

人民币汇率制度选择： 钉住美元还是一揽子货币

张斌

尽管在 IMF 汇率制度分类¹⁴表上中国实施的是有管理的浮动汇率制度, 1997 年以后人民币汇率变动的事实说明, 中国实际上实施了钉住美元的汇率制度。这种单一钉住的汇率制度已经在固定的汇率水平上维持了相当长的时间, 是我国对外贸易和投资迅速发展的有力保障。但是, 当我国主要贸易伙伴之间的货币发生波动时, 这种单一货币的汇率钉住制度将波动传导到名义有效汇率, 对于我国的对外贸易收支和宏观经济稳定造成不利影响。加入 WTO 以后, 中国经济会更加紧密地融入世界经济当中, 中国需要更灵活的汇率政策手段避免各种来自外部或者是内部的经济冲击, 保证宏观经济稳定大局。目前的人民币汇率制度有进一步改善的余地。这也是未来发展的需要。国外学术界对于发展中国家汇率制度的建议更多的侧重于汇率制度的两极——浮动汇率或是非常具有公信力的固定汇率。¹⁵研究中国问题的学者则提出, 用一揽子钉住代替美元钉住的汇率制度, 逐步由固定走向浮动。中国为什么在目前不能实施汇率制度的两极? 与钉住一揽子货币相比较, 钉住美元究竟有哪些劣势和优势? 如果选择一揽子钉住, 如何确定一揽子货币中各种货币的权重? 除了一揽子钉住之外, 人民币汇率制度是否还需要进一步考虑爬行或者使目标区形式的钉住? 这一系列问题亟待弄清, 为今后更加灵活的人民币汇率制度的选择做好准备。

一、人民币汇率制度——目标与形成机制

自从 Eichengreen(1994)、Obstfeld 和 Rogoff(1995)提出汇率制度“两极论”¹⁶以后, 学术界对于全球金融一体化格局下中间汇率制度的缺陷有了进一步认识。但是, 正如 Frankel(1997)指出的, 没有任何一种汇率制度在任何时候任何地方都是最优的。中国的情况更类似于 Kawai 和 Takagi(2001)所指出的: 对于很多东亚

经济体来说, 汇率制度选择时目标是多重的, 它包括保持国内宏观经济稳定、稳定国内物价水平、促进对外贸易和投资以及保持区域内汇率水平相对稳定等, 而不仅仅是像“两极论”那样过分强调汇率制度预防货币或金融危机的职能。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。为了维护当前的汇率制度, 中国采取了严格的外汇交易和资本交易方面的管制措施。同时我们也看到, 随着中国经济的不断对外开放和中国外部头寸的良好表现, 外汇市场交易和资本交易方面的管制逐渐放松。

1. 中国汇率制度选择的目标与客观条件

中国是个发展中国家, 也是个转轨经济国家。解决很多阻碍发展的制度方面的困难或缺陷, 需要靠经济增长做大蛋糕, 最后逐渐化解制度性问题。同时, 即使一些制度性困难难以在短时期内解决, 只要有相对快速的经济增长速度, 这些问题就不足以阻碍整个经济的发展, 制度性问题不至于激化, 可以留到以后慢慢解决。中国的发展实践告诉我们, 解决发展问题首先要解决的是经济增长问题。这样的宏观经济背景之下, 在制定宏观经济政策时, 将宏观经济稳定和经济增长放在了最突出的位置上。汇率制度选择是实现这个总体目标的重要内容之一。

2001 年, 中国的对外贸易占 GDP 将近一半。这样的经济格局决定了人民币汇率制度的核心目标在于将人民币汇率保持在相对稳定的水平, 促进对外贸易和投资的顺利进行;¹⁷同时由于过于稳定的汇率不利于应对外部或者是内部冲击, 人民币汇率必须还可以作为一种政策手段, 以积极调整外部或内部冲击。另外, 中国加入 WTO 以后, 中国的经济格局会发生新的变化, 国际金融领域的对外交易会在中国的国民经济中占据更加重要的位

* 在本文的写作过程中, 中国社会科学院世界经济与政治研究所余永定教授与笔者进行了多次讨论, 并提出了宝贵意见, 在此表示感谢。

置, 汇率制度的调整最终还需要为人民币的自由兑换以及放开资本项目下的各种交易做好准备。

2. 人民币汇率的形成机制

为了实现汇率稳定, 同时保持相对灵活的汇率制度目标, 中国采取了严格的资本管制和强制性结售汇制度。这些措施保证了中国人民银行对于人民币汇率的决定有很强的控制能力。由于资本项目下的大多数交易受到限制, 中国外汇市场上的供求关系是由经常项目下的交易决定的, 它也是汇率水平调整的主要依据。1994年, 中国结束了汇率双轨制, 并成立了银行间外汇市场——中国外汇交易中心(CFETC)。目前中国的外汇交易主要在两个市场: 一个是中国外汇交易中心, 所有金融机构间的外汇交易都在这个外汇市场上进行; 另外一个是在中国外汇交易中心交易的金融机构和它们客户之间的外汇交易市场。

金融机构和它们的客户之间的外汇市场, 受到政府结售汇制度的严格管制。国内的企业必须将收入所得外汇售与指定的银行, 需要外汇时根据商品交易合同在银行申请用汇。近年来, 一些国有大型企业经批准允许保留一定的外汇头寸。但是, 金融机构和客户之间外汇交易的总体格局没有重大改变。政府对结售汇制度下的外汇供给和需求保持双边的控制权利。

在中国外汇交易中心的外汇市场上, 中国人民银行承认300多家银行或者是非银行金融机构为市场会员。但是, 中国人民银行和其它几家国有银行在市场交易中发挥主导地位。外资银行或者非银行金融机构在交易中心的交易额度受到严格控制。中国外汇交易中心的外汇市场基本上也呈现双边垄断的交易格局。

严格的资本管制, 加上对外汇交易中心的两个外汇市场的双重管制, 货币当局可以对外汇供求和汇率水平有决定性影响, 保证汇率水平根据整体宏观经济需要保持稳定或者是灵活调整。

3. “两极制”为何不适宜中国

以上, 我们提到中国特定的汇率政策的目标决定, 一方面需要保持人民币汇率水平的稳定, 同时, 还需要保持货币当局对汇率水平及时调整的能力。两极制汇率制度无法满足这些要求。另外, 目前中国经济的客观经济条件也不允许中国采取过于固定或者是完全浮动的汇率制度。

诸如共同货币或者是货币局制度之类的“两极制”汇率制度中完全固定的汇率制度, 可以保持具有较强公信力、稳定的汇率水平。但是, 汇率水平完全固定意味着中国宏观经济政策当局必须放弃把汇率作为宏观经济政策手段调整外部收支情况, 稳定宏观经济或者是刺激经济增长的能力。另外, 在国际资本流动没有被完全控制的情况下, 完全固定的汇率制度也会削弱货币政策调节宏观经济的能力。中国已经逐渐成为经济大国, 需要汇率政策手段调整对应各种冲击, 货币当局也必须保持稳定国内宏观经济的政策空间。完全固定的汇率制度在这种情况下潜在的损失很大。另外, 汇率水平的稳定绝不仅仅依赖于固定汇率制度的承诺。国内宏观经济基本面, 包括外部收支、财政状况、物价水平都是促使固定汇率具有公信力的必要条件。对于发展中国家

而言, 保持汇率稳定最好的手段是保持国内的宏观经济稳定和相对有利的外部收支情况, 而不一定是完全固定汇率水平的承诺。当宏观经济基本面不健康的时候, 即使承诺完全固定的汇率制度, 汇率水平的公信力也未必充足。

完全浮动的汇率制度可以灵活地调整对应各种冲击, 同时给货币政策独立性保持了政策空间。但是, 完全浮动的汇率制度必须由发达的金融市场支持, 同时, 居民和企业要有回避汇率风险意识和手段。中国目前金融市场处于刚刚发育阶段。尤其是, 在外汇市场上, 市场参与者受到严格限制, 市场中交易受到政府的双重管制, 市场交易的规模和品种都十分有限。这种市场难以准确、及时地反映市场中汇率的均衡水平, 形成的汇率也难以起到准确调节资源流动的能力。即使完全放开这个市场, 受当前市场监管、市场规模等条件的限制, 市场形成的汇率水平可能会充斥大量的泡沫。信息不对称和道德风险带来的投机泡沫使得浮动汇率应该具有的那些功能和优势面目全非。在市场发育不成熟的时候引入完全浮动的汇率制度, 实在是发展中国家难以承受的奢侈品。

二、钉住美元与钉住一揽子货币

1. 单一钉住美元汇率制度存在的缺陷

除了采取严格的外汇交易和资本交易管制措施之外, 央行对外宣布中国实行的是有管理的浮动汇率制度, 以保证完成人民币既定的多重目标。有管理的浮动汇率制度是一个很模糊的概念, 没有明确汇率调整的目标和规则。根据实际情况, 人民币汇率的调整可以进一步细分为: 实际目标钉住 (Real Targeting, 1994-1997) 和单一钉住美元 (Dollar Peg, 1997年以后) (李婧, 2002)。由于人民币名义汇率一直严重偏离购买力平价, 再加上中国近期对于出口行业的一些鼓励措施和在制度上的放松管制以及近年来 FDI 流入的增加, 中国近期的外部收支保持良好态势。但是, 目前这种单一钉住美元的汇率制度有众多缺陷, 主要体现在以下几个方面:

据名义有效汇率的定义可以发现, 中国目前的单一钉住美元汇率制度和不断多元化的贸易和投资结构, 不利于名义有效汇率的稳定。当世界主要货币之间的汇率发生变化时, 名义有效汇率 (Nominal effective exchange rate, NEER) 也会随之波动, 对于中国的进出口和宏观经济稳定造成威胁。在中国经济增长过程中, 进出口在 GDP 中占据的份额不断增加, 外贸部门在国民经济中的地位也越来越重要。人民币名义有效汇率发生波动时, 进口、出口和贸易顺差的波动会严重影响 GDP 的走势。

单一钉住美元时, 世界主要货币之间汇率发生波动会带来国内贸易品价格的相应波动。如果这种波动是频繁的, 贸易品价格也将频繁波动。

单一钉住美元时, 世界主要货币之间汇率波动会造成我国的名义有效汇率波动, 并进一步造成贸易顺差的波动。在中国目前的强制性结售汇制度和外汇交易中心特定的交易格局下, 贸易顺差影响到央行的外汇占款的波动。单一钉住美元的汇率安排等于把主要外国货币之间的汇率波动引入到中国的货币

供给当中,不利于实现稳定的货币供给和货币政策独立性。

美元、日元和欧元三大货币中,美元在中、长期内可能保持强势(日元/美元汇率已经从1995年的80日元/美元贬值到近期的130日元/美元),如果人民币持续单一钉住美元,会不利于外部收支头寸。

当然,钉住美元的汇率制度也有其积极作用的一面,它相对成功地保持了人民币汇率水平的稳定,增强了外部经济对于人民币汇率水平的信心,有力地促进了中国的涉外贸易和投资的发展。全球资本市场突飞猛进的后果之一是,我们再也无法将货币简单地作为一种实物价值尺度。衡量货币价值的不再仅是它背后代表的商品,而是它作为一种资产所带来的收益。在这个意义上,货币和股票、债券的价值确定相似,它的价值取决于该货币未来的收益。其实一国货币未来的收益是一种预期,而这种预期主要取决于该国经济的基本面。毋庸置疑,美国是现代经济的领头羊,知识、信息和技术的绝对优势决定了世界上主要新利润突破点诞生在美国,与之相对应,对于美国经济的预期在中、长期内应该是最乐观的。这也决定了美元对于其它经济体货币在中长期内的强势。尽管美国现在积累了大量的经常项目赤字,从传统观念来看,美国的外部收支情况不乐观可能会造成美元贬值。但是,也应该看到,美国的财政部门已经摆脱了赤字,走向盈余。这说明,美国的经常项目赤字是由私人部门力量决定的,它不仅不会破坏经济的资源配置效率,反而促进经济可持续的增长。从开放经济宏观经济学中的跨时期经常项目模型来看,经常项目赤字反映的恰恰是美国居民对于未来经济的良好预期(造成消费的跨时期平滑)和产业部门对于未来的良好商业预期(投资超正常水平的扩张)。另外,美国处于当今世界经济和政治格局中的领导地位,强势美元有利于美国国内的资本市场繁荣,美国政界和商界有能力保持相对强势的美元。

2. 钉住一揽子货币与单一钉住美元的比较

鉴于单一钉住美元汇率制度面临的众多缺陷,学术界认为中国应该采取钉住一揽子的汇率制度。根据IMF的定义,一揽子货币钉住是钉住经过加权平均的一揽子货币,而不是钉住一个单一货币。加权的方式可以采用数学平均、几何平均或者是调和平均。目前的文献当中一般采用几何加权平均的办法。钉住一揽子货币可以稳定名义有效汇率。当世界主要货币之间的汇率发生波动时,钉住一揽子货币的人民币汇率会根据所钉住的不同种货币的权重做出调整,而不是像钉住美元那样完全根据美元的单边变动而变动。对中国而言,如果权重的选择是以稳定名义有效汇率为目标的,那么一揽子的钉住汇率制度一方面更有利于保持名义有效汇率水平的稳定,同时也可以避免单一钉住美元汇率制度所面临的其它诸多挑战。一揽子的钉住汇率制度在总体上更有利于稳定外部收支和中国的宏观经济稳定。

3. 如何选择钉住一揽子货币中的权重^①

当政府政策目标不同时,货币篮子中各种货币权重的选择也会不同。如果政府将对外贸易稳定作为政策目标,货币篮子中最优的权重就是贸易权重。如果汇率对于该国经济的影响不仅限于贸易领域,政府政策的目标也不是外贸的稳定,最优权重

也会发生变化。

就中国目前的情况而言,汇率制度的主要目标在于通过发展对外贸易促进宏观经济稳定和经济增长。中国外汇的供给主要来自出口和FDI,需求主要来自对外进口。FDI的流动多是出于贸易产品的投资,人民币名义有效汇率的波动对FDI流动同样具有决定性影响。因此,当前中国汇率制度目标的核心可以落在稳定对外贸易,更具体地说是稳定名义有效汇率。当汇率制度目标是稳定对外贸易时,货币篮子中各种货币的最优权重就是它们对中国贸易的权重。

除了贸易以外,如果汇率还会对经济的其它部分造成影响,政府的目标函数也不再是稳定贸易水平,最优权重就会发生变化。当一个国家的目标在于借助国外货币为名义锚稳定本国物价水平,该国有大量对外债务或者债权,或者该国面临资本流动冲击等情况时,该国的在确定汇率水平的目标函数就不仅仅是稳定贸易。根据不同的政策目标,政府的目标函数也会发生变化,所演绎得出的最优权重也会发生变化。

三、一揽子爬行和目标区

加入WTO以后,中国经济会更加开放,中国需要更加灵活的汇率制度。这主要是因为:(1)中国经济与外部经济的联系越紧密,外部冲击对于中国经济的影响越大,越需要汇率的灵活调整来应对这些冲击。(2)加入WTO以后,中国的市场准入条件放宽,更多的外国金融服务机构进入中国。外资金融机构进入后的金融创新会降低资本国际流动的成本,这为国际资本流动(合法或者是非法)提供了新的载体。(3)中国经济中居民和各种类型企业通过国际资本流动实现跨国投资资产组合以回避宏观经济风险的需求,也会随着中国不断开放而提高,这增加了国际资本流动的需求。中国未来的资本管制措施会逐渐放宽,国际资本的自由流动是必然趋势。固定汇率、独立货币政策和资本自由流动的三角难题告诉我们,资本自由流动的增加必然会削弱其它两项宏观经济政策的执行空间。对中国来说,保持相对独立的货币政策更加重要,这需要相对灵活的汇率水平。

受当前中国客观经济条件,尤其是金融市场方面的限制,中国不可能在短期内实现自由浮动的汇率。在保持一揽子钉住汇率制度的同时,一揽子爬行目标区钉住(BBC规则,Basket, Band, Crawling)是转轨时期更加可行的汇率制度选择方案。

以上我们已经对一揽子钉住作了介绍,下面主要介绍爬行和目标区的含义。爬行钉住主要是指根据国内外通货膨胀的变化及时调整汇率水平。一揽子钉住的汇率制度可以起到稳定名义有效汇率的目的。但是,如果国内有相对较高的通货膨胀水平,实际有效汇率(Real effective exchange rate, REER)会发生变化,汇率失调现象最终影响到国际收支。在一揽子的基础上加上爬行钉住,可以起到根据国内外物价水平的差异调整汇率,最终达到稳定实际有效汇率的目的。爬行钉住可以是后向预期(Backward looking),也可以是前向预期(Forward looking)。后向预期的主要目的在于抵消通货膨胀率的差异,前向预期是根据一个下降的预期通货膨胀率逐渐调低通货膨胀水平。

目标区钉住的主要优势,在于通过对外宣称一个汇率波动范围,比如说目前钉住水平上下波动 7.5%,可以更加灵活地调整汇率,应付来自国内或国外的各种冲击。同时,它也可以为货币政策让出更多的政策空间。由于市场发育程度的不完善,各种频繁的制度化冲击对于经济的深刻影响,发展中国家的均衡汇率水平面临着众多的不确定性。保持一个汇率波动范围有利于避免汇率失调,将汇率尽量贴近均衡汇率水平。

四、总结

以上,我们分别讨论了中国汇率制度的目标与汇率水平形成机制,不能采用汇率制度两极的原因,采取单一钉住美元汇率制度面临的诸多缺陷,一揽子钉住与定义美元钉住的区别,一揽子钉住汇率制度中各种货币权数的选择以及爬行和目标区钉住汇率制度的特点等。总的来看,在中国特定的汇率政策目标下,稳定而且有调整空间的汇率水平是目前的最佳选择。与单一钉住美元相比较,钉住一揽子货币在稳定名义有效汇率方面更有优势,它一方面可以更彻底地达到稳定汇率的目的,同时也尽量避免单一钉住美元带来的种种负面影响。一揽子钉住货币的权数选择方面,中国当前的主要目标还是在于稳定名义有效汇率,目标函数中暂时还不需要考虑物价、外债等因素,因此,各种货币的权数性与对应的主要贸易货币、贸易比重保持一致是最好的选择,它最有利于稳定名义有效汇率。鉴于加入 WTO 以后中国需要更加浮动的汇率水平以对抗国内、国外的各种冲击和保持货币政策的实施空间,货币当局可以考虑在一揽子钉住的基础上加入汇率波动的目标区和爬行钉住,即所谓的一揽子爬行目标区(BBC)汇率制度。▲

注释:

[1] Carmen M. Reinhart 和 Kenneth S. Rogoff (2002)在 "the Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation" 文中指出大多数国家根据 IMF 的汇率制度分类表宣布的汇率制度和国内实际实施的汇率制度有重大差别。

[2] 这种具有公信力的汇率制度一般指共同货币(Common Currency)或者是货币局(Currency Board)制度。

[3] 汇率制度“两极论”分别指有非常强硬承诺机制的固定汇率(如共同货币或货币局制度)或者是完全浮动汇率,介于两极之间的中间汇率制度包括爬行钉住、可调整的钉住、幅度(目标)汇率制以及管理浮动制等。两极论认为,如果经济基本面不好或者市场认为存在汇率失调现象,中间汇率制度往往缺乏公信力,在国际资本冲击之下汇率制度往往难以维持。汇率制度“两极论”一个更加详细的介绍可以参见张志超(2001)。

[4] 香港证监会主席沈联涛在中国社会科学院世界经济与政治研究所的报告中指出,中国过去实施的是带有重商主义色彩的“鱼筮政策”,即通过汇率低估和资本管制鼓励资本的流入,限制资本的流出。日本的发展经验证明,这种“鱼筮政策”不利于以后经济长期的发展。中国曾将汇率作为重要的促进出口增加的手段,但是,过多的贸易顺差和相应的外汇储备的积累也是一种外部不平衡,就目前而言它不利于中央银行实施独立的货币政策,过多的外汇资产同时还会带来其它诸多后遗症。在

资本账户还没有对人民币汇率水平构成威胁以前,近期的人民币汇率目标只能是稳定现有汇率水平,不宜作为促进出口的手段。

[5] 在既定的目标函数下,可以通过模型计算出货币权重。

参考文献:

1. Kwan C. H. 2001 "Yen Bloc," Brookings Institution Press.
2. Reinhart Carmen M. and Kenneth S. Rogoff 2002 "the Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," NBER Working Paper.
3. Eichengreen, Barry. 1994 "International Monetary Arrangement For The 21 Century," NBER Working Paper.
4. Frankel Jeffrey A. 1999 "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all times," NBER Working Paper.
5. Shen Jian-Guang "China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Consideration," Bank of Finland Institute for Economics in Transition .
6. Kawai Masahiro and Shinji Takagi 2001 "Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-crisis East Asia," World Bank Working Paper-International Economics, Trade and Capital flows.
7. Yoshino Naoyuki , Sshoko Kaji and Ayaoko Suzuki 2001 "The Basket-Fpeg, Dollar Peg and Floating --A Comparative Analysis of Exchange Rate Regimes," Naoyuki Yoshino 在中国社会科学院世界经济与政治研究所的演讲稿。Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff 1995 "The Mirage Of Fixed Exchange Rate Regime," NBER Working Paper.
8. Williamson, John. 2000 "The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia".
9. Yu Yongding "The Management of China's Economy in 1990s," China and world economy No.1 2002.
10. Zhang Zhichao, "Choosing an Exchange Rate Regime During Economic Transition: the Case of China's 1994 Reform Programme," Economics of Transition 1999.
11. 张志超:《汇率制度理论的新发展:文献综述》,载《世界经济》2002年第1期。
12. 李婧:“解析人民币钉住美元”未发表的讨论稿,2002。

(作者系中国社会科学院研究生院世界经济与政治系 2000 级博士研究生)