

绑定的代价

阿提·R.高希、马赫娃·S.库雷希、哈拉兰博斯·赞加里德斯

2012年11月，20国集团的财长与央行行长在墨西哥城会晤时宣布，“全球增长减缓反映出在实现全球需求可持续与再平衡方面的进展有限……有鉴于此，我们重申我们的承诺，来加快建立更以市场为导向的汇率制度和增强汇率弹性以反映市场的基本面……”

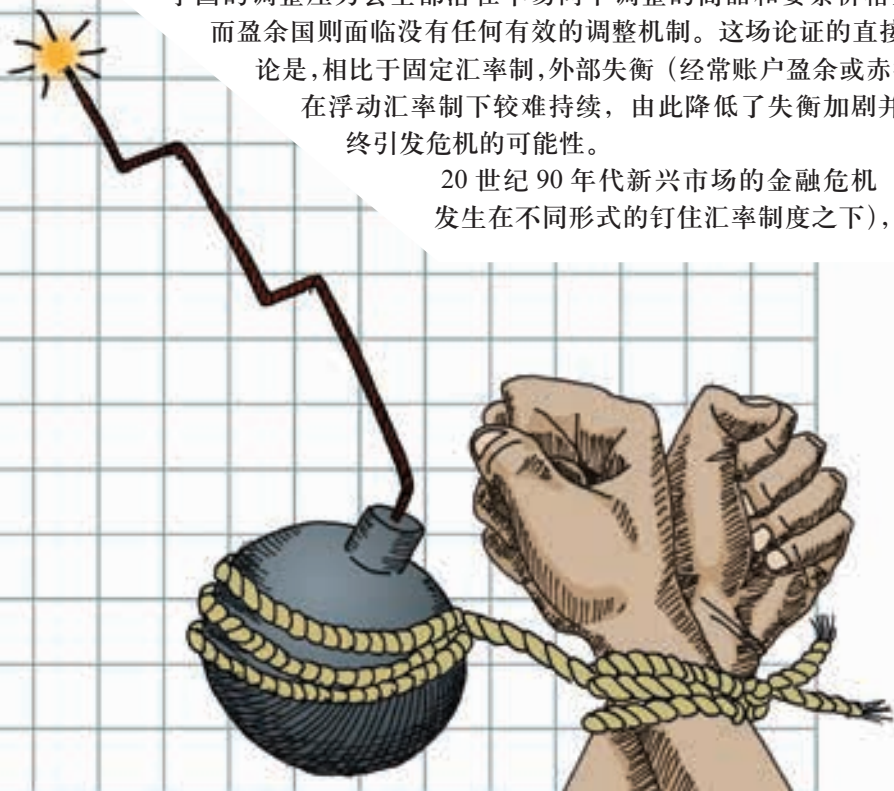
汇率弹性在调整经常账户失衡作用方面的重要性一直是国际政策争论的主题。在全球金融危机之前，争论都集中在全球经济失衡和有外部盈余的亚洲主要国家及石油出口国的汇率政策如何导致这种失衡延续。自危机爆发以来，新兴市场 and 欧洲的发达经济体所面临的挑战重新激起了人们对汇率弹性和外部调整之间关系的兴趣——在赤字和盈余两方面。

汇率弹性和外部调整是否有一定的关系？在布雷顿森林货币管理体系的全盛时期，具有影响力的经济学家米尔顿·弗里德曼（1953年）在其著作中写道，在浮动汇率制下，“[汇率]能迅速、自动并持续地发生变化，所以能够进行自我纠正，从而避免紧张局势的不断加剧和危机的形成”。

因此，在赤字国家，如果货币会贬值，会恢复竞争力和减少赤字；在盈余国家，如果货币升值，盈余就会缩减。相反，在固定汇率制下，赤字国的调整压力会全部落在不易向下调整的商品和要素价格上，而盈余国则面临没有任何有效的调整机制。这场论证的直接推论是，相比于固定汇率制，外部失衡（经常账户盈余或赤字）在浮动汇率制下较难持续，由此降低了失衡加剧并最终引发危机的可能性。

20世纪90年代新兴市场的金融危机（都发生在不同形式的钉住汇率制度之下），东

钉住汇率有其优点——但若汇率不能浮动，外部调整会很困难



欧元区国家经常账户庞大的赤字最终导致的全球金融危机，以及诸如希腊、葡萄牙和西班牙等欧元区国家的不断努力，都证明了钉住汇率制下外部调整滞后且困难。事实上，令人出乎意料的是，在2007年危机爆发前夕，IMF近期的大部分安排都与采取某种形式的、有管理的汇率制的国家进行（见图1）。

这种模式与多个实证研究的发现一致表明，钉住汇率制与危机的易发性、经常账户的突然逆转以及增长的崩溃有很强的关联性（例如，Milesi-Ferretti 和 Razin, 1996 年；Ghosh、Ostry 和 Qureshi, 2014 年）。名义汇率缺乏弹性，阻止了及时进行外部调整直至大规模失衡加剧，进而导致危机产生。这是很一个很自然的推论。

这个论点似乎具有说服力，但依然缺乏能够证明钉住汇率制妨碍外部调整而浮动汇率促进外部调整的正式证据，并且这些证据本身自相矛盾。这实在令人吃惊。例如，在其大型的跨国研究中，Chinn 和 Wei (2013 年) 发现汇率制度与经常账户失衡逆转之间没有强而有力的实证关系。聚焦于欧元区国家，贝尔卡、德弗罗和恩格尔（Berka、Devereux 和 Engel, 2012 年）辩称，实际汇率在欧元区的变动起码可以和有效的外部调整步伐一致，就像欧元区以外的浮动汇率制国家一样。

相反，另一些对欧元区 and 一般性证据的研究显示汇率弹性会影响外部调整。以对一组中欧和东欧国家的研究为例，赫尔曼（Herrmann, 2009 年）认为汇率弹性大大增强了经常账户的调整率。同样地，在对于一些欧元区国家的研究中，伯杰和尼奇（Berger 和 Nitsch, 2014 年）认为自从采用共同货币以来，贸易失衡不断加剧且更有持续性。在侧重于大样本国家的研究中（包括发达、新兴市场和发展中经济体），高希、库雷希和赞加里德斯（Ghosh、Qureshi 和 Tsangarides, 2013 年）也认为汇率弹性对外部调整非常重要。

所以，平心而论，学术界对于浮动汇率是否有助于促进外部调整莫衷一是。

调整与汇率弹性

到底是什么原因呢？为什么已有的研究不能对汇率弹性和外部调整难易程度之间建立一个明确的关系？我们猜测是因为那些研究过度依赖对汇率体制的整体或综合衡量，而这些衡量没有区分各个贸易伙伴之间汇率弹性程度的不同。

美国的情况就能充分说明这个问题。毫无疑问，现有的分类把美元归类为浮动货币。但美元汇率对美国大多数主要贸易伙伴（其占美国贸易收支的大部分）不能自由调整。

例如，美国与中国的贸易占美国贸易总额的 15%，

而美国与中国之间的汇率波动在过去 10 年降低了 0.5 个百分点，但美国与其他主要贸易伙伴（如加拿大、德国、日本和墨西哥）的汇率波动则达到 2.5 个百分点至 3 个百分点（见图 2，第一组）。如果汇率弹性确实重要，那么美国与中国之间的双边贸易收支表现应该和美国的其它双边关系不同。事实似乎就是如此：美国与其他国家的贸易赤字经常波动，而与中国的贸易赤字则持续恶化，在过去 10 年增加了近两倍（见图 2，第二组）。

在直接和间接钉住制下，贸易失衡的调整比浮动制要慢得多。

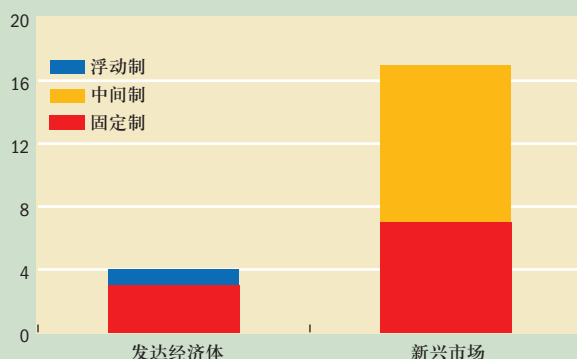
还有其他例子。例如，欧元区国家在现行体系分类下会被归类为浮动汇率制（尽管有 60% 的贸易在地区内进行）或为固定汇率制（尽管 40% 的贸易是与汇率浮动制国家进行）。钉住锚货币的国家被归类为固定汇率制国家，尽管它们与其主要贸易伙伴的汇率是可以波动的。由于各贸易伙伴之间的这种不同的关系，采用一种单一和复合汇率制度的分类会得出误导性的结论就不足为奇了。

为了正确识别钉住汇率制对外部调整的作用，必需使用关于一国贸易伙伴的数据来检验两者之间的关系，并且该国已钉住该贸易伙伴的货币。为此，我们

图1
调整的烦恼

在钉住汇率制下，外部调整是最难的。IMF近期的大部分安排都是与采取某种类型的、有管理的汇率制国家进行（在这些国家爆发危机前）。

（安排数，2008年9月—2012年9月）



资料来源：IMF的MONA数据库；Ghosh、Ostry和Qureshi（2014年）。

注：不包括那些没有动用IMF资源的预防性安排。在同一时期与一国的多次安排只算一次。采用的是2007年的汇率制度。浮动制=独立浮动制；中间制=一篮子钉住、爬行、水平带和有管理的浮动；固定=货币联盟、货币局、美元化、单一货币钉住。

从 181 个国家中找出各贸易伙伴在 1980—2011 年的具体汇率关系以及透过每一对国家的双边关系来分析汇率制度和外部调整之间的联系。

我们的数据组包含每个国家对其贸易伙伴所采取的三向双边汇率制度分类——固定汇率制、中间汇率制和浮动汇率制（更多内容，见 Ghosh、Qureshi 和 Tsangarides, 即将出版）。对于固定和中间汇率制度（统称为“钉住”），我们进一步把每一对国家之间的关系区分为直接和间接关系。直接钉住是由一国钉住另一（锚）国的货币，而间接钉住则是指各国要么共同钉住一种共同锚货币或者不同的锚货币，而这些不同锚货币本身又钉住一种共同锚货币。因此，例如，由于立陶宛货币局安排的锚货币是欧元，故立陶宛被定义为与欧元区国家有直接钉住的关系，然而它又与一些钉住欧元的国家（例如，保加利亚）有间接钉住的关系。

在我们分析的各类双边汇率关系中，预计名义汇率——假设粘性价格——实际汇率弹性在固定汇率制下都比中间汇率制（当然包括浮动制）低，因为后者意味着名义汇率有更大变动。在直接与间接钉住制之间，间接钉住的汇率弹性预计会更大（因为，例如，如果直接钉住的稳定比价在正负 1% 之间浮动，当间接钉住的两国都直接钉住同一种锚货币时，其波动就变为正负 2%）。因此，总的来说，当一国汇率与另一国直接固定，其汇率弹性最小，而如果国与国间的汇率是浮动的话，汇率弹性就会最大。实际情况的确如此，在直接固定汇率制下，（双边）实际汇率的波动最小，其次是直接中间汇率制（见图 3）。当两国有着浮动汇率关系时，实际汇率弹性最大。

这里的要点是，如果弗里德曼的假设正确，浮动制的外部调整应该比钉住制快而间接钉住制则比直接

钉住制快（因为间接钉住制有较大的汇率弹性）。

数据说明了什么？

通过结合双边贸易收支资料与双边汇率关系，我们得出的实证研究结论与弗里德曼的假设一致。在直接和间接钉住制下，贸易失衡的调整比浮动制要慢得多。然而，间接钉住制的调整速度要比直接钉住制要快。我们的结论还显示：

- 在浮动制下，大规模双边赤字和盈余的调整明显比小规模失衡快，而钉住制则没有这个倾向。

- 在浮动制下，汇率变动的方向与失衡的调整方向一致。因此，双边贸易赤字的国家会出现双边实际汇率贬值，而盈余国则出现实际汇率升值；但钉住制则无此表现。

- 由于资本流动让失衡持续时间更长，因此，较大的资本流动会使得汇率弹性和外部调整之间的关系减弱，即使在浮动汇率制下也是如此。但从统计学角度来看，不同汇率制度间贸易失衡的持续时间上的差异依然显著，即使金融更开放的经济体也是如此。

这些结论得到多个“自然试验”的支持——国与国之间的汇率制度中明显的外源性因素的变化和其双边贸易收支动态的后续变化情况。

例如，法国 1999 年加入欧元区时，非洲金融共同体法郎区成员自动钉住了所有欧元区国家。我们发现，非洲金融共同体法郎区与欧元区成员的双边贸易失衡由此变得更加持久。

同样，2002 年由于立陶宛货币局规定锚货币由美元转变为欧元，立陶宛与美国的贸易失衡持续性由此减弱，而与欧元区国家的贸易失衡则变得更加持久。

最后，尽管从欧洲货币体系 / 汇率机制到采用欧元的进程中没有引致这些国家间的双边汇率波动性大幅降低，我们则认为有证据显示它们的贸易失衡的持续性已经增加。

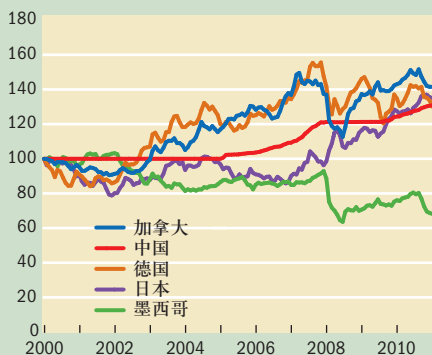
总的来说，基于固定样本数据和自然试验，我们得出的结论是：钉住汇率制会妨碍外部调整。我们的结论也强调了国与国之间的汇率关系的多样性和复杂性，因此任何有关汇率弹性及外部调整速度的研究都需要把这些因素考虑在内。例如，即使美元、新西兰元和欧元都是浮动货币，但通过分析我们发现，新西兰的外部调

图2

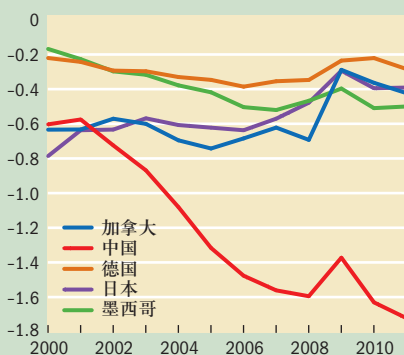
弹性的重要性

汇率弹性非常重要，如美国双边汇率制的不同模式以及与主要贸易伙伴的贸易收支所示。

（名义汇率，指数，2000年=100）



（贸易收支，占GDP的百分比）



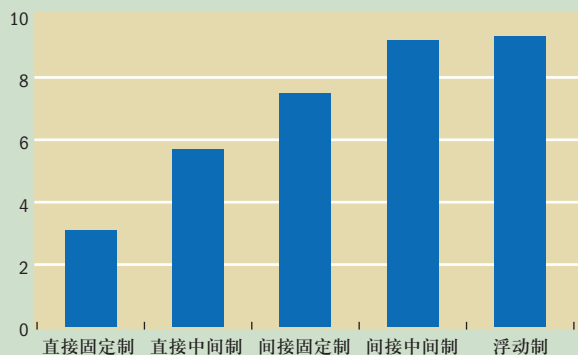
资料来源：作者基于IMF的《世界经济展望》和信息公布系统（Information Notice System）数据库的估算。

图3

限制选择

当一国直接与他国汇率绑定时，汇率弹性最小，而各国采用浮动汇率制时，汇率弹性则最大。

(双边实际汇率波动，年百分比)



资料来源：作者的计算。

整比美国快，而美国的调整速度则比欧元区国家快。这是因为新西兰的贸易伙伴没有钉住新西兰元，但美国的许多贸易伙伴则钉住美元，当然欧元区国家之间更是用单一货币互相频繁交易。

政策选择

对于为了经济或政治理由而想保持钉住汇率制的国家，有哪些政策可用以调整及维持竞争力？

当名义汇率固定时，实际汇率的变动需要价格弹性。因此，消除劳动力和产品市场的结构刚性是其重点（例如，引进更多竞争者和通过财政改革去激励工作），以及寻求审慎的货币和财政政策，以首先预防实际汇率的估值过高。

对于那些有着显著外部失衡和外部融资困难并应迫切寻求恢复其竞争力的国家而言，可以选择在“外部”和“内部”之间的汇率贬值。外部贬值指的是改变名义汇率比价（例如，非洲金融共同体法郎区在1994年的贬值），以改变进出口的相对价格，从而实现实际汇率立即贬值。相反，内部贬值则通过降低国内价格水平来模拟名义汇率贬值对实际汇率的效果（例如，拉脱维亚和一些欧元区国家在最近的危机中实施的策略）。可通过改变税收结构（例如，把劳动税转移为消费税）或降低生产成本（例如，通过削减工资）来实现这一点。

当“资产负债表”效应出现时——公共或私人部门持有大量以外币计价的债务——会削弱经济复苏，并最终致使该国脱离钉住制，而使得外部贬值更具挑战性。而以内部贬值来调整可能会很缓慢且十分痛苦，特别是如果私人部门负债过高和银根短缺。

不管怎样选择都很困难。在被钉住汇率制绑定之前，需要仔细的评估它的利益、风险和可供选择的政策。■

阿提·R.高希 (Atish R. Ghosh) 是IMF研究部副主任，马赫娃·S.库雷希 (Mahvash S. Qureshi) 是该部门的经济学家，哈拉兰波斯·赞加里德斯 (Charalambos Tsangarides) 是该部门的资深经济学家。

参考文献：

- Berger, Helge, and Volker Nitsch, 2014, “Wearing Corset, Losing Shape: The Euro’s Effect on Trade Imbalances,” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 36, No. 1, pp. 136–55.
- Berka, Martin, Michael Devereux, and Charles Engel, 2012, “Real Exchange Rate Adjustment In and Out of the Eurozone,” *American Economic Review*, Vol. 102, No. 3, pp. 179–85.
- Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei, 2013, “A Faith-based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 1, pp. 168–84.
- Friedman, Milton, 1953, “The Case for Flexible Exchange Rates,” in his *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press), pp. 159–203.
- Ghosh, Atish R, Mahvash S. Qureshi, and Charalambos Tsangarides, 2013, “Is the Exchange Rate Regime Really Irrelevant for External Adjustment?” *Economics Letters*, Vol. 118, No. 1, pp. 104–09.
- , forthcoming, “Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility,” *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2014, “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment,” *IMF Working Paper 14/11* (Washington: International Monetary Fund).
- Herrmann, Sabine, 2009, “Do We Really Know That Flexible Exchange Rates Facilitate Current Account Adjustment? Some New Empirical Evidence for CEE Countries,” *Deutsche Bundesbank Research Centre Discussion Paper Series 1, Economic Studies* No. 22/2009 (Frankfurt).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Assaf Razin, 1996, “Sustainability of Persistent Current Account Deficits,” *NBER Working Paper 5467* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).