

“弱”币的升值危机：新兴市场经验对中国的启示

余维彬(《数量经济技术经济研究》2009年第6期)

引言

在全球经济失衡背景下,渐进式人民币汇率制度弹性化改革饱受国际社会——特别是美国、日本和欧盟的责难;这些经济体强烈要求中国加速扩大人民币汇率浮动范围,以迅速实现人民币大幅升值。就美国的利益而言,责难明显含有非经济理性的政治色彩。例如,一些明智的美国经济学家已经指出:尽管在贸易领域存在争端,东亚国家和美国总体上都从全球经济失衡格局中获得了收益(Dooley等,2004);拥有较高储蓄率的东亚新兴市场经济体是集体性地被迫与储蓄率较低的美国保持贸易差额关系,恢复全球经济平衡需要各方共同实施全面的结构性调整政策(McKinnon和Schnabl,2004)。就日本和欧盟的利益而言,责难主要源于美元贬值的巨大威胁。目前,尽管外国官方机构还在继续增持,但美国金融资产的外国持有者主体仍然是私人;一旦私人投资者认为美国贸易赤字难以解决而不愿再向其融资,则美元存在对其他主要货币破裂性贬值的可能。从美元的近期表现看,这一忧虑并非空穴来风。

考虑到贸易冲击以及由货币错配导致的金融危机,中国政府仍然坚持以渐进方式推进汇率制度弹性化改革。在这一进程中,除了面临国际社会的巨大压力,中国自身也面临一系列新挑战;其中,人民币升值投机引发的汇率制度可维持性问题尤其突出。自回归有管理浮动以来,人民币汇率呈“软”蠕动钉住美元态势。“软”蠕动钉住制度的本质意图是,通过不宣布规则的渐进调整来实现汇率的相对稳定。在资本高度流动时代,如同其他中间汇率制度一样,人民币“软”蠕动钉住美元制度的可维持性也受到了广泛质疑。一些批评者指出,这一调整方式是不可维持的:它延缓了国际收支调节,并将引发严重的人民币升值投机;在人民币升值投机引发的通货膨胀和资产泡沫压力下,中国政府将被迫放任人民币大幅升值。一些批评者还建议:为避免严重的人民币升值投机,中国政府应通过加速扩大人民币汇率浮动范围,或通过人民币一次性大幅升值来消除升值预期。

针对这些批评和建议,本研究研究以下两个基本问题:当前汇率安排是否会面临不可抵御

的人民币升值投机？如何才能缓解人民币升值投机？考虑到人民币与美元的紧密联系以及两种货币的本质差异，大规模的人民币升值投机可以抽象地称为“弱”币的升值危机——本研究随后将详细定义。鉴于现有的“弱”币升值危机研究是零散和缺乏组织的，本研究随后内容安排如下：第二部分是“弱”币升值危机的文献述评；第三部分是新兴市场“弱”币升值危机的实证考察；第四部分是新兴市场经验对中国的启示；第五部分是结语。

一、“弱”币升值危机的文献述评

1. “弱”币升值危机的范畴界定

到目前为止，学术界并不存在被统一接受的货币危机定义。绝大多数学者认同的是，货币危机应包含如下关键机制：出于对某种货币可能贬值的恐惧，投资者会集体性地逃离某种货币，而逃离本身又会刺激预期贬值的发生。从这一内涵看，如果各种货币在国际贸易和国际金融活动中的作用是平等的，则没有必要强调从升值视角来研究货币危机，因为某种货币的升值与其对应货币的贬值是相伴随的。

然而，各种货币在国际贸易和国际金融活动中的作用并不平等，“弱币”——非国际货币与“强币”——国际货币从来就是泾渭分明的。在二战前的金本位国际货币制度下，黄金和能够兑换黄金的外汇构成了国际货币的主体。在二战后的布雷顿森林体系下，国际货币主要由黄金和美元构成。布雷顿森林体系崩溃后，国际货币体系陷入混乱，“强币”地位取决于哪一种信用货币能在国际范围内更好地实现货币的基本职能——满足交易、价值储藏和投资的需要。目前，公认的“强币”主要包括美元、欧元和日元，而广大发展中国家和新兴市场经济体的货币则被视为“弱币”。

如果考虑货币的不平等，则在货币危机分析中——涉及“弱币”与“强币”间的汇率时，就完全有必要强调从某种货币视角来界定贬值危机或升值危机。首先，在当前国际货币制度下，“弱币”与“强币”间的汇率往往取决于“弱”币货币当局的干预。尽管20世纪90年代以来，发展中国家官方宣布的汇率制度迅速地向弹性方向转移；但Calvo和Reinhart（2000）的研究显示，这种转移在某种程度上是一种假象，从汇率走势和各国操作实践看，众多浮动汇率制度和管理浮动汇率制度更像钉住汇率制度。其次，在不同的汇率变动方向上，“弱”币货币当局的干预能力存在较大差异。一个典型事实是，“弱”币货币当局干预本币贬值的能力受其外汇储备数量的限制，而其干预本币升值的能力则不受本币创造能力的限制。

2. “弱”币升值危机的理论述评

三代货币危机模型是关于货币危机成因的典型研究成果。在第一代模型中，Krugman (1979) 提出，货币危机根源于政府的宏观经济政策——主要是过度扩张的货币政策与财政赤字货币化。在第二代模型中，Obstfeld (1996) 提出，货币危机有自我实现的性质，即投资者的信念和预期可能导致政府捍卫或放弃固定汇率制度。在第三代模型中，Mckinnon (1998) 和 Krugman (1999) 从企业、银行、外国债权人等微观主体行为分析了货币危机的发生机理。应当说，这些研究大多具有鲜明的“弱”币贬值危机色彩，它们并没有明确提供“弱”币升值危机成因的分析思路。

本文认为：在“弱”币升值危机成因研究中，“弱”币货币当局有无限应用本币进行干预的能力，因而其干预的收益——成本权衡应成为此类研究的重点。“弱”币货币当局干预本币升值的收益通常涉及贸易稳定和金融稳定，而其成本往往涉及通货膨胀和冲销困难。在这些领域，以下讨论值得关注。

长期以来，弹性模型一直是解释汇率变动对贸易影响的标准模型。该模型认为：升值导致贸易顺差减少，贬值促使贸易顺差增加；汇率是贸易伙伴国商品之间相对价格的比率或调节器。有反对者 (McKinnon, 1990; McKinnon 和 Ohno, 1997) 曾提出，当今的世界更为开放，汇率变动已经无法与价格变动和吸收效应相分离，弹性模型已不再适应于预测汇率变动对国际收支的影响，汇率变动对国际收支的影响变得越来越不确定。Hong Qiao (2007) 则在此基础上，考虑了财富效应、投资效应和非直接投资效应，并得到类似的结论。

20 世纪 90 年代后期以来，国际经济学界开始强调从金融视角研究汇率变动对发展中国家经济的影响。在这类研究中，“原罪”概念 (Eichengreen 和 Hausmann, 1999) 居于分析核心，它是指发展中国家国内货币不能在国际借贷中使用的情况。“原罪”导致资本输入型发展中国家不愿让本币剧烈贬值：当大量负债用外币定值时，本币贬值会使负债企业和金融机构违约，从而对整个金融体系产生巨大冲击。与资本输入型发展中国家相对应的是，不能用本币进行国际借贷的资本输出型发展中国家会不断累积外币定值债权，这被称为“高储蓄两难” (Mckinnon, 2004)。“原罪”也会使资本输出型发展中国家不愿让本币剧烈升值：当大量债权用外国货币定值时，本币升值会使债权企业和金融机构蒙受重大损失，从而对整个金融体系产生巨大冲击。在实践中，为弥补私人外汇远期市场的缺失，多数发展中国家往往通过保持汇率稳定来提供非正式的套期保值。

抵御“弱”币升值压力与“弱”币通货膨胀之间是否存在必然联系，取决于“弱”币货币当局冲销干预是否可维持，这是“弱”币货币当局是否放弃抵御“弱”币升值冲击的关键。发展中国家金融宏观调控体系普遍较为落后，在缺乏现代冲销工具（在发达国家，冲销主要是通过出售国债来实现）的情况下，发展中国家往往采取非常规冲销手段。例如，在这些国家中，准备金要求一直是一种实施冲销干预的重要工具。此外，一些国家还一直使用各种直接行政管理工具实施冲销干预。一种典型的办法涉及到把政府过剩储蓄在银行帐户和政府债券之间转移，以使资本流入对银行平衡表的冲击降到最小，并防止银行中介作用的降低。这些冲销办法的可维持性和对经济的影响取决于特定的金融和经济环境，统一的理论分析框架在这一领域并不存在。

二、新兴市场“弱”币升值危机的实证考察

由于长期受忽略，“弱”币升值危机的一些相关基本问题急待实证研究的确认。本研究以新兴市场经济体为对象，考察“弱”币升值危机的发生频率和经济影响，“弱”币货币当局对“弱”币升值危机的干预态度，以及引发“弱”币升值危机的基本经济因素。

1. 实证考察的安排

(1) 考察对象的确定。考察对象为 24 个新兴市场经济体，考察时期为 1986~2006 年。新兴市场经济体用摩根斯坦利国际资本指数 (MSCI) 的分类方法来定义，具体包括：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克斯洛伐克、埃及、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、约旦、韩国、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国、土耳其。由于相关数据难于获取，摩根斯坦利国际资本指数 (MSCI) 中的台湾被排除在研究之外。

(2) “弱”币升值危机的识别。在以往研究中，货币危机（主要针对“弱”币贬值危机）可以简单地通过持续名义货币贬值识别出来。例如，Frankel 和 Rose (1996) 就将货币危机定义为：货币在一年内至少名义贬值 25%，并且这一贬值速度至少要比前一年高 10%。上述标准可能将一种情况排除在外，即通过外汇市场深度干预或急剧提高利率或采用其他措施，货币当局在本币承受较大贬值压力的情况下成功保卫了汇率。一种替代性的办法是构建一个描述投机压力的指数，该指数不仅考虑了汇率变动，而且还考虑了能缓和汇率压力的外汇储备和利率变动。因而，用这类指数识别出来的危机不仅包括货币的显著贬值，还包括货币当局为避免货币大幅

贬值或避免放弃钉住汇率制度而采取的行动。当外汇市场压力指数大于样本指数均值和标准差所决定的某一阈值时，则表明货币危机发生了。

与以往研究类似，本研究也从两个角度来识别“弱”币升值危机。“成功”的“弱”币升值危机可以通过持续名义“弱”币升值识别出来：“弱”币在一年内至少名义升值25%，并且这一升值速度至少要比前一年高10%。在考虑“弱”币货币当局汇率干预时，也使用一个描述投机压力的指数来识别“弱”币升值危机。具体而言，当外汇市场压力指数小于某个样本指数均值和标准差所决定的某一阈值时，则表明“弱”币升值危机发生了。

本研究选用Kaminsky和Reinhart（1999）构建的外汇市场压力指数来描述投机压力。Girton和Roper（1977）以及Roper和Turnovsky（1980）等早期研究者提出的外汇市场压力概念皆源于有诸多限制的特定模型，它们难以构成一个一般化的外汇市场压力定义。由于难以忍受对具体模型的依赖，一些研究者开始进一步尝试完全摆脱模型的外汇市场压力衡量方法。这类外汇市场压力指数往往是相关利率差、双边汇率变化百分比和外汇储备变化百分比的线性组合；并且，组合的权重往往由这三部分的方差所决定，而不需要估计任何模型。需要指出的是，从方差视角来确定权重是为了将指数组成部分的波动影响均匀化，从而避免指数某一组成部分相对较大的波动主导指数的运动。

(3) “弱”币升值危机的冲击。在本研究中，“弱”币升值危机对实体经济的冲击被视为危机当年实际GDP增长率与危机前一年实际GDP增长率之差。需要指出的是，如果“弱”币升值危机发生当年和前一年均未发生“弱”币贬值危机，则这种情况下得到的“弱”币升值危机冲击被视为较“纯粹”，它没有将临近的“弱”币贬值冲击影响混淆进来。

(4) 货币当局的干预。为描述货币当局汇率干预态度，本研究构建了汇率干预指数。汇率干预指数的范围是从 $-\infty$ 到 $+\infty$ 。当货币当局允许汇率自由浮动时，汇率干预指数为0。当货币当局汇率干预是“顺风”操作时（强化危机），汇率干预指数小于0。与之对应，当货币当局汇率干预是“逆风”操作时（抵御危机），汇率干预指数大于0。在通常情况下，“逆风”操作时的汇率干预指数位于 $[0, 1]$ 区间内；当逆风操作导致汇率过度调整时，即“逆风”操作导致汇率出现相对于外汇市场压力指数数值相反的变动时，汇率干预指数大于1。

(5) “弱”币升值危机的主导因素。在本研究中，“弱”币升值危机主导因素的实证考察并非是要去验证某一理论，而是要将引发“弱”币升值危机的共同基础性因素识别出来。这一思路

是基于这样一种观点：即使某些危机事件在某些方面具有独一无二的特性，并且它们能够被某一种理论解释得更好，但每一理论所关注的因素并非是相互排斥而不能兼容的。我们希望找到一些基础性经济因素——如果存在的话，这些因素值得特别关注，因为它们是引起绝大多数危机的主导因素。

本研究用 panel 数据和 probit 回归程序来寻求“弱”币升值危机的主导因素。应变量为描述“弱”币升值危机是否发生的二值变量，1 代表“弱”币升值危机发生，0 代表“弱”币升值危机没有发生。需要特别指出的是，“弱”币升值危机可能仅仅是过度抵御“弱”币贬值危机引发的回调，这种情况必须在回归中予以剔除。在本研究中，确认由基本经济因素诱发的“弱”币升值危机的方法是：在发生“弱”币升值危机的当年前一时期和前一年，没有发生“弱”币贬值危机。自变量为 GDP 增长率、通货膨胀率、经常项/GDP、直接投资项/GDP、外汇储备/M1（货币错配程度及货币当局冲销能力）、商品服务进出口总额/GDP（贸易依存度）、金融项中的非直接投资资本流动/GDP（资本项目开放度）和美国联邦基金利率（外部收益环境）。

(6) 外汇市场压力指数与货币危机识别。

① 外汇市场压力指数计算公式：

$$EMP_{i,t} = \frac{\Delta e_{i,t}}{e_{i,t}} - \frac{\sigma_e}{\sigma_r} \frac{\Delta r_{i,t}}{r_{i,t}} + \frac{\sigma_e}{\sigma_i} \Delta i_{i,t} \quad (1)$$

$$INT = \left(-\frac{\sigma_e}{\sigma_r} \frac{\Delta r_{i,t}}{r_{i,t}} + \frac{\sigma_e}{\sigma_i} \Delta i_{i,t} \right) / EMP_{i,t} \quad (2)$$

其中， $EMP_{i,t}$ 是 i 国在时期 t 的外汇市场压力指数， $e_{i,t}$ 是 i 国在时期 t 的 1 美元兑换数， $r_{i,t}$ 是 i 国在时期 t 的总外汇储备， $i_{i,t}$ 是 i 国在时期 t 的名义利率； σ_e 是汇率变化率 $\frac{\Delta e_{i,t}}{e_{i,t}}$ 的标准差；

σ_r 是外汇储备变化率 $\frac{\Delta r_{i,t}}{r_{i,t}}$ 的标准差； σ_i 是名义利率变化 $\Delta i_{i,t}$ 的标准差。 INT 是汇率干预指数。

(2) 依据外汇市场压力指数的“弱”币贬值危机识别公式：

$$\begin{cases} DC_t = 1 & \text{if } \frac{EMP_t - u_{EMP}}{\sigma_{EMP}} > \tau \\ DC_t = 0 & \text{if } \frac{EMP_t - u_{EMP}}{\sigma_{EMP}} \leq \tau \end{cases} \quad (3)$$

$DC_t = 1$ 表示“弱”币贬值危机发生， $DC_t = 0$ 表明“弱”币贬值危机未发生； EMP_t 为外汇市场压力指数， u_{EMP} 为 EMP_t 的均值， σ_{EMP} 为 EMP_t 的标准差； τ 为常数，本研究中取 1.5 或 3.0。

③依据外汇市场压力指数的“弱”币升值危机识别公式：

$$\begin{cases} AC_t = 1 & \text{if } \frac{EMP_t + u_{EMP}}{\sigma_{EMP}} < -\tau \\ AC_t = 0 & \text{if } \frac{EMP_t + u_{EMP}}{\sigma_{EMP}} \geq -\tau \end{cases} \quad (4)$$

$AC_t = 1$ 表示“弱”币升值危机发生， $AC_t = 0$ 表明“弱”币升值危机未发生； EMP_t 为外汇市场压力指数， u_{EMP} 为 EMP_t 的均值， σ_{EMP} 为 EMP_t 的标准差； τ 为常数，本研究中取 1.5 或 3.0。

④依据名义汇率的“弱”币贬值危机识别公式：

$$\begin{cases} DC_t = 1 & \text{if } \Delta e_{i,t} > 25\% \quad \text{and} \quad \Delta e_{i,t} - \Delta e_{i,t-12} > 10\% \\ DC_t = 0 & \end{cases} \quad (5)$$

其中， $\Delta e_{i,t}(\%) = \log(e_{i,t}) - \log(e_{i,t-12})$ ，它代表滞后12个月的汇率对数差分(近似等于原始数据的增长率)

⑤依据名义汇率的“弱”币升值危机识别公式：

$$\begin{cases} AC_t = 1 & \text{if } \Delta e_{i,t} < -25\% \quad \text{and} \quad \Delta e_{i,t} - \Delta e_{i,t-12} < -10\% \\ AC_t = 0 & \end{cases} \quad (6)$$

其中， $\Delta e_{i,t}(\%) = \log(e_{i,t}) - \log(e_{i,t-12})$ ，它代表滞后12个月的汇率对数差分(对数数据的差分近似等于原始数据的增长率)。

(7)数据来源及说明。

表1 外汇市场压力指数计算中的数据说明

国家	计算期限	汇率	外汇储备	利率
阿根廷	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
巴西	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
智利	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率

续表 1

国家	计算期限	汇率	外汇储备	利率
中国	Q1/86-Q4/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率
哥伦比亚	02/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率
捷克斯洛伐克	01/93-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
埃及	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率
匈牙利	Q4/87-Q4/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率
印度	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	商业贷款利率
印度尼西亚	05/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	活期贷款利率
以色列	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率
约旦	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	贴现利率
韩国	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
马来西亚	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	银行间隔夜拆借利率
墨西哥	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	银行承兑汇票贴现率
摩洛哥	01/94-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
巴基斯坦	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	活期贷款利率
秘鲁	01/88-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	存款利率
菲律宾	12/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
波兰	01/91-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
俄罗斯	06/95-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
南非	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
泰国	01/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	货币市场利率
土耳其	04/86-12/06	期末汇率	货币当局外汇资产	银行间拆借利率

注：汇率、外汇储备和利率数据皆来源于 IFS 数据库。

表 2 “弱”币升值危机解释指标的数据来源

指标	数据来源
GDP 增长率	WEO
通货膨胀率	WEO
经常项/GDP	WEO
直接投资项/GDP	IFS WEO
外汇储备/M1	IFS
商品服务进出口总额/GDP	WDI
金融项中非直接投资资本流动/GDP	IFS WEO
美国联邦基金利率	FED

2. 实证考察的结果

(1) “弱”币升值危机存在但不容易成功。从外汇市场压力指数视角观察，“弱”币升值危

机是存在且不容忽视的：当“弱”币贬值危机阈值定为 $u+1.5\sigma$ 和 $u+3.0\sigma$ 时，“弱”币贬值危机合计发生次数分别为 234 次和 67 次；当对应的“弱”币升值危机阈值为 $-u-1.5\sigma$ 和 $-u-3.0\sigma$ 时，“弱”币升值危机合计发生次数分别为 262 次和 43 次；两者相差不大。从名义汇率实际变化视角观察，“弱”币升值危机在实践中很少发生：“弱”币贬值危机发生次数为 509 次，而“弱”币升值危机发生次数仅为 30 次；这说明，相对于“弱”币贬值危机，“弱”币升值危机的“成功”概率要小得多。

表 3 “弱”币的货币危机次数

国家	弱币贬值危机		弱币升值危机		弱币贬值危机	弱币升值危机
	$u+1.5\sigma$	$u+3.0\sigma$	$-u-1.5\sigma$	$-u-3.0\sigma$	名义汇率标准	名义汇率标准
阿根廷	7	2	3	1	48	2
巴西	6	3	2	1	95	4
智利	16	1	23	2	6	0
中国	8	0	12	1	13	0
哥伦比亚	10	1	16	4	8	0
捷克斯洛伐克	6	1	15	2	2	1
埃及	12	3	20	5	32	0
匈牙利	2	1	4	0	5	0
印度	12	3	10	2	10	0
印度尼西亚	7	3	6	1	35	5
以色列	10	2	15	3	0	0
约旦	11	6	10	3	12	0
韩国	9	2	18	2	12	3
马来西亚	11	4	11	2	11	0
墨西哥	13	5	6	1	28	0
摩洛哥	9	1	19	2	0	0
巴基斯坦	17	4	3	0	0	0
秘鲁	4	2	4	0	38	0
菲律宾	14	4	8	1	12	0
波兰	10	2	7	1	46	1
俄罗斯	6	4	4	1	13	0
南非	12	4	16	2	9	11
泰国	13	4	25	3	11	2
土耳其	9	5	5	3	63	1
合计	234	67	262	43	509	30

(2) “弱”币升值危机对经济的影响可能是收缩性的。在整个样本中，共有 14 个年份发生

过“成功”的“弱”币升值危机；其中，当年爆发过“弱”币贬值危机的有 5 个年份，前一年爆发过“弱”币贬值危机的有 5 个年份，当年与前一年均未爆发过“弱”币贬值危机的有 4 个年份。在 4 次较为“纯粹”的“弱”币升值危机中，GDP 年增长率比前一年下降的有 3 次；这表明，“弱”币升值危机在更多时候是对经济产生收缩性影响。需要指出的是，由于“成功”的“弱”币升值危机本身就很少，这一结论的代表性有限。

表 4 弱币升值危机对经济的冲击

国家	弱币升值危机年份	危机性质	GDP 增长率的变化
阿根廷	2003	当年爆发过贬值危机	19.7
巴西	2003	当年爆发过贬值危机	-1.6
	2005	当年与前一年均未爆发过贬值危机	-2.8
捷克	2002	当年与前一年均未爆发过贬值危机	-0.6
印度尼西亚	1999	前一年爆发过贬值危机	13.9
	2002	前一年爆发过贬值危机	0.9
韩国	1998	当年爆发过贬值危机	-11.6
	1999	前一年爆发过贬值危机	16.4
波兰	2005	当年与前一年均未爆发过贬值危机	-1.7
南非	2002	当年爆发过贬值危机	1
	2003	前一年爆发过贬值危机	-0.6
泰国	1998	当年爆发过贬值危机	-9.1
	1999	前一年爆发过贬值危机	14.9
土耳其	2004	当年与前一年均未爆发过贬值危机	3.1

(3) “弱”币升值危机面对更为积极的货币当局干预。从“弱”币货币当局的汇率干预指数来观察，相对于“弱”币贬值危机干预，“弱”币货币当局干预“弱”币升值危机的态度更为积极。在“弱”币贬值危机阈值为 $u+1.5\sigma$ 时，“逆风”干预率、平均汇率干预指数和“逆风”平均汇率干预指数分别为0.87、0.59和0.75；在对称的“弱”币升值危机阈值为 $-u-1.5\sigma$ 时，上述干预指标分别为0.97、0.91和0.95。在“弱”币贬值危机阈值为 $u+3.0\sigma$ 时，“逆风”干预率、平均汇率干预指数和“逆风”平均汇率干预指数分别为0.93、0.61和0.68。在对称的“弱”币升值危机阈值为 $-u-3.0\sigma$ 时，上述干预指标分别为0.98、1.00和1.03。显然，在面临方向不同但对称的汇率压力时，“弱”币货币当局干预“弱”币升值危机的态度要更积极，这可能是“成功”的“弱”币升值危机远少于“成功”的“弱”币贬值危机的重要原因。

表5 “弱”币货币当局对“弱”币贬值危机的干预

国家	u+1.5σ			u+3.0σ		
	逆风干预率	平均干预指数	逆风平均干预指数	逆风干预率	平均干预指数	逆风平均干预指数
阿根廷	0.71	0.38	0.83	1.00	0.56	0.56
巴西	0.83	0.43	0.66	1.00	0.56	0.56
智利	1.00	0.63	0.63	1.00	0.53	0.53
中国	0.63	0.30	0.91			
哥伦比亚	0.80	0.67	0.85	1.00	0.83	0.83
捷克斯洛伐克	0.83	0.76	0.95	1.00	0.84	0.84
埃及	0.83	0.54	0.90	0.67	0.16	0.52
匈牙利	1.00	0.68	0.68	1.00	0.90	0.90
印度	1.00	0.60	0.60	1.00	0.71	0.71
印度尼西亚	0.86	0.93	1.18	0.67	0.42	0.91
以色列	0.80	0.47	0.73	1.00	0.76	0.76
约旦	0.73	0.47	0.69	0.67	0.54	0.88
韩国	1.00	0.81	0.81	1.00	0.36	0.36
马来西亚	1.00	0.71	0.71	1.00	0.59	0.59
墨西哥	1.00	0.67	0.67	1.00	0.60	0.60
摩洛哥	1.00	0.52	0.52	1.00	0.83	0.83
巴基斯坦	0.88	0.54	0.66	1.00	0.40	0.40
秘鲁	0.50	-0.04	0.37	1.00	0.37	0.37
菲律宾	0.79	0.57	0.77	1.00	0.81	0.81
波兰	1.00	0.78	0.78	1.00	0.82	0.82
俄罗斯	0.83	0.61	0.81	0.75	0.47	0.75
南非	1.00	0.80	0.80	1.00	0.66	0.66
泰国	0.92	0.67	0.76	0.75	0.52	0.82
土耳其	0.89	0.54	0.65	1.00	0.72	0.72
平均值	0.87	0.59	0.75	0.93	0.61	0.68

表6 “弱”币货币当局对“弱”币升值危机的干预

国家	-u-1.5σ			-u-3.0σ		
	逆风干预率	平均干预指数	逆风平均干预指数	逆风干预率	平均干预指数	逆风平均干预指数
阿根廷	1.00	1.02	1.02	1.00	1.07	1.07
巴西	1.00	0.96	0.96	1.00	1.23	1.23
智利	0.96	0.90	0.95	1.00	1.28	1.28
中国	1.00	0.98	0.98	1.00	0.99	0.99
哥伦比亚	1.00	1.16	1.16	1.00	0.70	0.70
捷克斯洛伐克	0.73	0.54	0.81	1.00	1.02	1.02
埃及	1.00	1.09	1.09	1.00	1.03	1.03

续表6

国家	-u-1.5 σ			-u-3.0 σ		
	逆风干预率	平均干预指数	逆风平均干预指数	逆风干预率	平均干预指数	逆风平均干预指数
匈牙利	1.00	0.81	0.81			
印度	1.00	1.03	1.03	1.00	1.01	1.01
印度尼西亚	0.83	0.79	1.02	1.00	1.19	1.19
以色列	1.00	0.91	0.91	1.00	1.00	1.00
约旦	1.00	0.98	0.98	1.00	1.01	1.01
韩国	1.00	0.80	0.80	1.00	0.45	0.45
马来西亚	0.91	0.92	1.03	0.50	0.40	0.99
墨西哥	1.00	0.92	0.92	1.00	1.00	1.00
摩洛哥	0.95	0.69	0.73	1.00	1.02	1.02
巴基斯坦	1.00	0.88	0.88			
秘鲁	1.00	1.02	1.02			
菲律宾	1.00	1.01	1.01	1.00	1.09	1.09
波兰	1.00	0.92	0.92	1.00	0.99	0.99
俄罗斯	1.00	1.01	1.01	1.00	1.07	1.07
南非	0.94	0.74	0.80	1.00	0.88	0.88
泰国	0.92	0.72	0.93	1.00	1.46	1.46
土耳其	1.00	1.12	1.12	1.00	1.10	1.10
平均值	0.97	0.91	0.95	0.98	1.00	1.03

(4) “弱”币升值危机成因含有“高储蓄两难”特征。

表7 “弱”币升值危机的主导因素

变量	系数	P>z
GDP 增长率	-7.290177***	0.013
通货膨胀率	-2.747129*	0.104
经常项/GDP	1.958181	0.632
直接投资项/GDP	6.189583	0.271
商品服务进出口总额/GDP	-.5631814	0.209
金融项中非直接投资资本流动/GDP	-4.472688	0.219
外汇储备/M1	-.6719958***	0.008
美国联邦基金利率	-8.66579 *	0.090

注：*代表 10%显著性水平；**代表 5%显著性水平；***代表 1%显著性水平。

“弱”币升值危机主导因素的实证检验表明：GDP 增长率、通货膨胀率、商品服务进出口

总额/GDP（贸易依存度）、金融项中的非直接投资资本流动/GDP（资本项目开放度）、美国联邦基金利率（外部收益环境）、外汇储备/M1（货币错配程度以及货币当局潜在冲销能力）的上升能缓解“弱”币升值危机；而经常项/GDP、直接投资项/GDP 的上升则能诱发“弱”币升值危机。具体逻辑解释见表 8。有趣的是，“弱”币升值危机成因中明显含有“高储蓄两难”特征：一方面，贸易顺差（经常项/GDP）上升往往会刺激“弱”币升值投机；另一方面，累积的非本币定值债权（外汇储备/M1）又迫使货币当局稳定汇率，这能抑制投机。

表 8 “弱”币升值危机主导因素的影响传导机制

解释变量	解释变量对应变量影响的逻辑解释
通货膨胀率	投机者没有将通货膨胀归因于对“弱”币升值危机的抵御，他们从购买力平价视角强调通货膨胀对“弱”币的贬值压力。
GDP 增长率	GDP 增长率上升往往伴随通货膨胀率上升，随后的机制同上。
商品服务进出口总额/GDP	商品服务进出口总额/GDP 代表贸易依存度，贸易依存度越高，则货币当局抵御汇率波动的决心就越大，这会抑制投机者冲击“弱”币升值。
非直接投资资本流动/GDP	金融项中非直接投资项/GDP 代表一种资本项目管制意愿，该值下降往往表明政府不鼓励资本流入；由于资本项目管制效力是有限的，这种调整容易引发“弱”币升值投机。
美国联邦基金利率	外部收益率上升削弱了投机者参与“弱”币升值冲击的兴趣。
外汇储备/M1	外汇储备/M1 代表货币错配程度以及货币当局潜在冲销能力。相比于冲销干预困难，投机者相信货币错配对“弱”币货币当局的困扰更大，这会抑制投机者冲击“弱”币升值。
经常项/GDP	经常项/GDP 上升表明，存在“弱”币升值的基本动力。
直接投资项/GDP	直接投资项/GDP 的上升表明，存在“弱”币升值的基本动力。

三、新兴市场经验对中国的启示

新兴市场经验对中国有重要的借鉴意义。在是否会发生不可抵御的人民币升值投机这一问题上，新兴市场经验提供的启示是：这种不可抵御的冲击是非常罕见的。在如何才能缓解人民币升值投机这一问题上，依据新兴市场经验提供的渠道和机制，本研究有如下分析。

1. 不应将经济“过热”与人民币升值冲击紧密联系起来

2006 年第 4 季度以来，中国通货膨胀率开始持续上升。从 CPI 和 PPI 的历史走势看，此轮通货膨胀在爆发初期与往年有极大不同：在 CPI 上涨的同时，PPI 呈现下降趋势。由此可以判断，中国面临的通货膨胀是由供给冲击引发的——特别是粮食价格上涨，而非需求拉动的。基于这一判断，可以说将通货膨胀与人民币渐进式汇率改革联系起来是不客观的。事实上，在国

际收支顺差迅速增长的背景下，中国货币当局一直就没有失去对货币的控制。在缺乏公开市场操作工具的情况下，中国货币当局已经采取了发行央行票据、调高法定准备金率等一系列冲销手段来控制流动性膨胀。尽管这些冲销手段是在实践中面临这样或那样的指责，但它们在控制货币供应方面发挥了重要的积极作用。

2. 中国应当重视结构性调整政策的作用

从国际经验看，中国对美国的贸易顺差是形成人民币升值冲击的重要动因，中美贸易顺差下降有助于缓解人民币投机冲击。目前，大多数学者认同的是，中国对美贸易顺差根源于中美储蓄差异。自然，恢复中美贸易平衡需要强调各方共同实施全面的结构性调整政策，片面强调人民币大幅升值的作用是有失偏颇的。就中国而言，如何降低储蓄率是问题的焦点。中国高储蓄率的形成源于人口结构的变化和工业化、城市化的进程，而近些年国民收入分配格局的日趋不合理——居民储蓄率显著下降、企业储蓄率稳步上升和政府储蓄率急剧上升，则进一步抬高了储蓄率。显然，完善各种社会保障制度、增加政府的消费性支出（包括为解决广大农村和城市中的低收入而增加转移性支出）能有效降低中国储蓄率。

人民币汇率制度回归有管理浮动后，中国国家外汇管理局相继出台了一系列外汇管理改革措施，这些措施的一个主要目的就是放松资本流出管制，以缓解人民币升值压力以及由此带来的经济过热压力。从实践表现看，放松资本流出管制并没有达到预期的效果，长期受到流出抑制的资本似乎对“自由”不感兴趣。从新兴市场经验看，政府资本项目管理政策调整不能达到预期效果是常见现象，这不足为奇。就中国自身情况看，政策调整效果不如人意的原因可能是：一是缺乏有激励的市场环境，即人民币的升值预期和国内外收益环境导致资本流出没有获利优势；二是过于审慎的制度安排。

3. 中国应坚持渐进式人民币汇率改革方式

国际经验显示，弱币当局稳定汇率的决心是抵御弱币升值的重要保证。就中国而言，为了避免贸易冲击以及由货币错配导致的金融危机，这种决心是完全值得的。

改革开放以来，中国的贸易依存度在不断上升；特别是 2001 年以来，这一趋势格外明显。与此同时，以使用中间产品生产最终出口产品为核心特征的垂直化专业分工贸易模式正在中国加速形成，外资企业在这—贸易模式中占据主导地位，而中国在这—贸易模式中主要是获得低端的劳动要素收入。垂直化专业分工主导我国的贸易模式，意味着中国贸易企业，中国的对外

贸易可能存在人民币升值的临界值；一旦人民币升值的幅度达到抵消我国劳动力成本优势的程
度，大量外资主导的垂直化分工贸易企业很可能突然集体性地从中国退出。这就会给中国经济
带来极为不利的意外冲击。因此，出于审慎目的，中国应通过渐进的人民币升值来试探人民币
汇率变化对中国国际贸易和国内经济运行的影响程度。

同广大发展中国家一样，中国面临着货币错配的危险。国内已有学者估算了中国总体货币
错配程度，结果显示：中国目前的总体货币错配程度小于东南亚国家在亚洲金融危机时期的水
平；中国目前的总体货币错配风险主要体现为人民币升值造成的净外币资产缩水；2004年以来，
中国总体货币错配程度有不容忽视的上升势头。在认识总体货币错配风险的同时，还应当意识
到，在资本项目存在管制的情况下，中国目前的货币错配风险主要还是由于政府部门承担的；
中国一旦允许金融企业和工商企业自主拥有外币资产和负债，货币错配风险的爆发将会从微观
层面给中国经济造成更大的冲击。由于长期钉住美元，中国目前尚未做好应对货币错配的准备。
中国政府、金融机构、工商企业和居民都需要加强汇率风险意识，用于套期保值的外汇衍生品
市场需要建立和发展，一些适应汇率变动的相应制度安排——如统计、会计、税收制度等等需
要健全。这些都需要时间。

4. 美国应采取紧缩性货币政策

受次级债危机的影响，美联储自2007年8月17日起连续下调联邦基金利率；至2008年5
月，联邦基金利率降至1.98%。从新兴市场经验看，联邦基金利率下调不利于中国抵御本币升
值冲击；在中国货币当局当前采取从紧货币政策的情况下，这一点尤为突出。从抵御人民币升
值危机的角度说，中国希望美国尽快恢复从紧货币政策。当然，在次级债危机已演变为全面金
融危机的情况下，美国当前采用紧缩性货币政策的可能性不大。在渡过金融危机冲击之后，美
国应当尽快采用从紧货币政策以增加储蓄并相应减少贸易逆差，通过缓解全球经济失衡来促
进全球经济的稳定。此外，从紧的美国货币政策还能增强美元兑其它主导货币的信心，这能
避免持有美元储备的国家调整外汇储备币种结构，并由此引发新的国际金融混乱。

四、结语

中国是否会坚持以渐进方式推进人民币汇率制度弹性化改革？答案的关键在于，中国能否
抵御可能由此引发的大规模本币升值冲击。如果考虑货币的不平等，大规模人民币升值冲击可
以抽象地称为“弱”币的升值危机——一个被忽略的研究范畴。新兴市场经验表明：用外汇市

场压力指数衡量的“弱”币升值危机是存在且不容忽视的，但所谓“成功”的“弱”币升值危机则并不多见；“弱”币升值危机对经济的影响可能是收缩性的；相比于“弱”币贬值危机，“弱”币升值危机面对更为积极的货币当局干预；“弱”币升值危机成因中含有“高储蓄两难”特征。就缓解人民币升值投机而言，新兴市场经验对中国的政策启示是：不应将当前的经济过热与人民币升值冲击联系起来；中国应重视储蓄调整的作用；中国应坚持渐进式人民币汇率改革方式；美国应采取紧缩货币政策。

参考文献

[1]Girton, L. and Roper, D., 1977. A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the post-war Canadian experience. *The American Economic Review*, 67, 4, 537-547.

[2]Krugman, Paul R., 1979. A Model of Balance Payment Crises. *Journal of Money Credit and Banking* 11(August).

[3]Roper, D. and S. J. Turnovsky, 1980. Optimal Exchange Market Intervention In a Simple Stochastic Macro Model. *Canadian Journal of Economics* 13, 296-309.

[4]McKinnon, Ronald, , 1990. The Exchange Rate and Trade Balance :Insular Versus Open Economies. *Open Economies Review*, 1, 17-37.

[5]Weymark, D.N., 1995. Estimating Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for Canada. *Journal of International Economics*, 39(3-4), 273-295.

[6]Obstfeld, Maurice, 1996. Models of Currency Cries with Self-fulfilling Features. *European Economic Review* 40 (Apr).

[7]McKinnon, Ronald. and K. Ohno, 1997. Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan. *Cambridge, MA: MIT Press*.

[8]MF, 1998, Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. *World Economic Outlook* (May).

[9]Krugman, Paul R., 1998. What Happened to Asia? Mimeo, Cambridge, MA, MIT.

[10]McKinnon, Ronald and H. Pill, 1998. International Borrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks. *World Development* , 1998. 10.

[11]Kaminsky, G. and C. Reinhart, 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89 , 3, 473-500.

[12]Calvo, Guillermo. A. and Garmen. M. Reinhart, 2000. Fear of Floating. NBER Working Paper 7993.

[13]Dooley, Michael., David Folkerts-Landau, and Peter Garber ,2004. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries. NBER Working Paper 10332.

[14]McKinnon, Ronald. and Gunther Schnabl ,2004. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin. *Review of Development Economics*, 8 , 331-60.

[15]Hong Qiao, 2007, Exchange Rates and Trade Balances Under the Dollar Standard , *Journal of Policy Modeling* 29, 765-782.