

论汇率制度选择的影响因素

——兼论我国汇率制度的选择

李连三

(安徽省信托投资公司 发展研究中心, 安徽 合肥 230001)

摘要:本文主要分析了影响一国汇率制度的四个因素。在市场经济条件下,各个经济变量的相互协调要求汇率制度的选择采取浮动汇率制度。最后,从这四个因素出发,分析指出我国汇率制度改革最终取向应该是浮动汇率制度。

关键词:汇率制度;物价决定机制;行为金融理论

中图分类号:F830.73 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)07-0028-10

在金本位制时代,汇率制度采用的是固定汇率制度,各国汇率以黄金输送点为临界点,围绕货币的黄金平价波动,这一阶段的汇率比较稳定,对汇率制度选择的讨论较少。在第一次世界大战期间,纸币本位制的推行导致汇率脱离黄金平价,出现剧烈波动,汇率制度的选择遂成为经济界研究的热点问题。在20世纪70年代初期,布雷顿森林体系崩溃,IMF允许各国自由地选择汇率制度,对各国如何根据本国国情选择合适汇率制度的研究愈显紧迫。

进入20世纪90年代以来,在物价的决定机制、跨国生产、一国的国内政治状况、政府的宏观经济目标、贸易与资本的流动、微观市场结构、噪声交易者的数目、对经济发生冲击的因素、中央银行干预经济手段选择等对汇率制度选择的影响因素中,从理论与实证角度研究这些因素对汇率制度优选的影响更加充分,有些传统的观点需要重新审视。

一、物价的决定机制与跨国生产对汇率制度选择的影响

在经济学领域,物价如何确定一直是一个有争议的问题,而研究表明不同的物价决定机制对最优汇率制度的选择有重大的影响,它将直接改变不同汇率制度下的福利分析,如国内消费的方差、国内消费的预期水平与国内就业的预期水平等。

(一)汇率制度选择理论进展中的物价决定机制假定

对两种制度的最优选择分析可以追溯到Friedman(1953),他的贡献在于其强调在一个物价调整缓慢的世界中浮动汇率制度有利于提高相对价格的弹性。其实,Friedman理论关于物价的隐含意义是物价的决定是生产者根据自己的货币来确定的,在不同的市场上,同一种产品的价格相同,即一价定律在世界范围内不同的市场上是成立的。

收稿日期:2001-02-27

作者简介:李连三(1973—),男,安徽利辛人,安徽省信托投资公司发展研究中心,金融学硕士。

20世纪90年代的国际经济学界关于物价的决定机制主要有两种观点:

观点一,价格由生产者根据自己的货币来决定,价格粘性。本国商品的本土价格预先决定,对货币冲击不做反映,这暗示当货币冲击引起汇率变动时,外国消费者支付本国商品的价格将随汇率的调整而调整。

观点二,价格由生产者根据消费者的货币预先决定,价格粘性。本国厂商根据本国消费者的货币决定出售给本国居民的本土价格,根据外国居民的货币确定出售给外国居民的外币价格,这暗示汇率变动时,外国消费者支付本国商品的价格将不随汇率的调整而调整。

(二)Devereux 与 Engel 对不同物价决定机制对最优汇率制度选择影响的研究

Devereux 与 Engel 等认为物价决定机制在分析汇率制度的优选中起着非常重要的作用,他们发现在浮动汇率制与物价是根据消费者的货币条件决定的情况下,外国货币冲击不影响国内的消费。相反,当价格是根据生产者的货币而决定时,国内居民为国外商品所支付的价格将随着汇率的变动而改变,这表明,外国货币的冲击可以通过价格渠道影响国内的消费,在消费中国外的商品所占的比重愈大,在国外货币的冲击下,国内的消费愈脆弱。研究结论为:

1. 在汇率固定的情况下,本国的货币扩张将使真实利率下降,因在长期内货币是中性的,所以当前的消费必须增长。货币扩张也导致预期的通货膨胀。这样,预期通货膨胀的增长与真实利率的下降相抵消,名义利率可以维持不变。在这里,价格由生产者根据自己的货币决定还是由生产者根据消费者的货币决定对结果的分析没有影响。

2. 在价格由生产者根据自己的货币来决定、价格粘性和汇率制度为浮动汇率制的情况下,本国商品的本土价格预先决定,对货币冲击不做反映,这暗示当货币冲击引起汇率变动时,外国消费者支付本国商品的价格将随汇率的调整而调整。例如,本国货币扩张,本土汇率下浮,因为出口品的定价是根据生产者的货币条件确定的,本国出售给外国的商品价格下降(以外币价格衡量),但是以本土价格衡量不变。与汇率固定的情况相比较,在固定汇率制下消费的预期水平较高,而在浮动汇率制下消费的方差较小。研究表明福利的高低与一国的相对规模有很大的关系,当本国的规模越大,浮动汇率制下的福利越高,选择浮动汇率制是较优的,这与人们的直觉是一致的,较小的国家愿意盯住大国的货币,而大国更倾向于使本土货币独立。

3. 价格由生产者根据消费者的货币预先决定、价格粘性和汇率制度为浮动汇率制的情况下,因出口品的物价是根据国外消费者的货币条件决定的,当国外的货币供给扩大时,出口品的外币价格缓慢提高,此时,本土汇率也已经相应提高,两者变动的幅度基本一致($P^* \cdot S' = P^* \cdot S \neq P$,其中, P^* 为变化后的外币价格, S' 为变化后的间接标价汇率, P^* 为变化前的外币价格, S 为变化前的间接标价汇率, P 为本土价格,此式反映出一价定律与购买力平价不成立),因此,折算为本币的收入不变,结果本国消费完全与外国货币的冲击相隔离,与汇率固定的情况相比较,无论是在消费的方差(反映风险)还是消费的预期水平(反映收益)方面,都优于固定汇率制度下的福利水平。

4. Devereux 和 Engel 认为在生产要素价格的一价定律成立时,本国的工资等于外国的工资(意味成本相同),则生产的分配并不影响厂商对名义价格的确定,汇率与消费水平均不受生产分配的影响。所以,跨国生产不影响福利的比较。但是,当生产要素多元化,跨国公司的运用要素组合存在多种方式时,跨国生产是否会影响福利的分析则是不清楚的。

(三)物价的决定机制与跨国生产对汇率制度选择影响的进一步分析

首先,可以肯定,物价的决定机制对最优汇率制度的选择有重要的影响,但是,一国的物价

在市场经济下是如何决定的呢？在生产者市场信息充分的情况下，在完全竞争行业和垄断竞争行业，由于竞争的存在，这些行业的物价仍然是根据消费者的货币条件定价；在寡头垄断行业或者完全垄断行业，其同样可能根据不同市场上消费者的货币条件定价。在这两种组合中，两者有本质的区别，前者价格的形成是由消费者决定的，而后者则是生产者根据消费者的货币条件定价以期获得最大的收益。

其次，当我们承认物价是根据消费者的货币条件确定的后，在不同的市场上将会有不同的价格（即根据消费者的货币情况进行差别定价），一价定律的失效在所难免。

再次，跨国生产不影响厂商对名义价格的确定以及汇率与消费水平是有前提条件的，即生产要素价格的一价定律成立并且只存在一种生产要素。当生产要素多元化，跨国公司的运用要素组合存在多种方式时，可以肯定地说，跨国生产必然会对最优汇率制度的选择有影响。在经济日益全球化的今天，研究跨国生产对最优汇率制度的影响将具有极大的现实意义。

二、对汇率制度选择的政治经济学解释

任何一个宏观经济问题都与政治有着紧密的关系，汇率制度的选择也不例外。在考虑汇率制度的选择时，不仅要注意一国的经济条件，而且，该国的政府信誉、政治稳定性、制度等因素对汇率的选择亦有重要的影响。

Sebastian Edwards 在 1996 年对这一问题进行了系统的理论和实证分析。Edwards 认为，货币政策制定者追求政府损失函数最小化，基于这一出发点，其建立了两个对照模型。

对照模型一：固定汇率制与浮动汇率制的对比

假定：一是货币当局必须在两个名义汇率制之间选择即固定与浮动；二是当局使损失函数的预期效用最小化。损失函数是二次方程：

$$L = E(\pi^2 + \mu(U - U^*)^2); \mu > 0 \quad (1)$$

$$U = U' - \theta(\pi - \omega) + \Psi(x - x'); E(x) = x', v(x) = \sigma^2 \quad (2)$$

$$U^* < U' \quad (3)$$

$$\omega = E(\pi) + \alpha E(x - x') \quad \alpha < 0, \quad (4)$$

$$\pi = \beta d + (1 - \beta)\omega \quad (5)$$

其中， U 代表失业率， U^* 代表政府的目标失业率， U' 代表自然失业率， x 是贸易条件和世界利率因素的复合因素， π 是通货膨胀率， ω 是工资率， d 为贬值率。(1)式 L 为政府的损失函数；(2)式表示若通胀率大于工资增长率，则失业率低于自然失业率；(3)式表示政府的目标失业率小于自然失业率；(4)式表示厂商在制定工资增长率时是理性的；(5)式表示通胀率是贬值率与工资增长率的加权重。

在固定汇率制度下， $d=0$ ；在浮动汇率制度下， d 的确定是根据最优贬值规则作出的。

模型的解依赖于决策的顺序，假定工人确定工资先于 x 、 d 、 π ，另一方面，政府确定汇率政策在观察到 ω 与 x 之后，政府的目标是使汇率政策的设计满足损失函数的最小化。

在固定汇率制度下，模型的解是：

$$\pi = 0, \quad (6)$$

$$U = U' + \Psi(x - x') \quad (7)$$

在浮动汇率制度下，解为：

$$d = -\Delta \{ \beta^2 (1 + \theta^2 \mu) \theta \mu (U^* - U') - \mu \theta \beta \Psi(x - x') \} \quad (8)$$

$$\pi^{\text{FLEX}} = \pi^{\text{FIXED}} - \theta\mu(U^* - U) + \mu\theta\Psi\Delta\beta^2(x - x') \quad (9)$$

$$U^{\text{FLEX}} = U^{\text{FIXED}} - \Psi\Delta\beta^3(x - x') \quad (10)$$

其中, $\Delta = [\beta^2(1 + \theta^2\mu) - \beta]^{-1} > 0$, (9)式表示由于政府的失业目标率小于自然失业率,在浮动汇率制下的通胀率倾向于超过固定汇率制度下的通胀率,如果在损失函数中失业率是政府考虑的重点,则当局倾向于采取过度通胀的政策,(10)式表示如果有外部冲击,则浮动汇率制度下的失业率将高于固定汇率制度下的失业水平。

在选择汇率制度时,当局将比较两种制度下的损失函数值:

$$K = E[U^{\text{FLEX}} - U^{\text{FIXED}}], \text{进一步可得 } K = [(\pi^{\text{FLEX}})^2 + \mu(U^{\text{FLEX}} - U^*)^2 - (U^{\text{FIXED}} - U^*)^2]$$

$$\text{最终可以写为: } K = (\theta\mu)^2(U^* - U)^2 - \gamma\sigma^2 \quad (11)$$

其中, γ 是关于 $\Delta, \beta, \mu, \theta$ 的一个函数,若 $K > 0$,则固定汇率制度是优的,此时,政府的就业政策取向 $(U^* - U')$ 必须超过外部冲击的方差。若外部冲击较高 (σ^2 较大),则 $K < 0$,选择浮动汇率制度是最优的。

对照模型二:浮动汇率制与可调整的盯住汇率制度的对比

设放弃盯住的概率为 q ,贴现因子为 β ,当局既不喜欢通胀,也不喜欢偏离政府的失业目标,当局放弃盯住汇率的成本是 C 。政治不稳定性将影响政府的贴现因子,在政局不稳定性条件下贴现因子较大,用 p 代表政局的不稳定性,有:

$$C = C(p); C > 0 \quad (12)$$

$$\beta = \beta(p); \beta < 0 \quad (13)$$

考虑一个两期模型,损失函数在浮动汇率制下是:

$$L^{\text{FLEX}} = \gamma(\pi^{\text{F}})^2 + \mu(U^{\text{F}} - U^*)^2 + \beta(\gamma(\pi^{\text{F}})_{t+1}^2 + \mu[(U^{\text{F}})_{t+1} - U^*]^2) \quad (14)$$

γ 为一个参数,表示对通胀厌恶的程度。

在盯住汇率制度下,损失函数是:

$$L^{\text{PEGGED}} = \gamma(\pi^{\text{P}})^2 + \mu(U^{\text{P}} - U^*)^2 + \beta\{(1-q)(\gamma(\pi^{\text{P}})_{t+1}^2 + \mu[(U^{\text{P}})_{t+1} - U^*]^2) + q(\gamma(\pi^{\text{D}})_{t+1}^2 + \mu[(U^{\text{D}})_{t+1} - U^*]^2) + qC\} \quad (15)$$

D 表示在贬值情况下的第二期的变量,其中, $E(\pi^{\text{P}})_{t+1} = q(\pi^{\text{D}})_{t+1} + (1-q)(\pi^{\text{P}})_{t+1}$

两个损失函数的比较为: $K = E[L^{\text{FLEX}} - L^{\text{PEGGED}}]$

$$= \gamma(\pi^{\text{F}})^2 + \mu[(K^{\text{F}})^2 - (K^{\text{P}})^2] + \beta(1-q)\gamma(\pi^{\text{F}})_{t+1}^2 + \beta(1-q)\mu[(K^{\text{F}})_{t+1}^2 - (K^{\text{P}})_{t+1}^2] - q\beta C \quad (16)$$

其中, $(K^{\text{F}})^2 = (U^{\text{F}} - U^*)^2$, $(K^{\text{P}})^2 = (U^{\text{P}} - U^*)^2$

由上式可知,若 $K > 0$,则 PEGGED 制度是优选。在浮动汇率制度下若具有较高的通胀率,将提高当局选择可调整的盯住汇率制的可能性,较高的对通胀的厌恶,也提高了当局选择可调整的盯住汇率制的可能性;另一方面,失业波动的增长将提高浮动汇率制被选择的可能性,对失业偏离的厌恶越高 (μ 较大) 将使当局增加选择浮动汇率制度的可能性,放弃可调整的盯住汇率制的成本越高 (C 越高),选择浮动汇率制度的可能性越大。

其实,政治不稳定性与汇率制度的选择是一个两难问题,一方面,政治不稳定性程度越高,将提高放弃可调整的盯住汇率制的成本,降低选择可调整的盯住汇率制的可能性;另一方面,不稳定的程度越高,当局为增强政策的可信度而可能选择可调整的盯住汇率制。

由于汇率的选择与政策当局的偏好及国内的政治状况有很大关系,所以在分析一国的汇率制度选择时,必须结合该国的政治状况和历史传统才能作出全面的判断。一国选择何种汇率制

度并不是固定的,在不同的政治环境下,对最优汇率制度的选择也有所不同。汇率制度的选择在于当局对失业与通货膨胀的厌恶程度孰大,并且,一国政局的稳定性、国家对资本项目的管理程度、国家的经济发展程度、政府控制经济的能力等因素与汇率制度的选择亦密切相关。

三、市场交易者的行为与汇率制度的选择

(一)理性预期理论与行为金融理论对汇率制度选择的影响

在经济学理论中,以卢卡斯、萨金特等为代表的新古典宏观经济学派系统地分析了理性预期这一概念。理性预期理论有两个特点:第一,人们对经济未来变化的理性预期总是尽可能最有效地利用现在的所有可以被利用的信息,而不是仅仅靠过去的经验和经济的变化;第二,理性预期理论并不排除现实经济生活中的不确定性因素,也不排除不确定因素的随机变化会干扰人们预期的形成,使人们的预期值偏离实际值,但是,人们在预测未来时不会犯系统的错误。

如果人们的预期行为遵循理性预期,则一国选择浮动汇率制度为优,原因在于中央银行在浮动汇率制度下无维护某一汇率值的义务,因此,作为理性预期的社会公众只会按照市场规律来买卖外汇,确定均衡的汇率,理性预期者知道具体的均衡汇率,因此,即使存在汇率超调,也会迅速恢复外汇市场的均衡,但是,在固定汇率制度下,固定汇率平价偏离真实的汇率会为理性预期的社会公众立即获得,于是,人们进行套利的投机行为便发生了。市场的套利行为将有可能迫使固定的汇率平价频繁地变动,在一国中央银行干预市场能力较弱的情况下更是如此。

行为金融理论则认为,人们的行为中非理性的因素较大,理性预期的假设是不正确的,一时的冲动、突发的偏好是交易者参与市场交易的动机。在行为金融理论中,感情用事是其重要的特征,人们的行为遵循随机漫步规律,市场受正反馈效应的支配。

如果人们的行为符合行为金融理论所述,则一国选择固定汇率制度为优,这是出于以下考虑:在浮动汇率制度下,由于市场行为的感情化,使得市场很不稳定,例如,当市场情绪高涨时,人们很少顾及汇率已经偏离均衡汇率走高的事实,源源不断的交易者入场交易,这一点与股市相似(不在于股价高低,只在于谁是最后的接棒者),导致汇率更大地偏离均衡值。相反,当市场情绪低迷时,人们也很少考虑汇率已经跌至均衡值之下,纷纷加入抛售者的行列,导致汇率的超调贬值。上述过程正是正反馈效应的体现。因此,固定汇率制有利于稳定市场情绪,防止外汇市场的过度投机。当然,在这一行为假定下,如果货币当局调控汇市的能力受到质疑,则发生羊群效应的可能性更大,货币当局只有再辅以资本管制才能更有效地防范风险。

在 20 世纪 90 年代提出的噪声交易理论实际上属于行为金融理论领域内的细化, Jeanne 和 Ross(1998)通过建立一个既包括宏观经济变量又包括微观市场结构、内生决定噪声交易者数目的噪声交易模型指出:在浮动汇率制度下,仅有较多的噪声交易者和较大的汇率波动均衡。这一结论佐证了在行为金融理论下固定汇率制度是优于浮动汇率制度的判断。

(二)关于两种理论成立前提的进一步思考

理性预期理论与行为金融理论所描述的行为在一个经济体中是可以共存的,如果信息充分对称,社会公众的知识水准和素质提高,该经济体的经济发达,则理性预期理论成立的可能性较大,反之,行为金融理论有存在的基础。但是,在不同的国度两种行为所占的比重不同,在发达国家,理性预期理论可能占据主流地位,而在发展中国家,行为金融理论可能有很大的市场,这也许可以从一个层面揭示了发达国家较多选择浮动汇率制度,而发展中国家较多选择固定汇率制度。

(三) 市场交易者对信息的公平获得性与汇率制度的选择

在外汇交易市场上,对交易者行为有重要影响的信息来源有两个方面:一是市场供求状况的信息,二是货币当局对市场调控的信息。当一国经济落后、市场信息流通不畅时,一些特权阶层拥有发达的信息网,能够在市场上呼风唤雨,左右市场,而中小投资者由于信息闭塞,只能成为跟风族,市场的力量非常有限,政策市、消息市成为该国市场的主要特色,这种市场最终损害的只能是中小投资者的利益。在这样的市场上,羊群效应和正反馈效应应该非常明显。因此,采用固定汇率制度或许能够对汇市起到稳定的作用。当一国的市场公开性很高时,由于信息网络发达,市场规则健全,对投资者的利益保护措施完善,市场交易者可以公平地获得信息,对信息作出客观的评价,在这一条件下,交易利益的获得只与个体能力的差异有关,市场环境对交易者而言是公平的,市场交易者有能力通过合理的竞争形成均衡的汇率。市场自身可以有效地防范羊群效应和正反馈效应,能够为浮动汇率制的运行创造良好的条件。

四、经济变量间的相互协调与汇率制度的选择

汇率是一个关系到国民经济全局的经济变量,在经济中起着重要的中介作用,是经济变量间相互协调的桥梁。从经济变量相互协调的角度看,浮动汇率制的选择应是一种优选。

(一) 关于汇率的隐函数

当产品市场、货币市场、劳动力市场和国际收支同时均衡时,在技术、制度等因素不变的情况下,一国经济便达到均衡状态,在此种情况下由市场所决定的汇率是最优均衡汇率。

采取非线性函数形式构造三市场均衡式,则有如下形式:

$$\text{产品市场均衡时, } Y=C(Y-T(Y))+I(R)+G+X(P,E)-M(Y,P,E) \quad (17)$$

$$\text{货币市场均衡时, } M_0/P=L_1(Y,R)+L_2(R) \quad (18)$$

$$\text{国际收支均衡时, } X(P,E)-M(Y,P,E)=F(R) \quad (19)$$

其中, Y —国内总产出, C —消费, I —投资, G —政府支出, T —税收, X —出口, M —进口, F —资本净流出, M_0 —货币供给量, L_1 —交易性货币需求, L_2 —投机性货币需求, P —一般物价水平, R —利率, E —汇率。

在自主变量、边际偏好和国外因素不变的情况下,以上三式含有4个未知数 Y 、 P 、 E 和 R ,其中,在技术不变时,劳动力市场的均衡决定产出的水平,所以总产出 Y 在3式外被决定。这样,3式中只含3个未知数 P 、 E 、 R ,在均衡的市场上,能够同时决定3个变量的均衡值。

由3个方程可以看出,汇率通过影响国际收支平衡进而影响到货币市场和产品市场的均衡,使各个经济变量相互协调达到均衡状态。

(二) 浮动汇率制与固定汇率制对其他经济变量调整的影响

1. 浮动汇率制下汇率对其他经济变量调整的影响分为四种:

(1)在弹性价格条件下,当冲击来自货币市场时,例如本国货币供给一次性增加,货币市场的均衡和国际收支平衡将同时调整并且迅速导致产品市场均衡的移动,调整的力度将被3市场分担, R 、 P 和 E 会变动到新的均衡点,重新达到市场的均衡。若经济处于充分就业位置、技术条件不变, Y 不会改变,经济的重新均衡由 R 、 P 和 E 的变动来恢复。因为价格 P 是有充分弹性的,这一调整的过程将会很快完成。

(2)在粘性价格条件下,当物价的决定是由生产者根据自己的货币条件确定时,一国货币供给增加,将导致该国利率的变动,利率变动将首先是对外部平衡产生冲击,导致汇率的超调,

改变该国的国民收入,影响到这一国家的总需求,进而对总产出产生冲击。在上述假设下,一价定律和购买力平价成立。货币供给的冲击造成汇率贬值超过弹性价格条件下的幅度;但是,这一条件对总产出是有利的,原因是汇率的超调更有利于出口,抑制进口,这样,价格的粘性和汇率的超调将需要更多的总产出来使经济恢复均衡。

(3)在粘性价格条件下,当物价的决定是根据消费者的货币来确定时,来自国外货币供给的冲击对国内消费的冲击很小,此时的隔离效果非常好,两国间的汇率将根据外汇市场的供求决定,在两国间,一价定律和购买力平价定律不成立,这种来自外部的冲击对国内的总产出不造成影响。

(4)在理性预期的情况下,当本国的货币供给增加时,一国经济的均衡将由利率、物价和汇率的变动来调整,对产出的影响很小;若来自产品市场的冲击,产出、物价、汇率和利率都会发生变动。以上调整都需要通过3个联立方程进行,某一变量的变动必然是由某一个或几个市场失衡所引起,既而通过与其他变量的联系恢复内外均衡。4个变量中的一个调整后确定,会使另3个变量调整后重新达到均衡。并且,这4个变量的调整都是通过市场行为完成的,这一点只能在浮动汇率制度下可以作到。

2. 固定汇率制对其他经济变量的影响:

(1)固定汇率制可能导致物价的扭曲。例如,当货币供给量增加时,利率下降能推动投资的扩大,带动产出的增长。可是,由于汇率固定,货币管理当局为维护固定的汇率,必然会抛售外汇,回笼本币,结果冲销了货币政策的作用,是独立运用货币政策调控经济的途径被切断。此时,物价基本上不受影响。与参照标准相比,物价相对较低,但是,这种较低的物价却是一种扭曲的物价。

(2)固定汇率制在资本项目放开时,会导致外部失衡,甚至可能在国际游资的冲击下会导致被迫放弃固定汇率制。可以用简单的逻辑推理来说明,在资本项目放开时,由于资本的完全流动,使得本国利率与世界利率联成一体,利率的自由浮动与汇率的固定形成一个畸形的搭配结构,在这一搭配中存在内在的不稳定性,当国际游资的力量足够大时,在该国金融市场上进行立体投机,可能迫使该国放弃固定汇率制,或者改变汇率平价,从而获得巨额收益。东南亚金融危机已经充分说明了这一点。

(3)固定汇率制不利于货币政策对总产出作用的发挥。运用货币政策的目的是促进经济的均衡,推动产出的增加。然而货币政策对经济的作用主要是通过影响利率、汇率等经济变量来推动实际投资的增加和出口的增加上,当在固定汇率制下时,维持固定汇率制度的约束必然会使中央银行随时冲销货币市场的过度供给或过度不足,使运用货币供给增加来推动经济增长的途径被阻隔,中央银行调控经济的能力大打折扣,货币政策对总产出的影响下降。

(4)固定汇率制还可能导致经济结构的扭曲。例如,货币供给量增加,但外币汇率没有相应上升,不能使出口有效增加,同时,导致国内的利率过度下调,使用资金的成本相对降低较多,在此种情况下资金的流向发生变化,出口部门的生产受到抑制,而用于国内消费的生产部门的生产却受到鼓励,长期下去,会影响一国的国际竞争力。

因此,从经济变量相互协调的角度出发,当其他经济变量已经由市场决定时,汇率制度的选择应以浮动汇率制为宜。

(三)真实汇率与名义汇率的相互协调对汇率制度选择的影响

在两种汇率制度中,固定汇率制度(包含可调整的盯住汇率制度)是否能达到促进宏观经

济绩效的目的很值得商榷。

从实证的角度分析, Atish R. Ghosh、Anne-Marie Gulde、Holger C. Wolf 等在 1997 年分析了宏观经济绩效(通货膨胀、经济增长)与汇率制度选择之间的关系,他们发现,在盯住汇率制度下,通货膨胀低而且稳定,反映了较低的货币供给和较高的货币需求增长,但是,真实的产出波动率较高,对经济增长的贡献并不像想象的那样理想。由此可以推论出这样一个问题:盯住的名义汇率制度是否真的对经济的增长能够起到传统理论所指出的作用。

其实,实证分析表明盯住汇率制度对经济增长的作用不明显有可能是基于以下的理由:

1. 物价有可能是由消费者的货币条件决定的,生产者将根据不同国家的居民货币状况来制定在不同国家的销售价格,这样,货币汇率的影响不会很大,这将削弱盯住汇率制的吸引力。

2. 随着国际贸易的发展,跨国生产日益普及,参与国际化分工成为一种趋势,在此条件下,公司的产权已经超越了国界,货币汇率的影响将只是影响跨国生产的一个因素,这种因素的地位正在让位于跨国公司的全球化发展战略。

3. 名义盯住汇率在某种意义上会被宏观经济主体和微观经济主体的利益调整行为所冲销。在国际金融理论中,关于实际汇率的定义大致有三种,取其中的一种,其公式为:

$S_{\text{实际汇率}} = S_{\text{名义汇率}} * P^* / P$, 其中, S 是直接标价法下的汇率, P 表示本国的物价指数, P^* 表示外国的物价指数

当本国的名义汇率盯住时,作为宏观主体的国家为支持出口,对出口企业采取财政补贴的方式支持出口的扩大,在这种情况下,等于变相地提高企业出口品的价格,这样,企业在出口时就可以给产品定较低的价格,用上式衡量则出现在名义汇率不变的情况下本币的实际汇率下调,起到鼓励出口的作用,而名义盯住汇率的意义不大。

当名义汇率盯住时,由于由此可能造成外汇供求不平衡(多表现为外汇供给的短缺),为寻找外汇,导致外汇黑市的出现,使得一国的汇率处于扭曲的状态,反而误导资源的配置。

4. 进出口厂商可以通过定价纠正的手段来对名义汇率的盯住作出调整,以改变名义盯住汇率的扭曲,这将部分地抵消汇率制度的固定。

5. 在浮动汇率制度下,可以利用金融衍生产品市场来规避汇率的风险,在国际贸易时厂商可以通过一系列的规避风险工具与风险补偿措施来避免汇率的风险,并且这些工具在当今高度发达的国际金融市场上非常容易获得,另一方面,浮动汇率制度能充分反映市场的供求,形成合理的汇率,可能会对贸易有利。

6. 人们在论及盯住汇率制度的优越性时实际上还有一个因素,即进出口厂商与国际投资者都是风险厌恶型的,但是,实际情况可能不是如此,进出口厂商与国际投资者也可能是风险中性者或者是风险偏好者,所以,盯住汇率制有利于提升一国总产出的理论推断值得重新审视。

上述这些理由说明了固定汇率制可能不是经济增长的必要条件,一国虽然可以采用名义盯住汇率制,但在市场经济条件下真实汇率却在不断地调整中。真实汇率与名义汇率的背离,使得名义盯住汇率制度的预期作用受到削弱,并且可能误导资源的配置,在资本项目放开的条件下还可能受到投机者的攻击。因此,若仅从盯住汇率对贸易与产出的作用出发考虑,盯住汇率制度不一定是一种优选。

五、我国汇率制度选择中应该注意的问题

(一)我国的物价决定机制变迁与跨国生产对我国汇率制度选择的影响

我国目前仍然属于发展中国家,在我国经济体中,行业有两极分化的特征:一些行业规模小,行业处于过度竞争状态,物价根据消费者的货币条件定价的可能性较大,另一些行业则处于绝对垄断的地位,物价根据生产者的货币条件定价的可能性较大。随着我国市场经济的推进和信息业的飞速发展,可以相信我国物价根据消费者的货币条件确定的成分会更大。

跨国生产目前对我国汇率制度选择的影响不大,但是,在加入 WTO 后,我国经济开放度将会有极大的提高,那时的跨国生产会非常普遍,跨国公司运用跨国的要素组合形式将呈现多元化的局面,研究跨国生产对汇率制度选择的影响具有重要意义。

可以初步作出一个判断:随着市场的广度与深度的延伸,在其他经济变量由市场决定的情况下,汇率唯有交给市场决定,才能与其他经济变量的协调相互配合,促进经济的平稳运行,立足于此点可以逻辑地推出浮动汇率制将是经济发达条件下的必然选择。

(二)我国的国内政治状况对我国汇率制度选择的影响

近 10 年来我国的政局稳定,政府的信誉较高,从这一角度看,有利于我国以浮动汇率制为取向的汇率制度改革。我国政府在失业和通货膨胀之间以预防何者为主要目标在不同时期有不同的选择。在 1997 年以前,由于我国经济发生过几次较大的通货膨胀,所以当局对防范通胀的警惕性较高,为维持物价的稳定,在汇率制度上选择固定汇率制是正确的,加之,我国一直对资本项目进行管制,把我国的资本市场与外国的资本市场隔绝开来,选择何种汇率制度的意义不是很大。但是,在 1997 年之后,国际经济形势有了很大的变化,同时,由于我国企业改革的速度加快,许多原先隐性的失业转变为显性的失业,并且,社会的保障机制不健全,失业的增加将会带来社会的不稳定,在这种情况下,管理当局急需帮助增加就业、推动经济增长的政策工具。基于这方面的考虑,管理当局思路是赋予货币政策以更大的独立性和灵活性,进一步扩大开放,开拓国际市场,因此,将增加选择浮动汇率制度的可能性。我国的经济规模较大和经济高速增长亦支持浮动汇率制的选择。

(三)我国社会公众的行为预期与信息对称性对我国汇率制度选择的影响

近 20 年来,我国的经济高速增长,社会公众的知识水准和素质有了很大的提高,公众的行为预期已经发生很大的变化。目前,我国公众的投资行为日益理性化,对风险的承受力也逐渐增强,理性预期理论所描述的行为比重不断地提高。这样,社会公众投资行为的日益理性化将增加我国选择浮动汇率制度的可能性。随着电信业的高速发展、市场经济体制改革的推进,我国的信息传输渠道不畅、市场信息披露规则不健全的局面正在得到很大的改善,市场交易者获得信息的公平性得以提高,对市场交易者的利益保护措施增强,这有利于改变信息不对称的局面,减少市场的消息市、政策市的特征,使市场交易者形成均衡、稳定汇率的能力有很大的提高,为我国选择浮动汇率制提供了环境支持。

(四)经济变量的相互协调对我国汇率制度选择的影响

我国的市场经济改革取得了很大的成效,物价已经全面放开,加入 WTO 指日可待,利率市场化改革正在积极推进,各种市场规则不断修正以与国际规则接轨,对资本项目管制在不断地放松,在不远的将来,这些改革的最终目标将会达到。当利率等经济变量完全由市场决定、资本项目完全放开时,汇率制度的改革必须以浮动汇率制度为最终取向,这样整个经济体中的关键变量才能相互协调配合,不会出现由于某一变量的僵化导致其他变量的超调,损害社会整体福利的提高。我国是一个经济结构非常复杂的国家,货币当局要求独立运用货币政策推动经济发展的呼声很高,这更加增强了我国汇率制度改革将以浮动汇率制为最终取向的可能性。

参考文献:

- [1]. 多恩布什, 费希尔. 宏观经济学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1997.
- [2] F. S. 米什金. 货币金融学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1998.
- [3] Michael B. Devereux & Charles Engel, 1999: The Optimal Choice of Exchange—rate Regime; Price—setting Rules And Internationalized Production [R]. NBER Working Paper No. 6992.
- [4] Sebastian Edwards, 1996: The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange—rate Regimes [R]. NBER Working Paper No. 5756.
- [5] Kathryn M. Dominguez, 1999: The Market Microstructure of Central Bank Intervention [R]. NBER Working Paper No. 7337.
- [6] Jeffrey A. Frankel, 1998: No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times [J]. *Journal of International Finance*, No. 215 (December 1998).
- [7] Simon Burgess & Michael M. Knetter, 1998: An International Comparison of Employment Adjustment to Exchange Rate Fluctuations [J]. *Review of International Economics* (February 1998).
- [8] Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, 1998: Risk and Exchange Rates [R]. NBER Working Paper No. 6694.
- [9] Oliver Jeanne & Andrew K. Rose, 1999: Noise Trading and Exchange Rate Regimes [R]. NBER Working Paper No. 7104.
- [10] Pierre Richard, 1992: Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises [R]. *IMF Staff Papers*, VOL. 39 No. 2.

Discussing the Influencing Factors of the Choice of Exchange Rate Regime

——Also Discussing the Choice of Exchange Rate
Regime in China

LI Lian-san

*(The Center for Development and Research, Anhui Trust and Investment
Corporation Anhui Hefei 230001, China)*

Abstract: The paper mainly analyzes four factors which are influencing the choice of exchange rate system in one country, and points out that the harmony of economic variables requests adopting flexible exchange rate regime. In the end, according to these factors, the paper points out that the ultimate tropism of the choice of exchange rate regime should be flexible exchange rate regime in China.

Key words: exchange rate regime; price-setting rule; the theory of behavioral finance