

人民币汇率升值对物价和 资产价格影响研究

RENMINBI HUILV SHENGZHI DUI WUJIA HE
ZICHAN JIANG YINGXIANG YANJIU

朝克图 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

人民币汇率升值对物价和 资产价格影响研究

朝克图 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率升值对物价和资产价格影响研究/朝克图著.
—北京: 经济科学出版社, 2015. 2
ISBN 978 - 7 - 5141 - 5529 - 7

I. ①人… II. ①朝… III. ①人民币汇率 - 汇率波动 -
影响 - 价格 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 63②F726

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 043963 号

责任编辑: 袁 激

责任校对: 王肖楠

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天



人民币汇率升值对物价和资产价格影响研究

朝克图 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: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 11 印张 200000 字

2015 年 2 月第 1 版 2015 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5529 - 7 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

汇率问题是国际金融的核心问题之一，汇率是开放经济当中的核心经济变量之一，汇率变动不仅影响国与国之间经济和一国对外经济，也会影响一国对内经济和国内主要经济变量。现实经济当中的汇率也随着世界经济一体化而随之变动加大，对国际和国内经济的影响也加大。国际间经济交往从最初的贸易开始逐渐向金融领域发展，金融已经成为国际经济交往的主要部分，汇率对国际和国内经济的影响也包括国际贸易和国际金融两个领域，且金融领域成为主要途径。从实体经济和虚拟经济视角来看，汇率变动对实体经济和虚拟经济产生影响，通过虚拟经济的影响作用开始增加，逐渐成为主要影响途径。因此，汇率对经济的影响成为国际和国内研究和关注的焦点。

汇率对国内经济影响的研究领域当中，有两种经济现象传统经济理论不能给予很好的解释。一是 20 世纪 80 年代美元大幅度贬值，没有引起美国国际收支逆差的改善，同时也没有引起美国国内物价上涨；二是从汇率升值的情况来看，70 年代至 80 年代末的日本和德国本币升值带来资产价格的大幅度上涨，形成资产泡沫。

我国经济体制改革开放 30 多年，取得了快速发展和举世瞩目的成就。我国实际经济和虚拟经济发展都很快，实体经济总量从改革开放到现在增长了 90 多倍，年均增长 10% 以上，目前已经超过日本，居世界第二位。我国虚拟经济发展相对较晚，但是

速度较快，主要体现在股票市场和房地产市场上，2010 年股票市值近 30 万亿元，居世界第二位，商品期货年交易量 300 多万亿元，居世界首位。随着经济总量的增长和加入世界贸易组织，我国的经济发展与世界各主要经济体之间的联系愈加紧密。国际贸易上，对外依存度 2007 年达到历史最高，超过 70%。国际金融上，资本和金融账户流动也在迅速增加。对外经济和对内经济联系更加紧密，联系二者的主要变量之一的汇率的重要性增加，其对经济的影响也加大。

在人民币汇率制度改革上，1980 ~ 1994 年实行人民币双重汇率制，1994 年开始人民币汇率并轨并走向市场化形成以银行间外汇交易为基础，有管理的浮动汇率制度，2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革之后，人民币汇率不在以盯住美元为主，而是实行了以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率调整机制更加富于弹性，汇率变动趋势逐渐增强，2005 年 7 月人民币汇率开始升值，到 2010 年 12 月人民币汇率升值近 20%。人民币汇率短期升值幅度较快，汇率对国内经济发展的影响也逐渐吸引越来越多的注意力。

人民币汇率升值对国内经济的影响在两个方面比较突出：一是改革开放以来逐步推行商品价格市场化改革，现在基本实行商品价格市场化，商品价格根据市场的供给和需求而变动。商品价格水平的变动有自己的影响因素，但是人民币汇率升值没有引起商品价格的下跌，反而伴随着商品价格水平的上涨，人民币对外升值与对内贬值并存，这是传统经济理论不能解释的。二是 1990 年我国股票市场成立和 1998 年城镇居民住房体制改革后，股票和房地产成为人们手中的资产，并且其价格波动也比较大。在 2005 年人民币汇率升值情况下，2006 ~ 2007 年我国股票价格指数大幅上涨，之后在美国金融危机下，出现大幅下跌，股票价

格指数跌幅近70%；房地产价格从2002年开始上涨，在人民币汇率升值情况下，上涨幅度仍然很大，之后在美国金融危机下，出现上涨率先减缓后继续上涨的局面。因此，引起学者们对汇率对物价和资产价格影响的关注和研究。

本书研究内容主要由五章组成，具体安排如下：

第一章为引言，人民币汇率对物价和资产价格影响研究的概要。研究背景是国际和国内汇率传递效果产生变化，需要多角度分析研究；内容安排、逻辑思路和研究方法上，主要从实体经济和虚拟经济角度分析；相关概念界定和指标说明上，以价格和价格之间传递关系为主。

第二章为相关理论和文献梳理，主要从汇率对物价影响和汇率对资产价格影响两个方面进行相关理论和文献梳理。

在汇率对物价影响上，国外最早是由购买力平价开始研究汇率对物价传递问题，其发展脉络经历从微观到宏观角度的过程。微观的相关理论主要有价格歧视、市场份额和沉淀成本等来解释汇率对物价的不完全传递。宏观的相关理论主要有经济开放、汇率波动性和通货膨胀环境等变化来解释汇率对物价传递的影响。国内从微观视角进行实证研究相对较多，本书结合宏微观两个角度分析汇率对物价的影响。

在汇率对资产价格影响上，国外最早的理论研究是由利率平价理论开始的，虽然该理论在一定条件下才能解释外汇市场和资本市场之间的价格关系，但是在汇率与资产价格关系研究方面基本没有脱离该框架。在利率平价理论基础上，汇率与资产价格之间的关系理论主要有流量导向模型和股票导向模型，前者是以实体经济为基础分析汇率对资产价格的影响，后者是以虚拟经济为基础分析汇率与资产价格相互影响，本书主要研究汇率对资产价格的影响。在汇率对资产价格影响的实证研究上，还没有取得一

致观点，具体要看实际经济环境而定，但是对两者存在长期关系取得了共识。

第三章从实体经济的角度分析人民币汇率对国内物价的影响。从人民币汇率升值对国内物价影响效果上看，对进口价格和企业商品价格有紧缩性效果，对国内消费者价格有微弱的扩张性效果；从人民币汇率对物价影响的动态趋势上看，有微弱上升趋势；从人民币汇率对物价影响因素上看，人民币汇率形成机制改革对人民币汇率传递有微弱上升的影响。本章结论与国内研究结论差异表现在，除了实证方法和所选取的数据指标差异之外，在研究视角和变量关系的质变有一定的联系。在研究视角上，以往主要是以实体经济的角度分析汇率对物价的影响，较少考虑虚拟经济，因此从经济原理上汇率对物价是有紧缩性效果的，但考虑虚拟经济之后，汇率对资产价格会有上涨的影响，资产价格上涨又会对物价有上涨的影响，因此汇率从虚拟经济的角度来讲对物价会有上涨的影响；在变量关系实质上，人民币汇率升值对物价影响的国内研究结论多数是负相关的，因此，人民币汇率升值通过资产价格上涨导致物价上涨的影响，使从实体经济角度分析的人民币汇率升值对物价的影响效果变小，从而在人民币汇率传递动态趋势上也形成下降。随着我国虚拟经济的快速发展，实体经济和虚拟经济的关系产生变化，虚拟经济快于实体经济发展，甚至虚拟经济过热，因此，从虚拟经济角度的人民币汇率升值对物价的影响效果变大，超过从实体经济角度的汇率传递，在总的影响效果上变为正向，总的动态趋势上表现出上升。

第四章从虚拟经济的角度分析人民币汇率升值对资产价格的影响。人民币汇率对资产价格影响机制有直接影响和间接影响。从人民币汇率预期升值对资产价格和物价影响效果的实证分析得出，人民币汇率预期对货币供给、股价和房价有正向影响；货币

供给对股价和房价有正向影响及股价和房价之间有相互正向影响；货币供给、股价和房价对物价有正向影响。本章结论与国内研究结论总体上是相同的，如人民币汇率预期对货币供给、股价和房价影响，货币供给对股价和房价影响及股价和房价之间有相互影响，货币供给对物价影响等。但在股价和房价对物价影响上有所差异，这主要是分析问题的方法和角度不同导致的，主要是本书从虚拟经济角度和心理预期角度分析结果。

第五章是主要结论和政策建议，主要是总结前面的结论，并且在这个基础上，结合日本和德国在本币升值过程中的经验与我国宏观经济和政策困境，提出货币政策和汇率政策要关注人民币汇率预期升值对资产价格和物价影响。从实体经济和虚拟经济角度看，当前人民币汇率预期升值对资产价格和物价上涨的影响，主要是实体经济和虚拟经济相互作用和背离的结果，即虚拟经济相对于实体经济发展过快，引起资产泡沫，经济运行扭曲和风险压力增加，因此，货币政策和汇率政策主要是调节经济周期、防止资产泡沫和稳定物价。

本书研究的主要贡献：

（一）人民币汇率变动对物价和资产价格影响的研究视角

汇率、物价和资产价格分别是外汇市场、商品市场和资本市场的价格，随着经济一体化和金融一体化的深入，三个经济变量之间的联系越来越紧密。同时我国虚拟经济也在快速的发展，在货币供给增加，流动性过剩的时期，实体经济和虚拟经济之间的相互作用和背离开始显现。在人民币汇率变动对物价影响的研究主要是从实体经济的视角分析的，人民币汇率变动对资产价格影响研究主要是从虚拟经济的角度分析的，通常将二者分开研究。本书从实体经济和虚拟经济两个角度结合货币供给来研究人民币汇率升值对国内物价和资产价格的影响，最终研究人民币汇率对

物价的影响,在人民币汇率、国内物价和资产价格三者关系研究方面,做了一些有益的补充,提供一种探索性思路。

(二) 人民币汇率对物价影响的实证研究

在汇率变动对物价影响方面,国外的研究比较早,理论和实证研究都比较多,而国内在这方面的研究刚开始,理论和实证研究相关文献相对不多。本书在人民币汇率变动对国内物价影响的实证研究方面,通过建立一个一般分析框架,以1998~2010年人民币名义有效汇率、进口品价格指数、企业商品价格指数、消费者价格指数和货币供给量 M_1 五个指标的月度数据进行实证分析。从实体经济角度分析人民币汇率对物价影响,在人民币汇率变动对物价影响研究上,有一定的理论意义,在人民币汇率变动对国内物价是否有抑制作用的问题上,得出人民币汇率升值对国内物价有微弱的上涨影响,对中央银行货币政策和汇率政策制定提供一点参考。

(三) 人民币汇率对资产价格影响的实证研究

在人民币汇率变动对资产价格影响研究方面,国外研究理论和实证研究都比较多,而国内研究比较少,主要分别研究汇率对股票价格和房地产价格的影响,理论和实证研究相关文献也不多。本书在人民币汇率对资产价格影响实证研究方面,基于资产组合模型,以1998~2010年人民币汇率预期变动、股票指数、房地产指数、消费者价格指数和货币供给量 M_2 五个指标的月度数据实证分析,得出人民币汇率升值对资产价格有上涨的影响,资产价格的上涨对物价有上涨的影响。这在人民币汇率对资产价格和物价影响研究方面有一定的理论意义,人民币升值是否带来资产泡沫问题上,对中央银行货币政策和汇率资产制定提供一点参考。

作者

2015年1月

目 录

第一章 引言	1
第一节 背景和意义	1
第二节 内容安排、逻辑思路和研究方法	5
第三节 相关概念界定和指标说明	9
第四节 创新之处和不足之处	17
第五节 本章小结	19
第二章 相关理论和文献梳理	20
第一节 汇率对物价传递	20
第二节 汇率对资产价格传递	42
第三节 本章小结	54
第三章 人民币汇率升值对物价影响	56
第一节 人民币汇率变动对物价影响的机制	56
第二节 人民币汇率升值对物价影响效果的实证分析	61
第三节 人民币汇率对物价影响的动态趋势及影响因素分析	77
第四节 主要结论和解释	83
第五节 本章小结	90

第四章 人民币汇率升值对资产价格影响	92
第一节 人民币汇率对资产价格影响的机制	92
第二节 人民币汇率预期升值对资产价格影响的实证分析	101
第三节 主要结论和解释	120
第四节 本章小结	130
第五章 主要结论和政策建议	131
第一节 本书主要结论	131
第二节 日本和德国在本币升值过程中的经验	133
第三节 我国宏观经济和政策困境	137
第四节 政策建议	142
第五节 本章小结	145
参考文献	146

第一章

引言

在本章主要阐述人民币汇率对物价和资产价格影响的研究概要。汇率对物价和资产价格影响问题，在国际金融理论和实践当中一直受到关注，特别是在布雷顿森林体系解体后再次成为研究热点，在人民币汇率上，随着我国经济发展和人民币汇率改革的深入，人民币汇率对物价和资产价格影响研究也广泛受到关注和研究。本书在前人研究基础上，结合国内外文献，从实体经济和虚拟经济的视角，对人民币汇率对物价和资产价格影响研究做一点有益的补充。本章内容分为五部分：第一节为背景和意义；第二节为内容安排、逻辑思路和研究方法；第三节为相关概念界定和指标说明；第四节为创新之处和不足之处；第五节为本章小结。

第一节 背景和意义

一、背景

汇率是开放经济当中的核心经济变量之一，汇率变动不仅影响国与国之间经济和一国对外经济，也会影响一国对内经济和国内主要经济变量。汇率问题是国际金融的核心问题之一，国际间的汇率制度安排一直是关注的焦点。汇率制度随着国际货币体系的演变也在不断地变化，从国际金本

位制度、布雷顿森林体系下的固定汇率制度到牙买加货币体系下的浮动汇率制度合法化,各国汇率制度逐渐向浮动汇率制度转变^①。浮动汇率制度存在使汇率变动有了制度基础。

现实经济当中的汇率也随着世界经济一体化变动加大,对国际和国内经济的影响也加大。国际间经济交往从最初的贸易开始逐渐向金融领域发展,金融已经成为国际经济交往的主要部分,汇率对国际和国内经济的影响也从国际贸易和国际金融两个领域影响,且金融领域成为主要途径,即从实体经济和虚拟经济视角来看,汇率变动对实体经济和虚拟经济产生影响,通过虚拟经济的影响作用开始增加,逐渐成为主要影响途径。因此,汇率对经济的影响成为国际和国内研究和关注的焦点。

汇率对国内经济影响的研究领域当中,有两种经济现象传统经济理论不能给予很好的解释。一是20世纪80年代美元大幅度贬值,但是没有引起美国国际收支逆差的改善,同时也没有引起美国国内物价上涨;二是从汇率升值的情况来看,70~80年代末的日本和德国本币货币升值带来资产价格的大幅度上涨,形成资产泡沫;从汇率贬值的情况来看,90年代新兴市场经济国家的金融危机中,汇率贬值带来资产价格的大幅度下跌,造成资产泡沫破裂,对实体经济产生巨大冲击。

我国经济体制改革开放30多年,取得了快速发展和举世瞩目的成就。我国实际经济和虚拟经济发展都很快,实体经济总量从改革开放到现在增长了90多倍^②,年均增长10%以上,目前已经超过日本,居世界第二位,虚拟经济发展相对较晚,但是速度较快,主要体现在股票市场和房地产市场上,2010年股票市值近30万亿元,居世界第二位,商品期货年交易量300多万亿元,居世界首位。随着经济总量的增长和接入世界贸易组织,我国的经济发展与世界各主要经济体之间的联系越加紧密,国际贸易上,对外依存度2007年达到历史最高,超过70%,国际金融上,资本和金融

① 牙买加货币体系下,实行固定汇率制度的国家和实行浮动汇率制度的国家并存,从汇率制度本身来讲还没有孰优孰劣之分,但从一国的角度看,在不同的阶段有固定汇率制度和浮动汇率制度选择的优劣问题。因此有一部分国家在布雷顿森林体系解体之后逐渐向浮动汇率制度转变。

② 2011年的数据在写作时还没有年终的统计,根据2010年数据,我国2010年经济总量与比1978年增长91倍,年均约增长10.7%。

账户流动也在迅速增加。对外经济和对内经济联系更加紧密,联系二者的主要变量之一的汇率的重要性增加,对经济的影响也加大。

在人民币汇率制度改革上,1980~1994年实行人民币双重汇率制度^①,1994年开始人民币汇率并轨并走向市场化形成以银行间外汇交易为基础,有管理的浮动汇率制度,2005年7月人民币汇率形成机制改革之后,人民币汇率不在以钉住美元为主,而是实行了以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率调整机制更加富于弹性,汇率变动趋势逐渐增强,2005年7月人民币汇率开始升值,到2010年12月人民币汇率升值近20%。人民币汇率短期升值幅度较快,汇率对国内经济发展的影响也逐渐吸引了越来越多的注意力。

人民币汇率升值对国内经济的影响在两个方面比较突出:一是改革开放以来逐步推行商品价格市场化改革,现在基本实行商品价格市场化,商品价格根据市场的供给和需求而变动。商品价格水平的变动有自己的影响因素,但是人民币汇率升值没有引起商品价格的下跌,反而伴随着商品价格水平的上涨,人民币对外升值与对内贬值并存,这是传统经济理论不能解释的。二是1990年我国股票市场成立和1998年城镇居民住房体制改革后,股票和房地产成为人们手中的资产,并且其价格波动也比较大。在2005年人民币汇率升值情况下,2006~2007年我国股票价格指数大幅上涨,之后在美国金融危机下,出现大幅下跌,股票价格指数跌幅近70%;房地产价格从2002年开始上涨,在人民币汇率升值情况下,上涨幅度仍然很大,之后在美国金融危机下,出现上涨率先减缓后继续上涨的局面。因此,引起学者们对汇率对物价和资产价格影响的关注和研究。

人民币汇率升值与物价和资产价格之间的关系,可以从图1-1直观地看到。由于各指标变量数值差距较大,因此采用各指标变动率来看总体趋势,从总体来看人民币名义有效汇率升值、物价水平变动和资产价格变动相互之间有很强的联动关系。人民币名义有效汇率升值带动资产价格上涨,资产价格上涨,带动物价水平上涨。

^① 经历两个阶段:1981~1984年是适用于贸易外汇收支的贸易外汇内部结算价和适用于非贸易外汇收支汇率;1985~1994年是官方汇率和外汇调剂价并存的双重汇率制。

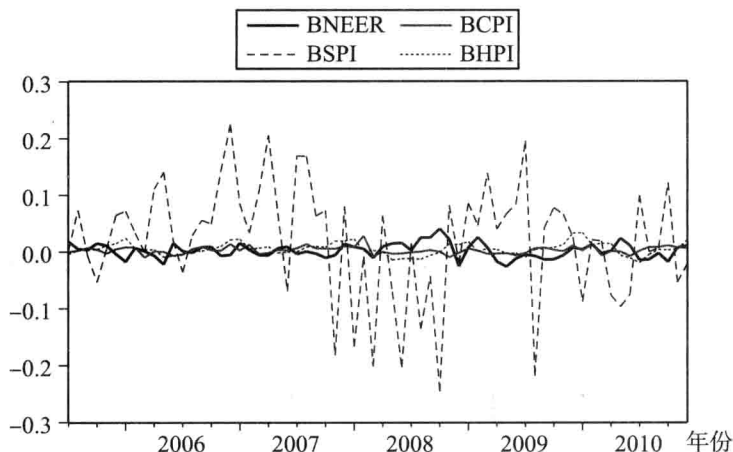


图 1-1 2005 年 7 月汇率制度改革至 2010 年 12 月人民币
名义有效汇率升值率、物价水平变动率、股票价格
变动率和房地产价格变动率趋势

二、理论意义和现实意义

本书研究人民币汇率升值对国内物价的影响，主要是从实体经济角度结合货币供给来研究人民币汇率升值对国内物价的影响和从虚拟经济角度结合货币供给来研究人民币预期汇率升值对资产价格的影响及通过资产价格对物价的影响。该研究有一定的理论意义和现实意义。

(一) 人民币汇率对物价和资产价格

汇率、物价和资产价格分别是外汇市场、商品市场和资本市场的价格，随着经济一体化和金融一体化的深入，三个经济变量之间的联系越来越紧密。本书从实体经济和虚拟经济两个角度结合货币供给来研究人民币汇率升值对国内物价和资产价格的影响，最终研究人民币汇率对物价的影响，在人民币汇率、国内物价和资产价格三者关系研究方面有一定的理论意义，在中央银行货币政策和汇率政策制定和实施方面有一定的现实意义。

（二）人民币汇率对物价

在汇率对物价影响方面，国外的研究比较早，理论和实证研究都比较多，而国内在这方面的研究刚开始，理论和实证研究相关文献相对不多。本书在人民币汇率对国内物价影响的实证研究方面，通过建立一个一般分析框架，以 1998 ~ 2010 年人民币名义有效汇率、进口品价格指数、企业商品价格指数、消费者价格指数和货币供给量 M_1 五个指标的月度数据进行实证分析。从实体经济角度分析人民币汇率对物价影响，在人民币汇率对物价影响研究上，有一定的理论意义；在人民币对国内物价是否有抑制作用的问题上，有一定的现实意义。

（三）人民币汇率对资产价格

在人民币汇率对资产价格影响研究方面，国外研究理论和实证研究都比较多，而国内研究比较少，主要分别研究汇率对股票价格和房地产价格的影响，理论和实证研究相关文献也不多。本书在人民币汇率对资产价格影响实证研究方面，基于资产组合模型，以 1998 ~ 2010 年人民币汇率预期变动、股票指数、房地产指数、消费者价格指数和货币供给量 M_2 五个指标的月度数据实证分析，这在人民币汇率对资产价格影响及对物价影响研究方面有一定的理论意义，对人民币升值是否带来资产泡沫问题有一定的现实意义。

第二节 内容安排、逻辑思路和研究方法

一、内容安排

本书研究内容安排主要由五章组成，具体安排如下：

第一章引言，主要内容是本书研究的现实经济背景、理论和现实意

义、本书主要研究内容和结构安排、逻辑思路、研究方法选择、相关概念界定和说明、创新和不足之处。

第二章相关理论和文献梳理，主要整理国内外学者在汇率对物价的影响和汇率对资产价格影响的相关理论与文献，为后面的研究做些理论和研究方法等基础理论研究。

第三章人民币汇率升值对物价影响的实证分析，主要是从实体经济角度结合货币供给来研究人民币名义有效汇率升值对国内物价的影响。通过建立一个一般分析框架，以 1998 ~ 2010 年人民币名义有效汇率、进口品价格指数、企业商品价格指数、消费者价格指数和货币供给量 M_1 五个指标的月度数据实证分析，得出人民币名义有效汇率对进口价格、企业商品价格和物价的影响效果，并得出人民币汇率对物价影响的变动趋势及影响因素。

第四章人民币汇率升值对资产价格影响的实证分析，主要是从虚拟经济角度结合货币供给来研究人民币预期汇率升值对资产价格和物价的影响。具体基于资产组合模型，以 1998 ~ 2010 年人民币汇率预期变动、股票指数、房地产指数、消费者价格指数和货币供给量 M_2 五个指标的月度数据实证分析，得出人民币升值预期对货币供给量、股票价格和房地产价格的影响，货币供给量、股票价格和房地产价格之间对相互影响，及货币供给量、股票价格和房地产价格对物价的影响。

第五章主要结论和政策建议，主要是总结前面的结论，并且在这个基础上，分析日本和德国在其本币升值过程的经验，并分析我国宏观经济基本情况及当前具体情况，提出我国在货币政策和汇率政策方面相关建议。

二、逻辑思路

在研究人民币汇率对物价的影响时，本书主要从实体经济和虚拟经济两个角度分析，人民币名义有效汇率对物价的影响和人民币预期汇率对资产价格和物价的影响。从总体思路上，首先介绍总体研究概要，其次研究相关基础理论和前人研究成果，再次展开本书的主体研究部分，主要是从