



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

CONTROLLING
CURRENCY MISMATCHES
IN EMERGING
MARKETS

货币错配

——新兴市场国家的困境与对策

〔美〕 莫里斯·戈登斯坦 著
菲利普·特纳

(Morris Goldstein and Philip Turner)

李扬 曾刚 译
王传纶 审校



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

货币错配

—— 新兴市场国家的困境与对策

CONTROLLING
CURRENCY MISMATCHES
IN EMERGING
MARKETS

〔美〕 莫里斯·戈登斯坦 著
菲利浦·特纳

(Morris Goldstein and Philip Turner)

李扬 曾刚 译
王传纶 审校

图书在版编目(CIP)数据

货币错配:新兴市场国家的困境与对策/[美]莫里斯·戈登斯坦,[美]菲利浦·特纳著;李扬,曾刚译.-北京:社会科学文献出版社,2005.10

(中国社会科学院金融研究所)

ISBN 7-80190-730-2

I. 货... II. ①莫... ②菲... ③李... ④曾 III. 货币危机-研究-世界 IV. F821.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 086274 号



中国社会科学院金融研究所

货币错配——新兴市场国家的困境与对策

著 者/[美]莫里斯·戈登斯坦 菲利浦·特纳
译 者/李 扬 曾 刚
审 校/王传纶

出 版 人/谢寿光
出 版 者/社会科学文献出版社
地 址/北京市东城区先晓胡同 10 号
邮政编码/100005 网址/http://www.ssap.com.cn
责任部门/财经与管理图书事业部(010)65286768
项目负责/周 丽(ZhouLi@cass.org.cn)
责任编辑/孙振远 屠敏珠 责任印制/同 非

总 经 销/社会科学文献出版社发行部
(010)65139961 65139963
经 销/各地书店
读者服务/客户服务中心(010)65285539
法律顾问/北京建元律师事务所
排 版/北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷/北京智力达印刷有限公司

开 本/889×1194 毫米 1/32 开
印 张/9 字数/141 千字
版 次/2005 年 10 月第 1 版 印次/2005 年 10 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 7-80190-730-2/F·225
著作权合同/图字 01-2005-2470 号
登 记 号
定 价/28.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

中文版序

发展中国家的货币错配和 金融风险

——读《货币错配》一书后的

几点感想

王传纶

近 10 多年来，国际货币金融领域动荡频繁，波及全球许多国家，而以发展中国家受害最为严重。它们本币贬值，资本外逸，外债清偿困难，对外经济交往受到严重影响。在经济全球化的背景下，世界经济的全局也难免受到牵连。许多国家的中央银行和国际经济金融机构随即进行研究并提出相应的报告。设在美国首都华盛顿的非官方机构“国际经济研究所”

也从事这类研究，本书就是其成果之一。

本书作者戈登斯坦和特纳选择发展中国家的货币错配为主题。所谓货币错配，作者指的是这样一种状况：一个经济行为主体——大到一国的政府，小到一个企业或家庭——在其进入国际经济交往时，由于其资产和负债、收入和支出使用了不同的货币来计值，因而在货币汇率变化时，会受到影响。

应该说，货币错配问题是客观存在因而也不容忽视的。以任何一个企业为例，只要进入国际市场，其资产、负债的构成中就会有外币计值的成分，其收入、支出流量中也会有以外币计值的成分，因而汇率的变动必然会影响该企业资产负债相抵后的净值大小，也必然会影响该企业收支相抵后的净流量多少，二者合起来会影响该企业在市场上当前的价值和预期价值。

当然，经济行为主体的情况不同，进入国际市场的方式也不同，因而货币错配对他们的影响大小不同，方向各异，它们自身对这个问题的反应也不一样。更重要的是：货币错配在微观层面上对各种行为主体的影响，必然会叠加和传导到宏观层面，影响整个国家的金融稳定。正因为如此，负责任的金融当局应当研究货币错配问题并考虑相应的对策。

本书作者着重于宏观层面，阐述了下列三方面的问题：

一是货币错配的总体度量。作者认为，从一个国家的外币计值资产减去负债后的净额、外币计值的债务在债务总额中的比重、商品劳务出口减去进口后的净额等等，大致上可以反映出汇率变动对该国总体经济影响大小。为此，作者构建了一项 AECM（实际货币错配总额）指标，试图说明一个国家在总体上货币错配的程度。实际货币错配总额当然有参考价值，但应该结合各国家实情修订补充。

二是货币错配的缘由。作者承认，对发展中国家而言，货币错配的缘由有内外两个方面。国际资本市场不完善，不能为发展中国家提供足够的资金，是外因。但作者认为，外因不是主要的，主要的是内因，那就是，这些国家过去和现在实行的经济政策和制度有很多缺点和弱点，其中最紧要的是固定汇率制度与膨胀性货币政策和财政政策。作者认为，正由于此等缘故，发展中国家的货币错配问题不能解决，才发展成货币危机。作者对发展中国家的货币错配的缘由分析，对外因“宽容”而对内因则“严厉”，这是否“公平”，当然可以商榷。

三是如何控制货币错配。作者所做的缘由分析既

为上述，他们建议的对策合乎选择地就是：实行有控制的浮动汇率制度，把控制通货膨胀率不超过一定水平为货币政策的中介目标。此外，他们也建议：对各个层次（企业、部门、银行、国家）货币错配状况应有监督，银行监管部门应对外币贷款、银行客户的外币资金缺口等密切关注，金融当局应保持足够的外汇储备，等等。此类建议，对发展中国家都是有参考价值的。

中国是发展中国家，经过了几十年的奋斗，方才进入国际市场并取得相应的位置。中国经受过货币错配问题的困扰，过去和现在是这样，将来也不能避免。本书读者对此是有切身体会的，应能对本书所举出的三方面观点，尤其是对第二方面——货币错配缘由分析，做一些切合实际的研究。

发展中国家在其进入国际市场的初期，通常在对外贸易上有逆差，国际融资比较困难。他们的出口企业虽有以外币计值的资产存量和收入流量，但加总起来，数额上通常要低于进口企业承担的以外币计值的负债和行将支付的支出。因而贸易项目上有总体的货币错配问题。贸易项目上的逆差，能否从资本项目上资金净收入来弥补呢？在这些国家的发展初期，实际上相当困难。来自国外的直接投资和金融投资不可能

很多。国际资本市场当时能提供给发展中国家的融资条件比较苛刻而且成本较高。国际组织或某些发达国家会提供一些贷款或资金援助，但数额不会太大，而且通常附带某些条件。货币错配问题得不到控制，会引起大范围的外汇风险：由于外汇可供量与需求量在这个时期不能平衡而引起本币贬值，同时汇率波动。这样的风险如果不能控制，对进入国际市场的企业和其他单位的经营运作不利，对这些国家的开放和发展也不利。

在这样的条件下，不少发展中国家实行固定汇率制度和外汇管制。这是他们当时应对货币错配问题以及防范由此引起的金融风险使其不至于影响开放大局的一种政策选择。政府向进口企业和其他合法需求者按固定价格和规定条件提供外汇，免除了它们购买外汇时的交易风险。但政府相应地会要求出口企业和其他外汇持有者按固定价格交售外汇，由政府集中使用。通过这样的安排，政府和金融当局就把微观层面的外汇风险承担起来，集中起来了。它们实际上充当了“外汇保险公司”的角色。

发展中国家当时做出这样的政策安排，金融当局扮演这样的角色，有内部的、主观方面的缘由，但毋庸讳言，也有外部的、客观方面的缘由。近年来环绕

货币错配问题，有人也提出另外两个观念：“债务不耐”（debt intolerance）和“原罪”（original sin）。所谓“债务不耐”指的是，发展中国家与发达国家相比，在国际市场借债规模都较小。所谓“原罪”指的是，发展中国家很难用本币计值在国际市场上借债，而发达国家则较易于这样做。可以想到，如果没有“债务不耐”和“原罪”这两方面的缘由，货币错配问题虽然还是存在，但外汇风险可以延缓，也较易应付，不至于酿成像货币危机这样的大祸。无论“债务不耐”还是“原罪”，都不是发展中国家光靠自身的努力就能改变的。完善的市场机制应是公平和自由的，但就国际资本市场的实际状况说，发展中国家要想进入并不容易，存在着过高的门槛。

金融当局直接或间接地充当“外汇保险公司”的角色，有其方便之处。外汇资源集中于金融当局，干预市场的能力可以加强。对外借债和融资集中于国家控制的银行金融机构，可以争取到相对较为有利的条件。但这样集中安排，也有缺点。在固定汇率和外汇管制的环境下，在第一线的企业会忽视外汇风险的存在，它们受到保护，也受到拘束，自主经营受到影响，不利于产业发展。更重要的是，外汇风险集中到发展中国家的金融当局，则国际市场上的变数如外币

的升值或贬值将会直接影响国家的金融安全。

在这样的政策和制度安排下，金融当局必然会十分重视国家的外汇储备。为保持偿债和再偿债的能力，必须持有足够的外汇储备。为有效干预外汇市场和保持本币汇价稳定，也必须有足够的外汇储备。何况在当时条件下，外汇是发展中国家的稀缺资源。在一定意义上，固定汇率制、外汇管制、较多的国家外汇储备，三者互相依靠，互相支持，构成了一种防范外汇风险失控的体制。在当时条件下，这种体制有一定的效益，但也有弱点。比如，外汇管制总难免有漏洞，可能有外汇黑市和地下汇率。国家的外汇储备规模很难把握，过高则太昂贵，过低则可能危及金融安全。

当发展中国家经历了艰难的发展初期，在国际市场站稳并进入所谓“新兴经济”的行列中，货币错配问题是否依然存在？外汇风险是否依然不容忽视？原先为防范外汇风险失控的制度安排是否应当调整？对中国经济学界来说，这些问题有重要的现实意义。

当贸易项目上逆差缩小或已转为顺差时，市场行主体仍然会有货币错配问题，但方向已经不同了。它们仍然会有以外币计值的资产存量和收入流量，但总体来看，它们关注的主要是外币贬值的风险，而不

是本币贬值的风险。它们把外汇卖给政府并在需用时按政府定价以本币来买外汇，接受政府的外汇保险安排，这样就能把它们的外汇风险转给政府和金融当局。

新兴经济的国家虽然还有货币错配问题，但由此引起的外汇风险却有了变化。本币贬值的风险不复那么重要，但汇率波动的风险仍需关注。发展初期为应付外汇风险而不得不采取的固定汇率、外汇管制、集中储备三者联结的制度安排，也会适当调整。

国家的外汇储备基本上是以外币计值的金融资产，当外币贬值，此项储备的实际价值将会降低。过高的储备，本身就包含货币错配的因素和相应的外汇风险。但是，适度的国家外汇储备仍是必要的。这是国家干预外汇市场的实力，而对发展中国家来说，为稳定汇率和降低风险，市场干预还是必要的。

对固定汇率制和外汇管制，新兴经济的国家都已做了某些调整。保留固定汇率值的框架但允许法定汇率水平做必要的调整，或本币汇率不是与一种外币挂钩而是与一篮子外币挂钩，这些都是在货币制度中加上某种变动的因素。至于外汇管制，本是一系列的条例规定，发展中国家可以随着时机在内容上灵活调整，放松外汇的管制。新兴经济的国家，在应对货币

错配问题所引起的金融风险时，在政策措施和制度安排上会有更多的选择。与发展初期相比，外部因素（如书中说的“原罪”）的约束作用弱化了，但内部因素的制约作用却可能变得更为复杂了。这正是我们为什么要研究货币错配问题的原因，而阅读本书对此是有帮助的。

王传纶

于中国人民大学财政金融学院

2005 年 5 月

汇率制度改革必须高度关注 货币错配风险

李 扬

—

2004年5月26日，国际货币基金组织中国培训基地在大连落成。借该基地落成庆典之机，中国人民银行和国际货币基金组织在大连联合召开了一次理论研讨会。时值国内外对人民币汇率问题的争执又起波澜，人民币汇率问题自然被确定为这次研讨会的主题。

中国人民银行行长周小川，副行长刘庭焕、李若谷，时任人民银行货币政策司司长易纲、时任国家外汇管理局副局长胡晓炼、时任人民银行金融市场司司

长张晓慧，以及人民银行一些司局的主要官员参加了会议。在外国专家一方，与会的有诺贝尔经济学奖获得者哥伦比亚大学教授蒙代尔（Robert Mundell）、斯坦福大学教授麦金农（Ronald McKinnon）、哈佛大学教授杰弗里·弗兰克（Jeffrey Frankel）、美国国际经济研究所戈登斯坦（Morris Goldstein）、国际货币基金组织基金学院院长里普奇斯（Leslie Lipschitz）、国际货币基金组织基金学院副院长翁崇惠（Chorng-Huey Wong）、国际货币基金组织亚太部副局长唐纳维（Steven Dunaway）、国际货币基金组织亚太部中国处处长普拉萨德（Eswar Prasad）、瑞银华宝（UBS）安德森（Jonathan Anderson）等。一时间，中国这座北方明珠城市将星云集，颇有“华山论剑”之盛。

作为与会的外国专家之一，本书的作者之一戈登斯坦教授不仅做了精彩的专题发言，同时还带来了摆在读者面前的这部新著：《货币错配——新兴市场国家的困境与对策》。据他介绍，由于尚未正式发行，他随身只带来了两本样书；其中一本送给了人民银行的有关部门，另外一本——承蒙戈登斯坦教授错爱——送给了我。

我很快将这部墨香犹浓的著作翻阅了一遍，并且

立刻感觉到有必要将它翻译出来，介绍给国内的有关当局、研究界和广大关心人民币汇率制度改革的人们。原因在于，这部著作详细分析的“货币错配”问题，是一个在广大发展中国家和转轨国家中普遍存在，一旦其汇率水平或（和）汇率制度变动便会立刻痛切地感受到，倘若解决不好便会对其国内金融体系和经济运行带来巨大不利冲击的现象。而对于这样一个与汇率制度改革密切相关，在一定程度上可能决定改革成败的重大问题，国内基本上还没有认真的研究。

当时，关于人民币汇率制度的改革问题，国内已经有了比较深入的讨论，而且在很多方面已经获得了共识。例如，对于人民币汇率制度将向更具弹性的方向进行改革的问题，对于这种改革需要完善有关的体制和机制并需要准备一些必要的技术条件问题，对于改革必须循序渐进、并安排好先后次序问题，对于改革必须充分考虑对周边国家和国际社会的影响等等，朝野基本上没有重大的不同意见（尽管媒体不断炒得沸沸扬扬）。因此，在要不要改的问题基本解决之后，制约人民币汇率制度改革的关键问题实际上已经集中于如何起步，起步之后可能遇到怎样的问题，以及如何解决这些问题等等之上。在我看来，货币错配

就是人民币汇率制度改革之后立即会遇到，因而需要有充分认识，并必须有应对预案的这种问题之一。

二

货币错配是金融全球化的一个普遍现象。根据戈登斯坦教授的定义，“在权益的净值或净收入（或二者兼而有之）对汇率的变动非常敏感时，就出现了所谓的‘货币错配’。从存量的角度看，货币错配指的是资产负债表（即净值）对汇率变动的敏感性；从流量的角度看，货币错配则是指损益表（净收入）对汇率变动的敏感性。净值/净收入对汇率变动的敏感性越高，货币错配的程度也就越严重”。^① 根据这一定义，中国已属货币错配比较严重的国家之一，因为，到2004年底，中国居民持有的外币资产占M2的比重已达27%。^② 如果再考虑到2004年底中国外债余额已经高达2285.96亿美元的现实，错配情况显

① 详见第1章“导论”。

② 2004年底，中国居民持有外币存款1466.58亿美元，当年国家外汇储备6099.32亿美元，据估计，当年中国居民持有约800亿美元等值外币现钞。该年底，中国M2余额为253207.7亿元人民币。

然更为突出。

应当清醒地看到，在货币“错配”条件下，汇率变动预期对国内金融体系和经济运行的不利冲击问题，在中国已经出现。不妨简单回顾一下近几年的经历。如所周知，自从2002年日本率先以“中国向全球输出通货紧缩”为由发难，并进而于2003年要求人民币升值以来，国内已经出现了若干次预期人民币升值的骚动。这种骚动的直接影响之一就是，2003年1~5月、2003年9月、2004年2~6月、2004年11月~2005年1月，国内外币存款都曾出现过净额下降的情况；被从银行中提取或者不再被存入银行的新的外汇资产，都被其持有者换成了人民币。对于一个对外经济交往的规模迅速增长的国度而言，这种现象是极不正常的。进一步的研究发现：2004年高达2067亿美元的外汇储备增长中，有大约1000亿美元不能由国际收支平衡表予以合理解释；这中间，就有相当大的部分归因于国内的外币持有者将其外汇资产兑换成人民币的行为。我们看到，外汇储备的高速增长所造成的人民币的过度投放，正是导致中国人民币汇率升值压力的主要因素之一，而这一压力又是来自货币错配所诱引的外汇投机，外汇投机又使得汇率改革难以找到合适的机会……如此往复，不一