

人民币汇率如何引入浮动机制？

郑 辉

(复旦大学世界经济研究所, 200433)

[摘要] 我国长期实行事实单一钉住美元的汇率政策。由于该政策的过分刚性，同时因制度性的不完全可信，人民币名义汇率不时受到贬值或升值的压力。随着中国加入 WTO 以及资本项目的逐渐开放，央行维持钉住美元汇率政策的成本增大。如遇某些外生冲击，整个宏观经济为此付出的调整成本也会较高。因此，汇率主管当局引入一些适度的浮动机制已是当务之急。当然，一旦人民币名义汇率浮动，也会给国际贸易和投资等实体经济运行带来成本，如何把这种成本控制在一个可接受的范围内，同时又可避免名义汇率过度刚性造成的数量冲击，是人民币汇率制度改革需要解决的实际问题。本文就人民币浮动的内在规则作一简单的讨论。

[关键词] 人民币 汇率制度 浮动汇率

今年以来，由于市场普遍对人民币汇率升值存有预期，大量的外币资金通过各种渠道流入境内。在上半年，国际收支表中的误差与遗漏项中出现了前所未有的接近 300 亿美元的贷方。中国人民银行则由于外汇占款的不断增大，被迫超计划地投放了过多的基础货币，与此同时，上半年商业银行就用完了全年的贷款计划。国内货币供应量已变成了因外汇储备而变的内生变量，国内货币政策的自主性大打了折扣¹。中国人民银行切实地感受到了所处的“三难困境”。类似 1998 年的情形，由于人民币汇率的刚性固定，价格无法调节供需，作为一种替代的数量调整的途径，国际短期资本发生了大量的跨境流动。这种数量冲击对宏观经济稳定带来了不利影响²，适当引入一些浮动机制可相当程度地减缓冲击。但客观地说，1994 年以来，人民币长期相对稳定对我国的对外开放起到了很好的作用，实际经济部门因此受惠极多。从长期看，我国的汇率制度的改变也只能是从原有的钉住汇率出发，逐渐改变的过程。这里，如何适当地引入一些浮动机制是本文讨论的重点。

一. 某种中间形式的汇率制度是人民币汇率的必然选择

自亚洲金融危机后，西方国际经济学者逐渐形成某种程度的共识。他们认为，任何中间形态的汇率制度都是不可取的，汇率必须采取完全浮动或可信的固定这两种极端形式中的一种。该论断即现广为人知的“两极论”。其理论依据出自 Mundell 的基于凯恩斯宏观经济学的“三难困境”之说。据 IMF 统计，近年来，采取两极的国家与地区有增多的趋势。但事实上，仍然存在许多执行不属于两极中任何一极的所谓中间形式汇率的国家与地区，我国亦是其中之一。现存的人民币汇率制度带有明显的历史性。改革开放二十多年来，包括汇率政策在内的所有政策都采取了一种渐进的改革策略。即使某些政策根据某些成熟的经济学理论应该作某些大幅度改革，但根据实际情况在一个时间段内也只作一点小的调整。但就人民币汇率制度而言，现阶段，纵然让鼓吹“两极论”最有力的西方学者来决策，也只能采取某种中间形式的制度安排。不管一次性的政策变化有多大，根据现有的约束条件，其落脚点也肯定是某个中间状态。因此，中间状态的人民币汇

¹据（王宇，2003）。

²参见（郑辉，2003）。

率制度安排不仅是历史的被动选择，也是决策当局经过寻优的能动选择。

如果把政策目标的主要权重放在抗外生冲击的能力，或者汇率制度本身的可持续性上，两极选择可能是最优解。但是，实际的宏观经济目标不应仅止于此，更多的还应注重长期的发展。即不应仅看重回避波动性，也应重视相当长时期的平均增长率。这种寻优过程类似于微观金融中的投资者选择，政策制定者的选拔集处于宏观经济波动率与宏观经济增长率构成的二维平面内。假设存在一系列凸性的效用无差异曲线，决策者可根据效用最高的原则在平面内寻找最优政策组合，而不应仅要求波动性最低。比如，Frenkel (1999) 提出，为什么不可以在遇到三难问题时选择两个目标各放弃一半，有一半的汇率稳定性，同时有一半的货币独立性。中国作为一个转型经济国家，各种经济形态均处于某种过渡状态或者说中间形态，“三难困境”中的三个政策目标即货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本自由流动本身就不是各自独立的。依据实际情况，最佳的选择很自然地变成了充分考虑国际货币和资本市场影响的自主货币政策，一定程度和一定时期的汇率稳定性以及鼓励直接或长期资本流动的政策组合。具体地，硬钉住汇率的必然伴随着放弃自主货币政策或损失巨额的铸币税收入，对于中国这样的大经济体是不可能为之的。同时，由于中国尚缺乏完善的货币与资本市场，利率形成尚未完全市场化，金融工具和结构尚欠完备，金融市场的深度严重不足，完全自由浮动的汇率选择是不可能的³。因此，可以说，政府主导性的有管理浮动汇率制度是目前人民币汇率的必然选择。

Masson (2000) 通过实证亦得出了一些有趣的结论。他发现，历史上各国经常自愿或非自愿地改换其汇率制度，这种变换大多发生在不同的中间制度之间。由于外界情况的变化或政策偏好的变化引起的这些政策转变往往不是一次性的 (once for all)，也就是说汇率制度作为一个常用的政策变量亦应允许当局进行适时调整。这种微调 (fine tuning) 的结果当然是产生了许多中间形态的制度安排。换句话说，实际汇率制度安排更多地是一个动态问题，而非一劳永逸的静态解决方案。

二、 现行人民币汇率制度安排的缺陷

因为货币局或爬行钉住等有明确程序约束的制度设置对当局而言，承诺成本极高，而完全自由浮动又不可能，所谓有管理的浮动汇率制度就成了包括中国在内的许多国家和地区的名义制度安排。这里，“有管理的”强调有关当局干预汇率的主动性，浮动汇率强调汇率的可变性。因顺其自然的市场汇率就是浮动汇率，也就是说，在干预与否如何干预这样的关键问题上，有关汇率当局可以不作任何实质的承诺。既然没有承诺，这种名义制度安排的信息价值就极小了⁴。既然如此，对于执行法律意义上 (de jure) 所谓的有管理的浮动汇率的国家和地区有必要再作实质 (de facto) 的甄别。有证据表明⁵ 许多名义上汇率浮动的国家实质上汇率的波动率在相当长时期维持在一个极低的水平上。Calvo 和 Reinhart 的所谓的浮动汇率恐惧说为以上事实提供了几点理由。其一，货币当局公信力较差的国家通常面临本国货币贬值的压力，因此，当局不愿意进一步增加货币发行。这样，当局将面临两难选择：要么控制货币发行量，由于有货币发行增加的预期，

³ 见 (郑辉, 1999)。

⁴ 1998 年，中国政府有关人民币不贬值的承诺是一个特例，其实质性地在一阶段改变了汇率制度安排的性质。

⁵ 见 (Calvo 和 Reinhart, 2000)。

造成事后实际利率上升导致实际部门受损；要么增加发行，虽然稳定了利率，但使央行的信用更加恶化。因为汇率作为信号对公众更为明确，央行为了显示一个好的信号而往往选择稳定汇率而放任利率变动。其二，新兴市场国家的许多对外融资未做套期保值，从而汇率风险暴露极大，货币当局倾向于将本国货币钉住主要债务标值货币。否则金融链很可能断裂。因此一般而言，许多所谓的浮动汇率国家均有钉住某种货币尤其是美元的倾向。其三，国际金融市场对新兴市场国家本币贬值的评价往往是负面的，一旦发生贬值，主权债的评级就会大幅调低，使这些国家的融资成本急剧上升。在比较长的时期内，尤其在略微存有一些贬值压力时，许多国家因此偏好于维持汇率不变。其四，当宏观经济比较健康时，本币可能会遇到相对温和的升值压力，但当局又担心由此引起本国的出口竞争力下降，亦不愿变动汇率。包括中国在内的许多新兴市场国家由于各种原因采取了钉住汇率的政策，结果是金融市场失去了汇率这个价格变量的出清机制，只能以数量调整替代，由此可能会发生大量的同向资本跨境流动。当本币有升值压力时，会发生大量的资本内流，反之亦反。同时，资本外流的强度由于前一阶段资本内流所积聚的存量有关，由于升值预期产生的外国资产越多，当市场进入贬值预期阶段时所面临的资本外逃流量冲击也越大。这里有一点值得强调，资本内流和外流的动机存在明显的区别，内流的目标常是博取一段时间内的利差，相对而言，动作一般不是很猛；一旦局势不稳，外逃的目标则在保全资产，这时，瞬间的流量可能很大。因此，资本控制的有效性往往只在控制资本内流时体现出来，当宏观经济面临大幅动荡时，一般的手段控制流量的效率是有限的。

随着中国加入 WTO，原有的资本控制的有效性正在逐步降低。一方面，与实体经济有关的资金流量加大，导致附带的金融效应增大⁶；另一方面，有步骤金融开放亦是 WTO 的承诺，影响汇率的货币因素将逐渐加大。由于基本面的变化，因人们的预期改变而引起的对汇率的金融冲击的强度比以往任何时候都要大。一旦金融冲击超过一定阈值，汇率就会不得不一次性调整。无论升值还是贬值，都将给实体经济造成冲击。这时，汇率浮动机制的引入可能比一次性的调整汇率的效果好。在开放的资本市场中，只有存在浮动汇率所带来的汇率调整空间，才有可能使两国间存在利差，而与美国名义利率的差异是我国货币政策的独立性所在，也是我国的国情使然。但事实上，我国的货币政策因汇率刚性几乎变成汇率政策的内生变量。适时适度地引入一些汇率浮动机制可以逐渐强调汇率的市场决定成分，因此可避免钉住汇率附带的政府隐含担保所产生的道德风险问题，鼓励市场主体进行谨慎的外汇管理，由此可进入一个培育市场的长期良性循环过程。从市场实践看，这个过程会很长，因此，引入某种汇率浮动机制也可以理解为深化金融市场的一个组成部分。

三. 人民币汇率浮动的一种可能选择

如果带一点历史眼光，我们会发现最近市场对人民币的升值预期是相当难得的。其一，它从根本上改变了人们的适应性预期，扭转了市场对人民币资产的歧视习惯，从而在长期降低我国的融资成本。其二，根据 Balassa-Samuelson 模型所提供的思路，如果这种本币升值压力来自商品市场，它往往反映了一国贸易品

⁶ 2003 年 1~6 月，短期外债增长迅速，比上年末增加 112.1 亿美元，增速达到 21.1%。截至 6 月末，我国外债余额折合 1825.69 亿美元，其中，短期外债 641.9 亿美元，占外债总额的 35.2%。而国际上一般认为短期外债占比的安全线为 25%。在短期外债的增加方面，外商投资企业表现得更加突出。（《21 世纪经济报道》，2003 年 12 月 1 日）

部门相对生产率的提高。在这里，我们有可能可得到一个重要的信息，我国的贸易品生产部门的劳动生产率在最近几年已有了质的提高，从而导致实际汇率有升值压力。其三，我国的货币政策可能当属比较稳健，使得实际汇率的升值压力直接变成了名义汇率的升值压力。其四，为人民币汇率退出单一钉住美元机制提供了前提条件。由于发展中国家的钉住汇率调整常在贬值预期很大时被迫调整。由于此时牵涉到的国家风险往往较大，调整幅度也往往较大。而人民币的升值预期则相对较温和，此时引入浮动机制所造成的汇率波动也相对较容易控制⁷。因此，客观地说，现时是人民币适度引入一些浮动机制的适当时机。

引入浮动机制，同时又要尽量减少对实体经济的影响，一定要强调适度性。这种适度性体现在两方面：其一，上下波动不可太大；其二，频率不宜过高。从长期看，人民币汇率的浮动可以做到这两点。在长期，我国实际汇率因出口竞争力的提高而存在一定的升值压力；同时，我国由于正处于转型过程中，相对美国，其货币政策往往更带些扩张性，由此，在货币部门人民币常带有贬值倾向。因此，就长期而言，由于两种效应互相抵消，名义汇率要维持在一个相对稳定的区域内可能是不困难的。同时，由于我国在相当一段时间内资本项目还不会完全放开，国际游资带来高频冲击的可能性也不大。只要这种浮动是适度的，那么市场解决由此带来的汇率风险暴露也相对容易。对于大额的或者相对长期的商品交易或资产交易，因保值的相对成本较低，商业银行的现有远期外汇交易就可以满足市场需求。而对小额或短期交易⁸，汇率浮动所带来的风险并不很大，如企业本身采用的是一种分散化经营的策略，那么套保有时是不必要的。当然，为了降低外汇市场保值的成本，银行应该进一步推出一些成本较低的新的有关汇率金融衍生品交易，只要对这部分交易严格规定其用于与实际经济活动所对应的保值目的，控制总体风险的难度不大。

根据一个总的适度浮动的原则，我们具体讨论一下浮动汇率的管理规则。Williamson 的 BBC (Basket Band Crawling) 规则是一个典型的规则，可以作为一个讨论问题的出发点。因为我国的通胀预期相对并不高，我们可以把 C 去掉。接下来在两个问题上做文章：货币篮子和汇率波动上下限。基准汇率是钉住货币篮子还是单一货币，各有利弊。钉住篮子，使实际有效汇率相对稳定，央行的压力要小些。但如果篮子内的货币间汇率变动过大，会导致基准汇率本身相对某一货币的汇率变动亦较大，市场主体所面临的汇率风险因此增大。如果央行不明示货币篮子中的相应的权重，并可能有所改变，那么基准汇率本身因此产生的可变性就很大。这时，对于央行可能就过于轻松，因为，实质不存在守诺问题。倘若如此，也就不存在规则本身。一般地，央行可通过对外汇市场的倾向性干预隐含地披露有关货币权重的信息。同时由于未作公开的明示，必要时，不会因守信而影响政策最终的灵活性。

相对货币篮子，有关汇率波动的上下限的信息可能更为重要。浮动汇率要有规则，偏狭义地理解就是要让汇率是一定区域中浮动。Krugman 的汇率目标理论以及由此衍生的许多模型对此已有了比较深入的研究，这里结合本文的主旨稍作讨论。Krugman (1991) 的原始汇率目标区模型引人注目的地方是在汇率浮动的上下限附近存在“蜜月效应”。基本面引起汇率波动，但只要到了边界附近，由于人们完全相信当局会坚守阵地，汇率变动趋缓，这就是所谓的“蜜月效应”。在 Krugman 模型中，汇率与基本面呈非线性关系。同样的基本面变化当汇率远离

⁷胡祖六等人反复鼓吹现在是引入人民币浮动机制最佳时机的依据可能就在于此。

⁸指从签约到交货三个月左右的一般商品贸易。

中值时引起的汇率变化较小。但多数实证材料显示，“蜜月效应”不存在，在汇率目标区中的汇率大多数时候集中于目标区中值附近。直觉地，有关当局绝对守诺的假设是有问题的。当局守诺只是一个概率事件，一般而言，若守诺概率低于50%，公布的汇率上下限，反而会由于投机者的集中攻击(one-option attack)，而使汇率波动加剧⁹。由此可见，可信度低的政策承诺反而会使市场更加动荡。如果没有把握守诺，千万不要承诺。当守诺概率大于50%，上下限的存在会使汇率波动有所缓和。汇率集中于中位的另一个更主要的原因，可能是央行在目标区内层层设防，进行市场干预。在欧元前的欧洲货币机制运作过程中，多数时候，汇率目标区籍此机制进行了成功运作。

直观地，作为有管理的浮动汇率制度的具体化，需要直接或间接披露一个汇率浮动区域，这个区域经充分考虑一些极端不利的基本面冲击后制定。正常情况下，这个区域可在很高置信度下被坚守。因为名义汇率是衡量一个政府守信与否的关键指标，央行可以设计一些内部掌握的干预规则，层层设防，在适当的时候，可以在干预时提供一些明确的信号，以显示守诺的决心。这样，在为人所知的区域内，可能形成一层或数层隐含的汇率目标区，只要这些隐含的汇率目标区以超过50%概率存在，那末它们就会在没有增加任何承诺成本的情况下减缓汇率波动。在某些时候，名义汇率不动而区域却可作适度调整（包括中心值和上下限）¹⁰。这样一个相对可信的汇率目标区的存在可能会有几个好处。首先，可适当调低人们对于本币币值变动的预期，并减少现实的汇率波动。另外，这种改变相对钉住汇率单位时间内的最大损失大幅度的减少¹¹。现代企业管理大量地引入了计算最大损失的风险控制方法(Value at risk)，规则改变可能使许多项目的在险价值大幅降低，从而使大批项目从不可行到可行¹²。其二，汇率变化成为一个渐变过程使汇率有了一个可以预期的变化空间直接使得市场利率的波动减缓，从而促进国内货币市场和资本市场的健康成长。其三，为货币政策的独立性提供了空间。钉住汇率在资本完全流动的情况下只能引入国外利率，而汇率目标区可使国内利率与国际市场保持差异性，从而在一定程度上给国内货币政策创造了空间。其四，当人们具备了对目标区的信心后，目标区的存在使国内金融市场有了承受资产性冲击的能力。每当外资冲击使汇率波动到边界附近，大量投资者会帮助守信的当局把汇率拉回区域内¹³。

在汇率浮动的早期，有关当局宣示波动上下限的成本可能较高。市场此时无法得到足够的信息观察到当局的守诺能力，被明示的浮动边界有可能反成市场攻击的目标。随着时间的推移，央行可通过许多逆风而行的市场干预行为逐渐披露隐含的上下限。因这个上下限并未牵扯到央行的信用问题，其成为投机目标的可能性不大。当然，也正因为未涉及当局的诺言，其减少基本面带来的汇率波动的效应也被弱化。有关浮动汇率的管理原则，总体上，要使得名义汇率的变动比自由浮动小。一方面，其来自于央行对市场的干预；另一方面，或更重要的，来自于市场对央行干预行为的认同。据此，央行干预应力争言必行，行必果，此后才能立信于民。可能言而无信，则宁可无言。货币篮子和不披露上下限的汇率目标区的做法提供了以行立信的机制，从而在根本上规避了明确失信的巨大损失。当

⁹ 比较基本面变化而言。

¹⁰ 可以在一定程度上降低守诺成本。

¹¹ 没有了一次性调整机制，汇率总是渐变的。

¹² 许多外汇风险因为各种限制而被迫暴露。

¹³ 他们认为当局会不惜代价守信，并由此推论当局同方向操作就是一种近乎无风险的投资。

然，建立信誉的过程有可能被拉长。总体上，带有某种含糊性的货币篮子汇率目标区是人民币汇率制度一种可能的选择。刚开始可以说明大略的规则，然后逐步增加信息量，逐步显示，把握好信号的明确性与承诺成本间的分寸，从而逐渐地改变人们的预期，并以此引入汇率的适度浮动机制。

四. 结论

胡锦涛于 2003 年 10 月 19 日在曼谷 APEC 峰会上指出：“中国实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，这是同当前中国的经济发展阶段、金融监管水平和企业承受能力相适应的。在这一制度基础上，保持人民币汇率的基本稳定，有利于中国经济的正常运行，也符合亚太地区和全球经济的发展需求。我们将保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，同时在深化金融改革中进一步探索和完善人民币汇率形成机制。”¹⁴显然，设计某种既稳定又带有一点浮动空间的汇率机制是符合其精神的。货币篮子有限浮动机制这种既总体稳定，又不过于刚性的浮动安排在今后一段时间内可能是适合的。总体稳定可相对减少汇率风险对实际经济的不利影响。而相对有限的，比如说一年内 2%到 3%的汇率变化率又可使国际资本市场的价格均衡条件得以满足，从而减少短期资本的冲击，并为我国独立的货币政策提供必要条件。

参考文献

《21 世纪经济报道》，“外资企业异常结汇，外汇局警惕两大监管盲区”，2003 年 12 月 1 日。

《解放日报》，2003 年 10 月 20 日。

王宇，2003 年 9 月 21 日，在湖北宜昌中国美国经济学会第七届年会上的发言。

郑辉，1999，《有关人民币汇率安排》，《上海经济研究》，1999 年 11 期。

郑辉，2003，《金融名义价格变量刚性与宏观经济短期动态稳定》，见华民、韦森编《经济全球化与中国》（389—397 页），复旦大学出版社 2003 年版。

Calvo, G. A. and C. M. Reinhart, 2000, Fear of Floating, NBER WP7993.

Frenkel, J. A., 1999, No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times, NBER WP7338.

Krugman, P., 1991, Target Zones and Exchange Rate Dynamics, Quarterly Journal of Economics, 106, 667-682.

Masson, P., 2000, Exchange Rate Regimes Transition, IMF WP/00/134.

Williamson, J., 2000, Exchange Rate Regimes for Emerging Market: Reviving the Intermediate Option, Published by Institute for International Economics.

¹⁴ 见（2003 年 10 月 20 日《解放日报》）。