

汇率制度选择中的利益 权衡与博弈行为

李凤城

摘 要: 一国政府或货币当局对汇率制度的选择过程是一个博弈的过程。本文从汇率制度的选择与各利益集团的利益权衡、汇率制度选择中的政府与政府间的博弈行为、汇率制度选择中的政府与金融投机商之间的博弈行为来说明汇率制度选择中的博弈行为。

关键词: 合理配置; 利益权衡; 效用最大化; 博弈

中图分类号: F830.92 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2003)02-0032-06

一国政府或货币当局对汇率制度的选择过程是一个博弈的过程。它反映着一国政府同汇率变动所影响的不同利益集团之间的博弈关系。它是政府与国内利益集团、政府与外国政府、政府与国际投机商之间的博弈行为。因为汇率变动将产生收入再分配效应,影响相关利益集团的切身利益,因而在汇率制度选择中,各利益集团对汇率制度的选择有不同的政策偏好。各利益集团为了各自的利益进行讨价还价,并对政府或货币当局的决策做出有影响力的反馈,而政府为了达到最优或次优目标必须考虑各利益集团对其政策的反应,形成了一个博弈的过程。

一、汇率制度的选择与各利益集团之间的利益权衡

1. 外贸部门和内贸部门之间的利益权衡 汇率的变化会影响到一国的进出口贸易,造成内外贸部门之间利益和资源的重新分配。当一国货币相对外国货币的名义价值发生变化时,就会引起以本币表示的进出口商品价格的涨落,从而抑制或刺激国内外居民对进出口商品的需求。如当一国货币贬值时,以外币表示的本国商品价格下跌,这样无形中增加了本国商品的出口竞争力,扩大了出口。同时,一国货币贬值,以本币表示的进口品价格上涨,从而抑制了本国居民对进口商品的需求,限制了进口。此外,由于货币的贬值刺激了出口部门的发展,会促使国内的闲置资源向出口商品的生产部门转移,增加这些部门的就业。

同样,汇率制度的选择也体现着外贸部门和内贸部门之间的利益权衡。外贸部门由于直接参与国际贸易市场和国际金融市场的竞争,汇率的风险严重影响他们的切身利益,他们最希望的是保持汇率的稳定。特别是具有全球化生产特征的跨国公司的生产、组装、销售以及资本的转移在世界范围内进行,更是希望有一个稳定的汇率以保证其预期收入。而内贸

部门主要从事非对外贸易品的生产。汇率的变动对其收益没有直接的影响,但国内经济的发展对其自身的利益有很大的影响。因而他们更加关注本国独立的货币政策,希望通过独立的货币政策来保证国家对国内经济环境的调控能力。稳定的汇率有利于对外贸易和投资的发展,从事国际贸易和国际投资的外贸部门会更加倾向于汇率稳定的汇率制度。独立的货币政策更加有利于政府根据本国经济发展的需要来制定有利于经济发展的货币政策,内贸部门会更加倾向于有助于制定独立的货币政策的汇率制度。

2. 金融业和制造业之间的利益权衡 汇率的升值与贬值在制造业部门和金融业部门会产生不同的经济结果。金融部门通常希望保持强势货币,这样他们就可以更加便宜地购买国外资产,或是以更优惠的条件吸引国外资金,但是当本币贬值后,金融部门将会深受其害,一方面会出现资金外流,另一方面,本国金融机构如果使用外币在海外贷款,其以外币计算的风险资产就会增加,为了满足资本安全准则,该国金融机构将不得不减少海外贷款。不同部门间利益的权衡常常反映到一国所制定的政策中,如制造业在经济中占主导地位的日本常实行弱势日元的政策,通过日元贬值来带动制造业出口的发展。而金融业在经济中占主导地位的美国一直坚持强势美元政策,以便从世界各地源源不断地吸引资金。

金融部门与制造业部门在汇率制度的选择中存在利益的权衡。一般说来,金融部门比制造业部门更加渴望汇率的稳定。第一次世界大战之前,欧洲各国普遍实行金本位制。在金本位制下,为了维持金融开放和汇率稳定,各国只能放弃国内货币政策的自主性。如英国为了维持汇率稳定,竟然允许高达百分之十几的失业率。而制造业部门则希望通过独立的货币政策来保障经济的顺利发展,保障就业。所以金融业占主导地位的国家会把汇率稳定目标置于国内货币政策自主性之上,而制造业占主导地位的国家会把国内政策的独立性作为最优先考虑的目标。

3. 进口消费者与出口生产者之间的利益权衡 汇率的变动对一国的出口和进口有不同的影响。一国货币贬值可以使用外币表示的商品的出口价格下降,提高了出口商品的竞争力,有利于出口部门的发展。但对于进口方来讲,贬值使进口商品价格提高,削弱了竞争力,限制了进口。如美国是世界上的消费大国,市场上的商品很大程度依赖进口。如果美元贬值,物价水平会迅速提高,通货膨胀不可避免。同时,美元贬值将引发大量资本外流,股市下跌,从而居民收入下降,私人投资减少,国内需求不足,经济增长迅速下降,失业率上升,经济出现衰退。而日本则是出口大国,日元升值会使日本出口形势恶化。因而,日本政府常常希望日元贬值,并要求日本央行通过抛售日元来降低日元的汇率。

从各国的政策实践中可以看到:在政策制定过程中,出口产业在经济中占主导地位的国家更加倾向于选择更加稳定的汇率安排,特别是实行出口导向的发展中国家,为了保障经济的顺利发展,总是把本国的货币钉住美元或其贸易国的货币。如东亚国家在发展出口经济过程中,多采用钉住美元的政策。虽然1997年东亚金融危机迫使这些国家走向浮动汇率制,但危机过后,一些国家又回到钉住美元的制度上来。而进口消费和国内贸易占主导地位的国家则放任汇率的浮动,给汇率更大的浮动空间。

二、汇率制度选择中政府与政府之间的博弈行为

一国汇率制度的选择需要与其实施的货币政策相适应。在开放经济中,本国消费者所

消费的商品既包括本国生产的商品也包括从国外进口的商品,而本国生产的产品既在国内市场上销售,也在国外市场上销售。而反映两国货币对价的汇率在商品的流动中对商品的配置起调节的作用,汇率的高低影响市场的供需变化。因而,一国为了保证本国效益的最大化,在制定货币金融政策时要充分考虑货币政策对汇率及汇率制度的影响,以确保本国出口的发展和国内市场的稳定。

在市场均衡的条件下,一国的总效用主要由政府吸收和个人消费构成,它可以用下述公式表示:

$$(1) U_k(t) = [gk(t)^{1-\eta'} C_k(t)^{\eta'}]^{1-\eta'} / (1-\eta') - (B/\beta) L_k(t)^\beta \quad \eta' > 0, B > 0, \beta \leq 1$$

在该公式中,一国的总效用由政府吸收、个人消费和劳动者的空闲构成。在这个模型中,政府的决策发挥着重要的影响。一方面,政府可以选择在公共产品上的支出水平来直接影响私人消费。同时,在工资粘性的情况下政府支出的货币化还导致了通胀、降低了实际工资,并因此增加了生产。

在制定货币政策中,各国都选择使自身效用最大化的货币政策。但在合作博弈中,一国在制定货币政策时,除了考虑自身效用的最大化还要考虑该政策对伙伴国经济发展的影响,选择能够使总效用最大化的货币政策。对于国家 k :

$$(2) \text{Max } V_1(t) + V_2(t) - B/\beta \{ \alpha [M_1(t)/w_1(t)] \}^\beta - B/\beta \{ \alpha [M_2(t)/w_2(t)] \}^\beta$$

在公式(2)中, $V_1(t)$ 和 $V_2(t)$ 分别依赖于各国的吸收量 $q_1(t)$ 和 $q_2(t)$ 。而吸收量又依赖于一方或双方的总产出 $Q_k(t)$, 而总产出又决定于各国的货币政策和生产力。在最佳货币政策下,名义汇率由下式给出:

$$(3) S(t) = \{ [M_1(t)/w_1(t)] / [M_2(t)/w_2(t)] \}^{1-\beta} [w_1(t)/w_2(t)]$$

在公式(3)中,我们可以看出在最佳货币政策下,固定汇率的成立决定于下述两个条件:(1)恒定的相对工资成立, $w_1(t)/w_2(t) = 1$ 和 (2)最佳货币对工资的相对比率在国家间是恒定的, $[M_1(t)/w_1(t)] / [M_2(t)/w_2(t)] = 1$ 或 $\beta = 1$ 。在各国货币对工资比率一定的情况下,汇率使名义工资相等,恒定的相对工资原则意味着一个固定汇率。所以,正如人们所期望的那样,如果相对名义工资长期一定并且冲击为对称的,那么合作货币政策与粘性工资导致固定汇率。

在合作博弈中,两国货币当局之间充分合作并考虑他们的行为对伙伴国经济的影响。如果国家有 $\beta = 1$ 并接受相同工资通胀规则,那么他们就可以保持固定的汇率。但这一结果在非合作下就不再获得。

在纳什博弈中,每一货币当局选择使其自身效用最大化的货币政策,而忽视该政策对另一方的影响并假设对方国家将坚持其原先的政策。于是,国家 k 的政策目标如下:

$$\text{Max } V_k(t) - B/\beta \{ \alpha [M_k(t)/w_k(t)] \}^\beta$$

同合作目标函数比较,非合作的国家比在合作博弈中会容易得多,因为这时候它可以忽视它的剩余劳动对方国家的有利的影响并且它的自身决策被认为对对方的决策选择没有任何影响。由于每一个国家都有自己少工作但让对方承担更多的产出损失成本的动机,合作就不能继续维持。因而,固定汇率制度也就不再适应最佳货币政策了。Ogawa and Ito 通过建立一个相互贸易的理论模型来考察亚洲新兴市场经济的最佳汇率制度选择。他们提出新兴市场积极汇率制度的选择依赖于邻国的选择,并且两国货币篮子中美元的权重取决于

纳什均衡;由于存在着多重均衡,所以货币协调往往趋于失败,导致货币危机和钉住美元制的崩溃。

三、汇率制度选择中政府与金融投机商之间的博弈行为

随着金融全球化的发展,资本市场的投机行为对一国的汇率稳定和经济安全造成威胁。政府在维持其汇率、抵御外来冲击中,存在着政府与投机者的博弈关系。在金融风暴袭来时,如何正确选择汇率制度和汇率水平,在短期与长期利益的权衡中使社会总收益达到最大,是一国政府必须考虑的一个重要问题。货币风险理论认为,政府是主动的行为主体,汇率制度的维持与放弃是一国央行在短期和长期利益权衡之后作出的选择。在动态博弈过程中,央行和市场投机者的收益函数相互包含,双方均根据对方的行为或有关对方的信息不断修正自己的行为选择,而自身的这种修正又将影响对方的行为,因此经济可能存在着一个循环过程,会出现多重均衡。而实现均衡的过程是一个不完全信息的博弈过程。

对于投机者来讲,在进入一国货币之前必须对该国政府的实力进行判断,如果政府是个强政府,投机者进入无法迫使其货币贬值,投机者进入会遭受损失,则投机者不进入。如果政府是个弱政府,无力长期维持固定汇率,投机者进入后将获取暴利,投机者将进入。同样,政府对于投机者的信息掌握也是不完全的。投机者进入的成本是其他人无法准确判断的,但总体上有两种可能:一是高成本,二是低成本。一国政府根据投机者进入高成本和低成本两种可能及其概率来分析如何实现其报酬的最大化并做出是否全力干预的决策。一国货币当局若想捍卫住本国汇率,就需要有足够的财力来购回高能货币基数,相当于央行存款加上流通货币,或者,央行为了减少货币基数,可以提高利率到如此高的一个水平,使投机者发现短期内进入该国货币的成本是禁止性的高。然而,非常少的央行会倾向于为实现汇率目标而不顾及其他方面的情况,其国内政治将不允许。如果利息高峰持续一段时间,会给银行体系带来大破坏,其典型特点是借短期、贷长期。在较长时期,没有预期的利率上扬还可以对投资、就业、政府预算、国内收入再分配产生大规模的负面影响。而一国政府承诺它将无限期地忽视这些负面影响来保护固定汇率是不可信的。在信息不完全的情况下,投机者依据政府的表现来判断政府的类型。为了显示自己是一个强政府,政府须做出承诺来说服投机者不要进入。如果投机者认为这些承诺是可信的,认为政府是个高能力的政府,则不进入。

四、人民币汇率制度的构想

人民币汇率制度的选择,从国际经济形势、我国经济发展现状和国内各方利益的权衡来看,在现阶段人民币汇率还应保持相对稳定。在改革开放的初级阶段,汇率的相对稳定有助于经济的发展。特别是在我国现阶段的经济发展中出口仍然是拉动经济发展的主要动力。在很大程度上,我们还是通过出口的发展来带动内需的发展,并以此来带动整个国民经济的发展。现阶段的经济形势依然要求人民币要有一个相对稳定的汇率。但是过长时期的固定汇率会使汇率的决定脱离经济基础。汇率的最终决定应反映经济资源的合理配置,长期固定、僵化的汇率会对资源配置发出错误的信息。同时,过长时间的汇率稳定还会造成市场参与者缺乏汇率的风险意识,在出现大的市场冲击时束手无策。因此,随着我国内需的比重不

新加大,国内的金融体系和金融法规不断健全,我们就应逐渐加大汇率的浮动并最终走向人民币的自由浮动。

结合中国现阶段的经济情况和国际经济形势,在向浮动汇率过渡中,人民币应实行单方面的目标区汇率制度。目标区的中间对价为钉住以美元为主的一篮子货币。随着亚洲国家经济的崛起,世界经济的格局已发生根本变化,美国和美元一统天下的局面已经一去不返。随着近年来欧洲和亚洲经济的发展,世界经济的格局将划分为美、欧、亚三大板块。国家货币市场也呈现美、欧、日三分天下的局面。除美国以外,中国同亚、欧地区许多国家都有大量的贸易和资本往来。所以随着世界格局的改变,货币篮子中的相应国家的权数也应发生相应的变化。人民币应该变单一钉住美元的状况而增加其他货币的权重,如欧元、日元等。使货币篮子成为充分反映我国贸易和资本往来状况的以美元为主的多货币共存的篮子。此外,由于我国一直对资本账户实行严格的控制,以往人民币汇率的决定都是根据进出口贸易的外汇需求决定的。随着我国加入 WTO,必然会逐步放宽对资本账户的限制,因而在考虑汇率的决定时还应该适当考虑资本市场对外汇的需求,并且逐步加大其比重。所以,汇率目标区中间对价的构成可以由下述公式表达:

$$(1) S_k = a_1 T_k + a_2 C_k$$

$$(2) T_k = T_0 + \Delta T$$

$$(3) \Delta T = b_1 A + b_2 B + b_3 C + b_4 D$$

其中, S 为中间汇率对价, T 为流通账户供需决定的人民币汇率, C 为资本账户供需决定的人民币汇率。 a_1, a_2 分别表示贸易和资本所占的权重。从理论上讲,外汇供求来自于国际收支的各个项目,特别是危机前后国际资本流动的短期内剧烈变动会造成外汇市场上汇率的大幅度波动。但是,在我国国际交往中流通账户占据绝对的比重。即使加入 WTO 后我国的资本流动会有所增加,我国经常项目交易规模仍将远远大于资本项目。就是在资本市场完全放开后,依据资本市场短期资本流动的货币构成确定汇率也不利于人民币汇率的长期稳定。所以在考虑人民币汇率的中间对价时应主要以流通账户为主,适当地增加资本流通的比重。在公式(2)中, T_k 由最初的汇率 T_0 和汇率的实际变动 ΔT 决定。在公式(3)中, A 为美元的变动幅度、 B 为日元的变动幅度、 C 为欧元的变动幅度、 D 为其他货币的变动幅度。 b_1, b_2, b_3, b_4 分别代表美元、欧元、日元和其他货币在我国进出口贸易中所占的比重。对于资本账户,由于现阶段我国对资本账户进行比较严格的控制,资本账户所占的比重较少,暂不考虑其国别情况。

在中间对价的货币篮子中,每一种货币只占人民币汇率决定的一定的比重。因此,一种货币的汇率变化对人民币汇率的影响减少。人民币汇率的变动=某货币汇率变动的幅度×该货币占货币篮子的比重。假如美元贬值 10%,在钉住美元的情况下人民币汇率也将随着变动 10%。但钉住一篮子货币,如果美元在篮子中的权重占 60%,则人民币的变动为 $10\% \times 60\% = 6\%$ 。同时,如果篮子内的其他货币,如日元和欧元等,向着与美元相反的方向变化,人民币变动的幅度就更加小。这保证了人民币汇率中间对价的相对稳定。

为了使现有人民币汇率制度能够为全面实现浮动汇率打下基础,应有一个较宽的弹性区间,如 10%。区间的大小决定于本国经济状况、经济实力、国际储备和宏观调控能力。在较宽的目标区浮动带内,人民币汇率的具体决定是根据我国资源配置的具体情况决定,使人