

# 论亚洲发展中国家 汇率制度选择的困境与思路

李 飞 付 捷 胡朝晖

## 一、汇率制度演变的启示

汇率名义上看是两种货币的比价,实际上最终体现了国与国之间经济实力的对比。同时,汇率对本国或它国的经济具有反作用力,它与利率、国际收支、货币供给、外汇储备等经济变量间有着敏感的互动关系。汇率制度是对汇率变动的一种约束机制,可以是完全约束(固定汇率制),可以是部分约束(管理浮动汇率制),也可以是放弃约束(独立浮动汇率制)。如果世界上只有一种汇率制度,那么它必然是完美的,否则,必然存在至少两种汇率制度,而且它们在某种程度上既矛盾又互补。从汇率制度的历史沿革来看,完美总是相对的、暂时的。请看表 1。

表 1

|               | 汇率制度              | 本位制                     | 储备资产        | 崩溃原因 |
|---------------|-------------------|-------------------------|-------------|------|
| 1880—<br>1914 | 固定汇率制             | 金本位制                    | 黄金          | 黄金不足 |
| 1945—<br>1973 | 可调整盯住汇率制(布雷顿森林体系) | 金汇兑本位制(管理金块本位制和管理纸币本位制) | 黄金和美元       | 美元贬值 |
| 1973—<br>现在   | 浮动汇率制(牙买加体系)      | 信用本位制(管理纸币本位制)          | 美元为中心的多元化储备 |      |

一般而言,在国际货币体系中,国际货币本位制是汇率制度的基础,而储币地位的恶化将危及国际货币本位制。在金本位制下,初期,由于各国外汇率相对稳定,黄金发挥着世界货币的职能,既有利于匡算国际贸易成本,又有利于促进国际间的商品和货币的流通。但随着经济增长速度超过了黄金开采速度,黄金的供应人为地抑制了实际的发展,国际清偿力不足。再加上 20 世纪 30 年代的世界性经济危机,金本位制的崩溃导致固定汇率制的失败。

在布雷顿森林体系下,美元不可改变地维持黄金的固定价格(一盎司黄金等于 35 美元),其他国家则将它们的货币与美元的汇率固定。布雷顿森林体系是建立在金汇兑本位制基础上的,实际是金本位的一个翻版。美元实行的就是金本位,即一美元的含金量是 1/35 盎司。固定黄金的美元价格与固定外国货币的美元价格的要求是一致的,而且固定了外国货

币的美元价格实际上就固定了外国货币的含金量。布雷顿森林体系的崩溃是由于经济实力的对比发生变化而造成的。一方面日本和西欧经济的异军突起,西德马克和日元形成上升压力;一方面美国的通胀使除黄金以外的所有商品的价格上涨,造成了黄金对所有主要货币的低估和美元对所有其他货币的高估。美元的超额供给和黄金的超额需求使人们逐渐以黄金代替美元作为储备资产,甚至借美元买黄金,再以高价卖出黄金,用贬了值的美元去还债务。

1973 年的牙买加体系最终确认了黄金的非货币化,货币发行无须任何商品准备,各国政府全面控制了货币发行量,在这种管理纸币本位制下,各国货币间的比价完全丧失共同标准,实行浮动汇率制是必然趋势。但事实上,经济发达国家采取浮动汇率制,一半以上的发展中国家采用盯住汇率制,更有许多发展中国家名义上采用管理浮动或独立浮动,实际操作中却异化为一定程度的盯住美元汇率制,尤其是东亚新兴国家,请看表 2。

表 2

|      | 名义汇率制度 | 实际汇率制度 | 干预货币 | 1990 年初—1997.7 本国货币/美元汇率平均值 | 1990 年初—1997.7 本国货币/美元汇率波动幅度 |
|------|--------|--------|------|-----------------------------|------------------------------|
| 泰国   | 管理浮动   | 盯住美元   | 美元   | 25.318 1                    | 5.9%                         |
| 印尼   | 管理浮动   | 盯住美元   | 美元   | 2106 1                      | 26.73%                       |
| 马来西亚 | 管理浮动   | 盯住美元   | 美元   | 2.6119 1                    | 12.50%                       |
| 韩国   | 管理浮动   | 盯住美元   | 美元   | 777.1 1                     | 24.38%                       |

资料来源:鄂志寰:《论国际货币体系的不均衡性及其改造》,载《国际金融研究》,1999(2),9~13页。

因此,牙买加体系在某种程度上是布雷顿森林体系和金汇兑本位的一个复杂变形后的翻版,所不同的是储币由固定价格的美元变成了浮动的以美元为中心包括马克、日元等的多元货币而且黄金彻底地退出了舞台。

至此,我们可以得出以下结论:

第一,国际汇率制度的演变趋势是由固定汇率制转向浮动汇率制,这是由国际货币本位制的转变所决定的。一次次的翻版表明这种转变是漫长的,但它的确正在转变之中。

第二,从布雷顿森林体系的瓦解,我们已经开始认识到一国的通胀和固定汇率制之间的矛盾。这种内部均衡与外部均衡的冲突在亚洲金融危机背景下显得格外突出。

这两个结论对我们进行亚洲发展中国家汇率制度选择

的分析具有指导性的意义。

## 二、亚洲发展中国家与固定汇率制

汇率制历史演变分析的第二个结论在克鲁格曼那里得到了充分的阐述和提高。他认为一个经济体不能够同时采用固定汇率制以实现外部均衡,独立实施积极的货币政策以实现内部均衡和开放资本市场以实现资本自由流动。一国政府只能在三者中选择两个。请看表 3。

表 3

|       | 资本市场 | 汇率制度 | 货币政策 | 典型国家                 | 金融危机 |
|-------|------|------|------|----------------------|------|
| 第一种选择 | 开放   | 固定   | 失效   | 亚洲发展中国家<br>(金融危机爆发国) | 爆发   |
| 第二种选择 | 开放   | 浮动   | 独立   | 美国                   | 未爆发  |
| 第三种选择 | 管制   | 固定   | 独立   | 中国                   | 未爆发  |

从上表中我们可以引出一系列的问题:比较第一和第二种选择,我们似乎要把金融危机的爆发归咎于固定汇率制度;如果固定汇率制度难辞其咎,亚洲新兴国家是否可以按照第二种选择实行浮动汇率制呢?是否可以像中国那样对资本市场实行管制呢?是否有其他的方案来解决亚洲新兴国家的汇率制度问题呢?我们先来考察一下亚洲发展中国家与固定汇率制这个问题。

出于对国际贸易恶化和国内不可控通货膨胀的担心,加上外汇市场基础薄弱和其他金融市场的不发达,促使许多亚洲发展中国家选择了盯住汇率制。它们或是将汇率盯住与其有主要贸易关系的一国或几国货币,以便为国际贸易赢得相对稳定的价格条件;或是将汇率盯住那些长期保持经济稳定的低通货膨胀国家的货币,降低本国持续恶化的通胀趋势,获得币值稳定的收益。但是殊不知保持相对稳定并很少调整的汇率水平,意味着汇率制度的低弹性,往往加大了国内外经济的失衡现象。

首先,盯住汇率制削弱了亚洲发展中国家货币政策的独立性,迫使其在一定程度上牺牲内部均衡以换取相对的外部均衡。此时一国的市场利率水平不再简单地由国内可贷资金的供求决定,它将严重地受国际资本套利行为的影响。当国内经济衰退,政府试图通过降低利率来放松银根,刺激投资与消费时,相对较高的国际市场利率将立即导致资本外流。这样一来国内可贷资金数量减少,使市场利率重新上升到国际利率水平,从而完全抵消扩张性货币政策的效果。而且,为了维持汇率稳定,中央银行必须被动地吞吐国际储备进入外汇市场进行外汇买卖。这样势必改变本国的基础货币量,影响货币供给,不但造成国内的通货膨胀或通货紧缩,而且也构成了稳定币值努力的消极因素。

第二,与美元升值相伴的本币高估使亚洲发展中国家贸易状况恶化。美国与其他发达国家间汇率是浮动的,亚洲发展中国家盯住美元实际上意味与其他国家的货币也是自由浮动的。在过去几年间,美元先是对日元大幅升值,继而又对马克升值。这样,泰铢、印尼盾等与美元联系的货币对日元和马克呈强硬趋势,使亚洲发展中国家商品相对变贵,出口商品竞争力下降。尤其日本是东南亚各国的贸易大国,出口的锐减致使亚洲发展中国家贸易状况恶化,1996年,泰国出口

增长率表面上看从 1995 年的 22.5% 降到 3%,经常账户逆差 162 亿美元。经常账户的恶化为投机资本的冲击提供了机会。

第三,相对稳定的汇率水平,导致亚洲发展中国家过分依赖外资发展本国经济。巨额外资涌入东南亚的主要原因固然是它的高速经济增长和开放的外汇流进流出管理政策,但汇率的因素不可小视:(1)固定的汇率水平不会使外汇资金流进流出遭受汇率波动的损失;(2)为维持高估的汇率而出现的高利率使外资为追逐利差而流入;(3)经常账户的恶化使本币面临贬值压力。只有用资本账户的盈余才能平衡国际收支,因此举借外债成了一个重要手段。甚至短债长用,短期外债偿付需求进一步加剧了外汇市场供求失衡,导致货币危机的爆发。

第四,盯住汇率制刺激了不稳定投机,相对固定的汇率水平为游资冲击提供了一个靶子。亚洲发展中国家经常账户的恶化与本币高估使本币面临着贬值压力,盯住汇率制的僵化性使这种浮动趋势被人为地抑制,累积的“抑制效应”为国际游资的冲击提供了实质上的经济基础。一旦这种贬值压力超越固定汇率制所允许的波动幅度,该国中央银行便不得不动用外汇储备进行市场干预,这必将导致外汇储备的耗减,达到一定程度时,投机者认为持有外币的多头头寸将获益或者至少可避免风险,就会大量抛出手中本币,买进外币,引起投机冲击,最终耗尽该国的外汇储备,导致固定汇率制的崩溃。事实上,当该国的外汇储备降至某一水平时,该国中央银行就会放弃干预,允许汇率自由浮动(参见图 1)。东南亚发展中国家在亚洲金融危机时的保卫汇率战斗中,中央银行与国际投机资本相比,信息严重的不对称,导致市场干预滞后;由于储备的稀少和缺少主要发达国家的及时援助,中央银行的干预显得苍白无力。例如,当泰国匆忙实行浮动汇率制时,其结果只能是泰铢大幅贬值,至此,投机者的目的彻底达到。亚洲危机国的竞相贬值,使各自的贬值积极效应相互抵消,对改善国际收支并没有起到作用。

由此可以看出,亚洲金融危机的爆发,盯住美元的固定汇率制的确难辞其咎,它是引发货币危机的重要原因,同时又被货币危机所摧毁。

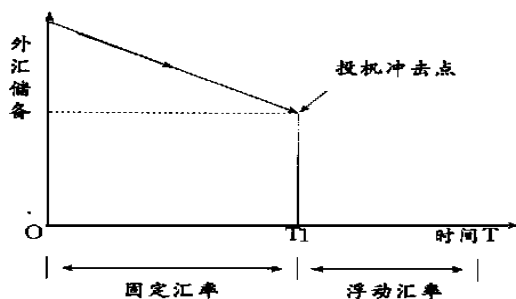


图 1

## 三、浮动汇率制不适用于亚洲发展中国家

上述第一种选择即盯住美元的固定汇率制不甚适用于亚洲发展中国家,那么第二种选择即浮动汇率制又如何呢?

一般而言,浮动汇率制体现了国际管理纸币本位制度的内在要求,可以较充分地发挥作为资产价格的汇率所固有的

资源配置功能与经济调节功能。以美国为代表的发达国家采用了浮动汇率制,这样中央银行便可以实行独立的货币政策调节国内的市场利率水平和改变国内有效总需求。比如,提高本国利率使之高于外国利率,以致用本国货币标价的资产的需求增大,导致本币升值,进而刺激进口,抑制出口。出口的下降必然遏制国内产出的总需求,增强货币收缩的效应。因此,在开放经济条件下,浮动汇率既维护货币政策的独立性,又扩大货币政策对国内总需求的影响。另外,就外国经济一般波动(利率的暂时提高或货币紧缩)而言,浮动汇率制对资本流出的反应是让本国货币贬值,这样一方面减轻了国内利率提高的压力,一方面又降低了货币投机冲击的威胁。还要看到,浮动汇率制就像一个缓冲器,可以缓冲或减轻外国经济震荡对本国经济的影响,比如说国内价格水平。外国价格较低就会提高国内对进口的需求,外汇需求的增大导致本国货币贬值,这就降低本国对进口的需求,增加外国对本国出口的需求,减轻本国价格下滑的压力。

然而,浮动汇率制在发展中国家并不适用。理由在于:

(1) 亚洲发展中国家多为小型开放的经济实体。所谓小型,是指在世界经济总量中,其国民生产总值与国际贸易额的权重大小对世界经济格局的影响甚微;所谓开放,是指相对经济大国而言,其国际贸易额占 GNP 的比重相当大。亚洲发展中国家多为“出口导向型”,出口的主要是初级产品,进口的基本上是本国经济发展急需的高科技产品。出口供给价格弹性不足,进口需求的价格弹性也很低。更何况它们只是国际价格的接受者,不能通过汇率政策影响以外币表示的进口价格,从而汇率变动对促进资源配置和改善国际收支的效果并不显著。相反,却因为国际贸易额占 GNP 的比重较大,汇率的频繁波动一旦恶化了经常账户,很容易波及整个国民经济。在金融风暴兴起之前,亚洲地区长期处于外资蜂拥而入,本币持续坚挺的强大压力下。那时,如果实行的是浮动汇率制,也就相当于放弃国家对外汇市场干预,让本币更大幅度地升值,这必将导致出口竞争力削弱,对于“出口导向型”的亚洲发展中国家来说自然不堪忍受。所以,小而开放的经济实体不适用浮动汇率。

(2) 浮动汇率制具有诱发一国内部通货膨胀的取向。亚洲发展中国家为加速发展经济,多采用“赶超型”发展战略。政府往往推行扩张型的财政货币政策。这一方面引起国内需求拉动型通货膨胀,另一方面使汇率呈下降趋势。汇率下降导致进口原材料价格上涨,推动国内商品价格上涨,从而推动国内一般物价水平的上涨,使国内经济陷入“通货膨胀——汇率贬值——通货膨胀”的恶性循环。这也正是为何亚洲发展中国家要实行盯住汇率制以抑制通胀的主要原因。

(3) 亚洲发展中国家实行浮动汇率制,无法避免“J 曲线效应”。政府想通过贬值来改善国际收支,但名义汇率的变动到实际汇率的变动存在时滞。贬值初期,出口数量不会马上增加,进口数量也不会马上减少,然而出口的外汇收入会马上减少,进口价格会马上升高,因而国际收支不但不能改善,赤字还可能继续扩大。等到时滞效应过后,由于本币贬值,进口原材料价格上涨,生产成本上升,出口产品缺乏竞争力,这就抵消了本币贬值带来的好处。

## 四、中国的资本市场管制

比较第一和第三两种选择,我们会发现中国与亚洲金融危机爆发国的区别在于中国对资本市场进行了管制。但笔者认为,亚洲发展中国家实行资本管制并不是明智之举。我们先来看看中国。

中国封闭的资本市场,不仅免除了国际资本市场对国内利率水平的影响,并且排除了货币投机冲击的可能性。这样,中国便可以在实现固定汇率目标的同时,自由地运用灵活的国内经济政策解决宏观经济稳定问题。但是资本市场的封闭也导致一些很棘手的问题。

第一,对资本市场实行管制代价巨大,成本太高,它包括降低资本供给来源的机会成本,行政管理成本,非法资本外流的交易成本,以及寻租与受贿行为的社会成本,等等。而且,我国资本管制的主要手段是建立在授权许可之上的各种外汇数量控制。这种方法必然导致高昂的管理成本和低下的经济效率,还会为交易者的寻租行为和政府官员的受贿留下可乘之机。

第二,随着对外开放程度的提高,中国在自给自足的计划经济体制下的有效资本管制受到冲击和挑战。近年来,资本外逃严重。1998 年我国官方公布的贸易顺差为 436 亿美元,外国直接投资为 456 亿美元,而外汇储备仅上升 51 亿美元。两者的差额减去其他可能的资金流向,资本外逃量约为 430~600 亿美元。资本外逃有可能使良好的国际收支状况发生逆向转变,对人民币汇率产生贬值压力;还将直接削弱资本管制对套利与投机活动的限制,对现行的外汇体制与外汇政策带来很大的冲击。

第三,从长期来看,过于严格的资本管制将不利于中国全面地参加国际经济活动,严重地影响经济发展与效率提高。

随着我国与世界经济融合程度的提高,我国应逐步降低资本管制的范围与规模,人民币实行真正意义上的浮动汇率制才是发展的最终趋势。

尽管亚洲金融危机引发了人们对资本项目自由化带来的风险的担忧,但对亚洲发展中国家来说,资本项目自由化仍应比资本管制更具吸引力。如果实行资本管制,那么中国现在封闭资本场所引起的问题都将在亚洲发展中国家中存在,尤其是资本外逃。中国就是一个证据,显示资本管制并没有阻止住资本外流。如果取消资本管制,则会引入更多的外资。最基本的一点,由于投资环境的改善,曾在海外投资的国际投资者和居民会首先响应。另外,引入外资是东亚模式的一条重要手段,它将改善国际收支,减少外债的借入,刺激经济的增长。如果说亚洲发展中国家资本市场开放得太快太急,没有建立相应的金融监管体制和现代银行体系,以至于构成了金融危机爆发的一个重要原因,那么实行资本管制,封闭资本市场便又走入了另一个极端,更可以说是历史的倒退。

## 五、汇率目标区与最优货币区

有人认为美元对日元和马克大幅升值导致盯住美元的亚洲发展中国家货币高估,从而形成贸易赤字,货币产生贬

值压力,最终引发货币危机。因此他们建议实行“汇率目标区”,即在美元、欧元和日元间建立各方面都能接受的货币汇率稳定协调机制,通过政策调节及充分的协商,保持三者间汇率水平的相对稳定。其他弱势货币实行盯住或联系汇率制,这样就可以保证各国汇率的稳定和避免货币危机的爆发。问题难道竟是这样简单乐观吗?对于“汇率目标区”,我们不妨用最货币区理论来分析。

最优货币区理论认为,最优货币区的存在是两国货币实行固定汇率的基本条件;而只有当两国之间有着紧密的贸易联系和频繁的生产要素跨国界流动时,这两国才形成了所谓的最优货币区。

具体地说,一个开放经济体是否选择固定汇率制度,取决于实行这一制度所产生的经济利益与成本的比较。固定汇率制度产生的经济利益主要是指为消除汇率波动引起的不确定性及交易成本节省的费用。两国的贸易联系及生产要素的流动程度越高即两国经济融合程度越高,那么实行固定汇率所节省的费用就越大,反之就越小。固定汇率的主要成本是指一国采用固定汇率而不得不放弃灵活的汇率与独立的货币政策来稳定宏观经济和提高就业率所造成的损失,即经济稳定损失。如果两国间存在较高的经济融合程度,那么经济衰退的一国可以小幅度地下降本国产品价格刺激另一国的进口需求,同时让劳动力与资本资源自由地进入另一国市场。这样,该国即使不采取扩张性的货币政策,也能解决国内总需求不足和失业的问题,从而缓解本国的经济衰退。也就是说,一国与另一国的经济融合程度越高,它放弃浮动汇率制所造成的经济稳定损失就越小。在一定的经济融合程度下,如果固定汇率的节省费用小于经济稳定损失时,该国便应选择浮动汇率制度。否则,应采取固定汇率制。

不幸的是,目前美国、欧盟与日本三大经济体之间的融合程度还处于相当的低水平。有关资料显示,美国对欧盟的贸易总额仅占美国国内生产总值的2%,美国对日本的贸易总额仅占其国内生产总值的1%。而且几乎不存在劳动力这一生产要素的自由流动。虽然三者之间存在着大规模的资本转换,但一旦经济环境逆转,资本外流极易恶化国内总就业,增加固定汇率制度的社会经济成本。很显然,如果美元、欧元和日元之间采取某种形式的固定汇率,它给各国造成的经济稳定损失必然超过其节省的费用,这正是为什么主要国际货币之间采取浮动汇率的重要原因之一。因此,“汇率目标区”在理论上的确是一个解决汇率制度问题的好方案,但在实践上却暂不可行。看来,亚洲发展中国家希望借助于主要货币国间的汇率稳定从而维系自身固定汇率制的想法纯属一厢情愿。

## 六、国际货币体系改革与“亚元”

那么,亚洲发展中国家怎样才能走出汇率制度选择的困境呢?这是人们都在思考和探索的一个十分紧迫的现实问题。

众所周知,当前的国际货币体系是建立在国际管理纸币本位基础上的以美元为中心的,包括欧元、日元在内的多元化国际储备和浮动汇率体系。国际清偿力在很大程度上主要

依靠主要发达国家的国际收支赤字来提供。其他国家经济发展相当程度上受制于发达国家经济。当发达国家致力于减少日益增长的国际收支赤字时,其他国家便无法获得足够的外汇资金来源,引致国际清偿力不足;而当发达国家的国际收支赤字增加时,过度供给使发达国家货币贬值,导致其他国家的国际储备遭受重大损失。

国际货币本位的不平等性是国际汇率制度不平等的直接根源。当储备货币国为克服国内通胀而货币紧缩时,其货币升值,实行盯住汇率制的国家货币也不得不跟着升值,国际收支出现赤字,并且弥补赤字的外汇来源缺乏。当储备货币国为刺激经济促进就业而采取扩张政策时,其货币贬值,实行盯住汇率制的国家货币也不得不跟着贬值,储备货币国的通货膨胀实际上被输送到了发展中国家。

因此,亚洲发展中国家只有摆脱了国际货币体系中的被动局面,才能走出汇率制度选择的两难困境。

要走出困境,建立国际金融合作和协调机制,寻求发达国家的合作与援助,加强发达国家和发展中国家的进一步协调固然十分必要,但更重要的是,亚洲发展中国家应该从自身出发,想办法改革国际货币体系,提高在国际货币体系中的地位,选择适合自己的汇率制度。笔者认为,应成立“亚元区”,建立亚洲的统一货币——亚元,在亚洲发展中国家中间实行固定汇率制度。最优货币区理论为这一方案提供了理论依据。亚洲发展中国家多为出口导向型的小而开放的经济体,对外贸易在国民经济中比重较大,如果实行浮动汇率制度,汇率波动需付出较大代价。亚洲各发展中国家与日本贸易占较大比例,而且亚洲发展中国家间贸易也比较频繁。如果亚洲国家能充分合作,实行亚洲区域性固定汇率制,各成员国基本上限制其货币兑日元的变化幅度,同时允许资本和劳动力跨越彼此国界自由流动以获取最大收益,并且在某种程度上追求保持货币政策的独立性,那么,高的经济融合程度必将保证汇率的稳定。欧元的成功面世为“亚元”的可行性提供了事实依据。欧元代表着欧元区12国的经济实力。欧元区12国的国内生产总值(GDP)仅次于美国,超过日本,而且有近1000亿美元的贸易顺差。从长期来看,欧元必将打破美元的垄断地位,在一定程度上改变国际货币体系的格局。因此,亚洲国家应该建立区域性货币联盟,发行“亚元”,使美元、欧元、亚元三足鼎立,以推动亚洲经济的发展和金融的稳定,提高自身在国际货币体系中的地位,彻底摆脱汇率制度选择的困境。

### 注释:

鄂志寰:《论国际货币体系的不均衡性及其改造》,载《国际金融研究》,1999(2)。

俞乔:《论我国汇率政策与国内经济目标的冲突及协调》,载《经济研究》,1999(7)。

(作者单位:中国建设银行湖北省分行 武汉 430015  
武汉大学金融学系硕士生 武汉 430072)  
(责任编辑:曾国安)