



上海论坛丛书

丛书主编 王生洪 秦绍德 金在烈

主编 陈学彬

# 经济全球化下的 东亚货币与金融合作

Monetary and Financial  
Cooperation in East Asia under  
Economic Globalization

 上海人民出版社



上海论坛丛书  
Shanghai Forum Series

2007

丛书主编 王生洪 秦绍德 金在烈

主编 陈学彬

# 经济全球化下的 东亚货币与金融合作

Monetary and Financial  
Cooperation in East Asia under  
Economic Globalization

 上海人民出版社

# “上海论坛丛书”编委会名单

## 主 编

- 王生洪 复旦大学校长  
秦绍德 复旦大学党委书记  
金在烈 韩国高等教育财团事务总长

副主编 许 征 复旦大学副校长

## 编委会成员(按姓氏笔画排序)

- 石源华 复旦大学韩国研究中心主任  
许 征 复旦大学副校长  
吴景平 复旦大学亚洲研究中心主任  
李志青 复旦大学上海论坛办公室主任  
沈丁立 复旦大学美国研究中心主任  
金 泽 韩国高等教育财团国际学术部部长  
信 强 复旦大学上海论坛办公室副主任  
袁志刚 复旦大学经济学院院长  
郭有德 复旦大学上海论坛办公室副主任  
康泰硕 韩国高等教育财团国际学术部科长  
彭希哲 复旦大学社会发展与公共政策学院院长  
樊勇明 复旦大学日本研究中心主任

# 本书编委会名单

主 编 陈学彬

副主编 刘红忠

编委会成员(按姓氏笔画排序)

刘红忠 陈学彬 张金清 张宗新

姜波克 蒋祥林

## 上海论坛共识： 亚洲的和谐发展将造福全世界

亚洲经济增长与社会发展对世界具有重要的影响。亚洲各国文化多元,制度各异,人口众多,优势互补,经济繁荣。在新一轮经济全球化浪潮下,亚洲各国正在经历深刻的制度变革、结构重组和经济增长方式转变,新的发展与合作空间日益增大,快速成长的亚洲城市已开始扮演全球网络节点的重要角色,这增强了亚洲和全球的活力。

由于地缘和文化的的原因,亚洲各国在历史上保持了长期的互动和协作发展,共同为亚洲和世界文明作出了重要贡献。20世纪中叶以来,亚洲较为成功地整合了政府与民众的目标,使发展的速度不断加快,表现出不同于世界其他地区的特征。亚洲的崛起由日本率先开始,随后是韩国、新加坡等东亚及部分东南亚国家和地区,创造了“东亚奇迹”。始于1978年的中国的改革开放,使这个具有13亿人口的发展中大国经历连续28年的高速经济增长。与此同时,印度经济也在快速崛起。

亚洲经济社会发展也面临着诸多严峻的挑战:亚洲许多国家和地区承接了全球的制造业转移,形成了以制造业为主的产业结构,导致能源过度消耗和环境恶化;金融领域的不断开放,带来金融风险及其传导效应增加;等等。

过量消耗资源和污染环境的发展模式已难以为继,亚洲国家和地区已经或正在步入资源节约型的发展模式。能源问题关系各国的经济安全和可持续发展,能源安全是国际社会共同面临的难题,所以,能

源合作应该成为亚洲区域合作的重要组成部分。

经济的一体化需要金融市场的一体化。全球金融市场一体化既促进了资源的有效配置,又给世界各国带来了更多的金融风险。亚洲各国、各地区和各金融中心,应以亚洲的共同繁荣和稳定为目标,加强金融合作,增强应对金融风险和促进经济社会稳定的能力。各国政府必须建立一套安全有效的地区汇率协调机制,维持汇率的动态稳定,消除各经济体之间汇率恶性竞争的基础。

中国在世界经济中发挥着越来越重要的作用,中国的汇率制度与货币政策对其周边国家也有着重要的影响。人民币汇率形成机制的改革是中国主动适应国际汇率形成机制的重要举措;人民币汇率的合理调整,体现了中国的大国责任。中国将积极参与和推动东亚金融货币领域的合作,进一步深化金融改革,促进亚洲共同市场的建设。

拥有多元文化的亚洲各国、各民族,共同传承着古老而灿烂的文明。亚洲各国、各民族应该增进跨国家、跨地区、跨民族的文化沟通与交融,经济往来与合作。亚洲曲折的历史还告诉人们,只有和平共处、平等合作、互济互助,才能和谐发展、共同繁荣。

**亚洲的和谐发展将造福全世界!**

## Contents 目录

- 1 | 上海论坛共识：  
亚洲的和谐发展将造福全世界
- 1 | 美元本位制下东亚国家管理浮动汇率制的比较研究  
许少强 庄后响
- 52 | Is the Misalignment of the Renminbi a Myth or Reality? Implications for Monetary Policy  
Jean Etienne Carlotti and Zouhair El Kadhi
- 79 | 证券监管、执法效率与投资者保护——基于国际经验的一种实证分析  
张宗新 朱伟骅
- 106 | Sequencing of Economic Integration in Asia: Trade First, then Money?  
Michael G. Plummer and Ganeshan Wignaraja
- 144 | 贸易自由化、景气预期与人民币汇率制度选择  
许振明
- 182 | Reform of RMB's Exchange Rate and Regional Monetary Cooperation  
Etsuko Katsu

- 199 | 汇率协作:东亚国家和地区汇率制度选择的困境与  
对策  
杨胜刚 黄文青
- 221 | Exchange Rate Cooperation in East Asia — Why a  
Basket Approach may be Best  
Peter Wilson
- 246 | Aftermath of Currency Appreciation: Comparison of  
Sino-Japanese “Anti-bubble” Approaches  
Ding Jianping and Pan Chengzhang
- 258 | G3 Plus 1: Renminbi in the International Monetary  
System  
Kuo-chun Yeh



# 美元本位制下东亚国家管理浮动汇率制的比较研究

许少强 庄后响

## 一、新加坡的管理浮动汇率制

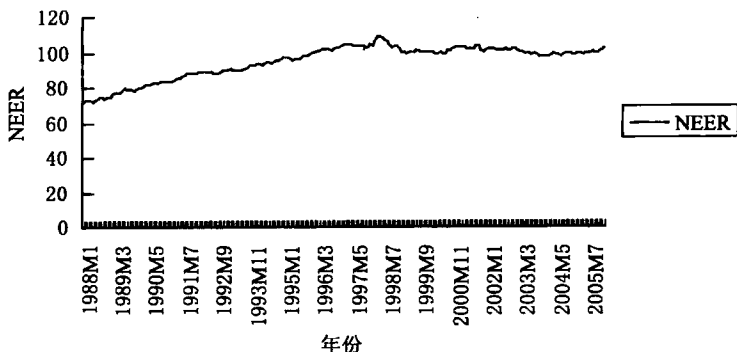
新加坡经济对进出口的依赖性很高,进出口额相当于其 GDP 的 1.5 至 2 倍。新加坡对进出口的高度依赖使得其国内价格水平和经济增长对汇率波动高度敏感。根据洛(Low, 1994)的计算,新加坡进口价格指数每增加 1%,在两年内将导致批发价格同比例上涨,而消费物价指数上涨 0.7%。

新加坡货币政策的最终目标为保持价格稳定基础上的经济增长<sup>1</sup>,因而选择汇率水平作为其中介目标,因为将汇率作为中介目标,稳定通胀的最终目标就比较容易达到。

### (一) 新元汇率波动的两个阶段

1988 年以来新加坡元的名义有效汇率(NEER)波动可分为两个阶段:

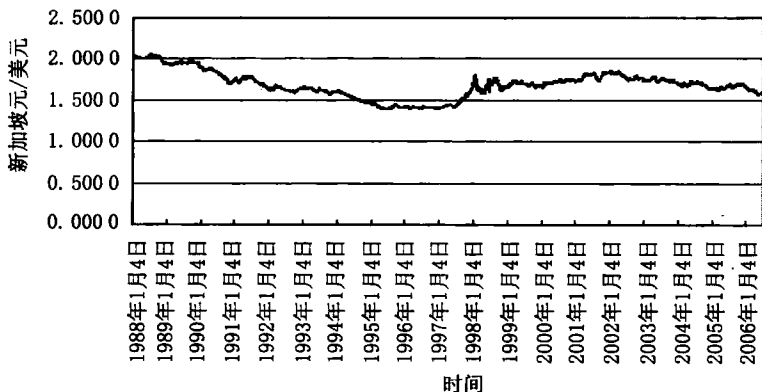
第一阶段,1988 年至 1997 年是新元名义有效汇率升值阶段(参见图 1)。这个阶段反映了外部需求和 GDP 的增长(每年平均约 9.2%)情况,NEER 累计升值 30%,每年约 3%。汇率升值是为了将通货膨胀率控制在一定的范围之内,这段时期平均的通胀率为 2.4%。



数据来源:IFS。

图1 新加坡元的 NEER

同时,新元对美元汇率也一直持续稳定的升值,1988年1月的汇率为1美元兑2.02新元,到1995年升为1.40新元。接下来的两年间一直稳定在这个水平附近(见图2)。



数据来源:美联储圣路易斯网站。

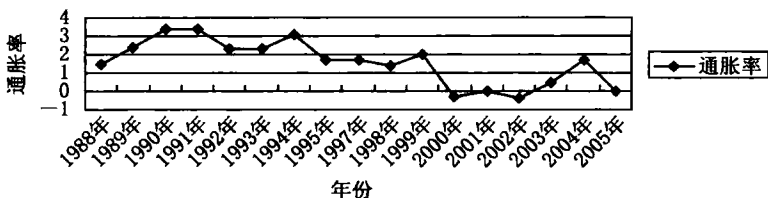
图2 新加坡元对美元的汇率

第二个阶段是1997年7月至今。亚洲金融危机的传染和该区域货币的竞相贬值严重影响着新加坡经济。新元对美元汇率从1997年7月的1美元兑1.43新元贬值到了2000年10月的1美元兑1.76新元,但NEER却是不贬反升,原因是新元相对于泰铢、马来西亚林吉特,特别是印尼盾大幅升值。1998年中旬,危机开始加深,新加坡经济开始显

现疲势,在没有通胀压力下,新加坡金融管理局(MAS)开始放松汇率政策。随着经济的复苏,汇率政策的首要任务又回归为控制通胀,NEER又开始逐渐升值。但是,新元对美元的波动性增加,主要原因是发达国家货币汇率间的波动,以及新元货币篮子中增加了日元的比重。

## (二) 新加坡管理浮动汇率的经验

新加坡金融管理局长期实行强势新元政策,通过逐渐、有序的升值,迫使国内实行产业升级,提高竞争力,同时达到控制通胀的目标。根据 MAS2001 年 2 月《新加坡的汇率政策》报告,1988 年到 2001 年期间,新加坡的通胀率(CPI)保持在低水平(见图 3)<sup>2</sup>,平均通胀率为 1.57%,通胀率远低于同期 OECD 国家。<sup>3</sup>



数据来源:www.singstat.gov.sg。

图3 1988年至2005年间新加坡的通胀率

从事后来看,新加坡管理浮动汇率是成功的。

新加坡从1987年12月至今一直实行管理浮动汇率制(managed float)<sup>4</sup>。其汇率制度是货币政策的核心。它具有以下特点<sup>5</sup>:(1)独特的货币发行机制。新加坡金融管理局(MAS)充当中央银行的角色,但不负责货币的发行,货币发行由独立的货币政策委员会实施。货币发行必须有100%的外汇储备为发行基础。(2)新加坡采用的是一种独特的管理浮动汇率模式,一般把它称为“BBC体系”:B是一个“货币篮子”(basket),其中各种货币的权重取决于与其贸易关系紧密国家的贸易权重。另一个B是汇率目标区(band),当汇率在区间内波动时,MAS不进行外汇市场干预;而当汇率过度波动,超出区间的范围时,MAS实行逆向干预,把汇率拉回区间内。C是爬行(crawling)

钉住,当国内外经济基本面发生变动时,允许汇率小幅变动以符合经济基本面的变化。

在此要详细分析的是新加坡元的货币篮子。

如上所述,新加坡的对外贸易开放度在 1.5 倍到 2 倍之间,并且贸易对象分布在东亚、欧洲和美国。将这些国家和地区的货币纳入货币篮子,对物价稳定的实现和保持出口竞争力都是十分重要的。出于更好地执行汇率政策的目的,MAS 并不公开公布货币篮子的币种及相应的权重,因为如果公布了货币篮子,市场参与者更容易了解其意图,可能会不利于在市场混乱时的干预;而且公布后,如果经济形势改变,汇率政策对原有货币篮子的背离,会造成 MAS 政策可信度在信誉上的损失。

由于 MAS 不公布货币篮子,经济学家们只能根据新元对主要货币汇率的波动来推测其篮子比重。用于计算货币篮子权重的方法最普遍运用的是,弗兰克尔和韦(Frankel and Wei, 1994)开始使用的多元 OLS 回归方法。将瑞士法郎作为各国货币的计价标准,新元汇率作为因变量,以美元、日元、欧元的汇率作为自变量进行回归,回归模型如下:

$$e_t^{SGDSF} = \theta_1 + \theta_2 e_t^{USDSF} + \theta_3 e_t^{YSF} + \theta_4 e_t^{EUSF} + U_t$$

多元 OLS 回归以这些汇率对数值的一阶差分为基础,系数  $\theta_2$ 、 $\theta_3$ 、 $\theta_4$  就是美元、日元、欧元货币权重的估计。

表 1 是川井(Kawai, 2004)利用高频汇率数据作出的估计。从表 1 中我们可以看到,自 1990 年 1 月到 2002 年 6 月,美元一直在新元货币篮子中占有重大权重,但亚洲金融危机后,美元权重有所下降,日元权重有所上升。

对于美元在新元汇率等中占有较大权重的现象,麦金农(2005)称其为东亚美元本位制,并将其归因为:(1)东亚与世界贸易中大多数商品以美元计价,货币篮子赋予美元重大比重,保持与美元汇率的相对稳定有助于一国价格水平的稳定和不至于使实际汇率大幅度变化,保持一国的国际竞争力。(2)由于原罪,即因为新兴市场经济国家货币无法作为国际借款中计价货币(主要采用美元),这些国家的

表 1 新加坡元货币篮子权重估计

期 间	$\theta_1$	$\theta_2$	$\theta_3$	$\theta_4$	$R^2$ -adj	D. W.	S. E.	No. obs
1990/01—1991/06	-0.212	0.739**	0.065**	0.199**	0.9167	2.309	0.002188	389
1991/07—1992/12	-0.140	0.758**	0.077**	0.185**	0.9482	2.309	0.001857	394
1993/01—1994/06	-0.160	0.865**	0.049**	0.098**	0.9199	2.131	0.001960	390
1994/07—1995/12	-0.189	0.789**	0.098**	0.117**	0.9383	2.052	0.001915	391
1996/01—1997/06	-0.019	0.798**	0.096**	0.144**	0.9294	2.167	0.001503	391
1997/07—1998/12	0.381	0.635**	0.342**	0.190**	0.4851	2.181	0.006911	393
1999/01—2000/06	-0.103	1.219**	0.123**	-0.194*	0.8505	1.925	0.002236	392
2000/07—2001/12	0.035	0.948**	0.197**	-0.089**	0.8957	1.942	0.002236	392
2002/01—2002/06	-0.170	0.601**	0.223**	0.064*	0.8731	2.019	0.000346	124

注：\* 和 \*\* 分别代表估计的系数在 5% 和 1% 上显著。

资料来源：Kawai(2004)，Table14.2。

金融机构和一般企业不是货币错配(企业和金融机构的收入与支出用不同货币计算,汇率变动时,可能导致企业资不抵债),就是期限错配(用短期贷款为长期项目融资)。上述错配引导外汇风险的原因不是因为金融机构和企业没有谨慎地进行保值,而是根本不存在保值的远期外汇市场。为抵消远期外汇市场缺失的影响,政府倾向于提供一种非正式的套期保值机制,即将本国货币高频钉住美元。麦金农认为亚洲金融危机后(1999年1月—2003年2月),危机国家又重新回归高频钉住美元是合理的,并认为未来应做的是对它进行完善。麦金农的论点在国际金融学界引起了广泛的讨论,我们将在下面予以评述。

### (三) 新加坡汇率调控成功的其他政策原因

#### 1. 完善的汇率控制制度

首先得益于其中央公积金(center provident fund)计划和良好的财政状况。由新加坡政府强制推行的中央公积金计划,要求雇员和雇主每月必须将雇员基本薪金的30%至40%上缴中央公积金局,这一计划使新加坡私人部门储蓄占GDP的比重超过50%。另外,20世纪80年代以来,新加坡政府一直实行财政盈余政策。1988年以来,各年份的财政盈余均保持在GDP的4%左右,因此MAS没有财政融资的压力。

从货币政策的角度分析,新加坡的财政盈余和中央公积金计划会减少货币供应量,产生流动性漏出(liquidity drain)效应:财政盈余和公积金储蓄意味着政府和公共部门在银行体系(包括MAS和商业银行)拥有净存款,不需要银行贷款,因此降低了银行体系创造货币的能力。但与公共部门产生的流动性漏出相对应的是MAS的外汇市场操作:当公共部门的流动性漏出引起新元短缺并造成新元汇率升值的压力时,MAS会在外汇市场售出新元(买入美元)。这一操作产生了两个结果:一是政府外汇储备的增加,二是为市场重新注入(re-injection)了货币。根据李(Lee, 1999)的实证研究,MAS净外汇资产的变动是新加坡狭义货币 $M_1$ 增加的最主要原因,抵消了公共部门活

动引起的  $M_1$  收缩。新加坡政府一方面通过公共部门储蓄收缩货币供应量,另一方面又通过外汇市场向市场重新注入资金,这两种方向相反的操作有助于维持新元汇率的强势,同时拥有自如地控制基础货币的能力,有利于实现经济增长和物价稳定的货币政策目标。

## 2. 新元的非国际化政策

1983年起政府开始执行新加坡元的非国际化政策<sup>6</sup>,即不鼓励新加坡元成为国际货币,限制新元在新加坡之外的使用和新元离岸市场的发展。该政策的主要目的是通过限制对非居民的新元借贷,减少可用于投机的新元头寸,确保 MAS 对汇率的管理能力。显然,新元的非国际化政策是有成效的,它有效地建筑起一道重要的防火墙,切断了投机冲击的最重要渠道。2004年5月,对新元的国际借贷限制大部分已消除,但是 MAS 仍然禁止用于投机的对新元的非居民借贷。

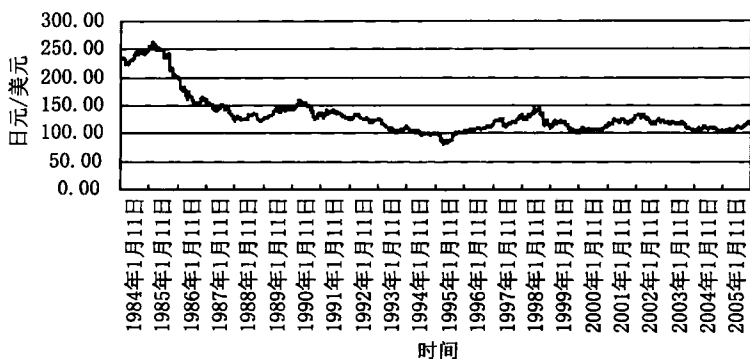
## 3. 新元汇率的双向波动与 MAS 打击投机的决心

如果新加坡限制汇率波动在一定区间,可能导致在经济萧条时期招致投机冲击,因为在外汇市场上卖空新元,理论上容易引起利率上升,使经济基本面恶化,加剧汇率贬值的预期。例如在 1985年8月经济开始衰退之际, MAS 允许新元对美元汇率从 1 美元兑 2.1 新元贬值到 2.2 新元,但接着,市场在由外国银行主导下,即期市场上抛售新元的投机压力加大,9月12日进一步贬值至 2.31 新元。9月17日, MAS 在外汇市场上投入 1 亿美元干预新元,四天后回升到 2.2 新元,使投机新元贬值的外国银行大量亏损。这种不盲目维持新元固定汇率的 MAS 态度,使得投机者不敢妄动。

## 4. BBC 体系确保新元的实际有效汇率与经济基本面相一致,波动区间灵活

例如,面对日元对美元汇率波动,新加坡的汇率管理是非常灵活的。由于与日本的贸易伙伴关系,新加坡和日本在亚洲市场上存在竞

争,乃至日元汇率波动导致其他亚洲国家的汇率随之调整也会影响本国的产品竞争力和贸易渠道输入的通货膨胀,日元对美元汇率波动以及其应对政策和结果将会影响新加坡的通胀率。图4是1984年至2005年日元对美元汇率每日数据,我们可以看出1984年以来日元汇率经历了大幅波动。



数据来源:美联储圣路易斯网站。

图4 1984年至2005年的日元对美元汇率的大幅波动

田锁(Takagi, 1996)发现,为了保持低通胀基础上经济的可持续增长,MAS这样应对日元兑美元汇率的波动:1989年9月至1990年4月,日元相对美元贬值13%,而同期新元对美元升值4%;1995年5月至1995年9月,日元相对美元贬值13%,而同期新元对美元汇率保持稳定。这意味着日元贬值没有导致新元随之贬值,因为新元贬值可能造成通胀。

汉格(Hang, 2005)通过实证发现MAS在1999年1月至2004年11月间,日元贬值时,减少了篮子货币中日元的权重;日元升值时,又增加了日元的权重。

#### (四) 小结

新加坡从1987年12月至今一直实行管理浮动汇率制,其货币政策的最终目标是保持价格稳定基础上的经济增长,并选择汇率水平作为其中介目标。



1988年以来新加坡元名义有效汇率波动可分为两个阶段:第一阶段1988年至1997年是新元名义有效汇率升值阶段,汇率升值是为了保持稳定的低通货膨胀率。第二个阶段是1997年7月至今。这个阶段起初由于亚洲金融危机,新加坡元对美元开始贬值,但名义有效汇率却因为周边货币的巨幅贬值而升值。对此,货币当局灵活干预汇率,在经济增长乏力时对美元贬值;经济复苏后,又开始升值以控制通货膨胀。

从事后看,新加坡管理浮动汇率是成功的。这主要因为:(1)独特货币发行机制,货币发行必须有100%的外汇储备作为发行基础。(2)管理浮动汇率模式:“BBC体系”。通过多元OLS回归方法我们得知:自1990年1月到2002年6月,美元一直在新元货币篮子中占有重大权重,但此后美元权重有所下降,日元权重有所上升。

此外,完善的汇率控制制度,新元的非国际化政策,新元汇率的双向波动与当局打击投机的决心,也是汇率调控成功的因素。

## 二、韩国的管理浮动汇率制

国际货币基金组织(IMF)把韩国在1982年6月至1997年11月间实行的汇率制度归类为管理浮动汇率制。<sup>7</sup>同时,韩国官方公布的在1980年至1990年4月间的汇率管理方法是多种货币篮子体系(multiple currency basket peg system,简称MCBP),在1990年5月至1997年11月的汇率管理是市场平均汇率体系(market average exchange rate system,简称MAR)。由于1998年底IMF的汇率制度分类是基于各国政府的申报,所以我们可以将这两种汇率管理体系视为管理浮动汇率制的具体操作。

### (一) 1980年至1990年4月的多种货币篮子体系

1980年3月前的韩元(Won)钉住单一货币美元。<sup>8</sup>因为国内经济过度扩张形成通胀压力、1979年的石油危机,以及随着韩国与欧洲、