

## 缓解汇率冲击的外部思路\*

汇率的大幅波动，肯定会对实体经济产生剧烈的波动——吗？对这个问题的肯定式回答，带来了浮动汇率制度的恐惧。而否定回答，则带来了更为乐观的预期，以及更具野心的汇率改革方案。

不管是恐惧、还是相对乐观，人们往往从国内经济因素来寻找佐证。这篇文章关注缓解汇率冲击的另一个视角：**改变我们的外部环境。**

### 广场协议：德国幸存指南

1985年9月，西方五国达成了联合干预外汇市场的“广场协议”：日元与马克大幅对美元升值。事实上，从1985年9月至1989年12月，两者分别对美元升值了42%和46%。同样经历了大幅升值，历史却对日本、德国给出了完全不同的回答。

相对于日本经济，德国经济何以能够在广场协议之后幸存？原因很多，根据作者的不完全总结，主要有三点原因：

其一，广场协议之后，日本过度依赖扩张的货币政策刺激内需，德国则更多地使

---

\*本文已发表于《澎湃》。

用了财政政策，对扩张的货币政策保持了非常谨慎的态度。具体可以参见学术民工的另一篇专栏《扩大内需：靠财政还是货币？》。

其二，广场协议前后，日本金融自由化的改革顺序出了问题，具体参见学术民工的旧文《1980年代，日本金改的错与莫》。

其三，正是我们今天要介绍的内容：广场协议后，日元对美元的升值是单打独斗；而**德国马克对美元的升值，则是以“铁索连船”的集体行动来应对的。**

广场协议之后的1986年至1990年间，日本出口贸易增速明显偏弱，年均增速仅为4.1%；德国的出口贸易则维持了强劲增长势头，年均增速仍然高达16.7%。对美元升值更多，而德国出口表现却更为强劲：

一方面，这与德国贸易方向多元化有重要关系，根据国际货币基金组织（IMF）的数据，在当时的德国出口当中，美国市场仅占8%，欧共同体成员国占比则高达70%；另一方面，德国与欧洲贸易伙伴之间的汇率，多处于欧洲货币体系（EMS）的安排之下，德国和主要贸易伙伴的货币都在较窄的范围内钉住欧洲货币单位（ECU），互相保持着较稳定的汇率水平。这种稳定的汇率安排，与欧共体的内部贸易又有一种双向的强化关系。

相反，日本的出口有30%到40%集中于美国市场，而且东亚其他国家的汇率对日元大幅波动。因此，同样对美元的大幅升值，日本就悲剧了。

### 日本的自我救赎

20世纪90年代后期的金融危机，让东亚大部分经济体都体验了货币危机的梦魇。日本也在其中看到了机会——像德国那样，建立起东亚汇率协调体系，为日本和东亚经济提供外部稳定机制的时机似乎成熟了！

此后，日本学者在相当长的时间内（或者说应该说一直以来），主导了东亚货币合作的研究，其中伊藤隆敏教授、小川英治教授就是两位代表性人物。前者曾经在东京大学任教，在安倍晋三的上个任期（2006年9月至2007年9月）曾任首相经济顾问，在安倍的第二任期当中，也曾经与黑田东彦并列，成为日本央行行长的热门人选。小川英治教授曾任日本央行的货币政策委员会委员，也曾任日本一桥大学的副校长。

2000年，小川英治和伊藤隆敏设计了一个货币篮子，如果能够共同钉住这个货币篮子，那么东亚经济体就能同时实现双边汇率、以及多边有效汇率的稳定。这时候，

东亚国家不但能够稳定区内贸易，也可以缓解外部因素带来的冲击，从而将汇率波动带来的成本最小化。

2006年，小川英治与清水顺子共同提出了**亚洲货币单位（AMU）**的概念，并且计算了这个货币单位。这使得东亚经济体的汇率钉住一篮子有了具体、清晰的目标。此后，在经济产业研究所（RIETI，相当于我国的商务部国际贸易研究院，但研究范围更广）的支持下，AMU的研究得到了进一步的拓展，AMU及其衍生指标每个月都在RIETI的网站有更新和发布。

关于AMU的研究一直没有停止，但是受到中、日双边关系等国际政治环境的影响，以及后来国际金融市场保持了一段时期的风平浪静，在实践上，东亚汇率协调机制基本处于停滞状态。

### 汇率协调机制进入北京时间？

当国际金融市场面临狂风骇浪，除了个别大型经济体之外，大部分开放的经济体都是一叶扁舟。通过锚住一个共同的货币单位，区内各国可以建立起汇率协调机制，从而避免或缓解外汇市场、以及汇率冲击带来的压力——这是广场协议德国生存指南对中国的启发之一。

从这个角度而言，中国要避免汇率大幅波动带来的影响，一种办法就是推动东亚区域的汇率协调机制。那么中国主导、推动东亚汇率协调机制的时机是否成熟？

我们倾向于给出一个肯定的答案。

首先，当前国际金融市场充满动荡和风险。欧央行、日本央行等五国都在强推负利率，美联储的货币政策取向扑朔迷离，外围市场如俄罗斯、巴西、阿根廷、哈萨克斯坦等等，都已经或仍在面临着巨大的经济、金融冲击。

从扣动金融危机的扳机来看，**亚洲新兴市场面临的外部风险也正在上升**。在美联储加息正式启动之前，从2015年5月开始，东亚区内普遍出现股指大跌、汇率快速贬值的现象，同时一些经济体也出现了严重的资金外流和外汇储备的下降，一些东南亚国家如印尼、马来西亚的外债甚至还在快速攀升。

今时已不同往日，东南亚金融危机的悲剧未必重演，但从目前的国际金融形势来看，区内国家的货币与金融合作，尤其是汇率协调机制的合作具有现实需求。

其次，中国已经成为大部分东亚经济体的最重要贸易伙伴，成为东亚经济生产网络的核心枢纽。以东盟为例，10年前，大部分经济体的最重要贸易伙伴当中，中国基本上都排在前三名之外。到了2015年，东盟6个主要经济体当中，中国已经成为其中5个经济体的最大贸易伙伴，只有菲律宾例外（中国是其第二大贸易伙伴）。整体而言，中国也是东盟的最大贸易伙伴和第一大出口国，这一地位已经维持多年。在此基础上，东盟国家货币汇率的波动，也开始更多的考虑人民币汇率因素。

美国彼得森国际经济研究所的两位研究者，Subramanian 和 Kessler 在2013年的研究表明：在2005年7月至2008年7月，以及2010年7月至2013年7月，这两段人民币对美元汇率持续升值的时期，**东盟10国钉住人民币的节奏明显加快**，其中7个国家的货币与人民币的紧密性甚至超过美元，当人民币升值1%，东南亚7国汇率则上升0.5%，但如果美元上行1%，上述7个货币汇率的上行幅度仅为0.3%。作者甚至惊呼其为“人民币在美国后院的崛起”。

相比较而言，徐奇渊和杨盼盼在2013年的研究，则没有这么乐观：美元在东亚地区的锚货币地位相当稳固。不过他们也发现，**2008年金融危机以来，日元已经基本上失去了在东南亚各国货币当中的驻锚作用，同时人民币的地位显著上升**，在东盟6大经济体的货币当中，人民币权重大致在20%到30%之间的水平。

过去10年，中国与日本的经济力量对比发生了大反转。2005年，中国的GDP是日本的一半；2010年，中国与日本持平，时隔4年之后的2014年，中国GDP已经成为日本的2倍！以此为背景，中国在东亚区域汇率协调中的话语权、影响力也日益增强，同时为地区金融稳定提供公共产品的责任也在上升。因此，在我们关注汇率冲击对国内的影响时，我们也要更多关注这一问题的外部解。

### 参考文献：

Eiji Ogawa, Takatoshi Ito (2000), On the desirability of a regional basket currency arrangement, NBER Working paper series (National Bureau of Economic Research), working paper no. 8002, National Bureau of Economic Research.

Eiji Ogawa, Shimizu Junko, 2006, “AMU Deviation Indicators for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia and their Relationships with Effective Exchange Rates”, *The World Economy*, 29(12), 1691-1708.

Subramanian, Arvind and Kessler Martin, 2013, “The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?”, PIIE Working Paper WP 12-19.

徐奇渊，杨盼盼，东亚货币转向钉住新的货币篮子？，《金融研究》，2016年第3期（该文初稿完成于2013年，我们所在机构与小川英治教授每年举办一次双边的学术研讨会，主题聚焦于中日的金融合作。2013年末，在东京RIETI的研讨会上，双方也讨论了这篇论文）。

（笔者单位为中国社科院世经政所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。