

人民币 市场均衡汇率与 实际均衡汇率研究

赵登峰 ○ 著

Research on
Market Equilibrium and
Real Equilibrium
RMB Exchange Rate



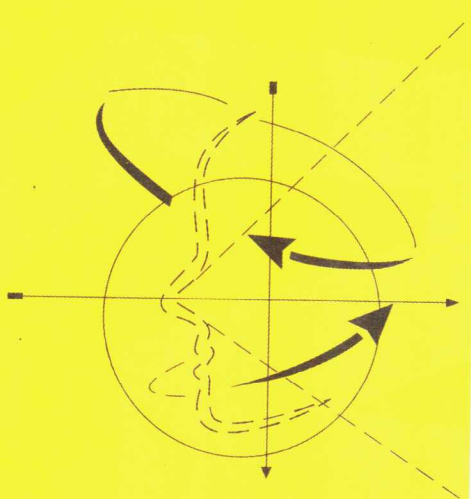
社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

本书获得深圳大学学术著作出版基金资助

人民币 市场均衡汇率与 实际均衡汇率研究

Research on Market Equilibrium and
Real Equilibrium
RMB Exchange Rate

赵登峰 ○ 著



图书在版编目(CIP)数据

人民币市场均衡汇率与实际均衡汇率研究/赵登峰著.
北京: 社会科学文献出版社, 2005. 10

ISBN 7-80190-683-7

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 077267 号

人民币市场均衡汇率与实际均衡汇率研究

著 者 / 赵登峰

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

责任部门 / 皮书出版中心 (010)85117872

项目经理 / 张大伟

责任编辑 / 张景增

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010)65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心 (010)65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 东远先行彩色图文中心

印 刷 / 北京智力达印刷有限公司

开 本 / 889 × 1194 毫米 1/32 开

印 张 / 9.25

字 数 / 182 千字

版 次 / 2005 年 10 月第 1 版

印 次 / 2005 年 10 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-683-7/F·214

定 价 / 23.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

内 容 摘 要

均衡汇率包含两重含义：一是指市场名义均衡汇率，二是指宏观实际均衡汇率。本书的研究可以分为三个方面：①实证分析满足市场套利均衡条件和市场供求均衡条件的市场名义均衡汇率；②实证分析满足宏观经济内外均衡条件的宏观实际均衡汇率，求解实际均衡汇率指数；③以实证分析的结论为基础，研究“基本稳定”与“适度弹性”相结合的人民币汇率政策，为人民币汇率形成机制改革提供政策建议。

可贸易品购买力平价理论解释了国际商品市场的套利行为在市场名义汇率决定中的作用，利率平价理论解释了国际金融市场的套利行为在市场名义汇率决定中的作用，国际收支调节理论解释了一国外汇市场上外汇供给和需求的变动对市场名义汇率的影响。本书分别从中美购买力平价、中美利率平价、中国国际收支构成的变化以及外汇市场预期四个方面，实证分析人民币市场名义汇率的均衡条件。主要结论是：①虽然购买力平价解释人民币汇率有一定的局限，但是购买力平价在决定人民币汇率中的基础性作用

还是存在的；②计量检验结果不支持实际利率平价在人民币名义汇率决定中的作用，但利率平价通过其他方式对人民币汇率产生影响；③国际收支构成中的经常项目对人民币汇率的影响在减弱，资本项目对人民币汇率的影响在加强；④市场预期对人民币汇率有一定程度的影响；⑤最近两年人民币名义汇率存在着升值压力。

有关均衡实际汇率的理论模型主要包括基本要素均衡实际汇率模型、自然均衡实际汇率模型和行为均衡实际汇率模型，发展中国家有代表性的均衡实际汇率的理论模型主要有 Edwards 模型、Elbadawi 模型和 Montiel 模型。本书运用发展中国家均衡实际汇率模型和行为均衡汇率模型，在优选基本经济要素解释变量的基础上，建立估计人民币均衡实际汇率的实证方程，精心处理基本要素解释变量的代理变量，运用协整分析对均衡实际汇率的实证方程进行估计，求解实际均衡汇率指数，测算人民币实际汇率的失调程度，最后将估计和测算的结果与理论模型的假设进行比较分析。主要结论是：①1980~1995 年，人民币均衡实际汇率基本上呈贬值趋势，且贬值幅度较大，15 年累计贬值 69.74%；1995~2003 年，人民币均衡实际汇率呈持续升值趋势，但升值速度极为缓慢，8 年累计升值 6.98%。②1995 年后中国相对劳动生产率的提高决定了人民币均衡实际汇率有长期升值趋势。③以实际有效汇率指数表示的人民币实际汇率，除 1982~1985 年和 2001 年出现高估外，大部分年份基本上处于低估状态，其中 1988 年和 1993 年的低估率分别达到 24.87% 和 25.43%；1985 年

和 1997 年实际汇率接近宏观均衡实际汇率水平。④ 2002 年实际汇率与均衡实际汇率相比低估 3.28%；2003 年实际汇率有继续贬值的趋势，低估了 4.89%，现实中的可观测到的实际汇率与理想状态下的宏观均衡实际汇率出现了背离。⑤ 当前人民币汇率并没有稳定在宏观均衡的汇率水平上，人民币名义汇率存在着升值压力，有向上调整的空间。

保持汇率具有一定弹性而又相对稳定是中国汇率制度改革的方向，在当前人民币汇率脱离均衡水平并有升值压力的条件下，中国汇率形成机制改革应该是在渐进实现资本项目可兑换的同时重归有管理的浮动汇率制，以资本渐进可兑换促进汇率渐进有弹性，以汇率渐进有弹性促进资本渐进可兑换，相辅相成，相互推进，最终实现资本项目完全可兑换和基本稳定与适度弹性相结合的有管理的浮动汇率制度。政策建议是：① 资本项目可兑换一定要在宏观经济稳定和金融体系健全的条件下按顺序有步骤地推进；② 汇率形成机制的设计和调整应以市场化改革为主要取向，短期内应放宽外汇市场上限制交易的各种措施，长期看应培育和发展远期外汇市场，为此必须稳步推进利率市场化改革；③ 完善中央银行外汇市场干预机制，首先是要确定合理均衡的汇率目标，通过分析现实的汇率水平是否持续偏离市场均衡和实际均衡的趋势来确定汇率的干预目标；然后采取相机抉择的汇率干预政策，只要美元作为世界本位货币的地位没有变，就应继续采用人民币兑美元的汇率作为套算其他货币汇率的基准汇率，但是要根据美元和一揽子货币的市场变化趋势，相机采取盯

住美元的汇率政策或根据一揽子货币来调整人民币兑美元的汇率政策。但要注意，根据一揽子货币调整是暂时的、秘而不宣的，调整的是美元基准汇率，而不是盯住一揽子货币。

关键词：人民币汇率 市场均衡 实际均衡

Abstract

Equilibrium rate of exchange covers two meanings: one refers to the nominal equilibrium exchange rate in the market, and the other means macro real equilibrium exchange rate. This paper can be divided into three aspects: (1) Empirical analysis of the nominal equilibrium exchange rate that satisfies the market equilibrium conditions of both arbitrage and supply – and – demand market. (2) Empirical analysis of macro real equilibrium exchange rate that fulfils internal – and – external equilibrium exchange rate, and working out the real equilibrium exchange rate index. (3) On the basis of empirical analysis conclusion, working over the RMB exchange rate policy which combines “basically stable” and “moderately resilient”, and offering policy suggestions about the mechanism reform on RMB rate forming.

The theory of tradable goods Purchasing Power Parity explains the effect of arbitrage in the international commodity market in shaping the market nominal exchange rate. Interest Rate Parity theory interprets the role of arbitrage in the international

financial market in deciding the market nominal rate of exchange. Balance of Payments Adjustment Theory makes clear the influence of supply – and – demand alteration in domestic foreign exchange market on market nominal exchange rate. The paper empirically analyses the exchange rate equilibrium condition in RMB market from four aspects respectively: Sino – US Purchasing Power Parity , Sino – US Interest Rate Parity , the change of China's international payment composition, and foreign exchange market expectation. The main conclusions are as the following: First, although PPP has some limitations in interpreting RMB exchange rate, its fundamental function does exist in deciding the exchange rate; secondly, metrological test outcome doesn't support the influence of real interest rate parity in forming RMB nominal exchange rate, but it affects exchange rate by other means; thirdly, the influence of current account in international payment composition on RMB exchange rate is weakening, while that of capital account is strengthening; fourthly, market expectation affects RMB exchange rate to some extent; fifthly, in recent years, RMB nominal exchange rate is under the pressure of appreciation.

Theoretical models related to equilibrium real exchange rate mainly include fundamental factor, natural equilibrium and behavior equilibrium real exchange rate models. The theoretical models of representative equilibrium realistic exchange rate in de-

veloping countries primarily are Edwards, Elbadawi and Montiel models. Utilizing the equilibrium real and activity equilibrium exchange rate models of developing countries, on the basis of carefully choosing explanatory variable of basic economic factors, this article establishes empirical equations estimating RMB equilibrium real exchange rate. It utilizes the analysis of co-integration to estimate the empirical equation, then working out real equilibrium exchange rate index, and then inferring the misalign of RMB real exchange rate, finally comparing the outcome of estimation and the hypothesis of theoretical model. The main conclusions are as the below: (1) From 1980 to 1995, RMB equilibrium real exchange rate is generally on the tendency of depreciation, and the depreciation degree is comparatively high. The accumulative total of depreciation rate is 69.74% for 15 years. From 1995 to 2003, it turned out to continuous appreciation, but the speed was extremely slow. The grand total of appreciation is 6.98% for 8 years. (2) After 1995, the improvement of comparative labor productivity determines that RMB equilibrium real rate tends to appreciate in the long run. (3) RMB real exchange rate, in the form of real effective rate index, is mainly on the condition of undervaluation in most years, except the overvaluation from 1982 to 1985 and in 2001. The undervaluation rates of 1988 and 1993 reached 24.87% and 25.43% respectively. In the year of 1985 and 1997, the real exchange rates are close to macro equilibrium

level. (4) In comparison with equilibrium real rate, the exchange rate of 2002 underestimates by 3.28%. In 2003, the real rate continues to depreciate by 4.89%. In reality, the perceivable real rate is deviated from the macro equilibrium real rate of ideal condition. (5) The current RMB exchange rate is not stabilized on the level of macro equilibrium rate. RMB nominal rate is under the pressure of appreciation and it can be raised up.

The aim of exchange rate system reform is keeping the rate flexible to some extent, and meanwhile comparatively stable. On the current condition of RMB rate breaking away from equilibrium level and under the pressure of appreciation, our rate forming mechanism should, on one hand, making capital account convertible gradually, and on the other hand, returning to managed floating rate system. Step by step, we should enhancing exchange rate flexible by furthering capital convertible, and promoting capital convertible by accelerating exchange rate flexible. By means of mutual promotion and interaction, the ultimate goal is to build managed floating rate system, in which capital account is completely convertible, basically stable and moderately resilient. The policy suggestions are as the following: First, make sure to promote capital account convertible in sequence and gradually, while in an environment of stable macro economy and healthy financial system. Secondly, the design and adjustment of exchange rate forming mechanism should aim at market - centered reform. In

the short run, we should relax various restrictions on foreign market exchange, and in the long run, cultivate and develop forward exchange market. Therefore, we have to put forward the market – centered reform of interest rate. Thirdly, perfect the exchange intervention system of central bank. We should set up reasonable equilibrium exchange target by analyzing whether the real rate level is continuously deviated from market equilibrium and real equilibrium, then adopt suitable intervention policy. Only if dollar maintains its position as world 's standard currency, we should go on to take the exchange rate of RMB to dollar as the fundamental rate to calculate other currency exchange. However, we ought to apply dollar – based exchange policy or adjust the rate of RMB to dollar according to the market change of dollar or basket currency. But note that this adjustment is temporary and confidential. The adjusted is dollar basic rate, not sticking to basket currency.

Keywords: RMB Exchange Rate/Market Equilibrium/Real Equilibrium

目 录

第一章 导 论	1
第一节 研究的背景、主题及文献回顾	1
一 研究背景	1
二 研究主题与研究方法	3
三 文献回顾	4
第二节 研究思路、结构、创新点及不足之处	5
一 研究思路	5
二 本书结构	5
三 创新点和不足之处	11
第二章 市场名义均衡汇率的一般理论	13
第一节 商品市场套利均衡：购买力平价 理论 (PPP)	14
一 绝对购买力平价和相对购买力平价	15
二 购买力平价理论的发展	19
三 对购买力平价理论的进一步讨论	25
第二节 金融市场套利均衡：利率平价	

理论 (IPT)	29
一 非抵补利率平价与抵补利率平价	30
二 汇率超调模型	34
三 有效市场理论与市场汇率决定	37
第三节 外汇市场供求均衡: 国际收支调节	
分析法	44
一 市场汇率与国际收支调节弹性分析法	45
二 国际收支调节的收入—吸收分析法	49
三 国际收支调节的货币分析法	52
第三章 人民币市场均衡汇率实证分析	56
第一节 人民币名义汇率走势分析	57
一 计划经济时期人民币汇率走势	57
二 1980~1993 年人民币汇率走势	59
三 1994 年以后的人民币汇率走势	61
第二节 购买力平价与人民币名义汇率的	
实证分析	63
一 人民币汇率与中美两国通货膨胀率间的	
关系	63
二 购买力平价与人民币汇率的计量检验	66
三 对检验结果的进一步说明	70
第三节 利率平价与人民币名义汇率的实证分析	71
一 人民币汇率与人民币利率、美元利率间的	
关系	72
二 利率平价与人民币汇率的计量检验	77

三 利率平价理论在中国的修正	79
第四节 国际收支构成变化对人民币汇率的影响	83
一 经常项目差额与人民币汇率	84
二 资本项目差额与人民币汇率	87
三 外汇储备变动额与人民币汇率	89
四 若干观点的讨论	91
第五节 外汇市场预期对人民币汇率的影响	94
一 外汇市场预期与国际资本流动	95
二 国际资本流动的实证分析	98
三 外汇市场预期对人民币汇率的影响	104
 第四章 宏观均衡实际汇率的理论模型	106
第一节 实际汇率与均衡实际汇率	107
一 名义汇率和实际汇率	107
二 实际汇率的种类	109
三 宏观均衡实际汇率	116
第二节 均衡实际汇率理论与实证模型	119
一 基本要素均衡实际汇率理论	120
二 自然均衡实际汇率理论	122
三 行为均衡实际汇率理论	124
第三节 发展中国家均衡实际汇率模型	127
一 Edwards 模型	127
二 Elbadawi 模型	129
三 Montiel 模型	133

第五章 人民币均衡实际汇率的估算	136
第一节 现有研究成果的比较与分析	137
一 现有研究成果简介	137
二 三种人民币均衡实际汇率模型的比较与分析	140
第二节 人民币均衡实际汇率模型构建	143
一 实际基本经济要素变量的选择	144
二 代理变量的选择及时间序列数据的说明	148
第三节 人民币均衡实际汇率的估算	155
一 实际有效汇率和基本要素变量的平稳性检验	156
二 人民币均衡实际汇率求解	162
三 主要结论	165
第六章 人民币汇率形成机制改革	169
第一节 汇率政策：基本稳定与适度弹性	171
一 人民币汇率政策的类型	171
二 汇率政策基本稳定的重要性	174
三 汇率政策适度弹性的重要性	176
四 基本稳定与适度弹性相结合的汇率安排	176
第二节 渐进实现人民币资本项目可兑换	178
一 当前中国资本项目外汇管理的现状	178
二 渐进实现人民币资本项目可兑换的必要性	183

三 实现人民币资本项目可兑换的条件	186
四 实现人民币资本项目可兑换的步骤	191
第三节 人民币汇率形成机制改革	195
一 现行人民币汇率形成机制	196
二 现行人民币汇率形成机制中的主要问题	200
三 人民币汇率形成机制的市场化改革	205
四 完善中央银行外汇市场干预机制	207
 第七章 以日本为案例的汇率政策分析	213
第一节 日本 12 年来的主要宏观经济状况	214
一 日本 GDP 的走势	214
二 日本 CPI 和失业率的走势	216
第二节 日元急剧升值与日本经济泡沫化	217
一 “广场协议”与日元急剧升值	217
二 日元急剧大幅升值是日本经济泡沫化的 元凶	218
第三节 日元频繁波动与日本经济长期停滞	222
一 1991~2003 年的日元/美元汇率	222
二 汇率波动下的财政政策	224
三 汇率波动下的货币政策	226
四 汇率波动下的金融体系改革	229
第四节 日本应保持日元汇率的基本稳定	233
一 日本汇率政策失误的原因	233
二 保持日元汇率基本稳定应成为日本的一项 长期政策	236