

汇率制度没有绝对解

郑联盛

在美元走向一个强势历程之中，新兴经济体的货币贬值成了2014年以来最为重大的金融风险问题。一直处在单边升值位置的人民币在“8·11汇改”中间价市场化改革后出现相对较大幅度的波动，人民币汇率及其相关制度改革再度成为国际社会热议的问题。以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度是中国的政策选择，在汇率理论框架中，这不是一个绝对解，而是适合中国的中间解。

汇率制度的选择体现了一个经济体的核心金融价值诉求。一般而言，金融核心价值体现在三个方面：一是金融本身的核心价值，体现为金融要素价格形成机制稳定、金融资产安全、金融制度稳定和金融体系平稳、有序和健康发展。汇率是一个经济体内外金融要素互动最为重要的价格。二是与金融相关的国家利益或国家的“核心价值”。汇率往往被认为是一个以邻为壑的政策手段，这其中就包含了国家经济利益及金融价值。三是金融主权。即是对国内金融政策、体系运行和发展的有效控制。在美元主导的国际货币体系中，美国前财部长康纳利有一句名言：“美元是我们的货币，你们的问题。”

我们所熟知的“不可能三角”，更多是一种完美的、理想化的理论阐释，但是，现实远远比理论更丰富、更复杂。回顾往昔，国际货币体系就是一部汇率制度选择、改革与变迁的历史。在第二次世界大战之后，国际社会以

布雷顿森林体系为支撑建立起了“双挂钩”的固定汇率制度，美元以黄金挂钩、希望通过稳定的汇率和有效的协调来促进国际贸易与投资的发展。但是，布雷顿森林体系的设计者、第二次世界大战后国际金融体系设计师哈里·怀特怎么也想不到20多年后是他的国家将自己构建的固定汇率体系瓦解了，并开始追求浮动汇率制度。

哈佛大学肯尼迪政府学院教授、克林顿政府经济顾问杰弗里·弗兰克尔早在1999年中国进行汇率改革之前就强调，没有一种汇率制度适合所有国家以及一个国家的所有时期。对于小型经济体，比如中国香港，可以实行货币局制度，完全盯住美联储的政策，以牺牲主权来维系金融稳定；但是，对于大型开放经济体，比如中国，以牺牲货币政策主权、独立性和有效性来获得汇率的相对稳定，其中的利益得失是需要讨论的，很大程度上这是一个弊大于利的过程。在中国汇率改革前夕，弗兰克尔亦强调人民币汇率可能很难得出一个边角解，中间解对于一个处在改革进程中的中国经济而言可能更具有弹性。

作为国际货币体系的霸权国，美国一直重申强势美元政策符合美国国家利益。但是，我们发现新世纪以来美元实际上经历了一个“战略性贬值”的过程。而且，与布雷顿森林体系下的美元与黄金可兑换性相比，美国维持币值稳定的承诺的可信度和公信力要更低，但是，美国政府对美元汇率以及经常账户逆差采取了一种“善意

忽略”的态度，美元超发及其外溢效应使得全球流动性严重过剩，在内部缺乏货币发行机制和外部缺乏公信力的条件下，全球金融危机最终爆发。直到近期，美联储逐步退出量化宽松政策，回归到正常模式，美元才开始了升值的步伐。现在，有国际政治的专家认为，美国正在进行“战略性升值”，战略性的假想“敌人”就是俄罗斯，或许还有其他经济体。如果真如预期一样，美元将进入一个长达六七年的升值周期，那么，俄罗斯以及其他新兴经济体的苦日子或许才刚刚开始。

每个经济体基于自身的核心金融价值诉求，可以建立与自身经济金融体系相适应的汇率制度。汇率制度对于一个经济体而言并没有优劣之分，只有适合不适合之分。在一个以美元为核心的不平衡、不稳定和不对称的国际货币体系中，人民币和其他外围经济体的货币一样无疑会与美元关联在一起，并将会受到美联储政策外溢效应的冲击，外围经济体货币价格变化实际上是美元汇率变化的一个侧面。过去两三年间，俄罗斯卢布、阿根廷比索、印度卢比、印尼盾等都遭遇了严重的贬值压力，这是美元霸权主导的国际货币体系的不对称外溢效应的最佳体现。在现有的国际货币体系下，包括中国在内的外围经济体，其汇率制度的选择上早已经不可避免地被打上了美元的烙印。（作者为中国社科院金融所副研究员）