



国家社会科学/自然科学基金项目丛书

影响人民币汇率形成的 因素研究

——对预期、联动和参照构成的分析

Study on the Factors Affecting the Formation of China's Exchange Rate
—— Expectation, Co-movement and Reference Component Analysis

 中国金融出版社



国家社会科学/自然科学基金项目丛书

影响人民币汇率形成的 因素研究

——对预期、联动和参照构成的分析

 中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿 陈晓赫

责任校对：张志文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

影响人民币汇率形成的因素研究：对预期、联动和参照构成的分析
(Yingxiang Renminbi Huilü Xingcheng de Yinsu Yanjiu—Dui yuqi、Liandong
he Canzhao Goucheng de Fenxi) / 丁剑平, 周建芳著. —北京：中国金融出版
社, 2010. 10

(国家社会科学/自然科学基金项目丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5670 - 5

I. ①影… II. ①丁… ②周… III. ①人民币 (元) — 汇率 — 研究
IV. ①F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 190660 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.5

字数 196 千

版次 2010 年 10 月第 1 版

印次 2010 年 10 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5670 - 5/F. 5230

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

国家社会科学基金资助项目

国家社会科学基金一般项目：人民币汇率变化趋势和完善汇率形成机制研究：编制参照指标系统

项目批准号：07BJY155

国家社会科学基金重大项目：经济稳定、金融稳定和资本市场稳定的对策研究

项目批准号：08&ZD036

前言

虽然汇率的变化趋势取决于诸多要素，但是由于中国经济结构的特殊性——与人口结构相对应的制造业的发展使得中国对外依存度不断加强，改革开放以来，贸易收支状况一直是人民币汇率变化的决定所在。另一方面，随着改革开放的深化及加入世界贸易组织，中国资本项目的开放度不断扩大，资本跨境流动变得容易，由此造成的流动性过剩或紧缩对汇率变化的影响正逐渐加深。前几年流动性过剩使得各国货币政策进退维谷，而金融海啸更显示了流动性过剩与紧缩之间的突然转化对经济增长的破坏力度。而且随着资本全球配置，全球资产价格波动与汇市的联动逐步显现，这都说明全球化背景下，任何一个经济体都不能独善其身。随着中国经济的崛起，人民币汇率走强是一个不争的事实，汇率形成机制也面临着改革和完善。无论是转轨经济体还是新兴市场经济体都存在着与中国相同的问题：汇率形成机制如何匹配本国经济的发展。

自2003年开始，欧美国家及日本等发达国家政府相继以中国巨额的贸易顺差和庞大的国际储备积累为理由对中国政府施压，国际上呼吁人民币升值的声音四起。2005年7月21日，中国人民银行实施了改革开放以来的第二次重大汇率机制改革，自此中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成了更富弹性的人民币汇率机制。但是，初衷和结果出现了背离，原想汇率形成机制更富弹性，却出现长期被验证的单边升值预期的刚性。2005年7月汇率体制改革后至2008年7月由于金融危机汇率再度稳定时，三年内人民币即期汇率一路单边升值，升值幅度达20%左右。其间外汇市场人民币即期汇率与人民币一年期NDF汇率相关系数达到98%，人民币即期汇率和人民币升值预期亦步亦趋，两者之间相互印证。这种刚性给2005年至2008年的中国经济带来了巨大的变化：首先贸易顺差不降反升，而且呈爆炸式增长；其次，资本流动大进大出；再次，资产价格尤其是房地产价格大幅上涨；最后，中国面临自20世纪90年代中期以来的最严重的通货膨胀。

当前的中国经济有许多与日本经济出现泡沫前相类似的现象。虽然说本币升值与泡沫之间没有必然的（Granger Causality Test）因果关系（虽然麦金农认为有因果关系），但是，在本币升值过程中，货币当局的政策参照指标系统不全面与泡沫的形成有相关性。为此，中国要引以为戒。中国的外汇市场从形式上来看

基本上已经市场化了,货币政策仍影响汇率的走势。货币政策加上必要的市场干预在任何国际外汇市场上都是必要的,而干预和政策形成需要一个完善的参照指标系统作为参照。

由于研究手段的限制,一些非线性因素还有待继续探索。本书主要内容分为两部分:第一部分是预期和联动因素分析,第二部分是参照指数建立和定位检验。第一篇到第四篇主要是人民币汇率走势和形成预期及联动因素构成分析,包括贸易、资本流动、国内价格以及国际间传导四个方面。第五篇到第六篇是人民币汇率参照指标系统的建立和定位比较。

第一篇阐述了中国贸易顺差变化和人民币汇率走势变化预期之间的关系。首先从贸易商品结构、贸易伙伴、贸易方式和贸易企业性质多角度剖析 1998—2008 年中国货物贸易的变化,然后对货物贸易差额的变化与汇率预期之间的关系进行实证研究。

第二篇分析了中国资本流动变化和人民币汇率走势变化预期之间的关系。首先通过国际收支平衡表细致分析 2002—2008 年资本流动变化,并深入探析资本流动变化原因,然后对汇率预期、独资化与贸易结构之间的关系进行实证分析。

第三篇主要涉及中国国内价格变化与人民币汇率走势变化预期之间的关系。分别从股票价格、房地产价格和物价三个方面进行实证分析。

第四篇是国际资本流动与汇市联动的研究,包括“不规则”联动的汇率与股价的研究、地域规模和制度决定亚洲股市与汇市联动。

第五篇是人民币有效汇率的编制与检验。首先采用多边贸易权重按派氏链式指数法编制日人民币汇率指数,然后采用没有“国家符号”的黄金、石油和特别提款权三种本位测试本研究编制的人民币指数、JP 摩根人民币指数、美元宽指数、欧元指数和亚洲货币单位。

第六篇是政策建议和总结篇,基于本书前面部分的研究,对中国汇率形成机制的完善提出了相关建议。

本书是集体合作的成果。由丁剑平、周建芳负责制定写作大纲、修改与总纂。第一篇由周建芳完成,第二篇、第三篇由周建芳、周辰亮和谌卫学合作撰写,第四篇由丁剑平、赵亚英和杨振建合作完成,第五篇由丁剑平、周建芳合作完成,第六篇由丁剑平、周建芳、潘橙璋合作撰写。由于笔者研究水平有限,在本书撰写过程中难免存在疏漏和错误,还请各位读者不吝赐教。

在研究过程中,得到国家社会科学基金一般项目“人民币汇率变化趋势和完善汇率形成机制研究:编制参照指标系统”及国家社会科学基金重大项目“经济稳定、金融稳定和资本市场稳定的对策研究”的资助,本书是其部分研究成果。

本书的出版获得了上海财经大学的资助，中国金融出版社的编辑们也为本书付出了辛勤的劳动，在此一并致谢。

作者

2010年7月

目 录

第一篇 中国贸易结构变化与汇率预期

第一章 近年中国货物贸易变化全角度细化解析	3
第一节 贸易商品结构角度	5
一、工业制品顺差主要来源	5
二、初级产品逆差主要来源	7
第二节 贸易伙伴角度	9
一、出口贸易伙伴	9
二、进口贸易伙伴	10
三、顺差主要来源地	11
四、逆差主要来源地	12
第三节 贸易方式角度	13
第四节 贸易企业性质角度	14
第二章 贸易与汇率预期关系的实证研究	17
第一节 研究方法和数据	17
第二节 实证结果和结论	20
一、单位根检验结果	20
二、Granger 因果检验结果分析	20
三、对欧美主要贸易伙伴顺差额与人民币升贴水幅度间关系的检验	21
四、对亚洲主要贸易伙伴逆差额与人民币升贴水幅度关系的检验	22
五、结论	23

第二篇 中国资本流动变化与汇率预期

第一章 近年资本流动情况及原因分析	27
第一节 通过国际收支平衡表分析近年资本流动变化	27
一、经常项目下资本流动特征分析	27

二、资本和金融项目下资本流动特征分析	27
三、错误与遗漏项	35
第二节 近年来资本流动变化原因	35
第二章 汇率预期、独资化与贸易结构实证分析	39
第一节 研究目的	39
第二节 研究方法 & 数据	39
第三节 实证结果和结论	40
一、Granger 因果检验结果分析	40
二、脉冲效应分析	41
三、结论	42
 第三篇 中国国内价格变化与汇率预期 	
第一章 资产价格与汇率预期	47
第一节 近年来资产价格变化	47
一、房地产价格变化	47
二、股票价格变化	50
第二节 房地产价格和汇率预期关系的实证研究	51
一、相关研究综述	51
二、研究方法和数据	52
三、实证结果	53
四、结论	55
第三节 股票市场价格和汇率预期关系的实证研究	55
一、相关研究综述	56
二、研究方法	57
三、实证结果	59
四、结论及政策含义	63
第二章 物价水平与汇率预期	65
第一节 近年来我国宏观经济指标状况	65
一、货币供给变化情况	65
二、近年来物价指数变化情况	69
第二节 实证分析	72
一、研究目的和方法	72

二、变量和数据说明	72
三、实证分析	72
四、结论	76

第四篇 国际资本流动与汇市联动研究

第一章 不规则联动的汇率与股价的研究	79
第一节 对近年来汇率与股价相关性前沿研究的综述	79
一、两个变量之间关系的确认	79
二、汇率与股价相互影响路径的不规则	81
第二节 国际股市和汇市联动理论和实证模型	83
一、汇率与股价相互关系的理论模型的不收敛	83
二、实证分析结果受到方法的约束	85
第三节 股市与汇市两者关系的未来研究	85
第二章 亚洲股市与汇市联动：地域规模和制度决定	87
第一节 金融连接效应方法论的前期研究	87
第二节 联动模型的建立和 DCC-MGARCH 模型的运用	89
第三节 样本数据和实证结果分析	93
一、亚洲金融危机爆发期间和之后的股市（成双）与 双边汇率联动模型	94
二、中国汇改之后的股市（成双）与人民币双边汇率联动模型	100
第四节 结论和延续研究问题	103

第五篇 人民币有效汇率的编制与检验

第一章 现有的人民币有效汇率编制方法与实践及其不足	107
第一节 国际金融组织对人民币有效汇率的测度及其不足	107
一、国际货币基金组织对人民币有效汇率的测度	107
二、国际清算银行对人民币有效汇率的测度	107
第二节 国内学者对人民币有效汇率的测度及其不足	109
第二章 国际金融组织和各国中央银行有效汇率编制的经验	111
第一节 名义有效汇率的编制方法综述	111
一、有效汇率指数编制目标	111

二、贸易数据的采用	112
三、货币篮子确定标准	112
四、权重计算方法	113
五、指数计算方法：基期的选择以及权重调整频率	115
第二节 实际有效汇率的编制方法综述	116
第三节 国际金融机构及中央银行有效汇率的编制方法汇总比较	117
第三章 新的人民币有效汇率指数编制	120
第一节 编制方法特点及创新	120
第二节 2002—2007 年人民币名义有效汇率的编制	120
一、贸易数据的采用	120
二、人民币有效汇率货币篮子的构建	121
三、权重计算方法	122
四、人民币有效汇率计算方法的选择	127
第三节 2002—2007 年人民币实际有效汇率编制	128
一、实际有效汇率计算方法选择	128
二、平减指数的选择及调整	128
第四章 人民币有效汇率结果检验	
——从多本位来测算各货币指数的属性	129
第一节 相关研究综述	129
第二节 研究方法及实证结果	131
第三节 多本位验证货币汇率指数的结论	139
第六篇 研究总结和政策建议	
第一章 柔性化的汇率政策：防止汇率预期刚性	143
第二章 跨境资金流动监管	147
第一节 资本流出监管放松需谨慎	147
第二节 注视周边市场波动的金融连接效应	148
第三章 推进人民币国际化	150
第一节 人民币双边贸易结算试点	150
一、大中华区域内的人民币结算试点	151

二、人民币国际化在大中华货币圈内实现的可能性.....	152
第二节 与主要贸易伙伴国之间的人民币结算试点.....	153
一、主要贸易伙伴国与对美债权国.....	153
二、熊猫债券发行试点.....	154
结束语.....	155
附录.....	156
附录 1	156
附录 2	158
参考文献.....	159

图 目

图 1.1	2000—2009 年人民币兑美元等价格汇率走势	3
图 1.2	1997—2007 年中国货物贸易进出口情况	4
图 1.3	2002—2008 年 SITC 第 2 类商品贸易差额情况	8
图 1.4	2002—2008 年 SITC 第 3 类商品贸易顺差情况	8
图 1.5	1999—2008 年中国主要出口方向出口比重趋势图	9
图 1.6	1999—2007 年中国进口主要来源地变化趋势图	10
图 1.7	1994—2007 年中国贸易差额来源地 (洲别)	11
图 1.8	2000—2008 年各贸易方式顺差情况	14
图 1.9	2002—2007 年中国对欧美主要贸易伙伴顺差额及 人民币欧美区域有效汇率	18
图 1.10	中国对亚洲主要贸易伙伴逆差额和人民币亚洲 区域有效汇率	19
图 1.11	中国区域贸易差额与人民币汇率预期	19
图 1.12	2002—2009 年人民币升贴水幅度与对欧美贸易顺差脉冲效应 分析和方差分解	21
图 1.13	2002—2009 年人民币升贴水幅度与对亚洲贸易逆差 脉冲效应分析和方差分解	22
图 2.1	商务部和外汇管理局统计外商在华直接投资情况	28
图 2.2	1997—2008 年外商直接投资形式变化	29
图 2.3	2002—2008 年 BOP 证券投资项下主要项目资本流动变化	30
图 2.4	2002—2008 年 BOP 其他投资项下贸易信贷项目资本流动变化	31
图 2.5	2002—2008 年 BOP 其他投资项下贷款项目资本流动变化	32
图 2.6	2002—2008 年 BOP 其他投资项下货币和存款项目资本流动变化	33
图 2.7	2002—2008 年金融机构各项外币存款年末余额变动	33
图 2.8	2002—2008 年 BOP 其他投资项下其他项资本项目流动变化	34
图 2.9	2002—2008 年 BOP 错误和遗漏项下资本流动变化	35
图 2.10	2001—2007 年中美利率变化	37
图 2.11	人民币一年期 NDF 年化掉期率、中美利差和套利收益率	37
图 2.12	人民币套利收益率和其他资本流动	38

图 2.13	2005—2008 年套利收益率与独资形式实际利用外资脉冲效应分析和方差分解	41
图 2.14	2005—2008 年独资形式实际利用外资与贸易差额结构脉冲效应	42
图 3.1	2005 年 7 月至 2009 年 4 月全国房屋分类销售价格指数	47
图 3.2	1999—2007 年主要一线城市商品房销售价格	48
图 3.3	2000 年 9 月至 2009 年 5 月上海证交所股票交易情况	50
图 3.4	高档住宅价格、资本流动和套利收益率脉冲响应和方差分解图	54
图 3.5	汇改之后的上证指数与人民币汇率	56
图 3.6	汇率收益率对需求冲击的反应	59
图 3.7	股票超额收益率对需求冲击的反应	60
图 3.8	汇率收益率对供给冲击的反应	60
图 3.9	股票超额收益率对供给冲击的反应	61
图 3.10	原数据序列	63
图 3.11	需求冲击	63
图 3.12	供给冲击	64
图 3.13	1994—2008 年中国 M_2 和 M_1 增长率变化	68
图 3.14	2002—2007 年中国 CPI 增长率和人民币汇率升值预期关系	71
图 3.15	汇率冲击对 CPI 的影响	74
图 3.16	汇率冲击对货币供应量的影响	75
图 3.17	汇改前后货币供给对 CPI 的影响	75
图 3.18	汇改前后 LCPI 的方差分解图	76
图 4.1	出口拉动型经济体的汇率先于股价运动， 在热钱因升值预期而涌入时则互动	84
图 4.2	部分亚洲经济体双边汇率波动	95
图 5.1	四种本位波动图	130
图 5.2	两种人民币指数的走势	132
图 5.3	美元宽指数与欧元指数的走势	134
图 5.4	亚洲货币单位与本研究人民币指数的走势	137
图 6.1	2002—2009 年人民币兑美元即期汇率和一年期 NDF 汇率走势图	143
图 6.2	近年来中国经济形势	144
图 6.3	2001—2009 年月度其他资本流动变动图	148
图 6.4	1999—2008 年台湾对大陆顺差变化	151
图 6.5	人民币、新台币和港元在美元本位下波动	152
图 6.6	人民币、新台币和港元在黄金本位下波动	153

表 目

表 1.1	1998—2008 年中国按 SITC 贸易品分类的贸易差额	5
表 1.2	1999—2007 年中国主要顺差来源地	11
表 1.3	2000—2007 年中国主要逆差来源地	13
表 1.4	1997—2008 年根据企业性质的中国贸易差额结构	15
表 1.5	1998—2008 年按贸易方式和企业性质的中国贸易差额结构	16
表 1.6	ADF 单位根检验结果	20
表 1.7	Granger 因果检验结果	20
表 2.1	2001 年至 2008 年 3 月末中国外债有关指标	34
表 2.2	ADF 单位根检验结果	40
表 2.3	Granger 因果检验结果	40
表 3.1	部分海外基金购买房地产的动态信息	49
表 3.2	ADF 单位根检验结果	53
表 3.3	2005—2008 年高档住宅价格、资本流动和套利收益的 Granger 因果检验结果	53
表 3.4	单位根检验	59
表 3.5	汇率收益率与股票超额收益率的方差分解	61
表 3.6	交叉相关系数	62
表 3.7	1994—2008 年外汇占款增量对基础货币增量的贡献一览表	67
表 3.8	2003—2008 年中央银行发行票据情况	67
表 3.9	居民消费价格指数分类指数	70
表 3.10	单位根检验结果	73
表 4.1	各国和地区股市样本日数据收益率描述性统计值	94
表 4.2	汇市双边汇率样本日数据收益率描述性统计值	95
表 4.3	亚洲各个经济体金融市场的协方差参数与似然比	96
表 4.4	亚洲各市场与欧美市场的规模比较	98
表 4.5	亚洲金融危机爆发期间和之后的股市（成双）与 双边汇率联动概况	99
表 4.6	中国汇改后的各国和地区股市样本（日数据） 收益率描述性统计值	100

表 4.7	中国汇改后的汇市双边汇率样本（日数据） 收益率描述性统计值	101
表 4.8	中国汇改后与周边金融市场的协方差参数与似然比	102
表 4.9	中国汇改之后的股市（成双）与人民币双边汇率联动概况	103
表 5.1	BIS 编制的人民币有效汇率货币篮子和权重	108
表 5.2	国际组织和主要中央银行有效汇率编制方法汇总表	118
表 5.3	2002—2007 年宽指数货币篮子国家和地区占中国贸易额的比重	121
表 5.4	2002—2007 年窄指数货币篮子国家和地区占中国贸易额的比重	122
表 5.5	2007 年考虑第三方市场竞争的多边贸易权重表	124
表 5.6	2002—2007 年每年宽指数多边贸易权重表	126
表 5.7	2002—2007 年每年宽指数双边贸易权重表	126
表 5.8	2002—2007 年每年窄指数多边贸易权重表	127
表 5.9	2002—2007 年每年窄指数双边贸易权重表	127
表 5.10	四种本位波动的相关性检验	131
表 5.11	两种人民币指数相同时间段的回归比较	133
表 5.12	美元宽指数与欧元指数的回归比较	135
表 5.13	亚洲货币单位与本研究人民币指数的回归比较	137
表 6.1	美国主要债权国与中国贸易往来情况	154

第一篇

中国贸易结构变化与汇率预期