

## 两国间汇率协调管理标准的理论与现实思考：

### 一个内在价值汇率模型与一个汇率协调管理方案

#### ——人民币汇率制度的一个改革方向

李壑

##### 一、两国间汇率协调管理的标准

汇率大幅波动给经济（进出口）带来不确定性和损失，同时汇率也是各国宏观经济管理的政策工具。因此，在当今世界中，各国不可能对市场汇率完全放任实行完全浮动汇率制，而是不同程度地对市场汇率进行管理和干预实行有管理的浮动汇率制。汇率是两国货币的比价，汇率变动关系着两国经济利益（损失），并且这种经济利益（损失）在某种条件下对两国来说总是呈彼此增减关系。因此，在两国对本国汇率进行单独管理的条件下，两国总是根据各自国家的经济利益对汇率进行管理。这样，汇率的单独管理必然造成两国利益冲突。因此各国有必要对汇率进行协调管理。协调管理的基础是什么？既然汇率变动关系着两国经济利益（损失）的此增彼减，双方都希望自己增益减损，那么这个基础就应该使两国汇率单独管理带来的经济利益（损失）彼此相等。在下图 1 中，A 曲线代表甲国汇率变动损益线，在直接标价法下，是一条向下倾斜的曲线。B 曲线表示乙国汇率变动损益线，在直接标价法下，是一条向上倾斜的曲线。当汇率向右方向变动，甲国损失越来越大，而乙国收益则越来越大。当汇率向左方向变动，甲国收益越来越大，而乙国损失则越来越大。在汇率单独管理下，两国总是按照有利于自己的方向对汇率进行管理。显然，甲国将使汇率向左方向移动，而乙国则使汇率向右方向移动。可以看出，当双方汇率管理达到交点 h 时，两国汇率单独管理收益（损失）相等。可以证明，h 点是两国收益（损失）最小点。在这一点，两国汇率单独管理达到均衡，该点的任何偏离都会使两国对汇率重新进行干预和调整。

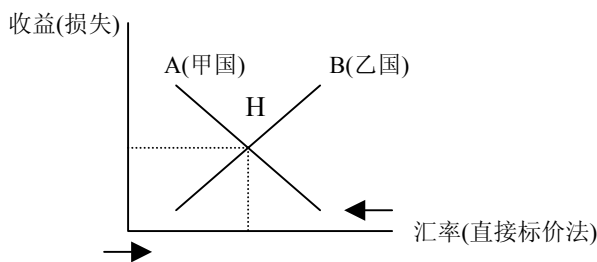


图 1

由此可见，这个均衡点（均衡汇率）就是两国汇率协调管理的基础。两国应在这个基础上对本国汇率进行管理。但是这个均衡汇率是一个什么样的汇率呢？它必须有一个衡量标准。这个衡量标准必须是客观的，而不是主观随意的。如果是主观随意的，那么两国都会制定有利于本国的标准，这样，不仅协调无效果，而且会带来强权性后果。历史事件中，汇率战和强国逼迫弱国按照其标准改变汇率就是衡量标准主观随意性的结果。两国间汇率协调管理的客观标准是什么？内在价值汇率可作为两国间协调管理的客观标准。内在价值汇率不仅是两国汇率决定的内在基础，而且它还是一个稳定均衡点。市场汇率总是围绕其内在价值上下波动。在汇率波动呈正态分布条件下，两国以内在价值汇率进行协调管理，双方所承受的

汇率波动风险最小，两国政府对汇率的博弈最终会稳定在内在价值汇率（纳什均衡点）上。

## 二、内在价值汇率内涵与一个内在价值汇率模型

内在价值汇率是由两国经济的基础面（内在的、本质的和稳定的）因素所决定的汇率。它是两国汇率的决定基础，或者说市场汇率以内在价值汇率为基础围绕内在价值汇率上下波动。决定内在价值汇率（或汇率的内在价值）的基础经济因素是什么？本文将以两国贸易的市场条件为基础建立一个内在价值汇率模型。

先从单一商品的两国贸易开始。假设某商品在甲国生产，其国内销售价为 8 人民币。该商品在乙国销售价为 1 美元。显然，甲国出口商只有在 1 美元=8 人民币（直接标价法）的汇率兑换条件下才会向乙国提供商品出口。低于这个汇率（如 1：7），甲国对该商品不再出口。由于外汇供给减少，汇率下跌，一直跌到 1：8，这时甲国恢复对该商品的出口。如果跌破了 1：8，比如跌到 1：9，甲国对该商品的出口就会增加。由于外汇供给增加，汇率就会上升，一直上升到 1：8。如果超过了 1：8，比如上升到 1：7，甲国对该商品不再出口，汇率又向 1：8 回复。由此可见，上述 1 美元=8 人民币（直接标价法），就是甲乙两国间的内在价值汇率。或者说某商品在两国的销售价格之比就构成了两国间的内在价值汇率。这是单一商品的两国贸易情况。在两国进行多种商品贸易下，对各种商品价格加权平均，那么两国加权平均价之比就是两国间的内在价值汇率。设甲国商品（出口商品）加权平均价和乙国（进口商品）加权平均价分别用  $p$  和  $p^*$  表示，两国间内在价值汇率用  $E$  表示，则，

$$E = p / p^*$$

如果考虑运输成本、保险费用和进口关税，设三者的费用为  $\delta$ ，那么两国间内在价值汇率可表达为

$$E = p / p^* (1 + \delta)$$

无论在甲国还是在乙国，商品销售价格都由市场供求关系决定。影响商品需求的因素包括该商品价格、收入、替代品价格以及偏好等，其中商品价格和收入是主要影响因素。除了需求因素影响市场价格外，商品供给总量和商品在两国的销售比例也影响市场价格。假设甲国为商品生产国，均衡产量为  $Q$ 。将该产量分割为两部分，分别以数量  $Q_1$  和  $Q_2$  在甲国和乙国销售。下图 2 表达了供求关系对同种商品在甲国和乙国的价格决定。

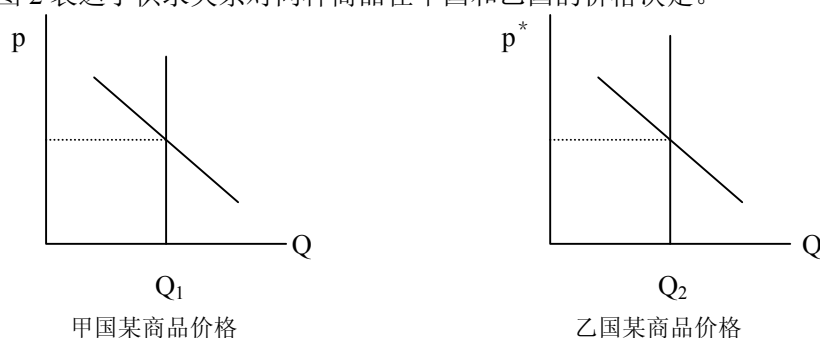


图 2

随着时间变动，两国收入、同种商品在两国间的销售分配比例会发生变化，从而同种商品在两国的销售价格也会发生变化。这将引起两国间的内在价值汇率发生变化。假设两国初始的内在价值汇率（根据初始贸易价格计算）为  $A$ （即  $p_0 / p_0^*$ ），两国名义国民收入为  $PY$  和  $P^*Y^*$ ，同种商品在两国的销售比例为  $K$ （即  $Q_1 / Q_2$ ）。根据这些假定，可将两国间内在价值汇率表达为时间的函数：

$$E(t) = A + \alpha [P(t)Y(t) / P^*(t)Y^*(t)] + \beta K(t)$$

其中， $\partial E / \partial (PY / P^*Y^*) > 0$ ， $\partial E / \partial K < 0$ 。 $\alpha$  和  $\beta$  为参数，前者表示除收入外的其它需求因素（包括运输成本、保险费用和进口关税等价格因素）对汇率的影响，后者表示同种商品的供给总量对市场价格和内在价值汇率的影响。

同种商品的两国市场价格之比是决定两国内在价值汇率的最基础的经济因素。除此之外，两国经济增长率也是决定内在价值汇率的基础经济因素。经济增长率反映投资收益率状况，两国经济增长率的相对变化（差异变动）将导致资本在两国间流动。假设两国经济增长率分别为  $R(t)$  和  $R^*(t)$ ，则两国间内在价值汇率可重新表达为：

$$E(t) = A + \alpha [P(t)Y(t) / P^*(t)Y^*(t)] + \beta K(t) + \gamma [R(t) / R^*(t)]$$

其中， $\partial E / \partial [R(t) / R^*(t)] < 0$ 。 $\gamma$  为参数。

### 三、两国间汇率协调管理的一个方案

两国间汇率的稳定对两国经济的稳定与发展具有重要作用。但是，汇率不会自动稳定在合理的水平上，这就需要管理。汇率体现的是两国货币之间的关系，因此就需要两国共同协调管理。任何单方面的管理都会发生公平与效率的损失。两国间如何对汇率进行协调管理？本文拟提出一个两国间汇率协调管理的方案。

1. 以内在价值汇率为标准确定一个共同的协调目标。可根据本文提出的模型计算内在价值汇率；

2. 以协调目标为中心确定一个协调区间。这个区间包括两部分，第一部分是基本区间，这部分区间主要由两个因素形成，一是由于统计数据问题（数据不全和数据处理等问题），会使模型计算的汇率内在价值与真实的内在价值发生偏差，需要给一个纠正偏差（市场自发纠正）的区间。另是协调目标调整的滞后，需要一个纠正偏差（市场自发纠正）的区间。影响汇率的基础因素经常变化，因此协调目标需要经常调整。但不可能每天每时每刻计算汇率的内在价值并进行调整，这样汇率的协调目标与真实目标就会发生偏差。第二部分区间是特殊区间，它由外汇市场（供求）异常变化与两国内部均衡目标的特殊要求形成。市场汇率（汇率的市场价值）发生突然变化，一国一时无法应对发生管理困难，可协商放宽协调区间。一国需要汇率与其它政策工具配合完成内部经济调整与内部均衡目标又不影响对方国利益的情况下，也可协商放宽协调区间。基本区间反映两国的利益需要，是必须执行的区间，是强制区间。其范围大小根据模型的计算误差和目标调整的滞后误差确定。特殊区间是协商区间，是否执行及执行区间大小根据协商结果而定。见下图 3。

3. 经常公布与调整协调目标与基本协调区间。由于基础经济因素随时间而变化，从而内在价值汇率经常发生变化。这就需要经常计算与公布协调目标并对协调目标进行调整。汇率内在价值计算与公布的越频繁，越有利于减少协调目标调整误差。与此同时经常公布基本协调区间。可利用本文提出的汇率模型计算与预测滞后期的内在价值，同时利用计量回归分析也可估计模型计算误差大小。目标滞后预测值与计算误差预测值两者之和可作为基本协调区间的指导区间。

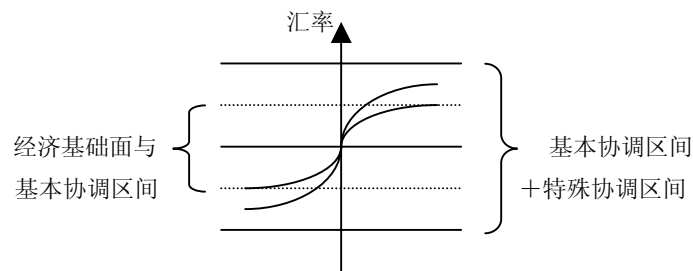


图 3

本文提出的方案具有以下特点和优良性质：

1. 从本质上来说，是一个固定汇率制方案。表现在三个方面，一是内在价值汇率是一个客观协调标准，体现了公平与效率原则，与两国利益要求和博弈均衡结果一致，是一个稳定的协调标准；二是将汇率固定在内在价值水平上；三是内在价值汇率具有内在稳定性。其内在稳定性表现在两个方面，一是基础经济因素变动缓慢，从而内在价值汇率变动

缓慢。二是基础经济因素中经济增长率的变动一方面影响两国物价之比、正方向影响内在价值汇率，另一方面又影响资本在两国流动、负方向影响内在价值汇率，从而内在价值汇率具有内在稳定性。由此可见，内在价值汇率虽然可以经常调整而表现出浮动性质，但它不一定经常调整，即使调整，每次调整的幅度都有限。因此，本方案下的汇率制度更近似于固定汇率制度。

2. 本方案下的汇率制度具有灵活性。表现在，一是汇率的变动自动适应两国对内均衡目标，不会与两国内部经济政策与经济目标发生矛盾。二是允许协调目标与汇率的内在价值有特殊偏差。当有特殊情况，两国利益不发生冲突或市场汇率发生突变，两国可在特殊区间内单独管理汇率，而且特殊区间大小弹性较大。

本文提出的汇率协调管理方案兼顾了固定汇率制下汇率的稳定性和浮动汇率制下汇率的灵活性，是一个可行的方案。

#### 四、人民币汇率制度的一个改革方向

我国现行人民币汇率制度可称为有管理的浮动汇率制度。但自1997年亚洲金融危机人民币被迫盯住美元至今都在非常小的幅度内波动，这种有管理的浮动汇率制度实际上近似固定汇率制或称固定汇率制。在这种汇率制度安排下，我国经济连年持续快速健康发展。但最近几个月，一些西方国家纷纷要求我国改变现行的汇率政策，要求人民币升值，扩大汇率浮动范围。由此国内展开了一场关于人民币汇率制度选择的大讨论。关于人民币是选择固定汇率制、浮动汇率制还是有管理的浮动汇率制度，人们提出了许多不同意见和建议。

我们对汇率制度的选择应该考虑四个方面的问题，一是所选择的汇率制度能否保持汇率的稳定，汇率的稳定对我国经济稳定与发展至关重要。二是所选汇率制下汇率水平的确定是否合理，这对尊重他国经济利益、维护两国间汇率协调管理的公平与效率非常重要。三是所选择的汇率制度是否与我国内部经济政策与经济目标的实现发生冲突，这对于我国是否能保持经济政策的独立性与经济发展的自主性至关重要。四是所选择的汇率制度能否适应特殊经济条件和应付特殊经济事件，这对于适应新的经济条件和降低意外风险也非常重要。本文在前面提出的两国间汇率协调管理的方案很好地解决了这四个方面的问题，可以成为我国人民币汇率制度的一个改革方向。

1. 首先，我们应实行固定汇率制度，把市场的汇率水平固定在某一水平上。但这种固定汇率制必须有别于布雷顿森林体系下的固定汇率制度，也有别于我国现行的固定汇率制度。布雷顿森林体系下的汇率水平是由美元与黄金挂钩、其它国家货币与美元挂钩形成的。这实际上是一种不公平的汇率制度。美国可以随意发行纸币而无相应的物质保证，这导致美国物价上升、美元发生贬值从而使双挂钩下的固定汇率偏离汇率的内在价值。由于汇率固定不变，这必然损害其它国家的利益。我国现行的固定汇率制其汇率水平是依据我国国情确定的，但对国情的考虑是一个主观因素。因此，就两国利益来说这并不是很公平的。近来以美国为首的西方国家对我国现行汇率制度频频抨击正是这种反映。虽然这种抨击不一定有道理，但我们也无法证明当前的汇率水平是公平、合理的。我们应实行以内在价值汇率为标准的固定汇率制度，把汇率固定在内在价值水平上。为此，可根据本文在前面提出的汇率内在价值模型大力研究与分析人民币的内在价值水平。

2. 要根据两国经济基础面因素的变化随时调整内在价值汇率水平。虽然这种调整不一定是经常性的，但在制度上必须保证随时调整的要求，这是汇率制度持续稳定的保证。布雷顿森林体系下的汇率不是稳态汇率，其汇率的持续不均衡（不调整或调整不到位）最后导致布雷顿森林体系的崩溃。我国当前的汇率水平也应保持经常调整的要求。我们的当务之急是要研究当前的汇率水平是否真的合理，是否真的反映了人民币汇率的内在价值。如果当前的汇率水平确实与其内在价值有偏差，那么就应该调整、升值或者采取措施缓解升值的压力。亚洲金融危机时期，我们保持汇率不贬值，一方面是自愿的，另一方面也是

为了汇率和汇率制度的稳定。因此，如果当前汇率确实发生了贬值，从长远来看，有必要采取措施加以解决。

3. 在现行汇率管理基础上成立一个专门的汇率协调部门。其职能是搜集统计资料、数据处理、计算与确定人民币汇率内在价值水平；预测与确定人民币汇率的基本协调区间；就两国汇率协调的特殊区间与对方国达成共识。在外汇市场（供求）持续异常时，与对方国共同分析、协调对策或放松协调区间。在两国汇率无利益冲突的情况下，协商确定一个宽松的协调区间。最后一点，在当前非常具有现实意义。在这次要求人民币汇率升值的呼声中，许多国家包括日本，据分析，现行的人民币汇率对他们并没有什么经济利益冲突。这说明了成立一个专门的协调机构、协商确定一个宽松的特殊区间的重要性。

对固定汇率制度的选择，人们担忧的是将来我国实现资本自由流动、人民币完全自由兑换后，人民币汇率能否保持稳定、国内经济政策能否保持独立。对汇率稳定性的担忧主要来自汇率的投机冲击。事实上，只要汇率水平定的合理（如确定在内在价值汇率水平上），汇率水平反映经济基础面情况，一般不会出现招致投机冲击。既使出现投机冲击，还可以利用汇率协调的特殊区间实施宽松的汇率浮动。对国内经济政策独立性的担忧其理论依据是所谓的“三元悖论”——固定汇率制、资本自由流动和独立的货币政策三者不能同时实现。事实上，只要汇率水平是可调整的，那么汇率就能自动适应经济政策的变动，国内货币政策也就能保持其独立性。

#### 参考文献：

姜波克：《国际金融学》，高等教育出版社，1999

潘国陵：《国际金融理论与数量分析方法》

——汇率决定理论与国际收支理论研究，上海三联书店、上海人民出版社，2000

姜凌、韩璐：《汇率目标区理论与人民币汇率机制的改革思路》，载《经济评论》2003（9）

凌星光：《论人民币升值和中国国际货币战略》，载《管理世界》，2002（12）

李晓超、余芳东、石婷、孙振：《对人民币升值压力问题的分析》，载《全景网络》，2003（09）

李多佳：《人民币汇率近期观点综述》，载《金融时报》，2003（08）