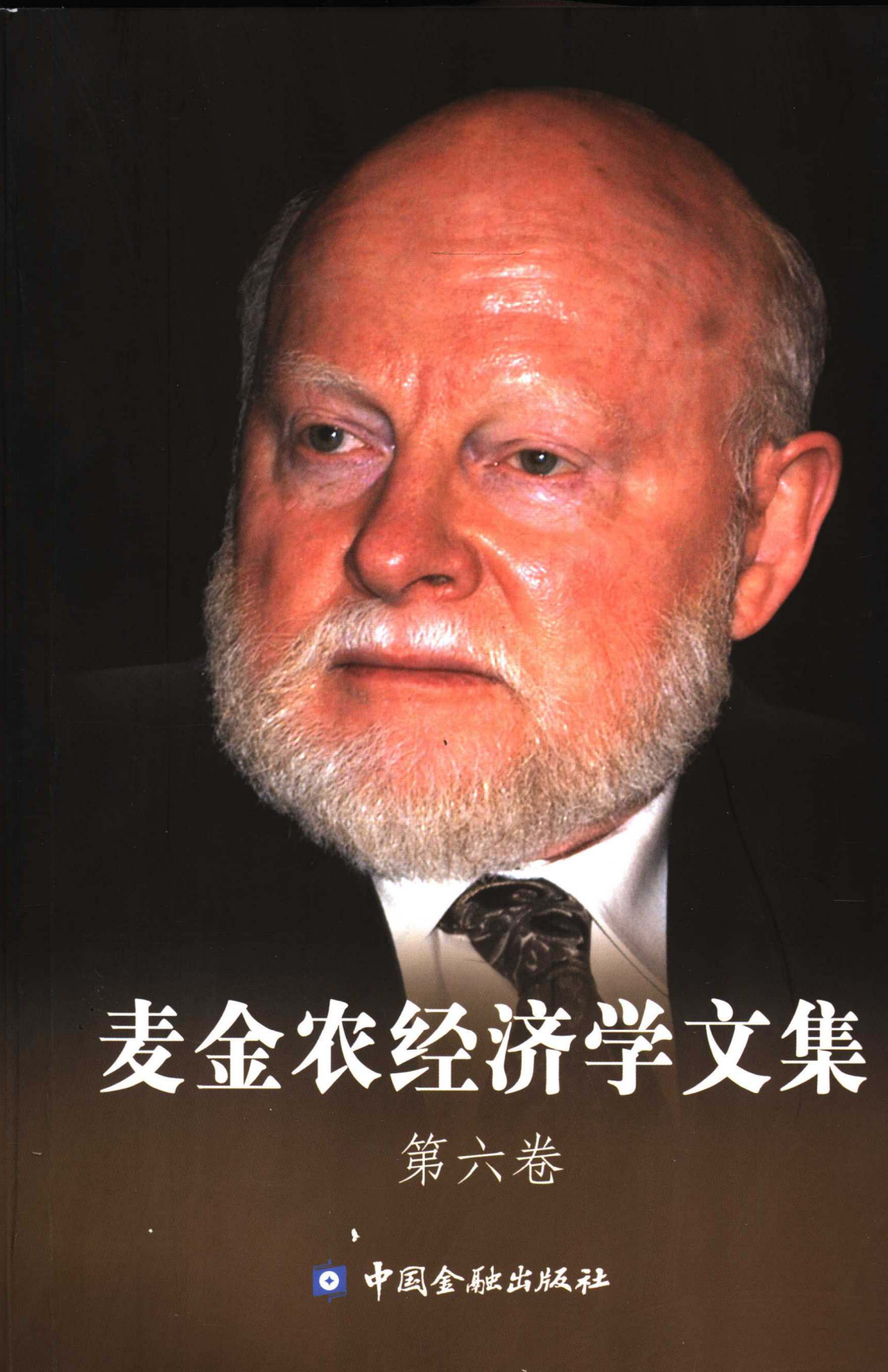


A close-up portrait of an elderly man with a full white beard and mustache. He has a serious expression and is looking slightly to the left. He is wearing a dark suit jacket, a white shirt, and a dark patterned tie. The background is dark and out of focus.

# 麦金农经济学文集

第六卷



中国金融出版社

# 麦金农经济学文集



第六卷



---

## 美元本位下的汇率： 东亚高储蓄两难

*Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard:  
Living with Conflicted Virtue*

---

〔美〕罗纳德·I. 麦金农 著

王 信 何 为 译

陈雨露 校

 中国金融出版社

责任编辑：仲 垣 肖 梦 覃东海

责任校对：潘 洁

责任印制：裴 刚

©2005 Massachusetts Institute of Technology

This translation of Exchange Rate under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue by Ronald I. McKinnon is published by arrangement with Massachusetts Institute of Technology Press.

北京版权合同登记图字 01 - 2004 - 6046

《美元本位下的汇率：东亚高储蓄两难》中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

### 图书在版编目 (CIP) 数据

美元本位下的汇率：东亚高储蓄两难 / (美) 麦金农 (McKinnon, R.I.) 著；王信，何为译，陈雨露校 . —北京：中国金融出版社，2006.10

(麦金农经济学文集；6)

书名原文：Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue

ISBN 7 - 5049 - 4167 - 0

I . 美… II . ①麦…②王…③何… III . ①货币—汇率—研究—东亚  
②美元—汇率—研究 IV . F823.11②F837.126

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 113006 号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京汇林印务有限公司

尺寸 155 毫米 × 235 毫米

印张 14.75

字数 256 千

版次 2006 年 10 月第 1 版

印次 2006 年 10 月第 1 次印刷

印数 精装 1—3000

平装 1—2000

定价 精装 320.00 元 (1~6 卷) 平装 280.00 元 (1~6 卷)

如出现印装错误本社负责调换

## 中文版序言一

非常高兴地见到麦金农教授的新著《美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难》一书即将在中国出版。罗纳德·I. 麦金农 (Ronald I. McKinnon) 是美国斯坦福大学国际经济学教授，当代金融发展和金融压抑理论的奠基人。麦金农教授的研究领域涵盖了国际经济学、经济发展、转型经济以及财政联邦制等诸多领域，其研究兴趣涉及银行和金融市场的监管，以及全球和地区货币体系的演变等。最近几年，麦金农教授的研究对象瞄准了东亚，提出了“东亚美元本位” (dollar standard) 的概念，以解释东亚地区面临的汇率困境。本书汇集了麦金农教授以及他的几位同事在东亚汇率制度、经济发展和货币合作等方面的最新成果。

作者认为，当前人们谈论最多的就是世界经济失衡以及应该如何调整。上个世纪 90 年代以来美国的经常项目逆差日益扩大，已经到了不可持续的地步。由于美国经常项目的持续逆差，2002 年以来美元开始不断贬值，导致欧洲、加拿大和拉丁美洲注入美国的私人资本放缓，美国的经常项目逆差主要依靠亚洲地区的经常项目顺差，即不断增持美元资产来弥补。日益累积的美国经常项目逆差和日益累积的东亚外汇储备成为全球国际收支失衡最为注目的表现形式。1999 年东亚地区（本书涉及的十个东亚经济体）的外汇储备还不到 9000 亿美元，约占全球外汇储备存量的一半。2003 年，东亚地区的外汇储备已经增长到 1.76 万亿美元，约占全球外汇储备存量的 58%。这期间东亚地区的外汇储备增量占全球外汇储备增量的 70%。这种变化趋势具有很大的风险性，东亚地区面临越来越大的汇率困境，一方面，东亚地区普遍面临货币升值压力，保持本国货币稳定的成本越来越高，而且给经济长期发展带来扭曲；另一方面，在美元资产占有很大比例的情况下，东亚地区的外汇储备累积越来越多，美元贬值压力下储备资产的缩水损失就越来越大，东亚国家不愿见到美元长期持续贬值，特别是崩溃性贬值。

为什么东亚经济体有意无意选择了本币钉住美元的汇率制度？为什么亚洲地区会出现外汇储备不断累积的现象？货币升值能够使东亚地区经常项目顺差持续累积的现象发生逆转吗？日元升值告诉了我们哪些经验教训？中国

是否会步日本的后尘？东亚地区如何应对目前面临的汇率困境？麦金农教授在这本新作中提供了一套统一的理论框架，系统回答了上述问题。他明确指出，东亚经济体选择共同盯住美元提供了非正式的名义锚，从而加强了该地区宏观经济的稳定性。与国际机构，某些官方部门以及诸多学者的建议相反，麦金农教授认为东亚经济体选择盯住美元是一种完全理性的选择，更要通过集体行动提高这种汇率制度的可信度，特别是需要美国方面进行合作。浮动汇率、盯住一篮子货币等汇率制度安排均不能解决东亚地区面临的汇率困境。这些观点值得我们思考。

本书引入了高储蓄两难（conflicted virtue）这一概念，解释了东亚地区面临的问题。麦金农教授指出，由于经常项目的持续顺差，大多数东亚经济体已经成为国际债权国。任何无法以本币对外提供信贷的国际债权国都将出现货币错配问题。一方面，随着美元权益不断累积，私人持有者越来越担心美元资产的货币风险，开始抛售美元资产，购买本币资产，本币因此又面临内部升值压力；另一方面，外国竞争对手不断抱怨持续的经常项目顺差是由于货币的人为低估，指责这种“不公平”的货币操纵行为，本币面临外部升值压力。国外要求本币升值的商业压力越大，国内美元持有者就越是忧心忡忡。在这种情况下，债权国政府面临两难的选择，如果允许本币升值，就会引发通货紧缩，经济最终陷入流动性陷阱；如果不让本币升值，国外就会以贸易制裁相威胁。为此，本书提出了一个并非十全十美的解决办法，即每个东亚经济体都尽可能地保持其本币对美元汇率的稳定，实行软盯住美元是现实的选择。

保持国际收支平衡，保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定，是我国宏观经济政策。那么如何平衡国际收支？如何在高储蓄两难的境况下，找到中国的出路？希望麦金农教授的这本新著，会给我们带来许多新的启迪。

是为序。

李若谷

2005年3月

## 中文版序言二

感谢中国人民银行和中国金融出版社的朋友，本书中文版在英文原版推出仅仅 3 个月后就面世了。尽管本书也涉及其他东亚经济体面临的类似的汇率问题，但对中国着墨最多。外国人有时出于好意，有时不尽然，不断地向中国施加压力，要求其放弃非常成功的保持人民币兑美元汇率稳定的政策，使汇率更具有“弹性”。但我在本书中认为，这是不正确的。

外国人自告奋勇地针对中国汇率政策提出建议，并不是最近的新鲜事。1997~1998 年东亚大危机期间，除中国香港以外，包括日本在内的其他东亚经济体纷纷让本币对美元贬值，极大地加剧了中国面临的通缩压力。世界银行首席经济学家以及其他许多学者都建议，中国应采取类似行动，允许人民币贬值，以减轻通货紧缩压力。

值得整个东亚经济庆幸的是，中国并没有理会上述建议。人民币汇率保持 1 美元兑 8.28 元人民币的水平，1998 年 3 月，朱镕基总理宣布在未来几年内，实施著名的“凯恩斯式”支出计划，总额高达 1 万亿美元。部分是由于汇率保持固定，扩张性财政政策非常成功地缓解了通货紧缩压力，使中国在新千年回到持续、快速增长的轨道。但更加了不起的是，中国的汇率和财政政策对周边国家起到了稳定作用，第二章、第五章对此做了阐释。如果 1997~1998 年中国为了增强出口竞争力，允许人民币贬值，那么其他经济体出口带动的经济复苏将更加艰难，危机将更为严重。相反，中国对遭受危机的亚洲经济体的进口需求规模庞大，而且不断增长，有助于这些经济体更快地走向复苏。

进入新千年，中国对美国的双边贸易顺差继续扩大。但由于它对东亚其他经济体存在大量净进口，中国整体贸易顺差小于中美双边贸易顺差。然而许多美国人仍将美国从中国进口制造品视为其巨额贸易逆差的主要原因。20 世纪 80 年代到 90 年代中期，他们正是这样指责日本的。美国政客经常指责其他国家进行不公平竞争，中国所谓的“不公平”竞争表现在人民币被人为低估了，导致中国积累了巨额美元外汇储备。美国财政部长和其他重要官员多次建议，中国应增加汇率弹性，允许人民币升值，以减少中国的贸易顺差。

和美元储备的积累。

但不必苛责美国的政客。更深层次的根源在于不适当的经济理论。甚至许多学者都坚定地认为，对中国这样高度开放的经济体而言，人民币升值将减少中国的贸易顺差。事实上，人民币升值惟一必然的结果是中国经济增长步伐放慢，出口、进口增幅下降，但贸易顺差的变化是难以预测的。我在本书（第三章和第五章）几次提到这个观点，但更全面的分析参见我 1997 年与大野健一合著的《美元与日元》一书的第六章、第七章，该书也已经翻译成中文。

减少中国等高增长国家与美国等低增长国家之间的贸易和政治摩擦，关键是更好地理解国际调整机制。为此，在中文版的第八章之后，我增加了针对性更强的附录“汇率、工资和国际调整：日本、中国与美国的比较”。第八章也讨论了在国际美元本位下，美国应如何扮演更恰当的角色。

感谢本书的译者和中国金融出版社为本书出版所做的努力。

感谢中国人民银行李若谷副行长、中信出版社肖梦女士以及斯坦福大学乔虹女士所做的重要贡献。

罗纳德·I. 麦金农

2005 年 3 月 24 日

## 序 言

没有四位技术分析能力很强的年轻同事的慷慨帮助和支持，我不可能完成本书的写作。他们是：国际货币基金组织的 Rishi Goyal、东京国家政策研究院的大野健一、哈佛商学院的 Huw Pill 和图宾根大学的 Günther Schnabl。从目录中可以看出，他们都是我的合著者，对本书某一章或几章做出很多贡献。某些篇章都曾独立地在专业期刊上发表。我对合著的文章做了修订和编辑，再加上我自己的文章和集子起首、末尾的述评，编成一本完整的关于东亚美元本位的书。

本书导言指出，过去二十年，随着东亚经济体一体化的规模和步伐迅速扩大和加快，它们确实面临着汇率困境。由于日益一体化的该区域没有自身货币亦即“亚元”，美元作为该地区的主要货币，发挥着异乎寻常的作用。在东亚美元本位下，无论债务国还是债权国都面临外汇风险，这种不寻常的状况有助于解释为何该地区的金融依旧是脆弱的。

本书与政治无关，无意批评亚洲各国的政府和政治家。日本的政治家曾受到不公平的指责，理由是他们未能采取果断措施，清理银行坏账，对产业体系进行重组，并实行足够扩张性的国内货币政策，避免持续的通货紧缩。相反，我认为无论是美国的，还是日本的经济学家都没有理解日本通货紧缩的外汇根源。

类似地，小型东亚经济体因将本币软钉住美元，而受到国际货币基金组织和一些学者不公平的批评。他们认为，正是这种汇率安排导致 1997 ~ 1998 年严重的危机。像 20 世纪八、九十年代的日本一样，进入新千年的中国正受到外部的商业压力，要求人民币对美元升值。对此，中国既可能不为所动，也可能屈从。

本书通过建立一个理论框架，说明关于重要的汇率和其他金融问题的传统经济理论到底在哪儿出了错。尽管用高度实证的方法分析东亚经济体之间的相互联系，本书也涉及经济思路和观点，无论它们是对是错。

感谢乔虹小姐在整理此书过程中出色的辅助性研究，感谢马格丽特·麦金农始终有益的、辛苦的编辑工作。斯坦福国际研究所提供了奖学金，斯坦



福国际发展中心提供了额外资金支持。Elizabeth Murry, Ruth Edelglass 以及 Deborah Cantor-Adams 等麻省理工学院出版社的工作人员给予了耐心细致的帮助。

# 目 录

|      |                                      |     |
|------|--------------------------------------|-----|
| 导 言  | 东亚汇率困境                               | 1   |
| 第一章  | 东亚美元本位、害怕浮动与原罪                       | 11  |
| 第二章  | 东亚同步经济周期与日元/美元汇率的波动                  | 45  |
| 第三章  | 1971~1995 年日本的通货紧缩和日元升值综合征           | 67  |
| 第四章  | 日本利率的负风险溢价：流动性陷阱与银行贷款的下降             | 90  |
| 第五章  | 中国是东亚地区的稳定力量还是通缩压力之源？兼论<br>“高储蓄两难”问题 | 113 |
| 第六章  | 过度借债综合征和经济自由化                        | 142 |
| 第七章  | 最优货币区和核心货币：蒙代尔第 I 模型和第 II 模型         | 171 |
| 第八章  | 完善东亚美元本位：应对高储蓄两难                     | 192 |
| 附 录  | 汇率、工资和国际调整：日本、中国 and 美国的比较           | 209 |
| 参考文献 |                                      | 219 |

## 导言 东亚汇率困境

本书实证研究的主要对象是东亚经济体，包括中国、中国香港、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾和泰国。所有这些经济体都曾迅速采用现代技术发展制造业，实现了经济的高速增长。日本在 20 世纪 50 年代和 60 年代、中国从 1980 年到新千年，都经历了惊人的工业发展，迅速增长的出口成为这些经济体成功的主要推动力。对外贸易的发展日益成为一种区域现象：东亚的区内贸易规模与其对世界其他经济体的贸易规模相当。

十年前，世界银行著名的发展经济学家深受东亚前所未见的技术进步、物质和人力资本的增长所感染，充满热情地进行研究，并于 1993 年出版了《东亚奇迹》一书。该书迅速成为世界银行的畅销书，不仅广受一般读者的欢迎，还用于全世界许多国家的经济发展课程。该书不容置疑地赞扬东亚经济体实行“稳健的”国内货币政策和财政政策，尤其是比拉美或非洲国家的政策好得多。但即使在当时也颇有争议的是，该书为国家指导的产业政策大唱赞歌。书中指出，反应灵敏、充满善意的政府可以通过干预，引导信贷或外汇到更有利于社会的投资领域。在很多情况下，这样做是为了推动出口增长。

后来，被誉为出现“奇迹”的经济体在金融脆弱性方面出现两起令人惊讶的事件，使对 1993 年世界银行著作深信不疑的读者目瞪口呆，难以置信。

第一件事是在 1997 ~ 1998 年，短期外汇债务负担沉重的东亚经济体爆发了严重危机。1997 年 5 月从泰国开始，印度尼西亚、韩国、马来西亚和菲律宾的货币相继受到传染性攻击，导致货币大幅贬值，利率上升，国内金融机构和企业大规模破产。金融动荡伴随着产出的急剧下降，直到 1998 年以后，危机国家的经济才有所复苏，重新走上增长之路。人们不情愿地意识到，政府依赖银行向企业发放可疑贷款，银行存在道德风险，承担过高的外汇风险和其他风险，产生了严重的后果，银行、工业企业纷纷走向破产。后来的研究还表明，有关国家经济的整体收益率多年来持续下降。看起来充满活力的韩国经济就是一个最明显的例子。

同样令人始料未及的是，尽管日本拥有现代科技的极大优势，又持有庞大的国际债权，但 1990 ~ 1991 年股票、地产价格泡沫破灭后，日本十年来

迟迟未能恢复元气，而且深受持续的通货紧缩和零利率流动性陷阱之苦。这已成为现代宏观经济学最大之谜。不太引人注意的是，其他与日本同样富裕、科技同样先进，并拥有国际净债权的小型东亚经济体，如中国香港、新加坡和中国台湾等，人们不再以“虎”称之。它们的经济增长放慢，开始出现通货紧缩迹象。但中国在东亚经济体中独树一帜，在高速的经济增长过程中，没有出现严重的宏观经济或金融问题。但我们将会看到，长期而言，货币升值引起的通货紧缩也是一个非常现实的威胁。

本书将阐述与东亚宏观经济看起来不人相关的意外事件，无论过去还是现在都与外汇风险有关。外汇风险的产生，是由于东亚经济体使用美元这一“外部”货币，作为跨境货物和资本结算的工具，尽管这样做是必要的。对债务国而言，流动性强的美元债务是一个威胁，但相对不那么明显的是，流动性美元资产也会损害债权国的利益。汇率和外资流动现实的和潜在的波动，对债权国和债务国都会产生不利影响。奇怪的是，世界银行 1993 年关于东亚“奇迹”的书并未意识到美元的主导地位，以及美元本位如何对东亚产生影响。事实上，该书甚至根本未提美元本位这个词。有关外汇、利率和信贷市场等金融风险管理的细节被忽略了。但无论是过去还是现在，恶魔就隐藏在东亚危机的这些金融细节之中。在以下章节讨论有关细节之前，我们先概述东亚美元本位的运作。

### 东亚美元本位概述

1997 ~ 1998 年危机之前，日本以外的东亚经济体都非正式地将本币钉住美元（第一章）。软钉住美元使这些经济体容易受到日元对美元汇率波动的影响，1995 年年中到 1997 ~ 1998 年日元贬值，给亚洲严重的危机雪上加霜（第二章）。为了减少未来的汇率失调和“热钱”流动，国际货币基金组织（IMF）认为，东亚经济体的货币应该更自由地浮动。有的学者则建议，小型东亚经济体应增加日元在其货币篮子中的权重。但我认为，从每个东亚经济体的角度看，本币钉住美元完全是理性的选择。这样做有利于贸易企业进行套期保值，银行规避汇率风险，以及中央银行稳定国内物价水平。

东亚经济体中央银行的操作印证了我的观点。到 2003 年，每个经济体货币对美元汇率以天来衡量的高频波动，与危机前的水平相比并无显著差异（第一章）。就每月的低频波动而言，小型东亚经济体本币对美元汇率的波动仍高于危机前的水平。然而，如果日本收窄日元对美元汇率波动区间，中国成功地维持 1 美元兑 8.28 元人民币的汇率水平，小型东亚经济体就可能重新回

到危机前的钉住美元的汇率制度，从而极大地促进整个东亚宏观经济的稳定。

### 东亚区内贸易的发展

东亚经济体货币钉住美元，主要不是由于该地区与美国的贸易联系非常紧密。图 1 显示过去 20 年间，东亚区内贸易发展之快令人惊异。随着中国日益成为其他东亚经济体重要的贸易伙伴，2002 年，东亚经济体约 50% 的贸易是在区内进行。而在 1980 年中国尚未全面打开国门进行对外贸易时，东亚区内贸易的比重只有 32%。图 1 还显示，2002 年，东亚经济体对美国出口的比重占其出口总额的 23.1%，从美国进口额只占其进口总额的 14.4%。自 1980 年以来，东亚对美国的贸易比重大体保持稳定。相反，东亚与世界其他地区贸易的相对比重急剧下降。当然，由于东亚经济高速增长，贸易的绝对额并没有下降。

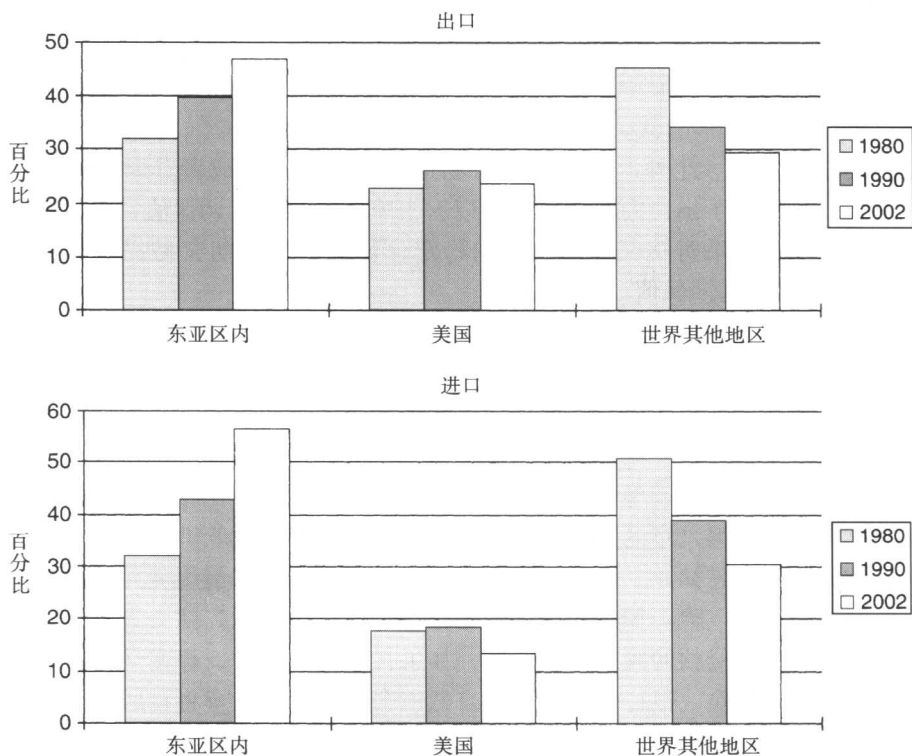


图 1 1980~2002 年东亚区内贸易的发展<sup>1</sup> (占总出口和总进口的比重)

1. 东亚包括中国、中国香港、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾和泰国。

### 美元作为国际货币

与对美国的直接贸易相比，东亚经济体选择美元作为贸易和资本流动的计价货币就显得更为重要。尽管日本是与美国同等重要的东亚的贸易伙伴，但除了直接的对日贸易外，几乎所有的东亚区内贸易都以美元计价。第一章表 1.2 中的韩国例子就非常典型：韩国 85% 的出口、约 80% 的进口是以美元计价，约占总量 12.4% 的从日本的进口则以日元计价。尽管与日本的贸易和投资联系非常紧密，但韩国贸易中日元计价比重之低令人惊讶。就日本与东亚贸易的计价货币而言，美元比日元更为重要。在东亚其他经济体之间的贸易往来中，例如，泰国与马来西亚的贸易，或中国与新加坡的贸易，美元几乎是惟一的计价货币。

### 原罪 (Original Sin)

东亚民间贸易自愿广泛地用美元计值，加之国内金融市场不完善，有助于解释为什么东亚经济体需要稳定本币对美元的汇率。当然，它们并不总是如愿以偿。大多数发展中国家缺乏有广度和深度的本币债券市场，因此，无法以本币进行国际借款。这一现象有时被称为“原罪” (Eichengreen and Hausmann, 1999)。此外，外汇远期市场运营成本很高，或者非常落后。第一章将分析，由于出口商和进口商难以对汇率波动进行套期保值，政府通常千方百计保持本币对美元即期汇率的稳定，长期内为短期交易提供非正式(和不完全)的远期保值。

但对 1997 ~ 1998 年危机前的印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国这些债务国而言，由于私人部门通过银行和其他金融机构举借短期美元债务，风险状况就更为复杂。尽管大多数银行贷款是本币信贷，但债务国的美元负债不断累积，它们无法或由于道德风险等问题不愿进行套期保值。

通常在存在原罪问题的债务国，国内利率的风险溢价比相同期限的美元资产高得多。从第六章的图 6.6 ~ 图 6.11 可看出，东亚“危机”经济体 1997 年以前的情况正是如此。因此，国内企业和银行可能愿意借用美元贷款，却不考虑规避汇率风险。如果银行本身也存在道德风险问题，就会大大强化企业过度借用外汇贷款的倾向。实际上，如果在银行破产时，存在某种正式或非正式的存款保险，银行的道德风险自然就会产生。第六章将在所谓的第三代银行和货币危机模型的框架内，分析这一过度借债问题。随着高风险美元债务的增加，国内利率将进一步上升，导致更多的国外借款没有规避风险，形成一个恶性循环。

在任何有着原罪问题的债务国，货币错配引起的金融脆弱性因期限错配

而变得更加严重。这是因为，相对于贷款和其他银行资产，存款的期限很短，一旦发生货币攻击，国内借款人将不得不立即偿还国外短期美元债务，可能引发货币贬值，实际情况也确实如此。此时国内企业的银行债务急剧上升，甚至出现资不抵债，从而纷纷走向破产。显然，在软钉住汇率制度下，需要通过严格监管，防止银行持有净外汇敞口头寸。

#### 从债务国到债权国

然而，进入新千年后，大多数东亚经济体已成为美元债权国。过去 20 多年来，日本、新加坡和中国台湾的经常项目都是顺差。自 1995 年以来，中国也出现中度的经常项目顺差。韩国、马来西亚和泰国等经济体 1997 ~ 1998 年曾遭受危机之苦，之后经济强劲复苏，出现较大的经常项目顺差，迅速从国际债务国变为国际债权国。然而，日益增加的国外权益并非以本币计值，大部分私人或官方外汇储备持有的对外权益都是流动性很强的美元资产。

#### 高储蓄两难 (Conflicted Virtue)

任何无法以本币提供信贷的国际债权国都将出现货币错配问题，我称之为“高储蓄两难”。具有高储蓄“优点”的国家（大多数国家并不像美国那样！）通常会出现国际收支经常项目顺差，即向外国提供融资。第四章、第五章分别对日本、中国的流动性美元资产累计存量做了实证估计。随着时间的推移，会出现两种情况：

- 随着其美元权益的积累，国内美元资产持有者越来越担心美元资产，会不断转成本币资产，迫使本币升值。
- 外国人开始抱怨该国持续的贸易顺差是由于货币低估，这是不公平的做法。

当然，这两种情况往往交织在一起。国外要求本币升值的商业压力越大，国内美元资产持有者就越是忧心忡忡。当美元资产开始转成本币资产时，政府就会左右为难。因为，如果允许本币升值，就会引发通货紧缩，经济最终陷入零利率的流动性陷阱，尤其在国内外物价水平已经走稳的情况下更是如此。但如果债权国不让本币升值，国外就会以贸易制裁相威胁。因此，债权国的高储蓄两难与债务国的原罪问题实属异曲同工。

就债权国而言，如果本币升值，那么持有美元资产、未进行套期保值的个人和机构将面临风险。例如，日本保险公司对年金持有者的负债是以日元计值，但其很大一部分资产是高收益的美元债券。如果日元对美元升值，保险公司就可能破产。因此，随着一经济体的美元资产不断累积，所有者将越

来越担心美元资产并转换为本币资产，迫使本币升值。如果在国际市场美元价格稳定的同时本币升值，政府就会担心出口企业突然丧失竞争力，随之本国经济将逐步深陷通货紧缩之中。

20 世纪 80 年代，日本的经济总量已经非常庞大，其工业品出口迅速增长，加上巨额经常项目顺差，使之成为美国和西欧工业国家主要的商业竞争者。从 20 世纪 70 年代到 90 年代中期，美国不断“敲打”日本，一方面以贸易制裁相威胁，另一方面要求日元升值。第三章说明，由于 20 世纪 80 年代到 1995 年日元持续升值，日本在 90 年代陷入通货紧缩之中，至今尚未摆脱。从第四章可看出，虽然 1995 年以后没有出现持续的日元升值，由于日元对美元汇率剧烈波动，日元资产利率的风险溢价也是负数。日本的利率逐步走低至零，出现所谓的流动性陷阱，此时货币政策失效，银行新增贷款无利可图。尽管在我写作有关日本的第三章、第四章时，我还没有发明“高储蓄两难”这一名词，但日本首先深受其害。

进入新千年之后，中国出口增长之快令人目瞪口呆。尽管中国的多边经常项目顺差要小得多，但对美国的双边顺差数额巨大（第五章）。这引起了国外商业竞争者、政府和一些学者的重视，他们纷纷叫嚷人民币升值。中国最终会步日本通货紧缩的后尘吗？

问题并不仅限于中国。几乎所有的东亚经济体储蓄率都较高，贸易出现顺差，或多或少都存在高储蓄两难问题，第八章将对此进行讨论。

#### 软钉住美元

由于美元在东亚起主导作用，无论是对存在原罪问题的债务国，还是对存在高储蓄两难的债权国而言，都会产生金融不稳定。一个并非十全十美的解决办法是，每个东亚经济体都尽可能地保持其本币对美元的汇率稳定，减少本国未进行套期保值的美元债务人和美元债权人的风险。因此，我们可以看到，一些东亚经济体回到了危机前实行的非正式软钉住美元的汇率制度（第一章）。

确实，一些国家的政府希望保证本币汇率永远不会发生变动。但如果其周边紧密的贸易伙伴没有采取同样的行动，则任一经济体都不敢承诺实行绝对固定的汇率制度。对汇率完全缺乏弹性的经济体而言，其他经济体改变汇率的溢出效应会产生相当大的风险（20 世纪 90 年代末，当巴西和智利允许本币大幅贬值以后，阿根廷实行了十年之久的钉住美元汇率制度终遭失败）。因此，在成熟的区域性美元本位制尚未出现，同时东亚各经济体还很难协调行动以实现未来“共赢”的情况下，软钉住美元是现实的选择。



当然，所有东亚经济体单方面将本币软钉住美元，将产生同样的宏观经济影响，即美元价格的稳定远远不仅限于每一国家对美国的直接贸易，实际上扩大了稳定的美元价格的有效范围。因此，每一国家的中央银行都可以更多地依靠本币对美元的汇率稳定，来稳定国内价格。这反过来有助于贸易上联系紧密的邻国稳定相互间的价格水平，从而形成良性循环。

只要美国联邦储备银行能像过去十多年那样，保持美元较为稳定的国际购买力，那么东亚经济体将美元作为核心货币以稳定相互间的汇率就是可持续的。可能在很遥远的将来，会出现所谓的“亚元”，它像欧元那样对美元自由浮动，并取代美元目前作为东亚核心货币锚的地位。但在那之前，东亚经济体应通力合作，保持其本币对美元的汇率稳定，可能大体围绕1美元兑8.28元人民币的基准水平，从而稳定相互间的汇率。

## 目的

本书旨在为东亚经济体的决策者打气和提供指南，以实现相互间的汇率稳定。本书，也得出有关如何更好地监管金融机构，尤其是银行，以规避风险，实现汇率稳定的有益结论。在一定情况下，资本管制可作为审慎性银行监管的必要补充。但除了降低债务人和债权人的微观经济风险外，东亚还是一个最优货币区，区内汇率稳定和统一的货币政策可以使宏观经济更加平稳地发展，参见第七章。保持相互间的汇率稳定，有利于各国中央银行更好地借助汇率的名义锚，保持国内物价水平稳定，减少经济周期的波动。与此同时，汇率稳定鼓励私人部门将其持有的资产头寸分散到各个国家。

## 理论框架

我的理论框架不可避免地倾向于浮动汇率的传统理论相左。传统理论一次只考察一个国家，把外部世界仅仅当做被动的客体，其结论是浮动汇率可以作为控制国际收支经常项目的有效工具，使之与外生的资本流动相匹配。当资本流入时（中国当前正是如此），传统理论建议让本币升值，形成与资本流入相匹配的贸易逆差。如果出现1997年泰国和其他危机经济体那样的资本流出，则应让本币贬值，形成贸易顺差。

在我们已出版的《美元与日元——化解美日两国的经济冲突》（1997）一书中，大野健一和我（第六章和第七章）从理论上分析了汇率变动不一定对各国间的贸易平衡（或不平衡）发挥预想的作用。从1971年年初1美元兑360日元到1995年年初1美元只兑换80日元，日元经历了长期升值，但日本1995年的贸易顺差比1971年更大（根据GNP的增长做了调整），同时