

亚洲货币单位对东亚货币合作和人民币汇率改革的影响*

张斌 何帆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 100732

北京 建国门内大街 5 号

bjzhangbin@gmail.com; hefan@21cn.net

摘要：本文说明了亚洲货币单位的编制背景、功能以及方法和结果，并指出了编制方法中的缺陷。通过模拟人民币单一钉住美元与单一钉住亚洲货币单位，我们发现钉住亚洲货币单位更有助于维护人民币贸易加权汇率稳定。通过钉住 AMU，还能够借助国际金融市场为人民币合理定价和低成本规避汇率风险。在人民币在亚洲货币单位中占据较大权重、人民币与亚洲货币单位之间保持相对灵活的平价调整规则的前提下，人民币保持与亚洲货币单位的相对稳定将有助于推进以市场供求为基础和参考一篮子货币的人民币汇率形成机制。

关键词：亚洲货币单位 东亚货币合作 人民币汇率改革

作者简介：何帆，副研究员，中国社会科学院世界经济与政治研究所所长助理。

电话：65126180；电子邮件：hefancass@gmail.com

张斌，副研究员，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任，电话：85195773；电子邮件：nonflesh@163.net

* 本文得到了财政部和中国人民银行东亚货币合作课题的资助。作者感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所高海红女士的帮助。论文在中国社会科学院世界经济与政治研究所和吉林大学的会议上宣读，作者感谢与会同志提出的宝贵意见。当然，文中错误由作者负责。

一、亚洲货币单位编制背景和功能

东亚金融危机爆发以后,东亚区域内金融与货币合作逐渐受到了区域内政府和学术界的重视。近几年来,区域内的金融货币合作在清迈协议、亚洲债券市场、各种区域政策对话机制等方面取得了一些进展,在区域内汇率合作方面也提出了多种倡议(Williamson, 1999; Ogawa and Ito, 2000; Park, 2002; McKinnon, 2001; Kwan, 2001; Kawai and Takagi, 2001)。然而,东亚金融货币合作仍然面临着诸多困难:区域内的监督(surveillance)机制仍付诸阙如,清迈协议中的双边互换缺乏统一的规则和实质性的约束力,东亚债券市场的规模和深度不够,区域内的官方对话机制尽管数目繁多但缺乏成效等。进入 21 世纪之后,面临着全球国际收支失衡、美元贬值、石油价格上涨等新的挑战,对东亚区域内的金融货币合作尤其是对东亚区域内汇率政策的集体行动提出了更紧迫的要求。

为了进一步推动区域内货币合作的发展,迫切需要建立有效的区域监督(surveillance)指标体系。区域监督指标体系的作用在于:(1)跟踪全球经济背景下的东亚经济运行状况;(2)监督区域内经济体在汇率、资本流动方面是否出现了异常或不合理的变化;(3)借助于上述经济形势的明确判断,协商下一步如何进一步推进区域货币政策合作,尤其是汇率方面的合作。

日本官员和学者所提出的亚洲货币单位¹(Asia Monetary Unit, 以下简称 AMU)是在建立区域政策合作监督指标体系方面的努力。在 AMU 推出之前,曾有过很多东亚区域汇率合作的提案,诸如共同钉住一篮子货币、亚洲货币机制、美元区、日元区等(张斌, 2004 a)。其中,东亚共同钉住美元、日元、欧元组成一篮子货币方案得到了最多的关注。但是,虽然东盟 10+3 经济体对加强区域汇率都持肯定态度,但对于具体的合作方案没有达成共识。AMU 的推出虽然没有非常明确地表示未来东亚区域内汇率政策合作的方向,但从目前 AMU 的编制方法上不难看出其思路:借鉴当初欧洲经验构建由区域内货币组成的一篮子货币,并推进围绕一篮子货币展开区域汇率政策合作。

亚洲货币单位的推出将具有以下现实和潜在的功能:(1)AMU 衡量了作为整体的东亚货币相对于美欧等主要贸易伙伴货币的汇率变化,把这些变化与东亚整体的国际收支情况联

¹ 本文中的 AMU 是前日本财政部国际事务副主管,现东京大学教授伊藤隆敏(Ito Takatoshi)领导的“"The Optimal Exchange Rate Regime for East Asia"”研究项目中的部分内容。AMU 的具体编制,由日本产经所研究员,一桥大学教授小川英治(Eiji Ogawa)等完成,详细内容参见 Eiji Ogawa and Junko Shimizu (2005) "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia," RIETI Discussion Paper Series 05-E-017。亚洲开发银行行长特别顾问、区域合作部主任河合正弘(Kawai Masahiro)对外宣布,亚洲货币单位(Asia Currency Unit)将于 2006 年 6 月正式对外发布,并介绍了亚洲货币单位的编制。亚洲开发银行推出的 ACU 还没有详细的编制方法说明,但河合正弘对编制方法的简单介绍与小川英治的方法相同。在谈到编制方法的时候,本文采用 AMU 的提法。在谈到对未来东亚货币合作和人民币汇率改革的影响时,本文采用 ACU 的表述。

系以后，便于判断东亚各种货币是否需要与美元、欧元汇率进行共同行动；（2）区域内各种货币对于 AMU 相对价值的变化，反映了区域内各种货币之间的相对稳定性，并为区域内货币之间的相对价值调整提供了政策对话依据；（3）通过发行亚洲货币单位的计价债券²，私人部门将为亚洲货币单位对区域内每种货币以及世界其他主要货币的即期和远期价格定价，为 AMU 在区域内贸易/投资中作为计价单位的使用奠定了基础，并为亚元（或者其他形式的区域汇率合作机制）奠定了基础。

亚洲货币单位的编制是一个立足于东亚、富有建设性和灵活性的方案。一方面，亚洲货币单位向美国和欧洲展示了强化东亚区域经济自主性的意图，而且通过明确的指标体系，有助于推进区域内政策对话的效率；另一方面，无论是对于美国、欧洲，还是对于区域内的中国、韩国以及其他区域内经济体，AMU 编制本身不意味着明确的区域汇率合作方式，更不会对区域内各国现有的汇率制度构成挑战。如果 AMU 得到区域内经济体的支持并得到顺利发展，AMU 将起到防止以邻为壑的货币贬值竞争、促进区域内汇率协调行动、维护区域内货币价值相对稳定、减少东亚对美元依赖、减少东亚的大规模区域外汇外货币资产储备、帮助缓解全球国际收支失衡、推动东亚经济一体化等方面都发挥重要作用。对中国而言，亚洲货币单位包含非常灵活的汇率合作可能性，有助于推进以市场供求为基础和参考一篮子货币的人民币汇率形成机制。

二、亚洲货币单位（Asia Monetary Unit）编制方法

亚洲货币单位参照了欧洲货币单位的计算方法，即通过区域内各个国家汇率的加权平均计算得出。亚洲货币单位包括了东盟 10+3（东盟 10 国和中日韩三国）的 13 种货币。计算亚洲货币单位涉及到两个加权过程，其一是区域外货币的加权；其二区域内货币加权。

在区域外货币的加权上，Ogawa 等在计算中根据东盟 10+3 经济体对区域外贸易的比重，分别赋予美元 65%和欧元 35%的权重。选定了这个权重以后，就可以计算区域内每个经济体货币相对于美元欧元加权货币的相对价值。比如，如果单位美元/人民币=0.123；单位欧元/人民币=0.1；美元欧元加权/人民币=0.65*0.123+0.35*0.1=0.11495。

第二部是区域内货币加权，也就是将区域内货币相对区域外货币（0.65 美元+0.35 欧元）

² Williamson（1999）曾有发行亚洲货币单位的计价债券的倡议，但是他所提出的亚洲货币单位中包含的主要货币与当前 AMU 中包含的主要货币不同。

汇率加权。每种区域内货币所赋予的权重可以是该经济体在区域内贸易的权重³，或者是购买力平价下的 GDP 权重，或者是名义价格下的 GDP 权重，或者是外汇储备权重。权重的选区可以根据目标的不同进行调整。Ogawa 同时考虑了贸易额和购买力平价下的 GDP 两个因素（各赋权重 50%），以确定每种区域内货币的权重（表 1）。比如，中国的对外贸易在区域内的比重是 21.65%，中国的购买力平价下的 GDP 在区域内比重为 47.93%，二者加权得到人民币在亚洲货币篮子中的权重是 34.79%。

表 1 东亚货币在 AMU 中的权重

东亚货币在 AMU 中的权重					
	贸易额 (%)	购买力平价下的 GDP (%)	加权 (%) (a)	基期汇率 (b)	AMU 权重 (a)/(b)
文莱	0.41	0.41	0.41	0.5912	0.0069
柬埔寨	0.19	0.21	0.2	0.0003	7.4235
中国	21.65	47.93	34.79	0.1256	2.7711
印尼	4.67	5.56	5.12	0.0001	452.7871
日本	27.31	28.3	27.8	0.0091	30.5681
韩国	12.86	6.65	9.76	0.0009	113.1459
老挝	0.09	0.08	0.08	0.0001	5.95
马来西亚	8.85	1.83	5.34	0.2735	0.1953
缅甸	0.38	0.38	0.38	0.1598	0.0239
菲律宾	3.12	2.74	2.93	0.022	1.3347
新加坡	11.9	0.81	6.36	0.5912	0.1075
泰国	6.6	3.56	5.08	0.0246	2.063
越南	1.96	1.53	1.74	0.0001	243.0432

来源：Ogawa and Shimizu(2005)

³ 可以根据进口额确定的权重，也可以是根据出口额确定的权重，或者更一般地进出口额总和确定的比重。Ogawa 在日本产业经济研究所网站和世界经济与政治研究所提交的演讲论文中（Ogawa, 2005），使用的是购买力平价下的 GDP 与贸易额加权的权重。

Ogawa 等所计算的 AMU 指数是亚洲货币篮子相对于区域外货币相对价值的指数。AMU 指数的计算公式是：

$$\frac{(\text{美元} \times 0.65 + \text{欧元} \times 0.35)}{\text{亚洲货币单位}} = \sum [(0.5 \times \text{贸易权重} + 0.5 \times \text{GDP 权重}) / \text{基期汇率}] \times (\text{当前汇率}) \quad (1)$$

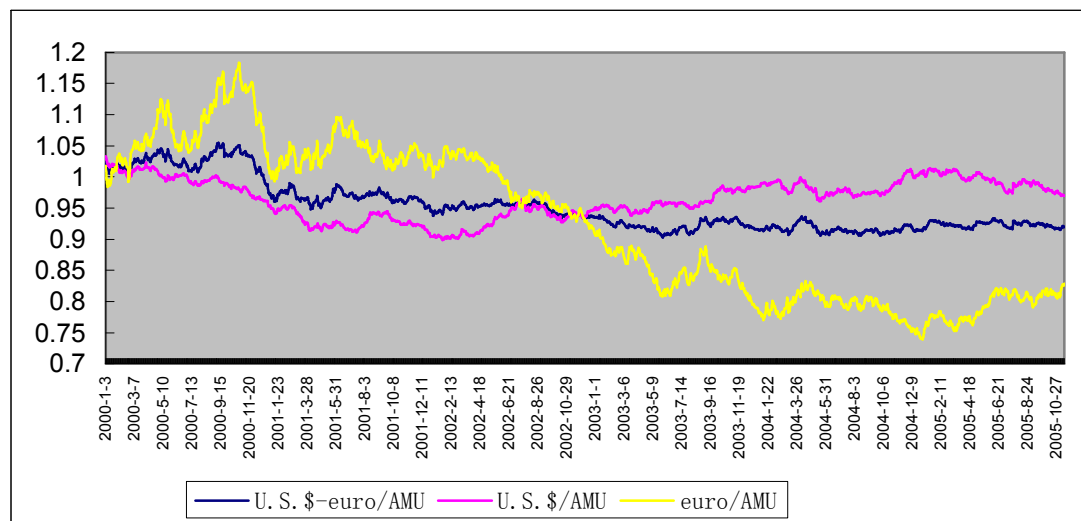
其中，基期汇率和当前汇率指的是基期和当期区域内货币相对于欧元美元加权货币的相对价格。对上面公式更直观的理解是：

$$\frac{\text{美元} \times 0.65 + \text{欧元} \times 0.35}{\text{亚洲货币单位}} = \sum [(0.5 \times \text{贸易权重} + 0.5 \times \text{GDP 权重}) \times (\text{当前汇率} / \text{基期汇率})] \quad (2)$$

上式中，前一个括号内代表了每种货币被赋予的权重，后一个括号则是每种货币汇率相对于基期汇率的指数。将 13 种货币加权，就得到了亚洲货币单位。

根据以上计算公式，通过计算可知，2005 年 11 月 11 日与 2000 年 1 月 3 日相比，亚洲货币单位相对于美元欧元贸易加权值贬值了 10.5%；相对于美元贬值了 6.1%，相对于欧元贬值了 18.6%（参见图 1）。考虑到从整体来看，东亚经济积累了巨额的东亚贸易盈余和外汇储备，但其综合的货币价值却不断贬值，这意味着东亚货币可能需要做出集体调整，共同升值。

图 1 AMU 价值变化（2000-01-03——2005-11-11）



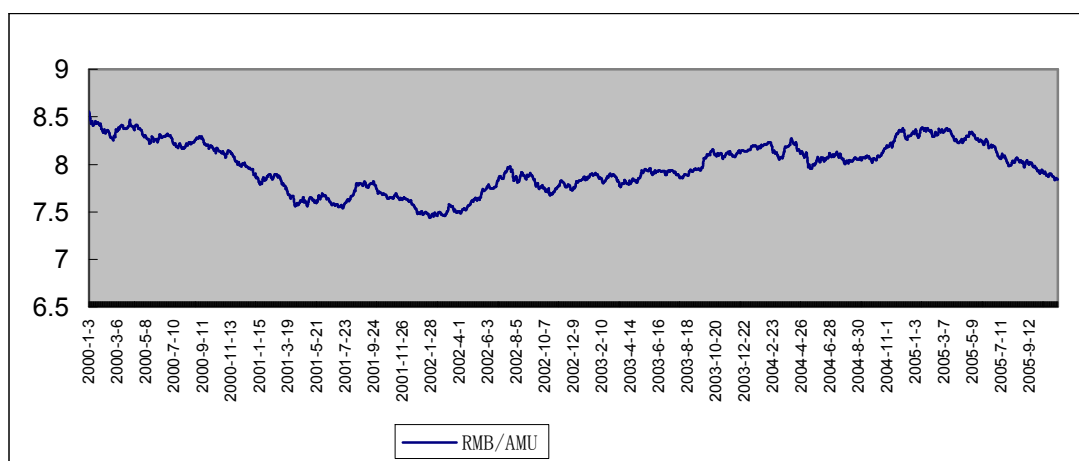
来源：<http://www.rieti.go.jp/users/amu/en/index.html>

利用 AMU 相对于美元欧元加权的相对价值和区域内货币对美元欧元的双边汇率加权的相对价值，不难计算出区域内货币相对于 AMU 的相对价值。

$$\frac{RMB}{AMU} = \frac{RMB}{0.65 * USD + 0.35 * Euro} * \frac{0.65 * USD + 0.35 * Euro}{AMU} \quad (3)$$

根据以上公式，人民币相对于亚洲货币单位在 2005 年 11 月 11 日到 2000 年 1 月 3 日期间内，出现了升值（2000 年 1 月-2002 年 2 月）、贬值（2002 年 2 月-2004 年 11 月）、再升值（2004 年 11 月-当前）的运动趋势。前后两个时间点相比较，RMB/AMU 升值 8.36%。人民币相对于 AMU 升值的原因显而易见：AMU 相对于美元和欧元加权值贬值 10.5%，而人民币保持与美元的相对稳定。

图 2 RMB/AMU 价值变化（2000-01-03——2005-11-11）



数据来源：<http://www.rieti.go.jp/users/amu/en/index.html>

三、AMU 偏离指数及其缺陷

(1) 名义偏离指数 (Nominal Deviation Indicator)

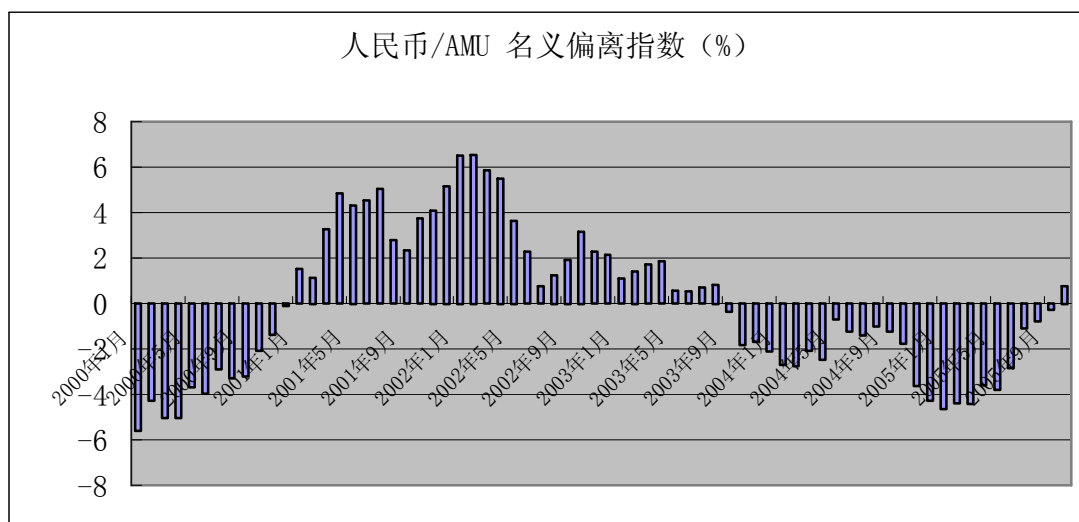
通过当期区域内货币相对于亚洲货币单位汇率与其基期汇率的比较，得到 Ogawa 等所谓的偏离指数。当然，“偏离”的前提是基期汇率处于均衡状态，而且期间内均衡汇率不发生变化。名义偏离指数的计算公式如下：

$$\text{名义偏离指数 (\%)} = \frac{(\text{AMU/区域内货币}) - \text{基期的} (\text{AMU/区域内货币})}{\text{基期的} (\text{AMU/区域内货币})} \quad (4)$$

Ogawa 等决定以 2000-2001 两年间的汇率平均值为计算 AMU 时的基期汇率，原因是整个样本期内（1990-2003）内，只有在 2001 年东盟 10+3 国家的贸易状况最接近贸易平衡，由于汇率变动对于贸易余额变动存在大约 1 年期的滞后效应，还要考虑到 2000 年的汇率，因此确定 2000-2001 年的平均值做为基期汇率。根据这个公式计算得到，人民币相对于亚洲货币单位经历了低估（2000 年 1 月-2001 年 1 月）、高估（2001 年 5 月-2003 年 9 月）、低估

(2004年1月-2005年9月)、均衡(2005年10月-现在)四个阶段。通过公式(3)不难发现,造成人民币相对于亚洲货币单位高估/低估原因有两个方面,一是人民币相对于美元欧元加权价值的变化,二是AMU相对于美元欧元加权价值的变化。

图三 人民币名义偏离指数



来源: <http://www.rieti.go.jp/users/amu/en/index.html>

(2) 实际偏离指数 (Real Deviation Indicator)

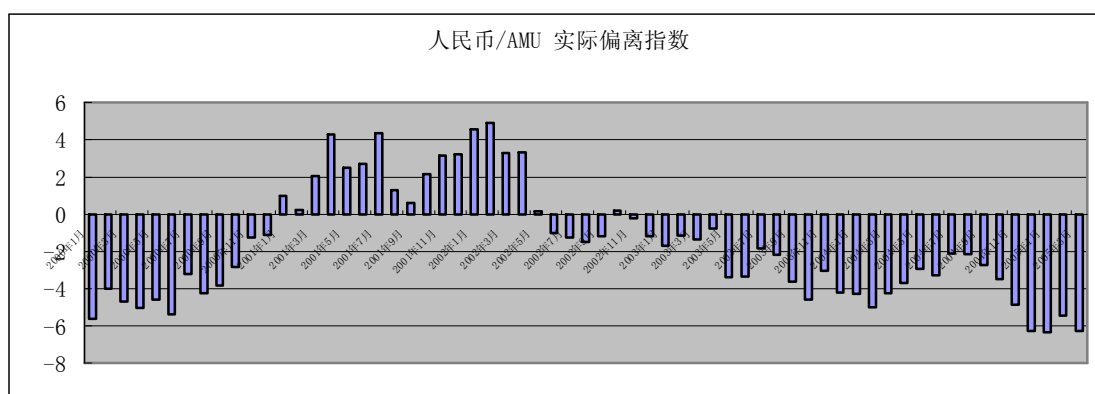
实际偏离指数是指名义偏离指数剔除东盟 10+3 区域通货膨胀率 (AMU 通胀率) 与区域内目标货币的通货膨胀率差异之后得到的偏离指数。由于数据的限制,计算通胀率采用了区域内各国家的 CPI。由于 CPI 仅能够获得月度数据,实际偏离指数也根据月度频率计算。AMU 通胀率的计算是区域内各经济体 CPI 的加权,权重与合成 AMU 的权重选区规则相同。

实际偏离指数 (%)

$$= \text{名义偏离指数} - (\text{AMU通胀率} - \text{目标区域货币通胀率})$$

(5)

图 4 人民币实际偏离指数



来源: <http://www.rieti.go.jp/users/amu/en/index.html>

从趋势上看，人民币/AMU 的名义偏离指数与实际偏离指数保持基本一致的运动趋势。值得关注的是，样本期的最后几个月，实际偏离指数与名义偏离指数出现了较大的背离，实际偏离指数显示人民币/AMU 相对及其水平存在一定程度上低估。根据计算公式，造成差异的主要原因是 AMU 区域的整体通胀率超出了中国的通胀率。

（3）偏离指数的缺陷

在目前偏离指数的计算框架中，判断区域内某种货币是否偏离（被高估或者低估），依据是当前汇率与基期汇率的比较。这种方法的好处是计算比较简便、规则一目了然，但是缺陷也非常明显。

（1）根据基期汇率确定均衡汇率存在着内在的缺陷。随着一国的经济增长、贸易品部门技术和劳动生产率的变化，均衡汇率是不断变动的。如果基期和未来时点相隔较长的时候，基期均衡汇率水平与未来时点均衡汇率水平并不一致。即使一国基期汇率水平贴近该经济体最理想的均衡汇率水平，也不能断定在经过了一段时期之后，该国偏离指数为零（与基期水平相同）就表明其汇率水平处于均衡水平，或偏离指数不为零就意味着其汇率水平不处于均衡水平。比如，假设区域内某经济体 2001 年的汇率水平反映了其均衡汇率水平，但是，由于该经济体贸易品部门发生了迅速的劳动生产力提高，进口替代与出口竞争力都得到了快速提升，未来时期均衡汇率就会升值。使用基期的标准判断未来的汇率是否失衡，显然忽视了经济基本面变化对均衡汇率调整的需要。

（2）根据区域内均衡汇率水平所确定的基期并不意味着区域内每一种货币的汇率在这个时间上都处于均衡。比如，2001 年是整个区域贸易（汇率）最平衡的时期，也是计算偏离指数所确定的基期。但是可能区域内的某个国家这时候正在经历大规模的贸易顺差或者逆差，以本国标准衡量其汇率水平处于失衡状态。以这种失衡状态下的汇率水平作为基期判断未来的汇率水平是否失衡，结论显然会受到非议。

四、ACU 对东亚货币合作的影响

亚洲货币单位的推出是为了进一步推动东亚区域的金融货币合作。从当期东亚金融货币合作的发展状况来看，以清迈协议（Chiang Mai Initiative, CMI）为框架的区域危机救助机制和东亚债券市场是已经达成的主要成果。从未来东亚金融货币合作的发展来看，区域汇率合作是一个绕不过去的议题。亚洲货币单位的推出将有助于这些领域的深入发展。

1. ACU 与清迈协议（CMI）

2000 年 5 月，东盟 10+3 财长在清迈共同签署了建立区域性货币互换网络的协议，即

《清迈协议》（Chiang Mai Initiative）。清迈协议主要包括两部分：首先，扩大了东盟互换协议（ASA）的数量与金额；其次，建立了中日韩与东盟国家的双边互换协议。迄今为止，清迈协议是亚洲货币金融合作所取得的最为重要的制度性成果，它对于防范金融危机、推动进一步的区域货币合作具有深远的意义。但是，清迈协议的规模、贷款条件等都受到批评，其预防和应对金融危机的有效性受到质疑，甚至有的评论认为其象征意义大于实际效果；对于清迈协议的未来发展目标和路径仍然存在诸多争议，是否需要多边化和机制化，以及如何实行多边化和机制化都尚未形成共识。

ACU 是由亚行推出的，与 CMI 并没有直接的联系。ACU 的性质是一种衡量汇率稳定性的指数，是由相对“独立”的区域性开发银行 ADB 进行操作的。而 CMI 的性质是区域性的危机防范和危机救助机制，是在由 13 个主权国家组成的东亚地区的非机构性金融合作框架内运转和操作的。根据 2005 年 5 月在伊斯坦布尔东盟 10+3 部长级会议上达成的协议，CMI 在近期内将进行一系列的调整 and 改革，比如建立集体决策和联合启动机制，CMI 多边化等等，ACU 的推出和这些调整与改革是没有直接联系的。但是，如果 ACU 在 2006 年 6 月顺利推出，ACU 将与 CMI 在职能和操作上补充，甚至在条件允许的情况下相互协调，概括来讲表现为如下几个方面：

（1）ACU 初期涵盖的国家与 CMI 成员国完全一致（后续 ACU 可能会考虑包括更多的成员，如香港、台湾）；

（2）ACU 在初期作为区域经济监督指标，其监督职能可能与 CMI 的危机防范和危机救助相互协调，通过 ACU 提供的 10+3 国家汇率稳定监督数据，能够为 CMI 下的经济监控提供依据，从而为危机救助方案的制定和危机援助资金的启动决策提供参考；

（3）由于 CMI 下目前没有建成独立的实行政策对话和经济监控的实体，更没有成员国一致接受的危机预警系统和金融风险评评估体系，ACU 的推出将对建立 10+3 框架下的金融风险评评估体系和建立经济监控实体产生积极的影响；

（4）从动态来看，如果 ACU 正常推出，其职能很可能不断扩大，从短期到中期，由初期的汇率稳定性指数指标，可能扩大到 ACU 计值的债券发行；从中期到远期，很可能从帐面计值货币发展成为金融和贸易交易货币。如果与此同时 CMI 顺利实现近期各个改革目标，并顺利推进为亚洲货币基金（Asian Monetary Fund, AMF），ACU 可能成为 CMI 框架之下一个重要的合作内容。

2. ACU 与区域汇率政策协调

关于东亚区域汇率合作的建议很多，其中比较流行的包括共同钉住一篮子货币、亚洲货

币机制、美元区、日元区等。尽管这些建议都有其一定的合理性，但是东亚各经济体在汇率合作方面迟迟没有实质性的进展。一个重要的原因在于汇率合作要求各经济体让渡其政策主权，而现有的各种区域汇率合作方案均忽视了各国具体国情的差异，因此在具体的汇率合作方式方面难以达成共识。ACU 在初期仅仅作为衡量各国汇率稳定性的一个指标，不需要成员国任何政策协调，不需要成员国任何承诺，因此反而更容易为各国接受。如果运转顺利，ACU 很可能成为未来区域汇率合作的基础。比如：

(1) 在初期，ACU 透过监督汇率稳定性，为成员国提供参考，成员国可以自由选择是否将 ACU 作为制定汇率政策过程中的参考因素，而不考虑其他经济体是否也这么做；

(2) 如果 ACU 功能顺利扩展到债券市场，扩展成为计值货币和交易货币，甚至成为储备货币和干预货币，这时 ACU 将为成员国在汇率制度选择上提供多一种选择：区域内经济体以共同协商的方式形成以亚洲货币单位为纽带的区域汇率政策合作，正如当年欧洲货币单位所发挥的作用那样，形成以 ACU 为核心的亚洲的蛇行浮动机制不是不可能的。

(3) 在推动 CMI 向 AMF 发展的过程中，有的学者谈到建立东亚外汇储备池 (reserve pooling) 的建议。东亚国家承诺将一定份额的外汇储备汇入一个“蓄水池”，这将有助于提高 CMI 做为危机救助机制的可信度，也能够通过规模效应减少各国为了防范金融危机而被迫持有过多的外汇储备。但是，建立外汇储备池也有操作上的困难，比如如何保障出资方的权益，如何防范借款国可能出现的道德风险。通过 ACU 的推出，一个可能的方案是，向东亚各国借款的时候要有一定的条件性 (conditionality)。如果东亚各经济体的汇率和 ACU 的偏离程度较小，意味着其宏观经济较为稳定，基本面较为良好，因此能够相应提高其借款的规模，如果其汇率和 ACU 的偏离程度较大，意味着其宏观经济可能出现了问题，因此对其贷款的条件将更加严格。这样就提供了防止出现道德风险的一种激励机制。

3. ACU 与亚洲债券市场

我们认为，在 ACU 推出不久，以 ACU 机制的亚洲债券将很快面市。事实上，日本学者们已经开始进行研究，分析 ACU 计值债券的各种问题，如发行、收益、风险问题等等。比如，日本学者研究发现，作为区域内一揽子货币组成的共同货币单位，ACU 计价债券在预防汇率风险方面较单个经济体货币计价债券更具有吸引力。除了上述优势，由于 ACU 债券问题限于市场层面，又考虑了本地区私人部门的参与，其成功推行的可能性很大。其对发展区域债券市场，减少本地区对美元的过度依赖等产生积极影响。

五、AMU 对人民币汇率制度改革的影响

1. 人民币汇率现行制度和改革方向

2005年7月21日，人民银行发布公告称中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再钉住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。从7月21日以后的人民币汇率表现来看，人民银行更看重人民币/美元的双边汇率稳定，以市场供求为基础和参考一篮子货币则是今后汇率形成机制改革的方向。我们曾经谈到，人民币汇率调整面临均衡汇率、名义贸易加权汇率和人民币/美元双边名义汇率三者之间的冲突（张斌和何帆，2005）：首先，为了保持宏观经济的内外均衡，人民币汇率的形成需要考虑市场供求关系，均衡汇率是人民币汇率调整必须参考的指标；其次，鉴于对外贸易在中国经济增长中举足轻重的地位，货币当局不得不考虑贸易加权汇率（名义贸易加权汇率）的稳定。其三，鉴于目前金融市场，尤其是国内外汇市场发育的限制，过去居民和企业难以在短期内接受人民币/美元双边汇率剧烈频繁的变动，货币当局需要保持人民币/美元汇率的相对稳定。贴近均衡汇率、名义贸易加权汇率稳定和人民币/美元双边汇率相对稳定对现实中的人民币汇率调整提出了不同的要求。特别地，贴近均衡汇率与名义贸易加权汇率稳定要求未来的人民币/美元双边汇率更具有弹性。由于国内外汇市场发育的限制，为了减少居民和企业面临的汇率风险，货币当局在短期内更加看重人民币/美元双边汇率稳定。从汇率制度改革目标上看，以市场供求为基础和参考一篮子货币因素将随着外汇市场发育的不断完善在人民币汇率调整中逐渐发挥更大的影响。

2. 钉住 AMU 能否稳定人民币贸易加权汇率

现行人民币汇率制度中，人民币/美元双边汇率稳定依然是人民币汇率形成机制最显著的特色。这里，我们通过模拟人民币完全固定钉住美元与人民币完全固定钉住 AMU 两种机制下，人民币贸易加权汇率的变动情况。

单一钉住美元汇率制度下，贸易加权汇率指数可以表示为：

$$\begin{aligned}\log(NEER_{rmb}) &= w_{us} * \log(usd / rmb) + w_{jp} * \log(yen / rmb) + w_{eu} * \log(euro / rmb) + w_{kr} * \log(won / rmb) + \dots \\ &= w_{us} * \log(usd / rmb) + w_{jp} * \log[(yen / usd) * (usd / rmb)] + \\ &w_{eu} * \log[(euro / usd) * (usd / rmb)] + w_{kr} * \log[(won / usd) * (usd / rmb)] + \dots \\ &= (w_{us} + w_{jp} + w_{eu} + w_{kr} + \dots) * \log(usd / rmb) + w_{jp} * \log(yen / usd) + \\ &w_{eu} * \log(euro / usd) + w_{kr} * \log(won / usd) + \dots \\ &= \log(usd / rmb) + w_{jp} * \log(yen / usd) + w_{eu} * \log(euro / usd) + w_{kr} * \log(won / usd) + \dots\end{aligned}$$

以上公式中， $(w_{us} + w_{jp} + w_{eu} + w_{kr} + \dots) = 1$ 。固定单一钉住美元，意味着

$\log(usd / rmb) = 0$ ，名义贸易加权汇率指数表示为：

$$\log(NEER_{rmb}) = w_{jp} * \log(yen / usd) + w_{eu} * \log(euro / usd) + w_{kr} * \log(won / usd) + \dots \quad (6)$$

这里，选取中国的主要 10 大贸易伙伴⁴货币计算人民币名义贸易加权汇率，每种货币根据该经济体在全部贸易额中占据的比例（2001 年）被赋予权重。括号中的双边名义汇率以指数形式表示，基期为 2000 年 1 月 3 日，样本期为 2000 年 1 月 3 日到 2005 年 11 月 3 日，中国对外贸易数据来自《中国统计年鉴 2004》，各种货币名义双边汇率来自美联储 (<http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/>)。

人民币单独固定钉住 AMU，名义贸易加权汇率指数表示为：

$$\begin{aligned} \log(NEER_{rmb}) &= w_{us} * \log(usd / rmb) + w_{jp} * \log(yen / rmb) + w_{eu} * \log(euro / rmb) + w_{kr} * \log(won / rmb) + \dots \\ &= w_{us} * \log[(usd / amu) * (amu / rmb)] + w_{jp} * \log[(yen / amu) * (amu / rmb)] + \\ &w_{eu} * \log[(euro / amu) * (amu / rmb)] + w_{kr} * \log[(won / amu) * (amu / rmb)] + \dots \\ &= (w_{us} + w_{jp} + w_{eu} + w_{kr} + \dots) * \log(amu / rmb) + w_{us} * \log(usd / amu) + w_{jp} * \log(yen / amu) + \\ &w_{eu} * \log(euro / amu) + w_{kr} * \log(won / amu) + \dots \\ &= \log(amu / rmb) + w_{us} * \log(usd / amu) + w_{jp} * \log(yen / amu) + w_{eu} * \log(euro / amu) + w_{kr} * \log(won / amu) + \dots \end{aligned}$$

与上面相同，括号中的双边名义汇率以指数形式表示，基期为 2000 年 1 月 3 日。

$(w_{us} + w_{jp} + w_{eu} + w_{kr} + \dots) = 1$ 。单一固定钉住 AMU，意味着 $\log(amu / rmb) = 0$ ，名义贸易加权汇率指数表示为：

$$\log(NEER_{rmb}) = w_{us} * \log(usd / amu) + w_{jp} * \log(yen / amu) + w_{eu} * \log(euro / amu) + w_{kr} * \log(won / amu) + \dots \quad (7)$$

如果东盟 10+3 区域内的其他伙伴国与中国一样，选择了共同钉住 AMU，人民币贸易加权汇率计算公式为：

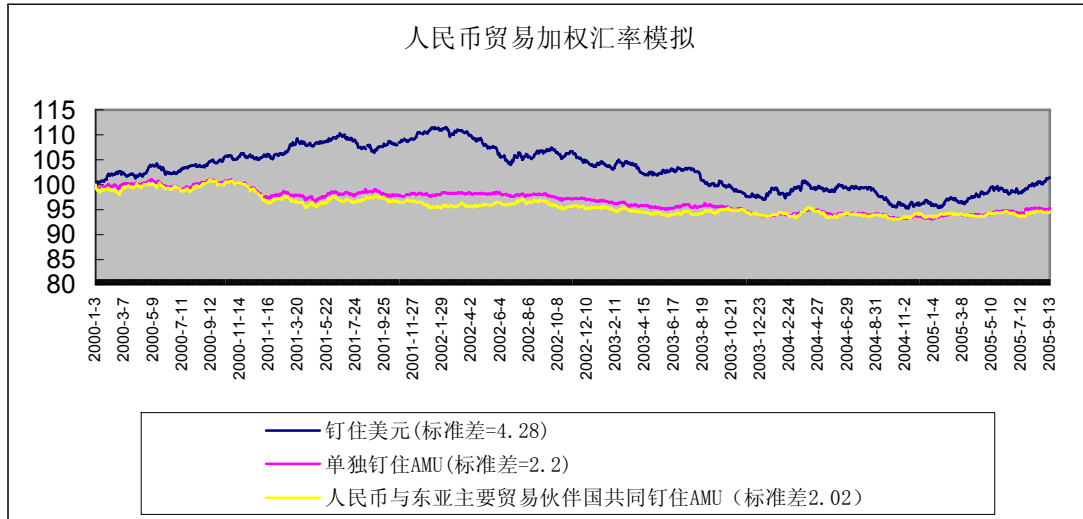
$$\begin{aligned} \log(NEER_{rmb}) &= w_{us} * \log(usd / amu) + w_{tw} * \log(twd / amu) + \\ &w_{eu} * \log(euro / amu) + w_{au} * \log(aud / amu) + w_{uk} * \log(ukp / amu) \end{aligned} \quad (8)$$

通过以上公式 (6) (7) (8) 计算，钉住美元下的贸易加权汇率指数标准差为 4.28，人民币单独固定钉住 AMU 的名义贸易加权汇率指数标准差为 2.2，东盟 10+3 经济体共同选择钉住 AMU 的人民币贸易加权汇率指数标准差为 2.02。与固定单一钉住美元相比较，人民币

⁴ 分别是美国 (usa)、欧盟(eu)、日本(jp)、香港(hk)、韩国(kr)、台湾地区(tw)、新加坡(sg)、马来西亚(my)、英国(uk)、澳大利亚(au)。

单独固定钉住 AMU 制度下人民币贸易加权汇率更加稳定（见下图 5）；如果东盟 10+3 经济体共同选择钉住 AMU，名义贸易加权汇率指数较人民币单一钉住 AMU 更加稳定。

图 5 钉住美元/单独钉住 AMU/共同钉住 AMU 下的人民币贸易加权汇率



来源：作者计算

人民币钉住 AMU 比钉住美元更有助于稳定贸易加权汇率，有两方面的原因：首先，即使是人民币单独钉住 AMU，人民币其实是钉住了美元与欧元的加权重值。当美元/欧元汇率变化时，钉住 AMU 比钉住美元更有助于稳定贸易加权汇率。将公式（7）稍作转化，并取差分，可以得到：

$$d \log(NEER_{rmb}) = d \log(usd / amu) + w_{jp} * d \log(yen / usd) + w_{eu} * d \log(euro / usd) + w_{kr} * d \log(won / usd) + \dots \quad (9)$$

公式（6）取差分

$$d \log(NEER_{rmb}) = w_{jp} * d \log(yen / usd) + w_{eu} * d \log(euro / usd) + w_{kr} * d \log(won / usd) + \dots \quad (10)$$

不难发现公式（9）比公式（10）多出了一项 $d \log(usd / amu)$ 。AMU 以 65%的美元和 35%的欧元加权汇率表示，可以得到：

$$65\% * d \log\left(\frac{usd}{amu}\right) + 35\% * d \log\left(\frac{eu}{amu}\right) = 0$$

$$\implies d \log\left(\frac{usd}{amu}\right) = -0.35 * d \log\left(\frac{eu}{usd}\right) \quad (11)$$

将 (11) 带入 (10), 不难得到

$$d \log(NEER_{rmb}) = -0.35 * d \log(euro / usd) + w_{jp} * d \log(yen / usd) + w_{eu} * d \log(euro / usd) + w_{kr} * d \log(won / usd) + \dots \quad (12)$$

人民币钉住 AMU, 美元/欧元汇率变化对人民币贸易加权汇率的影响部分程度被 AMU 对美元和欧元的反向变化抵消。

第二, 如果东盟 10+3 区域的其他经济体共同钉住 AMU, 人民币借助钉住 AMU 与这些经济体货币保持稳定, 进一步加强了人民币贸易加权汇率稳定。

3. 钉住 AMU 能否帮助人民币贴近均衡汇率

贴近均衡汇率, 实现以市场供求为基础的人民币汇率水平是人民币汇率形成机制改革中另一项重要政策目标, 但是这个目标在现阶段在实施过程中面临两方面的困难。首先, 目前国内金融市场发育较浅, 市场参与者不够成熟, 监管者缺乏经验, 市场建设和金融产品也很不完善, 另外还有诸多难以短期内克服的体制因素制约市场发展。如果货币当局完全让位于市场供求力量决定人民币汇率水平, 很难确保不太成熟的国内金融市场能够找到短期内的正确汇率水平。正如很多国家所经历的那样, 贸然引入完全由市场决定的汇率水平, 短期内的汇率水平变化往往充斥大量的泡沫因素, 而不是经济基本面变化的需要 (Montiel and Hinkle, 1999)。

其次, 现阶段的国内金融市场发育制约了人民币/美元双边汇率的高频率浮动。人民币汇率自 1994 年并轨以来, 人民币对美元一直保持了非常稳定的汇率水平, 国内涉外经济交易的个体基本不存在汇率风险, 国内私人部门持有的外汇资产也基本上不存在汇率风险⁵。如果人民币在短期内引入高频率的汇率波动, 一方面国内金融市场难以提供低成本的汇率风险规避工具; 另一方面私人部门也不具备规避汇率风险的管理能力与经验。人民币走向更高频率的浮动, 需要各种类型远期外汇市场的发展与支持, 而外汇市场的发展则依赖于国内金融市场全面建设的推进。McKinnon and Schanbl (2003) 指出, 发展中国家建立发达的远期外汇市场非常困难, 由于缺乏债券市场的支持, 外汇交易商甚至很难为本币制定合理的远期价格。

钉住 ACU, 能够在一定程度上借助国际金融市场, 帮助人民币汇率向均衡水平靠拢。首先, ACU 与美元最大的差别在于美元汇率 (中长期) 变化反映了美国经济相对外部经济

⁵ 对于那些对非美元计价的交易, 由于人民币与美元保持非常稳定的汇率, 而美元与世界其它主要货币之间存在发达的外汇市场与金融衍生工具来规避汇率风险, 因此, 借助钉住美元, 人民币也可以低成本地规避与其它实际主要货币之间的汇率风险。

的经济基本面变化。由于人民币在 AMU 当中占据较大比重，而且在目前 AMU 编制方法下人民币在 AMU 中占据的比重还会进一步扩大，AMU 变化在很大程度上将反映中国经济基本面对汇率调整的要求。如果 AMU 计价债券发行，AMU 对世界主要货币的定价问题可以由全球国际金融市场决定。考虑到人民币在 AMU 当中占据较大的比重，这意味着可以借助全球国际金融市场为人民币合理定价。其次，在国际金融市场的帮助之下，AMU 对世界各主要货币以及东盟 10+3 货币的汇率风险也能够相对低本地规避。总之，借助国际金融市场，人民币向均衡汇率水平靠拢所面临的合理定价问题与规避汇率风险问题同将通过保持与 AMU 的相对稳定得到部分解决。

考虑到日本、韩国等经济体经济货币在 AMU 中也占据了较多比重，而其基本面对于汇率调整的要求并不一定与中国对汇率调整的要求一致，不排除 AMU 变化与中国经济基本面变化对汇率调整要求不一致的地方。但是，通过调整区域内货币对 AMU 的中心平价，这个问题可以通过协商方式解决。另外，中国经济相对日本、韩国等经济体在经济增长潜力上占据更大优势，在区域内货币相对 AMU 中心平价调整上人民币更多可能是处于升值压力，而相对于区域内其他货币则意味着贬值压力。当面临投机资本冲击时候，中国可能面临当初欧洲货币体系中德国所面临情况，投机资本冲击区域内贬值压力货币，而不是升值压力货币（张斌和何帆，2004b）。特别是考虑到中国相对其它经济体比较严格的资本管制和宏观经济调控能力，这种趋势会更加明显。这将会大大提高中国在区域汇率合作当中的主动性和谈判能力。

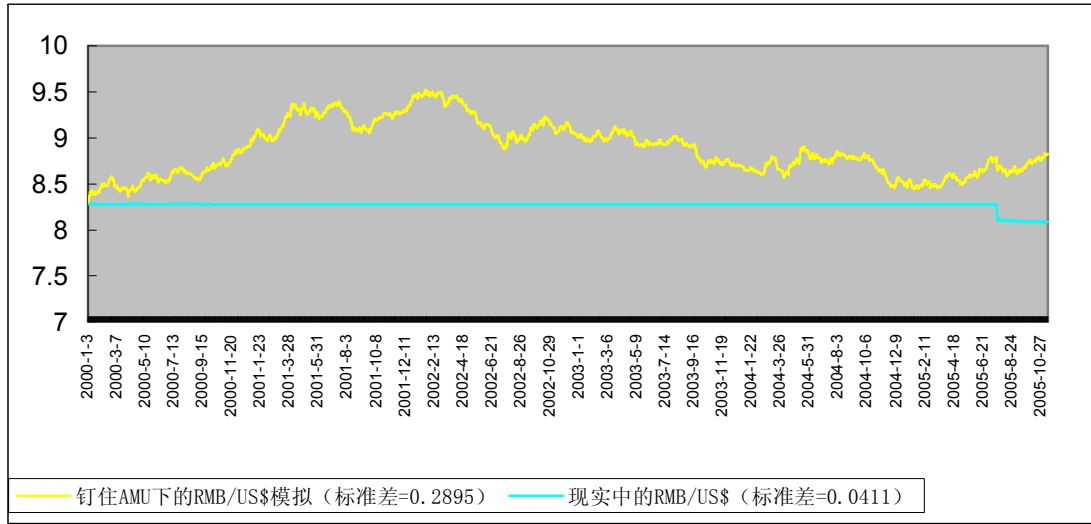
4. 钉住 AMU 与人民币/美元汇率稳定

钉住 AMU 对于人民币/美元双边汇率稳定势必构成挑战。下图 6 模拟了 2005 年 1 月 3 日-2005 年 11 月 11 日人民币如果选择完全钉住 AMU 下的人民币/美元双边汇率与现实中的人民币/美元双边汇率。可以清楚看到，完全钉住 AMU 下的人民币/美元双边汇率具有更大的波动性。

但是，在人民币汇率制度改革的目标下，人民币/美元的相对稳定并不在目标范围之内，而是受到国内金融市场发育限制，不得已由货币当局出面帮助企业和居民规避汇率风险。如果在国际金融市场的帮助下，可以较低成本规避 AMU 对世界主要货币的汇率风险，人民币/美元的双边稳定就不再将成为货币当局操作的重点。在 AMU 成立之初，人民币汇率波动所带来的汇率风险仍然无法低成本规避的时期，通过不太明确的钉住规则和较低的钉住频率，货币当局完全可以继续保持人民币/美元相对稳定。对于货币当局而言，无论是明确地钉住 AMU 还是不明确地钉住（参考）AMU，在操作层面上与当前的汇率形成操作机制都

没有太大区别。

图 6 钉住 AMU 下的人民币/美元汇率与现实中的人民币/美元汇率



来源：作者计算

六、如何进一步推进 ACU

ACU 立足于东盟 10+3 经济体的汇率政策合作，在区域内各方的积极支持下，它将有潜力在纠正全国国际收支失衡、重建公平国际金融秩序、推进东亚区域稳定发展等多方面发挥重要作用。ACU 的编制和颁布，还仅是发挥 ACU 功能的第一步：监督区域内货币价值的相对稳定性。进一步发挥 ACU 在区域汇率合作方面的作用，亟待区域内经济体的建设性对话和建议。

对于中国而言，ACU 能够发挥的积极意义不仅仅是中国与东亚区域内主要贸易伙伴之间的货币价值的相对稳定。更重要的是，如果人民币在 ACU 中占据较大比重，而且人民币/ACU 之间的平价调整具有较大的灵活性，人民币可以借助 ACU 推进人民币汇率制度改革。受国内金融市场以及其他制度方面的多方限制，人民币短期内实现完全浮动、完全自由可兑换和流动都可能面临较大的宏观经济风险。通过钉住 ACU，货币当局在保持可控性与可操作性原则之下部分实现了人民币的上述功能。这对于实现人民币区域化和国际化，也是非常有益的推进。

进一步发挥 ACU 在区域汇率合作方面的影响，当务之急有两方面的工作。首先，ACU 计价债券的发行；其次，区域内经济体货币当局在汇率调整过程中对 ACU 平价的规则设计。ACU 计价债券的发行，主要目的在于借助国际金融市场为 ACU 相对世界主要货币和区域内

货币之间相对价值的合理定价。这不仅是为了扩大 ACU 的影响，也为区域内货币提供了美元之外的货币锚，为汇率合作奠定了基础。区域货币相对 ACU 平价调整的规则设计是能否推进区域内汇率合作的关键。具体采用非常宽松的汇率合作形式，还是严格的钉住或者是区间内钉住，还需要区域内经济体在各国经济基本面、政策目标偏好等方面做更细一步的研究，需要区域内政策制定者积极的态度对待。

参考文献:

Kawai, M. and Takagi S.(2001) “Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-crisis East Asia”, World Bank Working Paper-International Economics, Trade and Capital flows.

Kwan, C. H. (2001) *Yen Bloc*, Brookings Institution Press.

McKinnon R.and Schanbl G. (2003) “The East Asia Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin” , <http://www.stanford.edu/~mckinnon/>

McKinnon, R. (2001) “The East Asian Exchange Rate Dilemma and the World Dollar Standard”, ADB, February.

Montiel, P. J. and Hinkle. L. E (1999) “Exchange Rate Misalignment: An Overview”, In Lawrence E. Hinkle. and Peter J. M., Eds . , *Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries*. 1-32 New York: The World Bank.

Ogawa E. and Ito T. (2000) “On the Desirability of A Regional Basket Currency Arrangement” NBER working paper 8002.

Ogawa E. and Shimizu J. (2005) "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia," RIETI Discussion Paper Series 05-E-017.

Park, C. P. (2002) “Prospects for Financial Integration and Exchange Rate Policy Cooperation In East Asia ” , ADB Institute Research Paper 48.

Williamson, O.,(1999) “The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies.” In S.Collignon,J. Pisani-Ferry, and Y. C. Park, eds., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*. London and New York: Routledge.

IIMA,(2004) “Summary of summaries” The ASEAN+3 Research Group Workshop & Meeting, 16-17 March 2004, Manila Philippines.

张斌 (2004) , 《东亚货币合作: 中国视角》, 《世界经济》2004 年 11 期。

张斌、何帆 (2004), 《经济崛起中的汇率升值压力: 日本与德国经验》, 《国际经济评论》, 2004 年第 3 期。

张斌、何帆 (2005), 《如何调整人民币汇率政策: 目标、方案和时机》, 《国际经济评论》, 2005 年第 2 期。