

---

# 以色列汇率制度改革的经验及启示<sup>\*</sup>

刘 琨（中国人民银行货币政策二司）

---

20世纪80年代初以色列施行的以政府干预为主、市场为辅的经济体制严重阻碍了经济发展，1985年以色列开始实施“经济稳定工程”，对经济金融进行全面改革；次年，以色列央行改革汇率制度，逐步退出盯住安排，走向浮动汇率制度。退出的过程为：盯住美元的固定汇率制度→盯住一篮子货币的固定汇率制度→水平区间内的有限浮动汇率制度→爬行区间内的有限浮动汇率制度→自由浮动汇率制度。以色列汇改过程实际上就是其货币政策从汇率目标向通胀目标的转变过程，事实证明这种政策在降低通胀方面获得了成功。以色列汇改在明确目标、选择时机、保持政策稳定性、引导公众预期、注意政策配合等方面的成功经验均能对中国提供积极的借鉴意义。

## 一、改革前的宏观经济背景

在以色列经济发展的早期阶段，其经济体制以政府干预为主、市场为辅，主要有以下特征：一是国有经济占主导地位。20世纪80年代中期以前，以色列的国有企业控制着整个国民经济命脉；工会组织非常强大，由各个企业、地区、产业或行业的工会联合组成的工会联盟拥有的许多“准国有企业”在国民经济中也占有很重要的地位。二是政府机构庞大。财政支出一直占国民生产总值的70%以上，其中转移支付又占了很高的比例，政府不仅曾经主导主要商品和劳务的价格，而且为相关企业或机构提供食品、公共交通、医疗和教育等价格补贴，还负责制定公共部门雇员的工资和福利标准。三是金融管制严格。以色列政府采取了一系列金融市场管制措施，严格控制金融体系，包括管制资本市场、干预商业银行、控制

---

<sup>\*</sup> 本文仅代表作者个人观点，不代表供职单位意见。

外国资本、管制汇率等。

在经济发展初期，以色列政府通过干预社会经济活动和金融市场，集中筹集和使用资金，优先发展重点产业，对促进经济发展具有一定的积极意义。但是，政府过度干预也带来一系列问题：一是金融市场得不到应有的发展，从而严重扭曲了资源配置机制；二是政府直接或者间接参与收入分配，导致了激励缺乏，损害了社会福利；三是对金融市场的管制不但影响了经济增长的可持续性，也增大了金融市场风险。

随着经济的发展，以色列政府对国民经济的控制和干预越来越成为经济增长的桎梏。1950-1971年，以色列经济高速增长，国内生产总值年平均增长9.7%；但是，20世纪70年代后，以色列经济逐渐滑坡，其中，1971-1975年，国内生产总值年平均增长7.1%；1976-1985年，仅增长2.8%。在此期间，以色列经济发展受到两个因素的困扰，一是由庞大的军费开支和转移支付所引起的巨额财政赤字；二是严重的通胀，各阶段平均通胀率为：1950-1953年26%，1959-1972年36.2%，1977-1983年超过3位数。

1983年10月，由于恶性通胀的影响，市场预期谢克尔<sup>①</sup>将贬值，公众大量抛售银行股票，造成银行股票价格大幅度下跌、不良资产率急剧上升，银行业危机爆发。为挽救银行，稳定金融局势，同时也迫于银行股东的压力，以色列政府大量购买了商业银行的股票，从而使政府成为五大商业银行中四家的主要股东，在事实上实现了对这四家商业银行的国有化。四家国有银行的资产占商业银行总资产的90%以上，同时，它们还是其他几乎所有非银行金融机构的主要股东。以色列的经济形势因而更加恶化，1984年通胀率达到444.9%，经济增长率仅为2.8%。

为了应对银行危机和经济形势恶化的挑战，1985年，以色列政府宣布实施“经济稳定工程”，拉开了以色列经济金融改革的序幕，也拉开了汇率市场化改革的序幕。“经济稳定工程”的主要内容包括：一是调整主要商品价格；二是改革政府的财政政策和货币政策；三是实行国有企业私有化和金融市场自由化。

## 二、汇改进程及相关经验

从1948年以色列建国至1977年10月，近30年的时间里，以色列政府一直实行固定汇率制度。其中，1975年8月以前，汇率水平长期保持固定不变；1975年8月至1977年10月期间，货币出现了较为频繁的贬值。1977年10月，以色列开始实行谢克尔对美元的浮动汇率制度。但是，1985年政府实施“经济稳定工程”后，再度实施固定汇率制度。

1986年，随着经济金融改革的逐步深化，以色列政府开始了汇率市场化改革。1986年8月1日，以色列央行再次放弃盯住美元，开始参考“一篮子货币”，走向浮动汇率制度。退

<sup>①</sup> 谢克尔 (Shekel) 是此时以色列主要货币名称，1980年前为镑，1986年9月后改为新谢克尔 (New Shekel) (详见附录1)。本文出现的1986年后的谢克尔如未加说明都指新谢克尔。

出的过程为：盯住美元的固定汇率制度→盯住一篮子货币的固定汇率制度→水平区间浮动汇率制度→爬行区间浮动汇率制度→自由浮动汇率制度。

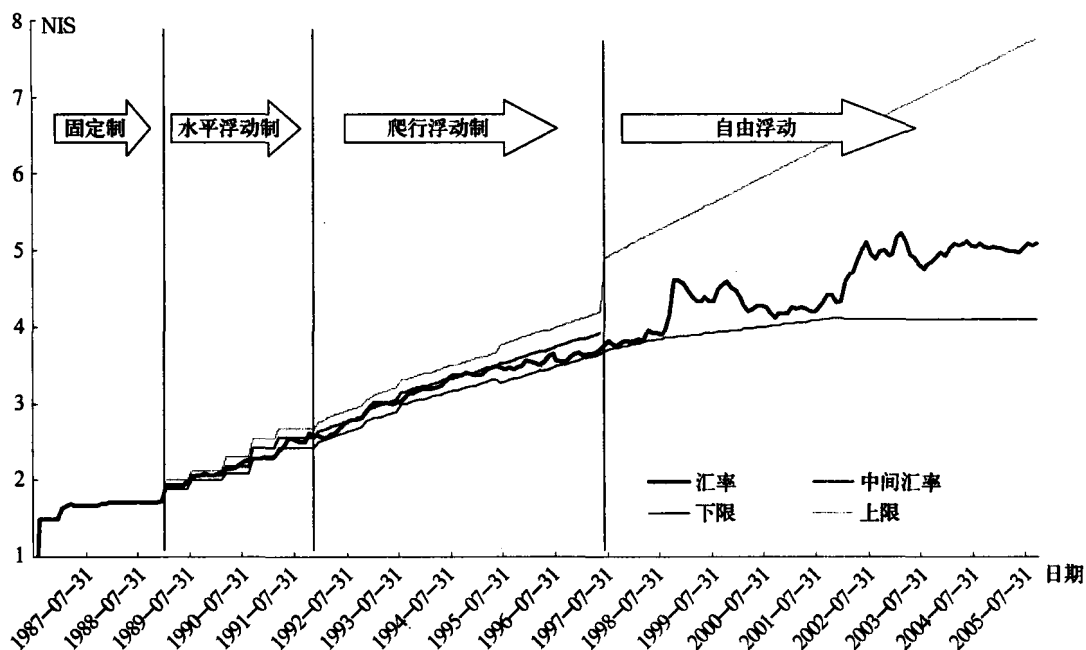


图1 以色列汇改期间汇率走势及波幅限制

注：数据来以色列央行网站，单位为新谢克尔/单位篮子货币，向上为谢克尔贬值。

以色列在退出盯住安排过程中，虽然一直面临着较大的通胀压力，不时出现外汇投机资本流动，但是整个过程总体较为平稳，从固定盯住汇率制度顺利过渡到自由浮动汇率制度。其主要成功经验是：（1）坚持渐进原则、注重机制的过渡和衔接。以色列用了12年时间完成从固定汇率制度到浮动汇率制度的过渡，其中用了3年时间实行盯住一篮子货币的固定汇率制度，用了3年时间实行水平区间浮动汇率制度，又用了6年时间实行爬行区间浮动汇率制度。在进入自由浮动汇率制度之前，提前向公众公布通胀目标以稳定市场。（2）基本合理地确定了汇率水平、爬行区间等汇率制度技术指标，并提前公布于众，合理引导公众预期。（3）汇率逐渐走向浮动与利率政策紧密配合，提高了货币政策的有效性，使以色列本来很高的通胀率逐渐下降，基本达到发达国家水平。（4）逐渐放慢谢克尔对一篮子货币的贬值速度，引导通货膨胀稳步下降，同时适当保持对外竞争力。以下分阶段介绍以色列从固定盯住汇率制度过渡到自由浮动汇率制度的全过程。

（一）1986 - 1988年：实行盯住一篮子货币的固定汇率制度，但面临进一步贬值压力

在1985年7月“经济稳定工程”开始实施时，当局使谢克尔兑美元贬值18.8%，并将

汇率保持在1500谢克尔/美元（1.5新谢克尔/美元<sup>①</sup>）左右，允许其上下浮动2%。但事实上，此后的汇率波动大大小于这个幅度。当时，稳定汇率是经济发展的必要条件，政府还宣布，如果工资大幅波动，将相应调整汇率。然而，政府还是希望，稳定计划能促进物价稳定，而汇率稳定也是有可能的。

1985年7月至1986年7月，谢克尔兑美元汇率保持稳定，而物价上涨了23.8%，主要是这段时间美元相对其它货币走弱。为缓解通胀压力，1986年8月，当局决定将谢克尔盯住一篮子货币，篮子货币的权重根据以色列对主要贸易伙伴国的贸易量来确定。

但是，盯住一篮子货币却不能阻止实际有效汇率大幅上升：虽然1985年7月至1986年12月谢克尔名义汇率保持稳定<sup>②</sup>，但这段时间物价却上涨了36%，高于实行稳定计划时的贬值幅度18.8%。而1986年以色列工资大幅上涨，当局担心实际有效汇率的大幅上升会使非金融活动严重紧缩，使本已严峻的国际收支更加恶化。1986年，以色列贸易赤字占GDP的比重高达12%。在此背景下，1987年1月当局使谢克尔对篮子货币贬值10%<sup>③</sup>。这次贬值之前并没有外汇市场的压力，因而市场认为比较突然，贬值预期增强。

在1987年的第四季度里，谢克尔对篮子货币逐步贬值2.5%；从1988年初至年底，谢克尔重新保持对篮子货币的稳定。由于1988年的第四季度公众已经存在贬值预期，央行被迫卖出大量外汇以保持汇率稳定。在1988年的最后几天里，为稳定外汇市场央行使谢克尔一次贬值5%。央行并未提前计划这次贬值，只是由于市场压力被迫采取这一行动。汇率的连续贬值迫使央行实行下一步汇率改革。

这种突然的贬值有以下缺点：一是不时地对汇率进行调整大大降低了汇率作为价格锚的有效性。这是因为如果物价因非汇率因素（如工资上升）上升，从而引起实际汇率上升；而当局为了保持实际汇率稳定使名义汇率贬值相应幅度，这意味着当局迁就通胀的上升。二是突然的不连续贬值会导致投机资本的大量流动，迫使央行买卖大量外汇。一方面央行卖外汇的能力受制于外汇储备规模；另一方面央行卖出外汇会收回流动性，严重时可能危及非金融活动。这又意味着央行不得不使本币贬值来减少其卖外汇的规模。

### 专栏1 以色列的篮子货币

以色列使用篮子货币的历史比较长，1976年、1983年以色列都曾经放弃美元盯住过篮子货币，但是不久就放弃了。1986年8月1日谢克尔再次盯住篮子货币，并一直使用到2005年6月9日废除汇率波动区间为止。

以色列篮子货币的权重根据以色列对主要贸易伙伴国的贸易量来确定，1986年的篮子货币包括0.6美元（60%）、0.42马克（20%）、0.067英镑（10%）、0.34法郎（5%）和7.7日元

① 1985年9月4日新谢克尔诞生，1000谢克尔=1新谢克尔，第一年新旧货币同时流通，第二年旧货币逐渐退出流通。

② 1985年7月至1986年7月，谢克尔兑美元汇率保持稳定，谢克尔转向盯住篮子货币时没有贬值，1986年8月至1986年12月，谢克尔对篮子货币汇率保持稳定。

③ 此后说谢克尔汇率变化，如未加指明，都是指对篮子货币的汇率。

(5%)，这使得8月1日当天的谢克尔/美元汇率和谢克尔/篮子货币汇率都为1.4923，保持了谢克尔名义汇率的稳定性。

由于世界贸易格局的不断变化，篮子货币的权重也在不断变化。1996年6月5日以色列再一次改变篮子货币组成后宣布，此后只要前一年篮子组成货币权重变化2%以上，篮子货币权重就要根据当年4月30日的数据自动改变。1999年1月随着欧元的诞生，篮子货币去掉马克和法郎，增加欧元。2004年4月30日又进行了调整，包括0.7185美元、0.0374英镑、0.2228欧元、6.9216日元。2005年进一步调整为包括0.7412美元、0.0351英镑、0.2053欧元、7.337日元。

## (二) 1989 - 1991年：水平区间浮动汇率制度，汇率改革初步成功

由于上述贬值压力，1989年1月初，谢克尔对篮子货币贬值8%。汇率的不断贬值使当局认识到，应实行一种机制化的汇率制度，使汇率能在更大程度上随市场供求调节。因此，以色列再次改革汇率制度，允许谢克尔兑篮子货币汇率围绕中心汇率上下浮动3%。这种机制可使汇率在更宽的区间内根据情况调节资本流动，从而在一定程度上缓和这些流动，减轻央行干预外汇程度，同时减轻利率调节资本流动的负担。当局认为，在价格持续上升时，中心汇率应能随时调整而不需大幅贬值，因此当局设置了水平的中心汇率。

1989年前5个月，公众不断抛出外汇，谢克尔对一篮子货币升值至区间下限附近<sup>①</sup>。6月份，公众又转而买入外汇，以色列央行允许汇率向中心汇率移动（贬值）。同月，当汇率到达中心汇率附近时，央行将中心汇率上调（贬值）6%。由于市场汇率就在中心汇率附近，这相当于市场汇率也贬值了6%。这次贬值出人意料，也非受市场力量驱使，明显的违背了1989年初汇率制度改革的原则，也与汇率的价格锚作用不符。贬值的主要背景是经济衰退，政府希望通过货币贬值使实际汇率下降，从而保持出口利润。其实这样贬值本可以通过允许汇率缓慢上升超过中心汇率来逐渐实现，但是以色列央行担心市场上并不存在贬值压力，名义汇率根本就不会贬值。从事后的情况看，1989年期间虽然谢克尔对一篮子货币贬值了20%，但实际汇率并未下降。

1989年7月至1990年2月，汇率逐渐上升并略微超过中心汇率。1990年2月末，中心汇率上调6%，浮动范围从 $\pm 3\%$ 扩大到 $\pm 5\%$ ，但市场汇率只是温和上升（这是因为市场汇率原来在区间上限附近，中心汇率上调后，区间平行上移，市场汇率仍然在区间内，只是在区间下方，参见图1）。1990年3月至9月，汇率逐渐从浮动区间下限上升到上限附近。1990年9月，中心汇率再次上调10%，而市场汇率没有大幅贬值。总之，从1990年3月至1991年3月资本流动相对稳定，说明汇率在一定区间内浮动的汇率机制获得了成功。

然而，1991年3月，当局又采取了一项错误政策，尽管汇率还处在浮动区间下方，市场也没有贬值压力，而是将外汇换成本币，央行还是将中心汇率上调6%。由于当局逆市场供

<sup>①</sup> 由于本文中所述以色列汇率都指的是本币/外币汇率，汇率向上（数字变大）为本币贬值，向下（数字变小）为本币升值。

求而动，导致了新一轮投机热潮。9月公众开始大量购买外汇。与先前不同，央行这次并没有扩大汇率浮动范围，而是在9月份和10月份允许利率大幅上升，利率上升最终制止了公众购汇，11月外汇抢购热潮结束。

与前一个阶段相比，本阶段有四个特点：一是汇率贬值速度更快，每月贬值标准差也增加；二是尽管汇率灵活性增强，以色列央行对外汇市场的干预仍有所增强，每月外汇交易额绝对值从2亿美元上升到2.88亿美元，标准差从2.72亿美元上升到4.68亿美元；三是没有出现第一阶段的货币紧缩情况，实际利率从第一阶段的10%下降到第二阶段的-2.4%；四是尽管汇率贬值和货币扩张速度快于第一阶段，通胀下降速度和标准差与第一阶段相差不多，主要是1989年末移民流入增加，缓和了工资上涨速度。

### （三）1992-1997年：爬行区间浮动汇率制度

1991年底，以色列汇率从水平区间浮动转向爬行区间浮动。中心汇率一次性上调3%，然后每日再根据预定的比率（1992年预定的年调整幅度为9%）调整；浮动区间为中心汇率 $\pm 5%$ ；同时央行首次对外公布1992年的通胀目标为14-15%。

之所以制定9%的中心汇率上调幅度，主要原因是为了维持购买力平价。以色列1992年的通胀目标为14-15%，其主要贸易伙伴国预期通胀率为5-6%，因此，根据购买力平价成立的假设，谢克尔应贬值9%。

稍后，当局希望能逐渐减少区间斜率，并相应降低通胀目标。但是实际上货币政策的操作目标仍不是通胀，而是汇率的贬值目标，利率继续作为支持汇率的工具，并通过锚定汇率运行路径来锚定价格。由于汇率能按预定的轨迹运行，这种汇率制度增强了汇率按政策意图运行的确定性，但在稳定物价方面却有所倒退。如果经济运行情况要求通胀下降和谢克尔放慢贬值速度，新的汇率制度却是按预先设计的贬值速度调节汇率，实际上阻碍了通胀按新的速度下降。此外，这一制度还有一个非经济方面的缺陷，即央行如需改变汇率制度中的参数，需要政府同意。而政府一般只会同意汇率贬值（即提高区间斜率），不会同意汇率升值（即降低区间斜率）。长期以来，政府始终向央行施加压力防止汇率实际升值。

由于外汇市场的开放鼓励了资本流动，新的汇率制度并没有缓解投机资本流动。1992年年初市场结汇较多，下半年开始出现大量购汇。1992年初至1996年初，以色列央行不断向市场提供外汇流动性，以保持其汇率沿着爬行区间的中心汇率上升。

1992年11月，中心汇率上调3%，爬行区间斜率下调至8%，1993年央行公布通胀目标为10%；1993年7月，斜率再次下调至6%，1994年的通胀目标定为8%。1993年和1994年物价涨幅超过预定目标，分别上涨11.2%和14.5%，而汇率只上升了5.4%和5.8%，这意味着汇率低于预定速度爬行并没有控制住通胀。这种情况下，当局只能有两种选择：一是提高汇率的斜率即贬值率，使贬值率与预期通胀相一致，这将重复先前的贬值—通胀—贬值的恶性循环；二是使用利率工具控制通胀。最终当局选择了提高利率。1995年的通胀目标上调为8-11%，但没有改变汇率制度的参数，而是较大幅度地提高了利率。这项政策的效果很快呈现，通胀预期逐渐下降，1995年初开始出现结汇趋势，央行被迫购入

大量外汇以避免汇率走向爬行区间的下限。

1995年6月爬行区间扩大到中心汇率 $\pm 7\%$ ，同时中心汇率上调0.8%，央行在继续购买大量外汇的同时，允许汇率以略低于爬行区间斜率的速度上升至区间下限。1995年10月，央行确定1996年的通胀目标为8-10%。1996年初，为了避免汇率走向爬行区间的下限，央行继续购入外汇。2月央行决定停止外汇市场干预，一直到8月都没有再购汇，汇率沿着浮动区间下限上升。1996年9月至1997年中，由于资本流入，央行被迫再次购买大量外汇。

和前一段相比，本阶段谢克尔贬值速度和月贬值标准差下降，汇率波动性降低，结汇量及其标准差增加；货币供应加紧收缩，真实利率由上一阶段负值变为正值，并逐渐上升，1992-1994年平均为2%，1995-1997年平均为4.6%；通胀有所下降，但仍保持在10%左右。

## 专栏2 以色列外汇市场自由化进程

在20世纪90年代，以色列逐步实现了外汇市场自由化。

第一个阶段，放松了对以色列银行、共同基金、商业机构和外国居民的管制：放松了对银行和外汇信用范围的管制；取消了对商业机构、国外投资的管制；取消了对国外居民投资以色列的管制；取消了对共同基金、外汇投资的管制。

第二个阶段，取消了对居民的管制：先是取消外汇存款的限制，接着取消国外金融投资的限制，最后是取消投资国外房地产的限制。

外汇市场自由化和汇率波动性的扩大使得外汇交易迅速增长。这反映在每日外汇交易量的增长、包括外国金融机构的外汇市场参与者的增多和外汇期权市场的扩大等方面。

外汇市场自由化增强了资本流入对利差的敏感度，对固定汇率制度到浮动汇率制度的转变也产生影响。汇率灵活性的增强也增加了汇率风险，因此在一定程度上缓解了投机资本的流入。

### （四）1997年中至目前：自由浮动汇率制度

央行为避免汇率跌破爬行区间下限被迫大量购汇，这使得以色列当局面临一个两难选择：虽然降低利率可以制止结汇，但是却可能导致通胀超出目标范围；扩大汇率浮动范围可以保持通胀目标，却可能导致谢克尔实际升值。当时，以色列财政部支持降低利率，央行倾向于扩大汇率浮动范围。最终以色列选择了扩大汇率浮动范围，基本实现了自由浮动汇率制度<sup>①</sup>。

1997年6月，汇率浮动区间上限提高15%，不改变斜率，下限斜率减少到4%，上下限之间的距离被扩大到29%<sup>②</sup>；同时，央行完全放弃了对外汇市场的干预。

<sup>①</sup> 以色列央行自认为此时的汇率制度已经是自由浮动汇率制度，但是国际货币基金组织还认为它是爬行区间制，直到2005年才承认其为自由浮动制。

<sup>②</sup> 此后不再强调中心汇率，上下限斜率也不再一致，浮动区间范围逐渐扩大。

1997年7月至1998年7月，通胀率为3.2%，汇率上升2.1%，在这种情况下，以色列在1998年8月制定1999年的通胀目标为4%，同时汇率浮动区间下限的斜率从4%降到2%，上下限的差别扩大到36%。

1998年8月俄罗斯经济危机引发发展中国家外汇的大量外流，造成全球性的金融危机，而1998年9月的美国长期资本基金的破产加剧了这一危机。在此背景下，以色列外汇需求明显增加，汇率开始上升，从1998年8月底至9月底，谢克尔相对篮子货币贬值20%。由于担心谢克尔贬值会增加外汇需求，央行决定不干预外汇市场，而是采用了利率工具。11月初，累计提高利率4个百分点，此措施完全平息了市场对外汇的大量需求，同时逐渐降低了通胀预期。央行在汇率大幅贬值是不干预汇率，而是利用利率手段成功抑制了外汇需求，说明浮动汇率制度是正确的。

从1999年至2001年，外汇市场一直比较平静，通胀率下跌至每年0.9%，货币贬值速度下降到每年1.7%。2001年12月，以色列政府决定增加财政约束来帮助缓解货币压力，央行把汇率浮动区间下限下调1%（上下限的差别达到66%），斜率降为0%，同时突然下调本币利率2个百分点，这导致外汇需求激增。2002年1月汇率上升了10%，外汇需求暂时下降。2002年4月，外汇需求又开始上升，至5月底汇率又上升了6%，央行依旧没有干预外汇市场。6月至7月，利率累计上升4.5个百分点，有力地缓解了外汇需求，汇率开始逐渐下降。

这一阶段，汇率贬值速度增加，通胀率下降，汇率变化的标准差变大，通胀的标准差也变大，但是名义利率的波动性却没有增大。

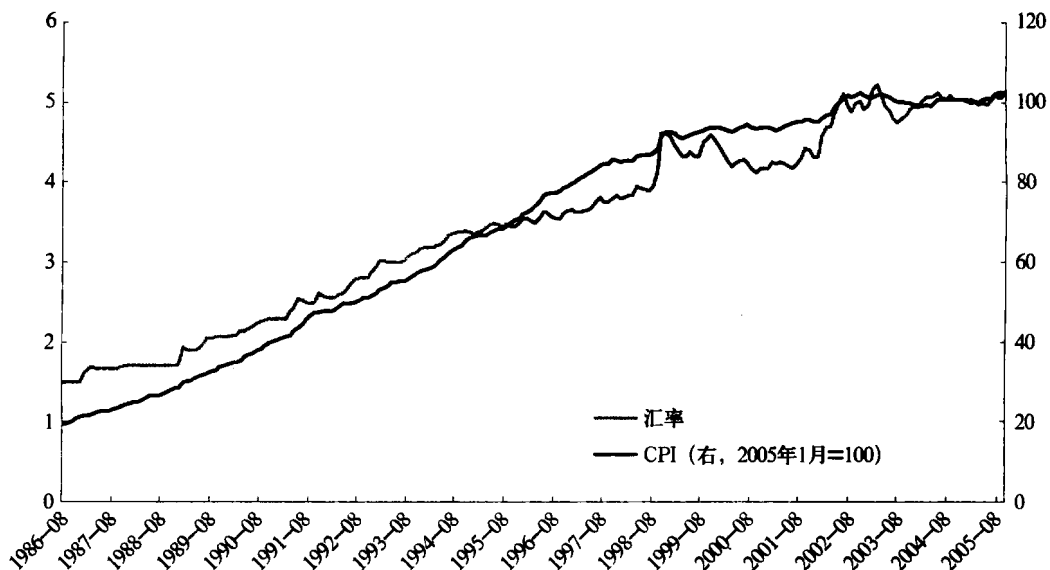


图2 汇改前后以色列汇率和物价走势比较

数据来源：以色列央行网站。



### (五) 汇改与货币政策目标的转变

以色列的汇率制度改革过程实际上就是其货币政策从汇率目标向通胀目标的转变过程。最初，以色列央行的主要利率几乎完全以汇率爬行区间的中心汇率为目标；稍后，根据以色列和其货币篮子国家的通胀差的变化，逐渐允许中心汇率上升，也就是说，以色列央行开始同时以汇率和通胀为目标，但是此时通胀目标占的比重要少一些；随着时间的推移，以色列央行通过扩大汇率浮动区间加强中心汇率和通胀目标之间的联系，增加通胀目标的比重；1992年，当通胀下降到20%以下后，以色列转向爬行区间内的有限浮动，并最终开始实行通胀目标制。

1992年前，以色列内部有很多关于从汇率目标转向通胀目标政策是否合适的争论：一是当时通胀目标的概念还比较新颖，主流经济学家认为货币体制选择汇率作为唯一名义锚（而不是货币总量或利率）更适合一个类似以色列的小型开放经济体，就算对于更大更发达的国家，使用利率作为操作目标也是有争议的。二是对以色列是否可以和那些发达国家一样可以获得稳定的低通胀也存在很多争论。三是以色列缺乏可以合理预测通胀的政治经济稳定，不得不面对经济结构的实质变革，包括法律，政治、安全和文化等方面的变化。四是由于价格的刚性和以色列经济改革前的高通胀率，通胀下降的速度难以把握。现在看来，这种政策在缩减通胀方面是很成功的：通胀目标从1992年的14-15%降低到2003年的1-3%，实际通胀也随之降低（图3）。

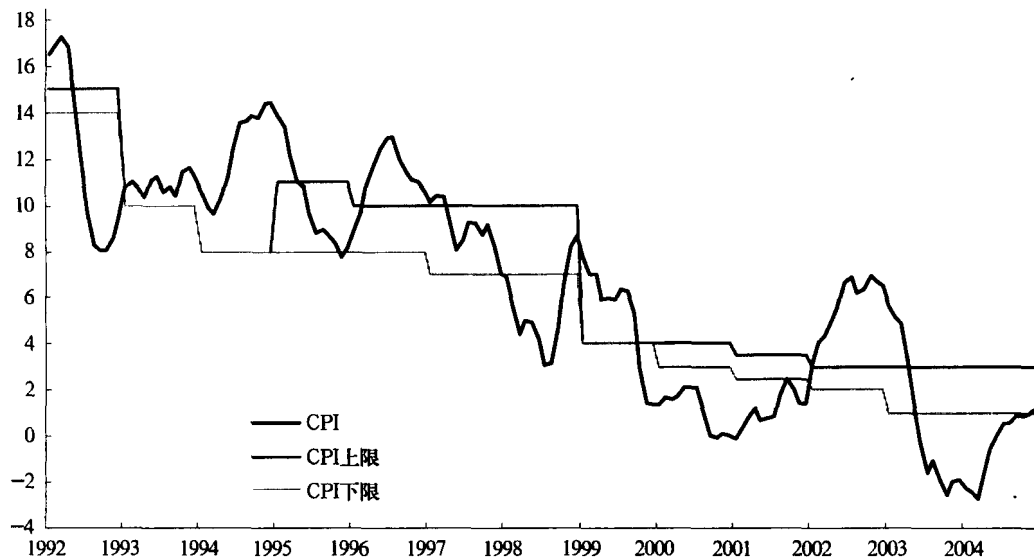


图3 汇改后以色列物价同比走势及走廊 (%)

数据来源：以色列央行网站。

### 三、汇改后经济金融运行情况

#### (一) 经济增长相对平稳

汇改后以色列经济增长总体保持了相对平稳的经济增长。从 GDP 年度增长速度来看(图4),自1985年以来,除2000-2002年外,波动总体平稳,年均增长速度为4.4%,表现出了良好的发展态势。

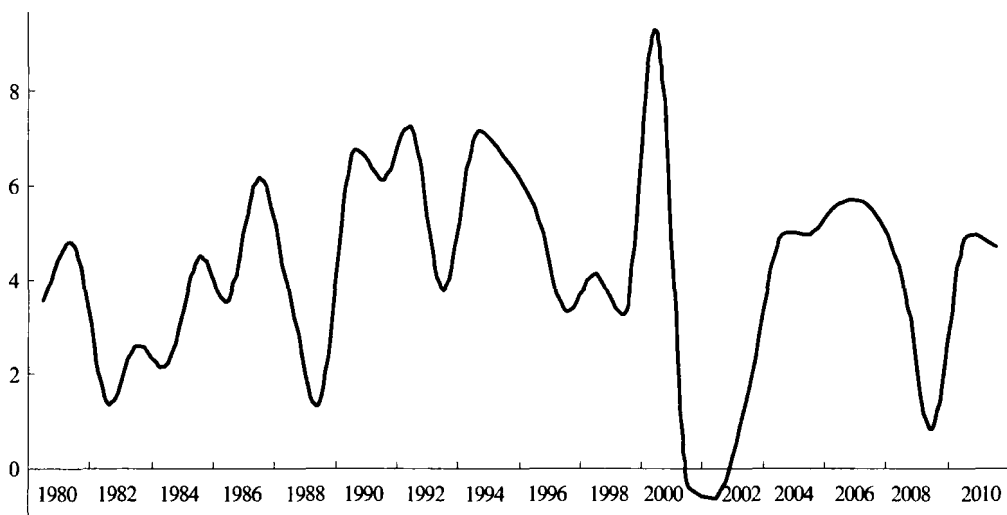


图4 以色列 GDP 年度增长速度

数据来源:以色列央行网站。

#### (二) 通胀得到有效控制

以色列是一个具有高通胀历史的国家。在上世纪80年代,以色列通胀率曾达450%。汇率制度改革后,以色列央行将货币政策目标调整为控制物价和金融稳定,相应地将货币政策从汇率趋动调整为通胀目标趋动,通胀逐步得到了较好控制。

在1997年,以色列CPI下降到了1位数(7%),1998年进一步下降到4%。虽然由于亚洲金融危机和世界金融市场的动荡,CPI在1998年末上升到了18%以上,但紧缩的货币政策在1999年又成功地将CPI拉低到1.3%。目前,以色列官方公布的通胀目标为1-3%。

如图3所示,从1999年以来,CPI被持续控制于0%左右,除了2002年外,均低于通胀目标。而2002年通胀的上升主要是由于在多年高利率后,国际资本外流,以色列货币当局适当地增加了货币供给进行对冲,而未形成持续性的通胀压力。

#### (三) 货币政策框架充分调整

汇改后,以色列主要货币政策目标转向物价稳定,相应地,货币政策工具的使用也进行了调整,主要是以下几种。

1. 短期名义利率。为控制通胀，以色列央行主要采用了短期名义利率这一货币政策工具，而放弃了汇率作为名义锚。汇改后初期，由于通货膨胀率仍然相对较高，以色列银行仍采用较高的利率。之后，由于资本市场和外汇市场的稳定，以色列银行逐步下调利率。目前，以色列利率与发达国家相似，而远低于巴西、土耳其等发展中国家。

2. 拍卖定期存款。自 1995 年以后，拍卖定期存款逐步代替再贷款成为重要的政策工具。通过这一工具，以色列央行回收了流动性，较好地控制了货币供应量和短期利率。而短期利率又通过金融市场和利率期限结构，影响了长期利率，从而影响货币供给。

3. 再贴现。以色列央行以不断上升的再贴现利率对各家银行提供再贴现，并在银行间市场中，对流动性进行配置。通过再贴现，各家银行可得到隔夜拆借，来满足暂时的融资需求。

4. 其他。一是国库券。通过发行和买卖国库券来控制货币供给，从而控制通胀。二是管理外汇储备，通过调整外汇储备，确保国际地位、提高国家可信度的同时，调整货币供应。

#### (四) 汇率波动更为市场化

1. 采用逐步市场化的汇率政策。汇改后，以色列央行不对汇率进行干预，但外汇管理部门仍被允许通过买卖外汇对外汇市场进行干预，以把新谢尔克兑货币篮子的汇率控制在一定的浮动区间内。这一区间每年扩大 4 个百分点，在 2005 年 6 月时为 36%。而自 2005 年 6 月后，以色列取消了这一浮动区间控制，汇率实现了自由浮动。

2. 汇率先贬后升，波动幅度扩大。汇改以后，新谢克尔汇率呈现先贬后升，总体贬值的态势（图 5）。从对美元的月度平均汇率来看，2002 年 6 月为 4.94 新谢克尔/美元，比 1985 年 7 月“经济稳定工程”开始实施时贬值 69.9%。之后逐步震荡升值，2011 年 12 月为 3.77 新谢克尔/美元，比 2002 年 6 月的低点升值 30.9%。从波动幅度来看，呈明显扩大趋势，尤其是 2005 年 6 月取消汇率区间控制以后。



图 5 谢克尔对美元汇率走势

数据来源：路透。

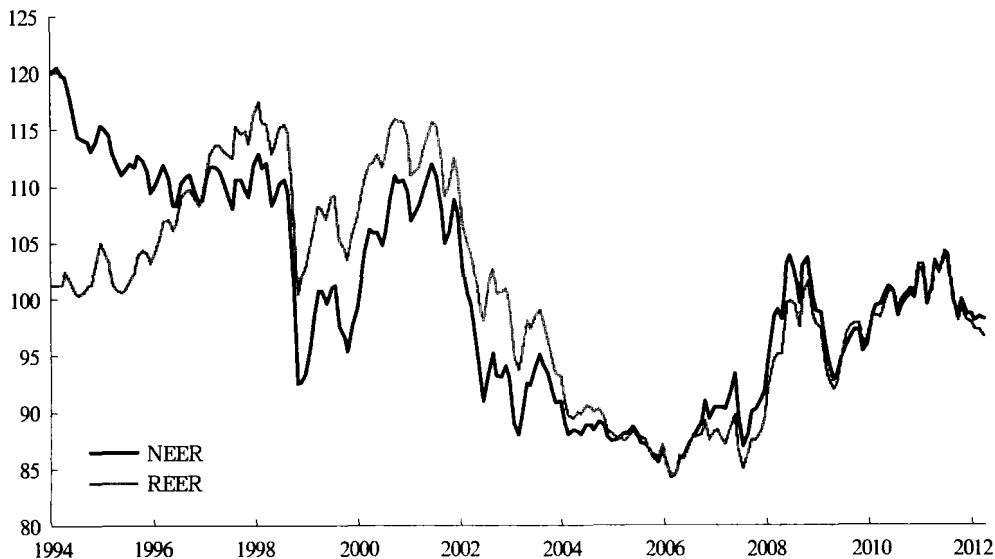


图6 谢克尔有效汇率走势 (2010年=100)

数据来源: BIS。

#### 四、对中国的启示

以色列汇改经验对中国有如下启示:第一,应明确汇率改革目标,选择适当时机。汇改初期,以色列为缓解通胀压力转向盯住篮子货币,而此时正是美元相对篮子货币贬值的时候,这就使得谢克尔相对美元升值,对以色列的国际竞争力产生不利影响,最后以色列不得不使谢克尔贬值以减小贸易赤字。第二,应注意保持汇率政策的稳定性,提升政府的公信力。汇改第一阶段,谢克尔的连续贬值使得公众对于谢克尔没有信心,多次产生外汇市场大量购汇的压力;1998年8月俄罗斯经济危机引发的全球性金融危机使得以色列外汇需求大量增加,央行不管汇率大幅上升而采取不干预外汇市场而是提升利率的决定大大增强了政府的公信力,外汇需求很快下降。第三,要合理引导公众预期。以色列在汇改进入第二阶段后,每次汇率政策变化前都会把中心汇率、浮动区间、爬行率、通胀目标等技术指标公布于众,合理引导公众预期,减少不必要的波动。第四,注意政策之间的相互配合。以色列在汇率自由度不断扩大的同时,不断加强利率政策的作用和通胀目标的公信力,保持政策过渡的平稳;汇改同时,以色列央行还对其外汇管理制度进行了改革,逐步开放资本项目,1993年9月放开了经常项目下的货币兑换,1998年4月允许机构和个人在国内外进行所有与外汇有关的交易,增强了汇改的有效性。

#### 参考文献

- [1] 王宇,市场化:在经济金融改革的基础上推进,中国货币网,2005年9月

- [2] Joseph Djivre and Sigal Ribon, Inflation, Unemployment, the Exchange Rate and Monetary Policy in Israel 1990 – 1999: A SVAR Approach, Bank of Israel Discussion paper No. 2000. 6, June 2000
- [3] Jacob Braude, Age Structure and the Real Exchange Rate, Bank of Israel Discussion Paper Series No. 2000. 10, October 2000
- [4] David Elkayam, The Long Road from Adjustable Peg to Flexible Exchange Rate Regimes: The Case of Israel, Bank of Israel Discussion Paper Series No. 2003. 04, November 2003
- [5] Dmitri Romanov, The Real Exchange Rate and the Balassa – Samuelson Hypothesis: An Appraisal of Israel's Case Since 1986, Bank of Israel Discussion Paper Series No. 2003. 09, August 2003
- [6] Ami Barnea and Joseph Djivre, Changes in Monetary and Exchange Rate Policies and the Transmission Mechanism in Israel: 1989. IV – 2002. I, Bank of Israel Discussion Paper No. 2004. 13, 2004, October 2004
- [7] Structural reform in the capital market, Bank of Israel Inter – ministerial committee report, September 2004
- [8] Gil Bufman and Leonardo Leiderman, Surprises in Israel's road to exchange rate flexibility, March 2001
- [9] David Klein, The Changing Exchange Rate Regime: Background, Policy and Implications; The Case of Israel, for a seminar of the Eurosystem and Mediterranean Central Banks, January, 2004
- [10] Rick Haas, Natan Epstein, Franziska Ohnsorge, Gil Mehrez, Allan D. Brunner, Israel: Selected Issues, IMF Country Report No. 05/134, March, 2005
- [11] IMF, Israel: 2005 Article IV Consultation—Staff Report, February, 2006

## 附录 1 以色列汇率制度改革大事记

时间	制度调整及汇率变化
1970. 1. 1	在英镑贬值的带动下, 以色列镑官方汇率由 3 镑/美元贬值为 3.5 镑/美元
1970. 8. 17	由于对进口加征和对出口补贴而产生进口汇率和出口汇率, 以色列镑部分贬值
1971. 8. 15	由于美元的浮动, 以色列镑贬值 16.7% 以保持含金量, 由 3.5 镑/美元到 4.2 镑/美元
1971. 12. 20	由于 12 月份美元的贬值, 以色列镑含金量下降 7.89% 以维持和美元的名义汇率不变
1973. 2. 14	由于美元的贬值, 以色列镑含金量下降 10% 以维持和美元的名义汇率不变
1974. 11. 10	以色列镑含金量下降 30% 使官方汇率达到 6 镑/美元
1975. 6. 17	以色列镑官方汇率由 6 镑/美元贬值为 6.12 镑/美元
1975. 8. 5	以色列镑贬值为 6.24 镑/美元

续表

时间	制度调整及汇率变化
1975.9.8	以色列镑贬值为6.36镑/美元
1975.11.23	以色列镑贬值为7镑/美元
1976.1.5	以色列镑贬值为7.24镑/美元
1976.2.10	以色列镑贬值为7.38镑/美元
1976.2.15	由于对居民境外旅游购汇加征15%的税及添加了15%额外费用的服务汇率的诞生,以色列镑贬值加快
1976.3.15	以色列镑贬值为7.52镑/美元
1976.4.18	以色列镑贬值为7.67镑/美元
1976.5.20	以色列镑贬值为7.82镑/美元
1976.6.24	以色列镑贬值为7.97镑/美元
1976.7.1	对商品和服务开征8%的增值税
1976.7.19	以色列镑放弃对美元的盯住,转而盯住篮子货币(由0.35美元,0.1282英镑,0.515德国马克,0.6832法国法郎,0.2187瑞士法郎组成);以色列镑贬值为8.12镑/美元
1976.8.25	以色列镑贬值为8.25镑/美元
1976.9.29	以色列镑贬值为8.4镑/美元
1976.10.31	以色列镑贬值为8.61镑/美元
1976.12.27	以色列镑贬值为8.9镑/美元
1977.3.2	以色列镑贬值为9.13镑/美元
1977.3.21	以色列镑贬值为9.31镑/美元
1977.5.25	以色列镑贬值为9.44镑/美元
1977.8	以色列镑贬值为10.27镑/美元
1977.10.18	以色列镑贬值为10.45镑/美元
1977.10.28	以色列开始进行全面汇率制度改革,放弃了对一篮子货币的盯住,引进浮动汇率制度;许多外汇管制和多重汇率被取消,废除对进口加征的15%费用和一些其他无形费用;允许央行与居民和国外市场的参与者进行外汇交易
1980.2.22	新货币谢克尔诞生,10以色列镑=1谢克尔,10月1日之前逐渐完成新旧货币的兑换
1983.4.6	对公众购汇加收1%的交易费用
1983.8.10	再次参考一篮子货币;谢克尔对美元贬值7%,到57.13谢克尔/美元
1983.10.11	谢克尔对美元贬值19%,到80.7谢克尔/美元
1984.1.17	加强对外汇交易的管理,自由市场变回黑市
1984.7.27	恢复居民旅游汇率和服务汇率
1984.9.17	谢克尔对美元贬值8%
1985.7.1	谢克尔对美元贬值15.84%,到1500谢克尔/美元,并保持三个月不变
1985.9.4	新谢克尔诞生,1000谢克尔=1新新谢尔,第一年新旧货币同时流通,第二年旧货币逐渐退出流通

续表

时间	制度调整及汇率变化
1986. 8. 1	新谢克尔放弃盯住美元转而盯住一篮子货币, 包括 60% 美元, 20% 德国马克, 10% 英镑, 5% 法郎, 5% 日元
1987. 1. 13	新谢克尔贬值 9.15%, 到 1.64 新谢克尔/美元
1988. 12. 27	新谢克尔兑美元贬值 4.8%, 从 1.68 新谢克尔/篮子货币到 1.8038 新谢克尔/篮子货币
1989. 1. 3	新谢克尔兑篮子货币贬值 7.4%, 兑美元贬值 4.8%, 到 1.8067 新谢克尔/美元; 每日汇率在央行确定的中心汇率上下 3% 的浮动区间内浮动
1989. 4. 19	居民旅游购汇汇率 15% 的增值税减为 7.5%, 同时取消 1% 的手续费用
1989. 6. 23	新谢克尔对篮子货币贬值 4.4%
1989. 9. 1	服务购汇的 7.5% 的税费取消
1990. 3. 1	浮动区间扩大为 5%
1990. 3. 3	新谢克尔贬值 6% 到 2.188 新谢克尔/美元
1990. 3. 5	新谢克尔贬值 1.6%, 到 2.1779 新谢克尔/篮子货币, 即 2.0431 新谢克尔/美元
1990. 6. 25	新谢克尔贬值 1.38%
1990. 9. 9	新谢克尔贬值 9.1%, 到 2.4077 新谢克尔/篮子货币, 即 2.08 新谢克尔/美元
1991. 3. 11	新谢克尔贬值 6.25%, 到 2.192 新谢克尔/美元
1991. 12. 17	汇率制度从水平区间浮动过渡到爬行区间浮动, 1992 年的爬行率被设为 9%, 中心汇率日贬值 0.0236%; 居民旅游购汇率增值税减为 4%
1992. 11. 9	中心汇率相对篮子货币贬值 3%, 此后日调整 0.0211%, 这样年爬行率就可以达到 8%
1993. 1. 1	取消居民旅游购汇和出口购汇附加税
1993. 4. 1	汇率风险出口保险的最大赔偿减小到增值部分的 2%
1995. 6. 1	汇率浮动区间从 5% 扩大到 7%
1996. 6. 5	篮子货币权重改变, 同时规定此后只要前一年篮子组成货币权重变化 2% 以上, 篮子货币权重就要根据当年 4 月 30 日的数据自动改变
1996. 8. 1	外汇指定银行可以和央行进行本币和外币的互换
1997. 6. 17	汇率浮动区间从 7% 扩大到 15%, 下限爬行率调整为每年 4%
1998. 1. 1	有关对外汇、套汇率、外汇资产负债利率、商品及证券价格等远期交易的限制被放开
1998. 8. 6	浮动区间下限爬行率调整为每年 2%, 上限爬行率保持每年 6% 不变
1999. 1	欧元诞生, 篮子货币去掉马克和法郎, 增加欧元
1999. 12. 31	浮动区间宽度达到 44.5% (即上限比下限高 44.5%), 相当于中心汇率上下 18.23%

信息来源: 以色列央行网站。

附录2 以色列主要经济指标

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
国民核算(固定价格)																			
个人消费	9.2	7.9	5.4	4.2	3.6	3.3	7.7	2.7	1.1	1.3	5.2	3.1	4.2	6.3	2.8	1.4	5.3	3.5	
公共消费	0.1	-1.0	5.1	1.9	2.0	2.8	1.8	3.5	5.0	-2.0	-2.0	1.5	3.0	-0.1	2.7	1.1	3.2	3.0	
资本形成总值	8.6	10.6	6.2	-6.8	-8.0	0.2	1.8	-3.3	-7.0	-4.9	-2.1	1.2	0.9	0.5	-2.7	1.2	-2.5		
商品、劳务出口	12.6	8.8	6.6	7.7	6.3	13.1	23.1	-11.0	-2.4	6.2	14.6	4.9	2.2	-3.6	-6.2	4.4	-0.5		
商品、劳务进口	10.9	7.5	8.2	1.9	1.7	14.9	12.2	-4.7	-2.1	-1.8	12.3	6.2	2.5	-1.7	-2.8	-2.4	2.9		
实际GDP	6.8	6.8	4.6	2.9	2.2	2.5	8.0	-0.9	-0.7	1.3	4.3	4.9	5.6	5.5	4.0	0.8	4.8	4.8	
劳动市场指标																			
失业率(%)	7.8	6.8	6.6	7.5	8.6	8.9	8.8	9.3	10.3	10.7	10.4	9.0	8.4	7.3	6.1	7.5	6.7	5.6	
价格(期末值)																			
总CPI	14.4	8.1	10.6	7.0	8.7	1.3	0.0	1.4	6.5	-1.9	1.2	2.4	-0.1	3.4	3.8	3.9	2.7	2.2	
基本CPI(不包括房屋、果蔬)	9.7	8.8	10.1	6.7	8.5	1.7	0.9	0.2	6.3	-0.6	2.1	1.8	0.9	3.7	2.0	3.1	1.3	1.7	
利率(均值,%)																			
贴现窗口贷款利率	13.4	14.4	15.1	13.6	11.8														
以色列中央政策利率					11.7	12.1	9.3	6.8	6.8	7.5	4.2	3.8	5.3	4.0	3.7	0.8	1.6	2.9	
货币与信贷(均值,增长%)																			
狭义货币(M1)	20.6	8.4	14.9	14.3	12.1	3.3	11.0	14.2	15.6	0.5	18.1	17.5	13.7	15.4	14.2	50.8	12.1	4.0	
广义货币(M3)	26.2	25.5	24.0	25.3	22.1	21.9	15.3	15.5	6.1	2.2	4.5	7.9	7.4	12.9	8.0	14.1	2.3	7.1	



续表

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
非定向信贷	28.1	26.2	21.6	18.2	17.7	8.9	-1.5	3.1	12.7	-4.0	2.4	1.0	3.6	4.3	8.2	4.3	4.1	8.1
公共财政 (占 GDP 百分比)																		
中央政府净收入	-2.4	-4.1	-3.7	-2.7	-2.3	-2.4	-0.7	-4.4	-3.8	-5.6	-3.9							
总政府净收入	-2.2	-4.4	-5.6	-4.0	-3.6	-4.2	-2.1	-4.1	-4.5	-6.4	-4.3							
国际收支																		
贸易顺差 (占 GDP 百分比)	-7.5	-8.7	-7.5	-5.2	-3.3	-4.3	-2.7	-2.9	-6.1	-4.9	-5.2	-5.8	-5.2	-6.1	-6.6	-2.5	-3.6	-6.2
经常账户顺差 (占 GDP 百分比)	-3.4	-6.0	-5.6	-3.4	-0.7	-1.5	-1.5	-1.9	-1.8	0.1	-0.1	3.1	4.8	2.7	0.9	3.6	2.9	
外汇储备 (期末值, 十亿美元)	6.3	8.3	11.6	20.3	22.7	22.6	23.3	23.4	24.1	26.3	26.2	28.1	29.2	28.6	42.5	60.6	70.9	
汇率和进出口交换比率																		
名义有效汇率 (平均变化率)	-7.6	-6.1	-2.7	0.2	-6.4	-7.7	9.1	0.7	-14.0	-7.0	-3.4	1.1	0.0	-3.1	-10.1	4.3	-4.8	-1.0
实际有效汇率 (平均变化率)	1.1	0.8	5.9	7.0	-3.0	-3.8	8.1	-0.2	-10.0	-7.9	-4.8	2.3	0.4	-1.1	-10.7	1.8	-5.1	-1.4
进出口交换比率 (1990=100)	107.0	103.0	104.0	107.0	112.0	104.0	101.0	99.2	99.3	97.8								

数据来源: 以色列央行网站, CEIC。

(单位: 百分比) (符号: LN)