

本币贬值是天使还是魔鬼？

最近一段时间以来，全球货币按照汇率强弱，可以基本划分为三大类，一类是汇率强劲的美元与人民币，一类是汇率相对稳定的欧元，另一类则是汇率喋喋不休的其他主要货币。后者既包括日元这样的发达国家货币，也包括俄罗斯、巴西、印度、印尼等新兴市场国家的货币。

有趣的是，尽管本币贬值的国家不少，但这些国家又可以分为两类。一类是通过各种操作主动压低本币汇率的国家，例如日本与俄罗斯。另一类则是在通过各种操作努力抑制本币贬值的国家，例如巴西、印度与印尼。尽管本币贬值的结果大致相同，但这两类国家采取的措施截然相反，其原因究竟何在呢？

归根结底，是压低汇率的国家与捍卫汇率的国家，在当前形势下面临的主要压力与主要问题不同，导致各自采取的对策迥异。

对日本与俄罗斯而言，通过提高出口增速来拉动国民经济增长，是政府的主要目标。在外需持续低迷的状态下，要提高出口增速，就必须维持一个较低的汇率水平来增强本国出口产品的国际竞争力。对日本而言，所谓“安倍经济学三支箭”中的第一支，就是通过扩大货币发行规模来压低日元汇率，通过日元汇率来刺激经济增长。对俄罗斯而言，前段时间全球原油市场的低迷不但降低了经济增速，而且加剧了财政赤字，因此也产生了通过保持较低的汇率水平来刺激出口增长的冲动。

对巴西、印度与印尼而言，当前的主要挑战，在于如何应对美联储退出量化宽松预期造成的负面冲击。随着今年6月份美联储主席伯南克宣布退出量宽的时间表以来，这些新兴市场国家都遭遇了大规模的资本外流。资本外流又造成了股市暴跌、汇率贬值、外债负担加剧等不利后果。如果不妥善应对，这些国家很可能爆发与1997-1998年东南亚金融危机类似的汇率危机。

为了遏制短期资本外流，巴西、印度、印尼等国的央行必须努力抑制本币贬值。而当前能够选择的方法无非两种，一种是通过央行在外汇市场上卖出美元、买入本币来维持本币汇率；另一种是通过加息来提高国内金融市场对国际资本的吸引力。遗憾的是，干预外汇市场会导致本国外汇储备规模不断缩水，因此是难以持续的；在本国经济增速已经下降的背景下，加息将会进一步抑制经济增长。换句话说，这两种应对手段都有其成本或副作用。

那么，在不同国家迥异的汇率政策背后，是否有什么共同联系呢？笔者认为，上述两种现象背后的共同推动力，其实是全球金融危机后，部分发达经济体与新兴市场经济体在经济增长速度方面的趋同，即美国等经济体的经济增速上升，而整个新兴市场经济体的经济增速下降。前者导致美联储即将逐渐退出量化宽松，而后者则对不同基本面的新兴市场经济体产生了不同的压力：基本面好的经济体不得不通过提振出口来保增长，基本面差的经济体不得不通过各种措施来抑制美联储退出QE导致的短期资本外流。本币贬值，对基本面好的经济体而言是天使，对基本面差的经济体而言则是魔鬼。

这种二元化的现象，一方面说明了作为全球最大经济体的美国，其国内政策对于全球经济具有巨大的溢出效应；另一方面也凸显出全球新兴市场国家应该团结起来，通过多边国际治理来应对美联储政策造成的负面冲击、并敦促美国政府实施更具责任的国内政策的必要性。

IIS 简介：国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李众敏、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。