

学校编码：10384

分类号：____密级____

学号：B200112036

UDC_____

学 位 论 文

人民币名义汇率超稳定研究

Studies on the Super-Stabilization
of RMB Nominal Exchange Rate

张 纯 威

指导教师姓名：江曙霞 教 授

申请学位级别：博 士

专业名称：金 融 学

论文提交日期：2004 年 5 月

论文答辩时间：2004 年 6 月

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2004 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2004 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

2004 年 月 日

内 容 摘 要

1994年汇率并轨以来，人民币名义汇率超稳定使我国的汇率制度由名义上的管理浮动制演变为实际上的固定钉住制，这与特殊的汇率形成机制有关，这种机制包括经常项目下的强制结售汇、严格的资本管制、外汇市场交易约束和频繁的市场干预。但更重要的原因还在于汇率稳定有坚实的经济支撑，均衡汇率模型测算结果显示，近年来人民币实际有效汇率是基本均衡的，虽然从中期来看受美元不断走弱的带动，人民币有所低估，但从长期来看，却是高估的，因此，低估论缺乏依据。

定量分析结果显示，虽然人民币实际有效汇率与我国出口和FDI负向相关，但却与贸易差额正向相关。这意味着，1994年以来我国贸易持续顺差和经济持续增长所依靠并不是人民币低估，而是我国产品强大的实质性国际竞争力和内在的经济增长动力。伴随人民币名义汇率超稳定出现的外汇储备持续增长给经济运行带来了种种不利影响和潜在隐患：持续的货币政策冲销压力，国内超额储蓄和资源利用不足，未来汇率波动和国际储备发生价值损失的风险增大，汇率道德风险提高削弱了企业未来的实质国际竞争力。

国内外环境变化使钉住美元的成本不断提高，其可维持空间不断缩小，从而使退出钉住制具有了必要性和迫切性。汇率机制改革的可行路径就是完善管理浮动汇率制。以下因素为改革提供了有利条件，这些条件包括国际汇率制度的发展趋势、我国已积累的丰富经验、基本均衡的现实汇率、良好的经济运行态势、微观经济主体抗风险能力的提高。

关键词：人民币；名义汇率；超稳定

Abstract

Since the reform of exchange rate regime in 1994, the NER super-stabilization makes our exchange rate regime convert from nominal managed floating to actual fixed peg. This is related to special exchange rate formation system, which include compulsory purchase and sale of forex in current account, rigorous capital supervision, trade restraint and frequent intervention in forex market. But the more important cause is that it is supported by fundamental economic factors. The estimation of equilibrium exchange rate model indicates that REER of RMB is basically equilibrium, even though it is under evaluated in middle-term view influenced by US Dollar continuously depreciation, RMB is over evaluated in the long-term view. So the viewpoint of under evaluation is short of basis.

Quantitative estimation indicates that even though related to export and FDI negatively, REER of RMB is related to trade surplus positively. This means that China's sustaining trade surplus and economy growth relies on products' strong real competitiveness in the world and intrinsic motive force, not on devaluation of RMB. Continuously increase of forex reserve caused by the super-stabilization of NER bring some negative effects and potential risks to economy, which include sustained counteracting pressure on monetary policy, insufficient use of domestic savings and resources, increase of risk of exchange rate fluctuation and devaluation of forex reserve, decrease of enterprises real competitiveness in the world by high moral risk.

The costs of maintenance a pegged system is continuously increasing, and the scope is narrowing in the variation of internal and external environment. It makes necessary and urgent to exit the pegged. The feasible way to reform exchange rate mechanism is ameliorating managed floating system. These factors provide reform good conditions, which include the trend of international exchange rate regime, our experience accumulation, basically equilibrium of current exchange rate, excellent economic situation and enterprises' high abilities to resist risks.

Key words: RMB; Nominal Exchange Rate(NER); Super-Stabilization

目 录

1 导论	1
1.1 关于选题	1
1.1.1 选题的由来.....	1
1.1.2 研究的意义.....	3
1.1.3 超稳定涵义的说明.....	3
1.2 研究思路、方法与结构安排	5
1.2.1 研究思路.....	5
1.2.2 研究方法.....	6
1.2.3 结构安排.....	6
1.3 创新与不足	8
2 相关概念界定及文献综述	11
2.1 相关概念的界定	11
2.1.1 各种汇率辨义.....	11
2.1.2 汇率制度.....	14
2.2 文献综述（上）：关于汇率制度选择	19
2.2.1 汇率制度选择的一般理论.....	20
2.2.2 关于发展中国家汇率制度选择的理论.....	22
2.2.3 国内研究成果.....	23
2.3 文献综述（下）：关于均衡汇率的测算	24
2.3.1 均衡汇率理论.....	24
2.3.2 均衡汇率模型.....	30
2.3.3 国内学者对人民币均衡汇率的研究.....	35

2.4 小结	37
3 特殊的汇率形成机制：人民币名义汇率超稳定的制度原因 ..	39
3.1 人民币汇率制度的历史演变	39
3.2 现行汇率制度的特点及其对名义汇率稳定的作用	41
3.2.1 现行汇率制度的特点	41
3.2.2 现行汇率制度对名义汇率稳定的作用	43
3.3 钉住美元探源：博弈均衡制度观下的成本收益分析	46
3.3.1 作为一种博弈均衡的汇率制度	46
3.3.2 博弈均衡制度观下汇率制度选择的基本原理	49
3.3.3 钉住制形成的必然性——政府收入最大化模型推论	52
3.3.4 钉住制存在的合理性——全社会收益成本比较	56
3.3.5 人民币钉住美元解析	62
3.4 小结	65
4 基本均衡的实际有效汇率：	
人民币名义汇率超稳定的经济原因	66
4.1 汇率形成的系统经济学解释	66
4.1.1 作为实体经济“影系统”的货币系统	67
4.1.2 作为其他金融子系统之“影系统”的货币系统	69
4.1.3 双重影系统中汇率的形成	70
4.1.4 全球金融一体化中的外汇市场	73
4.2 人民币均衡汇率的模型构建与具体测算	75
4.2.1 国内其他学者的方法与观点	75
4.2.2 人民币长期均衡汇率的模型构建与测算	77
4.2.3 人民币中期均衡汇率的模型构建与测算	85

4.3 潜在贬值压力作用下的人民币名义汇率稳定	92
4.3.1 货币超量供给对人民币贬值预期的作用	93
4.3.2 银行业脆弱性对人民币贬值预期的作用	97
4.3.3 潜在财政赤字压力对人民币贬值预期的作用	100
4.4 小结	101
5 收益与成本：人民币名义汇率超稳定的经济效应	104
5.1 名义稳定下的汇率变化	104
5.1.1 人民币实际汇率变化	104
5.1.2 人民币有效汇率变化	106
5.2 人民币实际有效汇率变动对我国涉外经济活动的影响	109
5.2.1 人民币实际有效汇率变动对外贸的影响	110
5.2.1 人民币实际有效汇率变动对 FDI 的影响	115
5.3 名义汇率超稳定下我国货币政策的自主性	117
5.3.1 蒙代尔——弗莱明模型中的“三元悖论”	117
5.3.2 名义汇率超稳定下中国货币政策自主性考察	121
5.4 实际有效汇率变动对我国经济增长和效率的影响	125
5.4.1 实际有效汇率变动对我国经济增长的影响	125
5.4.2 人民币名义汇率超稳定下引进外资作用的评价	127
5.4.3 外汇储备持续增长的效率损失和风险代价	130
5.5 小结	134
6 完善管理浮动汇率制：我国未来汇率制度的选择	137
6.1 钉住美元的可持续性	137
6.1.1 汇率制度动态最优假说	137
6.1.2 继续维持人民币钉住美元的条件	138

6.2 内外环境变化中钉住美元的成本收益	143
6.2.1 钉住美元的时间维度条件考察	143
6.2.2 钉住美元的空间维度条件考察	143
6.2.3 环境变化情况下钉住美元的成本收益分析	149
6.3 完善管理浮动的必要性、可行性及实施方式	152
6.3.1 完善管理浮动的必要性	152
6.3.2 完善管理浮动的可行性	159
6.3.3 完善管理浮动的实施方式	161
6.4 小结	171
参考文献:	173
附表	178
后记	184

Contents

1 Preamble	1
1.1 About the Theme	1
1.1.1 Origin of the Theme.....	1
1.1.2 Significance of Research.....	3
1.1.3 Definition of Super-stabilization.....	3
1.2 Thought, Methodology and Structure Arrangement	5
1.2.1 Thought.....	5
1.2.2 Methodology.....	6
1.2.3 Structure Arrangement.....	6
1.3 Innovations and Imperfections.....	8
2 Basic Concepts and Research Review	11
2.1 Basic Concepts	11
2.1.1 Concepts of Various Exchange Rate.....	11
2.1.2 Exchange Rate Regime.....	14
2.2 Research Review : Hypothesis of Exchange Rate Regime	19
2.2.1 General Hypothesis of Exchange Rate Regime.....	20
2.2.2 Hypothesis of Developing Countries Exchange Rate Regime.....	22
2.2.3 Research Findings of Domestic scholars.....	23
2.3 Research Review :Equilibrium Exchange Rate Theories and Models	24
2.3.1 Equilibrium Exchange Rate Theories.....	24
2.3.2 Equilibrium Exchange Rate Models.....	30
2.3.3 Domestic Research on Equilibrium Exchange Rate of RMB.....	35
2.4 Brief Summary.....	37
3 Special Formation Mechanism:	
 Institutional Cause of Stabilization	39
3.1 Transition of China's Exchange Rate regime	39
3.2 Characteristics and Function of Current Regime	41
3.2.1 Characteristics of Current Exchange Rate Regime.....	41
3.2.2 Function of Current Regime to NER Stabilization.....	43
3.3 Causes of Pegged US Dollar: Cost-Benefit Analysis	46
3.3.1 Exchange Rate Regime: Game Equilibrium.....	46

3.3.2 Principal of Regime Choice: Game Equilibrium View.....	49
3.3.3 Inevitability of Pegged: Inference from Max Government Revenue model.....	52
3.3.4 Rationality of Pegged: Cost-Benefit Analysis in the Whole Society.....	56
3.3.5 Analysis of RMB Pegged US Dollar.....	62
3.4 Brief Summary.....	65
4 Fundamental Equilibrium of REER:	
Economic Causes of Stabilization.....	66
4.1 Explanation of Exchange Rate from Systems Economics.....	66
4.1.1 Money: Value Reflection of Real Economy.....	67
4.1.2 Money: Value Reflection of Other Financial Systems.....	69
4.1.3 Exchange Rate: Reflecting Each Other of Money.....	70
4.1.4 Foreign Exchange Rate Market in Financial Globalization.....	73
4.2 Modeling and Estimating of RMB Equilibrium Exchange Rate.....	75
4.2.1 Methodologies and Views of Domestic Scholars.....	75
4.2.2 Long-Term Equilibrium Exchange Rate and Deviation.....	77
4.2.3 Middle-Term Equilibrium Exchange Rate and Deviation.....	85
4.3 NER Stabilization under the Pressure of Potential Devaluation.....	92
4.3.1 Anticipating Devaluation Leded by Extra Money Supply.....	93
4.3.2 Anticipating Devaluation Leded by Banking Crispy.....	97
4.3.3 Anticipating Devaluation Leded by Potential Fiscal Deficit.....	100
4.4 Brief Summary.....	101
5 Costs and Benefits:	
Economic Impacts of NER Stabilization.....	104
5.1 Exchange Rate Fluctuation under Nominal Stabilization.....	104
5.1.1 Fluctuation of Real Exchange Rate.....	104
5.1.2 Fluctuation of Effective Exchange Rate.....	106
5.2 Impacts of REER Fluctuation on Foreign Economic Activities.....	109
5.2.1 Impacts of REER Fluctuation on Foreign Trade.....	110
5.2.2 Impacts of REER Fluctuation on FDI.....	115
5.3 Independent of Monetary Policy under NER Super-Stabilization.....	117
5.3.1 Impossible Trinity in Mundell-Fleming Model.....	117
5.3.2 Impacts of NER Stabilization on Independent of Monetary Policy.....	121
5.4 Impacts of REER Fluctuation on Economy Growth and Efficiency.....	125

5.4.1 Impacts of REER Fluctuation on Economy Growth.....	125
5.4.2 Assessment of Foreign Investment Function under NER Super-Stabilization.....	127
5.4.3 Efficiency Losses and Risks Lead by Forex Reserve Increase.....	130
5.5 Brief Summary.....	134
6 Ameliorating Managed Floating:	
the Way of Reform on Exchange Rate Regime.....	137
6.1 Conditions for Maintaining Pegged US Dollar.....	137
6.1.1 Best Dynamic Transition Hypothesis on Exchange Rate Regime.....	137
6.1.2 Conditions for Maintaining Pegged US Dollar.....	138
6.2 Costs and Benefits Comparison in the Variation	
of Internal and External Environment.....	143
6.2.1 Analysis of Pegged US Dollar in Time Scope.....	143
6.2.2 Analysis of Pegged US Dollar in Space Scope	143
6.2.3 Cost-Benefit Analysis in the Environment Variation.....	149
6.3 Necessity, Feasiblenss and the Way of Ameliorating Managed Floating.....	152
6.3.1 Necessity of Ameliorating Managed Floating.....	152
6.3.2 Feasiblenss of Ameliotating Managed Floating.....	159
6.3.3 The Way of Ameliorating Managed Floating.....	161
6.4 Brief Summary.....	171
Bibliography.....	173
Appendix.....	178
Postscript.....	184

厦门大学博硕士学位论文摘要库

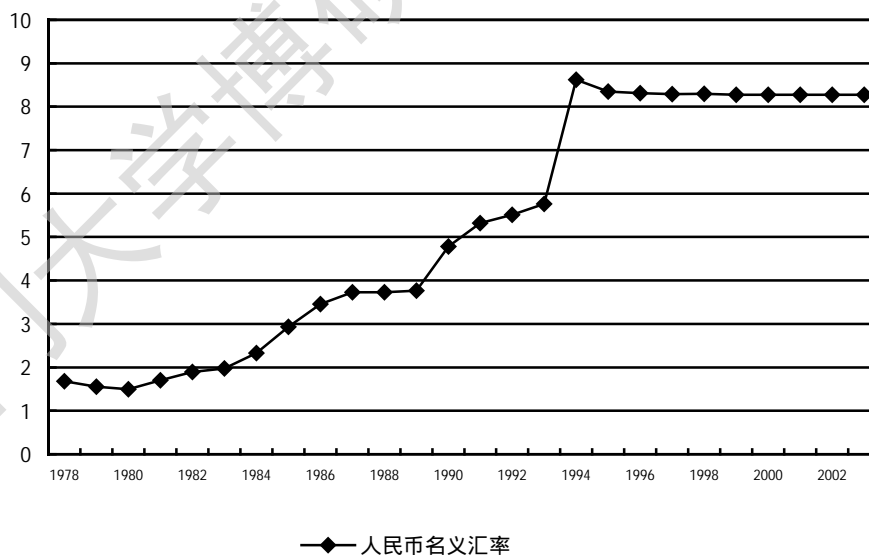
1 导论

1.1 关于选题

1.1.1 选题的由来

该选题的由来可从图 1-1 说起。这是一个 1978 年以来人民币兑美元的名义汇率走势图，从图中可以看出：1978 年到 1994 年，人民币总体上呈现持续贬值状态；1994 年后，其走势发生了根本性变化，由于并轨中一次性贬值过大，1994 年到 1995 年初有所升值；1995 年 5 月以后，进入了超稳定时期，虽然曾遭受两次大的冲击波，它却岿然不动，走出了一条几乎是平行于时间轴的直线，使我国的汇率制度由名义上的管理浮动演变为实际上的钉住美元（de facto peg to US dollar mechanism）。

图 1-1 人民币名义汇率走势图



资料来源：IMF: International Financial Statistics Yearbook 2002; February 2004.

第一次冲击波发生于 1997-1998 年,即亚洲金融危机发生后的一段时间。当时,作为我国近邻和主要贸易伙伴的东南亚各国、韩国及日本的货币发生大幅贬值,从而使人民币相对这些货币大幅升值,对我国的出口造成了不利影响,人们由此预期人民币将发生贬值,于是,资本流入减缓而外逃增加,人民币承受着来自市场面的巨大的贬值压力,同时,国内各界也有不少人呼吁人民币贬值。但是,我国政府考虑到人民币贬值可能导致东亚其他国家的货币再次贬值,竞争性贬值的结果将会使亚洲经济陷入更深的危机,我国、以至世界经济也无法幸免于难,于是,以一个负责任大国的姿态和气魄,郑重声明坚持人民币不贬值。事实证明,这种决策是正确的:人民币汇率稳定对东亚各国迅速走出危机阴影、恢复金融秩序和经济增长、从而也对国际货币体系和世界经济的稳定发挥了重要作用;中国由此赢得了世界人民、特别是东亚各国人民的尊敬,人民币的国际声誉迅速提高;我国经济并未因此遭受多大冲击,出口和资本流入很快又恢复了高速增长。

第二次冲击波发生于 2003 年。这次冲击的性质与上一次截然相反,人民币遭受到明显的升值压力,这种压力主要不是来自市场和经济面,而是来自国际政治面。这次冲击波发源于经济陷入萧条困境十多年的日本。早在 2002 年,日本国内就出现了人民币应当升值的论调,2003 年 2 月,日本在西方七国财长和中央银行行长会议上正式提出要求人民币升值的议案。随后,日本联合美国,以各种方式向中国施压,其中包括进行舆论鼓噪,“人民币低估”、“中国政府操纵汇率”、“中国输出通货紧缩”等论调此起彼伏。与此同时,欧洲中央银行、国际货币基金组织也相继提出了中国应实行更具灵活性的汇率制度的主张。面对来自国外各方的压力,我国政府多次申明我们的立场和观点:中国政府没有操纵人民币汇率,人民币汇率水平与中国的国内外经济现状是相符合的,不存在低估,不应该升值。就目前的状况来看,人民币汇率似乎再次顶住了冲击,鼓噪过后,趋于平静。

人民币汇率面对不同性质的冲击都能保持稳定,就目前的状况看,这种

稳定态势仍将持续，这就给理论界提出了许多值得研究的问题。自从 20 世纪 70 年代世界性的固定汇率制度解体以来，还很少有实行浮动汇率制度的国家能在这么长的时间内保持这么高的汇率稳定度。即使实行固定汇率制的国家，其汇率在经历了一段时期的稳定后，也往往以货币危机而终结。而名义上实行管理浮动的我国，人民币名义汇率却能保持十多年的绝对稳定，这似乎已经成为需要在理论上解开的一个“谜”。人民币名义汇率何以能保持长期稳定？其基础是什么？人民币低估的论调有没有依据？这种绝对的稳定最终是否会带来货币危机？这种稳定对我国社会经济运行产生了什么积极和消极效应？人民币汇率未来的走势以至我国未来的汇率制度安排应该是什么样的？这些都是需要我们撇开情绪因素，以冷静、科学的态度在理论上做出回答的问题，本研究就围绕这些问题展开论述。

1.1.2 研究的意义

从理论角度看，通过对人民币兑美元的名义汇率长期保持稳定这一现象的研究，有利于深化对汇率选择理论的认识，充实发展中国家的汇率选择理论；通过对人民币均衡汇率的研究，可以在一定程度上拓展均衡汇率模型构建的思路；通过对汇率形成和汇率作用的深刻分析，有利于澄清在汇率问题上的一些模糊认识。

从现实角度看，通过对人民币名义汇率稳定的制度原因、经济原因和客观效应的分析，能够为回击来自国外的要求人民币升值的种种论调提供坚实的理论依据；有利于弄清人民币汇率形成机制的优点与缺陷，把握人民币实际有效汇率的运行轨迹和现实汇率的偏离状况；能够为人民币汇率制度长远改革规划和短期汇率政策的制定提供一定的决策参考。

1.1.3 超稳定涵义的说明

首先要说明的是，在本研究中，“超稳定”是用于描述近 10 年来人民币

名义汇率走势状况的一个名词，不是一个严格的理论概念。如果没有特别指明，本研究中的人民币名义汇率是指人民币兑美元的名义汇率，由于当今世界上各国货币的汇率都是以美元为基准标出的，人民币兑其他货币的汇率是通过兑美元汇率套算出来的，所以，人民币兑美元的汇率就可以大体上概括表达人民币名义汇率。

“超稳定”有两个方面的涵义：一是指超出一般水平的稳定，二是指超出正常情况的稳定。在长达 10 年的时间内，无论就短期还是长期来看，人民币名义汇率的波动幅度都非常之小，其稳定程度超出了绝大多数国家，属于高度稳定的。相对于我国名义上实行的管理浮动汇率制来说，人民币名义汇率的稳定程度超出了正常情况，因为，在管理浮动制下，汇率具有一定的波动才是正常的，而人民币汇率不仅比实行自由浮动、管理浮动国家的汇率稳定，而且也比实行钉住制国家的汇率稳定，属于高度钉住型的。

上述两方面的涵义可以通过 1995 ~ 2001 年人民币汇率与各国货币兑美元汇率的波动幅度清晰地看出。如表 1-1 所示，表中各国实行的汇率制度按照 IMF 国际金融统计 1999 年和 2002 年的分类，英国和日本为自由浮动汇率制，巴基斯坦和新加坡为管理浮动汇率制，瑞典和伊朗为传统的固定钉住汇率制。从表中可以看出，与实行不同汇率制的各国相比，人民币汇率的波动无论从短期还是长期来看都是最小的。1995 年以来，人民币兑美元汇率一直维持在 8.27 ~ 8.33 的狭窄幅度内，1998 年后波动幅度更是缩小到不足 0.1%，以年均汇率为基准的话，年末汇率的偏离度 1994 年为 2%，1995 ~ 1997 年缩小到 1%，1998 年后进一步缩小到 0.01%。以至于 IMF 在 1999 年实行新的汇率制度分类方法时把中国的汇率制度界定为固定钉住制。

通过上面的比较可以对人民币名义汇率做出量上的大体界定。这里以世界上实行管理浮动国家的年均汇率波幅和在实行这种汇率制度期间货币累积升贬值幅度为标准，将汇率波动低于标准 50% 界定为超稳定，那么，1995 年以来，人民币名义汇率一直处于超稳定状态。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库