

货币的价值基础与中国汇率制度选择

黄权国

(长沙理工大学 经济与管理学院金融系, 湖南 长沙 410114)

[摘要]既然货币的职能是交易媒介与价值尺度,而价值稳定性对于货币职能的履行至关重要,那么,汇率制度选择问题同样也应该从货币价值稳定性角度进行理论考察。文章构建了货币价值基础论、推导了汇率制度的选择原理,论证了人民币自主浮动的必要性与可行性。基本结论如下:一种货币充当交易媒介的规模越大,其价值稳定性越好。另外,当纸币同时充当价值尺度时,其价值波动性会显著降低。对于经济规模过小或过大的国家,固定汇率制度均会因制度成本过高而无效。在自主浮动条件下,人民币仍将具备较高的价值稳定性。基于上述判断,中国早已具备实行浮动汇率的经济规模条件,人民币自主浮动是必要而且可行的。

[关键词]货币;货币价值基础;货币的价值稳定性;汇率制度

[中图分类号]F831 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1672-934X(2020)02-0110-12

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2020.02.015

The Value Foundation to Currency and the China's Choice on Exchange Rate System

HUANG Quan-guo

(School of Economics and Management, Changsha University of Science and Technology, Changsha, Hunan 410114, China)

Abstract: Since the function to currency is the medium for exchange and the measurement of value, and the value stability is crucial to the fulfillment of the function to currency, the selection on exchange rate system should also be theoretically investigated from the perspective of the stability to currency value. This paper constructs the basic theory of currency value, deduces the selection principle of exchange rate system, and demonstrates the necessity and feasibility of RMBs free floating. The basic conclusion has been reached that the larger the size of a currency as a medium of exchange, the more stable its value stands. In addition, when paper money also acts as a measure of value, the volatility of its value will be significantly reduced. For countries with too small or too large economies, fixed exchange rate systems are ineffective because of high institutional costs. Under the condition of independent floating, the RMB will still have higher value stability. Based on the above judgment, China already has the economic scale conditions for a floating exchange rate, and a self-floating RMB is necessary and feasible.

Key words: currency; value foundation to currency; value stability to currency; exchange rate system

2019 年 8 月 5 日,离岸人民币兑美元在 9 点 40 分左右突破 7.1,在岸人民币兑美元开盘后迅速“破 7”。鉴于 2016—2017 年间,央行曾

将汇率“保 7”作为基本目标,以相当大的代价成功“保 7”,因而此次人民币汇率“破 7”对市场产生了巨大心理冲击。尽管央行方面及时发声

收稿日期:2019-03-16

作者简介:黄权国(1974—),男,湖南汨罗人,讲师,主要从事人民币国际化研究。

稳定市场信心,A股市场仍然连续两天暴跌。正如官方人士所指出的:“7”既不是年龄,也不是堤坝;但问题是,既然如此,人民币汇率“破7”何以产生如此大的冲击?这是因为人民币钩住美元的汇率制度给了市场不合理的预期,一旦预期落空便会产生恐慌心理。

其实,固定汇率制度的弊端远不止如此,确保汇率目标往往演变成一场消耗战,动员各种力量、投入大量资源却没有必胜把握。事实上,当前中国汇率制度安排更多是历史的延续,而非理性选择的结果。中国货币当局应当尽早让人民币汇率自主浮动;而此次汇率“破7”恰好为中国转向浮动汇率制提供了一次预演。要从理论上论证这种制度转向的必要性与可行性,关键是对货币的价值基础有清楚的认识。人民币与美元均有各自强大的价值基础,现实条件不允许人为强制人民币随美元价值波动而波动。

一、文献回顾与评述

中国汇率制度选择是一个极富争议的问题,而自从中国开始推进人民币国际化以来,这一问题事实上是更重要了。学界已有很多关于这一主题的论述。一部分研究者从蒙代尔“不可能三角”理论出发,认为随着中国进入WTO,资本帐户会进一步开放,作为发展中国家,中央银行货币政策的独立性又不能丧失,因此完全盯住的汇率制度需要放弃^[1-2];另一些研究者则从“经济论”角度论证中国应采取更灵活、更富弹性的汇率制度,认为完全固定的汇率制度只适用于小经济体,而以中国的经济规模,实行这种制度代价过于高昂^[3-4]。总之,人民币汇率形成机制需要退出盯住单一美元而转向更富弹性汇率制度,这在理论界几乎达成了共识。另一方面,绝大部分研究者不赞同中国实行完全浮动汇率制。例如,Williamson J 就认为,无管理的浮动汇率已经被证明是汇率失调、不断发生危机、无常资本流动导致的大量经常项目不平衡的助产婆,中国不应把自己暴露

在这些冲击之下^[5]。向松祚则认为,如果让汇率完全浮动,只会加剧汇率的超调,极大增加各国爆发汇率危机、银行危机和金融危机的可能性。只有本国货币为国际储备货币的国家,才能放任货币汇率自由浮动,其他国家均难以承受汇率的巨幅和经常性波动,发展中国家尤其如此^[6]。

实践中,中国一直在进行汇率制度改革的探索。1994年,中国开始汇率制度改革,宣布引入“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”;2005年,中国宣布放弃人民币兑美元的固定汇率,实行“参照一篮子货币,进行基于市场供求关系的、有管理的浮动汇率制度”。但经验研究发现,参考一篮子货币的汇率机制并没有生效,中国基本上还是实行单一盯住美元的固定汇率制度^[7]。至2008年全球金融危机爆发,央行暂时搁置了有管理的浮动汇率制度,重新强调人民币兑美元的稳定汇率。2015年8月11日,中国人民银行改变了人民币兑美元的中间价报价机制,旨在提高市场力量在人民币汇率变动中的决定性作用。但是截至目前,关于哪种汇率制度才是中国的合意选择尚无定论,在推进改革的具体措施设计方面也缺乏依据^[8]。

梳理已有关于汇率制度选择的研究文献,可以发现它们绝大部分是从汇率制度与经济、金融、贸易等的关系出发进行论证。这并非全局性的研究视角,因而得出的结论很可能是片面甚至错误的。例如,从货币政策的独立性分析汇率制度选择,它实际事先假定了这种独立性是合理和必要的;再如,国际收支的研究视角则假定通过汇率政策调整国际收支是合理和必要的。事实上,诸如此类的隐含假定是有争议的。无论是对货币政策、国际收支还是对整体经济绩效等,汇率制度的影响均需要通过货币职能的履行而得以体现。因此,根据现象学方法论,汇率制度选择的研究应当回归本源,即从货币职能的角度去研究——这才是全局性的研究视角。笔者在2017年的一篇文献中曾得出

一个重要结论:价值更稳定的货币会驱逐价值稳定性差的货币^[9]。这就是说,价值稳定性决定了一种货币的竞争力。既然货币的职能是交易媒介与价值尺度,而价值稳定性对于货币履行其职能至关重要,那么,这一结论是顺理成章的。同样的道理,汇率制度选择问题也应该从货币价值稳定性的角度进行理论考察。

谈到货币的价值稳定性,此处有必要先辨析“货币的价值”。谈论货币价值与价值变化的时候,自然就面临一个问题,即如何衡量货币价值。货币的对内价值一般用通货膨胀率来衡量,对外价值则用汇率来衡量,前者以一篮子商品为价值参照,后者以其它货币为参照。但是这些参照物本身的价值也是变化的,因而无论是通货膨胀率还是汇率均无法度量货币的绝对价值。事实上,现实中不存在客观的、绝对的价值尺度,因而谈论货币的绝对价值是没有意义的。尽管如此,我们仍可以通过通货膨胀率或汇率来观察和判断货币价值的边际变化(如升值或贬值),因而可以对货币价值的边际变化及其价值稳定性进行分析。货币的价值稳定性决定了货币竞争力,因而是极其重要的。因此,本文将“决定货币的价值及其价值的稳定性的基础性条件”称之为“货币的价值基础”。

笔者在文献中进一步指出了影响货币价值稳定性的两大因素——经济规模和锚定效应。然而,第一,该文的主要目标聚焦于货币价值波动性的讨论,而缺乏对货币价值变化趋势系统分析和总结;第二,就其模型推导而言,亦存在一个缺陷,即没有考虑货币发行量波动的影响——而无论是从理论逻辑还是现实经验来看,货币发行量的变动显然会影响到货币价值及价值稳定性。基于上述原因,本文在该文献的基础上,分析了货币价值变化趋势的决定,并对影响货币价值稳定性的因素进行了系统性总结,从而得到关于货币价值基础的一个理论框架;运用这一理论推导了汇率制度的选择原理,并论证了中国转向浮动汇率制度的必要性与可行性。

二、货币价值基础论

(一)货币发行准备与货币的价值基础

长期以来,关于货币的种种似是而非的观点广为流传,诸如《货币战争》之类阴谋论思维方式大行其道,这类现象究其根源在于学术界对于货币的价值基础缺乏准确的认识。在展开下文探讨之前,有必要先对某些典型观点作出辨析和澄清。

关于货币的价值基础的一种典型的观点是把货币的发行准备当作其价值基础。在中国,很多学术界人士将中国外汇储备视为人民币发行准备,并由此推论说人民币的价值基础是美元储备。例如,吉林大学的李晓教授在一篇流传甚广的文章中称“美元储备是人民币发行的重要的信用基础”。这无疑是错误的。即使是在严格的金本位下,所谓 100% 的发行准备中,往往有一部分发行准备是国债。既然纸币可以视为政府的负债,那么,以国债为准备发行货币只不过是政府债务形式的转换,因此,作为发行准备的国债并不能构成纸币的价值基础。以最初的中央银行英格兰银行为例,其发行货币准备中即包含了部分王室债务(英国国债)。事实上,当时的英国王室根本无力偿还这些债务,因而由英格兰银行收购用作发行准备;作为交换条件,王室授予英格兰银行以银行券(货币)发行的垄断权。这本质上是王室(政府)以未来的铸币税收入冲抵了它的现有债务,当然是一种双赢的安排。但一个显然的事实是,作为发行准备的国债并不构成纸币的价值基础——因为王室根本还不起这笔债务。在金本位下,纸币按法定含金量计算的价值是高于其发行准备的价值。既然如此,为什么(正常情况下)民众能承认和接受纸币的法定含金量呢?可以与私人债务进行比较来说明这个问题。人们考虑债务人是否会违约时,并不是看他现在账户中有多少现金,而是看他的未来收入。如果这个债务人是很有能力的人,未来能挣钱,则无需担心他还不起。同样的道理,民众对纸币价值的信

心并非基于其发行准备,而是基于对该国经济前景的预期。一个国家如果经济竞争力强,往往体现为对外贸易顺差,则长期中会有黄金净流入,因而其纸币含金量可以维持甚至会升值;反之,则其含金量无法维持因而会贬值。由此可见,纸币的价值基础不是发行准备,而是经济体的竞争力,或者说经济体的生产能力。

那么,发行准备的意义何在?最初的金本位下,政府承诺纸币可自由兑换为黄金,发行准备主要用于应付民众的兑换需求。由于需要考虑发行准备能否满足兑换需求,纸币发行量便不能超过发行准备太多,从而对纸币发行量构成约束——这是发行准备最初的意义所在。后来大多数国家对内放弃了自由兑换的承诺,但是为了让境外接受其纸币,往往对某些境外主体是有自由兑换承诺的。如布雷顿森林体系下,美元对内不能自由兑换,但对于外国政府是有兑换承诺的。这时发行准备的意义已经蜕化为维持境外对该货币的信心。布雷顿森林体系崩溃后,对境外主体的承诺也不复存在,人类社会正式进行信用货币时代——这时某些国家可能仍保留了发行准备制度,但发行准备仅仅是形式上的存在,而没有任何实质性的意义。

例如中国央行的各类借贷便利,金融机构以证券为抵押向央行融资。有人认为所抵押的证券即是货币的发行准备,这种说法有误导性。因为用于抵押的证券既不构成对货币发行的约束,也并非央行发行货币的主要依据,当然更不是货币的价值基础,与金本位下的货币发行准备有着本质区别。实行固定汇率制的国家需要大量外汇储备用以保证其实现汇率目标——即维持本币对于锚货币的汇率稳定。外汇储备的这种作用类似于金本位下的发行准备,前者保证本币与某外币的兑换率,后者保证本币与黄金的兑换率。但外汇储备与金本位下的发行准备仍有本质区别:对外汇储备的需求主要源于固定汇率制度,正常国家的经常项目在长期中应当是平衡的,所以用于对外支付所需要的外汇储备并不太大。因而货币自主浮动的国家,

其货币发行并不受外汇储备的影响。

事实上,从金本位到信用货币时代,经济体的生产能力始终是货币的价值基础。在金本位下,国际货币在境外履行交易媒介职能,这使得其价值基础得以拓展而不仅仅局限于其本国的生产能力;但是,由于未能作为国际价值尺度(国际价值尺度仍然是黄金),这种拓展十分有限。到了信用货币时代,国际货币则因为作为国际价值尺度而获得远远超出其本国生产能力的价值基础。

(二)货币发行如何影响货币价值

货币发行对货币价值影响表现为货币超发会引起通货膨胀。弗里德曼有句名言:“通货膨胀归根结底是个货币现象。”此前,学术界将“货币超发—通货膨胀”这一因果链条视为理所当然,因而忽视了金本位和信用货币这两种情况下通货膨胀发生机制的差异,而厘清这种差别是理解货币的价值基础的关键。

1.金本位下的通货膨胀机制

在黄金作为世界货币的时代,纸币在一国国内履行交易媒介职能;但是同时,价值尺度却往往不是纸币而是黄金。即,黄金不仅是普通商品(和服务)的价值尺度,同时也是各国所发行纸币的价值尺度。

在这种情况下,一旦纸币超发,其相对于黄金就会马上贬值。而价值尺度是黄金,即经济中商品和服务的价值是以黄金来衡量的;因而以纸币标价的商品和服务的价格就会普遍上涨,从而表现为通货膨胀迅速上升。因此,在金本位下,纸币超发与通胀之间的因果链条如图1所示。

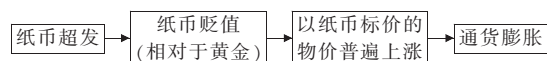


图1 金本位下的通货膨胀机制

显然,在黄金作为价值尺度的条件下,货币发行与通货膨胀有着直接而紧密的联系。正是由于这种关系,一国当局不敢轻易超发纸币,货币供应因而受到严格的约束。

2. 信用货币条件下的通货膨胀机制

黄金非货币化后,人类社会进入信用货币时代,纸币同时充当交易媒介与价值尺度,上述从货币发行到通货膨胀的机制也随之发生了改变。现在,货币超发首先是导致部分民众收入

上升或经济中某些部门的资金成本下降;然后相关的消费和投资上升,从而相关商品和服务的需求上升,最后是相关商品和服务的价格上涨(如图 2 所示)。

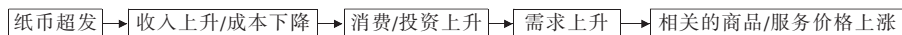


图 2 信用货币的超发到物价水平的作用机制

比较图 1 和图 2 中的因果链条,一个显著的区别就是,图 2 中并非物价普遍上涨,而是部分商品和服务的价格上涨。究竟是哪些商品和服务的价格会上涨? 由于社会生产力高度发达,民众的消费结构中,基本生活资料占比已经非常小;而且,最初收入增加的这部分民众往往是富裕阶层。因此,增加的消费中,基本生活需求增加占比极小,绝大部分集中在高档商品和娱乐服务类产品上。因此,在当代生产力高度发达的条件下,价格上涨主要反映在奢侈品、娱乐、服务业这类产品上。然而,对通货膨胀率的统计恰恰是以基本生活资料为主,因此货币的超发引起的通货膨胀将会微乎其微! 由此可知,在黄金非货币化和基本生活资料在民众消费结构中占比较小的前提条件下,货币超发几乎不会导致通货膨胀率明显上升。以通货膨胀率衡量纸币价值变化,则货币超发引致纸币贬值的幅度很小。^①由此可得本文的第一个推论,即推论 1: 相比于仅仅充当交易媒介,当纸币同时充当价值尺度时,其价值稳定性会显著提高。

黄金非货币化条件下,货币超发引致的通货膨胀微乎其微,而各国货币当局往往仍以通货膨胀率为其主要政策目标,于是货币发行便失去了实际的约束机制。当货币扩张很少引致通货膨胀的时候,超发货币对于任何政府几乎都是难以抵制的诱惑。由于美元的国际货币地位,美国的货币扩张空间远远大于其它国家。美元的超发又为其它国际货币提供了扩张的空间,欧元、日元等国际货币因而亦步亦趋地超发。国际货币普遍性地超发又进一步迫使非国

际货币国加入货币扩张的行列,由此导致全球性的货币滥发。在这种宏观背景下,我们便看到诸如高档烟酒之类的奢侈品价格迅猛上涨;而在娱乐、服务业方面,影视、体育明星年收入是普通人十几辈子都难以企及的,NBA 的工资帽以及足坛明星转会身价的上涨速度比之历史上的恶性通货膨胀毫不逊色。这类现象究其根源均在于黄金的非货币化。^②

(三) 价值尺度与锚定效应

所谓“锚定效应”是指一种商品或资产的价格变化会引发需求与供给两方面的替代效应,这两种替代效应均会抑制其价格波动。^③《国际货币竞争的一个理论模型及新国际货币体系的构想》一文(简称《模型与构想》)中提出了价格波动的锚定效应理论,并指出作为价值尺度的货币与商品体系之间,以及货币与以之为锚的其它货币之间也存在锚定效应^[9]。本文在此就后两点进行补充论述。

1. 纸币与商品体系之间的锚定效应

如果货币本身是某种商品,例如黄金,那么它与以之为交易媒介和价值尺度的商品体系之间当然存在锚定效应——这在《模型与构想》一文中已有论述。那么进一步的问题是,作为交易媒介和价值尺度的纸币与对应的商品体系之间是否也同样有锚定效应? 答案是肯定的,其内在机制如下:

从货币需求的角度来说,若物价普遍上涨,即货币的价值相对下降,购买相同商品和服务所需的货币量增加,所以在经济规模不变的条件下社会对货币总需求上升;这时,假设货币供

给量不变,则由于获得更多的货币量的难度增加,商品和服务的价格上涨受到抑制,即货币价值下降受到了抑制。反之,若物价水平普遍下跌,即货币的价值相对上升,购买相同商品和服务的货币量减少,即货币需求减少,从而抑制物价下跌,即抑制货币价值的上升(如图3所示)。

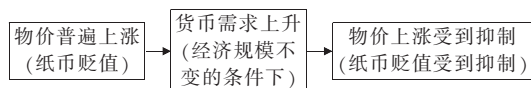


图3 纸币与商品体系之间的锚定效应

2. 信用货币之间的锚定效应

不仅商品的锚定效应可传导给作为交易媒介的货币,货币之间也存在锚定效应的传导^[9]。信用货币之间的锚定效应表现为非国际货币跟随所锚定的国际货币而被动超发或收缩,下文仅讨论被动超发的情形。例如,设有A、B两种货币,其中A货币为国际货币,B货币为普通货币,B货币汇率钩住A货币。当A货币超发时,外汇市场上A货币供给增加,因而相对于B货币有贬值趋势。B国货币当局为了维持其汇率目标,必须买入A货币,因而A货币的需求亦随之增加,同时B国货币供应增加,即B货币被动超发(如图4所示)。A、B之间的汇率稳定事实上意味着B货币与其国内商品体系之间的锚定效应被传递给了A货币,从而使得A货币的价值波动更小。

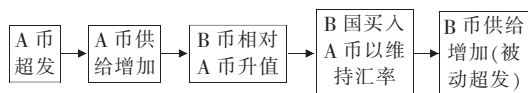


图4 信用货币之间的锚定效应——非国际货币被动超发

对照上文金本位下的通货膨胀机制来看,如果纸币仅仅作为交易媒介而不是价值尺度,则其与商品体系之间是不存在锚定效应的。而上文中,“B货币汇率钩住A货币”实质上是A货币充当了B货币的价值尺度。总结来说,无论是货币与商品体系之间还是货币之间,产生锚定效应的关键条件是货币充当了商品或其它

货币的价值尺度。

(四) 货币价值基础的总结

当纸币仅作为交易媒介(即金本位下的纸币)时,货币超发将迅速使之贬值,其原因在于经济规模不变而交易媒介供给增加。进一步推论,纸币(交易媒介)供给不变而经济规模扩大时,货币应当升值,反之货币会贬值。这里的“经济规模”实质上或更精确的表述应是“充当交易媒介的规模”。对于国际货币来说,“充当交易媒介的规模”不仅仅包括其法定流通区域,还包括其境外流通区域。只是后者由于存在其它交易媒介可资替代,因而其规模不如前者稳定。在纸币同时作为交易媒介和价值尺度的情形下,上述逻辑仍然适用,只不过在同时充当价值尺度时,其价值稳定性更高。于是上述结论完整的表述为推论2:一种货币充当交易媒介的规模构成其价值基础,当该规模扩大时,货币升值,反之则贬值。

根据推论1,货币充当价值尺度会大大提高其价值稳定性,其原因在于,作为价值尺度时,货币与商品体系之间会形成锚定效应;而锚定效应可以在货币之间传递,当一国货币汇率钩住某国际货币时,其锚定效应会传导给后者,从而使得后者的价值波动性下降。结合笔者《模型与构想》一文中的推论,可对货币价值稳定性作出系统性总结,即推论3:货币的价值稳定性取决于三个方面:一是该货币充当交易媒介的规模(对于非国际货币而言,即该经济体的经济规模)的大小,规模越大,稳定性越高,反之越低;二是该货币充当交易媒介规模的稳定性,该规模越稳定则其价值越稳定;三是该货币充当价值尺度的范围,包括作为商品和服务、资本市场的价值尺度及作为其它货币的价值尺度。

综合上述三个推论,货币的价值基础、价值变化趋势以及价值稳定性的决定因素如图5所示。三个推论包含了货币的价值决定以及对货币价值变化趋势和货币价值波动性的解释,构成货币价值基础的理论框架。

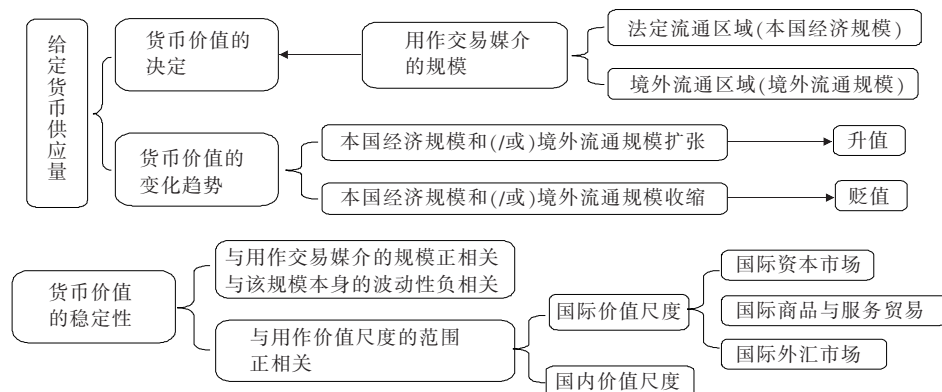


图 5 货币的价值基础示意图

有三个问题需要补充说明：第一，货币的三大职能为交易媒介、价值尺度和价值贮藏，但这一理论框架没有涉及价值贮藏。这是因为价值贮藏的目的是为未来的交易而准备，可视为时间跨度上的交易媒介。因此，在这一理论框架中，“交易媒介”应理解为包涵一般意义的交易媒介职能和价值贮藏职能。第二，如推论 3 所言，货币的价值稳定性既受该货币充当交易媒介的规模的影响，又受其充当价值尺度的范围的影响。在信用货币时代，对大多数货币而言，二者是同一的或至少是高度重叠的。但这里为何要分别阐述二者的影响呢？这是因为二者对价值稳定性的影响机制是不同的。“充当交易媒介的规模”通过货币需求的规模效应来影响价值波动性——货币需求的规模越大，则其价值越稳定。而“充当价值尺度的范围”则是通过锚定效应来影响价值稳定性——范围越大，锚定效应越强，因而价值越稳定。第三，外汇市场上汇率波动反映了市场对两种货币价值基础未来变化的预期。

总结而言，一种货币充当交易媒介的规模及充当价值尺度的范围构成其价值基础。当充当交易媒介的规模扩大时，货币升值，反之则贬值。相比于仅仅充当交易媒介，当纸币同时充当价值尺度时，其价值波动性会显著降低。而且，货币充当价值尺度的范围越大，该范围越稳定，则其价值稳定性越高。因而，货币的价值稳

定性取决于其充当交易媒介规模以及充当价值尺度的范围。

三、现行人民币汇率制度的弊端

中国汇率制度改革的长期目标是实现人民币汇率自主浮动。与 2005 年开始汇率制度改革时相比，当前人民币相对于美元汇率更加灵活，更有弹性。然而，如果横向比较，人民币兑美元汇率的波动性仍远远低于典型浮动汇率制度下的货币汇率波动性。总体来说，当前人民币汇率远远未能实现自主浮动，现行的人民币汇率制度仍属于广义的固定汇率制度，但这种制度已经显示出越来越严重的弊端。

（一）汇率不能对宏观经济变化作出有效反应，加剧了宏观经济的波动

汇率的市场波动是对宏观经济变化的负反馈，因而有助于经济回复平衡。但是固定汇率制下，人为地将汇率保持在某一水平甚至被动跟随着锚货币逆势而动，往往使得宏观经济进一步失衡，从而加剧经济的波动。如资本外流会导致本币贬值，这反过来会抑制资本外流，因为贬值后资本流出就要承担贬值损失。若人为地维持本币不使贬值，则资本外流规模更大，持续时间更长，因而对经济冲击更大。

此外，固定汇率制度下，个体的汇率风险大大降低。但事实的另一面是，风险集中于货币当局，因此经济的系统性风险实际上是增加了。

在这种制度下,由于货币当局的汇率目标已知,其可动用的资源可估算;一旦市场认为央行的资源不足以维持其目标,就会引来货币攻击,从而加剧宏观经济波动。

例如,2014年市场情绪转向,认为人民币正被高估。由于中国人民银行保持人民币兑美元汇率的相对稳定,从购进外汇转向大量抛售外汇来进行外汇干预,而美元的走强,使人民币在2013年底至2015年7月实际有效汇率升值14%。这加剧了人民币贬值的市场预期和资本外流的压力,导致资本账户情况恶化,在2013年至2015年间年度资本账户发生9000亿美元的逆转。

(二)制度运行成本高且难以达到预期效果

现行人民币汇率制度的运行成本包括如下几方面:首先,央行在外汇的干预过程中会损耗外汇储备,某些情况下,其损耗非常巨大。其次,由于实行人民币钩住汇率制度,央行需要持有大量外汇储备,以随时保证汇率目标的实现。持有巨额外汇储备本身意味着资源占用,实际上是向国际货币国缴纳巨额的铸币税。再次,中国历年来外汇储备的收益率为负,导致额外的资源浪费。最后,作为配套制度的外汇管制本身亦有成本。

现行人民币汇率制度的运行成本高昂,而且在消耗大量资源后仍然不能一劳永逸地确保汇率目标的实现,往往变成一场毫无把握的消耗战。例如,2016—2017年间央行为了汇率“保7”,耗费了大量外汇储备,并动用了各种手段和资源,代价巨大。然而,“保7”成功也只是暂时的,今天人民币汇率“破7”意味着央行最终还是选择了妥协,调整了其汇率目标。这是明智的——坚持“保7”的目标对央行来说意味着一场毫无把握的消耗战。

资本/外汇管制往往作为固定汇率制的配套制度,通过限制资本跨境流动影响外汇市场供求,配合货币当局的干预措施以保证汇率目

标的实现。在历史上,我国资本/外汇管制制度对于减缓国际热钱的冲击,隔离国际金融市场风险的确曾经起到积极作用。这可能构成余永定等学者主张加强资本管制的主要论据^[10]。但资本/外汇管制本身有执行成本,而随着金融全球化和金融创新的发展,资本/外汇管制成本越来越高昂且难以达到预期效果。

这其中,加密货币的出现对于外汇和资本管制是一个巨大的挑战。举例来说,在中国境内的资金以人民币买入比特币,然后在境外卖出比特币获得美元——如此就能轻易将资金转移到境外。资本/外汇管制对于短期和大额的资金跨境流动有一定效果,但是中长期内是无效的,而且其最终失效是必然的发展趋势。

(三)与人民币国际化的战略目标背道而驰

根据货币的价值基础论,人民币国际化的关键在于推广人民币作为国际价值尺度的职能,使之成为独立的国际价值尺度。这要求人民币必须自主浮动。而现实是,人民币长期以来一直(主要)以美元为锚货币。这一方面使得人民币在国际上沦为美元的附庸,无法成为国际货币体系中独立的一极;另一方面,人民币钩住美元便将自身的锚定效应传递给了美元,从而大大加强了美元的价值稳定性及竞争力,这本质上是以中国的经济实力支撑了美元的价值,巩固了美元的地位。美元是人民币国际化的主要竞争对手,人民币钩住美元无异于抱薪救火,与其国际化的战略目标是背道而驰的。

(四)其它弊端

这种制度容易导致市场形成对汇率走势的单向预期,引发本外币间的套利,这类套利行为实际上加大了汇率的潜在波动,从而增加了实现汇率目标的难度和成本。此外,在汇率剧烈波动时期,央行需要果断的行动和坚定的声明来稳定市场信心,但是一旦未能达到预期目标,将打击央行声誉。因此,货币当局在维持市场信心和保持自身声誉之间存在两难选择。

四、人民币汇率制度的选择

(一) 基于货币价值基础论的汇率制度选择原理

货币作为价值尺度即意味着其必须具备较高的价值稳定性,而交易媒介与价值贮藏的职能也要求一定的价值稳定性。根据上文推论 3 和推论 1,货币充当交易媒介的规模越大,其价值稳定性越高;如果它同时充当价值尺度,则会进一步提高其价值稳定性。

一国货币(纸币)是作为法定的交易媒介被强制流通的,在黄金非货币化后,纸币同时履行价值尺度职能,因而较之前其价值稳定性是大大增强了。考察这一过程,货币最初作为法定的交易媒介被强制流通后,它必须具备一定的价值稳定性才能开始履行价值尺度的职能,而充当价值尺度反过来又促使其价值稳定性提升,这是一个正反馈的过程;而最终当货币同时作为交易媒介和价值尺度的规模与范围达到稳定时,其价值稳定性也取决于该国的经济规模。因此,当一国经济规模较小时,其货币可能因价值稳定性不足而难以履行价值尺度的职能。此时,该国将会选择固定汇率制度,即将其货币钩住某个锚货币以增强其价值稳定性。例如,中国香港即是采取的联系汇率制度。港币曾经钩住英镑,后来改为钩住美元,这是因为美国经济规模更大,钩住美元使得港币的价值稳定性更好。进一步推论,当经济体规模过小时,一国货币的价值稳定性将严重不足,而固定汇率制度的运行成本因经济规模过小而无法摊低;另一方面,经济规模过小意味着发行自己的货币所获得的铸币税收益较小。因此,在成本收益的权衡下,这些国家便会放弃自己的货币,转而直接使用某个国际货币。拉美某些小国的美元化现象即是这类例子。

由此可见,固定汇率制的初衷是增强本国货币的价值稳定性,但同时也意味着人为强制

本币随着锚货币价值波动而波动。若本币本身有着较高的价值稳定性,一则进一步增加其价值稳定性的必要性降低;二则强制其随锚货币波动的成本将较高。实行固定汇率制必须持有足够的外汇储备,相当于向锚货币国缴纳铸币税,这可视为“强制本币随锚货币波动”的成本之一。因此,当一国经济规模较大时,其货币本身有足够高的价值稳定性,因而无需钩住另一种货币。同时,若该国采取固定汇率制度,则其制度运行成本将较大,且其经济规模(相对于锚货币国)越大,这种制度成本越高。总结而言,固定汇率制度只适用于(相对于锚货币国)经济规模适中的经济体;对于经济规模过小或过大的国家,均会因其制度成本过高而无效(如图 6 所示)。

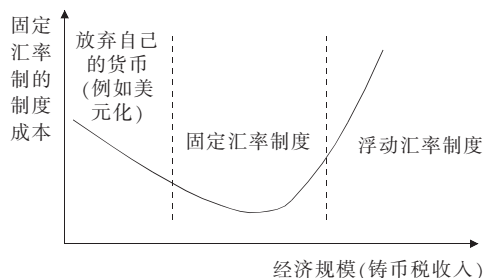


图 6 汇率制度选择原理

上文是汇率制度选择的定性分析,具体固定与浮动汇率制度选择的临界经济规模并不清楚,但以中国今天的经济规模,落在图 6 中浮动汇率制度区域是毫无疑问的。中国早已是世界第二大经济体,若以购买力平价计,中国经济规模在 2014 年就已经超过美国,且中国潜在经济规模是远远超过美国的。正如小舢板可以钩住航母,而一艘航母是无法钩住另一艘航母一样,人民币与美元均有着各自的价值基础,现实条件不允许人为强制人民币随美元价值波动而波动。事实上,现行制度高昂的运行成本正频繁地迫得央行作出妥协,调整其汇率目标。今天人民币汇率“破 7”并非偶然,其实质是固定汇率制过高的制度成本迫使货币当局向浮动汇率制度回归的表现。

(二)自主浮动条件下人民币兑美元汇率的趋势及其波动性

根据上文汇率制度选择原理,中国早已具备了实行浮动汇率的经济规模条件。但当前中国是否具备让人民币自主浮动的条件?这需要了解自主浮动条件下人民币兑美元汇率的长期走势及其波动性如何。

1.自主浮动条件下人民币兑美元汇率的走势分析

假若人民币自主浮动,则其兑美元汇率的走势取决于人民币和美元各自的流通区域及对应经济规模的变化趋势。在人民币方面,由于国际化程度极低,境外流通规模可忽略不计,因而,在不考虑未来人民币国际化进展的前提下,人民币汇率走势仅取决于中国经济发展前景。若中国经济增长强劲,则中国经济规模的增长,人民币流通规模随之扩大,人民币将趋于升值;反之则有贬值趋势。美元流通区域则包括美国境内和境外两部分,其中境内部分随着美国经济规模变化而变化,与人民币的情况同理;境外部分规模的变化实际上也取决于美国的经济状况,当美国经济发展向好时,境外对美元信心增强,美元的境外流通规模因而扩张并趋于升值,反之则有贬值趋势。综上所述,人民币兑美元汇率的长期走势取决于中美两国经济发展前景的对比,而不是两者静态的经济发展水平。

(1)在人民币价值基础方面。同美国相比,中国人口基数大且收入水平尚低,持续的工业化与城市化进程产生了庞大的需求,因而潜在的市场规模远远高于美国。这对中国而言是一种巨大的竞争优势,因为这种市场优势最终可以转化为技术优势。其主要原因在于人才总是往有市场需求的地方流动,这样才能实现其自身的最大价值,因而市场优势可以聚集人才。另一方面,技术创新主要源于实践,而优势市场更接近生产实践一线。这两方面因素叠加的结果就是市场优势将使得一国的科技发展更快,从而最终积累起技术优势。近十多年来,中国科技产业的迅速发展,其根本原因在于中国的

市场优势。

市场优势转化为技术优势,从而为中国经济发展注入强劲的动力。只要这种机制顺利发挥作用,任何外部力量均无法遏制中国经济的崛起。充分发挥这一机制的关键在于法治建设。法治的核心是个人权利的保护,包括个人的自由和私产不受侵犯。完善的个人权利保障将有利于聚集人才,从而将中国的市场优势转化为技术优势;反之,则非但不利于人才聚集,更可能形成对外移民风潮,导致人才和财富的流失,对中国经济发展极为不利。

(2)在美元价值基础方面。美国因美元地位而形成了金融业的巨大竞争优势,在此背景下,其金融业过度扩张挤压了实体经济的发展空间,从而导致产业空心化。技术进步不能离开实践的土壤,因此,产业空心化对于技术水平的提升严重不利。由此可知,美国经济存在一个基本问题:其经济模式对金融业有很强的依赖,这实质是依赖于美元的地位;而长期来看,美元的地位要以实体经济及相应的技术水平为基础,但是这个基础趋于削弱。

美国整体科技水平远远高于中国,虽然二者之间的差距趋于缩小,但未来相当长时间内,美国相对中国仍然拥有技术优势。美国经济另一优势便是完善的市场机制和高度的法治水平,这产生了很强的人才聚集效应,使得其在产业空心化的不利条件下仍然能保持较强的科技创新能力。

总结而言,人民币兑美元汇率的长期走势如何取决于中国能否持续地将市场优势转化为技术优势。其中关键是要有效利用市场优势形成人才聚焦效应;若能加强国内的法治建设、完善市场机制,未来中国经济完全可以保持强劲增长,长期来看,人民币兑美元将趋于升值;反之,人民币则趋于贬值。

2.自主浮动条件下人民币与美元汇率的稳定性分析

不考虑货币国际化的影响,则货币的价值稳定性取决经济体的经济规模。如果仅从世界

各国经济规模排名来看,人民币的价值稳定性应当低于美元、欧元,而远高于日元、英镑等其它货币;但现实是货币国际化有着极其重要的影响。^④由于美元在国际上广泛地充当价值尺度,其价值稳定性远远高于人民币,这是在现行国际货币秩序下,人民币无法挑战美元地位的根本原因。但这是以货币充当价值尺度的范围稳定为前提,根据上文推论 3,该范围不稳定将会导致货币的价值稳定性下降。

对于美元而言,首先,人民币不再钩住美元,而是转向自主浮动。这切断了中国经济与美元之间的锚定效应传导,从而削弱了美元的价值基础;而且,人民币自主浮动意味着国际价值尺度多了一个选择,从经济潜力上看,当前唯有人民币能对美元地位形成实质性的威胁。其次,美元还面临两个不利因素:一是美国双赤字局面至少在短期内不可能改善;二是美国产业空心化的现状也不可能在短期内扭转。这二者均会影响境外对于美元的信心,在有可靠替代的情况下,未来国际价值尺度可能更多地从美元转向其它货币,美元的境外充当价值尺度的范围收缩,从而加大美元的价值波动性。

需要强调的一点是:当人民币兑美元汇率波动时,人们会说人民币升值或贬值,这是以美元为价值尺度的思维方式;当人们说美元(对人民币)升值或贬值时,说明人民币已经充当美元的价值尺度了。

综上所述,人民币具备较高的价值稳定性,当前美元的价值稳定性远远高于人民币,但由于面临其它货币的竞争,未来其作为国际价值尺度和交易媒介的范围可能会较大变化,从而导致其价值波动加剧。

(三)人民币自主浮动的风险

当前人民币汇率制度是历史的延续,中国货币当局尽管一直进行小幅改革,但总体上仍然因循了固定汇率制的框架,人民币并未真正实现自主浮动。其中原因可能在于担心转向浮动汇率制的风险:一是汇率波动失控的风险;二是受外部金融攻击的风险。

对于人民币自主浮动,当局最担心的风险可能是人民币失控性贬值。2017 年初,笔者跟余永定教授探讨,中国应当主动让人民币贬值以释放资本外逃的压力。余老师回答说:就怕形成贬值预期。但如上文分析,预期是市场对两种货币价值基础未来变化的看法,只要中国经济保持健康发展,人民币便不可能恶性贬值。换一个角度看,若中国经济基本面果真恶化到某种程度,那么固定汇率制度也无法阻止人民币恶性贬值。那么,人民币自主浮动后会不会出现持续升值而导致中国国际收支失衡?首先,这可能是中国经济对外部环境变化的一种正常反应,汇率的变化可以减缓外部变化对国内经济的冲击,因而是无需担心的。其次,这种情况下中国可以趁机加大对外输出人民币,加速推进人民币国际化,因而局势仍然是有利的。

至于第二类风险,事实上固定汇率制度更容易受到外部金融攻击。如上文所述,固定汇率制下,一旦市场认为央行的资源不足以维持其汇率目标,就会引来货币攻击。浮动汇率制度从根本上消除了这类风险。需要指出的是,20 世纪末的东南亚金融危机中,中国大陆之所以未受冲击是因为资本管制。国内有学者据此认为当前中国仍然需要加强资本管制^[10]。但一方面,今天中国经济开放程度和经济金融化水平已经有了巨大提升;另一方面,大量金融科技创新如移动支付、加密货币等的涌现,使得资本管制的效率与成本之比大大降低。因此,今天仍然寄希望于资本管制抵御外部金融攻击是不现实的。人民币转向浮动汇率制度,其实质是将原来集中于货币当局的风险转移给了经济中各类主体,经济体的总风险水平是下降的,但需要国内经济主体(主要是金融机构)提升风险管理水平以适应新的制度环境。综上所述,基于人民币强大的价值基础,人民币自主浮动的风险是可控和可以承受的。

五、结论

基于货币价值基础论的汇率制度选择原理

显示,固定汇率制度只适用于(相对于锚货币国)经济规模适中的经济体;对于经济规模过小或过大的国家,均会因其制度成本过高而无效。

根据上述基本结论,可以断言中国不宜继续采取固定汇率制度。事实上,中国早已具备实行浮动汇率的经济规模条件,若能加强国内的法治建设、完善市场机制,未来中国经济完全可以保持强劲增长,从长期来看,人民币兑美元将趋于升值。在自主浮动条件下,人民币仍将具备较高的价值稳定性;而美元虽然其当前价值稳定性远高于人民币,但由于面临其它货币的竞争,未来其作为国际价值尺度和交易媒介的范围可能会较大变化,从而导致其价值波动加剧。基于上述判断,人民币自主浮动是必要而且可行的。

主张加强资本管制、担心转向浮动汇率制度会导致人民币汇率失调等,此类观点有失偏颇,其根源在于未能清楚地认识货币的价值基础,因而对自主浮动下人民币的价值稳定性缺乏自信。人民币的价值基础是中国的经济实力,换言之,是14亿中国人民的勤劳和智慧支撑了人民币的价值。习近平总书记强调要有制度自信,人民币转向浮动汇率制度就是制度自信,实质上,这是对人民币价值基础的自信,也是对中国人民开创美好未来的自信。

[注释]

- ① 如果将经济中所有资产、商品和服务均加入统计篮子,则第二种情况下纸币贬值的幅度与金本位下并无差别。然而,如前文所述,价值是主观的,对于大多数普通人来说,其感受的纸币价值变化是以通胀率为衡量尺度的。因此,本文仍以通胀率作为纸币价值变化的度量——后

文的推论仍以此为前提。

- ② 由于基本生活生产资料消费占比很低,超发货币主要反应在资本市场和高档品及服务的价格上,当代中等收入以上的国家很少出现过高的通胀。宏观经济学中关于通胀与经济发展的分析模型已经失效。
- ③ 关于商品间价格锚定效应的论述,参见《国际货币竞争的一个理论模型及新国际货币体系的构想》一文。
- ④ 限于篇幅,此处只讨论美元的价值波动性。

[参考文献]

- [1] 赵蓓文.从“蒙代尔三角”看人民币汇率制度的选择[J].世界经济研究,2004(7):31-35.
- [2] 胡祖六,钟红.资本流动、经济过热和中国名义汇率制度[J].国际金融研究,2004(7):16-20.
- [3] 项春生.人民币汇率制度的终极目标与退出战略[J].财经科学,2004(5):94-97.
- [4] 易纲.汇率制度的选择[J].金融研究,2000(9):46-52.
- [5] Williamson J. The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision[J].China & World Economy, 2005 (13): 17-33.
- [6] 向松祚.中国不能采取完全浮动的汇率制度 A//IMI 研究动态(2018 年第一季度合辑)[C].北京,2018-03.
- [7] Frankel J A, Xie D. Estimation of De Facto Flexibility Parameter and Basket Weights in Evolving Exchange Rate Regimes[J]. American Economic Review, 2010 (100): 568-572.
- [8] 陈中飞,王曦,刘宛昆.人民币汇率制度改革:基于国际规律的视角[J].国际金融研究,2018(12):74-83.
- [9] 黄权国.国际货币竞争的一个理论模型及新国际货币体系的构想[J].长沙理工大学学报(社会科学版),2017 (1):115-124.
- [10] 余永定.中国的国际收支结构、汇率政策和外储[EB-OL].中国经济50人论坛,长安论坛,2017年6月.<http://www.50forum.org.cn/home/article/detail/id/6949.html>.