

从货币替代角度分析阿根廷金融动荡的内在原因

王晓津

摘要: 与拉美其他国家不同,阿根廷采取的是货币局制度下的固定汇率制度。但是,阿根廷经济的内在矛盾不能保证货币局制度发挥其长期有效性;这与阿根廷的金融自由化、全球化相结合,就导致了货币替代(表现为“美元化”)的发生和深化。而货币替代一旦发生,就不可逆转,并会对阿根廷的货币政策、财政政策和国际收支状况造成不利影响,从而加剧了其内外经济的失衡,也为金融动荡的爆发埋下了隐患。

关键词: 货币替代;阿根廷;金融动荡

中图分类号:F 821 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2001)06-0058-05

在国际金融市场上,拉美地区一直是多事之地。从 20 世纪 80 年代的恶性通货膨胀和债务危机,到 90 年代的墨西哥金融危机和巴西的金融动荡,人们有理由担心:在金融日益全球化、一体化的今天,拉美地区金融市场上的任何风吹草动会不会演变成全球性的金融危机?最近,在阿根廷发生的金融动荡,又一次吸引了人们的目光。同拉美地区的其他几个大国类似,阿根廷也属新兴发展中国家,同样存在着经济结构不合理、财政赤字过高、经常项目逆差扩大、失业率高、贫富差距明显等问题,而这些都是引起金融动荡的重要因素。但是,与巴西、墨西哥等国不同,阿根廷采取的是货币局制度下的极端固定汇率制度,这样的汇率制度同阿根廷金融市场的开放相结合,就产生了货币替代现象(表现为“美元化”),而这种现象对阿根廷的金融动荡有无直接影响、其作用机制如何,就成为人们关注的焦点。本文旨在通过分析阿根廷发生货币替代的原因及其对阿根廷经济多方面的影响,得出结论:阿根廷经济内在的矛盾导致了货币替代的发生和深化,而货币替代又加剧了阿根廷经济的内外失衡,从而积聚了金融风险。因此,对与阿根廷类似的新兴发展中国家而言,对货币替代的消极作用不能等闲视之,而且在可能的情况下,还要采取反替代手段以避免发生金融危机。

一、货币替代的含义及衡量

货币替代是开放经济中所特有的一种货币性扰动,表现为货币自由兑换前提下,外币在价值尺度、支付手段、交易媒介和贮藏手段等方面全部或部分地取代了本币。当一国居民对本币失去信心,或本币资产收益率相对较低时,他们就会选择价值稳定或能带来较高收益率

的外币,比如美元,来代替本币执行货币的上述功能。特别是在经济经常发生动荡的拉美地区,美元往往取得了和本币同等的法偿货币资格,形成了特有的“美元化”现象。

为方便统计,一般采取国内金融体系中的外币存款(F)与居民持有的本币资产(相当于M2)的比率或F与(F+M2)的比率,来衡量一国发生货币替代的程度和总体范围。以阿根廷为例,截至1998年底,F与M2的比率为58%,而在1994年还只有46%。同时,阿根廷的公共债务中有92%是美元或其他货币,只有8%是比索。国内信贷同样如此——66%的银行贷款是美元。这说明,虽然比索还在国内流通,但阿根廷居民更愿意持有美元资产。我们也因此有理由认为,不管阿根廷政府是否宣布实行“美元化”,事实上的美元化已经在阿根廷出现并日益加深。

二、阿根廷出现货币替代的原因

阿根廷的货币替代现象始于20世纪70年代初——该国实施经济和金融自由化之时,一直到1983年~1984年重新实行管制为止,其货币替代现象一直存在。究其根源,这与整个80年代阿根廷面临的恶性通货膨胀有很大关系。由于人们对阿根廷比索失去信心,纷纷从各种渠道将其兑换成美元以代替比索进行流通或贮藏起来。1989年,梅内姆总统执政后,从治理恶性通货膨胀入手,力主私有化,规定了严格的财政纪律以控制财政赤字。最引人注目的是,他在重新放松金融管制、引进外资的同时,采取了货币局制度,将比索的发行数量与央行的美元储备量严格挂钩,使每一个国内流通的比索背后都有一个美元的储备作为支持;比索同美元的汇率固定在1:1的水平。这样一来,人们对比索的信心开始恢复,通胀率被成功控制在两位数以内,增长指数也一度达到较高水平。但是,同期仍在稳步攀升的美元化比率显示,货币替代现象并没有随着阿根廷恶性通货膨胀的消失而消失,反有日渐明显之势。笔者认为,这主要是由以下几个方面的原因造成的:

1. 不具备使货币局制度长期发挥有效性的条件 货币局制度一般是在公众对政府的信心丧失之后才建立的。其自动调节机制以及“盯住锚”制度,在用以反通胀方面,往往能取得很好的效果。但是,要使货币局制度长期发挥其有效性,必须具备一系列的条件,它们包括:紧缩的财政政策(具有实质性的盈余和财政政策的灵活性)、劳动力市场的灵活性、对以前的货币阻击成功地采用了高利率保护措施而没有给整个经济带来大量的残余成本,和具有足够信用的初始储备。可以说,阿根廷并不具备这些条件,相反,其超前的社会保险体制和医疗卫生保险体制使国家和企业不堪重负,高税率和高逃税率并存,财政赤字连年上升;缺乏弹性的劳动力市场不利于雇主增加用工,失业率居高不下;采取的高利率政策使国家经济运转主要靠借债运行,这造成了所谓“阿根廷成本”(正常成本之外的附加成本);连年经常项目逆差使得央行的美元储备流失严重。

基于不能满足上述条件,阿根廷政府并未采取纯粹的货币局模式;央行对货币政策仍有部分控制力(主要通过银行储备金要求的变化来实现),用来减缓财政部门的压力。这种同货币局制度的要求相背离的做法为货币局制度的可信度带来了疑问,其结果是市场有可能推翻这种制度并强行贬值。但在完全固定汇率制度的情况下,这就表现为汇率高估,有预期贬值的压力。法萨诺·费尔霍(Fasano-Filho)曾分析过阿根廷货币替代的成因,他做了一个计量分析模型: $\ln mt = a_0 + a_1 \ln yt + a_2 \pi t + a_3 xt$,其中,mt代表本国货币余额;yt代表真实国民

收入水平; π_t 是以批发物价总指数为代表的真实通胀率; x_t 是本币的预期贬值率;且 $\ln x_t = \ln P_t - \ln P^* - \ln F_t$; P_t 是本国物价水平, P^* 是美国的物价水平, F_t 是外汇黑市汇率水平, 反映的是本国真实的外汇供求状况。实证检验的结果是: $a_1 > 0$, a_2 和 $a_3 < 0$, 而且 x_t 的显著性最高, 这说明本币汇率的预期贬值率是导致阿根廷货币替代的最主要原因。

2. 国内金融管制的重新放松 由于货币替代是本外币间的兑换行为, 所以货币的自由兑换程度就决定了替代的成本以及范围。阿根廷对金融管制的重新放松, 使得比索与美元的兑换十分便利, 这为美元大规模地替代比索提供了可能。而阿根廷这样的新兴发展中国家, 往往存在着较强的“金融抑制”, 这就造成名义利率水平过低, 以及长期的国际收支逆差所导致的外汇缺口等等。因此, 金融管制一旦重新放松, 人们被压制的对美元的需求就会爆发出来, 其结果是美元不仅与比索一起在阿根廷国内市场流通, 更重要的是, 它取代比索成为价值贮藏手段的职能日趋凸显。当人们对政府实行货币局制度缺乏信心或宏观经济形势不稳定时, 就会在金融市场上通过各种避险工具将手中资产换为美元或其他硬币, 货币替代的程度就会进一步加深。

如果要阻止货币替代的进程, 政府就必须采取相应的反替代政策, 诸如责令外币存款转换为本币存款、资本和外币的流动性管制等强制性措施。但这样做又会减少资本的流入, 从而使经济增长放缓, 而这一结果显然难以公众和政府所接受。因此, 对政府而言, 反货币替代的成本如此高昂以至难以实施。

3. 金融一体化的趋势加深了货币替代 随着金融一体化进程的加速, 各国的金融市场一体化的程度也在不断提高。尤其在交易工具电子化、交易信息全球化的今天, 国际资本市场几乎联成了一个巨大的网络。一国资本市场上的价格波动立刻会引起其他国家资本市场的连锁反应, 一种金融资产的收益率变化会导致一连串资产相对价值的变动, 因此本外币之间的频繁兑换及相应的资产调整就应运而生。国内外资本市场的一体化程度越高, 本外币之间进行替代的可能性就越大, 途径也越多。

综上所述, 阿根廷货币替代始于该国恶性通货膨胀时期, 但在该国成功控制住通货膨胀后, 货币替代并未消失, 反而呈加深之势。这表明: 第一, 货币替代具有不可逆性, 一旦形成就不再与通货膨胀紧密相关, 其存在与否也不会以政府的意志为转移; 第二, 不适当的货币局制度、固定汇率制与金融自由化相结合, 会进一步加深货币替代; 第三, 这种替代是一种不对称的替代, 即: 美元在阿根廷替代比索作为交易手段、支付手段和贮藏手段, 而美国的居民却并不持有阿根廷比索。

三、货币替代对阿根廷经济的影响

从上面的分析我们知道, 是阿根廷经济的内在不合理性而不是政府有目的的政策导致了其货币替代的发生和深化。而货币替代并不仅仅是一种简单的货币兑换现象, 它一旦发生, 对整个经济的影响是多方面的。不可否认, 货币替代会降低汇率风险、稳定一国经济, 但前提是替代国与被替代国之间的贸易、金融联系非常紧密(如美国与巴拿马), 一体化程度很高, 生产要素的流动不受或少受限制(这其实也是“最适度货币区”得以实现的前提条件)。很显然, 阿根廷不满足这样的前提条件。相反, 货币替代通过对阿根廷货币政策、财政政策的执行和国际收支方面产生的不利影响, 加剧了该国的内部和外部失衡, 也积聚了金融风险。

1. 对货币政策的影响 货币替代对货币政策造成的影响是多方面的:

(1)货币数量的衡量发生了困难。由于国内经济流通中存在大量的外币,货币供给就不只局限于本国货币当局的发行行为而成为外生变量;货币需求的变动也包含了对本币和外币两部分需求的变化,难以准确衡量和控制。就货币流通速率而言,货币替代的存在使其变化更加难以预测;这是因为本外币持币成本的相对变化会影响对本币的需求和国内的价格水平,进而改变原先的货币流通速度。

(2)货币政策的独立性受到严重削弱。如前所述,阿根廷采取的货币局制度本已使其货币政策的执行和央行的独立性受到很大制约,央行只能依靠商业银行储备金的变动来调节货币供应量。而在货币替代情况下,其货币政策和货币当局的独立性受到进一步的削弱。

首先,在货币替代不对称的前提下,发达国家的货币政策变动可以影响发展中国家货币政策的有效性,而发展中国家的货币政策对发达国家却没有什影响。这是因为货币性扰动通过货币替代渠道进行传导的方向是单一的。据测算,美国的基准利率每提高1个百分点,阿根廷的基准利率就必须提高2.7个百分点。在美国和阿根廷经济周期不同步的情况下,阿根廷不仅经济会受到严重的负面影响。而且银行系统也会因被动的利率变动而遭受风险,这正是目前的现实。

其次,本国中央银行的独立性会进一步受到削弱。从货币关系而言,货币替代实际上是将本国金融部分或全部地置于它国货币当局的管辖和影响之下。中央银行作为最后贷款人的角色也部分或全部让位给对方国家的货币当局。在出现流动性困难时,对方政府是否愿意进行援助,更多地取决于它自身的利益考虑。由于阿根廷与美国的经济联系并不十分紧密,其经济运行对美国经济影响不大,因此,2001年7月,当阿根廷政府出现偿债困难时,美国政府就只给予了非常有限的援助。

2. 货币替代对财政政策的影响

货币替代对财政政策的影响主要体现在财政收入的变化上。财政收入的主要来源是税收,而税收的基础是现实经济中的货币收入和货币存量。如前所述,货币替代能够影响一国的货币政策和货币总量,因此它也必然能影响该国的财政融资能力。具体而言,货币替代对税收的影响主要体现在通胀税、铸币税和发行国债方面。

(1)对通胀税的影响。一般而言,通货膨胀会使国内经济主体的名义货币收入增加,从而缴纳的税收增加。但在货币替代的情况下,居民持有的本币余额将会下降,通胀税的税基受到侵蚀,来自通胀税的税收减少。

(2)对铸币税的影响。除了通胀税之外,一国政府还可以利用货币发行的主权获得一种独特的税收,就是铸币税。铸币税税金的大小等于所发行货币的面值减去发行货币的成本。实践表明,铸币税在一国的财政收入中占有很重要的位置。但货币替代的结果是这部分铸币税收入从本国政府手中流失,而由外币发行国政府获得。据统计,阿根廷国内流通的美元约有150亿之巨(相当于GDP的5%),每年大约还要增加10亿美元的需求量(相当于GDP的0.3%),由此而带来的利息负担约是7亿美元(相当于GDP的0.2%)。由于发行货币的成本微乎其微,我们可近似地用国内流通的美元数来表示铸币税。不难计算,阿根廷货币替代所付出的铸币税成本已经达到GDP的5.5%。

(3)对一般税收和国债发行的影响。货币替代条件下,本国居民持有大量的外国金融资产,这就造成本国金融资产供给相对过剩。本国政府也无法从本国金融资产的交易中获得

足够的交易税和所得税,而对外国金融资产又难以征税,因此,政府的这部分财政收入就会减少。就发行国债而言,由于货币替代造成本币债券吸引力下降,认购率也会下降,若要完成预定的认购目标,政府只能提高国债利率、降低国债价格,而这又会进一步加大融资成本,增加未来的财政赤字。

由此可见,货币替代严重削弱了阿根廷政府财政收入的来源,使财政赤字逐年递增。根据统计,阿根廷政府的到期外债已达到1280亿美元(相当于GDP的40%),这不仅限制了阿根廷政府利用财政政策调节经济的空间,而且使人们对阿根廷政府的偿债能力产生了怀疑。加之阿根廷经济已连续3年陷入衰退,人们对其前景的预测就更加暗淡,其国家风险也因此而上升。到2001年7月,阿根廷发生金融动荡时,反映投资水平的国家风险指数已冲至历史高位,最高时超过1300点。

3. 货币替代对国际收支的影响 如前所述,阿根廷采取的是固定汇率制,比索与美元的汇率固定在1:1的水平上,也呈同向变动。1997年亚洲金融危机以来,全球经济陷入低谷,唯有美国经济增长强劲,美元也处于强势地位。1999年欧元问世后,就一路走低,美元对欧元的汇率也一路攀升。美元对欧元的强势意味着比索对欧元的强势。这使阿根廷的出口产品不论以美元还是比索计价,都会在欧洲变得昂贵,缺乏竞争力。由于阿根廷的重要出口产品——牛肉制品,除了巴西外,主要销往欧洲而不是美国,因此,阿根廷的经常项目收支受到了不利影响。为改善经常项目,必须让比索法定贬值。但在货币替代的情况下,美元被用于国内商品的计价和交易,价格水平存在“粘性”,即使比索法定贬值也不会达到预期效果,反而会因比索的法定贬值影响投资者对阿根廷经济的信心,而减少资本的流入。

另一方面,阿根廷与美国的关系远不如巴西与美国的关系那样亲密,它们只有在资本流动方面有所往来,而在商品贸易、劳动力流动方面的联系较少,市场一体化程度较低。这样,虽然美国经济增长强劲,商品进口数量可观,但来自阿根廷的进口数量却不多。因此,尽管存在货币替代,美国对阿根廷经常项目的改善所起作用并不大,只能通过资本流入来改善其资本项目。众所周知,其中的短期资本流入是不稳定的,而这恰恰占了阿根廷资本流入的大部分。一旦经常项目发生持续逆差,造成本币过大的贬值压力,这些短期资本就会出现抽逃,从而酿成金融风暴。

综上所述,只要阿根廷经济的内在矛盾未能得到彻底解决,货币替代——哪怕是用美元这种世界上最强势的货币全面替代比索在阿根廷国内执行货币的各项职能——不但不能纠正阿根廷经济的对内和对外失衡,使阿根廷成长为一个经济大国,反而会进一步加剧这些失衡,甚至造成经济和社会的动荡。

(作者单位:西南财经大学)

参考文献:

- [1] 姜波克:《货币替代研究》,复旦大学出版社1999年
- [2] 詹姆斯·弗拉甘尼:“联结一体地球村”,《二十一世纪经济报道》2001年8月13日第24版
- [3] Paul krugman: “Don’t laugh at me, Argentina”, 1999年
- [4] IMF ECONOMIC FORUM: “Dollarization: Fad or Future for Latin America”, 1999年6月
- [5] Andrew Berg & Eduardo Borensztein: “The Dollarization Debate”, 2000年
- [6] 世界银行:《全球经济展望与发展中国家:1998~1999年》