

# 金融论坛

第 6 期

中国社科院金融研究所主办

2003 年 10 月 27 日

---

## 钉住一篮子货币的汇率制度\*

金融所博士后 姚枝仲

### 一、产生背景

钉住一篮子货币的汇率制度的产生背景主要有两个：一个是为了满足在浮动汇率时代寻求汇率稳定的需要；另一个就是货币合作与建立最优货币区域的需要。货币合作和建立货币区域实际上也是为了在浮动汇率时代寻求汇率稳定，之所以说它是另一个背景，是因为这种货币篮子与我们讨论的货币篮子有很大的不同。

在讨论产生背景时需要回顾一下国际货币体系的发展过程。首先我们看一看全球金本位制度的黄金时期，大概就是1880年至第一次世

---

\* 本文根据姚枝仲博士 10 月 15 日在金融所《金融论坛》的演讲整理。

世界大战之前的1913年，这一时期绝大部分国家是采用金本位制度，不过中国当时是银本位。金本位严格说来是一种国内货币制度，但是它的四个重要特征使它成为了一种国际货币体系，这四个特征即金币本位，银行券与黄金固定比价且自由兑换，自由铸造金币，黄金可以自由输出入，这样，全球金本位制度其实是全球固定汇率制度。它的优点就是各国货币的汇价可以自动稳定，并且由于黄金的自由流入和流出，使各国物价也自动稳定；缺点就是经济增长与黄金产量不能匹配，在经济增长比较快的时候，黄金产量可能跟不上，这将导致物价下跌，物价下跌可能刺激黄金开采或更多的人去发掘黄金，因为物价下降说明黄金价值上升，黄金更“值钱”了，因此，黄金产量也升高，但是黄金产量不一定跟经济增长匹配起来，如果突然出现一个黄金大发现，则黄金产量增长过快可能导致物价猛涨，如果黄金产量跟不上经济增长，则会出现很多黄金短缺的情况，加上黄金的自由输出入一定会导致国际收支的不平衡，有些国家就会出现黄金净流出，从而出现更严重的黄金短缺，这些国家就可能会过度发行银行券，并且放弃银行券与黄金的固定比价，这样就会使各国货币之间的兑换比率发生较大的变化。这种情况在两次世界大战期间频繁发生。各国货币的竞争性贬值破坏了稳定的国际货币体系。

因为竞争性贬值很不利于当时的国际交往，二战以后，为了重新安排一个更加稳定的国际货币体系，出现了大家所熟知的布雷顿森林体系。布雷顿森林体系的出现也是寻求汇率稳定的一个结果。布雷顿森林体系提出了美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩，实际上是以美元为中心的固定汇率体系。可见，国际货币体系发展最主要的目标是寻求一个具有稳定汇率的全球货币体系。

布雷顿森林体系之后，1976年通过的牙买加协议承认浮动汇率的合理性，允许各国自由选择汇率制度，当时各主要货币都实行了自由浮动汇率制度。欧洲的部分国家实行了联合浮动，在这样一个主要货

币都自由浮动的时代里，寻求汇率稳定就是一个比较新的问题。

由于全球固定汇率暂时不可取，各国又要寻求汇率稳定，自然就出现了一些固定部分汇率的思想，如在部分国家之间实行固定汇率，沿着这一思路，就有了最优货币区的理论。

钉住一篮子货币的汇率制度也是寻求汇率稳定的一个结果。以下我们从汇率稳定的角度来谈一谈钉住一篮子货币的含义。

## 二、汇率稳定与货币篮子

在讲到汇率稳定的时候，有必要澄清几个基本概念。

第一是名义汇率稳定不等于实际汇率稳定。实际上对宏观经济更有意义的一个指标是实际汇率稳定，我们知道布雷顿森林体系是稳定名义汇率，但是有实际汇率的变化和宏观经济的变化，结果最终失败，所以实际汇率是一个更有意义的指标。为什么要区分这种名义汇率和实际汇率呢？名义汇率可以看成是两种货币的交换比率，实际汇率则是两国商品的价格比，货币交换比率作为资本的交换比率更有意义，但是国际交往很大程度上是商品交往，是服务交往，他们都含有实体经济内容，所以实际汇率是更关键的指标。当然，现实中实际汇率很难操作，因为物价是事后统计的数据，名义汇率是即时数据，名义汇率数据更容易或能更快地被得到。所以，常常用名义汇率稳定来表示汇率稳定。实际上稳定名义汇率也有利于稳定实际汇率，因为名义汇率的波动要远远大于物价的波动幅度，也比物价更容易浮动。如果出现实际汇率重大失调的情况，可以再调整名义汇率。

第二个概念是固定汇率不等于稳定汇率。固定汇率可以讲很多种，一种就是全球金本位制度下的固定汇率，基本上是比较稳定的汇率，但是有一些像中国搞银本位的国家可能会被排除在这个体系之外。当然，这个固定汇率体系也有汇率的波动范围，这个汇率波动范围就是黄金输入输出点。布雷顿森林体系也是固定汇率体系，因为包含的国家确实比较广泛。但是也有一个波动范围是正负1%，按照国

际货币基金组织现在的分类标准，只要汇率波动不超过正负1%，就认为是固定汇率制度。布雷顿森林体系中的这种固定汇率能实现汇率稳定。

但在目前这种主要货币之间汇率自由浮动的体系中，所谓的固定汇率就不一定能真正实现汇率完全稳定了。所以，现在一般也不叫做固定汇率了，而叫做钉住汇率制度。这种钉住汇率制度有两种，一种是钉住单一货币，一种是钉住一篮子货币。中国现在就是钉住单一货币美元，当然中国政府认为我们不是采用钉住美元的汇率制度，而是有管理的浮动汇率制度，但是实际上中国宣布人民币的汇率浮动幅度是正负1%，按照IMF的划分标准，这就是钉住汇率制度。这种单一钉住美元的汇率制度有一个明显不利因素，如果美元对其他货币的汇率剧烈波动的话，那么人民币对美元以外其他货币的汇率也会剧烈波动，比如说美元和日元、美元和欧元之间的汇率剧烈波动，若人民币钉住美元，则人民币和欧元、日元之间的汇率也会剧烈波动。因此，在浮动汇率时代，讲汇率稳定不能单看一种货币，而要看多种货币，这里面涉及到一个汇率相对稳定的概念。实际上在有許多汇率独立浮动货币的世界中不存在一个绝对稳定的汇率，不可能有像布雷顿森林体系那样稳定的汇率，也不可能像金本位世界那么稳定的汇率，在以独立浮动为主的国际货币体系当中，不管是钉住单一货币还是钉住一篮子货币都不可能实现汇率的完全稳定，而只能是相对稳定。

相对稳定可以是对一些货币的稳定，而对另一些货币不稳定，也可以是一种加权平均的稳定，或者说是对若干种货币的加权平均稳定，这若干种货币就构成一个货币篮子。当然，加权的方法有很多种，有按贸易份额加权，如名义有效汇率；有按贸易弹性加权，贸易弹性是货币篮子一个比较重要的特征，像以色列就是按贸易弹性加权。在我们考虑钉住美元的情况下，实行的是以美元的权重为1其余货币的权重为0的加权方法。如果我们给予日元和欧元大于0的权重，那么人

人民币对欧元、日元的波动幅度会减少，所以加权之后的汇率会相对稳定一些。

从汇率稳定的概念出发，可以看到钉住一篮子货币的汇率制度实际上也是为了追求一种从相对意义上来讲，更为稳定的汇率。

### 三、操作与实施

假如说人民币钉住一个货币篮子，这个篮子由三种货币构成（见Box1），有美元、欧元和日元，篮子里有1美元，0.5欧元，50日元，假设有一个基期汇率：1美元兑换10元人民币，1美元兑换1欧元，1美元兑换100日元，则这个货币篮子值2美元，或2欧元，或200日元，或20元人民币，这都是等价的。当然这是虚构的。人民币钉住一篮子货币的含义就是要保持这个货币篮子的价值为20元人民币不变。

Box1：货币篮子的构成与基期值

一个虚构的货币篮子：						
1 美元	+	0.5 欧元	+	50 日元	=	2 美元
(1 美元)		(0.5 美元)		(0.5 美元)		2 欧元
						200 日元
						<b>20人民币</b>

现在假设美元贬值了，美元的汇价变为1美元兑0.8欧元，1美元兑80日元，这时候货币篮子价值就会发生变化（见Box2），因为欧元和日元的美元价值提高了，0.5欧元值0.625美元，50日元也相当于0.625美元，整个货币篮子价值就是2.25美元，如果保持人民币与美元之间的汇率不变的话，货币篮子的人民币价值就是22.5人民币。这样人民币就不是钉住一篮子货币了，因为篮子的人民币价值发生了变化。这时候，为了保持篮子的人民币价值20元不变，必须调整人民币和美元的汇率，调到什么程度呢？必须调整到1美元只能兑8.8889人民币，使篮子的人民币价值仍然为20元。美元贬值之前是1美元兑10

人民币，所以现在人民币升值了。由于美元对欧元、日元贬值，为了使人民币钉住一篮子货币的价值不变，所以人民币必须对美元升值，变成1美元兑8.8889人民币。

Box2：货币篮子的价值变化

汇率变化后的货币篮子价值：

假如美元对欧元和日元均贬值 20%：1 美元-0.8 欧元，1 美元-80 日元

则货币篮子的价值为：

$$\begin{array}{r} 1 \text{ 美元} + 0.5 \text{ 欧元} + 50 \text{ 日元} = 2.25 \text{ 美元} \\ (1 \text{ 美元}) \quad (0.625 \text{ 美元}) \quad (0.625 \text{ 美元}) \end{array}$$

如果人民币与美元之间的汇率仍然保持不变：1 美元-10 人民币

则货币篮子的价值为：**22.5 人民币**

为了保持货币篮子 20 元人民币的价值不变，必须将人民币与美元

的汇率调整到：**1 美元-8.8889 人民币**

我们看调整前和调整后的情况（Box3）。最左边是美元贬值前美元对欧元和日元、美元对人民币的情况。如果美元贬值20%以后，单一钉住美元就是人民币和美元的汇率保持不变，美元对欧元和日元贬值20%，人民币也跟着贬值20%。1欧元就能兑12.5人民币，100日元也兑12.5人民币，这样由于美元对欧元和日元贬值，人民币对一篮子货币就要贬值11%。如果采用钉住一篮子货币，根据刚才的套算，由于美元贬值以后，为了维持货币篮子价值20元不变，人民币对美元要升值12.5%，这样人民币对欧元只是贬值10%。注意看，如果人民币钉住美元汇率不变，则对欧元会贬值20%，如果钉住一篮子货币，人民币对欧元只贬值10%，对日元也一样。总结一下，由于美元对欧元和日元贬值20%，这个时候为了维持货币篮子的人民币价值不变，人民币对美元要升值12.5%，升值12.5%以后对欧元和日元只是贬值10%，这样一升一贬就造成货币篮子的人民币价值不变。在这里我们不

妨再作一个假设，假设篮子的中权重就是贸易份额，中国只与这三个国家或地区发生贸易往来，则篮子价值不变，就意味着人民币的名义有效汇率没有变化，也就是说，尽管美元的汇率有大幅度浮动，但是人民币的名义有效汇率并没有改变。

Box3：单一钉住与钉住一篮子货币的对比

单一钉住与钉住一篮子的对比		
美元贬值前	美元对欧元和日元贬值 20%后	
	单一钉住美元	钉住一篮子货币
1 美元-10 人民币	1 美元-10 人民币 (不变)	1 美元-8.8889 人民币 (升值 12.5%)或(美元贬 11%)
1 欧元-10 人民币	1 欧元-12.5 人民币 (贬值 20%)	1 欧元-11.1111 人民币 (贬值 10%)或(欧元升 11%)
100 日元-10 人民币	100 日元-12.5 人民币 (贬值 20%)	100 日元-11.1111 人民币 (贬值 10%) 或 (日元升 11%)
货币篮子价值	<b>22.5 元人民币</b> (贬值11%)	<b>20 元人民币</b> (不变)

刚才讲到权重，权重不是1和50这个概念，1和50是篮子中货币的数量，而不是权重，货币权重不是篮子中货币的数量，货币权重是篮子中各种货币的价值占篮子总价值的比重（见Box4）。在前面的例子中，篮子总价值是2美元，篮子中美元的数量是1元，因此篮子中美元的权重就是50%，篮子中欧元的数量是0.5元，价值0.5美元，因此，欧元的权重就是25%，同样日元的权重也是25%。我们刚才设定篮子的时候，1美元，0.5欧元，50日元不是随便设定的，是根据权重来设定的，当然这只是一个例子。由于美元的价值和日元的价值相隔很远，因此不能直接设定美元、欧元和日元的数量，只能根据相对价值即权重来确定数量。货币权重一定要和货币数量有一个区分。

#### Box4: 篮子中货币权重的含义

货币权重的含义：

货币权重是篮子中各种货币的价值占篮子总价值的比重,在 Box1 的例子中：

篮子中的货币数量：	1 美元	0.5 欧元	50 日元
篮子中各货币的价值：	(1 美元)	(0.5 美元)	(0.5 美元)
篮子总价值：	2 美元		
篮子中各货币的权重：	50%	25%	25%

确定权重有很多种方法,但是归根到底是取决于政策目标,如果是稳定名义有效汇率为目标,就是按贸易份额加权。很多国家都是按照贸易份额加权,但是使用的种类要少于名义有效汇率所包含的货币,因为使用的货币越多,需要关注的汇率也越多。如果是稳定贸易为目标,则除了考虑贸易份额之外,还要考虑贸易弹性,就是要考虑汇率变动对贸易的影响。如果以最小化GDP或者物价波动为目标,这就要设定一个宏观模型,要考虑汇率变动对贸易,对资本流动,对外汇储备、货币供应量以及利率的影响来建一个模型进行综合考虑。还有一些其他目标,如最小化实际有效汇率的波动,我们讲稳定实际有效汇率是不可能的,因为实际有效汇率里面包含价格因素,价格因素不可能通过一个汇率政策进行稳定,所以我们在讲实际汇率目标时,是指最小化实际有效汇率的波动,而不是稳定实际有效汇率。在考虑最小化实际有效汇率波动为目标的时候,我们要首先假定价格变动的一些模式,就是首先要设定价格变动的参数才能进行加权,实际上最终还是以贸易份额为主考虑价格变动的一些参数,这些参数是根据历史上价格变动的一些统计数据来计算的,采用这种方法的国家很少,大部分国家是以稳定名义有效汇率或者是以稳定贸易为目标。

我们再来了解一下实际操作过程。首先根据政策目标选择篮子中的货币种类和货币权重。确定货币种类和货币权重之后就需要选择一个基期,这个基期用来选择货币的数量和计算未来汇率变动的基础。

刚才我们讲1美元兑10人民币,1美元兑1欧元或者是1美元对100日元,是指基期汇率,以后的调整就是针对基期进行调整,而不是根据上一期进行调整。因为只有根据基期汇率调整才能保证权重不变。确定篮子中货币的数量和种类就可以确定货币篮子的人民币价值。确定了货币篮子的人民币价值就是确定了人民币汇率要钉住的目标,或者说是人民币汇率要钉住的锚。今天确定货币篮子的价值之后,货币篮子中的货币之间的汇率到明天就会发生变化,变化之后就要调整人民币和美元的汇率来保证货币篮子的人民币价值不变,也就是说中央银行必须根据美元和日元、美元和欧元的汇率变动来不停地调整人民币和美元的汇率。即时调整汇率,是非常麻烦的事情,为了减少调整频率,一般来说,中央银行会宣布一个波动区间,比如正负1%。如果汇率变动使货币篮子价值偏离原来的价值不超过1%,则中央银行不需要重新调整汇率,一旦发现美元和欧元、美元和日元的汇率变动,使货币篮子价值的变动超过了1%,就要重新公布调整后的人民币兑美元汇率。我们知道,汇率在一天之内变动1%还是比较大的,所以在使用货币篮子汇率制度时,也用不着每天调整中心汇率。像以色列还以货币篮子价值基础确定中心汇率,然后逐渐放宽浮动范围,最终实现汇率完全自由浮动。在设定基期的时候,可能基期偏离了均衡水平,偏离还可能比较大。而我们都是根据基期来调整人民币的汇率。这时候货币篮子的基期价值就需要调整,需要逐渐调整使其靠近均衡水平。如果中央银行为了减少操作上的麻烦,在货币篮子的基础上,使用了浮动区间,并且使篮子的基期价值逐渐向均衡水平,就是所谓的BBC了。BBC就是既考虑篮子(BASKET),又考虑区间(BAND),又考虑蠕动(CRAWL)的一种汇率制度。现在国际上叫得比较多。实际上BBC是为了克服钉住一篮子货币的一些毛病,因为钉住一篮子货币需要即时调整汇率,这很难做到。而1%的区间就不需要每天调整了。美元大幅度变动的话,1%的区间经常会被突破,经常要调整,不过可以考虑放

宽一下波动区间，波动的区间越大，表明汇率的市场价格形成区间越大。当然，钉住一篮子货币的汇率还是中央银行控制的汇率，尽管有波动，还是中央银行控制下的汇率波动。这就是钉住一篮子货币的一个基本情况。

我们下面再讲一讲欧洲货币单位，为什么单独讲一下欧洲货币单位，因为跟刚才讲的货币篮子不一样。各个国家的货币篮子都有各种各样的差异，前面讲的是大部分国家的货币篮子，欧洲货币单位它的篮子构成和钉住方式跟刚才讲的很不一样。

首先，前面讲的货币篮子是不包括本国货币的，就是说美元、日元或者是欧元构成一个篮子，篮子中不包括人民币，但是欧洲货币单位是由参与欧洲汇率机制的国家货币组成。有一个例外，因为英镑在当时还是非常重要的，英国虽然没有参加欧洲货币机制，但是还是被放进了欧洲货币单位的篮子中。也就是说欧洲货币单位是由参与国的本国货币组成的，前面讲的是货币篮子是由外国货币组成的，不包含本国货币，这是很大的区别。

其次，欧洲货币单位的篮子中各种货币之间的汇率是固定的，不能自由浮动，当然存在一个浮动区间，根据平价网限制，最开始平价限值是2.5%，后来发生危机之后调整到6%，有一段时间调整到15%，最后又逐渐回落，现在固定到欧元，也就是完全固定了。而前面讲的篮子中的货币，它们之间的汇率是自由浮动的，这是第二个区别。

第三个区别就是欧洲货币单位相对于篮子以外的货币，相对于美元是浮动的，当然最开始是对美元在一个区间内浮动，但是浮动区间要大于篮子内部货币之间的汇率浮动区间。而我们前面讲的货币篮子，是要使人民币钉住一篮子的价值不变，也就是货币篮子对篮子以外的人民币的汇率是不变的。这是第三个不同。欧洲货币单位这种篮子目的是实现区域内汇率稳定，或者经济比较紧密的国家之间实现比较稳定的汇率，对紧密程度没有那么高的国家的货币实行联合浮动，

从而最大程度的规避汇率浮动带来的冲击。现在中国和东南亚国家在讨论货币合作问题，很多人也在讨论是否统一货币，当然这个过程很长，欧洲货币单位的这种经验是非常值得借鉴的。

货币篮子的基本情况就讲这些，下面再讲两个大家关心的问题，一个就是套利问题，一个是利弊问题。

#### 四、套利问题

人民币是根据欧元、日元、美元的汇率来变动的，很多人会提出这样一个问题：是否可以通过炒作欧元和日元来寻求对人民币的套利？

我们对前面的例子作一点引申，假定美元贬值20%，是索罗斯在欧洲市场操纵美元和欧元造成的，索罗斯也正确估计到由于中国实行钉住一篮子的汇率制度，人民币对美元会升值12.5%，那么索罗斯是否会对人民币进行投机呢？因为可以预计到人民币会升值12.5%，他是否会买进一些人民币等着人民币升值呢？如果索罗斯的操作是准确的，并且正确预计到美元对欧元和日元都会贬值20%，那么如果索罗斯持有欧元和日元的话，美元贬值20%以后，欧元和日元相对升值25%，如果索罗斯持有人民币，则升值幅度为12.5%，他会选择升值幅度大的货币还是选择升值幅度较小的货币呢？显然，作为理性的索罗斯，他一定会选择获利更高的欧元和日元。实际上，他甚至不知道人民币到底会升值多少，因为他不知道日元、欧元的变动对人民币的变化有多大影响，也许日元、欧元变动20%，人民币的升值可能只有3%，如此高昂的炒作成本，显然索罗斯是不会干。

第二个和套利有关的问题是，别的国家是否可以通过操纵日元和欧元的汇率来操纵人民币汇率呢？现在国际上有要求人民币升值的压力，他们是否可以不必再对中国政府施压，而直接通过操纵日元和欧元的汇率来操纵人民币汇率？

从刚才的套利分析可以看出来，如果要人民币对欧元升值，就需

要美元对欧元更大幅度的升值，也就是说如果欧元想对人民币贬值的话，那么欧元首先对美元进行大幅度的贬值，因为美元肯定是人民币货币篮子中权重比较大的一个货币，所以这种成本也是非常高的。同样，如果想让人民币对美元升值，首先也要让欧元和日元也更大幅度的升值，美元只有对欧元和日元进行大幅度的贬值才会对人民币进行小幅度的贬值。可见，其他货币汇率的变化，是会影响人民币汇率，但是操纵的代价太大，操纵不是不可能存在，只是操纵的成本太高，不可想象，因此，操纵的可能性很低，而且操纵还需要他国协调，需要他国吃更大的亏。如果美元继续贬值的话，人民币若采用钉住一篮子货币的汇率制度，则人民币对美元是会有一些升值，至于是升值幅度多大，是由篮子的权重来决定的。但是这种升值是我们自己追求的，是为了实现人民币汇率的稳定。这跟他国操纵不一样。

## 五、利弊分析

最后简单讲一下使用钉住一篮子货币的一些积极后果和消极后果。

积极后果。首先是使得加权汇率更加稳定。如果是单一钉住美元，美元对日元和欧元的变动会影响平均汇率的变动。

第二，在单一钉住美元的汇率制度下，中国居民和企业持有美元基本上没有汇率风险，如果使用货币篮子的话，人民币的美元汇率就会有一些波动，这种波动就会有利于居民和企业形成比较强的汇率风险意识，也有利于人民币远期市场的培育和外汇市场避险工具的产生，如果没有汇率波动的话，远期市场和外汇市场避险工具就不会产生或者是产生也用不上。新加坡的人民币远期市场是一个投机市场，而不是一个避险的市场。

第三，采用货币篮子以后，人民币汇率会更加具有弹性，会经常波动，这样有利于向更加灵活的汇率制度过渡，在目前存在比较大的人民币升值压力情况下，如果采用扩大浮动区间的方法，很有可能使

人民币汇率立即升值到区间的上限。但是如果我们是根据货币篮子来确定这个中心汇率和波动区间的话，只要美元和欧元，美元和日元之间的汇率波动还没有使货币篮子的价值偏离区间的话，人民币对美元的汇率就不会向上限发展。当然这个过程需要中央银行有比较大的可信度，也就是需要比较大的透明度，所以一般来说，采用货币篮子制度的国家在最开始的时间都是公布货币篮子的权重，然后随着时间的推移，汇率预期基本稳定了，然后才调整权重，甚至隐藏权重。

在中国，采用钉住一篮子货币的汇率制度还有一个好处，就是可以消除人民币单一钉住美元带来的舆论压力和国际收支压力。因为现在美元的贬值趋势是非常明显的，美国的贸易逆差规模已经非常大，美国已经把美元贬值作为调整贸易逆差的一个政策。所以我们可以看到美元的贬值趋势是比较明显的，美元贬值之后，如果人民币仍然钉住美元不变的话，那么人民币对日元和欧元也会贬值。但是如果是钉住一篮子货币，美元继续贬值，人民币就会对美元有一定幅度的升值，这种升值很显然会降低欧洲和日本的压力，也会减轻中国国际收支的顺差压力，这是几个比较积极的后果。

钉住一篮子货币的汇率制度也有一些比较消极的影响。

第一，人民币汇率会经常变动，这种变动会增加国际交往的成本。

第二，人民币和美元之间的汇率变动，它不是充分反映外汇市场供求状况的结果，而是根据美元和欧元、美元和日元汇率来被动调整的，不是根据外汇市场对人民币的需求进行变动的，所以这种情况与“以市场供求为基础的汇率制度”这一目标还有一定的差距，如果扩大浮动区间尽管能够一定程度的反映外汇市场对人民币的供求，但是它并不完全是一个市场的结果，它还是一个中央银行干预的结果，而且这种干预是一种被动干预，这是一个比较大的缺陷；

另外一个比较大的缺陷就是它不能够规避一些非汇率的冲击，也就是说我们前面讲到货币篮子主要是为了在其他货币互相之间大幅

度波动的情况下来稳定人民币的汇率。但是国际交往当中，不一定只有汇率冲击，还有非汇率冲击，比如说现在中国大规模放开贸易壁垒，也会对外汇市场的供求发生影响，这种冲击就不能够反映到货币篮子里面，比如说突然出现大的资本冲击，也不能在货币篮子里面体现。因为这些冲击不一定会使美元和欧元、美元和日元之间的汇率产生变化，只会对人民币和美元之间的汇率产生影响。面对非汇率冲击的时候，货币篮子不能自行调整，而需要把基期的价值改变一下，基期的价值改变需要一个过程，不能够自动适应。

还有，它跟单一钉住美元一样，仍然需要中央银行来频繁地干预外汇市场，所以国际收支的冲击仍然会对货币政策带来一些不利的影 响。尽管有汇率变动，但是还没有完全规避掉外汇储备对货币政策的影响。也就是说，货币篮子也不能同时实现汇率稳定、资本自由流动和货币政策独立这几个目标。它是一种用一定程度的汇率变动来抵消一定程度的资本冲击，这是它跟单一钉住美元比较相近的一个不利因素。当然采用货币篮子之后，资本冲击会比单一钉住美元制度的冲击会小一些。

**提问 1 :**你中间讲到货币篮子的价值如果偏离均衡汇率水平太远，就会调整货币篮子的价值，那么均衡汇率水平怎么确定？

**姚枝仲 :**均衡汇率的确定方法有很多，有各种理论模型，这在国际经济学里面是文献比较多的一个主题，但是各个模型的算法不一样，每个人算出来的均衡值可能也不一样。这是一个问题。但是一般来讲可以根据国际收支来判断，比如说顺差特别大，又没有什么特别大的扭曲，这样就是偏离均衡值比较大。当然调整的幅度会是比较小，不会立即达到均衡水平，但会朝均衡水平的方向调整。

**提问 2 :**在一货币篮子里，汇率是怎么样调整的，是定期调整还是不定期调整，还有一个就是在汇率调整的压力之内，到最终调整得以实施，在这样一段时间之内仍然会有很大投机的压力在里面，这就

和我们现在汇率差不多，如何解决这样一个问题？

**姚枝仲**：你说的这个问题是有一些，但要看调整的方式。从理论上讲，由于美元对欧元和日元的汇率是即时变动的，所以人民币对美元的汇率调整也必须是即时的，但是中央银行基本上不会这么搞，他会设定一个区间，也许是正负 1%，设定的区间越大，调整的频率会越小，设定区间越小，调整的频率会越大，只要超过区间两端就会调整，如果在区间之内就可以不动，定期宣布汇率变动的情况也有，但是必须有比较大的区间进行维持，理论上是必须突破区间就宣布调整一次，这是属于不定期的，这才是比较正确的一种方式。

**提问 3**：我提一点看法，我觉得一篮子货币还是有一点问题。首先我讲一点，就是关于你用欧洲的货币区来类比中国一篮子货币会有问题，因为欧洲货币区是贸易到生产要素到货币，而中国跟其他几个国家不存在这样的关系，最起码生产要素不可能自由流动，从这个角度来看，欧洲不太适合中国。具体说一篮子货币有两个问题，一是目标问题，因为从理论上讲，就是篮子的权重主要还是贸易权重，因为实际有效汇率还是两国商品价格比，这个你可能只关注了实体经济，资本项目基本上没有考虑，这是目标问题。在具体操纵中间你想想，在目前固定汇率之下，一个贸易企业或者是金融企业，如果美元和欧元汇率有变动，可能没有问题，但是一篮子就有问题，不仅要美元和欧元的对冲，还要做美元和人民币的对冲，未来的变化规则恐怕有问题，因为从采用篮子的国家来看，权重都是相对比较神秘的东西，而从中国的角度来说，固定汇率实际上还是市场化的东西，变成一篮子了，变成行政当局来控制，实际上是一种倒退，实际上对外汇市场发展不太有利，如果从钉住汇率扩大浮动区间的话可能还有利于培育外汇市场，所以我觉得有这么两个问题，不知道你怎么看。

**姚枝仲**：首先说明一点，这里介绍欧洲货币单位，并不是类比，而是对比，就是为了区别前面讲的货币篮子和欧洲货币单位之间不一

样的地方，我讲了三个不一样的地方，由于欧洲货币单位实际上也是一个篮子，我们在介绍货币篮子时，不能漏了它。

至于说货币篮子没有考虑资本项目，这个问题不完全对，在选择货币篮子时，可以以国际收支平衡为目标，这样就可以考虑资本项目。但是，货币篮子不能规避资本冲击对国际收支的影响，这是对的，实际上，钉住单一货币和钉住一篮子货币一样，都是用国际收支变动的代价来规避资本突然流动对汇率的冲击，而浮动汇率制度是则是用汇率浮动为代价来规避资本突然流动对国际收支的冲击。

你讲增加避险的成本是存在的，我前面已经讲过，这是钉住货币篮子的一个缺陷。当然你说的固定汇率是市场化的汇率，钉住一篮子汇率反而是一种倒退，我不同意这种看法，因为钉住一篮子货币会产生人民币对美元的汇率波动，这会增加汇率风险意识，也会促进人民币远期市场和避险工具的发展，所以这不能说是一种倒退。

**提问 4：**我提两个问题，一个问题就是你讲钉住一篮子汇率比钉住单一美元要更加有利于人民币稳定，一个前提条件就是说假如钉住一篮子的基准定价比较符合市场均衡条件。但是假如货币的基准价值定的就有问题，那么效果就很难说一定比钉住单一美元更有利，不管选择哪一个，要根据中国的条件来看。还有一个问题，保证一个市场是稳定的，需要加大其他市场的调节力度才能保持，那么钉住美元，美元和人民币之间的调整幅度就小得多，而对其他货币的波动比较大，但是假如美国这个国家和中国经济联系比较大，是有可能因为跟其他国家关系不太密切，则这种加大对美元调整的幅度可能增加成本。

**姚枝仲：**第一，均衡汇率和汇率稳定不是一个问题，汇率可以稳定在一个非均衡汇率水平，你讲的那个前提条件是不需要的，前面讲到货币篮子是更有利于稳定，不需要基准价值是均衡水平的前提条件。至于经济联系不太密切的国家，在篮子中就不会有很大的权重，

甚至不会出现在篮子中。

**提问 5：**均衡水平的前提条件是确定的，也就是篮子基期的选择问题。假如是偏离均衡水平，那么单一钉住美元也会是有效的，一篮子也不能起到这个作用。

**姚枝仲：**钉住一篮子货币并不是为了去实现均衡汇率，而是为了实现汇率稳定。一般来讲，选择钉住一篮子货币，是从钉住单一货币开始的，如果钉住单一货币是在均衡水平，则钉住一篮子一开始也是在均衡水平，如果钉住单一货币本来已经偏离均衡水平，则钉住一篮子也可能在一开始就偏离均衡水平，但是货币篮子价值可以向均衡水平调整。