

Fixed Exchange Rate Regime or Floating Exchange Rate Regime?

Hongyu Pan

University of International Business and Economics, Beijing
Email: panhongyu@uibe.edu.cn

Received: Sep. 3rd, 2016; accepted: Sep. 23rd, 2016; published: Sep. 28th, 2016

Copyright © 2016 by author and Hans Publishers Inc.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).
<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

In this paper, after introduce the classification of exchange rate regime by IMF, I compare the pros and cons of the two bipolar regimes: Fixed exchange rate regime and floating exchange rate regime in the aspect of reliability, stability, flexibility, monetary policy independent and financial crisis. The conclusion of the analysis is that no single exchange rate regime is right for all countries or at all times. The choice of appropriate exchange rate regime depends on the country's specific circumstances.

Keywords

Exchange Rate Regime, Fixed Exchange Rate Regime, Floating Exchange Rate Regime

固定汇率制度还是浮动汇率制度？

潘红宇

对外经济贸易大学，北京
Email: panhongyu@uibe.edu.cn

收稿日期：2016年9月3日；录用日期：2016年9月23日；发布日期：2016年9月28日

摘要

论文介绍了IMF对汇率制度的分类，然后从可信度、平稳性、灵活性、货币政策独立性、金融危机等五

个方面比较汇率制度的两极：固定汇率制度和浮动汇率制度的优点和缺点。我们发现没有一种汇率制度在所有时期适合所有国家，汇率制度的选择依赖于一国的具体条件。

关键词

汇率制度，固定汇率制度，浮动汇率制度

1. 引言

汇率制度又称汇率安排(Exchange Rate Arrangement)：“是指一国货币当局对于确定、维持、调整与管理汇率的原则、方法、方式和机构等所作出的系统规定。”国际货币基金组织作为管理国际货币和汇率制度的官方机构，其有关汇率制度分类的标准和方法一直为成员国所沿用和遵守。IMF对汇率制度的分类有过多次调整，2009年是最近一次对汇率制度定义的修订。根据2009年的定义，IMF把汇率制度分成10小类，第10类“其他有管理的分类”是一些无法确定的汇率制度，是剩余项，其他9类，按照灵活性从小到大分为：(1)无法定独立货币，(2)货币局制度，(3)传统的固定汇率制(或传统盯住)，(4)稳定安排，(5)类爬行安排，(6)爬行钉住汇率制，(7)类爬行，(8)浮动，(9)自由浮动。其中(1)和(2)被称为硬盯住，(3)到(7)被称为软盯住，(8)和(9)被称为浮动。

不同汇率制度对经济的影响不同，即使同一种汇率制度对经济的影响效果也依赖于一国的经济状态，例如资本市场开放程度、金融市场发展水平、机构执行政策的质量和能力和宏观经济基础等。[1]和[2]都发表过类似的观点：由于各国经济和金融条件的不同，没有一种汇率制度对所有国家是适当的，即使同一个国家在不同的发展阶段也需要不同类型的汇率制度，没有一种汇率制度适用于所有国家所有发展阶段。本文从可信度、平稳性、灵活性、货币政策独立性、金融危机几个方面，总结学者对各种汇率制度的评价和比较。

2. 汇率制度的比较

2.1. 可信度

[3][4]对固定汇率制度增强货币政策可信度方面进行了分析。他们认为央行的目标是降低通货膨胀率和失业率，央行总是有内在的制造“意外”通货膨胀的冲动。因为名义工资比央行货币政策更早的确定，通货膨胀会导致实际工资水平的降低，实际工资水平的降低可以促进就业。工人预期到这种情况，会事前提高对名义工资的要求。如果央行不制造“意外”通货膨胀的承诺不令人信服，最后低通货膨胀率意味着高的实际工资，因此失业率上升。反之，如果央行低通货膨胀率的承诺令人信服，那么工人会同意较低的名义工资，均衡时，整体经济也会处在低通货膨胀水平。固定汇率制度，或者盯住汇率制，做为一种名义锚，是一种保证低通货膨胀的承诺。盯住汇率制并不是避免央行制造“意外”通货膨胀率的冲动，而是对央行执行这种冲动给出约束，央行必需在放弃盯住和制造“意外”通货膨胀之间进行权衡。提高放弃固定汇率制度的成本，就提高了央行保证低通货膨胀的信用。从提高政策的信用角度，汇率制度越固定越好。

[5]认为汇率越固定，政策信用度越高，但是固定汇率制度提高信用的作用并不具有普适性。发达国家实行固定汇率制度并不是低通货膨胀的充分条件。即使固定汇率制度在提供信用上起到一定的作用，固定汇率制度的维持是个问题。在当今国际市场上资本流动加巨，货币供给必需对波动的国际资本流动进行冲销，因此新兴市场经济不太愿意象资本流动少的国家那样喜好固定汇率制度。

[6]认为固定汇率制度对通货膨胀率的承诺作用可能具有欺骗性。固定汇率制度不仅不能提供保证，

而且固定汇率制度可能刺激央行短期内进行欺骗，用高赤字换来经济的高速发展，但是以将来的高通货膨胀为代价，并且在高通货膨胀时期无法维持固定汇率制度，只能放弃盯住汇率。[7]研究了类似的课题，研究发现放弃财政约束在固定汇率制和浮动汇率制下都要付出代价，但是在固定汇率制下，政策有更大的冲动扩张支出，只有固定汇率制下对扩张财政的惩罚足够大，要大于在浮动汇率制下的成本，固定汇率制才对财政有约束作用。固定汇率和浮动汇率本身都不能解决脆弱的财政对经济结构带来的扭曲，必需通过加强财政集中来提高财政约束。[8]研究货币联盟，发现固定汇率制度同样不能保证财政不过度支出。央行面对更大债务和经济增产和高通货膨胀的权衡，如果利益大于成本，可能放弃降低通货膨胀的承诺。[9]研究了固定汇率制度，货币局固定汇率制，货币局浮动汇率制和浮动汇率制度下，财政道德问题，研究发现固定汇率制度下，特别是在选举前，政府可能过度借贷，刺激经济，达到短期的增长，而以未来的高通货膨胀为代价。对于货币局国家，一国的借贷，以所有货币局国家发生通货膨胀为代价，因此货币局并采取固定汇率的国家用短期财政赤字政策，把通货膨胀成本在未来由所有货币局国家承担。

2.2. 平稳性

一般的，浮动汇率制度下，实际汇率波动大于在固定汇率制下的实际汇率波动。[10]认为汇率的频繁变化对贸易和 FDI 有害。[11]认为固定汇率制度下，汇率波动率小，因此降低了利率的波动幅度，减少非确定性，从而促进投资和产出。汇率的不平稳会导致国际收支变化，对于外债多的国家可能导致债务危机。

[12]偏好浮动汇率制度，他认为为了维持固定汇率，可能会导致利率比较高，从而阻碍经济发展。[13]总结了一些学者的反对固定汇率制度的意见包括：(1) 理论上汇率波动的原因是经济基础发生变化，如果压制汇率的波动，那么一定会在其它方面反映出来。(2) 逻辑上进口者，出口者可以通过远期市场对汇率风险进行冲销。(3) 实证上很难找到统计上显著的汇率波动率对贸易的负面影响。

[14]认为固定的汇率制度，可以降低国际贸易的成本，从而促进贸易增加，进而促进产出的增加，他们认为[13]的反对意见其实都可以被驳回。汇率波动大部分情况不是经济基础波动造成的，在许多发展中国家不存在汇率远期市场，因此无法对冲汇率风险。近期的实证研究确实发现汇率风险阻碍贸易。

2.3. 灵活性

浮动汇率的好处主要是可以减弱实际冲击对经济的影响。如果出口下降，在浮动汇率制度下，可以通过汇率贬值促进出口。但是伴随的坏处是具有较大的名义汇率波动率，[15]研究发现较大的名义汇率波动率往往与较大的实际汇率波动率联系在一起。汇率波动率大对消费产生的影响在发达国家可以忽略，但是对发展中国家可能是有害的。但是这并不是说固定汇率制度就是很好的解决方案，因为一旦固定汇率制度无法维持，往往会出现一次性的大幅波动。如果货币盯住另一国的货币。例如港币对美元，如果美元升值，港币相对其它货币也升值，降低香港出口竞争力，根据香港实际经济情况可能相对非美元货币不存在升值的基础。

[16]研究了经常账户调整速度是否与汇率制度有关。传统理论认为浮动汇率制度下，汇率可以灵活调整，因此贸易账户的平衡比较迅速灵活。但是实证研究的结论确存在矛盾。例如[17]发现汇率制度与经常账户调整无关或者更准确的说经常账户向均值水平回归与汇率制度无关。[16]认为出现这个结论的原因是汇率制度划分的问题。当前不论何种汇率制度划分方式与汇率的灵活性没有直接的投射关系，即汇率制度的区分没有完全反映汇率制度的灵活性。其次汇率制度的划分并没有考虑所有的贸易伙伴。例如人民币盯着美元，但是相对其他国家而言汇率制度时自由浮动的。还有欧洲区国家货币定义为固定汇率，但是相对欧洲区外，其汇率是自由浮动的。因此[16]根据汇率波动率构造了一个以双边贸易加权平均计算的

一国汇率波动率，然后把所有国家的汇率波动率按照大小排序，分成三组，分别对于固定，中间和浮动汇率制度，研究发现更浮动的汇率制度确实具有更快的经常账户调整过程。

[18]研究了贸易条件冲击在不同汇率制度下对经济表现的影响。研究发现在固定汇率制度下，贸易条件冲击被放大。在浮动汇率制度下，面临贸易条件冲击，经济增长速度快于固定汇率情况下，产出对正的冲击反应大于负的冲击。

[19]研究了不同汇率制度下，面对实际冲击，经济的表现。研究发现在两年的时间期内，浮动汇率制度的国家恢复增长的速度更快。一般冲击发生的当年，在浮动汇率制国家，经济就恢复增长，而在采取固定汇率制的发展中国家，当年往往伴随着大的经济下降，然后才发生较大的复苏。在发达国家，汇率制度的不同与经济面临冲击的表现没有区别。虽然浮动汇率制度可以灵活应对冲击，但是大的汇率波动确实阻碍投资意愿，因此长期看固定汇率制度带来大的投资和经济增长。

2.4. 独立性

考虑两个极端情况，一种是自由浮动的汇率制度，央行极少对外汇市场进行干预，一种是固定汇率制度。浮动汇率制度下，央行有独立货币政策，可以灵活地应对国内外冲击。当经济收到干扰时，例如需求下降。政府希望采取扩张的政策阻止消退。在固定汇率制度下，在某种程度上，货币政策的作用被改变。不能同时达到内部和外部均衡。特别是在固定汇率制度和金融市场完全一体化的情况下。货币政策对影响内部经济完全无效。这时国内利率与国外利率完全捆绑在一起。货币供给的扩张通过贸易赤字流出。只有工资，价格等通过其它途径降低后经济衰退才会停止，这可能是一个很长的时间。在浮动汇率制度下，一国可以通过货币扩张和汇率贬值两个手段。即刺激了国内需求，又刺激了国外需求。但是即使采用浮动汇率制度，许多发展中国家并不能有效的，令人信服的使用货币政策。这种灵活性是以付出可信度为代价的，央行具有制造通货膨胀的冲动。相反固定汇率制度下，系统灵活性降低，固定的汇率制度，开放的资本账户和独立的货币政策成为“不可能三角”。因此只能作出下面三种选择中的一种。(1) 同时实现汇率稳定和货币独立，但是不允许资本自由流动。(2) 资本自由流动，货币政策独立但是汇率浮动。(3) 盯住汇率，资本自由流动，但同时放弃货币政策独立。固定汇率制度做为保证低通货膨胀的一种承诺，提高了央行宣布低通货膨胀的可信度，但是降低了央行的独立性。理论上固定汇率制度可以提高央行的信用度，实际上，许多固定汇率制度国家的货币出现大幅贬值，没能固定名义汇率，因此学者认为固定汇率是提高央行信用的必要条件而不是充分条件，需要提高机构质量来保证信用度。

[20]研究了美国利率变化与香港，新加坡等几个新兴市场国家利率变化的关系，研究发现香港利率与美国利率关系比新加坡要密切，证明了汇率越固定，货币政策独立性越低。

2.5. 金融危机

90年代许多国家都经历了金融危机。例如1994年墨西哥危机，1997年泰国，韩国和印尼危机，1998年俄罗斯危机，1999年巴西，2001年土耳其和阿根廷。这些国家的金融危机对本国经济都带来极大的损害。对于金融危机的来源一度是学术探讨的热点。其中一种观点是汇率制度是导致危机的原因。在浮动汇率制度下，可能存在投机泡沫，这些泡沫可能合理也可能不合理，但是泡沫的产生会比较平缓。但是在盯住汇率制度下，由于错误的盯住，市场认为不可能长期维持，因此对汇率市场的投机最终会导致汇率大幅、剧烈的变化，带来汇率危机和金融危机。发生危机的国家被迫放弃对汇率的盯住，转向更浮动的汇率制度。[21]计算的发达国家、新兴市场国家和发展中国家银行危机和国际收支危机同时发生的概率，研究发现新兴市场国家在固定汇率制度下发生危机的概率最大。

也有人指出实际上发生危机的国家除了泰国的汇率制度具有盯住的特征，其它发生危机的国家采取

的都是中间汇率制度。[22]发现 29 个样本国中 23 个国家放弃盯住汇率后发生了金融危机。

[23]认为可调整的盯住，在资本开放情况下无法长期持续。欧洲发生的金融危机和东南亚金融危机，证明只有在资本账户开放情况下盯住汇率制度才无法持续。原因可以用“不可能”三角来解释。通过对资本市场进行管制，可以减弱意外资本流对汇率的冲击。例如中国和危机发生后的马来西亚。对流入资本进行管制，有利于货币政策的独立性，对流出资本进行管制，有利于维持固定汇率制度。作者认为或者采取固定汇率制度或者采取完全浮动的汇率制度，中间汇率制度将会消亡。资本开放和正在开放的国家可以选择更固定或浮动的汇率制度。[24]认为汇率制度不是发生金融危机的原因，但是一旦发生危机，不同汇率制度可能加剧或减弱危机的影响。

3. 如何选择汇率制度

鉴于以上汇率制度的优缺点，许多学者对采取何种汇率制度给出自己的建议。[1]认为固定汇率制度和浮动汇率制度的哪个优点起主导作用依赖于一国的经济特点。一般的如果一国经常受到外部冲击，那么适合浮动汇率制度，如果经常受到内部冲击，那么适合固定汇率制度。[23]认为在有高通货膨胀历史的国家，或者说货币政策令人不信任的国家，采取硬盯住，例如货币局政策，比采取其它汇率制度可以获得多种好处而只付出最小的代价。并且对于贸易和资本账户依赖于某一个国家时，采取固定汇率制非常有利。使用固定汇率制中的货币局制度会失掉最后贷款人资格。政府可以通过改善银行体系运行机制，加权监管，增加一个银行部门的平准基金，增加财政收入，允许外资银行进入来解决最终贷款人问题。

[21]分别针对发展中国家，新兴市场国家和发达国家不同汇率制度对经济的影响进行了描述。在发展中国家，资本流动性差，相对固定的汇率制度例如盯住和中间汇率制度能够带来低通货膨胀率，代价是低增长，增长率波动大或者更频繁的危机的出现。固定汇率制度优点的体现还依赖于该汇率政策的可信度，汇率政策与其它宏观政策的一致性，以保证固定汇率制度可以持续下去。对新兴市场经济国家，面对更开放的资本市场，在 90 年代金融部门和国际收支部门受到极大冲击，固定汇率制度被动摇，但是自由浮动被认为与大的汇率波动联系在一起，大的汇率波动率会扭曲资源配置，对经济带来阻碍作用。因此完全的浮动汇率制受到约束。新兴市场国家各自采用不同的方式保持汇率制度的灵活性。发达国家自由浮动汇率与高增长和低通货联系在一起。这一优点主要在于在成熟市场对通货膨胀目标的承诺具有可信度，同时利用浮动汇率来充分应对经济中的实际冲击。另外由于金融市场的成熟，汇率可以通过汇率远期市场对冲汇率风险，避免汇率错误定价带来的危害，因此不会出现“害怕浮动”的结果。[25]给发展中国家如何选择汇率制度给出建议。如果一国具有高通货膨胀并且宏观经济不平稳，建议采用固定汇率制度，同时放开资本市场，放弃货币政策独立性。把汇率做为名义锚来帮助稳定经济降低通货膨胀。但是盯住汇率制度可能容易导致危机发生，因此要在适当的时候退出盯住制。在低通货膨胀国家中，对于资本开放程度低的国家建议采用盯住制，对资本开放程度高的国家采用浮动汇率制。两种汇率制度下，都保持货币政策的独立性。

4. 结论

本文从五个方面对固定汇率制度和浮动汇率制度进行的比较，大量研究发现，一种汇率制度像一个硬币的两面，具有某个优点的同时，伴随着一定的缺点，因此没有在所有方面都优越的汇率制度，一个国家应该根据一国的具体情况，选择恰当的汇率制度，来应对本国的主要问题。

参考文献 (References)

- [1] Frankel, J.A. (1999) No Single Currency Regime Is Right for All Countrys or at All Times. NBER Working Paper 7338.

-
- [2] Mussa, M. (2000) Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF Working Paper 06.
- [3] Barro, R.J. and Gordon, D.J. (1983) A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Theory*, **91**, 589-610.
- [4] Ghosh, A.R., Gulde, A.M. and Wolf, H. (2002) Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences. MIT Press, Cambridge, MA.
- [5] Edwards, S. and Magendzo, I. (2003) A Currency of One's Own? An Empirical Investigation on Dollarization and Independent Currency Unions. NBER Working Papers 9514.
- [6] Tornell, A. and Velasco, A. (2000) Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline? *Journal of Monetary Economics*, **45**, 399-436. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-3932\(99\)00057-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-3932(99)00057-4)
- [7] Sun, Y. (2003) Do Fixed Exchange Rates Induce More Fiscal Discipline? IMF Working Paper 78. <http://dx.doi.org/10.5089/9781451850123.001>
- [8] Chari, V. and Kehoe, P. (2004) Financial Crisis as Herds: Overturning the Critiques. *Journal of Economic Theory*, **119**, 128-150. [http://dx.doi.org/10.1016/S0022-0531\(03\)00225-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0022-0531(03)00225-4)
- [9] Duttgupta, R. and Tolosa, G. (2007) Fiscal Discipline and Exchange Rate Arrangements: Evidence from the Caribbean. *Emerging Markets Finance & Trade*, **43**, 87-112. <http://dx.doi.org/10.2753/REE1540-496X430605>
- [10] McKinnon, R. (1963) Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, **53**, 717-725.
- [11] Dornbusch, R. (2001) Fewer Monies, Better Monies. NBER Working Paper 8324.
- [12] Calvo, G. (2005) Emerging Capital Markets in Turmoil—Bad Luck or Bad Policy. MIT Press, Cambridge, MA.
- [13] Frankel, J.A., Fajnzylber, E., Schmukler, S. and Servén, L. (2000) Verifying Exchange Rate Regimes. *Journal of Development Economics*, **66**, 351-386. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-3878\(01\)00167-5](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-3878(01)00167-5)
- [14] Frankel, J. and Rose, A. (2002) An Estimate of The Effect of Common Currencies on Trade and Income. *Quarterly Journal of Economics*, **117**, 437-468. <http://dx.doi.org/10.1162/003355302753650292>
- [15] Rogoff, E. (1999) International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *Journal of Economic Perspectives*, **13**, 21-42. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.13.4.21>
- [16] Ghosh, A.R., Mahvash, S.Q. and Tsangarides, C.G. (2013) Is the Exchange Rate Regime Really Irrelevant for External Adjustment? *Economics Letters*, **118**, 104-109. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2012.09.010>
- [17] Chinn, M. and Wei, S.J. (2008) A Faith-Based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment? NBER Working Paper 14420.
- [18] Edwards, S. (2005) Is the U.S. Current Account Deficits Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely To Be? NBER Working Paper 11541.
- [19] Ramcharan, R. (2005) Cataclysms and Currencies: Does the Exchange Rate Regime Matter for Real Shocks? IMF Working Paper 85. <http://dx.doi.org/10.5089/9781451861044.001>
- [20] Borensztein, E., Zettelmeyer, J. and Philippon, T. (2001) Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime Make a Difference. IMF Working Paper 1.
- [21] Rogoff, K.S., Husain, A.M., Mody, A., Brooks, R. and Oomes, N. (2003) Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. IMF Working Paper 243.
- [22] Eichengreen, B. and Bayoumi, T. (1999) Is Asia an Optimum Currency Area? Can it Become One? In: Collignon, S., Pisani-Ferry, J. and Park, Y.C., Eds., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Routledge, London, 347-366.
- [23] Fischer, S. (2001) ExchangeRate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government. *Journal of Economic Perspectives*, **15**, 3-24.
- [24] Corden, M. (2002) Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes. MIT Press, Cambridge, MA.
- [25] Choudhury, T. (2005) Exchange Rate Volatility and the United States Exports: Evidence from Canada and Japan. *Journal of Japanese and International Economics*, **19**, 51-71. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jjie.2003.11.002>