

# 关于人民币汇率制度选择的再思考

蔡晋荣

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

[摘要] 首先综述了汇率制度理论的新发展以及围绕人民币汇率制度选择的各种不同观点, 然后对现行人民币汇率制度进行了理论和实际两方面的考察。在此基础上, 探讨了人民币汇率制度改革取向以及长期汇率制度的选择。最后得出结论, 认为我国在短期应谨慎选择退出时机, 实行真正意义上的有管理的浮动汇率制, 在长期选择浮动汇率制。

[关键词] 人民币汇率; 汇率制度; 有管理的浮动汇率制

[中图分类号] F821 [文献标识码] A [文章编号] 1000-971X(2004)05-0031-04

## 一、汇率制度理论的新发展及人民币汇率制度的研究现状

### 1. 汇率制度理论的新发展。

阿利伯(Aliber, 2000)将有关汇率制度选择的主要问题归纳为:“固定还是不固定”和“实行还是不实行最优通货区”。随着1944年布雷顿森林体系的建立, 世界经济选择了“美元与黄金挂钩, 其它货币与美元挂钩”的可调整的固定汇率制度。布雷顿森林体系崩溃后, 除了欧洲货币体系之外, 大多数的工业化国家选择了浮动汇率制, 新兴市场经济国家也从固定汇率制度转向浮动汇率制度体系。

从20世纪90年代以来, 世界上许多国家开始实行资本自由流动, 新兴市场经济国家发生了一系列的货币危机, 由此汇率制度在资本流动条件下的可持续性和危机的预防, 成为判断一国汇率制度是否适当的重要标准。“原罪论”指出, 由于金融市场的不完全性, 发展中国家的金融比较脆弱, 国内投资出现货币错配或期限错配。在汇率政策方面, 这一理论重要的新颖之处在于, 由于“原罪”的存在, 汇率变动会产生资产平衡表效应。同时它还指出, 不管在何种汇率制度下, “原罪”状况及其造成的种种不利后果都会存在。“害怕浮动论”指出, 许多国家由于“害怕浮动”, 其号称实行弹性汇率制的国家其实采用的是“软”的钉住汇率制。“害怕浮动论”主张, 由于新兴经济国家有结构性的不适于浮动的理由,

故这些国家应实行完全美元化。这未必对拉美以外的新兴经济国家适用, 而且它忽略了政治因素的影响。由于资本高度流动, 政府对汇率的承诺变得十分脆弱, “中间制度消失论”指出, 惟一可持久的汇率制度是自由浮动制或是具有非常强硬承诺机制的固定汇率制(如货币联盟和货币局制度), 介于两者之间的中间性汇率制度包括“软”钉住汇率制度以及管理浮动制, 正在消失或应当消失。但是在分析上, 用不可能的三位一体、过度积累未对冲的外币债务和政治上的困难这三种论据, 来解释为什么必须有“ endpoint解”, 迄今尚未能使人完全信服。

### 2. 经济结构特征与汇率制度。

Heller于1978年提出了“经济论”认为一国汇率制度的选择主要取决于经济结构特征因素, 如经济规模、经济开放程度、进出口贸易的商品结构与地域分布、相对通货膨胀率以及同国际金融市场一体化程度等。一些发展中国家的经济学家提出了“依附论”, 认为发展中国家汇率制度的选择取决于其经济、政治等对外依赖关系, 至于采用何种货币作为锚货币, 取决于该国对外经济、政治关系的集中程度。在此基础上, 美国经济学家格雷厄姆·伯德提出了10个方面的因素作为发展中国家是否采用浮动汇率制的参考标准, 具体是: 一国经济波动主要来自于国外, 经济开放程度不高, 商品多样化, 贸易分布广, 资金市场一体化程度高, 相对通货膨胀率差异大, 进

[作者简介] 蔡晋荣(1974—), 男, 江西抚州人, 厦门大学经济系硕士研究生。

出口价格弹性高,国际储备少,社会更倾向于收入增长,或存在完善的远期外汇市场。一国只要具备这些因素中的多数,则适宜选择浮动汇率制;反之,则相反。

从长期来看,一国经济具备下述特征时宜实行浮动汇率制度:经济规模大,金融市场发展完善;经济开放程度低,政策相似性低;人均GDP高,进出口价格弹性高。反之,则实行固定或钉住汇率制。从中期看,一国实行浮动汇率制具备的特征是:贸易分布分散化,生产要素流动性低;贸易产品多样化程度高,通货膨胀率差异大;金融市场一体化程度高,资本流动较为频繁;外债货币错配程度低,本国国际偿债能力高。反之,则宜实行固定或钉住汇率制。

### 3. 人民币汇率制度选择理论综述。

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。东南亚危机之前,中国的汇率政策是以实际目标为导向,中国的汇率目标是促进出口和获得外汇。东南亚危机期间和危机后,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。从我国目前情况来看,实行完全浮动汇率制度是不可能的,而实行钉住美元的汇率制度还是实行有管理的浮动汇率制的讨论一直存在。

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采取更灵活的汇率制度。余永定(2001)认为,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”,由此造成中国宏观经济管理的复杂性。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。持续实行冲销政策成本是高昂的,将会导致货币供给的波动和经济的不稳定。

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。虽然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,但是,易纲(2000)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。在资本账户尚未开放情况下,实行弹性的、完全浮动、灵活调整的汇率制度是一种“奢侈品”,因此发展中国家在实现货币的完全可兑换之前,应实行在政策参数控制下的、以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制(虽然如此,汇率的完全市场化仍应是汇率改进的最终方向)。由此说明中国选择有管理的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,指出中国应选择有管理的浮动汇率制度。胡祖六(2000、

2001)认为,在中国加入WTO的最初几年中,大幅度削减关税和关税壁垒会给经济带来巨大冲击,固定或僵化的汇率制度不利于资源有效配置和国际收支状况。从中期看,中国将会放松资本管制和外汇管制,开放的资本项目需要灵活的汇率制度。贺力平(2000)认为,长远来看,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。

另外一些学者则持相反观点,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,中国仍应选择与美元挂钩。

## 二、现行人民币汇率制度的实际考察

### 1. 现行汇率制度的形成及评价。

1994年实行汇率并轨以来,中国实行的是钉住单一货币的固定钉住制,同时实行强制结汇制度,即企业必须把出口、服务贸易收汇出售给国家,资本项目的收汇必须调回境内由外汇指定银行结汇或保留,进口用汇必须经过真实性审核。1996年12月中国实行了经常项目下的可兑换,但对资本项目下的用汇需求仍有严格限制。

对于银行间的外汇交易市场,外汇局对银行外汇头寸实行上下限额管理,超过限额,中央银行买进,而限额以下商业银行必须买进补充。由此中央银行参与外汇交易市场形成的净外汇增加,就是外汇储备的增加。由于外汇供求是以强制结汇为基础的银行间市场,因此对人民币汇率形成机制的不同观点一直存在。

但是,稳定的人民币汇率制度对中国经济发展发挥了重要作用,增加了政府的公信力,稳定了遭受东南亚金融危机打击的亚洲局势。总的来看,人民币固定单一钉住美元汇率制度的积极作用体现在:第一,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。第二,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。第三,借助美元影响,推进人民币的国际化进程。第四,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。第五,有助于稳定国内物价水平。

然而,这种汇率制度面临一些明显的缺陷,主要体现在:第一,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。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。第二,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率的波动当中。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。

从目前固定单一钉住美元制度的持续性来看,当前固定单一钉住美元的汇率制度将使得人民币持续偏离均衡汇率的运动趋势,从而给货币管理当局带来很大的压力: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。其次,贸易逆差国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。因此,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。

## 2. 人民币汇率制度的改革取向。

随着中国加入世贸组织以来,经济开放度将逐步提高,贸易分布也将逐渐拓展,经济大国的地位也正日益得到加强,资本市场的改革将逐步深化,国际收支资本项目下的人民币可自由兑换也将最终实现。由于货币政策的重要性越来越大,很少国家愿意在长期内放弃货币政策的自主性,汇率制度的最终趋势将向浮动汇率制转化。

根据前述国内外专家的观点,中国现阶段不可能实行完全的浮动汇率制,为了适应中国现阶段经济发展的需要,有必要重归有管理的浮动汇率制。

第一,随着经济规模的扩大,中国大国经济的特点将会越来越明显,货币政策的目標将由外部转向内部,货币政策的独立性愈加重要。由于钉住美元制,为保证货币政策的独立性,央行采取一定冲销政

策,货币政策就不能根据国内经济政策的需要进行灵活调整。随着中国经济的进一步增长,以及中国所具有的巨大和潜在的经济规模,从长期来看,中国的货币政策将转向国内经济目标,保持内部经济平衡的政策调整空间。

第二,人民币资本项目的可兑换与增加人民币汇率的灵活性是一个互动的过程。对于资本账户实行严格控制的发展中国家,任何实现浮动汇率制度的承诺最终都会收敛于固定的汇率制度(易纲,2000)。中国目前实行资本管制,可以维持固定汇率制度,同时能够有效地实现独立的货币政策。但是长期来看,资本管制必然走向开放。资本管制的放松为人民币汇率生成机制的市场化和均衡汇率的形成创造了条件,而中国可以采取更灵活的汇率制度。汇率的灵活性可以减轻资本管制的压力,缓解外来冲击的不利影响,并为国内货币政策提供一个方便的工具。因此放松资本管制和增加汇率的灵活性是一个相互促进的过程。

## 3. 人民币汇率制度的长期选择。

张志超从博弈论的角度研究中国汇率制度的选择,他通过固定汇率制度下和浮动汇率制度下的福利比较,得出浮动汇率制下的损失最小。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。因此从长期看,人民币实行浮动汇率制度将不可避免。郭建全、周茂荣通过动态分析,说明浮动汇率制下,如果允许投资性资本自由流动并不断放松对投机资本的管制,经济将会由鞍点稳定转变为全局稳定。这似乎说明,浮动汇率与资本自由流动有着某种“天然”的必然联系,国际资本的自由流动可以使浮动汇率制度更加安全。随着我国的经济的发展,长期来看,我国的资本管制必将放开,金融市场建设也将日趋完善,而实行浮动汇率制度有助于资源有效配置、有助于我国实现国内国外经济目标。

## 三、政策建议与结论

人民币汇率制度的改革必须反映中国经济发展需要,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。为促进中国经济的发展,保持货币政策的独立性,中国应该采取更加灵活的汇率制度。无论是从资源有效配置的角度还是从国际收支状况看,坚持采用固定汇率制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(下转第37页)

由于投资者、上市公司、政府在信息披露制度中的角色定位的不同,我国目前的信息披露制度是政府主导型的强制性信息披露制度为主导,上市公司自愿信息披露制度为辅的制度结构。目前的信息披露制度是一种低效率均衡状态,其原因如下:

1. 制度供给方面的原因。涉及到信息披露制度的法律法规不少,但这些法律法规是松散的,没有形成一个完善的结构或体系,因此信息披露制度的供给水平较低。比如说,关于预测性财务信息披露的有关问题虽有所涉及,但有的是强制性规范,有的是任意性规范,起不到真正的规范作用。而且规范的内容也仅局限于上市公司在上市时盈利预测信息的披露和审核,没有关于盈利预测信息生成的会计准则与之相配套。再如,目前对不能实现的盈利预测有关法律责任的直接规定中没有包括民事责任,对证券欺诈法律责任的有关规定也主要是集中于刑事责任和行政责任,对民事责任虽有规定,但缺乏进一步可具体操作的规范。

2. 集团利益的相互冲突,即各利益主体对信息披露制度的不同反应及力量对比。由于信息披露只涉及到各有关主体的利益安排,所以各主体对信息披露制度的完善持不同的态度。在信息披露制度的

完善中受损失或利益受到限制的有关主体为维持既得利益,会以种种方式抵制或变相抵制信息披露制度,甚至进行虚假信息披露以获取高额收益。如前面所论述的,中小投资者虽然是信息披露制度完善的收益者,但由于其力量的弱小而无法左右制度的均衡状态。

#### 参考文献:

1. 谭劲松等. 会计信息失真的经济学根源探究[J]. 贵州财经学院学报, 2002, (2).
2. 邓小洋. 会计信息披露的经济学思考[J]. 财经理论与实践, 1999, (7).
3. 黄少安. 制度变迁角色转换假说及其对中国制度变革的解释——兼评杨瑞龙的“中间扩散型假说”和“三阶段论”[J]. 经济研究, 1999, (1).
4. 陆正飞, 刘桂进. 中国公众投资者信息需求之探索性研究[J]. 经济研究, 2002, (4).
5. [美] 科斯等. 财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派文集[M]. 上海: 上海三联书店、上海人民出版社, 1994.
6. [美] 曼瑟尔·奥尔森. 集体行动的逻辑[M]. 上海: 上海三联书店、上海人民出版社, 1995.

(上接第 33 页)更加灵活的汇率制度;从长期来看,资本项目将实现自由兑换,浮动汇率制无疑是汇率制度的长期目标。

现阶段人民币汇率制度的调整宜采用的方案是一次性的引起汇率水平调整,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。第一,一揽子钉住汇率制度不可行。首先,在各种货币的权重选择问题上,无论是简单的根据主要贸易伙伴国所占比重来确定权重,还是根据既定的目标函数来确定,都不能反映均衡汇率的运动趋势;其次,如果采取一揽子钉住汇率制度,对于中国的微观经济个体而言,频繁的汇率波动会给他们的外汇资产、贸易、投资带来巨大的汇率风险。第二,区间浮动难以在近期引入。首先是合适的浮动区间问题,小的浮动区间(1%—2%)不能反映汇率的运动趋势,还有可能引发投机行为,不利于宏观经济的稳定,大的浮动区间(15%—30%)就接近了自由浮动的汇率制度,由于中国的金融市场建设处于起步阶段,完全依靠市场的力量不仅难以发现均衡的汇率水平,而且还会对宏观经济带来威胁。第三,选择最佳的退出战略。首先是退出的动机,研究

表明最佳的退出战略,是在估计出钉住汇率的边际收益等于边际成本的时间点上退出。其次要考察的是退出的时机与退出的步骤。在退出的时机选择上,一国应该选择外汇市场相对平静的时期,或是其货币趋于升值时,特别是当有大量资本内流时;在退出的步骤上,如果退出发生在外汇市场平静和汇率升值时,可采取缓慢的步骤,逐渐推进到新的较有弹性的汇率制度,如在危机情况下被迫退出,则应迅速采取行动,同时还需要采取一些搭配政策。

#### 参考文献:

- [1] 唐建华. 汇率制度选择: 理论争论、发展趋势及其经济绩效比较[J]. 金融研究, 2003, (3).
- [2] 陈岱孙, 厉以宁. 国际金融学说史[M]. 北京: 中国金融出版社, 1991.
- [3] 李 婧. 人民币汇率制度选择: 文献综述[J]. 世界经济, 2002, (3).
- [4] 李 婧. 人民币汇率制度的改革取向及退出战略[J]. 国际经济评论, 2003, (1) (2).
- [5] 郭建全, 周茂荣. 弹性汇率制度下资本控制的效应[J]. 经济研究, 2003, (5).