



经济管理学术文库·金融类

汇率与货币错配 协同性及其传导机制

The Co-movement and Transmission Mechanism Between
Exchange Rate and Currency Mismatch

王中昭 等 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

014005830

国家社会科学基金课题成果，批准号：09BJY107
本书由广西大学商学院出版资助资金资助

F821.0
29



经济管理学术文库·金融类

汇率与货币错配 协动性及其传导机制

The Co-movement and Transmission Mechanism Between
Exchange Rate and Currency Mismatch

王中昭 等/著



F821.0
29



北航

C1692612



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率与货币错配协动性及其传导机制/王中昭等著. —北京: 经济管理出版社, 2013. 12
ISBN 978 - 7 - 5096 - 2676 - 4

I. ①汇… II. ①王… III. ①汇率—货币政策—研究 IV. ①F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 235461 号

组稿编辑: 曹 靖

责任编辑: 张巧梅

责任印制: 杨国强

责任校对: 张 青

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京京华虎彩印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 12.5

字 数: 238 千字

版 次: 2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2676 - 4

定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

本书主笔人：王中昭

其他参著人：范利民，劳可夫，徐梅，易扬，黄涵西

前 言

随着全球区域经济一体化和金融自由化程度的日益加深,汇率在经济发展中发挥了重要的作用,合理的汇率形成机制可以保持和促进经济增长、社会就业、国际收支基本平衡、物价的稳定和人民生活水平的提高。同时,与国民经济和社会发展不相适应的汇率制度也引发了许多问题,例如导致进出口贸易的失衡、本币利率的非正常波动、通货膨胀等诸多问题。特别是近20多年来,在非主要储备货币国家或者新兴市场国家,汇率的波动往往产生货币错配(Currency Mismatch)问题。从墨西哥的比索危机、亚洲的金融危机到拉美的金融动荡,以及人们在探索货币危机爆发的内在原因和影响机制的同时,发现受金融危机影响的新兴市场国家都普遍存在一个共同问题:在金融危机爆发的前后,这些国家都存在着较为严重的货币错配现象,特别是以短期外币债务所导致的债务型货币错配问题尤为突出。许多学者认为货币错配可能是诱发金融危机的最主要的原因之一(Mishkin, 1996; Eichengreen et al., 1999, 2003; Morris Goldstein et al., 2005; Bunda, 2005)。实践证明,由于新兴市场国家的金融体系脆弱性及其本国货币不是主要储备货币等原因,这些国家产生货币错配是不可避免的,当受到其他发生金融危机国家的冲击时,货币错配程度变得更加不稳定并有加剧的趋势。大规模货币错配会极大地危害这些国家的金融稳定和经济发展。因此,从货币错配的角度来审视和研究金融危机问题是很有必要的。

在中国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后,汇率对货币错配的影响将会进一步加深;另外,货币错配对银行等金融系统的冲击更加明显和复杂。这就迫切需要对于货币错配等相关问题作深入和系统的研究,虽然国内外在此领域上取得大量的研究成果,但是由于现实的需要,仍然有许多问题值得探讨。例如,货币错配积累的原因和内生变动规律,不同汇率政策的实施对货币错配的传导机理、作用机制以及传导效应、传导的变异性,汇率与货币错配协调性关系以及冲击效果、如何评估和防范货币错配风险等诸多问题。只有对这些问题作深入的探索,才能准确地把握货币错配的变化特点



和演进规律,也才能有效地规避、降低和防范货币错配对国家金融体系和企业造成的风险和危害;并且有助于对汇率制度的合理选择、实施效果及其影响进行检验与诊断,为中国进一步推进汇率机制的改革和金融政策的调控及其有效性实施提供理论依据和实践支撑。

目 录

第一章 导论	1
一、研究现状简述	1
二、研究内容	3
三、研究框架	5
四、研究方法	6
第二章 人民币汇率政策的变迁及其作用	7
一、中国外汇管理体制的改革	7
二、人民币汇率形成机制的演化及其作用	8
第三章 货币错配的内涵、成因及其测度	15
一、货币错配的内涵	15
二、货币错配的类型	17
三、货币错配的成因	18
四、货币错配的测度	24
第四章 汇率对货币错配的传导机制分析	28
一、汇率政策的变迁对货币错配的影响及其传导机制	29
二、汇率和利率波动对货币错配传导特性及其联动关系	35
三、汇率波动对货币错配冲击的动态响应与效应分解	48
四、基于结构突变的汇率对货币错配的冲击状态	57
五、汇率波动对部门货币错配的影响及其传导分析	69
六、汇率冲击下中国银行业的货币错配和期限错配	77
七、汇率对货币错配传导机制的表现形式	84

第五章 中国和东盟各国汇率对货币错配传导特征及其异质性	88
一、中国和东盟各国汇率波动对货币错配传导特征	89
二、中国和东盟各国汇率与外币债务对货币错配传导效应的异质性	99
三、中国和东盟各国汇率对货币错配和外币负债冲击的冲击效应	106
四、结论	108
第六章 货币错配与汇率等因素的协同性关系分析	110
一、汇率等影响因素对货币错配传导的协同性分析	112
二、汇率等因素对货币错配的协同机制	121
三、结论	128
第七章 货币错配风险的特征与评估	130
一、货币错配风险的特征和度量	131
二、中国货币错配风险分析	139
三、结论	141
第八章 微观经济主体货币错配风险的分析与规避	143
一、博弈模型的基本设定	144
二、货币错配条件下微观经济企业主体的利益风险分析	147
三、政策启示	153
第九章 货币错配条件下汇率机制的选择	155
一、人民币汇率机制选择的主流观点	156
二、货币错配条件下汇率机制选择的原则	158
三、货币错配下汇率机制的选择和依据	159
第十章 货币错配条件下宏观金融政策的调控	166
一、改进利率的调控方式	166
二、健全公开市场操作体系	168
三、增强本外币存款准备金率调控的联动性	170
四、完善债券市场	171
五、建立存款保险制度,防止货币错配引发银行危机	172
六、构建和完善金融衍生品的品种体系,规避债务和货币错配风险	173

七、建立外汇平准基金，优化外汇储备配置	173
八、建立合理的结售汇制度	174
九、强化国际贸易中的人民币结算制度	175
十、加强对国际热钱进出中国的监管	175
十一、构建以央行为主体的货币错配风险预警系统	176
本书附表及其说明	178
后记	186

第一章 导论

一、研究现状简述

关于货币错配问题的研究，早期可以追溯到1971年，Cooper (1971) 在研究货币贬值对主权债务的影响时，首次提出货币错配的概念^①，但是真正对货币错配问题进行深入研究是近二十多年来的事，特别是学术界在对新兴市场国家爆发的多次货币危机的研究时，发现货币错配与汇率制度的选择密切相关。如 Mishkin (1996) 和 Goldstein & Turne (1996) 均认为墨西哥的银行危机是由于不合理的汇率制度形成的货币错配所引发的，这时货币错配问题才引起人们的广泛关注。目前，学者们从宏观货币错配到微观货币错配、从货币错配诱发的原因到风险防范、从汇率和利率等因素对货币错配的传导方式到其影响效应等，在不同程度和范围上进行了较为深入的研究。纵观国内外几十年对货币错配的研究历程，概括起来主要有如下几个方面的研究成果（更加具体和有针对性的研究成果和文献将在以后各章节中再详尽论述）：

第一，探索货币错配产生的原因。早期的货币错配研究主要是分析货币错配产生的原因，主要从一国的外部原因和内部原因两个角度进行探讨。

外部原因：其一，贸易自由化、金融自由化、经济全球一体化必然将会造成一个权益实体的收入（资产）和支出（债务）以不同货币计值时的货币错配问题。其二，在当今美元本位制下，非“关键”货币国家所形成的外债美元化的货币错配问题。其三，发展中国家的金融脆弱性所导致的货币错配问题。

内部原因：其一，汇率形成机理所造成的货币错配，如“原罪论”、“汇率

^① Cooper R. N. An Assessment of Currency Devaluation in Developing Countries [M]. New Haven: Yale University Press, 1971.

浮动恐惧论”都属于此类问题，而“高储蓄两难”和“债务不耐论”则属于间接汇率波动所形成的货币错配问题。其二，一国的金融市场不完善、制度不健全、政策不合理、宏观经济和政治的不确定性等诸多原因所形成的货币错配问题。

第二，货币错配与汇率、利率和外汇储备等因素的关系。探讨不同的汇率制度（固定汇率、多重汇率和浮动汇率等制度）、不同的利率政策对货币错配的作用及其影响效应。

第三，货币错配对货币政策有效性的影响。此研究主要是针对中国债权型货币错配的特点进行探讨。

第四，对货币错配进行分类、分层次研究。如研究期限错配、间接货币错配和双重错配的特征及其影响效应等，这方面的研究刚刚起步，由于理论上的欠缺，还未能取得较为实质性的进展。另外，在货币错配层次和范围方面，有些学者专门对国家、银行等金融机构和企业等分别进行研究，但是由于企业相关的货币错配数据资料难以取得，对于企业等微观主体的货币错配风险研究及其实证检验几乎处于空白状态。

第五，货币错配的测度及其模型构建与分析：一是如何构建合理和可靠的货币错配测度方法与计算公式，这是学术界一直在研究的问题。这方面已经取得了一定的成果，将在第三章中专门论述。二是通过构建相应的货币错配与其他影响因素的关系模型，对货币错配问题进行分析和探讨，尽管在这一方面取得了可喜的成果，但是在模型分析方面还有许多问题有待作进一步的研究。

第六，货币错配的风险。归纳起来主要有三方面成果：一是探索货币错配风险形成的原因和种类，例如国家层面、银行等金融部门的风险特征和差异性；二是探讨货币错配风险的转移，在不同的经济政策下货币错配如何在宏观和微观经济体之间转化和传导；三是揭示货币错配风险的危害以及对国民经济、企业发展的冲击，在这方面取得了一定成果。

第七，货币错配风险的规避、弱化、防范和预警：一是提出减轻或者化解货币错配风险的各种方法和途径。例如探求在何种汇率机制下才能有效地防范和弱化货币错配风险，在这方面研究得较早，取得许多实质性的成果；如何抑制美元化程度、发展和完善国内债券市场、外汇市场及金融衍生品市场，发展多国指数计值的债券等。针对中国的实际情况，提出推动人民币国际化、降低外汇储备水平、加强对银行体系货币错配的监管等对策和建议。二是研究微观经济主体如何规避货币错配风险的方法 and 对策。三是构建货币错配风险的预警体系，在这方面研究不够深入，基本上还处在设想阶段。



二、研究内容

(一) 研究的基本思路

本书以宏观和微观经济学、货币银行学、统计学和计量经济学作为研究的理论基础和方法,针对国际上的金融危机所带来的影响,考虑到中国的汇率、利率政策和货币政策的实际情况以及进一步改革的现实需要,在分析中国汇率历史、现状和货币错配特征的基础上,以汇率波动对货币错配的传导机理、汇率等影响因素与货币错配协同性关系作为切入点展开研究,围绕着这四条主线展开:一是探索汇率波动对货币错配的传导特性、传导效应以及传导机制。二是揭示汇率等影响因素与货币错配协同性关系的实质。三是分析微观经济主体的货币错配风险,由此构建了货币错配风险评价方法以及提出如何规避和弱化风险的措施。四是在理论和实证分析的基础上,提出了货币错配条件下汇率机制的选择原则、策略、依据和宏观金融政策调控的政策建议。

(二) 研究的主要内容

研究内容以汇率政策、货币错配内涵和理论、模型体系为基础,以汇率对货币错配的传导机制和两者的协同性为中心进行探索。主要研究内容如下:

第一,对货币错配的概念、成因及其测度进行梳理和诠释,进一步丰富了货币错配内涵和拓展了货币错配成因理论的视角。首先,对货币错配的概念进行分析;其次,归纳货币错配的类型、货币错配的成因,并从微观经济主体的角度,分别从风险中立、极度风险厌恶和风险适度规避三个方面构建基于异质风险偏好的企业货币错配决策模型,分析了微观经济主体的收益和风险回避选择方式;最后,介绍货币错配的测度方式和方法。

第二,探讨汇率等因素对货币错配的传导机制问题。主要从如下几个方面进行研究:一是分别按汇率、利率等单一因素以及汇率和利率对货币错配的联合作用进行分析。二是根据是否考虑了结构突变因素,探讨汇率变动对货币错配冲击的脉冲响应、效应以及差异性。三是对货币当局、政府、银行和居民等六个部门的货币错配进行研究。四是简要研究中国银行部门的货币错配和期限错配。

重点探讨如下内容:① 汇率、利率波动对货币错配传导和波动特性的探讨,如:货币错配波动集聚、溢出效应和对称性;货币错配波动的敏感性和内生性;货币错配波动的持续性和衰减性;货币错配受汇率和利率影响的累积和交积效



应。② 货币错配与汇率、利率的联动性。③ 汇率波动对货币错配冲击的动态响应与效应分解,分结构突变退势处理前后的差异性进行探讨。

第三,研究中国和东盟各国汇率对货币错配传导特征及其异质性问题。由于中国与东盟各国的关系越来越紧密,而且与其中的大多数国家同属新兴经济体,经济发展道路有较大的相似程度,东盟各国的货币错配的一些特征对中国有更好的借鉴意义。因此有必要研究东盟各国的货币错配问题,主要从如下几点来进行探讨:一是分不确定型、债务型和债权型货币错配国家、不同的汇率制度如何直接和间接地影响(加重、弱化和有效缓解等)货币错配。二是利用动态面板模型分析各国汇率、外币债务对货币错配传导敏感的强弱性和异质性。三是利用面板 VAR 模型探讨汇率对货币错配的冲击效应及其响应程度,分析汇率对货币错配波动的解释能力和作用效果。

第四,剖析汇率等因素与货币错配协同性关系的实质。一是构建货币错配与汇率、利率、外汇储备、短期和长期外币负债、进出口等因素之间的协同性关系模型体系,系统地分析货币错配与汇率等因素的单个协同性关系程度、联动性和综合协同性效应。二是探讨汇率、外汇储备、利率等因素与货币错配的协同性是否存在周期性,分析不同的影响因素波动模式(如紧缩性和扩张性)对货币错配的传导机理、传导的对称性、变异性以及弱化程度等方面的问题。

第五,探讨货币错配风险的特征、评估以及规避问题。① 设计出一种基于 VaR 的货币错配风险测度的综合权数方法,借助于该法对货币错配风险特征进行分析和评估风险程度。探索货币错配风险的来源和途径,有针对性地提出相应的货币错配风险防范对策。② 在构建微观经济主体货币错配风险规避博弈模型的基础上,分析了在不同的汇率和利率政策条件下采取不同的手段(如抵补套利)时,微观经济主体规避和防范货币错配积累、风险的方式,寻求减轻汇率波动对微观经济主体造成货币错配危害的方法。

第六,阐述了货币错配条件下人民币汇率机制的选择原则和策略,并对策略的依据进行了论证。汇率制度是一国制定国际金融政策的重中之重。如何根据货币错配的效应进行相应的汇率机制设计,并且针对货币错配带来的负面效应采取适当的调控政策,以尽量减少货币错配给中国经济带来的冲击,这是本书的主要研究目标。因此,在综合前面研究成果的基础上,提出了货币错配条件下人民币汇率机制的选择策略,并对选择策略进行论证。

第七,提出了货币错配条件下宏观金融政策的调控措施。与以往研究不同的是,所提出的金融政策调控措施具有针对性,并充分地考虑了货币错配积累程度及其风险问题,以便更加准确地把握货币错配的演进脉搏,为有效地防范和减弱货币错配引发银行危机乃至金融危机提供理论依据。

三、研究框架

本书的总体框架如图 1-1 所示：

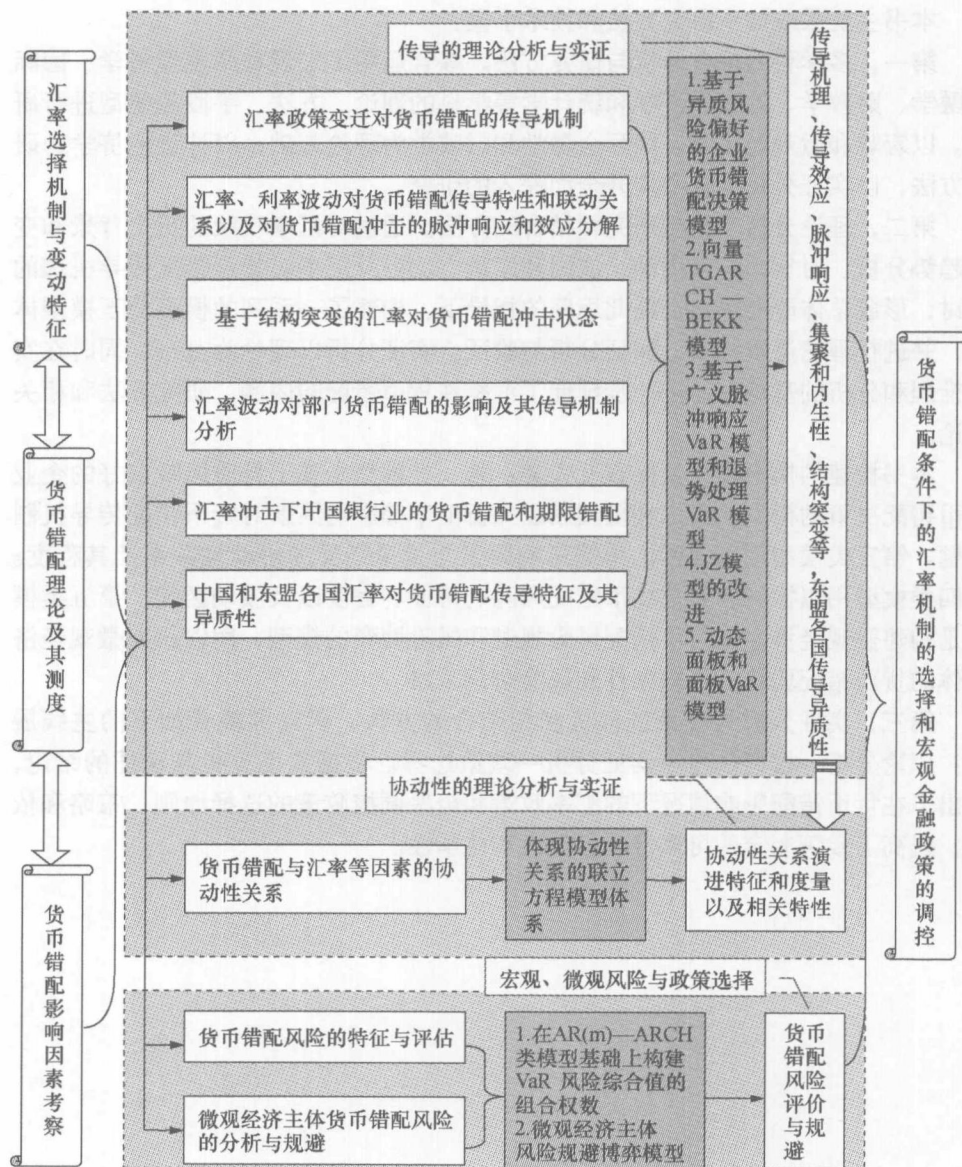


图 1-1 研究的总体框架

四、研究方法

本书主要采取如下研究方法和技术手段：

第一，多学科的综合分析与研究方法。综合运用了宏观和微观经济学、国际金融学、财政学、计量经济学和统计学等学科的理论、方法、手段和模型进行研究。以宏观和微观经济学、国际金融学和财政学为理论基础，以计量经济学为研究方法，以实证分析为核心展开全面深入的研究。

第二，理论分析与模型研究相结合的方法。通过对汇率政策的历史背景和变动趋势分析、对货币错配内涵、成因和度量方法以及汇率对货币错配传导机理的探讨，形成总体研究思路，在此思路的指导下，构建了一系列的模型乃至模型体系，并进行理论逻辑推理、实证分析与验证。实证分析以理论为基础，同时在实证推理和分析的基础上，进一步延伸了汇率和货币错配的内涵、研究方法和相关理论。

本书构建的模型体系主要有五大类：第一类模型是基于异质风险偏好的企业货币错配决策的模型。第二类模型用以探析汇率等影响因素对货币错配传导机制问题。第三类模型用以探索汇率等影响因素与货币错配的协动性关系及其程度。第四类模型用以探讨和评估货币错配风险的特征、程度以及波动区间。第五类模型是构建微观经济主体货币错配风险规避和风险博弈的模型，用以研究微观经济主体的货币错配弱化、规避条件和风险防范策略。

第三，实证分析与政策选择机制相结合的方法。研究围绕着如下的主线展开：理论分析→模型构建→实证分析→政策选择。根据实证分析与论述的结论，提出了在货币错配影响情况下的汇率政策和金融调控政策的选择原则、策略和依据，提高了政策制定的可靠性、有效性和科学性。

第二章 人民币汇率政策的变迁及其作用

改革开放以来，人民币汇率是调节中国经济的重要杠杆，也是一国制定国际金融政策的重要手段。随着中国国际地位的提高，人民币汇率政策的每一次变化都成为国际金融市场关注的焦点。由于人民币汇率制度是中国外汇管理体制的重要组成部分，因此首先简要回顾一下中国外汇管理体制改革的历史。

一、中国外汇管理体制的改革

外汇管理体制是一国政府为平衡国际收支和维持本国货币汇率稳定而对外汇的买卖、收付、结算、价格等所采取的管理制度，是对外汇进行管理的运行机制。这种运行机制是由外汇管理的主体运用政策法规等管理方式，对外汇管理的客体实施具体的管理而形成的运作过程或规范程序。不同的国家有不同的外汇管理主体、客体以及政策法规的管理方式，因此形成了各国有所差异的外汇管理体制。

从新中国成立到改革开放前，中国面临着较为复杂的国际局势，从国内经济形势来看，计划经济体制在中国逐步建立，外汇储备紧缺的问题一直制约着中国经济的发展，因此中国一直实行较为严格的外汇管制制度。改革开放以来，中国外汇管理体制逐步减少了计划经济体制的制约，不断发挥市场机制在外汇资源配置中的主导作用，稳步实现由高度集中的计划经济向与社会主义市场经济相适应的外汇管理体制转变。1993年中国提出了建立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，建立统一规范的外汇市场，逐步使人民币成为可兑换货币的外汇管理体制改革的总体思路。以这一外汇管理体制的重大变革要求的提出作为界限，可划分为两个阶段。第一阶段为1978~1993年，经济转型时期的外汇管理

体制,这个时期以实行外汇留成制度、发展外汇调剂市场、放宽对境内居民的外汇管理、发行外汇兑换券以及实行官方汇率和外汇调剂市场汇率并存的汇率制度等为主要标志。第二阶段为1994年以后,具体又可以分为两个标志性事件:一是银行结售汇制度的建立,不再实行外汇上缴、留成以及用汇的指令性计划,从而实现了人民币官方汇率与市场汇率合二为一,并从1996年开始实现了人民币经常项目可兑换、资本项目下严格管制的外汇管理体制;二是2001年加入世界贸易组织以来,中国继续深化外汇管理体制改革的,采取了主要包括减少行政性审批,提高行政许可效率、进一步完善经常项目外汇管理,促进贸易投资便利化、稳步推进资本项目可兑换,拓宽资金流出入渠道、积极培育和发展外汇市场,完善有管理的浮动汇率制等一系列的外汇管理体制的变革。

二、人民币汇率形成机制的演化及其作用

改革开放以来,人民币汇率制度经历了以下几个重要阶段。

(一) 经济转型时期的中国汇率体制 (1979 ~ 1993 年)

这个阶段可分为如下三个小阶段:

1. 盯住一篮子货币的汇率制度 (1979 ~ 1980 年)

从1973年2月开始,为了维持人民币汇率的基本稳定,特别是维护外贸交易的顺利进行,人民币实行了盯住一篮子货币的汇率制度,一篮子货币的选择主要依据中国外贸的密切程度来确定,币种主要包括美元、日元、英镑、德国马克等。此时的汇率制度所选用的货币和权重曾进行过多次调整,原则都是采用盯住货币篮子的平均汇率的变动来确定人民币汇率,在实际操作中,盯住一篮子货币汇率制度造成人民币汇率波动性较大。以一篮子货币方式确定汇率,主要的优点是操作简单、促进外贸交易,缺点是一篮子货币及权重的选择人为操纵性较大,只反映人民币的相对变动情况,脱离了人民币与外币之间真实的购买力差别。

2. 实行贸易内部结算价和对外公布汇率双重官方汇率制度 (1981 ~ 1984 年)

随着对外开放政策的推进,在出口导向型经济政策的指导下,人民币汇率一直偏高,这对中国产品开拓国际市场造成了很大的阻碍。鉴于此,从1981年开始,中国政府制定了进出口贸易下采用贸易外汇内部结算价以及非外汇贸易下继续沿用原有的一篮子货币计算而来的官方汇率。中国贸易外汇内部结算价遵循的基本原则是以全国出口商品平均换汇成本为基础,外加以10%确定的利润率进