

究竟能否汲取教训？

随着金融危机日益全球化，世界经济陷入了连环衰退，而且看来正朝向深度和同步下滑。由于很容易受到出口减少、商品价格下跌、以及由于货币错配产生的负效应的伤害，一些发展中经济体和新兴经济体将特别受到影响。但是，世界看来并没有从过去的金融危机中汲取教训：传统的调整一揽子办法可能适得其反，如果我们要实现并维持货币和金融稳定，更好的全球汇率安排就十分关键。此政策简报主张，其实体经济可能受影响的所有国家都必须采取反周期政策，以刺激国内消费，补偿收缩的外国需求。与传统智慧相反，这也适用于货币正在贬值的国家。要求危机中各国采取顺周期政策的国际货币基金组织现行办法并不适合。贸发会议历来主张，多边协调是唯一可行的解决办法。

评估下滑的实际深度，现在仍为时过早。但几乎没有什么疑问，影响世界经济的经济和金融疲软正在相互作用。许多工业国家正处于衰退边缘。如何防止通货紧缩优于对通货膨胀的关注，因为引起标题通货膨胀很可能在今后数月中降到零以下。许多发展和新兴经济体仍然在增长，但其经济前景近几个月来已经严重恶化。

然而，尽管有这种下滑的趋势，但在许多发展和新兴经济体，经济活动一段时间以来一直表现出抗御能力。在危机充分展开之前，国内需求在其增长业绩中就已发挥了更大的作用，这些国家通过建立经常账户盈余，降低了对外国资本的依赖程度。实际上，表现出某种抗御能力的发展中国家正是那些制成品占其贸易总额份额较高的发展中国家。在十年前亚洲和拉丁美洲金融危机以及相关的实际汇率大幅度贬值之后，这些国家设法改善了其外部头寸。各国政府和各中央银行随后设法通过积极的汇率管理，保持有竞争力的实际汇率。¹ 从而使它们较少受到投机性攻击的伤害，并使它们能够舒缓调整压力——换句话说，明显扩大了它们的政策空间。

传统的附加条件性适得其反

相反，最容易受到危机影响的国家，是那些经常账户有大量赤字，私营部门又积累了大量外债的国家。这些国家是“利差交易”的受害者——用低收益的货币借款，用高收益的货币投资的证券投资，这种投资导致高估值和丧失竞争力。巴西、匈牙利、冰岛、罗马尼亚和土耳其为典型案例，但还有许多其他案例。由次贷崩盘引发，货币投机引起并造成了受影响国家名义和实际汇率急剧下跌。

汇率调整通常会提高一国企业的总体国际竞争力，最终有益于其国外账户，有助于实体经济的恢复，但此举在资产负债表上也对家庭和银行有着重大的不利影响，至少在短期是如此。这些短期影响可能使国内银行业十分紧张，使家庭消费下降，严重影响增长和就业。第二级的负面影响来自中央银行的努力，设法通过货币和财政紧缩，捍卫贬值的货币。但是此种紧缩——使人想起国际货币基金组织所支持的亚洲危机政策响应——却危及这些国家的经济复苏，在目前百年来最严重之一的衰退之际，不必要地收紧了全球

¹ 按通货膨胀或各国之间单位劳动成本差异调整的名义汇率是各经济体国际竞争力的最全面的衡量标准。



政策态势。

国际货币基金组织的援助——有时结合外汇掉期协议、或结合来自欧盟、或最近甚至来自美国的直接财政援助——帮助舒缓了困境中各国货币和银行系统的眼前压力。但问题的根源——利差交易型投机——使人们怀疑传统的国际货币基金组织办法是否足以对付这样一种危机。提高利率以避免进一步贬值有点像尾巴摇狗一样本末倒置(见图表)。如在亚洲和拉丁美洲危机中一样，这种政策应对办法表明，发达国家未能处理好国际金融和贸易中最紧迫的问题。这一问题就是需要这样一种汇率制度，它能提供货币稳定的国际价值，有助于最大限度地减少针对贸易伙伴的成本差异而调整名义汇率的成本——这种调整不可或缺，也不可避免。

关键的问题是：传统的援助一揽子办法或外汇掉期协议，加上限制性的政策方略——或至少捐助方期望受益国表现出紧缩预算的精神——显然适得其反。确实，那些面临利差交易投机的国家需要真正贬值，以恢复其国际竞争力。它们还需要援助，以避免汇率下调过度，这样既会损害其遏制通胀的能力，又会不必要地扭曲国际贸易。但是，它们不需要紧缩预算。提高利率和减少政府开支仅仅会重新引来投机，加重实体经济的问题。在这种情况下，只要在收缩的全球经济中，贬值的扩张效应未能实现，各国就需要采取扩张性的财政和货币政策，以补偿国内需求下降。

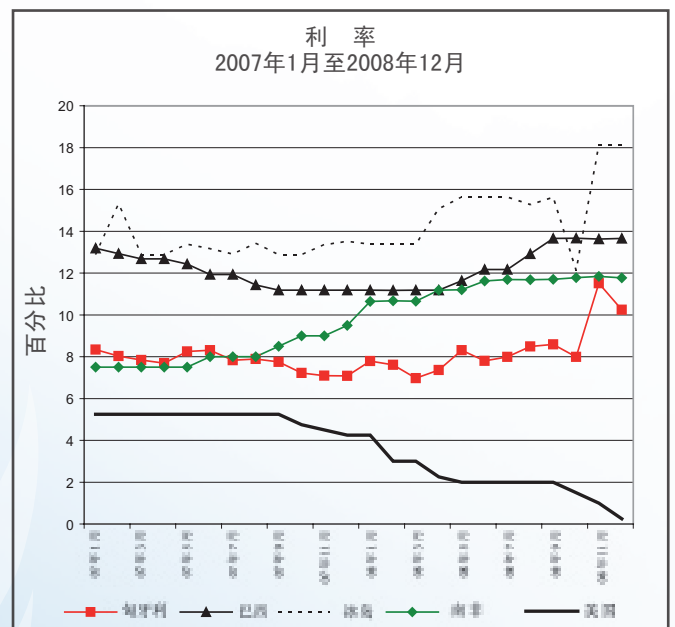
超调贬值是常例而不是特例，如果单方面尝试加以制止，代价十分高昂，但如果受到贬值压力的各国与面临升值压力的各国联手努力，则十分廉价。奋力与贬值潮流搏斗的各国处于弱势地位，因为这些国家必须用外汇来干预，而外汇数量有限。如果其货币升值的各国参与系统地干预，制止“下调不足”，国际投机甚至不会尝试挑战这种干预，因为升值的货币可以印发，可无限量提供。

多边办法不可或缺

除非彻底反思汇率机制，反思不采取系统干预的传统援助一揽子“解决办法”所涉代价，金融危机对实体经济的负溢出效应将会不必要地高出许多。此外，鉴于

在建立投机性的头寸期间所经历的总体竞争力的损失，汇率“下调不足”将更加深刻地改变贸易结构和贸易流动，会超过合理的程度。这种情况将明显损害完成多哈贸易议程以及努力不实行保护主义的影响——如最近华盛顿20国会议的成果所反映。

为实现并维持全球货币和金融稳定，并使这种稳定有效地与一种开放的贸易体制相结合，显然需要多边甚至全球汇率安排。合作性全球金融和货币制度的概念是要在多边基础上确保所有对各方相同的游戏规则，正如多边贸易规则适用于所有贸易伙伴一样。创立国际货币基金的主要思想正是要避免有害的竞争性贬值。在一个设计良好的全球货币体制中，一国货币贬值的所得会被在另一国的所失抵消。因为偏离购买力平价的汇率变动对国际贸易的影响，其方式十分类似于关税和出口税变动的的影响，因此，此种变动应当用多边规则来管理。除其他外，一种多边制度要求各国具体说明实际贬值的理由和所需变动的范围。如果严格适用这些规则，所有各方的实际汇率就会多少保持恒定，因为为具体国家或国家集团创造竞争优势不大可能为人所接受。



注：
月利率指当月15日的数值。
2008年12月的数据指当月16日的数值。
利率指匈牙利银行间隔夜利率(中间利率)、巴西融资隔夜利率 SELIC、冰岛银行间一日利率、南非银行间隔夜拆借利率和美国联邦基金目标利率。
资料来源：贸发会议秘书处根据 Thomson Datastream 的数据计算。