

如何应对经济崛起时期的 汇率升值压力*

——日本、德国的经验与启示

张斌 何帆

一、前言

从国际经验来看,经济大国在经济高速增长时期往往会遇到汇率升值的内部与外部压力,如何处理好这个问题,对于一国能否保证宏观稳定和持续增长,顺利实现经济崛起,有着重要的意义。

20世纪60、70年代以后,日本和德国几乎在同一历史时期出现了经济高速增长,汇率升值也都成为困扰这两个国家宏观经济政策的难题。面对货币升值压力,日本和德国采用了不同的对策,给这两个国家的宏观稳定和经济增长带来了截然不同的影响。

持续的国际收支顺差不仅给日元带来了以美国为首的外部升值压力,同时还带来了来自国内货币供给快速增长方面的内部升值压力。面对日元升值的内部与外部双重压力,日本政府不希望重估汇率,而试图通过其它方面的政策措施“减缓”汇率升值压力。遗憾的是,这些措施不仅难以阻挡日元升值,而且带来了严重的后遗症。尤其是通过牺牲国内利率政策保汇率的做法,促成了70年代的高通货膨胀和80年代末的泡沫经济,严重破坏了日本经济的可持续增长。回忆往事,日本政府官员(大野健一,1999;黑田东彦,2003,等)非常惋惜当时的错误选择。

与日元一样,经济高速增长时期的德国马克同样面临来自国际与国内的双重升值压力。德国政府最初也不愿意重估马克价值,但是,与马克汇率相比,德国政府更看重国内的经济政策

目标。为了保证国内经济政策目标,德国政府更多地让市场决定马克价值,而不愿以过多牺牲国内经济政策来维持既定的汇率。从1960年到1990年,无论是对美元的双边名义汇率,还是贸易加权的名义汇率,马克的升值幅度都稍稍超过了日元。但是,德国保持了较低的通货膨胀率、更平稳的物价变化和更稳定的经济增长。

日本和德国的经验和教训给我们的启示是:一国在经历经济崛起过程中必然会遇到汇率升值的外部压力与内部压力,其中内部升值压力更难以克服。面对货币升值压力,汇率调整的最佳方式是缓慢而渐进地实现升值。在政策目标的取舍方面,资本自由流动、独立货币政策和浮动汇率往往是经济大国必需的政策组合。汇率走向浮动不是问题,资本管制逐渐放开也不是问题,问题的关键是应该更多地考虑维护国内货币政策的自主性,决不能让货币政策成为汇率政策的附庸。此外,区域货币合作有利于区域内的强国减少外部投机资本的冲击。

二、日本如何应对升值压力

1. 二战过后,日本相对美国的经济实力逐步增强,日本产品国际竞争力日益强大,70年代以后,日本出口在趋势上大于进口,经常项目保持持续性顺差。从20世纪60年代到90年代,日本的进口和出口可以划分为两个时期:70年代以前的贸易平衡时期和70年代以后的贸易顺差时期。战后经济重建时期,日本国内投资需求旺盛,带动了投资品进口的大量增加。为满足投资品进口需求的增长,日本政府一方面采取外汇管制措施,

* 本文的选题与研究过程得到了中国外汇管理局郭树清、管涛先生的支持与帮助,特表示感谢!

一方面鼓励扩大出口。出口的增长带来了充足的外汇,基本上维持了进口需求的增长,对外贸易基本保持平衡。这个时期,日本成功地保持了开放、平衡的经济增长路径。70年代以后,日本的对外贸易由贸易平衡转向持续的贸易顺差。这既来自于进口部门替代能力的增加,同时也来自于出口部门国际竞争力的不断提高。总之,贸易品部门快速提升的劳动生产率带来了日本贸易品部门日益提升的国际竞争力和贸易顺差。

2. 持续的经常项目顺差造成了日元升值的外部压力与内部压力。相对于日本与德国经济的迅速崛起,巨额的贸易逆差与资本外流让美国难以继续维持布雷顿森林体系下的固定汇率。美国与德国、法国、日本等国家协商美元贬值,但是遭到拒绝。1971年,尼克松总统彻底中断了美元和黄金的兑换承诺,同时单边向所有美国进口商品征收10%的进口附加税。美国的这种做法虽然不是明确地要求日元与德国马克等一些货币升值,但是,其效果是一样的。它向市场宣布,美国不再为维持美元与其它货币之间的固定比价负责,德国、日本这些国家要为自身的汇率负更多的责任。

尼克松的讲话迅速引起了市场上抛售美元的投机行为。最初,日本银行不愿放弃360:1的汇率水平,但是,市场上出现的美元贬值预期引起了美元的大量抛售。尽管日本当时对资本账户还保持严格管制,但日本银行在尼克松讲话后短短两周时间内因为吸纳美元的超额供给而使外汇储备增长了50%,基础货币供给M₁也新增了1.5万亿日元(当时基础货币供给总规模为24万亿日元)。为了维护360:1的汇率,日本政府最大的困难在于必须吸纳外汇市场上所有的超额美元供给,无论这些美元是来自贸易顺差、美元资本的流入还是国内金融机构抛售的美元资产。货币当局吸纳这些美元会直接带来过快的外汇储备增加,并导致货币供给失控和严重的通货膨胀。面对市场对日元的冲击,货币当局面临巨大压力。要继续维持360:1的汇率水平,并继续保持稳定的国内货币供给增长简直不可能。

3. 日本政府不希望日元价值重估,并采取措施缓解日元升值压力,但终究无法阻挡日元升值。60年代末到70年代初,日本主流的声音认为,日元不应升值,因为日本的经济还很脆弱,日元升值会损害国内的经济。日本国内有个别赞成日元升值的声,但是并未受到重视。对于美国和欧洲方面对日元低估的批评,日本政府相信可以通过一些国内政策措施缓解这些外部压力。

为了缓解日元升值压力,日本政府曾于尼克松冲击之前(也就是日元升值之前)宣布了“八点计划”,以降低国际收支顺差(沃尔克、行天丰雄,1996),缓解日元升值压力。这些计划包括:增加进口自由化;对不发达国家采取优惠关税;削减关税;推进对内对外的资本投资;降低非关税壁垒;加强对外经济援助;评价出口税的刺激作用以及引进“秩序化的市场”等。除了这些措施,日本大藏省与日本银行还极力劝说国内私人银行更多持有美元资产,以便国内货币当局减少持有美元资产,进而减少货币供给的高速增长与通货膨胀的危险。遗憾的是,“八点计划”并没有消除日元升值的预期,私人银行也根本靠不住,关键时候他们

还是按市场规律办事。尼克松讲话之后,在美元贬值的普遍预期下,银行为了自身的利益不得不大量抛售手中的美元资产。面对突如其来的冲击,日本货币当局无法再继续维持360:1的汇率,日元走上升值之路。

4. 缓解日元升值压力的措施引发了日本的通货膨胀。为了维护360:1的日元汇率,日本货币当局不得不在市场上大量买入美元资产。货币当局在买入美元资产的同时,也向市场放出了等量美元资产乘以360倍的日元。大量日元突然流入市场必然会带来货币追逐商品的局面,通货膨胀在劫难逃。日元升值预期最强烈的1971年8月,是政府干预日元最严重的时期,也是货币供给增长最迅速的时期。经过1-2年时滞阶段,货币供给增长过快的作用终于凸现出来,日本经济出现了严重的通货膨胀。70年代中期,日本通货膨胀率最高达到了接近25%的水平。^[1]

5. 20世纪80年代,日本再次用利率政策为日元升值“缓解”压力,这种做法为日本80年代末期的经济泡沫推波助澜。日本储蓄率非常高,高储蓄率同时也支撑着非常高的投资率。1985年广场协议以后,大幅升值的日元让日本的贸易品部门突然难以为巨大的资本创造利润,资本流向何处呢?日本国内金融市场难以在短时间为这些过剩资本找到合理的出路,于是,大量资本涌向房地产市场和股票市场,泡沫经济一触即发。紧要关头,迫于日元升值压力的日本货币当局大幅下调利率,希望能缓解日元升值压力,同时也希望借此减少汇率升值带给日本经济的负面影响。遗憾的是,扩张性货币政策不仅没有阻挡日元升值趋势,相反地,低利率向市场注入了大量流动性,刺激着洪水般的资本涌向房地产和股票市场,泡沫经济更加严重。

综上所述,20世纪70—80年代,日元经历了持续的升值,日本相对美国国力的上升及其在贸易余额上持续顺差,是推动日元升值根本性的力量,这种趋势一直持续到90年代上半期。当一个国家相对于世界经济的其它部分保持了较高劳动生产率的时候,汇率升值本来是一件很自然的事情,它会引导国内经济资源在贸易品和非贸易品部门之间重新配置,实现贸易品部门和非贸易品部门之间的协调发展。令人遗憾的是,在日元升值压力下,日本政策采取了很多措施“缓解”市场的升值压力,这些措施非但不能有效地缓解日元升值压力,反而由于牺牲国内经济政策的独立性,给日本经济带来了非常不利的宏观经济环境,并伴生了一系列后遗症。

三、德国走过的道路

1. 20世纪60—90年代,德国经济和日本经济有非常相似的地方,二者都成为战后世界经济最突出的亮点,也都经历了持续的贸易顺差。1960—1990年的30年间,德国的对外贸易几乎无一例外地保持顺差,而且顺差规模在1965年以后逐步扩大。和日本不同的是,德国的对外贸易更多地是在欧洲国家占据较大比重,对美国虽然也有大量贸易顺差,但远不如日本贸易顺差那样集中。

2. 在持续的贸易顺差的推动下,马克持续升值。1960—

1990年,马克对美元的名义汇率从4.17:1升值到1.49:1,累计升值1.79倍,同期,经过贸易加权的马克名义汇率升值1.43倍。无论是对美元的双边名义汇率,还是贸易加权的名义汇率,同期马克升值的幅度都超过了日元。

布雷顿森林体系解体以前,马克对美元保持固定汇率,但德国经济相对美国经济走强。固定的汇率无法反映国与国之间的经济实力变化,为了保持和美元固定的汇率,德国货币当局不得不在市场上购入超额供给的美元。货币当局美元资产的不断增加威胁到了国内的物价稳定。尼克松冲击以后,对国内通货膨胀深恶痛绝的德国货币当局^[2]放弃了当时4马克兑换1美元的固定比价,马克开始连续升值。

尽管马克升值,但是德国的贸易顺差并没有因此减少。贸易顺差几乎与马克升值并驾齐驱,持续的贸易顺差不断推动马克的进一步升值。1980—1985年期间的马克贬值主要是受到石油危机的影响,危机过后,马克再次回到以往的强势路径上去。

3. 德国货币当局的政策旗帜鲜明,重心是国内,尤其是国内物价和产出的稳定,马克汇率处于相对次要的地位。在独立货币政策、资本自由流动和固定汇率三难选择之间,德国货币当局同样选择了独立货币政策和资本自由流动,让马克汇率自由浮动。德国货币当局旗帜鲜明地贯彻货币政策独立性,于1974年放松外汇汇兑方面的管制,物价和产出稳定成为货币当局最关心的事情,相对而言,马克汇率居于次要的位置上。货币当局基本贯彻了资本自由流动下的浮动汇率制度,不会因为缓解马克升值压力而牺牲国内的物价稳定。

4. 借助欧洲区域内的货币联动机制,德国马克汇率较少受到投机资本的冲击,欧洲其它国家在一定程度上分担了马克升值的压力。欧洲共同体国家于1972年达成协议,区域内各国货币之间汇率波动幅度保持在2.25%以内。1979年欧洲货币体系正式建立以后,这一区域内的汇率联动机制也被延续下来。欧洲货币联动机制的建立一定程度上把对马克升值的投机资本转移到了那些货币联动机制中相对较弱的货币身上。无论是来自美国的压力,还是来自德国自身某项关键经济指标的变化,当市场普遍预期马克相对美元要升值的时候,投机资本并不直接冲击马克,而是把注意力集中在了相对马克较弱的里拉、英镑或者是其它欧洲国家货币身上。借助马克与美元的自由浮动,马克升值反映了国家间相对实力变动对汇率调整的要求。借助于欧洲货币联动机制,德国实现了与欧洲主要贸易和投资伙伴国之间汇率的相对稳定,同时还把投机资本引向了欧洲其它国家。

尽管受到投机资本的冲击,欧洲汇率联动机制经历了芬兰马克、英镑等货币与马克的脱钩,但是,欧洲货币联动机制最终保持了下来。汇率联动机制对于除德国以外的其它欧洲国家来说也并非完全是替罪羊的角色。无论如何,汇率联动机制更有利于区域内的贸易和投资活动。而且,钉住马克也有利于保持国内更加稳定的物价水平。另外,谁又能保证,如果没有欧洲汇率联动机制,这些国家的货币不会受到投机资本的冲击呢?毕竟,汇率联动之间让联动机制内每个国家的货币相对美元都强大了很多。

四、比较

面对经济崛起时期的汇率升值压力,德国和日本走了两条不同的道路,这可以从三方面来进行比较。

1. 汇率政策的差异。德国顺应形势的发展渐进地完成升值过程,日本则是在较长的时间内通过干预来压抑升值,最后被迫大幅度升值,由此引发了诸多问题。这里,我们采用名义汇率指数,分析70年代后两国汇率走势的不同。

1973年2月布雷顿森林体系彻底崩溃后,马克和日元汇率开始浮动。1973—1979年期间,德国马克对美元除1975年贬值8.0%(当年GDP增长率为-1.3%)外,其余年份均是升值,名义汇率指数从1972年的130.3上升至1979年的241.0,上升85.0%。反观同期日元,1979年对美元的名义汇率指数为149.5,仅比1972年的水平上升26.1%,且其中有3年出现贬值,1979年的贬值幅度达18.8%。这阶段日元汇率走势的特点之一是,贬值与经济增长背离,且出现在较大升值之后,说明了日本政府对日元升值的压抑。此外,也可以从外汇储备的变动得到佐证。1973—1979年期间,日本外汇储备变动率的标准差为0.34,而德国的为0.20,日本货币当局显然在更加积极地干预外汇市场。

进入80年代,受第二次石油危机影响,德国马克连续五年贬值,但随后又进入升值区间,1990年对美元的名义汇率指数为279.9,比1979年的水平高16.1%,远低于其在70年代的升值幅度。因此可以认为,马克在1980年前已经完成了升值的主要过程。日元在1985年迫于广场协议而升值25.2%,随后两年又持续升值26.0%和28.8%,1987年对美元的名义汇率指数达到290.1。这样,在短短3年时间内,日元升值幅度达99.4%。

2. 资本管制政策的差异。实施资本管制政策的目的之一是限制资本流动对汇率稳定性的损害。德国在1973年5月实行浮动汇率制后,在很大程度上已取消了流入的限制,但仍然保留了一些对短期流入的小的限制。事实证明,这些管制阻碍了运作良好的国内货币市场的发展。1974年,德国恢复了资本自由流动。相比之下,日本政府更多地运用了资本管制。1971年,日元的升值压力导致日本当局收紧了资本流入的管制,并在1971—1972年间放宽了对资本外流的管制。但是,1973年石油危机出现后,日元面临贬值压力,对资本流入的限制放宽而流出的管制增加。1977年,日元的升值压力再度导致外流管制的放宽和流入的收紧。1979年,日元又出现贬值,导致了流入管制的放宽,但此时没有重新实施外流管制。虽然资本管制在日本似乎是有效的,但是它也推迟了必要的国内政策调整,从而最终导致了比不实行管制更为剧烈的汇率调整,同时过度保护了国内企业,导致了“二元经济”。

3. 经济表现的差异。人为压抑经济增长所带来的升值将直接影响到物价和产出水平的稳定性。1972—1979年期间,德国较日本保持了较低的通货膨胀率,平均为5.0%,而日本达到了9.6%。更可贵的是,德国的物价相对日本更加稳定,该时期德国

物价的标准差为 0.0157,而日本高达 0.0633,是德国 4 倍多。

除了更加稳定的物价,德国的产出也较同时期日本的产出稳定。1972—1979 年期间,德国的 GDP 增长率较日本保持了更加平稳的路径,德国 GDP 增长率的标准差为 0.02,而日本增长率的标准差达 0.03,是德国的 1.5 倍。

五、启示

通过以上对日本、德国 1960—1990 年汇率波动的历史回顾与比较,可以得出以下几方面的启示:

1. 一国在经济崛起的过程中,会自然而然地遇到汇率升值的压力,汇率必然要随着这种趋势进行调整。日本、德国经济的迅速崛起带来其商品在国际市场上竞争力的增强,贸易顺差也随之扩大。贸易顺差增加不仅会带来外部升值压力的诉求,对国内货币政策也造成压力,汇率升值在所难免。汇率升值一方面反映了平衡外部收支的需要,另一方面也是重新调整国内经济资源配置结构(由贸易品部门转向非贸易品部门)的需要。

2. 汇率调整的最佳方式是缓慢地渐进调整。经济基本面的调整往往是缓慢渐进的过程,与此相对应,汇率的调整最好也是缓慢渐进的。这样的调整过程最符合经济基本面变化的要求,最有效率。另外,渐进的调整过程有利于国内经济资源在贸易品和非贸易品部门之间的重新配置。日本的经验告诉我们,面临非常突然的大幅汇率调整,国内投资会一下子找不到出路,这部分资本如果大量涌向资本市场,很可能引发泡沫经济。

3. 浮动汇率、放开资本管制、保持独立的货币政策是大国经济的必然选择。资本自由流动、独立货币政策和固定汇率的三难选择之间,德国和日本都选择资本自由流动、独立货币政策,放弃了固定汇率。作为世界经济当中重要新生力量的崛起,必然要求该国的货币相对于外部世界逐渐调整,汇率浮动势所难免。放开资本管制有助于让市场更早地发现和解决问题,更有利于在市场找到合理、均衡的汇率水平,是渐进调整汇率的必要保障。一般情况下,不必过分夸大资本项目开放后投机资本对于货币的冲击。德国比日本更早地开放了资本项目下的管制,其货币也经历了不断的投机性冲击,但并不足以威胁国内的物价和产出稳定。

4. 政策目标的取舍方面,要强调维护国内货币政策的自主性,绝不能让货币政策成为汇率政策的附庸。德国货币当局旗帜鲜明地奉行独立的货币政策,国内产出和物价都比较稳定,没有让汇率价格中的泡沫伤害国内的经济;日本试图利用货币政策保汇率,最终,汇率没保住,反而触发了国内通货膨胀和泡沫经济。德国的经验表明,只要货币当局旗帜鲜明地维护国内物价和产出稳定,汇率浮动和资本项目开放并不足以破坏国内经济。^[1]在一国经济崛起的过程中要防止某些大国经常地指手画脚,这就需要向外界给出坚决维护国内货币政策自主性的明确信号,同时通过加强国际间的政策协调(如果在非常严重的时期也可以诉诸于突然的资本管制)缓解国际压力。绝不能牺牲国内货币政策保汇率政策。

5. 区域货币合作有利于区域内强国减少投机资本冲击,减

少汇率升值对贸易品部门的负面影响。利用欧洲货币区的汇率联动机制,德国把投机资本引向了区域内那些弱国货币的身上,同时又借助于区域内的汇率联动减少了该国货币在区域内的升值,保持了区域内的贸易和投资稳定。▲

注释:

[1] 这个时期的通货膨胀还有一部分属于石油危机的影响,但是货币供给的快速增长对于通货膨胀有无法推卸的责任。

[2] 受两次世界大战期间恶性通货膨胀的影响,德国民众对通货膨胀深恶痛绝,德国货币当局也把预防通货膨胀作为货币政策的首要目标。

[3] 当然,浮动汇率制度离不开国内金融市场发展的支持,如果国内还没有建立为汇率浮动规避风险的各种远期外汇服务,浮动汇率制度时机则不成熟。

参考文献:

1. 黑田东彦:“The Nixon Shocks and the Plaza Agreement: Lessons From Two Seemingly Failed Cases of Japan Exchange Rate Policy,” 2003 年在中国社科院世界经济与政治研究所提交的演讲论文。

2. 麦金农、大野健一:《日元与美元》,上海远东出版社,1999。

3. 沃尔克、行天丰雄:《时运变迁》,中国金融出版社,1996。

4. Age F. P. Bakker, Bryan Chapple:《发达国家资本账户开放的经验》(中译稿),国际货币基金组织工作报告,2001。

(作者单位:中国社会科学院世界经济与政治研究所)

