

论东亚汇率协调与美元国际货币地位

文/白黎

一. 问题的提出

东亚区域的汇率协调问题始终是一个受学术界和各国政府密切关注的关键问题：（1）汇率政策具有溢出效应，这种溢出与区域内货币的相对汇率变动相联系，这是亚洲金融危机在国家间传播的一个原因；（2）由于缺乏合作和协调，区域内货币的竞争性贬值成为亚洲金融危机传播的另一个主要原因；（3）受欧元区成功运行的鼓舞，“最优货币区”能否在东亚实现以及如何实现的问题越来越倍受重视，而区域货币间的汇率协调既是建成货币区的关键环节也是其基本特征；

（4）在当前世界经济一体化进程逐渐深入的环境下，东亚经济体在经济增长和金融体系方面所表现出的独特性正越来越不可忽视地与其他地区经济发展互为因果、相互制约，从而使得东亚区域汇率协调问题更具挑战性。

东亚汇率协调与东亚汇率制度选择密切相关，而东亚汇率制度选择又与美元在当前国际货币体系中的地位密切相关（见本文第二部分）。当前，在东亚汇率制度选择问题上值得关注的事件是：自2005年7月21日起，人民币放弃钉住单一美元的汇率制度，转而实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，汇率基准水平也从当日19时前的1美元兑换8.27元人民币调整到之后的1美元兑换8.11元人民币（至2006年12月14日，已升值到7.818元，涨幅超过3.6%）。中国人民银行的这一公告对东亚汇率制度选择的影响不容忽视——例如，就在中国人民银行宣布人民币汇率制度调整之后的一个小时内，马来西亚央行宣布废除实行了7年之久的林吉特与美元固定汇率制度，即日起实施有管理的浮动汇率机制。

本文的问题是：在中国和马来西亚相继放弃钉住美元制度后，东亚汇率协调如何影响美元的国际货币地位。

二. 东亚汇率制度选择与美元地位关系的争论

关于东亚汇率制度安排与美元地位的关系问题，学术界观点不一。例如，Michael Dooley等学者认为，在未来的一定时期内，东亚货币仍将选择钉住美元或保持对美元低估的汇率制度和汇率政策；而Barry Eichengreen等学者的观点则暗示，东亚经济体必将逐渐促使其官方外汇储备分散化并放弃钉住美元的汇率制度。

1. Dooley观点

Michael Dooley等在他们共同发表的一系列论文中多次阐明了他们对现行国际货币体系的想法。他们指出：“（关于国际货币体系）我们习惯地认为，1）布雷顿森林体系30年前消失了，转化成了（其后的）无体系，2）现在出现了一个新的准体系。但实质上，现行体系（和布雷顿森林体系）是一样的……”。这一观点强调美国是现行体系的中心，其他国家构成了该体系的外围；美元的最主要国际储备货币地位不会被动摇，原因主要是亚洲（尤其是东亚）一些新兴市场经济体的货币当局偏好于积累美元储备。

Michael Dooley等学者将当今世界划分为三个经济货币区：上述新外围被称为贸易帐户区，主要包括中国（含香港、台湾）、日本、韩国、马来西亚等在内的亚洲国家或地区，其政策趋向是坚持外汇市场干预以实现本币对美元低估，借以扩大对美国的出口；货币当局愿意积累大量美元储备并用于投资美国财政部债券；汇率制度多表现为实质上的钉住美元制。外围国的另一部分被称为资本帐户区，主要包括欧洲、加拿大、澳大利亚及多数拉丁美洲国家，他们实行浮动汇率制，较少干预外汇市场，外汇储备规模较小且很少变动，对美元资产的投资主体主要是私人投资者；而美国则是该体系唯一中心国和调节国，它既不试图管理汇率，也不积累官方储备，所以，投资的动机使它成为资本帐户国；而自身增长的动机又使它成为一个贸易帐户国。它须为其自身增长融资，外国储蓄帮助它为国内资本形成融资。

他们认为，以双挂钩制为主要特征的布雷顿森林体系虽然已于1974年崩溃，但基于美国经济在世界经济中所占居的绝对份额、较为完备的金融体系以及规模庞大品种齐备的资本市场，美元作为最主要国际储备货币（以及国际计价货币和国际交易货币）的核心地位没有动摇。突出表现在，虽然美国近年来出现了数额巨大的经常帐户赤字，但美国经济仍能健康运行并保持较低的利率水平和相对较为强势的美元。

根本原因就在于，美国通过发行大量美元债券并吸引大量资本流入为其巨大的财政赤字和经常帐户赤字融资。具体地，正是贸易帐户区国家的发展战略使然——这些国家奉行出口导向的经济发展与增长战略，为了扩大对中心国的商品出口，竭力维持本币对美元的低估。因此就需要大量的

外汇市场干预,从而积累了大量的官方美元储备。反过来,这些美元储备中的很大一部分又用来购买美元资产,尤其是美财政部债券。这种行为不但是中心国(美国)巨额经常帐户赤字融资来源的保证,而且也压低了美国的真实利率水平(包括美短期财政部债券利率)。

另外,只要贸易帐户区国家和地区钉住美元和以出口为导向的经济增长策略仍占主导,则即使这些国家的官方外汇储备出现了分散化倾向(即降低其中美元的份额),最终很可能仍然要逆转——即回复到目前的外汇储备结构状态——仍以美元为绝对主导。因为,官方初始的降低美元份额提高欧元份额的举动,在私人投资者的作用下,将导致美元贬值、本币升值和欧元更大幅度的升值。如果亚洲国家或地区要基本维持本币对美元的汇率水平,势必仍要进行大量的外汇市场干预,其结果是外汇储备规模的净增加,这可能会导致其货币基础和基本经济发展战略的改变;而且,将会给欧洲央行“不干预外汇市场”的基本政策造成压力。因此,从理论和历史现实看,亚洲国家和地区官方储备分散化的企图最终可能被放弃(Dooley et al, 2004a)。

2. Eichengreen观点

然而,Barry Eichengreen却认为,Michael Dooley等的上述观点对于正确理解国际货币体系在21世纪的发展前景是一种误导。他认为,在可预见的未来,美元和欧元将可能分担主要国际储备货币的作用。而且,40或50年后人民币或许会成为人们乐意接受的主要国际(储备)货币(但他同时认为,目前看来这种观点还很不成熟)。总之,未来的国际储备货币将呈现逐步多元化的趋势。

具体地,首先,他认为,坚持以出口为导向发展战略的国家在对待美元的态度上具有集体动机,是一种卡特尔的合作形式。但这种合作是不稳定的,亦即,单个国家动机与国家集团的集体动机并不完全一致。换言之,当本币对美元贬值到一定程度时,就会有国家退出这种联合,抛售美元,允许本币对美元升值。从而,无法保证贸易帐户区持续为美国的经常帐户赤字融资。

其次,现今世界已今非昔比:(1)与1960年代相比,外围国的个数更多、性质也不同——如今亚洲国家的经济发展阶段不均衡,因而政策优先权也不同。所有这些因素使得认为亚洲国家将集体行事以维持体系现状的假设令人生疑。(2)欧元取代英镑地位成为第二国际储备货币。(3)外国央行持有美元以维持卡特尔凝聚力的愿望依赖于他们对储备货币国维持其币值稳定承诺的理解。在布雷顿体系下,这种承诺至少在表面上是可信的。而现在,美国政策决策者的意图更加模糊。(4)资本控制的消除使得抑止私人金融交易更加困难。这使得如今的中央银行为维持现状而进行的冲销和干预操作范围更广、成本更高、困难更大。(5)国内金融市场的自由化意味着保持低汇率和高储蓄率不再能够保证新增投资以贸易商品部门为中心。亚洲国家政府越来越意识到现行策略(出口导向型)的风险加大了,低估汇率以促进出口导向型增长的作用越来越小。因此,他们有现在而不是将来就改变现状的动机。

鉴于上述观点,Eichengreen认为,美国现今5-6%的经常帐户赤字是无法持续的,因为私人投资者甚至亚洲国家政府将减持美元资产,使其难以为巨大的赤字融资。其结果必然是美元贬值、美国通货膨胀压力加大、美联储提高利率、美国投资和消费下降而储蓄上升、最终使赤字降低。除非除美国之外的其他地区经济强劲增长以拉动美国的外需,否则,美元的这种贬值将不仅影响到是美国,而是不可避免地带来全球性经济衰退。在他看来,美元贬值不可避免,因为,若美元维持现行的汇率水平不变,则美国的经常帐户赤字将达到2008年的8%和2010年的12%,而Raghuram Rajan认为,美国可持续的经常帐户赤字占GDP的比例应在2-3%。

不难发现,正是因为Eichengreen认为美元的国际储备货币地位受到了欧元甚至亚洲货币的挑战(即当美元被高估时将遭到抛售,官方外汇储备也将分散化),才得出美国经常帐户赤字难以持续、美元必然贬值的结论。

3. 本文观点

东亚金融危机前后,东亚汇率制度安排以及主要东亚汇率对美元汇率的变动情况似乎印证了Eichengreen等的上述观点。但美元当今最关键国际货币的地位确实不容忽视,而且正如Dooley所说的那样——贸易帐户区国家确实积累了越来越多的美元储备。以2004为例,全球官方外汇储备总额约37610亿美元(包括黄金),其中东亚(中国、香港、台湾、韩国、蒙古)约为11744.4亿美元,东南亚(东盟10国不含文莱)约为2892亿美元,日本约为8445亿美元。后三者构成贸易帐户区的主要国家和地区,其外汇储备总额占全球的比重高达61.4%。另外,美元资产在全球官方外汇储备中所占比重不但处于绝对优势而且相当稳定——1973年,布雷顿森林体系崩溃时美元比重为84.5%,1987年下降为66%,其后的大多数年份里都维持在62%以上的水平。正是由于美元具有如此的国际地位,才使得美国巨额经常帐户赤字得以维持。如同图3所显示的那样,如果忽略东亚金融危机对汇率变动的影 响,那么在危机之后,东亚货币仍然与美元保持着相对稳定的关系。从这层意义上说,Dooley观点也不无道理。

然而,Dooley等学者似乎夸大了东亚经济体保持“本币对美元低估”的经济战略意义:以中国为例,自1982年至1993年,人民币对美元一直处于贬值通道中(图1)。然而,在这一过程中的大部分年份里,中国的经常帐户和货物贸易帐户都出现了逆差,而且,1993年的经常帐户赤字

达到了119亿美元的历史最高水平。从1994年开始，人民币对美元先小幅升值而后较严格钉住美元，而中国的经常帐户尤其是对外货物贸易顺差总体上呈逐渐扩大的趋势。这似乎意味着与“以邻为壑”的贬值政策相比，稳定的汇率政策更有利于出口，而不同于Dooley等的“本币对美元低估的汇率政策”。

实际上，东亚经济体的出口增长并非主要依赖于本币对美元的低估，而是另有原因，概括地，主要可归纳为两点：（1）本国劳动密集型企业的国际竞争优势。由于国内劳动力成本明显相对较低，使地本国的劳动密集型产品在国际市场上具有很强竞争力。（2）FDI的作用。一方面，总体而言，流入贸易帐户区经济体的FDI规模增长迅速；另一方面，FDI在促进该地区出口方面产生了值得特别强调的积极效应，以中国为例，自1985年以来，FDI对中国出口的贡献率从约1%的水平上稳定快速增长——到1996年，超过40%；到2001年，已超过50%。

基于上述分析及东亚汇率制度选择的现实，本文认为，两位学者观点的结合将更有说服力，即，“东亚货币不宜再像东亚金融危机前那样钉住美元（近似于Eichengreen观点），但应与美元保持相当程度稳定的汇率关系（近似于Dooley观点）。”

三. 东亚汇率协调与美元国际货币地位

1. 对现有东亚汇率协调方案的剖析

众多文献对东亚汇率制度选择和汇率协调都曾做过深入研究，概括地，首先，“亚元区”构想。受最优货币区理论指导和启发，以及1999年1月1日欧元区成功建立的鼓舞，众多学者曾研究了在东亚建立“亚元区”以协调东亚汇率的可能性，但都认为当前时机尚不成熟。由于篇幅所限，这里不再赘述。

其次，钉住共同货币篮子。1987年，Williamson和Miller提出了一个汇率协调的新理论——“BBC规则”，这里的“BBC”分别代表Basket, Band和Crawl。即一国货币应钉住一个以一定的贸易权重为基础而组成的货币篮子而不是单一货币，汇率的波动应控制在一定的区间内（+/-10%甚至15%），Crawl则表示中心汇率平价（即FEER——基础均衡汇率）应随时间而做出调整，以抵消国与国之间的通货膨胀差异。关于东亚汇率协调，Williamson认为，东亚货币应该按照“BBC规则”钉住一个共同的货币篮子，以该篮子为标准来确定这些货币的平价，并以一定的汇率目标区（target zones——band）来定位各国的干预政策——具体地，当一国汇率的变动能够满足此目标区时，其货币政策可以直接以国内经济稳定为目标；当本币面临贬值压力而使目标区受到威胁时，则应提高本币利率以鼓励其升值，反之，则降低利率；假定上述货币政策产生了使国内经济陷入衰退或通货膨胀的危险，Williamson（1987）认为，应以相应的财政政策来应对，亦即，第一种情形下本国应辅以扩张性的财政政策，而第二种情形下则应辅以紧缩性的财政政策。在Williamson等学者看来，这样的制度安排与钉住单一货币美元制度相比，将更有利于这些货币有效汇率的稳定。

另外，与上述钉住共同货币篮子以稳定东亚汇率的观点不同，麦金农倡导东亚货币钉住单一货币美元的方案。他认为，东亚经济体难以通过谈判达成一个与美元无关的协议，以便确保多边汇率稳定（至少避免以邻为壑的货币贬值，或防止因货币升值造成其他货币升值的压力）。其理由是，一方面，尽管未来东亚可能是一个最优货币区，但目前政治上不可行——尚不存在一个能与欧洲联盟相媲美的超国家政府，来协调东亚各国和地区的财政和商业规则；另一方面，“如果一开始各国和地区的价格没有一个共同的锚，由于共同价格水平的决定问题尚未得到解决，双边或多边合理的汇率安排就不可持续。”因此，他认为，在不存在黄金、白银等商品本位的情况下，必须选择某个国家的货币作为无可争议的锚（即美元）。这样，如果其他国家通过外汇市场干预保持本币对基准货币汇率稳定，而其他货币政策从属于这一目标，就能实现相互间一定程度的汇率稳定。

2. 东亚汇率协调对美元国际货币地位的影响

作为最关键国际货币，美元扮演着多重角色：是非自由浮动货币的名义锚（至少是重要的参考）；是多数国家和地区货币当局官方外汇储备的重要资产；在国际经济交易中，充当最重要贸易货币和计价货币。也就是说，美元的国际货币地位同时体现在锚货币、储备货币、贸易货币和计价货币四个层次上。

“亚元区”方案对美元地位构成最直接和最强烈的挑战。如果未来的“亚元区”类似于今天的“欧元区”，则“亚元”将对美元自由浮动，美元在东亚首先丧失的是锚货币地位；由于不进行外汇市场干预，美元的储备货币地位也将失去；这样，其贸易和计价的职能也会有很大程度的弱化。

“钉住单一货币美元”方案是对美元地位强有力的支撑。如果考虑到其他地区有可能效仿东亚的货币行为，则东亚的集体钉住单一美元势必使美元的国际货币地位在四个层次上都得以强化。

“钉住共同货币篮子”方案对美元的影响则是上述两者的折衷。无论采取怎样的共同货币篮子，根据现有文献的论述，美元的权重都将位于所有主要国际货币之首，换言之，美元锚货币地位的下降是有限的；同时，钉住共同货币篮子也势必导致货币当局外汇储备的分散化，但值得强调的是：货币篮子权重和外汇储备权重确定的依据是不同的——货币篮子的权重一般会按照贸易比重来

决定。而外汇储备的确定依据则更复杂——既要保证价值稳定，又要考虑风险，即相应货币在国际金融市场中的流动性等。因此，综合而言，本文认为，美元在外汇储备中的权重要大于其在共同货币篮子中的权重。从而，“钉住共同货币篮子”方案对美元锚货币和贸易货币地位的影响要大于其对储备货币地位的影响。至于美元的计价货币地位，受影响的程度会是最小且循序渐进的，因为，从全球贸易角度看，更多计价货币的竞争将不利于国际贸易的顺利进行。或者说，相对而言，改变计价货币的成本更高。

考虑到在未来一定时期内，人民币仍将与美元保持相对稳定的汇率关系，而日元仍将受到日本货币当局较为强有力的外汇市场干预——日元和人民币仍在一定程度上是美元国际货币地位的支持者，在东亚内部，除日本和中国之外，美元对于其他国家和地区的重要性比“钉住共同货币篮子”的情形相对要低，随着区域经济一体化的深入，美元的贸易货币和计价货币地位会受到相对更大的影响。

东亚汇率协调强化了日元和人民币的国际货币地位并引入了日元与人民币以及这两种货币与美元之间的双重“竞争与协调”机制。从建成未来东亚货币区的角度看，日元与人民币之间的协调重于竞争，而日元和人民币与美元之间的竞争重于协调。随着东亚内部日元与人民币协调的加强，他们国际货币的职能和信誉势必随之加强。这样，自然会对美元的“霸主”地位构成逐渐强化的“威胁”。从长期看，东亚汇率协调有利于形成国际货币多元化、诸国际货币协调、竞争、有序的稳定国际货币体系（作者单位：西安石油大学）

相关链接

[基于治理理论的西部地区水资源综合管理体制研究](#)
[加强我国知识产权保护的应对策略](#)
[亚洲经济一体化的可能性分析](#)
[中国房地产投资系统风险浅析](#)
[论东亚汇率协调与美元国际货币地位](#)
[“一只看不见的手”与中国的市场化改革](#)
[泛珠三角区域科技政策法规体系建设研究](#)
[浅谈中非合作论坛北京峰会对中非经贸的影响](#)
[城市土地集约利用与城市经济发展关系之分析](#)

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心