

发展中国家的汇率政策： 一些分析的问题



国际货币基金组织
《不定期刊物》选编

比杰·B·阿格威利
莫森·S·科汗 著
皮特·J·蒙蒂尔

中国金融出版社
国际货币基金组织



中财 B0028233

国际货币基金组织
《不定期刊物》选编

发展中国家的汇率政策： 一些分析的问题

CD182/OP

比杰·B.阿格威利

莫森·S.科汗

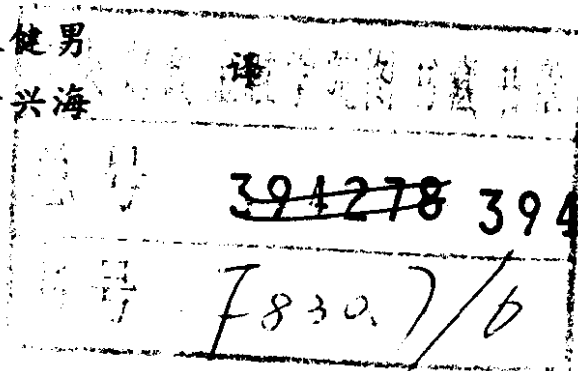
著

皮特·J.蒙蒂尔

王向勇 张健男

王燕之 黄兴海

译



中国金融出版社·北京

国际货币基金组织·华盛顿

(京) 新登字 142 号

责任编辑: 张也男

**发展中国家的汇率政策:
一些分析的问题**

比杰·B.阿格威利
莫森·S.科汗 著
皮特·J.蒙蒂尔
王向勇 张健男
王燕之 黄兴海 译

*

中国金融出版社 出版

(北京西交民巷 17 号)

新华书店北京发行所发行

北京海淀天信公司 排版

国家统计局印刷厂 印刷

*

850×1168 毫米 1/32 1.375 印张 33 千字

1992 年 2 月 第一版 1992 年 2 月 第一次印刷

ISBN 7-5049-0829-0 / F·468 定价: 1.30 元

前 言

这份研究报告是国际货币基金组织研究部起草的。作者包括高级顾问比杰 B.阿格威利、主任助理莫森 S.科汗及处长助理皮特 J.蒙蒂尔。

本报告大量吸收了基金组织许多同事的建议，由于他们人数众多，在此不能一一列出，但应特别提到的是索尔·利松多、德莱诺·维拉努瓦和皮特·威克海姆，他们为这份研究报告提供了大量素材，还有古力默·卡尔沃、莫里斯·戈德斯汀和雅克 J.普拉克也为报告作出了很有价值的评论。本文由对外关系部的戴维·德里斯科负责编辑。研究报告的文责概由作者自负；报告中的观点都是作者们自己的，未必反映基金组织的观点。

目 录

前 言

一、	概述	(1)
二、	发展中国家的汇兑安排和政策	(3)
三、	关于汇率体制选择的一般考虑	(8)
	理想的汇率体制	(8)
	实际的政策影响	(11)
四、	汇率在外部调整中的作用	(13)
	均衡汇率的决定	(13)
	汇率规则、对外竞争力和通货膨胀	(16)
五、	汇率体制与财金纪律	(21)
	固定汇率带来的在资金方面的限制	(23)
	为维持金融稳定而公布的固定汇率的影响	(25)
	赢得信任	(27)
	选择金融稳定的缓冲器	(29)
	汇率调整与财政紧缩	(31)
六、	概括和结论	(34)

表格

1	发展中国家：汇兑安排，1976—1989 年	(6)
---	------------------------------	-----

- 2 按照其汇兑安排各国家组的相对价格、
名义有效汇率和实际有效汇率的变化趋
势，1982-1989年 (7)

一、概述

汇率在小型开放经济中扮演着双重角色。汇率变动可以取得和维持国际竞争性并由此保证一个可生存的国际收支。同时，稳定的汇率可以支撑国内价格。然而，在制定汇率政策时，对于概述以上各个目标的相对重要性问题，在政策制定者和学院派人士之间出现了争论。

本文从汇率政策的分析方面入手，着重强调汇率灵活性、财金纪律和国际竞争性之间的关系。首先应该承认经济研究并未就上述关系达成一致看法。另外，这些关系的性质关键取决于各个国家的实际情况。因此，本文没有在详细阐述统一适用性方面花费篇幅，而是提出了一个独立的分析框架，以使用它来评价汇率政策制定过程中的具体问题。由于讨论集中于对这些问题的分析上，因此没有对具体案例中汇率政策的得失做出判断。此外，尽管大多数分析带有普遍适用性并且对工业国家具有同等效应，但在这里它是针对发展中国家的。

文章吸收了最新的理论成果，以便对经济理论所必须回答的问题，即发展中国家的汇率体制的选择、实际汇率准则和宏观经济稳定之间的关系以及灵活的名义汇率和财金纪律之间的关系作出总结。这里的分析是想综合这些研究成果对发展中国家制定汇率政策有何影响。它详细说明了在决定下列问题时所必须考虑的因素，这些问题是：实行灵活的或固定的汇兑安排、实际汇率准则对宏观经济稳定的影响及固定汇兑安排可以加强财金纪律的条

件。

第二部分描述了发展中国家汇兑安排的演变。第三部分回顾了论述理想的汇率体制的有关文献，后者主要是从对工业国家产出的短期稳定预测发展而来。随后的章节以发展中国家极其关注的汇率问题为重点。第四部分讨论汇率如何影响对外调整，尤其是什么样的实际汇率准则才意味着宏观经济稳定。第五部分分析了汇率灵活性和财金纪律之间的关系。第六部分概述了主要的研究结论及从分析中得出的基本教益。

二、发展中国家的汇兑安排和政策

自本世纪 70 年代中期以来，许多发展中国家改变了它们的汇率体制。他们从钉住单一货币转变为或是钉住一篮子货币，或是采取更为灵活的汇兑安排，在这种安排下，本国货币频繁调整。

表 1 提供了 1976—89 年间发展中国家汇兑安排的模式。发展中国家中，钉住单一货币的国家的比例从 1976 年的 63% 稳步下降到 1989 年的 38%。^①在此期间，那些钉住美元的国家的比例从 43% 减少到 24%。钉住英镑的国家的比例甚至有更明显的下降。实际上，到 1989 年，没有一种货币与英镑挂钩。相比之下，法国法郎维持了原状，因为非洲金融共同体（CFA）法郎区维持了它们的货币联盟协议。

有许多国家选择了将它们的货币钉住特别提款权，以此作为近似估计国际交易中主要货币相对重要性的简便方法。然而，这部分国家的比例已从 1976—83 年的大约 10% 下降到 80 年代末的 5%。相比之下，选择钉住按贸易加权的一篮子货币的国家的比重急剧上升，从 1976 年的 13% 上升到 1989 年的 23%。

越来越多的发展中国家决定将它们的汇兑安排从钉住单一货币转换为钉住一篮子货币，其部分原因是它们希望将主要货币汇率的波动给其经济带来的消极影响减少到最低限度，上述波动自

^①某些被列为固定汇率体制的国家进行了频繁的货币贬值。

1973 年实行浮动汇率制以来时有发生，特别是 80 年代。这些波动给发展中国家造成了各种问题，从贸易商品部门投资盈利的不确定性到公共财政的管理、外债和外汇储备都出现了问题。

发展中国家还愈加依赖于更灵活的汇兑安排，在这种安排下汇率频繁调整。上述安排经常被正式描述为“根据指标调整”、“有管理的浮动”或“独立浮动”，但是这些词汇并未精确地反映出汇兑安排的真实含义，因为在大多数的情况下，尽管汇率频繁调整，但当局仍能有效地制定汇率。为了讨论起见，这些汇兑安排被描述为“灵活的”。^① 如表 1 所示，1976—89 年间，实行浮动安排的国家的比例增加了一倍多，达到总数的 1/3。

发展中国家越来越多地使用更灵活的汇兑安排的原因可以归结为以下几方面因素。首先，许多发展中国家的国内通货膨胀率在 80 年代急剧上升。这种通货膨胀的加速在西半球国家尤为明显，其平均通货膨胀率从 70 年代的 25% 上升到 80 年代末的近 300%，但是一些非洲和欧洲的发展中国家也出现了相同情况。这些国家被迫迅速贬值其货币以避免对外竞争力的恶化。事实上，在上述许多国家中，名义汇率和国内通货膨胀是有机联系的。

其次，与主要货币汇率波动相关的不确定因素促进了更灵活的汇兑安排的使用。如前面所指出的，许多国家采取了钉住一篮子货币的做法以抵销汇率波动对其经济造成的影响。但是，某些国家不愿采用这种汇兑安排，因为这样一来，它将根据事先公布的做法对相对于干预货币的汇率做频繁的调整。这些国家尤其不

① 这种分组方式包括那些采取浮动汇兑安排的国家，在该安排下，汇率由市场决定。但是，发展中国家由于机构和结构原因很少采用浮动安排，尽管也有许多国家试行了拍卖市场。

愿追随主要货币的变化，它们认为这些都是短暂的波动。此外，由于固定汇率制下的货币贬值带有政治烙印，所以越来越多的国家发现采用更灵活的汇兑安排在未经公布的一篮子货币的基础上调整汇率更为有利。这种汇兑安排使得当局利用主要货币的波动来掩饰其汇率的有效贬值，由此避免了公开贬值的政治影响。

考察不同地区的发展中国家采用的汇兑安排以及在不同的汇兑安排下汇率指数的变动是有益的。为了便于考察，那些在1982-89年间汇兑安排未发生根本变化的国家被分成了两组，即采用固定汇率制的国家和采用灵活汇率制的国家。^①除了极少数国家外，非洲和中东的国家采用固定汇率制。亚洲国家一般采用的是灵活汇率制，但也有少数国家的货币是钉住一篮子货币的。欧洲和西半球的发展中国家采用上述两种汇兑安排，其中低通货膨胀的国家一般采用固定汇率制，高通货膨胀的国家采用灵活汇率制。

表2提供了上述两组国家汇率指数变动的情况。就固定汇率国家而言，名义汇率开始是升值的，但1985年以后急剧贬值，反映出美元疲软（在这组国家中有许多国家的货币是钉住美元的）和更加频繁的贬值。尽管这组国家的平均通货膨胀率在上升，但该模式仍可以从实际汇率的变动中反映出来。从整个考察期看，采用固定汇率制国家的实际汇率贬值了大约11%，但这种贬值掩饰了使用不同固定汇兑安排（单一货币、按贸易加权的一篮子货币或特别提款权）的分组国家之间的大量差异。

就灵活汇率制国家而言，积极的汇率政策导致了实际汇率的大幅度贬值（37%）。尽管采取灵活汇率制国家的平均通货膨胀

①选择这一考察期是因为，1982年以后的年份同早期相比各国汇兑安排的模式更加稳定。

率大大高于固定汇率制的国家的水平，但前者的实际有效汇率的平均贬值幅度却比后者高得多。由此，从一般性概念出发（不对因果关系作任何推理），汇率灵活性、对外竞争性的改善以及国内通货膨胀之间似乎确实存在着因果关系。然而，实际汇率的贬值在亚洲国家尤其明显，尽管这些国家采用的是灵活的汇兑安排，但它们的通货膨胀率却维持在低水平上。

表 1. 发展中国家：汇兑安排，1976—89 年^①
(占国家总数的百分比)

分 类	1976	1979	1983	1989
钉住单一货币	62.6	52.1	43.5	38.2
美元	43.0	35.0	29.0	23.7
法国法郎	12.1	12.0	10.5	10.7
其他货币	4.7	2.5	3.2	3.8
(英镑)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(—)
钉住一篮子货币	23.4	23.1	28.2	28.2
特别提款权	10.3	11.1	11.3	5.3
其他(货币篮子)	13.1	12.0	16.9	22.9
灵活的汇兑安排	14.0	24.8	28.3	33.6
根据指标调整	5.6	3.4	4.0	3.8
其他 ^②	8.4	21.4	24.3	29.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：国际货币基金组织《年报》(1982 年)；国际货币基金组织《汇兑安排与汇兑限制报告》(1983 年)；国际货币基金组织《国际金融统计》(1990 年 4 月)。

① 除 1989 年根据年底分类外，其他均以年中分类；不包括民主柬埔寨，其数据未提供。

② 包括下面的分项：“局限于单一货币的灵活性”、“有管理的浮动”和“单独浮动”。

**表 2. 按照其汇兑安排各国家组的相对价格、名义有效汇率
和实际有效汇率的变化趋势，1982-89 年**
(累积百分点变化)

	1982-85	1986-89	1982-89
固定汇兑安排			
相对价格(rp)	4.2	-19.8	-15.6
名义有效汇率(ne)	9.0	-35.6	-26.6
实际有效汇率(re)	4.7	-15.8	-11.1
钉住美元			
相对价格(rp)	3.7	-64.7	-60.9
名义有效汇率(ne)	19.5	-76.1	-56.6
实际有效汇率(re)	15.8	-11.4	4.3
钉住法国法郎			
相对价格(rp)	5.2	18.4	23.6
名义有效汇率(ne)	-1.5	15.8	14.3
实际有效汇率(re)	-6.7	-2.6	-9.3
钉住特别提款权			
相对价格(rp)	4.7	-2.2	2.5
名义有效汇率(ne)	19.8	-20.1	-0.3
实际有效汇率(re)	15.1	-17.9	-2.9
钉住一篮子货币			
相对价格(rp)	4.1	0.9	4.9
名义有效汇率(ne)	1.1	-28.0	-26.9
实际有效汇率(re)	-3.0	-28.9	-31.9
灵活汇兑安排			
相对价格(rp)	-72.9	-101.8	-174.7
名义有效汇率(ne)	-88.3	-123.4	-211.6
实际有效汇率(re)	-15.3	-21.6	-36.9

1. 使用了一个线性对数公式，实际有效汇率 (re) 定义为根据国外价格 (fp) 的加权平均值和国内价格 (dp) 之间的差异进行调整的名义有效汇率(ne):

$$(1) \quad re = ne - (fp - dp) = ne - rp$$

$$(2) \quad ne = \sum_{i=1}^n w(i) \cdot e(i)$$

$$(3) \quad fp = \sum_{i=1}^n w(i) \cdot fp(i)$$

w(i)是双边贸易权重，e(i)是双边汇率（单位国内货币对应的外币），fp(i)是i国用于国内贸易的国内价格指数。

三、关于汇率体制选择的一般考虑

到目前为止，有大量广为人知的理论文献就固定汇率制和灵活汇率制的是非功过进行了评述。本节首先描述这些文献的显著特征，它们主要来自工业国家对产出的短期稳定预测，但是对那些没有遭受严重国际收支挫折的发展中国家来说也是切中要害的。讨论集中在固定汇率制和灵活汇率制在避免经济受到外来和国内影响方面的效应。本节以上述文献对特定情况下采用固定或是灵活汇率制的实际影响的评价为总结，在这些情况中，目标是在低的和稳定的通货膨胀环境下达到产出的稳定。

理想的汇率体制

对于一个小国采用固定或灵活汇率制哪种更好的问题没有明确的、正确的答案。一般说来，对汇率实施理想的管理有赖于政策制定者的经济目标、对经济冲击的根源以及有问题的经济的结构特征。因此，对上述因素作其他假设预计会改变汇率灵活性的理想程度。要想从理论文献指南中获得普遍适用的汇率政策是很困难的。

要说明的第一个问题是理想性的标准。从原则上讲，应该指定和实施一种一般性的与福利相关的标准。但事实是，对这个问题的现代分析都把焦点集中在宏观经济稳定性这个相对较窄的标准上，宏观经济稳定性定义为在随机的短暂冲击下，实际产出、

价格水平和实际消费的变化最小。在这种分析方式下，选定政策目标遇到的问题，选择使任何单一宏观经济变量稳定的方法都要冒使其他与公共福利也许有关的变量产生变动的风险。这种权衡只有用一个福利显函数才能进行，但到目前为止还没有进行过这种综合性的分析。文献中最普遍采用的标准是实际产出的稳定。在这种情况下，当发生各种不利的外来和国内因素造成的随机冲击时，如何最佳管理汇率才能使实际产出与其最高生产能力水平之间的差额最小。

理论文献的一个重要结论是，一般说来，永久地使用固定汇率或完全使用灵活汇率这两种极端情况都不是寻求宏观经济稳定的理想方法。而某些中等程度的灵活性在随机冲击时更有可能成功地促成经济的稳定。事实上，发展中国家最普遍使用的汇兑安排是由这种“有管理的”或“灵活固定的”汇率构成的。随后的问题是在具体情况下应采用怎样程度的灵活性。

在决定汇率是否应固定或调整时，要考虑的一个关键性因素是经济可能受到的冲击的形式。这一观点的形成来自固定汇率与灵活汇率的长期争论。例如，早期关于灵活汇率的争论强调当面临外来名义冲击时汇率调整的隔离特征，即当国外价格水平变动时，国内价格可以通过汇率的适当调整来达到稳定。这样，当外来名义冲击严重时，汇率管理的灵活性被视作是必要的。

早期的文献还为汇率管理对特定国内冲击的反应统一了固定的标准。国内冲击有利于采用固定汇率或是灵活汇率要取决于冲击是货币的（例如，起源于货币市场）或是实际的（例如，起源于商品市场）。当国内冲击以货币冲击的形式出现时，传统的观点认为维持固定汇率对于稳定产出更为有效。如果在固定汇率下货币供给是内生的，那么国内货币市场的骚乱将由国际储备的变化简单地吸收，而不会影响决定经济活动水平的商品市场的供给

—需求条件。相比之下，当国内冲击以实际部门的冲击形式出现时，就应该调整汇率以便通过派生（或撤回）对外需求从而稳定产出。例如，汇率升值将通过引导国外那部分额外需求来缓冲国内需求上升的冲击对产出的影响。

一般说来，如果政策的目标是在暂时冲击下使产出达到稳定，那么在冲击来自国外或国内商品市场时，应该调整汇率，而当冲击来自国内货币市场时，就应保持汇率不变。然而，经济的结构特征，比如对国际贸易的开放性、资本流动性的程度以及劳动力市场的僵化性都会对汇率体制的隔离特征产生影响。

的确，下面的情况可能会得到证明，即经济越开放，如贸易商品部门的比重越大，固定汇率的情况就越严重，因为频繁地调整汇率会给国际贸易带来潜在成本。此外，这种开放使固定汇率更能有效地将国内货币冲击引导到国外。从另一方面看，开放有助于在外来或国内需求冲击下做出旨在稳定产出的汇率调整。当开放使一国在面临外来冲击变得愈加脆弱时，就可能有必要对汇率进行更频繁的调整。基于上述考虑，很明显，开放本身并没有明确地决定选择什么样的汇率体制。

与国内和国外利率直接相关的资本流动性影响着汇率调整在稳定经济中的效应。例如，考虑与扩张性货币政策有关的外部需求的上升和相应国外利率的下降。在固定汇率制及存在资本流动的情况下，国内利率也将下降，同时通过经常帐户加剧了外部需求上升的不稳定效应。在这种情况下，需要对汇率进行升值以稳定国内产出。相比之下，如果外部需求与扩张性财政政策有关，那么伴随而来的利率的上升将抵销较高的外部需求给国内产出造成的不稳定影响。事实上，上述外来冲击对国内产出的净效应可能为负数，这要取决于总需求和总供给函数的各个利率弹性的相对大小。在上述情况下，适当的政策反应将是对汇率进行贬值。

这样，扩大的外来冲击的性质将影响到特定的汇率措施。有一种类似的推理表明，在固定汇率制下，资本流动性程度的上升扩大了既定的国内需求冲击的不稳定效应（通过阻止国内利率的变化，否则利率的变化可以起到稳定需求的作用）。在国内货币冲击的情况下，资本流动性程度的上升可以通过限制国内利率的不稳定运动达到使固定汇率更为有效地促进产出稳定的目的。

工资刚性的程度也与汇率政策的效应有关。名义贬值对宏观经济变量的影响关键取决于名义工资和价格对贬值如何做出反应。在贬值中，名义工资增加的幅度越大，实际工资的变化就越小。这样，当根据价格总水平对工资实行指数化程度越高，以及当经济非常开放时（以便可交易的商品在总价格指数中占有重要的一席），名义汇率变化对实际工资并由此对产出的影响将很小。^① 由此，预期工资指数化对汇率灵活性的影响会很大。

实际的政策影响

以上讨论为汇率的变动提供了许多标准，而汇率的变动取决于经济受到冲击的性质和经济结构特征。但事实上，很难将这些标准适用于具体情况。上述困难不但与了解冲击的来源和识别相应的结构特征的实际问题有关，而且与各种政策目标之间潜在的冲突有关。

识别造成宏观经济不稳定的冲击的性质是件艰巨的事情。经济经常受到不同来源的各种冲击的同时影响，这些冲击不能被精确地识别，更不用说从量上衡量。例如，由于缺乏一个完整的经

^①根据完全指数化下的极端假设，汇率调整在国内冲击面前对于稳定产出完全失效。在这种极端情况下，汇率体制的选择对于产出稳定的预测将是不重要的。