

人民币汇率：相关问题与理论思索

徐明棋

内容提要 人民币汇率制度自2002年底以来一直是国际金融领域内的热点话题之一。作者结合一年多以来国内外有关人民币汇率讨论的几个核心问题的评述,对这些问题进行了理论上的梳理和思索,提出了一些新的看法和研究视角。作者认为在缺乏较自由的外汇市场前提下,难以准确评价现行人民币汇率低估还是高估了,基于主观评价基础上的人民币升值观点缺乏说服力。作者否定了汇率制度向两极化发展的观点,认为中间汇率制度仍有很强的生命力,国际汇率制的发展趋势是在稳定性和灵活性之间作权衡组合。人民币汇率制度改革不是放弃汇率的稳定,应在保持基本稳定的基础上适当增加灵活性。作者建议过渡到爬行浮动。作者还对“三元悖论”作了新的诠释,认为只要在资本流动、货币政策和汇率稳定三者之间进行综合平衡,完全可以获得人民币汇率稳定又同时实现资本项目开放条件下的货币政策独立性。

关键词 人民币汇率制度 汇率制度两极化 爬行浮动

作者简介 徐明棋,上海社会科学院世界经济研究所国际金融研究室主任、经济学博士、教授、博导,中国世界经济学会副秘书长。

中图分类号:F832.6 文献标识码:A 文章编号:1007-6964[2004]07-040615-0526

自从日本副财长黑田东彦和与其副手河合正弘2002年12月4日在英国《金融时报》发表文章,掀起人民币汇率被低估,鼓吹人民币应该升值以来,国内外关于人民币汇率的研究报告和文章可以用铺天盖地来形容。本文不想对已经发表的观点进行重复论证,也无法对所有的观点进行总结。本文的写作目的是试图对前一阶段讨论中涉及的一些焦点问题作一个梳理,并在此基础上进行一些理论思索,提供一些新的分析思路。

一、均衡汇率水平和市场汇率水平

在人民币汇率的讨论中,人民币均衡汇率水平一直是焦点话题之一。它是人民币汇率水平被高估还是低估,低估多少的论证基础,也是支持升值和反对升值论的论证基础。国内不少学者试图运用多种

方法建立实证模型,来建立人民币均衡汇率和实际汇率的判断基础。张斌认为均衡汇率水平是同时满足了内部均衡和外部均衡时的汇率水平。他用非贸易品供给和需求均衡的方程以及中长期自主性国际收支均衡作为外部均衡,并在此基础上建立了人民币均衡汇率模型。他的研究结果支持人民币实际有效汇率自2002年以来被低估,并认为中长期内人民币升值在所难免(张斌2003)。秦宛顺等人运用中国贸易条件、贸易差额和外汇储备变化等因素验证了人民币实际汇率有升值压力。他们建议,在保持名义汇率基本稳定的前提下,应允许人民币实际有效汇率有一定幅度升值(秦宛顺等,2004)。但是也有学者持人民币不存在被低估的结论,认为东南亚金融危机以来,人民币实际上升值,中国出口主要依靠退税维持增长,到2002年,这一数额已高达2000多亿元,成为沉重的财政负担。这实际上意味着,如果没

有这些出口退税,中国相当一部分出口企业早已处于严重亏损甚至倒闭境地,据此,人民币就应当贬值(王国刚,2003)。

在探索人民币均衡汇率水平的讨论中,也有人试图通过购买力平价来判断名义人民币汇率的低估。由于简单的购买力平价模型直接比较两国的物价水平,而物价水平受该国人均收入水平及物价体系的影响颇大,难以简单用来作为均衡汇率的依据。^①有人试图建立多国模型(张晓朴,2003),也有人试图将其他因素作为修正系数用来修正购买力平价模型,如用货币需求模型加以修正,并以此作为理论上人民币的均衡汇率水平(惠晓峰等,1999)。不过,也有学者认为发达国家市场经济条件下的汇率理论,多数对人民币用不上。由于中国与美国的经济发程度、经济结构和消费结构差异甚大,无法找到适合两国篮子的商品,从而按一价定律计算出平价。加上两国的税收、价格、福利、补贴政策差异很大,因此,计算人民币对美元的绝对购买力平价,会有许多数值,从1美元等于0.5元人民币到5元,难以令人信服,不能作为衡量人民币汇率的依据。中国与美国的物价指数可比性不强,各有大量“非贸易品”对汇率无直接影响。因此,相对购买力平价也不能作为汇率中、短期调整的依据。(陈建梁,2000)

笔者认为,在缺乏一个有效率的外汇市场的条件下,我们无法准确评估由所谓均衡汇率所决定的名义汇率的高或低。尽管理论模型有其指导价值,但我国目前存在的外汇市场是在资本项目未开放条件下建立的市场,甚至经常项目的外汇收支也仍然存在较多的限制条件,因此,这些理论模型的运用存在着先天的不足。在资本流动对汇率影响越来越大的今天,仅靠经常项目的收支状况来判断一国货币汇率水平是否低估显然是非常片面的。而根据外汇储备的增减状况来判断汇率水平的高低,也同样存在明显的偏差。比如,外汇储备第一大国日本在20世纪80年代日元对美元大幅度升值后,国际收支仍然长期保持顺差,外汇储备仍然不断增加。日元由1美元兑换260日元升至110日元,很难再认为日元仍然继续被低估。^②因此,依据国际收支状况和外汇储备的增减来判断货币汇率的高低,说服力也不够。所以,在目前的市场条件下,笔者只赞成现行人民币汇率水平是否对我国经济发展有利的判断标准,而不赞成高估低估之说。

二、两极化和中间汇率之争

在人民币汇率的讨论中,国际汇率体系的发展趋势也是人民币汇率是否应该继续维持钉住美元的国际宏观背景,常常被一些分析所引证。一些国外学者在东南亚金融危机之后对国际汇率进行了考察,尤其是对危机国家汇率制度的改变考察后认为,各国的汇率制度有向两极发展的趋势,即要么实行货币局一类的固定汇率制,要么放弃钉住而改为浮动汇率制。持这一观点的主要代表人物有艾肯格林等(Eichengreen and Hausmann, 1999)、费雪(Fischer, 2001)和爱德华兹(Edwards, 2001)等人。国内学者在论证人民币应该放弃僵滞型的钉住美元,实行有管理的浮动时,或多或少都受汇率制度“两极化”的影响。如王学武(2000)丁建平(2002)等人都认为人民币汇率的改革应考虑这一国际汇率制度发展趋势。

但是,国际学术界对汇率两极论远非持该观点的人所宣称的那样是一个共识,对两极论表示怀疑的也大有人在。威廉姆森(Williamson, 2000)的研究就证明两极论缺乏实证根据。据卡沃等人(Calvo and Reinhart, 2002)的研究,很多名义上实行了浮动或管理浮动的国家,实际上并未真正实行浮动,它们仍然在不同程度上钉住美元或欧元,尤其是发展中国家具有“害怕浮动”的倾向。最近罗高夫等人(Rogoff等,2003)的研究也证明汇率两极化判断并无根据,处于中间的汇率制度,即保持稳定又有一定弹性的汇率制度仍有很强的生命力,而且对发展中国家有利。国内认为两极汇率不适合中国学者也不在少数。张斌认为,中国汇率制度选择的多重目标决定了中国经济在转轨时期采取相对灵活的中间汇率制度。同时,客观的经济条件也不允许中国采取完全浮动或者是严格固定汇率制度(张斌,1999)。张静等人的研究也认为世界上绝大多数发展中国家实行的是

^①例如根据世界银行公布的2002年人均名义GNI和按购买力平价计算的GNI,我们会发现人均收入超过3万美元国家的货币按购买力平价计算都不同程度地被调低,而低于3万美元国家的货币都调高,而且收入水平越低,该国货币的购买力平价调整系数越高。是否可以由此得出都这些货币汇率被低估了?显然难以断言。
^②国外学者目前倾向于认为日元被高估。不少人认为,对日本而言均衡汇率水平应为1美元兑换180日元左右(Ciuriak, 2001)。

中间汇率制度,在中国目前的经济条件下,选择一种适宜的中间汇率制度是最符合中国未来经济发展的(张静、汪寿阳,2004)。

笔者认为,汇率制度选择两极化即便曾在东南亚金融危机后出现过,也是一种暂时的现象,它并不是一种不可逆转的发展趋势。一些发展中国家在受金融危机冲击之后实行了有管理的浮动并不能证明两极化的观点,因为他们当中有很多又在金融形势稳定后回归到事实上的钉住汇率制或爬行钉住。固定汇率制国家增多是参加区域货币联盟的国家增加了,他们由于无法单独维持汇率稳定才加入了区域货币联盟。根据IMF的最新统计,在187个成员中,实行独立浮动为40个,有管理浮动的为43个,参加货币联盟为40个、实行货币局制度为8个,传统钉住汇率制的为40个,实行水平区间钉住、爬行钉住、爬行区间的各为5个。也就是说,如果将独立浮动和货币联盟以及货币局看作是两极的话,那么多数国家仍处于中间地带。另据罗高夫等人(Rogoff,2003)的研究,在实践中真正实行钉住或有限弹性汇率制度的国家约占成员国总数60%,实行管理浮动或浮动的只有40%。在发达国家中,由于欧元区国家被算作实行固定汇率制,实行浮动汇率的比重只有40%。发展中国家中实行浮动汇率制的只有30%,约70%实行的是钉住或有限的弹性汇率制度。只有新兴工业化国家相反,约60%选择了浮动或管理浮动制。而且,近两年有不少经历危机冲击后实行了浮动汇率制的发展中国家又回归到了相对稳定的钉住汇率制。因此,两极化汇率制度并不能作为国际汇率制度发展的新特征,笔者倒是认为兼顾汇率稳定和灵活性才是全球汇率体系发展的新特征。不同程度稳定性和灵活性相结合的中间汇率制度,如水平区间钉住、爬行钉住、爬行区间等仍将具有生命力。人民币汇率制度的改革也应该是在保持稳定的同时,逐渐增加灵活性,而不是简单地向浮动汇率过渡。

三、浮动和钉住,孰优孰劣

在有关人民币汇率的讨论中,除了人民币需要不需要升值的争论外,人民币是否应该浮动恐怕是争论得的最多的问题之一。教科书上对浮动汇率和固定汇率制的优缺点有着全面的分析论证,但汇率制度的选择归根到底是在灵活性和稳定性之间作选

择,浮动汇率提供了宏观调节上的灵活性,可以使货币当局调节外部经济失衡的成本降低,享有较大的国内货币政策的独立性;固定汇率则提供了稳定的微观国际金融环境,使企业等经济主体从事国际经济活动的成本降低,有利于开展国际经济活动。各类教科书上关于浮动汇率和固定汇率优缺点的分析都可以归结到上述这个根本性的孰优孰劣的判断上。这样,我们也就不难理解为什么只有少数发达国家实行的是浮动汇率制,而绝大多数发展中国家选择了钉住或爬行钉住等变相的固定汇率制。

发展中国家为什么倾向于实行稳定的汇率制度?笔者认为,根本的原因在于其微观经济主体通常在国际市场上竞争力不强,缺乏应对汇率风险的能力;发展中国家政府为了保证国际贸易和投资的顺利发展,就有必要通过固定汇率制为企业提供稳定的金融环境,降低他们的交易成本。当然,这样做也有成本,即当外部经济活动失衡时,实行固定汇率制的国家要付出比较高的调节成本,如果调节不当或严重滞后,可能会引发危机。但是,只要汇率稳定所产生的收益足够大,这种调节成本和风险并不能让其放弃稳定的钉住汇率制。另外,多数发展中国家宏观经济状况都不够稳定,浮动汇率制使它们的货币对外价值处于不断的波动之中,这比较容易引起货币替换,严重的还会出现事实上的美元化现象。这也是多数国家在政治上难以接受的。

虽然中国的宏观经济环境与很多发展中国家不一样,但企业缺乏应对汇率波动的意识和能力是一种客观存在。当然浮动汇率论会争论说,如果不创造客观环境来培育企业的这种意识和能力,情况永远也不会改变。所以,笔者认为应该逐渐地改变汇率干预的僵滞状况,但过渡到浮动汇率制需要有一个比较长的过程。

基于这样的前提,人民币汇率制度不宜迅速地过渡到管理浮动,而是应该选择爬行钉住或区间内的爬行钉住。从目前世界上各国所实行的汇率种类看,爬行钉住是仅次于传统钉住的稳定型汇率制度,但灵活性又比传统钉住制要高。管理浮动是仅次于单独浮动的浮动汇率制,属于非稳定性的汇率制度。当然,管理力度可以因管理当局的选择而变化,但这一制度一般不对市场上发生的主要动荡进行干预,这显然与人民币需要保持基本稳定的目标不符。

也有不少学者提议人民币实行一揽子货币钉住

(卜永祥,2003),这在理论上应该是正确的,它能够满足人民币汇率保持基本稳定的要求。但是,在实践中,钉住的货币篮子的确定和权重的选择都会使钉住的水平发生很大的波动,而这种波动对经济的影响并不能保证都是积极的。另外,钉住一揽子货币的汇率制度,人民币汇率的波动是被动的,受篮子内货币汇率波动的影响。当篮子内货币之间汇率发生较大幅度变动时,人民币钉住一揽子货币的汇率波动幅度要大于爬行波动的幅度,这在人民币由刚性钉住向有一定弹性钉住的制度过渡时,也不是一种较理想的状态。笔者认为,钉住一揽子货币制度应该成为爬行钉住制实行了一段时间以后的第二过渡阶段。

也有学者建议人民币实行汇率目标区制度(李扬,2003),这与爬行钉住的建议比较接近。但是,如果目标区确定的不合适,在短期内汇率有可能一下子就达到目标区的上下限,并在以后的较长时间内在这个新的上限或下限上形成事实上的新钉住汇率,除非过了不久,又得重新确定新的目标区。所以笔者认为,在汇率变动的压力积聚了较长的时间或比较大以后,由钉住汇率制过渡到稍有弹性的爬行钉住比较合适。如果在爬行的基础上再确定一个爬行的区间,应该也是比较好的选择,但它与一般所说的汇率目标区已经有了较大的区别。一般意义上的汇率目标区是让汇率在目标区内浮动,达到上下限后再干预,它在短期内浮动的幅度比爬行浮动要大的多。

爬行钉住的好处是显而易见的。它可以使货币管理当局比较灵活地确定爬行的幅度和干预的力度,保持人民币汇率的基本稳定,同时也向经济主体传递可接受的汇率变动信息,使经济主体逐渐树立汇率波动的风险意识,并采取措施来管理汇率风险,为今后逐步扩大汇率的市场程度奠定基础。考虑到我国利率市场化的改革还在进行中,伴随着资本市场开放程度的扩大,利率平价机制对汇率的影响会逐渐显现,爬行钉住也可以比较好地适应这一转轨所带来的影响。因为市场化程度不高的利率水平难免会与国际利率水平发生差异,资本市场的逐渐放松管制会使套利行为逐渐增加,如果汇率刚性钉住,套利的风险极低,爬行钉住可以增加套利的成本,对套利产生一定的抑制作用,而同时又会避免因套利产生的汇率大幅度波动。

当然,对爬行的区间应该设定多大,每日、每周、以及月度年度可以波动的幅度以多大为宜,这都需要根据一定的宏观经济环境和经济发展目标来调整和确定,以不引起经济震荡和不影响对外经济活动为宜。

有不少赞成浮动汇率的观点都会提到汇率僵滞会导致投机者的冲击,进而引发金融危机,而浮动汇率可以有效地避免由投机冲击引发的货币危机。笔者认为,发展中国家货币汇率的稳定对其经济发展具有重要作用,汇率稳定作为政策目标并无过错。一些国家之所以发生金融危机,是在汇率稳定的机制上出了问题。但这并不证明浮动汇率制是发展中国家的必然选择,因为汇率的频繁波动对大多数发展中国家而言同样要付出高昂的代价,如进出口受抑、经济活动受干扰、乃至出现货币替代现象等。伴随着资本市场的开放,发展中国家稳定汇率的机制需要改善,外汇市场干预必须与整个货币政策更紧密地相联系,利率和通货膨胀率将变得更敏感,需与外部保持相对的均衡。正是基于这样的一种分析,笔者建议,货币当局在选择汇率制度以及调整汇率水平时,必须注意汇率政策与其他政策的协调,注意国内经济均衡与外部均衡的关系。

四、“三元悖论”与汇率稳定

赞成人民币迅速过度到浮动汇率的一个理论根据是西方经济学理论所推导的在汇率稳定、资本自由流动和独立自主的货币政策大三角之间只能选取两者的结论。由于克鲁格曼在蒙代尔-弗莱明模型基础上比较系统地论述过三者之间的关系,并提出了“Trilemma”概念,故也被成为“蒙代尔-克鲁格曼三元悖论”。它使得不少学者相信资本项目开放以后,只能放弃汇率稳定而采取浮动汇率制。因为人民币的自由兑换和资本项目的开放已经被明确地定为我国金融开放目标之一。就目前而言,人民币汇率的稳定是建立在我国资本项目尚未开放的基础上的。

笔者认为,上述理论的前提是资本项目开放后资本完全自由流动,不再受政府控制。但是资本市场的开放不等于资本流动的完全自由化,有管理和有规则的开放,抑制投机资本的流动,适当管制居民的外汇资本交易可以与人民币资本项目的自由兑换并行不悖。拉美和东亚国家的实践已经证明,缺乏有效

的监管和失当的自由化,会给国际投机者提供兴风作浪的机会,放大金融体系内原有的风险,而外部投机者所引发的羊群效应扩展至国内投资者,将会使资本市场出现严重扭曲并导致难以控制的金融危机。因此对国际投机性资本流动进行控制并不意味着否定资本市场开放,适当管制居民的外汇资本交易也不影响资本市场开放所带来的积极效应。资本市场开放后仍然可以而且应该进行适当的资本流动管理,而且,如果独立的货币政策并不意味着脱离世界经济周期和国际市场的行情去设立政策目标,那么在这个大三角之间寻求一种新的均衡就不是不可能的。

事实上,对多数发展中国家而言,在金融市场越来越一体化的今天,即使资本市场不开放,国内的货币政策的制定也必须考虑国际金融市场的影 响。如果国内利率水平长期过分偏离国际水平,隐型的套利资本流动同样会对国内货币政策的产生冲击,使政策效率下降。现实生活中,一个开放型的发展中国家的货币政策也只具有相对的独立性,当大规模短期资金在一国流进流出时,即使实行浮动汇率制,该国的货币政策效率也会因受到冲击而下降。比如,当该国提高利率以抑制经济过热,防止通过膨胀时,国际短期资金会因为利率的差异而大量流入,虽然利率平价的作用会使该国货币的即期汇率上升,远期汇率下降,从而抑制套利资金的过分流入,但是流入的外资将会大大降低该国货币政策效率是毋庸置疑的。因此,绝对意义上的货币独立性实际上已经不存在。

笔者的观点是伴随着资本市场的开放,发展中国家稳定汇率的机制需要改善,政府的外汇市场干预必须与整个货币政策更紧密地相联系,利率和通货膨胀率将变得更敏感,需与外部保持相对的均衡。这样,在三角之间,根据一国经济发展需要,不寻求完全的自由和传统意义上的货币政策完全独立,也不完全僵滞地选择固定汇率,可以在一个新的框架下获得三角之间的兼顾之效果。

因此,通过综合平衡,适度控制资本的非正常流动,是可以维持汇率水平的基本稳定,并同时保证货币政策的相对独立性的。□

(责任编辑:舒汉锋)

参考文献:

1.王国刚:“‘人民币升值论’的三个误区”,《上海证

券报》2003年8月27日。

2.李扬,2003:“人民币汇率制度的调整战略”,《中国社科院院报》2003年10月14日。

3.陈建梁:“评人民币汇率调整的理论依据——兼评实际汇率分析法”,《经济研究》2000年第1期。

4.张斌:“人民币均衡汇率:简约一般均衡下的单方程实证模型研究”,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文 No.16,2003年8月。

5.张斌:“人民币汇率制度:钉住一揽子货币”,《国际经济评论》2003年第4期。

6.张静、汪寿阳:“汇率制度选择”,《2004国际技术经济研究》2004年第1期。

7.秦宛顺、靳云汇、卜永祥:“贸易条件、贸易差额、外汇储备与人民币实际汇率”,2004年1月18日, www.china.org.cn/chinese/zhuanti/2004jjxs/482945。

8.惠晓峰 于立勇 姜明辉 胡运权:“基于购买力平价和简单货币学说的人民币长期汇率组合模型”,《国际金融研究》1999年第10期。

9.Calvo,Cuillermo and Carmen Reinhart, 2002: "Fear of Floating", *Quarterly Journal Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379-408.

10.Ciuriak, Dan, 2001: "Japan the Fed and Asian Crisis", Paper presented at 43rd Annual Conference of American Association of Chinese Scholars, University of Chicago, Chicago, Illinois, October 26-28, 2001.

11.Eichengreen, B. and R. Hausmann, 1999: "Exchange Rates and Financial Friggility", NBER Working Paper 7418.

12.Fischer, Stainley, 2001: "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Distinguished Lecture on Economics in Government*, *Journal of Economic Perspective*, Vol. 15, No. 2(Spring), pp. 3-24.

13.Rogoff, Kenneth S., Asaim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks and Nienke Oomes, 2003 "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working Paper, WP/03/243.

14.Williamson, J., 2000: "Exchange regimes for Emerging Markets Economies: Reviving the Intermediate Option", ISBN 088132-293-8, Institute for International Economics, Washington DC.