

汇率制度改革前后 人民币汇率传递效应研究

——以 2005年 7月汇率制度改革为界

吴志明 郭予锴*

摘要: 汇率传递效应不仅影响国内总需求与总供给的均衡,而且还会影响国内货币政策实施的有效性。本文以 2005年 7月为界,对汇改前后人民币汇率的传递效应进行实证分析,发现汇改前后人民币汇率变动的传递效应均较低,而且汇改后人民币汇率变动对工业品出厂价格指数的传递效应明显变小,而对消费者价格指数的传递效应略有增大。对工业品出厂价格指数传递效应明显变小的原因在于传递路径中成本机制的效应被弱化,对消费者价格指数传递效应略有增大的原因是传递路径中预期机制的效应明显。

关键词: 汇率制度改革 汇率传递效应 PPI CPI

一、引言

物价和汇率是开放经济体中两个重要的经济变量,同时也是两个关系极为密切的经济变量,在汇率理论不断发展的历史中,对物价与汇率两者关系的探讨也始终贯穿其中。传统的宏观经济理论认为,汇率的变动和物价的变动应该是同比例的,汇率变化会完全传递到国内价格水平上,即传递系数为 100%或 1。但实际上由于市场不完全、沉淀成本的存在以及商品价格的粘性等原因,价格水平并不会随着汇率变动而同比例变动,即汇率传递系数不等于 1,这一现象在国际经济学研究中称为汇率变动的“不完全传递效应”。

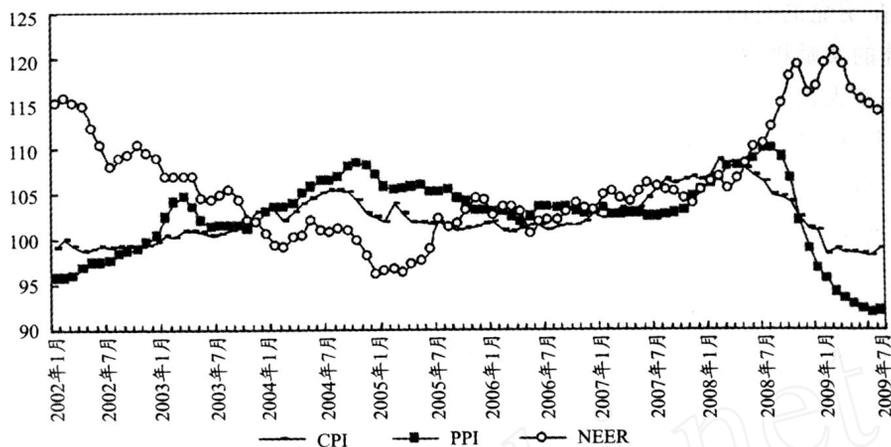
随着经济不断发展,世界各国的经济联系日益紧密,各国相互间的进出口贸易成为发挥比较优势促进本国经济发展的重要途径。而汇率作为进出口贸易的中介变量,其变动程度首先将直接影响进出口商品的价格,进而影响进出口商品的结构,其次进出口商品中的中间产品与原材料的价格变化会传递到国内物价总水平上,从而造成国内总需求与总供给的变化。从更加宏观的角度来看,一方面汇率的变动会影响一国商品的竞争力,并通过经常账户影响国际收支。另一方面,汇率-价格传递的程度将会影响到我国货币政策实施的有效性。因此,准确地估计汇率变动对我国价格水平的传递程度,有助于准确评估不同行业的国际竞争力、采取措施减轻人民币升值对出口企业带来的不利影响、采用正确的政策纠正外部失衡以及更好地制定货币政策。

改革开放以来,我国对汇率制度不断地进行改革,2005年 7月,中央银行把汇率制度调整为“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”,使我国的汇率制度更具有弹性,汇率的波动幅度增大。汇改前后,代表国内物价水平的消费者价格指数(以下简称 CPI)和工业品出厂价格指数(以下简称 PPI)以及人民币名义有效汇率(以下简称 NEER)三者的走势如图 1所示:

* 吴志明,湖南大学金融学院,邮政编码:410079,电子信箱:wuzhiming@yahoo.cn;郭予锴,湖南大学金融学院,邮政编码:410079。

本文为湖南大学青年基金项目“人民币升值对我国产业升级和产业转移的影响研究”(0716)的阶段性成果。作者感谢匿名审稿人的建设性意见,当然,文责自负。

人民币名义有效汇率的数据来源于国际货币基金组织的《国际金融统计》(International Financial Statistics)在线版,数字上升代表本币升值。



数据来源:中国经济景气月报和国际货币基金组织。

图 1 汇改前后 CPI PPI与 NEER的走势

可以看到,汇改前后 CPI指数与 PPI指数的走势比较相似,而汇改前 NEER与国内物价指数呈负相关关系,2005年7月汇改以后,NEER与国内物价水平的关系却比较模糊,甚至在2006-2008年之间有正向的关系,存在人民币升值与通货膨胀并存的局面,这是否意味着汇率改革以后汇率变化的价格负相关关系就不存在了呢?人民币汇率改革是否真的改变了我国的汇率传导效果呢?这一改变的程度如何?该问题对于全面把握我国汇率传递效应的动态变动趋势具有重要意义。本文的研究目的就是利用相关指标的历史数据,以2005年7月为分界点,从实证上考察2005年人民币汇率改革前后人民币汇率传递效应的变化,以便切实把握当前汇率变化对国内物价的影响。本文其余部分的结构安排如下:第二部分对国内外相关的主要文献进行回顾、梳理和总结;第三部分为理论分析;第四部分是实证研究;第五部分是结论与启示。

二、文献回顾

国外关于汇率变动对国内价格的传递效应的文献非常丰富,主要是从理论分析和实证检验进行研究的。理论分析方面,国外学者对汇率传递效应的研究由来已久,他们的研究主要是建立在对汇率传递效应的解释上。20世纪80年代,学者们主要在微观经济学的框架下进行分析。Krugman(1986)认为,当汇率发生波动时,出口厂商会自行调整出口产品的利润加成(markup),保持其出口价格的竞争力,从而使价格与汇率不同步变动。Dornbusch(1987)利用产业组织理论分析了几种不同模型中汇率变动的价格传递效应,并得出结论,汇率变动后的价格调整的程度取决于三个因素:贸易品市场是否分割、进口品和国内产品的替代程度以及市场组织形式。20世纪90年代以后,在新开放经济宏观经济学的框架下,Betts和Devereux(1996)建立了一般均衡汇率传递模型,得出汇率传递效应的高低与商品是否使用本币定价有关的结论。Taylor(2000)从通货膨胀环境的角度解释不完全汇率传递效应,他认为低通货膨胀会导致较低的汇率传递效应。实证研究方面, Kim(1998)通过一个误差修正模型预测汇率升值对美国的PPI有一个长期负的影响。Campa和Goldberg(2001)通过分析OECD国家进口价格数据,发现汇率传递效应和通货膨胀、汇率波动呈高度正相关关系。McCarthy(2000)考察了1976-1998年间的汇率对消费者物价水平的传递效应,发现大多数工业国家汇率的传递是不完全的。

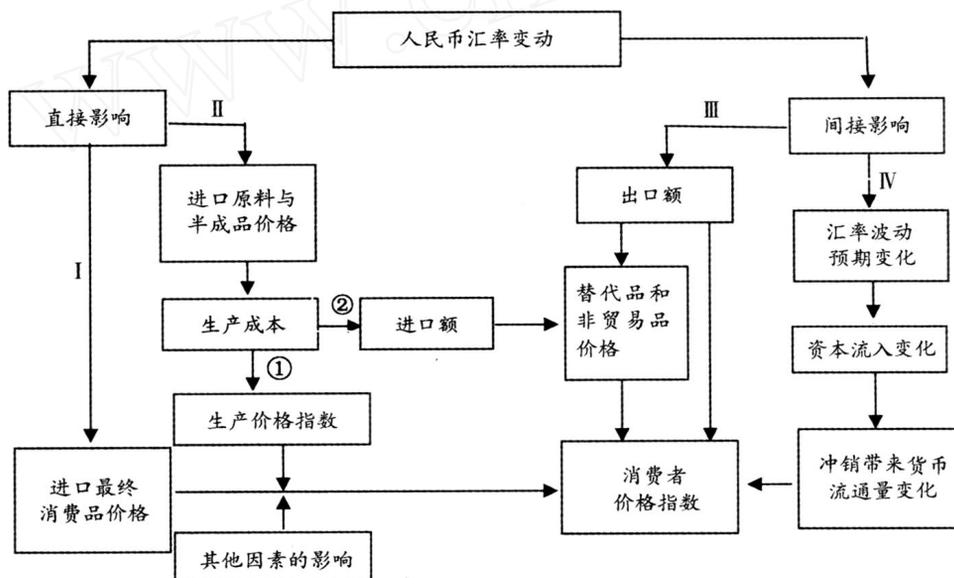
国内关于汇率的价格传递效应的研究主要是随着我国经济开放程度的提高以及人民币汇率制度的改革而不断深入的,主要是以实证研究的方式进行。卜永祥(2001)运用协整分析,结果表明人民币汇率变动显著地影响了零售物价指数和PPI,其中PPI对汇率变动的弹性要大于零售价格指数对汇率变动的弹性。陈六傅、刘厚俊(2007)通过实证检验,得出人民币有效汇率对我国进口价格和消费者价格的影响程度非常低,并且汇率的价格传递效应在不同的通货膨胀环境中存在显著差异。吕剑(2007)引入了国际石油价格作为外部冲击的代理变量进行实证分析,结果表明,在长期,人民币汇率变动显著地影响了国内物价水平;短期内,人民币汇率变动对物价指标有不同的传递效应。封北麟(2006)研究发现我国汇率的传递效应不显著,汇率变动对PPI及其分类指数的影响,明显大于对CPI及其分类指数的影响,不同行业的汇率传递效应存在显著差别。刘亚、李伟平和杨宇俊(2008)利用自回归分布滞后(ARDL)模型进行研究,结果显示,人民币汇率变

动对 CPI 的影响存在明显的时滞,长期和短期汇率传递效应都很低。

综上所述,国外的文献极少涉及人民币汇率的传递效应,但他们的方法对于我国汇率传递的研究具有借鉴意义;国内学者关于人民币汇率变动对国内价格水平的影响的观点基本一致,人民币汇率变动对于以不同指标表示的价格水平有不同的传递效应,具体地,汇率变动对于消费价格水平具有较低的传递效应,而对于工业价格指数与进口价格指数则有较强的传递效应。但国内学者对于传递效应的研究往往采取直接用长期的汇率与价格数据做分析的办法,缺乏对经济环境变化、经济政策变化的考虑。实际上,汇率的价格传递效应受到很多因素的影响,不同时期的传递效应不同,所以直接用长期数据进行分析得出的结论可能不准确,正是基于这方面的考虑,本文参考 McCarthy(2000)的模型,着重考察 2005 年汇改前后人民币汇率传递效应的变化,以期对我国的汇率传递效应作更加全面的把握。

三、理论分析

汇率变动对国内价格水平的传递效应主要通过直接渠道与间接渠道进行,其国内物价水平主要由 CPI 与 PPI 来代表,具体地,其传递路径如图 2 所示:



资料来源:作者根据相关理论自行绘制。

图 2 人民币汇率对国内物价水平的传递路径

(一) 直接影响

1. 传递路径 :直接机制 ——从进口消费品价格到 CPI

在这一环节中,汇率通过影响进口消费品的价格进而影响 CPI。汇率对进口消费品的影响是最直接的,在市场完全竞争条件下,汇率变化对进口消费品的影响将是完全的,也就是说汇率对进口消费品的传递效应达到 100%,但由于垄断竞争、厂商定价以及运输成本等因素的存在,使得汇率对进口消费品的传递不完全,汇率传递效应与一国进出口行业垄断程度、进出口贸易厂商定价的程度以及运输成本的大小成反比。汇率对进口消费品价格的影响虽然是最直接的,但是影响 CPI 的程度则要看进口消费品在居民总消费额中所占的比重,一国居民的消费品如果更加依赖于从国外进口,则汇率变动通过进口消费品价格影响 CPI 的效应越大。

2 传递路径 :成本机制 ——从进口半成品与原材料价格到 PPI CPI

汇率通过影响进口半成品与原材料的价格进而影响国内价格水平是直接影响的另一个渠道。传递路径中,汇率变动影响国内价格水平分别可以从直接渠道与间接渠道进行,这里主要分析直接渠道,间接渠道将在传导路径中分析。汇率变动对进口半成品与原材料的影响与对进口消费品的影响是相似的,所不同的就是进口半成品原材料并不是直接进入消费市场,而是通过本国厂商以及本地的跨国公司的加工后才进入市场,也就是说进口半成品与原材料的价格只是厂商生产的一部分成本,汇率变化对生产成本的影响程度由该进口半成品与原材料在总成本中的比例决定。产品成本中进口半成品与原材料所占比例越

大,汇率变动对产品的生产成本的影响越大。而汇率对生产成本的影响将进一步影响到生产价格指数,并最终与进口消费品及其他因素如通货膨胀情况、工资粘性等一起影响国内价格水平。

(二)间接影响

1. 传递路径 :替代机制与收入机制——从进出口额到 CPI

汇率变动通过影响进出口商品价格,改变消费商品结构,进而影响国内总需求与总供给的均衡,并最终影响 CPI。具体地,汇率变动对 CPI的影响体现在以下两个方面:(1)出口方面,首先是替代机制,以汇率升值为例,人民币升值将导致出口商品的外币价格上升,进而削弱出口商品的竞争力,带来出口减少的压力,造成部分商品由出口转内销(即对该部分出口商品的国外需求被国内需求替代),这部分转内销的商品将打破原来出口品与替代品以及非贸易品的供求平衡与价格水平,最终将影响 CPI。其次是收入机制,根据弹性理论,汇率升值将使一国净出口下降,从而导致本国总需求水平下降,总需求的减少将通过影响居民收入来改变商品的需求水平与价格水平,最终将影响 CPI。(2)进口方面的影响体现为路径 的分支,它主要通过替代机制形成,汇率的变动通过影响进口半成品与原材料的价格进而影响生产成本和产成品的价格,这将改变产成品、贸易替代品以及非贸易品的相对竞争力,从而改变贸易替代品与非贸易品的供求平衡和价格,最终影响到 CPI。

2 传递路径 :预期机制

这一路径主要通过改变货币供应量来影响国内价格水平。更富弹性的汇率将改变投资者与投机者对未来汇率走势的预期,进而改变国际资本进入本国市场的数量,而货币当局为防止汇率过度波动而进行的冲销额将随之变化,也将改变本国市场的货币供应量,由此最终影响到国内物价水平。

四、实证研究

本文采用 VAR回归模型中的脉冲响应函数,将汇改前后汇率对国内价格冲击的变动趋势进行分析,将汇改前后汇率对以不同指标表示的价格水平的传递效果做比较,并对汇改前后传递效应的差异的原因做出解释。

(一)变量选取与数据来源

本文采用 VAR模型进行分析,参考 McCarthy(2000)的模型:VAR(X, E, S, D),其中 X 表示价格, E 表示汇率, S 表示供给冲击, D 表示需求冲击,并在其基础上加入一个货币冲击的变量,所以我们选取的变量包括:价格、汇率、供给冲击、需求冲击以及货币供应量。选择 PPI、CPI作为国内生产和消费价格水平的代理指标,汇率采用 NEER,供给冲击采用国际原油价格 CO,需求冲击变量采用国内生产总值 GDP,货币冲击采用广义货币供给量 M2。

本文运用 Eview 5.0 计量软件,限于数据的可得性以及比较区间的对称性,我们选取 2002年 1月至 2009年 8月的月度数据,并以 2005年 7月为界把所有样本分成两个区间,以此来比较汇改前后汇率价格传递效应的差异。其中 CPI指数与 PPI指数利用月度同比与环比数据得到以 2002年为 100的定基数据;名义有效汇率采用国际货币基金组织公布的《国际金融统计》上的名义有效汇率,其采用的是间接标价法,也就是数值变大表示本币升值,变小表示本币贬值;国际原油价格采用国际能源署网站上公布的原油价格;由于没有国内生产总值的月度数据,本文选取工业增加值 VA I作为 GDP的代理变量。以上数据 CPI、PPI、M2、VA I来源于《中国经济景气月报》,NEER来源于国际货币基金组织《国际金融统计》在线版,CO来源于国际能源署。所有价格指数、工业增加值和货币供应量均用 X12做季节调整。所有数据均取自然对数。

(二)单位根检验与滞后期选择

由于 VAR模型要求数据的平稳性以确保系统的平稳性。本文选取 ADF单位根检验判断数据的平稳性。表 1的检验结果表明,所有变量均为一阶平稳。因此,本文最后的模型中含有的变量为 $DCPI$ 、 $DPPI$ 、 $DVAI$ 、 $DM2$ 、 $DNEER$ 和 DCO ,在选择了相应的变量以后,下面进一步考虑模型的滞后期结构。

滞后期的选择对模型的稳健性相当重要,不同的滞后期,得到的结果可能会有很大的不同。表 2和表 3给出了采用不同价格水平指标的 VAR模型中不同滞后期的 AIC和 SC统计量的值,根据 AIC与 SC信息规则确定最优滞后阶数。结果表明,两个 VAR模型取二阶滞后时的 AIC和 SC值最小,因此 VAR模型的最优滞后阶数均为 2。

表 1

各变量单位根检验

变量	ADF值	1%临界值	5%临界值	10%临界值	Prob
<i>CPI</i>	- 1. 603332	- 3. 512290	- 2. 897223	- 2. 585861	0. 4763
<i>DCPI</i>	- 7. 048008***	- 3. 512290	- 2. 897223	- 2. 585861	0. 0000
<i>PPI</i>	- 2. 217035	- 4. 075340	- 3. 466248	- 3. 159780	0. 4736
<i>DPPI</i>	- 4. 368526***	- 4. 075340	- 3. 466248	- 3. 159780	0. 0042
<i>VAI</i>	- 0. 491130	- 4. 090602	- 3. 473447	- 3. 163967	0. 9819
<i>DVAI</i>	- 12. 38372***	- 4. 090602	- 3. 473447	- 3. 163967	0. 0001
<i>M2</i>	- 0. 308562	- 3. 511262	- 2. 896779	- 2. 585626	0. 9182
<i>DM2</i>	- 8. 646255***	- 3. 513344	- 2. 897678	- 2. 586103	0. 0000
<i>NEER</i>	- 1. 761365	- 3. 512290	- 2. 897223	- 2. 585861	0. 3970
<i>DNEER</i>	- 6. 464876***	- 3. 512290	- 2. 897223	- 2. 585861	0. 0000
<i>CO</i>	- 1. 981745	- 3. 512290	- 2. 897223	- 2. 585861	0. 2943
<i>DCO</i>	- 5. 542741***	- 3. 512290	- 2. 897223	- 2. 585861	0. 0000

注: (1) Y表示原始数据, DY为一阶差分以后的数据。

(2) ***为 1%显著性水平。

表 2

汇改前 VAR模型滞后阶数的选择

滞后阶数	AC	SC	滞后阶数	AC	SC
(1, 1)	- 23. 30334	- 21. 73911	(1, 3)	- 23. 44247	- 21. 64506
(1, 2)	- 23. 79646	- 21. 82885	(1, 4)	- 22. 55011	- 20. 60045

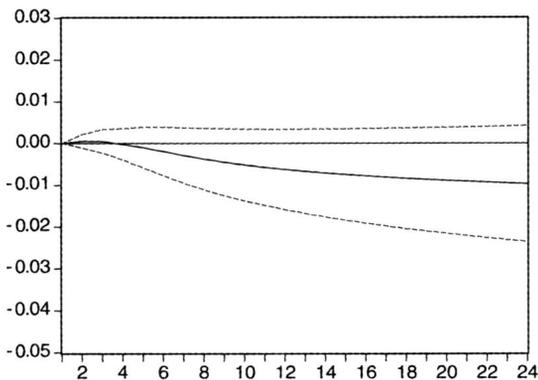
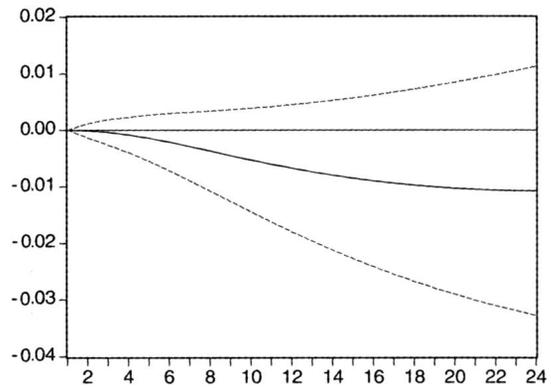
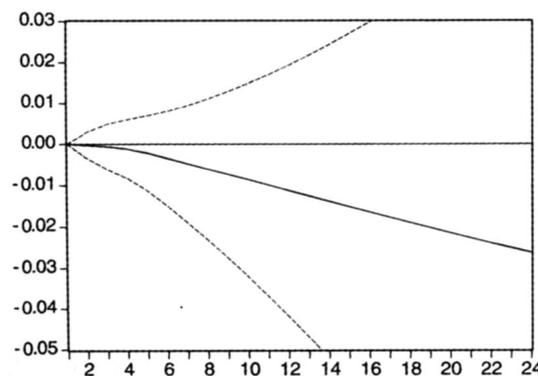
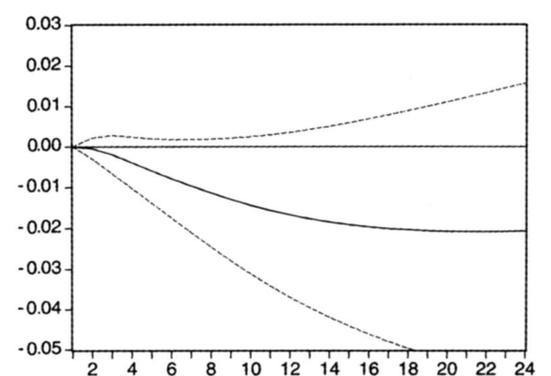
表 3

汇改后 VAR模型滞后阶数的选择

滞后阶数	AC	SC	滞后阶数	AC	SC
(1, 1)	- 23. 95354	- 21. 68792	(1, 3)	- 23. 17437	- 21. 55822
(1, 2)	- 24. 02235	- 22. 04702	(1, 4)	- 22. 94488	- 20. 90082

(三) 脉冲响应函数

构建相应的模型后,开始考察 *NEER* 对物价水平的影响,首先采用脉冲响应函数。脉冲响应函数是分析当一个误差项发生变化,或者说模型受到某种冲击时对系统的动态影响。下面,本文给出了 *CPI*和 *PPI*在汇改前后所受到的汇率变动的冲击。

图 3 汇改前 *CPI*对 *NEER*的累计脉冲响应图 4 汇改后 *CPI*对 *NEER*的累计脉冲响应图 5 汇改前 *PPI*对 *NEER*的累计脉冲响应图 6 汇改后 *PPI*对 *NEER*的累计脉冲响应

首先,可以看到,不管是汇改前还是汇改后, *PPI* 受到 *NEER* 冲击的影响明显比 *CPI* 受到 *NEER* 的冲击要大。从图 3 和图 4 中可以看到,汇改前后, *CPI* 受到 *NEER* 的冲击在前 3 期表现得并不明显,而从第 4 期开始,汇率变动对 *CPI* 的影响逐渐明显,这种影响一直持续到 14 期左右;而从图 5 和图 6 中可以看到, *PPI* 在前 3 期表现的冲击也是不明显,这一点 *CPI* 与 *PPI* 的表现有相似性,但从第 4 期开始, *PPI* 受到 *NEER* 冲击的力度比 *CPI* 要强,并一直持续到 24 期,从这一点看, *PPI* 受到 *NEER* 冲击的影响程度以及持续时间都要比 *CPI* 要强得多。其次,分别来看 *PPI* 和 *CPI* 汇改前后受到 *NEER* 的冲击:汇改前 *CPI* 受到 *NEER* 的冲击要比汇改后的冲击大,但不明显,而 *PPI* 则与 *CPI* 形成反差, *PPI* 汇改后受到 *NEER* 冲击的程度要比汇改前弱。先看 *CPI* 图 3 中,汇改前汇率对 *CPI* 的影响很不明显,这体现了汇率对 *CPI* 影响的滞后性,而从第 4 期开始汇率对 *CPI* 的冲击逐渐体现出来,并不断累积到 14 期,单位新息 (Innovation) 对 *CPI* 的冲击累计接近 1%;而图 4 中,汇改后汇率对 *CPI* 的冲击的速度、累积的强度以及持续的时间都变化不大。再来看 *PPI* 图 5 中汇改前汇率对 *PPI* 的冲击在前 3 期并不明显,显示出汇率对 *PPI* 影响的滞后性,而在第 3 期以后,汇率对 *PPI* 的冲击明显增大,且不断持续下去,一直到 24 期,汇率变动单位新息对 *PPI* 的累积冲击达到 3% 左右;但在图 6 中,汇改后汇率变化对 *PPI* 的冲击滞后的时间更长,从第 5 期才开始,而且冲击的速度、强度明显比汇改前要弱,持续 24 期后单位新息累积的脉冲响应达到 2.2%,明显比汇改前要弱。

(四) 汇率传递效应的系数估计

由于脉冲响应函数反映的是价格对一单位标准差的汇率冲击做出的反应,不能直接度量汇率传递效果,因此,接下来,本文基于累积的脉冲响应函数来计算汇率传递效果,具体计算方法是用汇率冲击发生 *T* 个月后价格的累加变动率除以 *T* 个月后汇率的累加变动率,用公式表示为:

$$PT_{t,t+T} = \frac{P_{t,t+T}}{E_{t,t+T}}$$

其中, $P_{t,t+j}$ 是汇率冲击发生 *j* 个月后的价格变动率, $E_{t,t+j}$ 是相应的汇率变动率。该指标能够直观地反映汇率传递效果随时间的变化趋势。

现将汇改前后基于累积脉冲响应函数计算的汇率对国内不同价格的传递效应汇总于表 4 和表 5:

表 4 汇改前汇率的价格传递系数

滞后期 指标	1个月	4个月	8个月	12个月	16个月	20个月	24个月
PPI	- 0.00387	- 0.0401	- 0.1076	- 0.1419	- 0.1608	- 0.1795	- 0.1879
CPI	- 0.00293	- 0.0258	- 0.04743	- 0.04797	- 0.05289	- 0.05306	- 0.05546

表 5 汇改后汇率的价格传递系数

滞后期 指标	1个月	4个月	8个月	12个月	16个月	20个月	24个月
PPI	- 0.00354	- 0.03635	- 0.08379	- 0.12889	- 0.15895	- 0.1643	- 0.16740
CPI	- 0.00337	- 0.02574	- 0.04588	- 0.04970	- 0.05734	- 0.06241	- 0.06879

由表 4 与表 5 可以看出,汇率变动对 *CPI* 与 *PPI* 有负的影响,且对 *PP* 的传递效应大于对 *CP* 的传递效应;汇改后的 *CP* 的传递效应要比汇改前的传递效应强,而汇改后的 *PP* 的传递效应要比汇改前的传递效应弱。汇率变动初期对 *CPI* 与 *PP* 的影响并不明显,汇改前后 *CP* 的初期传递效应分别为 0.293% 和 0.337%,变化不大,而初期 *PP* 的传递效应也不明显,为 0.387% 和 0.354%,变化也不大。对于 *CPI* 汇改前后,汇率冲击发生后两年,汇率对 *CP* 的传递效应分别为 5.546% 和 6.879%,汇改后的汇率传递效应要比汇改前强;而对于 *PPI* 汇率对其冲击一直持续到两年以后,而且传递的效应明显比 *CP* 强,汇改前后传递效应分别为 18.79% 和 16.74%,汇改后汇率对 *PP* 的传递效应明显变弱。

五、结论及启示

(一) 结论

结论一:无论汇改前后,汇率变动对 *CP* 和 *PP* 均有负的影响,即人民币汇率升值使 *CP* 和 *PP* 下降,且

PPI要比CPI对汇率冲击更显著。

人民币汇率升值使CPI和PPI下降这一结论与理论分析一致。之所以PPI要比CPI对汇率冲击更显著,其原因在于:与CPI相比,汇率对PPI的传递路径短、中间变量少、影响更直接;而汇率对CPI的传递路径长、中间变量多、影响间接(见图2)。因此,从总体上看,PPI对汇率冲击的反应要比CPI更显著。既然汇改前后汇率变动与CPI、PPI有负相关关系,那么汇改后为什么会存在人民币升值与通货膨胀并存的局面呢?这是因为汇改后我国通货膨胀的成因主要是来自于其他经济变量,如货币供给量等,人民币升值虽然对通货膨胀有一定的传递效应,但相对较小,无法抵消其他经济变量的变化扩大通货膨胀,因此,这才形成了升值与通货膨胀并存的局面。

结论二:汇改前后比较,人民币汇率对PPI的传递效应明显下降,而对CPI的传递效应则略有上升。

汇改后人民币升值对PPI的传递效应明显下降,其主要原因在于传递路径中成本机制(见图2)的效应被弱化:首先,资源、能源是我国进口商品的重要组成部分,2005年以来的资源、能源价格上涨可能在一定程度上抵消了人民币升值对进口资源能源价格的拉低作用,由此降低了人民币升值对PPI的传递效应;其次,能源、资源等大宗商品及资本品的定价权掌握在国外厂商手中,我国进口商缺乏议价能力,这也在一定程度上减弱了人民币升值对PPI的传递效应。

汇改后人民币升值对CPI的传递效应略有上升,其主要原因在于传递路径中预期机制(见图2)的效应明显。如前所述,人民币升值对CPI的传递包括四条路径和四大机制,除了传递路径中的预期机制外,其余三种机制中的人民币传递效应在汇改前后的变化并不明显。首先看直接机制:由于进口消费品在我国进口商品中的比重以及在全中国消费品中的比重均较低,因此人民币升值对CPI的传递效应在汇改前后无明显变化。再看替代机制和收入机制:由于汇率变动后对国内总供求的影响要在很长的时间内才会显示出来,因此在这两种机制中,人民币升值对CPI的传递效应在汇改前后也没有明显变化。最后看预期机制:它是人民币升值对CPI的传递效应略有上升的主要原因,这是因为汇改前,我国持续的国际收支“双顺差”使市场形成对人民币升值的较强预期,这给了国际短期资本以可乘之机,大量的短期资本流入中国。汇率改革后由于人民币汇率变动更能反映市场上外汇的供求状况,这有力地缓解了长期以来的人民币升值压力,也有助于释放国内外对人民币进一步升值的强烈预期,减少外资流入,减轻中央银行的冲销力度,从而相对提高了人民币升值长期内对消费者价格的紧缩效应,导致人民币升值对于CPI的传递效应略有上升。

(二) 启示

1. 继续实行富有弹性的汇率制度

鉴于人民币汇率对CPI的传递效应较汇改前略有上升,中央银行应进一步有效发挥人民币汇率对CPI的调节作用。现阶段,我们应继续实行富有弹性的汇率制度。由于我国的贸易顺差的根源在于国内经济结构和国际分工格局,人民币大幅升值无法从根本上解决我国的国际收支顺差问题,而且人民币的过快升值反而会通过升值预期的强化,加剧国外投机资本的流入,从而加重中国人民银行外汇市场干预和投放基础货币的压力。因此,在富有弹性的汇率制度框架下,人民币升值只能稳步推进,不宜过快。

2. 产业升级与结构调整

从实证结果看,汇改后汇率波动对PPI的传递效应降低了,这从某种程度反映了我国对进口商品的议价能力有所下降,国内进口替代品的竞争能力增强了。但仍应看到,我国的进出口商品的结构的不合理性,长期以来由于经济发展的需要,我国利用劳动力优势生产劳动密集型产品并出口以获得外汇,而这些产品的典型特征就是技术含量低、产品附加值低、议价能力低,与此相对应的是,我国进口的商品中有相当部分是高附加值的产品,如汽车、飞机等工业制成品在进口额中均占有一定的比重,而面对人民币的升值,我国的出口产品受到的影响明显过大,而进口商品所受的影响并不大。因此,我们应改变这种状况,促进我国产业升级与结构调整,提高出口产品的技术含量及产品的市场竞争力。

虽然2008年爆发并延续至今的全球金融危机压低了资源、能源价格,但目前它们的价格已经反弹到较高水平,并且2005年以来的资源、能源价格整体高于2005年之前的水平。

3. 实施货币政策应考虑汇率传递效应

前已述及,汇率传递效应的大小会影响我国货币政策的制定。国内货币政策的实行与汇率变动均会对国内价格水平带来影响,准确地把握不同时期汇率传递效应能够提高实施货币政策的有效性。虽然我国的汇率传递效应较低,但货币当局制定货币政策调整国内物价水平时仍应重视汇率传递效应。

参考文献:

1. 卜永祥, 2001:《人民币汇率变动对国内物价水平的影响》,《金融研究》第 3 期。
2. 陈六傅、刘厚俊, 2007:《人民币汇率的价格传递效应》,《金融研究》第 4 期。
3. 陈学彬、李世刚、芦东, 2007:《中国出口汇率传递率和盯市能力的实证研究》,《经济研究》第 12 期。
4. 范志勇、向弟海, 2006:《汇率变动和国际市场价格冲击对国内价格波动的影响》,《金融研究》第 2 期。
5. 封北麟, 2006:《汇率传递效应与宏观经济冲击对通货膨胀的影响分析》,《世界经济研究》第 12 期。
6. 刘亚、李伟平、杨宇俊, 2008:《人民币汇率变动对我国通货膨胀的影响:汇率传递视角的研究》,《金融研究》第 3 期。
7. Baldwin, Richard 1988. "Hysteresis in Import Prices: The Beachhead Effect" *American Economic Review*, 78: 773 - 785.
8. Betts, Caroline, and Michael B. Devereux 1996. "The Exchange Rate in a Model of Pricing - to - Market" *European Economic Review*, 40: 1007 - 1021.
9. Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart 2000. "Fear of Floating" NBER Working Paper 7993.
10. Campa, Jose, and Linda S. Goldberg 2005. "Exchange Rate Pass - through into Import Prices" *The Review of Economics and Statistics*, 87: 679 - 690.
11. Dornbusch, Rudiger 1987. "Exchange Rates and Prices" *American Economic Review*, 77: 93 - 106.
12. Goldberg, Knetter 1997. "Goods Prices and Exchange Rate: What Have We Learned?" *Journal of Economic Literature*, 35: 1243 - 1272.
13. Kim, Ki - Ho 1998. "US Inflation and the Dollar Exchange Rate: A Vector Error Correction Model" *Applied Economics*, 30: 613 - 619.
14. Krugman, Paul 1986. "Pricing to Market When the Exchange Rates Change" NBER Working Paper 1926.
15. McCarthy, Jonathan 2000. "Pass - through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies" BIS Working Papers 111.
16. Taylor, John 2000. "Low Inflation, Pass - through, and the Pricing Power of Firms" *European Economic Review*, 44: 1389 - 1408.

On the Pass - through Effect of RMB Exchange Rate: Before and After China 's Exchange Rate System Reform in 2005

Wu Zhiming, and Guo Yukai
(Financial School, Hunan University)

Abstract: Taken China 's exchange rate system reform in 2005 as the time boundary, this paper empirically analyzes the pass - through effect of RMB exchange rate before and after the reform. Before the reform in 2005, the pass - through effect of RMB exchange rate is weak both on PPI and CPI. After the reform, the pass - through effect of RMB exchange rate on PPI becomes significantly smaller, while the pass - through effect slightly increases on CPI. The reason of the former change is that the cost effect of conductive mechanisms has been weakened, and the latter change is because the expectation effect of conductive mechanisms has been enhanced.

Key Words: Exchange Rate System Reform; Exchange Rate Pass - through Effect; PPI; CPI

JEL Classification: E31, F31, F41

(责任编辑:陈永清)