

# 政策信誉与人民币汇率政策信誉分析

彭玉镗

(上海财经大学 金融学院, 上海 20083)

**摘要:** 汇率政策信誉是汇率导向的稳定政策达到预期目标的一个关键因素, 人民币汇率稳定是我国当前汇率政策的主要目标。文章从政策信誉理论出发, 利用一个新的理论模型模拟汇率政策信誉, 并对当前人民币汇率政策的信誉进行分析, 量化出汇率政策信誉指标值, 得出人民币汇率政策具有良好的信誉, 公众对人民币汇率的稳定充满信心的结论。

**关键词:** 政策信誉; 人民币; 汇率政策; 信誉

**中图分类号:** F832.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2004)10-0051-11

## 一、引言

任何汇率导向的反通货膨胀政策成功的一个重要因素是汇率政策的信誉<sup>①</sup>, 公众相信政府汇率政策承诺并以此决定本国货币的实际持有量。然而1992~1993年的欧洲货币危机, 1994年的拉丁美洲货币危机, 1997~1998年的亚洲金融危机的事实告诉我们, 公众会对政府的政策形成他们自己的预期, 而且预期是理性的, 这种预期不仅反映政府政策的承诺, 而且是对政府政策和自身期望的一种综合。汇率政策信誉是公众对政府不会为了追求由于放弃汇率政策承诺而产生的短期利益而偏离汇率目标的信任程度。汇率政策的高信誉对一个国家反通货膨胀政策有明显的效果, 它能够迅速使通货膨胀率下降, 同时不会增加反通货膨胀成本。这样就引发了一个问题: 我们是否能量化信誉并找出影响信誉的因素? 到目前为止, 许多不同的研究得出了不同的结论, 如 Horn 和 Persson(1988)、Giavazzi 和 Pagano(1988)、Anderson 和 Risager(1991)、Agenor 和 Taylor(1992)、Agenor(1994)、Herrendorf(1999)等。本文利用一个新理论模型来模拟汇率政策的信誉, 并对当前人民币汇率政策从其信誉的角度进行分析, 量化出汇率政策信誉指标值, 分析汇率政策信

收稿日期: 2004-06-23

作者简介: 彭玉镗(1973—), 男, 江西新建人, 上海财经大学金融学院博士生, 江西财经大学金融学院讲师。

誉效应及其影响因素。

## 二、政策信誉理论

信誉理论是在 Barro 和 Gordon(1983)关于货币政策信誉开创性的研究基础上发展而来,强调前瞻性的公众与政府行为的相互依赖性。为了说明这种相互依赖性,本文运用博弈理论分析政府和公众之间的相互博弈;同时试图解释既然长期实际经济绩效与扩张性货币政策无关,那么为什么会存在正的通货膨胀率?这是因为公众认为政府的政策制定与执行是机会主义的,在存在外部压力的情况下,政府有通过意外的高通货膨胀率来改善短期利益的动机,在不考虑失业和通货膨胀的长期权衡的情况下愿意启动意外的扩张性宏观经济政策来获取短期利益。假设公众是理性预期的,也就是说平均通货膨胀率不会由意外的政策措施所引起,而政府关注的是价格稳定和充分就业。

根据 De Grauwe(1996)和 Claassen(1996),我们可以用图1来说明 Barro-Gordon模型。向下斜的曲线  $U_1$  和  $U_2$  等是短期的预期菲利普斯曲线,每一条都描述了不同的给定的预期通货膨胀率。经过自然失业率的垂直曲线  $U_n$  是长期稳定的菲利普斯曲线,在这条曲线上所有的通货膨胀率都能完全预期到。曲线  $I_1$  和  $I_2$  等是政府关于通货膨胀和失业的无差异曲线,每一条无差异曲线都有相同的斜率,无差异曲线的凹性说明随着通货膨胀率的下降,政府为了降低通货膨胀率而不愿意让失业率进一步增加。无差异曲线越平坦,政府赋予降低通货膨胀率的权重就越大。无差异曲线越接近原点表示福利损失越小,并偏好离原点越远的无差异曲线。

假设政府宣告将采取一项货币政策规则使得通货膨胀率为零,并且假设公众相信这项政策是可信的,他们预期的通货膨胀率也为零。如果政府执行这项政策,处于长期菲利普斯曲线的 A 点,那么政府在损失函数上看可以做得更好,因为通过制造意外的通货膨胀,沿着短期菲利普斯曲线  $U_1$  向上移到与无差异曲线  $I_0$

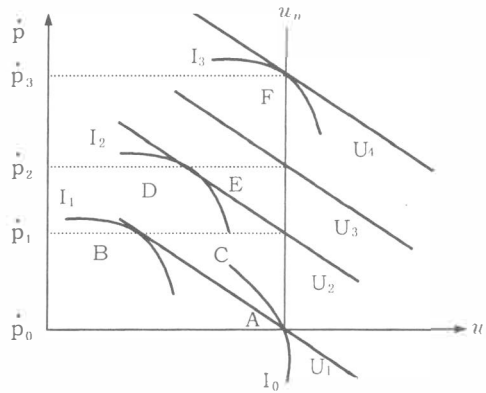


图1 政策信誉的经济分析

上的 A 点更接近原点。在 B 点,公众会向上调整他们的通货膨胀预期,引起短期菲利普斯曲线移动到  $U_2$ ,均衡点变为 C 点,在 C 点给定通货膨胀预期,对政府再次制造意外通货膨胀率移到 D 点和无差异曲线  $I_2$  相切是更优的选择。这样随着时间的推移,经济会最终落在切点 F 上,此时短期福利不会再

增加,F点是时间一致性的、理性预期的均衡点,因为:(1)经济运行在垂直的菲利普斯曲线上,实际通货膨胀率等于预期通货膨胀率;(2)政府没有再次制造意外通货膨胀的动机,否则会移到比 $I_3$ 更远离原点的无差异曲线上去。这样得出的结论是:由于政府赋予未来损失比有意外通货膨胀所产生的短期收益更小的权重。政府的行动会导致长期经济状况比政府开始与公众博弈时更坏。

假设新政府赋予降低通货膨胀率更高的权重,从而使得无差异曲线更平坦。同时假设政府宣布他们打算达到比 $\dot{p}_3$ 更低的通货膨胀率,然而公众没有必要相信政府会改变他们的偏好,公众会寻找政府偏好改变的证据,如失业率的增加,然后根据贝叶斯法则来修正对政府的认识,其结果如图2所示,在粘性价格预期下渐进式政策意味着调整路径是FECA,并且失业率在转换期内会升高。

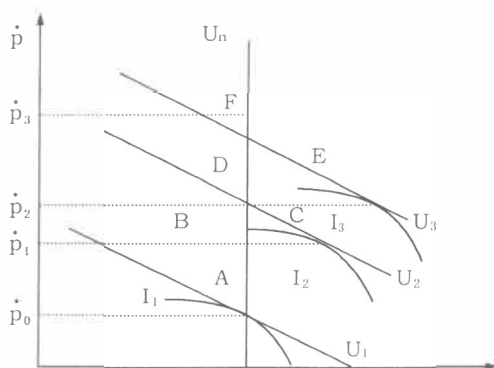


图2 反通货膨胀的过程

假设图2的无差异曲线代表一个低通货膨胀锚国家的偏好,A点是时间一致性的理性预期均衡点,此时通货膨胀率为 $\dot{p}_0$ ,如果高通货膨胀率国家的政府(图1所示)能够使公众相信政府已经改变他们的偏好,从F点移到A点而不会发生像调整路径FECA中失业率的变化。政府可以通过把本国货币汇率钉住低通货膨胀的国家货币来使他们的政策可信,这就意味着高通货膨胀国家均衡的通货膨胀率与低通货膨胀国家一致,高通货膨胀国家的通货膨胀预期比没有实行钉住汇率时下降得更快,这样使得短期菲利普斯曲线向下移动到A点,而在调整过程中失业率会下降(Giavazzi, Paganò; 1988)。也就是说,高通货膨胀国家可以通过钉住外国的货币来引进低通货膨胀锚国家的信誉,而且调整到低均衡通货膨胀率过程中成本会更少。这是汇率名义锚假设的分析核心,也是许多国家实行钉住汇率制度的理论支持。

### 三、模型分析

从上述分析可知高通货膨胀率的国家通过实行钉住汇率制度来引进政策信誉,并使本国的通货膨胀率向锚货币国的通货膨胀率靠拢,从理论上说明汇率政策的良好信誉对政府稳定政策目标的实现是有利的,但应如何来对某个国家的汇率政策信誉进行分析,我们提出一个简单的以汇率为导向的稳定政策模型,而稳定政策将严格地引入一个新的汇率政策承诺。在由政府制定汇

率政策以及货币供给内生的情形下,模型分析了价格制定机制和货币需求的关系,并以此来决定货币流通量,并分析了汇率政策信誉的重要性,明确了信誉的含义,为下面的实证分析提供了理论基础。

### 1. 模型的假设

假定一个经济体满足以下 5 个假设条件:

假设 1:实际产出(实际 GDP)是固定的,并且没有部门性冲击。外国的通货膨胀率等于零,相对购买力平价一直成立。

假设 2:在每一期的期末政府宣布下一期的货币贬值率(用  $d$  来表示),在可信的政策承诺下,通常每一期的货币贬值率都相同,只有在时期 0 由于政府刚刚开始执行新的、严厉的货币贬值目标而成为一个例外。

假设 3:在每一期期末国内的公众会对下一期的通货膨胀率和货币贬值率形成预期<sup>②</sup>,以便能够相应地设定价格(包括产品价格和劳动力价格)。

假设 4:在每一期的期末公众设定下一期的价格,为了保持相对价格水平不变,价格会随着通货膨胀率预期的变化而变化。

$$\Delta p_{t+1}/p_t = E_t \{ \Delta p_{t+1}/p_t \} \quad (1)$$

其中, $p$ 代表价格水平。这个假设说明价格是事先设定的,并有一定的价格刚性,这种刚性可能是由于菜单成本或者由于信息问题而造成的。

假设 5:假设政府能够控制汇率,货币供给则不被政府所控制,货币供给量由货币供给与货币需求的关系来确定。

$$\ln(M_t) - \ln(p_t) = \ln(y_t) + \alpha - \beta E_t \{ \Delta e_{t+1}/e_t \} \quad (2)$$

其中, $M_t$ 表示货币供给/需求量, $y_t$ 表示实际产出或实际 GDP, $\alpha, \beta$ 是货币需求函数的系数<sup>③</sup>。实际货币需求的实际产出弹性等于 1,这样能够保证在条件不发生变化的情况下货币化水平(用  $M/p_y$  来表示)保持不变,而不用关心实际产出的动态变化。等式的最后一项是预期的贬值率,它表示持有本国货币的机会成本,可以用某种货币资产如国库券的利息率来衡量。这促使外国货币市场更具有流动性及有效性,而持有国内货币的成本可以用国内货币的预期贬值率来测量,也可以用持有外国货币的预期收益率来测量。

### 2. 模型分析

Barro(1986)建立了一个博弈模型,模型假设公众对政府行为的信息是不完全的,即公众不确定政府的偏好或做出承诺的机制。一般情况下假设政府有两种类型:(1)可信的政府能够兑现承诺,并没有放弃政策承诺的动机;(2)怀疑的政府没有能力兑现承诺,有放弃承诺的诱惑,采取的是相机抉择的政策选择规则。而公众只有通过观察政府的政策行动来收集信息从而得出政府的类型。公众对政府类型的信念是一个贝叶斯学习过程,公众的后验信念是通过先验信念和观察政府在前一期的政策行动得到的。把对给定两种类型政府的主观概率权重所形成的最后预期,作为对政府类型的预期值。

根据假设可信的政府将坚持汇率政策承诺,即在时期  $t+1$  货币的贬值率将是已宣布的  $d_{t+1}$ :

$$E_t^b \{ \Delta e_{t+1} / e_t \} = d_{t+1} \quad (3)$$

其中,上标  $b$  表示政府类型(1)——可信的政府, $e$  表示名义汇率。

当政府执行汇率政策目标时,在不考虑通货膨胀的其他来源时,如实际GDP的变化、巴拉萨-萨缪尔森效应和价格冲击等,货币贬值是通货膨胀的最主要的来源。如果公众完全相信政府的政策,就会预期国内价格水平和名义汇率相适应,这样实际汇率就能够维持。在这种情况下通货膨胀率也等于本国货币的贬值率  $d_{t+1}$ :

$$E_t^b \{ \Delta p_{t+1} / p_t \} = d_{t+1} \quad (4)$$

我们知道类型(2)——怀疑的政府的承诺是不可信的,政府将会放弃他的承诺。由于低的外汇储备、高的外债负担,公众会认为政府根本没有能力控制汇率水平。另外政府预算赤字是通过货币化来消除,不会因为已宣布的政策承诺而减少,因此货币将继续增加,且货币增长率不变。

这样在类型(2)的条件下,公众预期会符合以下的逻辑:

(1)预期通货膨胀率将会保持不变,与前期的通货膨胀率相等:

$$E_t^s \{ \Delta p_{t+1} / p_t \} = \Delta p_t / p_{t-1} \quad (5)$$

其中, $s$  表示政府类型 2——怀疑的政府。

(2)预期实际汇率将回归到政府开始执行新的汇率政策时的实际汇率水平:

$$E_t^s \{ p_{t+1} / p_{t+1}^* e_{t+1} \} = p_0 / p_0^* e_0 \quad (6)$$

其中  $p^*$  表示外国价格水平,0 期是新的汇率承诺宣布执行的时期。

在相机抉择的条件下政府在货币市场上的所有干预行为促使名义汇率偏离均衡值,进而引起实际汇率偏离均衡值。如果政府只是尽力减缓货币贬值率和通货膨胀率,那么干预只能稳定国内货币价值,实际汇率也会升值。理论界认为,由于外资的流入、生产效率的提高或者货币币值本身已经被严重低估,实际汇率升值是能够预期的。

(3)预期通货膨胀率将保持不变,实际汇率将会回归到新的汇率政策开始执行时的水平,假定外国的价格水平保持不变,名义汇率的预期贬值率等于潜在货币价值的贬值。

$$E_t^s \{ \Delta e_{t+1} / e_t \} = (p_t / p_0) (p_t / p_{t-1}) / (e_t / e_0) - 1 \quad (7)$$

在形成预期的第二阶段公众运用对给定两种类型政府的主观概率权重和预测变量(包括通货膨胀率和贬值率)预期值来形成最后的预期,作为对具体政府政策下预测变量的预期值。

$$E_t \{ \Delta p_{t+1} / p_t \} = \theta_t E_t^b \{ \Delta p_{t+1} / p_t \} + (1 - \theta_t) E_t^s \{ \Delta p_{t+1} / p_t \} \quad (8)$$

$$E_t \{ \Delta e_{t+1} / e_t \} = \theta_t E_t^b \{ \Delta e_{t+1} / e_t \} + (1 - \theta_t) E_t^s \{ \Delta e_{t+1} / e_t \} \quad (9)$$

其中, $\theta_t$  表示对可信政府的主观概率, $1 - \theta_t$  表示对怀疑政府的主观概率。

Drazen、Masson(1993)和 Masson(1995)认为,信誉是公众相信政府执行政策承诺的可能性,一般情况下信誉包含两部分的内容:一是对于价格或汇率目标的承诺来评估政府的类型,也就是我们所知道的政府的声誉;二是评估政府在政策收益的约束下,当面对外部冲击时决定坚持执行已宣布政策的概率。系数  $\theta$  是非常重要的一个参数,可以用来表示政府已宣布的汇率政策信誉,当它等于 1 时表示政府汇率政策是完全可信的,公众会根据已宣布的汇率政策调整他们的预期;当它等于 0 时表示政府的汇率政策完全不可信任,人们对通货膨胀率和汇率的预期将不会受政府政策的影响;当它在 0 到 1 之间时表示公众对政府坚持已宣布的汇率承诺目标从完全不信任到完全信任之间,当系数  $\theta$  越接近 1 时,汇率政策的信誉越高;当系数越接近 0 时,汇率政策的信誉越低。

#### 四、人民币汇率政策的信誉实证分析

##### 1. 当前人民币汇率政策分析

1994 年,根据建立社会主义市场经济体制和汇率稳定的需要,提出了“改革外汇管理体制,建立以市场需求为基础的、有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场,逐步使人民币成为可兑换货币”,我国的汇率政策出现新一轮的变革,逐渐形成了目前的汇率管理基本框架<sup>①</sup>:(1)确立了新的管理浮动汇率制度;(2)建立了银行同业外汇交易市场;(3)建立了新的汇率管理制度。

1994 年汇率并轨以来<sup>②</sup>,人民币兑美元汇率从最初的 8.70 元,到 2004 年初,人民币名义汇率一直稳定在 8.27 元,基本上是稳定略有升值。人民币汇率日间的波动也远小于中央银行规定的幅度,人民币汇率实质上已经成为“事实的固定钉住美元”(de facto dollar peg)汇率制。显然,当前我国汇率政策的目标是保持汇率的稳定,而汇率的稳定一方面得益于我国的国际收支出现了很大的变化,双顺差的格局得到维持;另一方面得益于政府政策的稳定,自从建立社会主义市场经济制度以来,我国坚持市场经济体制,改革了与市场经济不相适应的各项经济制度,使得政府良好的声誉在经济运行中得到充分的体现<sup>③</sup>。

##### 2. 货币化程度的估算

(1)国内生产总值(GDP)和广义货币的动态分析。如图 3 所示,1994 年以来,我国的 GDP 增长率持续下降,但并没有出现大幅震荡的情况,下降也是缓慢的,且一直保持高速增长态势,这种变化与我国经济发展进程中政府调控能力逐步加强和世界经济(尤其是周边东亚经济体和日本经济)的相对萧条有关。到了 2000 年后 GDP 增长率持续平稳,表明我国已经克服了内需不足和外部的影响。我们知道汇率波动和 GDP 增长之间有密切关系,GDP 的增长是汇率稳定的最主要因素,因为 GDP 的增长意味着财富的增加,此时如果市

场供需平衡则物价稳定,汇率波动的方差相应缩小,汇率就稳定,可持续的经济增长使得人民币汇率长期趋于稳定(丁剑平,2003)。

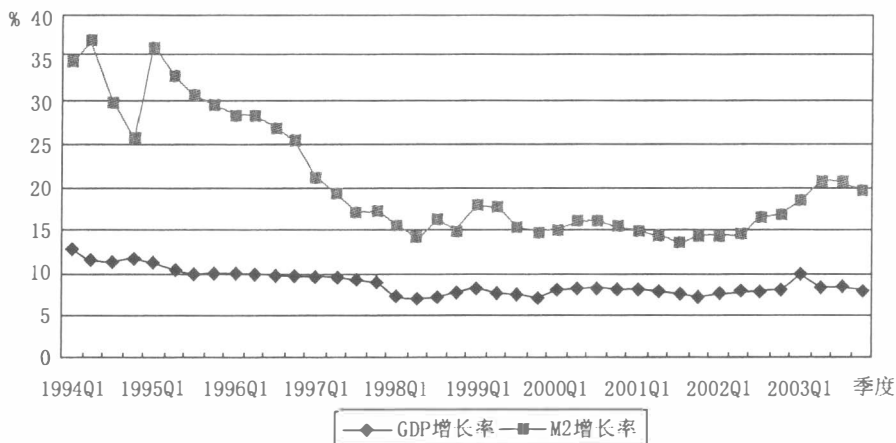


图3 GDP和广义货币(M<sub>2</sub>)增长率变化趋势

从1994年开始,广义货币(M<sub>2</sub>)的增长率持续下降,货币供应的下降在解决了经济过热和高通货膨胀问题的同时,也引发了内需的相对不足问题。而在2000~2002年间,外汇储备的快速增加引起的货币投放对货币供应量的年贡献率达到了80.94%,而且该比例呈急剧上升的态势(李惠芬,2003)。所以汇率稳定的政策在取得了良好效果的同时,也付出了巨大的成本。

(2)货币化水平的计算。从GDP和广义货币的分析可以看出货币化程度呈逐渐上升的趋势(参见图4),反映出我国经济运行中金融化的深度和广度在逐渐加强,从长远来看,货币化水平还会继续上升,货币化水平的上升促进了人民币汇率的稳定,提高了汇率政策的信誉。

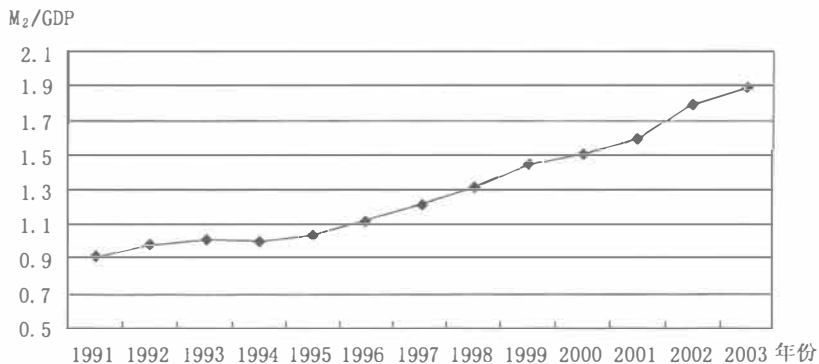


图4 货币化水平的趋势

3. 汇率信誉指标  $\theta$  值的估算

(1)  $\alpha, \beta$  的计算。从上面的公式(2)可以看出,货币需求关系的系数有  $\alpha, \beta$ 。其中,  $\alpha$  表示在一定的经济结构条件下货币化水平潜在的最大值,而  $\beta$  表示的是货币需求变化值的本国货币预期贬值率的弹性值,但计算时我们采用变量实际观测值来反映。这样根据上面的计算,近年来我国货币化水平的最大值是 1.9,我们可以近似地认为货币化水平潜在的、最大值是  $1.9^{\text{⑦}}$ 。对于  $\beta$  的计算就相对要复杂一些,通过计算可以得到  $\beta$  值大约等于 2.210。也就是说当对人民币汇率的预期贬值率为 1%时,货币需求的变化值是 2.21%。

(2)  $\theta$  的计算。在计算政策信誉指标  $\theta$  值时涉及到两组数据,一是货币化水平,二是潜在的贬值水平。在前面已经计算了我国的货币化水平,在计算潜在的贬值水平时,假设在正常条件下购买力平价条件成立,名义汇率将会回归到本国货币的实际汇率水平上来,那么公众对汇率的预期也将回归到实际汇率水平。因此,本国货币潜在的贬值水平可以用通过满足购买力平价的实际汇率与市场名义汇率的变动比率来衡量。但在计算实际汇率水平时,有基期选择的问题,基期的不同将直接影响到预期的货币贬值率。对于我国而言,基期可以选择新汇率政策开始实施的 1994 年初,这样公众会预期本国货币向新汇率政策开始以来的实际汇率水平趋近。按照这个思路我们只要计算购买力平价所决定的实际汇率水平<sup>⑧</sup>,而本国价格水平、外国价格水平和名义汇率的数据都可以相应得到,从而就能够计算出潜在的贬值水平(参看表 1),这个变量的动态变化反映了人民币实际汇率升值的过程。计算所需要的最后一个变量是名义汇率目标,虽然我国并没有明确的汇率目标或货币贬值目标,但汇率稳定是我国 1994 年以来外汇管理体制的一个重要目标,我们通过人民币名义汇率的变动和中央银行的汇率政策措施也可以看出来,这样我们就可以假定政府的汇率政策目标是对每一期来说贬值率为 0。

表 1 预期贬值率的变动趋势

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
名义汇率	5.762	8.619	8.351	8.314	8.29	8.279	8.278	8.279	8.277	8.277	8.277
实际汇率	5.762	7.322	6.385	6.076	6.114	6.311	6.557	6.693	6.799	6.977	6.993
预期贬值率	0	0.1771	0.3079	0.3682	0.3558	0.3116	0.2623	0.2368	0.2172	0.1862	0.1836

说明:数据来源于 IMF, International Financial Statistics。以 1993 年作为基期,价格水平选择了 GDP 平减指数,实际汇率和名义汇率均是人民币对美元汇率。

根据上面的分析我们就可以计算出汇率政策的信誉指标  $\theta$  值,其结果如图 5 所示。从  $\theta$  的变动趋势可以得到我国自 1994 年以来实施的汇率政策在经历了初期的低信誉后,汇率政策信誉逐渐平稳上升,尤其是在 1997~1998 年亚洲金融危机后人民币坚持不贬值,保持了人民币汇率的稳定,同时公众对



我国汇率政策的信心得到进一步的加强。到近期公众对稳定汇率的承诺几乎达到了完全的信任。

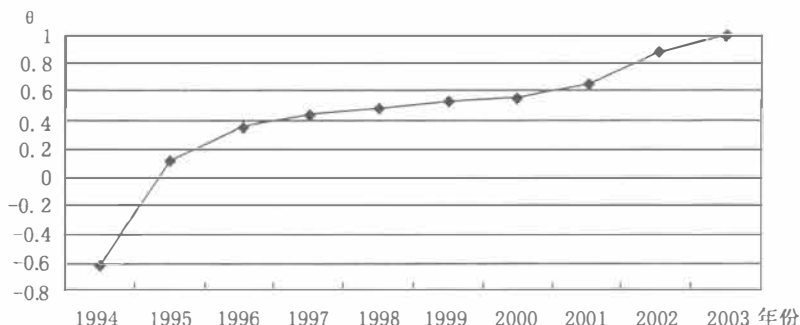


图 5 θ 的趋势

#### 4. 人民币汇率政策信誉的分析

(1)政府声誉。Barro(1986)和 Roberto(1998)认为政府的声誉是解决政策时间不一致性问题的一个可行办法,政府在政策实施中与公众建立的长期关系,因为严格遵守政策承诺而逐渐树立声誉,保持声誉的延续是防止政府欺骗公众的重要动机,并且这种动机有足够的效力使政策达到最优结果。改革开放以来,尤其是 1994 年以来,我国政府在制订和执行汇率政策过程中获得了良好的声誉,具体表现在两方面:一是在 1997~1998 年的亚洲金融危机中我国政府坚持人民币不贬值,为亚洲遭受危机的国家恢复经济创造了良好的经济环境;二是温家宝总理在 2003 年 3 月答记者问时提到,人民币汇率安排与我国经济发展阶段、企业承受能力和金融监管水平相适应,符合我国国情,人民币的强劲和稳定不仅有利于中国,也有利于亚洲和世界。所有这些都为我国政府良好的声誉提供了基础。

(2)政策本身。政策信誉不仅是简单地反映政府执行政策承诺的意图,而且能够反映政府在不利的环境下执行政策承诺的能力(Drazen, Masson 1993)。1994 年开始的外汇管理体制的改革是社会主义市场经济进程中的客观要求,是与当时的经济金融形势相适应的,它从根本上改变了以往的外汇供求格局,甚至人民币汇率的性质和形成机制。在人民币汇率政策的实施过程中,政府不仅能够坚持政策承诺,而且付诸行动以维持人民币汇率的稳定。

(3)经济环境。最优政策的时间不一致性产生的根源之一是政策实施的环境或对政策措施预期的不确定性,即使政府没有动机去偏离已经公布的政策措施,也就是说政府的政策是最优的,并且是时间一致的,但在一个随机的经济环境下,外部冲击使事先的政策偏离执行的路径,也就是说,政府不能把事先承诺的政策行动与不同的经济环境相适应。1994 年以来,我国的宏观经济形势发生了一些重要的变化,金融体制改革和外汇管理体制改革都对宏观

经济的发展产生了重要的影响,使得宏观经济的各项指标都有明显的进步,如通货膨胀率持续下降,GDP增长率虽有所下降但仍保持高位,人民币汇率一直保持稳定,外汇储备充足,等等。良好的宏观经济形势在人民币汇率政策的实施过程中都是有利的人民币汇率的稳定。

## 五、结 论

从上面的分析可以看出,目前人民币汇率政策具有很高的信誉,汇率政策的高信誉对我国经济发展有很大的好处,既有利于政府继续坚持汇率稳定的政策,因为我国宏观经济政策目标的实现需要人民币汇率的基本稳定,而汇率政策的高信誉保证了人民币汇率的稳定,从而促进国际收支的平衡和国民经济持续、健康、稳定发展;又有利于人民币的国际化,只有在市场机制完善的进程中保持人民币币值的稳定,才能赢得国内外对人民币的信心,而信心是人民币成为国际货币的核心(丁剑平,2003)。

值得注意的是,虽然当前公众对人民币汇率保持稳定充满信心,经过近十年的实践,人民币汇率政策赢得了很高的信誉,但是也不可否认由于外汇市场供求形势的变化和外汇储备大幅度的增加,人民币币值面临较大的升值压力。应采取一些积极的措施来释放升值压力,以维护人民币汇率的稳定。

### 注释:

- ①信誉是公众相信当前和未来的政策与政府起初宣布的政策承诺一致的程度,所以信誉被认为是政府通过发布正式政策来对未来政策“捆绑他们的手”的程度的度量。
- ②货币汇率的预期有可能是预期贬值也可能预期升值,我们统一用货币贬值预期来表达。
- ③这个关系式是由卡甘(Cagan,1956)所提出的通货膨胀模型得来的。
- ④在我国1994年的外汇管理体制改革中,除了对汇率制度进行改革外,还包括改革了外汇留成制度和外汇支出行政审批制度,实行银行结售汇制度。
- ⑤所谓汇率并轨,是指在1993年末人民币兑美元汇率为1美元兑5.80元、外汇调剂市场价格为1美元兑8.70元的基础上,1994年1月3日人民币汇率调整到1美元对8.70元。
- ⑥信誉(Credibility)和声誉(Reputation)在有的文献里是等同的,但(Agenor和Taylor 1992)认为两者之间有明显的区别,声誉一般针对政府等政府,而信誉则是针对政府制定的政策。本文也参照这种区分。
- ⑦虽然我国货币化水平呈逐渐上升的趋势,其潜在的最大值也许是接近无穷大,但由于考虑到期间问题,我们把货币化水平的潜在最大值定为到目前为止的最大值。
- ⑧购买力平价所决定的实际汇率水平由于选择价格水平不一样,其计算的结果也不一样,可选择的价格水平有居民消费价格指数、贸易品价格指数、批发价格指数和GDP平减指数等,本文选择的是GDP平减指数。

### 参考文献:

- [1]Barro, Robert J, David B Gordon. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy[J]. Journal of monetary economics, 1983 Vol. 12.

- [2] Drazen, Allan, Paul R Masson. Credibility of policies versus credibility of policy makers[R]. 1993 NBER Working Paper No. 4448.
- [3] Masson, Paul R. Gaining and losing ERM credibility: The case of the United Kingdom [J]. The Economic Journal. May 1995. Vol. 105, Iss. 430.
- [4] Barro, Robert J. Reputation in a model of monetary policy with incomplete information [J]. Journal of Monetary Economics, 1986 Vol. 17.
- [5] Agenor, Pierre-Richard, Mark P Taylor. Testing for credibility Effects[R]. IMF Staff Papers 1992 Vol. 39 No. 3.
- [6] Agenor, Pierre-Richard. Credibility and exchange rate management in developing countries[J]. Journal of Development Economics, Oct 1994. Vol. 45, Iss. 1.
- [7] Anderson, Torben M. Rules versus discretion in monetary policy; The case of asymmetric information[J]. Journal of Economic Dynamics and Control 1986 Vol. 10.
- [8] Anderson, Torben M, Ole Risager. The role of credibility for the effects of a change in the exchange rate policy[R]. Oxford Economic Papers. 1991 Vol. 43.
- [9] Backus, David, John Driffill. Inflation and reputation[J]. The American Economic Review, 1985 Vol. 75 No. 3.
- [10] 李惠芬. 人民币汇率相对不变政策在内外均衡中的成本效应与调整思路[J]. 国际金融研究, 2003, (9).
- [11] 丁剑平. 关于现行的人民币汇率机制的可持续性研究[J]. 国际金融研究, 2003, (5).

## Analysis of Policy Credibility and Reputation of RMB Exchange Rate Policy

PENG Yu-liu

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics,  
Shanghai 200433, China)

**Abstract:** Reputation of exchange rate policy is a key factor for the stable policy of the orientation of exchange rate to reach its expected target. A stable RMB exchange rate is the main target of current exchange rate policy in China. Starting from the theory of policy credibility, the paper analyses the reputation of current RMB exchange rate policy by employing a new theoretical model to simulate the reputation of exchange rate policy. It quantifies the index of the reputation of exchange rate policy and concludes that RMB exchange rate policy enjoys very good reputation. Therefore, we should be confident of the stability of RMB exchange rate.

**Key words:** policy credibility; RMB; exchange rate policy; reputation