

货币错配与金融安全

石岩

(吉林大学 商学院, 吉林 长春 130012)

摘要: 货币错配是当今世界经济发展过程中不可忽视的一个问题。在当今的国际货币体系下,除了美国和欧盟,其他本币不是“关键货币”的国家或地区均面临货币错配问题。从存量的角度看,货币错配指的是资产负债表(即净值)对汇率变动的敏感性;从流量的角度看,货币错配则是指损益表(净收入)对汇率变动的敏感性。因此货币错配问题实际上仍然是汇率问题,与以往研究不同的是,文章研究的是非本位货币国家面临的汇率风险问题。

关键词: 货币错配; 汇率; 金融安全

中图分类号: F83 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246(2009)03-0091-04

一、关于货币错配的几个主要理论观点

1. 原罪说

认为发展中国家发生货币危机的深层次原因是原罪(sin of original)问题,并区别国际原罪和国内原罪,前者是指由于发展中国家在国际金融市场上只能获得以外币计值的借款而引起的货币错配和期限错配,这使发展中国家的债务头寸暴露在汇率风险之下,后者指由于发展中国家自身金融市场不发达,即使在本国的债券市场上也无法获得长期的借款,而这又构成了国内原罪。该观点提出者认为,货币错配风险之所以存在,不是因为发展中国家的银行和企业不够谨慎而未对风险敞口进行对冲,而是因为这些国家缺乏外汇风险套期与对冲工具(或金融市场不完善)。同时,他们还用信息不完全和主权风险来解释为什么外国投资者不愿意持有以发展中国家国家货币计值的资产。不管原罪的起因为何,最初的原罪假说针对原罪问题指出了两个处理办法:一是通过美元化(或欧元化)来消除汇率风险问题,二是发展有深度和流动性较高的以本币计值的长期证券市场。

2. 超越原罪论

戈登斯坦与特纳提出超越原罪论。他们认为,原罪说试图从本源上解释发展中国家的货币错配现象,但由于其先验地假定这些国家金融市场的落后性,因而这一学说不免显得简单化。他们认为原罪理论歪曲了发展中国家货币错配的真实情况,忽略了发展中国家金融市场的快速发展。他们对货币错配的内涵进行了界定,认为货币错配反映的是汇率变动对未来收入—支出流的折现值的影响,大致可以表现为两个方面:一是金融资产和负债的货币面值,在其他条件不变的情况下,资产净值对汇率变动越敏感,货币错配的情况也就越严重;二是未来收入和支出流的现值对汇率变动的敏感程度。相对于原罪理论,该学说认为货币错配主要产生于新型市场经济国家本身在政策制定和制度建设等方面存在的缺陷。针对这些缺陷,他们从金融市场的完善、宏观经济政策的改革等角度提出相应的政策

作者简介: 石岩,吉林大学商学院博士生,专业方向:西方经济学、国际金融。

莫里斯·戈登斯坦、菲利普·特纳:《货币错配——新兴市场国家的困境与对策》,李扬等译,北京:社会科学文献出版社,2005年。

建议。

3. 债务不耐说

瑞哈特 (Reinhart) 等提出“债务不耐”(Debt Intolerance)说。他们认为发展中国家由于制度和政治体系存在缺陷,无法使外债的安全水平达到发达国家所能达到的水平,而这在发达国家是可以管理的。由于政府隐形担保的存在,发展中国家往往会患上“过度借债综合症”,造成对外债的过度依赖,使货币错配不断积累。他们认为,对发展中国家债务不耐原因的考察和程度的测量对于估计其债务的可维持程度、债务结构的调整(其指债务合约的重新签订,相当于部分违约)、资本市场的一体化和国际给予发展中国家贷款的范围都有重要的意义。通过对19世纪20年代以来100多个国家的违约历史进行研究,他们得出以下结论:一国的违约历史、债务水平和宏观经济的稳定性对于债务不耐有着较强的解释力;发展中国家的债务危机具有周期性,即在经济高涨期,相对较高的收益率吸引了大量的外来资本的流入,导致债务水平的急速提高,而一旦经济进入衰退期,外来资本会急剧下降导致危机的出现;一国国内债务危机的出现往往先于外债危机的出现。对此,他们认为一国应该维持合理的外债和内债水平,以保持宏观经济的稳定性。

4. 浮动恐惧说

卡尔瓦与瑞哈特(Calvo & Reinhart)等对金融危机后发展中国家的汇率制度进行了研究,发现大多数宣布采用浮动汇率制度的国家仍然在利用利率政策来稳定汇率,这导致这些国家利率和外汇储备的不稳定,他们把这种现象称之为“浮动恐惧症”(Fear of Floating)。认为许多名义上实行浮动汇率或弹性汇率制的国家,将其货币对某种货币(通常是美元)的汇率维持在一个非常小的范围内。“浮动恐惧”产生的主要原因在于这些国家不断积累的货币错配,如果任其汇率自由浮动将会通过资产效应导致其经济不稳定甚至是货币危机。

5. 高储蓄两难说

麦金农对金融危机后东亚各国的研究发现,危机后的各国由于国际收支中经常项目的连年顺差,普遍积累了较大规模的外汇储备,迅速由债务国成为国际债权国。但是,巨额的外汇储备不是以本币计价,而是流动性很高的美元资产。随着时间的推移,对本币会产生两种升值的压力,其一是随着美元权益的积累,国内美元资产的持有者会产生本币升值的预期,会不断将美元资产转化为本币资产,迫使本币升值;其二是国外会通过贸易制裁等方法施加压力要求本币升值。麦金农认为,任何无法以本币提供信贷的国际债权国都将出现货币错配问题,并称之为“高储蓄两难”。有高储蓄两难问题的国家如果允许本币升值,那么就会给持有美元资产、未进行套期保值的个人和机构造成影响,同时还会削弱一国出口产品的竞争力,经济将可能会陷入通货紧缩的局面之中。同时,当越来越多的发展中国家成为国际债权国时,投资者就会争先持有而非抛售本币资产,而这最终将会引起发展中国家的货币危机。

二、货币错配对经济的影响

以往的国际经济理论研究,对汇率都给予高度的重视,认为在当今国际货币体系下一国汇率变动会对本国及经济关联国家经济运行产生影响,货币错配研究的是汇率变动对国际经济运行产生影响的途径。对于一个本币是国际货币的国家而言,比如美国,汇率变动的影晌比之其他国家要小得多,因

莫里斯·戈登斯坦、格拉谢拉·L·凯宾斯基、卡门·M·瑞哈特:《金融脆弱性实证分析——新兴市场早期预警体系的构建》,刘光溪等译,北京:中国金融出版社,2005年。

G. A. Calvo and C. M. Reinhart, "Fear of Floating", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, 2002, pp. 379 - 408.

罗纳德·I·麦金农:《美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难》,王信、何为译,北京:中国金融出版社,2005年。

为美国的对外资产和负债均以美元计价，美元是实际上的国际本位货币，美国随时可以通过发行美元提供国际清偿手段，且不必如布雷顿森林体系下那样维系美元与黄金的比价，因此美国不会存在货币错配问题；在欧元区，由于各个经济体对外资产和负债多以欧元计价，货币错配问题影响很小。而对于除美国、欧元区国家以外的国家或地区而言，由于其资产和负债（或收入与支出）使用不同的货币计价，都会面临比较严重的货币错配问题。

1. 货币错配对一国经济政策的影响

货币错配会从事外部降低货币政策的有效性，并给一国汇率政策的实施带来困难。在国际性经济衰退导致国外需求减少时，一国货币政策的正常反应是降低利率，刺激国内需求，并让本币适度贬值，以确保隔断国际经济衰退的影响。但是，在存在巨额外币债务的情况下，如果降低国内利率，使本币贬值，容易产生本币继续贬值的预期，由此导致金融体系面临国际投机冲击的风险，进而进一步加剧本币贬值，使一国国际收支状况迅速恶化；如果不变或提高国内利率来维持本币汇率，那么企业的财务负担会加重，总需求将下降，经济衰退可能会更严重。

货币错配的存在限制了一国制定和执行经济政策的空间，削弱了经济政策的效力。发展中国家企业和银行中存在的未冲销的以外币计价的负债在本币贬值时会导致其债务负担的加重和净资产的减少，这会致使一些企业破产或隐含破产进而使该国的经济陷入困境，因此发展国家普遍有“浮动恐惧”。麦金农还认为“高储蓄两难”情况严重的国家在维持汇率稳定的过程中，很可能会陷入“流动性陷阱”，使货币政策失效。

货币错配降低了变动汇率调节国际收支的可操作性。由于发展中国家一般实行出口导向型的贸易政策，外贸情况好时积累了大量的外汇储备，从而使本币面临较大的升值压力，为了维持汇率的稳定以保持其国际竞争力和防止其外汇储备缩水，这些国家往往会陷入“高储蓄两难”的困境，如果不能有效降低货币错配程度，那么只能选择高度稳定的钉住美元的汇率制度或是实行美元化。

2. 货币错配对一国金融安全的影响

货币错配对一国金融安全会造成巨大的风险。1997年爆发的东南亚金融危机是能够说明货币错配发展中国家国家金融安全危害性的最好例证。在危机爆发之前，东南亚国家都借入了大量的短期外债，从形态上看是净负债式的货币错配。同时这些国家实行了钉住美元的固定汇率制度，当国际金融投机资本预期这些国家的货币有贬值预期时，便在金融市场上兴风作浪，大肆抛售负债国家的货币，买入美元；相关国家为维持汇率稳定，则以美元被动地买入本币；由于对该国货币进一步贬值预期的不断强化及金融市场上“羊群效应”的作用，国内美元资产持有者也纷纷抛售本币资产抢购美元，国际短期资本也快速撤离东南亚国家，于是，这些国家的外汇储备耗尽，固定汇率无法维系，本币被迫大幅贬值。由于金融危机的国际传导效应，邻近地区的国家也纷纷卷入危机，从而引发蔓延整个亚洲的金融风暴。试想，如果东南亚国家所负外债和持有的资产全部为本币资产，即便是净负债状态，国际炒家也将无从下手，因为货币发行权掌握在自己手中，中央银行可以随时通过增发货币向市场注入流动性资金。

对于净债权型的国家而言，货币错配也是一个不容忽视的问题，它时刻影响国家金融安全。以20世纪80年代的日本为例，二战结束以后，美国为了巩固自己的全球霸主地位，为冷战战略服务，积极扶持战败国日本的经济。同时，为了尽快从废墟中爬起来，日本政府推行了“产业优先、发展优先、富国富民”的方针，旨在提高人民生活水平，增强本国经济实力。至1985年，日本已成为世界最大的债权国，对外净资产达1298亿美元。日本作为世界第二大经济体，虽然日元成为世界第三大储备货币，但在各国外汇储备总额中日元所占比重也仅达到8%，日本高额的外汇储备主要以美元形式保有。按照麦金农关于“高储蓄两难”的观点，日本当时的货币错配积累到了很高的水平。与此同时，美国却面临着经济萧条及贸易赤字和财政赤字的双重压力。面对双赤字，里根政府采取维持高利率的宏观经济政策，以吸引外部资金投向美国来解决国际收支失衡问题，但是高利率进一步加

剧了美元的强势,使美国的出口制造业在国际市场上始终处于劣势。美国自1982年经常项目持续出现赤字,到1984年对外贸易赤字达到1224亿美元,其中对日本的贸易逆差占40%。为此,美国许多制造业大企业、国会议员等相关利益集团强烈要求政府干预外汇市场,促使日元升值,以挽救日益萧条的美国经济。日本经济规模的不断扩大,对外贸易的大量顺差,日元资产需求的不断上升以及美国经济的困境,都必然带来巨大的日元升值压力。1985年9月22日《广场协议》的签订,使得日元一次性升值110%。日元升值后,美国又逼迫日本降低利率,以吸引国际资金流向美国。然而实际结果是,日本银行系统出现流动性泛滥,大量的投资资本涌入日本股市和房地产市场,到1988年,东京股市在3年内涨了300%,房地产价格也急剧飙升。到1989年,金融泡沫达到顶峰,随即股指出现暴跌,房地产市场价格也一落千丈。从1990年算起,日本经济陷入长达十几年的衰退,股市跌去70%,房地产市场连续14年下跌。在《金融战败》一书中,作者吉川元忠认为就财富损失的比例而言,日本1990年代经济萧条的后果几乎与二战中的后果相当。

三、对西方货币错配理论的评价

西方货币错配理论对于我们认识货币错配现象、了解货币错配金融安全的负面影响具有积极意义。正是在西方学者提出货币错配理论之后,国内的一些学者开始注意货币错配问题,认识到其对国家金融安全尤其是对发展中国家金融安全不可忽视的影响。但是,西方学者对于货币错配原因的分析不够深刻。本文作者认为:当今实际上以美元为本位的国际货币体系是造成货币错配的根本原因。

20世纪,国际货币体系经历了几次巨大变革:20世纪30年代大危机和第二次世界大战宣告了金本位的垮台,伴随战后美国在全球政治经济霸权地位的确立,1944年布雷顿森林会议确立了战后国际货币金融新秩序——布雷顿森林体系。和战前的金本位相比,布雷顿森林体系的运行机制发生了许多变化:一方面反映了当时世界经济的客观变化,如随着国际经济交往的扩大,实物黄金作为国际货币本位的缺陷更加明显;另一方面,反映了美国在全球经济中的霸主地位和美国的利益。

在布雷顿森林体系下,各国货币对美元挂钩,美元对黄金挂钩。各国官方可以拿美元去美国财政部兑换黄金,美国为此需要足够的黄金储备来应对。同金本位制度时的英国一样,兑付承诺使得美国发行货币还有个硬约束,但由于私人市场参与者不享有从美国财政部获得黄金兑换的权利,这种约束相对于金本位时对英镑的约束已经削弱了。这种约束并没能阻止美国搞大量的财政赤字和宽松的货币政策,导致超量发行货币,以向世界其他国家输出美元,结果美元面临逐步增大的贬值压力。1971年尼克松宣布美元对黄金脱钩,发出去的美元不再能兑换黄金,布雷顿森林体系崩溃。

布雷顿森林体系解体后,经过短暂几年的动荡期,国际货币体系大体上仍是围绕美元展开的:真正对美元浮动的只有德国马克、日元、英镑和瑞士法郎;发展中国家实行的是低频钉住美元的汇率制度。国际货币体系实际上是“美元本位制”,由美国通过发行美元调节全世界的流动性,而不必作出如在布雷顿森林体制下向世界各国即时兑付黄金的承诺;美元在国际贸易和国际投资中成为最主要的计价货币。正因为美元作为国际最主要的计价货币和国际储备资产的主要形式,在当今的国际货币体系下,除了美国、欧盟等国家或地区,本国不是“关键货币”的国家或地区的资产和负债(从动态上看是收入和支出)对汇率变化都很敏感,都面临货币错配的问题。所以说,现行国际货币体系才是产生货币错配问题的根本原因。

责任编辑:张建平