

 中国金融专家专著系列

人民币 汇率 政策研究

STUDY ON THE EXCHANGE
RATE POLICY OF RMB

—Based on Rethink of Financial Crisis

——基于美国金融危机后的思考

彭玉镠◎著



中国物资出版社

中国金融专家专著系列

人民币汇率政策研究

——基于美国金融危机后的思考

Study on the Exchange Rate Policy of RMB

—Based on Rethink of Financial Crisis

彭玉镠 著

中国物资出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币汇率政策研究：基于美国金融危机后的思考/彭玉镛著. —北京：
中国物资出版社，2012. 5

(中国金融专家专著系列)

ISBN 978 - 7 - 5047 - 4205 - 6

I. ①人… II. ①彭… III. ①人民币汇率—汇率政策—研究 IV. ①F832. 63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 045554 号

策划编辑 左卫霞

责任编辑 左卫霞

责任印制 方朋远

责任校对 孙会香 饶莉莉

出版发行 中国物资出版社

社 址 北京市丰台区南四环西路 188 号 5 区 20 楼

邮政编码 100070

电 话 010 - 52227568 (发行部)

010 - 52227588 转 307 (总编室)

010 - 68589540 (读者服务部)

010 - 52227588 转 305 (质检部)

网 址 <http://www.clph.cn>

经 销 新华书店

印 刷 三河市西华印务有限公司

书 号 ISBN 978 - 7 - 5047 - 4205 - 6/F · 1725

开 本 710mm×1000mm 1/16

版 次 2012 年 5 月第 1 版

印 张 9.5

印 次 2012 年 5 月第 1 次印刷

字 数 181 千字

定 价 32.00 元

版权所有 · 侵权必究 · 印装差错 · 负责调换



前 言

2005年7月21日我国从自身改革发展的实际需要出发,中国人民银行发布公告,人民币汇率进行重大改革。之后人民币兑美元的基准汇率从2005年7月22日的8.11元,到2009年年底,人民币总体上处于一个升值的过程,人民币币值兑美元升值21%,实际有效汇率升值16%。

2007年由次贷危机演变而成的美国金融危机对世界经济造成巨大影响,也对我国经济尤其是实体经济影响巨大,为了能够尽快摆脱金融危机的影响,人民币汇率政策发生了变化,从2008年7月开始,由前期的单边升值转变为保持汇率的稳定,使得美元兑人民币汇率一直保持在一个非常窄小的范围:6.81~6.85元。

随着美国金融危机的影响逐渐消失,我国率先实现经济复苏。美国等西方国家又老调重弹,要求人民币继续升值。2010年6月19日人民币进行二次汇改,人民币再次单边升值,截至2011年12月10日,人民币兑美元汇率已经升至6.339元。

那么人民币汇率制度改革后,汇率政策到底发生什么变化?在做市商制度下,人民币汇率水平的确定对人民币的汇率政策目标会产生怎样的影响?美国金融危机后人民币汇率应该如何选择以及应该如何确保汇率政策的稳定性?这些都是值得研究的课题,本书对此进行了系统性研究:

第一部分,人民币升值争论分析。分析了自2004年以来有关西方国家要求人民币升值的言论,并对其进行剖析,认为西方国家主要是出于自身利益的考虑要求人民币升值。

第二部分,人民币升值效用分析。根据西方国家要求人民币升值的理论进一步分析人民币升值对我国和美国贸易的影响,以及人民币对通货膨胀预期的影响,认为人民币升值不能解决美国的贸易逆差,相反,会对我国对外贸易产生比较大的影响,并能够解决通货膨胀问题。

第三部分,人民币汇率政策目标选择。以我国制度转型和二元结构转



变作为双重背景得出人民币汇率政策目标。主要分析 2005 年 7 月 21 日人民币汇率形成机制改革以来人民币汇率政策的目标，认为人民币汇率政策目标是保持汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，而汇率水平主要是通过中央银行的货币政策来进行调节，在引入做市商后，做市商的供需（能够反映整个市场的供需）是影响人民币汇率的主要因素，中国人民银行对汇率的干预是通过外汇占款及其他货币政策措施来实现的。

第四部分，人民币汇率制度分析。通过汇率制度转换理论分析人民币汇率形成机制改革的可行性，并利用实证模型分析得出当前人民币汇率制度仍然是一种“参考美元为主的软盯住的汇率制度”。

第五部分，人民币汇率政策选择模型分析。运用决策理论对当前人民币汇率选择的影响因素进行分析，并根据当前我国宏观经济形势和人民币汇率政策选择的影响因素，认为人民币汇率应该维持基本稳定。

第六部分，人民币汇率稳定机制。主要包括两个方面：一是做市商制度下的人民币汇率政策。主要研究人民币实行做市商制度后，人民币汇率水平的形成机制产生怎样的变化，做市商制度的引入对人民币汇率政策会产生怎样的影响。二是中央银行对人民币汇率的市场干预。主要研究中央银行外汇市场干预的实践，在做市商制度下中央银行如何干预汇率水平以及外汇市场干预会对人民币汇率水平产生怎样的影响。

在今后一段时间内人民币汇率政策应该坚持汇率水平基本稳定，在此基础上，结合外汇市场做市商行为的逐渐规范和成熟，人民币汇率水平将主要由外汇供求市场化来决定，但中央银行会对汇率水平进行适当的干预，同时要加快人民币国际化进程。

彭玉镗

2012 年 1 月



目 录

1 导 论	(1)
1.1 问题的提出	(1)
1.2 国内外研究综述	(2)
1.2.1 关于汇率政策、汇率制度研究	(2)
1.2.2 关于人民币汇率水平的研究	(3)
1.2.3 关于汇率变化对贸易和通货膨胀的影响研究	(4)
1.2.4 关于汇率制度转换的研究	(7)
1.3 研究内容和方法	(9)
1.3.1 研究内容	(9)
1.3.2 研究方法	(12)
2 人民币升值争论分析	(13)
2.1 汇改前人民币汇率争论	(13)
2.1.1 人民币汇率之争的过程	(13)
2.1.2 人民币汇率之争的剖析	(15)
2.1.3 人民币汇率之争的结果	(19)
2.2 美国金融危机后人民币汇率争论	(19)
2.2.1 美国金融危机时人民币汇率政策改变	(19)
2.2.2 美国金融危机后人民币汇率之争	(22)
3 人民币升值效用分析	(26)
3.1 人民币升值对贸易影响分析	(27)
3.1.1 人民币升值对美国逆差的影响	(27)
3.1.2 当前人民币升值对我国贸易的影响	(31)
3.2 人民币升值对通货膨胀影响分析	(33)
3.2.1 人民币升值对通货膨胀影响的机理分析	(33)
3.2.2 实证分析	(35)



4 人民币汇率政策目标选择	(41)
4.1 人民币汇率政策的演变	(41)
4.1.1 1978—1994 年汇率政策	(41)
4.1.2 1994—2005 年汇率政策	(43)
4.1.3 2005 年以后的汇率政策	(45)
4.2 人民币汇率政策目标回顾	(46)
4.3 人民币汇率政策目标的选择	(48)
4.3.1 理论分析	(48)
4.3.2 影响因素分析	(50)
4.3.3 人民币汇率政策目标选择	(54)
5 人民币汇率制度分析	(56)
5.1 人民币汇率制度的转换模型分析	(56)
5.2 人民币汇率形成机制的特点	(59)
5.2.1 汇率形成机制的内涵	(59)
5.2.2 人民币汇率形成机制分析	(60)
5.2.3 人民币汇率形成机制的配套制度的改革	(63)
5.3 人民币汇率制度分析	(65)
5.3.1 宏观经济特征对人民币汇率制度选择影响	(65)
5.3.2 人民币汇率制度选择的模型分析	(68)
6 人民币汇率政策选择模型分析	(76)
6.1 汇率政策选择理论	(76)
6.1.1 汇率政策种类	(76)
6.1.2 汇率政策比较分析	(77)
6.2 理论模型分析	(80)
6.2.1 理论概述	(80)
6.2.2 理论分析	(82)
6.3 人民币汇率政策选择的实证分析	(84)
6.3.1 实证分析	(84)
6.3.2 人民币汇率政策的影响因素分析	(87)
7 做市商制度下的人民币汇率政策	(89)
7.1 外汇市场做市商理论	(89)



7.1.1 金融市场交易机制的分类	(89)
7.1.2 外汇市场的参与者	(91)
7.2 人民币外汇市场做市商制度	(92)
7.2.1 我国外汇市场做市商的发展	(92)
7.2.2 引入做市商制度后的我国外汇市场交易机制	(93)
7.2.3 引入做市商制度后的我国外汇市场交易模式	(95)
7.3 做市商制度对人民币汇率政策的影响	(98)
7.3.1 推动人民币汇率形成机制改革	(98)
7.3.2 提高外汇市场的运行效率	(101)
7.3.3 维持人民币汇率稳定	(106)
8 中央银行对人民币汇率的市场干预	(108)
8.1 外汇市场干预理论	(108)
8.1.1 外汇市场冲销干预与非冲销干预	(108)
8.1.2 外汇市场干预的影响渠道	(111)
8.2 人民币汇率市场干预的回顾	(115)
8.2.1 中央银行外汇市场干预的实践	(115)
8.2.2 中央银行外汇市场干预的有效性	(117)
8.3 引入做市商制度后的中央银行外汇市场干预	(121)
8.3.1 我国中央银行外汇市场干预机制改革	(121)
8.3.2 做市商制度下外汇市场干预模型分析	(123)
8.3.3 我国外汇市场干预的选择	(126)
9 结 论	(129)
9.1 坚持人民币汇率机制的主动性、可控性和渐进性原则	(129)
9.2 加快外汇市场建设, 提供防范汇率风险市场工具	(130)
9.3 加快人民币国际化进程	(131)
9.4 完善外汇市场干预机制	(132)
9.5 创造有利于中央银行外汇市场干预的良好制度条件	(132)
参考文献	(134)
后 记	(142)



1 导 论

1.1 问题的提出

1994 年我国实行汇率并轨以来,人民币兑美元汇率从最初的 8.70 元,一直保持稳中有升的态势,到 2004 年年初,人民币名义汇率一直稳定在 8.27 元,略有升值,但基本上没有变动^①,人民币汇率日间的波动也远小于中央银行规定的幅度。很明显我国当前人民币汇率政策的主要目标是保持汇率的稳定。同时自 1999 年 IMF 采取新的汇率制度分类法以来,将我国列为“实际上的盯住美元”(de facto dollar pegged)汇率制度。近几年来世界经济普遍萧条,中国经济却光彩照人地站在舞台中央。正是在这种背景之下,关于人民币应该升值的言论在国际上传得沸沸扬扬,人民币汇率成为世界关注的焦点。

我国从自身改革发展的实际需要出发,2005 年 7 月 21 日中国人民银行发布公告,人民币汇率进行重大改革。其改革主要内容可以概括为三个方面:一是人民币汇率机制从盯住单一美元转为以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度;二是美元兑人民币交易价格由 1 美元兑 8.27 元人民币上升为 8.11 元人民币,升值 2%;三是现阶段每日美元兑人民币波动幅度限定在 $\pm 3\%$,同时中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币兑人民币汇率的收盘价,作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。这以后人民币兑美元的基准汇率从 2005 年 7 月 22 日的 8.11 元一直升值,到 2009 年年底,人民币总体上处于一个升值的过程,人民币币值兑美元升值 21%,实际有效汇率升值 16%。

^①自 1998 年以后,人民币兑美元几乎固定在 $100:827.65\sim 100:827.99$,在长达 6 年的时间中波幅在 $\pm 0.411\%$,标准差为 0.000994,基本呈一条水平直线,2002 年以后更甚,汇率波动幅度仅为 $\pm 0.109\%$,标准差 0.000254。而人民币兑日元的波幅则要大得多,达到 41.2%,是人民币兑美元波幅的 1001.4 倍。欧元尽管推出时间不长,但人民币兑欧元的比例却在三年间从 $100:728.77$ 跳跃到 $100:1108.16$,波动幅度达到 52.06%,是人民币兑美元波幅的 4776.1 倍。



2007 年由于次贷危机演变而成的美国金融危机对世界经济造成了巨大影响,也对我国经济尤其是我国实体经济影响巨大,为了能够尽快摆脱金融危机的影响,人民币汇率政策发生变化,2008 年 7 月开始由前期的单边升值转变为保持汇率的稳定,美元兑人民币汇率一直保持在一个非常窄小的范围:6.81~6.85 元。

而随着美国金融危机的影响逐渐消失,各国经济走出衰退,我国率先实现经济复苏。美国等西方国家又老调重弹,要求人民币继续升值。2010 年 6 月 19 日人民币进行二次汇改,人民币再次单边升值,截至 2010 年 11 月 10 日,人民币兑美元汇率已经升值至 6.6239 元。

2005 年 7 月 21 日人民币汇率制度改革后,汇率政策目标到底是什么?在做市商制度实行后,人民币汇率水平的确定对人民币的汇率政策目标会产生怎样的影响?人民币汇率形成机制如何变化?美国金融危机后人民币汇率政策应该如何选择以及如何确保汇率政策的稳定性?这些都是值得研究的课题,本书在这方面进行系统性研究,希望对我国汇率政策的选择提供一点思路,为我国经济发展作出贡献。

1.2 国内外研究综述

1.2.1 关于汇率政策、汇率制度研究

汇率政策是指一个国家(或地区)政府为达到一定的目的,通过金融法令的颁布、政策的规定或措施的推行,把本国货币与外国货币比价确定或控制在适度的水平而采取的政策手段(李方,2003)。汇率政策主要包括汇率政策目标和汇率政策工具。汇率政策的目标有:①保持出口竞争力,实现国际收支平衡与经济增长的目标;②稳定物价;③防止汇率的过度波动,从而保证金融体系的稳定。而汇率政策工具主要有汇率制度的选择、汇率水平的确定以及汇率水平的变动和调整(汪争平,1998)。

汇率政策中最主要的是汇率制度的选择,而汇率制度(Exchange Rate Regime or Exchange Rate System)是指一个国家政府对本国货币汇率水平的确定、



汇率的变动方式等问题所做的一系列安排和规定。传统上按照汇率变动的幅度，汇率制度分为两大类：固定汇率制度和浮动汇率制度。布雷顿森林体系解体以来，各国货币汇率浮动性大大增强，因而 IMF 在 1982 年依据各国的官方宣布的汇率安排将汇率制度分为三大类：盯住汇率制度、有限浮动汇率制度和更加浮动汇率制度。

易纲和汤弦（2001）认为决定汇率制度选择的参数包括贸易依存度、GDP、贸易集中度等，而 Helene Poirson（2001）提出了汇率制度选择模型，并概括出每种汇率制度的宏观经济特征。对汇改后的人民币汇率进行实证分析，以诊断人民币汇率形成机制。Shah 和 Zeileis（2005）通过 2005 年 7 月 26 日到 2005 年 10 月的汇率数据进行回归分析，得出的结论是：人民币汇率形成机制没有发生变化，人民币依然盯住美元，参考一揽子货币没有起作用。徐剑刚等（2007）通过 2005 年 7 月 22 日到 2006 年 5 月 23 日的汇率数据进行分析（解释变量为美元、欧元、日元和韩元，基准货币是瑞士法郎），回归初步结果是汇改后的 10 个月里，人民币盯住美元，但是 Chow 检验表明，自 2006 年 2 月以后，人民币逐渐脱离美元，参考一揽子货币起作用，美元、欧元、日元和韩元的系数都是显著的。另外，徐剑刚等（2007）还以新西兰元为基准货币证明了结论具有稳健性。赵进文等（2006）用协整理论和基于 VAR 的 Granger 因果关系检验方法，构造了人民币的一个货币篮子，并估计了各币种的最优权重。他们的实证结果显示：人民币汇率参考一揽子货币比盯住美元更富弹性。

1.2.2 关于人民币汇率水平的研究

Haruhiko 和 Masahiro Kawai（2002）指出，中国加入世界贸易体系以后，出口急剧增长、国内的价格紧缩以及盯住美元的汇率制度，使中国正在向全世界输出通货紧缩。而为了应对全球性质的通货膨胀，美国、欧洲、日本采取了各种形式的通货再膨胀政策，中国处在全球经济中的重要位置，中国政府应该改变政府策略。Morris 和 Nicholas（2003）还对中国的人民币升值提出了建议：第一步，人民币要进行一个中等幅度（15%~25%）的升值，并扩宽其浮动范围（5%~7%）；第二步，在中国强化其国内金融体系，能够允许资本流动以后选择有管理的浮动汇率制度。Bosworih（2004）和 Ovetholt（2003）用绝对和相对购买力平价计算了人民币的汇率后得到，若不考虑相关国家在收入水平上的差异，人民币相对于现在的汇价应该升值 4 倍；若考虑人均收入的差异，人民币大约低



估 40%。Anderson (2004) 比较了 11 个亚洲经济体后指出人民币是第二大错估（低估）币种，仅次于日元。他认为，人民币明显地低估 15%~25%。Frankel (2004) 使用修改的购买力平价方法得出人民币在 2000 年低估 35%，在 2004 年低估超过 35%。

在反对人民币升值方面，Stephen (2003) 认为，1998—2003 年，人民币不存在低估。关志雄 (2003) 也认为，中国的通货紧缩（或者与之相称的人民币升值）对日本物价的直接和间接影响都很有限，他认为日本提出人民币升值的策略将会产生“损己利人”的效果。Rogoff (2003) 通过向量自回归分析方法指出尽管中国在世界上的贸易份额增加了，但没有足够的证据表明中国输出了通货紧缩。麦金农和施纳布尔 (2003) 认为，由于世界金融体系是以美元为本位货币，因此世界范围的通货紧缩压力产生于美国的经济泡沫破灭以及美国的通货紧缩压力，而非中国，同时由于中国的贸易规模和贸易结构特征，决定中国不可能对世界市场价格产生显著影响。在国际机构方面，IMF 不支持人民币升值，同时也建议中国采用更具弹性的汇率管理制度。2003 年 9 月世界银行首席经济学家迪帕克指出，中国的金融体系还比较脆弱，因此不宜调整人民币汇率。

林毅夫 (2007) 通过研究认为，利用“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”推断中国人民币汇率问题——人民币应该升值的结论值得商榷，同时他通过外贸顺差和汇率的比较，认为人民币被严重低估的结论不成立，他还指出，人民币过快升值将对经济造成巨大的危害。

1.2.3 关于汇率变化对贸易和通货膨胀的影响研究

纵观国外文献，基本上有两派观点：一派观点认为，中美贸易收支对人民币汇率是具有弹性的，中美贸易差额不断增加是由于人民币汇率的低估造成的，也就是说，中国政府对于人民币汇率的操纵是导致中国贸易顺差激增的罪魁祸首。代表性的文献如 Quinn (2003) 认为，中国实行盯住汇率政策，导致美元兑人民币贬值不足，亚洲其他国家不愿升值，直接或者间接扭曲世界价格，引起世界经济不平衡，进一步导致世界资源配置不合理；如果这种状况持续下去，将来的调整对中国、美国乃至世界各国都会成本巨大。Bergsten (2005) 认为包括中国在内的亚洲主要国家都进行大量外汇干预，阻止升值或者使得其汇率升值远远低于市场决定的水平，中国是调整全球经济不平衡发展的关键国家，并援引 IMF 宪章第四条款，认为中国为汇率操纵国，极大地妨碍全球经济不平衡的调整过程。



Jasinowski 和 Vargo (2003) 也认为人民币存在严重低估, 使得美国制造业工人大量失业。另一派则认为, 人民币汇率并没有造成美国经济的不平衡发展, 中美贸易差额并不是由人民币汇率造成的, 这也就是认为中美贸易收支的人民币汇率弹性并不大。相关的文献如 Stiglitz (2005) 认为, 中国主要的出口产品不具有价格弹性, 即使人民币升值也不会大幅削减中国产品的出口竞争力, 其他国家也不能从人民币升值中受惠, 美国和中国的贸易逆差也不会因为人民币升值而缩小。Mckinnon 和 Schnabl (2004) 认为, 美国政府贸易赤字问题指错了矛头, 美国政府巨大预算赤字以及过低的国内储蓄率才是美国经济不平衡的根本原因; 亚洲国家高储蓄率, 迫使贸易盈余转化为美国融资, 这与何种汇率制度无关。Eichengreen (2004) 认为尽管中国汇率存在低估, 但是绝不应该是美国大量赤字出现的原因; 解决美国贸易赤字不在于人民币汇率, 而在于美国自身。Greenspan (2005) 指出如果以增加值衡量中美两国贸易流量, 则中美贸易顺差将大大减少; 同时他还进一步指出, 人民币升值对于贸易赤字无济于事, 中美贸易对美国的失业影响非常之小。

现有的文献中汇率水平变动对通货膨胀的影响研究大多是从汇率传递效应的角度进行的。所谓汇率传递效应 (exchange rate pass-through effect) 是指汇率变动一单位对一国贸易品的进出口价格和国内物价水平的影响程度。从厂商市场定价的方式来看, 商品的定价方式不同, 汇率变动对价格水平的影响也就不同。如果厂商选择以生产者货币定价 (Producer-Currency Pricing, PCP), 那么汇率变动对价格水平的影响是显著的; 如果厂商选择消费者货币定价 (Local-Currency Pricing, LCP), 则汇率变动对价格水平的影响是不明显的。大量的实证研究都表明汇率对价格的传递效应是不完全的 (incompleteness), 汇率变动对进口价格、生产者价格和消费者价格的传递效应依次递减。Krugman (1986) 首先考察了外国供应商所施行的依市定价 (Pricing To Market, PTM) 的确切程度, 发现依市定价确实存在, 但并不具有普遍性。正是因为外国出口商存在着“依市定价”行为, 也即外国供应商能够根据汇率变动而对产品价格作出相应调整, 使得汇率的传递效应降低。Gron 和 Swenson (1996) 认为, 在一个不完全竞争的国际贸易市场里, 由于厂商能够跨境转移生产或者调整他们的原料来源地, 所以厂商生产成本就不会随母国汇率一对一的变动, 从而产品价格也就不可能随母国汇率一对一的变动。Devereux 和 Yetman (2002) 构建了一个简单的小国开放经济模型, 在该模型里进口商价格的变化频率决定了汇率传递效应的大小。他们利用 122 个国家的样本数据实证检验发现, 较低



的汇率传递效应至少部分是短期价格刚性所造成的。

另外，一些学者分别从不同的角度考察汇率传递效应。如有学者从通货膨胀的环境来考察汇率传递效应。Taylor (2000) 通过构建一个设定价格的微观经济模型来说明较低的汇率传递效应是由可察觉的成本变化的低持续性引起的，并通过实证检验发现通货膨胀与通货膨胀的持续性是正相关的，这就意味着低通货膨胀本身会引起低的传递效应，一个低的通货膨胀环境会导致一个低的对国内价格传递的汇率传递效应。Choudhri 和 Hakura (2006) 对 Talor 的这一假说进行了检验。他们基于一个新开放经济的宏观经济模型，利用 1979—2000 年 71 个国家的面板数据进行实证检验，发现汇率传递效应与平均通货膨胀率具有显著的正相关性。Devereux 等从货币政策稳定性的角度考察了汇率传递效应下降的原因。Devereux 和 Engel (2003) 构造了一个基于社会福利的开放经济宏观政策模型，并检验了有关汇率灵活性的政策含义。传统观点认为汇率的灵活性是基于真实的特定国家冲击所要求的相对价格调整而存在的，但是，他们根据名义价格对汇率变化的反应（这种反应尤其是在很大程度采用消费者货币定价的工业化国家里更加明显）的经验事实认为，名义汇率变动所引起的支出转换效应或许是被夸大了，相对低的货币增长率会使汇率传递效应趋于下降。而 Garcia 和 Restrepo (2001) 则从经济活力的角度考察了汇率传递效应，建立了基于不完全竞争模型构造了一个价格方程，并利用智利 1986—2001 年 1 季度的季度数据进行了实证检验，发现汇率传递效应正相关地取决于经济活力，并由此认为智利近几年汇率传递效应低的原因是智利经济缺乏活力，也就是一个负的产出缺口已经抵消了汇率贬值所带来的通货膨胀的冲击。

国内文献更多的是研究人民币实际有效汇率变动对于我国进出口的影响弹性分析，专门研究中美贸易收支的人民币汇率弹性的文献较少，得到的结论也是基本集中于以上两个方面。多数文献得到人民币汇率调整不能够解决中美贸易失衡，如李志斌 (2006) 和金洪飞、周继忠 (2007)。另有一些研究则得到了相反的结论，也就是中美贸易收支的人民币汇率是富有弹性的，相关文献如陈六傅、钱学锋 (2007) 和潘红宇 (2007)。

近年来，国内学者也对汇率传递效应进行了一些研究。封北麟 (2006) 运用递归的 VAR 模型考察了汇率变动对国内消费者价格指数和工业品出厂价格指数及其分类指数的传递效应。结果表明，汇率的传递效应不显著；汇率变动对工业品出厂价格指数及其分类指数的影响，显著大于对消费者价格指数及其分类指数的影响。陈六傅和刘厚俊 (2007) 利用 VAR 模型对人民币有效汇率的价格传递



效应进行了实证分析,发现人民币有效汇率对我国进口价格和消费者价格的影响虽然具有统计显著性,但影响程度非常低。他们也考察了不同通货膨胀环境下汇率价格传递效应的差异性,发现在低通货膨胀时期,汇率对进口价格的传递效应增加,但对消费者价格传递效应则减小了。刘亚、李伟平和杨宇俊(2008)利用自回归分布滞后(ARDL)模型研究了人民币汇率变动对以消费者价格指数(CPI)衡量的国内通货膨胀的传递效应。研究结果表明,人民币汇率变动对以CPI衡量的通货膨胀水平的传递是不完全的且存在明显的时滞,长期和短期汇率传递效应都很低。施建淮、傅雄广和许伟(2008)同时考察了人民币汇率以国内价格链中进口价格、生产者价格和消费者价格的传递程度和速度。结果表明,人民币名义有效汇率若升值1%,6个季度后的进口价格和12个季度后的工业品出厂价格以及消费者价格分别下降了0.52个、0.38个和0.20个百分点;2005年7月汇改以后,人民币升值对降低国内通货膨胀有比较显著的解释力。王晋斌和李南(2009)认为,如果人民币汇率变化幅度难以吸收进口品到岸价格(以外币计价)水平的变化幅度,即汇率传递效应低于国外的价格传递效应时,汇率就难以完全吸收国外物价水平变化对国内物价水平的冲击。实证结果表明,2001年1月至2008年3月期间,总体上进口价格指数的汇率传递系数较高,但由于多种原因,进口品价格到国内CPI的传递效应较低;自2005年汇改以来,汇率的短期和长期传递效应明显增加。

1.2.4 关于汇率制度转换的研究

自20世纪70年代以来,世界汇率体系进入一个新的时期,各国汇率制度变动频繁,成为世界经济的一个新的突出特点。Masson(2000)第一次提出汇率制度转换问题(exchange rate regime transition problem),指出汇率制度像其他经济政策一样不会一劳永逸,每一个特定的汇率制度只可能满足一个国家在一定时期内的需要,并且历史经验表明,无论处于主动或被动,汇率制度的更迭总是频繁地发生于各个国家之间。

在过去的几十年中有一些国家从固定汇率制度中退出,转而选择浮动汇率制度(如墨西哥、泰国、巴西分别于1994年、1997年、1999年改为浮动汇率制度),一些国家则实行固定汇率制度(如欧元区国家),另外一些国家则不断调整他们的盯住汇率制度的浮动范围(以色列从20世纪90年代初开始分几步来扩大爬行盯住汇率制度的浮动区间)。Eichengreen、Rose和Wypolysz(1995)指出汇率制度的转换



是很特殊的，汇率重估之前各国经济具有一些共同特征：外汇储备的更快速增加，出口增长，更紧缩的货币政策和财政政策以及经常项目的盈余增加。

Klein 和 Marion (1997) 以 16 个拉美国家和牙买加在 1950—1991 年的数据为例分析了在决定固定汇率制度转换可能性的因素中，指出国内宏观经济和政治变量以及盯住美元汇率制度持续时间的重要性，以一个“双重的 Logit”模型研究在真实汇率升值、外汇储备下降、政治制度改变、外贸开放度和汇率制度久期下降的情况下，汇率贬值的可能性。

Rupa 和 Inci (2003) 的文章对于汇率制度转换问题研究的贡献在于：①从静态分析扩展到动态分析；②对汇率制度转换进行了分类；③对转换类型的决定因素进行了分析，指出经济基本状况、外汇储备、财政状况、贸易开放度、资本项目管制程度、汇率制度持续时间、国际货币基金组织项目等是汇率制度转换类型的决定性因素。

Masson (2000) 则运用马尔可夫链 (Markov chains) 和转换矩阵 (transition matrices) 作为分析工具，引用两种汇率制度分类数据检验“两极论”或“中间汇率消失论”假说。研究结果表明，中间汇率消失论假说被否决，中间汇率制度将继续是未来实际汇率制度的重要选择。他认为，“实际上，对于许多发展中国家来说，自由浮动汇率是不可行的，因为缺乏发达的金融市场及相关制度；货币局的严格限制在政治上也不可接受。结果发展中国家汇率制度的选择不稳定的，在各种中间汇率制度之间波动，并取决于给定维持汇率或限制通货膨胀的相对权重以及经济遭受的冲击等”^①。

谢赤和刘潭秋 (2003) 采用一个二制度马尔可夫转换模型来对人民币兑美元的实际汇率的动态行为进行研究，得出的估计结果表明，无论是贬值还是升值状态都具有高度持续性，尤其是升值状态的平均持续时间达到 8.31 个月。

储幼阳 (2004) 运用实证方法采用了 Logistic 和 Logit 两个模型研究汇率制度转换的时机和出路问题，得出中国当时的“硬盯住浮动汇率制度”是合理的结论。他认为，从人民币汇率制度转换的实证情况来看，人民币汇率制度转换的概率不到 50%，特别是汇率制度巨变的概率在 20%~40%，所以根据 1990—2002 年世界上发生汇率制度转换的国家的实证模型检验，人民币汇率制度当时没有转变的必要，短期内保持不变是理想选择。

方先明和熊鹏 (2005) 通过计算人民币实际有效汇率指数，并利用自适应神

^①引自 Masson (2000)。



神经网络技术对未来走势进行预测。汇率变化的规律是非线性的，汇率系统具有复杂的非线性动力系统特征，存在着奇怪吸引子。汇率的奇怪吸引子说明汇率是受着确定性规律支配的，但同时又表现出某种类于随机现象的特征。前者表明汇率的变动有规律可循，是可以预测的；后者表明它敏感地依赖于初始条件，其长期行为是不可预测的，超出一定时间区间的预测是没有价值的。汇率吸引子的结构特征表明，汇率系统是一个低维的、具有较小自由度的系统，用较少的变量就可以描述汇率的动力学行为等。基于以上的研究结果，可以建立人工神经网络模型对人民币实际有效汇率的变化趋势的预测。人民币实际有效汇率指数计算结果表明，相对于 1994 年第 1 季度，人民币有较大幅度的升值，尤其是在 1997 年东南亚金融危机期间，升值效应尤为明显。

张志超（2002）以 1956 年中国实行固定汇率制度到 1993 年新一轮汇改开始前为样本区间，对人民币汇率制度迁跃问题进行了实证分析。基于制度迁跃条件下的单位根检验显示，在 1981 年前后，模型中的单个变量分别出现结构性断裂。但是这些变量之间的关系，则在过了相当一段时间以后才出现制度迁跃。在所构筑的三种不同协整模型中，估计结果都共同指出：所考察变量之间的协整关系在 1984 年前后发生结构性变动，显示人民币汇率政策在 1984 年前后发生制度迁跃。该文的实证模型进一步证明，围绕这种制度迁跃，存在一个缓慢的变动过程。利用制度迁跃的协整分析模型和结构性时间系列模型，该研究证实，人民币汇率政策的结构性变动，使人民币汇率更接近于以相对贸易价格衡量的 PPP（购买力平价）关系。特别是结构性时间系列模型的估计结果清晰显示，在制度迁跃以后，人民币对 PPP 的偏离显著减少，人民币汇率水平对相对贸易品价格冲击的反映程度显著增加。这导致人民币汇率直接盯住换汇成本指数（相对贸易品价格）。由于全国换汇成本实际上是主要出口商品的平均值，因此，人民币汇率从盯住一揽子货币退出以后，转而盯住的实际是一揽子商品价格。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

1. 研究目标

本书旨在从微观和宏观两个角度来分析人民币汇率政策的选择，提出人民币