

东南亚国家的汇率制度改革与变迁研究

沈红芳

(厦门大学东南亚研究中心 厦门 361005)

[关键词] 东南亚; 汇率制度; 改革; 变迁

[摘要] 自布雷顿森林货币体系瓦解至今, 东南亚国家的汇率制度经历了五个阶段的改革与变迁。在旧汇率制度下, 东南亚国家的名义汇率与实际有效汇率有其显著的特点。1997年金融危机爆发之后, 东南亚国家都放弃了原有的“软性”钉住美元的汇率制度, 采纳了有管理的或独立的浮动汇率制度。新的汇率制度表现出程度不同的“高频钉住美元”和“低频钉住美元”的混合模式的特点, 并面临本币升值的压力。新自由主义理论所鼓吹的“中间汇率制度消失论”不符合东南亚的实际情况。

[中图分类号] F833.6 [文献标识码] A [文章编号] 1008-6099(2008)03-0026-06

On Reforms and Transformations of Southeast Asian Countries' Currency Regimes

Shen Hongfang

(Center for Southeast Asian Studies, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Keywords Southeast Asia; Currency Regimes; Reform; Transformation

Abstract The currency regimes of Southeast Asian countries have undergone five stages of reforms and transformations since the collapse of Bretton Woods Monetary System. The nominal exchange rate and real effective exchange rate of Southeast Asian countries in their past systems of currency regimes had shown their distinct characteristics. These countries abandoned the system of “soft” dollar peg and adopted the systems of supervisory or independent floating exchange regimes after the eruption of financial crisis in 1997. The new currency regimes manifest the features of mixed models of “low-frequency dollar pegging” and “high-frequency dollar pegging” and the local currency is facing the pressure of appreciation. Therefore, the doctrine of “disappearance of intermediate regime” advocated by the New Liberal is not in accord with the reality of Southeast Asian Countries.

东南亚国家在 20 世纪 70 年代布雷顿货币体系瓦解之后选择了“软性”钉住美元汇率制度 (System of “soft” dollar peg), 以维持本国的货币对美元汇率的稳定性, 创造较为良好的外资投资和进出口贸易环境。当 1995 年前后美元对其它主要国际货币的汇率急剧上升时, 这种钉住美元的汇率制度导致东盟五国的汇率进一步高估, 出口竞争力下降, 成为 1997 年金融危机爆发的原因之一。金融危机之时, 东南亚国家对外汇市场实行了不同程度的传统性干预措施, 试图维持原有的汇率制度, 但无法阻止货币的大幅贬值。为了避免发生更大的损失, 它们大都纷纷退出了原来的汇率制度, 采取了

由市场决定的浮动汇率制度。随着东南亚经济的复苏与稳固, 它们的汇率制度已从由市场决定的浮动汇率制转变为有管理的浮动汇率制, 进而向以均衡水平为目标的汇率复归。东南亚国家汇率制度在 1997 年金融危机之后的变更表明, MF 以及一些信奉新自由主义的经济学家所鼓吹的“中间汇率制度消失论”是不符合东南亚的实际情况的。

一 东南亚国家汇率制度的阶段性变化

1973 年布雷顿森林货币体系瓦解之后, 国际社会进入了多元化汇率制度并存时期。但是, 由于

* [收稿日期] 2008-03-20

[作者简介] 沈红芳, 博士, 厦门大学东南亚研究中心暨南洋研究院教授、博士生导师。

* 本文为教育部人文社会科学重点研究基地重大基金资助项目“东盟国家的工业化、科技进步与竞争力研究”(项目编号: 06JJD790028) 的阶段性成果之一。文章的研究对象主要是泰国、菲律宾、印尼、马来西亚和新加坡五个东南亚国家。

历史传承与经济关系等方面的原因,东南亚国家大都仍然选择了钉住美元的汇率制度。之后,随着国际经济形势变化和国内经济发展的需要,它们的汇率制度发生了一些重大变化。总体而言,它们的汇率制度经历了以下几个阶段的变迁。

第一阶段是从20世纪70年代初至80年代中期。由于东南亚大多数经济体正在进行进口替代工业化建设,需要投入大量资本和工业化发展所需的中间产品和资本货物,国内资本与外汇的双重“缺口”主要是通过引进外资和促进出口来填补。虽然美元已经失去了以往独霸世界的地位,但仍是世界主要和较为稳定的货币。因此东南亚国家在这一时期大都实行钉住美元的汇率制度。汇率的相对稳定有利于引进外国直接投资和开展国际贸易。

第二阶段是从20世纪80年代中期至90年代中期。美国为了扭转对日本的巨额贸易逆差,摆脱经济衰退,于1985年9月22日与日本达成了“广场协议”(Plaza Accord)。协议规定了日元对美元的稳步上升。自此,美元对日元的贬值过程一直持续到1995年。“广场协议”对东亚发展中经济体的汇率制度和汇率均产生了直接的影响。泰国、马来西亚、印尼等国家都对本国的汇率制度进行了变动,将原来与美元挂钩的固定汇率制改为“一篮子货币”汇率制和“钉住美元”有管理的汇率制,但美元在货币篮子中占据最大的权重,干预货币均为美元。菲律宾因发生外债支付危机,于1984年向IMF求援,并接受了IMF对其经济的监管和下调菲律宾比索汇率的贷款条件,于当年开始实行单独浮动汇率制。在这一时期,泰国泰铢和马来西亚林吉特因政府对汇率干预有效,对美元汇率相对稳定,贬值与升值幅度都较小。印尼盾和菲律宾比索对美元的贬值却较大^[1]。

第三阶段是从1995年至1997年6月。由于国际社会对日本经济发展前景产生担忧,日元开始贬值,美元对日元持续升值。东南亚国家以美元为主的钉住一篮子货币的汇率制度日显僵化,导致汇率趋于高估,国际收支开始受到双重压力。一方面,高估的汇率使得各国出口竞争力大大削弱,经常帐户收支恶化。另一方面,美元升值也导致资本帐户逆差。原在东南亚的国际投资者把美元撤回回美国市场,投资于美元资产。为了保持资本帐户稳定,东南亚国家都对汇率的走势进行了强干预。其中,印尼的干预目标是官方汇率的确定范围在前一交易日收盘价的 $\pm 2\%$ 之内,干预范围为 $\pm 8\%$ 左右。泰国将一篮子货币的汇率浮动幅度扩大到上下幅度

8%的区间。马来西亚实行有管理的浮动汇率制。菲律宾承诺实行独立浮动汇率制,汇率由外汇市场供求关系决定,但中央银行承诺当市场剧烈波动时进行干预。

第四阶段为1997年金融危机爆发之后至1998年底之前的调整改革时期。肇始于泰国的金融危机迫使东南亚危机重灾国——泰国、马来西亚、印尼和菲律宾放弃了它们的低频钉住或高频钉住美元的汇率制度,选择了汇率的自由浮动,以让汇率寻找其真正的市场价格。在这旧汇率制度退出,新汇率制度重建时期,汇率的剧烈震荡成为该时期汇率制度的主要特点。

第五阶段为1999年至今的新汇率制度时期。1999年至2005年,东盟五国的汇率制度大致分为三大类,传统的钉住汇率制度、有管理的浮动汇率制度和独立的浮动汇率制度。2005年1月,马来西亚对其钉住汇率制度进行了大的变革,改为采用面向市场有管理的浮动汇率制。之后,东盟五国的汇率制度可分为两大类型,即:有管理的浮动汇率制和独立的浮动汇率制。然而,为适应变化莫测的世界金融形势,它们的新汇率制度仍处在不断调整与建设之中。

二 东南亚国家的汇率制度特点分析

1997年前,由于东南亚国家的经济高速增长,外汇长期处于短缺状态,外汇市场上呈现出“复式汇率”的特点。1997年之后,虽然它们大都采用了自由浮动的汇率制度,但是,由于各国中央银行并没有放弃,也不可能放弃对外汇汇率的干预,因此,实际上它们实行的是有管理的浮动汇率制度,亦称为“肮脏浮动”汇率制度。

(一) 旧汇率制度下的名义汇率与实际有效汇率

虽然东南亚国家原有的汇率制度不尽相同,但长期以来它们大都选择了软性的“低频钉住美元”(low-frequency dollar pegging),或“高频钉住美元”(high-frequency dollar pegging)的汇率制度¹。正是这种制度安排为该地区的宏观经济提供了一个非正式的共同货币本位(Common Monetary Standard)。这个非正式的共同货币本位制度下的名义汇率与实际有效汇率有着与其它地区不同的特点。

1. 名义汇率与实际有效汇率

名义汇率是指包括通货膨胀影响在内的汇率,是相对于实际汇率而言的。名义汇率可以分为市场

¹ 低频钉住美元是指逐月或逐季钉住美元的汇率制度。高频钉住美元是指逐日或逐周钉住美元的汇率制度。

汇率与官方汇率两种。市场汇率指在外汇市场上自由买卖外汇时所使用的汇率。官方汇率指由一国货币当局或外汇管理部门制定和公布的汇率。

由于汇率变动会导致物价变动, 而由财政政策、货币政策及其它因素造成的物价变动反过来也会影响汇率, 一国的通货膨胀会部分甚至完全抵消汇率贬值的作用。因此, 有必要用某些物价指数对名义汇率加以调整。这种调整后的汇率称之为实际有效汇率。其计算方式主要有以下几种:

方法一: 购买力平价 (PPP) 衡量的实际汇率 e , 这也是最常用、最普遍的定义。

$$e = EP^*/P_0$$

e ——实际汇率;

P, P^* ——本国、外国的一般物价水平;

E ——名义汇率

方法二: 本国与外国贸易品的相对价格衡量的实际汇率 e_1

$$e_1 = EP^*/P_T$$

P^* ——贸易品的国际市场价格;

P_T ——贸易品的本币价格;

方法三: 本国贸易品与非贸易品的相对价格衡量的实际汇率 e_2

$$e_2 = EP^*/P_N$$

P^* ——贸易品价格;

P_N ——非贸易品价格

在实际计算中, 一般使用第一种方法计算实际汇率值, 即以购买力平价来衡量的实际汇率值。但方法二与方法三也是分析实际汇率的有效工具。

实际有效汇率是以实际汇率为基础, 以过去某一时间点为基期计算的本币与其它货币的加权平均汇率, 权数以外国或地区在本国进出口总额中所占的比重来确定。计算结果一般以实际有效汇率指数表示, 其具体计算方法如下:

设 $E_{A1}, E_{A2}, \dots, E_{An}$ 和 W_1, W_2, \dots, W_n 分别为一国与其它几个贸易国的实际汇率和相应的贸易权重, 且有, 设 $\sum_{i=1}^n W_i = 1$, 设 $E_{at} = E_{at}/E_{a0}$ (E_{at} 表示 t 期本国对 i 国的实际汇率指数)。则实际有效汇率指数 E 就为

$$E = E_{a1} * W_1 + E_{a2} * W_2 + \dots + E_{an} * W_n = \sum_{i=1}^n E_{ai} * W_i$$

在实际计算中, 不可能也没有必要将所有与本国贸易往来的国家全部纳入样本中, 只需选择贸易比重比较大的几个国家作为样本进行计算。这样, 需要将每个样本国的权重加以调整, 使

$$W_i = \frac{\text{本国与样本国的贸易额}}{\text{本国与样本国贸易总额}}$$

实际有效汇率可以对一国名义汇率偏离购买力评价的程度进行定量计算, 从而衡量一国真实的出口竞争力。当一国的物价水平与名义汇率相对于其它贸易伙伴国发生变化时, 就会影响实际有效汇率值, 进而影响一国的出口竞争力。

2. 东南亚的名义汇率与实际有效汇率

由于 1997 年之前东南亚国家的货币当局大都实行“软性”的固定汇率制, 对汇率的直接干预的力度比较大, 因此, 名义汇率主要是指有干预的市场汇率, 亦即官方汇率。加上东南亚国家保持着高速增长的经济速度, 使外汇长期处于入不敷出的状况。国内的外汇市场因受制于“软性”的钉住美元汇率制度, 以及外汇短缺等因素, 必然出现复式汇率制, 即官方汇率和黑市汇率共存的现象。这种复式汇率制的执行结果使得官方汇率不可避免地低于实际有效汇率。在“软性”的钉住美元的固定汇率制度下, 有干预的市场汇率 (官方汇率) 相比于美元而言一直处于下跌状态, 然而, 与实际有效汇率相比, 却一直是高估的。以菲律宾为例, 以 1985 年的 100 为基线, 1986 年至 1996 年期间, 官方汇率比实际有效汇率平均高出约 21 个百分点。换言之, 菲律宾比索汇率应该下调 21 个百分点, 才能与其实际购买力相适应^[2]。泰国有干预的市场汇率 (官方汇率) 与实际有效汇率之间的差距相比菲律宾而言则更大。表 1 说明, 在 1974 至 1990 年的 16 年间, 泰国有干预的官方汇率与美元之比与泰国实际有效汇率与美元之比的差距愈益扩大。尽管有干预的官方汇率相对与美元而言呈稳步下跌, 但与实际有效汇率相比, 却是大大高估了^[3]。

表 1 泰国名义汇率 (有干预的市场汇率) 与实际有效汇率 (泰铢/美元)

	名义汇率	实际有效汇率
1974—1977 年	20.37	76.88
1977—1981 年	20.67	88.26
1981—1983 年	20.59	94.63
1983—1984 年	23.30	92.70
1984—1986 年	25.67	105.27
1986—1990 年	25.70	121.73

资料来源: 转引自 Jomo K. S. *Southeast Asia's Misunderstood Miracle - Industrial Policy and Economic Development in Thailand, Malaysia and Indonesia*, Westview Press, 1997, p. 71.

(二) 现阶段东南亚国家汇率制度的特点

自1997年6月东亚金融危机爆发之后至今的约十年间,遭受危机重创的东南亚国家的汇率体制发生了很大的变化,呈现出鲜明的特点。在1997年6月至1998年12月的危机深化期,东南亚危机重灾国主要是处在旧汇率制度的调整与退出时期,表现出汇率震荡和波动幅度异常剧烈的特点。几乎所有的危机重创国都放弃了它们原先实行的“低频钉住美元”或“高频钉住美元”的汇率制度,任其汇率自由浮动,寻找自己的市场价值¹。之后,进入新汇率制度的确立期。根据2002年MF对东南亚地区汇率制度的分析,金融危机之后,东南亚国家都放弃了它们的“低频钉住美元”或“高频钉住美元”的汇率制度,采纳了有管理的或独立的浮动汇率制度^[4]。

可是,按高频逐日钉住对东南亚国家的汇率进

行计算之后,麦金农和其他一些经济学家发现它们的汇率制度在1999年1月之后开始有了明显的回归迹象,即回到了危机之前的“软性”钉住美元的汇率制度。表2所给出的金融危机前到2002年每日汇率波动相对于美元的标准差表明,1997年金融危机之前,东南亚国家每日汇率波动的标准都低于日本、德国和瑞士等所谓汇率自由浮动国家。金融危机期间,印尼、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国的标准差曾大幅增加,新加坡的增幅要低一些。金融危机之后,除马来西亚外,所有受金融危机冲击的国家的标准差重新下降,汇率波幅在1999—2002年仍然高于危机前的水平。不过,与1999年前期相比,汇率波幅在2002年有所下降。绝大多数东南亚货币对美元的不稳定性已经低于金融危机之前的水平。除印尼之外,所有东南亚国家都回到了危机之前“高频钉住美元”的汇率制度上。

表2 每日汇率波动相对美元的标准差

	金融危机前	金融危机期间	金融危机后	2002年
印度尼西亚卢比	0.17	4.43	1.34	0.76
马来西亚林吉特	0.25	1.53	0.03	0.00
菲律宾比索	0.37	1.31	0.60	0.26
新加坡元	0.20	0.75	0.25	0.22
泰铢	0.21	1.55	0.41	0.20
日元	0.67	1.00	0.66	0.61
德国马克	0.60	0.58	0.64	0.51
瑞士法郎	0.69	0.66	0.65	0.53

资料来源:麦金农著,王宁译《东亚美元本位、浮动恐惧和原罪》,《经济社会体制比较》2003年第3期。

如果对表2作进一步研究时,至少还可以说明以下几个问题:(1)新加坡在金融危机后较快地回到了危机之前的钉住美元的汇率制度上。但需指出的是,新加坡是以一个更加多样化的货币篮子为基础来稳定汇率的,因此,汇率波幅要小一些。(2)马来西亚因实行了全面的资本管制和硬钉住美元的汇率制度,其汇率的波动幅度逐渐降低为零。(3)泰国的汇率波动也明显减少了,但仍高于危机之前。由于它们的货币篮子给予日元较大的权重,其钉住美元的汇率制度与危机前有所不同。(4)印尼和菲律宾在降低汇率逐日波幅方面取得了相当大的成功,但其汇率不稳定性仍然高于金融

危机之前。由此可见,以麦金农为首的经济学家所持的观点与MF有所不同。他们认为,东南亚地区的汇率制度在1997年金融危机之后呈现出“混合模式”的特点。

(三) 东南亚货币面对升值压力

随着东南亚国家经济的恢复和快速增长,贸易顺差和外汇储备额不断扩大,大量国际热钱重新回流到当地金融市场,从而使得东南亚国家的汇率不断攀升,面临货币升值及资产价格快速上涨的压力。2007年年中之后,新加坡、泰国和菲律宾的货币升值的压力进一步加大。

¹ 唯有马来西亚在1998年9月宣布实行钉住美元汇率政策。

表3 东南亚金融危机重灾国的汇率变动

国别	相对于美元的汇率		
	1997年 6月 30日	1998年 7月 30日	2007年 1月 16日
泰国 (泰铢)	24.5	41	36.0
印度尼西亚 (卢比)	2380	14150	9120.5
菲律宾 (比索)	26.3	42	48.8
马来西亚 (林吉特)	2.5	4.1	3.60

资料来源: Karl D. Jackson, *Asian Contagion (The Causes and Consequence of a Financial Crisis)*, Institute of Southeast Asian Studies, 1999, p. 2, table 1.1; 2007年的数据来自《中国经济日报》2007年1月17日。

表3表明,泰铢的汇率在1998年中期之后总体呈稳定态势,但略有上升。到2007年1月16日为36铢/美元。印尼因金融危机引发了政治和社会秩序动荡,使其汇率从1997年6月30日金融危机前夕的2380卢比/美元贬值至1998年7月30日的14,150卢比/美元。2002年前,印尼卢比与美元的兑换率始终在7000—12,000点之间震荡,之后汇率逐渐上升,2007年1月16日为9120.5卢比/美元。在外资回流、股市上扬及邻国货币升值效应的带动下,菲律宾比索也在1998年11月30日升至39.2比索/美元,1999年2月又升至38.5比索/美元的水平。但因危机的滞后效应对菲律宾经济反应强烈,此后其币值未能稳定在40比索/美元之下。2003年1月菲币汇率甚至降到了历史最低点53.799比索/美元,之后有所回升。马来西亚中央银行也于2005年7月21日宣布放弃了固定汇率制,实施有管理的浮动汇率制,让林吉特与美元脱钩,根据一篮子货币的汇率浮动。2007年1月16日,泰国、印尼、菲律宾和马来西亚的货币相对于美国的货币汇率分别为:36铢/美元、9120.5卢比/美元、48.8比索/美元、3.60林吉特/美元。到了2007年8月8日,除了印尼币值相对疲软,为9330卢比/美元,新加坡、泰国和菲律宾的货币相对于美国的货币汇率又分别上升为1.52新元/美元、33.89铢/美元和45.35比索/美元。

为了维护国内经济与金融市场的稳定发展,东南亚国家采取了一系列措施以缓解本币升值过快、减缓外汇流入国内的速度并刺激资本外流。比如,泰国政府采取了一系列刺激资本外流的措施。其中包括:(1)上市公司无需向中央银行申请,即可直接在国外投资,年投资额上限为1亿美元。(2)允许以各种形式将资金转移至国外,包括海外捐赠、购买不动产等,每人每年不超过100万美元。(3)包括交易和投资收入在内的外汇收入者,其

收入汇入国内的期限从120天延长至360天。(4)允许经营者和普通民众长期持有外汇,取消持有外汇不超过15天的规定。(5)国内投资机构在国外金融机构的存款无需向中央银行申请。

三 有关东南亚汇率制度的争论

1997年金融危机的爆发促使东南亚国家钉住美元汇率制度的崩溃。MF希望这些国家因此而走向较为灵活的汇率制度。可是,金融危机过后,在东南亚地区出现的并不是浮动汇率制,而是高频钉住美元的汇率制度迅速复归,以及低频钉住制度正在沿着高频钉住制度的道路继续前行,同时钉住波幅也在逐渐降低。显然,这出乎MF和一些经济学家之意外。对于东南亚国家的汇率制度安排到底应该采取何种形式,东南亚的“软性”钉住美元汇率制度回归的现实及原因在国际学术界引起了激烈的讨论与争辩。

在1997年东南亚金融危机爆发之后至1998年底之前的旧汇率制度退出时期,MF和许多经济评论家都曾认为,由于“中间汇率制度”与国际资本自由流动是不相容的,唯一可持久的汇率制度是自由浮动制,或是具有非常强硬承诺机制的固定汇率制。介于两者之间的中间性汇率制度(intermediate regime),包括“软”的钉住汇率制,如可调节的钉住、爬行钉住、幅度(目标)汇率制以及管理浮动制,都正在消失或应当消失。东南亚国家在1997年以前实行的“软性”钉住美元的汇率制度是危机爆发的根源,因此,在接受了经验教训之后,它们的汇率制度应被浮动汇率体制所取代。

在这种氛围下,起源历史不长但争议最大的“中间汇率制度消失论”再度活跃起来。这种曾经针对1992—1993年欧洲汇率机制危机的理论,在1997年金融危机之后被运用到对新兴市场经济体

汇率制度的分析上¹。萨默斯 (Summers) 将“不可能的三位一体原理” (the principle of the impossible trinity) 运用到对东南亚地区汇率制度的分析上。他认为, 由于国际资本自由流动下存在着“三难问题” (trilemma), 政府不可能同时实现汇率稳定、货币政策独立性和金融市场国际一体化这三个目标, 必须放弃其中的一个。由于金融市场一体化是由国际和国内因素同时造成, 任何一国除了实行资本管制, 否则难以阻挡其发展, 因此, 一国政府不是选择具有强硬承诺机制的固定汇率制 (货币局制度或货币联盟) 而放弃货币主权, 便是偿还这些债务, 造成破产并对经济带来破坏性影响^[5]。艾肯格林 (Eichengreen) 则对汇率制度的端点解 (two corners) 作出解释。他认为, 在钉住汇率的情况下, 银行和企业会低估货币下跌或崩溃的风险, 因而会过分持有未对冲的外币债务。结果是: 当贬值发生时, 其本币收入不足以汇率制度安排。所以, 他认为在资本高度流动的情况下, 只有两种可行的汇率政策, 一种是把汇率固定, 并锁住它。另一种更常见的汇率政策是让其货币浮动, 以使银行和企业有动机去对冲外汇风险, 选择浮动汇率制而放弃汇率稳定^[6]。

然而, 1998年之后东南亚国家金融制度的现实运作情况却充分证明了“中间汇率制度”是存在的, 并且正在发挥积极的作用。以麦金农为首的经济学家在对危机之后汇率制度的运行进行了经验性检验后认为, 金融危机之后东南亚国家重返高频钉住美元的汇率制度并非那么令人吃惊^[7]。对于东亚新兴市场国家和其他资本市场不完善的国家和地区来说, 高频钉住美元的汇率制度是防范外汇风

险、减少汇率波动的一个重要根据。这可由“原罪” (original sin) 来解释发展中国家的金融市场发展不完善。“原罪”使得国内货币不能被用于国际借款 (国外银行不能用该国货币提供贷款), 甚至也不能被用于国内长期借款, 所有国内投资要么存在着币种上的不匹配, 比如, 赚取比索的投资项目要以美元来融资; 要么存在着期限上的不匹配, 比如, 长期项目要以短期贷款来融资。造成这些不匹配的原因不是由于商业银行和企业缺乏谨慎的态度, 没有采取必要的对冲措施, 关键在于国内金融市场的完善使得银行和企业根本不可能进行对冲操作。东南亚市场的不完善还表现在缺少一个有固定利息的债券市场 (bond market) 和缺少一个有活力的美元或其他货币的远期外汇市场 (forward market in foreign exchange)。

为了弥补远期外汇市场的缺位和国内债券市场的缺失, 政府一直希望能够通过保持短期或中期的汇率稳定来提供一个非正式的屏障, 以使私人银行和企业能够以最小的汇率风险来偿付它们主要币种为美元的短期外币债务。因此, 为了降低外汇风险, 在建立、健全全国债券市场最优策略无法达到一致时, 政府逐日或逐周地阻止汇率的大幅波动, 以降低汇率风险便成为较为现实的次优策略 (second-best strategy)。

由此可见, 因“原罪”, 东南亚国家的政府一般都希望实行“软性”钉住美元的汇率制度, “中间汇率制度消失论”是不符合东南亚的实际情况的。随着东南亚政府以逐日、逐周钉住以美元为基础的汇率波动的减少, 东南亚国家已经或终将回到它们低频钉住美元的汇率制度上。

【注 释】

[1] *International Financial Statistics Yearbook*, M F, 1998

[2] Medalla Erlinda M., et al, *Catching up with Asia's Tigers - Philippine Trade and Industrial Policies*, Philippine Institute for Development Studies 1995, p. 36

[3] Jano K. S. *Southeast Asia's Misunderstood Miracle - Industrial Policy and Economic Development in Thailand, Malaysia and Indonesia* Westview Press 1997, p. 71.

[4] 麦金农: 《东亚美元本位、浮动恐惧和原罪》,

《经济社会体制比较》2003年第3期。

[5] Summers Lawrence, "Building an International Financial Architecture for the 21st Century", *Cato Journal*, Vol 18, No 3 1999.

[6] Eichengreen, *Toward a New Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, DC: Institute for International Relations 1999.

[7] 同 [4]。

【责任编辑: 李皖南】

¹ 由于中间制度消失, 形成所谓的“空缺的中部” (the hollow middle)。因而, 这一理论又被称为“两极汇率制度论”或“中空汇率制度理论” (the “two poles” or “hollow out” theory of exchange rate regimes)。