

关于人民币汇率若干问题的思考

黄泽民

一、关于国际压力问题的思考

2002年以来,西方的一些媒体大肆渲染所谓的“中国输出通货紧缩论”,以此为背景,来自美日等西方国家要求人民币升值的压力也日益强烈。西方国家的要求和海外媒体的舆论不仅影响了人民币汇率预期,对我国人民币汇率以及国际收支产生了一定的压力,也对我国实际经济领域产生了一定的负面影响。

众所周知,汇率问题属于国家的货币主权,外国无权要求一国改变汇率水平、汇率制度及其政策。在当前的世界经济运行体系中,调节国际经济关系的国际机构主要有世界贸易组织(WTO)和国际货币基金组织(IMF),前者以调节成员国之间的实际经济关系为主,后者以调节成员国的货币金融关系为主。1973年春季全球主要国家步入浮动汇率制度,标志着布雷顿森林货币体系的崩溃,1976年的牙买加协议追认了1973年西方国家放弃固定汇率制度、黄金非货币化的合法性,由此,现行的国际货币体系被称之为牙买加体系。根据牙买加体系,固定汇率制与浮动汇率制可以同时并存,成员国有权选择本国的汇率制度和外汇管理制度、有权决定本国的汇率政策和外汇管理政策。IMF要求成员国同其合作,“保证有秩序的汇率安排和促进汇率稳定的制度”。¹但是,IMF或其它国家无权强求成员国按其要求改变本国的汇率、汇率制度以及外汇管理制度。由此可见,西方国家关于人民币升值及增加人民币汇率弹性的要求,是没有法律依据的、无约束力的软性要求。

一种流行的观点认为:中国对外贸易持续顺差是导致西方国家要求人民币升值的根本原因。笔者认为,这种观点缺乏足够的依据。综观近十年我国对外贸易数据,可以发现,1997年和1998年我国对外贸易顺差额达到峰值,分别为404.2亿和434.7亿美元,此后出现了逐年下降的趋势,2001年为225.4亿美元、2002年为304亿美元、2003年前8个月仅为88.6亿美元;从顺差额占对外贸易总额的比例看,中国外贸顺差下降速度更快,1997年为12.43%、1998年为13.42%、2001年为4.42%、2002年为4.89%、2003年前8个月仅为1.69%。(详见表一)以上数据表明,我国对外贸易基本上处于均衡状态,人民币汇率是恰当的;从贸易均衡角度看,如果考虑出口退税因素,人民币汇率不仅没有低估,且有高估之嫌。

从贸易地区结构看,我国对外贸易的不平衡是明显的。虽然对美国、欧盟保持较大顺差,但对日本、韩国、东盟等主要贸易伙伴全部为逆差。例如,今年前8个月对日本贸易逆差猛增到98.2亿美元,同比上升303%;再例如,对欧盟成员国的德国也是逆差,今年前8个月对德国贸易逆差为46.8亿美元,同比增加了32.58%。(详见表二)

我国对美国持续贸易顺差的主要原因是:第一,美国限制本国贸易商向中国出口。美国以国家安全等为借口,对美国企业向中国出口高新技术设备施加种种限制,从而制约了中美贸易关系中美国方面优势的发挥,这是导致美国贸易逆差的重要原因之一;第二,贸易转移。近年来,包括跨国公司在内的外商投资企业大量涌入我国,从而构成其他国家和地区对美国贸易顺差的转移,这也是中美贸易差额较大的另一重要原因。由此可见,中美贸易的不平衡并非人民币汇率低估所致。

有人担心我国不满足美国等西方国家关于人民币升值及增加人民币汇率弹性的要求,将招致美国等西方国家的贸易保护方面的报复。这种担心不能说是毫无根据的,但是,问题也许不一定那么严重。(1)自由贸易是美国等发达国家一贯宣扬的原则,任何形式的贸易保护主义都是不公平的,都是违反世贸组织规则的。(2)我国目前的汇率安排是历史形成的。1994年我国实现了人民币汇率并轨,采用了以市场供求为基础的有管理的浮动汇率

¹ 请参见陈彪如:《国际货币体系》第85页,华东师范大学出版社,1990年10月。

制，1997年以来人民币汇率实际上钉住美元的汇率，完全是为了抵御货币金融危机，稳定亚洲经济。(3)我国汇率制度的安排和汇率水平的决定，不仅从中国实际出发，而且也充分考虑了对周边和世界的影响。美国等发达国家不仅获得了中国大量价廉物美的商品，而且获得了中国金融投资的巨额资金流入，即我国的国际收支顺差，绝大部分又回流到美国等发达国家。(4)形成中国贸易和资本项目顺差的主要原因是经济全球化的发展，特别是包括美国企业在内的跨国公司的生产转移。(5)美国等发达国家的就业与人民币汇率水平并无关系。目前我国平均工资只有美国、日本的5%左右，假设人民币汇率升值一倍，工资水平仍然存在巨大悬殊，不可能改变中国劳动力资源丰富和低成本现实。(6)笔者相信，即使是美国的经济学家，只要他客观地评估汇率对经济的影响作用，就不会把一个国家经济的景气波动简化为汇率问题，说成是取决于其他国家的货币币值。“汇率是双刃剑”，任何只讲单方面影响的说法，既不符合汇率经济学的基本原理，也不符合经济事实，因此，在汇率问题上，不应该片面强调对哪一方有利或不利，更不应该把汇率问题当作贸易保护主义的借口。

当然，在坚持汇率问题是国家货币主权的前提下，由于汇率确实具有一定的外部影响，世界经济各经济体之间的沟通也是必要的，但是，更为重要的是，各国在世界贸易组织公平贸易的原则下，积极推动全球贸易自由化和投资便利化的进程，这才是谋求各国经济共同发展和繁荣的根本之计。

中国对外贸易发展及顺差变动

表一

单位：亿美元、%

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
总额	2366.2	2808.6	2899.0	3251.6	3239.5	3606.3	4742.9	5097.6	6208	5227.2
出口	1210.1	1487.8	1510.6	1827.9	1837.1	1949.3	2492.0	2661.5	3256	2657.9
进口	1156.1	1320.8	1388.4	1423.7	1402.4	1657.0	2250.9	2436.1	2952	2569.3
顺差	54.0	167.0	122.2	404.2	434.7	292.3	241.1	225.4	304	88.6
比例	2.28	5.95	4.25	12.43	13.42	8.11	5.08	4.42	4.89	1.69

资料来源：国家统计局及国家商务部网站，2003年9月25日

说明：(1)比例=(顺差/对外贸易总额)*%

(2)2003年的数据为2003年1月至8月

中国与主要贸易伙伴的情况

表二

单位：亿美元、%

	2002年1月-8月			2003年1月-8月		
	出口总额	进口总额	顺差	出口总额	进口总额	顺差
美国	430.1	171.8	258.3	565.2	220.0	345.2
日本	298.3	330.7	-32.4	368.4	466.6	-98.2
英国	49.6	22.5	27.1	63.0	23.8	39.2
德国	68.0	103.3	-35.3	105.8	152.6	-46.8
法国	25.9	27.3	-1.4	43.1	37.6	5.5
欧盟	295.8	247.8	48	433.4	337.5	95.9
东盟	145.8	187.1	-41.3	190.8	286.5	-95.7

资料来源：国家统计局网站，2003年9月28日

说明：表中我国贸易顺差为正数，负数表示我国贸易逆差

二、关于我国外汇储备与汇率问题的思考

在关于人民币汇率的讨论中涉及我国外汇储备的责难之声，也时有所闻。笔者认为，从我国外汇储备的性质以及我国在世界政治格局中所处地位等角度看，现在难以得出我国外汇储备过剩的结论，外汇储备的增加也不能构成人民币升值的原因。

1994年以来，我国官方外汇储备持续迅猛增加，从1993年的区区211.99亿美元，增加到2002年的2864.07亿美元，（详见表三）九年间以年均33.55%的增长幅度持续增加。今年初，外汇储备出现了加速增加的势头。6月末，官方外汇储备余额为3464.76亿美元，比去年末增加了20.97%，同比增幅加快了6.55个百分点，今年前6个月外汇储备增加了600.69亿美元，同比多增加了294.71亿美元。

我国作为一个经济快速发展、对外贸易依赖性强的发展中的大国，迅速增加的外汇储备表现出独特的性质。

第一，强制结售汇制以及资本与金融项目的管制为主要特征的我国外汇管理制度，是我国官方外汇储备增加的制度性原因。1994年年初，我国实行了单一汇率制度，在对资本与金融项目实行严格管制的同时，对经常项目实施强制的结售汇制度。除了允许部分外商投资企业开设外汇现汇帐户外，对于法人所获得的属于经常项目下的外汇收入，必须及时足额的将其所得外汇出售给外汇指定银行，对各外汇指定银行实行头寸管理，各外汇指定银行必须把超过头寸部分的外汇在银行间外汇市场上抛出，中国人民银行在银行间外汇市场中设有中央银行外汇操作室，其主要功能之一，就是购入银行间市场上溢出头寸部分的外汇，从而在制度上保证了官方外汇储备的增加。我国官方外汇储备中具有部分民间储备，这是我国官方外汇储备的重要特点之一。以持有者为标准来分类的话，我国外汇储备虽然可以分为官方储备和民间储备这两部分，但是，民间储备仅仅是自然人拥有的外汇储备，而国外的民间储备中包含了法人储备和自然人储备，因此，我国的官方外汇储备中实际上包含了法人储备。虽然，我国于1996年11月宣布开始履行国际货币基金组织第八条的义务，基本上实现了经常项目的自由化，并于1997年对个别大型外贸公司实行了部分外汇留存制度以及于2002年允许更多的外贸企业留存部分外汇，但是，外汇结售汇制依然是外汇管理制度的核心，“外汇集中制”的本质并无变化。由此可见，现存的外汇集中制不仅是导致我国官方外汇储备迅速增加的重要的制度性原因，而且，也有力地说明我国官方外汇储备中包含了民间的法人储备。

第二，从我国外汇储备的来源看，具有一定程度的借入储备（borrowed reserves）的性质。从1994年至2001年的经常项目差额和外汇储备的增加额看，除了1998年、1999年、2000年和2002年这四年的经常帐户差额大于外汇储备增加额之外，其他年份的外汇储备增加额均远远大于经常帐户的顺差额，这就说明，我国外汇储备的来源更加依赖于资本与金融帐户的盈余。无论资本与金融帐户的盈余来自于国际借贷还是国际投资，从根本上来讲这些盈余属于最终必须偿还的资金，所不同的是还本付息的方式和还款期限，外国投资者的利润或红利。总之，资本与金融帐户的盈余从根本上看，具有借入性质，以此构成的外汇储备自然具有借入储备的性质。（请参见表四）

第三，人民币汇率升值预期以及外币资产缺乏有效投资渠道是近年来外汇储备增加的市场性因素。随着我国对外贸易的迅速发展，日本、美国以及韩国等东亚国家提出人民币升值的要求以来，逐渐形成了人民币汇率升值的预期，20世纪90年代从我国境内外逃的资金开始汇流国内，一些投机性的资金在人民币汇率升值预期下，也设法通过各种手段进入我国境内，从而加剧了国内外汇市场上外汇供大于求的矛盾，导致了外汇储备的增加。近年来，虽然管理当局已经允许外贸企业开设外汇帐户，留存部分外汇，企业可以留存外汇的部分已经达到约30%，但是，企业实际持有的外汇份额远远低于允许留存的限额，究其原因主要是：（1）在政府保证人民币不贬值的承诺下，企业在需要外汇时不用担心人民

币贬值的风险，从而增强了企业持有人民币的意愿；（2）在经常项目实现自由化条件下，企业在进口需要用汇时，不用担心买不到外汇，对外贸企业而言，外汇已经不是稀缺资源，所以，持有外汇与否，对企业显得并不重要；（3）企业持有外币后，资金流出受到较大的制度限制，国内金融市场上又缺乏可供选择的以外币计价的金融商品，由于持有外币的收益很有可能低于人民币，从而导致企业不愿意持有外汇；（4）人民币汇率升值预期更加使企业不愿意持有外汇。

一国拥有国际储备最为重要的原因是，为了保证该国具有足够的国际清偿能力，从而保证宏观经济的稳定与发展。然而，国际储备的获得需要支付相应的代价，所以，国际储备并非多多益善，换言之，一国拥有的国际储备总量应该维持在一个适度的水平上，即适度国际储备的问题。由于布雷顿森林货币体系的崩溃，黄金的非货币化，外汇成为国际储备中最为主要的资产，因此，下面在没有特别说明时，外汇储备视同国际储备。

一般而言，一国的外汇需求主要有以下几个方面构成：（1）商品和劳务进口的外汇需求；（2）转移性外汇需求；（3）外商投资企业红利和利润汇出的外汇需求；（4）外国投资者证券投资收益的外汇需求；（5）偿还对外货币性负债的外汇需求；（6）对海外投资的外汇需求；（7）货币当局为了维持汇率稳定，干预外汇市场的外汇需求；（8）本币持有者货币替代的需求；等等。正常情况下，上述外汇需求主要通过外汇的流量获得满足，一国官方外汇储备作为存量资产，具有准备金性质，除了干预外汇市场以及偿还官方对外的货币性负债之外，官方外汇储备主要用于不时之需。因此，在一国实行外汇管制的条件下，最简单的适度外汇储备量，仅考虑商品、劳务进口，以及偿还对外货币性负债的外汇需求这两项。

根据上述外汇储备需求理论计算，可以发现我国的外汇储备量远远超过了适度储备的水平。然而，我们是否就能由此得出我国外汇储备严重超额的结论呢？笔者认为，恐怕现在还难以匆忙下定论。因为，首先，如前所述，我国外汇储备具有明显的借入储备的性质。1994年至2002年经常帐户累积的外汇储备总额仅1645.69亿美元，而2002年外汇储备总额为2864.07亿美元，属于借入储备的金额高达1218.38亿美元，即借入储备占总储备的42.54%。²当然，我国储备的借入性质，还可以从我国近10年来吸引大量的外商投资的角度来看。根据储备理论可知，借入储备在今后将以红利、股息、利润以及资本转移等方式构成对外汇的需求，因此，借入储备从本质上讲，是不稳定、易变动的储备，不能视同自有储备。

其次，由于我国实行强制结售汇制，法人不能自由持有外汇，我国官方外汇储备中包含了法人储备，因此，官方外汇储备被夸大了，现有的官方外汇储备实际上是，名义官方外汇储备。随着我国外汇管理制度市场化的改革，以及对外开放的深入发展，强制结售汇制，终将被意愿结售汇制所取代。届时，部分法人在获得外汇收入时，完全可以根据自己的意愿，决定是否出售或保留外汇，其结果必然有部分法人愿意保留外汇。这时，我国官方外汇储备才会变成实际官方外汇储备。

还有，从近10年来看，我国对外货币性负债出现了持续增加的趋势，而且，短期负债有明显的增加。1993年我国的外债余额仅有835.7亿美元，2002年已经高达1685.4亿美元，是1993年的2.02倍，8年中债务翻了一倍多。而且，短期债务在外债中的比率迅速上升，2000年短期债务占总债务的比率仅7.9%，2002年上升到31.43%。短期债务的迅速增加，意味着还本付息压力的加大。（详见表五）增加官方外汇储备，防止债务危机的出现，也是题中之意。当然，换一个角度看，减少举借短期债务，把储备的一部分转化为国内短期外汇需求，也不失为明智之举。

² 本文对借入储备的计算式：借入储备=外汇储备总额-经常帐户顺差。这虽然是一个粗略的估计数，但是符合自有储备和借入储备的含义。

再有，笔者认为，我国的外汇储备中应该包含国际政治风险的外汇准备。在当今的国际政治和国际经济舞台上，由于意识形态及社会政治制度的差异，我国经常处于被歧视的地位，如果我国遭遇国际政治风险或经济危机，很难出现真正愿意援助我国的国家。亚洲金融危机中，在东亚国家最需要外汇援助之时，负有援助之责的国际货币基金组织，横生枝节，拖延不救的教训是深刻的。如果中国遭遇危机的话，能够指望哪个发达国家或国际金融机构，对我国伸出援助之手吗？因此，充足的外汇储备，对当前世界政治格局中，处于特定地位的我国而言，是非常必要的。

综上所述，不能简单地套用西方国际储备理论，来解释我国的外汇储备问题，实事求是地、动态地、多因素地考虑中国外汇储备总量的话，无法得出中国外汇储备过剩的结论。我国只有在人民币成为自由兑换货币，进而成为国际货币之后，才有可能把外汇储备维持在西方国际储备理论的水平上，从而降低拥有巨额外汇储备的成本。

中国历年黄金与外汇储备

表三

年份\内容	黄金储备		外汇储备		
	数量 (万盎司)	增长率 (%)	金额 (亿美元)	增加额 (亿美元)	增长率 (%)
1979年	1280.00		8.40		
1980年	1280.00	0.00	-12.96	-21.36	-254.29
1981年	1267.00	1.02	27.08	40.04	308.49
1982年	1267.00	0.00	69.86	42.78	157.98
1983年	1267.00	0.00	89.01	19.15	27.41
1984年	1267.00	0.00	82.20	-6.81	-7.65
1985年	1267.00	0.00	26.44	-55.76	-67.83
1986年	1267.00	0.00	20.72	-5.72	-21.63
1987年	1267.00	0.00	29.23	8.51	41.07
1988年	1267.00	0.00	33.72	4.49	15.36
1989年	1267.00	0.00	55.50	21.78	64.59
1990年	1267.00	0.00	110.93	55.43	99.87
1991年	1267.00	0.00	217.12	106.19	95.73
1992年	1267.00	0.00	194.43	-22.69	-10.45
1993年	1267.00	0.00	211.99	17.56	9.03
1994年	1267.00	0.00	516.22	304.23	143.51
1995年	1267.00	0.00	735.97	219.75	42.57
1996年	1267.00	0.00	1050.29	314.32	42.71
1997年	1267.00	0.00	1398.90	348.61	33.19
1998年	1267.00	0.00	1449.60	50.70	3.62
1999年	1267.00	0.00	1546.75	97.15	6.70
2000年	1267.00	0.00	1655.74	108.99	7.05
2001年	1608.00	26.91	2121.65	465.91	28.14
2002年	1929.00	19.96	2864.07	742.42	34.99

资料来源：根据《中国金融统计年鉴 2002年》以及中国人民银行网站资料编制

国际收支差额、对外债务余额以及外汇储备增加

表四

单位:亿美元

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
外汇储备增加额	17.56	304.23	219.75	314.32	348.61	50.70	97.15	108.99	465.91	742.42
经常项目差额	-119.03	76.58	16.15	72.42	297.17	293.24	156.67	205.19	174.05	354.22
资本项目差额	234.74	326.44	386.74	399.67	229.59	-63.21	76.42	19.22	347.75	322.91
外债余额	835.7	928.1	1065.9	1162.8	1309.6	1460.4	1518.3	1457.3	1701.1	1685.4

资料来源:根据国家外汇管理局网站“中国国际收支平衡表”和“外债流动与国民经济、外汇收入”等资料编制。

注:(1)表中“资本项目差额”1997年为“资本往来项目”,97年后为“资本与金融项目”。

(2)外汇储备增加额是指比上年增加的金额。

长期与短期外债的结构

表五

项目/年度		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
外债余额(亿美元)		693.2	835.7	928.1	1065.9	1162.8	1309.7	1460.4	1518.3	1457.3	1701.1	1685.4
中长期外债	余额(亿美元)	584.7	700.2	823.9	946.8	1021.7	1128.2	1287.0	1366.5	1326.5	1195.3	1155.6
	占总余额的比例(%)	84.4	83.8	88.8	88.8	87.9	86.1	88.1	90.0	91.0	70.3	68.57
短期外债	余额(亿美元)	108.5	135.5	104.2	119.1	141.1	181.4	173.4	151.8	130.8	505.8	529.8
	占总余额的比例(%)	15.6	16.2	11.2	11.2	12.1	13.9	11.9	10.0	9.0	29.7	31.43
	与外汇储备的比例(%)	55.8	63.9	20.2	16.2	13.4	13.0	12.0	9.8	7.9	23.8	19.5

资料来源:根据国家外汇管理局网站“长期与短期外债的结构与增长”编制。

三、对未来人民币汇率制度改革的思考

在人民币没有实现完全自由兑换之前,应该继续以“管理”为主,但要改善现行的管理机制和操作方法;长期而言,在人民币成为自由兑换货币之时,我国采用独立浮动汇率制度是适宜的。

在人民币没有实现资本与金融项下的自由兑换之前,我国应该继续实行结售汇制和有管理浮动的浮动汇率制,但是应该改善现行的外汇管理制度和人民币汇率形成机制。改善人民币汇率形成机制需可以从三个方面着手:一适度增加汇率形成过程中外汇市场的作用;二改善央行的干预机制;三是改善现行的以结售汇制为核心的外汇管理。

(一) 适度增加汇率形成过程中外汇市场的作用

放弃目前实际采用的“钉住单一美元的汇率制度”，采用真正的“以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制度”。从而增加人民币汇率弹性，把汇率风险从原来的主要由国家承担，改变为主要由市场的参与者承担。其理由是：（1）丰富开放经济的调控手段。经验表明，汇率僵化，将使中央银行的货币调控处于被动，在宏观管理上看，也缺少有效的货币调控手段，这不符合开放经济的要求。随着我国经济进一步对外开放，逐步融入全球经济一体化体系中，市场化的汇率政策定将成为调节涉外经济活动的重要手段。因此，人民币汇率实行市场化的意义和作用在于：一是为政府增加了宏观调控的手段；二是在国际资本半流动状态下，可以赢得独立的货币政策，而不需要被动地跟着某种货币的趋势运行。

（2）提高资源配置效率。价格是反映稀缺与过剩性的信号，市场机制是配置资源的有效方式，价格管制将抑制市场价格机制的作用和效率。外汇代表对国外资源的要求权和支配权，市场在对外汇资源的分配上同样具有一定的效率。所以，在管理浮动汇率制下，人民币汇率的决定要尽可能地通过市场由供求力量决定，允许汇率在一定的范围内浮动，让市场发现均衡汇率水平才符合效率的要求，才能更好地促进我国的对外经济贸易投资方面的有效往来，提高经济福利。但是，当人民币汇率出现较大幅度偏离其目标汇率时，央行必须入市干预，这样，既能使人民币汇率具有一定的弹性，又能维持汇率的基本稳定。（3）培养汇率风险意识、促进金融商品开发。允许人民币汇率适度波动，有利于培养我国涉外企业的汇率风险意识。扩大汇率浮动范围，将促进金融机构和交易市场开设避险交易工具，提供避险服务，并培养这方面的人才，提高国内金融机构的竞争能力。

（二）改善现行的结售汇管制

实现有管理的浮动汇率制的一个关键问题，取决于外汇管理制度的改革。主要可采取如下措施：（1）进一步放宽企业持有外汇的限额，直至取消强制结售汇制；（2）进一步放宽外汇银行的额度，直至取消对外汇银行的外汇头寸管理；（3）进一步放宽经常项目下的法人和自然人购买外汇的限制，全面履行 IMF 第八条款国的义务；（4）逐步放宽资金流出的限制，鼓励民营企业对海外直接投资；（5）逐步实施境内法人和自然人对海外金融市场的投资。

（三）从有管理的浮动汇率制度的“管理”层面上看，改变目前人民币钉住单一货币名义汇率目标的做法，根据有效汇率水平来管理人民币汇率，这不但能够更好地发挥汇率的资源配置效率，也可以在一定程度上避免西方国家对我国汇率制度和汇率水平的指责。

现在一种流行的观点是，建议我国采用钉住一篮子货币的汇率制度。其理由是：由于主要国际货币之间的汇率波动较为频繁、波幅较大，名义钉住单一货币将会置本币对其他货币交叉汇率于大幅波动之中，而参考货币篮子汇率则可一定程度地避免这种缺陷。该方案的关键问题在于选择适当的篮子货币，既方便操作，又能使篮子汇率较好地逼近有效汇率。虽然钉住篮子货币一定程度上减轻了钉住单一货币情况下对其他货币交叉汇率的波动幅度，但仍属于固定汇率安排，具有缺乏汇率弹性、央行被迫频繁干预等固定汇率的一

些缺陷。

因此，笔者认为，对人民币进行汇率目标区管理是比钉住一篮子货币更佳的选择。实行汇率目标区管理，将可以在一定程度上避免钉住货币篮子的缺点，而且兼有固定汇率安排与浮动汇率制度的优点。

汇率目标区是货币当局建立的未来汇率变动的目标范围，一旦建立，中央银行要通过干预外汇市场使汇率在目标区范围内变动。汇率目标区涉及：目标区均衡汇率的选择、目标区上下边界即目标区宽度的选择、目标区的公开和透明程度、在目标区范围承诺干预汇率的程度。汇率目标区分成软硬两种：硬目标区指中央银行通过干预维持的一个较窄的、不经常修正变动的、完全透明公开的汇率目标区；相反，软目标区则较宽、可经常修正、由官方秘密确定。

笔者认为，我国应采用“软硬兼施”的人民币汇率目标区。该目标区：透明公开、有一定宽度、可以修正。透明是为了影响市场预期和供求、稳定市场汇率，如果不透明、不公开，则难以达到建立目标区、稳定汇率和影响市场的效果；有一定宽度是为了赋予较大汇率弹性，发挥市场的发现价格、引导资源有效配置的机制；可以修正是为了在经济基本面发生较大变化之时，不至于发生汇率安排与基本面的重大冲突等。

采用汇率目标区管理要求央行具有高度的调控能力。当市场汇率达到目标区上下边界时，中央银行应进行干预操作，这是汇率目标区管理的主要工作内容。央行可以采用的政策手段和干预措施主要有：一是通过非冲销的干预政策，在外汇公开市场买卖相应币种的外汇来影响该种货币对人民币的比价，这样会影响货币供给量；二是通过外汇公开市场与债券公开市场的组合操作，即冲销干预措施，虽然影响汇率变动趋势，又不改变货币供给量；三是通过对短期资本流动的管制，控制大规模投机资本对汇率目标区的冲击；四是进行口头干预，随着我国市场化进程的深入，培育对人民币汇率具有权威性的发言人，通过该发言人，对外汇市场进行口头干预。国际经验表明，央行或财政部的高层官员是本国货币汇率权威性发言人的最佳人选。

中央银行进行目标区管理的另一项内容是要确保目标区的可信度，防止毁灭性冲击。这要求央行：（1）兑现目标区上下限干预的承诺，这在资本与金融项目实施管制的我国，是比较容易做到的；（2）杜绝中心均衡汇率变动的随意性，以确保市场对汇率目标区的信任程度；三是在国内外经济基本面发生重大变化的情况下，要适时地调整目标区中心均衡汇率，不应一味固守中心汇率，以避免市场预期汇率与目标区中心汇率之间发生严重的分歧。

笔者坚信，在我国目前实行资本与金融项目管制的条件下，采用人民币汇率目标区的管理制度，不仅可以以较低成本守卫住汇率目标，在获得人民币汇率基本稳定好处的同时，又可以有效地发挥汇率机制，同时，也可以较少地产生同外部经济的磨擦。

参考文献：

1. 陈彪如等：《人民币汇率研究》华东师大出版社，1992年6月
2. 陈彪如：《国际货币体系》华东师大出版社，1990年10月
3. 奚君羊：《国际储备研究》上海财经大学出版社，1998年4月
4. 罗纳德·麦金农：《货币稳定化的国际准则》中国金融出版社，1990年9月
5. 黄泽民：论人民币在经常项目下实现可兑换的意义与影响，《世界经济》1998年第1期
6. 黄泽民：《浮动汇率制与金融政策》上海人民出版社，1997年6月
7. 《中国金融统计年鉴》2002年
8. 中国人民银行网站
9. 国家外汇管理局网站

（完稿于2003年10月）

（作者简介：华东师范大学终身教授、博士生导师、国际金融研究所所长）