

# 东亚汇率波动联动性的原因分析

## ——基于区域经济一体化角度的思考

苏应蓉 徐长生

**内容提要：**近年来，东亚外向型经济体呈现出汇率波动联动性加强并导致“实际的”汇率制度变动一致的趋势。本文从东亚日益加深的区域经济一体化的角度出发，分析了各经济体的汇率变化受其重要贸易伙伴经济与政策因素影响，如日美汇率结构波动甚至包括邻国（地区）的汇率与货币政策。这说明经济结构相似、经济周期趋同的东亚各经济体需要一致的汇率制度。本文认为，在目前东亚区域汇率合作机制时机尚未成熟时，各经济体同时采取宽带浮动的一篮子盯住较为现实。而在当前金融动荡的形势下，各国汇率政策协调极为重要。

**关键词：**经济一体化 汇率制度联动 一篮子盯住 宽带浮动带

**中图分类号：**F831

**文献标识码：**A

20 世纪 90 年代的东亚金融危机，促使东亚大部分经济体盯住汇率制度崩溃。但经济复苏后不久，不少学者以相关理论对这些经济体的实际汇率安排进行了研究，如经典的“浮动恐惧论”与“原罪”理论，从市场结构因素与不完善的金融市场等角度验证了危机后新兴经济体的汇率安排悄然回到“实际的”盯住汇率制度。这些研究的理论支持主要立足于国内经济因素，没有考虑东亚地区汇率制度易受美、日与邻国（地区）等重要贸易伙伴的经济与汇率政策因素的影响。其实，中国 2005 年汇率改革后，东亚地区已集体降低了对美元的权重，并随着人民币升值路径的明确而普遍升值；而 2008 年 9 月金融海啸发生以来，东亚地区又竞相酝酿贬值计划以抵御危机带来的负面冲击。总体而言，东亚地区呈现出一种汇率波动集群性的变化。本文从区域性经济一体化加深角度出发，分析东亚地区的汇率波动受到区域内贸易伙伴的汇率变化等外在冲击所带来的影响。

## 一、金融危机后东亚经济体汇率变化的新特点

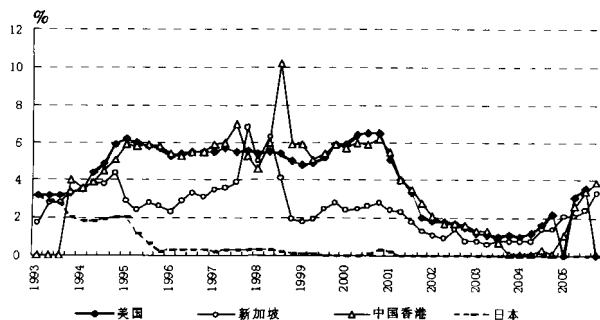
东亚金融危机后，各经济体分别调整了各自的汇率制度，大部分走向了浮动汇率制度。随着经济的恢复，这些地区的汇率安排不断地发生变化，从整个东亚经济区域来看呈现出新的特点。

（一）汇率波动幅度随经济形势而变化，“实际的”汇率制度不稳定

金融危机后，许多学者通过经典的 Frankel-Wei 的外部货币法，以实证分析观测了东亚国家（地区）后的汇率变化趋势。代表性的包括 Mashhiro Kawai 和 R.I.Mckinnon 等人，他们都发现危机后的实际汇率安排比危机前多样化，但与危机中的汇率浮动又非常不同。除了印度尼西亚由于危机后经济恢复困难最终并没能稳定汇率，该地区其他经济体的美元回归系数都低于危机前，但仍可以说明它们与美元

**作者简介：**苏应蓉，博士，中南财经政法大学经济学院讲师；徐长生，华中科技大学经济学院教授，博士生导师。

汇率保持着相当的稳定。另外,从利率与外汇储备的波动中,可以间接观察到东亚国家(地区)货币当局对汇率的干预程度。由于新兴经济体包括外汇市场在内的市场经济机制发育并不完善,经济机制本身对汇率变化的缓冲能力较弱,因此,如果东亚国家(地区)也像美国那样让汇率同等程度地由市场决定,那么这些国家(地区)的汇率波动在浮动汇率制下应当比美国还剧烈,而事实却正好相反(图1)。虽然宣布独立浮动的东亚国家(地区)的利率波动幅度较危机前减小,但与美国等国家的利率变化相比仍然大得多。因此可以认为,东亚各国(地区)的汇率制度并不是以市场决定汇率为基础,而是存在对汇率波动进行干预。亚洲经济体近年来不断增长的外汇储备也说明货币当局积累了对汇率频繁干预的基础。



数据来源: BvD 全球金融、财务分析、各国(地区)宏观经济指标库, EIU Country Data。

图1 1993~2005年新加坡、中国香港、日本与美国季度利率变化比较

但2005年人民币汇改后,一些最新的关于参照货币篮子的研究出现,如Peter Wilson(2007)认为,目前亚洲各汇率波动明显增大,其中与美国双边汇率高于危机前水平4倍,名义有效汇率高于危机前两倍,并认为各自设定的单独篮子早晚要走向共同篮子。丁剑平与杨飞(2007)的研究发现,人民币、港币、林吉特、韩元等货币互相间参照比重上升,都表明虽然亚洲各货币多是盯住美元,但各国(地区)货币参照篮子中的美元权重近年来明显下降,尤其是在人民币汇改之后呈现加速态势。而2008年以来,在全球经济危机背景下,中国汇率是否会开始对

美元贬值从而造成东亚国家(地区)货币竞相贬值则成为热门的政策议题与政府行动。

(二)东亚经济体区域汇率相关性加强,导致各国(地区)汇率制度趋同

东亚地区长期以来没有汇率合作机制,汇率制度主动协调不明显,但其汇率波动相关性却不断加强。从表1的相关系数<sup>①</sup>中可以看出,与危机前(1980~1996)相比,危机后(1998~2005, 2005~2008)各经济体的汇率波动相关性明显加大,尤其是地域与经济联系紧密的地区,如泰国、新加坡、马来西亚、印度尼西亚与菲律宾,2005年以来相关系数更是大幅上升到0.9以上。中国香港是个例外,当然这是由于极端盯住美元的货币局制度所致。韩元与各国(地区)货币相关性较低,应与韩日更为紧密的经济联系相关。但总体而言,从货币相关系数变化来看,危机之后亚洲汇率波动呈现出区域联动性的特点。

这种汇率波动的联动性带来了一种汇率制度的“纳什均衡”:各国(地区)随着别国(地区)汇率的变化而变化,尤其是在别国(地区)汇率贬值时,否则可能会出现贸易利益损失;所以当一国(地区)汇率稳定下来时,邻国(地区)的汇率才会随之稳定。这也意味着两国(地区)货币篮子中美元等货币的权重也将取决于其他国家(地区)的行为。这种“纳什均衡”在东亚地区表现得尤为明显,这与东亚日益加深的区域性经济发展关系紧密相关。

所以,从东亚区域汇率制度的特点分析中可以看出,经济复苏后东亚各经济体恢复了非正式的盯住美元的汇率制度,而在中国汇改后又集体降低了美元权重,这正是汇率区域联动性加强所导致汇率制度趋同的结果。

## 二、东亚汇率波动联动性带动汇率制度趋同的原因

亚洲各经济体汇率制度集群性变化应该说实际上是一种竞争性行为,是与战略相同的东亚各经济体的区域经济一体化紧密相联的。

<sup>①</sup>将各国(地区)汇率可看成随机变量,选用Pearson相关系数,即 
$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

表 1 1980~1996 年、1998~2005 年及 2005~2008 年亚洲地区内部货币汇率波动的相关性

	泰国	新加坡	菲律宾	马来西亚	韩国	印度尼西亚	中国香港
泰国 <sup>①</sup>	1	0.2871322	-0.046896	0.2093359	0.093459	0.006105	0.1020381
	1	0.711180	0.6086138	0.7395512	0.224287	0.5472925	0.020182
	1	0.955893	0.952893	0.943993	0.020236	0.433478	-0.50277
新加坡	0.2871322	1	0.0310542	0.5991961	0.1569055	0.0656743	0.2776833
	0.7111797	1	0.330463	0.6147923	0.1778808	0.5584488	0.0669417
	0.955893	1	0.932407	0.957631	-0.06079	0.35206	-0.40828
菲律宾	0.046896	0.0310542	1	0.028022	0.0312592	0.0078123	0.102318
	0.6086138	0.330463	1	0.3081749	0.2535596	0.3664325	0.048631
	0.952893	0.932407	1	0.963503	0.120094	0.403455	-0.43307
马来西亚	0.2093359	0.5991961	0.028022	1	0.1005498	0.039065	0.1555216
	0.7395512	0.6147923	0.3081749	1	0.188197	0.3845776	0.14452
	0.943993	0.957631	0.963503	1	0.110924	0.387458	-0.46651
韩国	0.093459	0.1569055	0.0312592	0.1005498	1	0.006704	0.0921542
	0.224287	0.1778808	0.2535596	0.188197	1	0.1603739	0.0552985
	0.020236	-0.06079	0.120094	0.110924	1	0.688815	-0.38308
印度尼西亚	0.006105	0.0656743	0.0078123	0.039065	0.006704	1	0.0849964
	0.5472925	0.5584488	0.3664325	0.3845776	0.1603739	1	0.0047272
	0.433478	0.35206	0.403455	0.387458	0.688815	1	-0.51911
中国香港	0.1020381	0.2776833	0.102318	0.1555216	0.0921542	0.0849964	1
	0.020182	0.0669417	0.048631	0.14452	0.0552985	0.0047272	1
	-0.50277	-0.40828	-0.43307	-0.46651	-0.38308	-0.51911	1

数据来源：根据 IFS 数据 (<http://ifs.apdi.net>) 计算。

(一)相似的产业与贸易结构要求汇率制度的一致性

20 世纪 90 年代以前，亚洲各经济体贸易对象主要集中于美、日、欧三大区域。根据国际货币基金组织贸易统计指南显示，1994 年东亚经济体在其三大市场份额普遍为 25%~40% 左右，2004 年各经济体在这三大市场份额均下降至 8%~15% 左右，而与其他东亚经济体贸易份额却上升到 30%~50% 左右，说明了与东亚经济区域内的贸易显著加大。这一变化的动因来自于东亚产业结构由垂直向水平的整体性演进态势。“广场协议”迫使日元升值，打乱了传统的雁形分工模式；日本加快了对东亚区域内的直接投资，并带动了东亚区域内产业结构的相

应升级，东亚其他地区如中国大陆利用后发优势急起直追，产业结构不断趋近。“亚洲四小龙”产业结构日益呈现出知识与技术密集态势，同时高层次服务业不断完善；东盟各国则开始注重由劳动密集为主向劳动密集、资本密集及技术密集并存的结构升级。在此过程中，新加坡、韩国、东盟国家与中国等在电子产品行业的比较优势都十分明显。这些国家（地区）在电子产品的生产、出口方面的趋同性日益加深，必然会导致相互竞争愈加激烈。

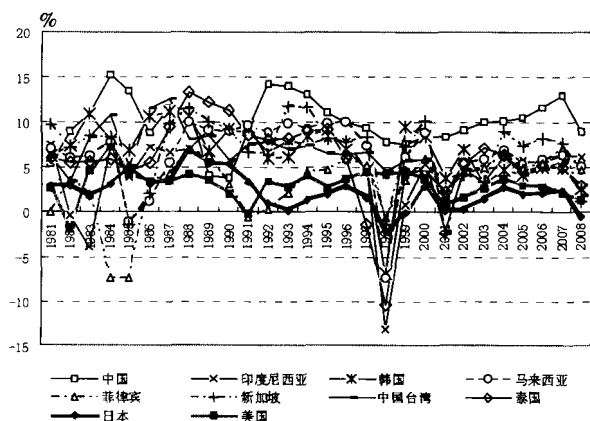
在这种贸易结构下，东亚各经济体必须采用相同的汇率制度，否则会造成彼此相对竞争力的变化。比如尽管东亚偏好的盯住美元汇率制度不一定合理，因为除了美国，各经济体与

<sup>①</sup>第一行是 1980~1996 年数据，第二行是 1998~2005 年数据，第三行是 2005~2008 年数据，下同。

日本和欧盟的贸易也占了相当大的比重,另外,双边汇率的变化对出口价格传导的机制也会因为对中间品进口价格反向传导而减弱,不过各国(地区)同时盯住美元却体现了经济结构相似对汇率制度一致性的要求。具体而言,如美元相对于欧元贬值,盯住篮子本可以消除汇率风险对本国贸易的影响,但邻国(地区)若盯住美元相当于本国(地区)货币对邻国(地区)货币升值,这无论是对区域内中间产品出口或最终产品出口都产生负面影响,虽然升值使得进口中间产品更为便宜,但产品成本优势又会被邻国(地区)货币贬值所引起出口价格下降而抵消。此时,各国(地区)货币当局都会考虑采取盯住美元制度以消除贸易波动,使得汇率制度都向盯住美元转变。当前,金融动荡导致美国等国家进口需求下降,再加上东亚内部资本品、零部件的贸易规模一定程度上取决于对美国最终产品的出口,这必然致使东亚经济体对外贸易竞争更为激烈,强化了其汇率变化的趋同机制。

## (二)趋同的经济周期面临着共同的美元-日元汇率结构冲击

观测 1980~2008 年经济增长率变化情况(图 2),可以看出这些东亚经济体经济周期同步。究其原因,主要是它们在地域上的接近,区域内直接贸易联系不断增加,并且它们都是面向美国和日本市场的出口竞争者,这些因素加强了经济上的相互依赖性。另外,它们的经济政策是相似的,都采取了稳定的宏观经济环



数据来源: BvD 全球金融、财务分析、各国(地区)宏观经济指标库, EIU Country Data。

图 2 东亚各经济体增长率与经济周期变化

境的政策、高储蓄率与投资率促进政策、出口促进政策、FDI 以及相关实用技术转让鼓励政策。以上因素使得整个东亚区域的贸易一体化与经济周期变动紧密相连。在这种经济背景下,这些经济体共同受到外部汇率波动等冲击的影响。

虽然国际贸易一直是东亚经济成功的关键因素,但也使东亚经济更容易受到外部冲击的影响,从而影响经济政策行为的变化。而日美作为各国重要贸易伙伴,日美汇率结构的变化成为最主要的冲击。从表 2 可以看出,在大部分代表年份中,东亚经济体会加大美元和日元这两种相对而言的软货币在本国货币篮子中的权重,以促进贸易的增长,对比图 2 可看出,东亚各经济体在这些年份中都与“名义锚”国家的经济变化呈现出一致趋势。不过 2000 年与 2002~2004 年的观测结果却是相反的,这两个时期内东亚经济体反而加大了相对硬货币的权重,而且自 2002 年日本经济进入上升的发展周期后,无论日美汇率结构如何变化,东亚经济体与日本经济同步性显著加强。显然,单纯的美元-日元的汇率结构还不能完全解释东亚的集群性盯住名义锚的变化,还应该考虑区域内某些经济体的汇率政策与货币政策对此的影响。

表 2 东亚经济体对美日汇率结构变化的货币与经济变化

代表年份	美元/日元汇率	东亚地区货币篮子权重	东亚与日美经济变化
1995~1998.9	美元对日元升值	加大日元权重	与日经济变化一致
1999~2000	美元对日元贬值	加大美元权重	与美经济变化一致
2000	美元对日元升值	加大美元权重	与美经济变化一致
2002~2004	美元对日元贬值	加大日元权重	与日本经济变化同步性加强
2005~2007	美元对日元升值	加大日元权重	

## (三)区域内各经济体的汇率政策与货币政策变化的相互影响

东亚经济体的货币当局往往在汇率制度存在压力时改变其汇率行为。最为明显的是,金融危机之后马来西亚从 1997 年至 1998 年 8 月

实行的是管理浮动汇率制度, 1998 年 9 月则采取了固定汇率制度。据 Shin-Ichi Fukuda 对 1998 年 1~8 月与 9 月份后的数据分析, 危机发生后直到 1998 年上半年之前, 新加坡、泰国两国根据其贸易权重确定了更大的日元权重。但这种情况却是短暂的, 在 1998 年 9 月时, 马来西亚的汇率制度从刚发生危机时的管理浮动转为盯住美元的固定汇率制度, 这时新加坡与泰国大幅度增加了美元的权重, 分别从 0.6 与 0.3 上升到 0.8 与 0.9, 几乎又回到了危机前的盯住美元汇率水平。这一实证分析结果充分说明了马来西亚汇率变化对与其贸易联系最为紧密的新加坡和泰国的汇率制度影响是明显的。对韩国与菲律宾的实证分析显示, 由于这两国与马来西亚经济贸易联系稍为松散, 所以虽然在 9 月后两国的美元权重加大, 但其变化程度较为缓和。事实上, 各国汇率安排由于马来西亚单方面汇率政策的改变而产生了博弈, 这也可以解释为什么 2000 年后各国面对美元升值反而是加大了对美元的权重。2005 年 7 月中国与马来西亚汇率调整后, 其汇率安排也体现出类似的特征: 在人民币渐进式升值的过程中, 东亚其他货币也正在逐渐升值。经济表现良好, 经常项目余额的增加与投资的流入当然是这些国家面临升值压力的经济层面原因, 不过与中国情况相似, 东亚其他央行并不愿意汇率在短期内出现大幅度变动, 同样进行的是渐进式调整, 这里中国的汇率调整路径对这些国家(地区)的汇率政策影响应该也是显著的。究其根源, 各国(地区)汇率制度间的相互影响乃至趋同也是东亚日益加深的经济一体化的产物。

此外, 各国(地区)货币政策的变化也会影响该地区的汇率行为。2000 年, 印尼与泰国采取了通胀目标的货币政策, 该货币政策也影响着东亚经济体的汇率制度。其原因在于, 对于一个消费品主要来自于进口的小国, 这种货币目标对汇率政策影响非常明显。这是因为美元在东亚经济体内部本来就是主要的记账货币, 进口价格往往成为通胀目标中主要决定因素。泰国中央银行 2002 年通货膨胀报告就曾指出, 泰铢对美元每贬值 10%, 会引起价格上升 0.9%。这显然会增加该国稳定美元汇率的动机,

从而对其他经济体的汇率行为产生一定压力。

### 三、当前东亚汇率制度的选择

从以上的分析中可以看出, 东亚汇率的联动性是由于区域一体化因素加强, 从而带动东亚汇率制度的趋同, 那么未来东亚汇率制度应该从汇率合作角度来进行思考, 这也被公认为是货币合作进程中的关键。然而从现实的角度来看, 东亚地区的汇率合作关键取决于日本与中国。但这两国由于其经济与政治敏感性与竞争性, 难以在汇率合作中起到主导作用。同时由于整个东亚地区经济发展水平仍存在着差异, 政策协调水平仍然很低。另外, 日本的浮动汇率制度也成为其汇率合作难以逾越的障碍。这是因为从国际收支来看, 东亚国家(地区)对中国大陆有着大量顺差的同时, 对日本则是大量逆差。这种双边不平衡需要的是整个亚洲的集体升值以及人民币对美元升值, 同时还要求日元升值。但除非日本货币当局进行干预, 否则很难升值到消除这种不平衡的程度, 这会使得与日本的结构性贸易逆差程度更加严重。所以当前东亚各经济体还很难协调行动以实现未来“双赢”。即使当前金融动荡对东亚各经济体产生强烈冲击, 制度化汇率合作的成本也很高, 各自独立地采取措施应对外部经济环境的变化可以减少政策调整成本。

(一) 宽带篮子盯住是各经济体现实的汇率制度选择

外向型经济结构为主的东亚经济体决定其采取一篮子盯住的宽带汇率制度应是当前较为现实的选择。首先, 东亚各经济体贸易流向地区主要是美国、日本、欧元区及东亚其他国家(地区), 通过一篮子盯住能够主动调整汇率, 稳定有效汇率, 规避汇率变动带来的冲击, 实现汇率相对稳定。其次, 选择宽带浮动汇率制度可以确保政府在无法精确估计均衡汇率时不致陷入只能维持不均衡汇率的境地, 在受到当前金融海啸外部冲击时保持政策调节能力来稳定经济。

(二) 一篮子宽带汇率制度需要相应的政策配合

为了避免出现汇率的大幅波动,配以适当的财政政策和货币政策来表明实现既定政策目标的决心是十分重要的。这种政策安排可以减少国际收支不平衡,减轻对汇率的压力,使进行调整的压力分散到经济的各个部门。

### (三)东亚区域需要加强汇率政策协调

虽然东亚货币合作机制并不成熟,但金融动荡的外部环境也亟须各经济体加强汇率政策方面的信息沟通与行动协调。如果完全缺乏汇率政策协调,极易出现“以邻为壑”的后果,

从而危害各国(地区)的财政金融安全,并可能导致银行体系不稳。其协调目标应是以稳定区域内货币与区域外美日欧汇率为重点,就汇率调整的程度尤其是时间安排等问题进行磋商,同时还要加强各国(地区)货币政策的协调,以降低各经济体的调整成本,减少政策信息不对称带来的损失。

(责任编辑:李楠)

### 参考文献:

- [1] Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei. Yen Bloc or Dollar Bloc? in Takatoshi Ito and Anne Krueger (ed), Exchange Rate Policies in East Asian Economies [M]. Chicago: University of Chicago Press, 1994: 295~329.
- [2] John Williamson. The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies in Gordon de Brouwer and Masahiro Kawai (ed), Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries [M]. London: Routledge Curzon Press, 1999: 327~340.
- [3] Peter R.D Wilson, Henry Ng ShangRen. The Choice of Exchange Rate Regimes and the Volatility of Exchange Rate after the Asian Crisis: A Counterfactual Analysis [J]. The World Economy, Vol. 30 No.11 Nov, 2007: 1646~1661.
- [4] Shin-ichi Fududa. Post-crisis Exchange Rate Regimes in East Asia [R]. Working Paper, CIRJE-F-181, 2002.
- [5] Shin-ichi Fududa. Post-crisis Exchange Rate Regimes in East Asia: A New Empirical Test Based on Intra-daily Data [R]. Working Paper, CIRJE-F-441, 2006.
- [6] Tony Cavoli and Ramkishan S. Rajan. Have Exchange Rate Regimes in Asia Become More Flexible Post Crisis? Re-visiting the Evidence [R]. No. 0519, 2006.
- [7] Yung Chul Park. Economic Liberalization and Integration in East Asia [M]. New York: Oxford University Press, 2006: 134~148.
- [8] 丁剑平, 杨飞. 人民币汇率参照货币篮子与东亚货币联动的研究 [J]. 国际金融研究, 2007 (7).
- [9] 丁剑平, 沈根祥. 2000~2005 年主要区域货币汇率特征的研究 [J]. 世界经济, 2006 (3).
- [10] 丁一兵. 东亚货币合作的新进展 [J]. 世界经济, 2006 (3).
- [11] 罗纳德·I. 麦金农. 美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难 [M]. 中国金融出版社, 2005.

**Abstract:** The fluctuations of exchange rate of East Asian countries are frequent and have showed synchronousness to some extent. From the perspective of increasing Asian economic integration, the author analyzed the facts that the exchange rate regimes in Asian economies are influenced by the fluctuation of Dollar, Yen and neighbor currencies. Consequently, the results showed that economic integration in Asian countries, which have the closer trade linkage and similar business cycles, demands similarities of exchange rate regimes and corresponding path of exchange rate regime reform.

**Keywords:** Economics Integration; Exchange Rate Linkage; Currency Basket Peg; Wide Band