

# 阿根廷货币局制度分析

孙 仲 涛

梅内姆政府于 1989 年上台后,在阿根廷推行了一系列新自由主义改革。自 1991 年 4 月到 2002 年 1 月为止的货币局制度就是其中的核心内容之一。本文通过对阿根廷货币局制度的分析来说明其新自由主义改革的失败结局。

## 一 货币局制度的特征

货币局制度是指一国或地区实行固定汇率、外汇自由兑换、资本自由流动以及基础货币发行以相应的外汇储备作为准备金这样一种特殊的货币制度和汇率安排。阿根廷货币局制度不仅具有货币局制度的一般内容,而且还有自己的特点。

第一,阿根廷选定美元作为锚货币。货币局制度的基本内容之一是实行固定汇率制或钉住汇率制。在当今世界选择钉住汇率制的国家或地区中,有的选择欧元作锚币,有的选择美元作锚币,有的选择特别提款权作锚币。阿根廷选择美元作锚币。这实质上意味着阿根廷将其货币政策的主导权托付给了美联储,美联储成为阿根廷货币的最后贷款人。同时,这也表明阿根廷已经将本国经济绑在美国的战车上,其经济将随着美国经济的运行状况而波动。

第二,阿根廷货币与美元完全固定。阿根廷的有关法律规定 1 美元=1 阿根廷比索,而且其央行承担维持该法定汇率稳定的义务。从实践上看,阿根廷在其货币局制度崩溃前实行了与美元完全固定的钉住汇率制。这与其他实行钉住汇率制的货币汇率有一定的波动幅度不同,这种状况至少表明阿根廷的固定汇率制相对“僵化”。也就是说,当内外经济基本面发生变化时,其汇率不能做出反映,哪怕是短时间微小的反映。

第三,阿根廷仍然保留了中央银行—商业银行的二级银行体制。尽管国际货币基金组织(IMF)将阿根廷和香港的汇率制度都归入货币局制度,但它们是有区别的。香港实行的是金管局—4 大发钞行—其他商业银行这种三级银行体制。阿根廷实行的则是中央银行—商业银行这种通常的二级银行体制。在该体制中,货币发行权归中央银行,但其央行只有在外汇储备增加的条件下才能按法定汇率发行相应的本币。因此,在货币局制度下,阿根廷尽管保留了央行,但其货币发行的权力被大大削弱,甚至可以说,央行对本国的货币供给、利率和汇率的决定权都已丧失。

第四,阿根廷央行基础货币发行的 80% 以外汇储备担保,其余 20% 以美元化财政券(Dollarised Treasury Securities)担保。美元化的财政券是本国政府用外币计价发行的债券,其信誉低于真正的外汇资产。央行原则上不能持有政府用本币计价发行的债券,但可以持有政府用外币计价发行的债券,并充当其发行基础货币的一部分“外汇储备”。因此,阿根廷央行发行的比索并非完全建立在美元储备基础上,而有一部分(20%)是建立在本国政府的信誉基础上。政府发行美元化财政券的真正目的是为了解决财政赤字。这说明阿根廷的货币局制度从一开始就含有水分。

20 世纪 80 年代,阿根廷深陷债务危机、恶性通货膨胀及经济持续萧条的困境,而阿根廷政府实施的多次经济稳定计划均以失败而告终。新自由主义认为,这些经济稳定计划失败的政策层面的原因主要有两条:一是央行为政府赤字融资得不

OECD: *Argentina in the 20th century*, 1997, pp. 223-

到有效控制;二是爬行钉住汇率制难以稳定汇率,因此,需要实行货币局制度。一方面,美国、IMF、世界银行借阿根廷为摆脱20世纪80年代债务危机而需要国际援助之机迫使阿根廷不得不接受实行新自由主义改革的条件;另一方面,它们又通过培养和输送其代言人来促进这一改革。1991年1月被阿根廷民选总统梅内姆任命为经济部长的哈佛大学毕业生卡瓦略就是这种代言人中的典型代表。新自由主义经济学家卡瓦略任职后在阿根廷实施了一系列大刀阔斧的改革,包括国有企业私有化、贸易自由化、金融自由化、削减政府开支、税制改革等,而货币局制度正是其中最重要的组成部分之一。

## 二 货币局制度崩溃的经济分析

阿根廷实施的货币局制度,尽管能够带来遏制恶性通货膨胀和经济迅速恢复等一时的效果,但最终却摆脱不了崩溃的命运。其基本因素的逻辑有如下6点。

1 实际汇率高估。在货币局制度下,固定的只是阿根廷比索与锚币美元之间的名义汇率,但是,比索对美元的实际汇率则是变化的,而且比索与其他货币之间的汇率也随着美元的浮动而变化。1995年以后,随着美元的持续走高,阿根廷比索对其他货币的实际汇率也升值。1995~2001年阿根廷比索对美元的实际汇率贬值18%,但同期美元对世界其他货币升值35%,因此,阿根廷比索对世界其他货币升值大约17%。对阿根廷比索相对升值冲击最大的是巴西雷亚尔对美元的大幅贬值。同期,巴西雷亚尔对美元的实际汇率贬值95%,而巴西是阿根廷的第一大出口市场,约占其出口的30%。根据贸易权重初步估计( $95\% \times 30\% + 17\% \times 70\%$ ),阿根廷比索同期高估约为42%。这是阿根廷经常项目持续恶化的重要原因。

2 经常项目赤字。导致阿根廷经常项目赤字的重要原因有两个:一个是政府赤字;另一个是货币实际汇率升值,尤其是相对巴西货币雷亚尔的升值。

阿根廷在实行货币局制度的11年里,经常项目一直处于赤字状态,并且在20世纪90年代后期不断恶化,1997~1999年连续3年经常项目赤

字占国内生产总值(GDP)的比重分别为4.2%、4.7%和4.2%。经常项目赤字占GDP比重连续3年超过4%就可被认为经常项目严重恶化。

长期的经常项目赤字,一方面迫使利率上扬以吸引资本流入来弥补国际收支赤字,从而造成了沉重的外债负担,进而高利率又阻碍了生产投资和经济增长;另一方面使市场主体形成货币贬值预期,它同名义汇率和实际汇率严重背离所形成的货币贬值预期结合在一起,对即期汇率形成巨大的贬值压力。

3 货币政策自主权丧失。现代经济学分析表明,对实行资本自由流动的世界经济小国来说,在固定汇率制下,货币政策调节经济无效。固定汇率、资本自由流动和货币政策自主权是一个不可调和的三角,三者不能够并存。因此,货币局制度意味着阿根廷货币当局丧失了用货币供给量和利率手段调节宏观经济的自主权。

货币局制度决定了阿根廷央行不能够用货币供给量来调控经济。因为它只有在外汇储备增加的基础上才能增发基础货币。在经常项目持续逆差的条件下,阿根廷央行外汇储备的增加只有靠资本和金融项目的顺差即资本的净流入。在阿根廷危机爆发前的2000年和2001年,随着资本净流入的迅速减少,央行外汇储备及货币发行也大幅度下降。

货币局制度还决定了阿根廷央行不能够用利率来调控经济。因为“利率平价”决定了其利率水平必须保持与锚币国利率水平的一致。不仅如此,在实际经济运行中,阿根廷货币市场上的比索利率高于美元利率,其国内货币市场的美元利率高于同期美国货币市场的美元利率。前者属于给比索持有者的风险升水的利率补贴,后者则是为了吸引外资。因此,货币局制度导致了阿根廷的高利率,从而阻碍了其生产性投资,如20世纪90年代阿根廷持续的低投资率。尤其是当阿根廷受到外部冲击时,随着出现国内短期资本外逃,其货币供应量就大量减少,利率就会随之大幅升高,从而对投资、产出和就业等造成更大冲击,如2000~2002年的状况。

4 财政赤字。在货币局制度下,由于丧失了货币政策的自主权,阿根廷的宏观经济调控只能倚重财政政策。在阿根廷实行货币局制度的11年

里, 财政赤字一直连绵不绝, 并且在 1995 年以后不断恶化: 1991~ 1995 年财政赤字/GDP 控制在 1% 以下, 1996~ 1998 年为 2% 左右, 1999 年以后不断攀升, 在 4% 左右。

阿根廷在 20 世纪 90 年代后期面临的经济困境是经济增长滑坡、通货紧缩、高失业和经常项目赤字。如果要维持货币局制度, 那么财政政策就必须担负起保持内部均衡—摆脱经济滑坡、走出通货紧缩、降低高失业和保持外部均衡—消除持久性经常项目赤字的功能。由丁伯根法则可知, 这是很难办到的。如果政府实行财政紧缩, 那么可以实现外部均衡, 但经济更加萧条, 失业会更高; 如果政府实行大幅度的财政扩张, 那么则可以实现内部均衡, 使经济走出萧条的困境, 但外部会更加失衡, 经常项目赤字会更加恶化。只有货币贬值和财政扩张相结合才能同时实现内部和外部均衡, 但是阿根廷没有及时放弃货币局制度。而在货币局制度下, 除非有大规模的外资持续流入以平抑利率被迫上扬的压力及协调的供给政策相配合, 否则财政政策不可能同时实现上述内外两方面目标。阿根廷政府最终选择了内部均衡优先, 因此就导致了 90 年代后期的财政和贸易双赤字(90 年代后期阿根廷经常项目赤字连续 3 年超过 4%)。

5 债务危机。为了弥补赤字, 政府只得内外举债。阿根廷政府用外币发行的债券规模远大于用本币发行的债券规模。1996~ 2000 年, 前者从 606.7 亿增加到 886.7 亿, 而后者则从 81.7 亿缩小到 44.1 亿。外币债券的规模不断扩张表明, 本国居民对本币债券失去信心, 不愿再向政府融资; 同时也说明阿根廷以外币融资为主, 2000 年政府用外币发行的债券占政府债券的 95.3%, 占公共部门总债务的 69.3%, 占总外债存量的 60.7%。

在政府持续对外举债的情况下, 阿根廷外债存量不断增加, 从 1990 年的 622.3 亿美元增加到 2000 年的 1461.7 亿美元; 外债/国民收入从 1995 年的 39.0% 增加到 2000 年的 52.6%; 在 2000 年, 仅对外付息一项就占其国民收入的 4.2%, 并且出口收入的 71.3% 要用于当年的还本付息。负债率、债务率、偿债率均远远超过国际公认的安全线。这样, Moody 公司给阿根廷的主权信用评级就逐渐下调, 从 1998 年的 Ba3 到 1999 年的 B1 直至 2001 年的 Ca。于是, 投资者为

规避风险开始资本转移。

2001 年 10 月底, 当阿根廷政府准备与债权银行谈判, 重新安排高达 1500 多亿美元的巨额债务的消息传出后, 阿根廷金融市场出现大幅度的动荡。由于与债权人所进行的债务重组谈判没有达成协议, 迫使阿根廷政府不得不倒账 (default), 从而陷入新的债务危机。

6 货币局制度崩溃。由于市场形成了阿根廷经济将进一步恶化的预期, 外国资本加速抽逃, 国内居民也纷纷提取并向境外转移美元, 阿根廷在短期内国际储备损失惨重。为了应付严重的危机局面, 避免国内银行体系崩溃, 阿根廷政府 2001 年 12 月 3 日颁布法令规定, 从即日起, 任何储户每月提取的存款数额不得超过 250 比索或等值的美元, 个人每月出境带出的外汇不得超过 1000 美元。此举一出, 阿根廷国内发生骚乱, 有 20 多人丧生。最终阿根廷货币局制度于 2002 年 1 月走到尽头。

### 三 货币局制度崩溃的教训

阿根廷货币局制度的崩溃证明了其新自由主义经济改革的彻底失败。近年来包括阿根廷在内的众多发展中国家的金融危机充分说明了当今发达国家所主导的经济全球化的两重性: 一方面反映了生产社会化加速向全球发展的趋势; 另一方面又反映了发达国家金融垄断资本加快在全球扩张的利益要求。发展中国家的金融危机既是发达国家金融垄断资本获取投机等利益的机遇, 又是其全球扩张的结果。发展中国家要想在参与经济全球化中趋利避害, 就必须牢牢地把握自己的经济主权。就货币金融领域而言, 这些主权主要有货币及其政策主权、汇率及其制度选择权、资本跨境流动控制权。

1 货币及其政策主权。在货币局制度下, 阿根廷实行的是货币部分美元化, 即美元部分地替代了本国货币, 如可以被用存贷款、合同及债务的结算工具, 居民和企业可以自由兑换美元等。对任何国家或地区来说, 无论是货币完全被替代还是被部分替代, 都不同程度地意味着货币主权的丧失。它的后果有: 一是铸币税完全或部分地丧失; 二是其中央银行失去最后贷款人功能。就阿根廷来说,

美联储和 MF 成为其最后贷款人。当国内出现货币供给不足时, MF 的贷款和美联储主席的点头就至关重要。当阿根廷急需外部资金以化解危机时, 美联储和 MF 的观望拖延态度对阿根廷来说无异于是灾难。事实证明, 最后的“靠山”是靠不住的!

货币局制度使得阿根廷央行的货币政策无效, 从而使之丧失了在现代市场经济条件下最重要的宏观经济调控手段。这一重要经济主权的丧失, 对处于通缩时期的阿根廷来说简直是灭顶之灾, 而只靠财政政策来实施宏观经济调控则必然导致货币局制度的崩溃和陷入严重的金融危机。

阿根廷金融危机的深刻教训表明, 广大发展中国家牢牢掌握货币及其主权是至关重要的。

2 汇率及其制度选择权。从阿根廷货币局制度的经验教训来看, 该经济主权包括以下 3 个方面。

第一, 汇率制度的选择和调整权。目前广大发展中国家所实行的汇率制度大致有 3 种: 固定或钉住汇率制、浮动汇率制和介于两者之间中间汇率制(爬行钉住汇率制)。弗兰克认为, 最优汇率制度取决于特定国家的不同情况和不同时期。没有一种汇率制度对所有国家来说是最好的, 甚至对某一国家来说, 也可能没有一种汇率制度在所有时期都是最优的。阿根廷的实践表明, 对旨在遏制恶性通货膨胀和实现经济稳定的国家来说, 钉住汇率制是有效的, 但这只应该作为一种短期的过渡性措施, 需要同时准备好一个“退出战略”。当出现通缩趋势时, 就需要退出。有研究认为, 从长期来看, 爬行钉住汇率制容易引起金融危机, 所以各国应该或者选择浮动汇率制, 或者选择超级固定汇率制, 即“中间汇率消失论”。该观点成立的前提是保持资本自由流动。反过来思考, 如果实行资本跨境流动控制, 那么就有可能长期维持这种汇率制度。

第二, 汇率水平的调控权。它一方面要保持短

期汇率稳定以免其剧烈波动对经济造成冲击; 另一方面又要实现长期汇率的调整以使实际汇率变动能够反映内外经济基本面的长期变动趋势, 尤其是要避免本币长期实际升值。阿根廷等发展中国家的教训证明, 汇率高估的代价非常高昂, 而且是近期一些金融危机爆发的主要原因。中国在这方面的成功经验堪称范例。

第三, 区域货币合作主动权。从东亚金融危机到阿根廷金融危机说明, 现行国际金融体系不合理性和发展中国家加强区域货币合作的紧迫性。当代国际汇率制度是以自由浮动的美元、欧元、日元为三极, 其他国家货币的汇率呈多样钉住某种货币或货币篮子的安排, 即“三极多样”的格局。在这种格局中, 发展中国家的货币处于依附地位。当发展中国家面临金融危机冲击时, 中心货币国家的“援助”往往非常“吝啬”或者很不及时, 而且“成本”过高。为了避免多米诺骨牌式的金融危机重演, 发展中国家应该主动加强货币合作以推动现行不合理的国际金融秩序改革。

3 资本跨境流动控制权。发展中国家的金融危机表明, 在资本跨境流动日趋增大的条件下, 任何一种汇率制度都可能导致金融危机。实行超级钉住汇率制的阿根廷是如此, 实行较灵活浮动汇率制的菲律宾是这样, 实行中间汇率制的墨西哥也没能幸免。它们共同的特点是存在较大规模的资本跨境流动。

既然汇率制度同金融危机并没有确切的首要联系, 既然在资本跨境流动的条件下各种汇率制度都不是完全适合新兴市场经济体, 那么何不实行资本控制呢? 资本控制不是绝对地控死, 主要是控制间接资本, 让其停留时间延长, 引导其流入生产性部门, 削弱它的投机性质; 对直接投资, 应该大力支持; 在遭遇外部冲击时, 通过暂时控制为调整争取时间并降低其成本。智利、马来西亚和中国即是较好的例证。

(责任编辑 鲁 渝)