

PEGGING AND ADJUSTING

210 210

F830.7
IV41

可调整的钉住汇率：

钉住与调整

聂丹 著

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

可调整的钉住汇率:钉住与调整 / 聂丹著.

- 上海:上海人民出版社,2002

ISBN 7-208-04099-0

I.可... II.聂... III.汇率-研究 IV.F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 010478 号

责任编辑	忻雁翔
封面装帧	柯国富
美术编辑	王晓阳

可调整的钉住汇率:钉住与调整

聂 丹 著

世纪出版集团

上海 **人民出版**社 出版、发行

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

新华书店上海发行所经销

商务印书馆上海印刷股份有限公司印刷

开本 850×1168 1/32 印张 10.75 插页 2 字数 242,000

2002 年 5 月第 1 版 2002 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—3,100

ISBN 7—208—04099—0/F·852

定价 22.00 元

序

1973年布雷顿森林体系崩溃后,世界进入了浮动汇率制时代,在这一大背景下,各国根据自己的经济发展水平实行了纷繁复杂的汇率安排,可调整的钉住汇率制是其中的一种,我的学生——聂丹的博士论文就是现在呈现在读者面前的这部研究该种汇率制度的专著。我认为这是一项创造性的研究成果,其特色体现在以下几个方面:

第一,在国际货币基金组织的成员国中,虽然宣称自己实行的是钉住类汇率安排的国家数目在逐渐减少,但许多发展中国家、新兴工业化国家和地区及小型开放的发达国家仍倾向于将其货币钉住在某种主要工业化国家的货币上;有些国家通过特殊的制度安排——货币局安排、双边或多边汇率协议即货币联盟——保证其钉住汇率制是“不可调整”的;有些宣称其汇率制度是管理浮动的国家或者在某一时期对于其汇率水平有明确的承诺(如人民币不贬值),或者事实上保持其汇率水平的稳定,当然这些国家或地区并不一定能长期保证其汇率水平固定不变。作者认为,无论多边、双边汇率协议,货币局安排或管理浮动,都可被视为可调整的钉住,只不过其调整的政治成本较大而已,事实上市场参与者也认为它存在着调整的可能性,否则就不会出现1998年的投机冲击;当今世界惟有单一货币如欧元最接近但

也并非不可调整的钉住,因为欧元也并没有消除成员国退出(即调整汇率)的可能性,只不过是这样做政治成本更加增大了而已。这个观点非常中肯,拓宽了汇率研究与管理视野。

第二,在当今主要工业化国家的货币间汇率实行浮动的背景下,为什么某些国家却走向了另一极即实行钉住类汇率安排或区域货币合作(继欧元诞生后国际金融学界又有了对亚元的呼声)?因为从微观上说,钉住汇率制是交易成本最小的一种汇率制度,实行钉住汇率安排可望获得促进贸易与投资等微观经济收益及抑制通货膨胀等宏观经济收益。

但这种汇率制度的负面影响却又一再地暴露出来:自20世纪80年代以来,国际社会已发生了1982年拉美债务危机、1992年欧洲汇率机制危机、1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机及1999年巴西金融危机。因此,如何评价钉住汇率制的利弊得失、如何管理这种折中的汇率制度、如何处理钉住与调整的关系等等就成为国际金融理论中的一系列亟待解决的问题。

1979年美国的保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)教授提出的一个国际收支危机的模型是国际金融学界首次研究钉住汇率制崩溃及货币危机的成果。此后,由于国际金融市场的相对平静,货币危机问题并没有成为国际金融界的研究重点。20世纪70、80年代,国际经济学界热衷于探讨汇率制度选择的标准,如蒙代尔的最优货币区理论,但也没有系统地、具体地研究选择了可调整的钉住汇率制的国家如何管理其钉住汇率的问题。1997年亚洲金融危机过后,国内外经济学界涌现出了一批研究货币危机的文献,但仍然没有出现研究钉住汇率的专著。

因此,本书是国内首部系统地研究钉住汇率的管理问题的专著,我认为该选题既具理论价值又具现实意义,理论起点较高,视角独特,显示了作者对理论生长点的发现能力和学术创新

的勇气。

第三,该书是从经济周期的角度来讨论如何管理可调整的钉住汇率的,即一个钉住汇率在经济从扩张期演变到收缩期的过程中的维持与调整的问题。据我所知,前人很少或尚未从事过将经济周期与钉住汇率的管理结合起来进行系统性分析的工作。

此外,本书吸收了1990年以后国际货币经济学界出现的带有实证色彩的中长期实际汇率的决定理论,从宏观经济内外平衡的角度探讨了工业化和长期经济增长过程中钉住汇率的维持与调整的问题,首次系统地研究了发展中国家工业化过程中的汇率管理问题。比如,作者提出,1997年的亚洲金融危机从汇率管理的角度来看,就是中期汇率对长期均衡汇率的失调及被迫调整。

作者将增长理论与宏观经济理论结合起来解释汇率问题对于发展中国家尤其实用;因为发展中国家(包括新兴工业化国家、地区)的潜在总供给(即充分就业时的产出水平)是不断变化的,而标准的宏观经济学是在假定潜在总供给不变的前提下分析由总需求的波动而引起的经济周期波动,显然,单单用标准的宏观经济分析难以解释成功的工业化中钉住汇率的稳定与不成功的工业化中钉住汇率的不稳定。

因此,工业化过程中的中、长期汇率管理与经济周期内的短期汇率管理相结合,构成了本书完整的不同时期的汇率管理的体系。从这两方面看,我认为本书的理论体系较新颖独特。

最后,本书研究的虽然是钉住汇率的维持与调整问题,但现实生活中的单一货币安排如欧元的稳定与调整的逻辑与此是相似的,或者说是一脉相承的。因此,本书的分析方法对于欧元及今后可能出现的其他区域性货币如亚元的管理也具有借鉴与启

示作用。希望作者今后继续在理论的园地里辛勤耕耘,并密切联系实际、解决现实问题,为中国加入 WTO 后金融及经济进一步开放的情况下的人民币汇率管理建言献策。

潘英丽

2001 年 3 月

目 录

序.....	1
--------	---

绪论.....	1
---------	---

第一篇 钉住汇率维持与调整的一般 理论分析

第一章 钉住汇率维持与调整的初步分析	19
--------------------------	----

第一节 金融市场分析	20
------------------	----

第二节 宏观经济分析	24
------------------	----

第三节 政府的收益与成本分析	27
----------------------	----

第二章 钉住汇率、实际汇率与经常账户的决定.....	35
----------------------------	----

第一节 实际汇率与经常账户的决定	35
------------------------	----

第二节 实际汇率的变动与名义钉住汇率的维持 与调整	38
------------------------------------	----

第三节 单一钉住与钉住一揽子货币	41
------------------------	----

第三章 储蓄—投资余额与汇率的决定	51
-------------------------	----

第一节	经济扩张期的实际汇率	53
第二节	经济收缩期的实际汇率	56
第四章	宏观经济均衡汇率与汇率失调	60
第一节	宏观经济均衡汇率与汇率失调的概念	60
第二节	中、长期宏观经济均衡汇率的决定	68
第三节	IMF 判断汇率失调的方法	82
第五章	面临各种扰动时政府的汇率管理	94
第一节	来自国内的扰动对于钉住汇率的影响	94
第二节	来自国外的扰动对于钉住汇率的影响	106

第二篇 不同时期钉住汇率的维持 与调整

第六章	经济扩张期钉住汇率的维持与调整	115
第一节	扩张性的财政、货币政策与钉住汇率 的冲突	115
第二节	国际收支危机模型	120
第三节	影子汇率与投机冲击模型	125
第四节	由银行融资的投机冲击模型	130
第五节	商品市场上的主动贬值、自促成贬值 与惯性通货膨胀	134
第六节	资产市场动态博弈模型	141
第七节	用钉住汇率治理通货膨胀的名义锚方法	150

第七章 工业化进程中钉住汇率的维持与调整	162
第一节 利用外资实现工业化	162
第二节 东亚经历	167
第三节 银行危机与货币危机	179
第四节 新兴金融衍生工具与新兴市场国际资本 流动中的“集体非理性”	187
第八章 经济收缩期钉住汇率的维持与调整	203
第一节 实际目标方法及 IMF 调整规划	203
第二节 在货币与金融危机中钉住汇率的崩溃	211
第三节 金融危机后的“异端”调整计划	227
第四节 “流动性陷阱”与钉住汇率的调整	241
第五节 1997 年以来的人民币汇率问题	250

第三篇 退出可调整的钉住汇率制度

第九章 退出可调整的钉住汇率制度	271
第一节 转向“不可调整的”钉住汇率制度——货 币局制度	271
第二节 中国香港的联系汇率制	285
第三节 转向管理浮动汇率制	296
附 录	304
参考文献	316
后 记	331

绪 论^①

一、选题的意义及本书的贡献

在当今主要工业化国家的货币间汇率实行浮动的国际货币体系下,许多发展中国家、新兴工业化国家和地区及小型开放发达国家仍倾向于将其货币钉住在某种主要工业化国家的货币上;有些国家通过特殊的制度安排如货币局、货币联盟来保证其钉住汇率(peg)是“不可调整”的,有些宣称其汇率制度是管理浮动的国家或者在某一时期对其汇率水平有明确的承诺(如人民币不贬值),或者事实上保持其汇率水平的稳定,因而也是一种变相的钉住汇率。

为什么钉住汇率制这样受欢迎?而持久的钉住汇率又这样少见?比如,自20世纪80年代以来,国际社会已发生了1982年拉美债务危机、1992年欧洲汇率机制危机、1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机及1999年巴西金融危机。为什么有些曾实行过钉住汇率制的国家会屡败屡战?比如,欧盟在经历了1992年汇率机制危机后,现在反而实行了更加极端的钉住汇率制——单一货币安排;再比如,在1997年亚洲金融危机中受到重创的马来西亚治疗伤痛的首要措施就是重新固定其货币的汇率。这些现实问题就是笔者以“可调整的钉住汇率”(ad-

justable exchange-rate peg)作为著作选题的出发点,这同时也证明了本选题的实用性和现实意义。

继 1979 年克鲁格曼(Krugman, 1979)首次提出了一个国际收支危机的模型之后,由于国际金融市场相对平静,货币危机即钉住汇率的崩溃问题并没有成为国际经济学界的研究热点。20 世纪 70、80 年代国际经济学界热衷于探讨汇率制度选择的标准,如蒙代尔(Mundell, 1961)的最优货币区理论,但也没有系统地研究选择了可调整的钉住汇率制或称固定汇率制的国家如何管理钉住汇率的问题——至少在笔者大量检索中外文献时尚未发现研究钉住汇率的专著。1997 年亚洲金融危机过后,国际经济学界涌现出了一批研究货币危机的文献,但仍然没有出现研究钉住汇率的专著,因此,本书作出了以下的理论贡献:

第一,首次系统地分析了钉住汇率的管理即维持与调整的问题。

第二,首次从经济周期的角度来讨论钉住汇率的管理,即一个钉住汇率在从经济扩张期演变到经济收缩期的过程中的维持与调整的问题。这是对全球经济自 20 世纪 70 年代以来的现实情况的摹拟。

第三,本书参考了 20 世纪 90 年代以来国际经济学界对中、长期均衡实际汇率的研究成果,首次系统地研究了发展中国家工业化过程中的汇率管理问题。比如,1997 年的亚洲金融危机从汇率管理的角度来看,就是中期汇率对长期均衡汇率的失调及被迫调整。因此,工业化过程中的中、长期的汇率管理与经济周期内的短期汇率管理相结合,构成了本书的完整的研究体系。

此外,本书虽然研究的是可调整的钉住汇率制,但现实生活中所谓的“不可调整”的钉住汇率制如货币局安排、对称性货币联盟中的多边汇率协议及单一货币的维持与调整^②的原理与此

是相同的,或者说是一脉相承的,因此,本书的研究成果对于欧元的管理及今后可能出现的各区域性货币联盟的管理也具有启示性。

二、篇章结构

本书共分九章,在结构上作了如下安排:

第一章是对钉住汇率的维持与调整的初步分析,指出在不完全的资本管制或资本自由流动的情况下,钉住汇率的维持与调整是资产市场的参与者与政府共同作用的结果,初步点明了市场参与者与政府的预期及行为方式,并将市场参与者的预期与行为方式归结到政府维持一个钉住汇率的收益—成本的分析之中,从而确立了分析框架。以下各章都可被视为是对此章的细化、解释及案例分析。

第二、三章分析了汇率作为一个实际变量对于商品市场的平衡的作用以及商品市场的供求关系对于汇率的影响,这就是市场参与者形成汇率预期及政府以汇率为工具进行宏观经济管理的原理。

由于钉住汇率的崩溃即货币危机在许多情况下是政府不可持续的政策造成的失调的汇率的被迫调整,因此,第四章介绍了宏观经济均衡实际汇率的概念,作为预测汇率失调的基准和政府管理汇率时的警戒依据。

第五章介绍了政府在面对各种扰动如总需求扰动、总供给扰动时如何用调整钉住汇率的方法进行宏观经济管理,既是为政府的宏观经济管理提供政策指南,又是为读者理解下面将要分析的政府在不同时期的行为方式作个铺垫——因为钉住汇率的放弃与调整可能是政府在没有市场参与者的干扰下主动为之的结果。

以上各章是本书的第一篇——钉住汇率维持与调整的一般理论分析。下面第六章至第八章为本书的第二篇——不同时期钉住汇率的维持与调整,主要分析短期及中、长期内的汇率管理问题。第六章分析了经济扩张期内钉住汇率在政府与市场参与者的共同作用下的维持与调整,第八章分析了经济收缩期内的同样的问题。第七章是别有特色的一章,它分析了实行钉住汇率制的发展中国家在工业化进程中对于钉住汇率的维持与调整的问题,这是中期失调的汇率对其长期均衡值的调整。之所以将这一章内容放在第六章之后讲述,是因为这两章的内在逻辑有相通之处——工业化进程中钉住汇率的崩溃往往也是经济过热的结果。

由于可调整的钉住汇率制这种折中的汇率制度具有以上各章所分析的内在缺陷,因此,一国可能希望用更加极端的汇率制度——“不可调整”的钉住汇率制如货币局安排或管理浮动汇率制来取而代之,以最大限度地凸现可调整的钉住汇率制的某一方面的优点。为此第三篇即第九章分析了可调整的钉住汇率制的退出问题,并详细分析了货币局安排及中国香港的联系汇率制。各国或地区虽宣称其货币局安排下的钉住汇率是“不可调整”的,但在笔者看来,它也是可调整的钉住,只不过是调整的政治成本或称制度成本更大些而已,因此,对它的分析自然是“可调整的钉住汇率:维持与调整”中的应有之义。

在进入正式分析以前,先来对我们的研究对象进行一些界定。

三、对研究对象的界定

1. 可调整的钉住汇率制度。

笔者将当今世界各国的汇率制度分为三大类:自由浮动与

管理浮动汇率制度;可调整的钉住汇率制度(包括政府宣称“不可调整的”的钉住汇率制度如货币局安排下的联系汇率制);单一货币如欧元。笔者界定的“可调整的钉住汇率制度”的概念如下:

可调整的钉住汇率制度是一种政府预先确定、公开承诺本币与被钉住货币——锚币(anchor currency)间实行固定的名义汇率水平并规定汇率水平调整的幅度、条件及方法等的汇率制度。

一个钉住汇率是可调整的钉住汇率制度中政府承诺的一个汇率水平,如 1 美元 = 7.8 港元。

关于这个概念有以下几点需要说明,其中也包含着对本书的研究范围的界定:

(1)可调整的钉住汇率制度结合了固定汇率制与浮动汇率制的特点:在短期内汇率保持稳定,这类似于固定汇率制度;在一定条件下可以进行调整,这又类似于浮动汇率制度。前者如布雷顿森林体系,其基本精神就是可调整的钉住。它规定成员国间实行固定汇率,各国货币对美元的汇率一般只能在平价上下各 1% 的幅度内波动,但在国际收支发生“根本性不平衡”时各国保留改变平价的权利。事实上,在 10% 以下的变动可自行决定,在 10%—20% 之间就需要基金组织同意,在 72 小时内作出决定,对于更大的变动,则没有时间限制。后者如欧元成立以前的欧洲货币体系(EMS, European Monetary System)中的欧洲汇率机制(EEM, European Exchange Mechanism)。

(2)现实生活中有些政府宣称其钉住汇率是“不可调整的”或“不可撤销的”(irrevocable)的,如我国香港特别行政区实行的货币局制度下的联系汇率制,政府通过立法及本币发行有十足的外汇准备等保障措施承诺一个钉住汇率在任何情况下都要被维持。我们之所以要一并研究这种所谓“不可调整”的钉住汇率

制度,是因为任何承诺都可能被打破。在下面的分析中我们将看到,任何政府承诺过的“不可调整的”钉住汇率制度在一定情况下都有被政府主动或被动地调整的可能性,因此笔者将这种所谓的“不可调整”的钉住汇率制度视为一种特殊的可调整的钉住汇率制度,其特殊性不过在于其调整的政治成本较大而已。

(3)可调整的钉住汇率制与爬行钉住、汇率目标区、管理浮动汇率制的区别。

如布雷顿森林体系所示,可调整的钉住汇率制度规定汇率可在中心平价上下一定幅度内波动。政府规定的波动幅度越小,越接近于“钉住”;政府规定的波动幅度越大,越不具有承诺的性质、越接近于浮动汇率制。因此有时很难界定某些汇率安排属于可调整的钉住还是管理浮动。比如爬行钉住汇率制,它允许汇率在一定区域内波动、并可调整爬行的速度,因此代表着对钉住汇率的较松的承诺。有时一个很少调整的、低速度的爬行汇率制也许比一个中心汇率经常调整的可调整的钉住汇率制更加“固定”一些,我们将这种紧密的爬行钉住视为可调整的钉住,而将宽松的爬行钉住视为管理浮动。

管理浮动汇率制一般没有对汇率的取值、波动区域及路径的承诺,虽然政府知道在汇率波动至多大程度上时应干预汇市。如果经过了外汇市场干预以及旨在影响汇率的货币和其他政策的调整后本币价值与外币价值紧密地联系在一起,则这种管理浮动很像僵硬的、仅有很窄波幅的钉住汇率制度。比如,自1997年东亚金融危机以来,我国政府多次承诺“人民币坚决不贬值”而将人民币对美元汇率保持在1美元=8.3元人民币的水平,这就是一个钉住汇率。

可调整的钉住汇率制一般规定了汇率在中心平价上下一定幅度内波动,这一点与汇率目标区相似,但二者还是有区别

的^③：目标区安排可以是汇率变动幅度大、经常调整并对目标区进行保密，也可以是汇率变动幅度小、变动少并将目标公开，前一种做法类似于管理浮动，后一种做法接近于可调整的钉住，但目标区并不正式规定各国政府干预的责任。因此，公开的目标区虽类似于可调整的钉住，但它并不是一种承诺，除非政府承诺将汇率控制在一定的区域内，才可被视为可调整的钉住。

可见，可调整的钉住汇率的实质是一种预先确定的名义汇率，这意味着政府对私人部门的一种明确的承诺。

(4) 钉住单一货币与钉住一揽子货币的区别。

可调整的钉住汇率可以是钉住单一货币，也可以是钉住一揽子货币如特别提款权(SDR)。正如下面第一章将要讲到的，钉住一揽子货币是以本币与一种主要工业国的货币间的汇率来计值的，因此从形式上看，这种名义汇率会经常调整。比如，假定泰国的汇率以美元为计数货币，即 1 泰铢 = X 美元，当美元相对于日元升值时，钉住由这两种货币组成的货币篮子的泰铢就应对美元汇率贬值，这种名义汇率的贬值看似名义汇率的“调整”，但其实正是“钉住”了它的锚币，因为它的锚币是货币篮子。因此，钉住一揽子货币的汇率给人的直观印象不像是钉住汇率而像是管理浮动，因为钉住汇率的实质是一种明确的承诺，而钉住一揽子货币的汇率对于并不精确了解一揽子货币在各时点的币值的私人部门而言，政府的承诺就不那么明确可信了。事实上，有人就是将这种钉住一揽子货币的汇率视为管理浮动。在东亚金融危机发生时，东南亚各国对国际货币基金组织(IMF)申报的汇率制度就是管理浮动，其管理汇率的原则就是钉住以美元为主的一揽子货币，不过在金融危机发生之前东南亚各国的货币并没有根据一揽子货币汇率的变动及时调整，而是僵硬地保持着对美元的固定汇率。不管怎样，本书还是将钉住一揽

子货币视为可调整的钉住。

(5)可调整的钉住汇率制度与单一货币如欧元、区域性货币联盟、货币区的区别。

区域性货币联盟与货币区是一种多边汇率协议,即一国与被钉住国——锚币国以及其他钉住该货币的成员之间就该钉住达成的多边协议。其中货币联盟是一种对称性的货币区,即各成员国维持彼此间的固定汇率的义务和责任是平等的,各国间政策的合作与协调是其典型特征,国际收支赤字国须减少其货币供给,而盈余国将增加其货币供给。而在货币区中,锚币国居于霸主地位,其他成员国的货币均钉住锚币,当成员国的钉住汇率不稳定如面临贬值压力时,通常是成员国单方面承担调节义务,如实行紧缩性的国内政策。货币区是殖民主义时期的产物。

货币联盟,就其发展程度来讲可以分为两种:一种是松散的联盟,即货币一体化还处于较低级的阶段,其表现为:各成员国保持独立的本国货币,但成员国货币彼此之间保持可调整的钉住汇率,对成员国以外的国家则实行自由浮动,各成员国继续采取相对独立的货币和财政政策等。在欧元诞生以前的欧洲汇率机制(EEM)就是一例,欧洲货币体系(EMS)国家的货币对美元实行管理浮动汇率制,但其内部国家的货币之间实行可调整的钉住汇率制度。另一种是紧密的联盟,即货币一体化已经达到很高的程度,表现为:联盟内部通行一种货币,设立一个共同的中央银行,各成员国不再实行独立的货币政策。现在欧元的诞生就是欧洲货币联盟发展到高级阶段的标志。

货币联盟、货币区及单一货币都代表着对钉住汇率的经济上的、制度上的、政治上的完全的承诺。

可调整的钉住汇率制度既包括货币联盟(低级阶段的),又包