

发展中国家的汇率风险与汇率制度的选择

安增军 杨继国

汇率作为广义价格体系的重要组成部分,对一国内部平衡和外部平衡都有着举足轻重的作用。因而,选择一个合适的汇率制度对于一个内、外部经济都不十分稳定的发展中国家显得尤为重要。

从始于东南亚、波及南美等地区的这次金融危机看,原因固然比较复杂。一年多来,人们已从不同层面进行了广泛而深入的分析。已有的结论不外两个方面:一是危机发生国的内部经济结构失衡、金融制度的缺陷、投资需求的过度扩张、泡沫经济,乃至腐败严重等;二是国际金融体系的不完善、巨额国际游资的投机冲击等。这些分析无疑都是正确的。但是,通过这一年的经验观察和深入分析,我们还发现处于同一经济环境、有着类似经济结构的国家或地区也有很少受这次危机冲击和影响的。新加坡及台湾地区就是一个明显的例子(我们并不是说这些国家和地区一点也未受影响)。我们还注意到,危机严重的国家有一点是共同的:即选择了钉住美元的固定汇率制。这一现象启示我们不得不思考这样一个问题:发展中国家的金融危机是否与它们所选择的汇率制度有关呢?可惜探讨这次金融危机的大量文章很少有就此入手作分析的。所以本文试图对发展中国家汇率制度的选择作一简要分析,并提出自己的看法。

一、发展中国家现行汇率制度的由来及其反思

(一) 汇率制度的类型

汇率制度目前被分为两种基本种类,即钉住汇率制^①和浮动汇率制。这无疑只是一种理论上的分类,因为这两种基本类型恰好构成了汇率制度的两个极端。事实上,严格的固定汇率制和浮动汇率制在历史的和现实的汇率制度中从未存在过。存在过的只是倾向于其中某一端的“中间”形态,换言之,倾向于固定一端的汇率制或倾向于浮动一端的汇率制。这里用“倾向”一词,表示汇率制度只能从相对意义上去把握。如我们可以说,1971年“尼克松新经

济政策”以前的黄金—美元本位制度倾向于固定汇率制,是指这种汇率制相对于70年代后出现的各种汇率制(如可调整的钉住汇率制、有管理的浮动汇率制、联系汇率制等)而言。其实,即便是70年代后期出现的各种汇率制度,其具体形态也同样具有各自不同的相对倾向性。如大步调整的钉住汇率制相对于小步调整的钉住汇率制而言更倾向于固定汇率制,而后者则更倾向于浮动汇率制。为叙述方便,本文正是在这个意义上使用“固定汇率制度”与“浮动汇率制度”的。

要说明一点的是,一般认为,1973年布雷顿森林体系破产后,世界汇率制度再也不是建立在国际性安排的基础上了,即认为不再是固定汇率制。其实,当今世界各国的汇率制度选择的依据乃是《国际货币基金协定第二次修正本》(以下简称《修正本》)。《修正本》允许各国自行选择合适的汇率制度,不再要求各国货币确定汇率平价。据此,人们便认为世界从此进入了浮动汇率制时代。现实结果并非如此。由于各种主客观原因,当今世界汇率制度的选择结果仍存在相对“固定”与“浮动”两种类型,尤其是大多数发展中国家的汇率制度在很大程度上仍然保持固定汇率制的种种特性和做法,显然称不上真正意义上的浮动汇率制。

(二) 发展中国家现行汇率制度的选择

70年代后,大多数发展中国家选择了较倾向于“固定”的汇率制度,一般基于以下原因:

在国家工业化过程中,必须大量进口资本物品。有些国家特别是小国还需要依赖一些生活必需品的进口,而它们的出口能力又是较为有限的。因而,多数发展中国家的国际收支经常项目常常处于逆差地位。如果实行浮动汇率制,持续的经常项目逆差反

^① 关于“钉住汇率制度”虽然学界见解各异,本文界定为“固定汇率制”的一类。

映在外汇市场本币供求关系上,就会表现为本币面临经常性汇率贬值的压力。其次,一般发展中国家都处在债务国地位,如果本币频繁下浮就会加重其外债负担。本币大幅度贬值在利率尚未市场化的国家还会导致输入通货膨胀,加重国内矛盾。基于此,发展中国家政府一般不会容忍本币币值大幅下跌。

基于上述种种原因,发展中国家多数选择了比较倾向于固定汇率制的大步调整的钉住汇率制。同时,为了实现本币汇率的基本稳定,政府通常还采取种种外汇管制政策,配合以贸易和外资等政策,竭力使本币在外汇市场的供求中维持在某一汇率要求的水平,或在较小区间内波动。这样久而久之便形成了本币汇率刚性,同时又有了政治上的意味,使得政府更加不愿意让本币下浮。因为一旦汇率下浮,公众就会将其解释为政府宏观经济管理不善而带来政治上的难堪。此外,已僵化了的汇率一旦下跌还会产生财富再分配效应和资源再配置效应,因此会激化社会矛盾,导致社会动荡不安。

(三)发展中国家现行汇率制度的反思

发展中国家大多采用钉住汇率制既然是在特定经济背景中作出的选择,在一定程度上有其必然性和合理性。应该说,这种汇率制度对朝工业化迈进的发展中国家的国内稳定和经济发展是作出过贡献的。但是我们要看到,这种汇率制度不利于一国经济的外部平衡。当汇率刚性形成后,伴随着国内经济和国际市场变动,汇率风险开始增大,矛盾积累到一定程度,金融危机的爆发在所难免。因此,发展中国家的汇率制度不应该长期维持固定汇率制,当经济发展到一定水平就应适时放开,实行浮动汇率制度。墨西哥、东南亚诸国及巴西等的金融危机,除了其它原因外,正是没能及时地调整其汇率制度所致。

不过浮动汇率制对发展中国家来说也不是完美无缺的,应该承认,对大多数发展中国家来说,汇率制度是个两难选择。在当初对汇率制度作出选择时,多数发展中国家权衡利弊,选择了固定汇率制。现在看来,这种选择在初期是成功的,在后期(至现在)是失败的。为什么?固定汇率制的成功实施并能够长久保持稳定,必须具备一定条件,如果一个国家不具备这些条件,问题早晚会出现。下面的分析会发现,大多数发展中国家并不具备这些条件。

二、发展中国家实行固定汇率制的必备条件

我们所针对的,是指那些外汇市场已经开放的发展中国家。要把那些至今外汇市场未开放的国家排除在外。因为外汇市场未开放国家没有真正的外汇市场,汇率只能由政府人为地规定。而外汇市场

开放的国家实行固定汇率制是有条件的。

这些条件是:(1)本国劳动生产率提高快,经济发展水平高。当一个国家主要靠劳动生产率提高,而不是主要靠资本投入来发展本国经济,而且已经发展到相当水平,与被钉住国经济发展状况日益接近时,汇率变化能反映两国货币购买力的变化。这时的货币挂钩比较稳定,两国的相对固定汇率才能够较长时间保持稳定。(2)通货膨胀率同挂钩国水平趋向一致。因为假设一国通货膨胀率高,而另一国通货膨胀率低,实行固定汇率制会使两国的实际币值朝相反方向变化,从而两国的实际购买力的差距不断扩大,固定汇率制不可能长久维持。(3)外汇储备雄厚,外债负担较轻。因为固定汇率制对借债还债十分有利,容易形成外债庞大,到期的大量还债必然削弱一国外汇储备。没有雄厚的外汇储备不能抵御外汇市场的投机风险。97年以来的东南亚金融危机中,受灾严重的国家无一不是外汇储备不足、外债负担过重的。而香港特区、新加坡、台湾地区等受冲击相对较小则得益于它们雄厚的外汇储备及较轻的外债负担。(4)也是最重要的一点,信心问题。政府通过强有力的干预和充满自信能最大限度地减少外汇市场的风险。因为在固定汇率制度下,一旦钉住汇率与真实汇率的差距拉大到一定程度无力支撑时,必然给巨额国际游资提供绝好的投机机会,此时因投机造成的汇率大幅下跌将导致人心浮动、信心丧失。而大众的跟风心理会加大汇率波幅,危机便可能一触即发。这时,一个强有力的政府的支撑在一定程度上能够通过树立信心来稳定经济。

这些条件发展中国家显然很难完全具备。有些国家在发展之初实行钉住汇率制,由于当时比较接近于实际汇率即两国购买力平价,且其它矛盾还没有激化,固定汇率制的正向效应发挥作用,因此促进了发展中国家的经济发展。不过初期的繁荣景象掩盖着潜伏的内在矛盾。发展中国家在急于摆脱贫困、大步赶超发达国家的心理的驱动下,极有可能使矛盾激化。如对泡沫经济缺乏警惕,治理不及时等,固定汇率制的崩溃将成为金融危机的直接突破口。

有一种观点认为,在实行固定汇率制条件下,只要政府适时地进行汇率调整就可能防范汇率风险。言下之意,当政府发现本币币值已被高估或被低估时,可以经常地、主动地调整汇率。我们认为,这是完全不可能的。一方面,由于汇率被长期钉住,不是市场定价,失去了客观的汇率评价标准,又缺乏弹性,所以,币值的高低难以准确衡量。即使能判断出币值已被高估或低估也难以调整。因为,如果政府

发现本币被低估而提高汇率,必然造成出口锐减,会冒贸易逆差增大的风险;如果判断本币高估,降低汇率使本币贬值,又使政府信誉丧失,还可能引起贸易对手国的不满,引发贬值大战,政府只能左右为难。从实践看,政府调整汇率一般都是被动进行的,而且往往要等到迫不得已时才进行调整,通常也仅是单向降低汇率的一种行为。因发展中国家实际币值大多呈贬值趋向,政府不可能提高本币汇率。因此不存在主动上下调整汇率的可能性。另一方面,就算政府主动调整汇率也难以把握汇率调整的准确尺度。调整幅度太小,不起作用;幅度过大,又造成汇率市场剧烈波动,甚至可能造成外汇市场混乱。

三、两权相害取其轻:浮动汇率制更为有利

理论界一直存在着固定汇率制与浮动汇率制的优劣之争。如上所述,大多数发展中国家选择了固定汇率制,发展初期确给它们带来了一定好处。但由于长期实行固定汇率制的条件并不具备,因而就必然带来恶果。这就给我们提出一个问题,同固定汇率制相比是不是应该选择浮动汇率制呢?我们知道,浮动汇率制也是有利有弊的。对于发展中国家,两种汇率制比较,哪一种更为有利呢?两权相害取其轻。还是让我们先详细权衡一下二者的利弊后再作结论吧!

(一)两种汇率制度的比较

下面分别从贸易、投资、储备、宏观政策、经济增长及经济开放等几个方面比较一下两种汇率制度。

1、从国际贸易方面看。在固定汇率制下,两国货币在一个时间内保持稳定,货币比价不会即时波动。这对贸易双方在计算成本、利润和商定价格方面带来不少便利。而浮动汇率制在交易时必须考虑两国货币潜在的升值、贬值风险因素。如此看来,似乎采用固定汇率制更为有利。其实不然,两国货币的比价关系最终以两国货币的实际购买力为基础。从长期看,两国货币购买力的变化不仅同两国的通货膨胀率有关,而且同两国的劳动生产率变化有关。战后的实际情况是,发达国家的劳动生产率提高快于发展中国家。大多数发展中国家的高速增长(尽管它们的增长率指标高于发达国家)靠的是大规模资本和劳动投入,而不是技术进步。所以,发展中国家劳动生产率的提高实际上慢于发达国家。当两国汇率挂钩一段时间后,就出现本币高估。固定汇率制下,当本币被高估,实际贬值而名义还未贬值时会削弱该国商品竞争力。在贸易方面首先表现为进口成本下降、出口成本增加,结果奖进限出,国际收支恶化,最终导致本币不得不大幅被动贬值。

2、从国际资本流动看。在固定汇率制下,由于两国汇率相对稳定,对外国投资者进入国内市场而言,似乎不会造成投资品自然贬值的压力,便于投资成本收益测算,也便于国际结算,有利于引进外资。如果这时该国本币实际升值,对外国投资者更为有利。问题是,发展中国家的经济增长特点决定其本币往往呈实际贬值方向发展,从而固定汇率制度造成本币高估,实际贬值而名义未贬,给外国投资者带来远期投资风险,即一旦本币贬值将给已投资物品造成损失。所以这一趋势使已经被高估的固定汇率不仅不利于引进外资,而且还会引起资本外流。墨西哥、东南亚以及今年初巴西危机都出现过大量资本外逃情况。浮动汇率制则不同,一方面汇率风险在随时释放,一方面投资者可通过选择投资时机规避风险(如选择投资本币被低估时进入)。此外,也可采取套期保值等避险手段来规避风险。

3、从国际储备方面看。在固定汇率制条件下,一国政府为了维持汇率稳定,必须拥有更大的外汇储备量,因为此时的外汇储备不再只是对付外贸支付和短期债务偿付的需要,还得应付国际短期资本流动(国际资本投机)的需要。同时,为了维持汇率稳定还须经常通过在外汇市场买卖外汇等调控措施支付大量外汇。总之,在固定汇率制下一国需要超量的外汇储备来保持币值稳定。在浮动汇率制下,政府没有太大必要过于频繁地干预汇市,外汇市场的自动调节性颇强。因此,政府不必保有在固定汇率制下的巨额外汇储备,也能保持原外汇储备稳定性。

4、从政府宏观调控看。表面上,固定汇率制有利于国内利率的稳定。但由于是钉住汇率,政府在宏观政策需要运用利率调控时,往往却失去了利率调控权,只能随发达国家利率的波动而波动。因为如果本国利率低于被钉住国利率,资本就会大量外流,如果本国利率高于被钉住国利率,由于巨额利息支出,又使外汇大量外流。如果发达国家经济出问题,还可能波及发展中国家。一旦发达国家转嫁危机,发展中国家将无力阻挡。当被挂钩国货币币值发生波动,又必然影响到本币波动,造成出口下降、进口增加、贸易逆差增大、用汇量增加,导致外汇求大于供,压迫国内市场上外币汇率上升,本币逐渐疲软。政府为了减少本币下跌压力,维持汇率稳定,必须动用外汇储备,如果储备不足,就可能造成汇市剧烈波动。

5、从经济增长方面看。汇率制度同经济增长有密切关系。据国际货币基金组织(IMF—1996.2)调

研报告分析,在实行固定汇率制的国家,投资率较高,产出增长率较低。原因是劳动生产率增长较慢,因而人均GDP较低。为什么?因为固定汇率制能减少政策不稳定性并降低实际利率,有利于投资者,但削弱了汇率的调节机制,不利于资源优化配置。因其不能准确反映并调节市场信号,被扭曲的价格信号产生的利益机制不能奖优限劣,不能鼓励科技进步,不能反映投入产出的贡献度,又不能准确调节供求关系,必然导致低效率。浮动汇率制能避免固定汇率制的这一弊端,虽引起一些短期波动,但更有利于资源优化配置,提高效率,促进长期经济增长。

6、从经济全球化、国际化看。由于国际短期资本流动(投机)所形成的金融风险越来越大,在完全开放的资本市场条件下,实行固定汇率制比浮动汇率制更容易诱发货币投机。因为在本币实际已经贬值而名义还未贬值的条件下,实行固定汇率制就产生了两个市场、两种价格,为投机者创造了可乘之机。我们知道,国际金融投机家在外汇市场上投机炒作总是瞄准某一有问题的金融市场(苍蝇只叮有裂缝的蛋)。外汇市场被高估或低估的货币正是他们投机的对象。当两个国家货币挂钩,其中一国货币高估,另一国货币相对低估,出现较大价差时,正是他们求之不得的。情况表明,恰恰发展中国家的货币通常被高估,所以发展中国家正是他们冒险的乐园。对于投机者而言,无论固定汇率或浮动汇率,他们都有炒作机会,但两种汇率制被炒作的风险大小不一样。不断自由浮动的汇率制难以炒作出过大差价,反之则不然。

(二)结论

我们的结论是,对于大多数发展中国家来说实

行浮动汇率制优于实行固定汇率制,至少在现在这个阶段是如此。人们认为固定汇率制风险小,浮动汇率制风险大,这是一种错觉。上述分析我们可以看到,在浮动汇率制下存在的风险在固定汇率制下仍然存在。所不同的仅是表现形式不同而已。在浮动汇率制下风险会即时显现出来,人们能明显地感觉到。要知道,这既是汇率风险的显现过程,也是风险的释放过程。在固定汇率制下,由于政府不能及时对汇率进行调节,使汇率风险没有及时暴露出来,短期内人们感觉不到。由于汇率风险不能及时释放,矛盾不断累积加深,到一定程度就以更加猛烈的方式——危机——表现出来。1994—1995年墨西哥比索危机是如此,1997年亚洲金融危机亦如此。两次金融危机产生的深层原因虽然各异,但导火索都是汇率。墨西哥在危机爆发前,比索的汇率已被严重高估,由于长期积累的矛盾,政府当时采取一步到位的调整方式,以致于一下子使进口成本提高,物价上涨与工资上涨恶性循环,经济迅速衰退。1997年东南亚国家如泰国的泰铢自从80年代与美元挂钩以来,实际已贬值了30%以上,也已被严重高估。在国际炒家的打击下,使原来同美元的挂钩无法继续维持下去,政府放弃了挂钩汇率后,泰铢急剧贬值,结果长期积累的矛盾一下子爆发出来,最终点燃了这场东南亚乃至整个亚洲的金融危机。

理论和现实都说明,固定汇率制并不是发展中国家的最优选择。在两难面前,两权相害取其轻。比较而言,浮动汇率制更有利于发展中国的经济稳定的发展。

(作者为厦门大学经济系博士生)

(责任编辑:周茂清)

(上接第31页)由广东省旅游局、香港旅游协会和澳门旅游司共同组成的“珠江三角洲旅游区”是目前世界上唯一一个跨越两种不同制度和具有两种不同经济、生活方式的综合性旅游区。它有着其他地区所没有的旅游文化色彩,有着独特的旅游吸引力。三地的联合优势和整体合作,已经形成一定的合力和区域优势,再继续促进政府间的协调,简化游客出入境手续,合作向纵深发展。再深入与信奉妈祖的福建省和共饮一江水的西江流域地区合作,必然扩大澳门的经济腹地范围,促进旅游业的发展。

近年来,澳门政府、民间团体抓住“回归效应”机遇,到内地、香港、世界各地作宣传、推广。一批重要旅游设施陆续建设,如海洋世界公园、澳门博物馆、

观音莲花苑、观光塔、妈祖雕像等,还有澳门卫星电视台开播及灯光夜市开设,使澳门旅游业更加灿烂多姿。1997年底,欧盟提供约七百五十万元澳门币在澳门旅游培训学院内成立一个旅游研究中心,并愿意为澳门长期的经济发展提供支持。可见,澳门回归后,继续营造旅游业优势,争取祖国和欧盟对旅游业的支持,其旅游博彩业的持续发展是有坚强的基础和后盾的。

(作者单位:广东商学院现代经济
与发展研究所)

(责任编辑:张远鹏)