

## 分报告一

# 中国国际收支波动对货币政策的挑战

## 1、加入 SDR 对中国货币政策框架的影响

2015 年 11 月 30 日,国际货币基金组织批准人民币进入特别提款权货币篮子。自 2016 年 10 月 1 日起,人民币被认定为“可自由使用货币”,并将作为第五种货币,与美元、欧元、日元和英镑,一道构成特别提款权货币篮子,在该篮子中的权重为 10.92%。根据 IMF 的规定,“特别提款权篮子由五年期间出口价值最大的成员国或货币联盟发行的、被基金组织认定为‘可自由使用’的货币构成”。<sup>①</sup> 这主要包括两方面的内容。第一,发行该货币的国家或地区在国际商品和服务贸易中占有较高权重。第二,该货币可“自由使用”。<sup>②</sup> 与“自由浮动”或“完全可兑换”相比,“自由使用”的概念要宽松得多。评估一种货币是否被广泛使用时,采用的指标主要是该货币在储备持有量中所占比例,以及以该货币计值的国际债务证券和国际银行负债;在评估是否被广泛交易时,采用的指标是外汇市场交易量。事实上,一种货

---

<sup>①</sup> 《特别提款权 (SDR) 货币篮子的审查》 <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/chi/sdrcbc.pdf>, 上网时间: 2016 年 1 月 9 日。

<sup>②</sup> 根据《基金组织协定》,如果货币基金组织认定一个成员国的货币事实上广泛用于国际交易支付,并且在主要外汇市场上广泛交易,那么该货币被定义为“可自由使用”货币。

币被自由使用与存在金融项目管制并不矛盾。例如英镑和日元在被纳入特别提款权篮子时,仍存在一些资本账户管制。

尽管“自由使用”与“自由浮动”或“完全可兑换”不完全一致,但是作为人民币国际化战略的组成部分,加入 SDR 货币篮子可以被看做是人民币国际化的阶段性成果。而人民币国际化不仅意味着“自由使用”,同时也意味着在更广泛的范围内被各国以储备货币的形式持有。根据 IMF 公布的数据,2015 年第三季度全球外汇储备余额约为 11.2 万亿美元,其中有详细比重统计的储备余额约 6.6 万亿美元。在已知币种分布的外汇储备中,美元资产所占的份额最高,约为 63.98%;其次是欧元,约占 20.34%,见表 1。假设所有外汇储备均为类似比例,如果人民币要达到类似加元在全球外汇储备中的规模,粗略估算境外官方持有的人民币至少要达到 0.21 万亿美元,按照 1 美元兑换 6.5 人民币计算的话,约合 1.34 万亿人民币;如果假定人民币在全球外汇储备中所占的规模能够接近日本或者英国的水平,比如达到 3.8%左右的份额,那么意味着粗略估算境外官方持有的人民币至少要达到 0.43 万亿美元,按照 1 美元兑换 6.5 人民币计算的话,约合 2.8 万亿人民币。这一规模还仅为外国官方持有的人民币水平,如果加上私人部门持有的人民币资产,规模更大。

表 1 2015 年第三季度主要的外汇储备币种金额及其比重

|       | 美元    | 欧元    | 日元   | 英镑   | 澳元   | 加元   | 瑞郎   | 其他   |
|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 份额(%) | 63.98 | 20.34 | 4.72 | 3.77 | 1.89 | 1.84 | 0.28 | 3.19 |

数据来源:COFER,IMF

无论是人民币国际化还是人民币加入 SDR 都预示着更加开放的资本市场和资本流动。然而无论是日益扩大的离岸金融市场还是更加开放的国际金融市场对于中国政策当局都是新鲜事物,面临着巨大挑战。中国经济进入新常态之后,随着潜在经济增长率和投资回报率的逐步下滑,人民币汇率面临着下跌压力。简单来看,当前中国的资本跨国流动和汇率稳定面临着至少以下几个方面的影响:第一、潜在产出和投资回报率下降造成的资本流出及汇率波动;第二、人民币离岸市场波动对在岸市场稳定的影响;第三、金融市场发展与资本流动稳定机制。

2015 年下半年之后,由于股票市场下跌和人民贬值预期形成相互强化机制,不仅对金融市场稳定,而且对实体经济恢复产生了不良影响。首先,汇率波动扩大本身不论对于国际贸易还是国际投资都有不利影响;特别是人民币预期贬值对国

际投资进入中国愈加不利。其次,人民币贬值预期强化了中国国内资本市场波动,给资产价格下跌造成了极大压力,对稳定国内金融市场造成负面影响。第三,资产价格下跌对于国内正在进行的“去杠杆”进程极为不利。资产价格下降意味着债务人担保品价值缩水,杠杆率进一步提升,迟滞了经济复苏的进程。

随着人民币汇率预期在 2014 年开始逆转,2014 年第二季度之后,中国国际收支的非储备金融项目开始持续出现逆差。进入 2015 年之后中国的国际收支状况更加严峻。在此背景下,中国货币政策当局加速汇率形成机制改革,并对外汇市场进行了干预。主要的改革及市场干预措施包括 2015 年 8 月 11 日的“8.11”人民币中间价形成机制改革,使市场在人民币定价机制中发挥主导作用。但是这一做法扰动了市场,强化了贬值预期。在人民币贬值预期下,汇率制度改革之后出现人民币连续下跌,货币政策当局无法容忍汇率宽幅波动,8 月 13 日即开始大量干预市场维稳。从而使得货币政策当局在推动汇率形成机制市场化改革与维持汇率稳定之间陷入了两难选择;同时也使得市场对货币政策当局的政策目标产生疑虑。然而在 2015 年 11 月,货币政策当局再度启动贬值策略,并且放大对货币贬值的容忍程度。进入 2016 年之后,随着香港离岸市场人民币贬值幅度扩大,货币政策当局再度加强对人民币离岸市场和在岸市场的干预。贬值预期引发越来越多的资金流出中国,贬值压力进一步加强,人民银行则继续干预外汇市场,且通常以一种不可预知的方式。因此,人民银行实际上采取了一种爬行钉住汇率制。尽管爬行钉住汇率制可消除短期内的贬值预期,但无法消除更远期贬值预期。实际上,爬行钉住汇率制鼓励某些类型资本的外流,比如套利交易平仓,家庭账户美元化,及组合投资的撤离。

从汇率形成机制改革和货币当局对外汇市场的干预进程来看,一方面,无论是人民币国际化进程还是人民币加入 SDR 都预示着人民币朝向更加自由流动方向发展。根据克鲁格曼不可能三角进行分析,“资本自由流动”一端在长期趋势来看是不断强化的。另一方面,在美联储加息背景下,由于中国经济不景气,中国货币政策当局将继续推行宽松的货币政策,因此独立的货币政策成为货币政策当局必须坚持的方向。由此来看,汇率稳定成为不得不放弃的目标。

在从钉住美元的汇率制度向更加浮动的汇率转型过程中,货币政策当局希望市场在汇率决定过程中发挥更加重要的作用,汇率制度向更加浮动的方向发展;另一方面,货币政策当局又不希望在短期内出现汇率大幅波动,而是希望汇率实现有控制地逐步向所谓市场预期的均衡汇率收敛。但是由于汇率市场化改革恰好与人

人民币贬值预期叠加,前期钉住美元的汇率制度导致人民币升值幅度过高,与中国经济的基本面不一致。

因此就目前的汇率制度来看,货币政策当局除了应对国内经济目标之外,在爬行钉住条件下维持汇率稳定将成为货币政策当局新的政策目标。由于当前中国经济面临较大的下行压力,紧缩的货币政策并非货币政策当局的选择。因此可行的汇率干预方式除了强化资本流动监管外,只有通过抛售外汇储备来干预汇率。数量型干预的政策的结果一方面导致外汇储备快速下降,仅 2015 年外汇储备下降就超过 5000 亿美元;另一方面则可能导致离岸金融市场人民币枯竭,与人民币国际化进程相悖。例如,自 2015 年下半年以来,香港人民币存款数量出现下降,由 2015 年 7 月份最高时接近 1 万亿元人民币下降至 2015 年 11 月份 8600 亿的水平,见图 1。

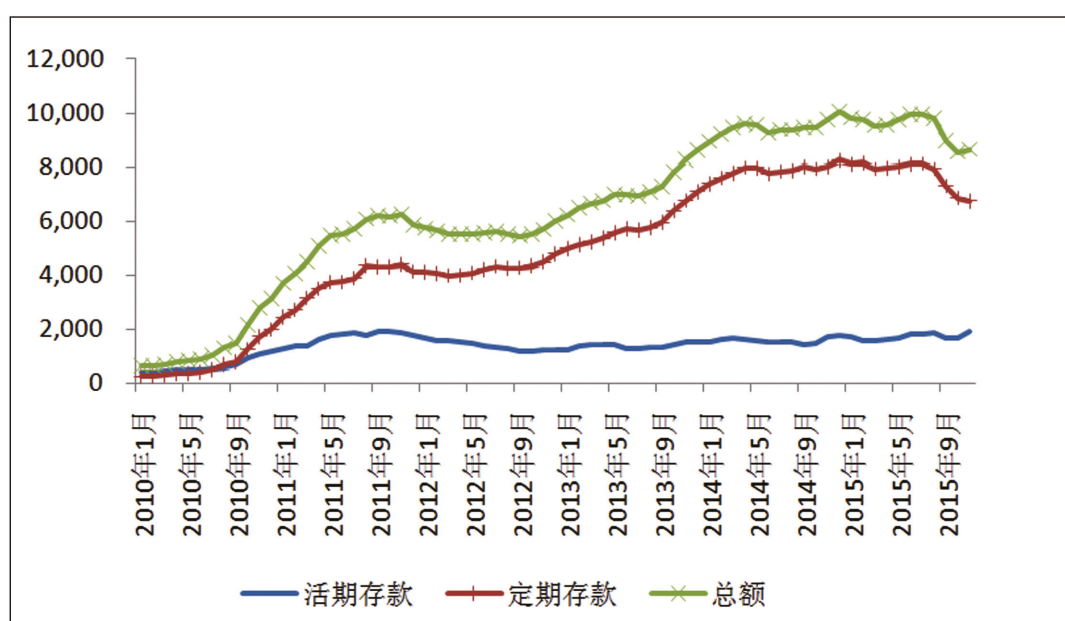


图 1 截至 2015 年 11 月份香港人民币存款(亿元)

## 2、中国国际收支现状及其影响

### 2.1 金融危机之后中国国际收支变化:国际收支双顺差逆转

美国爆发次贷危机之后,随着国际经济形势的变化,中国国际收支平衡相应地

发生了剧烈调整。从图 1 看,1990 年之后除个别年份外,经常项目持续顺差,2008 年达到改革开放之后的最高值 4206 亿美元;非储备性质金融项目大致呈现相似结构,2008 年为 188 亿美元,这就是所谓中国的国际收支的“双顺差”现象。净误差与遗漏项作为所谓“热钱”的流向检测指标,在 2008 年之前也连续多年为正数。这表明在次贷危机爆发之前,无论是经常项目渠道、金融项目渠道还是所谓的“热钱”,资本整体呈现流入趋势。

但是在 2008 年之后,中国国际收支平衡发生了剧烈调整。首先,年度经常项目顺差规模大幅下降,并呈现剧烈震荡。2011 年经常项目顺差降至 1361 亿美元,仅为 2008 年的 32%,此后呈现剧烈波动。据中国海关披露的数据,2015 年以人民币计价的贸易顺差达到 3.69 万亿,约合 5945 亿美元,达到历史新高。在经常项目出现剧烈波动的同时,非储备性质金融项目也出现剧烈波动。2010 年达到 2822 亿美元的历史最高水平之后,2012 年至 2014 年分别为-360 亿美元、3430 亿美元和 383 亿美元。更重要的是自 2009 年之后,净误差与遗漏项目持续为负数,而且规模不断扩大,2009 年为-414 亿美元,2014 年则降至-1401 亿美元。

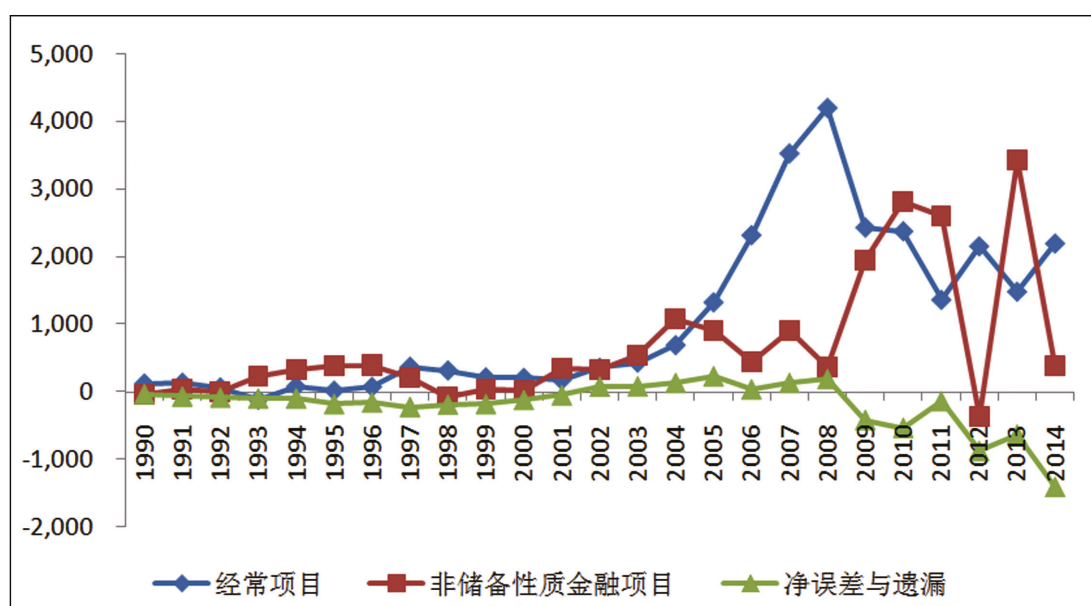


图 2 年度中国国际收支平衡表部分项目(单位:亿美元)

数据来源:国家外汇管理局

季度数据对于近期非储备性质金融项目变化的表现更加直观。图 3 显示自

2014 年 2 季度之后非储备性金融项目持续为负数,2015 年第三季度非储备性金融项目达到-1491 亿美元。这表明金融项目下资本呈现净流出的趋势,同时也表明中国持续多年的“双顺差”现象的终结。

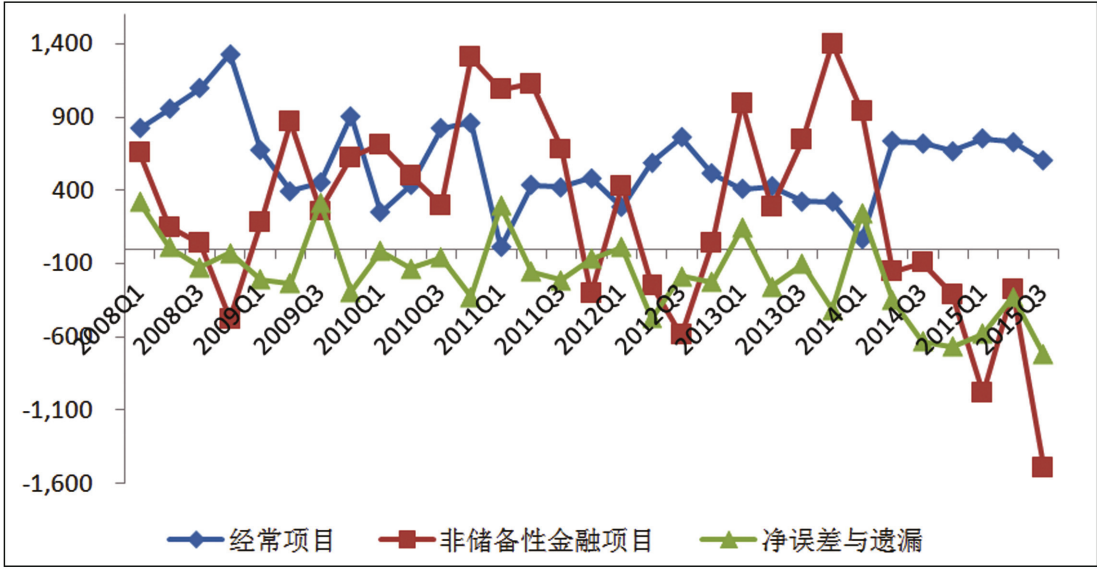


图 3 季度中国国际收支平衡表部分项目(单位:亿美元)

数据来源:国家外汇管理局

### 2.2 人民币跨境流动的新变异

金融危机之后,金融项目下资本流动是导致中国国际收支新变化的重要因素。中国非储备性质金融项目下的资产和负债在金融危机之后都呈现新的变异。从资产端来看,中国金融项目开放程度的不断扩大促进中国对外投资规模不断扩大,资本流出规模不断扩大。其中特别值得关注的是在“其他”投资项目下的投资规模不断扩大,而且波动性较高。例如 2014 年第二季度,“其他投资”项目下的资产增加导致资本流出达到 1200 亿美元。

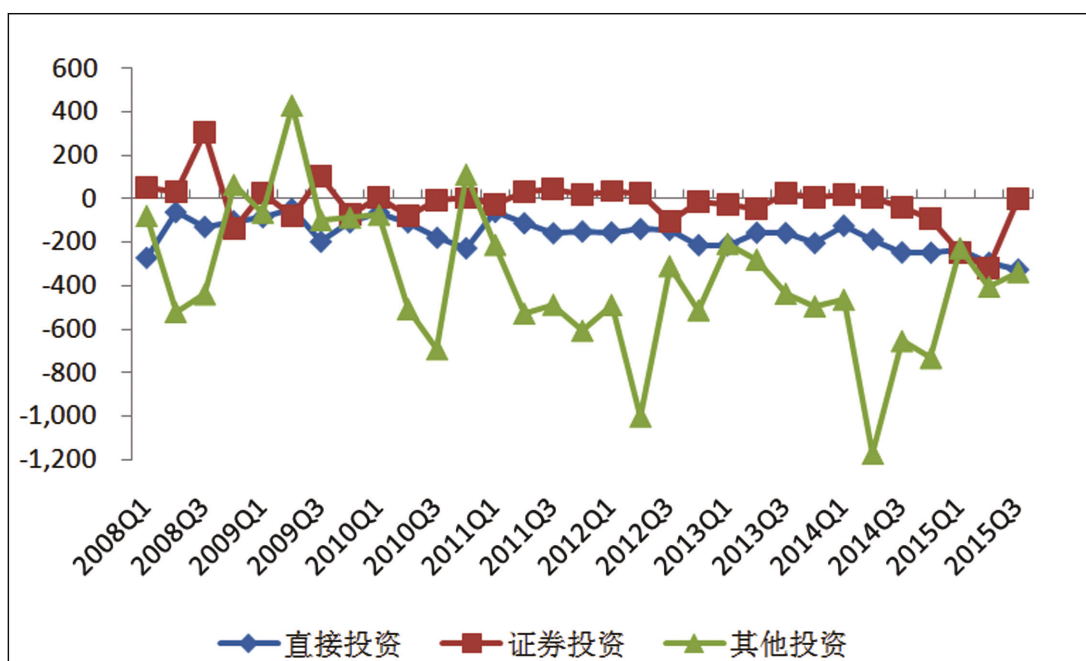


图 4 中国国际收支中非储备性质金融项目下主要资产项目(亿美元)<sup>①</sup>

如果资产端可以概括为规模扩大的话,那么近期非储备性质金融项目下负债端则在某些项目下出现了逆转的新情况。首先,进入 2015 年之后,来自境外的“直接投资”和“证券投资”都呈现持续下降趋势。直接投资从 2014 年第 4 季度的 959 亿美元下降至 2015 年第三季度的 392 亿美元;证券投资从 2014 年第 4 季度的 315 亿美元下降至 2015 年第三季度的 -171 亿美元。这些数据表明,进入 2015 年以来,中国利用 FDI 的规模不断下降,而来自境外的证券投资则是从流入变为流出,并且规模相当可观。另外,在“其他投资”项目下,从 2014 年第三季度开始,资本流入已经逆转为持续的资本流出,并且存在规模不断扩大的趋势,2015 年第一季度和第三季度分别达到 1171 亿美元和 1036 亿美元的单季流出,是 2008 年金融危机之后的最高水平。

总结 2015 年以来中国国际收支中非储备性质金融项目的变化可以发现,一方面中国私人部门不断增持国外资产;另一方面,来自境外的资金流入规模不断下降,并且在有些项目下由流入变为流出,共同导致私人部门在 2014 年第二季度之后出现金融项目下资本净流出的局面,并且规模不管扩大,从 2014 年第二季度的

<sup>①</sup> 对于中国来说,其他投资主要包括“其他股权”、“货币和存款”、“贷款”、“保险和养老金”、“贸易信贷”和“其他”。

156 亿美元扩大到 2015 年第三季度的 1491 亿美元。

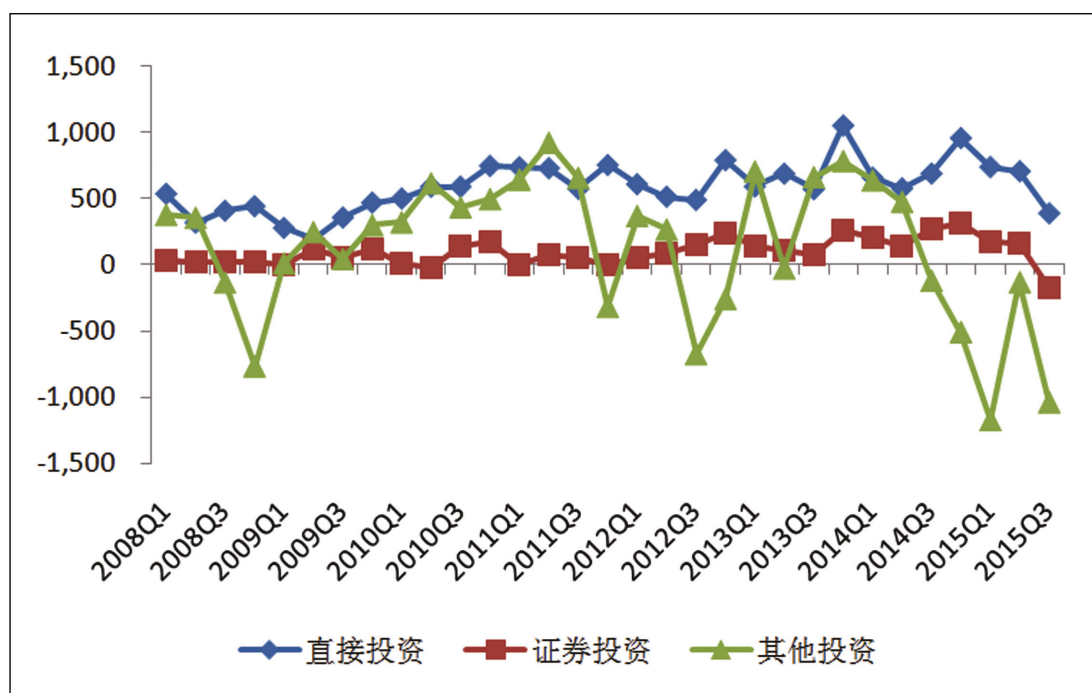


图 5 中国国际收支中非储备性质金融项目下主要负债项目(亿美元)

除了金融项目下反映的资本金融流动之外,处在监管之外的“热钱”是另外一个重要渠道。从国际收支平衡表的“净误差与遗漏”项目看,2014 年第二季度之后该项目持续为负数,并且规模不断扩大,2014 年 3 季度后每季度大致维持在 600 至 700 亿美元的水平。

考虑到非储备性质金融项目下“证券投资”和“其他投资”规模不断扩大,我们还计算了季度新增外汇占款与经常项目顺差和非储备性质金融项目顺差,以此近似计算未被统计的资本外流部分,见图 5。根据图 6 显示,除了 2012 年之外,从 2008 年金融危机发生到 2013 年之间热钱整体呈现净流入状态,当年热钱流入规模达到 3878 亿美元。但是进入 2014 年第二季度后情形出现逆转。热钱呈现持续净流出,除了 2014 年第一季度之外,其他季度均呈现热钱净流出,2014 年全年达到 129 美元,其中后三个季度达到 1610 亿美元;2015 年前三个季度达到 2499 亿美元,其中第三季度达到 1862 亿美元。热钱流出规模不断扩大。从图 5 和图 6 来看,在 2015 年前两个季度中国出现股市泡沫时,通过金融项目和热钱流入中国的外资并没有显著的增长,反倒是热钱呈现净流出状态。进入第三季度之后,在人民

币贬值预期下,热钱呈现加速流出状态。

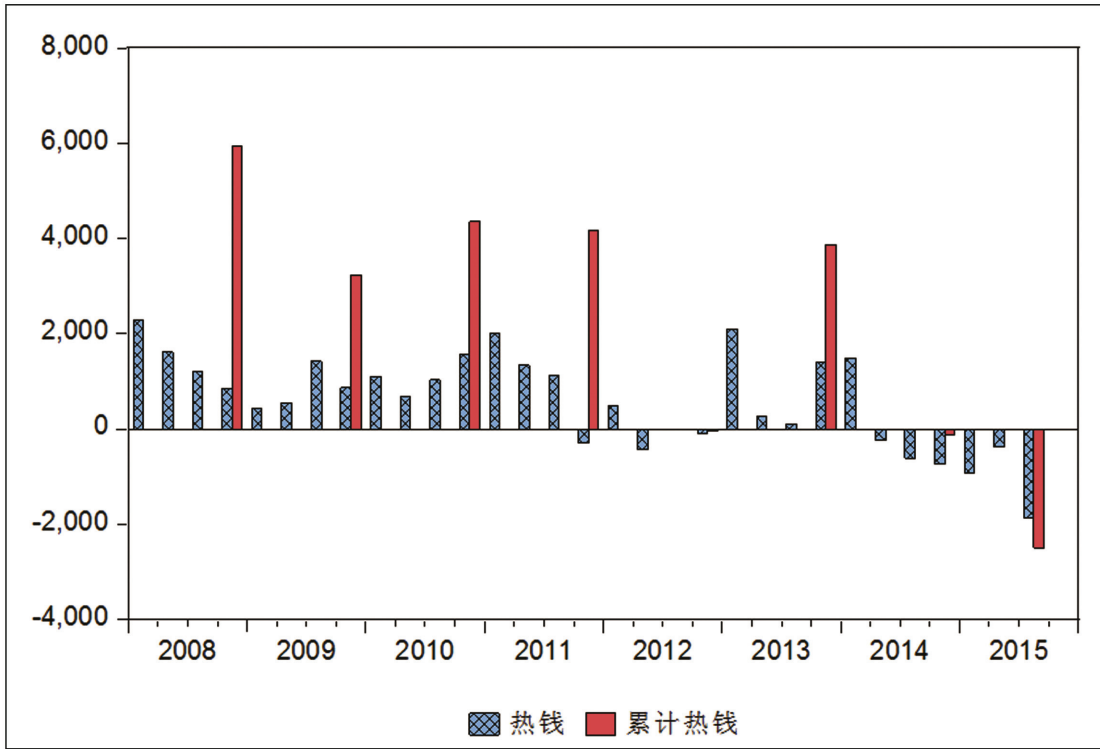


图 6 近年中国热钱规模(亿美元)

注:2015 年为前三个季度数据

随着结售汇制度的改革和人民币汇率走势的改变,私人部门结售汇的意愿正悄然发生变化。图 7 显示,在 2014 年第三季度之前,无论是经常项目还是资本与金融项目,各月净结汇几乎为正数,这表明非金融部门整体上持有人民币的意愿强于持有美元的意愿。然而自 2014 年第三季度之后,经常项目与资本金融项目各月净结汇开始变为负数,而且规模不断扩大,这表明私人非金融部门持有美元的意愿不断增强。例如 2015 年 12 月当月经常项目下净结汇为-448 亿美元;资本与金融项目下净结汇为-434 亿美元。

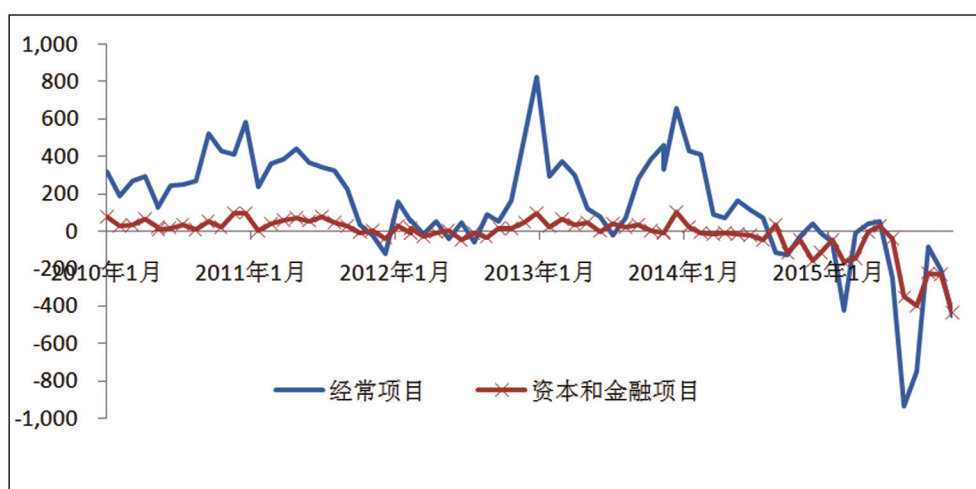


图 7 各月结售汇差额(亿美元)

除了现货市场之外,远期结售汇市场同样不容乐观。2015 年 2 月份之后,累计远期净结汇余额开始持续为负数,截止 2015 年 12 月累计远期净结汇余额已经达到-928 亿美元。这意味着未来金融机构所持有的外汇仍要减少近千亿美元。

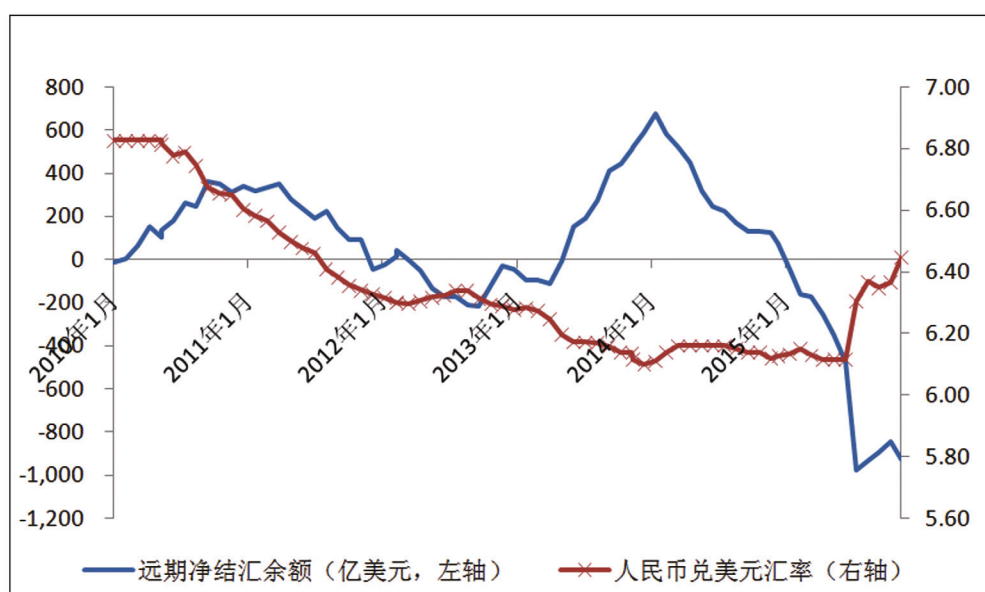


图 8 人民币汇率与累计远期净结汇差额(亿美元)

数据来源:外汇管理局

### 3、金融项目开放和资本流动对货币政策的冲击

金融项目开放后,资本跨国流动将从至少两个方面影响中国的货币政策。首先,资本流动将会影响中国货币供给,特别是基础货币供给的结构和数量。其次,资本流动可能对汇率稳定造成冲击,可能对货币政策的目标和实施造成冲击。

#### 3.1 国际收入逆转影响货币供给

货币供给总量的变化可以概括为基础货币和货币乘数两方面的变化。套用基本的公式,货币总量可以表示为:

$$M_2 = B \times m_2 = B \times \frac{1+c}{c+r+e+o} \quad (1)$$

其中表示广义货币,是基础货币,是广义货币对应的货币乘数,是现金漏损比例,是法定存款准备金率,是超额准备金率,是起亚存款比例,各项比例是指各项金融资产在存款中的比例。

在我国目前国际收支管理制度下,国际收支变化对货币供给的影响首先体现在对基础货币的影响上。按照国际货币基金组织的定义,基础货币包括银行体系外的现金、存款货币银行的现金、存款货币银行在中央银行的存款、私人部门在中央银行的存款、其他政府部门以及非货币金融机构在中央银行的存款等。按照该定义中国基础货币大体应该包括人民银行发行的货币、各金融机构在人民银行的准备金存款、邮政储蓄存款和机关团体存款人民银行,2009。<sup>①</sup>

在深入探讨中国基础货币的供应结构之前,我们首先考察中央银行的资产负债表,见表2。根据复式记账资产与负债相等的原则,基础货币(储备货币)作为中央银行资产负债表中负债端中的一项,在其他负债项不变的假设下,任何增加资产的行为都会导致基础货币(储备货币)的增加。由此我们可以得到中央银行增加基础货币供给的主要渠道包括:

第一、增加外汇储备;

第二、增加对政府债权,即通过公开市场操作增加货币供给;

第三、对其他金融机构再贷款。

---

<sup>①</sup> 详见2009年第3期《中国人民银行统计季报》,第108页。

表 2

简化的中央银行资产负债表

| 资产         | 负债              |
|------------|-----------------|
| 国外资产       | 储备货币            |
| 对政府债权      | 不计入储备货币的金融性公司存款 |
| 对其他存款性公司债权 | 发行债券            |
| 对其他金融性公司债权 | 国外债券            |
| 对非金融性公司债权  | 政府存款            |
| 其他资产       | 自有资金            |
|            | 其他负债            |

进入 21 世纪以来,国外资产在人民银行资产总额中的比例呈现不断上升趋势,逐渐成为基础货币供给的主要渠道。2002 年 1 月份国外资产的比重为 41.9%;2013 年 12 月份最高达到 85.8%,其后呈现缓慢下降,2015 年 12 月降为 79.9%。随着国外资产的比重不断变化,人民银行对金融机构再贷款在其资产中的比例相应变化。2007 年 1 月份对金融机构贷款的比重尚为 21.4%,2013 年 12 月份最低降到 7.08%,2015 年 12 月回升到 10.5%。金融危机之后,国外资产的同比增长率呈现迅速下降。2007 年 10 月份同比增长率为 47.3%,2009 年之后降至 20%以下,进入 2015 年 2 月份之后同比增长率持续为负数,2015 年 12 月国外资产同比增长率为-8.9%。

造成人民银行国外资产同比负增长的因素主要有三个方面:一是国际收支的变化;二是私人部门结售汇意愿的变化;三是人民银行对外汇市场干预。

为了应对国外资产增速甚至绝对金额下降对货币供给的影响,人民银行主要通过增加再贷款、创新新型货币政策工具以及降低法定存款准备金率等手段应对国际收支变化对货币供给的影响。例如对应国外资产从 2014 年 4 月 28.1 万亿下降到 2015 年 12 月 25.4 万亿;人民银行对金融机构贷款从 2014 年 2 月份的 2.2 万亿提升到 2015 年 12 月的 3.3 万亿,见图 8。于此同时,中国人民银行对金融机构的法定存款准备金率分别降低到 17%和 15%的水平。

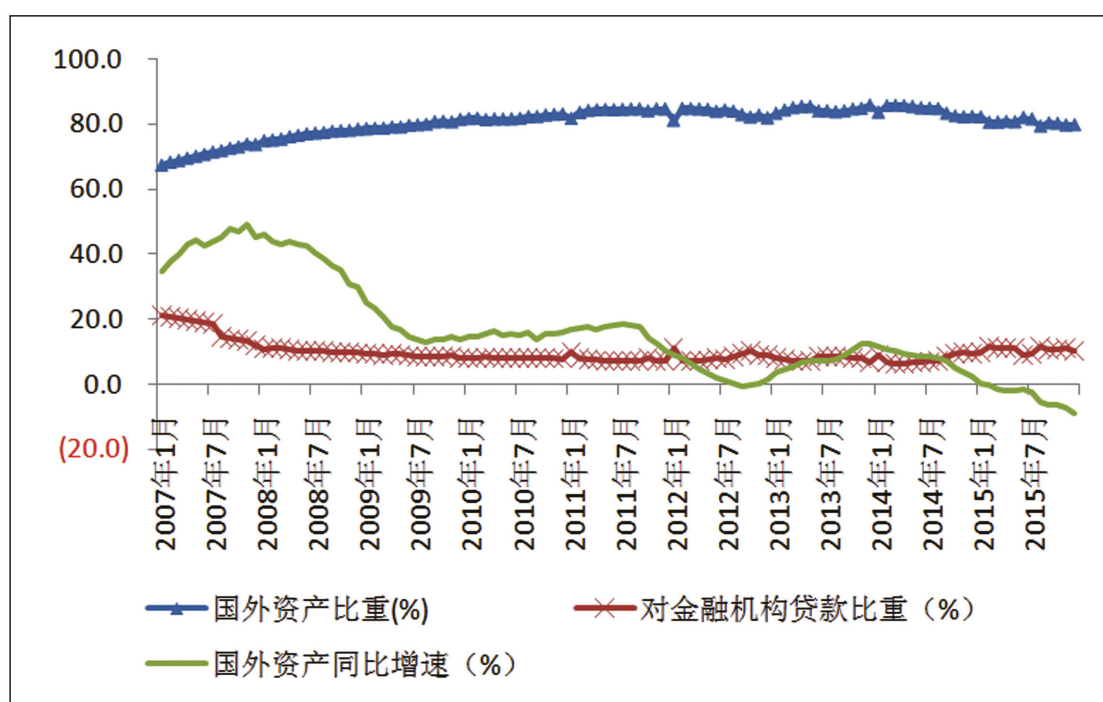


图 9 “国外资产”和“对金融机构贷款”在中国人民银行总资产中的比例

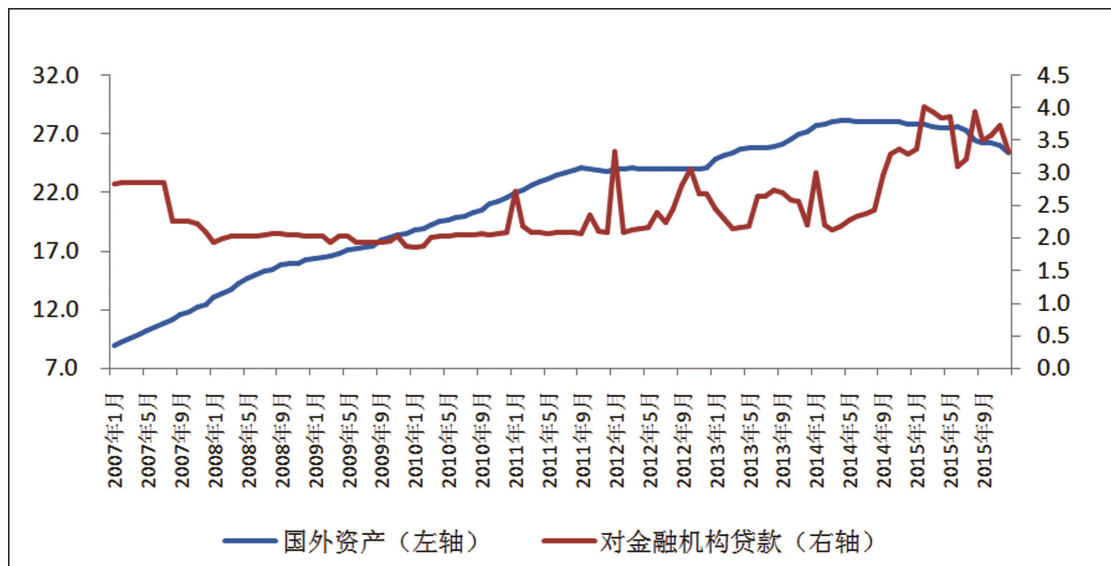


图 10 中国人民银行国外资产和对金融机构贷款规模(单位:万亿人民币)  
注:对金融机构贷款包括“对其他存款性公司债权”和“对其他金融机构债权”

### 3.2 汇率波动和资产价格波动互动强化影响货币政策

随着金融项目开放和人民币国际化程度日益提高,投资者可以在国内和国外两个市场配置资产,国际资本市场与国内资本市场间的相互影响日益扩大。这一互动不仅意味着国际金融市场波动对国内金融市场的传导,同时也意味着国内金融市场波动对全球资本市场的影响。影响资产需求的两个基本因素是资产收益率及其风险。在开放条件下,居民的资产配置涉及到不同币种资产之间的权衡。

汇率波动和资产价格波动之间可能出现互相强化的恶性循环机制。汇率及其预期的变化不仅影响居民的资产配置,反过来居民的资产配置也会影响汇率稳定。以本币计价的资产价格与汇率变化往往呈现较高的相关性。从这个意义上来看,稳定汇率与稳定资产价格在短期内具有类似的意义。对于货币政策是否要稳定资产价格、能否稳定资产价格以及是否有能力稳定资产价格的问题,美国金融危机之后关于上述问题经济学家进行了广泛而深入的讨论。尽管上述问题难以在短期内达成一致,但是宏观审慎监管却成为危机之后各国中央银行的共识。但是多数宏观审慎监管政策的出发点在于维护国内金融机构和金融市场的安全,较少将汇率稳定纳入到宏观审慎监管框架之中。

随着中国经济进入新常态之后,增长率出现持续下降,各类资产的投资回报率都呈现下降状态。市场上的人民币兑美元汇率贬值预期始于 2014 年第二季度,这表现为从 2014 年第二季度起,人民币兑美元汇率的市场价持续低于中间价。而且从该季度起,中国国际收支中的非储备金融项目持续出现逆差。投资回报率的下降和贬值预期影响到资金跨国流动的方向,在连续多年的双顺差之后,中国于 2014 年第二季度之后非储备性质金融项目出现逆差。

人民币兑美元贬值预期的产生源于 2013 年至 2015 年期间人民币跟随美元兑其他主要货币快速升值。2015 年 8 月 11 日的人民币汇改非但没有纠正、反而加剧了市场上的人民币贬值预期。自 2015 年 11 月人民币被纳入 SDR 篮子之后,中国央行一度放松了对人民币汇率中间价的管理,导致人民币兑美元汇率中间价显著贬值,这进一步激发了市场上的人民币贬值预期。

2015 年 6 月份之后中国股市开始了新一轮震荡下行。伴随着股票市场的波动以及“8.11”汇率制度改革,国内股票市场和外汇市场产生了强烈的互动。图 9 显示 2015 年 8 月份之后,上证指数的走势与人民币兑美元汇率(人民币/美元)呈现显著的负相关性。人民币兑美元贬值往往伴随着股票市场的剧烈震荡。例如

2015年8月10日人民币兑美元中间价为6.1162;11日汇率中间价形成机制改革当点降至6.2298;13日跌至6.401;三日之内跌幅超过4.6%。如此相对应,上证指数从8月12日3886点下跌至8月25日2965点,下跌幅度接近24%。2015年11月之后,无论是香港的离岸人民币市场还是在岸人民币市场,人民币兑美元汇率都出现了剧烈波动。离岸市场上,CNH收盘价最低跌至6.6914;在岸市场上CNY收盘价最低跌至6.5939,在两个月的时间内离岸市场和在岸市场贬值约为5%。紧接着这一波人民币对美元贬值的是中国股票市场在2016年之后出现的快速下跌,以上证指数为例,2016年1月份上证指数跌幅达到24%。

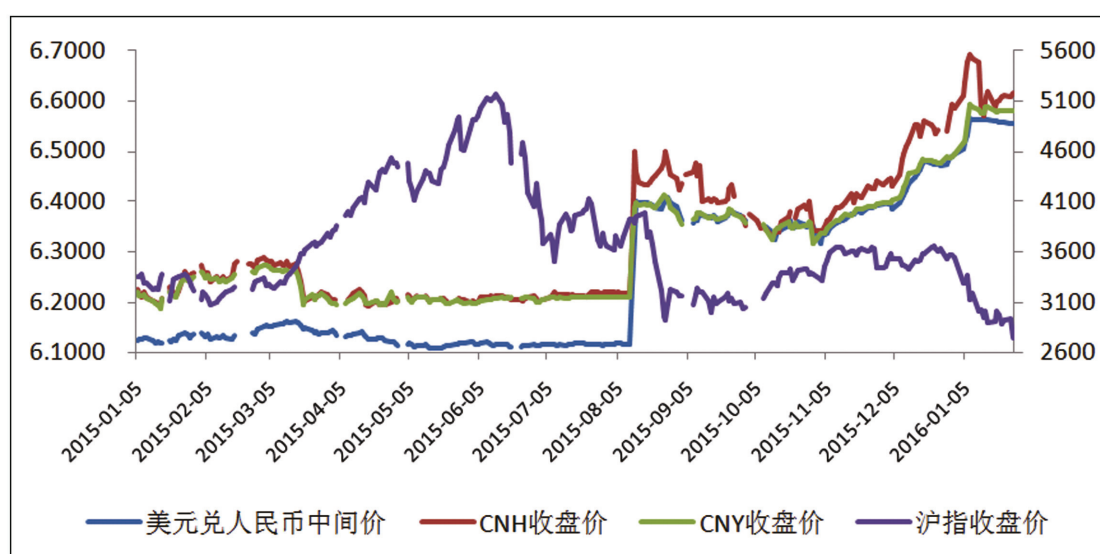


图 11 上证指数收盘价股市和人民币兑美元汇率

注:上证指数收盘价为右轴,其余为左轴

人民币兑美元贬值往往被解读为对中国经济增长前景的悲观,通常会导致股票市场下跌。而股票市场的下跌则为作为经济增长前景黯淡和市场不健全的佐证,进一步导致投资者将资金从国内转移到国外,这不仅导致人民币兑美元即期贬值,同时更加强化了未来贬值的预期,导致投机资金外流规模扩大。资金的大规模流出进一步导致国内资产价格下降,于是产生资产价格下降、本币贬值的恶性循环。

## 4、潜在货币危机产生的原因及应对策略

在 20 世纪 70 年代初布雷顿体系崩溃之后,货币危机开始频繁出现。除了 1971 - 1973 年布雷顿森林体系解体之外,主要的货币危机还包括 1976 英镑危机, 1992 - 1993 年欧洲汇率机制接近崩溃事件,1994 - 1995 年拉丁美洲龙舌兰危机之后墨西哥比索贬值,1997 - 1998 年亚洲金融危机,以及 2008 年美国次贷危机之后多国出现的大贬值。<sup>①</sup> 从历史经验来看,爆发货币危机的国家并非仅仅是新兴市场国家,但货币危机在很大程度上都与某种形式的汇率盯住制联系在一起。

### 4.1 货币危机形成和传导机制:哪些因素可以引发货币危机?

在相关文献中,货币危机理论分为三代,分别从不同角度分析了可能产生货币危机的原因。第一代货币危机理论主要将财政赤字与货币危机联系起来,认为货币危机的根源在于国内宏观经济政策(特别是汇率政策)与不得不通过货币化解决的持续性财政赤字之间的矛盾,代表性研究包括 Krugman(1979)等。该理论认为政府用于弥补财政赤字的渠道有两个,即举债和动用资产。但无论是举债还是处分资产,都会受到政府预算约束的限制,不可能无限增加。持续增长的财政赤字最终只能通过货币化来解决,过度发行货币必然引发通货膨胀、货币贬值,导致货币危机。

在第二代货币危机理论中,货币危机在投机攻击下是否发生很大程度上取决于政府稳定汇率的政策,主要的代表性研究包括 Obstfeld 1986, 1994。该理论认为,投机攻击发生后政府会根据维持汇率稳定的成本收益分析决定是否维持汇率稳定,而投资者(投机者)则根据对政府行为的不同预期决定是否进行投机攻击。因此这一代危机理论模型不仅导致多重均衡的出现,而且认为在一国经济基本面尚可的情况下也可能发生货币危机。在开放条件下,维持汇率稳定的主要成本是提高利率对国内实体经济和金融市场的损害;如果投机者预期一国无法承受持续高利率造成的损害,那么投机攻击发生的概率就会上升。当一国实体经济遭遇困难时,更加加剧了投机攻击爆发的可能性。

第三代货币危机模型主要集中在一国金融市场和银行系统的扭曲与货币危机的关系。例如 Aghion 等(2001)强调在信贷约束条件下,本币贬值可能造成厂商外币

---

<sup>①</sup> 2008 年美国次贷危机之后许多国家出现大贬值,这其中既有美联储非常规货币政策导致的美元贬值,也有巴西、俄罗斯等新兴市场国家货币出现的贬值,本文讨论的主要是指后者。

债务成本上升和利润下降,这反过来又进一步限制信贷约束下厂商的借贷能力。信贷约束造成的投资和产出下降导致对国内货币需求降低,从而引发货币危机。还有研究将金融自由化和政府对私人部门负债进行担保所产生的道德风险和不可持续的预算赤字与货币危机联系起来。例如,McKinnon and Pill (1995)认为,金融自由化与存款保险相结合可能会导致商业银行对国内外放款的过快增长,最终导致银行和货币危机。Chang 和 Velasco (2001)强调在新兴市场经济中,金融机构由于缺乏在国际金融市场上融资的能力,导致资产错配进而引发货币危机的可能性。在金融自由化大背景下,短期外资大量流入增加了金融机构的短期债务,如果金融机构将资金投资于不容易变现的长期资产,则往往会产生流动性不足的困境,在国际资本市场产生异动时,导致货币危机发生。Burnside 等(2004)认为政府对银行体系的隐性担保会激励银行过度发行国外债务,导致其易受投机攻击。而脆弱的银行系统反过来加剧了国内紧缩性货币政策的难度,最终导致本国货币最终崩溃。

表 3 历次货币危机的基本特征比较

|        | 拉美<br>(1982—1983) | 墨西哥<br>(1994—1995) | 东亚<br>(1997—1998)  | 俄罗斯<br>(1998)     | 是否共性 |
|--------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|------|
| 资金流入   | 大量                | 大量                 | 大量                 | 大量                | 是    |
| 资金流出   | 大量持续              | 危机前夕流出量适中          | 直到危机前几个月都没有        | 非常大并持续            | 否    |
| 经常项目   | 巨额逆差              | 巨额逆差               | 除台国外其他很小           | 顺差,最后阶段转为逆差       | 否    |
| 汇率制度   | 钉住                | 钉住,高估              | 钉住,高估              | 钉住,高估             | 是    |
| 资本管理架构 | 管制                | 自由                 | 自由                 | 自由                | 否    |
| 宏观政策   | 宽松的货币和财政政策        | 看起来保守的货币和财政政策      | 保守的财政政策和看起来保守的货币政策 | 放纵财政赤字;通胀后紧缩的货币政策 | —    |
| 国内信贷   | 增速慢               | 增速慢                | 增速快                | 没有太多国内信贷          | —    |

资料来源:亚历山大兰姆弗莱斯:《新兴市场经济国家的金融危机》,成都:西南财经大学出版社,2002。

从文献中可以发现,第一代危机理论着眼于实体经济,强调经济基本面失衡(fundamental imbalances)是危机产生的根本原因。第二代危机理论在很大程度上受到当时理性预期理论发展的影响,强调自我实现(self-fulfilling)危机的可能性。第三代危机理论则主要着眼国内外货币币种和期限等错配问题。

#### 4.2 货币政策如何应对货币危机

关于货币政策应对货币危机的文献从政策出台的时点来看可以分为事前、事中、事后政策;从政策选择上来看可以分为利率政策、资本跨国流动政策和汇率政策等。

对于事前政策而言,Glick and Hutchison 2000 研究一国对国际资本流动限制是否增加了其货币汇率的稳定性这一问题。在控制宏观经济、制度、政治等方面的变量同时也控制了国际资本流动限制这一解释变量的内生性,结果表明资本流动的限制不但没有带来更稳定的本币汇率,反而使得本币更加容易成为投机者的攻击对象,而且并没有证据表明资本流动限制较少的国家伴随着更高发生货币危机的概率。Rajan(2005)认为与传统的经常项目危机导致的货币危机相比,与金融项目相关(例如大量的资本流出)的货币危机在事后更加难以应对。鉴于此,针对后面一种货币危机最好的政策就是事前预防的政策,防止经济基本面恶化导致市场参与者的预期恶化而引发危机的自我实现。具体到货币政策方面,资本流动限制政策显然是有效的,一种更具弹性的汇率政策也很有可能能够发挥预防货币危机的作用。但是作者也指出实施一种更灵活的汇率政策可能会导致一国的贸易和投资流量出现更大的波动,在实践中要谨慎。

对于事中干预而言,Eijffinger and Goderis 2007 分析了一国企业的资产负债表的两个方面特点对于货币政策有效性的影响。一方面,当一国企业的资产负债表对于利率变化具有较高的敏感性的话,当面临较高的货币贬值压力的时候,央行更可能选择贬值,因为这样央行可以更加自由地使用宽松的货币政策来刺激企业投资生产从而在货币危机发生后刺激经济的恢复,这时应对货币危机带来的消极冲击的宽松货币政策就是有效的;另一方面,如果一国的企业对于汇率变化有更高的敏感性,当一国面临较高的贬值压力时,如果选择放弃固定汇率、降低利率的政策,那么本币的贬值将会加剧企业的负担(对汇率变化比较敏感),这可能会减弱甚至完全抵消低利率政策对生产的刺激作用,进而削弱货币政策的有效性。

针对紧缩性的货币政策是维护了本币的币值稳定还是加大了本币贬值概率的

问题,Krray(2003)通过考察 54 个发达和发展中国家的成功的(货币的名义汇率大幅降低)和不成功的投机性货币攻击来回答这个问题。传统理论认为在本国货币面临投机性攻击的时候,将利率提升到较高的水平能够增加做空本国货币的成本,从而很好地打击投机者。而另一种观点认为,央行保持较高利率的政策的可信度较低,根据第二代货币危机理论,央行提高政策性利率反而会增加投机性攻击的成功率。作者通过实证性检验,发现在控制了货币政策应对投机性攻击的内生性以及使用不同衡量货币政策立场的指标后,并没有发现紧缩的货币政策和投机性的货币攻击的成功概率之间有显著的关系。Goderis and Ioannidou(2006)沿着 Krray(2003)的研究思路,发现针对投机性货币攻击的紧缩型货币政策的成功与否与企业部门的短期债务水平有关,如果企业的短期债务水平较低的话,紧缩型货币政策能够显著降低投机性货币攻击成功的概率,但是如果短期债务水平高到一定程度时,紧缩型的货币政策不但不能降低反而会增加投机者的成功率。Proano, Flaschel and Semmler(2008)指出在应对货币贬值压力或者投机性货币攻击的时候,央行增加或者降低利率的货币政策都可能是有效的应对政策。这是因为每个经历货币贬值压力的国家都具有自己的特性,并不存在一种能够应对所有货币危机的货币政策。当用外币计价的国内负债比较高的时候,而总需求对于利率的变化不是很敏感的时候,应对投机性攻击的传统的高利率政策将是有效的。而当一国的负债当中以外币计价的比例比较低,总需求对于利率变化比较敏感,并且放弃钉住汇率制度能够带来足够的好处的时候,实施看起来不太合理的低利率政策在中长期看来反而是合适的。

而对于事后政策而言,Baig and Goldfajn(2002)指出在亚洲金融危机之后,并没有支持大多数国家货币政策当局提高了本国利率。作者提出有实证证据表明很多国家在货币危机之后实际汇率存在被低估的现象。而为了使本国汇率重新达到均衡,既可以选择低利率政策,提高通胀水平,进而拉高实际汇率,也可以选择高利率政策,直接提高实际汇率。作者认为利率水平和汇率水平之间的关系比实证结果展现给我们的要复杂,利率政策能否实现既定的汇率目标往往还受其他宏观经济政策、政治环境、央行的可信度等因素影响。作者还强调高利率政策在货币危机后并不是总是好的政策。当本国企业的资产负债表上的以外币计价的负债较多的时候当然高利率政策比较有效,但是当紧缩型货币政策对产出和就业的牺牲比较大,或者本国的银行部门比较脆弱时候,就需要认真考虑高利率政策是否合适了。Eijffinger and Karatas 2012 认为并没有一种货币政策能够应对所有类型的货币危

机。作者强调区别对待发生在发达国家和发展中国家的货币危机。他们认为对于发达经济体来说,使用紧缩的货币政策来应对货币危机(成功应对危机表现为货币停止大幅贬值)是比较有效的。但对于在货币危机中金融市场出现动荡的发展中国家来说,紧缩的货币政策会加剧危机的破坏性。具体来说,当发展中国家的私人部门短期债务负担较大,金融市场自由化程度比较高,政府赤字规模比较大时,紧缩的货币政策对于稳定汇率是无效的。另外作者也发现在最近的几场货币危机中,货币政策并没有起到明显的作用。在解释为什么紧缩型货币政策在发达和发展中经济体起到不同作用的时候,作者认为两类国家在货币危机中所展现的脆弱性是不同的。具体来说,发达国家主要面临的是第二代货币危机理论中强调的脆弱性而在发展中国家中第一代和第三代模型强调的脆弱性同时存在,于是发展中国家在制定货币政策应对货币危机的时候一定要充分全面考虑到经济中的脆弱性。作者还开创性地研究了央行决策的透明性对于稳定汇率的货币政策的有效性的影响,他们发现央行具有较高的透明度增强了货币政策的有效性。

## 参考文献

- [1]Krugman, P., (1979). “A model of balance—of—payments crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, pp. 311 - 325.
- [2]Obstfeld, M., (1986). “Rational and self—fulfilling balance—of—payments crises”, *American Economic Review*, 76 (1), pp. 72 - 81.
- [3]Obstfeld, M., (1994). “The logic of currency crises”, *Cahiers Economiques et Monetaires* 43, 189 - 213.
- [4]Aghion, P., Bacchetta, P., Banerjee, A., (2001). “Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints”, *European Economic Review*, 45 (7), 1121 - 1150.
- [5]McKinnon, R., Pill, H., (1995). “Credible liberalizations and international capital flows: the ‘overborrowing syndrome’”, in Ito, T., Krueger, A.O. (Eds.), *Financial Deregulation and Integration in East Asia*. University of Chicago Press, Chicago.
- [6]Chang, R., Velasco, A., (2001). “A Model of Currency Crises in Emerging Markets”, *Quarterly Journal of Economics*, 116 (2), 489 - 517.
- [7]Burnside, C., Eichenbaum, M., Rebelo, S., (2004). “Government guarantees and self—fulfilling speculative attacks”, *Journal of Economic Theory*, 119, 31 - 63.
- [8]亚历山大·兰姆弗莱斯:《新兴市场经济国家的金融危机》,成都,西南财经大学出版社,2002。