

人民币汇率制度选择：一个文献回顾

刘晓辉^①

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要：汇率制度选择研究历来就是在合适的分析框架下，根据合理的制度选择标准进行的，合适的分析框架和合理的选择标准缺一不可。本文从汇率制度选择的分析框架和制度选择标准以及研究结论三个方面回顾了对人民币汇率制度选择的研究，指出，在分析人民币汇率制度选择这一微妙的问题时，应该根据我国面临的具体经济现实的约束，在一个合理的标准或一套合理的标准体系下，利用恰当的分析框架进行研究，从而形成有意义的研究思路。

关键词：人民币汇率制度选择；汇率制度选择标准；分析范式

一、引言

新的千年以来，人民币汇率应否升值成为国际上关注的焦点，我国面临人民币汇率制度的重新选择和如何进一步完善的问题（冯用富，2005；何蓉，2005；张静、汪寿阳，2003；张琦，2003），国内外对这个问题的争论也沸沸扬扬。2005年7月21日中国人民银行的正式公告使这些争论暂时平息了^②。这是“自1994年人民币汇率并轨以来汇率机制的又一次重大改革，它在国内外引起了广泛关注和市场反应，亚洲一些国家的汇率政策也相应跟进”（王水林、黄海洲，2005）。它意味着人民币不再采取事实上的钉住美元（*de facto pegging to dollar*）的固定制度安排，而是形成更富弹性的汇率机制。但是，这次改革并不意味着人民币汇率制度改革最终任务的完成，而恰恰是进一步完善人民币汇率制度形成机制的重大开始^③。“在根据科学发展观的发展战略、宏观调控构架和经济结构调整的大背景下，中国的汇率制度还需要进一步改革、完善，人民币汇率还将进一步调整以保证中国经济的平稳、可持续增长。”（余永定，2005）。

从新的汇率形成机制改革到现在，人民币汇率水平和汇率制度问题所引起的争议和讨论还在不断高涨，并且还会持续下去。要对这个问题进行深入的研究，系统地回顾已有的理论成果是十分必要的，它能够帮助我们形成有益的研究思路。本文从汇率制度选择标准和分析方法角度回顾人民币汇率制度选择方面的研究，指出，我们应围绕具体且合理的取舍或选择标准来研究人民币汇率制度选择与进一步完善的问题。这不仅会减少不必要的争论，也会使我们对人民币汇率制度选择的研究和争论更为集中、也更有针对性。

文章安排如下：第二部分回顾在人民币汇率制度选择方面的研究争论；第三部分回顾人民币汇率制度选择研究所采用的分析框架和制度选择标准，并将这两个方面与主流汇率制度选择理论进行比较，指出已有研究需进一步拓展的方向；最后总结全文，形成人民币汇率制

① 本文是国家自然科学基金项目《基于福利标准的人民币汇率制度选择研究》（项目主持人：南京大学范从来教授；批准号：70673033）的研究成果。

② 2005年7月21日中国人民银行正式公告，“我国开始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。人民币不再钉住单一美元，形成更富有弹性的人民币汇率机制。”（中国人民银行办公厅，2005）

③ 在2005年7月21日之后，我国频繁出台了汇率制度改革的配套措施，其力度之大、频率之高都是罕见的。这也充分说明了新的汇率形成机制需要不断的完善（参见中国人民银行办公厅（2005）和温彬（2006））。

度选择研究的基本思路。

二、人民币汇率制度选择：中间还是浮动？

短期内，一部分研究认为我国仍应坚持单一的钉住美元的固定汇率制度安排；另一部分学者则认为我国应实行某种中间形式的汇率制度，包括钉住一篮子的汇率制度、BBC制度^①或汇率目标区制度等（表1）。但也有很多学者建议中国在当前及未来一段比较长的时期内，应该逐渐增加人民币汇率形成机制的弹性，但不宜立即实行浮动汇率制度，因为，我国目前还不具备实行浮动汇率制度的基本条件。但是，这些研究基本没有给出非常具体的中间制度安排。从中长期来看，基本上所有的研究都认为我国应该实行有管理的浮动汇率制度或浮动汇率制度安排（表1）。

（一）仍钉住美元

1994年以来，人民币汇率制度实际上已经退化为单一的钉住美元的固定制度安排（黄薇，2005；姜凌、韩璐，2003；姜凌、马先仙，2005；李婧，2002a；刘兴华，2003；穆萨等，2003；齐琦部，2004；奚君羊，2002；余永定，2000）。但是，资本管制和中央银行对外汇市场的强烈干预使我国保持了人民币汇率的稳定^②（李婧，2002a；余维彬，2003）。这种稳定尽管有利于促进我国的经济增长，但也削弱了货币政策的效力。研究认为，这种固定钉住制度在我国资本管制有效的情况下是可以维持的，在我国出口贸易结构没有改变，国内金融市场不完全的情况下，这种制度安排可能还要走很长的路。但长期来看，在我国资本账户逐步开放的条件下，从固定走向浮动是人民币汇率制度的未来趋向。

（二）钉住一篮子货币制度安排

主张中间汇率制度安排的研究主要包括主张钉住一篮子货币和主张重归真正意义上的有管理的浮动汇率制度以及主张实行汇率目标区制度三种观点，各自立论的基点也不完全相同。郭建泉（2001）认为，人民币汇率制度安排应该走“两极化”发展道路，但是目前看来人民币汇率弹性化的制度安排还不现实。由于我国贸易依存度比较高，贸易伙伴国比较集中，以及我国还是开放下的小国等原因，我国应尽快从钉住美元的固定制度向钉住一篮子货币的固定汇率制度转变。许少强、朱真丽（2002）从1949-2000年人民币汇率制度变迁史的角度分析了各个时期人民币汇率制度的变迁。他们认为，我国未来一段时间内应该实行钉住一篮子的汇率制度，汇率制度既要保持稳定，同时又要依据我国的国际收支状况作小幅调整，使新的汇率形成机制在保持稳定的同时而不失其灵活性。从目前新的汇率形成机制来看，我国确实需要在汇率稳定与汇率灵活性之间进行权衡，从这一点看他们的观点确实具有一定的合理性。

但是，这些研究都没有明确提出货币篮子的设计和构成问题。Goldstein（2003）、Goldstein和Lardy（2003）与黄薇（2005）弥补了这个不足。Goldstein（2003）与Goldstein和Lardy（2003）提出了“两步走改革方案”（two-step reform）。他们认为，人民币应立即升值15-25%，然后扩大波动幅度（从不到1%扩大到5-7%），最后将人民币从单一的钉住美元转向钉住由美元、欧元和日元构成的货币篮子（各币种在篮子货币中约占1/3权重）。但是，他们没有给出比较令人信服的理由。黄薇（2005）在模拟了1994-2004年间钉住一篮子货币汇率制度下的人民币均衡汇率的基础上，认为1994年以来人民币名义汇率在大部分时期偏离模拟的均衡汇率轨迹，表现为汇率的失调（misalignment）。因此，作者主张，就近期而言，人民币采用钉住一篮子货币的汇率制度是一种现实的、合理的选择。其计量结果表明，货币

① BBC制度是一篮子钉住、带内钉住和爬行钉住制度的统称（Williamson，2005）。

② 张纯威（2005）把10多年来人民币兑美元汇率基本不变动的现象称为“超稳定”，他从制度因素和经济因素角度考察了人民币汇率“超稳定”现象。

篮子由美元、欧元和日元构成，各自所占权重大约分别为 75.82%，24.18%和 3.61%，这一构成能够保证人民币汇率水平的基本稳定而又不失弹性。

与这些主张稍有不同的是余永定（2000）的研究。在考察了亚洲金融危机给我国带来的经验教训的基础上，他认为，我国未来应实行钉住一货币篮子的汇率制度，但对外不公开货币篮子的货币构成、以及篮子货币中各个币种的权重，也不公开汇率浮动区间。他的观点和建议与 2005 年 7 月 21 日中国人民银行公布的新的汇率形成机制相当吻合。

从上面各种主张中可以发现，研究所建议的或设想的以及后来我国所采取的新的汇率制度要求中央银行在保持人民币汇率稳定的同时，又要保持一定的灵活性（余永定，2005）。如果新的汇率制度安排下汇率过分波动（*excess volatility*），那么会给我国宏观经济的稳定带来很大的负面影响，不利于中国经济的持续发展。但是，如果人民币汇率没有足够的灵活性，那么有可能又重新回到以前事实上的钉住美元的固定汇率制度。并且，这种情况并不是没有可能发生的（余永定，2005），对一个资本账户没有开放的国家，无论政府名义上宣布采取什么汇率制度，事实上它都将收敛于固定汇率制（刘兴华，2003；易纲，2000）^①。

（三）目标区制度

已有研究倾向于把管理浮动汇率制与目标区汇率制度拿来作对比。一些学者认为目标区制度不符合中国现实而主张管理浮动；另一些则认为管理浮动制度不适合中国而主张目标区制度。冯用富（2001）在介绍了汇率目标区理论后，认为汇率目标区制度较之管理浮动制度和固定汇率制度而言都具有很大的优点。由于我国整体经济的改革与开放是一个渐进的过程，因此中国金融的改革与开放也必然是渐进的，汇率制度的变革也应该是渐进式的。并且，在中国经济转型过程中，“强政府”的格局会依然保持不变。因此，汇率目标区的可信程度就更高。这样就可以认为，目标区汇率制度设计与我国金融进一步改革与开放的渐进式路径相吻合，因此在我国金融进一步开放中，目标区汇率制度是一个现实的、较优的选择。胡援成、曾超（2004）对我国实行汇率目标区的基准汇率做了实证分析。

Williamson（2005）回顾了 20 世纪 60 年代以来主要工业国与新兴市场经济体所发生的货币危机。他认为，一国应该避免捍卫已经高估的汇率，否则会有爆发危机的危险，因此一国应重归浮动汇率制度；其次，他从汇率制度与经济增长的角度分析了最优汇率制度安排。他认为，为了获得发展的机会，一国应该保持一个竞争性的汇率（*competitive exchange rate*）。他同时指出，这个竞争性的汇率并不是高估的汇率而应是低估的汇率。最后，他指出了一国实行固定汇率制度应满足的四个条件，并且认为中国并不符合前两个条件，即小国开放经济条件，和一国贸易应集中在其货币所钉住的国家。他认为，中国应该采取目标区汇率制度或监测区汇率制度（*monitoring zones*）。

（四）更具弹性的汇率制度安排

相对于上述多种主张来说，中长期里，主张我国向更具弹性的汇率制度方向演变或实行有管理的浮动汇率制度的观点逐渐增多。尽管部分研究没有明确地说明时间界限，但是这些研究都隐含地以中长期的汇率制度走向为分析基点。而主张仍钉住美元或钉住一篮子货币安排或实行汇率目标区制度等多种观点基本上都是针对短期内人民币汇率制度如何选择这一问题的（表 2-3-1）。

在这类主张中，出现了在比较严格的分析框架和制度选择标准基础上对人民币汇率制度选择问题进行深入考察的研究（刘兴华，2003；孙立坚，2005；曾先锋，2006）。刘兴华（2003）在“三元悖论”框架下^②，假定中央银行在汇率制度选择中存在货币政策独立性损失成本

① 赵蓓文（2004）认为，在汇率目标区制度下，一国在保持货币政策独立性的同时还可以在一定幅度内灵活地根据实际经济情况来调整其汇率，并且还可以保持汇率的稳定。

② 刘兴华（2003）采了易纲、汤弦（2001）的研究框架。

与汇率风险成本,从而得到中央银行的损失函数为 $C=\lambda(c-y^\alpha)+(1-\lambda)(1-x)^\beta$ (其中, λ 表示中央银行赋予货币政策独立性损失成本在总成本中的权重; c 表示完全丧失货币政策独立性的成本; y 和 x 分别表示货币政策独立性的强弱与汇率稳定性的强弱;参数 α 及 β 分别表示丧失货币政策独立性的损失指数和汇率风险成本的指数)。这样,以不同汇率制度下中央银行的损失最小化作为汇率制度选择的标准,分析了不同资本流动条件下人民币汇率制度的选择。研究指出,在我国金融深化过程中,人民币汇率制度应向更具弹性的汇率制度方向渐进变迁。

与刘兴华(2003)的分析框架和选择标准不同,孙立坚(2005)在新政治经济学框架下,构建了一个政府双重目标(损失)函数 $L=\frac{1}{2}E\left[A\left(\tilde{y}-\bar{y}\right)^2+\pi^2\right]$ (其中 E 代表中央银行的

预期, A 代表中央银行放在产出上的相对权重,字母 y 上方带有波浪线和一横分别表示随机产出和长期的平均产出水平)。他认为政府会在确保国家利益的基础上选择成本最小的汇率制度。利用Probit所进行的实证检验也表明,包括中国在内的四个样本国家的汇率制度选择都是基于管理成本,而不是均衡。从结果的估计值可以看出,这些国家在进行汇率制度选择时都倾向于考虑国内经济状况,其中,多数(包括中国)是为了保护本国的物价稳定^①。

研究表明,中国目前经济运行中所受到的外部冲击主要来自生产性冲击和货币性冲击两个方面,它们对人民币汇率制度选择有重要影响。他认为,中国资本项目下可能蕴涵的货币性冲击相对于经常项目下的贸易摩擦这一生产性冲击而言,对经济的冲击可能更大^②。根据模型结论,固定汇率制度下货币性冲击造成的政府损失要小于浮动汇率制度下的损失,因此,为了更好地隔绝外部货币性冲击对我国经济的影响,我国目前选择的汇率制度是固定汇率制,而对于生产性冲击所带来的成本,则是通过降低贸易摩擦来降低的。

(五) 向有管理的浮动汇率制度回归

主张向有管理的浮动汇率制度回归的理论依据主要是建立在对不同汇率制度优劣比较^③和中国经济运行实践的基础上的。朱耀春(2003)考察了185个国家(地区)八类汇率制度,总结了影响汇率制度选择的主要经济因素,即国家规模、经济发展水平和经济开放度。在扼要回顾中国汇率制度变迁历史的基础上,他认为,中国目前事实上的固定汇率制度必须向更加灵活的制度转变,否则在资本大规模流动的条件下容易引发投机攻击。同时,他分析了中国规模、经济发展水平、开放程度与国际环境,指出,中国实行真正意义上的管理浮动汇率制度的条件是具备的。但是,人民币汇率不宜大幅波动,目前尚不具备实行独立浮动的条件。齐琦部(2004)在比较了固定钉住、浮动汇率制度和目标区汇率制度以及有管理的浮动汇率制度安排优缺点的基础上,指出,没有一种汇率制度是完美的,也没有任何一种汇率制度适合于所有国家和所有时期^④。一种汇率制度是否适合于一个国家,主要应取决于该国特定的经济和金融环境。他进一步指出,1994年以来,尽管中国实行固定钉住汇率安排取得了一定的成功,但是,维持固定钉住的成本十分高昂。同时,我国目前又不满足成功的浮动汇率制度运行所需要的条件,而目标区制度在实施过程中也存在两个严重的不足(均衡汇率难以计算;货币政策要求同时实现对内和对外两大目标),因此,相比之下,有管理的浮动汇率制度比较适合中国。

苏平贵(2003)和李扬、余维彬(2005;2006)分别从修正的M-F模型和货币错配角

① 这与范从来等(2003)的观点是类似的。范从来等(2003)认为,随着经济对外开放的不断推进,货币对产出的作用将日益减弱,而对价格水平的作用将日益增强。因此,政府货币政策应该越来越倾向于物价稳定,必要的时候应该选择适当指标实行通货膨胀定标制(inflation-targeting)。

② 范从来等(2003)的研究也认为我国资本账户下的货币性冲击越来越严重。

③ 这种对不同类型的汇率制度的特点、性质和优点的比较,实际上等于向一国提供了一个制度选择的“菜单”(邓立立(2006)称之为制度供给论)。

④ 这个观点实际上是Frankel(1999)提出来的。

度论述了我国应该实行管理浮动汇率制度的基本理由。苏平贵（2003）认为，我国目前存在的利率管制与外汇管制的客观现实是不符合 M-F 模型所隐含的前提假设的，因此，M-F 模型不能直接应用于我国，而应该在适当改进或修正后才能应用于我国的具体实践。在引入利率管制后对 M-F 模型进行的修正分析表明，在 1994-2005 年间人民币钉住美元的固定汇率制度下，货币政策是有效的，但是这一有效性是严格的外汇管制与利率管制的产物。随着我国利率市场化进程的加快和人民币资本项目可兑换程度的提高，我国将越来越符合 M-F 模型的假设条件。在这种情况下，如果我国继续钉住美元，那么货币政策的有效性将逐步削弱。因此，为了避免货币政策有效性与独立性的丧失，我国应该根据利率市场化改革及人民币资本项目可兑换性改革进程适时地恢复有管理的浮动汇率制度，并逐步扩大人民币汇率的浮动范围。

李扬、余维彬（2005；2006）充分考虑到了我国存在的货币错配问题。并且他们还认为，在我国人民币汇率制度改革过程中，确定汇率形成机制变革和汇率水平变化的优先次序至关重要。应该推行“机制改革优先，在改革过程中始终重视汇率的稳定”的战略，而回归有管理的浮动汇率制度则是这一战略和缓解货币错配问题的适当选择。

表 1 人民币汇率制度选择研究结论^①

研究结论	代表性文献
固定汇率制度安排 ^②	
仍钉住美元	邓立立（2006*）；国家计委外经所课题组（2001*）；李婧（2002a*）；张礼卿（2004*）；丁剑平（2003*）
中间汇率制度	
固定与浮动之间的汇率体制	冯用富（2000）
钉住一篮子货币制度	曹凤歧（2005*）；Goldstein（2003*）；Goldstein 和 Lardy（2003*）；郭建泉（2001*）；黄薇（2005*）；姜凌、马先仙（2005*）；刘力臻、谢朝阳（2003）；吴念鲁（2003）；许少强、朱真丽（2002）；许文彬（2003*）；余永定（2000）；张曙光（2005）
汇率目标区机制	冯用富（2001*；2005*）；姜凌、韩璐（2003）；姜凌、马先仙（2005**）；何慧刚（2004*）；胡援成、曾超（2004）；Williamson（2005*）；吴运迪（2000**）
爬行目标区（BBC）制度	张斌（2003）
有管理的低频浮动汇率制	张斌、何帆（2005*）；何帆（2005*）
向更具弹性的汇率制度安排过渡 ^③	冯用富（2005）；何帆（2005**）；李安方（2004*）李连三（2001*）；刘兴华 ^⑤ （2003）；马君潞、李泽广（2004**）；Prasad 等（2005）；孙立坚 ^⑤ （2005）；汪茂昌（2005b**）；奚君羊（2002）；徐明棋（2004）；许文彬（2003**）；张琦（2003）；张志超（2003*）；赵蓓文（2004）；曾先锋 ^⑤ （2006）；Roberts 和 Tyers ^⑤ （2001）
有管理的浮动汇率制度	曹凤歧（2005**）；陈雨露（2004）；邓立立（2006**）；冯用富（2005**）；Goldstein（2003**）；Goldstein 和 Lardy（2003**）；姜波克（2001**）；胡祖六（2000）；李扬、余维彬（2005；2006）；齐琦部（2004*）；苏平贵 ^⑤ （2003）；吴念鲁（2005）；吴念鲁等（2004）；杨涤（2004）；张斌（2004）；张礼卿（2004**）；朱耀春（2003）
浮动汇率制度	
浮动汇率制度	冯用富（2001**）；郭建泉（2001**）；何慧刚（2004**）；李安方（2004**）李婧（2002a**）；李连三（2001**）；张斌、何帆（2005**）

资料来源：根据文献整理。

① 根据国际货币基金组织（IMF，1999）的新分类标准，固定汇率制度包括无独立法定货币的汇率安排（含美元化与货币联盟）与货币局制度；浮动汇率制度则指独立浮动制度；除此之外的 3-7 类制度安排（包括其他传统的固定钉住制（包括按照固定比率钉住单一货币、货币篮子或 SDR 制度安排）、钉住平行汇率带、爬行钉住、爬行带内浮动以及不事先宣布汇率路径的管理浮动）均归入中间汇率制度安排。

② 根据 IMF（1999），钉住单一货币的制度安排属于中间汇率制度。本文此处并没有遵从这个新分类标准，而采用了理论界的通行观点。

③ 具体的研究结论有所差别，如有人主张由 1994-2005 年 7 月期间事实上的固定汇率制度先向钉住一篮子汇率制度过渡，然后再向浮动汇率制度转变或向更具弹性的汇率制度转变。为了便利起见，统一归入这一类。

注释：表中括号内年份后带*，表示该作者对短期内人民币汇率制度选择所持的观点；年份后带**表示对中、长期内人民币汇率制度选择所持的观点。年份后没有任何符号表示其观点没有明确的时间界限。

三、人民币汇率制度选择：分析框架及其标准

汇率制度选择的研究包括两个方面内容，一是哪些因素影响了一国的汇率制度选择？这属于实证分析范畴；二是什么样的汇率制度对一国来讲才是最优的？这涉及基本的选择标准和价值判断，属于规范经济分析。长期以来汇率制度选择的研究基本上沿着这两个方向进行的，它们在适当的分析框架下，根据既定的制度选择标准研究了最优的汇率制度选择问题。这里，不同的制度选择标准十分重要，没有一个具体的选择标准将使讨论和分析无助于更好地解决实际问题。具体来讲，没有合理的选择标准会影响到人民币汇率制度选择和进一步完善的目标合理与否。在合理标准的基础上，用什么分析方法来研究问题关系到研究能否贴近我国的经济现实从而使研究具有现实意义。因此，只有标准而没有分析方法，或只有分析框架而没有合理的标准都会使我们对人民币汇率制度选择的研究产生很大的偏差和误解，也会降低研究的理论和现实意义。

（一）分析框架

主流汇率制度选择研究主要是在 Mundell-Fleming-Dornbusch（简称 M-F-D 范式）和新开放经济宏观经济学（New Open-economy Macroeconomics，简称 NOEM）两个基本框架下展开的（表 2）。前者是 20 世纪 60 年代初由 Mundell（1963；1964）和 Fleming（1962）创立、并经过 Dornbusch（1976）等人发展完善起来的封闭经济下 IS-LM 模型在开放经济下的拓展。在这以后，它逐渐成为开放经济宏观经济分析的工作母机（workhorse，姜波克，杨长江，2004），主导了 20 世纪 60-90 年代中期开放经济宏观经济学的研究。这个模型最重要的一个应用就是汇率制度选择的研究（Obstfeld 和 Rogoff，1996，第 582 页），可以说该范式主导的三、四十年中，汇率制度选择的研究主要是在此框架下引入不同假设的延伸（表 2）。

然而，20 世纪 70 年代的经济“滞胀”与著名的 Lucas（1973）批判使 M-F-D 范式下所得到的经济政策结论之间缺乏显著的内在逻辑联系，由此主流经济理论开始寻找其微观基础。这导致了汇率制度选择的分析范式开始从 M-F-D 范式向 NOEM 范式演变。由于 Helpman（1981），Aizenman（1994），Lapan 和 Enders（1980）、Chinn 和 Miller（1998）以及 Neumeyer（1998）承先启后的贡献（表 2）^①，后续研究克服了 M-F-D 分析框架缺乏微观基础的缺陷，同时又引入了价格粘性的假设，开辟了从 NOEM 框架来研究汇率制度选择问题的先河^②。这一框架的显著特征在于强调经济人的跨期选择行为、商品市场的垄断竞争与粘性价格假设。在此框架下，Devereux 和 Engel（1998；1999；2003）从价格确定的角度，假定经济的不确定性完全由货币性冲击所引起，考察了不同汇率制度的福利属性，秦宛顺等（2003）和 Devereux（2000）与 Engel（2001）则拓展了他们早期的研究工作（表 2）。

① 这些研究在思想上和方法论上都有承上启下的贡献。从思想渊源看，1995 年以后在 NEOM 分析框架下所进行的汇率制度选择的研究吸收和继承了这个时期的合理思想内核，如代表性经济人（representative agent）效用或预期效用最大化思想，以不同汇率制度的福利属性作为评价制度优劣的标准等。从分析框架看，NOEM 所采用的分析方法也承继于这个时期，只不过方法论更为成熟、标准和严谨了。

② Obstfeld 和 Rogoff（1995；1996）的开创性工作奠定了新开放经济宏观经济学的基础。

表 3 人民币汇率制度研究方法分类

分析框架或研究视角	代表性文献
M-F-D 传统（包括三元悖论）	冯用富（2000；2005）；何慧刚（2004）；刘兴华 ^⑤ （2003）；苏平贵 ^⑤ （2003）；许文彬（2003）；赵蓓文（2004）；曾先锋 ^⑤ （2006）；Roberts 和 Tyers ^⑤ （2001）
比较法（比较各国汇率制度安排，或比较不同类型汇率制度特点）	齐琦部（2004）；余永定（2000）；张斌（2004）；朱耀春（2003）
汇率制度变迁史	郭建泉（2001）；汪茂昌（2005b）；Williamson（2005）
产权经济学与制度经济学方法	江春（2004）；刘海虹（2001）
成本—收益分析法	姜凌、马先仙（2005）；李婧（2002a）；张曙光（2005）
汇率目标区理论	冯用富（2001）；姜凌、韩璐（2003）；胡援成、曾超（2004）；赵蓓文（2004）
货币错配	李扬、余维彬（2005；2006）
区域货币合作	刘力臻、谢朝阳（2003）
政治经济学与新政治经济学方法	马君潞、李泽广（2004）；孙立坚 ^⑤ （2005）

资料来源：根据文献整理。

反观人民币汇率制度选择的研究与争论中所采用的研究框架，基本上是在早期的M-F-D及其衍生的“三元悖论”或所谓的“不可能三角”框架，以及比较方法的框架下进行的（表3）^①。虽然成果比较丰硕，但是，从中我们不难发现，更贴近中国现实的分析框架仍然很少^②。同时，虽然很多学者在M-F-D范式下进行了大量研究，但是他们的分析过于定性化，几乎没有学者利用严格的IS-LM-BP或包含开放条件的IS-LM-AS模型对人民币汇率制度选择进行分析，这就使对人民币汇率制度选择的研究与争论比较多，很难取得比较一致的看法来指导人民币汇率制度安排和进一步的完善。

（二）标准问题

1. 主流汇率制度选择标准的演变^③

与汇率制度选择研究所采用的两种基本分析框架相对应，汇率制度选择所采用的标准也先后经历了 M-F-D 范式（当然也包括早期固定与浮动争论中所隐含采用的标准）下的宏观稳定性标准（它是社会福利的一个主要方面，因此又可以称为社会福利标准）和 NOEM 范式下的微观福利最大化标准（王健、吴振球，2005 和表 2），应该指出的是，后者实际上是对前者的继承和发展，二者是一脉相承的。

早期研究中，关于汇率制度的选择标准并不明确。在 Friedman（1953）和 Nurkse 的争论中（弗里德曼，1953；多恩布什和吉奥瓦尼尼，1986），Nurkse 隐含地以不同汇率制度下一国国内价格是否稳定为标准，反对实行浮动汇率制度。而 Friedman（1953）却隐含地以汇率制度能否隔离外国货币性冲击而使本国宏观经济保持稳定的标准。在他们那里，标准都没有明确化。后来，Mundell（1961）从经济特征与经济结构角度出发讨论最优汇率制度选择问题。他认为，“浮动汇率只有建立在区域货币的基础上，它稳定价格和就业水平的功能才是有效的。因此，Mundell（1961）的最适货币区（optimum currency regions）是以能否稳定区域内的价格水平和就业水平为选择标准的（蒙代尔，2003，第 30 页）。

20 世纪 60 年代由 Mundell（1963；1964）和 Fleming（1962）开创的 M-F 模型和在该模型基础上发展而来的“三元悖论”被广泛用于汇率制度选择的研究。理论认为，一国在固定或浮动这两极之间进行权衡取舍时，主要考虑的标准是能否保持货币政策的独立性从而调

① 国内很多文献（包括归入到其他研究方法中的文献）尽管没有明确使用 M-F-D 分析框架，但是在他们的研究中都涉及到从 M-F-D 框架或三元悖论角度来分析人民币汇率制度问题。

② 我国利率没有市场化，并且人民币资本项下不可自由兑换，资本自由流动仍受到严格的管制，这些因素都使 M-F-D 模型难以适用于中国的分析（邓立立，2006；苏平贵，2003）。

③ 对主流汇率制度选择理论所使用的制度评价标准和分析框架的演变以及相关的参考文献，请参见刘晓辉、范从来（2007）。

控宏观经济,以保证国内经济的稳定;或放弃货币政策独立性而实行资本管制从而保证在资本自由流动日益凸显的世界中使本国经济免受外部的冲击而获得稳定发展。因此,这个框架对汇率制度选择所采取的首要标准就是不同汇率制度下的政策稳定功能。

M-F-D 模型以后,研究者在此框架下陆续将前人研究中所隐含的汇率制度选择标准的思想具体化、明确化。于是,1970-80 年代的大部分文献通过引入预期,在保留价格粘性假设的同时扩展了 Mundell 的研究。这个方面的贡献包括 Turnovsky (1976), Flood (1979), Flood 和 Marion (1982) 和 Weber (1981) 等。这些研究的一个显著特征就是引入了汇率制度选择的具体评判标准 (ad hoc criteria),在此基础上评估不同汇率制度的优劣。这些标准一般涉及产出或通货膨胀的变动 (variance),基本上是宏观稳定性标准的直接体现 (表 2)。

20 世纪 80 年代中后期在汇率制度选择研究中对不同汇率制度选择的标准又出现了转变。这主要是受到福利经济学思想影响的结果。“汇率制度选择有两个方面的问题要考虑。一个是固定汇率和浮动汇率中哪个代表了不求助于保护而调节对外失衡更为有效的方法。另一个是哪种制度从获得更高福利水平的意义上说更多地提高了货币的质量。”(多恩布什和,吉奥瓦尼尼,1986) 因此,后来的研究在吸收宏观稳定性标准合理思想的基础上,进一步拓展了这个标准,从宏观稳定性标准向不同汇率制度的福利标准转变和发展,后者是宏观稳定性标准的继承和发展。这个方面主要归功于 Helpman (1981)、Helpman 和 Razin (1979; 1982)、Aizenman (1994)、Chinn 和 Miller (1998) 以及等人的贡献 (表 2)。

20 世纪 80 年代中后期至 90 年代前这些研究的共同特征在于他们大都利用从个人最大化行为中推导出来的效用水平或预期效用水平来评价不同汇率制度的相对合意性。共同的结论是在存在自实现预期 (self-fulfilling expectations) 和不存在不完全性时,所有的汇率制度都是同样有效的。然而这一时期的研究大多假设价格是弹性的,国际商品市场是完全竞争的。显然,弹性假设在短期内是不符合经济现实的,短期内价格会由于菜单成本等因素而呈现粘性特征。并且,越来越多的研究发现,国际商品市场更多地是呈现出一种垄断竞争的特征,而绝非完全竞争市场。因此,如果将价格水平粘性和产品市场的垄断竞争纳入到模型中,同时在不同汇率制度福利属性的基础上考察汇率制度优劣就成为研究的重点。这个方面是由 Obstfeld 和 Rogoff (1995; 1996; 2001) 开辟的、并由 Devereux (2000) 以及 Devereux 和 Engel (1998; 1999; 2003) 以及秦宛顺等 (2003) 等人进一步发展的 (表 2)。

2. 人民币汇率制度选择研究中的标准

从人民币汇率制度选择标准来看,到目前为止关于人民币汇率制度选择的大部分讨论与争论都没有旗帜鲜明地提出一个具体的选择标准或取舍标准,并在此标准下来分析问题^①。经济学是研究在既定的稀缺资源约束条件下,理性的经济主体如何选择使自己效用或利益最大化的决策行为的科学。对汇率制度选择的研究更具有这一特点。既然是一种制度选择的决策,多种不同方案之间的比较与取舍,那么首要的问题就是应该选择一个或一套合理的或恰当的标准或标准体系,然后围绕这个标准或标准体系来讨论问题,这样应该会更加有意义。并且,标准的合理、恰当与否,不仅关系到研究本身能否得出正确的结论,而且也关系到能否为人民币汇率制度选择和完善的目标提供理论指导和参考。这样,在选定的标准或目标函数基础上(数学上可以把选择标准处理为一种损失函数或收益函数),我们应该分析我国所面临的现实经济条件或者说是现实的经济约束条件,然后在这些约束条件下,最优化我们的选择标准。围绕这样一个思路来分析人民币汇率制度选择问题,应该是有很大理论意义和现实意义的。

^① 个别学者用比较严格的分析框架和选择标准研究了人民币汇率制度选择问题,例如刘兴华(2003)、孙立坚(2005)以及曾先锋(2006)等。

四、结论与展望

目前看来,已有研究取得了三点基本共识,为以后的研究奠定了基础。第一,1994-2005年7月间人民币事实上的钉住美元的制度安排在资本大规模流动的条件下是难以应对投机性冲击的(朱耀春,2003),并且维持该制度的成本会越来越高昂(冯用富,2000;胡援成、曾超,2004;齐琦部,2004)。最突出的表现就是我国货币政策效力的削弱(范从来等,2003;冯用富,2000;姜凌、马先仙,2005;李婧,2002a;何慧刚,2004;苏平贵,2003)和货币供给内生性的不断加强(范从来等,2003;何慧刚,2004;黄薇,2005;李婧,2002a)。这使我国货币政策的实施面临很大的挑战;第二,现行的汇率制度存在改革的必要,即人民币汇率制度应该进行重新选择。但是,在短期内人民币汇率制度的具体选择方案和汇率制度弹性大小上,没有能够达成比较一致的意见。短期内人民币汇率制度选择的备选方案主要包括钉住一篮子货币制度、有管理的浮动汇率制度、汇率目标区制度和更具有弹性的制度这四种中间制度安排,这为以后的研究提供了理论参考;第三,中国目前及未来一段时期内还不具备实行浮动汇率制度的条件^①(Goldstein,2003;冯用富,2000、2001;郭建泉,2001;黄薇,2005;齐琦部,2004;余永定,2000;张静、汪寿阳,2003;朱耀春,2003)。但长期来看,随着资本管制的逐渐放松和资本流动的自由化,人民币汇率制度安排将更具弹性,浮动汇率制度将是顺势所趋(冯用富,2001;郭建泉,2001;何慧刚,2004;李连三,2001;张斌、何帆,2005)。

在肯定上述研究成果的同时,应该看到,已有研究为后续研究奠定了比较好的基础的同时,也为以后的研究留下了很大的讨论空间和研究余地。

首先,后续研究所采用的分析框架要能够对我国的开放经济现实做出比较好的描述。已有研究虽然主要是在M-F-D传统范式下展开的,但这并不意味着这个框架已经过时了,不能再应用于当前汇率制度选择的研究。恰恰相反,M-F-D传统的基本结论及其政策含义是十分重大的,即使后来的理论发展也大多确认了M-F-D模型的基本结论,因此它对当前的政策研究仍然具有重要的指导意义(Obstfeld和Rogoff,1996;Walsh,1998、2003)。问题在于,M-F-D传统缺乏明确的微观基础,经不起卢卡斯(1973)批判,很可能会开出误导性的甚至是错误的政策处方(Obstfeld和Rogoff,1995a)。并且,我国的经济现实跟这个分析框架许多基本假设不吻合(苏平贵,2003)。但NOEM框架也并不完全切合我国的现实。因此,根据我国的经济现实对已有的分析框架进行修正,或者是选择更符合中国经济发展特征和现实的理论框架,结合中国具体现实(如资本管制及金融市场分割等)来研究人民币汇率制度选择问题是意义重大的。

其次,后续研究应进一步明确人民币汇率制度选择的制度选择标准问题,并围绕这个标准展开研究。同时,扬弃“固定”与“浮动”两极之争的研究思路,在恰当的分析框架和制度选择标准下,将人民币汇率制度选择问题转化为一个带有约束的最优化问题,并试图求解某一内解所代表的中间汇率制度安排,沿着这个思路进行研究是值得进一步尝试的。

最后,再一次重申,最优的或最合适的汇率制度选择是根据特定国家的具体国情和特定的历史时期做出的最适合自己特定情况的选择(Frankel,1999;穆萨等,2003)。因此,在研究人民币汇率制度选择问题时,应该根据我国的具体经济特征和具体的经济发展阶段,论证并采用比较合理的制度选择标准,在一个合理的标准或一套合理的标准体系下,利用恰当的分析框架和分析方法进行研究,这样才有可能得到中肯的结论。前者,即标准的选择必然涉及到人民币汇率制度选择和完善所应确立的基本目标问题,解决好这个问题能够对我国汇率制度选择和进一步完善的基本目标提供理论指导和理论参考;而后者,即分析方法的选择则关系到研究本身能否贴近我国的经济现实,能否得出有益的结论,从而指导我国汇率制度的选择和进一步完善这一重大问题。

^① 浮动汇率制度的实现有两个重要前提,即完善而有效的金融市场和市场化的利率。

表 2 主流汇率制度选择理论的基本假设及其评判标准

代表性文献	价格确定方式	价格粘性/弹性	预期类型	资本流动性	选择标准
Nurkse (1946) ^①					隐含的国内价格稳定性标准
弗里德曼 (1953)	PCP	价格粘性		几乎完全不流动	隐含的稳定性标准，具体表现为汇率制度能否隔离外国货币性冲击
Mundell (1961)	PCP	价格粘性		区域内完全流动；区域外几乎不流动	隐含的宏观稳定标准（价格水平和就业水平）
Mundell (1963; 1964)	PCP	价格固定	静态预期	完全流动	隐含的宏观经济稳定性标准（就业和产出稳定）。
Turnovsky (1976)	PCP	价格粘性		不完全流动	国内实际产出的稳定性
Flood (1979)	PCP	价格粘性	理性预期	完全流动	国内价格预期误差最小化（即价格稳定标准）
Weber (1981)	PCP	价格粘性	理性预期	完全流动	国内产出波动最小化
Flood 和 Marion (1982)	PCP	价格粘性	理性预期		国内产出波动最小化
Helpman 和 Razin (1979)		价格弹性	完全预期		以消费衡量的福利最大化标准
Helpman (1981)		价格弹性	完全预期		以消费衡量的福利最大化标准
Helpman 和 Razin (1982)	PCP	价格弹性			以消费衡量的福利最大化标准
Aizenman (1994)		价格弹性			以消费和劳动衡量的福利最大化标准
Chin 和 Miller (1998)		价格弹性			以消费衡量的福利标准
Devereux 和 Engel(1998; 1999)	PCP 和 LCP	价格粘性	理性预期	完全流动	福利最大化标准（消费波动和预期消费水平以及预期就业水平大小）
Devereux (2000)	PCP 和 LCP	价格粘性	理性预期	完全流动	福利最大化标准（消费、投资和就业的波动）
秦宛顺等 (2003)	PCP 和 LCP	价格粘性	理性预期	资本管制	福利最大化标准（消费波动和预期消费水平大小）

资料来源：根据文献整理。

① Nurkse (1946) 的选择标准是根据弗里德曼 (1953) 和多恩布什和吉奥瓦尼尼 (1986) 的有关记载整理的。

参考文献

- [1] [美]小罗伯特·E. 卢卡斯 (1973). 经济计量政策评价: 一种批评[C]. 载《经济周期理论研究》(小罗伯特·E. 卢卡斯 (1981) 著, 朱善利、雷鸣、王异虹、温信祥等译, 朱善利校), 北京: 商务印书馆, 2000 年, 121-151.
- [2] 曹凤歧. 人民币汇率形成机制研究[J]. 金融研究, 2005, (1): 43-51.
- [3] 陈雨露. 开放条件下的中国货币制度安排[J]. 银行家, 2004, (11), 19-21.
- [4] 邓立立. 汇率制度的选择与发展趋势研究[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2006 年.
- [5] 范从来等. 通货紧缩国际传导机制研究[M]. 北京: 人民出版社, 2003 年.
- [6] 冯用富. 汇率目标区: 中国金融进一步开放中汇率制度的选择[J]. 财贸经济, 2001, (2): 49-54.
- [7] 冯用富. 稳定人民币汇率与制度改革[J]. 经济学动态, 2005, (4): 50-55.
- [8] 冯用富. 中国金融进一步开放中汇率制度选择的方向[J]. 金融研究, 2000, (7): 52-61.
- [9] 郭建泉. 汇率制度的演变趋势和我国的选择[J]. 管理世界, 2001, (3): 121-126.
- [10] 国家计委外经所课题组. 美元欧元日元地位变化趋势及其对人民币汇率机制的启示[J]. 管理世界, 2001, (6): 106-115.
- [11] 何帆. 全球国际收支失衡与人民币汇率政策调整[J]. 山东财政学院学报, 2005, (3): 3-9.
- [12] 何慧刚. 现行人民币汇率制度与宏观经济政策效应——兼论人民币汇率制度改革[J]. 广东商学院学报, 2004, (5): 71-75.
- [13] 何蓉. 外汇超额供给的原因及对人民币升值压力的解释[J]. 经济评论, 2006, (1): 76-82.
- [14] 贺力平. 人民币汇率体制的历史演变及其启示[J]. 国际经济评论, 2005, (7-8): 36-39.
- [15] 侯杰. 汇率制度理论述. 中国人民大学内部研究文稿, 2005.
- [16] 胡援成、曾超. 中国汇率制度的现实选择及调控[J]. 金融研究, 2004, (12): 59-74.
- [17] 胡祖六. 人民币: 重归有管理的浮动[J]. 国际经济评论, 2000, (3-4): 5-9.
- [18] 黄薇. 人民币汇率制度: 现状、近期选择与改革操作[J]. 当代经济科学, 2005, (5): 9-13.
- [19] 江春. 人民币升值之争的理论反思[J]. 中南财经政法大学学报, 2004, (6): 41-48.
- [20] 姜波克. 汇率制度的选择及政策含义[J]. 世界经济文汇, 2001, (5): 25-29.
- [21] 姜凌、韩璐. 汇率目标区理论与人民币汇率机制的改革思路[J]. 经济评论, 2003, (2): 110-113.
- [22] 姜凌、马先仙. 正确认识人民币汇率稳定的若干问题[J]. 金融研究, 2005, (8): 53-62.
- [23] 李婧. 解析人民币钉住美元制[J]. 管理世界, 2002, (9): 37-46.
- [24] 李连三. 论汇率制度选择的影响因素——兼论我国汇率制度的选择[J]. 财经研究, 2001, (7): 28-37.
- [25] 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): 24-31.
- [26] 李扬、余维彬. 稳步推进人民币汇率制度改革——结合国际经验的探讨[J]. 财贸经济, 2006, (1): 10-16.
- [27] 刘力臻、谢朝阳. 东亚货币合作与人民币汇率制度选择[J]. 管理世界, 2003, (3): 34-44.
- [28] 刘晓辉、范从来. 汇率制度选择及其标准演变[J]. 世界经济, 2007, (3): 86-96.
- [29] 刘兴华. 人民币汇率制度的选择: 基于“三元悖论”视角的理论分析[J]. 财贸经济, 2003, (2): 36-40.
- [30] 鲁迪格. 多恩布什、阿尔贝尔. 吉奥瓦尼尼 (1986). 开放经济中的货币政策[C]. 载《货币经济学手册》(第 2 卷, [美]本杰明·M. 弗里德曼、[英]弗兰克·H. 哈恩主编), 北京: 经济科学出版社, 2002 年, 1204-1272.
- [31] 马君潞、李泽广. 汇率制度选择的经济与非经济原则分析[J]. 上海财经大学学报, 2004, (3): 18-25.
- [32] 齐琦部. 论中国汇率制度的选择[J]. 金融研究, 2004, (2): 30-43.
- [33] 苏平贵. 汇率制度选择与货币政策效应分析——蒙代尔—弗莱明模型在我国的适用性、改进及应用[J]. 国际金融研究, 2003, (5): 4-9.
- [34] 汪茂昌. 汇率制度转型的国际经验及对中国的启示[J]. 世界经济研究, 2005, (4): 21-27.
- [35] 吴念鲁、陈全庚、鄂志寰. 有管理的浮动汇率将成主导[J]. 银行家, 2004, (11): 22-24.
- [36] 吴念鲁. 对人民币汇率机制改革的思考[J]. 现代商业银行, 2003, (10): 6-7.

- [37] 吴念鲁. 论人民币汇率机制改革的方针与步骤[J]. 经济学动态, 2005, (4): 66-68.
- [38] 吴运迪. 论人民币汇率的中长期决定和制度安排[J]. 国际金融研究, 2000, (5): 9-13.
- [39] 许文彬. 三元悖论下我国汇率制度改革探析[J]. 财经问题研究, 2003, (7): 43-47.
- [40] 易纲、汤弦. 汇率制度“角点解假设”的一个理论基础[J]. 金融研究, 2001, (8): 5-17.
- [41] 易纲. 汇率制度的选择[J]. 金融研究, 2000, (9): 46-52.
- [42] 余永定. 人民币汇率制度改革的历史性一步[J]. 世界经济与政治, 2005, (10): 7-13.
- [43] 余永定. 中国应从亚洲金融危机中吸取的教训[J]. 金融研究, 2000, (12): 1-13.
- [44] 曾先锋. 估算汇率弹性的模型和对人民币汇率的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2006, (2): 42-50.
- [45] 张斌、何帆. 如何调整人民币汇率政策: 目标、方案和时机[J]. 国际经济评论, 2005 (3-4): 17-22.
- [46] 张斌. 人民币汇率制度选择: 钉住美元还是一揽子货币[J]. 国际经济评论, 2003, (1-2): 27-30.
- [47] 张静、汪寿阳. 汇率制度选择[C]. 中国科学院研究生院虚拟经济与金融研究中心, CFEF 研究报告, 2003 年 10 月.
- [48] 张礼卿. 人民币汇率制度: 现状、改革方向和近期选择[J]. 国际金融研究, 2004, (10): 12-16.
- [49] 张琦. 人民币汇率形成机制与升值压力下的政策建议[J]. 南开经济研究, 2003, (6): 50-53.
- [50] 张曙光. 人民币汇率问题: 升值及其成本—收益分析[J]. 经济研究, 2005, (5): 17-30.
- [51] 张志超. 汇率政策新共识与“中间制度消失论”[J]. 世界经济, 2002, (12): 14-21.
- [52] 张志超. 略论人民币汇率制度的选择[J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2003, (1): 9-13.
- [53] 赵蓓文. 从“蒙代尔三角”看人民币汇率制度的选择[J]. 世界经济研究, 2004, (7): 31-35.
- [54] 朱耀春. 当今各国汇率制度的比较研究及对中国汇率制度改革的启示[J]. 改革, 2003, (4): 11-116, 127.

The Choice of RMB Exchange-rate Regime: A Survey

Liu Xiaohui

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Researches on the choice of exchange-rate regimes have always been conducted under appropriate analytical frameworks with desirable selection criteria. Both analytical frameworks and desired criteria are necessary and indispensable for any meaningful study in the domain. The paper surveys researches on the choice of RMB exchange-rate regimes in detail under such perspectives. It is justified to point out that researches on the choice of RMB exchange rate regimes should be conducted under a well-defined analytical framework with an appropriate selection criterion or an appropriate criteria system that perfectly pictures China's economic characteristics. Only in this way, could the researches help construct a meaningful ideas in the domain.

Keywords: Choice of RMB Exchange-rate Regime; Criteria of the Choice of Exchange-rate regimes; Analytical Paradigm

收稿日期: 2007-5-10

作者简介: 刘晓辉(1977-), 男, 汉族, 江苏淮阴人, 经济学博士, 西南财经大学中国金融研究中心金融学教师; 研究方向: 汇率经济学、开放经济宏观经济学

电 话: 013980572179

Email: libyxiaohui@126.com