



苏应蓉 著

[illegible]

东亚地区钉住汇率制度的 沉浮与外向型经济发展

**The Fluctuation of Pegged Exchange Rate
Regime in East Asia and Outward-Looking
Economic Development**

苏应蓉 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

东亚地区钉住汇率制度的沉浮与外向型经济发展 / 苏应蓉著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 11

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8696 - 4

I. 东… II. 苏… III. ①汇集 - 货币制度 - 研究 - 东亚 ②外向型经济 - 经济发展 - 研究 - 东亚 IV. F823.101 F131.04

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 189494 号

责任编辑: 白留杰 白 炜

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 李长建

东亚地区钉住汇率制度的沉浮与外向型经济发展

苏应蓉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材中心电话: 88191354 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esbj3@esp. com. cn](mailto:esbj3@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 9.75 印张 230000 字

2009 年 11 月第 1 版 2009 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8696 - 4 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

钉住汇率制度在包括中国在内的东亚国家和地区经济发展过程中有着不可忽视的作用，各国在绝大部分时期里采取的也是该汇率制度。即使在 2005 年中国汇率制度改革后，受着 2008 年全球“金融海啸”的影响，人民币对美元升值显著放慢，甚至在部分时间段内回到了实际的钉住汇率制，这说明东亚国家和地区对钉住汇率制度具有显著的偏好性。

本书将钉住汇率制度置于外向型经济发展战略的背景之中，从时序分析的角度把东亚经济体的经济发展分为经济高速增长时期、货币危机与经济复苏之后三个时期，研究了钉住汇率制度产生、消亡、回归的变化过程与特点，及其与经济增长的相互联系，最后提出这些经济体汇率改革的路径以及与之相配合的发展战略和政策。

对于外向型经济体，长期的、稳定的钉住汇率制度无疑带来了促进贸易与投资的收益。但在外向型发展战略的实施过程中，随着市场的开放与经济的增长，汇率变化的压力越来越明显，使得维持汇率稳定的成本加大，经济失衡越来越明显。当遇上经济冲击时，这种汇率制度阻碍了对经济失衡的调整。

根据不断发展的货币危机与投机模型，东亚各经济体货币状况主要取决于国家的综合国力和宏观经济环境的健全与稳定。对一国货币进行冲击的关键，就在于是否动摇了市场的信心，而这种信心只能来自于本国的经济实力和基础。货币因素反过来对经济基本面变动状况起推动作用。在金融体系较为脆弱而资本较为开放的新兴

经济体中,钉住汇率制度更易出现金融或货币危机。在外向型的经济发展下,当实际经济的萎缩、资本大量流入而同时内需膨胀的经济因素导致经济基本层面开始恶化时,引发投机冲击,是货币危机的根本原因,钉住汇率制度起到了危机的放大作用。

货币危机彻底摧毁了东亚国家和地区的钉住汇率制度,大部分国家采取了浮动汇率制度。但在1998年经济复苏后,实行浮动汇率的各国开始逐渐回归到稳定汇率的路径上。以McKinnon为代表的许多学者通过检验,证实了除印度尼西亚之外的所有的浮动汇率国家已采取高频钉住美元的汇率措施,且在理论界中出现了一些解释东亚钉住汇率回归的新理论,本书认为,东亚经济体钉住汇率回归的原因主要是由这些国家产业结构及贸易结构升级缓慢与金融市场不完善这两个因素决定的,东亚经济体内部紧密的经济联系与共同经济周期也决定了其汇率制度的趋同。

尽管钉住汇率制度的回归是东亚经济体当前经济发展阶段的理性选择,但不论是高频还是低频地钉住美元,这种稳定汇率的干预行为有着难以逾越的内在矛盾与困境。本书通过对“退出战略”的成本—收益分析,认为东亚新兴经济体钉住汇率制已处于收益递减阶段,成本在不断上升,金融危机爆发即体现了其钉住汇率制度的问题。笔者借鉴历史上退出钉住汇率制的实践经验,提出了东亚的汇率改革路径:在现阶段,由于东亚经济体汇率制度转换为浮动汇率制度的条件并不成熟,东亚各国的退出最优战略应为“两极”之间的中间汇率制度,选择一篮子货币的宽带浮动的汇率制度,同时配合宏观经济政策,减小汇率转换时给国内经济带来的冲击。

最后,本书分析了同是实行外向型战略的中国所采取的钉住汇率制度及其变化,认为钉住汇率制度在中国采取外向型战略的经济发展过程中起到了很大的促进作用,但有着明显的收益递减的状态。随着中国在国际经济中的地位不断提高与经济内外失衡的不断加重,钉住美元的汇率制度的退出已经是不可阻挡的趋势,而且也已经走上了打开汇率浮动空间的路径。更重要的是,如何真正与持

续性地退出仍是亟待解决的问题。渐进式的退出是避免对经济失衡纠正过程中所伴随的负面冲击的最佳策略，但人民币升值对解决我国内外经济失衡并不是唯一的灵丹妙药，还需要其他政策进行配合，特别是要调整我国长期依赖于外贸外资的外向型发展战略，实行以内需主导的经济发展战略。

Abstract

The pegged exchange rate policies, which Asian economies including China prefer to adopt in most of period, once served as a sort of positive factor for the economic growth. The latest fact is that, after the Chinese exchange rate reform in 2005, appreciation of RMB has been slowing down conspicuously, even once regressed to the de facto exchange rate pegging US dollar especially when the global financial tsunami emerged up in 2008. In one word, the Asian economies seem to have preference for the pegged exchange rate regime.

The dissertation described the pegged exchange rate policies in East Asia countries. With the chronological method, we divided the economic development of East Asia into three stages: high-growth stage, currency crises stage and economic recovery stage including the period after the reform of Chinese exchange rate in 2005. And then we discussed the evolution of the pegged exchange rate policies of East Asia, their regress characteristics and relationship with economic growth factors. In the end we discussed the reforming methods of the pegged exchange rate policies and their corresponding development strategies and policies.

For the outward-looking growth countries, pegged exchange rate policies promote the trade and investment. But with the development and openness of the outward-looking growth economies, exchange rate variation pressure becomes prominent, and makes it more difficult to main-

tain the exchange rate level; when economic crises comes, the pegged exchange rate policies will prevent recovery of economical imbalance.

With reference to the present development of currency crises and speculation model, the healthy status of East Asia countries is mainly up to the combined nation power and the stability and healthy status of the economical environment. The key element for a country to recover from an economical crisis is the confidence of the market, which based on the nation's economical power and basics. The currency has reverse effects on the variation of a nation's economy. For a fragile financial system and open emerging economies, the pegged exchange rate policies are more vulnerable to economical or currency crisis. With the development of outward-looking economy, when the economy shrinks, capital inflow increases and fundamentals deterioration caused by expansionary internal demands happens; currency crisis will be intrigued with speculation shock. The pegged exchange rate policies will amplifier this crisis.

The currency crisis totally destroyed the pegged exchange rate policy of the East Asia countries. Most countries adopted the flexible exchange rate policy. However, with the recovery of economy, many countries re-take the pegged exchange rate policy after 1998. Many economists, such as McKinnon, investigated on the phenomenon. They found all those countries except Indonesia who adopted flexible exchange rate policy in the crisis changed their currency policy to high frequency US dollar pegging strategy. Some new theories about the pegged exchange rate regression of East Asia countries were published. The dissertation analyzed the phenomenon based on these theories. The analysis showed that the main reasons for the regression phenomenon are the industrial structures of these countries which slowed the upgrade of trade and the imperfect currency market. At the same time, the close economical relationship and common business cycle also are the causes for

the regression to pegged exchange rate policy.

Although the regression is a reasonable choice of present economical development, the intervention on currency stability, no matter it is low frequency peg or high frequency peg, caused internal conflicts and crisis. The dissertation studied the 'exit strategy' theory, the 'cost and benefit' theory and other theories based on the exit strategy theory. And we suggested the new exchange rate policy reforming, especially when the pegged rate policy of East Asia countries was in the stage of diminishing benefits and cost increase. The outburst of economical crisis is the representation of the delay on pegged rate policy. At present conditions, it is still not suitable for the East Asia countries to change their pegged rate policy to flexible rate policy. The optimum choice for those countries should be the intermediate exchange rate between the bi-polars. And these countries should choose the basket currency pegged wideband exchange rate, and use macro-economical policies to reduce the shock to local economy caused by exchange rate policy change.

In the end, the dissertation analyzed the pegged rate policy of China and its evolution. The pegged rate policy also played a very important role in the economical opening period of China. But its performance is now obviously on the diminishing benefit stage. With China's economical importance increase and economical imbalance deteriorate, the exit of pegged US dollar rate policy and adoption of flexible exchange rate policy become unavoidable. The gradual exit is the optimum choice to avoid shock and rebuild economical balance in this change. And appreciation is not the only cure to economical imbalance of China. Other policies are needed to work with. It is absolutely necessary to correct the outward-looking development policy which relies totally on foreign investment and trade, and take the domestic-demand-led growth strategy instead.

目 录

第1章 导 论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 文献综述	3
1.3 研究方法	23
1.4 思路与结构	24
1.5 创新点	26
第2章 钉住汇率制度的理论基础与发展历程	28
2.1 汇率制度的分类与钉住汇率制度的演变	28
2.2 钉住汇率制度中的名义汇率、实际汇率与 经济影响	37
2.3 经济增长过程中选择钉住汇率制度的因素分析	49
第3章 外向型经济发展战略与钉住汇率制度的作用	57
3.1 东亚国家和地区的工业化与外向型发展战略	57
3.2 外向型发展战略中汇率制度的选择与变化	63
3.3 外向型经济中冲击均衡汇率的实际经济因素分析	75
3.4 第二次世界大战后日本钉住汇率制度的经验	92
3.5 小结	97

第4章 钉住汇率制度与货币危机	98
4.1 货币危机理论与汇率制度	98
4.2 第三代货币危机理论下的新斯旺模型与东亚 货币危机	105
4.3 钉住汇率制度对货币危机所起的作用	115
4.4 小结	130
第5章 东亚金融危机后的经济增长与汇率制度	132
5.1 东亚金融危机后汇率制度分析	132
5.2 东亚金融危机之后的东亚各国汇率波动趋于 稳定的经济层面因素	149
5.3 亚洲国家汇率稳定的困境	163
5.4 小结	168
第6章 钉住汇率制度的退出	169
6.1 钉住汇率的持久性	169
6.2 钉住汇率制度的退出战略	174
6.3 钉住汇率退出的历史经验	182
6.4 东亚国家和地区钉住汇率的退出路径	189
6.5 结论	201
第7章 人民币钉住汇率制度的经济分析	202
7.1 人民币钉住汇率制度的历史沿革及其特点	202
7.2 钉住美元制度的经济分析	206
7.3 汇率失调——人民币汇率冲击的实际经济 因素分析	216
7.4 我国维持钉住汇率制度的内在困境	227
7.5 小结	233

第 8 章 新千年全球“金融海啸”背景下钉住汇率制度的退出	234
8.1 人民币汇率目标与经济内外均衡	234
8.2 人民币升值的经济效应分析	246
8.3 钉住汇率的退出战略	256
8.4 退出的政策配合	262
8.5 结论	265
第 9 章 总结与研究展望	266
9.1 总结	266
9.2 研究展望	270
附 录	
东亚国家和地区 1985 ~ 1996 年引力模型回归结果	272
中国 1980 ~ 2005 年汇率波动与出口关系回归结果	276
资产平衡表效应公式	277
参考文献	279
后记	294

第1章 导 论

1.1 问题的提出

在当今主要发达工业化国家选取浮动汇率的国际货币体系下,许多发展中国家、新兴工业国和地区及小型开放发达国家则倾向于将其货币钉住某种主要工业化国家的货币上,即是钉住汇率制度。这种汇率政策是一种介于固定汇率制与浮动汇率制之间的汇率制度。在这种制度下,一个国家的现实汇率既不是围绕货币平价上下波动,也不是随着外汇市场供求状况而波动,而是钉住某一种货币或某一组货币的汇率,随被钉住货币的汇率波动而波动。

许多亚洲国家(地区)在工业化过程中,采取的是把本国的货币与美元挂钩的钉住汇率政策。这些国家为了给国际贸易赢得相对稳定的贸易条件或为降低持续不断恶化的通货膨胀趋势,通过钉住美元以获得实现工业化的良好契机。事实上,不可否认东亚国家和地区钉住汇率制对东亚国家和地区的经济快速增长确实起到了积极作用。其中最为成功的典范就是日本第二次世界大战后20世纪50~70年代的极端钉住汇率制度,它使得日本经济在这22年中实现了根本性的结构变化,从战前及战后初期的半工业化国转变到完全的工业化国,这种汇率制度为日本的经济的发展立下了汗马功劳。

但在世纪之交,金融危机频繁爆发。而从爆发的发展中国家来看,其汇率制度大多选择的还是钉住汇率制,这些国家和地区包括大多数的东亚国家和地区,如中国香港、印度尼西亚、韩国、马来

西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾和泰国。而这也曾被认为是亚洲金融危机的重要原因。危机之后，国际货币基金组织曾建议这些国家的汇率应该进一步自由浮动。事实上，亚洲金融危机也确实冲垮了这些国家实际钉住美元的汇率制度，在汇率被迫剧烈波动一段时期后，各国对汇率制度进行了重新规划与调整，更有弹性的汇率制度安排成为主流。除了中国香港的货币局制度，马来西亚在危机之后走向固定汇率制度（在 2005 年 8 月宣布实行浮动汇率制度）；除此之外，大部分国家宣布采取独立的浮动汇率制度。但在危机过后的两年内，实际运作中各国又重新恢复了钉住美元的制度安排。2005 年中国汇率改革后，即使人民币经历了长期而持续升值，当遇上了 2008 年全球“金融海啸”时，人民币对美元汇率又再次稳定下来。为什么钉住汇率制度在发展中国家尤其是东亚国家和地区如此受欢迎？

从对汇率与汇率制度的理论探讨来看，20 世纪 60 年代起国际经济学界就开始出现对此方面的研究文献。70 ~ 80 年代，随着世界经济越来越紧密的联系，对汇率问题的探讨更是成为研究热点。而 90 年代到世纪之交的墨西哥金融危机、亚洲金融危机和阿根廷货币危机的相继爆发，使国内外经济学家的眼光开始注重到危机发生国同时选取的与美元钉住的中间汇率制度。而几乎这些所有实行钉住汇率制的发展中国家的地区的发展问题都可以被理解为实现工业化的问题，这些国家在相当长时期内保持了快速的经济增长，并被视为发展中国家工业化进程中的成功典范。那么这种钉住汇率制度是否是快速实现工业化的一个有力的推动因素，抑或之后却成为金融危机产生的始作俑者？这时理论界中围绕着金融危机对钉住汇率制的废存展开了激烈争论。而主要的观点都集中在从中间汇率走向两极，即国际资本流动性的提高将促使一国的汇率制度向汇率体系的两极，硬汇率钉住，如货币联盟或货币局，和完全自由浮动转变，也叫“汇率体制中空”的假说。当然也有少数学者提出选择钉住美元的汇率制度的确有益于新兴市场，特别是作为一个

整体集团的东亚美元集团。

但是若要涉及发展中国家的问题,从发展中国家的工业化的实现乃至 20 世纪 90 年代末的金融危机的发生,东亚外向型的发展经历都是不容忽视的。那么对汇率的探讨也是应该置于这种外向型战略的背景下来进行。这样,在外向型战略的工业化过程中,可调整的钉住汇率制度在其中到底起到了怎样的作用。它是否影响到微观主体和宏观经济层面如贸易、货币、产出、储蓄等的运行,而宏观和微观经济层面的因素又是否反过来影响到了名义汇率或实际汇率,从而推动了东亚国家和地区经济周期的产生。虽然近几年来经济学领域都开始注重到宏观经济因素能否系统地对汇率造成影响,并通过计量方法加以论证,但对东亚经济中的宏观和微观等各种因素的汇率关系的理论还较少,并缺乏系统性。本书试图从危机之后东亚各国实际汇率制度的现实角度出发,并结合这些国家与地区的历史经验,论证亚洲国家钉住汇率制度与工业化过程中外向型战略的关系,同时探讨汇率制度是否与宏观经济的波动与实际经济因素之间有着系统的联系,力图提出东亚(包括中国)经济发展战略的结构下未来的汇率发展途径及其相应的经济发展战略。

1.2 文献综述

1.2.1 钉住汇率制度的界定

虽然 IMF 宣称其对各国制度的划分是按照其实际的汇率特征来进行的,但实际的汇率制度的测量在不同的研究方法下是相当不同的。

Obstfeld 与 Rogoff (1995) 将钉住汇率定义为货币当局宣布买卖外汇以维持所承诺的汇率。严格固定汇率则区别与钉住汇率,主要指的是共同货币和美元化。管理浮动与自由浮动属于浮动汇率制度。Frankel (1999) 把钉住汇率制度内容较细化,包括定期调整

的可调整固定钉住制、每周事先宣布汇率干预政策的爬行钉住制度、按一定权重钉住某些国家货币的货币篮子钉住。除了这三种形式的钉住制度,其他分为货币联盟与货币局、美元化的真正固定汇率,在中心平价周围浮动的汇率目标区,及其管理浮动与自由浮动。Fischer (2002) 的钉住汇率制度的定义指的是一种软钉住,包括 IMF 传统的固定钉住制、钉住平行汇率带、爬行钉住和爬行带内浮动,这些都属于中间汇率制度。此外还包括无独立法定货币的汇率安排与货币局制度的严格固定汇率制度,及其管理浮动与独立浮动的浮动汇率制度。

近些年来,对于钉住汇率的实际界定,越来越多的文献对钉住汇率制度进行了“法定上”(De Jure)与“实际上”(De Facto)的区分,如虽然贬值在一些钉住体制中是非常普遍的,但其浮动的范围是在一个紧汇率带中,故对外宣称的法定汇率制与实际汇率特征往往不一致。IMF 1999 年之前以各国对外宣称的汇率制度作为划分的依据,被称为“法定”汇率;之后开始综合考虑各国的汇率信息、货币政策框架、实质的汇率数据的政策倾向,以及储备变化等因素,进行了新的实际的汇率制度安排,正是在认识到这一问题后的举措。

Reinhart-Rogoff (2002) 则采取了一种“自然分类法”的方法,即以事实上的汇率安排为基础,将汇率制度分为五类,固定、有限灵活性、管理浮动、自由浮动和自由下落。钉住汇率制直接定义为从无法定货币到实际钉住汇率制,实际上就是固定汇率。而从事先宣布爬行钉住到实际波动范围在 +2% 以内的爬行汇率带称为有限浮动,从实际波动范围在 +5% 的爬行汇率带到管理浮动为管理浮动,政府不干预的是自由浮动。可见,他们的钉住汇率制的范围较其他要小一些。同时在这五类安排中有 15 个次类安排。自然分类使用五年的跨度期来衡量汇率制度的真正灵活性。考虑五年内保持着一个幅度带。这可以对长期“制度”与制度内的短期的如扩大汇率水平带或重新钉住后的一次性贬值

等因素进行很好的区分。这一分类的特点是将双重汇率和出现严重的宏观经济困难时期单独区分开来,运用复杂的数据,涵盖所有IMF成员国从1946年以来的数据。与其他分类方法相比,这一分类的明显优势为汇率制度的选择的分布、转变与绩效评价提供了丰富的历史性分析。

Ghosh 等人(1997)使用实际上的汇率运动的信息进行分类, Ghost, Gulde 和 Sturzenegger (2003)通过检测混合的法定/实际分类结果的平衡性,重新考察了在“法定”分类的汇率制度下的宏观经济运行状况;另一种分类体系,则是由 Levy-Yeyati 和 Sturzenegger (2002)提出,他们抛弃了法定分类的方式,而是使用单纯统计方法运用于汇率与外汇储备数据,来决定实际的汇率制度的灵活状况。Klein 与 Shambaugh (2004)定义实际钉住为双边汇率在 $\pm 2\%$ 之内,或汇率重新调整后但在12个月中的11月未发生改变。

此外,20世纪80年代,由于汇率持续地与宏观层面偏离,市场难以自发地实现汇率的中期均衡,一种与钉住汇率制度相关的新的汇率制度设计出现,即汇率目标区的提出。它实际上是一种爬行带制度,也被称为“BBC”(Basket, Band and Crawling)规则(Dornbusch & Park, 1999),即一篮子、汇率带与爬行。具体而言,

①钉住一篮子货币的汇率制度:一般而言,对外贸易多样化的国家更愿意采用钉住一篮子货币的汇率制度,由此可以稳定有效汇率而不是仅仅针对单一货币的汇率。这样可以使国家免受贸易竞争力、产出以及由于其他货币汇率反复无常的变动导致的通货膨胀的偏差所造成的冲击。

②宽带浮动汇率制度:设定汇率在中心平价上下10%甚至15%的带状范围内自由浮动。选择宽带浮动汇率制度可以实现以下四个目的:一是宽带自由浮动汇率制度可以确保政府无法精确估计均衡汇率时不至于陷入只能维持不均衡汇率的境地;二是允许中心平价可调节,使其可以同经济基本因素相一致,而不必采用不连续的人为汇率调节造成市场不稳定;三是货币政策具有