

中国汇率调控模式研究

刘柏,张艾莲

(吉林大学商学院,长春 130012)

摘要:在中国市场经济不断推进和金融改革逐步深化的过程中,与国外的金融、投资、贸易等领域的融合已经成为中国经济发展模式的重要组成部分,而汇率是影响对外经济的关键因素。针对中国现实经济状况和汇率发展历程,中国应实施有管理的离散浮动汇率制度,即中国汇率调控仍然应在政府的宏观掌控下进行,汇率水平应在市场供给与需求要素的作用下在狭窄的区间内波动,在外部影响因素累积到一定程度的情况下,突破区间的限制进入新的波动渠道。

关键词:汇率调控;离散浮动;经济模式

中图分类号:F832.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1002-462X(2012)12-0096-03

引言

今天的世界,已经没有任何一个国家可以独立地存在,经济的对外交往常常是国家间互惠友好的纽带。大部分发达国家的成长都经历过对外贸易与资本融通的跃进过程,中国作为发展中的大国在向经济强国转变的进程中,不仅一次次地改写历史,而且创造了诸多举世瞩目的奇迹。因此,从外向型经济的角度审视和总结中国经济增长的累积效应,可以为进一步分析中国经济发展模式特征夯实基础。

在中国市场经济道路不断推进和金融改革逐步深化的过程中,与国外的经济往来愈发密切,进出口总额从改革开放之初1978年的206.4亿美元增长至2010年的29727.6亿美元,增幅高达14302.9%,与此同时,外汇储备呈指数增长,2011年4月中国外汇储备已经达到30446.74亿美元。中国经济总量也从1978年的3645.2亿元增至2010年的397983亿元,短短三十几年增幅达到10818%,增长了上百倍。随着经济实力的提升,中国经济大国的地位日益凸显,而汇率问题也成为世界关注的核心。与国外的金融、投资、贸易等领域的融合已经成为中国经济发展模式的重要组成部分,在与外部经济体深度往

来中,由于不同货币之间的换算,汇率成为影响对外经济的关键因素。

在经济发展历程中,为了推动经济增长和适应金融改革的需要,中国汇率调控模式一直处于动态的变化中。从改革开放之初的固定汇率制度到2005年以市场供求为基础、参考一揽子货币、有管理的浮动汇率制度的实行,汇率调控模式发生了历史性的改变。从固定汇率制度下高估人民币币值的稳定状态,发展为体现市场供求的富有弹性的汇率形成机制。近些年,中国的汇率问题是国际上的热点问题,为了经济的健康稳定持续发展,汇率调控模式的选择具有重要战略性意义。

一、汇率调控模式的理论基础

汇率不仅仅影响金融市场,而且作用于经济交易的方方面面。只要企业从事国际贸易,汇率运行对于公司的影响就至关重要,因为汇率是收入和成本核算以及国际竞争的重要因素之一。汇率理论是实际操作的基础,理解和甄别汇率概念框架和历史发展进程有助于辨析人民币波动和汇率调控模式的构建。

在汇率理论中,汇率基准的有效性是购买力平价(Purchasing power parity,简称PPP),从19世纪初英国经济学家桑顿提出这一理念,到瑞典经济学家卡瑟尔对这一观点加以发展和充实形成经典理论至今,对PPP的研究一直从未间断。不基于套利的PPP是相对于贸易平衡的“汇率通货膨胀理论”流动模型,是不同国家或地区汇率变动与通货膨胀差异之间的衔接和关联。尽管由于准确度量价格指数、商品篮构成和统计过程等问题实证检验PPP存在一定难度,但是仍然有实证结果表明PPP在长期内是成立的。事实上,技术进步、商业政策的推出或劳动力增长转移会促使国家生产结构的改变,从而改变实际汇

收稿日期:2012-06-11

基金项目: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“汇率与国际收支协调变化的中国经济发展模式研究”(10YJC790164)

作者简介:刘柏(1971—),男,吉林长春人,副教授,经济学博士,从事数量经济研究;张艾莲(1976—),女,吉林长春人,副教授,经济学博士,从事数量经济研究。

率水平。虽然在短期内 PPP 无法解释汇率形成的基础,但是 PPP 仍是基础的估价标准。如果一国或地区实行固定汇率制度,则无法控制高通货膨胀率。在浮动汇率条件下,过度资本流动和投机引致非均衡,导致通货膨胀的剧烈变动和政府的频繁干预,而这不利于经济基础层面的稳定性。随着 20 世纪 70 年代现代金融理论的发展,基于套利理论的局部均衡适用于短期汇率理论。基于套利的利率平价(CIRP)认为从一国资本市场进行借贷与从其他国家进行借贷不存在差异。CIRP 的主要应用领域是远期汇率定价模型。然而,不同类型的货币政策、相异的风险厌恶程度、政策风险、资本流动障碍以及市场微观结构改变会导致风险溢价持续的变化。

早期的三个货币模型是基于一般 IS/LM/Philip 曲线均衡而建立的,体现了长期 PPP 的短期动态。首先, Mundell - Fleming 理论涉及三个市场:长期价格灵活下的货币市场、资本市场和商品市场。该理论反映了 Marshall - Lerner 条件、J 曲线和 Harberger - Laursen - Metzler 作用。上述理论的结论说明,如果无法有效调控财政政策、通货膨胀和国际收支,贬值趋势会进一步加剧。其次,货币主义模型认为,在长期内汇率水平与相对货币供给水平完全相关。在稳态经济中,相对货币增长率为零,汇率预期几乎可以忽略。在通货膨胀或高增长的经济体中,这个模型认为外汇市场的特点是自我实现。当货币供给呈随机状态时,理性预期和市场信息的准确度在跨期分析中就格外重要。最后是 Dornbusch 的“汇率超调”或“价格黏性”模型。在短期内,当货币贬值和商品价格固定不变时,货币价值会“超调”。由模型扩展可知,国际收支危机是理性经济体面对货币和汇率政策不一致时最大化行为的均衡产出,这体现了政策实施的博弈论思想。在非合作参与者的博弈中,每个参与者对其他参与者的反应信息一无所知,所以,无法通过共同合作实现最佳经济结果。投资组合平衡方法分析了作为货币相对价格的短期汇率,资本替代作用和预期形成本质,强调短期资本流动而不是贸易平衡。在一般情况下,政策的短期影响与长期影响大相径庭,这取决于预期行为。

20 世纪 90 年代后期的研究,主要集中在高度理想化经济体内的微观经济学基础模型范例。这些模型通常基于个体最优化问题,但是受制于开放条件下宏观经济学的理性预期模型假设。模型基本要素认为国家收入是家庭和政府储蓄、投资和经常账户余额之和。当外部环境是动态随机时,每个理性预期决策都会导致交易和相对价格的制定。

虽然没有任何一个标准模型能够解释名义汇率的短期动态行为,但是仍然具有一定的政策启示。第一,基于 PPP 的汇率政策主要是保持实际汇率固定不变,并在同一方向稳定需求作为强制货币政策。由于货币供给量越来越难以度量,政策制定者最好以商品、服务和资本价格的通货膨胀率作为目标,而不是货币供给。第二,在金融流

通中的过度资本信贷是资本价格暴涨(下降)和货币升值(贬值)的主要原因。当资本价格泡沫破裂的时候,过度的资本信贷会转化为坏账,削弱银行体系的有效运转能力,导致信贷困境。由此,银行的脆弱性迫在眉睫,货币会急剧贬值,进而国际资本外流剧增。当实际经济活动下降时,可能会引发旷日持久的衰退。第三,如果不控制通货膨胀和调控国际收支,不采用财政政策会促使货币进一步贬值。目前,货币模型仍然主导着实证领域,但是 Mundell - Fleming 的宏观结构模型在政策分析领域仍然受到广泛关注。最后,货币会因为受到各种因素的影响而暂时偏离长期均衡价值,主要原因是货币供给水平冲击的信息不完全性。由于商品市场配合资本市场及时调整的黏性价格原因,货币在首次浮动后可能产生超调。重要的是,政策持续性、信用和信心的缺乏会导致政府支持率下降,国家风险溢价提高。所以,货币混乱会导致自我实现的货币持久贬值,由此进入高通货膨胀时期。

二、中国汇率调控历史

事实上,汇率作为不同国家或地区货币价值的体现,直接关系到国际经济水平和竞争力,因而各国对其汇率都采取了不同程度和形式的干预措施和政策。针对汇率,克鲁格曼提出了著名的“三元悖论”,即资本的完全流动、货币政策的自主性和固定汇率制度无法同时达到均衡。在全球资本日益流动的情况下,若要保持独立的货币政策,需实施浮动汇率制度。国际上现行的汇率制度类型各不相同,包括单独浮动汇率制度、弹性浮动汇率制度、联合浮动汇率制度等。汇率调控模式的选择与实施对于一国的经济发展至关重要,而选取的过程取决于该国的实际经济结构特征。发展中国家在促进经济增长和社会进步的过程中,通常采用的干预汇率模式主要有三种:第一,盯住主要贸易对象的汇率,这种模式主要是为了避免由于汇率的剧烈波动造成出口的变化,影响国际收支状况。这种盯住模式可以保持两国间贸易关系的稳定性,降低购买力的波动。第二,盯住一篮子货币,这种模式的出发点是规避由于贸易对手的政策失误而给本国造成的经济损失。第三,复式汇率政策,这种模式是根据货币支付用途和性质的不同而规定相应的汇率水平,实际上是变相的津贴和关税,因此,是具有一定保护性的汇率政策。

在中国汇率制度改革的历程中,1994 年是关键性时期,其时,汇率从固定汇率制度转变为有管理的浮动汇率制度,人民币汇价从原有的高估状态 1 美元兑 5.22 元人民币一次性步入 1 美元兑 8.70 元人民币水平,汇率的贬值在刺激出口的同时引发了外汇储备的大幅度增长。在此之后,即使在东南亚危机的冲击下中国经济也保持了稳定较快的增长,但是汇率水平始终在狭窄的通道中上下浮动。2005 年是中国汇率改革历程中又一个重要时期,汇率终结了近十年的盯住美元的汇率制度,实行了以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率

制度,改革了人民币汇率形成机制,市场要素发挥了越来越重要的作用,人民币汇率调升了2.1%。在此之后,人民币进入了升值的通道,在改革之后的两年内大幅升值,经过短期小幅修正之后,从2010年开始又处于升值态势。对于人民币升值,国内外存在大量的研究和热议,也有质疑升值的声浪。因为汇率升值和贬值都具有双重作用:虽然人民币贬值会扩大出口并提供就业机会,但是国外资本的流入会相应减少,而资本流入会带动相关产业的发展,创造新的就业机会。所以,在国内投资自主权增加的基础上,国外资本流入和投资的附加值反而下降了。相反,虽然汇率升值会在一定程度上抑制出口企业的发展,继而作用于就业水平,但是与此同时会刺激境外资本的投入,并产生新的就业,促使国外投资的附加值逐步上升。

三、中国汇率调控模式的选择

鉴于中国正处于经济转轨时期,国内经济结构具有阶段性特征和转移特点,要制定适合中国经济发展和国际地位的汇率调控模式,首要需清楚地认知和甄别不同经济数据、指标和汇率之间的影响关系和协动变化关系,由此才能探明汇率变动的规律所在,构建适合转轨期间经济总量和均量不相匹配的汇率调控模式,并在逐步拓深的对外交易过程中防范外汇风险。

在外汇市场上,各种各样的经济变量的变化都会通过供给和需求方面对均衡价格即汇率水平产生影响。在人民币汇率形成机制中,影响的主要因素是中国的对外贸易状况、国际关系以及中国的经济发展状况,次要因素是国际汇兑、经济制度以及外商直接投资。在作用于汇率水平的因素中,国际收支中的经常项目是影响汇率水平最直接的要素,这也反映了对外贸易水平。中国经常项目近年来持续保持强劲的顺差态势,2010年更是高达3054亿美元,净出口的大幅飙升体现了国外对中国产品的强大需求,也意味着国际市场上对中国货币的需求量的增加,人民币需求增量成为推动货币升值的主要动力。另一方面,资本和金融项目顺差也不断扩大,2010年达到了2260亿美元,中国经济发展的良好态势成为外商直接投资的有利环境,外商直接投资和证券投资的不断流入更助推了人民币的升值压力。

在国际关系方面,中国在加入WTO时即取消了外国金融机构在中国境内从事外汇业务的限制,同时承诺在加入世贸组织后五年内取消所有地域限制,允许外国金融机构对所有中国客户提供服务,并对其他货币贸易、服务贸易和经济政策做出了相应的承诺。现在所有承诺已经全部实现,体现了中国融入国际经济体的深度和决心,也昭示着未来对外经济往来的重要,以及汇率的调控模式对未来稳定发展的重要性。

对于中国而言,实质性问题不是货币价值被低估还是

高估,而是在于汇率模式。针对中国现实经济状况和汇率发展历程,中国应实施有管理的离散浮动汇率制度,即中国汇率调控应在政府的宏观掌控下进行,汇率水平应在市场供给与需求要素的作用下在狭窄的区间内波动,在外部影响因素累积到一定程度的情况下,突破区间的限制进入新的波动渠道。由于中国国际收支的实际状况,为了维持汇率的相对稳定性,政府需要较大幅度地调整政策性国际收支。而汇率水平处于动态变化过程,需在一定调控区间内调整国际收支中的相关项目以延续稳定性。因为通过调整国际收支结构优于直接干预外汇市场(Zapatero和Reverter,2003)^[1]。

在中国实施汇率体制改革之前,某些学者对中国汇率水平的实际水平以及低估程度进行了大量分析和度量,其中有的低估程度达到15%~25%(Goldstein和Lardy,2003;Fan Zhang和Zuohong Pan,2005)。自汇改到2011年4月人民币累积升值了约20%,但是人民币仍然处于升值通道。在此情况下,采用恰当的汇率调控模式以缓解人民币升值与汇率相对稳定性之间的关系至关重要。事实上,通过调整国际收支项目以确定汇率浮动区间的方式是可行的(Cukierman,Spiegel和Leiderman,2004)^[2]。

有管理的离散浮动汇率调控模式可以促使基于经济基本层面和市场供求变化所产生的升值压力小幅度多次释放,对于中国现在状况而言,国际收支的经常项目已经实现了有条件的自由兑换,而资本项目的自由兑换还需要较长的时间。根据发达国家的发展历程,一国经常账户开放至资本账户开放的时间间隔大约是三十年,而过快开放资本账户会引发危机的冲击。在人民币不完全自由兑换的条件下,国际收支作用下的汇率行为符合有管理的汇率调控模式。在经济条件不断变动累积下,离散的调整汇率有利于经济发展。

由于中国长时期的贸易顺差和外汇市场的干预措施,基础货币投放增加了超过上万亿元,基于基础货币的持续高速增长和信贷大规模扩张条件下,贬值引致的资产泡沫和通货膨胀压力日益明显。如果不有效调控汇率和货币市场,在无法控制通货膨胀预期的情形下,会加速外汇的流入,推高通货膨胀率。

参考文献:

- [1] ZAPATERO, REVERTER. Exchange Rate Intervention with Options [J]. Journal of International Money and Finance, 2003, (22): 134.
- [2] CUKIERMAN, SPIEGEL, LEIDERMAN. The Choice of Exchange Rate Bands: Balancing Credibility and Flexibility [J]. Journal of International Economics, 2004, 62 (2): 153.

[责任编辑:房宏琳]