

完善人民币汇率形成机制的制度选择

刘 柏,张艾莲

(吉林大学商学院,吉林 长春 130012)

摘要:现阶段,我国经济具有明显的过渡性和区制转移特点,对外经济也呈现阶梯式增长,因此我国可采用有管理的离散浮动汇率制度。该制度是针对传统的连续浮动汇率而言的。与基于市场供求关系变化的连续浮动汇率制度相比,离散浮动则依据时间变化和政策需要进行调整。短期内,在狭窄的置信区间内发挥市场供给和需求的作用,汇率水平主要由市场决定,政府对外汇市场进行微调;长期内,随着经济的不断增长,当宏观经济环境发生本质性改变的情况下,对汇率水平进行离散式调整,使汇率跳跃至新的汇率水平,以满足经济指标回归到市场均衡的需要,使汇率进入新的波动通道。

关键词:汇率形成机制;市场波动;外汇风险

中图分类号:F832.6 **文献标识码:**A

文章编号:1007-7685(2013)08-0094-04

在全球经济一体化的推动下,集中彰显对外经济关系的外汇市场成为诸多力量相互制衡的焦点,汇率也从原来的边缘变量成为宏观经济的关键性变量。我国自改革开放以来,汇率制度发生了根本性变化。随着我国对外开放程度的加深,汇率水平的微变动对宏观经济的作用愈加突显,汇率制度的选择即汇率形成机制的构建将影响对外经济能否稳定发展。

一、汇率形成机制的制度辨析

汇率制度分为固定汇率制度和浮动汇率制度。由于固定汇率制度的维持需要放弃中央银行的自主性,所以随着全球经济的一体化,已很少有国家或地区实施固定汇率制度。而完全由外汇市场的供给和需求状况决定汇率的自由浮动汇率制度也是不可能出现的,因为汇率与宏观经济变量如产出具有较强的相关性,尤其是在开放经济条件下更为显著。因而在通常情况下,即使市场化程度较高的国家,中央银行也不会放任汇率自由浮动。所以,基于国际经济环境和经济发展阶段,不同国家或地区会根据实际状况选择适合经济基本面的汇率制度,国际上的汇率制度基本上介于固定汇率制度和自由浮动汇率制度之间。

由于固定汇率制度和自由浮动汇率制度的局限,威廉姆斯(Williamson)综合了固定汇率制度和浮动汇率制度特质,提出了汇率目标区概念,认为中央银行应预先对汇率波动幅度设定区间,当汇率水平不超出区间的上下限时,中央银行不介入,但如果汇率水平超出上下限时,中央银行将介入外汇市场并采取措施,以保持汇率在预先设定的区间内波动。^[1]克鲁格曼(Krugman,1991)将 Williamson 的理念进一步延伸,将随机微分方程应用于目标区与汇率动态分析中,并采用连续条件和平滑链接条件,认为汇

注:本文是国家社会科学基金项目“完善人民币汇率形成机制及应对升值压力研究”(11BJY141)、教育部人文社会科学研究青年基金项目“人民币汇率变动对价格水平的传递效应研究”(11YJC790266)的成果。

收稿日期:2013-04-10

作者简介:刘 柏(1971-),男,吉林长春人,吉林大学商学院副教授。研究方向:国际经济学;张艾莲(1976-),女,吉林大学商学院副教授。研究方向:金融学。

率波动愈接近区间的上限或下限,中央银行干预的力度愈强。^[2]

在传统经济理论中,汇率形成与宏观经济基本面有直接联系。因此,任何偏离均衡水平的汇率移动都是暂时性的,最终将回归均衡状态。但是,过去几十年中,不同国家的实际汇率表现出长时期的大幅偏离均衡,且时间长度长于理论模型研究的结果。这意味着汇率是非均衡的,在这一过程中,政策对汇率的变动具有导向性作用。在暂时性的汇率失衡中,政策制定者可采取一定措施阻止进一步的非均衡,并同时促使汇率向均衡水平回归,所以中央银行的干预措施对于汇率稳定具有重要作用。

二、人民币汇率制度的演变及走势

(一) 我国汇率制度的演变

20世纪80年代以来,我国宏观经济结构发生重大变化,经济增长进入良性稳定发展通道。为适应宏观经济的发展及对外经济往来的不断加深,人民币汇率制度经历了几次变革。在改革开放之初,鉴于我国较为薄弱的经济基础和竞争力欠缺的国内企业,我国采取固定汇率制度,以保障国内经济的稳定发展,避免外部冲击。

1994年,我国摒弃了原有的双轨汇率制度,开始实施汇率并轨,突出了市场的基础性作用,实行以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制度。企业和个人在需要使用外汇时通过银行进行买卖,银行在银行间的市场进行外汇交易。但汇率波动幅度受到中央银行预先设定的标准限制,中央银行对外汇市场进行干预,以维持汇率的稳定。汇率并轨导致原有高估的人民币价值降低,出口商品的价格优势刺激了出口的大幅增长,改变了原有的贸易赤字状态,并为累积巨额外汇储备奠定了基础。但1994年开始实施的结售汇制度使经常项目的供给和需求受到一定程度的管制,还未形成有效反映市场力量的机制。鉴于我国对外经济往来规模的扩大,2005年7月我国再次对汇率制度进行突破性变革,开始实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,7月21日调升人民币汇率2.1%。这次改革改变了我国汇率形成机制,不再单一地盯住美元,而是参考由赋予不同权重的货币所组成的货币篮子,权重根据贸易占比进行调整。这增强了汇率形成机制的灵活性,并给予了中央银行在外汇市场中与各方力量博弈的主动权。2010年6月我国再次启动汇率形成机制的改革,直接导致当月末人民币汇率单日升值幅度达295个基点。

(二) 人民币汇率走势

虽然我国市场经济体制建设初见成效,但与发达国家相比仍存在一定差距。在阶段性增长的过程中,人民币汇率变动也呈区间制性。如图1所示,1994年1月至2012年12月,我国人民币兑美元汇率持续走低,人民币不断升值,但过程中存在小幅波动区间,形成阶梯式递进。1994年之后,由于我国出现通货膨胀问题及宏观经济整体提升对外资流入吸引力的增强,人民币币值不断上升。但在其后相当长的时期内,汇率水平没有出现大幅度的波动,并承受了东南亚金融危机所带来的压力,在狭窄的空间内变化,我国经济在稳定的汇率水平下也保持了健康增长。在此期间,持续的贸易顺差和结售汇制度的实施使中央银行成为外汇市场的主要参与者,汇率水平不仅反映了外汇市场的供需力量,而且反映了我国宏观经济政策的调控导向。进入21世纪,我国贸易顺差增长趋快,外汇储备持续大幅扩张,国际社会给予了人民币较强的升值压力。在2005年汇率制度改革后,汇率水平在两年内迅速提升,经过短时期的小幅波动后,在2010年改革之后再次进入升值通道,可见政策调控对汇率走势产生了持久作用。

三、人民币升值压力增大要求我国进一步完善汇率制度

克鲁格曼提出的“三元悖论”认为,一国无法同时实现资本完全流动、货币政策自主和固定汇率制度。所以,在国际资本流动日益频繁和规模日益增大的情况下,若要维持货币政策的相对独立,就要采用浮动汇率制度。对发展中国家而言,由于经济条件与发达国家之间存在差距,所以需要对汇率市场进行干预,所采用的汇率制度主要是:第一,盯住主要贸易国家的货币。由于进出口贸易在对外经济中的关键地位,为避免汇率大幅的上升或下降对进出口的负面影响,通过盯住主要贸易国家货币的汇率模式

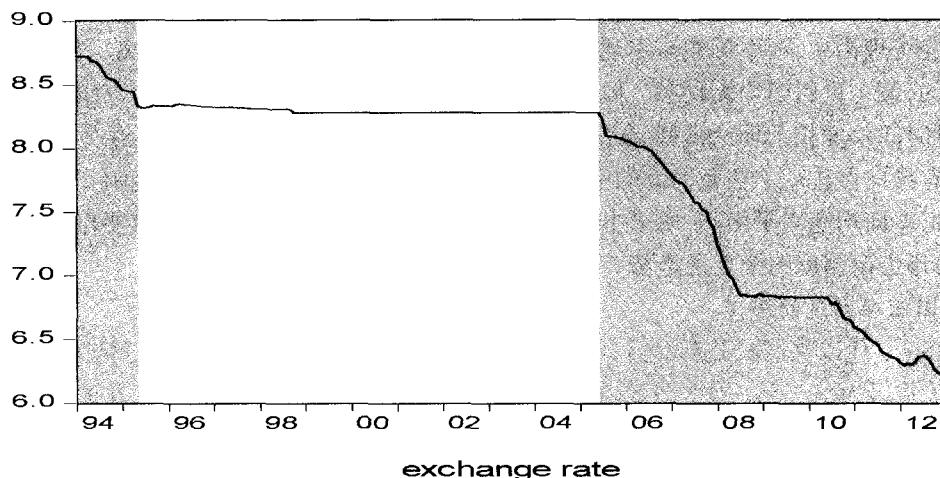


图 1 人民币兑美元汇率走势(1994 年 1 月至 2012 年 12 月)

资料来源:国家外汇管理局。

以有效保持对外贸易的稳定性。第二,盯住一篮子货币。由于单一贸易国货币的局限性,盯住由不同国家货币构成的一篮子货币,能够规避单一贸易国政策失误而造成的损失。第三,复式汇率。根据货币性质和支付途径的差异而确定不同的汇率水平,具有明显的保护意识。

进入 21 世纪,在全球贸易普遍失衡的情况下,我国经济实力的不断增强及累积的规模巨大的外汇储备,使国际社会对我国汇率水平提出质疑,认为人民币币值被严重低估,并对我国施加压力,要求人民币升值。在这一背景下,我国汇率制度需要进行一定的调整。一般而言,汇率的升值和贬值都具有双重效应。当人民币贬值时,虽然会拉动出口并创造就业,但也会降低国外资本对国内的投资。当人民币升值时,虽然会在一定程度上抑制出口,但会吸引国外资本的流入,刺激新兴产业的发展。归根结底,只有建立符合经济发展状况的汇率形成机制,才能缓解人民币升值压力。

随着世界经济一体化的不断推进,国家间的经贸往来日益密切。纵观一些国家的发展历程,大多数发达国家在成长过程中都经历了进出口贸易和资本跨国流通的飞跃式发展,一国或地区无法脱离其他经济体而独立发展。所以,对我国汇率制度进行分析并审视经济增长的累积效应,有利于我国对外经济发展夯实基础。制定适合我国经济发展状况的汇率制度,需要建立在对经济变量的分析基础上。国际经济往来集中体现在国际收支平衡表中,近些年,国际社会主要基于我国国际收支平衡表中的双顺差现象,对人民币升值施加压力。因此,有效的汇率形成机制建立在对国际收支的整体掌握基础上。2005 年我国汇率制度改革时,经常项目的差额为 1608 亿美元,资本和金融项目差额为 629 亿美元,2011 年经常项目差额为 2017 亿美元,资本和金融项目差额为 2211 亿美元,分别增长了 25% 和 251%。经常项目保持了强劲增长势头,而出口增加意味着对人民币需求的同步增长。资本和金融项目的急剧扩张体现了人民币与其他国家或地区货币兑换的日益频繁,这些都助推了人民币升值。随着我国对外经济实力的提升,外汇储备规模不断扩大,2012 年 12 月已达 33 115.89 亿美元。在外汇占款拉动下,货币供给量超过了上万亿元。基础货币供给增加带动信贷规模的扩张,通货膨胀压力日益增大。因此,应通过完善汇率形成机制,实现对货币市场和外汇市场的有效调控。

四、建立有管理的离散浮动汇率制度

有管理的离散浮动汇率制度是针对传统的连续浮动汇率而言的。与基于市场的供求关系变化的连续浮动汇率制度相比,离散浮动则依据时间变化和政策需要进行调整。短期内,相当于固定汇率,政府对汇率进行调控,将汇率限制在某一基准值范围内,目的是规避外汇风险;长期内,相当于浮动汇率,当

市场条件成熟和政策变化时,汇率跳跃至新的固定汇率水平,以满足经济指标回归市场均衡的需要。结合我国外汇市场的现实,应构建有管理的离散浮动汇率制度。

汇率能反映外汇市场货币供求状况,但由于我国资本项目尚未全面开放,且资本市场不发达、金融体系不完善、抵御外部冲击能力较弱,所以我国需要对外汇市场进行干预,建立有管理的浮动汇率制度是必然选择。从长期看,由于我国宏观经济运行对货币政策有高度依赖性,而在固定汇率制度下,不可逆转的金融全球化浪潮又势必对货币政策的效力产生重大影响,因此,人民币汇率机制向更富弹性的方向转换,应成为我国的战略选择。^[3]目前,我国适宜选择具有一定弹性的渐进调整的浮动汇率制度,即有管理的离散浮动汇率制度。现阶段,我国处于市场经济的建立过程中,经济具有明显的过渡性和区制转移特点,对外经济也呈阶梯式增长。^[4]借鉴汇率目标区理念,可采用有管理的离散浮动汇率制度,在短期内,可在狭窄的置信区间内发挥市场供给和需求的作用,汇率水平主要由市场行为决定,政府对汇率水平进行微调,以保持汇率在区间内变动。主要通过调节国际收支平衡表中的各项经济活动来影响外汇市场的供求,维持汇率水平的稳定,强化汇率的理性预期,降低外汇市场风险。在直接对外汇市场进行干预冲销和间接调整国际收支结构两种手段对汇率进行调整的过程中,间接手段更为有效。^[5]对国际收支项目进行调整,缓解经常项目和资本项目的双顺差问题,延长汇率稳定的时间。并且,政策制定者基于目标的可实现性,通过国际收支项目调整而制定汇率浮动的区间是可行的。^[6]在长期内,随着经济的不断发展,当宏观经济基本面发生本质性改变且国际收支状况有较大变化的情况下,对汇率进行离散式调整,突破原有的区间,进入新的波动通道。在有管理的离散浮动汇率制度下,区间的设定既要赋予市场灵活性以体现资源配置功能,也要避免过于宽泛使目标区失去约束和调控的作用,应依据国际金融市场和国内经济而确定。

对外汇市场的调控既涉及短期相关关系,又囊括长期的滞后影响。有管理的离散浮动汇率制度既有短期微调又具备长期变革的特点,符合外汇市场汇率变化趋势。另外,汇率市场受到来自供给和需求方力量的影响,这种即时冲击对汇率水平的变化波动会产生何种影响,是否会作用于汇率水平的长期变化,这对汇率水平的变化趋势和外汇市场干预措施的实施具有重要意义。

有管理的离散浮动汇率制度使汇率水平在短期内能多次小范围释放市场压力,避免一次性大幅调整造成的冲击。当外汇市场压力出现饱和时,一次性释放促使汇率水平处于经济基本面决定的层面,避免汇率与经济运行尤其是国际收支状况偏离。我国对汇率制度的渐进式改革,避免了经济领域尤其是金融领域的过度开放而受到外部经济的干扰。

参考文献:

- [1] Williamson, J. The Exchange Rate System. Washington D. C. : Institute for International Economics, 1985.
- [2] Krugman, P. Target Zones and Exchange Rate Dynamics[J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, 106(3), 669 - 682.
- [3] 李扬,余维彬.人民币汇率制度改革:回归有管理的浮动[J].经济研究,2005(8):24 - 31,53.
- [4] 欧阳日辉,李永权.宏观经济稳定性视角下的人民币汇率制度安排[J].中央财经大学学报,2010(8):28 - 33.
- [5] Fernando Zapatero, Luis F. Reverter. Exchange Rate Intervention with Options[J]. Journal of International Money and Finance, 22, 2003. 289 - 306.
- [6] Cukierman, Alex and Spiegel, Yossi and Leiderman, Leonardo, The Choice of Exchange Rate Bands: Balancing Credibility and Flexibility [J]. Journal of International Economics, Elsevier, 2004, 62(2), 379 - 408.

(责任编辑:张佳睿)