后期，世界主要工业化国家都经历了一个经济增长和低通胀的发展阶段。许多学者认为工业化国家通货膨胀水平下降是由亚洲金融危机之后进口产品价格下降所导致的，汇率与国际市场价格波动对一国国内通货膨胀水平的影响受到越来越多的关注。

汇率传递是指汇率变动对价格产生的影响程度，国内外文献主要集中在两个方面，一是汇率传递的程度是多少？二是产生的原因是什么？本书在理论研究的基础上，讨论开放环境中的货币政策效果，详细探讨中国不完全汇率传递的程度和原因。

二、逻辑线索

本书首先构建了一个货币分析的基本框架，按照从汇率决定到汇率变动再到汇率传递的线索，探讨在中国货币化进程中价格

变动与汇率调整的关系,立足于开放经济中货币积极性的限度,强调以货币改革促进经济增长。

1. 中国货币扩张具有内生性与必然性

近年来我国外汇储备大幅增长,导致中央银行在外汇市场上用于购买外汇储备的基础货币在货币总量中的比重上升。为抵消快速增长的内生货币供给,中央银行在公开市场上进行的冲销操作包括两种方式:出售手中的国债;发行并出售央行票据。

在我国现行的汇率管理体制和汇率水平下,外汇市场失衡是经常的,央行必须被动参与买卖,这个过程实际上也就是基础货币投放与回收的过程。当前的汇率制度对货币政策存在着明显的制约,即结售汇制度及外汇市场的微观结构会产生内生货币供给机制。国际收支大量顺差产生巨额的内生货币发行,极大地削弱了货币总量的可控性和货币政策的主动性。

30年来中国货币供应高增长并没有引发恶性通货膨胀,对经济货币化问题,包括世界银行等机构都曾做过研究,尤其对东欧及独联体国家市场化改革过程中这一问题进行过专门的考察,他们分析的结果是:由于各自所具有的特殊的初始条件不同造成的,其中最重要的是改革开放时两者的货币化程度差异巨大。俄罗斯的经济在改革初就已经货币化了,而中国的经济在改革开始时尚处于低货币化状态之中。

2. 价格与汇率的双向调整关系

在开放经济的宏观经济学中,现代外汇市场和汇率由一国的利率和预期决定的理论居于核心地位,运用这一框架来分析货币政策变化对汇率的短期与长期影响,可以描述汇率的短期和长期调整模式。

在浮动汇率下,货币条件和预期在汇率和国内价格的决定中发挥着关键的作用。货币供给量的扩张将导致物价调整和汇率波动,在这一过程中,汇率变动对物价变动的影响就不再局限于货币因素,还会有真实经济变量起决定作用。

汇率是各国货币的相对价格,将会影响国内物价水平的波

动,在浮动汇率下,同种商品的国际价格差异可能比单个国家内不同商品的相对价格更加多变(Engel, 1993)。从长期来看,一国的价格水平变动将对利率和各国产品相对价格(汇率)的决定有重要的作用,因此国内价格水平和汇率之间如何相互影响就成为理解汇率波动性的关键,并且是探讨汇率传递程度的分析前提之一。

3. 开放经济中货币政策的有效性

在我国特殊的经济环境下,应当用什么样的货币政策来配合经济增长方式的转变?认清这些问题对于我国货币政策的正确选择 and 经济增长方式的顺利转变具有十分重要的意义。

货币政策对经济的影响有多种渠道,货币的传递机制是指货币对真实经济活动或国民收入发生作用的方式、程序或过程。在这一过程中,弗里德曼强调相对价格效应;托宾强调利率效应,主张发挥利率变动的中介作用。

在开放经济中,从货币政策运作到实体经济之间的哪一个传导中介是封闭经济中所不具备的?这涉及到对汇率运动和利率变化的考察。我们除了分析汇率对国际收支的影响,还应同时考虑到汇率对货币政策另一目标——物价水平的影响,即在货币汇率传导途径中引进汇率价格传递效应。目前中国货币政策的具体操作中仍是数量信号重于价格信号,但货币政策的汇率传导途径为提高货币政策的有效性提供了一个有益的探索。

4. 对外贸易

贸易与投资决策、汇率相互影响,汇率变动影响公司的购买决策和生产的方式,汇率变化与对外贸易的关系一直是理论界讨论的重点,汇率变动会对一国对外贸易产生重要影响。

自1979年以来,中国对外贸易得到了迅猛发展,但人民币汇率对中国进出口贸易究竟有多大的相关关系?政府能否动用人民币汇率政策来刺激出口的增长?本书结合中国经济增长,探讨贸易体制改革的方向。

本书目前的研究主要侧重于汇率传递对贸易流量、国际收支

的影响程度,通过直接或间接方式把汇率与贸易收支等总量联系起来并建立模型进行实证分析,较少将人民币汇率波动与外贸商品结构等微观层面结合分析。为了更具体地反映人民币汇率变动对中国对外贸易的影响,本书从弹性角度出发分析了汇率传递对不同类型出口商品的影响程度。

5. 货币改革的着力点

经济增长在理论研究中永远是最古老又最时兴,在经济实践中又是宏观政策的首要目标,诺贝尔经济学奖获得者 Lucas (1995)指出:人们一旦开始思考这一问题,就很难再去思考其他的问题。

中国经济处于转型阶段中,但经济增长主要是靠国内需求而不是净出口来拉动,经济的对外依存度越来越高,经济的开放程度仍很有限。此外,资本不能自由流动,是世界贸易商品价格和利率的被动接受者。

立足于转轨过程中的中国经济增长方式的转变,货币改革以什么为先?因为中国经济增长的主要动力是国内需求,所以应以物价改革为先,利率改革其次,最后是汇率改革。在汇率改革问题上,由于资本项目未完全开放,国外物价变动影响较小,国内利率变动影响更小。本书在这样的认知下,积极探讨中国的货币扩张、经济增长与汇率传递问题。

三、创新与不足

本书在前人研究的基础上,尝试在如下几个方面做出创新:

(1)从中国经济增长中货币扩张的必然性入手,以经济发展中的货币化进程为切入点,系统全面地分析了汇率传递的不完全性,以发挥开放经济中货币的积极性。

(2)把汇率传递理论引入了货币政策汇率传导途径进行研究,重视货币政策汇率传导途径的微观基础,并进行全面的实证分析。

(3)根据国际贸易分类标准将我国出口商品分为初级产品和工业制成品,计量分析发现人民币汇率变动对劳动密集型出口产

品的影响大于资本密集型产品,这在长期将会影响我国的出口商品结构。

本书的不足在于:

(1)货币政策汇率传导途径中涉及的各项变量大都存在相互影响,由于数据及篇幅的限制,没有再对各变量的反馈效应做进一步的分析。

(2)分析人民币汇率传递对中国出口商品结构的影响时,本书先求得间接变量,再计算出汇率对出口额的弹性,说明人民币汇率与中国对外贸易额之间的关系,得出汇率变动对我国不同类型出口商品的影响程度,这种间接计量的方法可能会使结论有误差。

(3)中国出口产品的结构、层次、在全球供应链中的位置等因素如何影响到中国出口行业不完全汇率传递,在这方面的研究较欠缺。