

高利率捍卫汇率稳定理论研究综述

宋琴^{1,2}, 胡凯³

(1. 厦门大学 博士后流动站, 福建 厦门 361005; 2. 厦门国际银行 博士后科研工作站, 福建 厦门 361001;
3. 中南财经政法大学 新华金融保险学院, 湖北 武汉 430073)

摘要:按照传统观点,在遭受投机攻击时,中央银行的典型做法是提高短期利率来捍卫本国货币和汇率制度。但批评者认为,高利率会增加经济增长的成本,反而容易引发信用恐慌和产出减少,使投机者更有动机进行攻击,最后在外汇储备即将耗尽前,中央银行权衡得失后不得不实行浮动汇率制。尽管两方的争论越来越激烈,但大量的实证研究表明,没有哪种说法是决定性的,反对的观点正逐渐取得上风。

关键词:利率;汇率;货币危机

文章编号:1003-4625(2010)09-0105-04 **中图分类号:**F830.13 **文献标识码:**A

无论是发达国家还是发展中国家,只要是实行固定汇率制或盯住汇率制,其货币在过去30年里几乎都曾受到显著的投机攻击。IMF应对货币危机的标准建议是通过大幅提高短期利率来维持货币的稳定。1992年瑞典中央银行在投机者的攻击中曾经坚定地表示将捍卫其货币到底,并且也相应地提高隔夜利率先到24%,然后到75%,最后达到500%,但最终仍不得不允许克朗自由浮动。亚洲金融危机中,各国家和地区也都先后提高利率来捍卫本国货币和汇率制度。例如,印尼将存款准备金率从2%提高到5%,短期名义利率从10%提高到80%,并加强了银行信贷的控制;韩国的隔夜利率从12%涨到30%;香港也提高隔夜利率到280%。高利率政策在墨西哥、俄罗斯和巴西的货币危机中都被采用过。

尽管有新加坡、中国台湾和香港地区等一些成功的案例,高利率或紧缩性的货币政策似乎并不能够总是在投机攻击下捍卫一国汇率稳定。捍卫汇率稳定的通常做法是在短期提高利率,然后在中期深化金融结构改革。如果成功,信心就得以恢复,汇率将重新置于正常水平,经济才能在更加健康的金融体系支持下再度繁荣。但一旦失败,经济衰退则很难避免。

一、高利率能捍卫汇率稳定:传统观点

各国学者和政策制定者一直都在研究相应的对策来防止投机攻击转化为货币危机乃至金融危机。Drazen(2000)提供了一个分析此类问题的框架:政

府在两种防御政策之间做出选择,要么提高利率,要么不断借入外债。而借入外债则意味着外汇储备严重不足和政府缺乏捍卫货币的决心和能力,因此提高利率看起来更能增强捍卫汇率稳定政策的可信度。

就传统观点而言,Backus和Driffill(1985),Grill和Rouini(1992)等认为,在货币危机发生时,投机者将自有的或者借入的本国货币换成外汇,获得国外资产,并一直持有到中央银行的外汇储备耗尽。中央银行不得不放弃固定汇率制或盯住汇率制,让本国货币贬值并自由浮动。一旦这种情况发生,投机者在国内借入的货币仍需支付本金和利息,但既然本国货币已经贬值,投机者只需支付少量外汇即可偿还债务,而且可以在国内和国外市场上双双获利。因此,从理论上讲,提高利率能够在货币攻击中大幅提高投机者的机会成本,特别是能提高处于空头位置的投机者的成本。提高国内短期利率,对资本跨国流动征收“托宾税”,或者不管用什么办法来增加投机的成本来降低其收益,都有可能阻碍货币投机的发生。此外,高利率是中央银行发出的一种维持固定汇率制的可信承诺,会吸引国际资本的流入,使得投机者放弃攻击,转移攻击对象。

Lucas(1990)用一个基于现金先行约束假设的模型来证明,当中央银行提高国内短期利率后,投机者会增持本国货币来购买国内资产,这样就不会耗尽中央银行的外汇储备,汇率制度也得以保持。该

收稿日期:2010-07

作者简介:宋琴(1982-),女,湖北武汉人,博士,厦门大学应用经济学博士后流动站、厦门国际银行博士后科研工作站站博士,研究方向:银行风险管理;胡凯(1976-),男,博士研究生。

模型的核心含义就是高利率的保卫策略总会成功,但这是以国内投资者的巨大损失为代价的,政府不得不维持此类政策很长时间。

Solé (2004)建立了一个一般均衡模型来评价高利率货币政策的有效性,估计了各国高利率政策所造成的福利损失,发现只要政府能够承受得起高利率的巨大成本(即财富从国内到国外的转移),那么提高短期利率的货币政策就能有效捍卫汇率稳定。

Flood和Jeanne(2005)使用一个基于非抵补利率平价扩展的Krugman-Flood-Garber模型(第一代投机攻击模型)进行分析,认为高利率的保卫策略确实能够起作用,但这只有当政府的财政状况可以持续的情况下才会成功。中央银行在投机攻击前开始提高利率会因为资产的替代效应而使本国货币更有吸引力,但这却恶化了本国的债务水平从而削弱了本国货币,高利率政策要想取得成功只能依赖于可信的财政政策。

Benigno et al.(2007)提出了一个新开放宏观经济学框架下的理性预期均衡模型,并设计了一系列利率规则来维持固定汇率制,认为一个设计正确的利率体系能够实现很多政策目标包括保持汇率稳定。

传统观点的缺陷是没有系统性地研究货币政策或利率影响汇率的具体渠道和路径,容易遭人诟病。过去认为当且仅当外汇储备达到临界值并丧失了借贷能力时,中央银行才应该放弃固定汇率制或盯住汇率制。但最新的研究则认为被动的放弃是次优的,当没有退出成本时,应该立即退出。在政府的财政支出迅速增加并不得不用铸币税来融资时,并存在退出成本时如产出损失及维持金融体系稳定的经济和社会成本等,最优退出时间将是财政冲击大小的减函数。因此,在退出成本不大并且外汇储备充足时是中央银行放弃固定汇率制的最佳时机。

二、高利率不能捍卫汇率稳定:对传统观点的修正

修正主义者则对传统观点持批评态度。Radelet和Sachs(1998)认为,高利率会对汇率稳定起消极作用:在经历过金融恐慌后,从紧的货币政策只会导致资本外流,汇率贬值,企业破产,金融崩溃等。Stiglitz(1999)认为,大幅提高利率增加了银行倒闭的风险,使人们对经济增长丧失信心,反而会使汇率更不稳定;高利率政策不能捍卫汇率稳定,只能延迟危机,在没有发生攻击时可以捍卫汇率稳定,在危机到来时反而会起相反的所用;如果过高的投机压力使中央银行加快提高利率的速度,就有可能使经济衰

退得更快,最后引发金融危机甚至政治危机。

Lahiri和Végh(2003,2007)用模型说明,所谓的高利率会诱使投资者持有本国货币和资产,但这只能在短期内起作用,而且这样的货币政策所要传递的信息并不明显。利率和汇率之间存在一种非单调的函数关系,高利率捍卫汇率稳定的理论是没有说服力的。尽管可以将利率提高到很高的水平,但这只能是一种自招其败的策略。当政策具有跨期的持续影响时,捍卫固定汇率制的货币政策实际上会使其可信性减弱:因为人们会知道,这种政策将导致货币政策制定者在面对未来的权衡取舍时更加棘手。高利率还会对经济发展造成损害,较高的利息会增加经济增长的成本,实际上可能增加贬值的概率和造成未来更高的通货膨胀,这反而使得投机者更有动机来进行攻击。中央银行的承诺不仅没有可信度,反而却在第一时间加强了投机的动力。因此,依赖于经济本身的能力来抵挡高利率的负面影响,中央银行相反的是增加了而不是减少了投机攻击成功的可能性。利率保卫政策通常是短命的,它唯一能做的只能是为政府争取时间来纠正引起投机攻击的经济失衡,提高利率到一定水平反而会因为其巨大的负产出效应使危机提前到来。发生危机的时间是利率的非单调函数,最优的高利率政策只能是在货币危机发生前和刚发生时设置一个适度 and 可信的高利率,使争取到的时间最多。

Kim和Ratti(2006)用理性预期模型说明,正是高利率的货币政策加速了亚洲金融危机时期东亚各国的汇率崩溃和经济衰退。Chen(2007)构建了一个多重均衡模型来研究高利率政策的有效性,结果发现高利率会导致高风险溢价,会吸引寻利的噪音交易者涌入,这样会使得风险溢价更高,最后会因高汇率波动率和高风险溢价的均衡导致所有的噪音交易者加入。简而言之,从紧的货币政策会像传统的非抵补利率平价理论所预测的那样导致资本的大量流入。如果理性交易者和噪音交易者都在金融市场上共存,高利率会导致超额回报,吸引更多的噪音交易,进一步加剧汇率波动率,最后使中央银行无法承受投机压力,转而实行浮动汇率制。

在中央银行与投机者的消耗战中,双方都有失败的可能,胜利的关键取决于双方谁能坚持到最后。即使中央银行在短期内捍卫成功,在中期也有失败的可能。如果中央银行意识到提高国内利率到太高的水平而自招其败,就会在投机者让步前主动决定退出,退出的时间取决于产出成本、利率和博弈价值(Gregori,2009)。

Grier和Lin(2009)建立了一个贝叶斯理性预期均衡的博弈模型,经分析发现当固定汇率制或盯住汇率制存在的实际价值较低或维持成本太高时,中央银行仅进行最小限度的防御,投机攻击很快就取得成功。当中央银行愿意把其大部分外汇储备作为赌注时,投机攻击反而可能失败。

Bergman和Jellings ϕ (2010)指出,即使在短期提高利率可以成功地防止货币危机,但其副作用在中长期却可能成为危机发生的诱因。虽然资本流动的控制可以阻碍国内利率和国际利率的联系,但也会增加国外投资者持有本国资产的风险溢价的需求。因此,货币政策制定者必须根据本国经济的特性仔细权衡执行不同货币政策的具体效果和时效。

修正主义者多用第一代货币投机攻击模型来阐明自己的观点,很少有使用第二代和第三代投机攻击模型的文献,因此其理论说服力也是有限的。然而,事实上,所有的现代货币危机模型都承认放弃固定和盯住汇率制的决定在很大程度上取决于货币政策制定者的决心,模型中则很少具体描述这是怎样做到的。实际上,为维持汇率稳定只能以自我强化式的产出减少为代价,会起到与贬值同样的抑制投资的作用。虽然稳定汇率的高利率货币政策堵住了金融崩溃的一个渠道,但却同时打开了另一条渠道。

三、高利率与汇率稳定:实证研究

高利率政策捍卫汇率稳定有效性的实证研究一般都是使用VAR模型和格兰杰因果检验,而且大部分文献用的都是线性计量经济学模型。这些研究通常会遇到三方面的困难:一是怎样测度应对投机攻击的政策反应;二是怎样说明和解释政策反应效果中会出现的非线性效应;三是怎样控制货币政策的内生性。

Dekel et al (2001)利用高频数据和VAR模型检验了亚洲金融危机前后韩国、马来西亚和泰国国内利率和汇率关系,发现了利率对汇率的格兰杰因果关系,在危机发生时提高利率对汇率升值只有很小的影响,至少在短期如此。由于实证结果的估计参数非常小,他们的结果只能对传统观点提供微弱的支持。Goldfajn和Gupta(2003)调查了1980—1998年80个国家的数据,发现从紧的货币政策通过名义汇率升值进而影响实际汇率升值而不是通货膨胀,并提出了支持传统观点的实证证据。Brailsford et al. (2006)建立了一个考虑货币传递效应的VAR计量模型,发现韩国、菲律宾和泰国的高利率政策的确帮助稳定了汇率,但马来西亚则没有。

考虑到时间不一致性交易概率的存在,Chen(2006)建立了一个基于马尔科夫转换的制度模型来研究传统的线性模型无法发现的利率——汇率之间的非线性关系,并用了6个国家的高频数据做计量检验,最后发现无论提高利率使汇率升值或贬值,汇率的高波动率都是货币政策所要付出的沉重代价,即浮动汇率制是中央银行的最后选择。Caporale et al(2005)调查了1991—2001年的相关数据,建立了一个双变量VECM模型来检验相关时间序列数据中的异方差性,试图确定亚洲金融危机中各国从紧的货币政策是否在投机压力下成功地捍卫了汇率,结果发现高利率政策起了相反的作用。Drazen和Hübrich(2006)用递归模型测试了1989—1994年间9个实行固定汇率制的欧洲货币体系国家当时高利率政策的有效性,发现利率的变化效应即作为政府发出一种捍卫汇率稳定的承诺的信息在统计上是显著的和非线性的,提高当月利率对下个月汇率变化的影响没有统计上的显著性。Choi和Park(2008)建立了VAR模型用协整和格兰杰因果检验的方法检验了亚洲金融危机时期各国的利率和汇率之间长期和短期的因果联系,质疑了当时高利率政策的合理性。

Eijffinger和Goderis(2008)利用1986—2004年数据进行的实证研究发现,提高利率有巨大的资产负债表负面效应,因此在有高短期债务的国家没有什么效果;高利率货币政策只在那些有高制度质量、高外债、高资本账户开放度的国家才有可信度,货币政策的有效性取决于其对经济基本变量的冲击有多大。

Grier和Lin(2010)使用从1964年3月至2005年11月,共54个发达国家和发展中国家的40次成功和61次失败的投机攻击的大样本数据,进行实证分析。结果发现,总的来说,中央银行事前提高利率并不能降低发生投机攻击的概率,却可以作为对投机者的一种有效威慑,但效果因国家而异。对实行硬盯住汇率制的国家可以减少受攻击的概率,对实行软盯住的国家反而增加了受攻击的概率。威慑的可信度对实际结果至关重要,高额的外汇储备和资本流动的控制能够增强货币政策制止投机攻击的有效性。

在所有的实证研究中,以Kraay(2003)最为著名,研究高利率捍卫汇率政策有效性的实证分析大多都是在他的计量方法上加以改良。Kraay(2003)对传统观点和反对观点都有所怀疑,通过调查1975—1999年间54个工业化国家和中等收入国家发生的75次成功和78次失败的货币攻击的所有数据,

建立了一个单期货币政策内生性的开放宏观经济学模型,并进行实证研究,发现两种观点都缺乏明确和系统性的证据。Goderis 和 Ioannidou(2008)改进了 Kraay(2003)的方法并重新检验了相关数据,发现高利率的货币政策只有在较低的短期债务水平下才能起作用,如果短期债务水平很高反而会起相反的作用。这意味着,哪种观点能够成立取决于短期债务水平的高低。

四、一个简评

总之,就高利率能否捍卫汇率稳定而言,没有那种说法是决定性的,反对的观点正逐渐占上风。汇率制度能否持续,取决于货币政策的可信度,投机者若不攻击,它就得以维持。如果投机者认为中央银行的货币政策不能维持汇率稳定,保卫本国货币的能力有限,金融部门存在问题,就会发动攻击。当然,面临投机攻击时,中央银行捍卫汇率稳定的策略并不仅仅只有提高短期利率这一个办法,其他可以采取的办法还有:放宽汇率波动区间,通过市场交易干预来稳定汇率,随机的干预汇率市场等。无论如何,货币政策的制定必然是中央银行对各方面利益得失进行最终权衡的结果。作为金融部门中的最终信用提供者,中央银行大致决定了信用经济中的名义利率和真实利率。中央银行较为可行的合理货币政策规则应该是通过逐渐放宽汇率波动区间和随机干预相结合的办法来有步骤地实现更浮动的汇率制度,并将实际利率维持在一个较低但仍为正的水平上。

参考文献:

- [1]Backus D, Driffill, J, 1985. Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime. *Review of Economic Studies* 52 (2), 211-221.
- [2]Benigno I, et al. 2007. Interest Rate Rules for Fixed Exchange Rate Regimes. *Journal of Economic Dynamics & Control* 31 (6), 2196-2211.
- [3]Bergman U M, Jellings ϕ M, 2010. Monetary Policy during Speculative Attacks: Are There Adverse Medium Term Effects? *North American Journal of Economics and Finance* 21 (1), 5-18.
- [4]Brailsford T et al. 2006. Effectiveness of High Interest Rate Policy on Exchange Rates: A Reexamination of the Asian Financial Crisis, *Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences* 2006(1), 1-9.
- [5]Caporale G M, et al. 2005. Monetary Policy and Exchange Rate during the Asian Crisis: Identification through Heteroscedasticity. *Journal of International Money and Finance* 24 (1), 39-53.
- [6]Chen S, 2006. Revisiting the Interest Rate-exchange Rate Nexus: A Markov-switching Approach. *Journal of Development Economics* 79 (3), 208-224.
- [7]Chen S, 2007. A Note on Interest Defense Policy and Exchange Rate Volatility. *Economic Modeling* 24 (4), 768-777.
- [8]Choi I, Park D, 2008. Causal Relation between Interest and Exchange Rates in the Asian Currency Crisis. *Japan & the World Economy* 20 (3), 435-452.
- [9]Drazen A, 2000. Interest Rate Defense Against Speculative Attack as a Signal: a Primer. University of Maryland Working Paper Feb. 2000.
- [10]Drazen A, Hubrich S, 2006. A Simple Test of Interest Rate Defense. *The Japanese and International Economies* 20 (4), 612-636.
- [11]Dekle R, et al. 2002. High Interest Rate Stabilization in Korea, Malaysia, and Thailand: An Empirical Investigation of the Traditional and Revisionist Views. *Review of International Economics* 10(1), 64-78.
- [12]Eijffinger S C W, Goderis B, 2008. The Effect of Monetary Policy on Exchange Rate during Currency Crisis: the Role of Debt, Institutions, and Financial Openness. *Review of International Economics* 16 (3), 559-575.
- [13]Flood R P, Jeanne O, 2005. An Interest Defense of a Fixed Exchange Rate? *Journal of International Economics* 66 (2), 471-484.
- [14]Grilli V, Roubini N, 1992. Liquidity and Exchange Rates. *Journal of International Economics* 329 (3), 339-352.
- [15]Goderis B, Ioannidou V P, 2008. Do High Interest Rates Defend Currencies during Speculative Attacks? New Evidence. *Journal of International Economics* 74 (1), 158-169.
- [16]Goldfajn I, Gupta P, 2003. Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis? *IMF Staff Papers* 50(1), 90-114.
- [17]Gregori T, 2009. Currency Crisis Duration and Interest Defence. *International Journal of Finance and Economics* 14(2), 256-267.
- [18]Grier K, Lin S, 2009. Speculative Attacks and Defenses as Wars of Attrition. *European Journal of Political Economy* 25(3), 540-546.

(责任编辑:张艳峰)