

人民币汇率制度改革：回归有管理的浮动

李 扬 余维彬

(中国社会科学院金融研究所 100732)

内容提要：在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。本文认为：机制改革优先，并且在改革过程中始终重视汇率稳定，应当是人民币汇率制度改革的基本战略。回归有管理的浮动汇率制度，是实施这一战略的适当选择。在回归有管理的浮动汇率制的过程中，货币错配构成我们的主要风险。为了有效管理这一风险，中国应保持较高水平的外汇储备，在稳步推行资本项目放松管制过程中加强针对货币错配问题的审慎性监管，实施稳健的宏观经济政策，促进资本市场发展。

关键词：人民币汇率 有管理的浮动

一、导 言

1997年亚洲金融危机以来，人民币汇率两度成为世界关注的焦点。

一次是在1998—2000年，正是亚洲金融危机肆虐之时。当时，全世界几乎异口同声地宣称：人民币应当贬值，否则中国经济将面临灭顶之灾。然而，中国政府经过多方面权衡，做出了人民币不贬值的决定；而且，为了表明诚意，中国政府还收窄了人民币对美元的浮动区间，这使得人民币汇率事实上盯住了美元。从后来的发展看，中国政府的决定是完全正确的：其一，它使中国的经济和金融体系免受亚洲金融危机的直接冲击，有效阻止了危机的蔓延；其二，在相对稳定的金融环境下，中国经济成功地克服了通货紧缩的冲击，国民经济保持了稳定、持续、快速发展；其三，人民币的稳定，对亚洲地区金融体系的稳定以及亚洲地区经济的恢复，发挥了十分积极的作用；其四，中国的国际地位因此大大提高。此外，中国在世纪之交的这次大规模汇率政策的“演练”也产生了非常有价值的思想产品，它提醒中国的研究者：那些一向令人敬畏的汇率理论，特别是它们所预言的看似逻辑严密的各种结果，其合理性和适用性，并非是不可怀疑的。

2002年以来，人民币汇率再度成为世界关注的焦点。不过，这一次我们面对的是与几年前相反的压力。2002年，日本等少数国家就开始在国际社会上散布“中国输出通货紧缩”论。2003年，这种论调进一步升格为要求人民币升值的呼声。以美国为首的其他发达国家的态度起初略有差别：他们并不直接责难人民币的汇率水平，而是诟病人民币汇率的形成机制。具有代表性的说法是：人民币汇率如果继续盯住美元，可能会破坏中国国内货币体系的功能，并在中国引发通货膨胀。到了2005年前后，上述分散的压力逐步演变成为发达国家的国际合唱：日本、美国、欧盟等主要发达国家，或基于国内经济的需要，或迫于国内政治的压力，要求中国改变汇率制度，或径直要求人民币升值。一时间，山雨欲来风满楼。

面对此起彼伏的国际压力和国内外媒体不厌其烦的炒作，中国政府做出了明确且理性的回应。

2003年10月19日，中国国家主席胡锦涛在亚太经合组织工商领导人峰会的演讲中，首次系统表述了中国政府对于人民币汇率制度的基本态度。他指出：中国实行以市场供求为基础的、单一

格林斯潘：2003年7月16日在美国国会的证词。

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,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定,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要求。同时,在深化金融改革过程中,中国将进一步探索和完善人民币汇率形成机制。

此后,在不同的场合,中国政府和货币当局负责人都反复阐述了相同的观点,并逐步理清了人民币汇率改革的目标、条件和步调。例如,2004年12月8日,国务院总理温家宝出席第七次中欧领导人会晤时就明确指出:人民币汇率的市场化改革是我们的既定方针,但是,实行人民币汇率弹性机制必须考虑以下几个因素:一是中国宏观经济稳定,市场经济体系完善,金融体系健全;二是要有科学的方案,以保证中国经济健康持续发展;三是要考虑对周边国家的影响,中国要对周边国家负责,要对世界负责。

2005年6月26日,针对美国国会和财政部要求人民币汇率必须在6个月内升值的说法,温家宝总理在天津召开的亚欧财长会上再次做出明确回应。除了重申人民币汇率改革是中国内政,并强调这项改革必须具备一定条件之外,进一步指出了人民币汇率改革必须坚持主动性、可控性和渐进性的整体策略。他指出:“主动性,就是根据中国自身改革和发展的需要,决定汇率改革的方式、内容和时机。汇率改革要充分考虑对宏观经济稳定、经济增长和就业的影响,考虑金融体系状况和金融监管水平,考虑企业承受能力和对外贸易等因素,还要考虑对周边国家、地区以及世界经济和金融的影响。可控性,就是人民币汇率的变化要在宏观管理上能够控制得住,既要推进改革,又不能失去控制,避免出现金融市场动荡和经济大的波动。渐进性,就是有步骤地推进改革,不仅要考虑当前的需要,而且要考虑长远的发展,不能急于求成。”应当说,至此,关于人民币汇率制度改革的各方面问题,包括其目标、条件、方式和步骤,中国政府已经给出了相当明确的答复。

但是应当清醒地看到:尽管国际社会的喧嚣和国内朝野的争论因中国政府毫不含糊的表态而暂告平息,加诸人民币汇率制度改革的压力却丝毫没有减轻。对于一个正在逐步融入全球经济和金融体系的发展中国家来说,中国如何在短期内应对升值的压力,在中长期内选择一个长治久安的汇率制度,仍然需要我们认真给出回答。人民币汇率调整的必要性、调整汇率水平和改变汇率机制的优先次序、在一个不短的时期中保持人民币汇率的稳定,以及建立与弹性汇率制度相适应的一整套体制、机制和技术条件等等,都需要更深入的研究。

二、人民币汇率是否需要调整

尽管人民币汇率问题的讨论近几年总是成为国内媒体的头条新闻,但事实上国内经济学界关于人民币汇率的观点,并不存在重大的分歧。我们这里主要指的是:对于人民币汇率是否应当调整这样一个最根本的问题,除了有人发表过近乎调侃的不同意见之外,国内几乎没有不同的声音。

不同的意见倒是来自那些国外大牌经济学家。

诺贝尔经济学奖获得者蒙代尔教授就是这样一位坚决反对人民币汇率进行任何调整的经济学家。这位被称为“欧元之父”的经济学家近几年不断对我国进行访问,而且每次都直言不讳地声称人民币汇率不应当调整。例如,今年5月底在北京召开的“中国经济高峰会”上,他就归纳了人民币汇率调整可能产生的18项恶果,主要包括:延缓人民币可自由兑换进程;导致外国直接投资下降;导致经济增长率下降;恶化就业形势;恶化国有商业银行的不良贷款问题;导致通货紧缩压力;造成货币政策不稳定;导致国有企业大面积亏损;削弱人民币在东亚的影响力;加重中国邻国的债务负担,并进而影响周边经济稳定;让大量市场投机者获利并加重投机;破坏中国对WTO的承诺,影响

WTO 的信誉,等等。

另一位著名金融大师麦金农(2005)也持有类似的看法。不过,他不像蒙代尔教授那样简单地归纳,而是构建了一套比较系统的理论框架,并在用之分析东亚国家面临的普遍问题的过程中阐述了对人民币汇率问题的看法。麦金农分析框架的基石是“浮动恐惧”、“原罪”和“高储蓄两难”等三个概念。作为长期研究发展中国家金融问题的资深国际专家,麦金农敏锐地注意到:尽管东亚国家在1997年金融危机之后普遍公开宣称放弃了盯住美元的固定汇率制,但几年来的汇率实践显示,这些国家事实上实行的是对美元保持高度稳定的“软盯住”汇率制度。所以如此,是因为这些国家普遍存在“浮动恐惧”症。

在上个世纪90年代中期之前,对于东亚的债务国来说,产生浮动恐惧症的根源可以用“原罪”来概括:这些国家为了发展本国经济,普遍借入了大量美元负债,而美元负债的积累将使一国资产负债表的贷方风险增加。因此,本币的贬值将加重负债企业和金融机构的债务负担,从而对整个金融体系产生巨大冲击,进而加剧一国宏观经济的不稳定。

亚洲金融危机之后,整个情况发生了相反的变化:东亚大多数国家的经常项目已经转为盈余,并且因而成了资本输出国。在资本输出不能用本币来承载的条件下,东亚国家又陷入了“高储蓄两难”的困境。由于其国际资产的绝大部分只能用美元定值,东亚各国资产负债表中的借方风险将随美元资产的积累而增加。因此,本币的升值将减少一国的资产价值,从而同样对整个金融体系产生巨大冲击,进而加剧一国宏观经济的不稳定。不言而喻,“高储蓄两难”与“原罪”是互为映射的。

关键在于:由所有东亚国家单边选择盯住或“软”盯住美元安排而合成的宏观经济结果,是扩大了“美元锚”的有效区域。在20世纪90年代和更早的时期,东亚经济体是为了抵御通货膨胀的威胁而需要美元锚的(日本的情况是个例外,它陷入螺旋式通货紧缩已长达10年);在21世纪,这些国家则是为了抵御通货紧缩的威胁而需要美元锚。对于东亚各国来说,这种美元锚至关重要。对于每一个国家来说,保持盯住美元有助于其国内价格稳定;对于整个东亚地区来说,选择盯住美元政策还能帮助与其有紧密贸易联系的邻国来稳定它们的国内价格。因此,在麦金农看来,东亚国家选择对美元保持稳定的汇率政策,实际上在该地区内形成了一种良性循环!

麦金农于是总结道:东亚各国群体性盯住美元的制度已经成为该地区的一种公共产品。在这个地区中,只要各经济体在本币升值的压力下保持坚定立场,整个东亚地区的经济稳定便可得到维持。相反,如果地区内主要国家失去控制并允许其本币升值,其他东亚国家的美元资产私人持有者将因此变得更为恐慌,这将导致东亚货币陷入传染性货币升值危机。就是在这个意义上,麦金农对中国维持盯住美元汇率制度的坚定态度褒奖有加,并合乎逻辑地继续支持人民币汇率的稳定。

作为经济学家,蒙代尔和麦金农等人的分析基本属于纯经济学的范畴,而汇率问题却从来就不是,或许主要就不是一个纯经济问题。这决定了他们的观点不宜直接成为我们的汇率政策。但是,在权衡了各方面因素并做出了改革人民币汇率制度的决定之后,我们应当认真研究这些经济学大师们的缜密分析及其政策结论的精髓。在我们看来,中国或许需要尽快改变“盯住”美元的现行汇率制度,但是,在改革的长期过程中始终保持汇率水平的稳定性,防止汇率的波动对国内经济运行和周边经济体产生不利冲击,肯定应当成为中国汇率制度改革的主要基石——这正是两位大师力主中国人民币汇率不调整的合理内核所在。

三、变动汇率水平和改变汇率形成机制:优先次序的选择

既然建立更具弹性的汇率制度已经成为我们的既定目标,立刻需要回答的一个问题就是:人民

参见蒙代尔于2005年5月25日在“中国经济高峰会”上的演讲。

币汇率制度改革的起点,究竟始于人民币汇率水平的变动,继之以汇率形成机制的调整;还是始于汇率形成机制的调整,而将汇率水平的变动置于相对次要的地位?对这一问题的不同回答,形成了国内关于汇率争论的主要差异。

很多研究者主张:启动人民币汇率制度的改革,应当首先调整业已低估了的人民币汇率水平。基于这一认识,一些学者从均衡汇率的角度尝试建立判别合理人民币汇率水平的可操作性标准。从方法上看,这类研究的理论框架主要有购买力平价(包括利率平价)、局部均衡和一般均衡三种。基于上述思路的多数实证研究表明,人民币实际汇率水平已长期低于均衡汇率水平,因而人民币应当升值。

然而,尽管均衡汇率的实证研究在形式上较为规范,但其方法论却存在着严重的缺陷。首先,对均衡汇率的研究必须基于某种汇率理论之上,而名目繁多的汇率理论会使各自计算出来的均衡汇率水平产生巨大的差异;其次,在建模过程中,指标的遴选、权重的设定和参数的选择都有很多主观成份,对上述因素的取舍不同,也影响计算的结论;其三,在汇率形成机制没有发生变化的前提下通过计算机计算出某种“均衡”水平并据以指导人民币汇率水平的调整,其本身在实践中毫无可行性。且基于不同模型之上的计算结果的差异之大,令人无所适从。直接变动人民币的平价,仍然属于从一种管制汇率转变为另外一种管制汇率的行政机制,这与建立弹性汇率机制的目标是相悖的。经过两年来的讨论,对于直接变动汇率水平这种方略的缺陷,国内已经取得广泛的共识。两个月前,中国人民银行副行长吴晓灵就指出:“在理论上,谁也不能计算出一个准确的均衡汇率。”这一表述,事实上已经基本否定了从调整汇率水平来展开汇率制度改革的可能。

对于人民币汇率水平调整的必要性,经常被论及并作为主要根据的是中国经常项目长期存在顺差的事实。这里的逻辑是:中国的经常项目长期存在顺差,而人民币长期盯住美元,并在近几年随美元汇率持续下泻而事实上持续对其他货币贬值,肯定是造成顺差的原因之一。因此,人民币汇率应当尽快摆脱对美元的盯住状态。应当说,这种分析是有一定道理的,但是,将之应用于复杂的中国经济的运行现实,必须注意其适用性。近几年来,中国的对外贸易确实一直保持着顺差,但是,中国对外贸易的结构性不平衡矛盾也同样十分突出。根据中国海关统计,2003年,一方面,中国对美国和欧盟的贸易顺差分别达到586亿美元和191亿美元;另一方面,中国对东盟、日本、韩国、台湾省的贸易逆差也分别达到164亿美元、147亿美元、230亿美元和404亿美元。2004年,上述格局依然保持。这一年,中国对美国、欧盟和香港特别行政区的贸易顺差分别达到800亿美元、370亿美元和890亿美元,呈扩大之势;同时,中国对日本、东盟、韩国、台湾省的贸易逆差分别达到209亿美元、200亿美元、344亿美元和512亿美元,同样也较上年有较大增加。简言之,尽管中国的对外贸易近年来总体保持着顺差,但在总体上大体平衡之下的巨额逆差和巨额顺差同时存在,却是不能忽视的——这种状况与“广场协议”前后日本对全世界所有国家均存在贸易顺差的情况完全不同。显然,这种高度复杂的贸易格局,是不可能通过简单的升值应付的。

主张人民币必须升值的另一个重要理由,就是认定长期的汇率扭曲可能恶化国内的资源配置。这一观点也有商榷的余地。在我们看来,汇率政策对一国经济运行的作用究竟如何,仍然是一个需要论证的问题。在布雷顿森林体系的固定汇率体制下,汇率水平的调整实质上是一种宏观调控工具,它服务于一国宏观经济目标——内部均衡与外部均衡。在封闭经济中,内部均衡系指经济增长、充分就业和价格稳定。由于经济增长是一个长期目标,因此,从短期看,内部均衡的含义主要指的是国民经济处于无通货膨胀的充分就业状况。在开放经济中,一国经济与国际社会日益紧密的

三年来,各种在技术上堪称顶尖的模型告知我们的人民币均衡汇率水平至少有5个以上。

见中国人民银行网站:www.pbc.gov.cn.

经济联系,将外部均衡问题突出出来。在布雷顿森林体系下,各国对资金流动采取了严格的限制,持续的经常项目逆差是很难通过汇率调整或者国际资本的流动得到弥补的。为了维持固定汇率体系,外部均衡因而就被定义为经常项目收支的平衡;而人为地维持经常项目的平衡,在多数情况下可能损及国内经济。换言之,在布雷顿森林体系下,对外平衡的维持是以国内经济常常不能达到潜在生产能力或产生通货膨胀为代价的。布雷顿森林体系崩溃后,汇率可以自由浮动,同时,国际资本流动也日趋活跃。在新的条件下,外部均衡的定义便失去了原有的基础和标准。目前,理论界对最优经常项目水平的共识是:简单要求经常项目达到平衡是不必要的,一国应该按照经济的不同特点和不同发展阶段来确定经常项目的最优余额。从这个认识出发,现在对外部均衡的理解应该是:如果把外部均衡的定义还限定在经常项目收支范畴的话,那么外部均衡已经失去了在布雷顿森林体系下与内部均衡平等的地位,它已经逐渐变成实现内部均衡的一个附属性的“子目标”;一国对经常项目余额(外部均衡)的要求应当以促进宏观经济达到内部均衡为目标。换言之,在多数国家实行浮动汇率制的开放经济条件下,判断汇率水平是否合适的主要标准应该是国内经济状况,关键是看国内经济在这种汇率水平下运行的健康状况以及经济发展的可持续性。

对于中国来说,情况可能要更复杂一些。因为中国的经济市场化程度远未达到可以让诸如汇率、利率等“价格”手段充分发挥作用的境地。一项对中国实际有效汇率的研究显示:1994年以来,汇率水平的变动与我国国民经济的运行基本上不存在相关关系。这意味着,保持人民币汇率的现有水平,抑或是调整这一水平,对中国经济的运行均不会产生可以识别的明显影响。所以如此,是因为国内的市场经济体制尚处于改革和建设过程之中,在很多领域中依然存在较大扭曲、甚至行政性机制还在发挥重要作用的条件下,汇率机制是不可能充分发挥作用的。相反,在这种条件下贸然变动人民币汇率,最大的可能是给国内的改革和发展带来不必要的不确定性冲击。

以上所述,构成我们主张机制改革优先的理论和实践基础。为了让汇率能够对我国经济的运行发挥积极、可控的作用,为了让货币当局能够始终保持主动性,我们首先需要积极推进改革,以便创造使汇率这种“价格”变量能够正常发挥作用的体制、机制和技术前提。这里的道理与利率市场化改革完全相同——近年来我国宏观调控的实践显示:若无利率市场化改革作为前提,如果利率政策的传导机制没有理顺,我们的利率政策既难制定,亦难发挥其应有的作用。

总之,变动水平和改变机制何者优先,并非简单的策略选择,而是集中体现了对汇率制度本质的认识的差异:关注汇率形成机制并将其置于优先地位,着眼点在于创造一种与社会主义市场经济相适应的市场化的汇率形成机制;而着眼于汇率水平的变动并促其先行调整,其实质不过是用一种管制汇率代替另一种管制汇率,其思路并未脱离开行政性调控的窠臼。

四、回归有管理的浮动制度:汇率稳定最重要

本文第二节引述的若干国际著名经济学家的观点,都是主张人民币汇率继续保持盯住美元格局的。这种观点固然不能成为我国汇率制度的选择,但是其合理内核绝不能忽视:首先,从稳定国内经济运行的根本立场出发,汇率政策在整个宏观经济政策体系中仅仅具有从属的重要性;其次,无论采取何种汇率制度,汇率稳定对于发展中国家都极端重要。

理论界普遍认为,布雷顿森林体系崩溃后的汇率制度选择的实质,是在货币政策自主性与汇率稳定性之间进行权衡。也就是说,更为固定的汇率制度意味着更为稳定的汇率水平和相对较弱的货币政策自主性。以这个认识为基础,学者们进一步总结出决定汇率制度的若干主导因素。一般

中国社会科学院金融研究所内部研究报告。

当然,这不意味着汇率调整对中国各经济主体没有影响。

而言,经济规模越大、国际贸易的依存度越低、国际贸易的商品结构与地理分布越广、与国际金融市场联系程度越紧密、各国间通货膨胀率的差异越大,一国就越倾向于选择浮动汇率制度。对照这些条件,我们认为:从长期看,由于中国的宏观经济运行对货币政策调控有着高度的依赖性,而在固定汇率制度下,不可逆转的金融全球化浪潮又势必对货币政策的效力产生重大干扰,因此,人民币汇率机制向更富弹性的方向转换,应当成为我们的战略选择。

问题在于,同广大发展中国家一样,中国经济业已存在较大规模的货币错配问题,而货币错配将对一国的经济运行产生极为不利的冲击,这使得中国的经济一时难以承受汇率的剧烈波动。因此,如果说改变对美元的盯住状态十分重要且十分紧迫的话,那么,在这种变动的过程中保持人民币汇率稳定,至少具有同等的重要性。在这样一些约束条件下推进人民币汇率改革,合理的选择便只能是回归有管理的浮动:一方面,通过公开宣称的浮动汇率使得人民币迅速摆脱对美元的盯住;另一方面,通过对汇率的有效管理,使得人民币汇率在长期内保持稳定。

理解采取这种制度的必要性,关键在于理解在发展中国家普遍存在的“货币错配”现象。根据戈登斯坦(Goldstein, 2005)教授的定义,所谓货币错配是:“在权益的净值或净收入(或二者兼而有之)对汇率的变动非常敏感时,就出现了所谓的‘货币错配’。从存量的角度看,货币错配指的是资产负债表(即净值)对汇率变动的敏感性;从流量的角度看,货币错配则是指损益表(净收入)对汇率变动的敏感性。净值/净收入对汇率变动的敏感性越高,货币错配的程度也就越严重。”

货币错配的形成,既有外因,也有内因。就外因而言,发展中国家的货币错配是国际货币格局的自然产物。布雷顿森林体系崩溃以后,国际货币体系中的“关键货币”角色主要由美元和欧元(20世纪末以来)来承担,这事实上将美、欧之外所有其他国家的货币都“边缘化”了。由于国内货币无法在国际经济交往中使用,广大发展中国家的资产/负债、收入/支出便呈现多种货币并存的局面,货币错配由此成为常态。就内因而言,资本市场普遍落后和汇率长期保持固定都加剧了发展中国家货币错配。在资本市场发展滞后的情况下,缺乏有效资金来源的企业不得通过各种渠道到海外去筹资,而难以寻求到有效投资机会的“过剩”储蓄又不得不大量流向国际资本市场。由于国际资本市场不接受发展中国家的本币,资本市场发展滞后导致的跨国资本流动更加剧了发展中国家货币错配。为应对货币错配蕴涵的汇率风险,发展中国家政府往往通过保持汇率稳定来提供非正式的套期保值。这固然在宏观层面上防范了货币错配的风险,但是,长期实施固定汇率制度,存在货币错配的企业或银行就不会有动力去控制和化解风险;而货币错配的积累和扩大又会进一步加剧发展中国家政府的“浮动恐惧”,由此形成恶性循环。

从形成机制看,中国难以避免货币错配。一方面,人民币成为国际货币还为时甚远,因而“原罪”和“高储蓄两难”特征在相当长时期内还难以消除;另一方面,中国资本市场的效率低下有目共睹,这无疑加剧了货币错配;此外,长期实施的盯住美元固定汇率制度,已经使中国的微观经济主体对货币错配麻木不仁。简单计算的结果显示,中国目前已属货币错配比较严重的国家之一。截止2004年底,中国居民持有的外币资产占M2的比重已达27%,如果再考虑到中国外债余额在2004年底已经高达2285.96亿美元的现实,货币错配矛盾显然更为突出。

一方面,巨额的货币错配使得中国不可能较快地过渡到完全意义的浮动汇率,另一方面,当局长期“隐含”的套期保值,又会从根本上腐蚀中国微观经济主体的自主竞争力,因而应当尽快取消。

企业可以直接到国际资本市场融资,也可以通过本国银行到国际资本市场筹资。

2004年底,中国居民持有外币存款1466.58亿美元,当年国家外汇储备6099.32亿美元,据估计,当年中国居民持有约800亿美元等值外币现钞。该年底,我国M2余额为253207.7亿元人民币。

因此,面对如今复杂的局面,现实的选择可能只有回归有管理的浮动制度。在这种制度下,不与任何货币保持盯住的状态,将保证我们的汇率制度在市场化道路上健康发展;而自主地进行管理,则可根据国内经济发展的需要来最大限度地保持汇率的稳定。

有管理的浮动是一种可以容纳巨大变化的较具弹性的制度。在这种制度下,货币当局并不明确宣布汇率平价,但它将根据国内经济的需要自主地干预汇率的走势。从管理标准看,这种制度存在着广泛变化的可能。管理浮动汇率制度可以使一国汇率水平保持相当的稳定性,这是其明显的优点,而其潜在的或许是更重要的优点则在于:它能够有效地抵御国际投机资本的冲击。这是因为,一方面,由于不宣布明确的汇率目标区,国际投机资本较难获得“单向性”货币冲击结果;而投机风险的增大,将显著减小国际投机资本对管理浮动汇率制度国家实施货币冲击的兴趣。另一方面,由于不宣布明确的汇率目标区,国际投机资本较难获得该体系不能维持的明确信息,这进一步阻碍了一致性冲击的形成。从实际的效果看,管理浮动汇率制度将使一国货币当局在与国际投机资本的博弈中从“明处”走向“暗处”,从“被动”走向“主动”。此外,管理浮动汇率制度能为一国实施宏观经济调控提供相机抉择的充分空间。

需要指出的是,国内一度呼声较高的盯住一揽子货币制度可能并不适用于中国。盯住一揽子货币制度的主要优点是,它可以通过稳定名义有效汇率来促进一国贸易稳定发展。但该制度存在一个致命缺陷,即一揽子货币价值主要取决于篮子内部货币间的汇率,本国实体经济状况对此影响较小。从实践角度看,截至2002年,全世界只有9个国家实行盯住一揽子货币制度,而且这些国家的经济规模都很小;可以说,在发展中国家,盯住一揽子货币制度也非主流。基于上述分析,我们认为,人民币汇率机制弹性化改革不应正式采用盯住一揽子货币制度。

五、汇率制度改革需要全面配套安排

对于发展中国家而言,从某种形式的固定汇率制转向较具弹性的汇率制度,其风险主要存在于货币错配之中。对一个货币错配的经济体而言,汇率机制的弹性化改革是一把“双刃剑”:一方面,它将货币错配蕴涵的汇率风险暴露无遗,需要采取多项措施来控制这种风险;另一方面,它能够产生迫使微观经济主体重视汇率风险的效果,从长期来看,这有助于从根本上缓解货币错配的风险。

鉴于人民币汇率机制弹性化改革已是既定方略,如何在实行管理浮动汇率制度的过程中避免货币错配风险失控,显然就成为当前必须提前研究并做出预案的问题。我们认为,保持较高水平的外汇储备、加强对针对货币错配的审慎性监管、通过稳健的宏观经济政策和微观制度建设来促进资本市场发展、加强针对货币错配的资本项目管制等等,都是管理货币错配风险的必要配套条件。

第一,保持较高的外汇储备水平。较高水平的外汇储备水平有助于控制货币错配风险。首先,较高水平的外汇储备是管理浮动汇率制度抵御国际投机资本冲击的重要保证。20世纪90年代以来,货币危机的威胁促使发展中国家迅速增加了国际储备。从“保持信心”看,国际储备水平越

目前,IMF将各国汇率制度分为八类。按汇率弹性从小到大排列依次是:无单独法定货币的汇率、货币局安排、传统的盯住、水平区间盯住、爬行盯住、爬行区间、有管理的浮动、独立浮动。可见,有管理的浮动已经是相当市场化的一种汇率制度。

日本事实上也是一个货币错配比较严重,因而实行有管理的浮动汇率制度的国家。这一点,可以从该国比较频繁地干预外汇市场的事实上得到明证。

这指的是,在固定汇率制下,投机资本一旦冲击成功,则获利巨大,而若冲击失败,则损失很小。

这9个国家为:博茨瓦纳、拉脱维亚、利比亚、马尔他、摩洛哥、塞舌尔、科威特、孟加拉、布隆迪。

从一些发展中国家的事例来看,管理浮动汇率制度也的确使外债负担和国外资产持有的主体结构出现了良性的变化,在整体上降低了货币错配的风险。此外,在管理浮动汇率制下,政府也更容易推行一些能有效控制货币错配的监管措施。

以下的建议吸收了戈登斯坦在《控制新兴市场国家货币错配》中的观点。

高,其“引而不发”的“威胁”作用就越大,国际投机资本对该国的汇率制度就越不敢造次。其次,较高水平的国际储备可以保证政府有能力接手私人部门的货币错配(这种必要性可能会长期存在),通过政府承担货币错配损失来避免对微观经济主体的全面冲击。

第二,加强针对货币错配的审慎性监管。密切监控各层次经济主体(企业、部门、银行、国家)的货币错配状况,是控制货币错配风险的一项重要措施。在各层次经济主体中,加强对银行体系的货币错配监管是关键。相对其他企业而言,银行货币错配风险一旦失控可能导致的危害要大得多。银行体系货币错配风险失控会使其资产负债表剧烈变化,而银行信贷与其资产负债表状况密切相关。在资产负债表恶化的情况下,由于很难用合理成本募集到满足充足要求的资本,银行的典型反应是压缩贷款。如果资产负债表进一步恶化,则会直接导致银行的流动性危机。反之,在资产负债表大幅好转的情况下,银行则倾向于扩张信贷,这有可能为通货膨胀造成基础。加强监管有助于银行体系消除货币错配的不适当累积,避免银行信贷规模顺周期地大起大落。

第三,通过提供稳定的宏观经济环境和完善的微观制度来促进资本市场发展。货币错配的起因之一是发展中国家的资本市场(尤其是债券市场)不发达,亚洲国家尤其如此。从这一角度来看,发展资本市场(尤其是债券市场)应在管理货币错配风险的战略中居于重要地位。从根本上说,稳定的经济环境是资本市场发展的必要前提。在货币政策方面,中国应当逐步过渡到通货膨胀目标制度,而不是简单地从控制货币供应转向调控利率。在财政政策方面,通过审慎的财政政策来稳定公众预期也绝对必要。对资本市场发展而言,仅有稳定的宏观经济环境还不够,加强微观制度层面的建设同样重要。同大多数发展中国家一样,中国在微观制度的许多方面都存在阻碍资本市场发展的因素,都需要通过改革来加以完善。

第四,加强针对货币错配的资本项目管制。资本项目管制有助于当局了解并控制货币错配风险。一方面,资本项目管制是加强外债管理和外汇储备管理,抵御国际投机资本冲击汇率的一项重要措施;另一方面,通过针对性的安排,资本项目管制可以限制因国内资本市场发展滞后带来的“过度”国际借贷和“过度”国际投资。尽管资本项目管制效力在全球范围内呈下降趋势,尽管资本项目管制在一些方面会造成经济“扭曲”,但它依然是发展中国家在金融全球化背景下谋求经济和金融稳定发展的重要手段。

参考文献

- 丁志杰,2005:《人民币汇率改革的路径选择:国际借鉴》,中国人民银行内部研究文稿。
戈登斯坦,2005:《控制新兴市场国家货币错配》,中译本,中国社科文献出版社。
麦金农,2005:《东亚重返“软”盯住美元安排:“高储蓄两难”的缓解之路》,中国社会科学院金融研究所内部交流文稿。
麦金农,2004:《论中国的汇率政策和人民币可兑换》,《国际金融研究》第7期。
威廉姆森,2004:《汇率制度的选择:国际经验对中国的启示》,《国际金融研究》第10期。
中国人民银行网站:www.pbc.gov.cn。

(下转第53页)

巴西政府在实践中曾向私人部门发行过大量的以美元计值的债务,将私人部门的货币错配集中到了政府手中,由此避免了微观层面的危机扩散。不过,在宏观层面上,巴西的外汇储备损失依然相当严重。应该说,中国目前的情况类似于巴西的安排。只不过,通过强制结售汇的手段,微观主体的货币错配主要集中到了国家手中。

如果用银行贷款来为企业提供长期发展所需资金,就会给银行系统造成一个与货币错配相近的期限错配风险,其可能造成的危害,不在货币错配之下。

其中,物价稳定尤为重要。在通胀预期较高的情况下,本国居民不愿意提供长期资金。

徐勇、吴理财等,2004:《走出“生之者寡,食之者众”的困境:县乡村治理体制反思与改革》,西北大学出版社。

朱守银、张海阳、阎辉,2003:《农村税费改革试点和乡村管理体制改革跟踪研究报告》,农民维权网,http://www.weiqian.org.cn/data/more.php?lanmu=276

Eissa,N.,1995,“Taxation and Labor Supply of Married Women:The Tax Reform Act of 1986 as a Natural Experiment”,NBER Working Paper Series ,No. 5023.

Feldstein,M.,1995,“The Effect of Marginal Tax Rates on Taxable Income:A Panel Study of the 1986 Tax Reform Act”,*Journal of Political Economy* 103:551—572.

Gruber J.,and J. Poterba,1994,“Tax Incentives and Decision to Purchase Health Insurance:Evidence from the Self-Employed”,*Quarterly Journal of Economics* 109:701—733.

The Policy Effect of Tax-and-Fees Reforms in Rural China : A Difference-in-Differences Estimation

Zhou Li-An and Chen Ye

(Guanghua School of Management ,Peking University)

Abstract:Using a large dataset containing China's 591 counties and county-level cities from 1999-2002 ,this study conducts a systematic and rigorous empirical analysis of the causal effects of China's rural tax-and-fees reforms on the income growth of the farmers. We employ a difference-in-differences(DID) estimation method ,taking advantage of the fact that the reforms were spread gradually from some regions to other ones. We find that the effect of the reforms on the growth rate of farmers' income is statistically and economically significant ,which contributes to more than 40 percent of the farmers' annual income growth in the sample period and that such positive effect has lasted more than one year. These basic results are robust to a number of specification tests. Some important factors affecting the reform effects are also examined.

Key Words: China's Rural Tax-and-fees Reforms ;Farmers' Tax Burden ;DID Estimation

JEL Classification :C210 ,H210 ,O180 ,P350

(责任编辑:朱恒鹏)(校对:晓 鸥)

(上接第 31 页)

The Reform of RMB Exchange Rate System :Return to Managed Floating

Li Yang and Yu Weibin

(Institute of Finance & Banking ,CASS)

Abstract :In the process of the reform of RMB exchange regime , setting priority between the mechanism reform and the change of the parity of RMB is of most important. This paper suggest that the reform of the mechanism of RMB exchange rate should go first , with much attention been paid in stabilizing exchange rate all the way. Returning to the managed floating system is obviously the appropriate selection for China. To deal with the problem of the mismatch of money , which constitute the main risk exposure for the reform of the RMB exchange regime , a series of policies , including to hold relative high level international reserves , strengthen prudent monitoring and regulating to the money mismatch in the process of liberalizing of the capital account , carry on a steady macro-economy policy , and speed up the development of the capital market , should be taken.

Key Words:RMB Exchange Rate ; Managed Floating

JEL Classification :F310

(责任编辑:俞亚丽)(校对:晓 鸥)