

经济增长与币值稳定

Economic Growth and Currency Stabilization

肖建华 姜 丹
(中国科技大学管理学院 北京 101408)

当人们在 1996 年反复讨论着我国控制通货膨胀的目标能否实现、宏观经济软着陆能否成功时,恐怕都未曾料到,仅仅在一年之后,这样的讨论便已失去了其现实意义。因为我国零售物价指数同比增长自 1997 年 9 月滑到零值后,就一直在负值区运行。通货膨胀被通货紧缩替代,物价水平持续下降,企业效益不断下滑,失业率日益增加,使得保持经济增长速度在近 20 年来从来没有像今天这样重要。然而,在种种复杂因素的影响下,短时间内要走出一条有效率的经济增长的路子,显然并非易事。连续的降息虽然在一定程度上改善了企业的财务状况,但其扩展投资的作用则被银行“惜贷”所抵销;以扩大基础设施投资等财政政策来扩大内需,却又由于财政固有的弹性小及原先政策准备不充分而迟迟未能发挥作用。因此,在国际金融形势一再动荡的今天,人们自然地要关注出口。

亚洲金融风暴在经过几波后本有渐趋平静的趋势,然而日本的金融危机及随之而来的日元贬值使这场风暴一度出现了再起一波的可能,人民币币值能否经受考验继续保持稳定,以及是否需要保持稳定,不仅为人们高度关注,而且引起了广泛的争论。经济增长与币值稳定已取代了原先的通货膨胀,成为我国理论界当今最具现实意义的研究课题。

传统汇率理论——“国际收支说”存在的缺陷

一个国家的币值水平主要由该国货币相对他国货币的汇率衡量,币值是否稳定直接表现为汇率是否稳定。目前世界各个国家和地区的汇率制度并不一致,主要的形式有以下几种:

1. 联系汇率 即将本地货币和世界上一主要货币挂钩,将两者之间汇率固定化。这种做法在小国(或地区)比较流行,具体做法则因历史、政治、经济方面的因素而异,有盯住美元的(如香港),有盯住法国法郎的(如传统上的法属非洲国家),有盯住德国马克的(如南斯拉夫),还有盯住一揽子货币

的,即盯住若干种主要货币的组合(如中欧和东欧一些国家)。

2. 独立浮动汇率 这种汇率最接近于自由浮动汇率,它既不与任何货币挂钩,也很少进行政府干预。美国采取的就是这种汇率制。

3. 联合浮动汇率 即通过联合协定把协议国之间的汇率及其浮动范围加以固定,但允许其成员国的货币对世界其它货币自由波动。采取这一做法的目前只有欧共体。

4. 管理浮动汇率 又称有管制的浮动。即汇率可以在一定范围内浮动,但浮动范围受政府控制。这种汇率制在发展中国家比较普遍,我国也是采取这种汇率形式。

按照经济学理论,除了自由浮动汇率制具有自动调节币值水平,使之始终处于均衡状态外,在其它汇率制度(包括独立浮动汇率)下,币值都有可能偏离其均衡水平。那么均衡的币值水平又是如何决定的呢?传统的国际收支说对此作出了如下解释:汇率是由外汇市场上该国货币的供求关系决定的;而一国货币在外汇市场上的供求关系又取决于该国的国际收支状况。这有两层含义:第一,一国货币和任何一个其它国家的货币之间都存在一条需求曲线和一条供给曲线,二者的交叉点就决定了供求达到平衡时的均衡汇率。第二,前述的供给和需求曲线并不为汇率本身所左右,而是由外在的因素决定。这一外在因素即为该国的国际收支状况。具体而言,无论是外国对本国货币的需求(同时供给外国货币),还是本国对外国货币的需求(同时供给本国货币),都源于经济活动;而经济活动在这里又可以被分解为两大类,一类是商品和服务的进出口,对应的是经常项目的国际收支,一类是金融资产的进出口(如购买外国债券、股票或出售本国的债券、股票等),对应的是资本项目的国际收支。

我们先看看经常项目的国际收支。按照国际收支说,影响一国进口的主要因素是该国的实际国民收入,人们的实际收入提高了,进口就会增加,反之则会减少。因此,进口函数可以表示为:

$$IM = MPM \cdot Q = dIM/dQ \cdot Q$$

式中 IM 表示进口, Q 表示实际的国民收入, MPM 表示边际进口倾向(即国民收入增加一单位而使进口增加的数量)。

而一国的出口主要取决于他国的实际国民收入,与本国的国民收入关系不大,即对本国国民收入而言,出口是由外生变量决定的,出口函数曲线相对于本国国民收入就是一条水平曲线。这样,进口函数曲线和出口函数就可以产生一个进出口平衡的国民收入水平。如果一国经济增长较快,其实际国民收入超出该水平,则进口大于出口,经常项目就出现逆差,外汇的供给即会减少,这将促使本国币值水平下降。反之,则将促进本国币值水平上升。由此我们可以得出一个延伸的结论:即一国经济的快速增长有促使其汇率下调的倾向。再看资本项目的国际收支。按照国际收支说,调节一国金融资产进出口主要是本国市场的利息率。国内金融市场上的利息率越高,外国人就越愿意购买本国的金融资产,金融资产的出口需求就会增加。同时本国人对外国金融资产的需求也会减少,导致金融资产的进口减少。两者相综合,资本的国际收支就朝着顺差方向发展,外汇的供给就会增加,这将促使本国币值水平上升。反之,本国的币值水平将下降。由此我们可引伸出第二个结论:较高的利率水平有促使本国货币汇率上扬的倾向。

然而发生在日本和德国的事实却将上述观点无情地粉碎了。这两国在战后可以称得上是经济成功增长的楷模。与此同时,日元和德国马克长期以来一直是国际货币市场最坚挺的两种货币。也许人们可以争辩说,这两国货币坚挺是由于它们贸易项目经常盈余所致,而这一点和国际收支说并不矛盾。但按照这种理解,日本今天的情况仍将无法解释。日本的对外贸易如今仍然大幅顺差,可是日元近年来在外汇市场却不断贬值,从最高峰的 1 美元兑 80 日元,跌至前期的 1 美元兑 147 日元。而近期人们对日本经济又怀有期望,同时对美国经济心怀忧虑时,日元对美元汇率立即反弹,达 111:1。而在日元汇率的大幅动荡期间,日元利率一直在接近零的水平上,并无显著变化。从利率对国际收支影响的角度,也难以对日元汇率的变动作出满意的解释。

经济增长对币值稳定的影响

除了国际收支说外,人们又用购买力平价、货币分析方法等手段,提出了汇率确定的新途径,但这些理论在对事实解释方面也未取得理想效果。传统理论之所以在对事实解释方面出现偏差,其中的一个主要原因就是它忽视了这样一个重要事实:外

汇市场正在作为一个独立市场而不断壮大。决定币值水平已不简单地经常项目和传统意义上的具有投资性质的资本项目收支状况,还有由交易目的引起的庞大的资本流动。货币作为一种金融资产而成为交易对象,这一点在决定汇率方面正发挥着越来越大的作用。其道理就有如邮市的兴起,使得决定邮票的价格已远不是人们对邮政业务的需求一样。国际经济发展到了今天,已产生数量巨大的具有纯粹交易目的的流动资本,这种资金可以在资本市场和货币市场神出鬼没,其数量之大,曾使英国政府束手无策,令英镑一度折戟于其中。从理论上讲,在今天货币市场中占据重要地位的对冲基金(国际游资的主力军)可以毫不理会币值本身定位是偏高还是偏低,只要凭借着庞大的资金实力,令币值波动,则它们就可以有利可得。但事实上,对冲基金在冲击某种货币时一定要寻找出依据,这种做法是货币市场、资本市场的一贯行为。只有找到为市场认同的依据,各种游资才可能向同一方向运作,才能达到令某种货币贬值或升值的效果。而所选的依据经常就是该国经济增长出现了问题。日元前期大幅贬值,也是由于其经济出现了负增长,再加上人们对日本政府能否解决国内金融问题从而振兴经济失去信心。货币市场和资本市场的操作行为都注重于趋势,注重于对未来的预期,如果一国经济增长出现了问题,则市场会认为其将来的国际竞争力必然下降,所以不管其现状如何,其将来的收支状况将会发生逆转,因而从长期讲,将会构成币值下降趋势。

由此可知,经济增长对币值水平的影响绝不是像传统理论所说的那样:较快的经济增长会导致本国货币汇率下调。而是恰恰相反,较快的经济增长不仅有利于本国币值保持稳定,而且还可能促使本国货币升值。有人可能会举出反例:我国近 20 年经济增长速度一直很快,但人民币汇率一直在下调。这种情况的出现,一方面与人民币在我国不开放情况下原来的定值过高有关,另一方面与我国外贸体制不健全有关。1994 年外贸体制改革以来,人民币的坚挺走势也充分证明了经济增长在决定币值水平方面的重要性。人民币目前能坚持不贬值,也与我国仍保持较快的增长速度密不可分——在东南亚大多数国家呈现负增长的情况下,我国 1998 年的 GDP 增长仍在 7% 以上。

综上所述,对于传统的汇率理论,我们可做如下修订:

随着外汇市场的日益发展,交易行为对汇率的决定作用越来越大,左右交易行为的一个关键因素是预期,而经济增长又是影响预期的关键因素。因此,经济增长作为一个正相关因素在决定币值水平上已发挥着越来越重要的作用。

人工神经网络在中长期汇率预测中的应用*

Application of the Artificial Neural Network in the Mid and Long Term Exchange Rate Forecasting

杨 炯、马洪波
(清华大学经济管理学院 北京 100084)

随着世界经济的发展,世界各国经济的联系越来越紧密,汇率就成了人们越来越关注的问题。现在各国都投入大量人力和物力进行汇率预测。

影响汇率变动的因素是很多的,既有经济因素又有政治因素和心理因素,还有各国中央银行的直接干预。值得注意的是,汇率也受国际炒家的影响。

汇率下调的经济后果

汇率下调的初始动机一般都是为了刺激出口,改善国际收支状况,促进经济增长。但是实践情况和这种政策动机常有很大的出入,那些遭受金融动荡的国家,尽管币值一贬再贬,但国际收入并未见多大改善,经济状况反而恶化。其原因在于,汇率的突发下调常常成为经济秩序被破坏的导火索,而经济秩序被破坏所产生的负面效用远远大于汇率下调所带来的竞争力增加的正面效用。如前所述,由于预期通过交易行为在汇率决定上发挥着关键作用,汇率下调会产生累积循环效应,从而使得金融危机和经济危机被放大。90年代初的墨西哥,如今的东南亚即是明证。

从我国的实践来看,由于外汇在资本项下不能自由流动,所以汇率下调不至于导致金融危机,但其对出口的刺激作用也很有限,一般只会持续一年左右,因而依靠汇率下调来刺激出口会对其政策本身产生反依赖性,即汇率必须不断下调,才能达到政策初衷。从更长期上讲,这种政策并不可取。在短期上,汇率下调会产生对通货膨胀和经济增长双重刺激作用,其传导机制主要有两个:

第一,由于汇率下调,出口成本相对降低,这会大大增加出口商品价格回旋余地,从而提高其竞争力。其后果是,出口商品往往以降低价格的方式来争夺市场。这样,要取得相同出口额就必须增加出口商品的数量。在一般情况下,这会减少国内供给,加剧国内的通货膨胀。但如果国内需求不足,这恰恰可以刺激经济增长。

第二,汇率调整会增加出口需求,从而刺激出口商品价格上涨,这在一般情况下也会加剧国内的通货膨胀,但在国内需求不足的情况下,反而会改善企业的效益,增加国内需求,从而刺激经济增长。

我国的经济增长在经历了一个较长时间的高速期后,目前正进入相对平稳阶段,预期速度在下降;人民币和美元的国内利率虽经几番调整,后者仍高于前者,而且国内的美元利率水平比国外低;我国出口在经过连续几年高速增长后,1998年大幅滑坡,几乎为零增长;再加上国内有效需求不足,所有这些因素都对人民币汇率产生下调压力。但汇率下调作为一项政策能否付诸实施,则需要慎重评估。我国目前国际收支状况较好,对欧美皆顺差,调整汇率会加剧贸易冲突。而对于亚洲,即使汇率调整,也不会有明显的刺激出口效用。也就是说,在目前情况下,汇率下调的效果令人怀疑。此其一。其二,人民币汇率下调可能会导致亚洲货币再掀起一轮贬值狂潮,反过来也会对我国的出口和在我国的 外商投资产生不利影响。因此,作为一项稳健的策略,暂时保持人民币稳定是适宜的。但是,如果我国出口持续下滑,进出口状况严重逆转,而亚洲其他国家货币始终保持在贬值后的低水平状态,那么,我们就有必要对人民币是否定值过高进行重新评估,届时主动下调汇率的政策将是迫不得已的选择。

主要参考文献

- [1] P. A. 萨缪尔逊、W. D. 诺德豪斯, 经济学, 中国发展出版社, 1992 年 12 版
- [2] 陈炳才, 国际收支的理论实践, 中国计划出版社, 1996 年第 1 版 (责任编辑 王宏章)

* 国家社会科学基金资助项目