

从阿根廷货币危机看美元化的命运

秦 凤 鸣

主要观点 阿根廷目前的货币危机宣告了不规范的货币局制度在阿根廷的失败。有关阿根廷经济究竟应以美元化为主还是以比索化为主的争论一直在持续: 一些人认为, 无论美元化有多少优点目前对阿根廷而言都是不合时宜的, 阿根廷的一些政府官员和经济学家持不同看法, 而美国的一些经济学家依然在描绘美元化的美好蓝图。

关键词 美元化 自由兑换体系 比索化

作者 山东大学经济学院金融系, 教授。(山东 250100)

根据国际货币基金组织(MF)的解释, 美元化既指一国完全放弃本国货币而选用一种稳定的外国货币(多数情况下是美元), 又指一国在经济活动中同时使用美元和本国货币。前者是完全的美元化, 而后者则是部分的美元化。部分美元化不断深入的结果可能导致完全美元化, 即美元在一国经济中履行货币的全部职能, 具有无限法偿能力, 完全取代本国货币。对于完全美元化而言, 还需要一国政府主动采取美元化政策, 即国家通过法律规定美元具有无限法偿能力, 取消本国货币或按固定比价同时流通本币和外币; 而且政府

必须对国内金融体制进行改革。目前世界上实行完全美元化的国家和地区不多, 但实行部分美元化的国家和地区却不少。

如果说美元的特殊地位是实行部分美元化的外因, 那么其内因则是本国的恶性通货膨胀或本币的急剧贬值, 使一国的消费者和厂商对美元的信心超过对本币的信心。

“ The Dollarization Debate ”, by Andrew Berg and Eduardo Borensztein, *IM F2F inance & D evelo pm ent*, March 2000, Volume 37, Number 1.

对于经济危机频繁发生的国家(如阿根廷),美国一些经济学家特别热衷于推荐的出路就是实行美元化。他们甚至认为,所有的发展中国家都应该走美元化道路。

在发展中国家,1990年代南美洲国家在实行美元化的道路上走得较远。1991年4月1日,阿根廷“兑换计划”的生效标志着美元在阿根廷合法流通。在阿根廷国内,美元可以在银行设立账户、存款或签订合同,也可以美元计价。阿根廷经济被称为虚拟美元化。2000年9月9日,美元正式取代苏格雷而在厄瓜多尔市场上流通。从2001年1月1日起,美元在萨尔瓦多市场上流通。1990年代初,美元开始在危地马拉流通,至2001年5月1日“外汇自由交易法”的生效,使美元在危地马拉的流通合法化。

自由兑换体系:不规范的货币局制度

所谓货币局制度是指将本国(或地区)货币与某种特定外币的汇率固定下来,并严格按照法律规定,使货币发行量随外汇总量联动的货币制度。如在香港,根据1美元兑换7.8港币的官方汇率,通过履行无限制交换的承诺,市场上所有流通的港币背后都自动地以100%的美元作后盾。

人们通常把阿根廷和香港视为典型的实行货币局制度的较大经济体。但实际上二者之间存在明显差别,香港实行的是更接近于严格意义上的货币局制度。

根据美国国会经济委员会经济学家库尔特·舒勒先生的看法,典型的货币局制度的特征是:按固定汇率,本币对所联系货币的兑换不受任何限制;货币局的货币负债(储备)需有100%或100%以上的净外汇。这种制度尤其缺乏干预市场的力量,不能用于政府借款,对商业银行没有管理权,不可充当官方或非官方的最终贷款人。

阿根廷自1991年4月起实行至2002年6月崩溃的货币制度被称为“兑换计划”,在其运行中至少有一两个特征与典型的货币局制度不符。“兑换计划”并非标准的货币局制度,它是一种类似于货币局的制度,或者说是一种货币局制度的某些特征与中央银行的某些特征相混合的制度。在这种制度下,政府在认为必要时干预外汇市场,对兑换加以限制。中央银行除了持有大量的外汇资产以外还持有本国资产,它还保留着管理银行的职

能(如设立存款准备金)。初始阶段持有的外汇储备只相当于其货币负债(储备)的66.6%,持有的外汇储备与市场价格显示的以美元为面值发行的政府债券之间有差异。这意味着中央银行可随时参与对市场的干预,这在典型的货币局制度下是不允许的。这种干预会带来一个问题,即迫使货币当局同时瞄准两个实际上是不可协调的目标——汇率目标和货币供给目标。根据“欧元之父”蒙代尔的“铁三角”理论,独立的货币政策、稳定的汇率和资本的自由移动这三项政策不可能同时实行。根据这一理论,采用货币局制度的国家要同时实现资本移动和汇率的稳定,则必须放弃独立的货币政策。阿根廷的自由兑换体系最终会遇到钉住汇率制所共有的问题:如果稳定汇率目标与货币供给目标出现矛盾,必须放弃其中的一个目标。

1991年实行的“兑换计划”抑制了政府过度发行纸币的行为。但政府无法通过货币政策刺激经济。由于自由兑换体系使比索钉住美元,阿根廷的利率也随着美元利率的上升而提高,从而造成投资的缩减。政府惟一的选择是采用扩张性的财政政策即依赖于大量的政府支出,由此积聚了大量的公共债务。在这种情况下,政府使用财政政策刺激经济难以为继,陷入两难境地:如果要使经济复苏,必须放弃固定或钉住汇率制度,这样价格水平必然上涨,从而加重外债负担;如果坚持钉住汇率制度,则没有更好的方法刺激经济,债务危机迟早要爆发,最终难以避免货币危机,不得不放弃固定汇率制度。

有些学者用第二代货币危机模型来解释这一两难处境。这一模型假设政府在这种两难处境中可能会产生如下动机:要么为了避免维持固定汇率的过高代价而放弃固定汇率,要么为得到某些利益(比如政治上的可信度)而维持固定汇率制度。政府在两者间寻求平衡,然后决定是否保持固定汇率。在市场参与者对当局维持固定汇率的信心不足,从而预期该国货币将贬值时,投资者或投机者将攻击这种货币,从而增加维持固定汇率的成本,政府就会被迫放弃固定汇率。阿根廷的状况是,市场参与者对比索失去信心,抛出比索,在这

“What went wrong in Argentina?”, by Steve Hanke and Kurt Schuler, A reprint from Central Banking Journal Volume XII Number 3- February 2002, Central Banking Publications Ltd

种情况下,假如政府固守固定汇率,就必须提高利率,结果必然会加深经济衰退。所以,政府只能放弃固定汇率(即货币局制度—自由兑换体系)。

“兑换计划”的实行稳定了阿根廷经济,其通货膨胀率从1989年的5000%降至1994年的4%。1991~1994年,阿根廷经济连续增长,国内生产总值(GDP)增长率从80年代的年均21.2%增加到90年代的年均4%以上。1994年美国采取的紧缩性货币政策,使国际资本市场利率上升,从而导致阿根廷的银行系统的脆弱性加重,信贷收缩,经济开始衰退。此外,受墨西哥金融危机的影响,大量资本外逃。投资者把比索兑换成美元,造成了中央银行的外汇储备大量流失。不过,尽管1995年第一季度外汇储备损失了41%,比索仍维持了与美元的固定汇率,从而也使“兑换计划”成为阿根廷在第二次世界大战后第一个没有因货币危机而终止的经济稳定计划。

在东亚金融危机和俄罗斯金融危机爆发后,1998年9月阿根廷出现经济衰退。1999年巴西的金融动荡再次对阿根廷经济产生重大影响。尽管1999年年底和2000年年初阿根廷经济出现复苏,但是,由于阿根廷政府及对其提供援助的MF都认为,减少预算赤字必须提高税收。所以,新政府于2000年年初大幅度增加税收使复苏窒息,税收的提高对阿根廷经济已经沉重的税负雪上加霜。由于高额税收加剧了萧条从而使税收减少,政府的债务日益沉重。曾任经济部长同时也是“兑换计划”的设计者卡瓦略再度上任后,因担心债务的拖欠和违约会危及货币市场,于是调整了汇率政策,即从2001年6月18日起实施钉住美元和欧元的双轨汇率制,实质上是比索的变相贬值,使阿根廷政府的公信力极度削弱。同时,此举宣告了不规范的货币局制度在阿根廷的失败。

美元化依然是阿根廷未来的货币蓝图吗?

自由兑换体系即使是不规范的货币局制度,同样使阿根廷经济逐步走上实行美元化的道路。因为“离彻底美元化最近的是以美元为储备货币并按照固定比率兑换本币的‘货币局体制’。从技术上讲,它也最容易实现彻底美元化。”阿根廷政府允许比索与美元自由转换,可以以美元结算银行存款和偿还债务,可以按照美元通胀率调整服务业的价格,等等。其结果是,全国银行203的

存款和债务是以美元结算的,而实际上其中大部分并非美元存款或美元债务,形成了数百亿的“假美元”存款和债务。经过4年严重经济衰退后,国家和银行已丧失支付手段,根本无法兑付存款,无力偿还巨额美元债务。

正是在这种情况下,杜阿尔德政府决心放弃固定汇率和美元化,实行自由浮动汇率,比索贬值,实行经济全面比索化。阿根廷国会2002年1月通过了公共紧急法案和汇率体制法案。2月3日,政府公布了一系列经济措施:取消1比索等于1美元的单一汇率,代之以双重汇率。官方汇率1美元为1.40比索,而市场浮动汇率已经达到1美元等于2比索。商业银行持有的美元储备由中央银行接管,以1:1.40的比价兑换成比索。银行体系所有的原以美元为面值的银行贷款按1:1转换成比索,即所谓的比索化。中央银行限制发行新货币,限额不超过35亿比索,其中25亿比索提供给银行,其余10亿比索为政府支出。其他措施包括:以美元标值的合同重新按1:1的比例用比索标值;美元未经央行允许不得输出,等等。

但是,阿根廷经济的比索化涉及各方面的利益,由此引发的社会动荡也极为严重。为了稳定人心,阿根廷政府在公布的新经济措施中还规定,3万美元以下的美元存款,如果储户不愿意转换成比索存款,可以换成长期美元化政府债券。但上述规定远远不能满足广大储户兑换美元的要求,比索化进程困难重重。

有关阿根廷经济究竟应以美元化为主还是以比索化为主的争论一直在持续:一些人认为,无论美元化有多少优点目前对阿根廷而言都是不合时宜的,阿根廷的一些政府官员和经济学家持不同看法,而美国的一些经济学家依然在描绘美元化的美好蓝图。美国经济学家库尔特·舒勒是典型的代表,是南美洲国家实行美元化的积极倡导者。他甚至认为,阿根廷目前的处境只能实行美元化,别无选择。他认为,市场对比索能否成为稳定货币始终持怀疑态度,对比索前景的预测是悲观的,人们目前只信任美元而不是比索。

在2002年年初撰写的题为《目前在阿根廷如何实行美元化》一文中,库尔特·舒勒对下列7种

张宇燕:《美元化:现实、理论及政策含义》,载《世界经济》1999年第9期。

流行的反对实行美元化的观点都作了辩驳。

第一种反对实行美元化的观点认为,阿根廷不具备实行美元化的前提条件,即公众对金融体系的信心。库尔特·舒勒反驳道:建立类似货币局制度的体系可能遇到很多麻烦,这些国家都有高通胀率和脆弱的银行体系,大多数国家的经济呈负增长。在所有的情况下,“兑换计划”有助于解决这些问题。厄瓜多尔 2000 年开始的美元化过程也遇到银行存款冻结以及经济衰退和政治不稳定的问题,7 年间竟换了 9 届政府,但在实行美元化的情况下,上述问题至少有所缓解。

第二种反对美元化的观点认为,阿根廷不是实行美元化最佳的地区。在最佳货币区,使用共同货币的利益超出其代价或成本。而库尔特·舒勒认为,问题在于经济学家对在实践中如何界定最佳货币区存在不同意见。尽管一般他们都认为,如果有一种起主导作用的货币,大量的贸易、劳动力和投资的相互流动,就可能存在这样的货币区。如果阿根廷人宁愿持有美元,那就说明阿根廷符合与美国组成最佳货币区的条件。美元化并不意味着阿根廷除美元外不可选用任何别的外币。

第三种反对美元化的观点强调,阿根廷经济体过大,不能实行美元化。而库尔特·舒勒认为,如果阿根廷实行美元化,那么它将是美元化中最大的国家。然而,阿根廷经济相对于美国经济而言很小,前者不及后者的 3%。与欧洲相比,阿根廷的 GDP 相当于比利时而小于爱尔兰,而这两个国家都加入了欧元区,放弃了国家的货币政策。所以,这也不能成为阿根廷放弃美元化的理由。

第四种反对美元化的观点认为,阿根廷经济没有弹性,故不能实行美元化。因为阿根廷的工资和其他生产费用高度刚性,很难削减,灵活性太差。库尔特·舒勒对这一观点也进行了反驳:过去几年中,阿根廷消费品价格指数,特别是生产价格指数持续下降,价格下降和衰退的结合说明比索实际上是应当贬值的。但是,阿根廷的经济问题不仅仅在于比索定值过高,所以工资的进一步下降并不能表明阿根廷经济更有竞争力。可以期待,作为衰退特征的价格下降在美元化的扩张过程中将会变得稳定或者至多有少许上升。此外,美元化将推动政府进行彻底的财政改革,而这是阿根廷政府一再承诺却始终未能真正付诸实施的事。

第五种反对美元化的观点认为,实行美元化不见得能减少国家风险,而国家风险是货币体系的独立性问题。对此,库尔特·舒勒辩驳的理由是,这种观点忽略了货币是社会财产最广泛的持有方式。美元化会通过消除中央银行制造高通胀的机会来强化财产权。尽管美元化在阿根廷并没有赢得所有的信用,但是,美元化在阿根廷政府的一揽子改革措施中应该是最关键的一步。厄瓜多尔 2000 年实行美元化的效果是,经济得以复苏从而吸引了更多的投资者。美元化及与此相伴随的其他改革对阿根廷应该有同样的效果。

第六种反对美元化的观点指出,美元可能会变成不稳定的货币。对此,库尔特·舒勒并未加以否认,他认为美联储在实施货币政策时也会出错。1970 年代后期,美联储曾允许通胀率升至每年 10% 以上,但此后接受了教训,没有再重复同样的错误。况且阿根廷的常规通胀率每年都在 100% 以上。即使美元成为不稳定货币,阿根廷可以用任何别的货币替代美元。

最后一种反对美元化的观点认为,实行美元化将瓦解国家主权。库尔特·舒勒驳斥道,许多人认定货币是国家主权的一个组成部分,这要看维护货币的国家主权出于什么目的。如果主权成为政客手中攫取财富的工具,那么这种主权就毫无价值。主权不仅仅属于政府,它也属于这个国家的每个人,是通过对人的财产权的尊重来体现的。

总之,库尔特·舒勒认为,实行美元化依然是可行的。新政府可以割断过去,通过实行美元化进行货币改革。美元化可以通过剥夺政府利用该国货币的贬值和通胀的权利来解决货币体系的问题。美元化即使不能成功,但至少可以增加成功的机会,或改善条件增加这种机会。他认为,美元化是阿根廷目前情况下的最佳选择。

如果不实行美元化真的就那么糟吗?我们可以听听另一种声音:“许多人也许认为阿根廷的麻烦只是拉美危机的持续。但是在更多人的眼中,阿根廷的经济政策盖满了华盛顿的印章。这些政策的失败是阿根廷灾难的首要 and 主要的原因,同时

参见“*How to dollarize in Argentina now?*” By Kurt Schuler and Steve H. Hanke, and “*Dollarization, still the best choice for Argentina*” by Kurt Schuler, Joint Economic Committee, U. S. Congress Prepared for the Cato Institute forum on Argentina, Washington, February 8, 2002

它也是美国对外政策的失败。”“现在阿根廷危在旦夕,那些主张阿根廷实行美元化并推动它实施这种灾难性政策的人正在重写历史。”如何挽救阿根廷,克鲁格曼的提议是,阿根廷新政府可以走回头路,施加汇率控制和进口配额,从世界市场回到国内市场。这些倒退的经济政策至少可以使目前的经济状况得以暂时的改善。但是,从长期来看,从世界市场退回国内市场是不利的,阿根廷自身的历史是最好的证明。

自阿根廷政府决定经济比索化后,市场上抢购美元的风潮愈演愈烈,这个矛盾现象揭示出阿根廷危机的实质,即比索没有信用,银行没有信用,政府也没有信用。因此,阿根廷政府面临的最大挑战就是恢复人们的信心,没有这个基本条件,什么政策都难以见效。

笔者认为,如果靠美元化恢复人们对阿根廷经济的信心,却永远丧失了阿根廷人对本国货币的信心,对阿根廷不见得是一件好事。如果像库尔特·舒勒先生所言,阿根廷新政府可以割断历史,通过美元化进行货币改革,为什么不能割断历史,通过比索化来重建历史,恢复人们对比索的信心呢?与欧洲货币联盟成员国同等的伙伴关系不同,

阿根廷及其他拉美国家放弃本币而实行美元化将构成对美国经济和美联储货币政策极强的依附,而这种依赖没有任何的双边协议作保证。

美国财政部对阿根廷的美元化政策态度暧昧,似乎对美元化没有表现出过多的热情。出于经济利益的考虑,美国财政部不想背上什么包袱,它要避免美元化的国家依赖于美国财政部的支持,也不想在美国化国家发生危机时充当救援人。1999年阿根廷总统梅内姆建议美元化时曾指望在美国寻求帮助,但后者保持中立的政策扼杀了这个建议,并声言从未就美元化潜在的优势同阿根廷政府进行过交流。

对MF而言,其职责是鼓励汇率浮动,避开钉住汇率,防止竞争性的贬值,也许最好的办法是美元化。而当阿根廷经济出现波动时,MF没有提供什么帮助,一味强调结构调整,直到最后危机爆发。MF官员直觉到阿根廷的自由兑换体系难以为继,但却无能为力。

由此看来,美元化并非是阿根廷目前的最佳选择,阿根廷的命运应该掌握在阿根廷人手中。

(责任编辑 沙 萨)