

转向灵活的汇率机制 如何操作、何时操作 及采用何种速度？

**Rupa Duttagupta,
Gilda Fernandez 和
Cem Karacadag**



转向灵活的汇率机制 如何操作、何时操作 及采用何种速度？

**Rupa Duttagupta,
Gilda Fernandez和
Cem Karacadag**



©国际货币基金组织，2006年

丛书编辑
基金组织对外关系部
Asimina Caminis

封面设计和排版
基金组织多媒体服务处
Massoud Etemadi和Choon Lee

ISBN 1-58906-542-5
ISSN 1020-8399

订购基金组织出版物，请联系：

International Monetary Fund
Publication Services
700 19th Street, N.W.
Washington, D.C. 20431,
U.S.A.

电话：(202) 623-7430 传真：(202) 623-7201

电子信箱：publications@imf.org

互互联网址：<http://www.imf.org/pubs>

前言

固定汇率是将币值钉住像美元或欧元这样的强势外币，这种安排当然有许多好处，对于那些正在寻求建立对其经济政策的信心的发展中国家尤其如此。钉住汇率通常与较低的通胀率相联系。但是，选择固定汇率机制的国家相对于那些采用更加灵活汇率机制的国家而言，好像比较容易受到货币危机的伤害，而且易受货币和银行危机的双重危害。的确，随着经济日趋成熟，而且与国际金融市场的关系更加密切，汇率灵活性的好处就益发彰显。

虽然许多国家仍然采用固定的或其他形式的钉住汇率机制，越来越多的国家，像巴西、智利、以色列和波兰，都在过去十年里采用了更加灵活的汇率机制。因为灵活的汇率机制提供了对外部冲击更好的保护作用，以及更大的货币政策独立性，因此，随着跨境联系的深化增加了采用钉住汇率国家对资本流动波动的风险暴露，加大汇率灵活性的趋势将继续下去。

无论灵活的汇率机制是在压力之下还是在有序的情况下采用的，其成功取决于一系列机构性和操作性问题的有效管理。这些问题已归纳在David Cheney编写的本期《经济问题》之中，他的文章是基于Rupa Duttagupta、Gilda Fernandez、Cem Karacadag撰写的基金组织工作文章 04/126号，“从固定走向浮动：迈向灵活汇率的操作性工作”。工作文章可从基金组织网址免费获取：www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04126.pdf。基金组织货币与金融体系部后来在2004年11月向基金组织执董会提交了同样题目的文章，网址为：www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/111904.pdf。

两份更早期涉及汇率的经济问题文章——由Atish R.

Ghosh、Anne-Marie Gulde、Jonathan D. Ostry和Holger C. Wolf (1996年)撰写的《经济问题》第2号：汇率机制是否影响通胀和增长？以及由Francesco Caramazza和Jahangir Aziz(1998年)撰写的《经济问题》第13号：固定汇率或是浮动汇率？90年代优化汇率的过程。这些文章均可从基金组织网址上免费获取。网址为：www.imf.org/pubs。

转向更加灵活的汇率机制 如何操作、何时操作及采用何种速度？

一些国家采取渐进和平稳的过渡方式将固定汇率转为浮动汇率，它们通过采用汇率机制的中间形式，诸如软挂钩、水平和爬行波幅以及有管理的浮动，使汇率最后自由浮动（请参阅专栏1，汇率机制类型）。其他的过渡方式则表现出无序的状态，特点是货币急剧贬值。在1990—2002年期间，大部分的汇率转变都属于无序进行（请参阅专栏2）。但是，如何判断固定汇率向浮动汇率过渡是否有序是一件颇为复杂之事。

从操作角度讲，具备什么条件，才能够将固定汇率顺利地转成由市场决定的（起码部分地）机制呢？什么样的过渡速度比较合适呢？需要按照什么样的政策顺序才能够顺利过渡呢？

从各国经验看，顺利转向浮动汇率机制通常有四个方面的基本要求：

- 具有一定深度和流动性较强的外汇市场；
- 中央银行干预外汇市场时遵循协调的政策（通过买卖本币影响其价格，即汇率）；
- 具有适当的替代性名义锚，以替代固定汇率；和
- 公共和私人部门均有检查和管理汇率风险暴露的有效机制。

上述各项工作的时间与重点自然根据各自国家初始状况和经济结构有所不同。



专栏1. 汇率机制类型

无单独法定货币的汇率安排

将另一个国家的货币作为唯一的法定货币而流通使用（正式美元化），或成为某个货币或通货联盟的成员，联盟各成员都使用同一种法定货币。采用这种机制意味着货币当局完全放弃独立的国内货币政策。

货币局

货币局安排是一种基于明确的法律承诺的货币制度，即保证本币可以按固定汇率兑换成特定的外币，同时对发行当局实行限制，确保其履行法律义务。货币局制度意味着本币的发行必须以外汇作为保障，并完全以国外资产作为后盾。中央银行的传统职能（如货币控制及最后贷款人作用）不复存在，货币政策几乎不存在相机抉择的余地。取决于货币局安排有关银行规定的严格程度，这种安排仍可能有一定的灵活性。

其他传统的固定 - 钉住汇率

一国货币（正式或实际上）按固定汇率钉住另一种货币或主要贸易伙伴或金融伙伴的一篮子货币，权重反映贸易、服务或资本流动的地理分布。没有不可更改地维持平价的承诺。汇率至少在3个月内可以围绕在中心汇率 $\pm 1\%$ 以内的狭窄范围波动（或者汇率的最大及最小值可以保持在 2% 的狭小幅度之内）。货币当局随时准备通过直接干预（在市场内买卖外汇）或间接干预（积极地使用利率政策，实行外汇管制或道义劝说；或者由其他公共机构干预）维持固定平价。虽然货币政策的独立性比较有限，但仍然还是高于那些没有单独的法定货币和货币局安排的情况，因为其仍然可能发挥传统的中央银行功能，而且，货币当局虽然并不经常调整汇率水平，但却仍然可以实施调整。

水平波幅内的钉住汇率

围绕固定的中心汇率，币值在起码 $\pm 1\%$ 的范围内浮动，或汇率的

发展外汇市场

实施灵活的汇率机制需要有流动性和效率较高的外汇市场，使汇率能够对市场力量作出反应，而且还能够限制过度波动的频

最大和最小值之间的幅度超过2%。欧盟货币体系的汇率机制（EMS）就是这类钉住机制的例子，后来被汇率机制II所取代。货币政策仍有一些有限的自由度，这取决于波幅的宽度。

爬行钉住汇率

货币定期按固定幅度或根据一些量化指标（诸如与主要贸易伙伴过去通胀的差异，通胀目标与主要贸易伙伴预期通胀的差异等等）的变化作小幅调整。爬行幅度的确定既可以是回顾性的，亦可以是前瞻性的，前者指产生经通胀调整后的汇率变化，而后者则为按照预先设定的固定幅度和/或低于预期的通胀差异调整汇率。爬行式钉住汇率机制对货币政策构成的制约与固定钉住制度类似。

爬行波幅内的汇率安排

按照固定的中心汇率，币值浮动将保持在中心汇率起码±1%的范围内，或汇率的最大和最小值之间的幅度超过2%，而且，中心汇率或波幅按照固定幅度定期调整，或按照所选择的量化指标的变化进行调整。汇率灵活性的程度是波幅宽度的函数。波幅既可对称地围绕爬行式中心平价，亦可不对称地爬行于上限和下限之间并逐步扩大（在后者情况下，可能就不会有事先宣布的中心汇率）。将汇率维持在波幅以内的承诺对货币政策构成制约，政策的独立程度是波幅宽度的函数。

有管理的浮动

货币当局力图在不预设路径或目标的情况下影响汇率。管理汇率的指标包括国际收支状况、国际储备状况、以及平行市场发展。调整不会自动进行。干预的方式可以是直接式或间接式。

独立浮动

汇率由市场决定。官方对外汇市场的干预不频繁并呈相机性，通常是为了弱化汇率的变动，防止过分波动，而不是要设定汇率水平。

率和出现这种情况的持续时间，以及对均衡汇率的偏差（该汇率符合国家的经济基本面），所以会发生“价格发现”现象。

总之，外汇市场由两类市场构成，一是批发性银行间市场，合格的交易商（通常是银行和其他金融机构）在其中进行相互间

专栏2. 向浮动汇率机制的有序与无序的过渡

向浮动汇率机制过渡的方式可分为三种类型：所有硬钉住、固定以及爬行式钉住向爬行波幅和浮动汇率过渡；从爬行波幅向浮动汇率过渡；以及从有管理的浮动向独立浮动过渡。下列图中归纳了总数为139个向浮动汇率的过渡。仅包括起码存在了一年的机制，或者一个国家在过渡的年份继续增加其汇率灵活性的情况。

图1. 1990-2002年汇率机制转变的数目和类型

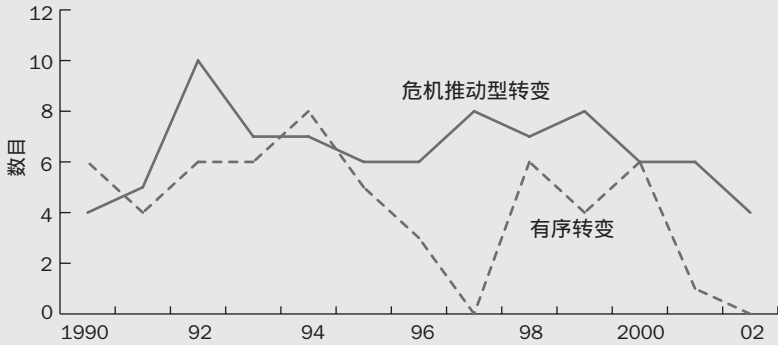
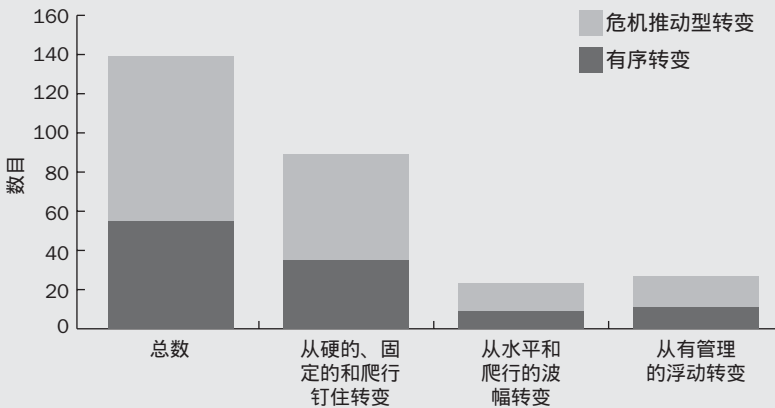


图2. 1990-2002年汇率机制转变



的交易；二是零售市场，合格的交易商可以像居民和公司一样与最终客户进行交易。流动性的市场具有相对狭窄的买卖差价；交易成本不高；交易量足以限制单个交易商对价格产生影响；具有能够便利买卖指令迅速交割的交易、清算和结算体系；还有大量积极的市场参与者。

许多发展中国家的外汇市场深度不够而且效率低下，但是，其中部分原因是外汇管制严重，比如对跨境资本流动的管制（这些管制限制了市场交易量），对净外汇头寸的审慎限制，以及向中央银行结汇的要求。银行间外汇市场（如存在）与零售市场相比通常规模较小，限制了价格发现的空间。

汇率刚性本身可能也是外汇市场流动性差的因素。实施固定汇率机制的中央银行通常视需要积极地在市场活动，这阻碍了市场参与者获得价格形成的经验与汇率风险的管理，并限制了银行间活动。在比较极端的情况下，中央银行可能会主导银行间外汇市场，并成为主要的外汇中介。在固定汇率机制下，市场参与者对于形成汇率走势看法、持仓或进行外汇交易均不够积极，这种状况在即期和远期市场上限制了外汇的交易活动。另外，为了减少投机现象，远期市场在钉住汇率机制下受到压制。远期市场规模小，结果限制了对冲风险的机会。

下列步骤有助于一个国家改善其外汇市场的深度和效率：

- 容许一些汇率灵活性（例如，在钉住范围内形成一个波幅），以刺激外汇活动。当局还应该增强对汇率双向风险的意识，即货币既会升值也会贬值，以鼓励市场参与者既持有多头也持有空头。1995年至2001年之间，凡是采取更加灵活汇率机制的国家，其外汇市场的交易量都增加了，而那些汇率灵活性不够的国家的交易量下降。
- 通过削减央行与其他银行的交易，以及减少干预程度，使得其他造市商有一定的空间，而减少央行造市作用。中央银行不应该与非金融用户进行交易。
- 增加市场对外汇来源和使用的信息，以及对国际收支趋势

的了解，使市场参与者能够对汇率和货币政策形成可靠的看法，并能够有效地对外汇进行定价。当局还应该确保信息系统和交易平台能够在银行间市场上提供实时买卖报价。

- 逐步消除压制市场活动的管制。其中重要的措施可为：废除向中央银行的结汇制度；取消对外汇交易的税收和收费及对银行间交易的限制；放宽经常账户和资本账户的限制，增加市场外汇的来源和使用。逐步放宽资本管制，但是，这必须在达到某些宏观经济和机构的先决条件之后进行。
- 统一外汇立法并予以简化，应避免出现法律的频繁变动和一事一法，以增加市场透明度并减少交易成本。
- 通过减少市场分割而改善市场微观结构，增加市场中介效率，并确保结算体系的可靠和效率。

当一个国家在市场压力之下被迫放弃钉住汇率机制时，它可能没有时间去准备有序地退出，在这种情况下发展和深化外汇市场更加复杂。政府可能要面对相互冲突的目标。一方面它需要出售外汇防止过度贬值。另一方面它又要维持它在市场的信誉，表示不会干预市场去维持某个特定的汇率水平。在这些情况下，许多国家逐渐地放弃了中央银行造市作用，消除外汇市场操作的障碍，并容忍更大的汇率变动，同时，提高利率应对市场压力，监督市场交易以掌握交易指令流动的来源和方向。



中央银行干预

在钉住汇率机制下，官方按照通常是预设的价格买卖外汇，调节外汇供求的差额，干预的时间和数量均预先设定。相反，在浮动汇率机制下，官方对外汇市场的干预则具有随意性或随机性，

虽然当局仍然可以而且也确实在进行干预，但其目的只是纠正汇率错配、稳定无序的市场、提供外汇和积累储备。因此，准备向浮动汇率机制转变的政府需要制定关于干预市场的目标、时间和数量的政策。

像所有其他市场一样，外汇市场也不尽完善。例如，“羊群效应”（投资者群起而出手买卖）和“反馈交易”（交易受价格变动而非基本面的驱使），这将导致货币与一国经济基本面的错配，后果很严重。其中，汇率高估会削弱一国出口的竞争力，而汇率低估将会增加通货膨胀。而且，当一国的资本账户尚未全面开放时，或者在其资本市场效率不高的情况下，临时性的冲击可能会触发“交投不活跃”市场的汇率波动。鉴于汇率是政府宏观经济管理是否成功的象征性指标，汇率波动的政治成本较高。长期存在错配和急剧的汇率波动会使实际部门的成本与收入预测有较大的误差，使得长期计划和投资颇为困难。

但是，错配不易被发现，而且尚没有就预测均衡汇率的方法形成共识。经常使用的指标很多，诸如名义和实际有效汇率、生产率和其他竞争力指标、贸易条件、国际收支以及平行市场汇率，但是，这些指标通常都无法为决策者提供精确的指标，使他们可以决定干预的最佳时间和程度。

即使决策者发现了汇率错配或不稳定的波动，中央银行的干预也不一定总是能够纠正这些问题。经验表明，干预对影响汇率的有效性是复杂的，而且干预对汇率水平的影响也显得较为短暂。经验研究还发现，干预趋于增加而非减少汇率的波动。因此，短暂的汇率波动并不需要干预，尤其是当其发生在具有流动性或有序的市场时。波动可能反映了市场正在进行价格发现，并为决策者和市场参与者提供有用的信号。

但是，中央银行的干预在以下意义上通常是有道理的：去平稳无序的市场。无序市场上外汇买卖双方的数量不对称，引起了流动性丧失问题。如果让市场流动性不足的问题持续下去，将会伤及实际经济。虽然起因于无序的市场，并会引起流动性丧失的

波动难以辨识，但汇率加速变动、买卖差价扩大、银行间交易相对于用户与银行的交易量急剧增加等现象可作为预警信号。

中央银行还可能为提供外汇或建立储备而入市干预。首先，因为许多中央银行拥有外汇储备收入以及它们作为政府的银行借入外币或接受外币援助，所以，它们都有常规的外汇供给。其次，它们一般会设置某种储备水平，要求常规性地购买外汇以保持核心储备覆盖率。

一国可能需要在向浮动汇率机制转变时，重新评价其国际储备管理政策。一方面，维持浮动汇率需要的储备数量可能会低于维持固定汇率的需要量。另外，改善对私人部门外汇暴露的监督措施可能会减少对储备的需求。另一方面，取消资本管制可能会增加对储备的需求，以维持或提高市场信心，并降低汇率波动，减少危机发生的可能性，提高干预的效率，同时，还能够为政府提供资金以投资在收益率更高的长期资产上。

总之，中央银行在实施干预时要有选择性，珍惜使用外汇储备。由于确定汇率错配和市场无序状况存在一定的难度，这意味着干预的时间和数量存在主观性，而且可能有失误。此外，央行不频繁地入市干预，可让市场相信央行对于维持汇率灵活性的承诺，还可以改善偶然干预的潜在效益。当一国设置一个波幅，作为逐渐向浮动汇率转变的措施之一时，干预的次数可能会比在更加灵活的汇率机制下更为频繁；但是，中央银行应该减少干预的次数，充分地发挥波幅宽度能够提供的汇率灵活性。许多发达经济体的中央银行（例如，加拿大、新西兰和英国）就很少入市干预汇率。

透明度也会有助于建立对于新的汇率机制的信心，尤其是在被迫实行汇率机制转变之后。许多国家（像菲律宾和土耳其）发布声明和政策报告，确认它们承诺实施浮动汇率机制，它们不会因为要设定某种水平的汇率而干预外汇市场。公布干预政策的澳大利亚和瑞典即为良好的典范，它们制定干预政策并将政策通告市场，以提高官方外汇操作的效率。之后公布干预信息，可以提

高市场透明度和央行的问责性。英国将干预的信息披露在月度新闻稿上，欧洲央行披露在月报上，美国财政部在当天确认它们入市干预举措，并将更多的细节登载在季度报告上。

有关国家的经验表明，以规则为基础的干预，在汇率不是处在一边倒的巨大市场压力之下时可能有用处。这样的政策可以有助于相关国家在不影响汇率的情况下供给外汇或积累外汇储备。但是，中央银行将会逐渐地获得足够的经验和信誉，实施更加随机性的干预。以规则为基础的干预政策具有过渡性质，已被许多国家所摒弃或修改（例如，巴西和加拿大）。



采用替代性的名义锚

退出钉住汇率机制的国家必须用另一个名义锚取而代之，而且还要围绕新的锚重新设计货币政策。虽然一些中央银行在没有正式的名义锚情况下保持浮动汇率，例如，欧元区、新加坡、瑞士和美国，但这些经济体都享有很高程度的信誉，而这对于发展中国家来说一时难以做到，尤其是当它们在转变之前依靠刚性的汇率锚或者它们曾有过高通胀历史的情况下。

一国货币政策中最为重要的功能就是对货币供应量（或称流动性）的控制。那些在市场压力之下才与钉住汇率机制脱钩的国家对于这种情况感受更为真切，因为货币贬值可能会引发通货膨胀。随着一国向更加灵活的汇率机制转变，管理流动性的负担将从外汇市场干预转向货币政策工具，诸如常设贷款、公开市场操作和回购协议。这些工具加上流动的货币市场，对于在任何形式的汇率机制下管理流动性都具有重要意义，但在浮动汇率机制下更为重要。

开发有信誉的替代性名义锚较困难，因此许多国家在放弃汇率锚而向另一种名义锚转变（可能需要较长时间）之时，转向采用爬行式波幅作为一种过渡机制。这个波幅通常围绕着爬行式中

央平价而对称地设置，并随着汇率与通胀目标之间的紧张状况逐渐化解（有利于后者）而渐渐地扩大。智利、匈牙利、以色列和波兰都在转轨过程中使用过爬行式波幅，该波幅都随着资本流动的增加而逐渐地扩大。它们的经验产生了一些有用的教益：

- 转轨初期汇率灵活性的狭窄范围会制约货币政策的独立性，并增加了财政和收入政策管理总需求的负担。
- 将汇率波动限制在比公开宣布的更加狭窄的一个波幅的做法，将会产生明显的汇率担保的感觉，并减少了市场参与者对于汇率风险的敏感性。汇率应该双向变动，这样可以给参与者提供开发对冲工具和管理汇率风险的积极性。
- 凡是维持两种名义锚（汇率和通胀目标）的政府，要通过让公众清楚地认识到在两种名义锚发生冲突的情况下，首要的重点是价格稳定，以提高公众对其通胀目标承诺的信心。

许多向浮动汇率机制转变的国家都选择了通胀目标作为货币政策目标。目前正在形成一种共识，即通胀目标是一个更加可靠和有效的名义锚。虽然货币政策目标能够在一国放弃钉住汇率机制后作为替代性名义锚，但货币总量与通货膨胀之间的关系微弱，限制了货币目标的有效性。凡是能够有序地从钉住汇率机制退出的国家，通常都在较长的时期内采用通货膨胀目标，其中部分原因是需要一些时间完善必要的机构及宏观经济条件，包括中央银行负有以明确的通胀目标作为货币政策之首要目标的使命；中央银行的独立性和问责性；透明度在执行和评价货币政策过程中促进问责性；一种可靠的预测通胀的方法；具有能够系统地将预测纳入政策，而且能够应对偏离目标情况的前瞻性程序；具有支持性的财政政策以及有规则、有监督而且管理较好的金融部门。

在上述这些前提条件尚未建立之前，许多国家采取了各种不同版本的货币目标方法（以基础货币为目标，以广义货币总量为目标或者银行储备为目标），尤其是在无序退出的情况下。例如，一些受到亚洲金融危机冲击的国家，在退出钉住汇率机制之后立

即建立了新的名义锚并尽快恢复了政策信誉。在韩国、菲律宾和泰国，货币目标方法为比较迅速地向通胀目标方法转变打下了基础。巴西也走了相同的道路。但是，由于印尼受危机冲击较重，阻碍了该国向前发展的努力，因此，它从货币目标转向通胀目标的过程比较缓慢。



管理和监督汇率风险

当一国转变为浮动汇率机制后，汇率风险即从公共部门（中央银行）转向私人部门，因为前者再也不用随时准备入市维持固定汇率。的确，由于公共部门资产负债表的失衡状况难以管理，时常会出现无序的转变。因此，确定汇率风险暴露的程度和范围也是从钉住汇率机制有序转变的关键。私人部门对汇率风险的暴露能够对转变的速度产生重大的影响，还会对采用的浮动汇率机制的类型（例如相对于波幅的浮动）以及官方干预政策产生不小的影响。

评估汇率风险暴露需要对详细的资产负债表进行分析，尤其是外币计值资产和负债的货币构成、期限、流动性及信用质量。例如，从亚洲金融危机中可以看到，公司部门未对冲的外汇借款是如何变成债权人银行的巨大亏损，而且形成外币需求飙升的局面。甚至就连银行可以确保外汇负债与资产能够匹配时，使用短期外汇资金为长期外汇贷款融资的做法，对于没有作对冲安排的用户将会导致相当规模的信用和流动性风险。同样，公司和银行部门对利率风险的暴露也会限制中央银行使用利率（而不是在外汇市场上干预）执行货币政策的能力。发展中国家和新兴市场国家的公司难以摆脱利率风险，尤其是当它们的资产不产生利息，而又无法为其债务获得长期固定利率时，这种情况经常发生。

管理汇率风险有四个要素：

- 要有信息系统监测不同来源的汇率风险，包括外汇资金的来源和使用，和正式的报告制度。间接汇率风险可以通过对公司部门的定期调查，或要求借款人提供其外汇收入、外债及对冲操作的情况进行监督。
- 需要衡量汇率风险的公式和分析技术。衡量风险包括基于会计的外汇头寸指标，以及具有前瞻性的风险管理技术，诸如“风险价值模型”和“压力测试”。
- 应有内部风险政策和程序，包括限制外汇贷款集中、对外汇贷款有关的其他风险的特别准备要求、对外汇借款人的外汇收入或抵押的要求，以及汇率变动对外汇借款人潜在影响的分析。强有力的内部控制措施是另一个重要的因素，包括对外汇操作的书面指导政策，以及其他相关政策，诸如对风险暴露的限制、风险管理程序，以及将前台和后台完全分开的监督管理机制，还有良好的公司治理，包括董事会定期监控、检查和批准风险政策和程序，以便在机构内部保持适当的制衡。银行应鼓励用户对冲汇率风险。
- 审慎管理和监督汇率风险。审慎措施包括限制净敞口头寸（按资本比例）、外汇贷款（按外汇负债比例）和海外借款及债券发行（按资本比例）；通过发放许可证要求而限制银行外汇操作的范围；对外汇风险提出资本金要求；设立指引银行内部控制的规章制度。对不能产生外汇收入的部门或收益波动较大部门的外汇借款，要特别警惕。

通过解除对远期市场活动控制而加快对冲工具的发展可能是一支双刃剑。除了改善风险管理之外，这将有助于外汇市场的发展。但是，衍生产品容易被滥用，例如泰国1997年的例子，投资者将其用于对不可持续的汇率进行高杠杆的博弈。公司和金融机构及其监管当局，需要有相当多的知识才能够确保这样的工具能够得到适当的使用。另外，对于衍生产品的使用必须密切监测，银行衍生产品交易必须要标准化，要设置公平价值的会计标准，

以及可靠的合同执行法律机制，中央银行应该促进市场的透明度并提高报告标准。



速度与顺序

各国都面临选择是从钉住汇率快速变为浮动汇率，还是以更加渐进的方式向浮动汇率过渡的某些取舍。快速从固定汇率转为浮动机制涉及的中间步骤比渐进式要少一些，或者根本没有中间步骤。

对于一个具有强势的宏观经济和审慎的货币政策的国家而言，与渐进式相比，选择快速转变方法能更好地表示对灵活汇率的承诺；并可以让一国限制对外汇市场的干预，而因此保留外汇储备。对于寻求更大货币政策独立性的国家而言，快速的转变办法对它们也更加有利一些，因为它们在面对大量和剧烈的资本流动时，难以采取渐进式的转变方法。但是，如果一国缺乏相应的机构框架，包括缺乏有深度的外汇市场以及缺乏监督和管理汇率风险的能力，那就应该采用渐进式的转变方法。这样的国家如果转变过快，将会引发汇率过度波动的风险。

缺乏全面的通胀目标框架作为替代性名义锚，并不排除采用快速转变的战略，只要对价格稳定具有有力的承诺。不论是否正式采用了通胀目标，通胀目标的构成模块——财政纪律、货币当局追求低通胀的操作独立性、透明度和问责性——都是任何货币政策体制成功的基础。南非在80年代初放弃固定的钉住汇率机制，转为采用浮动汇率，但直到2000年才正式开始采用通胀目标。其他被迫一步到位的国家，像墨西哥和土耳其，在采用通胀目标之前则采用货币目标作为过渡战略。

渐进式转变方法使一国能够以有管理的步骤向浮动汇率转变，例如，从固定的钉住单一货币转向固定或爬行钉住一篮子货

币，然后发展到汇率波幅，汇率波幅逐渐扩大。例如，中国在2005年7月重估人民币，放弃其钉住美元的汇率机制，转而钉住一篮子货币。钉住一篮子货币具有减少外部冲击影响到国内经济，缓和在钉住单一货币时汇率对其潜在的不规律变动的暴露等优点。一篮子货币可以由该国主要贸易伙伴的货币加权平均而成。在通胀率与其他贸易伙伴有差异的情况下，调整为爬行式钉住一篮子货币的机制可以有助于维持对外竞争力。转向水平式或爬行式汇率波幅可以加大汇率的灵活性与货币政策的独立性。虽然这些钉住汇率机制的变种相对于较宽的汇率波幅和浮动汇率更容易维持，它们会制约货币政策，会使资本账户已放开的国家难以维持。不论是快速式或是渐进式，在两种情况下，每个前进的步骤都应该要确保汇率变动的双向风险。

尽早地准备向浮动汇率机制转变可以增加成功的可能性。当一国仍然处于钉住汇率机制时，就应该开始为转变做好基础性准备工作，确保中央银行的独立性、改善其预测通胀的能力、使货币政策更加透明、开发汇率风险的信息体系和增加资产负债表变化的信息。一旦基础性工作完备，即可向下一步工作进展，引入一些汇率灵活性刺激外汇市场活动，同时开发新机制所需的其他工具。干预政策问题可以放在转轨后期解决。

虽然决策者无法控制无序退出的速度，它们还是要就顺序问题作出决策。重中之重当然在于稳定汇率；这个问题通常可以通过消除市场中美元短缺并维持货币控制而实现。决策者还应该发出保守性货币政策的信号，虽然设计替代性名义锚可能需要更多的时间。

在放开资本账户之前采用浮动汇率机制能够使一国化解资本账户冲击，其对实际经济的成本也小于采用固定汇率机制。相反，首先放开资本账户可以有助于抵消经常账户的暂时性冲击，扩大现有风险管理工具的范围，并深化外汇市场。因此，在资本账户放开之前采用浮动汇率机制时，需要中央银行的干预，以抵消经常账户的暂时性冲击，并限制实际汇率的过度波动。

新兴市场经济体过去十年来的经历突出表明了采用浮动汇率之前放开资本账户的风险。许多国家在放开资本账户之后遭遇突然的资本逆向流动，它们被迫退出钉住汇率机制（例如墨西哥在1994年年底，泰国在1997年7月，巴西在1999年初）。其他国家则面临大量的资本流入和钉住汇率升值的压力，只得加大汇率灵活性，以避免经济过热（例如90年代的智利和波兰）。因此，即使在有利的经济状态下，若在采用浮动汇率机制之前放开资本账户，都会影响到国内的流动性，导致宏观经济失衡并招致投机性攻击。乌干达在彻底转向浮动汇率之前并没有放开资本账户；新西兰在成功地转向浮动汇率的同时，放开其资本账户；智利的资本账户开放与其向浮动汇率的转变平行进行，但采取高度渐进的方式。



浮动还是不浮动

在平稳的经济环境下有计划地退出无疑是上乘之举。但是，即使有计划的退出都不见得能够维持下去。许多国家在采用了浮动汇率机制之后又走回头路。可能是由于不具备宏观经济条件或机构性准备不足，或者两者皆有而迫使从浮动汇率退回到固定汇率。财政主导问题在俄罗斯（1993—1995年）和委内瑞拉（2002—2003年）的汇率机制逆转上起了重要作用，而埃及的汇率机制则由于担心过度贬值而发生倒退（2003年）。许多发展中国家向浮动汇率机制转变中的障碍包括外汇市场参与者数量有限、汇兑管制严重、技术基础设施薄弱以及货币市场不够发达。

固定汇率和浮动汇率机制两者均有其明显和不同的优势。没有一种汇率机制能够在所有情况下适合于所有国家。各国应该按照它们各自的经济状况及其机构性准备情况，在权衡浮动汇率机制的利弊后予以定夺。

经济问题丛书

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. 《中国经济增长为何如此之快? 》, Zulu Hu 和 Mohsin S. Khan, 1997年。
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade.* Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.

20. 《创造就业：为什么一些国家取得较好的成绩》，Pietro Garibaldi和Paolo Mauro，2000年。
21. 《在波罗的海和独联体国家改善政府治理和反腐败：基金组织的作用》，Thomas Wolf和Emine Gürgen，2000年。
22. 《预测经济危机的挑战》，Andrew Berg和Catherine Pattillo，2000年。
23. 《促进撒哈拉以南非洲地区的经济增长：哪些因素起作用》，Anupam Basu、Evangelos A. Calamitsis和Dhaneshwar Ghura，2000年。
24. 《完全“美元”化的利与弊》，Andrew Berg和Eduardo Borensztein，2000年。
25. 《控制污染：使用税收和可交易的许可证》，John Norregaard和Valérie Reppelin-Hill，2000年。
26. 《发展中国家的农村贫困问题：对公共政策的影响》，Mahmood Hasan Khan，2001年。
27. 《发展中国家的税收政策》，Vito Tanzi和Howell Zee，2001年。
28. 《道德危害：基金组织的融资是否会助长借款人和贷款人的草率行为？》，Timothy Lane和Steven Phillips，2002年。
29. 《养老金的难题：养老金制度设计的先决条件与政策选择》，Nicholas Barr，2002年。
30. 《藏在阴影之中：地下经济的发展》，Friedrich Schneider和Dominik Enste，2002年。
31. 《公司部门重组：政府在危机期间的作用》，Mark R. Stone，2002年。
32. 《金融部门监管当局是否应当独立？》，Marc Quintyn和Michael W. Taylor，2004年。
33. 《贫困国家的儿童教育》，Arye L. Hillman和Eva Jenkner，2004年。
34. 《减债能否促进穷国的经济增长？》，Benedict Clements、Rina Bhattacharya和Toan Quoc Nguyen，2005年。
35. 《金融改革：有哪些促动和决定因素？》，Abdul Abiad和Ashoka Mody，2005年。
36. 《保持金融稳定》，Garry J. Schinasi，2005年。
37. 《将穷国纳入世界贸易体系》，2006年。
38. 《转向灵活的汇率机制：如何操作、何时操作及采用何种速度？》，Rupa Duttagupta、Gilda Fernandez和Cem Karacadag，2006年。
39. 《金融部门监管机构的问责安排》，Eva Hüpkens、Marc Quintyn和Michael W. Taylor，2006年。

Rupa Duttgupta是基金组织西半球部的经济学家。她在基金组织货币与金融体系部任经济学家时与他人合作撰写的工作文章后来形成了本期“经济问题”的基础。



Gilda Fernandez是基金组织货币与金融体系部的经济学家。



Cem Karacadag现为瑞士信贷第一波士顿的新兴市场经济部主任。他曾任基金组织货币与金融体系部经济学家，任职期间，他与别人合作撰写的工作文章后来形成了本期的“经济问题”的基础。

