

货币错配情形下的汇率政策及对目前人民币汇率政策的评述

曾庆鹏

内容提要:“货币错配”是近年来国际经济学界使用较多的一个术语。新兴经济体债务国以持有外汇储备的形式来对冲外币债务的汇率风险,而储备持有的惯性在部分已转型为债权国的国家仍然持续,使得外汇储备这种改善货币错配的手段,演化成为货币错配加深的基础条件。货币错配的加深导致了宏观经济政策的冲突,特别是货币政策与汇率政策的冲突,影响着宏观经济的稳定性。因而改变和改善货币错配,应该成为汇率政策的目标。

关键词:货币错配 高储两难综合症 汇率政策

一、货币错配及其对汇率政策冲击的东南亚模式和日本模式

1. 西方学者有关货币错配的主要观点。在经济金融日益全球化的时代,不同的经济主体,包括国家、银行金融机构、非金融公司以及家庭,都会产生不同货币的收付,从而形成资产和负债的不同货币构成,使得经济主体的净值或净收益对汇率的变化非常敏感,这就是货币错配 (Goldstein & Turner, 2004)。货币错配既表现为资产负债表中的净值(存量部分)对汇率的敏感性,也表现为净收益(流量部分)对汇率的敏感性。

货币错配这一术语最初是西方学者在研究新兴市场国家货币危机时提出的,其后成为新兴经济体和非关键货币国货币暴露的代名词。

(1) 艾齐格林的“原罪”说 (Eichengreen & Hausman, 2003) 指出,在原罪情况下,一国货币既不能作为贸易计价货币也不能用于国际借贷。货币错配是指:第一,由于本国货币不能用于国际借贷,外国银行或其他机构不能用该国货币提供贷款,发展中国家债务国因为积累了大量的外币负债而在本币贬值时面临汇率风险;第二,由于货币不能用于贸易计价,发展中国家债权国会因积累起大量的外币债权而在本币升值时面临汇率风险。

艾齐格林是从国际资本不完全的角度,通过考察国际债券和国际贷款中当地货币计价的份额来估计货币错配的。^① 因此,艾齐格林认为,货币错配从根本上来源于一国较低的经济地位和建立在不完善

的金融市场上的较低的货币地位。至于深层次的原因,艾奇格林没有进一步说明。

(2) 戈尔德斯坦和特纳将货币错配 (Goldstein & Turner, 2004) 明确定位于汇率风险问题,并且将货币错配的原因从“原罪”扩展到新兴市场国家政策和制度中的弱点上,进一步深化了人们对货币错配的认识。他们认为:形成新兴市场货币错配的政策和制度性因素主要有:第一,由于实行固定汇率政策,使企业缺乏对冲货币风险的足够的动机;第二,一国宏观经济政策的缺陷(特别是货币政策,如长期积弱的通货膨胀管理)阻碍了当地货币计价的债券市场的发展;第三,缺乏货币错配程度及其构成的充分信息,削弱了市场纪律;第四,在银行常规的经营设计和执行方面,缺乏对银行真实的外汇暴露的有效限制性措施;第五,不鼓励国内债券市场和风险对冲工具的发展,金融深化和金融发展处于较低的水平。

(3) 麦金农 (Ronald I. McKinnon, 2007) 将货币错配的视角延伸至布雷顿森林体制的遗产——国际美元本位与货币的非对称性问题上,指出货币错配引起的汇率风险不仅是东南亚和拉美为代表的新兴工业化发展中国家所面临的困惑,也是日本这样的发达的工业化国家必须正视的问题。虽然日本是世界最大的债权国,但由于与美元本位相关的货币的非对称性,大多数日本的债权不是以日元的形式借贷的,而且日本经常项目盈余只是部分地为对外直接投资融资,其余大部分表现为累积的外国货币要求权(主要是美元),这就形成了货币错配。

日本货币错配不具备“原罪”性质,^②但麦金农的分析却为我们探讨日本的货币错配对汇率政策的影响提供了一个很好的切入点。

2. 货币错配对汇率政策冲击的东南亚模式和日本模式。有关货币错配影响的研究主要从微观和宏观两个层面展开。微观层面研究货币错配在汇率波动的情况下对经济主体行为的影响,宏观层面研究货币错配对宏观金融稳定性及宏观经济政策制定产生的影响。在宏观影响中,以汇率政策尤为典型。国外货币错配的研究表明:发展中国家汇率政策的一些做法和现象,如东南亚国家的“两极选择”、“浮动恐惧”以及以日本为代表的“高储两难综合症”都与货币错配有着密切的关系。

(1) “两极选择”与“浮动恐惧”——东南亚模式。“原罪”暴露了一国金融的脆弱性。当企业借用外币产生货币错配时,如本币贬值,外币借款的本币成本上升,从而使企业陷入财务困境。汇率的波动使企业连带银行陷入困境,整个金融体系变得十分脆弱。货币错配引起的金融脆弱性在汇率政策上的直接后果是企业 and 政府都不愿意汇率变动,形成所谓的“浮动恐惧”。东南亚危机以后,东南亚国家名义上实行弹性汇率制度,但事实上却将汇率维持在对某一种货币(通常为美元)的一个狭小的幅度内。这反映了这些国家对大规模的汇率波动存在一种长期的恐惧。

但是,资本自由流动背景下的“三元悖论”原理,使得这些国家在面临资本外逃的强烈外部冲击的时候,不得不放弃汇率的固定,选择端点解的另一方:自由浮动。一旦危机过后,又重新回到汇率固定的轨道,呈现明显的“两极选择”的特征。

(2) “高储两难综合症”——日本模式。如果说“两极选择”主要针对发展中国家债务国而言的话,“高储两难综合症”的汇率政策困境则指向债权国。麦金农指出:任何一个不能以本币借贷的债权国都会面临被其称为“两难综合症”的货币错配问题(McKinnon, 2007)。依据开放经济条件下的国民收入内外均衡恒等式: $S-I=X-M$, 具有良好储蓄习惯的国家(如日本)往往会产生国际收支经常项目盈余(由于储蓄大于投资,故 $S-I>0$, $X-M>0$, 经常项目盈余)。在国际美元本位的环境下,国际收支经常项目盈余一般以美元而非本国货币的形式持有。随着美元债权的不断积累,美元资产的国内持有人担心持续的盈余会逼迫本国货币升值,从而使他们持有的外国货币资产面临折价的风险。与此同

时,对应的赤字国开始抱怨日本的贸易盈余来源于低估的币值。进而使日元处于一种升值和不升值都不讨好的两难困境,从而为汇率政策的选择带来了困难。

二、分析工具的选择—— AECM 的内涵及释义

中国的货币错配既不属于东南亚模式,也不属于日本模式,而是介于东南亚模式与日本模式之间。因为:第一,中国存在特纳等所指出的种种体制性弊端,不可避免地形成了大量的对外负债;第二,良好的储蓄习惯和长期的经常项目顺差,使中国成了债权国,中国的货币——人民币处于升值区间;第三,中国仍然存在“原罪”问题,人民币的国际地位不高,对外借贷(包括对外负债和对外资产)主要以外币形式进行。

作为一个良性发展的新兴经济体的货币错配汇率风险,在历史和逻辑顺序上应该是沿着东南亚模式到中国模式再到日本模式的发展方向的。因为:首先,要成为债权国才能减少对外币借贷的依赖;其次,只有在“原罪”问题解除之后,伴随着本国货币国际地位的提高才有可能放弃持有美元等外国货币资产,逐步实现不以外币借贷。

问题在于用什么作为对中国的货币错配进行实证考察的指标?通过对戈尔德斯坦和特纳提出的货币错配总指标 AECM 的内涵的分析,本文认为 AECM 作为度量发展中国家货币错配程度的总体指标对中国仍然是适合的。

1. AECM 的特点。货币错配总指标 AECM (Aggregate Effective Currency Mismatch) 有两种表达式:

$$AECM = NFCA / EXP \times FC / TD, \text{ 当 } NFCA < 0$$

$$AECM = NFCA / IMP \times FC / TD, \text{ 当 } NFCA > 0$$

其中, NFCA 表示净外币资产,代表净值(即存量部分)对汇率的敏感性; EXP 表示出口,代表了净收益流对汇率变化的敏感性,也代表了净债务国偿还外币债务能力,故出口的增加可减少货币错配的程度。IMP 表示进口总额,代表了净债权国净收益流(流量部分)对汇率变化的敏感性,是债权国降低货币错配的对项目; TD 指一国的债务总额, FC 指总债务中以外币计价的部分。AECM 的数值越大,表示货币错配的程度越深。

AECM 指标具有深层次的货币错配成因的内

涵,同时也隐含着改善货币错配的具体途径。AECM的特点是:^③

(1)强调一国资产和负债表两边都与货币错配的估计有关。比如:AB两个净债务国拥有相同的对外债务总额,但是A国的出口收入是B国的两倍。这样不可推定两国面临同样的货币错配风险。因为负债方的净债务额与资产方的出口额两边的外汇暴露头寸相等的情况下,汇率风险是可以避免的。

(2)强调收益流量的跨期变化的重要性。如一个净债务国,总债务中以外国货币计价的债务由原来的1/3增长到1/2(FC/TD由1/3上升到1/2)。根据原罪指标,^④货币错配的程度会上升。但假设该国出口的增长更大,甚至超过了外债增长的幅度,则总体货币错配的程度下降而非上升。

(3)指出以国内债券市场为代表的国内资本市场的发展在一国货币错配改善中的重要性。TD中包含了国内借贷的部分,其目的在于强调一国金融深化对货币错配降低的作用。体现在:第一,减少对外债的依赖性。第二,完善了国内金融市场的结构,避免了对银行的过分依赖,有助于改善以当地货币计价的融资供应,从而减少对以外币计价的外资的依赖性。第三,国内债券市场对冲工具的发展有助于借款人对冲期限错配,减少价格的波动,从而进一步降低经济的波动性,有利于货币错配的改善。

2. AECM释义。^⑤

$$AECM = NFCA / EXP \times FC / TD \quad \text{当 } NFCA < 0 \quad (1)$$

$$AECM = NFCA / IMP \times FC / TD \quad \text{当 } NFCA > 0 \quad (2)$$

其中,净外国货币资产NFCA被定义为:货币当局及银行机构持有的净外国货币资产+非银行机构持有的外国货币资产+非银行机构的外国货币负债+以外国货币计价的未清偿的国际债务证券。NFCA可以是负数,代表拥有外国货币净负债头寸;也可以是正数,代表外国货币的净资产头寸。当NFCA为负(正),本国货币的贬值会降低(或增加)其本币净值。由于关注的是新兴经济体,特纳等强调总债务中以外国货币表示的份额对货币错配程度的影响率(即FC/TD)。

等式(1)表明:如果存在净外币负债,如果一个新兴经济体的出口收入较高且总债务中外国货币的份额较低,则AECM的负值较小,表明货币错配程度较低。

如将等式(1)改写为: $AECM = NFCA / GDP \times$

$GDP / EXP \times FC / TD$,当 $NFCA < 0$,清楚地说明,对于拥有净外币负债头寸的新兴经济体,出口规模越大(即 GDP / EXP 较小),货币错配程度越小。

仅凭直觉分析,当一国拥有外国货币的净资产头寸时,如本币贬值,出口上升,进口下降,对外资产增加而使货币错配变大。此时,需将式(1)中的出口换为进口才能使AECM的数值变大,从而正确地衡量货币错配程度。当充分考虑进口与出口对汇率变动的反应方向的区别后,可得到:

$$AECM = NFCA / IMP \times FC / TD \quad \text{当 } NFCA > 0 \quad (2)$$

此时,当该国货币升值时,如果累计对外资产总额不变,则其净值因为本币升值而下降,同时本币升值导致进口增加。如其他条件不变,则货币错配程度倾向于减少。

因此,根据等式(2)拥有净对外债权的国家在本币升值的情况下,其货币错配程度的加深,应该主要来源于短期外债的超常规增长使得FC/TD的数值加大;或者表现为以外汇储备为代表的外汇资产的超常规增长使得NFCA的数值剧增。

在债权国货币稳定升值预期的前提下,这种超常规现象是容易解释的。比如:人民币升值预期引起的大量套汇行为,以及人民币成为国际资金的安全港,应该是中国外汇储备“超常规”增长的主要原因。这也为我们分析人民币升值与中国货币错配之间的相关性,同时对比分析日元升值与日本货币错配之间的相关性提供了一个可行的思路。

三、中国和日本货币错配实际考察

1. 人民币升值与中国的AECM。国内相关研究以AECM作为度量我国货币错配总体水平的指标。夏建伟、曹广喜(2006)以及刘少波、贺庆春(2006)等的研究显示:在人民币升值预期的趋势下,2003年以来我国的货币错配程度进一步加深。由于数据来源不同,夏文与刘文得出不同的货币错配程度的指标数值。^⑥尽管数值不同,却反映了相同的趋势。我国货币错配程度的指标在1998年和2002年出现了两个拐点,对应的事件分别是东南亚金融危机和人民币升值预期。

这些研究指出:由于东南亚金融危机的影响,对人民币的贬值预期增加了外币资产的持有数量和资本外逃的可能性,从而加大了货币错配的程度。此后由于人民币稳定措施的成功,货币错配逐渐下降。到2002年,由于日本、美国等逼迫人民币升值,在升

值预期下,货币错配达到了一个新的高度。

沿着国内学者数据分析的思路(夏建伟,2006),我们继续收集了2005~2007年的数据,计算出我国从2002年到2007年与货币错配程度相关的一揽子数据,见表1、表2。

表1 我国的债务、外汇资产、M2及进口总额(其中SFC、FC、FER的单位为亿美元,其他:单位为亿元)

年份	短期外债 SFC	总外债 FC	总债务 TD	净外汇资产 NFCA	外汇储备 FER	M2	出口总额 EXP	进口总额 IMP
2002	558.0	1685.4	153753.5	44378.6	2864.1	183246.9	26947.9	22430.3
2003	770.4	1936.3	185797.2	50298.8	4032.5	219226.8	36287.9	34195.6
2004	1043.1	2286.0	207485.6	68499.5	6099.3	253207.7	49110.3	46465.9
2005	1561.4	2810.5	229828.3	89140.4	8818.7	298755.5	59103.2	53996.2
2006	1733.7	3229.8	263986.6	113779.7	10663	345577.9	77137.9	63012.1
2007	2200.8	3736.2	306140.5	149803.6	15282	403401.3	92720	68749.6

表2 我国短期外债占总比重、总外债占总债务比重及货币错配指标(单位:%)

年份	SFC/FC	FC/TD	SFC/RES	M2/RES	AECM
2002	33.1	9.1	19.5	773.0	16.5
2003	39.8	8.6	19.1	656.8	12.7
2004	45.6	9.1	17.1	501.6	13.4
2005	55.5	10.0	19.07	446	16.2
2006	54	10.43	16.45	407.1	18.7
2007	58.9	9.27	14.4	347.4	20.1

表1、表2数据来源:中国人民银行网站、中国外汇管理局网站,夏建伟(2006)。

数据显示:2005年以来短期外债占总外债的比重上升,但是短期外债占外汇储备的比重下降;2005年以来IMP总额有较大增长。根据AECM②的释义,2005年以来我国货币错配程度的加大,来源于由外汇储备攀升引起的净对外资产NFCA的增加。2005年人民币进入升值区间以来,随着我国外汇储备的大幅度上升和人民币汇率的进一步升值预期,已经使我国货币错配呈现快速上升趋势。

2. 日本的货币错配、日元汇率与日元国际化。我国目前的情况与上个世纪80年代日本的情况极为相似,但当前的世界经济与金融一体化程度要高于80年代。尽管我国还处于相对较低水平的发展阶段,我国面临的外部冲击是更加严峻的。我国资本项目尚未实现自由兑换,但资本管制作作为隔绝外来冲击的防火墙,有效性已经大打折扣。此处探讨日本货币错配的目的旨在通过分析日元升值后日元

汇率与日本货币错配,对中国的汇率政策走向提供一种可借鉴的思路。

但是用何种方法来度量日本的货币错配程度?首先,AECM作为衡量发展中国家总体货币错配程度的指标,显然对日本是不合适的。因为:(1)对于债权国日本,其净国外资产汇率风险的抵消项目除了进口IMP之外,对外直接投资占了相当的比重(日本是一个对外直接投资大国),这显然不同于新兴经济体国。(2)AECM指标中FC/TD,强调总债务中以外国货币计价的份额对货币错配程度的影响率,这主要是考虑新兴经济体金融市场的制度性缺陷及“原罪”的特征。这对于已在国际金融市场中占有重要地位的日本是不恰当的。其次,短期外债与外汇储备的占比,2007年美英法德日的数据分别为:⑦10880%、7719.5%、4214.7%、3192.8%、108.9%。数据显示,日本在发达国家中是最低的,但是却远远高于发生过金融危机的东亚拉美国家,⑧甚至高于阿根廷的108.5%。但这并不表示这些国家比新兴经济体的货币错配程度更大。因为:(1)这些国家在大多数情况下使用本币借债,其原罪指标较小甚至接近于零;⑨(2)这些国家的货币都是储备货币,且实行浮动汇率制,可以相对主动地执行对自己的债务头寸有利的汇率政策(如美国通过美元贬值减少债务负担)。

自1984年始,日本累计经常项目盈余逐年上升,但经常项目积累的外汇资产只是少量地为对外直接投资(FDI)融资。或许正是日元作为国际货币的相对弱势,使得日本相对于美英法德而言已经拥有了过多的官方外汇储备,加之长期积累起来的私人对外资产(主要以外币美元来计价),这就构成了日本的货币错配。1984年、2006年日本累计经常项目盈余分别为:567亿美元、23790亿美元,平均每年增加1055亿美元;而累计FDI净流出额分别为:201亿美元、5917亿美元,平均每年增加259亿美元。累计经常项目盈余减去FDI后得到官方外汇储备和私人对外资产的总和。1984年、2006年日本官方外汇储备分别为:223亿美元、8749亿美元,平均每年增加388亿美元;私人对外资产的数据相应为143亿美元和9124亿美元,平均每年增加了408亿美元。⑩

1985以后,日元面临巨大的升值压力。作为世界最大的净债权国,日本外汇储备的快速增长反映了日元升值预期自我强化的特征及其与货币错配(以外币计价的债权不断缩水)之间的关系。外汇储

备作为管理货币错配的手段之一,对新兴市场债务国而言是非常重要的。因为债务国持有的外国货币负债头寸可以通过持有外国货币资产(即外汇储备)的形式来对冲汇率风险。而外汇储备的积累一旦以惯性的形式继续在债权国发生,则成为货币错配程度加深的原因。

自“广场协议”以来,日本以日元升值作为推行日元国际化从而改善其货币错配的重要契机。但是,日本急功近利地扩张日元的低利率政策,不但把缺乏足够内需支撑的国内资本市场泡沫化,而且使得日元在金融泡沫被刺穿之后处于极不稳定的状态,再加上政府对汇率的经常性干预,极大地损害了日元的国际形象,违背了日本政府推行国际化政策的初衷。据IMF公布的数据,日元在外汇储备中的份额从1995年的6.8%下降到2007年的2.9%。

在每一次日元升值预期下,都有一轮外汇储备跳升的过程,且随着时间的推移,货币错配程度有不断加深的趋势(即日元升值,持有更多的外币资产,面临更大的汇率风险)。

四、货币错配视角下的汇率政策观

我国货币错配程度加深引起的冲突可归结为内部均衡目标与外部均衡目标的冲突。根据蒙代尔分配原则:货币政策和汇率政策负责处理外部均衡的问题。而我国货币错配程度上升引起的政策冲突就突出地表现在货币政策与汇率政策的冲突上,使得外部均衡的目标本身就难以实现。而全球化经济时代内外部均衡之间的不可分离性,更使得货币政策和汇率政策千头万绪,无所适从。

2006年、2007年,为抑制经济过热,需要采取紧缩性的货币政策。而在渐进升值的汇率政策下汇率的升值预期,导致资本流入和外汇储备的攀升。在结售汇制度下,央行外汇占款投放的基础货币增加,引起了通胀和资产泡沫。这不但压缩了货币政策的操作空间,而且使得货币政策工具使用和选择的难度加大,表现为货币政策目标和汇率政策目标的直接冲突:就内部均衡而言,由于我国投资增长过快,应通过直接提高存贷款利率控制过快的国内信贷增长,这种选择显然受到汇率变动的可控性和渐进性升值要求的制约。这已经使央行在一定程度上丧失了选择货币政策工具的独立性。“三元悖论”仍然是对央行加息与升值两难处境的最好解释。

在资本管制难度增加的情况下,美国经济学家麦金农曾多次提到:由于地下金融的存在,境外热钱

仍然能通过地下渠道进入中国,依据“三元悖论”我国通过实行严格的资本管制同时实现货币政策和汇率政策目标是不可行的。而且央行并没有公布一揽子货币的种类和权重,麦金农猜测,一揽子货币中美元所占的比重很大,我国实行的仍然是针对美元的一种软钉住固定汇率制。

麦金农并不是孤独的。自我国央行宣布实施有管理的浮动汇率制以来,人民币快速升值论与渐进升值论的争论一直不绝于耳。有学者从微观企业行为的研究出发得出快速升值可行的结论;有的倾向于快速升值,然后重新固定的观点;有的学者在渐进升值与快速升值的认识上甚至出现前后矛盾的巨大反差:汇改初期倾向于渐进升值论,现在支持快速升值。

汇改两年后,快速升值论占了上风,其目的不外乎尽快稳定对人民币的预期,抑制投机资本的流入,与此同时,人民币重回固定汇率的轨道。在此,本文无意评价渐进升值论和快速升值论的优劣。一个值得指出的事实是,这种争论再一次折射出货币错配情形下汇率政策选择的尴尬境地,也再次印证了国外学者提出的“浮动恐惧”和“高储两难困境”等理论假说的合理性。

在我们批评美国对人民币汇率施加了过分压力,过分看重世界经济不平衡的金融调节(即依赖于人民币升值来减少美国债务,从而减轻经常项目赤字的压力)的同时,我们不自觉地陷入了同样的误区。即对所谓主动的、渐进的、可控的人民币汇率政策给予过多的期望,一方面要求人民币汇率政策适应我国经济发展水平与当前宏观经济的主要矛盾,另一方面寄希望通过人民币升值解决外部均衡的问题(这一点在部分快速升值论者的观点中比较明显)。

对汇率政策的过度期望不符合“丁伯根”原则,而寄希望于通过汇率政策解决外部均衡是否有教条地套用蒙代尔内外部均衡分配法则的嫌疑?实际上在一体化经济情形下,外部不平衡是内部不平衡的表现之一,内外部均衡之间的紧密联系使得汇率在解决外部均衡上失效,这已经被日本长期以来的实践以及我国2005年汇改以来的实践所证实。

因此,我国汇率政策的目标是什么?如何为我国的汇率政策定位应该成为评价我国现行的汇率政策及确定未来汇率政策方向的基本原则。

货币错配虽然指的是汇率风险问题,但就其产生的内因外因而言,是整个金融市场、金融体系的完

善程度的问题(戈尔德斯坦和特纳),与国际美元本位与货币的非对称性(麦金农)以及经济发展的阶段性战略有关(艾齐格林)。

国内学者对中国货币错配成因的分析指出(李扬):首先,能够避免货币错配的风险,是少数“关键货币”的国家或地区拥有的特殊权力之一。其次,资本市场的成熟是引起发展中国家货币错配的重要原因。第三,我国货币错配的形成也与追求“出口导向”的发展战略有关。第四,实行固定汇率制积累了货币错配的潜在风险(这种分析可看作为国外学者的理论对我国现实的运用)。

据此而论,我国的货币错配产生的原因,至少在两个方面与汇率政策相关。同时,汇率政策的选择困境主要来自于货币错配。因此,如何减少货币错配应该成为汇率政策的改革目标,且依据丁伯根原则应该成为首选的目标。汇率政策应该围绕着降低货币错配来进行。

五、建议和结语

1. 就因果关系而言,从长远的利益着眼,改善货币错配的汇率政策措施应该致力于:(1)人民币逐渐成为进出口计价货币和国际借贷货币;(2)实行有管理的浮动汇率制。至于资本市场的健全和完善以及以内需带动经济增长的战略转换,已经非常明确地成为我国经济建设下一阶段的任务。这样的分析,可以使我们对汇率政策的评价进入一个非常清晰的视野之中——就降低货币错配的程度而论,渐进缓慢升值的人民币有管理的浮动汇率制是符合我国的利益的。

2. 日本经验的启示:在升值趋势下保持汇率的相对稳定性,是一种货币从国内价值尺度转向国外价值尺度的前提条件。正因为人民币不是计价货币,我们不得不吞下美元贬值致使本国货币扩张的苦果,在一定时期内的通货膨胀或许是我们必须经历的磨难。同时我们必须避免汇率的大起大落对人民币形象的负面影响,日本政府不断干预外汇市场致使日元汇率频繁波动对日元的国际化是负面的,这种汇率政策是得不偿失的。

3. 回到固定汇率是不可取的。东南亚金融危机的现实教训以及特纳等关于货币错配成因的理论都显示,固定汇率制作为管理货币错配的方法具有内在的缺陷。

4. 一种货币的国际化是一个长期演化的过程,其中保持长期稳定的对世界经济增长的贡献是至关重要的。货币错配管理,不等于急于推进货币的国际化。金融市场的深化和发展是解决货币错配问题的一个重要的内部制度装置。而在短期内,稳定进口和合理有序对外投资是降低我国货币错配的重要手段。

注:

- ①④原罪指标=1-(某国用本币发行的国际证券总量/该国的国际证券发行总量)。
- ②Bordo & Meissner(2006)认为,日本1993—1997年间的原罪指标接近于零。该研究中“原罪”指标的计算方法不同于艾齐格林,不仅仅考察国际资本市场中该国货币发行部分占该国证券发行总额的比重,而是将国内债券市场也纳入其中,考察该国的整个国内国际债券市场总额中以本币计价的份额。
- ③Goldstein & Turner(2004), Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets, pp. 21—34.
- ⑤Goldstein & Turner(2004), Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets, pp. 37—56.
- ⑥另外,研究的起始年份也不同。夏文以1996年为起点,而刘文以1990年为起始点
- ⑦数据来源:中国国家外汇管理局网站。
- ⑧韩国、墨西哥、泰国的该项数据分别为:47.7%、28.0%、23.4%。
- ⑨Bordo & Meissner(2006)指出1993—1997年间,美英法德日的原罪指数分别大约为:0.024、0.023、0.02。
- ⑩数据来源:R. I. McKinnon(2007), "Japan's deflationary hangover: Wage stagnation and the syndrome of the ever-weaker Yen", ADB Institute Discussion paper No. 74.

参考文献:

- Eichengreen, Hausmann & Panizza(2003), "Currency mismatches, debt intolerance and original sin", NBER Working Paper Series 10036.
- Calvo & Reinhart(2000), "Fear of floating", NBER Working Paper 7993.
- 夏建伟 曹广喜, 2006:《我国货币错配问题探讨》,《财贸研究》第3期。
- 刘少波 贺庆春, 2006:《中国货币错配程度及其影响因素——1990~2005年中国货币错配演变态势分析》,第三届中国金融年会。
- 李扬, 2006:《货币错配有外因有内因》,中国金融网2月21日。

(作者单位:华南师范大学经济与管理学院)

(责任编辑:李真)