

English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座



学术论文

《中国外汇管理》2004年第9期

面对加息周期新兴市场经济需要格外警惕

世界经济与政治研究所所长助理 何帆

两度加息由超低进入攀升周期

2004年6月30日,美国联邦储备委员会公开市场委员会宣布提高联邦短期贷款利率25个基点,即将银行间隔夜拆借利率从1%提高到1.25%,同时将中央银行贴现率从2%上调到2.25%。8月10日,美国联邦储备委员会公开市场委员会再次决定将联邦基金利率提高0.25个百分点,升至1.5%。考虑到欧元区通货膨胀率已经逐步走高,日本经济出现了复苏的迹象且可能已有通货膨胀的苗头,欧洲央行和日本银行可能也会调整其货币政策,在适当的时候考虑加息。

在过去几年内,发达国家处于一个超低利率的时期。美联储从2000年5月到2003年6月连续13次降息,联邦基金利率降至1%,这是45年来的最低水平。自2003年以来,欧洲中央银行的基准利率也处在1946年以来的最低水平。日本在过去几年陷入了通货紧缩的陷阱,日本银行的隔夜借利率一直处于零利率水平。尽管这两次美联储加息仍然属于小幅调整,基本上是在市场的预期之中,但是,这标志着以后我们可能会进入一个利率逐渐攀升的新时期。估计在未来一段时间内,美联储可能还会继续加息。根据以往的经验,美联储开始收紧银根的过程往往需要两年多的时间,也就是说,这一调整可能持续到2006年上半年。第一银行首席经济师安东尼·张认为,2004年年底肯定可以看到联邦基金利率会上涨到2%至2.5%左右。2005年年底,名义利率会进一步上涨到3.5%至4%。另外一些经济学家认为,美联储提高利率不只是为了遏制通货膨胀,而且要消除货币政策对经济的过多刺激,让利率政策回归到“中性”目标上。据估计,美国目前“中性”利率目标应该在3-5%左右。

利率调整引发三大冲击波

在金融全球化和现有的国际货币体系的背景下,美联储加息对世界经济的影响值得引起我们的关注。随着各国从上个世纪70年代以来实行了旨在减少政府管制、开放金融部门的改革政策,以及通讯、计算机技术导致的金融创新,全球金融市场变得日益一体化和复杂化。布雷顿森林体系瓦解意味着美元国际地位的相对衰落,但是,从目前的情况来看,至少在最近20年内仍然很难出现能与美元相抗衡的国际货币。按照麦金农的分析,目前的国际货币体系可以被称为“世界美元本位”,美国仍然是国际货币体系的中心国。美元不仅是国际贸易中最主要的计价单位,也是各国国际储备中最重要的货币。据估计,大约一半以上的美国国债为其他国家的中央银行持有。很多国家选择钉住美元的汇率制度,将美元做为名义锚,还有另外一些国家出现了“美元化”的趋势。所有这些现象都显示,美联储货币政策的变化将荡起层层波澜,不仅会对美国经济带来影响;而且也会波及世界经济尤其是新兴市场经济。

美联储利率政策的调整对世界经济尤其是新兴市场经济的影响主要表现在三个方面:首先,美联储利率政策会影响到新兴市场经济的资本流入;其次,美联储大幅度提高利率水平是导致新兴市场经济货币危机和银行危机的重要的外部原因;最后,美联储货币政策的变化会影响到新兴市场经济的货币政策。

对国际资本流动的影响

传统的国际投资理论总是强调东道国的投资环境对外资的吸引力。一国能够吸引更多外资是因为其实行了优惠政策，改善了基础设施，实施了经济、法律等方面的改革措施等。但是，最近的研究表明，资本的国际流动是有“传染性”的。比如Calvo, Leiderman和Reinhart在分析20世纪80年代末90年代初流入拉丁美洲的国际资本时指出，并非拉美国家实施了卓有成效的改革之后资本就会随之到来，而是当资本大规模流入的时候那些没有实施改革的国家同样雨露均沾。这意味着，外部因素是决定国际资本流动的重要因素。发达国家的利率政策将直接影响到流入发展中国家的资本规模。Goldstein和Turner(1996)指出：经验证据表明，在20世纪90年代新兴市场经济私人资本流动中，国际利率水平的变化能够解释其中1 / 2到2 / 3的波动性。

对金融市场的影响

美联储货币政策的变化将直接影响到很多新兴市场的金融市场。正如Calvo等(1996)所谈到的，“1994年，美国实施紧缩的货币政策并提高利率，使得在亚洲和拉美国家投资变得相对缺少吸引力……美联储提高利率迅速并显著地影响到发展中国家的债务价格。美国利率提高引起了几个新兴市场的股票市场的交错。这意味着由于金融市场日益一体化并复杂化，相对收益率的变化会很快引起资本的跨境流动。”

自从东亚金融危机之后，对于发展中国家货币危机和银行危机的研究很快成为一个热点。这些研究表明，导致金融危机爆发的原因是多重的，比如这些国家财政纪律涣散，缺乏有效的金融监管等等。但是，发达国家利率水平的调整对于发展中国家爆发金融危机也有着显著的影响。

Eichengreen and Rose(1998)指出，“我们的研究发现，在工业化国家(包括美国)的利率水平和新兴市场银行危机之间存在较高的、显著的相关关系……北方国家在银行危机爆发的前一年、达到高潮之前和之后的一年内都会急剧而大幅度地提高其利率水平(相对于它们在没有危机时期的正常水平)”。他们的分析结果是发达国家的利率水平提高一个百分点，新兴市场经济爆发金融危机的概率就提高三个百分点。

其他研究者也得出了类似的结论。比如Frankel and Rose(1996)发现，发达国家包括美国利率水平的显著提高将增加发展中国家爆发货币危机的可能性。因此，发达国家尤其是美国的利率变化可以成为预测货币危机的一个重要指标。Kaminsky和Reinhart(1996)在他们著名的研究中，就将美国利率水平的变化列为预测国际收支危机和银行危机的重要指标。Chang和Velasco(1998)指出，1997年爆发的东亚金融危机从本质上看是因为国际流动性短缺。之所以会出现国际流动性短缺，一个重要的原因就是美联储在危机爆发之前提高利率导致对发展中国家的资金供给减少，尤其是发展中国家的银行更难以得到离岸资金。

美联储利率政策的调整还会从另外一个间接的渠道影响到新兴市场经济的金融危机。由于美联储调整利率水平，美元的汇率也会随之波动，而很多学者指出，美元相对于其他国家货币的汇率变化对货币危机有着更为重要的影响。Whitt(1999)指出，美元的大幅度升值是导致东亚金融危机最主要的外部因素之一。1995年到1997年间，美元相对于日元升值大约50%，由于不少东亚经济体采取的是钉住美元的汇率制度，使得这些东亚经济体的货币也随着升值，尤其是相对于日元升值。但是，日本又是这些东亚经济体重要的出口国，本币升值打击了这些经济体向日本的出口，并引发了国际收支失衡。

对货币政策的影响

美联储利率政策的变化将对其他国家的货币政策产生直接影响。根据“开放经济中的三难选择”，一国很难同时实现货币政策自主性、资本自由流动和汇率稳定这三个目标，最多只能实现其中的两个目标，但是是以放弃第三个目标为代价

的。在全球资本流动日益汹涌的今天，各国越来越难以管理资本进出境，于是，一国所面临的选择常常是究竟放弃汇率稳定以换取宏观政策自主性，还是放弃宏观政策自主性以换取汇率稳定。由于发展中国家国内金融体系尚不完善，大多数发展中国家在选择汇率制度的时候存在“对浮动的恐惧”，于是它们经常选择钉住美元的汇率制度。钉住美元的汇率制度可以通过货币局等制度性的规定“硬”钉住，但是也经常采用更为隐含的“软”钉住，比如巴西和墨西哥等国的做法。对于这些选择了钉住美元汇率制度的经济体来说，一旦美联储调整了利率水平，它们就必须被迫地跟上，即使本国经济形势和美国存在明显的差异也只能如此。比如，如果美国提高利率以遏制通货膨胀而发展中国家国内可能恰恰需要降低利率以刺激经济增长，这时候就会遇到内部目标和外部目标的尖锐冲突。Frankel的经验研究证实了美联储提高利率的政策将迅速而全面地影响到采用钉住美元汇率制度的新兴市场经济体的利率政策。尤其是，Frankel发现，那些采用软性钉住美元汇率制度的国家所受到的影响更大。美联储的利率如果提高1%，在这些国家利率水平的提高幅度将超过1%。这是因为投资者对软性的钉住美元的汇率制度更加担心，于是他们要求额外的风险补偿。

历史会重演吗？

如果美联储利率在2005年左右达到3-5%的“中性”水平，那么已经大致相当于1994年和1995年美联储加息的程度（1994年到1995年间，美联储将利率从3%升至6%）。那么，1994年美联储加息随后出现的对国际资本流动、新兴市场金融危机和发展中国家货币政策的影响还会出现吗？我们认为，2004年开始的加息将是谨慎而小步的。2004年和1994年的经济形势存在以下差异：（1）1994年存在加速的通货膨胀预期，而现在仍然只是刚刚走出通货紧缩陷阱。（2）1994年美联储加息是从温和的货币政策转变为从紧的货币政策，而现在是从超低利率走向中性利率。（3）美联储停止加息的可能性很大，因为至今公布的就业数字仍然令人们大失所望，如果就业形势没有明显改善、通货膨胀率得到了遏制或是美国经济增长放缓，美联储将会暂缓加息。因此，本轮美联储加息至少在最近两年内对世界经济的影响不会非常显著。

但是，从长期来看，根据我们以上的分析可以看出，美联储的货币政策调整对世界经济产生了深远的影响。这又是和现行的国际货币体系存在内在的弊端有关的。布雷顿森林体系解体之后，国际货币体系实际上处于“无体系”的混乱之中。在布雷顿森林体系时期，美元做为国际货币，在享受其利益的同时是需要承担相应的责任（即兑换黄金）的，而在布雷顿森林体系之后，美元在享受国际货币地位的同时并没有承担相应的责任。由于美元是“货币中的货币”，世界各国均有对美元的需求，美联储则成为世界流动性的主要提供者。但是，美联储在决定美元供给和货币政策的时候，并没有充分考虑其他国家美元需求的变化。美联储的货币政策时常对其他国家的货币政策造成震荡，但却缺少与各国之间的平等对话和有效协调。美联储的货币政策会对国际金融市场上的价格稳定和资本流动带来巨大的影响，但是，目前的国际金融市场仍然是一个缺乏监管因而“风声鹤唳、草木皆兵”的冒险家乐园。美联储的货币政策可能会导致新兴市场经济体出现流动性危机。

推荐好友

相关文章

- ▣ 访余永定：必须加息扭转实际负利率，解读10月CPI 2007年11月 (2007-11-27)
- ▣ 何新华 升值优于加息 《国际贸易》2004年第11期 (2007-1-7)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

[院首页](#) [网站声明](#) [会员登录](#) [联系我们](#) [下载中心](#) [院图书馆](#)

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768 分辨率

地址：北京建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-85196063 传真：010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号：京ICP备06059776号