

汇率制度 的选择

老问题新视野：各国应采用
固定汇率、浮动汇率，
抑或两者之间？

Atish R. Ghosh 和 Jonathan D. Ostry

选择最佳汇率制度是国际经济领域一个反复出现的问题，也是学术界和政界共同关心的问题。20世纪70年代初布雷顿森林体系瓦解后，IMF协定第二修正案赋予了成员国对其汇率制度的自由选择权。

但是，由于成员国不再有义务将其汇率固定在IMF所监管的系统中，所以它们需要一个可靠的基准来选择最符合本国利益的汇率制度——固定汇率制度、浮动汇率制度，抑或中间汇率制度。在过去的10年中，IMF在内外既有实证文献（Ghosh等，1997；Ghosh、Gulde和Wolf，2002；Levy-Yeyati和Sturzenegger，2003；Reinhart和Rogoff，2004）的基础上分别于1999年、2003年和2009年对成员国汇率制度选择进行了三次重要的分析研究（Mussa等，2000；Rogoff等，2004；Ghosh、Ostry和Tsangarides，即将出版）。作为IMF监管指令中的一部分，这些研究有助于各成员国了解其汇率制度选择对自身的通货膨胀、经济增长、危机敏感度等宏观经济绩效的影响，以及对稳定国际货币体系的贡献。

观点的演变

实践中，特别是对于发展和新兴市场经济体来说，首选的汇率制度在过去的20年里已经有了很大的改变。20世纪90年代初盛行的是钉住某一强势货币的汇率制度（钉住的货币通常是美元或者德国马克）。这在那些从计划经济向市场经济转型，经历过初始价格自由化之后，正在寻求经济稳定发展的国家中尤其盛行。但是在同一时期，新兴市场也出现了大量的资本账户危机，资本流入的骤然逆转导致本国货币的崩溃，也凸显了此类固定汇率制度的脆弱性。

1999年，IMF对汇率制度进行了分析研究，得到的共识是：简单的钉住汇率制容易遭受危机侵袭，所



以，这些国家应该实行货币联盟或货币局等“硬”钉住制；或者走一条相反的道路，即没有政府干预，完全由市场自由决定货币价值的完全浮动汇率制。

这种所谓的两极提案起初主要是针对新兴市场和发达国家的，但对发达经济体来说，选择其实也是一样的。很多发达经济体以钉住货币联盟的硬钉住汇率制为发展方向，而其他发达经济体则实行自由浮动汇率。但实际上，一些经济体则同时实行两种制度：比如在欧元区内部，成员国采取的是钉住其他成员国的硬钉住汇率制（采用货币联盟方式），而欧元自身对第三方货币则是浮动的。

然而实践证明，这种为新兴市场国家提出的两极提案并未持续很久。2002年，阿根廷硬钉住汇率制（将国内比索的发行同中央银行所持有的美元挂钩的货币局制度）的崩溃给两极提案中的硬钉住制度蒙上了一层阴影。

对浮动汇率制的恐惧

在2003年的研究中，IMF使用了一个实际汇率制度分类。这一分类是基于各国汇率的实际表现，而不是各中央银行形式上或法律上所承诺的汇率制度。这份报告发现，无论是在通货膨胀还是经济增长方面，钉住汇率制度几乎都不能使新兴市场国家受益。因为在这种制度下，货币或金融危机发生的可能性更大。研究因而得出结论：新兴市场国家，以及发展中国家（在金融领域，其已经变得更加一体化了），应该采用自由浮动汇率制。

但是在实践中，几乎没有中央银行（过去或者现在在汇率制度问题上）愿意遵循这种善意的忽视政策，因为它们不可能对本国货币的价值漠不关心。当本币贬值时，当局既担心输入型通货膨胀，又担心汇

率下跌产生的资产负债表效应：借入外债的借款方突然发现自己要偿还的债务变多了。此外，当本币升值时，出口竞争力就会被削弱。

如上所述，对浮动汇率制的恐惧在新兴市场和发展中国家中尤为普遍。对它们而言，剧烈的升值或者贬值（抑或更通常意义上的货币波动）都可能产生很大的危害。但是同样值得注意的是，在发达经济体中，欧元区成员国通过与在贸易等领域有着最紧密经济联系的国家之间维持不可撤消的固定汇率（即货币联盟）的方式来避免货币的波动。

总之，两极提案排除了处于中间汇率制度（包括单一的钉住汇率制），阿根廷货币局制度的崩溃又宣告了硬钉住制度的灭亡，而实践中又几乎没有国家愿意采用完全浮动的汇率制。因此，到底应该采用何种汇率制度？显然，已经到了重新审视这个问题的时候了。

成员国的实际做法与承诺

基于成员国在1980—2006年期间的数据集，IMF刚刚完成了一份最全面的汇率制度研究报告。同以往的报告相比，这份报告不仅研究了汇率制度对更多经济变量的影响（货币和财政政策、通货膨胀、产出增加和变动、跨境贸易和资本流动、危机敏感性以及外部调节），而且在分析中首次对汇率制度的划分同时使用了法定分类法（按国家所承诺的进行分类）和实际分类法（按国家实际的做法进行分类）两种方法。

因此，与以往研究相比，这份报告对各种汇率制度的优缺点进行了更为细致的说明。

通货膨胀绩效

大量的证据表明，对发展中和新兴市场国家而言，钉住汇率制度通常会带来最佳的通货膨胀绩效。唯一的例外是，当一国所钉住的汇率被低估，同时其又不能抵消由于经常项目持续顺差和因此导致的外汇储备累积而产生的过度货币供给增长时，钉住汇率制对通货膨胀的益处便不会存在了（这种情况只占IMF数据集中很小一部分）。

钉住汇率制会为通货膨胀带来益处的论断似乎与2003年的研究结果并不一致，后者发现新兴市场并未从钉住汇率制中得到通货膨胀的好处。这一点很容易解释：2009年的研究对汇率制度的划分同时使用了基于成员国在法律上承诺的和实际采用的汇率两种分类方法，而2003年的研究对汇率制度的划分完全是基于成员国实际采用的汇率制度。钉住汇率能对通货膨胀产生益处，很大部分取决于一国央行所做出维持汇率平价的正式承诺有多大的公信力，而不是央行实际所实行的外汇干预或汇率行为。几乎每个中央银行在正式

承诺钉住汇率制后，在实际操作中都会维持这一钉住的。换句话说，当一国央行选择钉住汇率制时，通常都是先口头承诺，再实际行动。相反的情况（虽然没有正式的承诺，但是实际上已经采用钉住制）其实更加普遍，但是这样就不能在稳定通胀预期和减少通胀方面得到相同的益处。通过同时使用法定分类和实际分类两种汇率分类方式，2009年的报告弥补了以往研究中遗漏的细节问题。

经济增长的情况

中间汇率制下经济增长表现最佳，前者即维持相对刚性的汇率，但并不正式钉住某单一目标货币。这主要是因为中间汇率制是钉住汇率制和浮动汇率制之间的一个和谐的平衡。钉住汇率制通常会带来更低的通胀率、更小的名义和实际汇率波动，以及更大的贸易开放度。这些都会促进经济更快增长。但钉住汇率也更易产生汇率高估，损害竞争力，破坏经济增长。

与钉住汇率制相比，浮动汇率制下的汇率很少被高估，但是却不能带来低通胀率、低汇率波动和更高层次的贸易一体化。

中间汇率制度在这两极之间达到了最佳的平衡，从而促进人均产出更快增长，大约每年增长0.5个百分点（考虑了其他影响增长的因素后）。与浮动汇率制度相比，钉住汇率制度能更好地促进经济增长，但前提是要能够避免实际汇率高估以及竞争力缺失的情况。

贸易往来

众所周知，在同一个货币联盟中各个国家之间有着更为深入的贸易往来。但是，2009年的研究却指出，单一钉住制也能为贸易一体化带来相似的益处（甚至中间汇率制度亦有此效用，只不过其程度较轻而已）。研究还发现，除危机以外，相对于浮动汇率制度下的资本流动而言，在钉住汇率和中间汇率制度下的资本流动与消费平滑更为一致。然而目前很难完全解释这一发现——其中有一种观点认为，在更为刚性的汇率制度下，实际汇率波动较小，从而相对于“热钱”投资组合的流动而言，这更有利于“稳定”的资本流动（比如外商直接投资）。实际上，欧洲实行固定汇率制度以及最终形成货币联盟，其背后的经济动机就是为了促进更广泛的贸易往来和跨境投资。

权衡取舍

当然，世界上没有任何事物是完美的。2009年的研究也发现了这类较为刚性的汇率制度（钉住汇率制或中间汇率制）的三个缺点。

首先，这类制度（尤其是钉住汇率制）严重地限

制了其他宏观经济政策的应用。已得到证实的“不可能三角”理论指出，同时实现钉住汇率制、资本账户完全开放以及独立货币政策是不可能的。2009年的研究提出了一个惊人观点——这种限制似乎还会存在，即便对那些在钉住汇率制度下资本账户未完全开放或者大大中和储备流动的国家而言也是如此。报告中另一个惊人结论是，在钉住汇率制度下，反周期的财政政策（应对经济下滑的减税和提高政府支出政策，反之亦然）也会受到严重的制约，这大概是因为在大

“实行较刚性汇率制度的国家抵御危机的能力更弱，但是，实行浮动汇率制的国家也不能对危机完全免疫。”

多数新兴市场和发展中国家，资本流动与商业周期相关的缘故。由于经济下滑时期的扩张性财政政策会导致信心丧失，并引发资本进一步外流，因而可能会威胁到钉住汇率制度的可行性，所有在那些实行钉住汇率制度的国家，反周期的财政政策没有多大的用武之地。因此，钉住汇率制虽然是中央银行的一个有用的手段，使其能够通过约束政策来稳定预期，但同时也限制了中央银行应对宏观经济冲击的潜能。

其次，1999年和2003年的研究都发现，钉住汇率制和中间汇率制更容易遭受货币和金融危机，如债务危机、资本流入骤停、银行业危机等。当前的研究证实了这一结果，对于那些资本账户更为开放的发展中和新兴市场国家而言尤为如此。但研究也发现，信贷繁荣（包括那些以危机收场的信贷繁荣）在两类制度（浮动汇率制与钉住汇率制或中间汇率制度）下发生的可能性大致相同。同时研究也指出，经济增长危机（任何原因所导致得经济增长突然下降）的风险同汇率制度没有关系。因此，实行较刚性汇率制度的国家抵御危机的能力更弱，但是，实行浮动汇率制的国家也不能对危机完全免疫。实际上，目前的这场全球危机已经充分地证明了这一点——这场危机的震中地区就是实行浮动汇率制的国家。

第三，钉住汇率制和中间汇率制会妨碍及时的外部调节。从逆差方面讲，较为刚性的汇率制度会与规模更大且来势更猛的逆差相关联。同时，由于实际汇率不能调整，所以与浮动汇率制度下的逆差相比，刚性汇率制度下的逆差对产出和经济活动的影响更大。从顺差方面讲，在较为刚性的汇率制度下容易发生规模巨大且相当持久的顺差，如果规模积累到一定程度，就会影响整个国际货币体系的稳定性。

必须了解的情况

与以往研究不同的是，当前的研究发现在汇率制度的选择上有一些重要的权衡取舍。较为刚性的汇率制度有助于国家稳定通货膨胀预期，保持产出增长，推进经济一体化；但同时这也限制了其他宏观经济政策的应用，降低了国家抵御危机的能力，不利于进行外部调节。近来欧洲新兴市场国家的遭遇恰好证实了这一点。虽然在目前这场经济危机来临之前的几年间，很多实行较为刚性汇率制度的欧洲新兴市场国家保持了较强的经济增长势头，但同时它们也积累了大量的外部失衡，在面对突然来袭的破坏性调节时显得更加脆弱，而且也限制了其反周期宏观经济政策潜能的发挥。

总而言之，2009年IMF研究报告的结果及其所得出的权衡取舍应该会：

- 为一国适合何种汇率制度这一问题的讨论找到了更好的平衡；
- 使得IMF在为各国提出政策建议时，有更大的空间考虑各国国情；
- 为IMF的186个成员国选择最佳汇率制度提供可供参考的大量资料和实证结论。■

Atish R. Ghosh是系统性问题研究处处长，Jonathan D. Ostry是IMF研究部副主任。

参考文献：

- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf, 1997, “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?” NBER Working Paper 5874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, and Holger Wolf, 2002, Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, forthcoming, Toward a Stable System of Exchange Rates, IMF Occasional Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2003, “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes,” American Economic Review, Vol. 93, No. 4, pp. 1173–93.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andrew Berg, 2000, Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, IMF Occasional Paper 193 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,” The Quarterly Journal of Economics, Vol. 119, No. 1, pp. 1–48.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, 2004, Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Occasional Paper 229 (Washington: International Monetary Fund).