

关于东亚区域货币合作的研究:文献综述

丁一兵* 李 晓**

【内容提要】 东亚区域货币合作是目前国际经济理论界关注的一个重要问题,本文从东亚区域货币合作的必要性、可行性和具体形式三个方面回顾和梳理了近期有关文献,指出在东亚现阶段确有必要也有条件逐步推进区域货币合作,在具体形式上则应考虑建立制度化的区域资金共享和汇率合作机制。

*** 20世纪60年代以来,区域货币合作乃至货币一体化始终在国际经济理论中的一个重要研究领域,但在90年代以前,这一领域的焦点一直集中在欧洲货币一体化方面,基本上没有涉及到对东亚地区货币合作问题的研究。1997年东亚金融危机爆发之后,尤其是近几年来,随着东亚各经济体汇率制度的变革、区内经济合作与政策协调的强化以及外部经济、金融环境的变动,国内外理论界围绕着东亚区域货币合作的一系列相关问题展开了深入研究,取得了一些明显的进展。纵观东亚区域货币合作研究的近期文献,有关研究主要是围绕着以下三方面问题展开的:一是东亚各国是否有必要改变现行货币、汇率制度,推进区域货币合作,乃至建立起来制度化的区域货币体系或货币区;二是东亚地区是否有条件构建一个货币区,或至少确立起初级的货币合作机制;三是东亚的货币合作

应当采取何种具体形式,在当前阶段有何可操作的方案。本文拟从这三方面出发,在梳理现有文献的基础上,对东亚货币合作问题进行一次全景式的考察。

对东亚区域货币合作必要性的探讨

对东亚区域货币合作的讨论源自于1997年的亚洲金融危机。危机的冲击促使人们对东亚各经济体在货币金融领域缺乏合作的现状做出反思。相关文献主要从两个角度分析了区域货币合作的必要性。

1. 通过区域货币合作建立金融危机的预警、解救机制。1997年的危机具有强烈的传染性,是一种区域性现象而非单个经济体的

* 吉林大学经济学院讲师

** 吉林大学经济学院教授、博士生导师

问题。在一国遭受货币危机的情况下,缺乏区域协调机制会使危机迅速波及其他国家,形成“传染效应”,增加对经济的损害。拉詹把“传染效应”分为通过市场预期传导的“纯粹传染”和通过溢出效应实现的传染,认为改革国内金融体系可以消除前者,而后者则必须通过货币合作来解决¹。另一方面,有事实表明,现有的国际经济组织和国际合作架构不足以迅速而有效地解决东亚区域性问题的。在此情况下,加强区域层次的货币合作,建立制度化的合作体系,共同利用区内金融资源,更加有效地防范和化解未来可能发生的金融危机,就成为理论界的一种共识。

2. 对东亚各国汇率制度选择问题的研究也使部分学者认同了区域货币、汇率合作的观点。弗兰克尔、魏尚进等人的实证研究²表明,东亚各经济体在1997年之前实行的是单边实际钉住美元的汇率制度。金融危机的爆发暴露出东亚地区原有的汇率安排存在三大弊端:(1)造成货币政策的外生性,不适合东亚自身经济周期的要求;(2)与东亚经济体的贸易模式之间存在矛盾,日元/美元汇率波动引起各经济体经常账户的剧烈变动;(3)单边钉住美元而缺乏汇率协调机制,形成了危机的传染效应和扩大效应³。因此,危机后多数国家放弃钉住汇率,实行独立浮动的汇率制度,而马来西亚则采取了外汇管制下的严格固定汇率制度(钉住美元),中国香港坚持实施其原有的货币局制度。这一动向恰好符合了奥伯斯特菲尔德等人提出的“角点解”或“两极论”观点⁴,即开放经济应放弃可调整钉住或管理浮动汇率制度,实行彻底的固定汇率(如货币局)或彻底的浮动汇率制度(最好是浮动汇率制),以消除外汇市场的潜在风险。上述“舍中间、取两极”的主张得到了许多经济学家的支持,对东亚各国的汇率政策选择产生了很大影响。

然而,近来这种观点受到了一些质疑。

首先,人们对浮动汇率有助于避免外部冲击、实现内部均衡目标、维持国内经济稳定增长的观点提出了疑问。奥伯斯特菲尔德和罗戈夫通过一般均衡分析,考察了汇率制度对福利与预期产出的影响,指出汇率制度对产出波动并无明确影响,很难说浮动汇率制度一定能够稳定产出、避免外部冲击⁵。

其次,关于浮动汇率具有避免投机冲击的能力这一问题,豪斯曼提出了“原罪论”(Original Sin)的观点,认为小国本身国内市场狭小、金融资源有限,本币信誉不足,不得不从国际市场借入短期外币资金,从而造成“货币错配”和“期限错配”,这决定了小国货币具有内在的脆弱性。只要小国在金融开放的同时保持独立货币,无论它采取哪种汇率制度,这种内在脆弱性都将存在,浮动汇率本质上说无助于发展中国家避免投机冲击⁶。

再次,针对浮动汇率能够化解“三元冲突”(The Triangle Dilemma)的传统观点,库伯指出,对开放的发展中国家来说,汇率既是最重要的资产价格指标,也是最重要的商品价格参照指标,浮动汇率制下名义汇率的波

¹ R. Rajan, "Currency Basket Regimes for South-east Asia: The Worst System with the Exception of All Others", *CIES Policy Discussion Paper*, No. 0028, June, 2000.

² A. Jeffrey Frankel and Wei Shang-jin, "Yen Bloc or Dollar Bloc?: Exchange Rate Policies of the East Asian Economies", in Takatoshi Ito and Anne Krueger (eds.), *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, University of Chicago Press, 1994.

³ 具体参见李晓、丁一兵:《东亚区域货币体系的构建:必要性、可行性与路径选择》,载《社会科学战线》2003年第4期。

⁴ Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, 1995.

⁵ Maurice Obstfeld, and Kenneth Rogoff, "New Directions for Stochastic Open Economy Models", *Journal of International Economics*, 2000.

⁶ Ricardo Hausmann and Andrew Powell, "Dollarization: Issues of Implementation", 1999. <http://www.iadb.org>

动会损害本币资产价值和国内产品价格的稳定性,引发持续性资本外流并抑制国内金融市场的成长¹。

由于当前国际货币体系的特征和各国经济结构、发展水平的差异,浮动汇率制对发达国家和发展中国家(包括新兴市场国家)的作用明显不同,浮动汇率制度并非放之四海而皆准的汇率制度。国内金融市场规模有限、外部资金来源不稳定的开放经济体,并不像发达的经济大国那样适宜采取浮动汇率制度。换言之,对除日本以外的东亚国家来说,浮动汇率并非最优选择,即使它们宣布实行浮动汇率,在操作中也会对汇率变动施加严格的管制。事实上,东亚国家近年来的汇率政策恰恰体现出限制汇率浮动、对本币升值进行干预以及积累大额储备等特征,明显不同于英、美等发达国家的浮动汇率政策,表现出“浮动恐惧”(Fear of Floating)。这正说明东亚国家尚不具备条件实行自由浮动汇率制。另一方面,“两极”制度的另一极,即单方面实行严格的固定汇率制度,包括货币局制度或“美元化”,不仅存在着一些固有缺陷,而且其成功运转要求一系列严格的条件。它要求一国政策当局不仅要放弃货币政策的独立性,而且要彻底放弃财政政策的独立性,从而使该国无法用管理政策调节经济,还有可能承担持续失业的成本。同时,采用这类与某一大国货币紧密挂钩的制度,本国与大国之间必须具有特别密切的贸易联系,具有相似的经济周期与通货膨胀率,国内要拥有稳健运转、资本充裕的银行体系和强有力的财政政策纪律。东亚经济体大多数以经济增长为首要政策目标,容易出现财政扩张倾向,对外贸易具有多元化特征,事实上很难长期维持这种汇率制度。

上述有关“两极”汇率制度的讨论说明,对于东亚这一特定区域来说,至少在目前情

况下,“两极”汇率制度的优势尚难以体现出来,因而不是东亚各国的理想选择。其实,如果仅从货币当局稳定汇率与收入的目标出发,钉住货币篮制度可以有效地替代“两极”制度。因为与浮动汇率相比,它能降低名义汇率的过度波动以及相应的负面影响,与独立钉住单一货币制度相比,它又能更为有效地降低实际有效汇率的变动,所以更适合贸易结构多元化的东亚国家”。但是,单边钉住货币篮制度属于所谓的“中间”汇率制度,具有容易诱发投机冲击等内在缺陷,更为重要的是,如果各国都独立地钉住货币篮子,那么东亚地区内部双边汇率的稳定就得不到保障,这对于东亚经济体的对外贸易与国际融资都会造成不利影响。

综上所述,从单边角度考察,东亚各经济体已经陷入了一种汇率制度选择困境。这表明,东亚地区的汇率安排问题无法在单边层次上解决,而需要求助于区域性的货币与汇率稳定机制⁴。而东亚地区实体经济的特征也提出了同样的要求:长期以来,东亚地区在市场力量的自发推动下,已经形成了一个较完整的区域产业循环与分工体系,区域内商品、金融交易的增长要求商品相对价格的稳定,进而需要货币相对价格的稳定。另一方面,各经济体贸易与外部融资结构的相似性也决定了东亚经济体必须通过某种制度化的区域性货币与汇率安排为整个地区经济的稳

¹ R. Cooper, “Exchange Rate Choices”, in J. Sneddon and G. Olivei (eds.), *Rethinking the International Monetary System, Conference Series*, No. 43, Federal Reserve Bank of Boston, 1999.

² 这里所说的“美元化”,不仅包括货币当局以美元作为本国法定货币,而且包括以任何其他大国货币(比如日元)作为法定货币的情况。

³ Kim Tae-Joon and Ryou Jai-Won, “The Optimal Currency and the Currency Bloc in Asia”, *The Bank of Korea Economic Papers*, Vol. 4, No. 1, May, 2001.

⁴ 目前关于人民币币值的争论也从一个侧面体现出这种汇率困境,如果仅仅在单边层次上调整人民币币值,则无论是升是贬都会产生一些消极影响。

定增长创造有利环境。东亚金融危机的教训表明,区域汇率稳定机制不应限于单边钉住美元这样的自发安排,而应具有正规化、制度化的特征,以便对各经济体实施更加有力的约束。因此东亚地区有必要建立制度化的区域货币与汇率合作机制。

最优货币区标准与 东亚区域货币合作的条件

在理论上证明区域货币合作的优势是比较容易的,但实际操作却面临着诸多困难。人们普遍认为,只有满足一系列特定条件,区域货币合作才有可能展开,其利益才有可能实现。因此,东亚是否具备区域货币合作的条件,就成为近期有关研究关注的另一重要问题。鉴于最优货币区理论已成为区域货币一体化的基础理论,尽管它所分析的是构建单一货币区的条件而非较低层次货币合作(如钉住共同货币篮子)的条件,但对东亚区域货币合作条件的分析仍多以该理论作为基本的分析框架。

最优货币区理论的传统分析方法是指标分析法,即通过衡量一系列经济指标来界定某一特定区域是否属于最优货币区,是否应当实行货币一体化。目前对东亚区域货币合作条件的分析基本上都是采用这一方法。至于分析最优货币区条件的成本—收益方法,由于难以进行定量评估,因此很少被用于实证分析。

总的来说,诸多的最优货币区指标可以归为三类:第一类指标包括区内各国经济开放度、区内部贸易与投资的重要性等指标,这些指标体现了单一货币区的潜在收益;第二类指标主要包括外部经济冲击对区域内各国影响的对称性、各国对经济扰动的调整速度、要素市场灵活性等指标,这些指标反映了加

入货币区的各国由于让渡货币政策自主权而承担的潜在成本;第三类指标包括各国经济发展水平、通货膨胀率、金融体系的相似性以及政治协调性,反映的是构建单一货币区所面临的困难。近来就东亚地区是否符合最优货币区标准的讨论,主要就是围绕着对这三类指标的考察而展开的。

从第一类指标看,实证研究表明,东亚各国间经济的相互依存程度很高,区域内贸易与投资在1985年后有显著增长,如东亚国家间与欧洲国家间贸易结构的相似性大体相当,区内双边贸易强度及对外开放度甚至高于欧洲国家¹。然而,在区域内直接投资等指标上东亚还是明显滞后于欧洲。此外,东亚金融市场一体化进程缓慢,缺少区域内双边汇率避险机制和私人融资市场,这就使东亚不得不依赖区外货币和区外金融市场进行避险操作,区内货币合作因此受到阻碍。

巴尤米和艾钦格林等人对第二类指标进行了较为深入的研究²。他们利用向量自回归(VAR)模型,比较分析了在亚洲部分国家之间、欧洲国家之间以及在美国国内七个地区之间相同的需求冲击与供给冲击对通货膨胀率和国内生产总值增长率影响的对称性,以及经济扰动的相关性、规模与调整速度。结果表明,东亚经济扰动的规模高于美国,而调整速度则快于美国,二者的冲击对称性相差不大,如果把东亚分成两个区域(一个包括日本、韩国和台湾地区,另一个包括香港、泰国、印尼、马来西亚、新加坡),则每个区域中经济扰动的对称性甚至超过了欧洲的“德国集团”

¹ 深泽映司、铃木健彦、稻垣博史:《亚洲金融危机对日本的影响——其背景与今后的展望》,载《富士总研论集》1999年第1号。

² T. Bayoumi and B. Eichengreen, "One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World", *Princeton Studies in International Finance*, No. 76, Princeton University Press, 1994.

(德国、奥地利、荷兰、比利时、丹麦、瑞士)。此外,东亚地区要素流动性虽然较差,但由于各国劳动力价格弹性大,因而要素市场仍有一定灵活性。

对第三类指标,多数研究认为,东亚地区在这方面还存在明显缺陷,构建货币区还面临着明显的困难。

首先,该地区各经济体发展水平相差较大,经济发展水平的差异会阻碍汇率政策的协调。尤其是当区内各国收入水平存在差异而要素又不能在区域内完全自由流动时,成立货币联盟必然要求富国向穷国进行单向财政转移支付,东亚富国多为小国,穷国多为大国,进行这样的转移支付会给富国带来很大的财政负担,是后者难以接受的。

其次,货币一体化作为一种涉及货币主权让渡的制度安排,必须得到国内政治上的认可和支持,东亚各国目前虽有货币合作的愿望,但缺乏制度化的正式合作机制,不具备明确的政治协调性,这在短期内必然会阻碍东亚区域货币合作的进程¹。

从近期文献对最优货币区指标的考察来看,东亚在第一、二类指标方面已经达到或接近最优货币区的标准(如果我们把美国和欧元区视为最优货币区的话),第三类指标却有较大差距。但是,东亚区域货币合作的条件并不等同于建立单一货币区的条件,不能只从静态角度以当前数据为基础、以单一货币区为标准分析上述指标,而应从经济、货币一体化的动态过程加以考察。货币一体化的标准具有内生性特征,即各国的货币合作政策取向与政策措施本身能够提高经济一体化程度,而后者的提高又会为货币合作提供更为有利的条件,就是否加入货币合作进程的决策而言,事前对条件的评估很可能不同于事后的结果。从历史上看,区域货币一体化会促进贸易的一体化,后者又会提高区内各国经

济周期的同步性,因此,一个国家在事后(加入货币区后)比事前更有可能达到加入货币区的标准²。东亚地区虽然目前难以建立制度化的区域货币体系,但仍可进行货币合作的初级工作(如协调汇率政策)以推进区域经济一体化,并逐步实现区域货币合作的制度化与高级化。

东亚区域货币合作的具体形式

东亚货币合作的具体形式可以从两个层次来探讨,第一是现阶段需要采取的措施,主要是区域性危机防范、救援机制;第二是未来的构想,重点在于长期内如何进行汇率政策与制度的整合。

针对第一层次的问题,人们普遍认为在《清迈协议》框架内的东亚货币互换机制能够为区内各经济体提供及时的短期流动性支持,更加有效地利用本地区丰富的外汇储备资源,不失为防范外部冲击的一种临时性手段,也是区域货币合作的开端。不过,有学者指出,双边互换机制存在一些缺陷,包括缺乏有效的制度性约束、使用区外货币作为融资货币、由于缺乏必要的监督机制而容易引发“逆效合作”³。因此有必要进一步建立制度化的区域性货币基金即亚洲货币基金,由其充当区域性的“准最后贷款人”,提供和管理区域性紧急援助资金,协调与管理危机救援行动,并监督各国、各地区的宏观经济动向和国际收支状况。但亚洲货币基金也有其局限,有可能产生“道德风险”,因此必须与其他领

¹ T. Bayoumi and Mauro, “The Suitability of ASEAN for a Regional Currency Arrangement”, *IMF Working Paper* WP/99/162, December, 1999.

² Jeffrey A. Frankel and Andrew Rose, “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, *Economic Journal*, Vol. 108, 1998, p. 1009-1025.

³ 刘力臻、谢朝阳:《东亚货币合作与人民币汇率制度选择》,载《管理世界》2003年第3期。

域的政策协调与合作结合起来,其本身也只是货币合作的一种辅助手段而非终极目标。从长期来看,加强东亚各经济体在汇率安排领域的合作才是东亚货币合作的核心内容。

在汇率合作方面,有代表性的观点主要包括:

1. 东亚美元本位制。这是由麦金农提出的观点。他通过超风险溢价模型的分析得出了存在名义锚的钉住汇率制优于浮动汇率制的结论,并指出危机之后东亚各国货币高频钉住美元的现象反映出钉住美元的合理性。因为长期以来美元作为东亚经济的对外交易媒介和“货币锚”,已经形成了一种规模经济效应,同时美元能够提供相对完善的避险机制,可使经济主体更加有效地规避外汇风险。因此,为确保东亚地区内部双边汇率与对外汇率的长期稳定并防范投机资金的冲击,各经济体应当确立与美元的固定汇率,建立正式的区域性美元本位制度¹。

在实际操作上,东亚美元本位制的最大优势在于简单易行、转换成本低。目前相当多的东亚货币相对于美元的浮动被控制在很窄的幅度之内,实行统一的美元本位制不用对既有汇率制度进行根本变革²。

然而,必须指出的是,东亚美元本位制的最大缺陷在于忽视了日元的作用。当东亚其他经济体钉住美元而日本保持浮动汇率时,日元兑美元汇率波动必然通过日本与东亚其他经济体的贸易、金融交易成为不稳定的源泉,1997年的危机已经证明了这一点。麦金农对此提出的解决办法是让日元也加入美元本位体系,与美元保持固定汇率。这显然又低估了包括日本在内的东亚各经济体在经济周期、经济结构与宏观政策目标上与美国的差异,低估了以美元为本位的货币体系所蕴涵的潜在不对称性,这种包括日本在内的整个东亚地区的美元本位制就像恢复布雷顿森林

体系的建议一样,其现实性很值得怀疑。

2. 日元区建议。关志雄、大野健一等部分日本经济学家持这种观点,其核心内容是把日元作为东亚地区的基础货币,使日元在东亚承担马克在欧洲货币体系中的地位,以日元作为驻锚货币建立起区域性汇率联动机制。日元区的建议有其优势:首先是可以使东亚多数经济体来自日本的进口和外债保持稳定,其次是日本的经济周期与其他东亚经济体也更为一致。但是三大缺陷使日元难以成为区域主导货币:一是日本经济长期陷于萧条之中,其狭小的国内市场也不足以吸收亚洲地区的贸易和投资;二是日本国内金融市场相对封闭,日元国际交易市场不发达,流动性成本较高;三是日本在区域经济合作中没有摆脱自我中心主义的短视行为,这反过来又强化了本地区其他经济体对日本的不信任情绪。

总的来说,由于东亚对外经济关系呈现出明显的多元化特征,钉住单一货币的做法存在着较为明显的弊端。无论是建立美元区还是日元区,都不可能避免来自外部的金融冲击。事实上,东亚地区的货币合作不能撇开日本,但也不能以日元为中心,在现阶段,更加现实的选择是以某种形式的共同货币篮作为汇率稳定的“名义锚”。这方面比较有代表性的主张有两种:一是用世界主要货币构建货币篮的BBC(basket-band-crawling)制度,二是用区内货币构建共同货币篮的亚洲汇率制度。

3. BBC制度的目的是在保证汇率基本稳定的前提下提供一定的灵活性。其内容是由美元、日元、欧元等世界主要货币组建共同

¹ McKinnon and I. Ronald, "The East Asian Dollar Standard: Life after Death?", *Economic Notes* 29, No. 1, 2000.

² 钟伟:《亚洲单一货币:路途遥远但值得期待》,载《中国外汇管理》2001年第2期。

货币篮,以整个东亚地区对外贸易权重为基础确定货币篮的统一结构,各国宣布本国货币对该共同货币篮的中心平价,并各自确定波幅限制。根据各国波幅大小的不同,允许其正式汇率制度安排存在差异(从波幅很小的货币局制度到波幅较大的管理浮动制度均可),允许成员国在经济基本面因素发生较大波动时,调整中心平价与波幅限制¹。

这一方案的优势在于:首先,这种集体行动能够稳定东亚区域内双边汇率,消除大国间汇率波动对各国相对竞争力的不对称影响,并稳定区内贸易的价格环境。其次,由于汇率水平的更加透明,避免了以邻为壑汇率政策的出现。再次,这种合作不需太多的政策协调和监管,减少了汇率制度合作时来自各方的阻力。然而,钉住共同货币篮一方面存在着操作难度大、透明度较低的缺陷,另一方面仍然无法摆脱投机冲击的威胁,因而只能作为短期内或过渡性的汇率政策,不应成为东亚各国汇率制度的长期选择。

4. 亚洲汇率制度的运作机制类似欧洲的欧洲货币体系,主要内容包括由各区内货币组建亚洲货币单位,各经济体共同确定亚洲货币单位中各币种的权重以及各经济体货币对亚洲货币单位的中心平价与波幅限制,通过建立区域合作机构对汇率合作进行统一管理²。这一制度比BBC制度更加严格、更加正规化,其约束力和可持续性更强,对于区内双边汇率的稳定作用也更为明显。但是,它不能反映东亚经济体对外经贸关系的多元化特征和区外主要货币汇率波动的影响,这不能不说是一个重要的缺陷。

综上所述,目前各种有关东亚区域汇率合作的建议,或是难以反映东亚多元化的对外经济关系,或是仍然面临投机威胁,都不能说是最为理想的选择。事实上,从汇率制度承诺的可持续性与货币锚的稳定性来看,区域

货币联盟才是真正具有长期可持续性的货币合作方案。区域货币联盟能够通过集中区域内金融资源并以区域内共同的货币政策作为货币锚,来实现避免投机冲击和稳定价格水平的目的。然而,成功的区域货币联盟需要一系列严格的条件,它的建立必须经过较长的发展历程,需要以较低层次的货币合作作为基础,因此,对于东亚地区的货币合作而言,区域货币联盟不是近期内的选择。

笔者认为,虽然目前东亚地区尚不具备条件进行高层次的区域货币一体化尝试,但由于货币合作条件具有内生性特点,现阶段仍可以开展较低层次的区域汇率制度合作。区域货币合作是一个由易到难、由简单到复杂的动态过程。在短期内若无法实现最优,只能暂时选择“次优”即BBC制度,而为了保证区域合作集体行动的顺利展开,形成可信的制度承诺和纪律约束,有必要以更加制度化的货币一体化安排作为长期目标。

另一方面,东亚汇率合作的目标应当是包括日本在内的所有东亚经济体之间更大程度的长期汇率安全性,所以合作不应局限在东盟这样的次区域层次上。但现实的困难又使整个东亚层次的汇率合作难以一蹴而就,所以由局部到整体,由次区域到全区域循序渐进地展开汇率制度合作,不失为一个现实可行的办法。在这一进程的初期,对称性货币合作将成为主要的合作形式³,而钉住共同货币篮则是这一进程中的一个重要的阶段或过程。

¹ John Williamson, "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option", *IIE Working Paper*, No. 2938, 1999.

² Junggun Oh and Charles Harvie, "Exchange Rate Coordination in East Asia", *The Journal of the Korean Economy*, Vol. 2, No. 2, Fall 2001.

³ 戴金平、熊性美:《东亚货币合作的阶段确定与形态选择》,载《南开经济研究》2001年第4期。