

钉住汇率与弹性汇率

陈 彪 如

一、钉住政策的利弊

1976年后,国际货币基金组织准许各会员国“根据本国的需要对汇率作出适当的安排”,一国采用什么汇率制度,完全由本国决定,各国根据其特点进行选择。基金组织把各国的汇率安排分为两大类,即钉住汇率制与弹性汇率制。从1985年起,我国人民币是采取钉住于一篮子可兑换货币,并按照该货币篮价值的变动进行调整的汇率安排。我国采取钉住政策,主要是因为:(1)出口商品的供求弹性不大,汇率变动,难以调节国际收支;(2)经济实力不强,国际储备不多,缺少应付弹性汇率的能力;(3)外汇市场不发达,不能由外汇供求关系来调节汇率;(4)国内物价结构与世界市场脱节,因而难以通过国内外价格对比来确定两国货币的交换比例;(5)汇率变动频繁,会增加进出口贸易的风险。实行钉住制度的好处是操作简单,并能抵御或减少国际汇率波动对本国货币的影响,保持人民币汇率的相对稳定。但是这种汇率安排也有下述缺点:(1)钉住政策比较刻板,不能灵活运用,因而难以应付对外经济关系的巨大变化;(2)企业无须考虑汇率变化,因而国际竞争观念薄弱,应变能力亦差,不能应付日益激烈的竞争局面;(3)在世界经济发生急剧变化的情况下,人民币名义汇率不能反映市场的现实,从而加剧了国内外物价的脱节现象,不利于对外经济贸易的发展;(4)钉住汇率意味着一国在对外经济活动中对钉住国家的依附性和丧失货币政策的自主性,不能加强人民币在世界货币中的地位。因此,硬性规定的汇价弊多而利少,在深化改革中,人民币汇率必须改革,以应付对外开放和对内搞活经济的需要。

现在国际汇率的基本趋势是使汇率具有较大的灵活性,据基金组织的统计,从1982年底到1986年底,实行钉住单一货币的国家从58个减少到50个。近年来,一些新兴工业化国家如巴西、墨西哥、西班牙、南朝鲜等也在一定程度上转向弹性汇率制。弹性汇率的好处是:(1)它更能反映一国的基本经济情况,如经济增长率、通货膨胀率、劳动生产率、国际收支状况等;(2)它可以灵活运用,对付世界经济形势的重大变化;(3)国家通过外汇市场机制可以实现对汇率的调节和管理,从而贯彻国家对内和对外经济政策的目标和在一定时期内的经济发展战略;(4)它可以逐渐消除国内价格与世界市场价格的脱节现象,促使外贸企业改善经营管理,进行成本与经济效益的国际比较,加强竞争观念和应变能力,提高企业活力;(5)汇价浮动,可以使金融当局获得一定的自由度,利用汇率杠杆来调节外汇的供求,改善外汇在全国范围内的调度和配置。在我国当前的条件下,为了实现合理的经济增长和可以维持的国际收支地位,人民币汇率应从原来的钉住制过渡到某种比较稳定的弹性安排。这种做法比较灵活、主动,既可坚持对汇率的宏观控制,又让外汇市场发挥一定的作用,从而建立一个计划经济与市场调节相结合的运行体系。

二、弹性汇率的必要条件

在西方学术界，一般认为，关于汇率制度的选择，主要考虑以下几个因素：（1）经济规模；（2）进出口贸易的商品结构和地理分布；（3）同国际金融市场的联系程度；（4）通货膨胀率的差异；（5）开放程度。如果一国经济规模较小，进出口集中在少数几种商品上，同国际金融市场的联系不很密切，资本流入流出数量不多，国内通货膨胀率同主要工业国家相差悬殊，一般倾向于实行固定汇率制或钉住汇率制，在相反的情形下，就倾向于实行弹性汇率制。现在我们着重说明两方面的情况。

（一）开放程度。一国经济的开放程度由贸易品部门在国民经济中所占的比重或进口在国民总产值中所占的比例来表示。如一国实行开放经济，并允许本国货币对大的贸易伙伴国家的货币实行浮动，则汇率的频繁波动会引起进出口物价的变动，直接影响国内生产总值和实际收入，并鼓励商人用外国货币代替本国货币。因为，在高度开放的经济中，汇率的多变会引起贸易商品本币价格的波动，而国内货币政策只能影响非贸易商品价格，于是整个物价水平和两种商品的相对价格都将发生巨大的变动。这种变动不仅使持有本币资产的收益率和持有外币资产的收益率更不确定，而且使外币充当国内交易的价值尺度时成为有利的计值货币。因此，一国经济越开放，越不宜采用弹性汇率制度。

（二）同国际金融市场的联系程度。采用弹性汇率，就是允许市场调节汇率。因此，弹性汇率制的可行性的条件之一是，一国必须具有同国际市场一体化的发达的金融市场。这一市场的机制决定采取弹性汇率制后，外汇市场的稳定性取决于国内外金融市场的稳定程度。如果一国具有同国际市场密切联系的金融市场，短期汇率就由这些市场的均衡条件决定，即外汇市场的稳定取决于金融市场的总体稳定。一般地说，在私人资产结构中，本国资产与外国资产之间的替代性可以提供足够的稳定条件。因为这些市场的效率和深化程度允许投资者进行迅速的资产调整和金融资产的套汇、套利活动。所以具有同国际市场一体化的金融市场，可以在短期内保持弹性汇率的相对稳定，而不致发生巨大的波动。

许多西方经济学家反对发展中国家实行弹性汇率制的一个重要理由是，发展中国家国内金融市场很不发达，并且与世界市场缺乏有机的联系。例如，B. 布郎森(Branson)和K. 帕佩夫斯特拉森(Papaefstration)（下面简称B-K）把具有与国际市场结合为一体的资本市场作为实行浮动汇率的必要条件。在B-K模型中，实际上有二个必要条件。第一，有一定深度的国内金融市场。第二，对于资产持有者来讲，国内和国外资产是可以替代的。就与国际市场一体化的国家来说，在短期内它们的汇率将会是稳定的。但一般发展中国家的金融市场并不具有这样的广度和深度。其特点是：（1）国内证券市场狭小，本国证券与外国证券之间的替代性低；（2）由于证券替代性低和政治经济不确定性高，投机活动具有不稳定性；（3）没有远期外汇市场；（4）国内证券的利率被钉在不切实际的水平上，从而导致市场的分割和利率结构的多重性；（5）政府控制外汇、实行外汇交易的国家垄断，经常存在多种汇率；（6）金融市场很不发达，金融中介的主要机构是银行系统，但银行系统提供的金融工具范围很小，其规模与结构同发达国家的金融系统相比，是极其有限的。在这种情形下，让汇率由市场力量决定，是不现实的。这种观点实际上是汇率决策的资产市场论的应用，它认为短期内汇率水平决定于国内和国外金融市场的相对需求和供给。资产市场论强调资产帐户的重要性，资产帐户是资产持有者调节其资产结构的结果，而这种调节则是影响愿意持有国内和国外货

币水平的因素的反应。如果一国资产市场与国际市场缺乏有机的联系,那么该国的汇率就由经常帐户流量来决定,即由对商品需求和结构派生出来的外汇需求和供给来决定。于是外汇市场的短期稳定性取决于各种贸易弹性是否满足马歇尔-勒纳条件。从理论上讲,具有一定市场垄断力量的国家近期内是不大可能满足这些条件的。而且,经常帐户对价格变化有一个“时滞”,在汇率调整的一定时期内,货币贬值国的贸易条件可能恶化,抵销汇率变动对贸易量的近期影响,这就是说,J-曲线效应是比较明显的。因此,发展中国家采用弹性汇率制后,外汇市场的供求由其经常帐户决定,短期汇率很可能是不稳定的。

B-K关于弹性汇率可行性的看法有二个缺点:第一,作出国际市场价格接受者的发展中国家,它们的进口和出口是能够满足马歇尔——勒纳条件的,即使不存在统一的资产市场,这些国家也可以浮动它们的汇率。第二,B-K模型有一个暗含的假设,即可以明确地区别两类国家,一类国家的国内金融市场与国际市场联为一体,另一类国家的国内金融市场则与国际市场相隔绝,然后把金融一体化的程度作为汇率选择的决定性因素。如果认为绝大多数国家属于后一类,那就很明显,按照这种原则,汇率政策问题就不是一个简单的钉住与弹性二分法,而是钉住什么货币以及如何调整钉住的问题。事实上,没有那种汇率制度是放之四海而皆准的。一般认为,汇率的选择是一个错综复杂的问题,它不能用一、二个因素来决定,而要根据商品、劳务和金融资产的国际交易以及国际和国内经济情况进行充分的论证。因此,具体的选择取决于一国的特点和经济发展的要求。外汇市场的不发达以及金融市场同国际市场的分割本身能否构成反对弹性汇率的理由,不仅取决于这些市场目前的水平,还取决于这些市场发展为更广阔、更发达并与国际市场密切联系的市场的的前景。

近年来,一些发展中国家,特别是一些拉美国家和亚洲国家,对经常项目支付的管制已经大大减少。它们进行了金融改革,放松了对经常项目交易的数量控制和外汇支付的限制,给金融中介机构以更大的自由从事银行间外汇交易,以及持有外汇资产并与国外银行商谈贷款,等等,以便提高支付结算的效率。如果放松金融机构从事外汇交易的管制并拓宽国内外金融联系的范围,那么,经常项目交易很可能有比较充分的自由。当金融中介机制和活动的发展有了一定的深度,金融当局在支付结算过程中不再充当关键的中介角色,那么,一个竞争的和统一的金融市场就会逐渐形成,弹性汇率就可能成为一种可行的汇率制度。

一些发展中国家发现,如果政府对国际贸易和外汇交易实行严格管制的话,企业和居民就会从事非法交易或建立外汇黑市。在外汇黑市上,汇率是浮动的。这表明,某种形式的官方弹性汇率是可行的,即使这种弹性汇率只适用于某些特定的交易,像双重外汇市场中的情形那样。通过弹性汇率就可以使官方金融系统以外的外汇资源公开化并为统一外汇市场铺平道路。

在我国当前的条件下,经济改革是稳定中求发展。由于实际情况相当复杂,市场机制与计划机制尚未适当结合,只能逐步改进,使人民币汇率制度不断完善起来。所以,对汇率采取适应性调整战略是十分必要的。从我国实行有计划的商品经济这一基本点出发,在集中管理的前提下,突破现有模式,果断而有步骤地将人民币改为弹性汇率制,利用市场机制,实现计划控制与市场调节的有机结合,这应是人民币汇率改革的基本方针。

祝贺本刊创刊十周年

今年8月,是本刊创刊十周年。上海市委书记、市长朱镕基同志特为本刊写了祝贺词,并通过本刊向全市金融工作者致以亲切的问候,希望上海金融业在振兴上海、开发浦东的伟大事业中,作出更大的贡献。

上海市金融学会名誉会长、交通银行董事长李祥瑞同志,上海市金融学会会长、中国人民银行上海市分行行长龚造成同志也分别写了祝辞,对本刊勉励有加,并提出了殷切的期望。

本刊老编辑洪太同志(笔名)撰文漫谈十年笔耕的体会,也是借创刊十年之际,与作者、读者的一种思想交流吧。

当前市场疲软的两重性及其原因分析

作者认为,当前市场疲软具有两重性,既有总量上的求大于供,也有结构上的需求不足;既有治理整顿的必然性,也有经济深层结构的矛盾;既有经济发展中正常的一面,也有不可掉以轻心的隐患;既有疲软的暂时性,也有可能的持续性。从性质上看,不是消费者手中无钱,购买无力的疲软,而是现实需求的暂时不足和有效供给存在着结构性矛盾的疲软。

学会文献

今年6月,上海市金融学会召开第四届会员大会,庆祝学会成立十周年暨举行1990年年会。本期发表了这次大会的主要文献,包括学会第三届理事会的会务工作报告(摘要)和这次大会的闭幕词。

名誉会长黄朝治同志为庆祝学会成立十周年撰写了《回顾学会成立初期的几件事》的纪念文章,表达了学会创始人之一对学会的拳拳之心。



本期要目

钉住汇率意味着一国在对外经济活动中对钉住国家的依附性和丧失货币政策的自主性,弊多利少,我国自1985年起采取钉住于一篮子可兑换货币,并按照该货币篮价值的变动进行调整的汇率安排,不利于加强人民币在世界货币中的地位。在深化改革中,人民币汇率应从原来的钉住制过渡到某种比较稳定的弹性安排。

钉住汇率与弹性汇率

黄金饰品市场管理亟待加强

文章归纳了黄金饰品市场混乱的种种表现,主要是:进货渠道混乱,饰品来路不正;一些未经批准的单位,竞相生产、经营黄金饰品;金饰品门市加工数量大、问题多;少数单位不顾禁令高价购进白银,加工银饰品销售。文章进一步分析了大量非正常金饰品的来源渠道,并提出了加强管理的四项措施。