

# 东亚汇率制度合作的路径分析

陈欣

汇率制度选择，是自布雷顿森林体系解体以来，每个国家和地区面临的重大课题。东亚金融危机的爆发，使得东亚国家的汇率制度选择失当问题凸现出来，并由此引发了人们对东亚汇率制度的进一步思考。经济学家们积极倡导汇率制度合作，以此来化解目前单边选择的多种汇率制度无法自发实现汇率稳定的困境。在实践中，东亚各国政府也已经建立起一些初级的货币合作，但关于汇率制度合作的具体方案还处在争议中。针对各经济学家的各种观点，笔者根据东亚汇率制度安排的现状，结合东亚经济的特点，对东亚汇率制度合作的实现路径进行了分析，认为需要分为三个重要的阶段来进行。

## 一、第一阶段：钉住一篮子世界货币

东亚汇率制度合作的起点，是对现行的汇率制度进行改革。这个阶段非常重要，因为它关乎汇率制度合作能否继续深入发展。笔者基于东亚国家整体的实际情况，对这个阶段进行了细致的分析。

### 1. “中间汇率制”比“两极汇率制”可行

在汇率制度选择上，首先考虑完全浮动汇率制和极端固定汇率制度（单一货币区、货币局）。因为根据 Obstfeld 和 Rogoff (1995)<sup>1</sup> 的分析，在汇率制度安排上应当“舍

中间、取两极”，这样才能从根本上避免货币危机。但是，当我们结合东亚经济情况分析时，认为浮动汇率制度和单一货币区制度都并非东亚国家的最佳选择。首先，就浮动汇率而言，东亚的出口导向型经济、区域产业循环体系要求稳定商品的贸易价格，各国政府也需要一个“名义锚”来稳定国内价格水平，浮动汇率制度无法满足这些要求。其次，浮动汇率制度本身存在着“汇率超调”的问题。这对国内产品市场价格存在明显粘性、金融市场规模小的东亚经济体来说是重要的不稳定因素，会导致区域内双边汇率频繁波动，阻碍贸易的增长。再次，独立浮动汇率制缺乏制度化的汇率调整机制，存在协调失败问题，容易引发竞争性贬值。事实上，东亚国家近年来普遍对汇率波动实施了较为严格的管理，同时又大力积累外汇储备，这种“浮动恐惧”（*fear of floating*）（Calvo and Reinhart 2000）的状况本身也说明了浮动汇率制度对东亚是不适合的。作为两极汇率制的另一端，如单一货币区制度，与东亚现状结合的难度太大，同样难以成为东亚近期汇率制度选择。主要的原因在于该地区各国发展水平相差较大，会阻碍汇率政策的协调，共同的货币政策要求让渡部分经济主权无疑也使得平衡东亚国家之间的利益成为难题。因此，东亚目前尚不具备条件进行高层次的区域货

币一体化尝试”，单一货币区在短期内难以成为现实。同样的道理，货币局制度也难以实现。

总之，极端的制度与东亚经济现状差距太大，不能成为东亚汇率制度的近期选择。中间汇率制度虽然不能从根本上避免货币冲击，但却符合目前东亚经济发展状况的特点，因此是相对可行的。

## 2. 钉住篮子货币是合理的选择

在中间汇率制度中，笔者进一步认为，采取钉住汇率制度比较合适。管理浮动因为边界不够清楚，自由度太大和难于监管，不适合作为东亚国家早期汇率制度协调的基础。而钉住汇率制度中，钉住篮子货币最为合理，我们可以通过三种方案的比较加以说明（因美国和日本与东亚经济关系最为紧密，可以作为钉住单一货币的两种方案）：

**方案一：钉住美元。**这种方案曾得到 McKinnon 的倡导，他提出“东亚美元本位论”，并指出危机之后东亚各国货币高频钉住美元的合理性<sup>3</sup>。在实际操作中，东亚美元本位简单易行且转换成本低。但是，钉住美元的最大缺陷首先在于忽视了日元的作用，东亚金融危机的爆发就证明了这一点。东亚一些国家长期以来主要从日本进口资本货物并引进资金，其产品却主要销往美国，形成了对美顺差、对日逆差，对日逆差靠对美顺差弥补的对外贸易模式（李晓，1998）<sup>4</sup>。一方面，日元兑美元升值，东亚其他经济体的实际有效汇率就会下降，出口增加，经济繁荣乃至过热，容易出现通货膨胀和泡沫经济；另一方面，日元贬值，其他经济体的实际有效汇率就会上升，出口受到遏制，经常账户逆差扩大，经济可能陷入萧条状态。其次，东亚各经济体与美国的经济周期显示出较大差异（Kwan，1995）<sup>5</sup>。再次，即使东亚各国出于自身力量薄弱的考虑害怕浮动而固定与美元汇率联系，但日本是不会选择钉住美元的。没有日本参与的钉住美元汇率制度，将会使东亚国家重新陷入因日元与美元的波动

而带来的汇率困境。

**方案二：钉住日元。**很多学者建议直接钉住日元，因为这样可以使东亚多数经济体来自日本的进口与外债保持稳定，并且日本的经济周期与东亚其他各国的经济周期也更为一致。但是钉住日元的汇率制度也存在重要缺陷。首先，日本的经济衰退已经持续了10年之久，这使得日本能否继续作为东亚经济体中最重要的贸易伙伴令人怀疑。东亚地区其他国家希望日本能够继续吸纳本国生产的产品，但是日本的经济发展以及狭小的国内市场使东亚其他国家很难实现对日出口的持续增长。其次，伴随日本衰退的通货紧缩问题对东亚国家选择日元作为“名义锚”带来了困扰。再次，日本在区域经济合作中自我中心主义的短视行为使得东亚各国对日本产生了不信任的情绪。

**方案三：钉住篮子货币。**它最明显的优点首先是可以降低由于主要货币的波动而导致地区内真实有效汇率的剧烈变化，适合贸易结构多元化的东亚国家。其次，它有利于地区汇率的稳定和东亚各国货币名义汇率的可测性，使汇率变动变得更加透明，而且还降低了产生道德风险的可能性。再次，同欧洲汇率机制（EMS）相比，这对汇率协调和监督机制的要求并不是很严格，符合亚洲的传统，容易被现阶段各国接受。最后，钉住货币篮子的汇率制度有利于东亚货币日后进一步整合，小川英治用实证证明货币篮子比美元更适合做锚<sup>6</sup>。

总之，通过综合比较，方案三“钉住篮子货币”符合东亚经济关系中的多元化特征，相对合理，因此可以作为东亚汇率制度制度合作的第一阶段。

## 3. 篮子货币的构成

笔者认为，在这个阶段，货币篮子中的货币不宜太多，主要选择世界货币，美元、日元和欧元，这符合东亚国家对外贸易关系多元化的特征。中国经济发展虽然迅猛，但是人民币至今未实现可自由兑换，所以此阶段中不能承

担作为篮子中货币的作用。

#### 4. 具体的实施步骤

首先，实现单独钉住一篮子货币。东亚各国在加强双边、多边的汇率政策协调，保持区域内汇率相对稳定的前提下，放弃原有的汇率制度，建立起各自钉住篮子货币的汇率制度。货币篮子中不同货币的权重根据各自的对外贸易和投资等情况来确定，但应当包括美元、欧元和日元。Kusukawa (1999)<sup>À</sup>，Benassy (1999)<sup>À</sup>，Rajan (1999)<sup>À</sup>，以不同的方法对东亚各国钉住篮子的最优权重进行了估算，其结果显示东亚各国最优货币篮子存在差别。

其次，建立起次区域的钉住共同货币篮子汇率制度。虽然东亚各国的最优货币篮子并不一致，但在次区域内会有一些经济体的货币篮子构成比较相近。如 Benassy (1999)<sup>À</sup> 测算得到的东盟各国最优权重显示出较大的相似性，意味着各国有条件进一步采取钉住共同货币篮子。同时，稳定与邻国双边汇率的要求和经济一体化的发展，也会促使次区域内最优货币篮子结构逐步趋同。在此基础上，可以根据货币篮子构成与经济贸易结构的相似性，在次区域内选择共同的货币篮子目标，确定中心汇率，并对各国对中心汇率的偏离规定某种波幅限制。此外，在次区域实现共同钉住的过程中，要采取逐次进入的方式，因为即使在一个次区域里面，国家的经济发展也存在不平衡性。最先参与汇率合作的可以是经济发展程度比较高，通货膨胀率低且相似的经济体，然后在总结经验的基础上，逐步吸纳其他国家进入。笔者设想，就东亚目前经贸领域已启动的次区域经济合作现状来看，未来可能形成三个次区域，即东盟次区域、韩国与日本次区域、中国大陆、香港与台湾次区域。

最后，东亚区域钉住共同一篮子制度。这是一个非常重要且关键的汇率制度合作阶段。从一定意义上讲，这个阶段才是东亚国家实现汇率制度合作的核心阶段。它需要确定共同的

货币篮子及其统一结构，以及各国对货币篮子的中心平价及波幅。

#### 5. 钉住“篮子”制度的缺陷与积极作用

应该承认，钉住篮子的汇率制度并不是最理想的汇率制度，它是一种存在缺陷的“次优”选择，它不能够从根本上避免投机冲击(野口旭，2000)<sup>11</sup>，因此不能作为东亚国家未来汇率制度的长期稳定形式。但是，从可行性来看，东亚具有较为充分的条件开展较低层次的区域汇率制度合作。因此，钉住汇率制作为短期内或者过渡性的汇率制度具有重要意义，但汇率制度合作还需要分阶段地走向深入。

#### 二、第二阶段：“双挂钩”的汇率制度

当东亚实现了钉住共同的货币篮子，而区内也形成了几个主导货币的时候，东亚就有条件进一步建立起“双挂钩”的汇率制度。这种特殊的双层汇率联动机制是指：一方面，这几个区内主导货币与美元挂钩，保持汇率的相对稳定；另一方面，东亚各国货币不再与美元直接挂钩，而是与区内几个主导货币挂钩，以主导货币为共同锚，随主导货币兑美元的浮动而浮动。按照前面的分析，东亚三个次区域有可能出现东盟货币区、日韩货币区和中国货币区，而在整个东盟货币区以新元为主导，日韩的货币以日元为主导，中国货币区则以人民币为主导。那么，双挂钩的汇率制度中的“货币锚”就包括：日元、新元和人民币。由此形成的汇率制度是一个以三主导货币为核心的、同时保持与美元相对稳定关系的、有弹性的东亚联合浮动体。这个框架基本可达到使参与方之间货币的汇率波幅不大，且实现对美元汇率有调控的联合浮动。双挂钩的汇率制度，在一定程度上实现了从外部钉住到内部钉住的转变，将一篮子世界货币转化为一篮子东亚内部货币。同时，它保持了东亚汇率制度转变的连续性，没有将外部货币美元的重要作用一下剔除。事实上东亚地区经济对美元的依赖度也决

定了从较长的时期来讲,是不可能把美元排除在汇率制度的设计之外。

### 三、第三阶段:构建“东亚汇率制度”

随着东亚经济一体化的不断深入,区内主导货币对东亚的影响将不断加大,美元对东亚经济的影响将相对减弱。当东亚各国经济互补性随一体化发展而加强,竞争性相对减弱的时候,就需要逐渐构筑类似欧洲汇率机制的东亚汇率制度,使东亚汇率进一步向钉住内部货币转变,因为互补性经济对于汇率稳定的要求比竞争性经济更高。亚洲货币单位的构成,将主要以人民币、日元和新元为主,东亚各国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东亚货币单位的中心平价与波幅限制,并通过建立区域合作机构来进行统一管理。这个时候,人民币、日元及新元将与美元脱钩,整个东亚实现与世界主要货币的自由浮动。在具体操作上,这需要成立专门的货币委员会,负责制定中心平价并监督各成员国对已达成的协议的条款的实施效果。当东亚汇率制度运行良好,东亚各国与亚洲货币单位进一步实现了固定汇率的时候,东亚就可以向单一货币区迈进。这将是东亚汇率制度合作的最高阶段,整个东亚使用一种货币“亚元”。

### 四、不确定性因素及结论

以上三个阶段,是笔者根据东亚经济特点、经济一体化的发展趋势对东亚汇率制度合作的具体设想。其中还有很多不确定的因素,有可能对不同阶段产生影响,比如汇率制度合作中货币的整合,能否实现三个货币区,以至后来货币的进一步整合为亚洲货币单位,取决于东亚各国合作的意愿以及中国、日本和新加坡三国的经济的发展态势。但是,有一点是明确的,就是东亚汇率制度合作愈加紧密,汇率制度也就更加稳定和可持久。■

### 注 释

- <sup>1</sup> Obstfeld Maurice and Kenneth Rogoff The M irage of Fixed Exchange Rates *Journal of Economics Perspectives* [ J]. 1995 vol 9 No 4 73- 96.
- <sup>2</sup> Calvo Guillermo A., Carmen M. Reinhart . Fixed for your life. *Brookings Trade Forum* [ J] 1999 No 1 1- 58
- <sup>3</sup> R. M undell Currency areas , exchange rate systems and international monetary reform. *Journal of Applied Economics* [ J]. 2000 vol 2 No 2.
- <sup>4</sup> R. IM K innon. The EastA sian Dollar standard L ife after death? *Economic Notes* [ J]. 2000 vol 29 No 1.
- <sup>5</sup> 李晓:《论东亚区域产业循环机制》《世界经济》1998年第3期。
- <sup>6</sup> Kwan C.H. *The Economics of the Yen Bloc*, in Japanese Tokyo Nihon Keizai Shinbunsha 1995
- <sup>7</sup> [日]小川英治:《创建东亚统一货币篮子的可能性》,《国际金融研究》,2004年第6期。
- <sup>8</sup> Kusukawa T. *Asian Currency Reform: The Options of a Common Basket Peg* [ J]. Tokyo Fuji Research Institute Corporation 1999.
- <sup>9</sup> Benassy-Quere Agnes Optimal Pegs for East Asian Currencies *Southern Economic Journal of the Japanese and International Economics* [ J]. 1999 Vol 13 44- 60.
- <sup>10</sup> Rajan. Currency Basket Regimes For Southeast Asia The Worst System With the Exception of A ll Others *CES Policy Discussion Paper* [ J]. No. 0028 2000 June.
- <sup>11</sup> [日]野口旭:《亚洲货币篮子是必要的吗?》, [日]《经济讨论》2000年第2期。

[陈 欣: 西安外国语大学商学院]

(责任编辑 楚 全)