

# 人民币汇率制度选择：文献综述

李婧

2000-2001年关于人民币汇率制度选择的研究文献，其讨论的核心是：人民币继续钉住美元还是采取更灵活的汇率制度，中国资本账户开放和加入WTO后人民币汇率制度的变化。

## 一、继续坚持钉住汇率制还是实行更灵活的汇率制度

1999年，按照IMF新的汇率制度分类，中国属于钉住单一货币的固定钉住制。1994年，中国实行了有管理的浮动汇率制度。直到东亚金融危机前，中国的汇率政策是以实际目标为导向的（real targeting approach）（张志超，2000），中国的汇率目标是促进出口和获得外汇。东亚金融危机期间和危机后，中国的汇率制度选择已经由实际目标方法转向名义锚的汇率制度。从中国目前的情况看，实行完全浮动汇率制度是不可能的（Yu，2001；胡祖六，2000）。那么，中国汇率制度的选择面临着是继续实行钉住美元的汇率制度，还是重归有管理的浮动？

从中国开放经济条件下货币政策的有效性出发，部分学者认为中国应选择更灵活的汇率制度。余永定（Yu，2001）指出，中国目前开放经济的特点是准固定汇率制度、资本管制和持续的“双顺差”，三个特点的组合造成了中国在开放经济下宏观管理的复杂性。中国国际收支的双顺差和钉住美元的汇率制度对中国的货币政策效应带来极大的负面影响。在过去的20年中，银行间外汇市场的特征是，国际收支带来的双顺差导致美元的过度供给。如1999年为防止人民币贬值，中央银行不得不买进970亿美元，同时向市场注入800亿元人民币，顺差越大，外汇储备越多。外汇储备的内生性是中央银行无法控制的。继续实行冲销政策可能会导致货币供给的波动和经济的不稳定，所以实行冲销政策的成本是高昂的。

根据适当汇率制度的选择理论，有些学者提出中国重归有管理浮动的必要。关于汇率制度的新理论中，“中间汇率制度消失论”的争议最大，最富有挑战性（张志超，2002）。该论点的要点是，惟一持久的汇率制度是自由浮动的汇率制或具有强硬承诺机制的固定汇率制（如货币联盟和货币局制度）。介于两者之间的汇率制度，如软钉住汇率制度，调整钉住和爬行钉住，幅度目标汇率制及有管理的浮动汇率制，都在消失或者应当消失。Eichengreen（1994、1999），Obstfeld和Rogoff（1995）认为，存在投机冲击的情况下，中间汇率制度不可能有效防止货币危机。易纲和汤弦（2001）扩展了“蒙代尔三角”，对角点解（corner solution）的假设给予恰当的诠释。由于很少国家愿意在长期放弃货币政策的自主性，最终的趋势是向浮动汇率转化。东亚金融危机的教训同样显示，采取软钉住的汇率制度容易导致投机的冲击，并可能导致货币危机（黄伟彬，2000）。同时，易纲（2000a）指出汇率制度选择问题的核心，是权衡效率和稳定之间的两难。易纲（2000b）认为，在国际货币体系的游戏规则改变之前，在资本账户开放的情况下，实行中间的汇率制度是危险的，只有汇率完全的市场化才是有效而保险的；而对于资本账户尚未开放的发展中国家而言，真正有弹性的、完全浮动、灵活调整的市场化的汇率则是发达国家硬通货的一种“奢侈品”。汇率的完全市场化是最有效的汇率安排，也应是汇率改进的最终方向和目标。发展中国家在实现货币的完全可兑换之前，是不可能真正意义的市场汇率的。更精确地说，发展中国家实行的是在政策参数控制下、以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制。这一论点说明中国选择有管理浮动汇率制的必然性。

一些学者从国际收支和资本开放的角度，指出中国应该选择有管理的浮动汇率制度。胡祖六（2000）认为，稳定的汇率政策在近两年对中国经济发展发挥了重要作用，增加了政府的可信性，稳定了遭受危机打击的亚洲局势。更为可观的是，这些成就是在没有对中国的国际收支产生不利的影响下取得的。为了更好地应对国际收支，中国应该采用更加灵活的汇率

制度。在中国加入 WTO 后的最初几年中,大幅度地削减关税和非关税壁垒会对经济带来巨大的冲击。因此,无论是从资源有效配置的角度还是从国际收支状况来看,采用固定汇率制度或僵化的钉住汇率制度是不适宜的。从中期来看,中国将会放松资本管制和外汇管制,更加开放的资本项目需要更加灵活的汇率制度(胡祖六,2001)。资本项目的可兑换已经成为中国外汇管理体制改革的长远目标,现实的选择应该是考虑如何安排进程和顺序。从长远来看,中国外汇和汇率体制的发展面对两个相互联系的问题:增加汇率和汇率体制的灵活性可以帮助缓解外来冲击的不利影响,并为国内的货币政策操作提供一个方便的工具(贺力平,2000)。余永定(1999)研究了中国未来的政策组合,认为中国将面对以下政策组合:硬钉住,资本自由流动(货币局制度或者是美元化);完全浮动的汇率制度和资本自由流动;软钉住,资本自由流动。中国是不能实行第一种政策组合的;对于第二种政策组合,中国没有做好这个准备;第三种政策组合,中国还没有做好资本账户自由化的准备。由于害怕浮动(fear of floating),中国不会实行自由浮动,那么软钉住,即可调整钉住是中国的惟一选择。所以根据中国现阶段的国情,实行纯粹的浮动汇率制度或固定汇率制度都是不恰当的,中国应该选择有管理的浮动汇率制(刘淳、杨炘,2001)。

张志超(2000)从博弈论的角度研究了中国汇率制度的选择。其模型利用协整技术来计算人民币的行为均衡汇率(Behavior Equilibrium Effective Rate 简称 BEER),把解出的最优汇率代入政府损失函数就可以解出在固定汇率制度下的福利和在浮动汇率制度下的福利。经过比较得出浮动汇率制度下的损失最小。如果政府是理性的,支持出口,通货膨胀是温和的,政府将实行灵活的汇率制度。1994年后,由于外汇体制改革,人民币汇率是平滑的,没有大的变动(shift)。在理论上,人民币实行浮动汇率制度不可避免。

也有学者研究了中国在金融进一步开放背景下汇率制度的选择。冯用富(2001)论证了浮动汇率制度的高度易变性,认为中国不宜选择浮动汇率制。陈炳才等(2001)指出,由于美元的强势地位以及作为国际货币的轴心作用,为避免汇率风险,中国应该仍然选择与美元挂钩。

## 二、人民币退出钉住汇率制的步骤设计

一些发展中国家的经验表明,从实行了相当一段时间的固定汇率制度转向较为灵活的汇率制度,既是可取的也是可行的(Chai,1997)。因此,中国在放开资本项目管制的同时,应该积极寻找平稳实现灵活汇率的途径,并确定中长期的目标(高海红,2000)。文献中对于过渡途径的设计主要包括以下几个方面。

(一)建立人民币钉住货币篮制度。为避免汇率波动对中国对外经济与贸易的影响,中国应该改钉住单一货币为钉住一篮子货币(余永定等,2001;高海红,2001;刘淳、杨炘,2001)。这一思路是,构造由多种货币组成的虚拟货币,由此人民币不再钉住美元,而是钉住虚拟货币,这种虚拟货币称为世界元(刘淳、杨炘,2001),世界元的组成包括主要贸易伙伴的币种。此外,货币当局在进行技术操作上,可以建立以该货币篮为目标的汇率指数。高海红(2001)指出,货币篮的权数选择要考虑主要贸易和投资伙伴的货币比重,目前有相当的余地增加日元和欧元的比重。

(二)扩大人民币汇率波动的幅度。增加人民币汇率灵活性的另一途径是增加人民币汇率的浮动幅度。在实行资本项目可兑换的渐进过程中,汇率形成机制将逐步由事实上的固定汇率制向有限区间的弹性汇率制度过渡,汇率形成的市场化机制逐步提高(曲凤杰,2001)。吴运迪(2000)认为,中国应建立人民币汇率目标区,根据人民币波动的实际情况和宏观经济情况,设置目标区的上下限。从目前来看,应允许人民币在10-15%上下波动,这样可以保持人民币长期调节的灵活性及短期汇率的稳定性。

(三)积极地参与区域货币合作。随着中国与周边国家经济贸易关系的加强,从国际经济政策协调的角度,中国应该参与亚洲货币合作(贺力平,2000;余永定等,2000)。汇率的稳定对于双边和多边的贸易关系很重要,通过货币合作可以促进成员间贸易的进一步增长。东亚货币合作还可以形成多边的干预机制,稳定成员间汇率,促进区域的金融稳定。

### 三、退出钉住汇率制的战略选择

鉴于一系列金融危机的教训,一国怎样退出现行的汇率制度已经成为国际汇率制度研究的新领域。研究表明,最佳的退出战略,是在钉住汇率的边际收益等于边际成本的时点上退出(张志超,2002)。为了使退出钉住汇率制的风险降到最低,退出时机的选择非常重要。Eichengreen和Masson(1998)的研究表明,退出固定汇率的最佳时机是外汇市场相对平稳的时候,也就是说,外汇市场对汇率没有较强的贬值预期的时候。在这种情况下,虽然当局增加汇率的灵活性可能会引起外汇市场的汇率波动,但是市场没有理由认为这是政府政策行为的结果。这样就避免了过分的汇率调整。退出钉住制的次优选择是在一国经历大规模资本流入、汇率有较强升值压力时。另外,一种时机的选择是与周边国家的经济状况联系在一起,中国汇率制度调整的最佳时机是,亚洲经济完全稳步复苏之后(胡祖六,2000)。

#### 参考文献:

- 陈炳才等(2001):《美元、欧元、日元地位变化趋势及其对人民币汇率机制的启示》,《管理世界》第6期。
- 冯用富(2001):《浮动汇率制度的缺陷及其对中国进一步开放的启示》,《世界经济》第4期。
- 高海红(2001):《开放中国的资本项目》,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文第3期。
- 黄伟彬(2000):《金融脆弱性和汇率制度选择》,《世界经济》第10期。
- 贺力平(2000):《步出单一钉住制—中国外汇和汇率体制发展目标与前景》,《国际贸易》第1期。
- 刘淳、杨忻(2001):《人民币汇率市场化问题探析》,《财经问题研究》第1期。
- 曲凤杰(2001):《人民币资本账户开放对汇率机制的影响》,《经济参考》第73期。
- 吴运迪(2000):《论人民币汇率的中长期决定和制度安排》,《国际金融研究》第5期。
- 胡祖六(2000):《人民币:重归有管理的浮动》,《国际经济评论》第3—4期。
- 胡祖六(2001):《入世:中国开放资本项目的催化剂》,《国际经济评论》第7—8期。
- 易纲(2000a):《汇率制度的选择》,《金融研究》第9期。
- 易纲(2000b):《汇率制度的选择和人民币有效汇率的估计》,中国人民银行工作人员论文第2期。
- 易纲、汤弦(2001):《汇率制度的“角点解假设”的一个理论基础》,《金融研究》第8期。
- 余永定(1999):《中国应从亚洲危机中吸取的教训》,《金融研究》第12期。
- 余永定、何帆、李婧(2001):《亚洲金融合作》,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文第3期。
- 张志超(2000):《学术动态》,《世界经济》第6期。
- 张志超(2002):《汇率制度理论的新发展:文献综述》,《世界经济》第1期。
- Chai, Joseph C.H.(1997): China: Transition to a Market Economy. Carlton Press, Oxford 1997.
- Eichengreen, B.,(1994): International Monetary Funds for the 21th century. Brooking Institution, Washington D.C.
- (1999): Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post Asia Agenda. Washington, D.C., Institute For International Economics.
- Eichengreen, Barry and Paul Masson(1998): “Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility.” IMF Occasional Paper No.168,1998.
- Obstfeld, M. and K.Rogoff(1995): “The Mirage of Fixed Exchange Rates.” NBER Working Paper

No. 5191.

Yu, Yongding (2001): "A Review of China's Macroeconomic Development and Policies in the 1990s."  
China & World Economy, Volume 9 Number 6.

(李婧：中国社会科学院研究生院 100102)