

人民币兑新台币的均衡汇率： 分析框架与实证检验

吴国培 杨少芬 潘再见

摘要: 目前, 国内学术界对人民币兑新台币的均衡汇率的研究成果较少, 而且在理论基础和实证检验方面均存在值得商榷之处。本文选择以购买力平价理论为基础, 借鉴 LeVan、Couharde&Luong(2006) 的做法构建一个包含内外均衡的理论分析框架, 推导出金融因素、需求因素和供给因素是均衡汇率的决定因素。本文进一步选择资本回报率、净出口占 GDP 比重、全要素生产率分别代表金融因素、需求因素和供给因素, 并基于海峡两岸 1994~2012 年的数据, 测算人民币兑新台币的当前均衡汇率和当前均衡汇率失调程度、长期均衡汇率和长期汇率失调程度。最后, 本文提供促进人民币兑新台币实现均衡汇率的若干政策启示。

关键词: 均衡汇率; 人民币; 新台币; 汇率失调

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1008-1569(2014)03-0052-09

DOI:10.13658/j.cnki.sar.2014.03.008

一、引言

近年来, 随着两岸经贸往来的不断扩大和两岸金融合作的不断推进, 研究人民币兑新台币的均衡汇率具有重要的特殊意义。从理论角度看, 人民币兑新台币的均衡汇率是人民币均衡汇率的重要组成部分。由于人民币和新台币均是非自由兑换货币, 目前人民币兑新台币的汇率主要是通过第三方货币(主要是美元)进行套算得到的。然而, 美元兑人民币、美元兑新台币实现均衡汇率并不必然得到人民币兑新台币的均衡汇率, 更何况美元兑人民币长期处于被低估的非均衡状态。从现实角度看, 随着人民币汇率形成机制改革的逐步推进和人民币跨境业务的加快开展, 新台币、港币等币种与人民币的关联度明显上升, 与美元的关联度则日趋下降。在海峡两岸日益频繁的经贸往来和不断深化的金融合作的环境下, 海峡两岸应避免因为人民币兑新台币汇率的过度失衡阻碍经贸往来和金融合作。从政策角度看, 2012年8月, 《海峡两岸货币清算合作备忘录》的签署标志着两岸货币合作步入新的历史阶段。然而, 大陆和台湾地区分别实行有管理的浮动汇率制和完全浮动汇率制, 这意味着双币直接兑换功效的发挥, 迫切需要建立直接且有效的汇率形成机制, 驱使人民币兑新台币的汇率逼近均衡水平。

作者简介: 吴国培, 经济学博士, 研究员, 厦门大学管理学院博士生导师, 中国人民银行福州中心支行行长;

杨少芬, 中国人民银行福州中心支行高级经济师;

潘再见, 经济学博士, 中国人民银行福州中心支行经济师。

二、文献回顾

目前,国内学者主要以美元兑人民币的汇率水平为研究对象,寻求合适的均衡汇率测算方法测算人民币汇率的均衡水平及其失调程度,较少就人民币兑新台币的均衡汇率开展研究。惠晓峰和李小兵(2009)基于最优货币区理论,运用OCA指数法,构建影响汇率波动的宏观经济指标体系,并采用实际经济数据分析影响人民币兑新台币的汇率波动的主要因素。冯玲和金延(2012)采用直接定价法和间接定价法对人民币兑新台币的汇率进行研究,前者是根据购买力平价理论和货币模型,通过多元线性回归得到两地汇率与大陆和台湾地区产出水平、货币供应量和利率的关系;后者是根据利率平价理论,通过对人民币兑美元的NDF汇率、远期汇率和即期汇率以及新台币兑美元的NDF汇率和即期汇率分别做单位根检验、协整检验和格兰杰因果关系检验后,发现人民币兑新台币的不同汇率之间存在显著的相关关系,然后利用NDF汇率替代利率平价公式中的远期汇率,计算出人民币兑新台币的即期汇率。通过比较,他们发现间接定价法更适用于人民币与新台币的汇兑定价。冯玲和吴运平(2012)以随机贴现因子定价理论为基础,运用无套利定价法,证明人民币兑新台币的即期汇率与随机贴现因子、远期汇率之间的关系,并进一步检验了人民币兑新台币的汇率主要受大陆和台湾地区的股票市场和债券市场波动的影响。潘再见(2013)选择劳动生产率、贸易条件、经济开放度、政府支出、货币供应量作为人民币兑新台币的行为均衡汇率模型的经济基本变量,并基于海峡两岸1994~2012年的数据,进一步测算了人民币兑新台币的均衡汇率和失调程度。

国内关于人民币与新台币的汇兑定价研究成果不但较少,而且存在如下若干问题:(1)惠晓峰和李小兵(2009)的研究没有深入探析最优货币理论在海峡两岸的适用性,且实证研究中对指标的选择存在明显的主观色彩,潘再见(2013)一文亦存在该缺陷;(2)购买力平价方法有其内在缺陷,简单套用该方法无法得到人民币兑新台币的均衡汇率;(3)国内学者的研究主要集中于人民币与新台币的汇兑定价,很少测算其失调程度,即使测算了失调程度,但其所依赖的理论模型却存在缺陷;(4)现有研究成果没有考虑海峡两岸的内部均衡和外部均衡问题。

三、均衡汇率:分析框架

均衡汇率最早是由凯恩斯在1935年提出,但截至目前最为接受的关于均衡汇率的定义是Swan(1963)提出的,其将均衡汇率定义为内外部均衡同时实现决定的汇率,内部均衡主要指充分就业,外部均衡主要指国际收支平衡。均衡汇率的测算则兴起于上世纪八十年代,特别是在Williamson(1983)提出了基本因素均衡汇率模型后,吸引了众多学者致力于均衡汇率测算方法的研究。截至目前,购买力平价方法、基本要素均衡汇率、行为均衡汇率模型、均衡实际汇率模型、自然均衡汇率模型、意愿均衡汇率模型是测算均衡汇率的主要方法。但是,购买力平价方法在汇率理论中具有特殊重要的基础地位,主流汇率理论均以其作为均衡汇率的判断标准,诸多开放宏观经济理论都以购买力平价成立为前提。

杨长江和钟宁桦(2012)认为,汇率属性、经济的特定状况、政策的调控需要是选择均衡汇率测算方法必须考虑的三方面因素。基于此,本文认为对购买力平价方法进行适当的扩展是测算均衡汇率的一种次优选择。然而,购买力平价理论与均衡汇率在概念与假设条件存在明显差异,其采用的实证研究方法亦值得商榷。事实上,采用购买力平价理论模型难以得到均衡汇率的最佳估计的根本原因是用于计算购买力平价的价格并非均衡物价水平。本文借鉴

LeVan、Couharde&Luong(2006)的做法,从微观角度入手,用产品市场和要素市场同时均衡、净出口占产量的合理比例分别代表内、外部均衡,对购买力平价方法进行扩展,构建一个新的均衡汇率分析框架。

(一) 假设条件

假定内部均衡表现为经济增长、物价稳定和充分就业,外部均衡表现为经常账户余额符合经济理性,前者要求本国的劳动力市场、资本市场、非贸易品市场和贸易品市场同时实现均衡,后者则要求净出口占产量的比例处于合理水平(假设为 θ)。当本国和外国都同时实现内、外部均衡时,运用购买力平价方法测算的汇率水平即为均衡汇率。于是,本文做如下假设:

(1) 某国(或地区)为小型开放经济体,其包括贸易品部门和非贸易品部门两个部门,分别用下标 T 和 N 表示, P_T 和 P_N 分别为贸易品和非贸易品的价格。

(2) 生产要素包括劳动力、资本和技术。其中:劳动力 L 只能在本国不同部门之间自由流动,当劳动力市场实现均衡时,不同部门的工人获相同的工资 w ; 资本 K 可在国际范围内自由流动,不存在交易成本限制,单位资本成本为利率 r ; 技术 A 在贸易品部门和非贸易品部门存在差异,贸易品部门的技术水平高于非贸易品部门,而且本国的技术水平与国外也存在差异。

(3) 产品在国际范围内自由流动,没有贸易壁垒、运输成本等交易成本的限制,也即商品套利是完美的,购买力平价成立。

(二) 模型推导

1. 厂商决策

假设国内厂商的生产函数是 $C-D$ 生产函数,则贸易部门的产出为 $Y_T = A_T L_T^\alpha K_T^\beta$, 非贸易部门的产出为 $Y_N = A_N L_N^\alpha K_N^\beta$ 。对生产贸易品部门而言,其最优决策的依据是利润最大化,即

$$\max_{L_T K_T} \{ P_T Y_T - w L_T - r K_T \} \tag{1}$$

同样地,非贸易品部门为实现利润最大化要求,则

$$\max_{L_N K_N} \{ P_N Y_N - w L_N - r K_N \} \tag{2}$$

综合(1)和(2)可推导出(3)~(6),可得

$$\alpha P_T A_T L_T^{\alpha-1} K_T^\beta = w \tag{3}$$

$$\beta P_T A_T L_T^\alpha K_T^{\beta-1} = r \tag{4}$$

$$\alpha P_N A_N L_N^{\alpha-1} K_N^\beta = w \tag{5}$$

$$\beta P_N A_N L_N^\alpha K_N^{\beta-1} = r \tag{6}$$

将劳动力和资本的供给标准化为 1,那么当要素市场实现均衡时,应满足 $L_T + L_N = 1$ 和 $K_T + K_N = 1$ 。综合(3)~(6)及要素市场的均衡条件,可得:

$$L_T = K_N = \left(\frac{\beta P_T A_T}{r} \right)^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} \tag{7}$$

$$L_N = K_T = \left(\frac{\beta P_N A_N}{r} \right)^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} \tag{8}$$

$$\left(\frac{\beta P_T A_T}{r} \right)^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} + \left(\frac{\beta P_N A_N}{r} \right)^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} = 1 \tag{9}$$

当要素市场均衡时,贸易品和非贸易品的供给分别为 $Y_T = A_T L_T^{\alpha+\beta}$ 和 $Y_N = A_N L_N^{\alpha+\beta}$ 。

2. 消费者决策

假定消费者的效用函数是 $U(C_T, C_N) = \ln C_T + \nu \ln C_N$,其中 C_T 、 C_N 分别为消费者对贸易品与非贸易品的消费, ν 为消费者对非贸易品的偏好系数。

消费者面临的预算约束是 $P_T C_T + P_N C_N + P_T X_T = P_T Y_T + P_N Y_N + P_T M_T$, 其中 M_T 、 X_T 分别为进口额和出口额。参考前述外部均衡的定义, 当贸易账户余额均衡时, $P_T (X_T - M_T) = \theta (P_T Y_T + P_N Y_N)$ 。因此, 国内消费者的约束条件是:

$$P_T C_T + P_N C_N = (1 - \theta) (P_T Y_T + P_N Y_N) \quad (10)$$

在式(10)的约束下, 国内消费者将效用最大化作为最优决策的依据, 即:

$$\max_{C_T, C_N} U(C_T, C_N) = \ln C_T + \nu \ln C_N \quad (11)$$

对方程(11)进行求解, 可得:

$$C_T = \frac{1 - \theta}{1 + \nu} \left(Y_T + \frac{P_N Y_N}{P_T} \right) \quad (12)$$

$$C_N = \nu \frac{1 - \theta}{1 + \nu} \left(Y_N + \frac{P_T Y_T}{P_N} \right) \quad (13)$$

国内产品市场实现均衡则要求贸易品和非贸易品的需求和供给同时处于均衡状态, 即 $C_T + X_T = Y_T + M_T$ 和 $C_N = Y_N$ 。那么, 产品市场实现均衡应满足:

$$P_T \nu (1 - \theta) Y_T = P_N (1 + \nu \theta) Y_N \quad (14)$$

3. 均衡价格的确定

国内的要素市场和产品市场同时达到均衡, 即实现内部均衡。将要素市场均衡时贸易品和非贸易品的供给 $Y_T = A_T L_T^{\alpha + \beta}$ 和 $Y_N = A_N L_N^{\alpha + \beta}$ 代入方程(14), 则可得到:

$$\frac{P_T}{P_N} = \frac{A_N}{A_T} \left[\frac{1 + \nu \theta}{\nu (1 - \theta)} \right]^{1 - \alpha - \beta} \quad (15)$$

联立方程(9)和(15)可得均衡状态下贸易品和非贸易品的价格:

$$P_T = \frac{r}{\beta A_T} \left[\frac{1 + \nu \theta}{1 + \nu} \right]^{1 - \alpha - \beta}$$

$$P_N = \frac{r}{\beta A_N} \left[\frac{1 + \nu \theta}{1 + \nu} \right]^{1 - \alpha - \beta}$$

假定可贸易商品在总体商品中的比重为 π , 则该国均衡的一般物价水平 P 可表示为 $P = P_T^X P_N^{1-X}$, 变形调整为方程(16):

$$\ln P = \pi \ln P_T + (1 - \pi) \ln P_N \quad (16)$$

联合方程(7)和(8), 均衡状态下可贸易商品在总体商品中的比重可表示为:

$$\pi = \frac{P_T Y_T}{P_T Y_T + P_N Y_N} = \frac{1 + \nu \theta}{1 + \nu} \quad (17)$$

将方程(17)和价格代入方程(16), 并化简可得:

$$\ln P = [\ln T - \ln \beta] + (1 - \alpha - \beta) [\pi \ln \pi + (1 - \pi) \ln(1 - \pi)] - [\pi \ln A_T + (1 - \pi) \ln A_N] \quad (18)$$

4. 均衡汇率的确定

外国的均衡价格亦有相同的形式。基于方程(18), 右上角记星号表示相应变量和参数。

$$\ln P^* = [\ln T^* - \ln \beta^*] + (1 - \alpha^* - \beta^*) [\pi^* \ln \pi^* + (1 - \pi^*) \ln(1 - \pi^*)] - [\pi^* \ln A_T^* + (1 - \pi^*) \ln A_N^*] \quad (19)$$

当本国和外国都同时实现内外均衡时, 由购买力平价理论所确定的汇率水平即为均衡汇率, 用 S 表示, 则为:

$$\ln S = \ln P - \ln P^* = -(\ln \beta - \ln \beta^*) + \{ (1 - \alpha - \beta) [\pi \ln \pi + (1 - \pi) \ln(1 - \pi)] - (1 - \alpha^* - \beta^*) [\pi^* \ln \pi^* + (1 - \pi^*) \ln(1 - \pi^*)] \} - \{ [\pi \ln A_T + (1 - \pi) \ln A_N] - [\pi^* \ln A_T^* + (1 - \pi^*) \ln A_N^*] \} \quad (20)$$

(三) 均衡汇率的决定因素分析

方程(20)将均衡价格划分为三方面。首先 $(\ln\beta - \ln\beta^*)$ 反映本国与外国的资本回报率差异,这种差异影响国际资本的流动,本文称之为决定均衡汇率的金融因素。其次 $\{ (1 - \alpha - \beta) [\pi \ln\pi + (1 - \pi) \ln(1 - \pi)] - (1 - \alpha^* - \beta^*) [\pi^* \ln\pi^* + (1 - \pi^*) \ln(1 - \pi^*)] \}$,反映决定均衡水平的需求因素,其中 π 通过影响居民对贸易品和非贸易品的偏好差异 θ 的变化,进而影响贸易品和非贸易品的需求及其相对价格。当消费者更偏好非贸易品时,非贸易品需求上升、贸易品需求下降,则 π 相应减少,即该参数与贸易品需求及其价格正相关,与非贸易品需求及其价格负相关。而且 π 对贸易品与非贸易品价格的影响中,仅有 $1 - \pi$ 的比例转化为本国物价的同向变动。再次 $\{ [\pi \ln A_T + (1 - \pi) \ln A_N] - [\pi^* \ln A_T^* + (1 - \pi^*) \ln A_N^*] \}$,反映决定均衡汇率的供给因素。 $[\pi \ln A_T + (1 - \pi) \ln A_N]$ 是对贸易品与非贸易品部门劳动生产率的加权平均,用以衡量整体的劳动生产率水平(全要素生产率)。提高劳动生产率意味着增加产品供给,降低产品价格,即劳动生产率水平与一般物价水平负相关。

四、人民币兑新台币的均衡汇率

(一) 数据来源与处理

1. 人民币兑新台币的实际汇率(RTER)

对于人民币兑新台币的实际汇率(RTER),本文采用年平均汇率衡量,数据来源于互联网货币交易公司(ONADA)的官方网站。

2. 资本回报率(CAP)

为减少篇幅,本文采用替代方法,用五年期贷款利率减去五年期存款利率替代大陆的资本回报率(CAPD),相关数据来源于WIND数据库;用资本性支出贷款利率减去三年定期存款利率(以台湾银行为基准)替代台湾地区的资本回报率(CAPT),相关数据来源于《“中华民国”金融统计月报》。CAP是CAPD与CAPT的比值。

3. 净出口占GDP比重(NEX)

本文以净出口占GDP比重反映需求因素。大陆和台湾地区的净出口、GDP数据均来源于WIND数据库。大陆的净出口占GDP比重用NEXD表示,台湾地区的净出口占GDP比重用NXET表示,NEX是NEXD与NXET的比值。

4. 全要素生产率(TFP)

本文以全要素生产率比重反映供给因素,并采用传统的索洛残差法对大陆和台湾地区的全要素生产率进行测算。TFPD表示为大陆的全要素生产率;TFPT是台湾地区的全要素生产率,TFP是TFPD与TFPT的比值。

本文选择所有变量1994~2012年的年度时间序列进行实证分析。考虑到所有变量的数值较小,我们将初始数值扩大100倍再取其自然对数,转化后的各变量分别记为LRTER、LCAP、LNEX、LTFP。

(二) 均衡汇率及其失调程度的测算

由于金融因素、需求因素、供给因素对汇率的作用机制比较复杂,本文借鉴MacDonald&Clark(1998)的思路把各解释变量对均衡汇率的影响机制视为“黑箱”,将资本回报率、净出口占GDP比重、全要素生产率作为输入变量,均衡汇率为输出变量。

1. 协整检验

本文首先运用Stata11.0对所有变量做平稳性检验(ADF检验)。结果表明,所有变量均

为一阶平稳,即为 $I(1)$,这意味着人民币兑新台币的汇率与解释变量之间可能存在协整关系。我们进一步基于经典的 E-G 两步法,对被解释变量与解释变量进行最小二乘法估计,结果如表 1 所示,对回归残差序列的 ADF 检验结果如表 2 所示。

表 1 协整回归估计结果

变量	系数	标准误	t 统计量	P 值
C	5.398992	0.218898	24.66446	0.0000
LCAP	-0.124938	0.034641	3.606661	0.0026
LNEX	0.015140	0.038100	-0.397378	0.6967
LTFP	-0.016405	0.020362	1.805681	0.0330

表 2 回归残差序列的单位根检验结果

	t 统计量	P 值
ADF 统计量	-1.731430	0.0789
1% 显著水平下的临界值	-2.699769	—
5% 显著水平下的临界值	-1.961409	—
10% 显著水平下的临界值	-1.606610	—

上述检验结果表明,LRTER 与 LCAP、LNEX、LTFP 存在协整关系,协整方程为:

$$LRTER = 5398992 - 0.124938 * LCAP + 0.015140 * LNEX - 0.016405 * LTFP \quad (21)$$

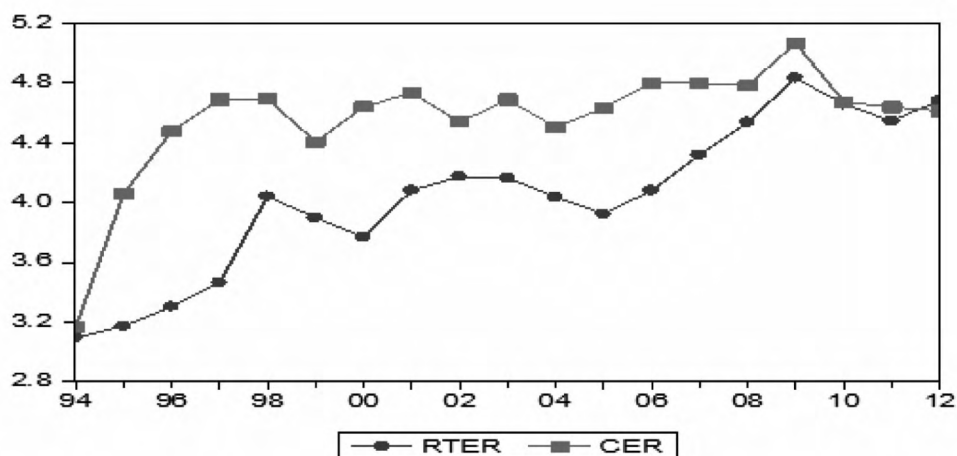


图 1 1994 ~ 2012 年人民币兑新台币的当前均衡汇率与实际汇率

各解释变量的显著性如表 1 所示,结果表明,LCAP、LNEX、LTFP 对 LRTER 的影响方向与理论分析一致,但 LNEX 的系数在统计上不显著。

2. 当前均衡汇率与当前汇率失调

我们将解释变量的观测值代入协整方程(21)进行运算,即可得到当前均衡汇率(CER)。CER 可通过对经方程(22)得到的均衡汇率(自然对数形式,记为 LCER)进行数学转换得到。

$$LCER = 5398992 - 0.124938 * LCAP + 0.015140 * LNEX - 0.016405 * LTFP \quad (22)$$

比较人民币兑新台币的当前均衡汇率与观测值,如图 1 所示。相应地,人民币兑新台币的当前汇率失调(CMT)可表示为 $CMT = 100 * [(RTER - CER) / CER]$,如图 2 所示。

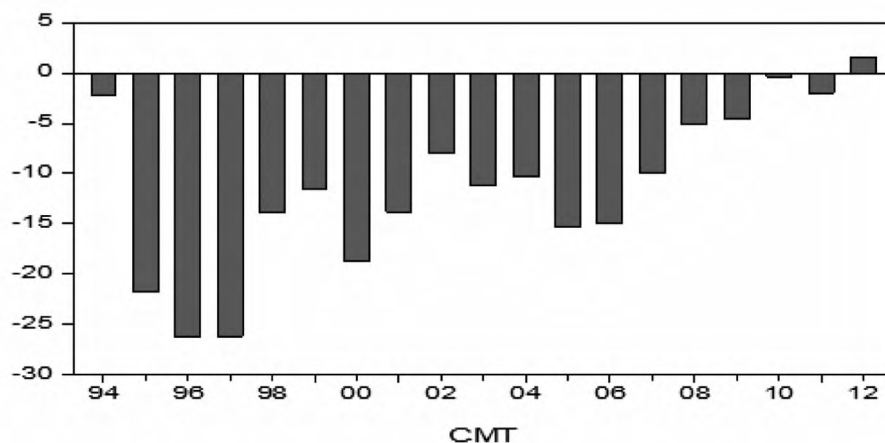


图2 1994 ~ 2012 年人民币兑新台币的当前汇率失调状况

综合图 1 和图 2, 1994 年人民币兑新台币的实际汇率与当前均衡汇率非常接近, 1995 ~ 2011 年人民币兑新台币的当前均衡汇率高于实际汇率, 但是当前均衡汇率与实际汇率的差距不断缩窄。2010 ~ 2012 年, 当前均衡汇率与实际汇率的差距非常小, 2012 年当前均衡汇率甚至低于实际利率。在失调程度上, 1994 年人民币兑新台币的当前汇率失调程度为 -2.20%, 1995 ~ 2011 年历时 17 年, 人民币被低估的最大程度为 26.24%, 最低程度为 0.36%, 平均被低估 12.02%, 而 2012 年人民币被高估了 1.54%。假设偏离程度大于 5% 为汇率失调, 那么样本期间内有 14 年出现汇率失调, 但是 1996 年开始人民币兑新台币汇率的失调程度越来越小, 尤其是近三年来汇率失调程度都在 2% 以内, 这说明人民币兑新台币的实际汇率虽然长期被低估, 但是近年来越来越接近当前均衡汇率。

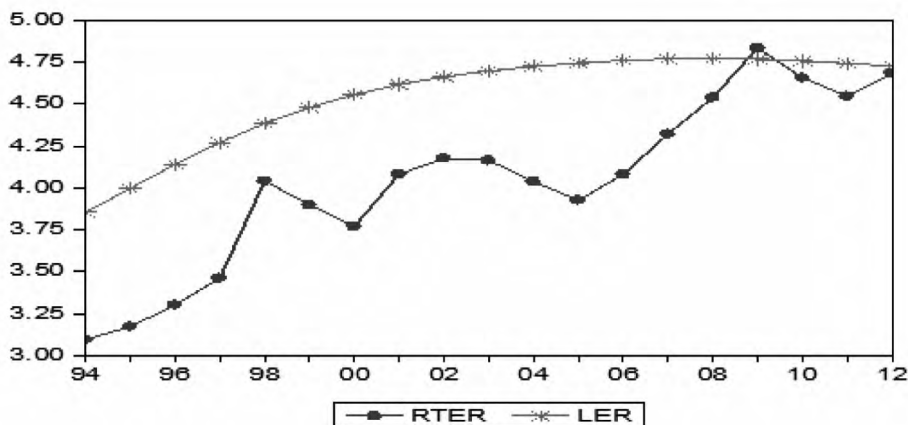


图3 1994 ~ 2012 年人民币兑新台币的长期均衡汇率与实际汇率

3. 长期均衡汇率与长期汇率失调

我们将解释变量的长期趋势值代入协整方程(21), 即可得长期均衡汇率(LER)。LER 可通过对经方程(23)得到的均衡汇率(自然对数形式, 记为 LLER) 进行数学转换得到。本文采用 HP 滤波方法获取解释变量的长期趋势值(在各变量字母前加 T), 并将其代入协整方程(21), 从而测算出 LLER。

$$LLER = 5398992 - 0.124938^* TLCAP + 0.015140^* TLNEX - 0.016405^* TLTFP \quad (23)$$

比较人民币兑新台币的长期均衡汇率与观测值进行比较, 如图 3 所示。相对应地, 长期汇率失调(LMT) 可表示为 $LMT = 100 * [(RTER - LER) / LER]$, 如图 4 所示。

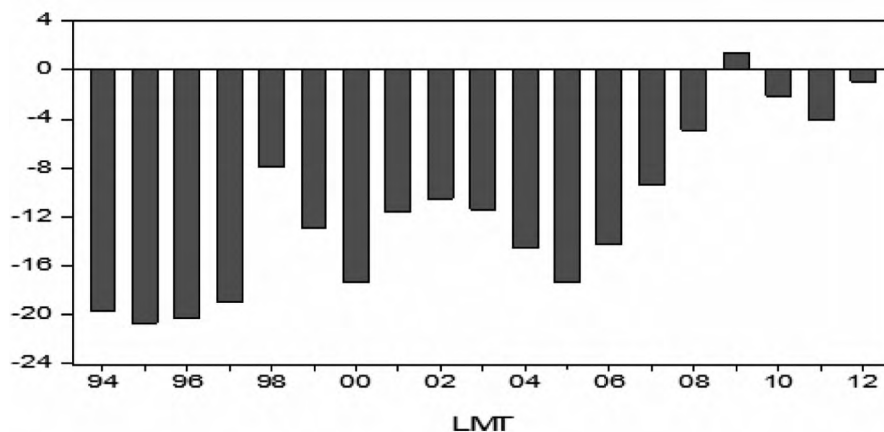


图4 1994~2012年人民币兑新台币的长期汇率失调状况

从图3和图4可看出,除了2009年外,1994~2012年人民币长期处于被低估状态,被低估的最大程度为20.65%,最低程度为0.90%,平均被低估12.14%。同时,人民币兑新台币的长期汇率失调程度越来越小,由1995年的20.65%下降至2012年的0.90%。金融危机在全球蔓延的2009年,人民币兑新台币的实际汇率被高估了,高估程度为1.42%。假设偏离程度大于5%为汇率失调,那么样本期间内有14年是失调的,但是非常明显的是自1994年以来失调程度越来越小,尤其是近五年来汇率失调程度都在5%以内,平均失调程度仅为2.86%。这说明人民币兑新台币的实际汇率虽然长期被低估,但是近年来越来越接近长期均衡汇率。

进一步对比图1和图3可知,人民币兑新台币的当前均衡汇率与长期均衡汇率的总体趋势相同,但是当前均衡汇率的短期波动率更大。这恰恰说明均衡汇率受到短期因素的冲击,具有明显的周期性,而基本经济变量在长期均衡状态下对均衡汇率的影响则比较平滑。对比图2和图4则发现,当前汇率失调与长期汇率失调相比,当前汇率失调短期波动性更明显,长期汇率失调则相对平滑稳定。

五、结论与政策启示

(一) 结论

1. 人民币兑新台币的均衡汇率是动态变化的,并呈现稳步升值趋势

从均衡汇率的定义看,内外部均衡主要针对实体经济,而实体经济的变化是相对平稳的,即理论上均衡汇率不应出现较大波动。从图3可看出,人民币兑新台币的长期均衡汇率是平滑移动,没有出现较大波动;从图1可看出,人民币兑新台币的当前均衡汇率受短期因素的冲击,短期波动率更大,但也未出现异常波动。同时,1994~2012年人民币兑新台币的均衡汇率呈现稳步升值趋势,这与过去20年海峡两岸的经济实际发展情况是大致吻合的。例如,人均GDP真实地反映了大陆相对台湾地区更高的增长速度。1994年,大陆地区人均GDP仅为台湾地区人均GDP的3.89%,而2012年该比例已经上升到30.67%。

2. 人民币兑新台币的实际汇率长期被低估,但是失调程度逐渐缩小并已接近均衡水平

从前述实际汇率与当前均衡汇率、长期均衡汇率比较,我们发现人民币兑新台币的汇率长期被低估,即长期处于失调状态,但是从当前汇率失调程度和长期汇率失调程度看,实际汇率与均衡汇率的差距逐渐收窄,失调程度逐渐缩小。2010~2012年,人民币兑新台币的实际汇率与均衡汇率相当接近了。这一方面反映了我国宏观经济逐步实现内外部均衡。另一方面,这

也恰恰反映了人民币汇率形成机制市场化改革的阶段性成果。

3. 美元在人民币兑新台币的汇率决定中扮演重要角色,但重要性逐渐下降

由于人民币和新台币均不是可自由兑换货币,在涉及人民币兑新台币的贸易计价和金融计价中仍需采用第三方货币(主要是美元)进行换算。这意味着美元在人民币兑新台币的汇率决定中扮演重要角色。1994~2005年,人民币兑新台币的实际汇率走势与美元兑新台币的实际汇率走势高度一致。2006~2012年,人民币兑新台币的实际汇率的走势与美元兑新台币的实际汇率走势出现明显背离,但与美元兑人民币的实际汇率走势却高度趋同。因此,美元在人民币兑新台币的汇率决定中扮演重要角色,但重要性逐渐下降。

(二) 政策启示

1. 充分发挥市场供求在汇率形成中的决定作用,自动搜寻人民币兑新台币的均衡汇率

在经济全球化加快发展、经济结构加快变迁和劳动生产率不断提高的背景下,均衡汇率是动态变化的,市场汇率只有不断进行调整才能趋近均衡汇率,而这一原始的驱动力量正来源于市场供求。因此,要通过市场供求使人民币兑新台币的汇率动态趋近合理均衡水平,这需要海峡两岸加快建立人民币与新台币的外汇交易市场和离岸市场。

2. 加快实现两岸贸易和投资自由化,建立均衡汇率形成的基础性环境

针对海峡两岸目前存在的投资限制,双方应进一步消除分歧、增加彼此信任,推动 ECFA 后续协议和《海峡投资保护和促进协议》的落实,进一步提高两岸双向投资的自由化,尤其是放松台湾当局松绑陆资赴台投资的诸多限制,推动大陆企业对台投资。同时,加快消除双方之间的贸易限制性措施,促进贸易自由化、便利化,海峡两岸可在互惠互利的基础上,加快关于两岸货物贸易协议的商谈,并尽快落实《海峡两岸服务贸易协议》。

3. 推进人民币成为全球的主导货币之一,提升其在与新台币的汇兑定价中的影响力

虽然近年来美元在人民币与新台币的汇兑定价中的作用有所下降,但是仍然占据主导作用。因此,“去美元化”是实现人民币兑新台币均衡汇率的重要过程。在此过程中,提高人民币在贸易、投资和结算中的比重,扩大在岸和离岸人民币市场规模,完善人民币汇率形成机制,是提升人民币在与新台币汇兑定价中的作用的合理选择。

4. 建立人民币与新台币的汇率协调机制,促进汇率的相对稳定

由于非理性预期、市场摩擦、信息不对称等市场自身缺陷,汇率可能在较长时间内出现调整滞后和超调。因此,两岸货币管理部门可采取适当的政策对外汇市场失灵加以纠正,推动实际汇率向均衡水平趋近。一方面,两岸金融监管机构合作建立人民币兑新台币汇率的稳定机制;另一方面,探索建立规范、有效的人民币回流机制和渠道。

参考文献:

- 冯玲、金延 《人民币与新台币汇兑定价研究》,《管理评论》2012 年第 2 期。
- 冯玲、吴运平 《基于随机贴现因子的人民币与新台币汇率定价》,《技术经济》2012 年第 10 期。
- 惠晓峰、李小兵 《基于最优货币区理论的人民币与新台币汇率波动的影响因素研究》,《理论探讨》2009 年第 6 期。
- 潘再见 《人民币兑新台币的均衡汇率及失调程度研究》,《南方金融》2013 年第 10 期。
- 徐家杰 《均衡汇率新思维:一个内外均衡条件下的购买力平价模型及其应用》,《数量经济技术经济研究》2010 年第 9 期。
- 杨长江、钟宁桦 《购买力平价与人民币均衡汇率》,《金融研究》2012 年第 10 期。
- Clark P. B., MacDonald R. 1998. Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs[R]. IMF Working Paper, No. 67.
- C. LeVan, C. Couharde, T. B. Luong. 2006. The Determination of the Equilibrium Exchange Rate in a Simple General Equilibrium Model[J]. Review of Development Economics(10): 506-517.

Equilibrium Exchange Rate of RMB against NTD: Theoretical Analysis & Empirical Test

Wu Guopei/Yang Shaofen/Pan Zaijian

So far less research results have been found in domestic academic circles regarding equilibrium exchange rate of RMB against NTD , and the relevant theoretical foundation and empirical test are yet to be discussed. Based on the theory of purchasing power parity and by the experience of LeVan and Couharde & Luong , the paper attempts to build a theoretical and analytical framework with internal and external equilibrium to infer that the decisive factors for equilibrium exchange rate are financial factor , demand factor and supply factor. This paper further selects return on invested capital , net exports as a share of GDP and total factor productivity as financial factor , demand factor and supply factor respectively to measure RMB – to – NTD current equilibrium exchange rate/current equilibrium exchange rate misalignment and long – term equilibrium exchange rate/long – term equilibrium exchange rate misalignment based upon the 1994 – 2012 data across the Taiwan Straits. In the end , it provides some policy implications for how to achieve an equilibrium exchange rate of RMB against NTD.

A Study of “Non – Grain Production ” of Family Farms in the Background of Grain Security

Zhang Qian/Qu Xintao/Wei Chen

Grain security is a matter of national strategic issues in national welfare and people’s livelihood. Under the increasingly severe situation of China’s grain security , land being left uncultivated and insufficient labor forces in rural areas have become another important factor that influences China’s grain security. As an important carrier of modern agriculture , family farm can not only solve the problem of land being left uncultivated and insufficient labor forces , but also help to improve the intensification of grain production and management so as to ensure grain security. However , after making a survey on 21 family farms in Wugang city , Henan province , we found those family farms having a tendency toward “non – grain production ” and the reason mainly lies in high investment but low returns for grain production. Hence , based on the analysis of the reasons for the family farmers’ “abandoning grain production for doing business ” , the paper puts forward several countermeasures and suggestions about how to guide family farms to return to grain production.