

人民币汇率重估与汇率制度改革

——基于均衡汇率理论的视角

RMB's Revaluation and Exchange Rate Regime Reform
——A Perspective From Equilibrium Exchange Rate Theory

张 斌

中国社会科学院世界经济与政治研究所
北京建国门内大街 5 号 15 楼 邮编：100732
电话：010-64721466，13901059475
E-mail: zbiwep@cass.org.cn

内容摘要

本文澄清了均衡汇率概念以及汇率失调对经济的影响，以均衡汇率为理论线索，分析了当前汇率制度的缺陷、优点和持续性，最后，通过几种汇率制度改革方案的比较，指出了适合当前中国国情的人民币价值重估与汇率制度改革方案。

关键词

均衡汇率 人民币价值重估 汇率制度改革

人民币重新估价与汇率制度改革

——基于均衡汇率理论的视角

一 引言

2002 年下半年以来，人民币汇率受到国内外官方、学术界和媒体的热切关注，各种争论也热火朝天。争论当中，我们主要听到两方面的声音：一种是赞成人民币升值，同时伴以更加灵活的人民币汇率制度；另一种则是当前的人民币汇率应该保持不变，并且继续维持当前的固定汇率制度。赞成和反对人民币升值的两种意见都从不同的角度展开了分析，摆事实、讲道理，大家还是难以形成共识。究竟如何在千丝万缕的线索中理出头绪呢？我们不妨回到经济学原理最初的共识——均衡价格是最符合经济资源配置需要，最有效率的价格。这个原理应用到当前汇率问题上，可以解释为将人民币保持在均衡汇率水平上，最符合经济资源配置的需要，最有效率。

本文从均衡汇率理论出发，分析了当前的人民币汇率重估与汇率制度改革问题。鉴于当前国内学术界对均衡汇率理论的一些误解，文章第二部分澄清了均衡汇率概念以及汇率失调带给经济的不利影响，理解均衡概念不仅是为了找到均衡汇率，更重要的意义在于它有助于对人民币汇率水平调整和汇率制度改革达成共识。第三部分，结合中国的经济现实和均衡汇率理念，进一步明确当前人民币汇率制度的优点、缺陷及其可持续性；第四部分，结合中国的国情以及国际环境的变化，寻找最有利于中国经济可持续发展的汇率制度改革方案。

二 均衡汇率与汇率失调的代价

（一）均衡汇率概念及其决定

过去一段时间的讨论中，许多学者对均衡汇率概念表示怀疑，比较具有代表性的观点是：均衡汇率是外汇供求双方在没有过多限制条件下在市场上形成的外汇交易价格，而当前中国无论是对外汇交易品种还是交易者都有严格限制，更严重的是货币当局把外汇交易价格固定在一个固定的水平上，因此，市场上无法找到所谓的人民币均衡汇率。如果不能依靠市场的力量发现，人为地去计算均衡汇率非常可疑，因为影响汇率决定的因素实在是太多了，大到国内生产结构的调整，小到万里之遥某个国家领导人的一句讲话，都可能在外汇市场上掀起轩然大波，人为地去估计外汇市场上可能出清的价格无异痴人说梦。这些对于均衡汇率的怀疑其实是对于均衡汇率概念的误解。均衡汇率并不是自由交易情况下的外汇市场价格，决定

均衡汇率的因素也远非怀疑者想象的那么多。

均衡汇率的概念最早由 Nurkse(1945)提出,是指与内部均衡和外部均衡两个目标保持一致的真实汇率¹。从福利含义上看,均衡汇率是在中长期内与经济福利最大化保持一致的汇率水平²;从政策含义上看,均衡汇率是宏观经济管理当局努力追求的真实汇率水平。将真实汇率调整到和均衡汇率运动趋势相一致的水平,是开放型经济体宏观经济决策的一项核心任务。它不仅关系到一个国家的外部收支可持续性,同时也是国内宏观经济稳定和经济可持续发展的必要保障(Montiel and Hinkle, 1999)。宏观经济管理当局所追求的均衡汇率水平并不必然地和短期市场出清的汇率完全一致,更确切地说,由于市场失灵的客观存在,宏观经济管理当局所追求的均衡汇率是在一个较长时期内对市场泡沫经过纠正后的汇率水平,是与基本经济面发展趋势保持一致的汇率水平,是和经济可持续发展与宏观经济稳定相一致的汇率水平。

理解均衡汇率的决定因素,需要澄清短期均衡汇率(Short-run Equilibrium Real Exchange Rate)和长期均衡汇率(Long-run Equilibrium Real Exchange Rate)的定义和它们之间的关系。正如均衡汇率概念怀疑者所认为的那样,短期均衡汇率由众多因素决定,这些因素可以划分为三类:前定变量(比如一个国家的国外净债权/债务存量、资本存量等)、政策变量(比如一个国家的汇率政策、资本管制政策、货币政策、财政政策等)、外生变量,其中外生变量分为两种类型,一种是泡沫变量,一种是基本面变量(比如相对劳动生产率、贸易条件、消费者对于贸易品和非贸易品的偏好差异等)。泡沫变量仅通过预期因素作用于短期均衡汇率,而基本面变量则独立于预期因素,独立作用于均衡汇率。短期均衡汇率的决定可以用如下公

¹为避免混淆,这里澄清名义汇率、真实汇率、名义有效汇率、真实有效汇率和均衡汇率等一系列汇率概念的含义。名义汇率,一般是指在市场上能够看到的本国货币对各种外币的比价,又称双边名义汇率。当根据贸易权重,或者是进、出口权重对双边名义汇率加权以后,就得到了名义有效汇率。所谓有效,其实就是加权的意。真实汇率也分为双边真实汇率和真实有效汇率,真实有效汇率是根据贸易比重对双边真实汇率进行加权,习惯上还被称为贸易加权真实汇率。真实汇率是在名义汇率的基础上根据本国和外国的物价指数进行调整得到,它反映了用商品篮子衡量的本国和外国商品相对价值的变化。根据不同的商品篮子,真实汇率可以分为很多种,这里就不再一一介绍。注意,名义有效汇率、真实有效汇率只能通过计算得到,而且往往采取的是指数形式,上升代表本国货币相对价值上升,下降代表本国货币相对价值下降。IMF公布的名义有效汇率和真实有效汇率就采取了这种形式。IMF公布的真实有效汇率所选择的商品篮子是全部支出品(这种真实汇率更多是从贸易和非贸易品综合购买力角度衡量本国货币的相对价值),而不是从生产成本角度或者是贸易品角度衡量的真实汇率(这类真实汇率更能反映本国商品在国际市场的价格竞争力),因此,它并不适合于贸易方程当中的回归分析,其它具体实证问题分析当中也要注意选区适合的真实汇率指数。真实汇率还可以区分为外部真实汇率和内部真实汇率,以上我们提到的都是外部真实汇率,内部真实汇率是国内贸易品和非贸易品的相对价格,它更侧重于反映汇率对于贸易品和非贸易品两部门的激励机制。均衡汇率是一种政策目标的真实有效汇率,它只能采取估算的形式得到,当均衡汇率上的真实汇率水平和实际的真实汇率水平发生系统性偏离时,被称为汇率失调。这里仅仅是对相关的真实汇率和均衡汇率概念作了一个最基础性的介绍,有兴趣的读者可以参阅 Hinkle 和 Nsengiyumva (1999, a, b, c) 关于真实汇率的详细分类和介绍,这对于深入展开人民币汇率相关的各种实证类研究有着非常重要的意义。

² Montiel(1999)建立了具有微观经济基础的长期均衡汇率决定模型,通过居民的优化行为把长期均衡汇率和基本面因素联系起来。

式表示：

$$SERER = F(B(t), X_1(t), X_2(t), X_3(t))$$

其中， $SERER$ 代表短期均衡汇率， $X_1(t)$ 代表一系列前定变量的当期价值， $X_2(t)$ 代表一系列政策变量的当期和预期价值， $X_3(t)$ 代表一系列基本面因素的当期和预期价值， $B(t)$ 代表仅通过预期影响短期均衡汇率的泡沫因素。

当经济由短期向长期的调整过程当中，基本面变量 X_3 逐渐向它的长期水平 (Permanent Value) X_3^* 靠拢，与此相适应， X_3 的调整要求政策变量 X_2 向政策变量的长期水平 X_2^* 靠拢，前定变量 X_1 则与长期的 X_2^* 和 X_3^* 保持一致，调整到长期的 X_1^* 水平上。以上调整过程中，我们得到：

$$X_1^* = X_1^*(X_2^*, X_3^*)$$

$$X_2^* = X_2^*(X_3^*)$$

将短期均衡汇率决定公式中剔除掉泡沫因素，并考虑 X_1 、 X_2 和 X_3 向长期水平的调整，可以得到长期均衡汇率公式：

$$\begin{aligned} LERER &= F(0, X_1^*, X_2^*, X_3^*) \\ &= G(X_1^*(X_2^*(X_3^*), X_3^*), X_2^*(X_3^*), X_3^*) \\ &= H(X_3^*) \end{aligned}$$

长期均衡汇率公式说明，如果政策变量随着基本面因素向长期水平的靠拢进行调整，长时期内决定均衡汇率的仅仅是经济基本面因素。

为了能够使各个国家保持外部收支可持续的水平上，计算相应的汇率水平一直是 IMF、IIE³、许多国家中央银行的核心研究任务。上世纪八十年代以后，均衡汇率的测算工作取得了重大进步。关于均衡汇率的估算方法，限于篇幅这里就不再展开，有兴趣的读者参见 Williamson (1994)、MacDonald and Stein (1999)、Hinkle and Montiel (1999) 等几本论文集，关于人民币均衡汇率的估算参见张晓朴 (1999)、Zhang (2002)、林伯强 (2002)、张斌 (2003, a)。

³ 国际经济研究所 (美国)。

（二）汇率失调（Exchange Misalignment）的代价

持续偏离均衡汇率的真实汇率会破坏经济的内部均衡⁴和外部均衡⁵，并由此引发一系列破坏宏观经济稳定和经济可持续增长的问题。用一个例子有益于说明均衡汇率与内部均衡、外部均衡之间的关系，以及汇率失调给经济带来的危害。假定 8 年前，国内市场生产一台冰箱的成本为 80 个单位小时*10 元人民币/单位小时=800 元人民币。国际市场上一台冰箱的成本是 100 美元。人民币和美元的比价为 1 美元兑 8 元人民币，本国经济保持在内部均衡和外部均衡的水平上。以后的 8 年当中，在国有企业改革、FDI 流入、民营企业崛起等多方面因素的推动下，国内劳动生产率保持了较快的增长速度，生产一台冰箱在 8 年后仅需要 30 个单位小时，同期内，单位小时工资不变，8 年后国内生产一台冰箱的成本为 30 个单位小时*10 元人民币/单位小时=300 元人民币。同期内，国外也经历了劳动生产率进步，但是由于起点很高，进步幅度有限，国外生产一台冰箱的成本由 100 美元降低到 60 美元。

由于经济基本面的变化（这里主要是相对国内劳动生产率的较快增长），只有真实汇率（这里应该采用的是用贸易品衡量的真实汇率，不是 IMF 公布的支出法导向的真实汇率）随之升值到与均衡汇率相对应的真实汇率水平上才能将经济维持在外部均衡水平。在这个例子中，假定其他因素不变，名义汇率需要调整到 1 美元兑 5 元人民币的水平上，才能继续保持外部均衡。如果货币当局无视均衡汇率升值的需要，继续将汇率还保持在 1 美元兑 8 元人民币的水平上，必然会带来外部失衡。在 1 美元兑 8 元人民币的水平上，国际市场上一台冰箱价格为 60 美元，在商品套利的作用下，对应的国内冰箱价格为 $60*8=480$ 人民币，而国内生产成本仅为 300 人民币，这导致冰箱大量出口，国际贸易出现持续性顺差，外部均衡遭到破坏。

没有根据经济基本面变化及时调整的名义汇率如何破坏内部均衡呢？假定国内一桌酒席的成本是 30 个单位小时*10 元人民币/单位小时=300 元人民币；按照与 1 美元兑 5 元人民币相对应的均衡汇率算，冰箱和酒席的相对价格应该是 $60*5 : 30*10$ （即 1 : 1），如果名义汇率不对真实经济变化作调整，则为 $60*8 : 30*10$ （即 1.6 : 1）。相比之下，汇率低估扭曲了贸易品和非贸易品的相对价格，贸易品价格因汇率低估而被高估。经济资源更多地流向了贸易品部门，非贸易品部门发展因汇率低估而受到抑制。

由于汇率失调带来的外部失衡和内部失衡会造成那些不利影响呢⁶？首先，汇率失调（不

⁴内部均衡指国内的非贸易品市场达到可持续的均衡状态（sustainable equilibrium）。

⁵外部均衡一般是指与可持续的资本项目流动相一致的经常项目余额水平，关于外部均衡定义更详细的讨论参见 Williamson（1994）。

⁶对于大多数发展中国家，汇率面临的主要问题往往是汇率高估，它不仅损害了国内贸易品部门的发展，

论是汇率低估还是高估)带来的外部失衡对国内宏观经济稳定带来了极大的潜在威胁。持续保持外部收支顺差同时意味着本国持有的国外资产不断增加。对于不能以本币进行国际借贷的国家来说,单方面地持有过多的国外资产会造成市场对本币升值的预期,而升值的预期进一步加重了外汇市场上供大于求的压力。面对不断增加的外汇资产,货币当局一方面会感到货币供给中外汇占款的增加所带来的通货膨胀压力,另一方面,央行对于利率也失去了控制。毕竟,在货币升值预期的压力下,央行的利率既不能下调(会加剧通货膨胀威胁),更不能上调(会加剧外汇市场上本币的升值压力)。汇率低估带来的外部失衡使得货币政策无计可施,而且,最终失衡的汇率水平也无法维持。日本当年在这个问题上有非常深刻的教训⁷。二十世纪七十到九十年代中期,持续相对进步较快的劳动生产率使得日元面临长期的升值趋势。面对日元升值的压力,日本货币当局总希望拖延汇率升值,给市场留下的印象是日元总留有升值预期。为了减缓日元升值预期给货币当局带来的压力,同时也是迫于贸易逆差国方面的政治压力,日本政府采取了汇率升值,同时还采取了低利率政策(一方面是减少日元升值压力,一方面也是为了在汇率升值以后刺激经济)。牺牲货币政策挽救汇率政策的做法给日本带来了70年代的严重通货膨胀,同时还成为了日本80年代末泡沫危机的温床。第二,外部失衡下贸易顺差和不断积累的外汇储备必然会引起贸易逆差国的反对,贸易制裁或者是其它形式的贸易保护主义必然会接踵而来,我国苦心经营的良好国际经济关系也会随之破坏。

汇率失调带来的内部失衡对经济会有哪些不利影响呢?从上面我们的例子可以看到,汇率低估抬高了贸易品部门产品的相对价格,但是压低了非贸易品部门产品的相对价格,经济资源更多地流向了贸易品部门。在扭曲的价格下,这种歧视非贸易品部门资源配置导向违背了市场经济资源配置的原则,价格机制无法将贸易品部门和非贸易品部门引向平衡发展的路径上。前苏联当年无视价格机制的资源配置功能,刻意发展重工业,歧视轻工业和国内的第三产业,最终的结果大家有目共睹。汇率低估的后果虽然还没有那样严重,但是在本质上都是对价格机制的否定,对不同产业部门的歧视性发展战略。如果不能及时遏制,将会严重威胁到中国未来的可持续经济增长。

严重时甚至会成为货币危机、甚至是金融危机的导火索,这方面问题有大量文献关注。但是,关于汇率低估问题,鲜有人关注,从我们以下的分析可以看到它所带来的危害更加隐蔽。货币低估虽然不像货币高估那样在短期内让人觉察到它的危害,但它像是慢性毒药,会蔓延到宏观经济的各个领域,最终引发另一种危机。樊纲先生曾称之为货币低估危机(Under-value Crisis)。

⁷关于日本的这段历史,麦金农、大野健一(1999)和Koruda(2003)有从不同角度的论述,由于汇率问题引发的宏观经济不稳定和泡沫危机非常值得中国借鉴。

三 当前人民币汇率制度的优点、缺陷与可持续性

(一) 单一钉住美元汇率制度的缺陷

自 1994 年人民币汇率并轨以来,我国实行了有管理浮动的人民币汇率制度。以后的实施过程当中,除了 1994-1996 期间人民币和美元双边名义汇率由 1 美元比 8.45 元人民币升值到 1 美元比 8.3 元人民币以外,1997 年以后,人民币名义汇率和美元保持了 1 美元比 8.28 人民币的双边名义汇率超稳定,学术界普遍认为人民币在事实上实行了固定单一钉住美元汇率制度。当前这种汇率制度主要面临以下几方面的缺陷:

(1) 无法反映国内经济发展对汇率调整的需要,不利于维护宏观经济的内部均衡和外部均衡,不利于国内经济中长期的可持续健康发展。

根据均衡汇率理论我们知道,一个国家的均衡汇率水平取决于潜在的经济结构和国际经济环境的变化,汇率需要根据这些基本面因素的变化做出调整,否则,汇率不仅不能成为一个有效的资源配置价格,长时间的汇率扭曲会破坏宏观经济内部均衡和外部均衡,给经济带来一系列负面影响。1994 年我国汇率并轨以来,我国的经济结构发生了显著的变化,尤其是劳动生产率取得了快速的提升。Szirmai 等(2002)关于中国制造业的劳动生产率的研究研究表明,中国 1993-1999 期间制造业劳动生产率增长速度是 1980-1992 期间的两倍,同时还至少高于同期美国制造业劳动生产率增长速度 1.5 个百分点,而美国在同期和其它主要工业国家相比保持了非常高劳动生产率增长速度。对于进步如此快的相对劳动生产率,均衡汇率必然会面临一个持续的升值趋势⁸。但是在当前事实上的单一钉住美元汇率制度下,人民币和美元保持联动,如果美元升值,人民币也跟着美元一起升值,反之,美元贬值人民币也跟着贬值⁹。当前的汇率制度无法根据国内经济结构变化完成对人民币汇率调整的需要,人民币完全是被动地跟着美元走。

(2) 不利于稳定人民币的名义贸易加权汇率(名义有效汇率),不利于对外贸易和投资的稳定发展。

单一钉住美元只是钉住了人民币和美元双边名义汇率,如果美元和世界其它主要货币汇率发生调整,人民币和美元双边名义汇率稳定,但是和世界其它主要货币的双边名义汇率变动很大,这等于是把美元和日元、欧元等世界主要货币之间的波动吸纳到人民币名义有效汇

⁸ 从均衡汇率决定理论看,供给(比如相对劳动生产率)、需求(比如投资占 GDP 比重)、外部经济环境(比如贸易条件、世界总需求)、开放程度等都会影响均衡汇率,但是,中国的需求、外部经济环境、开放程度等因素在中长期内上下起伏,并没有趋势性的运动趋势(参见张斌,2003a),中长期内,决定中国均衡汇率最重要的因素还是相对劳动生产率。

⁹ 更准确地说,应该是美元和人民币的名义有效汇率(贸易加权汇率)保持联动。

率的波动当中。2002 年第四季度和 1994 年第一季度相比，尽管人民币对美元价值很稳定，但是伴随着美元对日元和欧元的升值，人民币对日元和欧元也出现强劲升值，人民币名义有效汇率升值 16.6%，期间的最高升幅达到了 22.5%。这种强加给人民币名义有效汇率的外部冲击不利于中国对日本、欧洲等一些非美元化国家的贸易和投资。

（二）人民币固定单一钉住美元汇率制度¹⁰的优点

尽管人民币固定单一钉住美元的汇率制度有以上诸多缺陷，但是选择固定单一钉住美元的汇率制度反映了中国国情的需要，它有一系列的积极方面的作用：

（1）有利于中国贸易商和外部经济体的贸易和投资结算，规避了对外贸易和投资过程中的汇率风险

美元是当前世界贸易和投资的主要计价单位，对于中国对外贸易来说更加突出，人民币和美元保持固定比价，有利于最大程度地方便贸易和投资，减少交易当中的汇率风险。如果选择更加灵活的汇率制度，比如一揽子钉住汇率制度，美元对欧元或者日元汇率变动的时候，人民币对美元的双边名义汇率也会相应调整，对于出口商或者进口商来说，由于合同大多采用美元计价，他们不可避免地会承担人民币和美元双边名义汇率变动的风险。采取单一钉住美元的汇率制度，不必担心汇率风险问题，也不存在规避汇率风险的费用。

（2）稳定了国内私人部门（金融部门和居民）持有的外汇资产价值，最大程度地降低了这些资产的汇率风险

目前国内私人部门（金融部门和居民）持有的绝大部分国外资产都是美元计价资产，如果采取更加灵活的汇率制度，必然给国内私人部门的美元资产价值带来汇率风险。比如，如果选择钉住一揽子货币的汇率制度，美元和欧元或者日元汇率变动的时候，人民币对美元的双边名义汇率也会相应调整，这样，私人部门持有的美元资产虽然美元价值不变，但是兑换成人民币的价值变了，对于国内私人部门持有的美元资产来说意味着汇率风险。

（3）借助美元影响，推进人民币的国际化进程

美元是国际清偿力的代名词，在世界经济范围的得到普遍认可，通过固定单一钉住美元，人民币更容易也得到国际社会认可。在香港、新加坡、东南亚其它地区，甚至是欧洲一些国

¹⁰ “原罪论(Eichengreen and Hausmann,1999)”和“害怕浮动论(Calvo and Reinhart, 2002)”较好地解释了东亚国家，包括中国，选择固定（或者是低频率）单一钉住美元制度的初衷。在国内金融市场不发达（尤其是缺乏具有完整利率期限结构的国债交易市场）的情况下，固定单一钉住美元的汇率制度其实是一种迫不得已的理性选择。关于“原罪论”和“害怕浮动论”针对东亚汇率制度问题的论述参阅 McKinnon and Schnabl(2003)。

家，人民币成了随处可见的“硬通货”。这离不开人民币和美元之间的超稳定的价值比率。

(4) 有助于稳定中国和东亚地区（日本除外）的货币相对价值，进而稳定区域内的贸易和投资

和中国一样，东亚地区（日本除外）的很多国家也都采取了钉住美元的汇率制度，尽管在东南亚金融危机以后一些国家放弃了钉住美元，但是在随后的经济恢复时期又逐步恢复了钉住美元的汇率制度。中国和东亚国家一起钉住美元，其结果是美元像一条链子稳定了人民币和这些国家和地区的货币相对价值。这对于稳定区域内的贸易和投资都起到了积极作用。同时，它还有助于防止以邻为壑的货币竞争性贬值行为。

(5) 有助于稳定国内物价水平

一般发展中国家选择钉住美元，或者是采取更极端的货币局制度甚至是美元化，主要是因为希望利用美元作为名义锚，稳定国内物价。通过成功钉住美元，国内的贸易品物价水平逐渐向国际物价水平靠拢，有助于遏制国内通货膨胀和经济稳定。中国虽然目前没有面临这类的问题，但是，通过利用钉住美元稳定国内物价和经济稳定是单一钉住美元制度的一个重要优点。

(三) 固定单一钉住美元制度的可持续性

如果人民币真实汇率长期偏离均衡汇率所要求的真实汇率水平，固定单一钉住美元的汇率制度最终难以持续。1994-2002 期间，在国有企业改革、FDI 流入、民营企业崛起等多方面因素的推动下，中国的劳动生产率较外部经济体取得了相对较快的快速，这必然要求均衡汇率升值。很凑巧的是，在这个期间内，美元也保持了持续的升值趋势，1995-2002 期间，美元名义有效汇率升值了 27.7%，通过单一钉住美元，人民币也借助美元的名义有效汇率升值实现了人民币名义有效汇率升值 21.8%。1994-2002 期间，固定单一钉住美元的汇率制度之所以能够维持，人民币没有面临非常显著的升值压力，很大程度上是借助了美元升值实现了人民币升值。固定单一钉住美元的汇率制度虽然本身没有向均衡汇率调整的机制，但是借助美元升值的好运气，这个期间人民币名义有效汇率和真实有效汇率还是升值了，汇率制度也得以成功维持。

运气总归是运气。2002 年上半年开始，美元由强走弱，人民币借助美元升值实现自身升值机制不仅消失了，而且，人民币要跟着美元贬值一起贬值¹¹。这恰恰和人民币均衡汇率自身的运动趋势相背离。如果美元不再走强，当前固定单一钉住美元的汇率制度将使得人民

¹¹ 来自 IIE(国际经济研究所)Bergston (2003) 和最近银行界的估计，如果把美国的贸易逆差调整到可持续的水平上，美元还需要 10% 以上的贬值空间。

币持续偏离均衡汇率的运动趋势，货币管理当局会面临内忧外患的局面：首先，不论是来自贸易项目的顺差，还是基于汇率升值预期的投机性资本，都会让货币当局的外汇占款急剧膨胀。冲销措施难度会不断增加而且最终也难以发挥作用。当然，如果货币当局牺牲国内货币政策，力保汇率，当前汇率持续的时间可能延长。但是这种通过牺牲国内货币政策保汇率政策的作用对于中国这样一个大国经济来说得不偿失¹²。另外，贸易逆差国也会强烈反对中国的人民币汇率政策。在中国相对劳动生产率快速增长的作用下，如果汇率没有及时调整，贸易逆差国的贸易逆差会越来越大，这必然会引起贸易逆差国的反对。总而言之，在美元未来较长时间内不再持续走强的情况下，人民币在当前水平上的固定单一钉住美元制度难以长时间持续。

四 人民币汇率制度的改革方案

人民币汇率制度改革关键在于两个方面：首先，建立能够反映中国经济基本面发展需要的人民币汇率调整机制；第二，尽量减少由于汇率调整带来的宏观经济风险，尤其是对人民币的恶性投机，或者是短期内产出水平的大幅波动。目前有很多种关于人民币汇率制度调整的建议方案，比如（1）钉住美元转向钉住一揽子货币，进而实现人民币的浮动；（2）引入区间浮动，让人民币在一个较窄的区间内浮动等。考虑中国的现实情况，这两种方案目前都不可行。笔者在这里建议的方案是首先引起一次性的汇率水平调整，然后在适当的时机引入人民币汇率区间浮动机制，实现真正的有管理浮动汇率制度。引入汇率浮动机制之前，合理放宽外汇交易管制，积极发展国内债券市场，建立、健全各种类型的外汇市场是进行人民币汇率制度改革首当其冲的工作。

（一）一揽子钉住汇率制度为何暂时不可行

由钉住美元转向钉住一揽子货币曾吸引了很多研究者的关注，遗憾的是，单纯依靠这种汇率制度难以反映均衡汇率的运动趋势，同时目前中国的金融市场建设，尤其是外汇市场建设，和国内微观经济个体还无法承受这种汇率制度。钉住一揽子货币，首先面临的是各种货币的权重选择问题。最简单的做法是根据对于各主要贸易伙伴国贸易在本国总体对外贸易中占据的比重来确定各种货币的权重，这种形式的一揽子钉住仅仅是稳定了人民币的名义有效

¹² 日本和德国的非常鲜明的两个例子。这两个国家的经济崛起时期，在对待汇率采取了完全不同的政策导向。德国更看重国内货币政策独立性，汇率政策处于相对次要的地位上；日本则经常牺牲货币政策保利率。结果，货币升值对于两个国家都无法避免，但是德国升值过程当中无论是物价还是GDP都相对稳定，日本70年代经历了高通货膨胀，80年代末则经历了泡沫危机。日本物价和产出的波动与其被动的货币政策又非常紧密的联系。

汇率，但无法反映均衡汇率的运动趋势。比如，在钉住一揽子汇率制度下，如果美元相对日元贬值，人民币对美元双边汇率小幅升值，对日元双边汇率则小幅贬值，人民币名义有效汇率继续保持稳定。但是，如果人民币面临均衡汇率升值的潜在趋势，名义有效汇率的稳定丝毫无助于真实汇率向均衡水平的真实汇率靠拢，无能解决当前人民币汇率制度的缺陷。

更复杂的权重选取方法是根据既定的目标函数来确定各种货币的权重。以贸易比重作为权重目标仅在于稳定名义有效汇率，进而稳定对外贸易。但是，如果目标函数中的目标不仅仅是稳定贸易，还包括其他目标，比如稳定国内物价，或者是稳定产出，那么，对于各种货币的权重选择就不仅仅是贸易比重了，它要根据目标函数目标和一些相关弹性来确定各种货币的权重。关于一揽子货币权重选择更详细的分析超出了本文的范围，有兴趣的读者可以参阅张斌（2003b）。值得注意的是，无论是目标函数的确定还是各种弹性的估计，都带有很大主观性，各种货币权重的选择也不一定合理、准确，一揽子钉住汇率制度当中的货币权重选择的研究至今还没有非常令人满意的实践指导意义。

除了难以反映均衡汇率运动趋势外，一揽子钉住汇率制度目前实施当中也不可行。在固定单一钉住美元的汇率制度下，汇率风险全部转移给宏观经济管理当局，微观经济个体面临非常稳定的人民币对美元汇率，多数交易不存在汇率风险。一方面，市场上缺乏规避汇率风险需求，一方面，金融机构也没有动力提供充分的汇率风险规避工具。如果贸然采取一揽子钉住汇率制度，只要世界各种主要货币之间汇率发生波动，人民币对美元的双边名义汇率也都要调整。对于中国的微观经济个体而言，目前国内的金融市场无法为他们提供充分的汇率风险规避工具，非常频繁的汇率波动会给他们的的外汇资产和各种国际贸易和投资活动平添难以承受的巨大汇率风险。

（二）区间浮动难以在近期内引入

让人民币在给定的区间内浮动是另外一种人民币汇率制度改革的建议方案，但是，受目前国内金融市场发展的制约，这种制度在目前还不适合中国。引入区间内浮动的汇率制度，首先一个问题是浮动区间多大才合适？如果浮动区间非常小，比如每年 1%-2%，区间内的汇率浮动还是难以充分反映人民币均衡汇率的运动趋势。更糟糕的是，就目前的情况下，市场普遍预期人民币升值，非常小的浮动区间根本无法满足市场对人民币升值的预期¹³，有可能引发更强烈的投机行为，将直接威胁到宏观经济稳定。即使采取更加严格的资本管制辅助汇率制度改革，在投机性资本的冲击下，资本管制成本会非常高，而且有效性也会逐渐减弱。

¹³ 尽管各研究机构对人民币失调程度的估计不同，但是大到 40%，小到 6.5%，还没有低于 5%的。

如果浮动区间很大，比如每年 15%-30%，其实就接近了自由浮动的汇率制度。在当前国内金融市场发育程度下，谁能保证市场发现的价格究竟是泡沫占据的成分大，还是真实经济基本面占据的成分大呢？即使是在金融市场发育相对完善的美国，二十世纪后半期的资产和美元价格都充斥了大量泡沫，持续了相当长的亢奋滞后市场才开始逐渐恢复理性。和美国相比，中国的金融市场建设处于起步阶段，信息不对称造成的道德危险和逆向选择行为充斥于金融市场。如果是泡沫因素主导了市场，完全依靠市场的力量不仅难以发现均衡的汇率水平，而且对宏观经济稳定带来极大威胁。

除了难以确定浮动区间以外，只要是人民币汇率引入了浮动机制，充当其冲的就是微观经济个体面临的汇率风险问题。在国内金融市场和微观经济个体都没有充分准备的情况下，近期内引入区间浮动和采取钉住一揽子汇率制度一样，都会给微观经济个体的贸易和投资行为平添难以承受的汇率风险。

（三）一次性升值，加紧浮动汇率机制的基础性制度建设，缓步引入区间浮动机制

针对人民币汇率制度改革的两项要点，一次性升值加缓步引入区间浮动机制最适合当前的中国国情。在国内相对劳动生产率保持较快速度增长的基本经济格局下，一次性升值有助于纠正人民币相对于均衡汇率的持续性偏离，不仅可以帮助当前汇率制度持续更长的时间，同时也减弱了由于汇率失调给宏观经济稳定和部门间资源配置带来的种种不利影响。一次性升值的幅度或许是最受争议的问题。由于计算方法的差异，人民币偏离均衡汇率的幅度差异很大。综合各种估计，笔者认为 10-15%的一次性升值比较适合。根据均衡汇率的理念，不可能非常准确地一次性将名义汇率调整到和均衡汇率相一致的水平上。相比之下，一次性将名义汇率调整到汇率高估的水平上要优于汇率低估的水平上。考虑到中国的相对劳动生产率变化趋势，人民币均衡面临长期升值趋势，一次性调整到汇率高估的水平上其实是兼顾了这种趋势，它更适合于未来的经济发展。另外，中国自改革开放以来，更多面临的是外汇短缺症，外汇剩余的富贵病仅是这几年才出现的问题。国家宏观经济管理当局对于治理短缺症状有充分的经验和政策手段，而对于富贵病的处理无论是在认识上还是政策手段上都很缺乏。因此，从宏观经济管理政策空间层面上看，政府更适合于应付带有超调性质的较大幅度一次性升值。

很多学者反对人民币升值，抛去那些带有狭隘民族主义和重商主义色彩的论调，主要的反对理由是人民币升值会对出口、FDI 流入以及就业带来不利影响。对于出口，人民币升值的重要目的之一就是要减少贸易顺差，纠正对于贸易品部门和非贸易品部门的歧视性发展战略。对于出口，更值得关心的是出口对于国民经济可持续增长的贡献，而不是出口本身的

增长。如果不将二者有益的结合起来，单纯地强调出口的数量增长，无疑是舍本求末。笔者对于出口和中国经济增长关系的研究（张斌，2003c）表明，上世纪80年代初到90年代中期，出口自身经历了快速增长，同时对于中国经济的资本积累、技术进步、就业都发挥了积极作用。但是，90年代中期以后，持续快速的出口增长对于资本积累、技术进步和就业的贡献越来越小，几乎停滞。因此，通过汇率调整进而调整当前贸易品和非贸易品的产业结构发展恰恰符合了中国经济可持续发展的需要。考虑到中国持续流入的FDI，适当规模的贸易逆差更有利于中国的国际收支外部平衡，也更有利于中国经济的可持续增长和宏观经济稳定。

即使汇率有较大幅度的调整，对于FDI和就业也不会产生非常大的不利影响。对于FDI，人民币升值即有不利影响，也有有利影响，而且有利的影响越来越突出。对于就业，汇率调整带来的更多是一些非熟练工人的摩擦性失业，而且影响有限。限于篇幅，这里就不再进一步展开，更详细的讨论参见张斌、何帆（2003）。

一次性升值最终难以从制度上根本消除当前人民币汇率制度的缺陷，它不是调整当前的人民币汇率制度，而是在目前国内金融市场发育还不完善的阶段为采取更加灵活汇率制度赢得时间。从根本上完善人民币汇率制度的缺陷，最终还是要引入人民币汇率的浮动区间，实现真正意义上的有管理浮动汇率制度。有管理的浮动汇率制度能够反映真实经济基本面变化对汇率调整的要求，可以从根本上消除汇率失衡问题，但是这种制度必须有较发达的国内金融市场支持。

人民币汇率制度一旦走向浮动，首当其冲的问题是微观个体如何规避汇率风险。发达国家有期限结构完整的国内债券市场，因此很容易建立远期外汇市场，外汇市场上形成的价格也相对合理。但是在中国，国内债券市场处于初级阶段，各种利率期限结构的人民币资产价格还不完整。这势必难以形成合理的远期外汇价格。如果贸然引入汇率浮动机制，浮动汇率形成的价格可能会持续偏离均衡汇率，汇率风险对于对外贸易和投资行为会带来毁灭性的打击。鉴于以上引入汇率浮动区间以后可能会面临的种种困难，当前进一步完善人民币汇率制度当务之急的工作主要有：1、合理放宽外汇交易环节方面管制，让更多能够反映真实经济需求的外汇供求方参与到外汇市场中去；2、加快建设和发展国内金融市场，尤其是利率期限结构完整的债券市场和种类齐全的外汇市场（包括外汇远期市场、期货市场、期权市场等）；3、继续加强短期资本流动的管理，严防投资性资本的冲击。4、加深对各种引入浮动汇率机

制的操作性方案研究¹⁴，为未来展开有管理浮动汇率的方式做充分准备。

参考文献：

Bergsten, C.F., 2003: “ The Correction of the Dollar and Foreign Intervention in the Currency Markets ” Testimony before the Committee on Small Business United States House of Representatives Washington, DC

Hinkle L. and Nsengiyumva F. 1999 : “ External Exchange Rate: Purchasing Power Parity, the Mundell-Fleming Model, and Competitiveness in Traded Goods ” In Lawrence E. Hinkle. and Peter J. M., Eds. , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 41-112 New York: The World Bank

----.1999 : “ The Two Good Internal RER for Tradables and Nontradables ” In Lawrence E. Hinkle. and Peter J.M., Eds., Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 113-174 New York: The World Bank

----.1999 : “ The Three-Good Internal RER for Exports, Imports, and Domestic Goods ” , In Lawrence E. Hinkle. and Peter J. M., Eds. , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 175-218 New York: The World Bank

Hinkle L. E. and Montiel. P.J., Eds. 1999 : “ Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. ” New York: The World Bank

Koruda , H.,2003 : “ The Nixon Shocks and the Plaza Agreement: Lessons From Two Seemingly Failed Cases of Japan Exchange Rate Policy ” 在中国社科院世界经济与政治研究所提交的演讲论文

MacDonald R. and Stein J.L. Eds.1999 : “ Equilibrium Exchange Rates ” Kluwer Academic Publisher

Montiel, P. J. and Hinkle. L. E. , 1999: Exchange Rate Misalignment: An Overview, In Lawrence E. Hinkle. and Peter J. M., Eds. , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 1-32 New York: The World Bank

Montiel, P.J. 1999 : “ Determinants of the Long-Run Equilibrium Exchange Rate: An

¹⁴ 关于如何引入浮动机制这里并没有展开讨论，它需要单独文章讨论。张志超(2004)提出的“小篮双套幅”逐步转向“有管理浮动加(Management Floating Plus)”方案是目前人民币转向浮动中值得进一步研究的操作方案。

Analytical Model ” , In Lawrence E. Hinkle and Peter J. Montiel, Eds . , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 264-290. New York: The World Bank

Nurkse, Raganar. 1945 : “ Conditions of International Monetary Equilibrium ” Essays in International Finance 4 (Spring) Princeton, University Press.

Szirmai Adam, 柏满迎 ,任若恩“ 中国制造业劳动生产率 :1980-1999 ”,《经济学季刊》,2002 年第 1 卷第 4 期

Williamson, J., Eds. 1994 : “ Estimating Equilibrium Exchange Rates. ” Washington, DC., Institute for International Economics, 1994.

Zhang, Zhichao: Real Exchange Rate Misalignment in China: An empirical Investigation, Journal of Comparative Economics 29,1-15, 2001.

Williamson, J., 1994 : “ Estimates of FEERs ” , in Williamson, J., Eds. 1994, “ Estimating Equilibrium Exchange Rates. ” Washington, DC.,Institute for International Economics

McKinnon R.and Schanbl G.,2003: “ The East Asia Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin ” <http://www.stanford.edu/~mckinnon/>

Calvo, G. and Reinhart, C. 2002: “ Fear of Floating ” . Quarterly Journal of Economics 117, 379-408.

Eichengreen,B. and Hausmann R. 1999: “ Exchange Rates and Financial Fragility ” . NBER Working Paper 7418

林伯强 ,2002 :“ 人民币均衡实际汇率的估计与实际汇率错位的测算 ”,《经济研究》2002 年第 12 期

麦金农 大野健一 , 1999 :《日元与美元》,上海远东出版社

覃东海、何帆 , 2003 :“ 人民币升值的外部压力 ” 中国社会科学院国际金融中心工作论文

张斌 , 2003 :“ 人民币均衡汇率 : 简约一般均衡下的单方程模型 ”,《世界经济》, 2003 年 11 期

---- , 2003 :“ 钉住美元还是一揽子货币 ”,《国际经济评论》, 2003 年 1 期

---- , 2003 :“ 出口对中国可持续经济增长的影响 ” 未发表的讨论稿

张斌、何帆 , 2003 :“ 人民币升值的策略选择 ”《国际经济评论》2003 年第 5 期

张晓朴 , 1999 :“ 人民币均衡汇率理论与模型 ”,《经济研究》1999 年第 12 期

张志超 , 2004 :“ 发展中国家汇率制度选择的困境与挑战 ” 中国社会科学院国际金融研究中心工作论文