

# 均衡汇率和汇率均衡性识别中的问题

庞晓波 孙叶萌

**内容提要** 汇率的高估或低估总是要有一个参照基准。而均衡汇率概念本身具有多种定义,这使得汇率均衡性估计本身首先面临着基准不一致的问题。本文基于对汇率联系着贸易相关国家经济均衡态势这一特殊属性的分析认为,不能简单地沿用一般市场均衡的市场出清基准来建立均衡汇率概念。对一国汇率均衡性的判断必须立足于一国经济的总体均衡态势、经济景气要求和国际收支状况。

**关键词** 汇率 均衡汇率 杠杆属性

对汇率的均衡性做出判别是一件特别复杂的事情。与一般产品价格的均衡性和利率的均衡性所不同的是,虽然名义上汇率可以自由浮动,但外汇市场上的外汇需求和外汇供给从来没有摆脱人为的干预,再加上基本经济因素和预期引起的投机等因素的综合作用,对汇率的均衡性判别变得特别困难,以至于均衡汇率的定义本身都存在着分歧。

美国经济学家纳克斯(Nurkse)最早对均衡汇率做出较为完整的定义:在国际收支平衡和充分就业情况下,内外部同时均衡时的汇率。这个定义条件苛刻,不仅要同时实现对内和对外的双重均衡,还要求充分就业。大多数国家很难实现定义中的要求,从而也就无法鉴别汇率的均衡性。20世纪80年代以来,随着现代计量经济学理论的发展,具有了可用于对汇率均衡性进行定量识别的技术,有关均衡汇率概念的阐释也有了新的进展。如基本要素均衡汇率(feer)、行为均衡汇率(beer)、自然均衡汇率(natrex)和均衡实际汇率(erer)等。

基本要素均衡汇率由威廉姆森(Williamson)于1983年提出。他放弃了纳克斯定义中充分就业条件,只是强调了国内和国外的总供求同时达到均衡这一条件,将均衡汇率定义为同宏观经济均衡相一致时的实际有效汇率。这个定义虽然放弃了充分就业基准,但仍然存在缺陷。其一,总供求的均衡只能从长期上识别,与之相对应的均衡汇率也只能是长期性概念,从而对于短期汇率的波动不能做出解释。其二,它忽视了外汇市场主体行为效应的影响。针对后一个缺陷,克拉克(Peter B. Clark)和麦克唐纳德(Ronald MacDonald)等人于1998年提出了行为均衡汇率概念。其核心思想是将现实的实际有效汇率,用基本经济因素和短期的暂时性的随机扰动来解释。这个定义的好处是,可以对短期汇率的均衡性加以识别。自然均衡汇率概念由斯坦(Jerome L. Stein)于1994年提出,只是立足于国际收支的均衡来定义均衡汇率,其确切含义是,储蓄与投资之差等于经常项目差额时的实际汇率。与前三种定义相比,

这个定义大大放宽了均衡汇率的条件限制。根据斯坦对美国的汇率变化做出的检验发现,这个定义与汇率的实际表现比较吻合。均衡实际汇率概念来自爱德华兹(Sebastian Edwards)。其着眼点是汇率与其他经济变量之间的均衡关系,既包括局部均衡,也包括经济的整体均衡,他将均衡汇率定义为经济处于局部和整体均衡时的实际汇率。该定义的现实性表现在,既考虑到了实际因素的影响,也考虑到了货币扰动的影响,以及外汇管制、贸易壁垒、官方汇率和黑市汇率共存等各方面的因素。因此,该定义比较适用于对发展中国家均衡汇率的识别。

## 一、汇率均衡性识别中的问题

均衡汇率定义上的分歧并非是为人为性的,也不能简单地认定哪一种定义正确或不正确。原因在于,汇率作为一种价格与其他任何价格在属性上都不同,不能简单地用其他价格的均衡性来诠释汇率的均衡性。汇率作为一种价格的特殊性在于它直接联系着国内和国外两个经济体,而其他的价格如利率等都不具备这个属性。就拿人民币对美元的汇率来说,从中国的宏观经济均衡来看均衡汇率,与从美国经济均衡来看均衡汇率可能大相径庭。原因在于:其一,两个经济体原本存在基本因素方面的差异,内外部经济各自对于汇率水平的要求客观上不总是一致的;其二,各国对本国货币供给的垄断性和汇兑的操控性,又使得汇率作为一种价格并非是竞争性定价,通常是博弈的结果。而博弈性定价就决定了其多重均衡性,也就是均衡汇率水平并非是唯一的。基于这个理由,很难确认现实的汇率波动表现是均衡或是不均衡的。因此,我们只能从某个方面审视汇率的现实表现是否与该方面的特定要求相一致。这就是可以从不同角度定义均衡汇率的客观理由。斯坦对美国汇率均衡性的实证研究恰好表明,如果按照自然均衡汇率的定义来看,美国的汇率波动基本上是均衡的。这恰好说明,美国的汇率变动与该种均衡汇率的定义相符合。如果用其他均衡汇率的定义去衡量,均衡性的结论就可能不成立。

对于任何一个国家来说,通过外汇管制等手段对汇率的间接干预不可避免。开放程度越高的国家,经常项目和资本项目收支对于内在均衡及经济增长

目标、经济稳定目标的实现就越重要,汇率的完全自由浮动无疑是把一国经济置于刀刃上,必将承受巨大的风险。正是基于这个理由,我们不能笼统地判断汇率的均衡性,更不能只用某一种标准判断汇率的均衡与非均衡。一国经济处于不同发展阶段,或处于不同的经济状况下,或特定经济政策目标之下,自然地对汇率变动提出不同的要求。换言之,有时可能主要基于国家收支状况来提出汇率的均衡性要求,有时又基于宏观经济总供求的均衡对汇率的变动方向提出要求,货币政策操作对汇率的作用与反作用也对汇率有相应的要求。所以,国外学者提出的各种均衡汇率概念是从不同角度看待汇率的参照系,任何一种定义都不是识别汇率均衡性的唯一标准。

汇率原本是贸易国之间经济利益之争的焦点。由于具有价格属性,它同一般物品和劳务价格一样,或对需求者有利或对供给者有利,总是有两种相反的力作用于其上。所不同的是,一般物品和劳务价格的均衡体现了市场出清要求,而汇率的背后是两个贸易国之间各自宏观经济均衡的要求,以及经济增长和减缓经济波动的要求。由于一国货币的汇率与该国的利率、物价、生产率、国际收支差额、储蓄和投资差额、货币供求等多个经济变量之间具有错综复杂的内在联系,所以,不能简单地用“市场出清”概念来界定均衡汇率,也不能指望存在同时符合贸易相关各国内在均衡要求的汇率。

对于发展中国家而言,以什么基准界定汇率是否具有均衡性的问题更加复杂。一方面,发展中国家的资本账户开放程度低,外汇管制更加严格,国际资本流入通常大于资本流出;另一方面,如果经常项目出现赤字,也容易加剧有效需求不足。于是,从国际收支情况来看,汇率似乎总是偏离均衡或被低估。

## 二、人民币汇率均衡性的识别

2005年7月,是我国人民币汇率由固定汇率制度向浮动汇率制度转变的分界点。我国这种特殊体制下的人民币汇率均衡,与以前讨论的西方经济学理论中的一般意义上的汇率均衡有着不同的含义,它是指能够适应我国不同时期经济发展目标要求的、能够维持对外经济正常发展的汇率运行状态。以往的汇率主要起着调节对外经济的作用,而现在的

人民币汇率必须与国内经济运行密切联系起来,同时也要起到调节对外经济活动的重要作用。也就是说,既要实现内部均衡,又要达到外部均衡。在人民币汇率的历史上,汇率均衡一直带有明显的制度特征,它不是汇率这种特殊价格在一定水平上的自我均衡,而是一种政策性均衡。

我国学者对于人民币均衡汇率问题的实证研究表明,关于均衡汇率的研究方法可以分为两类:一类是传统的均衡汇率理论,主要是卡塞尔(Kassel)提出的购买力平价(PPP)方法。另一类是前面所介绍的现代均衡汇率理论,其中的feer方法和natrex方法一般适用于发达国家。国外学者一般采用PPP方法研究人民币实际均衡汇率,得出的结论是人民币被严重低估。PPP方法由于没有考虑由基本经济要素变化引起的均衡汇率变化,一般高估了汇率错位程度。中国是一个转型中的发展中国家,基本经济要素变化尤为剧烈,如果忽略了基本经济要素变化对均衡汇率的影响,会得出严重错误的结论。进入2000年以后,中国学者一般用beer方法和erer方法对人民币均衡实际汇率进行研究。赵西亮和赵景文针对我国1995年第一季度至2005年第四季度的数据,估计了人民币均衡实际汇率以及人民币实际汇率失调程度,得出了人民币实际汇率的失调程度并不像国外文献估计的那么高的结论,说明了人民币汇率基本上稳定在均衡汇率附近,渐进的人民币汇率形成机制改革是成功的。

本文从西方均衡汇率理论出发,总结了人民币均衡汇率的几种研究方法,得出如下结论,对于人民

币均衡汇率的研究,必须结合我国的特殊情况,即在不同的时期,采用不同的分析角度和方法。国外学者采用的购买力平价模型,未能将基本经济要素的变化纳入均衡汇率变化的原因中去,因而得出的结论有些偏颇。而我国学者采用的适应发展中国家均衡汇率研究的均衡实际汇率方法和行为均衡汇率方法得出的结论更符合中国的实际情况。

(本文作者:庞晓波 吉林大学商学院教授、博士生导师;孙叶萌 吉林大学商学院博士生)

责任编辑:乐山

#### 参考文献:

1. 丁益:《汇率均衡论》,中国物价出版社1995年版。
2. 姜波克、陆前进:《汇率理论和政策研究》,复旦大学出版社2000年版。
3. 张晓朴:《人民币均衡汇率研究》,中国金融出版社2001年版。
4. 姜波克:《均衡汇率和政策新框架》,《中国社会科学》2006年第1期。
5. 刘阳:《人民币均衡汇率及汇率动态》,《经济科学》2004年第1期。
6. 施建淮、余海丰:《人民币均衡汇率与汇率失调:1991—2004》,《经济研究》2005年第4期。
7. 储幼阳:《人民币均衡汇率实证研究》,《国际金融研究》2004年第5期。
8. 张瀛、王浣尘:《人民币实际均衡汇率:跨时期均衡模型》,《世界经济》2004年第8期。
9. 赵西亮、赵景文:《人民币均衡汇率分析:BEER方法》,《数量经济技术经济研究》2006年第12期。