

# 国际金融新秩序下的人民币全方位 固定汇率制度\*

龚刚 高坚

**内容提要:** 发达国家资本市场的开放使得它们不得不选择浮动汇率制度。而这样一种选择并非意味着这些国家并不希望汇率稳定。事实上,无论是就发达国家还是发展中国家而言,汇率稳定总是一件好事:它将减少贸易和投资的风险,并提高经济社会的稳定性和安全性。然而,中国目前仅定住美元的固定汇率制度并不能完全发挥固定汇率制度的好处。为此我们建议中国应执行全方位的固定汇率制度。当中国执行全方位的固定汇率制度时,世界主要货币之间的汇率也将变得稳定。与此同时,中国这种全方位的固定汇率制度也将促使发达国家(特别是美国)对其金融体制的重新审视,并可能被迫做出抑制其信用无限扩张的制度安排。

**关键词:** 全方位固定汇率制度, 货币政策, 三元悖论, 资本市场的开放

## 一、引言

金融海啸不仅冲击着世界各国的经济,同时它也冲击着现有的国际金融秩序,而人民币汇率问题也将再次不可避免的被人们所关注。本文中我们将讨论未来新的国际金融体系中,人民币汇率将扮演什么样的作用?中国应如何通过行使独立自主的人民币汇率制度为稳定世界金融秩序做出应有的贡献?

尽管中国人民银行行长周小川日前已经提出与主权脱钩的国际货币这一战略性概念,然而,我们相信这应该是一个更为长远的目标。短期内这样一种目标不太可能实现:它也必然会遭到美国及其它反达国家的反对。然而,中国作为发行人民币的主权独立国家是可以独立自主的行使人民币汇率制度。因此,通过行使独立自主的人民币汇率制度为稳定世界金融秩序做出贡献在短期内也就成可能。

关于汇率制度问题,不外乎如下选择:第一,是执行固定汇率制度还是浮动汇率制度?第二,如果执行固定汇率制度,则目标汇率应定在什么水平,或者说使本国货币升值还是贬值?这里,所谓固定汇率制度是指中央银行通过买卖外汇等方式对外汇市场进行干预,以维持其预先设定的目标汇率;而浮动汇率则是指中央银行并不对外汇市场进行干预,其汇率由外汇市场自由决定。而所谓的升值或贬值则是相对于外汇市场上无政府买卖行为情况下的汇率而言。

本文所提出的中心思想是中国应执行人民币的全方位固定汇率制度。这里,所谓的全方位固定汇率制度是指人民币不仅要盯住美元,同时也要盯住世界其它主要货币。这也同时意味着人民币的汇率目标是多重的。我们认为,就中国经济而言,这样一种全方位的固定汇率制度将充分发挥固定汇率制度在提高经济的稳定性和安全性方面的好处。就世界经济而言,当中国执行这样一种全方位的固定汇率制度时,世界主要货币之间的汇率也将应国际货币市场中的套利行为而稳定于由人民币多重目标汇率所反映的它们之间的汇率,从而将提高世界金融体系的稳定性和安全性。此外,中国执行这样一种全方位的固定汇率制度也将促使发达国家(特别是美国)对其金融体制的重新审视,并不得不做出抑制其信用无限扩张的制

---

\* 龚刚,南开大学当代中国经济研究中心,邮政编码:300071,电子信息:[gongg@nankai.edu.cn](mailto:gongg@nankai.edu.cn);高坚,国家开发银行,邮政编码:100034。

度安排。

本文的结构安排如下。首先在第二部分中，我们将考察汇率与汇率制度在世界范围内的分布，特别的，我们将考察发达国家和发展中国家在汇率和汇率制度选择方面的不同，并对这种不同进行解释。该部分的讨论实际上为本文的第三部分提供了准备。本文的第三部分将提出我们的主要观点，即中国应执行全方位的固定汇率制度。这里，我们将分析固定汇率制度对经济的影响。我们也将讨论在人民币执行全方位的固定汇率制度下，世界货币市场中的套利行为是如何使世界各主要货币之间的汇率趋于稳定。与此同时，中国这样一种全方位的固定汇率制度又是如何促使发达国家（特别是美国）对其金融体制的重新审视，并不得不做出抑制其信用无限扩张的制度安排。最后，本文的第四部分则是对全文的一个总结。

## 二、汇率与汇率制度——世界范围内的考察及解释

### 考察一：固定汇率制度与浮动汇率制度

如果我们考查一下当今世界各个国家的汇率制度，我们似乎可以发现如下事实：大多数发达国家，如美国、日本和欧元国家等实行的是浮动汇率制度，而与此同时，中国及其它许多发展中国家选择的是固定汇率制度。表 1 给出了到 2006 年 12 月为至，世界各国所执行的汇率制度之分布情况。

表 1： 各国汇率制度之分布（2006 年 12 月）<sup>1</sup>

| 汇率制度      |                 | 国家和地区   |
|-----------|-----------------|---|
| 无独立法定货币   | 其他国家货币作法定货币 (9) | 巴拿马、东帝汶、厄瓜多尔、基里巴斯、马绍尔群岛、密克罗尼西亚、帕劳、萨尔瓦多、圣马力诺   |
|           | 东加勒比海货币联盟 (6)   | 安提瓜和巴布达、多米尼加、格林纳达、圣基茨和尼维斯、圣路西亚、圣文森特和格林纳丁斯   |
|           | 非洲法郎区 (14)      | 贝宁、布基纳法索、多哥、几内亚比绍、科特迪瓦、马里、尼日尔、塞内加尔、赤道几内亚、刚果、加蓬、喀麦隆、乍得、中非  |
|           | 欧元区 (12)        | 爱尔兰、奥地利、比利时、德国、法国、芬兰、荷兰、卢森堡、葡萄牙、西班牙、希腊、意大利  |
| 货币局 (7)   |                 | 爱沙尼亚、保加利亚、波黑、吉布提、立陶宛、文莱、中国香港  |
| 传统盯住      | 盯住单一货币 (47)     | 阿拉伯联合酋长国、阿鲁巴、埃及、埃塞俄比亚、安的列斯群岛、巴巴多斯、巴哈马、巴基斯坦、巴林、白俄罗斯、玻利维亚、伯利兹、不丹、厄立特里亚、佛得角、圭亚那、荷兰、洪都拉斯、津巴布韦、卡塔尔、科摩罗、科威特、拉脱维亚、莱索托、黎巴嫩、卢旺达、马尔代夫、马耳他、马其顿、毛里塔尼亚、纳米比亚、尼泊尔、塞拉利昂、塞舌尔、沙特阿拉伯、斯威士兰、苏里南、所罗门群岛、特立尼达和多巴哥、土库曼斯坦、委内瑞拉、乌克兰、叙利亚、伊拉克、约旦、越南、中国 |
|           | 盯住货币篮子 (5)      | 斐济、利比亚、摩洛哥、萨摩亚、瓦努阿图   |
| 波幅盯住 (6)  |                 | 丹麦、塞浦路斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、汤加、匈牙利   |
| 管理浮动 (51) |                 | 阿尔及利亚、阿富汗、阿根廷、安哥拉、巴布亚新几内亚、巴拉圭、布隆迪、多米尼加、俄罗斯、冈比亚、哥伦比亚、格鲁吉亚、哈萨克、海地、吉尔吉斯斯坦、几内亚、加纳、柬埔寨、捷克、克罗地亚、肯尼亚、老挝、利比里亚、罗马尼亚、马达加斯加、马拉维、马来西亚、毛里求斯、蒙古、孟加拉国、秘鲁、缅甸、摩尔多瓦、莫桑比克、尼日利亚、塞黑、圣多美和普林西比、苏丹、斯里兰卡、塔吉克斯坦、泰                                   |

<sup>1</sup>该表引自张卫平、王一鸣（2007）。

|           |  |
|-----------|--|
|           | 国、突尼斯、危地马拉、乌拉圭、乌兹别克、新加坡、牙买加、亚美尼亚、也门、印度、赞比亚   |
| 独立浮动 (25) | 阿尔巴尼亚、澳大利亚、巴西、冰岛、波兰、菲律宾、刚果民主共和国、韩国、加拿大、美国、墨西哥、南非、挪威、日本、瑞典、瑞士、索马里、坦桑尼亚、土耳其、乌干达、新西兰、以色列、印尼、英国、智利 |

可以看到真正意义上的浮动汇率制国家（或地区）一共有 25 个，加上 12 个欧元区国家共有 37 个，其中大多数为发达国家。其余国家（或地区）要么无独立法定货币（29 个），<sup>2</sup> 要么执行货币局制度（7 个），<sup>3</sup> 而其它 109 个国家基本上都可以理解为传统意义上的固定汇率制（包括有管理的浮动汇率制度）。<sup>4</sup>

## 考察二：货币的贬值与升值

关于汇率问题的第二个考察是那些执行固定汇率制度的发展中国家其本国货币通常是贬值的。这意味着它们的中央银行所设定的汇率目标通常使得本国货币故意贬值。表二给出了 2003 年世界各国货币对美元的市场汇率与按实际购买力平价所计算的汇率之比的分布情况。

表二 世界各国货币对美元的市场汇率和按实际购买力所计算的汇率之比<sup>5</sup>

|         |       |          |      |            |      |           |      |
|---------|-------|----------|------|------------|------|-----------|------|
| 朝鲜      | 180.6 | 毛里求斯     | 3.81 | 南非         | 2.47 | 钯金合金      | 1.59 |
| 乌兹别克斯坦  | 10.97 | 所罗门群岛    | 3.81 | 汤加         | 2.46 | 格林纳达到     | 1.54 |
| 塔吉克斯坦   | 9.28  | 伊朗       | 3.76 | 纳米比亚       | 2.39 | 牙买加       | 1.52 |
| 蒲隆地     | 8.42  | 几内亚比绍共和国 | 3.62 | 古巴         | 2.38 | 斯洛文尼亚     | 1.51 |
| 白俄罗斯    | 7.79  | 厄立特里亚    | 3.56 | 立陶宛        | 2.37 | 塞舌尔群岛     | 1.46 |
| 几内亚     | 7.61  | 玻利维亚     | 3.55 | 约旦         | 2.36 | 巴林        | 1.45 |
| 埃塞俄比亚   | 7.05  | 坦桑尼亚     | 3.52 | 洪都拉斯       | 2.36 | 黎巴嫩       | 1.43 |
| 尼泊尔     | 6.94  | 土库曼斯坦    | 3.51 | 危地马拉       | 2.34 | 韩国        | 1.43 |
| 乌克兰     | 6.58  | 蒙古       | 3.49 | 斐济         | 2.34 | 科威特       | 1.42 |
| 摩尔多瓦    | 6.58  | 泰国       | 3.47 | 瓦努阿图       | 2.33 | 塞浦路斯      | 1.40 |
| 格鲁吉亚    | 6.50  | 保加利亚     | 3.47 | 厄瓜多尔       | 2.33 | 刚果（布）     | 1.40 |
| 莫桑比克    | 6.38  | 阿根廷      | 3.41 | 基里巴斯       | 2.30 | 香港        | 1.40 |
| 亚美尼亚    | 6.15  | 科摩罗      | 3.41 | 爱沙尼亚       | 2.24 | 墨西哥       | 1.38 |
| 斯威士兰    | 6.05  | 哥伦比亚     | 3.40 | 伯利兹城       | 2.20 | 新加坡       | 1.36 |
| 马拉维     | 5.95  | 吉布提      | 3.39 | 萨尔瓦多       | 2.19 | 葡萄牙       | 1.34 |
| 巴布亚新几内亚 | 5.94  | 塞拉利昂     | 3.35 | 多末尼加岛      | 2.18 | 塞尔维亚和孟的内哥 | 1.34 |
| 卢旺达     | 5.93  | 喀麦隆      | 3.30 | 秘鲁         | 2.17 | 巴哈马群岛     | 1.28 |
| 印度      | 5.72  | 北非的共和国   | 3.22 | 萨摩亚群岛      | 2.15 | 波多黎各      | 1.20 |
| 孟加拉国    | 5.67  | 塞内加尔     | 3.21 | 加蓬         | 2.15 | 新西兰       | 1.19 |
| 越南      | 5.57  | 摩洛哥      | 3.17 | 阿曼         | 2.14 | 以色列       | 1.17 |
| 斯里兰卡    | 5.43  | 马里       | 3.17 | 文莱         | 2.12 | 澳大利亚      | 1.11 |
| 哈萨克斯坦   | 4.96  | 不丹       | 3.13 | 巴拿马        | 2.08 | 加拿大       | 1.10 |
| 巴拉圭     | 4.87  | 科特迪瓦     | 3.08 | 特立尼达和多巴哥   | 2.07 | 希腊        | 1.08 |
| 巴基斯坦    | 4.84  | 多米尼加     | 3.05 | 密克罗尼西亚     | 2.04 | 西班牙       | 1.08 |
| 印度尼西亚   | 4.77  | 阿尔及利亚    | 3.03 | 波斯尼亚和黑塞哥维那 | 2.04 | 荷属安的列斯群岛  | 1.06 |
| 柬埔寨     | 4.73  | 佛得角      | 2.98 | 赤道几内亚      | 2.03 | 阿拉伯联合酋长国  | 1.04 |

<sup>2</sup> 即使用某一外国货币作为本国所流通的货币。

<sup>3</sup> 这也是一种严格的固定汇率制度，但与标准固定汇率制度所不同的是，本币的发行是以外币资产作为支撑。因此，它基本上已失去了货币政策的自主权。

<sup>4</sup> 有管理的浮动汇率制度也同样意味着中央银行对外汇市场的干预。所不同的是，中央银行所设定的目标汇率为一区域，而非一定值。

<sup>5</sup> 本表数据来源于 PWT (Penn World Table) 数据库: <http://pwt.econ.upenn.edu/>。

|          |      |       |      |         |      |       |      |
|----------|------|-------|------|---------|------|-------|------|
| 乌干达      | 4.68 | 马来西亚  | 2.97 | 也门      | 2.02 | 美国    | 1.00 |
| 埃及       | 4.68 | 伊拉克   | 2.93 | 哥斯达黎加   | 1.98 | 意大利   | 0.97 |
| 迦纳       | 4.63 | 中非共和国 | 2.88 | 委内瑞拉    | 1.98 | 卡塔尔   | 0.96 |
| 毛里塔尼亚    | 4.57 | 乌拉圭   | 2.88 | 斯洛伐克    | 1.90 | 奥地利   | 0.94 |
| 老挝       | 4.51 | 肯尼亚   | 2.85 | 叙利亚     | 1.89 | 英国    | 0.93 |
| 阿塞拜疆     | 4.49 | 智利    | 2.83 | 捷克      | 1.86 | 法国    | 0.92 |
| 刚果(金)    | 4.48 | 苏丹    | 2.80 | 苏里南     | 1.82 | 德国    | 0.91 |
| 尼加拉瓜     | 4.43 | 巴西    | 2.80 | 波扎纳     | 1.81 | 比利时   | 0.90 |
| 菲律宾      | 4.43 | 赖比瑞亚  | 2.78 | 波兰      | 1.80 | 卢森堡   | 0.86 |
| 圣多美和普林西比 | 4.40 | 贝宁    | 2.76 | 澳门      | 1.80 | 荷兰    | 0.85 |
| 布基纳法索    | 4.38 | 阿尔巴尼亚 | 2.71 | 土耳其     | 1.76 | 瑞典    | 0.81 |
| 中国       | 4.18 | 多哥    | 2.68 | 匈牙利     | 1.74 | 芬兰    | 0.80 |
| 莱索托      | 4.13 | 马尔代夫  | 2.65 | 安提瓜岛    | 1.73 | 冰岛    | 0.76 |
| 尼日       | 4.10 | 尼日利亚  | 2.63 | 巴巴多斯    | 1.72 | 日本    | 0.76 |
| 俄罗斯      | 4.10 | 圣文森岛  | 2.62 | 马耳他     | 1.71 | 丹麦    | 0.76 |
| 阿富汗      | 4.09 | 马达加斯加 | 2.59 | 克罗地亚    | 1.67 | 爱尔兰   | 0.74 |
| 甘比亚      | 4.08 | 罗马尼亚  | 2.56 | 圣露西亚    | 1.67 | 挪威    | 0.71 |
| 津巴布韦     | 4.04 | 赞比亚   | 2.55 | 圣其茨-尼维斯 | 1.66 | 瑞士    | 0.70 |
| 乍得       | 3.96 | 马其顿王国 | 2.53 | 沙特阿拉伯   | 1.65 | 百慕大群岛 | 0.65 |
| 索马里      | 3.81 | 拉脱维亚  | 2.48 | 台湾      | 1.64 |       |      |

从表 2 中我们可以看到，几乎所有的发展中国家和地区其针对美元的市场汇率要高于按购买力平价所计算的汇率，即其比值要远远高于 1。这意味着它们的货币都被贬值了。与此同时，就所有的发达国家和地区而言，该比值则接近于 1 或小于 1。

### 考察三：资本市场的开放

接下来，我们将考察汇率制度的选择是否与一个国家的资本市场开放有关。有关这方面的资料并不是很多。表 3 给出了 G20 国家资本账户开放度之比较。

表 3: G20 国家资本账户开放程度之比较<sup>6</sup>

|      | 不考虑权重的计算结果 |       |       | 考虑权重的计算结果 |       |       |
|------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|      | 平均         | 资本流出  | 资本流入  | 平均        | 资本流出  | 资本流入  |
| 印尼   | 0.535      | 0.523 | 0.548 | 0.536     | 0.494 | 0.579 |
| 中国   | 0.537      | 0.504 | 0.569 | 0.497     | 0.491 | 0.503 |
| 印度   | 0.557      | 0.518 | 0.595 | 0.558     | 0.533 | 0.582 |
| 阿根廷  | 0.593      | 0.615 | 0.571 | 0.592     | 0.655 | 0.529 |
| 墨西哥  | 0.602      | 0.639 | 0.565 | 0.595     | 0.648 | 0.541 |
| 澳大利亚 | 0.704      | 0.700 | 0.708 | 0.627     | 0.652 | 0.603 |
| 俄罗斯  | 0.708      | 0.714 | 0.702 | 0.672     | 0.688 | 0.657 |
| 沙特   | 0.722      | 0.750 | 0.694 | 0.691     | 0.723 | 0.658 |
| 南非   | 0.726      | 0.702 | 0.750 | 0.722     | 0.717 | 0.728 |
| 韩国   | 0.756      | 0.774 | 0.738 | 0.716     | 0.728 | 0.704 |
| 德国   | 0.763      | 0.734 | 0.792 | 0.636     | 0.670 | 0.602 |
| 土耳其  | 0.783      | 0.779 | 0.788 | 0.734     | 0.740 | 0.727 |
| 美国   | 0.838      | 0.810 | 0.867 | 0.728     | 0.713 | 0.744 |
| 巴西   | 0.845      | 0.857 | 0.833 | 0.694     | 0.671 | 0.717 |
| 日本   | 0.849      | 0.810 | 0.889 | 0.778     | 0.723 | 0.833 |
| 法国   | 0.881      | 0.905 | 0.857 | 0.832     | 0.846 | 0.818 |

<sup>6</sup> 该表数据来自于倪全生、潘丽英（2009）。

|     |       |       |       |       |       |       |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 意大利 | 0.944 | 0.944 | 0.944 | 0.914 | 0.874 | 0.955 |
| 加拿大 | 0.944 | 1.000 | 0.889 | 0.951 | 1.000 | 0.902 |
| 英国  | 0.976 | 1.000 | 0.952 | 0.986 | 1.000 | 0.972 |

该表似乎告诉我们，那些执行固定汇率制度的国家其资本市场通常是不完全开放（或者说开发程度较低，即表中所列数值较低），而执行浮动汇率制度的发达国家其资本市场则通常是完全的对外开放（或者说开发程度较高）。

那么，上述这样一种与汇率相关的世界范围内的考察是否有其必然性？接下来我们将对此进行讨论。

### 三元悖论与汇率及汇率制度的选择

就汇率制度的选择而言，国际学术界所普遍流行的准则是著名的“三元悖论”（或三难抉择），即资本市场的开放、固定汇率制度和货币政策的独立性不可能同时兼得。

“三元悖论”为何会成立？首先，由于中央银行对外汇市场的干预在很多情况下本身也体现为一种货币供给的变化。例如，当中央银行用本国货币购买外汇时，国内的货币供给就会增加。这也同时意味着货币政策已无法单纯地被应用于调剂总需求以稳定国内物价；其次，如果执行固定汇率制度的国家，其资本市场也同时开放，则本国利率（至少是债券利率）将与国际市场的利率完全挂钩，从而进一步削弱了货币政策通过影响本国利率来影响国内总需求的功效。然而，在浮动汇率制下，由于汇率变化的不确定性使得国内利率与国际利率的挂钩不是很紧密，而中央银行也无需对外汇市场进行干预，因此，货币政策仍能保持其传统意义上调剂国内总需求的独立性。这是 60 年代蒙代尔和弗莱明在他们的开放经济模型中所提出的主要结论，<sup>7</sup> 90 年代所兴起的由 Obstfeld and Rogoff (1995) 所开创的新开放宏观经济模型（New Open Macroeconomy，又称 Redux 模型）也基本维持了这一结论。<sup>8</sup>

“三元悖论”能够在很大程度上解释前文所考察到的当今世界汇率与汇率制度之分布。

首先，大多数国家（包括中国）中央银行货币政策的法定目标是维持本国货币币值的稳定。这里的币值稳定有双重意义。第一是国内物价的稳定，这一任务事实上体现为对国内总需求的调节；第二是相对于其他货币币值的稳定（即汇率稳定），固定汇率制度显然是达到第二种稳定的最好的制度设计。然而，按照三元悖论，在资本市场开放条件下，此两种稳定却可能无法同时实现。就大多数发达国家而言，全球化已经使得其资本市场全面开放，因此在国内物价稳定优先于汇率稳定的前提下，它们不得不放弃固定汇率制度而执行浮动汇率制度。与此同时，就大多数发展中国家（包括中国）而言，全球化还没有为其带来资本市场的全面开放，从而它们就有可能选择固定汇率制度以其达到货币币值的双重稳定。

其次，发达国家对浮动汇率制度的选择并不意味着这些国家并不希望汇率稳定。由于，他们的资本市场已经完全开放，因此执行浮动汇率可以使他们享有更独立的货币政策从而更有利于国内物价的稳定；此外，由于就一对贸易伙伴国而言，它们的中央银行不可能同时参与稳定汇率，因此它们实际上谋求的是把稳定汇率这一任务留给自己的贸易伙伴国。

就一对贸易伙伴国而言，稳定汇率的任务通常只能由其中的一个国家来承担。我们以中国和美国为例。假如两个国家采取的都是固定汇率制，与此同时，它们却有着不同的汇率目标。例如，美国的中央银行（美联储）认定的汇率目标为 1 美元对 6 元人民币，而中国人民银行的汇率目标为 1 美元对 8 元人民币。则当实际的市场汇率为 1 美元对 8 元人民币时，在美国看来人民币是贬值了。为了使得人民币升值，他们必须在外汇市场上用美元购买人民币（注意美联储有无限多的美元）。而美联储的这一行为使得汇率下降，从而偏离了中国人民银行所设定的目标汇率。此时，在中国看来，人民币是过分升值了。为了使人民币汇率回归目标值，中国人民银行又必须用人民币在外汇市场上购买美元（当然，中国人民银行也有无限多的人民币）。

上述分析能让我们解释为什么近些年美国和日本等国即使认为人民币已过分贬值，但其中央银行仍不出来在外汇市场上进行干预，而只是通过政治和外交手段向中国政府施压，以促成人民币的升值。

<sup>7</sup> 参看 Mundell (1963, 1964), Fleming (1962) 和 Dornbusch (1976)。

<sup>8</sup> 关于新开放宏观经济学，请参见 Lane (2001) 的综述。

如果稳定汇率的任务只能由一个国家来承担，那么这一任务应由谁来承担呢？显然，这应该是两个国家间博弈的结果。首先，这将取决于谁更难承受由汇率波动而带来的风险和交易成本。在这一点上，小国显然没有优势。其次，稳定汇率通常要求中央银行持有一定的外汇储备。与此同时，其稳定汇率的行动也经常体现为在外汇市场上用本国货币购买外汇。显然，发达国家是不惜于针对发展中国家的货币做这些事情的。正因为如此，稳定汇率的任务通常由经济实力弱的小国来完成，而大国则可以充分享受浮动汇率制下独立货币政策的好处，从而更有利于通过调节国内总需求来达到国内物价的稳定。当然，发达国家资本市场的开放也同样意味着其中央银行不可能参与稳定汇率的任务。

上述分析也许能为我们解释为什么在中国执行钉住美元的固定汇率制的同时，中国周边的一些小国则执行钉住人民币的固定汇率制度。

第三，如果发展中国家可以且不得不选择固定汇率制度，那么应该维持什么样的汇率目标呢？我们认为，维持稍低于市场价值的本国货币币值是一种必然的选择。设想，如果中央银行所选择的目标汇率低于市场所决定的汇率，这意味着本国货币是被故意升值了，为了维持这一过高的货币币值，中央银行势必经常不断地动用自己的外汇储备在外汇市场上购买本国的货币（这里我们必须注意，尽管一个国家的中央银行拥有无限多的本国货币，然而，它所拥有的外汇储备则是有限的）。长此以往，中央银行的外汇储备将被掏空，从而引发金融危机。相反地，当目标汇率高于市场的均衡汇率（或本国货币被故意贬值）时，通常情况下，中央银行只需要动用本国的货币来维持其目标汇率，显然，这样一种目标是可以持久的维持着。由此我们可以看到为什么那些执行固定汇率制度的发展中国家其本国货币通常是贬值的。

### 三、从盯住美元到全方位的固定汇率制度

#### 固定汇率制度有利于稳定经济

上述分析让我们看到，发达国家资本市场的开放使得它们不得不选择浮动汇率制度。而这样一种选择并非意味着这些国家并不希望汇率稳定。从某种程度上讲，美国等发达国家对人民币汇率所进行的责难并不一定是针对人民币固定汇率制度本身，而更有可能是针对使人民币贬值的目标汇率。事实上，无论是发达国家还是发展中国家，汇率的稳定总是一件好事：汇率的稳定将减少贸易和投资的风险及由此而产生的交易成本，它有助于提高经济社会的稳定性和安全性。

尽管资本市场的开放能为那些机构投资者带来更多的选择，尽管浮动的汇率制度能使发达国家的中央银行能专注于稳定国内经济，然而，无论如何，资本市场的开放和浮动的汇率制度毕竟仍然给世界金融体系带来某种程度的不安定：长期以来，世界主要货币之间的汇率不断发生着剧烈的动荡；而最近所发生的金融海啸也或多或少受的资本市场的开放和浮动汇率制度的影响。

毫无疑问，如果资本市场不开放，美国的次债危机将不会漂洋过海，并形成全世界范围内的金融海啸；而近期内欧元针对美元的大幅度升值也加剧了次债危机对欧洲金融机构的损伤。2003年，当次债发行最盛时，欧洲的机构投资者是以接近1比1的美元对欧元的比例买下次债的。而到了近期，美元对欧元的比例上升为1.3比1左右。由于这些债务是以美元归还的，因此对持有美国债务的欧洲机构投资者而言，即使债务能够及时归还，但当他们把这些归还的债务换成欧元时，其损失也是不言而喻。这事实上意味着，即使美国的次债危机没有发生，仅仅由于欧元对美元币值的大幅度上升，对持有美国债务的欧洲机构投资者而言，其损失已经惨重。

固定汇率制度的第二个好处在于它能为整个经济注入一个关于价格的稳定机制。价格的这一稳定机制可以表述如下：

价格上升→本国产品更为昂贵→净出口下跌→产量下跌→价格下跌

上式中，如果其他条件（如汇率等）不变，国内物价的上升必然意味着本国产品更为昂贵，外国产品更为便宜，从而使净出口下跌；与此同时，净出口本身就是产量（GDP）的一部分；而产量下跌则将引起价格的回落。

然而，这样一种关于价格的稳定机制只有在固定汇率制度下才能成立。试想如果价格上升，本国货币也同时贬值（这在浮动汇率制下非常有可能），则国内物价的上升并不一定能使本国产品更为昂贵（或外国产品更为便宜），从而使净出口下跌。按照龚刚、高坚（2007）的发现，当这种价格的稳定机制所产生的稳定效应足够大时，中央银行甚至不需要用货币政策来稳定国内物价。这已经表明固定汇率制度更有利于宏观经济的稳定。由于本国汇率的稳定也同样意味着其贸易伙伴国针对本国货币的汇率稳定，因此固定汇率制度所带来的这一宏观经济的稳定性也同样被其贸易伙伴国所分享。

此外，就发展中国家而言，因执行固定汇率制度而维持使本国货币故意贬值的目标汇率也有其他额外的好处。首先，由于其中央银行的外汇储备将有可能不断增加，而发展中国家的货币通常不能自由兑换的，因此，外汇储备对发展中国家而言通常是一种稀缺资源。第二，本国货币的贬值将使得发展中国家的出口增加，进口减少。第三，由于本国的原材料和人力成本与国际市场相比更为便宜，在其他条件相等的情况下，这样一种汇率政策更能吸引外商投资。

当然，我们也不得不承认，这样一种汇率制度降压了本国居民的生活水平，而发达国家的居民则可以享受到发展中国家旅行及进口便宜商品的好处。然而，就存在着大量未被使用的经济资源（如过剩劳动力等）的发展中国而言，出口及外商直接投资可以使那些闲置的资源得以利用。这将提高资源分配的有效性，从而使本国居民的福利水平得以提高。由此可见，这样一种制度设计并不一定能使发展中国家的居民福利受损。

### 全方位固定汇率制度有利于世界货币体系的稳定

上述分析让我们看到，如果中国经济还不够强大，如果我们仍然需要通过人民币贬值来调动我们大量未被使用的资源，如果我们的国家仍然需要一个稳定而安全的金融环境，如果我们仍然无法承受因汇率波动而给我们的经济所带来挑战，则固定汇率制度仍然是我们的不二选择。诚然，固定汇率制度会要求我们设定一个目标汇率，而一个有效和可持续的目标汇率必然要求本国货币一定程度的贬值，从而会受到发达国家的反对，然而，由于固定汇率制度所带来的稳定经济的好处同样也由我们的贸易伙伴国所分享，因此，发达国家真正所反对的应该是使人民币贬值的目标汇率。而目标汇率的确定必将是国家间博弈的结果。

这里，我们有必要补充两点。第一，中国执行使人民币一定程度贬值的固定汇率制度要求我们不能因经济形势的需要而任意改变目标汇率。为了充分发挥中国执行固定汇率制度的好处，为了体现中国是一个负责任的经济大国，杜绝它国指责中国操纵人民币汇率，中国应努力维护人民币汇率的稳定。

第二，中国执行固定汇率制度，是否只需仅盯住美元？我们知道，如果人民币仅盯住美元，则由于美元和世界其他主要货币（欧元和日元等）之间执行的是浮动汇率，因此人民币和世界其他主要货币之间的汇率仍然是不稳定的。这事实上意味着中国的固定汇率制并没有发挥其全部应有的作用。然而，如果人民币汇率也同时盯住欧元等世界其他主要货币，则当中国采取这样一种全方位的固定汇率制度时，世界其他主要货币之间的汇率也将应中国的这一制度而被固定：如果世界其它货币之间的汇率偏离于由人民币多重目标汇率所反映的它们之间的汇率时，外汇市场的套利就会产生，直至两者相等。

为了说明这一问题，我们考察三个国家（或地区）。中国、美国和欧盟。我们假定中国所执行的全方位固定汇率制度其对美元和欧元的汇率都为1比1。按照中国所设定的多重目标汇率，美元对欧元的汇率也应该为1：1。现假定国际外汇市场上美元对欧元汇率为1：1.2，即针对中国所设定的多重目标汇率，美元是被升值了。于是，套利就会产生。这一套利过程可以描述如下。

- 那些持有欧元的机构投资者将在中国的外汇市场用欧元购买人民币；
- 用所获得的人民币在中国的外汇市场购买美元；
- 用所获得的美元在国际市场上购买欧元；

这样一个套利过程可以用图1进行描述。

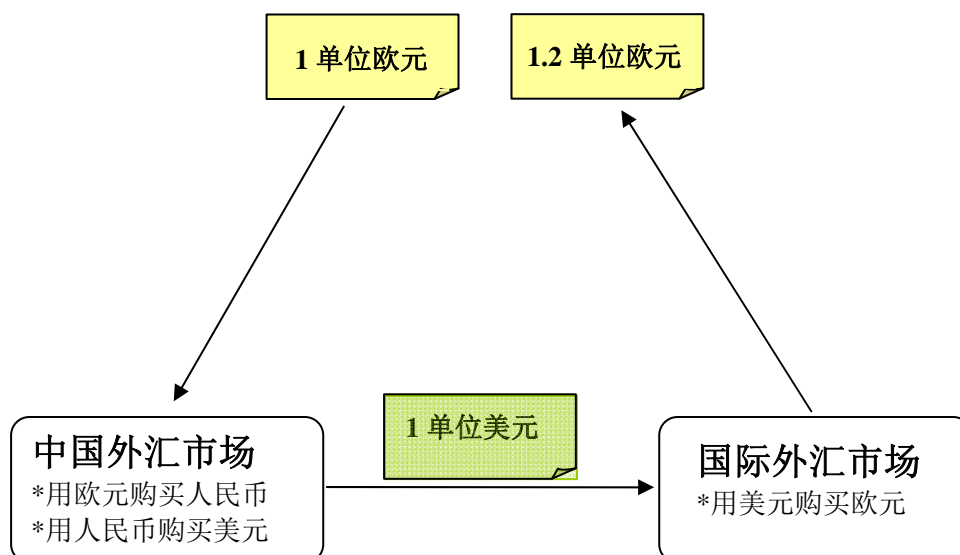


图1 套利过程

由此可见，如果我们不考虑交易费用，这样一种套利行为将使机构投资者每单位的欧元投资获利 0.2 元。可以预见，如果国际外汇市场上美元对欧元的汇率维持不变，则这样一种套利行为将会持续下去。于是，在国际外汇市场上，美元的供给将不断增加，而对欧元的供给则不断减少（需求不断增加）。于是美元将不断贬值，欧元将不断升值。这一过程将直至国际外汇市场的汇率与中国外汇市场的汇率相等。

上述分析表明，当中国采取这样一种全方位的固定汇率制度时，世界其他主要货币之间的汇率也将应中国的这一制度而被固定。于是，这种全方位的固定汇率制度实际上是中国为稳定世界金融环境所作出的一大贡献。作为一个发展中的大国经济，中国有这个能力，同时也应承担起这样的责任。当然，这样一种选择也必然要求人民币汇率目标不仅要针对美元同时也要针对世界其它主要货币一定程度的贬值。

### 全方位固定汇率制度有可能抑止美元信贷资金的无限止扩张

现在让我们试想一下中国采取了这样一种全方位的固定汇率制度，这将使得世界主要货币之间的汇率趋于稳定。由于如前所述的固定汇率所产生的价格稳定机制，世界主要国家的经济也变得比以前更为稳定。然而，就那些资本市场已全面开放的发达国家而言，他们将不得不再次面临“三难抉择”：尽管这些国家的中央银行仍然可以专心于稳定国内经济，然而，由于其本国利率必须和国际市场的利率完全挂钩，他们的货币政策在稳定国内经济方面有可能失效（尽管由于其汇率的稳定，其国内经济会比以前更为稳定）。

由于发达国家资本市场的开放是不可逆转的，在此种情况下，它们有可能会采取何种措施予以应对？接下来，我们将对此进行讨论。

首先我们必须说明，现实经济社会中存在着各种不同的金融资产，如债券、存款和银行贷款等。与此相对应，也有不同的利率，如债券利率、存款利率和贷款利率等。在开放经济条件下，所谓的利率平价实际上是指债券利率的平价。而真正对国内总需求产生影响的则是贷款利率，它将直接影响投资，从而影响总需求。令人遗憾的是，尽管现实中存在着各种不同的利率，尽管各种不同的利率会有完全不同的经济影响，然而，在推导三元悖论的 Mundell-Fleming 模型和 Obstfeld-Rogoff 的 Redux 模型中（事实上，在大多数的宏观模型中），我们所看到的只有一种利率。这事实上意味着模型中暗藏着可以使所有金融资产之间能完全相互替代的一些制度安排。例如，企业和个人可以从商业银行获得的贷款用于金融投资，如购买债券等。正是由于各种金融资产之间完全的相互替代，从而使得就利率的波动而言，各种不同的利率本质上可以合而为一。<sup>9</sup> 由于其中的一项利率，如债券利率，在资本市

<sup>9</sup> 而现实中所观察到各项利率之间的差异则通常可以看成是一种风险溢价 (risk premium)。这种风险溢价来源于各资产间的风险差异。



场开放和汇率固定条件下必然与世界市场的利率相等，其他利率（如贷款利率等）就很难受货币政策的影响。因此，货币政策不仅不能独立和完全地被用于稳定国内经济（它还必须被用于稳定汇率），事实上，它已不可能通过利率机制来影响国内经济。

上述讨论事实上意味着如果我们能够在制度上做一些安排（或约束），使得各金融资产间不能完全替代，那么即使资本市场完全开放，汇率完全固定，各金融资产的利率波动也有可能不完全一致。这为贷款利率的波动独立于债券利率（受国际市场债券利率的影响）提供了可能，从而独立和有效的货币政策也就成为可能。

那么，这种使各金融资产间不能完全相互替代的制度应该是什么样的？它将包括哪些方面？按照龚刚、高坚（2007）和龚刚、高坚、何学中（2008）所作的研究，这样一种制度应包括如下两个方面：

- 制度 1：企业和个人从商业银行获得的贷款不能被用于金融投资，如购买债券等；
- 制度 2：商业银行不容许使用其过分储备金进行金融投资，如购买债券等；

可以发现，在这样一种制度安排下，即使资本市场对外开放及汇率固定，当货币政策以调整贴现率为主要工具时，货币政策将在稳定国内经济方面仍然独立和有效。<sup>10</sup>

毫无疑问，上述制度安排意味着银行资金只能用于实体经济，这将有利于抑制信用的过分扩张。而美国信用的无限制扩张显然也是金融海啸的原因之一。由此，中国这种全方位的固定汇率制度也将可能促使发达国家（特别是美国）对其金融体制的重新审视（如做出上述制度安排等），从而有利于抑制其利用世界货币之优势而对其信用的无限扩张。这显然是中国为稳定世界金融环境所作的又一巨大贡献。

#### 四、总结和讨论

金融海啸将冲击着现有的国际金融秩序，而人民币汇率问题也将再次不可避免的被世人所关注。尽管从长远来看，我们应该追求一种与主权脱钩的国际货币，然而，短期内这样一种目标不太可能实现。因此，作为一个主权独立国家，中国应该考虑如何通过行使独立自主的人民币汇率制度为稳定世界金融秩序做出贡献。可以看到，世界金融秩序的不稳定在很大程度上来自于资本市场开放条件下世界主要货币之间汇率的不稳定和某些发达国家信用的无限制发放。然而，当中国执行全方位的固定汇率制度时，我们发现世界主要货币之间的汇率也将变得稳定。与此同时，中国这种全方位的固定汇率制度也有可能促使发达国家（特别是美国）对其金融体制的重新审视，并不得不做出抑制其信用无限扩张的制度安排。

需要说明的是，中国执行独立自主的全方位的固定汇率制度在实际中也是可行的。作为一个主权独立的国家，中国可以独立自主的行使这样一种汇率制度。由于固定汇率制度本身所带来的稳定经济的效应也同样被发达国家所分享，因此，中国政府的这样一种选择并不会遭到发达国家的强烈反对。当然，中国执行全方位的固定汇率制度必然意味着中国所设定的多重目标汇率应使人民币一定程度的贬值。而目标汇率的选择则是国家间博弈和协商的结果。此外，中国是一个发展中国家，使人民币一定程度贬值的目标汇率能调动中国更多的剩余劳动力；于此同时，中国又是一个经济大国，具有足够的外汇储备，因此，中国有这个能力，也有这一必要担当这一稳定世界货币之重任。

然而，中国执行这样一中全方位的固定汇率制度必然要求冲破一些现有的障碍。首先，中国应提高外汇储备中美元以外的世界其他主要货币（如欧元等）的比例，这将有利于中国维持人民币对欧元等目标汇率的稳定。而在外汇储备中提升欧元等的比例可以采取两种途径。第一，直接用美元储备兑换欧元。事实上，国际学术界已经期待中国的这一举动，并由此而产生了一系列的研究。<sup>11</sup> 第二，在确定人民币对欧元的目标汇率时，更多的使人民币贬值（从而更有利于欧元储备的增加）。

第二，中国执行这样一中全方位的固定汇率制度必然要求国际机构投资者能够在图 1

<sup>10</sup> 参见龚刚、高坚（2007）和龚刚、高坚、何学中（2008）。

<sup>11</sup> 参加 Blanchard, Giavazzi and Sa (2005a, 2005b) 和 Lavoie and Zhao (2009) 等。

所示的“中国外汇市场”上自由买卖人民币。这是否意味着中国资本市场的开放？我们认为，图1所示的“中国外汇市场”并不一定是指中国“境内”的外汇市场，它实际上是指由中国人民银行（或其代理机构）为做市商的外汇市场，显然该外汇市场可以设在境外，而且与中国的资本市场是否开放无关。<sup>12</sup> 显然，这样一种做市商机制和中国目前所推行的人民币国际化业务是相一致的。为此，我们同时也建议中国应加快其人民币的国际化过程。

最后，由于稳定世界货币体系的任务如此艰巨，而世界货币的种类又如此之多，中国不可能针对所有世界主要货币执行其固定汇率制度，因此，中国也应联合世界其他发展中国家共同完成此一任务，也许中国只应盯住美元和欧元，而盯住世界其他主要货币的任务则由其它发展中的经济大国执行。这事实上可以看成是发展中国家为维护世界金融体系的稳定所进行的一项合作。

## 参考文献

1. Blanchard, O., Giavazzi, F. and Sa. F. (2005a): The U. S. Current Account and the Dollar, NBER Working Paper Series, No. 11137.
2. Blanchard, O., Giavazzi, F. and Sa. F. (2005b): International Investors, the U. S. Current Account and the Dollar, Brookings Papers on Economic Activities, 1-49.
3. Dornbusch, R. (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, Vol. 84, 1161-1176.
4. Fleming, M. (1962): Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange rates, IMF Staff Papers, Vol. 3, 369-379.
5. 龚刚、高坚 (2007): 固定汇率制度下的独立货币政策: 未来我国货币政策管理机制之研究, 《金融研究》, 2007年第12期, 35-54。
6. 龚刚、高坚、何学中 (2008): 汇率制度与货币政策——发展中国家与小国经济的思考, 《经济研究》, 2008年第6期, 25-36。
7. Lane, P. R., (2001): The New Open Economy Macroeconomics: A Survey, Vol. 54, 235-266.
8. Lavoie, M. and Zhao J. (2009): A Study on the Diversification of China's Foreign Reserves within a Three-Countries Stock-Flow Consistent Model, Working Paper, University of Ottawa (submitted to Metroeconomica).
9. Mundell, R. A. (1960): The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rate, Quarterly Journal of Economics, Vol. 74, 227-257
10. Mundell, R. A. (1963): Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, 475-485.
11. 倪全生, 潘丽英, 《20 国家资本账户开放度比较研究——基于改进的约束式测度法》, 《世界经济研究》, 2009年第2期, 19-22页。
12. 张卫平、王一鸣 (2007): 汇率制度的分类、国别分别和历史演进, 《国际金融研究》, 第5期。

---

<sup>12</sup> 这意味着即使外国的机构投资者在境外“中国外汇市场”上用外汇换成人民币，其人民币仍然可能无法流入中国境内。

# All Fixed RMB Exchange Rates under New International Financial System

Gong, Gang      Gao, Jian

**Abstract:** Due to the openness of their capital market, developed countries have to adopt the regime of flexible exchange rate. This adoption does not necessarily mean that these countries does not hope stable exchange rate. Stable exchange rate is always more preferred whether the economy is developed or less developed: it will reduce the risk of international trade and international investment; it will also improve the stability and security of an economy. However, the current system of fixed exchange rate in China (which only pegs to U. S. Dollar) does not fully reflects the merits of fixed exchange rate. We thus propose a system of all fixed RMB exchange rates. We find that when China adopts the all fixed RMB exchange rates, the exchange rates among the world major currencies will become stable. In the same time, this all fixed exchange rates will propel those developed economies, especially, U. S. to re-exam it current financial system and adopt some restrictions on its unlimited credit expansion.

**Keywords:** all fixed exchange rates, monetary policy, open economy tri-lemma, openness of capital market.

**JEL Classification:** E120, E320, C620