

以色列扩展汇率弹性的经验与启示

张会清¹ 王 剑²

✕内容摘要✕ 以色列通过发展外汇及相关金融市场、稳步退出外汇干预操作、及时转换货币政策工具、有序放开资本账户限制、强化金融领域的审慎监管等支持性工作的协调跟进，扩展汇率弹性的过程相对稳定，对经济运行造成的冲击也被降到较低水平。其成功经验有：以渐进模式扩展汇率弹性更易于达成目标，中央银行的独立性地位至关重要，配套改革必须按合理次序协调推进，政策措施应保持必要的透明度。

✕关 键 词✕ 以色列 扩展汇率弹性 渐进模式 支持性工作

✕中图分类号✕ F830 ✕文献标识码✕ A ✕文章编号✕ 1000- 6052 (2010) 06- 0077- 05

一、以色列扩展汇率弹性的历程

以色列的汇率市场化改革始于1985年7月的“经济稳定计划”（economic stabilization plan），至2005年6月实现汇率的完全浮动。改革总体思想是渐进、稳步扩展汇率弹性，先后经历了“盯住美元”→“盯住货币篮子”→“水平区间浮动”（Horizontal band）→“爬行区间浮动”（Crawling band）→“爬行扇形浮动”（Crawling fan）→“自由浮动”的整个过程，汇率制度的演进历程如表1所示，以下简要介绍各阶段扩展汇率弹性的动因与主要内容。

第一阶段：盯住美元转向盯住货币篮子。作为“经济稳定计划”的一部分，1985年7月以色列采用了“盯住美元”的固定汇率制，以此快速恢复名义锚的稳定性，增强反通胀政策的可信度，通胀年率从400%以上迅速下降到1986年的20%左右。但与此同时，谢克尔与其他货币交叉汇率的波动也加大了该国美元标价资产的风险。为降低这一风险，以色列于1986年8月采用盯住货币篮子的汇率制度，货币篮子视该国对外贸易的构成而定，并且每年都要公开说明篮子构成及其变动情况。虽然名义上还是固定汇率，但允许谢克尔对篮子货币的双边汇率波动实际上增加了货币的汇率弹性，这种转变增强了公众关于汇率风险的意识，促使市场参与者采取必要的风险管理手段来对冲汇率风险。

表1 以色列扩展汇率弹性与汇率制度的演进历程

日期	汇率制度	事件
1985年7月1日	盯住美元	以色列货币谢克尔（NIS）贬值18.8%
1986年8月1日	盯住货币篮子	NIS对货币篮子的汇率固定在1.49
1987年1月13日		NIS贬值10%至1.68
1988年12月27日		NIS贬值5%至1.80
1989年1月3日	水平浮动区间	中心汇率为1.95，浮动区间为±3%
1989年6月23日		中心汇率上调（贬值）6%至2.06
1990年3月1日		中心汇率上调6%至2.19，区间放宽至±5%
1990年9月10日		中心汇率上调10%至2.41
1991年3月11日		中心汇率上调6%至2.55
1991年12月17日	爬行区间浮动	中心汇率上调3%至2.62，爬行斜率为9%
1992年12月9日		中心汇率上调3%至2.93，爬行斜率降至8%
1993年7月26日		中心汇率上调2%至3.15，爬行斜率降至6%
1995年5月31日		中心汇率上调至3.53，区间放宽至±7%
1997年6月18日	爬行扇形浮动	区间放宽至±14%，下行斜率限制降为4%
1998年8月17日		下行斜率的限制降为2%
2001年12月24日		下行斜率的限制降为1%
2005年6月9日	自由浮动	废止浮动区间

注：1986年篮子货币构成为美元（60%）、英镑（10%）、日元（5%）、德国马克（20%）、法国法郎（5%）；2004年调整为美元（60%）、英镑（5.9%）、日元（5.6%）、欧元（23.9%）。

收稿日期：2010年5月28日

作者简介：1. 张会清，上海市立信会计学院经贸学院讲师，经济学博士。研究方向：国际贸易与国际金融理论。上海，200335。

2. 王 剑，中国人民银行上海总部管理学博士，经济师。研究方向：货币政策理论。上海，200120。

基金项目：本文是教育部人文社会科学研究项目“全球流动性冲击对中国经济的影响与政策选择”（编号10YJC790376）、上海市教委科研创新重点项目（编号112S185）和上海市教委重点学科项目资助（编号J51702）阶段性成果。

第二阶段：盯住货币篮子转向水平区间浮动。虽然固定汇率制有效压低了以色列的通胀率，但相对于主要贸易伙伴来说通胀率还是相当高的，通胀率的大幅、持续落差使得谢克尔成为投机攻击的主要目标，盯住货币篮子的固定汇率制难以维持。此外，由于汇率缺乏弹性导致货币政策工具的使用受限，货币调控只能通过利率和外汇储备来进行，导致两者经常出现大范围的波动。为扭转这一不利局面，以色列于1989年1月采用水平区间的浮动汇率制，允许谢克尔的汇率在特定区间内围绕中心汇率（货币篮子形式）上下浮动，浮动区间最初设定为 $\pm 3\%$ 。这一区间主要是扩展汇率弹性和维持金融稳定的折衷考虑，一方面过窄的浮动区间无法提供市场发展的有效激励，也无法提供必要的汇率弹性以减轻利率和外汇储备的压力；另一方面过早放宽浮动区间会引发汇率的过度波动，在风险管理能力尚未跟上的情况下可能会影响金融稳定。经过1年左右的时间，市场逐渐适应了3%的浮动范围，以色列央行顺势将浮动区间放宽至 $\pm 5\%$ 。

第三阶段：水平区间浮动转向爬行区间浮动。在引入水平区间的浮动汇率制以后，汇率弹性的增强显著降低了利率和外汇储备的波动性，但高企的通胀落差仍然存在，并引发大规模的资本流动和针对谢克尔的投机攻击，导致中心汇率在1989年之后的3年内被迫贬值了4次。为阻止针对中心汇率的周期性投机活动，以色列于1991年12月采用爬行盯住的浮动汇率制。在这一制度下，谢克尔的汇率仍然可以围绕中心汇率上下浮动，但中心汇率自身也会根据预定幅度（即爬行斜率）逐日变动，爬行斜率视以色列与贸易伙伴国预期通胀率之差而定。爬行区间浮动显著降低了中心汇率波动的频率和幅度，减少了实际汇率的不确定性。同时将爬行斜率与隐含的通胀目标相联系，在事实上引入了通胀目标制（政府在1994年才正式宣布采用通胀目标制）。

第四阶段：爬行区间浮动转向爬行扇形浮动。在高利率的紧缩货币政策作用下，以色列的通胀水平稳步下降。然而，随着地缘政治环境的改善和国内经济的强劲增长，高利率吸引国际资本迅速流入以色列并对谢克尔施加了相当大的升值压力，以色列央行被迫

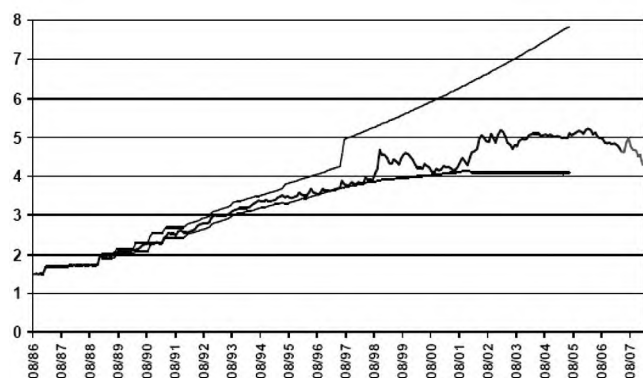


图1 谢克尔对货币篮子的汇率走势及区间变动情况
大量买入外币以维持汇率目标区间，但在一段时期之后，冲销操作在数量和成本上都变得难以维系。尽管1995年浮动区间已被放宽至 $\pm 7\%$ ，却仍不足以提供充分的弹性来规避通胀目标和汇率目标之间的冲突，因而以色列于1997年6月采用爬行扇形浮动汇率制，汇率目标逐渐淡出，汇率弹性也进一步增强。中心汇率被废止以消除任何有关汇率目标的感知，并以不对称的方式将浮动区间放宽至 $\pm 14\%$ ，其中，下行（升值方向）斜率的限制从6%降至4%，同时将上行（贬值方向）斜率的限制维持在6%（见图1），意味着谢克尔的贬值空间加大，但升值空间基本不变。这种不对称调整主要是基于两方面的考虑：一方面是担心在投机压力之下扩大升值空间将会严重损害政策可信度；另一方面是增加潜在的贬值空间将加大投机活动的风险，有助于汇率水平恢复到均衡状态，结果确实是朝着预期方向发展。得益于扇形浮动的弹性，以色列央行平稳退出了外汇市场的干预操作。

第五阶段：爬行扇形浮动转向完全浮动。在采用扇形浮动之后的8年内，浮动区间一直以渐进的方式逐步放宽，至2005年6月浮动区间已经扩展至62.5%，此时以色列才正式宣布废止名义上的浮动区间，进入完全浮动的汇率制。虽然在之前数年内已经进入事实上的浮动汇率制，浮动区间不再具有影响力，但以色列却长期保留名义上的浮动区间，其原因一方面是难以确认浮动区间丧失影响力的确切时点；另一方面是即便浮动区间已不足以影响实际汇率，但多数人仍然相信浮动区间的存在可以影响市场行为，放弃浮动区间不利于市场稳定。此外，特定群体的反

对也是一个原因,他们担心放弃名义上的浮动区间将会使央行行事过于自由甚至随意。

二、以色列为扩展汇率弹性所做的支持性工作

鉴于汇率制度改革的复杂性和风险性,在扩展汇率弹性的每一个阶段,以色列都会在相关领域进行必要的改革以支持逐渐增强的汇率弹性。与扩展汇率弹性的节奏相适应,这些支持性工作的推进也都是渐进的过程,具体内容主要包括以下几方面:

1. 发展外汇及相关金融市场。以色列央行认为,汇率弹性的作用发挥与市场化的汇率决定机制是相辅相成的关系,必须着力推动外汇市场的渐进发展,使之与不断增强的汇率弹性相互适应。在转向水平浮动之后不久,以色列央行于1990年5月引入了基于电子交易平台的多边外汇交易系统,市场力量在汇率决定中的作用开始增强。在进一步放宽爬行浮动区间的前夕,以色列央行于1995年4月引入了基于银行间双边外汇交易的柜台连续交易机制,并逐步退出外汇市场。此后,随着汇率弹性的显著增强,银行间经纪商和外资金融机构加大外汇交易来管理汇率风险,在以色列央行的积极推动下,外汇掉期、期权等衍生产品也逐步推出,外汇市场得以发展壮大,从而为1997年转入扇形浮动创造了市场条件。与此同时,货币市场和证券市场这些与外汇市场互补的金融市场改革也在同步进行,例如推动利率对冲工具在货币市场的应用,允许私人企业在证券市场上自由发行股票和债券等措施都为扩展汇率弹性提供了有力的市场支持。

2. 稳步退出外汇干预操作。在水平浮动和爬行浮动的大部分时期,以色列央行通过常规性的外汇干预操作以影响汇率路径或使汇率保持在一个非正式的“内部区间(inner band)”当中。自1995年中期以后,以色列央行开始致力于减少外汇干预以降低市场对中央银行的依赖性。在1996年的数月内甚至完全停止了干预操作。尽管1998年俄罗斯债务危机和长期资本管理公司倒闭事件使得谢克尔汇率出现快速、大幅贬值,对国内的通胀目标形成巨大压力,但以色列央行为了维护之前建立的货币政策可信度,仍然坚持不干预的态度,认为应由市场自身来解决这一问题。此次经历使市场主体充分认识到中央银行扩展汇

率弹性的决心,从而强化了风险管理意识,主动采取先进的风险管理技术以应对更具弹性的汇率制度,这就为以色列央行永久退出外汇干预奠定了坚实的基础。

3. 及时转换货币政策工具。为支持汇率弹性的扩展,适应货币政策框架向通胀目标制的转换,以色列央行事先对货币政策工具做出了必要的调整。一方面大幅降低了商业银行法定存款准备金率的要求,使准备金率降至保证银行安全运营所需要的水平;另一方面放弃了利率管制,以色列央行只确定基准利率或通过短期央票等工具来影响市场利率,各种金融工具的市场利率由商业银行或其他金融机构根据市场情况自行决定。这些改革措施都是在转入爬行区间浮动之前实施的,目的是在更具弹性的汇率条件下便利货币政策操作。到1997年,以色列央行停止了外汇干预,货币政策框架完全转入通胀目标制,资本流动趋于自由化,汇率弹性也达到了实际意义上的完全浮动,此时短期利率就成为唯一的货币政策工具,专门用于维护价格稳定,使通胀率与政府预定的通胀目标相吻合。

4. 有序放开资本账户限制。由于以色列长期面临结构性的外汇逆差,资本账户自由化始于1988年审慎放开资本流入的限制,至1992年才放开资本流出的限制。鉴于长期资本流动的波动性较弱,这一属性的资本账户限制被率先放开,两到三年之后才放开短期资本流动的限制。针对不同的部门,资本账户限制的放开次序为非居民→企业→居民家庭→机构投资者。这种安排主要是基于如下考虑:一是允许非居民自由投资于本国,可以吸引具有多元化观点的新成员进入市场,为外汇市场增加潜在的稳定因素;二是外向型企业对于汇率风险的承受能力和管理能力较居民更强,其对冲汇率风险的操作事实上扮演了稳定投机活动的角色;三是居民和机构投资者长期被限制从事境外投资,存在很强的外汇交易需求,过早过快放开限制,有可能破坏资本市场的稳定。

5. 强化金融领域的审慎监管。确保金融稳定是扩展汇率弹性取得成功的关键所在,随着汇率弹性的逐渐增强,金融监管部门对商业银行的审慎监管也在不断完善。例如发布风险暴露的外汇头寸限制(1985

年);要求银行规范化外汇风险管理方面的具体措施,并对监管部门和公众报告其风险敞口情况(1997年);引入压力测试(1999年),要求银行增加针对外汇风险敞口的资本支出(1998年提出该要求,2004年进一步提高资本支出标准);对于没有外汇收入的借款者的外汇信贷要提取额外拨备,或者将外汇流动性维持在最低水平以上(2003年)。此外,在放开外汇衍生品交易的过程中,监管部门也通过一定的制度安排来防范风险。例如,根据风险程度由低到高逐步放开远期外汇交易,即从1月期→3月期→6月期→1年期→完全放开。

三、以色列扩展汇率弹性的经验总结与启示

1. 以渐进模式扩展汇率弹性更易于达成目标。相比激进的制度转换模式而言,渐进模式虽然耗时较长,但也有足够的时间来完善金融市场、外汇干预、审慎监管等方面的支持性因素,并通过这些支持因素与汇率弹性之间的相互促进作用,为扩展汇率弹性提供了稳定的经济金融环境,也为经济主体适应弹性汇率提供了必要的时间和相应的激励,因而更容易达到平滑退出的目标,制度退出的负面影响也更小。实际上,以色列在1977年就曾尝试短期内紧急退出固定汇率制,但很快就被迫回到原先的汇率制度,经过这次失败的尝试之后,以色列才转而采用渐进模式来扩展汇率弹性。实践经验也证明,与巴西、捷克等国被动退出固定汇率制的激进模式相比,以色列的渐进模式更为稳健,实际效果也更为理想,适合作为我国扩展汇率弹性的参考模式。

2. 中央银行的独立性地位至关重要。自从1985年的“经济稳定计划”之后,以色列央行就被赋予独立性地位,这使其得以根据扩展汇率弹性的需要,对货币政策框架、外汇干预政策等内容适时做出相应的调整,有效维护了政策可信度,保证汇率制度调整的连续性。例如以色列央行于1995年决定放宽汇率浮动区间和开始转向通胀目标制,设定高利率以压低通胀率,这一举措遭到政府、企业、公众以及经济学家的强烈反对,认为这种抑制通胀的策略将严重冲击实体经济。然而,以色列央行依靠独立性地位坚持既定策略,并于1997年成功完成了抑制通胀和扩展汇率弹性的任务,之前持反对意见的群体也转而赞赏央行

的表现。这些事例表明,如果没有充分的央行独立性作为支撑,面对内部的政策冲突和外部的投机冲击,扩展汇率弹性的进程容易出现反复,汇率制度改革甚至会有倒退的风险。

3. 配套改革必须按合理次序协调推进。汇率制度改革牵一发而动全身,与之相关的货币政策、金融市场、资本管制等领域的改革都要相应推进,并且还要视国内经济的总体运行状况和经济主体的风险管理能力,确定合理的先后次序和推进速度,围绕扩展汇率弹性的同一目标协调展开。从以色列的经验来看,为发挥支持因素与汇率弹性之间的相互促进作用,相关领域的配套改革基本上与汇率弹性的扩展进程保持同步。在货币政策方面,随着汇率弹性的不断增强,货币政策框架从汇率目标制转向兼顾汇率与通胀的双目标制;在金融市场方面,先行发展与汇率波动直接相关的外汇市场,强化经济主体的外汇风险管理能力,然后再着力提高货币和证券市场的市场化水平;在资本管制方面,为降低资本流动的风险,放开资本账户的进程稍慢于扩展汇率弹性的进程。

4. 政策措施应保持必要的透明度。央行与社会各界的信息沟通有利于引导市场预期,尤其是关于浮动区间和外汇干预的明确表态,以及事后致力于达成既定目标的努力,有助于建立必要的政策可信度,使市场主体充分认识到央行扩展汇率弹性的决心,主动采取措施以适应不断增强的汇率弹性,从而避免道德风险和降低博弈成本,加快汇率制度转型的进程。事实上,在扩展汇率弹性的早期阶段,以色列央行并不公布内部区间、外汇干预等敏感信息,市场解读经常与央行意图背道而驰,不仅疏于防范汇率风险,还引发了外部资本的投机攻击。此后,央行逐渐意识到透明度的重要性,废止内部浮动区间,并在事前说明干预操作的原因、规模、目标,强化央行扩展汇率弹性的可信度。在引入通胀目标制以后,透明度进一步提高,央行定期发布会议纪要,公开利率决策及依据以稳定通胀预期,这种预期直接影响价格和工资设定的市场决策,间接引导真实通胀率趋近目标水平,成为汇率稳定的一个重要因素。

(责任编辑 陈 彤)

参考文献:

- [1] 王宇. 以色列汇率市场化: 在经济金融改革的基础上推进 [N], 中国经济时报, 2005-09-06
- [2] Alon Binyamini, Zvi Eckstein and Karnit Flug. The Evolution of Monetary-Policy Strategy and Exchange Rate Regime in Israel [R], Paper for the ECB workshop on Economic and Financial Developments in Mediterranean Countries, 2008
- [3] Gil Bufman and Leonardo Leiderman. Surprises on Israel's Road to Exchange Rate Flexibility [R], Paper for the

conference at the IMF High Level Seminar on Exchange Rate Regimes, 2001.

[4] Inci L. Ker-Robe, David Vavra. Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences [R], IMF Occasional Paper, No. 256, 2007

[5] Paul Masson and Barry Eichengreen. Exit Strategies-Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility [R], IMF Occasional Paper, No. 168, 1997.

The Experience and Enlightenment of Increasing Exchange Rate Flexibility in Israel

Zhang Huir-qing Wang Jian

Abstract: The reform of exchange rate marketization in Israel adopted a gradualist approach to increasing flexibility steadily. In the course of reform, Israel experienced peg to dollar, peg to currency basket, horizontal band, crawling band, crawling fan and free float. Through coordination of supporting works which include developing FX and complementary markets, exiting FX intervention stably, switching monetary policy instruments timely, lifting capital account restrictions orderly, strengthening prudential supervision, Israel realized to increase exchange rate flexibility smoothly. Its successful experience tell us that gradualism will make increasing exchange rate flexibility easier, independence of central bank is vital, supporting reforms must be implemented coordinately, and policy is ought to keep necessary transparency.

Key words: Israel, Increasing Exchange Rate Flexibility, Gradualist Approach, Supporting Works

(上接第18页)

Analysis on East Asia Area's Industry Transfer and Structure Change

Zou Xiaojuan

Abstract: East Asia area's industry transfer and structure change presented as Goose Model after World War ②. It was shown that Japan as the leading goose, and the four Tigers as the following goose, and ASEAN-4 as the last goose, and other developing countries followed. After 1990s, East Asia area's industry transfer became diversifying, and the choice of leading industry became overstepping. It is Post Goose Model time substituted Goose Model time.

Key words: Industry Transfer, Goose Model, Post-Goose Model