

□ 经济问题研究

基于汇率目标区的 有管理的离散浮动汇率制度构建

刘 柏, 张艾莲

(吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012)

摘 要:在经济发展历程中,国家受经济基本面的影响会采取不同的汇率制度,但是固定汇率制度和完全意义的浮动汇率制度存在固有的阻碍,所以汇率目标区制度应运而生。在我国资本项目未完全开放的前提下,为了避免汇率制度剧烈变动所引致的潜在风险,可实施有管理的离散浮动汇率制度,分别在短期和长期内根据经济基本面的区制改变对汇率实施离散型调控。针对外汇市场压力指数的变化趋势进行实证检验表明,我国2005年汇改适应了现实经济发展状况,汇率波动幅度处于目标区内,体现了汇率的离散型变动。

关键词:汇率目标区;离散浮动汇率制度;外汇市场压力指数

作者简介:刘柏,男,吉林大学商学院副教授,从事国际经济问题研究;张艾莲,女,吉林大学商学院副教授,从事金融问题研究。

基金项目:国家社会科学基金一般项目“完善人民币汇率形成机制及应对升值压力研究”,项目编号: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”,项目编号:10YJC790164

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-7504(2013)04-0076-06

引 言

在全球经济一体化的趋势下,汇率作为不同国家或地区的货币购买力比值在对外经济中的影响程度日益凸显其重要性,国际间密集的货币兑换活动也体现了汇率的持续动态性。目前,国际外汇市场每日平均交易额大约达到了1.5万亿美元。在2011年,我国外汇市场交易量达到了14.2万亿美元,相当于每日平均成交581亿美

元。尤其是近些年来,我国逐步开放金融市场,拓宽程度和领域不断加大,外汇市场的交易量日益增长,从2007年至2011年,我国外汇市场交易量年均增长40.3%。外汇市场规模的逐步扩大需要有效的汇率制度保障,才能使得对内和对外经济稳定发展。

在传统的汇率制度体系中,固定汇率和浮动汇率是最常见的制度。在固定汇率制度下,汇率水平保持稳定,保障了进出口贸易的顺利进行,

但是为了维持汇率的稳定,需要对汇率进行干预,从而导致内部经济结构出现失调,继而引起国际间汇率的剧烈变动,因此固定汇率制度对于中央银行具有重大的压力。在浮动汇率制度下,因为汇率水平更为有效地体现了市场的供需状况,所以对国际收支的调控较为迅速,同时也相应降低了中央银行为了维持固定汇率水平所承受的压力,但是浮动汇率制度下较为频繁的波动会诱发投机活动,在金融市场不完善的情况下会引发市场危机。在国际汇率制度发展历程中,遵循严格意义上的浮动汇率制度的国家几乎不存在。现在,大多数国家或地区都是在固定汇率制度和浮动汇率制度之间寻求恰当的过渡机制。

由于固定汇率制度和浮动汇率制度二者都存在不可避免的缺陷,所以 Williamson 提出了汇率目标区概念,这个概念融合了固定汇率制度和浮动汇率制度的特点。原意是指中央银行干预外汇市场所遵循的法则,即中央银行预先设定汇率水平浮动的上下空间,当汇率在浮动空间上下限范围内波动时,中央银行不进行干预,但是当汇率水平超出上下限时,中央银行会采取措施干预外汇市场,以保持汇率在预定的空间内波动。Williamson (1985)^[1]对汇率目标区进行了详细阐述,并提出了市场干预计划。对汇率目标区做出重要贡献的是 Krugman。Krugman (1991)^[2]结合连续条件和平滑链接条件,将随机微分方程应用于目标区与汇率动态分析中。在汇率目标模型中提出的前提假设条件是汇率目标区具有可信度;居民具有理性预期;货币需求随机扰动项变动服从布朗运动;中央银行在上限和下限进行持续性干预时,汇率水平越逼近上下限,干预力度愈强;国外产品与国内产品具有完全替代性。基于上述假设,设汇率模型为:

$$r = f + \alpha E \left\{ \frac{dr}{dt} \middle| F_t \right\}$$

其中, $f = m + v$ 表示经济基本面;

$E \left\{ \frac{dr}{dt} \middle| F_t \right\}$ 是信息集 F_t 既定条件下 t 时汇率的预期变化。基本面包括两个要素,其中 m 是中央银行实施的政策工具, v 包含其他影响汇率的因素。假设上述因素遵循布朗运动,并且汇率的预期变动为零。Krugman (1991) 设定汇率波动存在目标

区,即 $r_L < r < r_U$, 当汇率水平逼近 r_L 或 r_U 时,中央银行进行调控。在目标区具有可信度的条件下,政府的干预行为将改变经济个体的预期行为。当汇率水平接近上限或下限时,汇率向中心线移动的概率高于从中心线向上限和下限移动的概率。同时,市场参与者能够预期政府的干预行为,即:

$$E \left\{ \frac{dr}{dt} \middle| F_t \right\} \neq 0$$

所以目标区呈现非线性状态,称为“蜜月效应”(honeymoon effect)。汇率是基本面的函数,汇率与基本面的关系不是传统的直线行为,而是平滑 S 曲线。大量实证研究针对此问题进行了分析。S 曲线意味着汇率基本上处于接近上限和下限的区域而不是目标区的其他区域,所以汇率的边际分布是 U 形的,条件方差是 \cap 型。

Krugman 模型的重要结果之一是 S 形曲线斜率在任何区域都小于 1,即“蜜月效应”具有明确的政策含义。当汇率接近目标区的上限时,中央银行将采取干预措施,降低货币供给量,提高通货膨胀预期,促使外汇市场汇率升值,降低汇率。在基本面因素既定条件下,目标区汇率的波动弱于浮动汇率制度下的波动。“蜜月效应”体现了目标区的稳定性本质。模型的第二个结果是 S 形曲线斜率最终逼近目标区边界的零斜率,说明在目标区的边界处,汇率函数是边界的水平切线,称为“平滑接触”。当汇率位于目标区的零斜率边界上,意味着汇率对基本面的反应不敏感,因为在目标区边界处,基本面预期存在不连续的状况。Krugman 认为汇率目标区是汇率目标趋势受限的浮动汇率制度。

Krugman 的研究引发了后期学者对汇率目标区的关注和研究, Frenkel 和 Goldstein (1986)^[3]认为,汇率目标区是固定汇率制度和浮动汇率制度的结合体。以 Krugman 模型为基础,学者对汇率目标区进行了大量研究。Bertola 和 Caballero (1992)^[4]对 Krugman 的前提假设进行了修正,并认为存在两种情况对汇率进行干预,第一种情况是在汇率水平逼近目标区的上限和下限时,中央银行会遵循原有的设定,通过干预市场基本要素将汇率引至中心线;第二种情况是在不改变目标区上限和下限之间的幅度的条件下,建立新的目

标区中心,借由市场基本要素干预汇率。在汇率与基本面变量关系的阐述方面,Lundbergh 和 Teräsvirta(2003)^[5]采用S曲线表现二者之间的关系,当名义汇率接近目标区上限和下限时,相同程度的基本面经济变量改变对于汇率的影响程度趋弱。

一、我国有管理的离散浮动汇率制度构建

自我国开始实施改革开放政策以来,经济发展的不断变化促使汇率制度处于不断变革之中。1994年年初,我国对人民币汇率制度进行了重大改革,改变了开放之初的固定汇率制度,实施了以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制度。同年我国实现了经常项目下的有条件可兑换,1996年实现了经常项目的完全自由兑换。2005年7月,根据实际经济运行状况的需要,对汇率制度进行了新一轮改革,实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,可以视为以BBC为基础的有管理的浮动汇率制度,即以浮动幅度(band)、货币篮子(basket)、爬行(crawling)为特征,对汇率进行微调的有管理的浮动汇率制度。

影响汇率制度的因素各不相同,我国经济历经30多年的改革,在各方面都发生了质的改变。其一,最基本的影响要素是一国的经济发展水平,我国国内生产总值从改革开放之初1980年的4545.6亿元增长至2011年的471564亿元,增幅约达10274.08%,并仍然处于持续增长状态。总体而言,传统理论表明经济增长会引致本币升值,但是影响效果是复杂的。我国经济实力的持续提升也导致了人民币的升值压力。其二,影响汇率制度的直接因素是国际收支状况,我国国际收支状况和结构持续改善且规模不断扩大,尤其是近10年来,我国贸易顺差连续快速增长,外商直接投资也显著增长,并为累积巨额外汇储备奠定了基础。出口竞争力的增强,使得对人民币的国际需求增加,也对汇率升值造成了压力。其三,利率水平之差也是重要的影响因素,虽然我国利率市场化进程还未完成,但是利率的市场化作用日益凸显,利率的变动幅度比改革开放之初频繁,且与国际金融市场的联动性日趋增强,利

率会通过套利资本流动对汇率产生影响。经济各方面的发展使得汇率制度依赖的基本面发生了变化,汇率制度也要随经济转换而改变。

在资本项目未完全放开的前提下,我国实施的有管理的浮动汇率制度体现了市场参与者对汇率水平无法形成完全精准的理性预期,因为中央银行对市场的干预造成二者之间存在信息不对称,而市场参与者的预期对汇率制度的形成具有重要的影响,币值的上升或下降依赖于市场参与者的心理预期。随着我国经济开放程度不断拓展放大,外汇市场所带来的汇率波动风险对金融机构、进出口企业和外商直接投资者等经济主体具有重大冲击,而外汇风险防范和抵御能力成为微观主体和宏观载体持续发展的主要因素之一。我国经济改革仍处于前行阶段,货币市场和资本市场未能实现高效的融资,利率市场化进程还未完成,所以理论上管理的浮动汇率制度并不完全适用于我国的现行经济状况,在有限的范畴内可以对汇率理论和框架进行相应的修正。

基于汇率目标区理论,为了避免汇率制度剧烈变动所引致的潜在风险,可实施有管理的离散浮动汇率制度,即在短期内维持参考一篮子货币的制度,在外汇储备充足的条件下,通过调整国际收支的各项构成所涉及的经济活动,对外汇市场的供给和需求力量进行频繁的小型政策干预,抵补原有的过度依靠买卖美元的对冲机制,以维持汇率水平的小幅波动,降低外汇风险;在长期内,当经济发展出现基础性改变,导致实际汇率变动偏离原有经济基础面决定的汇率发展趋势和区间时,应对汇率实施大幅度的离散浮动,使得汇率水平处于新的置信区间内,以适应经济发展的新需要。在通过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过程中,后者的间接手段更为有效(Zapatero 和 Reverter, 2003)。^[6]国际收支项目进行调整基于微观层次,通过对对外经济活动参与者间接作用于宏观经济,因此政府主管部门能够借助缓解经常项目和资本项目的双顺差问题,延续汇率维持稳定的时限。并且,政策制定者基于目标实现,通过国际收支项目调整从而制定汇率浮动的区间是可行的(Cukierman, Spiegel 和 Leiderman, 2004)。^[7]

通过有管理的离散浮动汇率制度的调控,在短期内汇率水平小幅振荡使得外汇风险处于窄幅空间,外汇市场的供需双方能够有效预期并防御风险,从而提升交易效益,提高经济发展水平;在长期内,当外汇市场供给方和需求方的基本面发生实质性改变时,汇率会发生大幅变动,交易各方会采取规避风险的技术手段和措施,所以当离散性汇率变化发生时,仍然处于市场参与者的风险预期范围内,可将风险损失控制在小范围内。在设定有管理的离散浮动汇率制度的波动幅度时,在充分给予汇率浮动灵活性的同时,要体现汇率的价格机制和资源配置功能。既避免幅度过宽,使得目标区失去调控汇率的作用,又要避免幅度过窄,使得汇率弹性削弱,干预措施过于频繁。波动幅度应根据现实的金融市场状况、资本项目开放程度和外汇储备情况进行设定,因为我国外汇储备充足但资本项目未完全开放,所以波动幅度不宜过大,尤其是要视国际金融市场和波动状况而定。

二、外汇市场压力指数实证分析

有管理的离散浮动汇率制度的基础是汇率目标区理论,而对于基准值和置信区间的确定诸多学者已经给出了明确的界定,但是离散浮动的基础条件和标准将成为管理当局研究的重点。外汇市场压力指数恰恰是解决问题的关键,更是政策制定者确定离散浮动的风向标。有了外汇市场压力指数的度量,就可以根据经济目标的需要确定未来外汇市场的走向。

在外汇市场上,汇率水平体现了供给和需求双方力量的改变和制衡,但是由于汇率形成机制的特殊性,传统的名义汇率水平不能有效地体现这种力量的改变,因此 Girton 和 Roper(1977)^[8]提出了外汇市场压力概念,基于这个概念产生的外汇市场压力指数(exchange market pressure index,简称EMP)能够较全面地度量和昭示外汇市场供需力量的核心变动。外汇市场压力指数适用的范围较为广泛,从固定汇率制度到浮动汇率制度都可以有效地度量。一国对外经济活动通过国际收支状况的变化体现外汇储备规模的升降,并且国际经济学中利率平价理论说明了利率在汇率形成机制中的重要地位,所以在有管理的

浮动汇率制度下,外汇储备和利率的变动情况是影响汇率波动的主要因素。鉴于此,采用名义汇率、中美利率差额和外汇储备构建外汇市场压力指数。

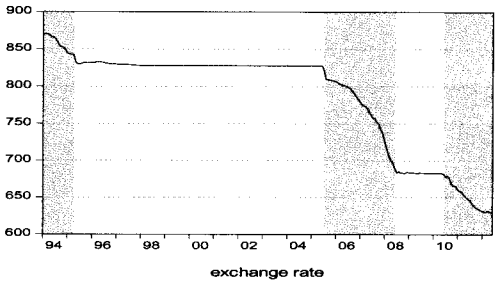


图1 汇率走势图

从1994年1月至2012年6月的我国名义汇率的走势可见,汇率水平受到汇率制度改革的影响呈现了阶段式的变化,处于持续下降的趋势,尤其是在2005年汇改之后,人民币的升值幅度迅速攀升,这体现了我国经济基础面在近20年间发生了根本性改变。

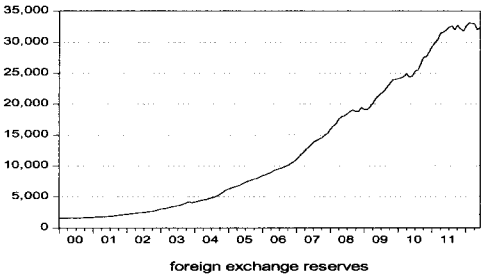


图2 外汇储备走势图

进入21世纪,我国外汇储备呈现持续上升的态势,虽然从2011年下半年开始,外汇储备出现了短期的增长放缓,几近水平状态,但是总体而言,外汇储备斜率较高,这也是推动人民币升值的要素之一。

在外汇市场压力指数中,采用人民币兑美元名义汇率以及美国利率是因为在我国的进出口贸易和金融项目投资活动中,美国占有较大比重,如2012年6月对美国出口占总体出口总额的20%左右,进口所占比重达10%以上。我国外汇储备近些年有了腾飞式增长,超过3万亿美元,其中也以美元为主。外汇市场压力指数的模型为:

$$EMP_t = \frac{\Delta ER_t \%}{b \hat{\sigma}_{\Delta ER_t \%}} + \frac{\Delta(i_t - i_t^*) \%}{b \hat{\sigma}_{\Delta(i_t - i_t^*) \%}} + \frac{\Delta FR_t \%}{b \hat{\sigma}_{\Delta FR_t \%}}$$

其中,EMP是外汇市场压力指数,ER是名义

汇率, i 是本国名义利率, i^* 是外国利率, FR 是外汇储备, t 是时间。 $\hat{\sigma}_{\Delta ER_t \%}$ 是 $\Delta ER_t \%$ 的标准差, $\hat{\sigma}_{\Delta(i_t - i_t^*) \%}$ 是 $\Delta(i_t - i_t^*) \%$ 的标准差, $\hat{\sigma}_{\Delta FR_t \%}$ 是 $\Delta FR_t \%$ 的标准差, b 是各变量标准差的倒数之和, 即:

$$\frac{1}{\hat{\sigma}_{\Delta ER_t \%}} + \frac{1}{\hat{\sigma}_{\Delta(i_t - i_t^*) \%}} + \frac{1}{\hat{\sigma}_{\Delta FR_t \%}}$$

在我国外汇市场压力指数的计算中, 汇率变量采用的是人民币兑美元汇率; 利率变量采用的是市场化程度较高的美国联邦资金市场利率和我国银行间同业拆借隔夜加权平均利率。因为我国在 2005 年 7 月进行了汇改, 样本区间为 2005 年 8 月至 2012 年 6 月。构建后的外汇市场压力指数走势如图 3 所示。

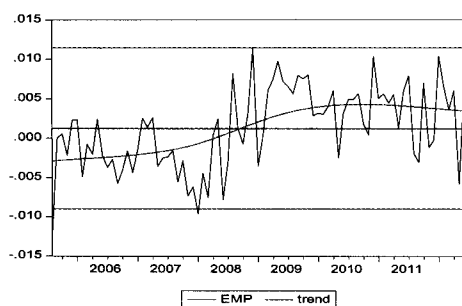


图 3 EMP 走势图

由图 3 外汇市场压力指数走势可见, 在 2005 年我国汇率制度改革后, 外汇市场压力指数变化基本在两倍标准差的狭窄通道内上下波动, 整体趋势围绕零界值, 波动幅度不大, 标准差仅为 0.005。外汇市场压力指数的趋势波动幅度更为狭窄, 说明根据我国经济发展状况, 汇率制度进行的改革使得外汇市场风险度有所收敛, 处于目标区间范围内。

三、我国当前应坚持有管理的离散浮动汇率

20 世纪 70 年代之后, 发展中国家进行了不同程度的经济改革, 在市场开放的进程中经历了经济困境和市场冲击, 这些经历说明在经济结构不尽合理、市场发展不尽完善的基础上进行的经济开放需要恰当汇率制度的有效保障, 尤其是面临资本项目开放, 作为发展中国家, 汇率制度安排应更为灵活。加入 WTO 之后, 我国步入逐步开放金融市场的阶段, 资本项目也不再处于封闭状态, 在市场化程度不断增强的条件下, 汇率弹性

的自由度应渐进放大, 才能适应日益频繁的市场冲击, 采取更为灵活的措施平抑市场波动。从长期看, 由于中国的宏观经济运行对货币政策调控有着高度的依赖性, 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干扰, 因此, 人民币汇率机制向更富弹性的方向转换, 应当成为我们的战略选择。^[9]

我国经济虽然有了腾飞式增长, 但是我国金融市场还未达到高效的融资配置, 金融机构的风险防范系统还未完善, 利率还未实现充分反映市场供需变化的目标, 市场参与者的经济理念和行为还有待于提升, 在现阶段人民币还不具备实行完全浮动汇率制度的基础。因此, 在短期内, 给予人民币汇率灵活性, 实行有限制的汇率目标区式的浮动, 在长期实行有管理的离散浮动是适应我国经济阶梯式增长和变革的需要。

有效的汇率制度对于一国国内经济运行和对外经济往来具有重要的保障作用, 能够在维持经济稳定的同时提高应对国际经济形势变化的灵活性, 降低风险。在我国进入“十二五”期间, 保持汇率的相对稳定并采取必要的汇率调控措施具有重要的作用, 有管理的离散浮动汇率制度能够适应我国在经济转轨期间阶段性经济增长特质。有管理的离散浮动汇率制度能够在短期内频繁小幅释放经济基本面变化和市场供需双方力量改变导致的币值浮动压力, 在长期内经济发展导致的区制变化累积引发的实际汇率与均衡汇率水平的偏离一次性释放对于经济造成的较大冲击, 也会促使汇率水平再度从偏离修正为符合经济基本面。

我国汇率制度的改革进程体现了阶段性的汇率制度离散调整, 彰显了外汇市场压力所致的汇率区制性改变。2005 年汇改后, 外汇市场压力指数变动处于狭窄通道内且趋势波幅更接近零线, 体现了汇制改革符合经济基本面决定的汇率变动, 为国内经济运行和对外经济往来提供了有利保障。

适应经济基本面发展状况的汇率制度是经济增长和抵御外部风险的前提, 为了保持经济的稳定增长和增强对抗外部危机的能力, 应采取如下措施: 首先, 随着我国金融市场的逐步开放, 资金往来日益频繁, 在增加资本项目规模的同时,

提高金融机构自身的竞争实力,增强抵御外部风险的能力。其次,随着我国开放程度的加深,与其他国家的联动性越强,越需增强外汇市场的灵活变动性以应对国际市场的无穷变化。再次,外汇储备的增强是外汇市场压力的主要因素,在累积外汇储备的同时,应扩大国内企业在国外的投

资并拓宽资本的外部流向,以避免人民币升值吸引的外商直接投资短期内利用升值预期套取资金并外逃,抵御潜在的国际资金流动风险。最后,应多元化外汇市场的金融产品和种类,避免单一地依赖特定金融产品,无法实现预期的无风险收益率。

参考文献

- [1] Williamson, J. The Exchange Rate System[M]. Washington D.C.: Institute for International Economics, 1985.
- [2] Krugman, P. Target Zones, Exchange Rate Dynamics[J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, (3),
- [3] Frenkel, J. A., Goldstein, M. A Guide to Target Zones[J]. IMF staff papers, 1986, (33).
- [4] Bertola, G., Caballero, R. Target Zones and Realignments[J]. The American Economic Review, 1992, (3).
- [5] Lundbergh, S., Teräsvirta, T. A Time Series Model for an Exchange Rate in a Target Zone with Application. Working Paper Series in Economics and Finance, 2003, SSE/EFI.
- [6] Fernando Zapatero, Luis F. Reverter. Exchange Rate Intervention with Options[J]. Journal of International Money and Finance, 2003, (22)
- [7] Cukierman, Alex, Spiegel, Yossi and Leiderman, Leonardo. The Choice of Exchange Rate Bands: Balancing Credibility and Flexibility[J]. Journal of International Economics, Elsevier, 2004, (2).
- [8] Girton, L., D. Roper, A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience[J]. American Economic Review, 1977, (67).
- [9] 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).

[责任编辑 国胜铁]

Managed Discrete Floating Exchange System Construction Based on Target Zone

LIU BAI, ZHANG Ai-lian

(Business School, Jilin University, Changchun, Jilin 130012, China)

Abstract: In the process of economic development, different exchange rate systems are utilized based on economic condition. Because of the inherited defect of fixed and floating exchange rate system, exchange rate zone comes into being. Under the condition of capital project not being wholly open, managed discrete floating exchange system should be utilized to avoid potential risks caused by exchange rate change. Exchange rate is discretely controlled according to economic condition in short and long term. According to empirical test, the change trend of exchange market pressure index shows the exchange rate reform in 2005 is adapt to the real economic condition, and the floating band is inside the target zones. The results show the discrete change of exchange rate.

Key words: exchange rate zone; discrete floating exchange system; exchange market pressure index