

汇率目标区理论与人民币汇率机制的改革思路

姜凌 韩璐

摘要: 本文在对汇率目标区理论的产生与发展加以简介的基础上,结合现行人民币汇率机制的特点及其缺陷分析,指出了在经济全球化趋势下,面临着加入世界贸易组织的挑战和机遇的中国,人民币现行的所谓有管理的浮动汇率制度的改革创新,已经到了必要、紧迫的时候;而汇率目标区的汇率机制是较为适合当代世界经济的现实和我国的具体国情的选择。本文接着从人民币汇率目标区的基础均衡汇率和边界值的测定、中央银行和政府的作用及作用条件等不同方面,对人民币汇率目标区制的创新实施,进行了论证。

关键词: 汇率 固定汇率 管理浮动汇率 汇率目标区制

一、汇率目标区理论的提出及主要内容

汇率目标区理论的提出要追溯到20世纪70年代为战后世界经济繁荣做出过巨大贡献的布雷顿森林体系彻底崩溃,布雷顿森林体系崩溃后世界进入了以浮动汇率为主的混合体制时期。浮动汇率制给全世界的贸易、投资、国际经济政策协调带来了前所未有的困难,各主要货币之间的汇率经历了频繁而剧烈的动荡,呈现大起大落之势。从那以后,世界上许多学者和政府官员为寻求一种更合理的汇率制度而提出了许多汇制改革举措,“汇率目标区”就是其中最具代表性的举措之一。

最早提出“汇率目标区”这一汇制改革举措的是荷兰财政大臣杜森贝里(Duisenberg)。他在1976年曾提出过建立欧洲共同体六国货币汇价变动的目标区计划。1985年,美国著名学者约翰·威廉姆森(John Williamson)和伯格斯坦(Bergesen)共同又提出了详细的汇率目标区设想及行动计划。1987年2月,七国集团中的六国财长在巴黎会议上将汇率目标区思想写入会后发表的《卢浮宫协议》。1991年克鲁格曼基于1985年威廉姆森始倡的汇率目标区方案,创立了汇率目标区的第一个规范理论模型—克鲁格曼的基本目标区理论及模型,并引起了学术界对汇率目标区问题的浓厚兴趣。

汇率目标区理论的基本指导思想,是用于在世界贸易中占最大比重的工业国家的货币来建立一个汇率目标区,在这个“区”内有一个中心汇率(基本汇率),并在中心汇率附近确定一个汇率波动的范围,实际汇率对中心汇率的偏离幅度要确定下来,有关国家正力求使汇率的变动不超过这个区域。其主要内容有:

(1) 首先建议在美、英、日、德、法五个工业发达国家的货币之间,建立一种相对均衡的汇率及其浮动幅度,作为“汇率目标区”的汇率和浮动幅度。

(2) 其他国家的货币汇率则钉住“目标区”的汇率和浮动

幅度。

(3) “汇率目标区”体系需要研讨后才能确定的问题是:目标区的规模问题;目标区汇率变动的频率和幅度问题;目标区对外公开的程度问题;对目标区汇率的承诺或保证程度的问题。

根据汇率目标区的内容可将汇率目标区分为“硬目标区”和“软目标区”。“硬目标区”的特点是:汇率波动幅度小,不常修订,目标区的内容对外公开,一般是通过货币政策将汇率维持在目标区。而“软目标区”则是波动幅度大,常修订,目标区的内容不对外公开,不必要求通过货币政策加以维持。

汇率目标区与现行管理浮动汇率制的区别在于汇率目标区为一定时期内汇率波动幅度设立了一个目标范围,并且根据汇率变动的情况调整货币政策,防止汇率波动超过此目标区。汇率目标区与严格的固定汇率制也不同,实行汇率目标区的国家没有通过市场干预以维持汇率稳定的义务,也不需要做出任何形式的市场干预的承诺,并且目标区本身也可以随着经济形势变化而随时做出调整。

汇率目标区方案包括了两种汇率制度的优点,即浮动汇率的灵活性和固定汇率的稳定性。虽然这个方案不能彻底解决汇率不稳定的问题,但如果主要西方国家能在此基础上协调宏观政策,那么这个方案还是有助于促进汇率的稳定、推动汇率制度的改革。

二、建立人民币汇率目标区的现实意义

(一) 现行人民币汇率制度的本质特点

我国在1994年实行外汇体制改革后,人民币汇率由过去的双轨制变为单一汇率,即由过去的官方汇率和外汇调剂市场汇率的同时并存,改为以市场供求为基础的、有管理的单一浮动汇率。然而,现行人民币汇率制度实质上是一种钉住美元的固定汇率制度。其根据在于:

首先,从1994年1月起至今,美元兑德国马克、英镑、日元等西方主要货币汇价发生了较大变化,在此期间人民币汇率却始终在USD1 RMB8.26-8.70范围内钉住美元。

其次,中国人民银行按照前一营业日银行间外汇市场形成的加权平均汇率,公布人民币对美元、港元、日元三种货币的基准汇率,三种货币以外的其他外币汇率,则按美元基准汇率,参照国际市场外汇行市套算中间汇率。可见人民币采用的是钉住美元的汇率安排。

再次,人民币汇率兑美元仅在很窄的区间内浮动,如从1998年至今,汇率一直在8.2680-8.2800这个只有1%左右的区间内浮动,一旦汇率超出这个区间,中央银行就会干预市场,使汇率重新回复到区间内。这几个特征使得我们可以认定现行人民币实质上采用的是某种较宽松的钉住美元的固定汇率政策。

(二) 现行人民币汇率制度的缺陷

钉住汇率既可以天然地存在于固定汇率之中,也可以存在于名义上的管理浮动汇率之中。一个国家实行钉住汇率制的微观经济收益是汇率稳定,可促进贸易与投资,但它也有一些宏观经济成本,尤其是在通货紧缩时期的宏观经济成本。总的来说,在主要经济大国都采用浮动汇率制的国际环境下,钉住汇率制的弱点是显而易见的,有时甚至是致命性的。

1. 钉住汇率制在现行国际汇率制度下并不能有效降低名义汇率的波动性。在1996年实行钉住汇率制的69个国家中,有21种货币钉住美元,15种钉住法国法郎,9种钉住其他货币,4种钉住单一货币但可调整,2种钉住特别提款权,18种钉住其他货币组合。就与被钉住货币的关系而言,这些国家的货币币值在一段时间内是相对稳定的,但置身于全球背景下,这些国家的货币则又处于“非均衡浮动”中。鉴于当今国际汇率制度的主流是浮动汇率制,主要发达国家货币,如美元、法郎等,其汇率是自由浮动的,发展中国家货币钉住其中一种或一组货币实际上意味着与其他(非钉住)国家的货币也是自由浮动的,其加权平均有效汇率完全决定于主要发达国家之间汇率的波动状况,而与本国经济脱节,诱致了汇率对经济的非均衡干扰。

2. 钉住汇率制扩大了实际有效汇率的波动幅度,增加了爆发金融危机的概率。20世纪70年代和80年代,发展中国家的汇率稳定计划在成功抑制通货膨胀的同时,也伴随着实际有效汇率的大幅升值,进而引起经济的大幅度波动。在研究银行危机的先行指标时,凯明斯基和莱因哈特都发现,实际有效汇率急剧上升是很有用的指标。

1999年,中国对欧盟的出口出现滑坡现象,人民币实际有效汇率相对于欧元大幅度升值是一个重要的因素。近年来,由于美国经济增长强劲,几乎所有的国家的货币相对于美元均有不同幅度的贬值,但是,中国的人民币汇率则相对于美元还有一定幅度的升值。在人民币汇率同美元挂钩的情况下,由于其他货币的汇率相对于美元贬值,使中国人民币实际有效汇率间接地相对于其他货币升值,从而降低了中国产品的价格竞争力。

3. 钉住汇率制度鼓励了不稳定性投机,加大了经济体系的脆弱性。汇率归根到底是两种货币的相对价格,从长期看,它是各国经济实力的相对体现。各国经济发展不平衡使其货币相对价值发生变化,汇率也必然应该发生变化。钉住汇率的僵化性使这种浮动趋势被人为抑制,累积的“抑制效应”为国际游资的冲击提供了实质的经济基础。发展中国家的中央银行由于不够充足的外汇储备和缺乏畅通的资金融通渠道,在没有主要发达国家援助时,在有先进技术以及金融创新工具的国际游资面前,其维持钉住汇率的承诺往往显得苍白无力。信心危机诱致的“羊群效应”进一步加剧了对钉住汇率制的冲击,迫使一国匆忙实行浮动汇率制,增加了汇率制度变迁的经济成本。

实践已经证明最有可能受到冲击的国家的货币体系往往具备以下特征:汇率体系缺乏弹性,过分高估的真实汇率,市场汇价出现失真,国内金融体系脆弱且财务状况不良,资产质量低下,短期债务比例过高。汇率越僵硬,中央银行承受的压力越大,金融机构越脆弱,抵御市场波动的能力就越薄弱。

以上分析表示,发展中国家实行的钉住汇率制度存在着难以克服的脆弱性。虽然钉住汇率制度的一般性缺陷对于现在的中国似乎有些不太适用,这主要是因为中国现在的资本账户未放开,这道屏障有效地阻碍了国际游资对中国金融市场的投机。但是加入世界贸易组织后,中国融入国际金融体系的步伐越来越快,资本账户最终要放开,如果那时中国国内的金融体系还未改善,同时依然实行钉住美元的汇率制度,那么中国必然会与1998年的东南亚面临相同的危机。

经济全球化以日新月异的速度使世界经济由工业文明向信息文明转变,在这个转型时期,中国的经济改革也走到了重要的转折时期。作为重要的经济政策——人民币汇率制度的重新选择与改革也必须被提到议事日程上来。

(三) 改革现行人民币汇率制度的选择

对于中国来说,当前仍然实行资本项目的管制,这使得货币当局还未正式面临“三难抉择”的窘境。但是,从长期来看,资本自由流动是大势所趋,而我国国情决定不可能放弃货币政策的独立自主性,因而最有可能调整和“牺牲”的是汇率目标和汇率制度。从这个意义上讲,选择合适的人民币汇率制度,尽可能地将国际投机力量攻击产生的不良影响减少到最低程度,显然是很有必要的。

我国建立汇率目标区的现实意义,首先在于人民币汇率目标区的建立向市场发出明确的信号,增强公众对汇率保持稳定的心理预期,提高了汇率政策的有效性。另一方面汇率水平在目标区内的适度波动可调节外汇市场供求,减少不合理的资金流动套利行为,使各种不利因素的冲击在目标区得以缓解和释放。

我国建立汇率目标区的现实意义,还在于可保持货币政策操作的独立性,有节奏地隔离资本流动对货币政策的冲击。当汇率在目标区内小幅度波动时,中央银行不进行或很少进行干预,这样就保证了货币政策稳定。扩大汇率浮动范围后,汇率变化将更加灵活。由于预期的汇率变化不再是单

向稳定的,套利行为的风险成本就会增大,从而削弱了投机性资本流入套利的动机。较大的浮动范围可较早预示资本流入逆转的信号,增强货币当局的调控能力。

在管理浮动汇率体制下,中央银行为维持汇率的稳定,不得不运用货币政策在一个相对固定的水平上频繁地调节汇率。在汇率目标区体系下,由于汇率水平的灵活性,中央银行无需在目标区内经常调节汇率,有助于货币政策相对独立地实现国内宏观经济目标。目标区汇率灵活性和稳定性兼顾的特点使汇率政策能有效地调节国际收支,实现外部平衡,而汇率政策效率的提高又促进货币政策有效地达到宏观经济内部平衡目标,不必过多受制于外部因素,这将有利于资金的合理流动、配置,求得货币市场和外汇市场的价格均衡,促进宏观经济内外协调、均衡、持续地发展。

三、人民币汇率目标区制的构建设想

(一)人民币汇率目标区的基础均衡汇率测定

我国应由中央银行建立起人民币基准汇率的生成模型,确定一个与国际收支长期形态相适应的基础均衡汇率(FEER),即期汇率围绕着这一基础均衡汇率波动,波动幅度有上下限制。

购买力平价论认为,汇率实质是一国货币对外价值的体现,其水平取决于本国和它国货币相对价值的比较。本文用可贸易品购买力水平价作为我国的基础均衡汇率。根据易纲、范敏的测算,1997年中国与美国的可贸易品购买力平价为1美元=7.5人民币元。

$$\frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}} = \text{RMB} - \$ \dots\dots\dots (1)$$

表 1

消费者价格指数(以 1995 年为基数,2000 年)	
美国	9.2%
中国	9.02%

由公式(1)和表 1 数据求得 $E_{2000} = 7.51$ 人民币元/美元,从这个计算结果可以看出中国人民币现在被低估了,这与英国《经济学家》杂志每年进行的“汉堡经济报告”(“汉堡经济报告”研究基础是购买力平价理论,研究的商品是麦当劳的麦香汉堡)测算的结果相似。“汉堡经济报告”2001年4月份出的“汉堡经济报告”指出中国人民币汇率被严重低估。根据上面的计算结果我们确定人民币汇率目标区的基础均衡汇率为1美元=7.5人民币元。

(二)在基础汇率水平确定条件下,设定汇率目标区的边界值

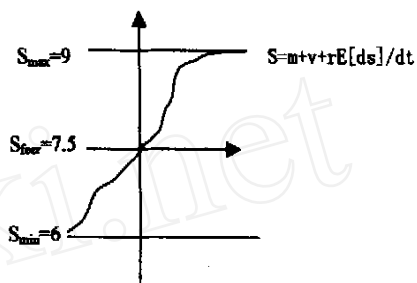
在确定目标汇率的范围或波动幅度时,可考虑以下几个因素:一是国内进出口商品物价水平的变化情况;二是出口状况;三是我国的外汇储备水平;四是我国的国际收支状况。

有学者建议,根据人民币波动的实际情况和国内宏观经济情况,设置人民币汇率目标区的上下浮动区间为 20%,即用 $7.5 \pm 7.5 * 20\%$,可以得到人民币汇率目标区的上下限,即 $S_{max} = 9$ 人民币元/美元, $S_{min} = 6$ 人民币元/美元。在汇率目标区边界内,中央银行应尽量减少对外汇市场的直接干

预,促进和完善市场汇率形成机制,增强汇率变动的灵活性,充分发挥汇率政策调节外部平衡的作用。

(三)在市场汇率水平逼近人民币汇率目标区边界时,中国人民银行应综合运用各种货币政策工具,而不是单一地变动货币供应量来维护汇率目标区

实行中央银行对外汇市场的主动干预,干预的模式可采用“目标区内部边际干预”加“边界干预”的混合模式。中央银行并不需要对汇率的任何波动都进行干预,只有当市场汇率超出波动幅度时,中央银行才有必要进行干预。在这里,可以考虑借鉴欧洲货币体系汇率机制的做法,设立一个带有预警作用的偏离界限,当市场汇率达到波动幅度所规定的界限限时,中央银行必须对外汇市场进行干预,以确保汇率水平的稳定。



第一,中央银行可先提高或降低货币市场利率,调节金融市场资金价格,稳定人民币汇率;若效果不明显,中央银行可改变货币供应量影响金融市场流动性;在外部冲击剧烈时中央银行可直接进入外汇市场,买卖外汇以调节外汇市场供求,稳定汇率。

第二,人民币汇率目标区的建立使汇率政策更具灵活性,中央银行无需在汇率目标区内频繁地调节汇率,有助于货币政策独立地实现国内均衡目标。当然,汇率目标区的基础汇率不可能是固定不变的。中国人民银行在中期内保持汇率不变,在长期内则依据可贸易品购买力平价的变动,在实际汇率偏离原先设定的目标区基础汇率较大时适时调整基础汇率。但基础汇率一定要在较长时期才进行变动,过于频繁的变动会使中央银行维持汇率目标区的可信度下降,不利于汇率政策和货币政策协调。

第三,货币当局在进行技术操作上,可以建立一个以货币篮子为目标的汇率指数。货币当局进行调控时,可以计算出最近月份该指数的数值,并根据它的过去的变动幅度和当局对通货膨胀的预期确定这一指数在下一月度的变动区间,据此选择是否对市场进行干预以及这种干预的强度。

第四,改变由中央银行承担在外汇市场上买卖外汇供求差额的做法,而代之以用外汇平准基金进行人民币汇率干预。

外汇平准基金的运行机制是:当外汇市场上外汇供求失去平衡,市场汇率大幅度波动时,中央银行通过外汇平准基金吞吐外汇,借此来影响和稳定人民币对外汇率,使中央银行汇率政策纳入对国民经济的宏观调控轨道,从而加强中央银行对国民经济的宏观调控。按照国际惯例,外汇平准基金的一大部分应该来自国家的外汇储备,另一部分来自商业银

行的外汇资产,其使用的唯一目的就是平抑汇率,使汇率保持相对稳定。

(四) 改钉住美元为钉住货币篮子

随着欧元的创立与运转,国际货币市场上已经改变了美元一枝独秀的局面,而成为了美元、欧元、日元三分天下的态势。中国是一个大国,对外经济交往日趋多元化,经济管理体制、经济发展阶段、经济增长率和通货膨胀率等因素,与主要经济贸易国家和地区有很大差异,实行钉住单一货币的汇率机制,如想保持汇率水平的相对合理,很难避免较为频繁的调整。而这种调整,并不利于企业开展对外经济交往,也不利于经济持续、匀速发展。所以我们考虑可以进行目标汇率的改革,改钉住单一货币为钉住一揽子货币。

基本思路为选择构造一个多种货币所构成的虚拟货币,人民币汇率在进行调控时不再钉住美元,而是钉住人民币与该虚拟货币的汇率。该虚拟货币(以下称之为世界元)应具备以下特征:

- (1) 其组成包含了中国主要贸易伙伴的币种。
- (2) 以世界元的汇率衡量一国产品在所有境外市场上的总体竞争能力(或本币在所有境外市场的购买力)。世界元的贬值和升值反映了短期国际资金流入(流出)本国市场的可能变化方向。

世界元的简单构造方法:以中国进出口中该国货币所占的比例作为货币篮子中该货币的权重,以这些权重乘以本币对这些国家货币的汇率后加总得出人民币对该世界元的汇率:

$$M = \sum W_i X_i \dots\dots\dots (2)$$

其中, W_i 表示第*i*种货币在中国国际贸易中的权重, X_i 表示该种货币与人民币的汇率。考察构造出的世界元汇率,我们可以看出它具有如下优势:它可以衡量人民币在世界范围内的购买力。当人民币相对世界元贬值,说明中国在整个世界贸易中整体货币贬值,按照现有进出口比例,在世界价格不变的情况下可购回的商品减少,在国内商品价格不变的情况下出口商品的价格降低,国际竞争力增强;反之,当人民币相对世界元升值,说明中国在整个世界贸易中整体货币升值,按照现有进出口比例,在世界价格不变的情况下可购回的商品增多,在国内商品价格不变的情况下出口商品的价格提高,国际竞争力减弱。并且由于 $M/X_i = W_i$,各种货币相对于人民币升贬值对世界元汇率的影响都通过该国在中国贸易中的比例来加权反映。

因为在当前的银行间外汇市场上,主要进行的是美元的交易。设美元与人民币的汇率为 X_1 ,美元与其他币种的汇率为 $R_i (i>1)$,则由(2)式可推出当日世界元汇率:

$$M = W_1 * X_1 + \sum_{i>1} W_i * X_i / R_i \dots\dots\dots (3)$$

其中, W_i 表示各国贸易在中国世界贸易中的比重; W_1 表示中美贸易在中国进出口贸易中的比重。

在国际市场上,美元与其他外币的汇率发生了变化时,必将引起人民币对该种货币的汇率发生变动,从而对中国的

国际收支产生影响。我们想保持中国商品的整体竞争力,也即是保持世界元的汇率不变,由 $M=M$,可得:

$$W_1 * X_1 + \sum_{i>1} W_i * X_i / R_i = W_1 * X_1 + \sum_{i>1} W_i * X_i / R_i \dots (4)$$

因为我国货币当局的主要调控货币为美元,由上式可变形得到:

$$X_1 = (W_1 * X_1 + \sum_{i>1} W_i * X_i / R_i) / (W_1 + \sum_{i>1} W_i / R_i) \dots\dots\dots (5)$$

钉住世界元汇率,即保持世界元汇率不变,对美元汇率进行调控。

$$\frac{\partial X_1}{\partial R_i} = \frac{(W_1 * X_1 + \sum_{i>1} W_i * X_i / R_i) * W_i}{(W_1 + \sum_{i>1} W_i / R_i)^2 * R_i^2} \dots\dots\dots (6)$$

可以看出随着美元的对其他货币的升值(R_i 的降低),钉住世界元汇率不变时,可以允许人民币对美元贬值(X_1 上升)。其含义可以作如下的解释:在美元对其他货币升值时,美元相对于其他货币的购买力上升,即人民币通过美元换算的国际购买力上升,即使人民币对美元贬值,即人民币相对于美元的国际购买力有所下降,也可以得到弥补,保持人民币在世界经济中的货币购买力不变。这样,可以加强人民币与整个国际经济的联系,避免货币当局频繁的入市干预,有很好的政策意义。

注释:

- 参见《国际金融报》,2001-04-29。
- 参见《汇率制度改革真的要“舍中间,取两级”吗?》,载《国研网》(www.drcnet.gov.cn)。

参考文献:

- 1. Williamson,1985. TheExchangeRateSystem. Wasington:Institute forInternationalEconomics.
- 2. Miller,MarcusandWilliamson,Jone,1987. TargetZonesandPolicy CoordinationWasingtonDC:InstituteforInternationalEconomics.
- 3. Krugman,Paul,1991. TargetZonesandExchangeRateDynamics. TheQuarterlyJournalofEconomics,August1991.
- 4. Bertola,GiuseppeandCaballero,RicardoJ.,1992. TargetZonesand Realignments. AmericanEconomicReview,June1992.
- 5. 李平:《人民币汇率:理论、历史、现状及其发展趋势》,北京,经济科学出版社。
- 6. 姜凌:《试析国际货币金融制度改革》,载《经济学家》,1999(4)。
- 7. 姜凌:《国际经济一体化趋势下跨世纪的南北经济关系》,载《世界经济》,1999(3)。
- 8. 姜凌:《亚洲金融危机——对我国的经济影响及政策反思》,载《四川金融》,1998(11)。
- 9. 姜凌:《人民币国际化理论与实践的若干问题》,载《世界经济》,1997(4)。
- 10. 易纲、范敏:《人民币汇率的决定因素及走势分析》,载《经济研究》,1997(10)。
- 11. 易纲:《汇率制度的选择》,载《金融研究》,2000(9)。

(作者单位:西南财经大学经济学院 成都 610074
深圳中国平安保险公司培训部 深圳 510000)
(责任编辑: X)

