

阿根廷货币职能弱化问题浅析

周丽霞 曹亚伟

20世纪七八十年代,阿根廷国民经济发展的步伐不断放缓,经济增长速度不但远远低于巴西和墨西哥等经济发展速度较快的拉美国家,而且低于拉美国家的平均增长速度。在经济增长乏力的同时,阿根廷出现了严重的货币职能弱化现象。货币职能的弱化使阿根廷经济的交易成本迅速上升,成为干扰经济迅速恢复增长和顺利运行的重要因素。尽管90年代阿根廷实行的货币局制度在加强货币职能方面取得了一些重要的进展,但是美元化进程仍然呈现加速趋势。2001年年底,货币局制度解体之后,比索职能进一步弱化,加大了阿根廷迅速摆脱危机的难度。

(一) 货币的职能

对宏观经济而言,在经济生活中,最重要的莫过于货币。货币是经济运行中的润滑剂和催化剂,有着其他经济要素所不具备的特征:货币如此广泛和深入地渗透于经济生活,一旦它出现问题,其他所有经济要素都将受到影响,整个经济的运行难免陷入混乱。在经济学中,货币指的是在经济活动中被广泛接受的、作为支付手段或交易媒介的资产,既包括现金,也包括银行存款。货币作为一种保证经济顺利运行的奇特工具,主要具有以下四种职能。一是交换媒介。交换媒介是货币在经济中发挥的最基本的职能。货币之所以能够在人类历史上产生,正是因为它能简化人们的交易成本,加速交易进程。若经济体系中没有货币,所有交易必须以物物交换的方式进行。二是价值尺度。在经济活动中,货币是各种商品的计价单位。当一个经济体使用同一种计价单位时,减少了需要考虑的价格数目,降低了价格之间的换算成本,能给经济的运行和不同商品之间的价值换算带来方便。在商品与货币交换时,商品本身的

价格需要以货币价值的形式表现出来。因此,货币的交换媒介职能和价值尺度职能紧密相连。三是储藏手段。货币的价值储藏指的是一种超越时空的购买力的储藏。利用价值储藏职能,可以将取得收入的时间和花费收入的时间分离开来。若一种资产没有储藏价值,它就不能充当交换媒介,因为若货币不具有储藏价值或储藏价值具有高度不确定性,人们就没有理由放弃产品来换取货币。四是支付手段。

实际上,不论货币的形式是什么,不论制作及材质如何,只要货币能履行以上职能就能在支付时被普遍接受。这些职能是货币存在和被人们接受的前提条件,若货币职能发生弱化现象,公众将降低该种货币的接受程度,从而影响整个经济的顺利运转。

(二) 实现货币职能的条件

在公众是否接受某种货币的问题上,存在内在循环:只有当公众相信在随后的支付中这种货币也能被别人接受时,公众才愿意在支付时接受这种货币。货币职能的顺利履行是保障这一内在循环连贯性的基础。一般而言,能够完全履行上述职能的货币必须具有以下特征。

(1) 稳定性。稳定性表明货币的价值相当稳定,即年通胀率比较低,通常为1位数。货币的稳定性与一国货币供求关系有关。当货币当局发行货币的增长速度高于该国经济增长速度时,货币供给量超出货币需求量。过多货币追逐有限实物商品的结果必然会导致货币价格急剧下跌,从而丧失稳定性。货币是否能有效地完成价值尺度职能完全依赖于货币的稳定性。货币缺乏稳定性意味着货币本身价值波动频繁,必然导致货币价值与商品价值之间的剧烈变动。

(2) 可信性。可信性指货币发行者通过实行

一系列措施,使公众相信,在可以预见的将来,它能持续保持较低的通胀率。从某种意义上说,可信性是货币未来稳定性预期在现在的反映。影响货币可信性的因素主要包括:货币发行当局的资产负债状况、(特别是存在以通胀税为财政赤字融资的情况下)政府的收支、经济增长速度、外部债务总额、政府实施宏观经济政策的信誉以及货币当局对货币金融体系的调控能力等。货币的储藏手段职能完全依赖于货币的可信性。当货币可信性缺失时,货币当局无法保证货币价值长期稳定,提高了公众对资产的贬值风险。货币可信性下降到一定程度后,公众预期使用该种货币作为储藏手段必然导致经济损失,便会转向使用可信性较高的外币、贵金属甚至商品。

(3) 自由兑换。当一种货币可以自由购买国内外商品和服务,包括可以按市场汇率无限制地兑换外币时,这种货币通常被称为可自由兑换货币。自由兑换按照程度(即政府允许货币充当交换媒介的程度)可以分为以下3个级别。1. 最基本的层面为现金的自由兑换,即银行存款与通货兑换的自由程度。由于一般认为现金的可兑换性具有必然性,因此很少有人提及,但在发生银行挤兑情况下,有可能出现暂时的不可自由兑换现金的情况。2. 自由兑换的第二层面为商品兑换性,即本国货币购买本国货物和服务的能力。商品的自由兑换性是货币充当交换媒介的重要表现,也是市场经济运行的前提条件之一。3. 最高的自由兑换级别为外币自由兑换,即购买外国商品和劳务、包括购买外币的能力。外币自由兑换具有可选择性,各国政府可以根据本国的实际情况进行选择。只有当一种货币同时具有这3个级别的兑换性时,才能被称为完全自由兑换。货币交换媒介职能发挥到何种程度,要看本国政府允许货币自由兑换的程度。

(三) 七八十年代阿根廷的货币职能

在考察一种货币体系的运行状况时,必须分析货币基本职能的发挥程度。完善的货币能同时成功行使交换媒介、储藏手段和价值尺度这3种基本职能,并且能促进市场经济参与者之间交易的实现;而不完善的货币,将降低市场交易的效率,无法实现经济效益和社会效益的最大化。

(1) 阿根廷货币职能弱化的表现

70年代初之后的十几年间,阿根廷的货币职能出现了明显的弱化倾向,主要表现在以下几个方面。第一,通胀严重影响经济发展。70年代后,阿根廷货币发行量开始迅速增加,严重偏离国内生产总值(GDP)增长所需要的货币量,引发通胀。1975~1990年间,除1986年之外,阿根廷通胀率均在100%以上。特别是1989年和1990年,阿根廷年通胀率高达3079.2%和2314%。第二,频繁发行新货币取代币值急剧下跌的旧货币。由于通胀,仅在1970~1986年间,阿根廷货币就改变了3次,而且每次改变的原因均是货币丧失稳定性和可信性,无法正常发挥货币的基本职能。第三,汇率持续下跌。稳定性和可信性的缺失不断腐蚀阿根廷货币的价值,使阿根廷货币与外币的汇率比价急剧下跌。进入80年代后,汇率迅速下跌的趋势不仅没有好转,反而继续恶化。1983~1985年间,阿根廷货币与美元的汇率分别下跌了30612%、542.4%和789.6%。尽管在实施“奥斯特拉尔计划”初期,汇率贬值率有所下降,但是自从1987年起,贬值率再次上升为3位数。到1989年,汇率贬值幅度已高达473617%。第四,美元化和非货币化。比索价值尺度和储藏手段职能的弱化导致阿根廷的美元化程度不断提高:阿根廷居民仅将比索用于日常的支付行为,而价值尺度和储藏手段两种职能则以外币(美元)执行。早在70年代,阿根廷经济已经开始出现美元化倾向。随着比索稳定性和可信性程度的降低,阿根廷居民不但尽量少地使用本国货币,还采取各种手段将本币兑换成美元,并且在可能的情况下将资产转移至国外,造成经济非货币化现象日益严重。第五,指数化。指数化是比索价值尺度职能弱化的具体表现。由于高通胀,阿根廷经济参与者被迫采取指数化手段,根据通胀率自动调节市场价格,特别是工资和各种经济合约价格。这一特殊方式是阿根廷居民个人和集体用于防止自身收入和财产免受高通胀引起财产再分配效应影响的主要手段之一。

美元化指一国居民广泛使用美元或其他外币替代本国货币,或与本币同时使用。美元化的形式主要有两种:非正式美元化(一般是指居民持有外币银行存款或外币,防止本币通胀率较高而带来的损失)和正式美元化。

(2) 货币职能弱化的不利影响

事实上,从70年代中后期以来,阿根廷货币一直存在不完善性,无法完全履行货币的基本职能。职能弱化的货币不仅不能为阿根廷经济运行提供稳定的金融环境和缓解经济体系中其他波动的不利影响,反而成为引发经济波动的主要根源之一。

首先,阿根廷货币不是一种完备的交换媒介。由于缺乏稳定性和可信性,外国投资者无法确定收益的真实数额,必然会拒绝接受阿根廷货币,从而影响对外贸易和外国投资活动,减缓阿根廷经济增长的步伐。在整个通胀时期,特别是恶性通胀时期,一旦阿根廷本国居民能够通过不合法的手段获取美元或其他外币时,他们也避免使用本国货币。

其次,阿根廷货币无法充当可靠的储藏手段:严重的通胀使货币的价值难以预期,并且不断腐蚀阿根廷居民的资产价值。阿根廷居民于是采取囤积币值相对稳定的外币或商品等方式充当储藏手段,但是其成本相当大。囤积商品的做法加剧了市场供求不平衡,促使通胀率进一步上升。为了抵御通胀对个人资产带来的不利影响,阿根廷居民广泛持有美元等外币。然而,获得和持有外币,要求阿根廷居民放弃对商品和服务的消费,实际上形成了由阿根廷流向发达国家的一种变相的经济援助。除了持有外币现金以外,阿根廷的企业和个人还常常持有境外银行存款、证券或不动产。拥有外币资产能够产生收益,因此不像持有外币现金那样产生变相对外援助效应,但是会恶化国内资金短缺问题。

最后,阿根廷货币难以提供稳定的价值尺度:严重的通胀导致本国货币价值迅速下降,扭曲商品和生产要素的价格结构,难以实现商品和生产要素的顺利流通和合理配置。同时,真实价格也出现剧烈动荡,这主要是由于出售者在无法获知真实通胀水平的情况下以预期通胀率制订商品价格,而出售者制定的价格根本无法反映商品和生产要素供求的真实变动。在通胀条件下,本国出口商品在国际市场上的竞争力也将经常波动,使国内产业很难制定出口生产计划和获得外汇收入。

(3) 货币职能弱化的原因

为财政赤字提供融资是阿根廷中央银行发行的货币缺乏稳定性、可信性和自由兑换性,进而导致货币职能弱化的根本原因。阿根廷的金融体系主要由银行构成,而政府债券市场非常小,吸纳政府债务的能力有限(即使是在被迫吸纳时)。这样,通胀税成为政府赤字融资的主要方式。

七八十年代,由于受到较强的政治压力,阿根廷中央银行以通胀税为政府财政赤字融资,降低了阿根廷货币的稳定性;居高不下的通胀,使阿根廷政府和货币当局的信誉在公众心目中逐渐下降。反过来,货币缺乏可信性又对物价产生推动作用,促使通胀率继续上升。例如,在预期政府将以通胀税为赤字融资的情况下,工人将以预期的通胀率为基础要求提高工资。此外,高通胀还常常伴随高利率。为了补偿投资者承担的通胀风险和汇兑风险(使用一种必然贬值的货币的汇率风险),真实利率必须处于较高水平。较高的真实利率增加借款成本,抑制投资规模扩张,阻碍经济活动正常进行。为了减轻借款人的成本,阿根廷货币当局只得通过利率控制降低利率水平,甚至将利率降为负值,造成严重的金融压抑。

(四) 货币局制度下的阿根廷货币

为了遏制通胀和防止政府财政进一步恶化,梅内姆上台之后立即实施了一系列严厉的措施,但是由于无法重新获得公众对政府的信任,都没有取得良好的效果。阿根廷货币职能弱化问题也越来越严重。

1991年3月20日,经济部长卡瓦略突然向全国宣布实行《兑换法》,开始进行以《兑换法》为中心的兑换计划改革。通过实施《兑换法》,阿根廷建立了货币局制度。根据《兑换法》规定,奥斯特拉尔与美元的汇率固定在10000奥斯特拉尔等于1美元的水平上,并且阿根廷政府承诺奥斯特拉尔与美元在这一汇率水平上的可自由兑换性。阿根廷政府宣称,之所以能够实现自由兑换,主要有两个关键因素与以往完全不同:一是以100%美元或黄金储备作为发行基础货币的后盾(由于阿根廷允许中央银行接受商业银行存款,商业银行在中央银行中的存款也必须以100%的外汇储备为保证);二是不再通过发行货币的方式弥补财政支出。《兑换法》中的这些承诺是卡瓦略实施的新改革方案的核心,也是决定兑换计划成败

的关键因素。

除货币改革以外,阿根廷还实施了一系列配套改革措施,为顺利实现稳定宏观经济的政策目标提供辅助作用。改革主要包括:金融改革,加强对银行体系监管和增强银行体系稳健性;调整财政,包括改善财政收支、税收改革、社会保障体系改革和国有企业私有化改革;市场化改革,放松对生产要素市场和商品市场的管制、促进投资,使国内外投资面临同样的待遇;贸易改革,实行贸易自由化,降低进出口贸易壁垒。

货币局制度从根本上说是一种货币宪法,它阻止政府施加公众不愿意接受的通胀税从而破坏经济正常运行的做法。由于不能向政府财政赤字融资,货币局建立了一种暗含低通胀承诺的财政宪法。

阿根廷货币局制度的建立在某种程度上切断了通货膨胀的来源,提高了人们对比索的信心,宏观经济形势出现改观:通胀率迅速下降,经济快速恢复增长,财政收支有所改善,对外贸易活跃,外国资本大量流入,其他经济指标也明显好转。

随着货币局制度在阿根廷的建立,阿根廷货币职能得到了显著增强。

(1) 交换媒介职能恢复。90年代初以来,阿根廷居民持有的比索数量出现迅猛增长势头。1991年,阿根廷货币供应总量(M2)与GDP的比率仅为4.6%,到1999年这一比率已经增至14.0%。M3的增速更快,1991~1999年间,M3与GDP的比率由7.3%增至29.1%,增长近3倍。

(2) 通胀率迅速降为正常水平。实行货币局制度后,阿根廷月通胀率迅速降至1位数。1991年的通胀率为171.7%,1993年已经降至10.6%。到1996年,以消费者物价指数衡量的年通胀率仅为0.2%,是自20世纪50年代以来的最低水平。在经历惯性通胀的其他国家中,能像阿根廷这样迅速地将通胀率降至国际水平的国家非常少。

(3) 指数化现象消失。《兑换法》开始实施之际,阿根廷政府已经宣布停止使用指数化价格。通胀问题顺利解决。甚至在货币局制度崩溃之后,指数化价格没有再次出现。这表明,通胀问题已经不再是困扰阿根廷的主要问题。

(4) 汇率稳定。自货币局制度建立以来,阿根

廷比索与美元的汇率一直保持着1:1的水平。尽管经受了墨西哥金融危机、东南亚金融危机、俄罗斯危机和巴西比索贬值等外部危机的冲击,汇率始终没有出现波动。稳定的汇率体现出比索的货币职能大大增强,为阿根廷开展对外经济、金融和贸易活动提供了良好的基础。

但是,还应该看到,阿根廷的美元化进程仍在继续。1994年,美元存款在存款总额中的比重已经达到50%。特别是定期存款账户表现出明显的美元化倾向,美元定期存款已经超过定期存款总额的70%。主要满足交易动机的活期存款账户和储蓄存款账户则以比索存款为主。尽管阿根廷的通胀率已经降低到与美国通胀率相近的水平,但是仍然不能阻止经济美元化的趋势。

(五) 阿根廷货币局制度崩溃与货币职能弱化

从经济结构的角度讲,2002年阿根廷经济危机中出现的货币体系崩溃比1989年的状况更为严重。

阿根廷危机紧紧围绕着货币展开。从2001年8月起,布宜诺斯艾利斯市和其他一些地区开始发行特殊财政债券,在行政区划之内,这些特殊财政债券可以履行货币的某些职能。尽管这些不具有偿还能力的地方政府机构被排除在国内外资本市场之外,而且不能向中央银行申请资金支持,但是,它们并未积极地调整财政支出水平或寻求债务重组,而是以发行特殊财政债券的方式消极地应对财政收支困难。随着地方政府财政收支继续恶化,发行特殊财政债券的地区逐渐提高了这种新型债券在其日常支出中的比重。尽管地方发行的特殊财政债券不能进入全国公开交易市场,但是政府职员除了接受特殊财政债券作为工资之外,没有其他选择。为了提高特殊财政债券的使用价值,地方政府机构赋予这种新型债券某些货币职能,使它们能够行使货币的部分职能:它们可以被用于缴纳税款,一些企业、特别是铁路部门开始接受它们作为地区内支付手段。自1991年阿根廷使用两种官方货币(即比索和美元)履行货币职能之后,2001年地方特殊财政债券的发行和使用使阿根廷货币的支付手段职能再次弱化。更为严重的是,特殊财政债券作为一种支付手段完全

M3 等于 M2 加上外币存款。

脱离了货币当局的控制范围,对阿根廷货币体系的稳定产生巨大的冲击。

联邦政府也发行了两种新的财政融资工具,以缓解无法支付工资的省份的财政负担。其中一种是 Lecop。当地方政府提出要求时,Lecop 将由阿根廷国家银行以地方政府的名义发行,最大发行量不得超过地方公共部门职员的月工资总额。地方政府可以使用这种债券为部分财政支出融资。联邦政府允许公众以这种债券支付部分税款(除了社会保障交款和金融税)。

2001 年第 4 季度,由于公共部门和私人部门都无法进入国际金融市场进行融资,而且资本流出速度加快,市场参与者对阿根廷将退出货币局制度的预期越来越强烈。在这种预期的作用下,引发金融危机——比索挤兑和银行挤兑:投资者希望及时抽出资金,避免随时可能出现的比索贬值带给自己的财产损失。由于充当最后贷款人的能力有限,货币当局只有一个选择——从 2001 年 12 月 3 日起对银行存款的提取数量和资本流出量实行严格的控制。随即发生的由存款持有者举行的大规模游行示威活动在不到 1 个月的时间内迫使两位总统接连辞职。在经济层面上,国内外经济交易受到货币体系(以及支付体系)崩溃的严重干扰,国内产出加速下滑,失业率不断攀升。2002 年第 1 季度,阿根廷 GDP 比上年同期降低了 16%,投资和进口受到的影响更大,分别下降 28%和 34%。

2002 年 1 月 2 日,阿根廷政府正式宣布取消货币局制度,2 月 11 日,比索开始实行自由浮动。尽管阿根廷货币当局已经对国内流动性资金实行了大规模冻结和推行资本账户综合性管制,但到 6 月中旬之前,比索贬值幅度已经达到 72%。换言之,在这一阶段,浮动汇率的波动已经不再以汇率平价为基础:每当存款者有机会提取银行存款时,存款者就会尽量抽出存款,导致银行流动性大量减少。这表明,银行体系和私人部门资产负债状况并非是阿根廷货币局崩溃后的中心问题,日益严重的货币职能弱化才是最亟待解决的问题。浮动汇率倡导者认为,在市场机制的作用下汇率将不断调整,直到达到均衡汇率水平。但在阿根廷,公众实际上可以在两种相互竞争且完全替代的货币之间进行选择。在此条件下,当其中一种

货币的职能出现严重弱化时,必然会出现“良币驱逐劣币”效应,因此,难以按照汇率平价形成合理的市场均衡汇率。这将导致具有高度不确定性的双货币均衡:在很短的时期内,公众将尽量持有信誉度高、货币职能发挥良好的货币,而另一种货币的市场价格却剧烈波动并趋向于零。此时,最严重的风险已经不是再次出现恶性通胀。最主要的问题是,不论阿根廷是否对货币供给进行控制,比索在外汇市场上的大幅振荡和由此引起的国内价格动荡都会对本国经济基本面产生严重破坏。

2002 年 1 月开始执政的杜阿尔德政府实行了一系列使局势更加恶化的政策。实行经济“比索化”,即将所有的市场价格、合同工资和金融资产等所有交易的计价均转换为比索。这一政策的短期目标是限制银行的汇率风险,为逐步重新开放本币、外币支付体系和金融市场做好准备。此外,这一政策还设定了中期目标:使比索逐渐恢复内在价值和货币职能,尽快成为阿根廷货币职能的惟一执行工具。“比索化”政策取消了比索与美元的完全替代性,所有货币职能均由比索强制执行。阿根廷政府希望通过这一政策提高公众对比索的需求,帮助比索在汇率市场上形成合理的均衡汇率。

杜阿尔德政府计划实施“比索化”措施时,原本设想以自愿为基础,兑换过程完全按照公众的意愿进行。然而,从 2002 年 2 月起,阿根廷当局规定,外币持有者必须按照给定的汇率将外币兑换成比索。实际上,这已经不再是私人自愿选择的问题,而是政府重新恢复比索职能的问题。经过“比索化”,阿根廷银行体系内的美元存款成倍减少。2002 年 4 月底,银行体系内的美元存款仅剩 27 亿美元,同 2002 年 1 月 468 亿美元相比,降幅达到 92.5%。

阿根廷政府希望通过修改法律的方式获得与巴西“雷亚尔计划”相同的效果。然而,问题是 2002 年年初阿根廷货币体系崩溃的严重程度远远超过 1994 年的巴西。阿根廷货币体系被分割为几个部分:大量发行的地方特殊财政债券在一

即出现了货币替代现象。

如果考虑到 90 年代末的 3 次外部冲击和经济连续衰退的影响,2002 年 1 月阿根廷银行体系的存款已经比以前减少了一部分。

定程度上替代比索,承担了部分支付手段职能;美元与比索之间、比索与特殊财政债券之间以及特殊财政债券与特殊财政债券之间均不存在兑换和联系关系,支付体系内部链条被中断,支付体系进一步分裂成块;实行浮动汇率后,比索迅速贬值,严重破坏比索充当价值尺度和支付手段的能力。毫无疑问,在这种情况下,试图使比索迅速恢复履行所有货币职能的努力必然会产生令人失望的结果:即不论是通过明确的官方决议,还是以市场机制为基础的公众选择,比索都会受到严重的冲击,进一步加剧美元化趋势。此外,最严重的后果是通货紧缩性的货币环境,比索的供给和需求都呈现出收缩趋势。概括地说,在阿根廷经济活动中,价值尺度完全由美元履行,而支付手段则分别由

美元、特殊财政债券和比索三种不同的工具共同履行。

2002年上半年,比索职能弱化的即时效应对阿根廷经济的影响非常显著:比索币值急剧下跌,银行系统出现严重危机,公众和投资者丧失对阿根廷支付体系的信心。阿根廷原有的经济运行规则已经不再发挥作用,而新的运行规则仍难以建立。2003年,尽管阿根廷经济已走出衰退的谷底,呈现复苏的迹象,但比索履行货币职能的能力仍然无法令人满意。如何尽快采取合理措施增强比索的职能和恢复基本宏观经济平衡仍然是阿根廷面临的最大挑战。

(责任编辑 沙 萨)