

【国际金融】

置疑汇率安排的“角点解”

李海燕, 武翠芳

(河北经贸大学, 河北 石家庄 050091)

摘要: 上世纪90年代国际金融危机的频繁爆发重新引发了汇率制度选择的讨论, 有关汇率安排“角点解”的观点风行一时。置疑“角点解”, 认为一刀切的“角点解”并不符合所有国家的汇率选择, 影响汇率制度选择的因素远不止货币冲击一项, 没有一种汇率制度适合所有国家和一个国家的所有发展阶段。“角点解”不具普遍性。

关键词: 汇率安排; 三元悖论; “角点解”

中图分类号: F830.73

文献标识码: A

文章编号: 1008-7796(2003)01-0059-03

上世纪90年代以来, 区域性金融危机频繁爆发, 如1992年的英镑因无力维持汇率波幅而被迫退出欧洲平价网体系, 1994年墨西哥金融危机, 1997年席卷东南亚的货币危机, 1998年俄罗斯金融危机, 2001年土耳其、2002年阿根廷的货币危机等。在全球经济一体化的宏观背景下, 金融危机通过众多的渠道蔓延扩大, 严重影响了全球经济的发展进程。综观上世纪90年代以来的历次货币危机, 无不显示出汇率制度的种种缺陷。不当的汇率安排已经成为开放条件下各个经济体, 尤其是发展中国家经济发展的严重威胁, 从而汇率制度的选择问题重新成为国际金融界争论的焦点。但不同于以往的是, 此次争论不再集中于固定、浮动汇率制度的优劣以及不同汇率制度对经济的影响, 而是在全球资本自由流动的背景下, 结合对由于游资恶性冲击而诱发货币危机的防范来讨论汇率制度的选择问题。较为流行的观点是: 在IMF划分的8种汇率制度(传统的固定钉住、货币局制度、无法定货币、无区间浮动、爬行区间浮动、爬行钉住、平行钉住、单独浮动)中, 只有“角点解”是可行的, 即第1、2、3种和第8种, 要么选择完全固定, 如美元化、货币联盟和货币局制度, 要么选择完全浮动, 即以美元为代表的自由浮动, 中间汇率安排不可持续并将最终走向消亡。1999年1月30日的《经济学家》杂志总结指出: “现在绝大多数学者相信只有极端的解决方式才有效, 或者完全浮动, 或者紧紧钉住。”

“角点解”的理论依据是Obsfeld的“开放经济三元悖论”。该结论可由蒙代尔与弗莱明的M—F模型来分析。结论是: 一国的外部均衡目标不外乎三个: 汇率稳定、资本自由

流动及独立自主的货币政策。而在开放经济条件下, 只要实行固定汇率安排, 三个目标不能同时实现。为此, 我们可以设立不可能三角(图1)。根据M—F模型, (1)和(2)不相容, 固定的汇率安排无法实现货币政策的独立性; 选择(1)和(3)就要放弃(2), 如香港实行货币局制度, 在保持港币与美元汇率稳定的同时资本自由流动, 但需要交出货币政策的自主权给挂钩国家; 选择(2)和(3)就要放弃(1), 如美国既放任资本自由流动, 又执行独立的货币政策, 故美元汇率自由浮动。

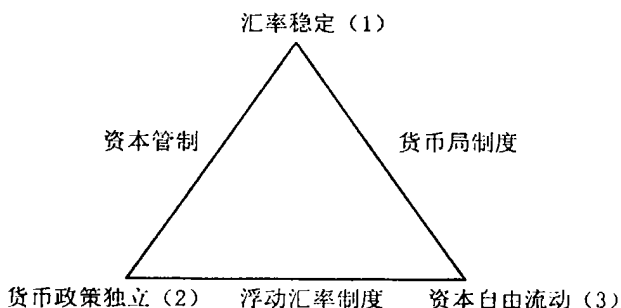


图1 开放经济的三元悖论: 不可能三角

最近几年国际汇率制度的演变似乎也支持汇率安排的“角点解”。IMF统计资料显示, 从1998年12月底到1999年9月30日, IMF成员国中实行自由浮动的国家由48个增加至51个, 实行较严格固定汇率安排的国家由39个增至44个, 而实行中间汇率安排的国家则减少了8个。以此来计算, 1999年实行两种“极端”汇率制度的国家共140个, 占到了IMF成员国的76%(表1), 恰能证实“角点解”的论调。

收稿日期: 2002-10-15

作者简介: 李海燕(1969-), 女, 河北肃宁人, 河北经贸大学金融系讲师, 硕士; 武翠芳(1973-), 女, 河北元氏人, 河北经贸大学金融系讲师, 硕士。

表 1 国际货币基金组织成员国的汇率安排变化

	自由 浮动	有管理的浮动				固定汇率		
		平行 钉住	爬行 钉住	爬行区 间浮动	无区间 浮动	无法定 货币发 行局	货币发 行局	传统的钉 住汇率 安排
1998 年 12 月底	48	11	6	9	27	37	8	39
1999 年 9 月底	51	7	5	7	26	37	8	44
变 化	+3	-4	-1	-2	-1	0	0	+5

从理论角度来讲,笔者对开放经济条件下三难选择的科学性无从置疑,也认可现阶段汇率安排向两极发展的客观事实。但以此作为汇率制度选择的发展趋势则笔者未敢苟同。作为普遍性的理论来影响世界各国,尤其是发展中国家的汇率选择更是失之偏颇,理由如下:

第一,汇率安排的角点论与其他经济理论存在冲突。由于一国汇率制度选择的最终目标是实现经济的内部和外部均衡,最优汇率制度的选择应该保证实现上述目标。根据著名的丁伯根法则,要实现 N 个经济目的必须有 N 个政策操作工具。所以,要达到经济的内外均衡,必须有两种政策才能实现的。为实行第 1、2、3 种汇率制度,政府只得交出汇率政策和货币政策,而仅仅依靠财政政策来同时实现经济内外均衡,这显然违反了丁伯根法则。另据蒙代尔的一项政策主张——蒙代尔分配法则,分配给财政政策实现内部均衡,分配给货币政策实行外部均衡。固定的汇率安排排除了货币政策,也就更谈不上分配。所以,放弃了货币政策的固定汇率制度、货币局制度和无独立货币的汇率安排都不会有太好的实施效果。

另一方面,由于发展中国家的货币在国际经济交易中很少使用,而大多数发展中国家又是资本净流入国,所以存在以外币(多为发达工业国的货币)记值的偿债风险。相比之下,发展中国家的金融市场较为脆弱,政府调控宏观经济的能力差,自由浮动安排下汇率的波动(多为本币贬值)就可能意味着偿债危机,而这恰恰与汇率选择的初衷相矛盾。所以,套用一位经济学家的话来说:“对于寻求稳定宏观经济政策的发展中国家来说,完全的自由浮动不是好的选择,自由浮动是只有少数发达国家才能享用的奢侈品。”

第二,Obsfeld 关于一国政策三难选择的前提条件是经济开放,更具体地说就是资本在国际间完全自由流动,政府如果人为设置资本流动的障碍就要付出巨大的成本代价,该代价要远远大于放开资本流动所带来的负面效应。即资本管制的机会成本偏大,所以管制不是优选。但观察发现,在当今的国际金融市场上,虽然资本管制程度已大大降低,但如果以无外汇收入汇回要求表示不存在资本管制或者资本管制程度较低,那么,当前世界上资本管制仍然是主流,目前无汇回要求的国家只有 75 个,在 185 个 IMF 成员国中占比约 40%。完全放开资本项目不加任何管制的国家还是少数,假设前提并不完全具备。退一步说,即便不同时期对资本项目进行不同程度的管制,对一国经济来说也不一定就存在太大的效率损失。1997 年的亚洲金融危机之所以没有对中国造成伤害,资本管制起到了防火墙的作用。这对我国国内经济

发展有利,对别国也没有什么伤害,因为中国卷入货币危机将使亚洲经济局势更加动荡。

分析 90 年代以来爆发的历次金融危机,其导火索几乎都是国际游资的恶意冲击。痛定思痛,世界各国一致呼吁要加强对国际资本流动、尤其是短期资本流动的管理,关于抑制短期资本流动的“托宾税”重新引起了世人的关注。布雷顿森林体系解体后,各国对资本流动的管理政策大相径庭,部分国家在努力放开对资本项目的管制,而已经开放资本项目的国家由于种种原因却又对资本重新进行严格的管制。有鉴于此,谁能告诉我们,离全球资本的自由流动到底还有多远?

第三,“角点解”的结论是以规避货币危机为出发点的,且该货币危机是由于游资冲击而形成。这符合 90 年代以来货币危机的现实特点,因为近期国际货币危机的诱因大多为投机力量的冲击。但值得商榷的是,汇率制度的选择是否以规避游资冲击作为惟一的标准?在开放经济条件下,一种汇率制度是否适合一个国家,一个国家应选择何种汇率制度,固然要考虑资本流动的冲击,但诸多其他因素,如贸易依存度、经济规模的大小、贸易伙伴国的集中程度以及本国金融市场的发育水平、货币当局的宏观调控能力等同样不可忽视。在金融衍生工具不发达、投机力量缺乏有效的放大杠杆之时,上述因素是影响汇率选择的主要因素。现在,国际金融市场已经具备了品种丰富的各种投机工具,对国际投机冲击的防范提到了显著的位置,这种因素虽重要,但决非惟一。经济的内外均衡同等重要,甚至有些国家视内部均衡重于外部均衡,如某些对外经济交往较少的国家。单纯地强调货币危机因素未免以点盖面,结论自然失之偏颇。对经济发达、金融市场完善、宏观调控能力强的国家或是公众对本国货币政策失去信心,对以通货膨胀率作为“名义锚”的国家来说,“角点解”不失为恰当的选择,而对于其他国家,角点汇率制未必适用。另外,无论选择哪种汇率制度,均需要考虑适当的经济政策、健全的制度、有效率的市场基础设施及各国政策的有机协调,而上述诸多因素则因国别的不同而参差不齐,其汇率制度又岂是两个角点所能完全包容的。

第四,蒙代尔不可能三角中假设的是经济的极端状态,如汇率完全自由浮动,绝对的货币政策独立等,所以只能研究角点的情况。这并不能否认中间状态的存在。实际上,理论所要求的纯化状态在现实经济生活中并不完全具备,例如,实行固定汇率制的国家在过去 10 年中大多或高或低地调整过汇率;大多数被归类为自由浮动汇率安排的国家,其货币当局实际上经常干预外汇市场。只有美国的汇率浮动是纯粹自由的,几乎见不到明显的干预。相当一部分国家之所以依然选择介于完全固定和完全浮动之间的中间汇率制度有其正当的理由。所以,在经济实践中,“内在解”比“角点解”更具可行性。换言之,我们可以一方面实现部分的汇率稳定,另一方面实现部分的独立货币政策。例如:当一国发现其货币需求发生波动时,它可以采取有管理的浮动汇率

安排,一方面通过货币政策进行干预,一方面通过汇率的变动进行调节。香港金管局总裁任志刚先生曾经就汇率制度选择问题发表意见,认为对于某些经济体系来说,它们通过对外汇市场、本地货币市场或两个市场均能实施各项管制,有效抑制可能令市场失控的资金流向或活动,这些经济体系也可尝试推行两“角”之间的汇率制度。

第五,即使按照“角点解”的观点来选择极端的汇率安排,还是不能保证免受投机力量的冲击。以货币局制度为例:理论上讲,只有外汇基金完全包含 M_3 而不仅仅是 M_0 时,才能彻底避免投机力量的攻击。而这显然无法做到。货币局制度不能排除货币贬值的可能性,因而也无法使该国免受投机行为的攻击,一旦市场在外来冲击下对货币局维持官方平价的能力和决心失去信心,公众的恐慌性心理及其“羊群效应”往往能对国内金融市场形成巨大压力,从而引发股市、债市的动荡。国际投机力量数度袭击港元就是一个例证。港府为此付出了沉重的代价。货币局制度一方面不能实现独立的货币政策,另一方面又不能够保持公众对货币的信心。货币危机也就在所难免。

上世纪 80 年代末 90 年代初,阿根廷的通货膨胀率高达 4 位数。币值成倍下跌,物价沸腾。90 年代初阿根廷实施“兑换计划”,根据 1991 年的“兑换计划”(1991 年经济部长多卡瓦略班子制定),启用与美元等值的新比索。为此,本币发行与央行黄金外汇储备挂钩。这是阿根廷实施货币局制度的开始。该安排使阿根廷实现了本国货币的稳定,并克服了持续的物价上涨,货币局制度功不可没。但 1997 年亚洲金融危机、1999 年巴西货币大幅贬值严重影响了阿根廷的经济发展,2001 年经济形势更是急转直下,股市、汇市双双下跌,国际收支赤字增大,债务问题岌岌可危,比索汇率明显高估。2001 年 12 月 19 日,经济紧张的格局最终诱发民众的流血冲突,严重的金融危机就此爆发。2002 年 1 月 6 日,阿根廷

宣布放弃实施长达 10 年之久的货币局制度。截止到 2002 年 5 月 3 日,比索已贬值七成以上。在此次阿根廷金融动荡中,投机资本的冲击是不可忽视的因素。面对如此严重的货币动荡,“角点解”能够防范投机冲击的论调显然苍白无力。

自由浮动汇率也无法完全避免货币危机,由于大规模的汇率变动和投机泡沫会经常出现,政治动荡因素增加,即便是货币联盟的中央银行也无法摆脱这样一个普遍的痛苦。

“角点解”的主张者看到了国际投机力量攻击本国货币的可能性和危害性,具有合理的成分,但是这种主张过多地重视汇率制度本身,片面强调资本冲击的影响,而忽视了一国汇率制度选择的其他影响因素,因而具有一定程度的片面性。事实上,在汇率安排上不存在完美的选择,一刀切的论调只是在拒绝大多数新兴市场国家的现实选择。正如经济学家杰弗里·法兰克尔所主张的“没有任何汇率制度对所有的国家来说都是最佳选择,即使对同一个国家来说,也没有任何一种汇率制度适用于所有时期”。仁者见仁,智者见智,有关汇率制度选择的争论还将长期进行下去,聪明的金融家们从中会得到更多的启示。

参考文献:

- [1]任志刚. 汇率制度的两“角”方案[N]. 国际金融报, 2000 - 12 - 21(4).
- [2]易纲. 国际汇率制度的选择[J]. 金融研究, 2001, (8).
- [3]蒋锋. 汇率制度的选择[J]. 金融研究, 2001, (5).
- [4]管涛. 有关现行国际汇率安排的几个问题[Z]. 经济工作者学习资料, 2000, (74).
- [5] Robert. Mundell. *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy Under Fixed Exchange Rates* [M] Macmillan, 1968.

(责任编辑:牛 茜)

Doubts on “Corner Solutions” to Exchange Rate Arrangements

Li Haiyan, Wu Cui - fang

(Economic and Trade University of Hebei, Shijiazhuang, Hebei 050091)

Abstract: Frequent bursting of international financial crises in the 1990s has restarted discussions on the choice of exchange rate arrangements. “Corner solutions” is, for a while, popular and all the rage. This paper raises doubts in five aspects, holding that “corner solutions” is not fit for all countries, there are many other factors affecting the choice of exchange rate regimes other than hot money assaulting. No exchange rate regime is applicable to every country at any time. The view of “corner solutions” is with its one - sidedness.

Key words: Exchange Rate Arrangement; Ternary Paradox; “Corner Solutions”