

经济新常态下人民币 汇率动态调整的策略研究

万解秋 欧阳易

内容提要 在经济新常态下,影响人民币汇率动态稳定的因素更加复杂,这加大了人民币汇率动态管理的难度。本文在现有研究的基础上,构建一个一般均衡模型,并通过贝叶斯方法进行参数估计,进而运用模型参数进行了脉冲响应分析,来模拟动态调整的过程。研究结果显示,技术进步、外部市场需求变动、财政货币政策调整和预期等因素都会影响人民币汇率的动态稳定。因此,目前宏观调控过程中要注重经济内外均衡协调,避免汇率的长期持续失衡,并加强汇率的预期管理。

关键词 经济新常态 人民币汇率 动态管理 一般均衡分析

万解秋,苏州大学东吴商学院教授 215006

欧阳易,苏州大学东吴商学院金融学博士研究生 215006

一、引言

改革开放以来,特别是近十年来,随着人民币汇率形成体系市场化程度的不断提高,影响汇率的因素越来越复杂,人民币汇率的波动越来越频繁。从具体影响因素来看,商品市场、货币市场、宏观经济政策、预期等因素都会改变汇率水平。2005年7月汇率改革以来,人民币汇率先是经历了3年的升值,2008年至2010年间基本维持稳定,从2010年我国重启汇率改革以来,人民币又单边升值。但是,从2014年初开始,人民币汇率又有所回调,逐步稳定在1美元兑换6.2元人民币左右。随着我国经济进入新常态,经济增长速度有所下降,经济结构优化开始加速,人民币汇率必然受到更加复杂的影响。另一方面,汇率是开放经济中重要的经济变量,汇率的变动对经济系统的稳定具有十分重要的影响。本币的升值会减少本国出口、增加进口,引起国际收支恶化。对进出口贸易依赖程度不同的行业还会受到不同的影响,从而引起经济结构的调整。如果汇率调整改变了公众对于汇率的预期,宏观经济受到的影响就会更加复杂。因此,在经济新常态下,人民币汇率和宏观经济的相互影响最终将改变人民币汇率的动态演变路径,人民币汇率的调整会更加复杂。

在我国经济新常态背景下,对人民币汇率动态管理的要求也发生了变化。需要加强研究人民币

汇率动态管理问题,以维持人民币汇率的均衡,促进我国对外经济交往,加快我国经济发展速度,同时又有助于分析汇率调整背景下改善我国宏观经济政策操作效果的对策。经济新常态下人民币汇率动态管理问题必然离不开结构调整背景下汇率决定问题,既要考察我国经济复杂的结构性特征,又要分析汇率与经济系统中其他指标之间相互作用的动态关系,具有一定的理论意义。

本文将在现有研究的基础上,构建包含我国经济结构性特征的一般均衡模型,分析汇率调整的动态特征,并运用实证分析方法研究经济系统中主要因素对人民币汇率的影响,在此基础上提出相应的政策建议。

二、文献综述

汇率方面的研究吸引了众多学者的注意力,这一方面的研究成果也非常之多。从汇率决定方面来看,西方学者的研究成果包括早期的购买力平价理论、利率平价理论、资产组合理论,以及1990年代以后发展起来的新开放宏观经济学理论等。

从国外学者的研究来看,与本文较为接近的研究主要包括汇率的动态决定理论。Alquist and Chinn(2008)对比了粘性价格货币模型、非抛补的利率平价理论和Gourinchas-Rey(2007)模型对双边汇率的预测能力。他们发现尽管Gourinchas-Rey(2007)模型不能对双边汇率作出准确的预测,该模型在短期内的预测力还是更好。但是,在所有模型中,随机游走模型最好。部分研究试图分析分割市场条件下的金融部门问题。Alvarez, Atkeson and Kehoe(2009)建立了一个两国模型,模型中两国参与金融市场交易的行为人的比重随交易成本而变化,模型中均衡汇率比消费的波动要大得多。Chowdhury, K.(2011)利用一个跨期一般均衡模型分析了澳大利亚元汇率的动态、结构断点以及决定因素。他们运用分布滞后自回归模型进行实证分析,发现在长期中,贸易条件、政府支出、净外国债务都能促使实际汇率升值,利率差、贸易开放度、平均工人的劳动生产率都会使澳大利亚元贬值。澳大利亚元汇率中存在断点,但并没有统计学上的显著性意义。另一方面,澳大利亚元汇率恢复均衡的速度较快。除贸易条件之外,其他影响因素和现有文献中都不相同。Evans and Fuertes(2011)也检验了美国国际收支状况对美元汇率影响。与Gourinchas and Rey(2007)的研究相比,他们在VAR模型中增加了趋势项,而不仅仅是波动项。此外,Gourinchas and Rey(2007)的研究中将净出口和净国外资产在均衡路径进行对数线性化,而Evans and Fuertes(2011)是在0附近进行对数线性化处理。

国内学者在人民币汇率形成方面也做了大量研究,越来越多的研究开始采用一般均衡分析方法。卜永祥、Rod Tyers(2001)和卜永祥、秦宛顺(2002)的研究较早运用了一般均衡方法,但是多数类似研究都采用了校准或者简约单方程方法(范言慧,2007;鄂永健、丁剑平,2007;黄先海、徐圣,2008);也有学者在一般均衡分析的基础上运用了VAR或VECM模型展开实证研究(李祺,2006;赵志君、陈增敬,2009)。杨治国、宋小宁(2009)则在一般均衡分析的基础上展开了人民币汇率决定的理论分析。现有关于一般均衡模型的汇率决定研究几乎没有针对一般均衡模型本身进行参数估计,因而研究结论有待商榷。

从现有研究来看,国外学者的研究假设大多与我国经济新常态背景相去甚远,而国内学者的研究大多没有考虑到多市场条件下的汇率动态问题。因此,本文将构建一般均衡模型展开动态分析。

三、汇率调整的理论模型

汇率反映了本外币的比价关系,但汇率的确定还受到整个经济系统的影响。当经济系统实现均衡时,汇率才能实现稳定。随着经济条件发生改变,均衡汇率也将发生动态调整。本文将在Nason和

Cogley(1994)、Schorfheide(2000)的多重冲击模型的基础上,加入汇率等因素,构建动态随机一般均衡(dynamic stochastic general equilibrium, DSGE)模型,分析经济新常态下人民币汇率的动态均衡路径。经济新常态下,我国经济结构加速调整,由此引起的技术冲击频繁发生。同时,国内外经济形势更加复杂,外部冲击、政府支出冲击和货币冲击交织发生。因此,本文模型中将考虑经济新常态下我国经济面临的实际情况,在经济系统视角下考察人民币汇率的动态特征。

1. 家庭部门

家庭部门是经济系统的重要组成部分,它们不仅是经济系统中的最终消费者,也是劳动力的供给者。因此,家庭部门的最优化行为不仅决定经济系统中的最优消费量,也将决定劳动供给量。家庭部门通过调整消费、劳动、货币持有量和存款总量最大化自己的效用。其目标函数可以表示为:

$$\max_{c_t, H_t, M_{t+1}, D_t} E \left\{ \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t [(1-\phi) \cdot \log(C_t) + \phi \cdot \log(1-H_t)] \right\} \quad (1)$$

$$\text{st } P_t \cdot C_t \leq M_t - D_t + W_t \cdot H_t \quad (2)$$

其中, C_t 、 H_t 、 D_t 和 M_{t+1} 分别表示第 t 期的消费、劳动、存款和第 $t+1$ 期的货币持有量。 ϕ 表示闲暇对消费的贡献率, β 为家庭的效用贴现率。(2) 式为家庭部门面临的预算约束。根据货币先行模型(cash-in-advance model), 家庭部门存在流动性约束, 用于购买消费品的资金来源于工资收入和货币存量的净增加部分。

家庭部门未来持有的货币量等于当期收入中未用于消费的部分加上存款的本利和, 即:

$$M_{t+1} = (M_t - D_t + W_t \cdot H_t - P_t \cdot C_t) + R_t \cdot D_t \quad (3)$$

其中, R_t 表示每一元存款的本利和。

2. 厂商部门

在宏观经济系统中, 厂商部门是劳动和资本品的需求者, 是产品的供给者。厂商的经营目标是在特定成本下实现产出最大化, 进而实现利润最大化。其目标函数为:

$$\max_{K_{t+1}, L_t} Y_t = K_t^\alpha \cdot (A_t \cdot N_t)^{1-\alpha} \quad (4)$$

其中, A_t 和 N_t 分别表示厂商在第 t 期的技术水平和所雇佣的劳动总量, α 表示资本对产出的贡献。技术水平的变动过程表示为: $\log(A_t) = \gamma + \log(A_{t-1}) + \varepsilon_{A,t}$ 。其中 γ 是漂移项, 反映了技术进步的平均速度。 $\varepsilon_{A,t}$ 反映了突发因素引起的技术进步, 包括经济新常态下产业政策和产业结构调整引起的技术进步。

假设, 厂商面临流动性约束, 不能以投资品支付工资, 厂商愿意支付的劳动力成本不超过银行贷款总量(Nason & Cogley, 1994), 本文将工资水平表示为:

$$W_t + \varepsilon_{w,t} \leq \frac{L_t}{N_t} \quad (5)$$

其中, $\varepsilon_{w,t} \sim N(0, \sigma_w)$, 反映了政策等因素引起的工资的外生变动。

厂商下一时刻的资本总量受本期的资本量、投资和折旧等因素影响, 资本增长由以下函数决定:

$$K_{t+1} = (1 - \sigma) \cdot K_t + I_t \quad (6)$$

其中, σ 和 I_t 分别表示资本折旧率和第 t 期的投资。

3. 开放部门

假定出口受长期趋势和突发性波动影响, 即:

$$GX_t = X_t + \varepsilon_{x,t} \quad (7)$$

其中, GX_t 表示出口总量, X_t 表示微观经济主体根据利润最大化原理决定的出口量, 而 $\varepsilon_{x,t}$ 表示出

口冲击, $\varepsilon_{x,t}$ 满足均值为0、方差为 σ_x 的分布。

当国际贸易市场均衡时,一单位的出口品所能增加的下一时期的效用等于为满足出口所损失的当前效用,即:

$$\frac{1}{C_t \cdot P_t} = \beta \cdot E\left[\frac{1}{X_t \cdot P_t \cdot der_{t+1} \cdot C_{t+1} \cdot P_{t+1}}\right] \quad (8)$$

其中, $der_{t+1} = \frac{e_{t+1}}{e_t}$, 反映了1单位本币兑换外币数量的变化程度,即间接标价法下本币汇率的变动倍数。根据汇率决定理论,可以把汇率变动比例表示如下:

$$der_t = ey \cdot (Y_{t+1} - Y_t) - ep \cdot (P_t - P_{t-1}) + \exp(\varepsilon_{e,t}) \quad (9)$$

其中, $\varepsilon_{e,t} \sim N(0, \sigma_e)$, 即汇率冲击,反映了汇率政策等引起的汇率突发性变动。

假定公众存在流动性约束,他们只能根据过去的收入决定进口量。因此,进口水平可以表示为:

$$IM_t = IM_0 + rm \cdot Y_{t-1} \quad (10)$$

其中 IM_0 为自主性进口, rm 为边际进口倾向。

4. 货币部门

本文根据 Schorfheide(2000) 的研究,将货币供应量增长状况表示为:

$$\log(m_{t+1}) = (1 - \rho) \cdot \log(m^*) + \rho \cdot \log(m_{t-1}) + \varepsilon_{m,t} \quad (11)$$

其中, $m_t = \frac{M_{t+1}}{M_t}$ 反映了货币供应量的增长倍数, m^* 是货币供应量的均衡增长速度, ρ 是货币供给相对于均衡增长速度的偏离程度。

5. 政府部门

政府净支出等于政府总支出与税收收入的差,政府根据上期经济情况决定财政支出的水平以维持经济稳定。因此,政府支出可以表示如下:

$$G_t = -rg \cdot (Y_t - Y_{t-1}) + \varepsilon_{G,t} \quad (12)$$

其中, rg 是政府净支出对经济波动的反应程度, $\varepsilon_{G,t}$ 是反映财政政策的政府净支出冲击,且 $\varepsilon_{G,t} \sim N(0, \sigma_G)$ 。

6. 市场均衡条件

当商品市场供给等于需求时,商品市场实现均衡,均衡条件可以表示为:

$$C_t + I_t + G_t + GX_t - IM_t = Y_t \quad (13)$$

由家庭部门的目标函数和跨期约束条件,可以得到家庭部门的跨期效用最大化的欧拉条件:

$$E_t\left[\frac{P_t}{C_{t+1} \cdot P_{t+1}}\right] = \beta \cdot P_{t+1} \cdot \frac{\alpha \cdot K_{t+1}^{\alpha-1} \cdot (A_{t+1} \cdot N_{t+1})^{1-\alpha} + (1-\sigma)}{C_{t+2} \cdot P_{t+2}} \quad (14)$$

(14)式说明,当实现最优化时,家庭部门在第 $t+1$ 期消费与将这笔钱用于第 $t+2$ 期消费所得到的效用应当是相等的。

同理,由家庭部门的最优化条件可以得到劳动市场的均衡条件:

$$\frac{\phi}{1-\phi} \cdot \frac{C_t \cdot P_t}{1 - N_t} = W_t \quad (15)$$

根据厂商的最优化条件,可以得到要素市场均衡条件:

$$R_t = P_t \cdot (1 - \alpha) \cdot K_t^\alpha \cdot A_t^{1-\alpha} \cdot N_t^{-\alpha} / W_t \quad (16)$$

由家庭部门的目标函数和约束条件,以及厂商行为,可以得到信贷市场均衡条件:

$$\frac{1}{C_t \cdot P_t} = \beta \cdot E\left[\frac{R_t}{C_{t+1} \cdot P_{t+1}}\right] \quad (17)$$

当信贷供给等于信贷需求时,信贷市场出清,其条件为:

$$M_{t+1} - M_t + D_t = L_t \quad (18)$$

其中 L_t 表示第 t 期金融机构发放的贷款。上式表明,第 t 期金融机构用于发放贷款的资金来源于中央银行增加的货币供应量 ($M_{t+1} - M_t$) 和家庭部门的存款 D_t 。

在货币市场均衡的情况下,货币需求等于货币供给。如果公众的货币需求用于消费,则:

$$P_t \cdot C_t = M_t + NW_t \quad (19)$$

其中, NW_t 是第 t 期中央银行新增货币量,且 $NW_t = M_{t+1} - M_t$ 。家庭部门在第 t 期消费所花费的资金总量,应当等于家庭部门已经持有的现金量加上中央银行新增货币量。

(1)-(19)式所决定的均衡条件反映了在各个部门最优化决策下,宏观经济系统实现动态均衡时各个市场所满足的条件,这些条件决定了汇率的动态均衡情况。

四、汇率调整的实证分析

1. 方法与数据

本文采用 Matlab 软件,运用贝叶斯方法估计 DSGE 模型的参数^[1]。在贝叶斯估计方法中,需要设定参数的先验值,我们根据 Negro 和 Schorfheide (2008) 的方法,针对参数的不同性质设定参数的先验值。由于冲击的方差都大于 0,我们将冲击方差估计值的先验标准差设定为逆 Gamma 冲击。在贝叶斯方法中,随着样本容量的增加,估计结果最终收敛于实际值 (Fernandez-Villaverde, J. & Rubio-Ramirez, J. F., 2004),先验值不影响模型估计结果的可靠性。本文在 DSGE 模型估计过程中,采用 Metropolis-Hastings 方法进行 10000 次模拟,在每次模拟过程中均选用不同的初始值。如果模拟过程有效,那么最优化求解方法就得以继续,而且每次模拟所得到的结果也非常接近。

在 DSGE 模型估计中,所输入数据的数量不能多于冲击的数量,否则以上经济系统将无法识别。本文选用了我国 1996 年 1 月至 2015 年 4 月的人民币实际有效汇率、我国广义货币供应量 (M_2) 等月度指标作为输入数据。我们根据 Schorfheide (2000) 的方法,将所有指标转换为当月与上月的比率,以消除宏观经济指标存在的非平稳性问题。其中,人民币实际有效汇率数据来自国际清算银行网站,广义货币供给来自中国人民银行网站。

2. 实证分析结果说明

(1) 模型估计

在 DSGE 模型的估计中,一般根据系数估计值的方差-协方差矩阵的特征值计算多元诊断方法,反映模型拟合的总体拟合优度。图 1 显示了 DSGE 模型估计的多元诊断结果,共汇报了模型参数的均值

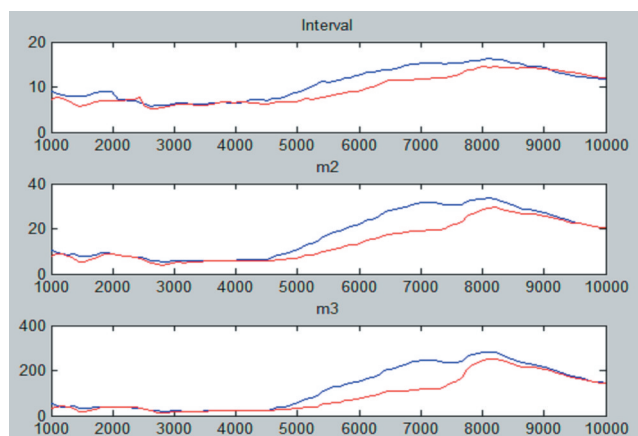


图 1 贝叶斯估计的多元诊断结果

[1]对 DSGE 模型的实证研究主要有校准(calibration)方法和估计(estimation)方法。与校准方法相比,估计方法具有优势(Ruge-Murcia, 2003)。目前,大多数学者运用贝叶斯方法估计 DSGE 模型。DSGE 模型的贝叶斯估计方法介于校准(calibration)和最大似然法(ML)之间,利用实现设定的分布和通过实际数据估计的似然函数计算事后密度函数,以事先设定值作为似然函数的权数,从而将校准方法和最大似然法有机地结合起来。因此,这种方法无须获得所有变量的历史数据,对于某些指标无法获得的情况具有无可比拟的优势。

(interval)、方差(m2)和三阶矩(m3)的诊断结果。由图1可见,当模拟次数较大时,各图中的两条线高度接近,说明估计结果有效。

表1 模型参数估计结果

表1显示了参数的先验值以及贝叶斯方法估计得到的结果。由表1可见,α的估计结果为0.3871,说明资本对产出的贡献为0.3871,接近现有文献(李浩、胡永刚、马知遥,2007)的估计值。在实际生产过程中,资本利用效率并不高。资本利用效率越低,α值也就越低,国内学者的研究也证明了这一点(吴利学,2009)。β为0.9924,说明未来消费带来的效用相当于当前消费的效用的99.24%,我国居民消费行为具有一定的时间偏好性,但是他们对未来消费也较为看重。γ为0.0026,说明我国技术进步的平均速度为0.26%。的估计值为0.5432,说明闲暇对我国居民φ的效用的影响并不大。

	prior mean	post. mean	conf. interval	prior	pstdev
α	0.350	0.3871	[0.3505,0.4290]	beta	0.0200
β	0.993	0.9924	[0.9900,0.9961]	beta	0.0020
γ	0.005	0.0026	[0.0005,0.0058]	norm	0.0020
mst	1.000	1.0126	[1.0111,1.0140]	norm	0.0070
ρ	0.129	0.0037	[0.0000,0.0110]	beta	0.2230
φ	0.650	0.5432	[0.4743,0.6130]	beta	0.0500
δ	0.050	0.0437	[0.0391,0.0471]	beta	0.0050
rr	0.100	0.1165	[0.0294,0.2118]	norm	0.0500
rg	0.200	0.1650	[0.1003,0.2334]	norm	0.1000
rm	0.100	0.0813	[-0.0552,0.1828]	norm	0.0500
im0	0.010	0.0068	[0.0019,0.0102]	norm	0.0050
gm	0.100	0.1023	[0.0960,0.1077]	beta	0.0050
fm	0.005	0.0041	[0.0019,0.0058]	beta	0.0020
ep	0.200	0.0936	[0.0530,0.1455]	norm	0.0500
ey	0.300	0.2668	[0.1897,0.3407]	norm	0.0500

由物价和工业增加值的系数可以判断它们对汇率的直接影响。物价变动对人民币实际有效汇率的影响系数(ep)为0.0936,预期经济增长对汇率的影响系数(ey)为0.2668,说明我国物价上升会引起人民币的贬值,而预期经济增长则会促进人民币升值。相比之下,预期经济增长对人民币汇率的拉升作用强于物价上升造成的贬值。

表2 模型中各冲击值的估计结果

表2显示了冲击标准差的估计值。由表2可见,出口冲击、政府支出和劳动力成本冲击的标准差较高,说明我国出口、政府支出以及劳动力成本的波动具有相对较高的不确定性,而技术进步、货币供给以及人民币汇率的波动性相对较小。

	prior mean	post. mean	conf. interval	prior	pstdev
ε _a	0.035	0.0283	[0.0206,0.0369]	invg	Inf
ε _M	0.009	0.0085	[0.0073,0.0099]	invg	Inf
ε _w	0.100	0.0566	[0.0313,0.0842]	invg	Inf
ε _F	0.150	0.0787	[0.0311,0.1283]	invg	Inf
ε _R	0.050	0.0138	[0.0131,0.0146]	invg	Inf
ε _C	0.200	0.0839	[0.0690,0.1032]	invg	Inf

(2)脉冲响应分析

我们再利用参数估计结果进行脉冲响应分析,考察主要经济冲击对人民币汇率的影响。考虑到在经济新常态下,经济结构调整所带来的技术变动会影响人民币汇率,同时国际经济形势也频繁变动,我们主要考察包括技术冲击和外部需求冲击的实际因素、包括政府支出冲击和货币供给冲击的政策冲击以及预期冲击对人民币汇率的影响。

图2显示了技术冲击和外部需求冲击对人民币汇率的影响。由图2可见,技术冲击和外部冲击对

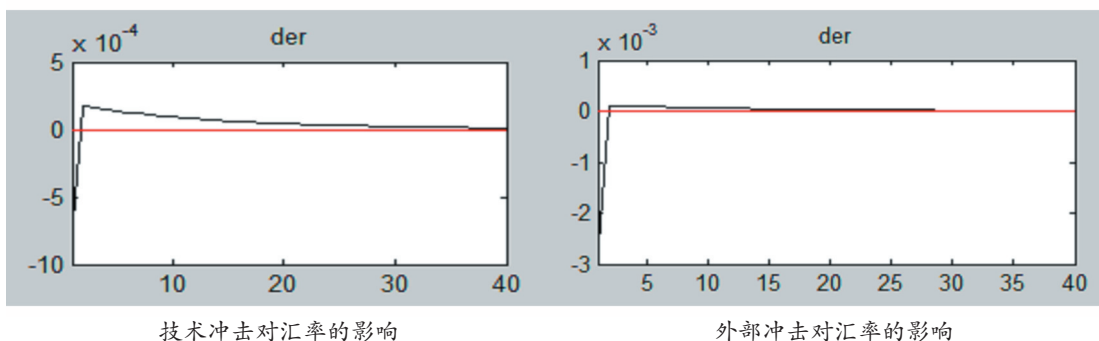


图2 实际因素对人民币汇率的冲击

人民币汇率在不同时期会产生不同的影响。在冲击发生期初,人民币会出现贬值的压力,但1-2个月,人民币汇率开始升值,然后趋向均衡。相比之下,技术冲击对人民币汇率的影响更为持久,1个标准差的技术冲击发生后40个月,人民币实际有效汇率才会重新恢复均衡,而外部冲击发生后30个月汇率就会恢复均衡。由此可见,技术冲击和外部冲击对人民币实际有效汇率的影响存在反转,在冲击发生之初,产出增加,收入提高,导致公众对进口品的需求上升,从而引起人民币小幅贬值。随着技术进步和外部需求进一步上升引起经济持续增长,形成经济增长的预期,出口竞争力也将上升,从而引起人民币实际有效汇率升值。

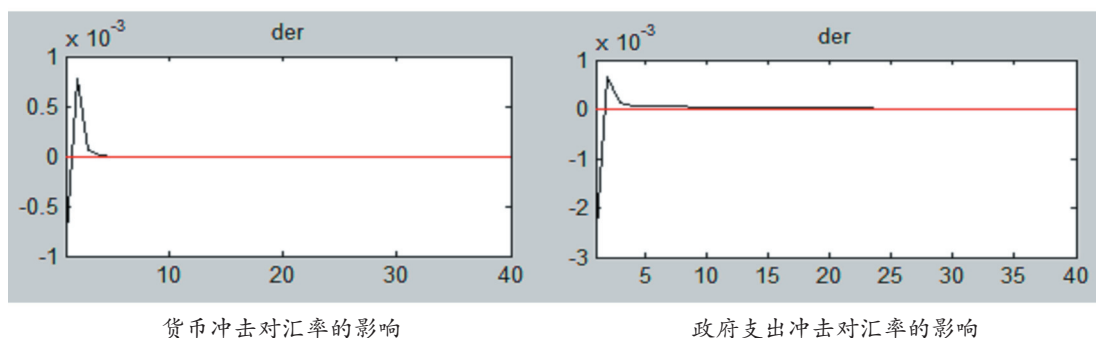


图3 政策因素对人民币汇率的冲击

图3显示了政府支出冲击和货币政策冲击对人民币汇率的影响。由图3可见,这两种政策冲击对人民币汇率的影响非常接近。扩张性货币政策对人民币汇率影响过程中存在明显的超调现象。在货币冲击发生后,随着货币供给的增加,人民币首先贬值,但随后开始出现反向调整,调整幅度超过均衡水平,最终在货币政策实施后4个月左右恢复均衡。我国扩张性财政政策对汇率的影响与扩张性货币政策一致,其原因是我国财政扩张时大多也伴随着信贷扩张,从而引起正向的货币冲击。显然,当出现因货币政策或其他原因引起的正向货币冲击时,由于商品市场和货币市场调整速度不同,人民币汇率存在超调现象。

图4显示了汇率预期对人民币实际有效汇率的影响。由图4可见,当外汇市场出现1个标准差的预期冲击时,人民币实际有效汇率将出现相当于其标准差0.015倍的升值,并在2个月后恢复均衡。图4表明,如果外汇市场上预期不稳定,那么人民币实际有效汇率也会出现杂乱无章的变化,不利于人民币汇率的基本稳定。随着人民币汇率形成机制市场化程度日益提高,市场预期带来的汇率冲击的影响不容忽视。

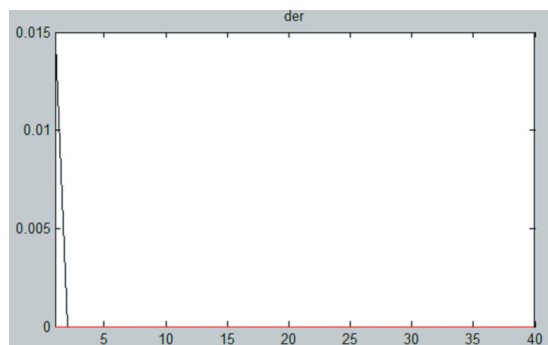


图4 预期因素对人民币汇率的影响

本文的实证分析表明,在经济新常态下,经济结构调整会产生技术冲击,而国内外经济政策和环境的变化又会产生货币冲击、财政支出冲击、外部冲击和预期冲击,这些因素都会影响人民币汇率。在当前我国经济处于“三期叠加”期间,各类冲击交织发生,使人民币汇率的动态调整过程变得更加复杂。

五、结论与对策

随着我国经济进入新常态,我国经济结构调整速度加快,影响我国经济的因素更加复杂,维持我

国经济基本稳定的压力更大,实现人民币汇率动态稳定的重要性更加凸现。本文在现有研究的基础上,构建了一个包含多部门的一般均衡模型,并运用贝叶斯方法估计了模型参数,进而利用模型参数就人民币汇率对不同因素的反应进行了脉冲响应分析。研究结果表明,技术、国际市场需求、财政货币政策和预期等因素都会使人民币实际有效汇率在短期内偏离均衡水平。

在经济新常态下,要维持人民币汇率动态稳定,就必须从以上几方面入手,做到:

首先,新常态下我国货币政策调控需兼顾内外均衡,实现汇率的动态稳定。在我国,当市场经济在反映生产力的实体经济和反映金融力的金融经济双轮驱动下,货币调控除了需要把调整汇率失衡作为一个重要的目标,更需要在金融稳定约束下实现货币政策的相机抉择:一是在币值对内稳定和对外稳定中相机抉择;二是在支持金融经济发展与防止其过度泡沫化之间进行权衡。由于传统的货币政策工具并非最合适的资产价格上涨管理工具,所以当前的紧迫任务是最大程度地防范资产价格破裂带来的系统性风险。在整个体系中可将“限制金融杠杆”作为一个重要的政策要求,在政策指引下使得中国经济的内外均衡的趋向得以改善,进而消除人民币通胀预期和对外升值预期并存的这一对立现象,保持人民币对内币值稳定和对外币值稳定,不断促进中国经济稳步回升。根据汇率与利率调控内外均衡的经济杠杆特性,应重视汇率调控与利率调控的相互协调。

其次,协调内外经济发展,促进均衡汇率形成,避免人民币汇率长期失衡。新常态经济发展条件下需要转变货币宏观调控观念,需要考虑内外经济的相互作用与发展的相互制约,这不仅是宏观经济自身发展阶段的规律,也是宏观经济政策调控的一种结果,在目前经济发展模式和结构发生实质性转变的过程中,内外经济的协调发展尤其重要,实际上其本身也已经成为政府宏观调控的关键性目标。在货币增长率和汇率等经济信号的韧性和可信度不断提升后,可减少政府对虚拟经济与实体经济的干预和引导,采用均衡汇率作为经济杠杆进行矫正与调控。在新常态经济条件下,可以将均衡汇率定位于合意区间。就均衡汇率的形成而言,一方面需要将其放置在市场经济环境中进行自我追寻,另一方面也需要虚拟经济与实体经济的协调发展助其“一臂之力”。

第三,强化通胀预期和汇率预期管理,保持人民币币值动态平稳。我国国际收支持续大额顺差成为人民币升值预期的直接原因,国际舆论压力成为人民币升值预期的催化剂。此外,我国外汇储备过高已经给我国经济的发展带来负面影响,因此有必要进行外汇储备的转型,在保留必要外汇储备规模的同时,面对全球不断增高的外汇储备规模、风险程度不断提高的资产形式、日趋复杂的金融工具、动荡不定的金融市场,需要在外汇储备的管理过程中积极探索建立完善的风险管理框架,克服外汇储备过高带来的不利影响,发挥其在维持宏观经济稳定和创造较高收益的最大效应。要稳定汇率预期,就要管理好通货膨胀预期。目前我国还没有建立专门的通胀预期管理体系,虽然中央银行很重视与公众的沟通,不断致力于完善货币政策的有效传导,但是受到客观条件的限制,往往还是达不到预期的效果。中央银行需要合理安排货币政策工具的有效组合,充分借鉴国外经验,构建我国通胀预期管理模式,灵活、有效地调控流动性。

参考文献

1. 卜永祥、Rod Tyers:《中国均衡实际有效汇率:一个总量一般均衡分析》,〔北京〕《经济研究》2001年第6期。
2. 卜永祥、秦宛顺:《关税、货币政策与中国实际均衡汇率》,〔北京〕《经济研究》2002年第5期。
3. 丁志杰、郭凯、闰瑞明:《非均衡条件下人民币汇率预期性质研究》,〔北京〕《金融研究》2009年第12期。
4. 鄂永健、丁剑平:《差别消费权重、生产率与实际汇率》,〔北京〕《世界经济》2007年第3期。
5. 范言慧:《不确定条件下的资产调整与汇率波动》,〔北京〕《金融研究》2007年第1期。
6. 黄先海、徐圣:《生产率、贸易条件与实际汇率变动》,〔北京〕《数量经济技术经济研究》2008年第6期。

7. 金中夏:《论中国世纪汇率管理改革》,〔北京〕《经济研究》1995年第3期。
8. 李浩、胡永刚、马知遥:《国际贸易与中国的实际经济周期》,〔北京〕《经济研究》2007年第5期。
9. 李祺:《人民币均衡汇率单方程模型实证分析》,〔北京〕《数量经济技术经济研究》2006年第2期。
10. 吴利学:《中国能源效率波动:理论解释、数值模拟及政策含义》,〔北京〕《经济研究》2009年第5期。
11. 杨治国、宋小宁:《随机开放经济条件下的均衡汇率》,〔北京〕《世界经济》2009年第9期。
12. 张斌:《人民币均衡汇率:简约一般均衡下的单方程模型研究》,〔北京〕《世界经济》2003年第11期。
13. 赵志君、陈增敬:《大国模型与人民币对美元汇率的评估》,〔北京〕《经济研究》2009年第3期。
14. Bernd Kempa, "An Oversimplified Inquiry into the Sources of Exchange Rate Variability,"
15. Alquist, Ron and Menzie Chinn, 2008, "Conventional and Unconventional Approaches to Exchange Rate Modeling and Assessment," *International Journal of Finance and Economics* 13, pp. 2-13.
16. Chowdhury, K., 2011: "Dynamics, Structural Breaks and the Determinants of the Real Exchange Rate of Australia," University of Wollongong Economics Working Paper Series 2011.
17. Alvarez, Fernando, Andrew Atkeson, and Patrick J. Kehoe, 2009, "Time-Varying Risk, Interest Rates, and Exchange Rates in General Equilibrium," *Review of Economic Studies* 76, 851 - 878.
18. Evans, Martin D. D. and Alberto Fuentès, 2011, "Understanding the Dynamics of the US External Position," mimeo (Washington, D.C.: Georgetown University, January).
19. Gourinchas, P.O., and H. Rey, 2007: "International Financial Adjustment." *Journal of Political Economy*, 115, 665-703.
20. Nason, J.M.&Cogley, T., 1994: "Testing the Implications of Long-run Neutrality from monetary Business Cycle Models," *Journal of Applied Econometrics*, 9, pp. S37-70.
21. Negro& Schorfheide, 2008: "Forming Priors for DSGE Models," *Journal of Monetary Economics*, 55, p. 1191-1208.
22. Ruge-Murcia, F., 2003: "Does the Barro-Gordon Model Explain the Behavior of US Inflation? A Reexamination of the Empirical Evidence." *Journal of Monetary Economics* 50 (6), 1375-1390.
23. Schorfheide, F., 2000: "Loss Function-based Evaluation of DSGE Models," *Journal of Applied Econometrics*, 15: 645-670.

[责任编辑:天 则]

The Dynamic Management of RMB Exchange Rate under the Economic New-Normal

Wan Jieqiu Ouyang Yi

Abstract: Under the "New-normal", the RMB exchange rate has been influenced by more complicated factors, which has also increased the difficulty of exchange rate management. Based on the extant literature, the present paper models the dynamics of RMB exchange rate against the general equilibrium background and estimates the model parameters in Bayesian method. The impulse response analysis has been done with the estimated parameters. The results indicate that the factors including technology, external demand, fiscal and monetary policy and expectation can all affect the dynamics of RMB exchange rate. Hence, it is necessary to maintain the internal and external equilibrium, avoiding the disequilibrium in the long term and reinforcing the expectancy management.

Keywords: economic "New-normal"; RMB exchange rate; dynamic management; general equilibrium