

# 国际汇率制度的剖析

陈 彪 如

## 一 布雷顿森林体系下的固定汇率

一般讲来,各国的外汇制度不外四种:(1)长期不动的固定汇率;(2)可以调整的固定汇率;(3)自由浮动的外汇汇率;(4)政府干预下的浮动汇率。在金本位制下,一国金融当局可以将其汇率钉住在一个狭窄的限度内,而无须参加外汇市场。1929—1933年世界经济危机结束了资本主义世界经济相对稳定的局面,于是反对长期固定及自由国际支付的人们逐渐抬头,他们主张采取比较富于弹性的外汇汇率,其中一个就是可以调整的固定汇率。它与长期不动的固定汇率略有不同,它不要求一国无限制地、不惜任何代价地维持一定的汇率。但若维持固定的汇率将会带来严重的通货紧缩和失业,则汇率可以调整,以纠正国际收支的根本性不平衡。但在世界政治经济混乱的情形下,要保持汇率的短期稳定,也是困难,于是又有自由浮动的外汇汇率。在这个制度下,一国金融当局既不将汇率固定下来,也不干预外汇市场,汇率完全决定于市场的供求力量。但是一国采取完全自由的浮动汇率,也有不利的地方。第一,靠汇率的变动来平衡国际收支,虽然是一个简便的办法,但有时汇率需要大幅度的下降,于是“实物贸易条件”必定趋于恶化。因为它是随 $\frac{\text{出口货的价格}}{\text{进口货的价格}}$ 这一比率的变动而变动的。第二,可变动的汇率为外汇投机创造了条件,投机对对外汇行市起推波助澜的作用。第三,汇率的变动无常,增加了国际贸易与国际贷款的风险。由于上述种种原因,自由浮动是很少见的,一般采

取政府干预下的浮动汇率,即所谓管理浮动(Managed Floating),这是介乎法定平价与自由浮动之间的一种外汇制度。在这种制度下,一国金融当局并不钉住汇率,但随时干预外汇市场,以影响汇率的动向。但它只能限制汇价波动的范围,而不能改变汇价的基本水准,而且它对外汇市场施加影响的程度,要受到它所掌握的黄金外汇数量的限制。

下面我们着重论述二次战后汇率制度的演变。

布雷顿森林会议鉴于三十年代外汇倾销造成外汇市场的混乱情形,决定实行固定汇率制。各国确认1934年1月美国规定的35美元1盎斯的黄金官价,把美元的含金量作为各国确定货币平价的标准,各国货币与美元的汇率可按各国货币的含金量来决定,或者不规定含金量而只规定它与美元的比价。这样,各国货币便通过固定汇率与美元连结在一起,美元成为各国货币必须围绕的中心。《协定》第四条第三款还规定,各国货币对美元的汇率,一般只能在平价上下各1%的幅度内波动,各国政府有义务在外汇市场进行干预活动,以便保持外汇行市的稳定,使它不致偏离平价过远。但在国际收支发生“根本性不平衡”时,各国保留改变平价的权利。平价的任何变动都要经过基金组织批准。事实上,在10%以下的变动可以自行决定,如在10—20%之间,就需要基金组织的同意,在72小时内作出决定,更大的变动,则没有时间限制。实际上,这是一种“可调整的钉住汇

率制”(Adjustable peg), 它结合了固定汇率与弹性汇率的特点。在短期内汇率要稳定, 这类似金本位制, 可以避免外汇市场的剧烈波动; 在出现根本性不平衡时, 有关国家可以进行调整, 这又类似弹性汇率, 可以避免金本位制的硬性调节要求。

这种可调整的钉住汇率有其优点, 它是显示国际金融协作的一个重要标志, 它有利于国际贸易和国际信贷的发展, 但也有三点困难。第一, 什么情形是根本性不平衡, 条文没有明确说明, 它可能是要根据购买力平价或基本经济情况来判断的。这个含糊的词语, 似乎是英美两国建议的折衷, 为了机动而留有余地。第二, 在出现根本性不平衡时, 如何及时进行适当的调整, 这又是一个难题, 因为汇率变动频繁, 将影响进出口商和投资者的信心, 汇率不能及时调整, 又会对赤字国经济造成严重的损害。第三, 平价还是定得太死, 因而国际收支逆差的国家尽力拖延贬值, 顺差国家则尽力拖延升值, 这就加深危机的发展, 特别是加速短期资本的流动。不过, 从实际情形来看, 在布雷顿时代, 各国汇率异常稳定, 只有两种主要货币改变平价, 一是法国法郎在1956年和1958年贬值, 二是联邦德国马克在1961年升值5%, 1969年再度升值。这说明, 当时对根

本性不平衡的解释是很严格的, 而各国也往往推迟改变平价的行动。原因是: (1) 比较轻的失衡情形可以对汇率进行小幅度的调整或动用外汇储备; (2) 比较重的失衡情形可以向基金组织融通资金; (3) 各国政府为了保持国家荣誉和货币纪律, 情愿利用财政货币政策进行初步的调节, 而把改变平价作为最后的解决办法。但是, 这种情形也暴露了平价体系的一个严重缺陷, 即它会引起破坏性的投机活动。当一国国际收支不平衡发展到一定程度, 投机者认为货币贬值不可避免时; 投机资本的大量流动将会对外汇储备和经济政策产生巨大的压力, 从而导致货币更大幅度的贬值。这是布雷顿森林体系的一个重要的缺点。为了减少投机的压力, 当时西方学术界提出了一些建议, 一种意见是汇率环绕平价波动的幅度从1%扩大为5%; 另一种意见是对货币平价逐步进行小幅度的调整, 譬如说每年百分之二, 这就是所谓“爬行钉住”(Crawling peg)<sup>①</sup>或“滑动平价”(Gliding parity)制度。扩大波动幅度的主要缺点是会增加对外贸易和资本流动的风险。爬行钉住办法也有很大的局限性, 它不能用来对付严重失衡情形。因此, 关于汇率改革, 没有得出一个适当的结论。结果, 平价体系被后来发生的事件冲跨了。

## 二、自由浮动和管理浮动

从1950年开始, 美国国际收支出现逆差, 而且赤字越来越大。从1950年到1972年的二十三年间, 赤字累计达886亿美元, 绝大部分是用美元偿付的, 这就增加了美国国外的美元数量, 形成美元大量过剩的局面。在固定汇率制下, 国际收支的严重不平衡, 要求盈余国家实行膨胀政策, 以减少出

口, 赤字国家实行紧缩政策, 以减少进口。但这是任何国家都不能接受的, 因为在战后, 避免大规模失业已经成为各主要资本主义国家的一项重要政策目标, 一般国家都不愿为了调节国际收支而采取紧缩政策, 以免加速经济的衰退, 增加失业人数。由于赤字国不愿采取措施平衡国际收支, 而盈余国都

<sup>①</sup> 这是指一国根据预定计划使其汇率不断进行小幅度的变动, 并采取相应的货币政策抵销其影响。

希望获得更多的盈余，于是调节机构失灵，货币体系陷入日益严重的危机。1971年8月15日尼克松政府停止美元兑换黄金，并对进口货征收10%的附加税，要挟各国调整汇率。1971年12月18日各国达成了《史密森协议》，然而它并不曾解决布雷顿森林体系的根本问题，美元危机继续发展。到1973年，主要资本主义国家的货币都实行浮动，1978年4月1日生效的《国际货币基金协定第二次修正案》，尊重各国当时所实行的汇率规定，把浮动汇率合法化了，于是平价体系完全瓦解。

浮动汇率分为“自由浮动”（清洁浮动）和“管理浮动”（肮脏浮动）二种。基金组织容许各国货币关系具有最大限度的弹性，主要是由于三方面的考虑：（1）由于各国通货膨胀率的不同，国际收支的严重失调，大量国际游资的移动和石油价格的变化，要稳定汇率是不可能的，得把浮动汇率作为一种经济现实而接受下来；（2）浮动汇率可以缓和盈余国和赤字国的矛盾，并容许各国比较自主地推行国内政策目标，而不必考虑国际收支问题；（3）在浮动初期，外汇市场变动剧烈，后来国际收支的搅乱因素趋于缓和，政府对策逐渐加强，外汇市场机制有所改进，波动幅度缩小了，因而对国际收支可以进行连续的、自由的调节，即通过经常的、微小的变动而不是突然的、剧烈的变动来保持平衡。

根据1976年1月1日各国通行的汇率制度，外汇安排大体可以分为三种：（1）一个成员国以特别提款权或黄金以外的另一种公共标准确定本国货币的比价；（2）通过合作安排，一个成员国使本国货币与其他成员国的货币保持一定的比例关系；成员国选择的其他外汇安排。从发展中国家来看，汇率波动增加了它们调整经济和债务管理的困难，因而多数国家是继续同一种主要货币（通常是传统的干预货币）挂钩，一是便于进行对外贸易，这种贸易比较集中于一个地区

或用一种主要货币订约的；二是提高对本国货币和国内政策的信心，以刺激国内投资；三是把固定汇率作为一种稳定的因素，据以制定国内政策。

由于汇率变动太大并对世界经济产生了重大影响，于是主要资本主义国家实行了管理浮动，它由金融当局干预外汇市场，稳定汇率。在货币学派看来，政府企图维持一种不适当的汇率比不干预更有害。七十年代各国通货膨胀的差别大于六十年代，在这种情形下，它们要稳定就必须采取一系列保护措施，如同关税、进口限额等等，这些措施对国际贸易具有更大的破坏性。所以浮动汇率有助于而不是有害于国际贸易的发展，重要的是实行一种稳定的国内金融政策。没有国内金融货币的稳定，干预外汇市场是无济于事。现在，干预外汇市场已经成为普通现象了。

在这里产生两个问题：一个是干预的程度，另一个是干预的困难。关于头一个问题，西方一贯的看法是，浮动汇率至少容许政府干预，以防止短期的巨大波动和维持外汇市场的秩序。但是各国对这一点有不同的解释。就主要国家来讲，英国的做法比较特殊。它有长期外汇管制的经验，一般是运用外汇平准基金来维持英镑汇价，使汇率符合宏观政策的目标和要求。但在干预耗费太大的情况下，它准许英镑汇率下跌，因为英格兰银行没有大量储备来限制汇率的波动。

美国不主张干预。在1973年上半年，它实际上让美元同蛇形浮动国家汇率完全自由浮动，从1973年7月到1975年初，它才进行轻微的干预。1975年11月，一些主要资本主义国家曾谋求对美国汇率波动施加约束力量，但是美国坚持：它不回到有控制的汇率，只对外汇市场实行最低限度的干预政策。

实行联合浮动的西欧国家是赞成大规模干预的主要国家。它们争辩说：美元是主要

储备货币，美元持有人有权指望美国保持它的价值。但美国不为所动，甚至1977年和1978年，美元急剧贬值，美国仍然采取漠不关心的态度。结果是，西欧各国中央银行肩负起支持美元的重任，它们希望保护它们所持有的美元储备的购买力。

实质上，大规模干预和轻微干预的争执，归根结蒂，只不过是固定汇率与浮动汇率的争论的继续。主张大规模干预的人们相信，将汇率稳定一个时期，自由汇率体系就可以保持均衡状态。但经验证明，浮动汇率具有内在的不稳定性，因此，主要资本主义国家对外汇市场有不断加强干预的趋势。目前西方国家实行干预的方法大致分为两类：一类是着重短期的目标，在短期内把汇率维持在一定范围内；另一类是对汇率施加一些影响，使其波动不致太大。欧洲货币体系各国采取前一种方法。日本、英国和联邦德国对美元的汇率采取后一种方法。但这种干预活动是从一国的经济利益出发，并不考虑国际范围内的经济影响，所以世界性国际收支不平衡问题，只有依靠各国的合作，才能逐步解决而不能完全依靠各个国家对外汇市场的干预。而且干预政策还有两点困难。首先，难以辨别外汇市场的变动是由于基本经济情况的变化还是由于短期的因素。如果汇率长期偏离基本经济情况所决定的均衡汇率，这对国际贸易也是不利的。这就要权衡短期剧烈波动和长期偏离均衡汇率的利害得失了。其次，难以辨别一国干预外汇市场是为了稳定各国之间的货币关系还是为了自私的目的。于是1974年国际货币基金组织提出了管理浮动汇率的指导方针，第四条规定：(1) 会员国不得玩弄汇率来防止国际收支的有效调整或对其他会员国获得不公平的竞争利益；(2) 会员国在必要时干预外汇市场来对付本国货币的破坏性短期汇价变动的混乱状态；(3) 会员国实行干预政策，要考虑其他会员国(包括用来进行干预的货币

的国家)的利益。尽管基金组织要对各国汇率政策进行“监督”，以确保有条不紊的外汇安排，并促进一个稳定的汇率体系，可是收效不大。我们可从两方面来说明这个问题。

(一)基金组织通过第四条的规定对会员国汇率实行“监督”的努力没有产生很大的影响，主要障碍仍然是各会员国不愿交出它们对国内经济政策的自主权，因而没有制定严格规划和制裁办法来保证货币体系的稳定。

(二)第四条所规定的“外汇市场混乱情况”是指：(1) 外汇汇率发生剧烈的波动；(2) 商人们显得不愿意保证一个有买有卖的市场或买卖间的较大差价；(3) 汇率变动有朝着一定方向不断发展的趋势。但是这些标准是比较模糊的、松动的，因而对“外汇市场混乱情况”的解释各不相同，结果基金组织履行“监督”任务受到严重的损害，它对各会员国汇率的“监督”就微不足道了。

从上面看来，不论自由浮动还是管理浮动都存在不少问题，国际金融市场变得更加不稳定，基金组织的监督没有什么帮助。例如美元的大幅度升值，西方国家主要货币的汇价猛跌，严重破坏了这些国家的经济稳定与发展。发展中国家也遭到主要货币不可预测的巨大波动的冲击，它们迫切要求建立一种比较稳定的汇率体系。但资本主义各国是在经济不稳定的情形下实行浮动汇率的，汇率浮动是经济不稳定的表现，如果各国经济能够稳定下来，汇率也会相对稳定的。1985年5月30日七国首脑会议发表的威廉斯堡宣言中包括有二项协议：(一)通过国际合作以稳定外汇市场；(二)召开世界货币会议，重建国际货币体系。一个是短期目标，一个是长期目标。这说明，要维持汇率的稳定，既要靠世界经济形势的缓和，又需要国际间的密切合作。在世界经济比较稳定的情形下，主要工业国家实行更高程度的政策协调，使几各主要货币能够稳定下来，外汇市场也就可以保持相对的稳定。据1985年6月统计，各国汇率的安

排如下:

钉住美元	钉住法郎	钉住其他货币
32 国	14 国	4 国
钉住特别提款权	一篮子货币	
12 国	32 国	

所以采取钉住政策共计 94 个国家, 而采取有限弹性汇率的有 13 个国家, 采取较大弹性汇率的有 40 个国家。这说明, 主要货币的汇率稳定后, 就可以使 147 个国家当中的

90 多个国家保持一种比较稳定的货币关系。但是, 中心货币多样化的汇率体系仍然是一种不稳定的制度, 它只能是一种短期的安排, 即在短期内把汇率维持在一定范围内, 根本的解决办法是进行货币改革。现在的问题是, 由于各国利害关系不同, 在货币改革中存在着巨大的利益冲突, 而学术界关于汇率制度的主张也很不一致, 这就增加了改革的困难。

### 三、固定汇率与浮动汇率的争论

在西方国家, 这是一个长期争论不休的问题。在二十国集团内部, 美国主张实行纯粹的浮动汇率制, 而西欧各国则认为, 问题的中心在于控制国内经济, 汇率只不过是国内经济发展的结果, 所以, 即使改变汇率, 也不可能消除不平衡状态。在学术界, 意见也很分歧。一些经济学家主张自由波动的外汇汇率, 理由是: (1) 由于浮动汇率是自行调节国际收支的机制, 因而一国愈接近浮动汇率, 政府对外贸的干预愈小, 国际贸易增长愈快; (2) 根据市场情况, 汇率不断调整, 可以免除长期不平衡的严重后果; (3) 浮动汇率可以减少对短期资金流动的刺激, 防止国际游资的冲击; (4) 在自由浮动情况下, 内部平衡和外部平衡不会发生矛盾, 因而各国推行本国政策的较大自由, 不必采取紧缩或膨胀政策来纠正国际收支的不平衡; (5) 浮动汇率能使经济周期的国际传递减到最小限度。现代货币主义的创始人米尔·弗里德曼早在 1950 年就极力主张浮动汇率, 他认为, “与固定汇率相比, 浮动汇率是维护稳定的一体化的国际经济的更好手段。”但正统派经济学家主张固定汇率。几年后, 哈伯勒、米德等人也纷纷主张实行灵活的汇率制度。他们主要有五个论点: (1) 汇率不稳定影响国际贸易, 因为汇率波动将会导致国际市场价格波动, 因而人们不

愿缔结长期贸易契约, 它还会影响国外投资和资本流动; (2) 浮动汇率可能导致竞争性的货币贬值, 从而引起连锁反应; (3) 浮动汇率容易产生投机活动, 因为国际上对一种货币的评价一般表现出一种对未来变动趋势的估计, 于是一国货币下跌可能引起进一步下跌的推测, 造成不断下跌的压力, 同样, 汇率上升也会造成继续上升的压力, 结果汇率暴涨暴跌, 很不稳定; (4) 浮动汇率有其内在的通货膨胀倾向, 可使一国长期推行通货膨胀政策, 而不必担心国际收支问题。现有两种理论把浮动汇率与通货膨胀联系起来, 这就是“恶性循环论”和“棘轮效应论”。如一国通货膨胀率高, 国际收支发生赤字, 汇率下跌; 于是进口货涨价, 从而加速通货膨胀, 形成恶性循环。“棘轮效应论”认为, 在价格刚性的世界上, 货币升值国家的物价下降速度低于货币贬值国家的物价上涨速度, 其净效应则是世界通货膨胀率的提高。这两种理论在一定程度上反映了资本主义现实。法国和美国一部分理际家是主张固定汇率制的, 他们认为浮动汇率是造成世界经济不稳定的根源。例如美国经济学家蒙德尔 (R. Mundel) 就以为浮动汇率比固定汇率更容易散播通货膨胀, 他还怀疑政府当局制定良好经济政策的能力, 因而有必要用像金本位一类的货币体系来限制政府, 保证货币政策与

之协调一致。1985年美国知名经济学者多人曾公开主要重新采用1973年已经废弃的汇率制,使市场趋向稳定。他们建议根据实际情形或按照通货膨胀情况调整后的汇率,制定出目标范围,然后规定汇率升降幅度不得超过范围中间点的10%。

实际上,固定汇率与浮动汇率各有其优缺点,不能一概而论。我们从各国实行浮动汇率的实际经验可以得出三点结论:

(一)在浮动汇率制度下,汇率波动频繁而急剧,使人们普遍产生不安全感,对企业收益和投资计划造成相当大的影响,因而国际贸易和金融市场受到严重损害。

(二)在浮动汇率制度下,基金组织对国际储备的控制削弱了,以致国际储备的增长超过了世界经济发展和国际贸易增长所需的程度,所以浮动汇率总的来讲是提高了世界物价。

(三)浮动汇率对发展中国家是特别不利的,因为它增加了进出口的风险,影响政府的税收,造成资源的重新分配,加剧外债管理的困难。所以发展中国家对选择汇率制度异常慎重。选择汇率制度时要考虑:(1)减少外汇变动对国内物价的影响;(2)在较长时期保持一种适当的汇率,并根据一系列指标调节汇率,如用进口替代、出口竞争能力、贸易差额等经济变量作为政策目标。但在浮动汇率制下,这不是轻而易举的事情,如果发展中国家钉住一国货币,势必引起一些进口货价格的变动。例如一个石油输入国钉住美元,进口石油的国内价格不致变动,但国外汇率变动可以影响非石油产品的国内价格。如果它们钉住特别提款权或一篮子货币,借此减少汇价变动对有效汇率指数的

影响,但这要取决于编制有效汇率指数所使用的权数。所以一个发展中国家不能靠选择一种汇率制度来完全避免主要货币汇价变动对其经济所产生的影响。

前面讲到,世界经济的混乱状态产生了浮动汇率制度,而不是浮动汇率制度造成了世界经济的混乱。任何汇率体系都将会在没有危机的时候发挥作用。固定汇率在没有危机时是有效的。如果经济局面是稳定的,经济政策是协调的,浮动汇率也可以同样好地起作用,并防止危机的爆发。这并不意味着固定汇率和浮动汇率没有很大的区别,而只是说,我们不能单从经济理论进行探讨,还要从经济现实来看待汇率问题。在实际情况捉摸不定的情形下,二十国委员会的《改革纲要》采取了一种中间立场,建议实行“固定的但是可以调整的汇率制度”,各国对于平价不应作不适当的变动,但盈余国和赤字国都应对平价迅速进行调整。它对汇率体系不曾作出硬性的规定,只是说:“汇率将继续是各国关心和需要磋商的事情,”从全部文献来看,大多数会员国强调的是汇率的稳定而不是汇率的弹性,但平价不应定得太死,在必要时能对平价进行迅速的调整。二十四国集团在1984年修改后的《国际货币改革行动纲领大纲》主张制定一个既能克服汇率的僵化性又能纠正汇率不稳定性新汇率制度。但在世界多极化的情形下,这种新的汇率制度一时难以建立,而各国又各行其是,国际收支逆差的国家尽力拖延贬值,而顺差国则尽力拖延升值,这是造成国际货币体系不稳定的一个重要原因。总的来看,西方主要国家的对外经济政策和国际协调是影响今后汇率体系的关键因素。

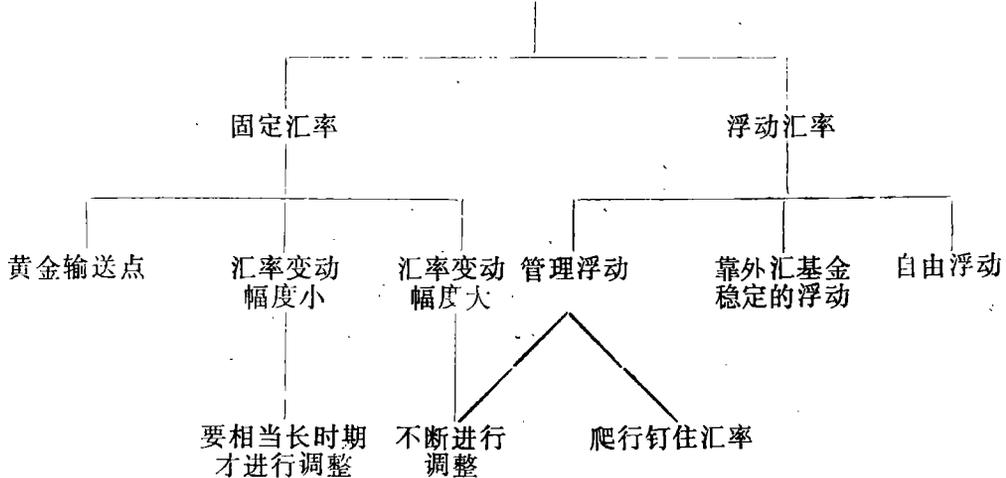
#### 四、统一多种汇率

我们一般将汇率制度分为两种:固定汇率与浮动汇率,1973年后的汇率制度统称

为浮动汇率,但从各国实行情形来看,汇率制度是各色各样的,决不只二种。完全固定

的汇率和完全自由的汇率只是两种极端情形，还有一些居于二者之间，如下图所示①。

形，还有一些居于二者之间，如下图所示①。



从上图可以看到，固定汇率和浮动汇率是相对的，因为实行固定汇率仍然可以经常调整，而实行浮动汇率也会由于政府干预外汇市场而变动不大。现在美元、日元、英镑、瑞士法郎等货币实行单独浮动，汇率随着外汇市场的供求状况而上下浮动。参加欧洲货币体系的八个成员国在体系内实行固定汇率，对体系外国家则实行联合浮动。一些发展中国家同美国和英法等国家有着密切的贸易金融关系，实行钉住美元或法郎、英镑等货币的汇率制度。另一些发展中国家则实行钉住一篮子货币的汇率制度，它们选择特别提款权或同自己有较为密切的贸易金融关系国家的货币组成“篮子”，作为本国货币定值的标准，这就减轻了货币比价之间的波动给进出口贸易带来的不利影响。此外还有按一套指标来调整汇率的制度。上述各种汇率制度都具有固定汇率与浮动汇率融为一体的特征。这是客观形势发展的要求。由于各国通货膨胀率的差异，利息水平的不同，经济增长速度的不平衡，大量国际游资的移动、国际收支的失调和世界政治经济的多元结构，所以多种汇率制度有长期化的倾向。这种发展是同世界经济一体化的发展相矛盾的，它不利于发展国际贸易和促进国际投资，而汇

率动荡不定，也使国际金融形势难以稳定。因此，1978年4月1日《国际货币基金协定第二次修正案》提出了管理浮动汇率的指导方针，但收效不大，主要障碍是会员国不愿放弃对外汇政策的自主权。同时，第四条所规定的“外汇市场的混乱状态”含义不清，因而解释各不相同，基金组织的“监督”任务受到了严重的损害。

由于汇率问题，错综复杂，既难监督，又难统一，只有逐步解决。首先是力求稳定，在稳定的基础上再寻求统一的方案。从当前形势来看，稳定汇率的条件是非常有利的，因为现在愈来愈多的人对浮动汇率的期望落空了。西方各国金融当局也认识到，汇率大幅度变动对经济产生了不利的影 响，需要对外汇市场进行积极的干预。七国首脑在《威廉斯堡经济复苏宣言》中达成一项协议，即通过国际合作以稳定外汇市场。既然主要工业国家都有稳定汇率的迫切要求，那么，召开一次国际会议，重新确立一种有秩序的国际汇率体系，稳定各国的货币关系，是有成功希望的。在一个高度相互依赖的世界经济和金融体系中，各国强调的是汇率的稳定，而不是汇率的弹性，因此需重实行国际协调，认真考虑统一汇率制度问题。

① 斯塔莫尔(W. M. Scammel)《国际货币政策》英文版，第37页。