

亚洲金融危机与我国汇率政策

俞 乔

(新加坡国立大学经济系)

1997年7月泰国放弃固定汇率以来,东亚各经济体的货币相继贬值,触发了一系列的金融危机、经济危机和政治危机。在这场危机中,人民币对美元汇率保持不变,一定程度上起到了稳定亚洲金融市场的作用。今年6月日元对美元汇率的急剧下跌引起了新一轮的亚洲货币贬值浪潮。人民币是否贬值又成为国际社会关注的焦点。尽管中国政府在不同的场合一再承诺人民币不贬值,但是,国际间认为人民币汇率的动向仍有赖于亚洲经济形势的变化与发展。在当前的局势下,稳定人民币汇率对于中国树立敢于承担维持国际经济秩序的良好形象,提高东亚各国对中国的信任程度,以及增强中国与美、日两国的谈判筹码,有重要的政治意义。不过,这种作法属于权宜性与过渡性的政策,它的政治内涵远超过经济要求。人民币汇率是人民币以外币表示的价格,它不宜长期偏离市场供求关系;这一经济问题最终由经济规律所决定。

在亚洲经济形势发生重大突变或金融危机缓解的情况下,有关当局应根据变化了的外部环境对现行的汇率体制与汇率政策做出必要的调整。本文将讨论以下三个相互关联的问题:1. 人民币对主要外币的汇价是否高估以及它对中国实际经济活动有什么影响? 2. 港币联系汇率能否长期维持以及代价如何? 3. 中国货币当局应采取哪种汇率体制与怎样有效地实施汇率政策? 本文通过对这些问题的回答为政策调整提供理论依据,并提出相应建议。

一、人民币实际汇率变化与经济活动

1988年各主要城市外汇调剂中心的建立标志着人民币对外币的价格开始由市场供求关系所主导。1994年双重汇率并轨及上海外汇交易市场的建立初步实现了人民币统一市场汇价决定机制。不过,这一市场还远非完善与有效的外汇交易市场。

它的主要缺陷是市场结构的封闭与垄断性质。由于货币当局是独家买方,国有银行为主要卖方,该市场属于买方独断与卖方寡头并存的结构。在此市场上形成的现期汇率明显地偏离竞争性市场上的公平价格,而远期汇率则人为地排除了市场风险因素。因此,人民币汇价水平在相当程度上体现了当局的政策取向。它的另一个缺陷在于限制了货币当局实行国内货币政策的独立性。虽然有关当局声称目前的汇率制度安排是“有管理的浮动汇率制度”,但是,1994年以来的经验证明,当局实际上实施了“内在的固定汇率”政策,将人民币对美元的名义汇率(或货币汇率)稳定在既定的水平。这种情形导致了汇率政策目标与货币政策目标的严重冲突。

在外汇管制的条件下,讨论人民币名义汇率在哪一绝对水平上为“合理汇率”没有意义。问题的关键是通过分析人民币实际汇率的变化趋势,判断人民币的实际价值是否被高估,以及它对国内经济活动的影响程度,从而决定汇率政策的调整方向与幅度。人民币的名义汇率作为本币以外币计算的价格,存在着极大的货币假象。人民币的实际汇率则考虑到国内外商品价格水平的变化而真实地反映了本国产品在国外市场上的实际价格或本国货币在国外市场上的实际购买力。人民币的实际汇率是将国外商品的外币价格换算为本币价格后与国内商品价格之比。它可以用公式表示为: $q = ep^*/p$,其中, q 为人民币对外币的实际汇率, e 为名义汇率, p^* 与 p 分别为外国与本国的物价指数(因为各国间消费品的可比性很高,我们采用消费物价指数计算实际汇率)。

我们分别计算了从1991年1月至1998年3月期间人民币对美元、日元、马克、英镑、港币、台币等货币的实际汇率。在1991—1992年期间,我国的价格水平相对稳定,人民币对外币的名义汇率贬值导

致了实际汇率贬值。这一趋势在 1993 年中期达到最低点。随着人民币名义汇率的稳定和国内通货膨胀率的上升,人民币对四种主要国际货币及两种亚洲货币的实际汇率从 1993 年中期起便不断升值。目前,人民币对四种主要国际货币的实际汇率已经超过了 1991 年初的水平。以 1991 年 12 月为基期,1998 年 3 月人民币对美元、日元、马克、英镑的名义货币贬值程度为 30%—52%之间,而人民币对这些货币的实际汇率却升值 9%—21%。如果以 1994 年 4 月双重汇率并轨后上海外汇交易市场正式运行为基期,1998 年 3 月人民币对美元、日元、马克的名义汇率分别升值 4.79%、23.4%、11.49%,对英镑的名义汇率贬值 6.67%;但是,人民币对这四种国际货币的实际汇率则分别升值 24%、43%、32%、14%。与 1994 年 4 月比较,人民币对港币的名义汇率贬值 14%,而实际汇率则升值 11%;对台币的名义汇率贬值 21.2%,实际汇率则升值 41.6%。

显然,从 1993 年以来,人民币的实际汇率已经被高估。人民币实际汇率的变化是否对我国经济活动产生显著影响?这个问题对于政策决定有着重要的意义。如果人民币价格的变化对经济活动只有比较微弱的影响,它可以忽略不计。如果这种影响非常显著,当局则需采取相应的对策。计量经济学分析可以对这一问题做出准确的回答。我们用时间序列变量的显著性检验方法对此进行验证,这一检验可以用下列公式表示:

$$\Delta Y = \alpha + \sum_{i=1}^{12} \beta \Delta Y_i + \sum_{i=1}^{12} \delta \Delta q_i + \sum_{i=1}^{12} \gamma \Delta M_i + \epsilon \quad (1)$$

$$\Delta EX = \alpha + \sum_{i=1}^{12} \beta \Delta EX_i + \sum_{i=1}^{12} \delta \Delta q_i + \sum_{i=1}^{12} \gamma \Delta M_i + \epsilon \quad (2)$$

$$\Delta IM = \alpha + \sum_{i=1}^{12} \beta \Delta IM_i + \sum_{i=1}^{12} \delta \Delta q_i + \sum_{i=1}^{12} \gamma \Delta M_i + \epsilon \quad (3)$$

在以上包含了三个变量的方程中, Δ 为增长率; Y , EX , IM 分别为工业总产值,出口总值,进口总值; q , M 分别为实际汇率和广义货币, $\alpha, \beta, \delta, \gamma$ 分别为常数项、系数, ϵ 为误差项。时间滞后期为 12 个月。此检验假设实际汇率的变化对工业总产值、出口总值、进口总值等指标的变化没有影响,即所有实际汇率的系数都为零($\delta=0$)。为了测量计算结果的有效

性,我们用消除了广义货币影响的两个变量方程再进行此项检验。

计算分析结果证明,人民币对美元、日元、马克、英镑及港币的实际汇率变化对于我国扣除价格因素后的实际工业生产总值增长有着非常显著的影响;对实际进口总值亦存在很明显的作;对实际出口总值存在极为显著的影响;但人民币对日元、马克、英镑的实际汇率变动对于我国的实际出口总值没有明显作用。

我们进一步计算了人民币对这五种外币的实际汇率对于我国与不同国家(地区)贸易的影响。计量研究表明,人民币对美元的实际汇率对于我国与美国的实际进口与出口总值有显著影响。人民币对日元的实际汇率变化对于我国与日本的实际进口总值和出口总值均有显著作用。人民币对马克、英镑的实际汇率仅对于我国与欧洲联盟的实际进口总值有影响,对实际出口总值没有作用。人民币对港币的实际汇率对于大陆与香港的实际进口与出口都有影响。

这些实证研究结果的意义在于,它们从定量分析角度证明,人民币对主要国际货币的实际价格已经被高估 20—30%左右(如果考虑到人民币对所有国家及地区货币的综合性实际汇率,其高估程度则达到 45%左右,见第三节);持续高估的人民币汇率显著地加强了国外产品在我国市场的价格优势,同时削弱了我国产品在主要国际市场上的竞争能力,因此,它对我国以工业生产为代表的经济发展带来了极为不利的影响。由于出口产品结构的制约,我国出口产品的原材料主要依赖国内供给,人民币实际汇率升值并不能为出口导向型企业带来明显的利益。与之相反,在微观层次上,人民币实际汇率近 30%的升值不仅侵蚀了企业的正常利润,而且极可能导致企业发生较大程度的净亏损。显然,固守人民币名义汇率不变的政策对实现国内经济目标造成了相当程度的制约,因而有充分的经济理由证明人民币汇率调整的必要性。

目前,一种值得注意的倾向是西方各国政府与舆论将稳定国际货币体系的主要责任通过政治化与外交化的途径维系在人民币汇率不变之上。这一看法认为,坚守港币对美元的联系汇率和人民币汇率不变动是避免恶性贬值竞争,保证亚洲金融稳定的

屏障。但是,这种假设具有极大的危险性与误导性。首先,它明显地背离了国际市场由非政府投资者主导,而不是由政府决定的基本规则,因此,这种作法并不可能真正维持国际货币体系的稳定。美国财长鲁宾认为墨西哥政府坚持固定汇率制度,而没有让市场基本因素决定汇率水平是导致1994年货币危机的主要原因。国际货币基金总裁康德苏亦对1997年泰国货币危机持相同论点。这里的问题在于,为什么中国应当违背国际市场的基本规则?其次,接受并实施这种见解将使我国付出偏离甚至部分放弃国内经济目标的代价。虽然在当前人民币不可自由兑换的条件下,人民币汇率包含着相当的政策意图,但是,基本经济因素最终仍将对人民币价格产生决定性的影响。在现阶段,我国的实际经济能力与经济现状不仅不足以让人民币汇率长期违背市场规则,而且更不允许汇率目标超越国内经济目标。再次,受金融危机影响最深的东亚国家货币对美元的汇率已贬值60%—400%。这种急剧的货币贬值对这些国家依靠进口原材料加工出口产品的产业结构造成了极大的困难,而且导致国内资产的不公平分配,加剧了社会矛盾。因此,这些国家有意识地使货币贬值来加强出口竞争的程度极为有限。最后,人民币汇率的调整可能对亚洲货币市场产生一定的影响,但是,它属于一种短期的心理震荡。亚洲货币市场的基本动向并不是由不可兑换的人民币所主导。由于东亚国家纷纷转向浮动汇率制度,其汇率形成过程中的市场决定作用非常明显。并且,这一制度使货币投机商的获利机会下降,而投机成本上升,除非政治局势发生大的动荡,这些国家货币受到大幅度投机冲击的可能性已大为降低。相反,坚守固定汇率的港币则已成为当前货币投机的首选目标。

二、港币联系汇率前景

1971年布雷顿国际固定汇率体制瓦解后,主要工业国家纷纷采取了浮动汇率体制。尽管欧洲共同体曾试图重建固定汇率制度,但是在市场冲击下不得不放弃了这种努力。在70年代期间,绝大多数发展中国家仍然采用与主要国际货币挂钩的固定汇率体制,试图达到稳定对外贸易的目的。80年代以来,由于国内通货膨胀上升,国际债务负担加重,资

本流动管制逐步取消,以及国际货币市场投机加剧等内外因素的作用,大多数发展中国家已经转向不同类型的浮动汇率制度。在国际资本市场自由化与全球化迅速发展的背景下,浮动汇率已成为国际货币制度中的主导性方向。目前,在实行固定汇率制度(或更为严厉的联系汇率制度)的国家及地区之中,较有影响的经济体包括卢森堡(1945)、奥地利(1979)、荷兰(1983)、香港(1983)、沙特阿拉伯(1985)、阿根廷(1991)、立陶宛(1992)、拉脱维亚(1994)、保加利亚(1997)等,其余则是以旅游业为主的小型开放经济体。

近年来各国的实践证明,采取固定汇率体制的货币极易成为货币投机商的攻击目标,持续不断的货币投机所引发的市场信心危机则将导致固定汇率制度的崩溃。例如,1992年9月英格兰银行在与货币投机商的对抗中,短短的几个小时之内损失了50多亿美元,被迫让英镑退出欧洲联盟的固定汇率体制。在1992—1993年期间,频繁的货币投机冲击迫使欧洲联盟实际上放弃了固定汇率制度。在1994年的货币危机中,墨西哥当局动用了250亿美元的外汇储备,并借入250亿美元来应付投机冲击,但最后仍不得不放弃固定汇率体制。1997年上半年泰国当局与货币投机商对抗数月,消耗了200多亿美元的外汇储备后,最终放弃了固定汇率,引发了席卷亚洲的金融危机。尽管发生货币危机的这些国家的内部因素有极大的差异,但是,根据90年代的经验,投机冲击与货币危机形成的必要条件一般都包括:1. 本币实际汇率长期被高估;2. 资本充分自由流动;3. 固定汇率目标与其他经济目标严重冲突。不过,这些必要条件并不一定导致货币危机。货币危机得以发生的充分条件则在于:1. 市场信心的全面逆转使货币投机冲击演变为全社会大规模地放弃本币,追逐外币的资产结构转换行为;2. 当局对于国内经济衰退的政治承受能力达到极限或临界点。

市场信心逆转可能由政府政策失误或国内经济环境恶化引发。例如,当局采取持续的扩张性货币政策弥补财政赤字,国内银行业在大量指令性贷款、松散的财务管理与无效的监管制度之下出现长期亏损,垄断的公司结构导致企业过度负债与劳动生产率持续下降,等等。另一方面,市场信心危机还可能由公众对当局在维持固定汇率体制与解决国内经济

问题(失业、总需求不足,等等)之间选择的预期变化所引起。如果公众普遍认为当局承受国内经济萎缩压力的能力达到临界点时,即使经济政策没有大的失误,国内经济环境基本良好,频繁的投机冲击仍可能诱使公众迅速转换资产组合,引发市场信心危机。

从去年7月以来,香港经济形势的发展已逐步满足了发生货币危机的必要条件。首先,近10多年来香港的通货膨胀率显著地高于主要工业国家,而港币对美元的名义汇率保持不变,因此,港币对美元等国际货币的实际汇率已经严重地被高估。与1991年12月相比,1998年3月港币对美元的实际汇率已升值49%。其次,市场已对港币联系汇率的前途极为怀疑,在资本完全自由流动的条件下,香港公司与个人已将巨额流动资产兑换为国际货币,存入瑞士、温哥华、伦敦等地;而香港的港币存款占总存款的比例由1997年7月的61%降低到目前的57%(《亚洲华尔街日报》,1998.6.30,1998.7.15;香港金融数据月报),并且这种趋势还在持续。最后,更为重要的条件还在于,今年以来香港经济的萎缩和失业状况的恶化已经与当局维持联系汇率的政策目标发生了严重冲突。

在理论上,香港当局有能力维持港币与美元的联系汇率制度。如果货币当局拥有的外汇储备不仅足以赎回基础货币(流通中现金与商业银行的准备金之和),而且能够赎回全社会的流动货币(M_1)时,货币当局便可以在强劲的投机冲击下部分或全部取消基础货币(甚至购回大部分流动货币),从而有效地降低市场的基本流动性,达到阻止固定汇率崩溃的目的。因此,只要外汇储备等于(或大于)市场上的全部现实流动性货币(M_1),并且当局在必要时决心动用这一储备取代所有要求转换为外币的流动性资产,固定汇率制度便可以维持下去。在1997年底,香港外汇储备与基础货币之比为6.36,与流动货币(M_1)之比为2.88,与广义货币(M_2)之比为0.35(根据香港金融数据月报计算)。

但是,在现实中,情形却并非如此单纯。在频繁和猛烈的货币投机冲击下,当局用外汇储备赎回基础货币的行为将首先使银行体系陷入困境:商业银行马上面临着流动性急剧短缺,甚至发生银行流动性危机。这一措施将引起境内短期市场利率急速攀高及强烈波动,导致商业银行的利率风险迅速上升。

此外,由于商业银行一般都通过吸收短期负债来支持长期信贷,短期市场利率在高水平上的波动将使商业银行出现大幅度亏损。银行体系的困难将通过可贷资金骤然紧缩和市场利率的持续波动传递到实际产业部门,导致投资下降,失业增加,财政赤字上升,从而引起全面的经济衰退。阿根廷在1995年的经验证明了这种投机冲击引发的流动性危机与实际经济衰退之间的紧密联系;香港在今天的经济表现再一次证明了这一点。从1997年7月起,港币与美元利率的差距显著扩大并发生了急剧波动,这种利差反映了投机冲击的频率与强度。近期以来,香港货币当局一方面通过高水平的市场利率来阻止投机冲击,另一方面又试图在限制银行为投机商提供本币贷款的条件下,向商业银行注入基础货币以缓解银行系统的流动性危机。不过,这种限制往往趋于无效。商业银行作为赢利性机构,在高拆借利率的引诱下,可以通过各种方法绕开当局的限制向投机商提供短期本币信贷,甚至直接参与投机活动。并且,货币投机者的界限日趋模糊,近年来许多传统的保守性长期投资机构,例如保险公司、信托基金亦加入了货币投机行列。这一变化使银行难以明确地区分贷款对象。最后,在商业银行大规模寻租活动(间接或直接参与货币投机)的压力下,当局可能采取更为广泛的行政信贷干预措施,这种措施将最终导致不同形式与程度的外汇管制,从而与基本法第112条款直接冲突,严重损害香港的自由贸易与金融中心的地位。因此,在现实环境中,维持港币对美元的联系汇率制度的关键并不在于香港当局是否拥有足够的外汇储备兑回本币,而取决于当局能否在 market 信心全面逆转和境内经济面临衰退时承受放弃其他政策目标(稳定银行体系,降低失业率,刺激经济复苏,等等),而仅仅专注于坚守固定汇率的单一目标。

亚洲货币危机以来,香港当局已经一再重申维持港币与美元联系汇率不变的保证。然而,1971年全球固定汇率制度瓦解以后,在统一的国际货币市场中,由非政府部门的投资者所主导的市场力量已经凌驾于单一国家政府之上,甚至最为发达的国家当局也不得不在国际金融市场的冲击之下改变其作出的承诺。例如,1979年美国卡特总统在正式宣布了不为国际市场接受的联邦预算法案后,美元汇率急剧下跌,市场压力迫使美国政府史无前例地放弃

了这一预算法案,重新提出为市场所期望的收缩性预算法案。1992年英国首相梅杰曾坚定地誓言英国政府决不会将英镑与其他欧洲货币脱钩。但是,几天之后,在猛烈的投机冲击下,梅杰首相不得不在全世界面前放弃这一保证,让英镑脱离欧洲货币体系自由浮动。因此,在世界金融体系中,市场并不相信当局的誓言与保证。香港作为完全融合于国际金融市场的小型全方位开放经济体,有关当局的承诺远不足以稳定市场信心。与之相反,过度的承诺以及随后的取消承诺则更易于引起市场动摇。自去年以来,香港当局曾坚持决不调低柴油税,但是,在各方面的压力下又于今年6月宣布大幅度降低柴油税。这种作法使市场对当局承诺的联系汇率产生极大的负面影响。

进一步来说,境内经济状况趋于恶化将沉重打击市场信心,引发大规模资本外流。对境内外投资者而言,在固定汇率制度能够继续维持的情况下,他们仅面临境内投资失败所带来的单一资本损失;在固定汇率制度崩溃时,则要承担投资失败及本币贬值造成的双重资本损失。因此,作为风险规避者的投资机构与个人,将在固定汇率制度崩溃之前尽快地撤出资金,避免更大的损失。对货币投机者而言,不管其投机冲击能否动摇港币与美元之间的联系汇率制度,他们都可能赚取高额的投机利润。投机商遵循的基本原则是贱买贵卖,他们对实行固定汇率的货币进行冲击所引起的本币与外币利率差额和现期与远期汇率差额的变化可能使这一原则得以实现。具体而言,投机商的利润有三种来源:¹ 由于香港不存在任何资本流动的阻碍,“利率平价规则”在香港市场成立。这一规则指出,港币利率与国际市场的外币利率之间的差额等于港币远期汇率与现期汇率之间的差额。在货币投机冲击发生之前,港币利率与国际市场的外币利率非常接近(即港币远期汇率与现期汇率基本相似)。此时,投机商可以在现期市场上以较低的利率借入本币,然后在远期市场上以按柜金交易方式按照接近于现期汇率的远期汇率成倍地卖空港币,对港币发动冲击。若货币当局售出美元换回港币时,港币利率将迅速攀高,导致港币利率与国际市场利率的差额扩大,从而引起港币远期汇率与现期汇率的差额增大(即远期港币汇率将明显地下跌,单位美元在远期市场上比在现期

市场上兑换更多的港币)。因此,即便货币当局成功地稳定现期联系汇率,高利率仍然引起远期汇率下降,使投机商在这种汇率差距中赚取利润。² 在投机冲击频繁出现时,境内市场利率将显著地高于国际市场利率。投机商亦可以在现期市场上用美元买入本币,在同业市场上拆出港币赚取美元与港币的利差,同时再在远期市场上卖出港币换回美元。在这一过程中,高利差收益将远大于不同形式货币转换的交易成本,给投机商带来高额利润。如果投机商能够准确地预期固定汇率的维持期限,他们甚至可以在收回同业拆出的港币后,再在现期市场换回美元,从而可以避免按照较低的远期汇率兑换美元。³ 如果港币与美元的固定汇率制度崩溃导致港币大幅度贬值,此时单位港币兑换美元的现期汇率将远低于在固定汇率瓦解前的远期汇率,因此,投机商可以通过在固定汇率瓦解前从远期市场卖空港币的行为获取巨额汇差收益。无论哪一种情况发生,投机商均处于左右逢源的境地赚得高额利润。这种投机利润是以全社会福利损失为代价的一种财富再分配形式。这一事实表明,联系汇率制度的缺陷使货币当局在现期市场上为投机商提供了无风险利差的机会,在远期市场则为他们免除了投机行为需要支付的风险定金成本。显然,货币当局在具有市场信息优势的货币投机商面前丧失了灵活使用其掌握的有效信息(资源)的可能性,甚至错误地解释市场信息。因此,在固定汇率的限制下,货币当局被动性的市场干预必然导致持续性的巨额亏损。

联系汇率制度对香港境内不同的经济主体产生不公平的国民收入再分配作用。在当局捍卫固定汇率的过程中,市场利率的急剧上升将使各类债务人蒙受沉重损失,而债权人则获取巨额收益。这一突发性的财富转移方式将破坏稳定的债权债务关系,引起社会经济失序。并且,坚守固定汇率的努力在实质上是当局动用从社会征取的收入来避免某些特殊利益集团(特别是大不动产所有者与上市公司大股东)的资产免受货币贬值所导致的损失。因此,维持固定汇率的支持者们存在着极为明显的利益动机。

目前,港币联系汇率制度已成为调整我国汇率政策的重要制约因素。这一限制主要表现为人民币汇率的调整被迫从属于港币汇率的变化,以及当港

币出现危机时,中央政府要尽力扶持这一制度。中央政府对香港联系汇率的允诺实际上是向香港特区提供了“免费午餐”或“免费保险”。从经济学的角度考虑,它有两弊端。首先,作为世界金融市场重要一环的香港,其经济与金融环境的稳定在根本上取决于宏观管理制度的灵活性与微观生产者的竞争能力,而不能依赖中央政府的保险。这种免费保险将助长港方的“搭便车行为”,从而增加其经济行为的总体风险,不利于它在市场纪律的压力下调整僵硬的汇率制度,健全银行体系及改善企业的公平竞争环境。第二,香港作为我国的特别行政区,其人均国民总产值名列世界前茅,经济实力远远超过我国任何一个省、市、自治区。因此,没有充足的经济理由向香港提供关于坚守联系汇率的免费保险。香港与新加坡是两个极为相似的经济体,新加坡没有任何方面提供货币稳定的保险,但它在这次危机中的表现却优于香港。当中央政府不得不向港方提供相当数额的外汇储备支持联系汇率时,这种无代价的财富转移将导致我国有限资源的不公平分配,对国内经济造成极大的困难。当然,中央政府的承诺对香港在回归期间保持稳定有着一定的政治意义。但是,这种免费保险不应当无止境地提供,它只应作为一种过渡性的“有期限条件保险”,适时予以终止。

三、汇率体制与汇率政策

固定汇率制度建立在两大基本命题之上:1. 名义汇率的非预期波动将严重地阻碍对外贸易和国际投资的正常运行,因而对国民经济的稳定与发展产生很大的负向影响。2. 固定汇率(特别是更为严厉的联系汇率)制度限制了当局随意发行货币来弥补财政赤字的可能性。因此,这一制度通过与具有低通货膨胀水平的国际货币挂钩的作法增强政府反通货膨胀政策的公信力,达到降低公众对未来通货膨胀的心理预期,控制实际通货膨胀的目的。但是,过去40年多年的实践(包括布雷顿固定汇率制度的经验)并没有令人信服地证实这两大假设。第一,固定汇率制度仅仅能够“固定”名义汇率,而不可能“固定”实际汇率。实际汇率对国民经济与国际经贸活动产生真实影响,名义汇率则主要产生货币影响。在国内外经济环境变化的条件下,名义汇率的固定化将引起实际汇率的非预期波动,从而严重地影响

到各种与国外关联的经济活动。第二,在短期内,由于国内可贸易产品与国际同类产品的不完全替代性,国内非贸易产品不受国际市场影响,以及国内名义工资变化率具有相当的刚性等原因,本币与具有低通货膨胀的国际货币挂钩的固定汇率制度并不能将国内通货膨胀水平压低或拉近到国际通货膨胀水平。第三,固定汇率制度与低通货膨胀之间没有必然的因果关系。两者都有可能是当局决心控制通货膨胀(或高度的政策公信力)的结果。事实上,只要政府坚定地控制通货膨胀的政策能够在实践中为公众承认,无论在何种汇率制度下当局均可以达到降低通货膨胀的目的。与之相反,将政策公信力固定在不断受到各种因素影响的汇率变量之上的作法,则极易在市场环境大幅度变化时引起公众对这一政策可行性的质疑。

在国际经济日益全球化与自由化的背景下,单一国家政府难以阻止外部经济环境出现对本国经济活动不利的变化。在国际经济环境逆转时,当局仅能通过内部经济关系的调整来适应这一改变。这种调整有三种选择:调整外汇储备的数量(包括实施外汇管制);调整外汇价格;调整国内实际经济活动。显然,第一种方法受到外汇储备数量、来源及用途的限制;这一方法的效果亦受到当局与市场之间管制与反管制较量的影响。此外,它还将政府在政府雇员中产生大规模的以贪污及受贿为特征的寻租现象。因此,在长期内,外汇管制将逐步趋于无效。第三种方法将导致国内经济衰退、失业上升及价格上涨,它是最不可取的作法。第二种方法则根据国际市场情况变化适时调整汇率价格,它是简单明了、代价最低的政策调整方法。因此,可管理的浮动汇率制度便理所当然地成为绝大多数国家避免外部环境变化引起的不确定性波动的较优制度性选择。

在我国目前的发展阶段,采用这一汇率制度有以下的基本优势:1. 保证国内货币政策的独立性。这一点对我国这种以国内市场为主、并处于建立市场经济的过程之中的大国来说,通过独立的货币政策稳定国内经济环境具有决定性的意义。亚洲各国的重要教训在于,开放资本市场与固定汇率结合的作法使汇率与利率紧密联系,货币当局无法实施货币政策解决国内目标。2. 保持国内产业在国际市场定价的合理性。国际经济活动已成为我国经济发

展的重要动力,防止人民币过度高估是使我国企业公平地参加国际竞争的条件之一。3. 调整国际收支的灵活性。这种价格的调整可以减轻国际不利环境对国内经济的影响。4. 阻止投机冲击的有效性。在 90 年代里,频繁的货币投机冲击对资本开放并实行固定汇率制度的国家造成了极为严重的损害。这一教训对我国在未来逐步开放资本市场极为重要。

当局在实施可管理的浮动汇率制度后,汇率政策目标的选择便成为汇率管理能否取得成功的关键。由于名义汇率具有极大的货币假象,不宜作为基本的汇率政策目标。虽然本币对某一主要国际货币(例如美元)的实际汇率消除了货币假象,但它仍只局限于本国货币在某国(或某一地区)市场的实际购买力比较,不能反映出本币在所有境外市场上的实际购买力(或本国产品在所有国外市场的实际价格)。贸易加权的实际汇率指数则能够克服这种缺陷。这一指数将本国与其主要贸易伙伴国的进口和出口贸易总量作为权数;以这些权数乘以本币对这些国家货币的实际汇率后加总得出的综合指数。它具有两个主要作用:1. 衡量一国产品在所有境外市场上的总体竞争能力(或本币在所有境外市场的购买力);2. 反映短期国际资金流入(流出)本国市场的可能变化方向。例如,当贸易加权的实际汇率指数上升时,它表明本币在国际市场上被高估,从而对本国产品在国际市场上的竞争力产生不利影响,并且可能导致短期资本流出本国市场。因此,它可以作为货币当局进行汇率管理的基本指标。

我们计算了在 1991 年 1 月至 1998 年 4 月期间我国的贸易加权实际汇率指数。我们选择了 22 个我国主要的贸易伙伴及竞争伙伴国家(地区),分别计算每年的进口与出口贸易权数。它们为 14 个经合组织成员国的发达国家:美国、日本、德国、英国、法国、加拿大、意大利、西班牙、荷兰、比利时、澳大利亚、瑞士、瑞典、爱尔兰;8 个亚洲国家与地区:香港、韩国、新加坡、台湾、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾。这些国家与地区占我国对外贸易量的 85—90%。将这些权数乘以人民币对各国(地区)货币的实际汇率,加总便得到我国贸易加权的实际汇率指数。以 1991 年 1 月为 100,这一指数在 1993 年 6 月降到最低点,然后便不断上升。从双重汇率制度并轨以来,我国贸易加权的实际汇率指数已经由 76 点攀高到

110 点,上升了 45%。这一事实表明,人民币的实际价值在所有境外市场上的高估值已接近一半。

在技术操作上,当贸易加权的实际汇率指数被采用为管理目标时,货币当局可以计算出最近月份该指数的数值,并根据它的过去变动幅度和当局对通货膨胀的预期确定这一指数在下一月度(或旬度)的变动区间,据此选择是否进行市场干预以及这种干预的强度。只要贸易加权实际汇率指数的月平均变化值在预定的区间内,即可认为达到了汇率管理目标。并且,在市场出现较大异常变动的情况下,特别是名义汇率发生大幅度波动时,当局可以随时调整以前预定的月度干预区间。新加坡是采取这一指标进行汇率管理的较成功例子。作为一个小型的全开放经济体,由于国际资本自由流动的直接影响,新加坡货币当局缺乏实施内在性货币政策的环境,它很难独立地决定国内货币供应量或有效地干预市场利率。新加坡货币当局以贸易加权实际汇率为目标,执行以影响市场汇率为特征的外在性货币政策,通过对汇率的间或性干预基本达到了既稳定国内经济环境,又阻止了货币投机冲击的目的。与其他亚洲货币相比较,新元的风险酬金(国内本币短期利率与国际货币相似利率之差)最低,即投机商对新元冲击的获利机会最小。到目前为止,新加坡相对灵活的汇率政策成功地降低了投机冲击的威胁。在这次亚洲金融危机中,新加坡银行业受东南亚邻国的影响远大于香港(特别是银行系统存在大量的对马来西亚、印度尼西亚的信贷呆帐),但其经济受到的实际冲击显著地低于香港。显然,不同的汇率体制与汇率政策选择是重要原因之一。

但是,以贸易加权汇率指数来实施汇率政策并非完善无缺。贸易加权的实际汇率指数是月度指标,它是一种在时间上间断、并严重滞后的变量。在资本市场完全开放的环境下,名义汇率在短期资本流动的作用下会出现瞬息性与连续性的大幅度波动,贸易加权汇率指数不能及时反映这种重要的市场变化。由于名义汇率的连续性异常波动会对市场产生强烈的震撼与影响,贸易加权的实际汇率指数可能严重地偏离预定目标。因此,即使以贸易加权的实际汇率作为基本的政策指标,每日(旬)的汇率管理仍需要以名义汇率为直接目标。这一事实构成了可管理浮动汇率结构的主要矛盾与困难之一。在

现阶段,我国还不存在这一困扰,在资本项目未开放的条件下,我国货币当局可以较容易地将贸易加权的实际汇率指标控制在预期的变动区间。

在汇率管理的政策运作方面,货币当局可以采取两种不同的政策取向:具有透明度的“规则性汇率政策”与不具透明度的“权宜性汇率政策”。前者要求货币当局向社会公布对于汇率波动的管理区间,通过政策的透明度取得公众监督及增强政策的公信力(固定汇率是这种政策的极端例子)。后者则不必向社会公开当局的干预目标,据此保持主动调整政策目标的灵活性。近年以来,随着国际资本市场全球化与自由化进程的迅速发展,货币当局与投机商之间存在着对于市场信息占有的严重不对称现象。一般来说,货币投机商作为信息的投资者,掌握着远比货币当局更为充分的市场信息,特别是以天(小时,分)计算的瞬间市场变化信息和各种没有证实或公布的非公开信息。投机商不仅在信息质量、数量与时间方面优于货币当局,而且在获取信息的动机以及对市场信息的敏感程度方面比当局来得更为强烈。因此,货币当局在阻止投机冲击中处于相对劣势。在这种情况下,不透明的“权宜性汇率政策”便成为当局弥补市场信息不足与信息滞后的一种手段。当本币受到投机冲击而发生较大波动时,当局可以主动地调整预定的干预区间,减少甚至消除投机商的预期投机收益。不过,这种政策运作要求当局对市场变化有较深刻的理解和较高的操作技巧。否则,当局的随机行为有可能加剧而不是降低市场波动。

四、政策建议

1. 过去5年以来,人民币对主要国际货币的实际汇率已经明显地高估,其幅度为30%左右;而人民币对我国主要贸易伙伴国家与地区货币的综合实际汇率则被高估了45%以上。这一货币价格变化削弱了我国产品在国际市场上的竞争力,提高了国外商品在我国的价格优势,从而对我国的工业生产发展造成了显著的负面影响。因此,有关当局应在适当的时机调整人民币汇率,使人民币实际汇率逐步恢复到1994年初的水平。从策略的角度考虑,人民币的调整次序应排列在日元、港币变动之后(即在日元大幅度贬值或港币固定汇率脱钩时),或者亚洲

金融局势较平稳时进行。

2. 在可以预见的未来阶段,香港的联系汇率将持续受到不同规模与频度的投机冲击。当香港及东亚经济状况进一步恶化时,市场信心可能全面逆转,香港当局的汇率政策将与其他经济目标严重抵触,从而可能迫使香港特区当局调整或最终放弃这一制度。香港经济与金融环境的稳定取决于宏观管理体制的灵活性与企业的市场竞争能力,不能依赖中央政府的保险。目前,我国中央政府为香港联系汇率制度提供的免费保险不利于香港经济与金融体制在国际市场纪律的硬性约束下自我调整,而且它将增大中港双方所面对的市场风险及加重国内经济的困难。因此,这种免费保险只应作为过渡性安排,逐步加以降低与取消。

3. 为了进一步适应对外开放的要求与加强我国汇率形成机制的灵活性,货币当局应该放弃1994年以来实行的内在性固定汇率制度,采取可管理浮动汇率制度。与此同时,当局还应放弃以稳定人民币对美元的名义汇率为中心的汇率政策,选择贸易加权实际汇率指数为基本管理目标来实施汇率政策。并且,调整后的汇率政策应明确地配合并隶属于国内货币政策,而不是相反。

4. 加强与本区域各国的金融政策合作,通过制度性的安排与措施来稳定亚洲金融市场,摆脱人民币独撑局面的危险状况。例如,建立有偿性的多重国际金融保险框架分散未来货币市场波动的风险,使美日两国发挥主要的作用。具体而言,我国可以考虑支持日本去年提出的亚洲货币基金的设想,以及近期关于促进日元进一步国际化、部分取代美元成为区域清算货币的计划,促使日本与美国承担与其经济地位相适应的稳定亚洲金融市场的责任。在现阶段,本区域具有筹集1500—2000亿美元基金的能力。这种制度安排既能够对香港金融稳定产生积极的影响,亦可以使我国对亚洲的金融重组和经济恢复发挥较大的建设性作用。

主要参考文献

Blackburn, K. and M. Sola, 1993, “Speculative Currency Attacks and Balance of Payments Crises”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 7, no. 2, p119—26.

Chinn, M., 1998, “Before the Fall: Asian Currencies

Overvalued?", NBER Working Paper, #6491.

Enoch, C., 1998, "Transparency in Central Bank Operations in the Foreign Exchange Market", Working Paper, IMF.

IMF, 1997, *Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries*.

Klitgaard, T. and J. Orr, 1998, "Evaluating the Price Competitiveness of U. S. Exports", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 4, no. 2, Feb.

Krugman, P., 1979, "A Model of Balance Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, p311-25.

Goldstein, M., 1997, "Commentary: the Causes and Propagation of Financial Instability; Lessons for Policy Makers", *Maintaining Financial Stability in A Global Economy*,

A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August p97-116.

Kaminsky, G., S. Lizondo, and C. Reinhart, 1998, "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45, no. 1, March p1-48.

Obstfeld, M. and K. Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4, p73-96.

Obstfeld, M., 1996, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, vol. 40, p1037-47.

(责任编辑:王 沂)(校对:世 纪)

著名经济学家吴敬琏教授主编

《改革》

国内邮发代号 78—82 国外发行代号:4671BM

《改革》(双月刊)杂志是对我国经济体制改革中的理论、政策、实践进行研究、探索的综合性杂志,它以其理论的超前性和政策的操作性强而著称。《改革》杂志的特点是每期针对当前改革中的热点问题设置重头栏目,邀请持不同意见的专家各抒己见,以期形成强效应。《改革》杂志的主要栏目有:“建立现代企业制度”、“宏观经济体制改革”、“专家访谈”、“争鸣”和“比较与借鉴”等。此外,还开设了“热点问题观察”、“观潮台”、“从生活中来”、“文摘与书评”等信息量大、可读性强的栏目。

《改革》杂志于1988年1月创办。由重庆社会科学院、中国工业经济管理研修中心主办,著名经济学家、国务院发展研究中心研究员吴敬琏教授主编。几年来,由于《改革》杂志坚持市场方向的改革,在国内外享有很高声誉。《改革》杂志信奉:只有改革,才能振兴中国。它的办刊宗旨是:探索改革理论,传播改革信息,振奋改革精神,推动改革实践。为在中国建立社会主义市场经济做出贡献。《改革》杂志自创刊以来受到国内外学术界、企业界的高度重视,被誉为国内探讨改革问题的权威性刊物之一。它不仅适于从事体制改革的理论工作者、专职干部及各层次的企业家阅读,而且也适于广大机关、团体、企业事业单位的干部、职工、高等院校的师生及一切热心改革事业的有志之士阅读。

《改革》逢单月20日出版,大16开本128页,定价8.50元,全年51元。全国各地邮局均可订阅,当地订阅如有困难,可直接汇款办理订阅。

本刊社址:重庆市江北区桥北村270号 **邮编:**630020 **电话:**(023)67854445

驻京办事处地址:北京市石景山区八角北路甲22号 **邮编:**100043 **电话:**(010)68862860