

文章编号:1002-980X(2006)06-0062-05

经济转型国家汇改的剖析与借鉴

朱德忠

(安徽财经大学,安徽 蚌埠 233041)

摘要:本文通过探讨若干经济转型国家汇率改革的典型案例,剖析其汇改的路径选择与发展过程,进而总结其汇改的成功经验,汲取其汇改的失败教训,从中获得具有正反两方面的借鉴价值,这对于今后深化我国人民币汇改以及优化我国外汇管理大有裨益。

关键词: 汇率改革;路径选择;借鉴

中图分类号: F831 **文献标志码:** A

现实而言,我国既是一个新兴的市场经济国家,又是一个经济转型的发展中国家,而人民币汇率改革事关重大、影响深远,因此,有必要撷取经济转型国家汇率改革的典型案例,分析其汇改过程,借鉴其经验教训,为人民币汇率进一步改革和完善我国外汇管理提供有益的启示。

剖析之一:泰国汇改的发展

(一) 泰国汇改的过程

泰国从1984年开始,实行钉住一篮子货币的汇率制度。由于货币篮子中的美元权重高达90%,汇率浮动区间仅为0.2%,所以,泰国实际实行的是钉住美元的汇率制度,官方汇率为1美元兑换25泰铢。

1995年,美元大幅度升值,由于泰铢钉住美元,大大削弱了泰国商品的出口能力。1996年底,经常帐户赤字达到126亿美元,占GDP的8%。为了解决经常帐户赤字问题,保持国际收支平衡,一般有两个选择:一是增加汇率灵活性,通过汇率的自由浮动(或在一定的区间内浮动),自行解决本币高估问题;二是在坚持“钉住制度”的前提下,通过开放资本项目,吸引外资流入,用资本项目盈余弥补经常帐户赤字。泰国政府选择了后者。

在超稳定汇率、高利率以及资本帐户自由化政策的吸引下,国外“热钱”(短期国际投机资本)大量涌入泰国。1995年,泰国对外债务已经占出口总额的114.2%、GDP的49.3%。1996年,外债总额达

到867亿美元,人均负债1562美元。过多的短期资本流入和过高的对外负债使泰国金融隐伏着危机。

在经常帐户赤字不断扩大的情况下,泰铢面临越来越大的贬值压力,但泰国政府依然坚持“钉住美元制度”和1:25的官定汇率,并加大了汇市干预。这为国际投机资本提供了可趁之机,从1997年年初开始,它们对泰铢发起了连续攻击。1997年2月,泰国央行干预汇市,动用20亿美元的外汇储备平息了泰铢贬值风波。同年5月,泰国联合东亚其他国家再次干预汇市,稳定泰铢汇率。但是,泰铢贬值的压力继续增加,市场出现了恐慌性抛售,泰国央行在外汇储备不断下降的情况下已无力维持泰铢汇率。

1997年7月2日,泰国政府宣布放弃钉住汇率制度,被迫改行有管理的浮动汇率制度,泰铢当日下跌了20%,到1998年7月,泰铢对美元贬值了60%左右。泰铢的大幅度贬值,不仅给泰国自身经济造成了严重损失,而且迅速波及到菲律宾、马来西亚、新加坡、韩国和印度尼西亚等国家,从而酿成一场亚洲金融风暴。

(二) 泰国汇改的教训

1. 宏观政策失衡。一是在钉住汇率制度下,随着资本项目开放,利率水平的变化必须与美元利率变动保持一致,否则,利差的变动将导致短期资本套利活动加剧,使货币政策陷入被动,甚至失去作用。1993~1994年,泰国出现了经济过热现象,央行却无法通过对利率政策的调整来稳定物价。由于当时

收稿日期:2006-02-10

作者简介:朱德忠(1964-),男,安徽芜湖人,安徽财经大学经济与金融学院副教授、硕士生导师,主要从事金融理论与外汇管理研究。

美元利率较低,如果提高泰铢利率,利差的扩大将导致短期资本的进一步流入,增加泰国通货膨胀压力。1995年由于美联储提高了美元利率,泰国央行不仅不能降低泰铢利率以刺激经济,相反需要进一步提高泰铢利率,以维持对美元较高的正利差,防止资本外逃。1996年泰国优惠利率达到13.25%,成为亚洲利率最高的国家。二是在开放条件下,实现内部均衡和外部均衡两个目标,需要货币政策和汇率政策两个工具,而“钉住美元制度”使泰国失去了汇率工具。1996年,泰国面临刺激经济增长(实现内部均衡)和减少经常帐户赤字(实现外部均衡)双重任务,但央行却只能使用货币政策一种工具,最终使泰国经济陷入“米德冲突”。当时,为了减少经常帐户赤字,防止资本外流,泰国政府不断提高利率。高利率使本来就增长乏力的泰国经济雪上加霜。并且,高利率政策和超稳定的汇率制度一起,成为国际投机资本攻击泰铢的诱因。

2. 宏观决策失误。(1) 判断预测的失误。1995~1996年,美元对日元大幅升值,达40%,如果泰铢继续紧钉住美元无疑将“出口导向型”的泰国经济置于死地。当时,泰国政府也注意到了“钉住制度”的不可持续性,由于担心泰铢贬值会增加债务负担,造成企业破产和工人失业,使金融机构的不良资产问题恶化,所以迟迟下不了调整汇率政策的决心,希望将“钉住制度”再维持一段时间,在解决经济和金融部门问题后,再来调整汇率。然而,国际投机资本没给泰国政府足够的时间。此外,在货币投机者于1997年5月向泰铢发动第二次攻击之前,泰国政府曾利用模型计算,认为泰铢高估的情况并不严重,仅为5%~10%;而泰国央行拥有390亿美元的外汇储备,完全有能力将泰铢继续维持在1:25的水平上。由于低估了泰铢的贬值压力,泰国央行进行了耗资巨大的外汇干预。(2) 退出顺序的失误。泰国退出钉住汇率制度的案例表明,一国要实现资本项目可兑换,应首先放开对汇率的控制,实行更具弹性的汇率制度。换言之,在汇率能够自由浮动之前,大幅度开放资本项目,尤其是取消对短期资本流入的管制是非常危险的。高利率与超稳定汇率相结合,会使国际货币投机成为一种只赚不赔的生意。

3. 退出时机的失误。泰国退出失败的教训表明,在本币汇率严重背离均衡汇率、面对较大汇率调整压力的情况下,被动地、无秩序地、突然地退出,会造成汇率超调,从而引发金融市场的巨大波动。1997年7月2日泰国政府宣布放弃钉住汇率制时,

曾乐观地估计泰铢将很快稳定下来,汇率波动的风险会自动阻止国外投机者对泰铢的炒作。但是,没有准备的忽然退出引起了巨大混乱。当时,各商业银行甚至无法及时对外挂牌报出泰铢的价格,从而进一步增加了市场的恐慌性抛售。泰铢当日下跌20%,最低曾达到1美元兑32.6泰铢,远远超过泰国央行原先预计的1美元兑28泰铢的水平。

剖析之二:智利汇改的发展

智利大体经历了三个阶段和三种汇率制度,最后非常平静地完成了从“钉住汇率制”到“自由浮动汇率制”的转换。

(一) 智利汇改的过程

20世纪60年代初期,为了稳定国内物价,智利开始实行钉住美元的汇率制度。随着智利经济的发展,钉住美元制度造成了比索持续升值,1960~1962年实际升值12%。比索升值提高了出口成本,影响了出口增长,造成了智利经常帐户逆差。为弥补贸易赤字,智利从“钉住美元”转向“爬行钉住美元”,对比索进行小幅度贬值。

20世纪80年代初期,智利开始实行“爬行钉住区间”的汇率制度,并通过浮动区间的逐渐放宽,使汇率浮动的空间越来越大。1982年,智利央行将汇率波动区间规定为 $\pm 2\%$,1985年扩大到 $\pm 5\%$,1992年又扩大到 $\pm 10\%$,1997年达到 $\pm 12.5\%$ 。在此期间,为了减少美元波动对比索的影响,智利于1995年将钉住货币由单一美元调整为一篮子货币。篮子中的货币主要包括美元、日元和德国马克。随着爬行区间的不断扩大,央行对汇率干预越来越少,汇率市场化程度越来越高。

亚洲金融危机之后,智利央行进一步放宽了对汇率波动幅度的限制。1998年底克服了亚洲金融危机的影响后,智利又将汇率波动区间恢复扩大到 $\pm 10\%$ 。1999年9月,智利政府宣布结束“爬行钉住”的汇制,开始实行“自由浮动”的汇制。外汇市场和企业对这一制度转变之反应相当平静,比索未出现大的波动。至此,智利成功实现了从爬行钉住汇率向浮动汇率的过渡。

(二) 智利汇改的经验

智利的汇制转换是在平静中完成的——比索汇率起伏不大,企业和居民反应平淡,经济运行几乎未受影响。其主要经验有:

1. 及时调整货币政策目标。高通货膨胀曾经是困扰智利经济的难题。1999年,智利的通货膨胀率

稳定在3%左右,中央银行认为这是一个适宜的水平,遂决定以稳定该通货膨胀率为政策目标,而不再年复一年的降低通货膨胀率。将“通货膨胀目标”作为稳定经济的“名义锚”以取代“美元锚”,为汇制的最后转换提供了重要前提。

2. 退出现有汇制必须考虑本国宏观经济状况。20世纪60~90年代,智利长期实行固定汇率制度和爬行钉住制度的原因,主要是出于提高出口产品竞争力的考虑。20世纪90年代以来,智利劳动生产率有了很大的提高(尤其是外贸部门),出口企业对汇率的依赖程度大大降低;同时,国民经济的良好运行也减少了智利经济增长对出口增长的依赖,从而减少了退出的阻力。

3. 成功把握汇制转换的时机。由于长期实行汇率的市场化改革,比索的浮动区间不断扩大。当时的汇率水平已经比较合理,再加上当时经济运行良好,通货膨胀率较低。因此,智利是在汇率接近均衡水平、比索既不存在升值压力也不存在贬值压力的情况下,主动完成汇制转换的,从而减少了市场预期对比索的影响,避免了汇率出现较大波动。

4. 实行无偿准备金制度。1991年6月,智利政府规定,除了出口信贷以外,所有新借入的外债都要将数额为总金额20%的无偿准备金存放在中央银行,存放期从90天到1年不等,视借款期限而定。此外,外币贷款也要求像本币贷款一样缴纳每年1.2%的印花税。1992年5月,无偿准备金的要求扩展到外币存款,准备金比例提高到30%,并且不管期限长短,准备金都必须存放一年。1994年,规定所有外币借款的准备金只能以美元缴纳。1995年,调低了以美元存款做抵押的智利比索借款上限,无偿准备金的要求又扩展到美元存托凭证的二级市场交易和所有不构成银行资本增加的外资流入。无偿准备金制度不会影响长期资本流入,但能较为有效地防止短期资本的过度流入,从而保证了比索的基本稳定,确保了智利汇制平稳过渡。

剖析之三:波兰汇改的发展

波兰推行的是渐进式汇率改革。作为过渡形式,通过兹罗提(Zloty)钉住和爬行钉住一篮子货币,并不断扩大爬行区间,最后较为平稳地完成了由钉住汇率向自由浮动汇率的制度转换。由于波兰汇改经过精心准备,并且与资本项目开放和其他宏观经济政策配合良好,因此,尽管经历了从钉住汇率制到浮动汇率制的多种类型汇制的选择,波兰却没有

发生过金融危机。

(一)波兰汇改的过程

从1990年1月开始,波兰允许非居民在波兰买卖本国货币和外汇以及居民出国换汇。当时处在经济转轨初期,由于推行“休克疗法”式的经济改革,波兰出现严重的通货膨胀,在将兹罗提从1美元兑3100兹罗提贬值到9500兹罗提后,采纳IMF建议,实行单一钉住美元的汇率制度。与此同时,波兰实施从紧的财政、货币政策,对国内宏观经济稳定、降低通货膨胀发挥了积极作用。1991年,波兰通货膨胀率大幅下降,而汇率却出现了升值压力。同年5月,波兰将兹罗提从钉住美元改为钉住一篮子货币,包括美元、德国马克、英镑、法国法郎和瑞士法郎等五种货币,从而使兹罗提汇率享有了一定的灵活性。同时为配合汇改,1991年6月出台吸引外国直接投资的立法,明确允许外国投资企业进行利润汇回,并提供3年免税的优惠政策,实行了有限的资本流动。

1991年10月开始,波兰汇改进入了第二阶段,从钉住一篮子货币转而实行爬行钉住的汇率安排,在三年多的时间里对兹罗提实施分步贬值,中心汇率每月公布一次。从1993年6月开始,逐步开放允许转移政府证券收入、允许非居民购买国内股票并转移受益、发布新的外汇交易法等加快资本帐户开放进程的措施,使资本自由流动的幅度增加。1995年3月,波兰放开个人资本流动,并于同年6月成为IMF第八条款成员国,实现经常项目可兑换。结果,大量外国资本流入波兰,使兹罗提面临升值压力。为了配合资本项目开放进程,波兰汇改进入第三阶段。

1995年5月起波兰开始实施爬行区间浮动汇率制,每月公布一次中心汇率,汇率浮动为上下7%,使汇率制度更加灵活;并于1995年12月,对兹罗提的中心汇率进行重新定价(即升值)。从1996年1月到1997年亚洲金融危机爆发,波兰资本自由流动的程度不断增加,实施了包括取消对OECD成员国的直接投资限制、允许非居民经证券管理委员会批准在国内发行和交易股票、开放商业信贷、允许居民购买国外长期证券、开放居民在OECD资本市场上的证券操作等一系列措施。1998年1月,为防止受到亚洲金融危机的影响,波兰开始放缓资本项目自由化进程,对非居民银行在国内居民银行的存款实行准备金要求。同时,波兰央行于1998年成立了货币政策委员会,专门负责汇率政策和利率政策

的制定。为确保货币政策的独立性,央行还向市场宣布两年后实行完全自由浮动的汇率制度。1999年1月亚洲金融危机结束以后,波兰恢复推进资本项目开放的进程,陆续推出一系列政策。在此期间,波兰央行采取了提高汇率灵活性的过渡措施,逐步增加爬行浮动区间的范围,并从1999年7月起停止对汇市的干预。

2000年4月,波兰宣布实施完全自由浮动的汇率制度;同时,宣布开放在外国资本市场上的证券交易。与2002年4月开始实施的完全自由浮动的汇率制度相适应,2002年10月,波兰对OECD成员国开放所有剩余项目,这意味着实行资本的完全自由流动。

(二) 波兰汇改的经验

1. 坚持谨慎、渐进的战略与坚定的市场取向相结合。波兰的每一次汇率调整都顺应了当时国际、国内经济环境的变化,解决了当时国民经济中的难题,如通货膨胀、实际有效汇率升值、国际收支平衡,以及货币政策目标与汇率政策目标的冲突等问题,均实现了当时预期的政策目标,因而具有“帕累托改进”的效果,被IMF誉为汇制平稳转型的成功典范。

2. 循序渐进、适时转换。作为渐进式汇率改革的经典,波兰政府用了10年的时间,尝试了几乎所有的汇率制度形式:从单一钉住美元到钉住一篮子货币,从钉住一篮子货币到爬行钉住一篮子货币,再到爬行钉住加区间浮动,最后实现了自由浮动的汇率制度。其中,波兰央行首先用5年的时间实行较为狭窄的爬行钉住制度,以使市场有一个适应过程;然后再用5年的时间不断扩大爬行浮动区间,逐步增加汇率政策的灵活性和汇率制度的弹性。随着兹

罗提浮动幅度的不断扩大,最后实行完全自由浮动的汇率制度已水到渠成。因此,在波兰由固定汇率向浮动汇率的制度转轨过程中,没出现较大的波动。

3. 中心汇率与爬行率定值合理。波兰在实行“爬行钉住”和“爬行区间浮动”的过渡时期,由于兹罗提的中心汇率和爬行率定值较为合理,因此,在退出过程中没有出现汇率超出爬行区间的现象,更没有出现兹罗提汇率“超调”。虽然在汇制转轨过程中,兹罗提名义汇率不断贬值,但由于中心汇率定值较低,汇率的实际波动呈现出兹罗提升值态势,在一定程度上增强了市场对兹罗提的信心。

4. 适时转变名义锚。在波兰政府准备实行完全自由浮动的汇制之前,提前两年实行了通货膨胀目标制度,即首先以通货膨胀目标制度作为一个新的名义锚,与以汇率作为名义锚的钉住制度进行衔接、转换,然后逐步扩大兹罗提的爬行浮动区间,最后实现汇率的完全自由浮动。用通货膨胀目标制度作为名义锚替代汇率的名义锚,起到了稳定市场信心、增加政府控制通胀信誉的作用,保证了汇制平稳过渡和宏观经济的基本稳定。

借鉴之处:对深化人民币汇改的几点启示

人民币汇改是要完善人民币汇率形成机制,而汇率形成机制实际上就是汇制的选择问题。理论界对于汇制选择问题尚无一致意见,而现实经济中汇制的复杂多变性也与理论分析相符。整个20世纪,世界各国就几乎将所有的汇制都演绎了一遍。由表1可见,各国汇制一直处于不断变化之中。

表1 20世纪国际汇率制度的演进

类别	典型金本位时期	两次世界大战之间的动荡时期			布雷顿森林体系时期	牙买加体系时期
	1914年前	1919~1925年	1926~1931年	1932~1939年	1944~1973年	1976年后
汇率制度	固定汇率制度	自由浮动汇率制度	固定汇率制度	管理浮动汇率制度	可调整的固定汇率制度	以浮动汇率为主的混合汇率制度

从20世纪90年代以来的汇制演变看,根据IMF的分类方法,在当今IMF成员国中,两极汇制(硬钉住汇率制度和自由浮动汇率制度)的比例大为增加,中间汇制的比例则大大减少。这表明,世界各国的汇制选择呈现两极化发展。相形之下,浮动汇率化取向较为突显。笔者认为,把握当今国际汇改趋势,剖析上述汇改案例,对我国今后深化人民币汇

改颇具正反两方面的借鉴价值:

(一) 对本国的经济发展不能盲目乐观,而对汇率变化可能带来的危害不可估计太低

例如,泰国对本国经济发展估计得过高,而对汇率变化可能带来的危害却估计得不足,从而成为引爆亚洲金融危机的导火索。

(二) 必须实施健全的宏观政策和采取适当的宏

观决策

在开放条件下,需要灵活运用货币政策、汇率政策等多种工具来实现内外均衡的目标。而泰国经济陷入“米德冲突”的历史即是反证。

(三)在维护物价稳定和产出增长的同时,汇率浮动和资本项目的开放并不足以破坏国内经济

从固定汇率制度到自由浮动汇率制度,波兰用了10年时间,智利花了17年。两国的汇率改革是成功的,在汇制转型期间,宏观经济没有出现大的波动,出口竞争力未受到重大影响,通货膨胀始终被控制在低水平。

(四)在预期货币升值情况下,严防国际游资的冲击至关重要

在预期一国货币升值的条件下,游资的大量进入是不可避免的事实,但关键在于采取切实可行的措施,使损失减到最少。根据智利和波兰这些主动进行汇制转换国家的经验,以及泰国在1997年亚洲金融危机中的教训,我国目前对资本项目实行适当的管制仍然必要。至于今后管制的程度和方式,则要视我国经济市场化和汇率市场化的程度而定。在发展外汇衍生产品市场和扩大汇率浮动范围时,外汇管理当局要特别注意完善风险控制措施,抑制国际热钱投机。

(五)完善汇率机制的实质是提高汇率形成的市场化程度,而不是简单调整汇率水平

随着一国经济实力的增强,汇率灵活性的变化是必然趋势,但对量和度的把握至关重要。智利和波兰的汇改实践已经证明了这一点。完善汇率机制是我国自主的选择,必须充分考虑我国社会、经济的承受能力,避免汇率大幅波动。相对稳定的汇率水平对保持一国经济持续、健康的增长非常重要,经济转型的发展中国家尤其如此。

(六)汇制转换要与本国经济发展相适应,汇制转换的时机非常重要

一国的汇率调整应具有准确依据,要把握住调整汇率的最佳时机,主动调整优于被动调整。纵观智利、波兰两国汇制演进的全过程,每一次微调都顺应当时经济环境的变化,应对当时的经济难题,因势而行,顺其自然。为了顺利完成最后的制度转型,两国都做了大量的准备,包括外汇市场的建设、汇率波动幅度的放松、对外出口竞争力的培养、货币政策目标的转换等等。由此看来,为汇制转型创造适当条件,等到时机成熟时再过渡,虽不敢说这样的改革路径能保证百分之百的成功,但至少它没有很大的风险,不像激进式改革那样狂风暴雨般肆虐,过后问题狼藉,不堪收拾。

良性的汇率改革是一个长期的、循序渐进的过程,智利、波兰等国成功的经验和泰国等国沉痛的教训为我国人民币汇改的路径选择提供了前车之鉴。

参考文献

- [1] 约翰·威廉姆森. 汇率制度的选择: 国际经验对中国的启示[J]. 国际金融研究, 2004, (10).
- [2] 罗林, 许会芳. 渐进式汇率制度的转型: 波兰与智利的道路[J]. 当代金融家, 2005, (2).
- [3] 张静, 汪寿阳. 汇率制度的研究[J]. 国际技术经济研究, 2004, (1).
- [4] 沈国兵, 史晋川. 汇率制度的选择: 不可能三角及其扩展[J]. 世界经济, 2002, (10).
- [5] 张志超. 汇率制度理论的新发展: 文献综述[J]. 世界经济, 2002, (1).
- [6] Michal Rubaszek. ,2004, "A Model of Balance of Payments Equilibrium Exchange Rate: Application to the Zloty", Eastern European Economics, Vol. 42, No. 3, May - June.
- [7] 高长法, 朱德忠, 徐旭初. 新编国际金融[M]. 合肥: 安徽大学出版社, 2001.
- [8] 潘淑娟, 朱德忠等. 国际金融学[M]. 北京: 中国金融出版社, 2006.

Analysis on Exchange Rate Reform in the Economy Transformation Nations and Their Implication for China

ZHU De-zhong

(Anhui University of Finance and Economics, Bengbu Anhui 233041, China)

Abstract: Base on some typical cases that the economy transformation national rate of exchange to reform, this paper analyzes the paths choice and the development process, then tallying up successful experience of exchange rate reform, drawing to take the failure precept of exchange rate reform, acquiring to have positive and negative both side to draw lessons from value from them, all these turn RMB exchange rate reform to aftertime deeply and excellent turn the foreign exchange management of China to be of great benefit.

Key words: exchange rate reform; paths choice; implication