

人民币汇率的长期稳定问题

陈 彪 如

提 要 保持人民币汇率的长期稳定,应当在有管理的浮动汇率制的框架下,改革人民币汇率的形成机制,实现均衡汇率,并建立一套比较规范的政府干预机制,加强宏观调控。为此,在人民币实际汇率的管理中我们不能单纯地只注重汇率的变动而不触及汇率动荡的根源;不能只注重双边平价而不维持货币的全面价值;不能只考虑汇率的稳定而不考虑进出口企业所面临的实际竞争条件。

关键词 人民币汇率 均衡汇率 购买力平价 有管理的浮动汇率制 实际汇率管理

东南亚金融危机发生后,我国政府一再声明人民币不会贬值。这是完全正确的。近几年来,我国经常项目和资本项目一直是“双顺差”,不存在国际收支压力,从经济和政治角度看,人民币都不应贬值。因此,本文不涉及人民币的短期走势,而只探讨人民币汇率的长期改革问题,从深化改革中,谋求人民币汇率的长期稳定。现在的问题是,从长远观点看,怎样深化改革,理顺关系。一种设想是改革汇率形成的机制,实现均衡汇率,并建立一套比较规范的政府干预机制,加强宏观调控,这是保持人民币汇率长期稳定所必不可少的客观条件。

一、确定均衡汇率

1973年布雷顿森林货币体系崩溃后,各国都从自身的利益出发,选择对实现本国经济目标最为有利的汇率政策。发达国家比较强调经济稳定和充分就业等因素,普遍采用浮动汇率制。发展中国家往往把重点放在经济发展和收入分配上,因而实行“钉住”政策,即“钉住”本国最密切的贸易伙伴国的货币。十多年来,一些发展中国家经历了严重的经济困境,这种困境的产生,一部分原因是由于政府维持一个不现实的汇率水平。一个特定的汇率是否合理,这就要考虑一国的生产、消费、贸易收支结构,以及关税、补贴、外汇限制、外汇储备和经济发展各方面的情况,理想的方法是把现实的生产经济和金融交易统一在一般均衡的框架中,来确定汇率和调节变量的最优轨迹,并把它们作为不同参数和目标的函数。然而这种方法很难运用,因为许多发展中国家缺乏系统的关键资料,没有规范的外汇市场。基于这种情况,我们只能多方位地求出局部均衡解,而不采用一个单一的无所不包的最优化模型。

来稿日期:1998年3月27日。

评估现行汇率水平是否适当，应该包括前瞻（forward looking）和回顾（backward looking）的方法。回顾方法旨在分析过去的汇率政策如何与其他经济政策以及变化中的外部环境一起发生作用，把经济推进到目前的格局。前瞻方法系估计各种指数的最近变动情况，运用这些资料来判断汇率政策和汇率水平的适当性。但是，如果没有对目前汇率水平的前瞻分析，就不能对这种汇率水平能否继续维持作出任何结论。在这里重要的是，现行汇率是否与中期的合理的国际收支与经济增长目标协调一致。在前瞻的分析方法上，需要考虑两种情况：（1）保持现行汇率的效应；（2）如果现行汇率不适当，那么汇率的一定比例的变动，影响如何。在这两种情况下，分析的步骤是一样的，都要根据贸易品的对外竞争力和外部不平衡的程度来断定。前瞻分析能够判断现行汇率的可支撑能力。

对发展中国家来说，前瞻和回顾方法都是评估汇率水平的适当性所必需的。在资料缺乏的情况下，确定合理的汇率水平比谋求最优的汇率水平要更加切合实际些。一般地说，实行出口导向的发展中国家，对外开放程度要高一些，对外贸易的依存程度要大一些，就要使汇率政策比较灵活，更具竞争性，从而提高本国商品的竞争能力。

什么水平的汇率是合理的？一般人认为，合理汇率是均衡汇率。但是均衡汇率是模糊不清、难以捉摸的。照我个人的看法，购买力平价可以说明一国汇率的长期趋势。

购买力平价说的基本观点是：人们之所以需要外国货币，是因为它在国外具有对一般商品的购买力；外国人之所以需要本国货币，也是因为它在国内具有购买力。因此，一国货币对外汇率，主要是由两国货币在其本国所具有的购买力决定的，两种货币购买力之比决定两国货币的交换比率。这一学说在外汇理论中占有重要的位置。一国货币的汇率应该与它具有的价值相等，这是绝对正确的。但要注意，购买力平价是两个内生变量之间的均衡关系。当我们认为价格和汇率是内生变量时，意思是说，它们同时为其他因素所决定。其他因素称为外生变量，外生变量可以独立变动。如果外生变量发生变化，价格和汇率都将发生变化。如果价格和汇率以不同的速度发生变动，那么，测量出来的购买力平价将会出现离差，于是市场供求关系所决定的汇率并不一定与购买力平价保持一致。在这种情形下，外汇市场的现实汇率可能发生对购买力平价的暂时偏离。随着时间的推移，汇率将会上升而与通货膨胀差异保持一致。如果汇率等于两国的价格指数之比，则绝对购买力平价成立。如果汇率的百分比变化等于两国的通货膨胀差异，则相对购买力平价成立。所以，一国货币“高估”或“低估”是个动态指标，它要受到很多变动因素的影响，如投资储蓄、资本流动、政治军事形势，甚至心理预期与投机活动等。西方国家的实证研究表明，这一学说从长期来看是可以成立的，汇率要受通货膨胀的制约，它必须真实地反映国内外购买力水平，货币的对外价值总归要决定于其对内价值。但在短期内并不适用，一国货币可能发生“高估”或“低估”情形。不过，高估或低估现象持续一定的时间，问题就显得严重起来，它将产生重大的宏观经济影响。

从实际情况来看，汇率的长期变动证实，浮动汇率制下的汇率是受各国不同的通货膨胀率支配的，如果两国间的基期汇率是均衡的，那么两国之间通货膨胀率的差异，将会决定两国货币比价的变化。这说明，汇率的实质是两国货币各自所含的综合购买力的交换比价。所以，制定汇率政策决不能忽视通货膨胀率与汇价的关系。我们从上面的分析可以得出一个重要的结论，即汇率的调整幅度要与国内物价水平的变化相适应，汇率调整的时机要与国内国际经济变动趋势相适应。

1994年我国外汇体制改革以来，人民币实行有管理的浮动汇率制度，对汇率开始实行

管理浮动，向灵活方向发展，这是经济发展的长期利益所决定的。实行比较灵活的汇率，可使一个国家获得执行相对独立货币政策的能力，而长期采用钉住汇率则意味着这个国家长期依附别国的货币政策和货币标准，而不是采用适合本国具体经济情况的独立的货币政策。而且，中国是一个大国，不能象一些小国那样只对美元作出钉住安排。另一方面，人民币不是国际性的货币，也不能象西方主要货币那样在国际间实行独立浮动。因此，采用管理浮动制，是最佳选择。

在这里我们需要注意管理的机制。中国现行的管理浮动制与西方国家不同。西方国家的管理浮动是由中央银行或金融当局通过官方买卖外汇或货币互换协议干预外汇市场，有时由许多家中央银行联合干预，来谋求国际金融货币的稳定。现在中国管理浮动的机制却不一样。在我国现行结售汇制下，企业不能直接或间接进入外汇市场交易，而由国家银行发挥双方报价的造市作用，通过银行结汇制和售汇制，引导外汇资金的流向，促进市场汇率的形成。由于国家银行在汇率形成中发挥主导作用，所以金融当局对外汇市场的管理得到加强，因而人民币有较强的稳定性。但要保持浮动汇率的稳定性，还需要一个良好的宏观经济环境。如果通货膨胀不能抑制，汇率是不会稳定的，终将导致货币贬值。因此，新的外汇体制还需要进一步改善。

从四年来实际运行情况来看，由于央行的操作，人民币保持高度的稳定，波动区间十分狭窄，这有利于保证一个稳定的宏观经济环境。但从长期讲，仍需认真研究。因为：(1) 维持这种汇率钉住长期不动的成本正在增长，它不能适应国际金融形势的急剧变化；(2) 金融机构和企业缺乏外汇风险观念，为规避风险而设立的金融产品（如外汇远期交易）难以开展，从而影响了外汇市场的深化；(3) 亚洲国家货币贬值导致人民币相对高估，将对我国宏观经济稳定埋下金融隐患，所以从亚洲金融形势来看，也应该在金融风波平息后放弃长期钉住美元的做法，进一步完善人民币汇率的形成机制，逐渐实现汇率市场化。现在宏观经济环境比较好，外汇资源储备充足，经济回旋余地比较大，从长远看，在国际金融形势稳定后，要把握时机，改革金融市场体系，趋向以市场机制为主体的弹性汇率安排。

在以市场供求为基础的管理浮动制下，汇率有时上浮，有时下浮，这是不可避免的。汇率水平的高低将直接影响外汇需求，以及宏观经济其他一些变量的变动。例如汇率下浮可以扩大出口、压制外汇需求，但同时也会助长通货膨胀，影响经济结构。这就需要通过宏观调控，寻求一个适当的目标汇率，也就是说，在不断的波动中寻找均衡点。在短期内，它能真实反映目前市场对外汇的供求，在长期内，它应当稳定在购买力平价所确定的水平上。而我国在很长一段时间内在较高通胀率的条件下，汇率却一直攀升，与汇率变动的长期趋势背道而驰，从而产生汇率操作的两难困境。要摆脱困境，需要审时度势，在必要时使汇率稳定地小幅度下浮，逐步达到均衡汇率水平。假定国外价格不变，一旦确定了名义汇率，全国价格水平便会调整到与适销能力、生产技术和投入的资源相一致的实际汇率，而国内货币量也会调整到在所选择的平价基础上达到支付平衡所需要的水平。总之，一国汇率长期背离均衡汇率是很危险的，它不仅在经济中造成一些扭曲情形，难以合理调整，而在需要贬值时处理不好，就会引起更剧烈的贬值和金融动荡。这是泰国金融危机给我们的一个重要启迪。

二、实行实际汇率管理

根据上面的分析，我们怎样考虑汇率形成的机制，来达到经济稳定发展的目标呢？我认

为，主要有三点：

(一) 我们不能单纯地只注重汇率的变动而不触及汇率动荡的根源。造成汇率动荡的原因不外两方面：一是短期投机资本和其他一些不合理的市场行为；二是内部基本因素的变动，如劳动生产率、产业结构、比较利益和贸易条件等。因此，在短期内，让汇率随着基本因素的变动而浮动，用货币政策、市场干预和征收外汇税等手段来缓和短期游资对汇率的冲击，限制汇率的波动。在干预外汇市场时，金融当局必须在货币供应量的调整上采取配套措施，因为汇率变动直接影响对外贸易与外汇收支，但从整体上讲，会影响到货币供求的平衡关系，而货币供求必须与社会总供给和总需求状况相适应。在干预市场时，还要避免“汇率调整过头”(exchange rate overshooting)。汇率调整过头是指货币扩张时，短期内汇率上升的幅度超出了长期均衡所要求的程度，或在货币紧缩时，汇率的下降幅度大于长期均衡所要求的变量。所以汇率调整过头的含义就是汇率的变动率大于总体价格的变化水平。这是对汇率波动异常的一部分解释，它是一种短期行为，但会影响整个经济体系的长期稳定。要使这种短期行为合理化，就必须健全市场机制，使调整行为规范化，以便保持基本经济情况(经济增长、物价水平和国际收支状况)所决定的均衡汇率。

(二) 我们不能只注重双边平价，而不维持货币的全面价值。在多边汇率调整的管理浮动时期，很少国家计算单独的双边平价，因为一种货币的对外汇价应该是有机联系的一组数值，而不是一两个比价。双边平价有片面性，所以金融当局不必太关注双边平价关系，而应尽力维持货币的全面价值，即在各种货币和商品价格相互影响的场合，维持实际有效汇率，从而维持一个相对稳定的人民币汇率。

(三) 我们不能只考虑汇率的稳定，而不考虑进出口企业所面临的实际竞争条件。一国外部竞争能力是由实际有效汇率指数的变化表示的。实际有效汇率^①反映一国现行汇率对其进出口的影响，而不仅仅是指一国汇率的适当水平。由于实际有效汇率考虑了主要进出口的国家或地区构成，因而它能够比较确切地表示各国的综合进出口价格竞争能力，测度进出口企业所面临的实际竞争条件。分析实际有效汇率与进出口之间的关系可以发现两点：(1) 在实际有效汇率同出口数量之间存在着一种逆相关关系，而且是相当密切的，因而也可称为出口竞争力指数，作为分析一国的出口情况；(2) 实际有效汇率与进口之间存在着正相关关系，但伴随着一定的时滞，它对价格弹性相对高的进口商品的作用尤为显著。从以上两点可以看到，实际有效汇率能够帮助我们比较确切地了解 and 掌握一国进出口的综合价格竞争能力，认识一国进出口产业所面临的实际竞争条件，以便正确处理贸易发展战略。一般讲来，可贸易品部门的扩张会导致国民经济的高速发展，因为一国经济与世界有机地融为一体，可以获得规模经济效应。因此，汇率政策要更灵活，更具竞争性，以便提高本国商品的国际竞争能力。

(作者系远东国际金融学院名誉院长，本校国际商学院教授、博导；责任编辑 施有文)

^①实际有效汇率也叫做实际有效汇率指数，以基期为100，当实际有效汇率指数大于100时，表明该国货币定值过高，对出口竞争不利，指数低于100时，对出口有利，但进口难以增加。