

# 货币替代适宜度分析

何刚

(中国农业发展银行总行,北京 100045)

**摘要:**货币替代的发生是由于一国居民的客观经济需要造成的,反映了微观经济主体的经济利益;而过高的货币替代程度会对一国经济带来诸多不良影响,严重削弱一国政府的宏观控制能力,因此货币替代有一个最优程度区间,既可以满足居民的合理外币需求,又能保证一国宏观当局对经济的较强控制能力,这就是货币替代适宜度。本文首次明确提出了货币替代适宜度的概念,初步分析了货币替代适宜度的决定方法,并对我国货币替代提出了鲜明的观点。

**关键词:**货币替代;适宜度分析;理性选择

**中图分类号:**F820 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)10-0023-06

货币替代(Currency Substitution)就是指一国居民将一部分本币资产兑换为外币资产,持有一定量外国货币或外币资产,从而使外币在价值标准、交易媒介、支付工具和价值储藏等货币职能方面全部或部分地替换本币的现象。货币替代是经济开放条件下的产物,其产生的原因多种多样,其中最核心的是货币替代满足了一国居民在面临日益复杂的经济情况下合理的货币多样化需求,因此货币替代的出现是合乎内在经济规律的。然而,过高度度的货币替代经常给一国经济带来多方面的不良影响,对一国的经济政策和宏观经济将产生重要影响。它不但会造成汇率大幅度波动,对本国货币政策独立性和有效性产生影响,还会影响本国政府通过铸币税和通货膨胀税融资的能力。

当一国政府面对本国出现的货币替代时,关键是如何度量出本国货币替代的合理程度,从而既可以保证本国居民一定程度内合理的外币需求,又能够将货币替代程度控制在本国政府和货币当局可接受的范围内。因此,货币替代适宜度的研究是政府认识和控制货币替代的重要前提。本文希望可以对货币替代适宜度作出初步研究。

## 一、货币替代是经济主体的理性选择

在经济日益开放条件下,随着国际经济交往增多,人们产生了对外币的需求。世界经济整体走势是全球经济日益融合,实现各类资源的共享和全球范围内的资源配置,从而使经济活动跨越国界的限制,最终达到世界经济一体化的目标。对于一个国家来讲,只有改革开放,吸收国外的先进技术和思想,才能保证国家的经济繁盛,这一点已经成为全球各界人士的共识。

对于发达国家而言,全部实行的是经济开放政策,国家对外经济依存度指标虽然没有某些

收稿日期:2001-07-10

作者简介:何刚(1972-),男,山西太原人,中国农业发展银行总行经济学硕士。

外向型发展中国家那么高,但其经济的开放内涵和深度却远远高于发展中国家,由于日常经济交往的外向趋势加大,为了保证其顺利开展,发达国家的国内居民会持有部分外币资产来满足其交易性和预防性外币需求;另外发达国家的居民出于对其资产的投资需求,也会把各种外币资产纳入其资产组合,根据情况的变化灵活调整外币资产的持有比重,从而获得最佳的资产组合。值得注意的是,发达国家所发生的大部分货币替代都属于对称性货币替代,一国居民持有一定量的外币,而外国居民同时持有一定量的本国货币,两国之间的经济关系是平等的,货币替代是双向的。

大多数发展中国家都倾向于采取外向型经济发展战略,不断加大对外开放程度,大力引进外国资金、先进技术和管理手段,从而获得经济的高速发展。然而,伴随着发展中国家经济对外开放程度的提高,货币替代的现象也会越来越明显。在对外开放的初始阶段,发展中国家的对外贸易日趋扩大,居民对外币的交易性需求会持续增长;而且在发展中国家财富持有形式比较单一,外币就成为居民保持资产流动性、储备金融能力的重要手段。在经济对外开放的中后期,发展中国家经济外向程度显著提高,居民对外币的交易性和预防性需求也随之增长,同时由于居民财富增加,持有外币资产成为居民重要的投资手段,这样会导致发展中国家货币替代程度持续加深。在这两种情况下出现的货币替代是经济主体的理性选择,反映了客观经济规律。发生在发展中国家的货币替代通常是一种单方面的非对称性货币替代,即发展中国家居民选择持有主要储备货币资产,而发达国家居民却不会持有发展中国家货币资产。发展中国家还经常面临着另一种恶性货币替代,这种情况一般发生在发展中国家出现严重通货膨胀和本外币资产实际收益率明显倒挂的情况下,本国居民由于对本币资产的价值产生怀疑而用大量外币资产替代本币资产,造成货币替代程度的连续提高,虽然大规模持有外币资产会对居民个人带来明显益处,却对发展中国家的经济活动产生严重影响。

## 二、货币替代适宜度概念的提出

一般认为货币替代对经济的冲击力与货币替代程度成正相关关系,货币替代的大面积发生会严重破坏一国的经济控制能力,导致宏观当局货币政策的独立性和有效性受到损害,同时削弱政府财政税收能力,加大利率和汇率的波动,是各国政府都不愿面对的局面。结合上面分析可以得出,货币替代一方面是经济活动主体的理性选择,可以满足经济主体的实际需要,另一方面过高程度的货币替代又带来一国政府宏观经济控制能力的降低,货币替代成为一把锋利的“双刃剑”。处理好货币替代的关键就是找到一个货币替代程度平衡点,在这个平衡点上,既可以满足居民持有部分外币资产的需要,又可以保证政府对宏观经济的控制程度的力度,达到一种政府和居民的“双赢”和社会福利最大化的最佳状态。这样,我们便引入了“货币替代适宜度”概念。货币替代适宜度是指既能满足一国居民合理的外币需求、又可以保障该国政府对宏观经济控制能力的货币替代程度区间。

## 三、货币替代适宜度的确定

一国货币替代的程度通常可由该国外币存款占广义货币的比例来表示( $F/M_2$ ),该比例越高,说明货币替代程度越大,反之则说明货币替代程度越小。货币替代的典型一致认为是拉美地区和苏东地区,下面我们首先总结拉美国家和前苏东地区已经出现的货币替代。

从表 1、2 可以看出,即使是情况近似的拉美国家和前苏东各国所经历的货币替代程度也

有很大的差异。阿根廷在 1983 年货币替代率达到惊人的 79.2%，而同样深陷美元化泥坑的其他国家却没有那么大的货币替代率。可见即使是不同拉美国家对货币替代的承受能力也有很大差距，也就是说他们的货币替代适宜度应该有较强的差距。前苏东地区各国在 20 世纪 90 年代初进行经济转轨时也遇到了严重的货币替代现象，但各个国家之间的差异同样也是很大的。这就可以说明货币替代适宜度对于这些转轨国家来讲有着不同的标准，不存在统一的货币替代适宜度。

表 1 拉美国家 20 世纪 80 年代货币替代 F/M<sub>2</sub> 资料

单位：%

国家 \ 年份	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
阿根廷	n. a.	n. a.	39.7	75.8	79.2	74	58.7	42	57.9	44.7
玻利维亚	15.4	8.52	7.47	18.4	42.3	45.9	40.8	18.4	9.13	6.36
墨西哥	n. a.	n. a.	n. a.	2.32	2.10	1.68	1.10	1.28	0.86	3.57
秘鲁	15.1	13.5	14.4	7.18	8.10	8.99	7.79	5.29	5.09	12.9
乌拉圭	6.87	3.21	2.53	14.4	16.3	14.6	21.3	17.9	17.6	13.3

资料来源：IMF《International Finance Statistic Yearbook 2000》

表 2 前苏东地区货币替代 F/M<sub>2</sub> 资料

单位：%

国家 \ 年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
波兰	6.64	7.37	5.61	4.87	4.90	5.78	8.54	8.27
保加利亚	246	192	166	57.6	29.4	65.0	21.2	15.8
匈牙利	5.45	5.51	5.15	6.76	8.33	14.8	16.8	15.0
捷克	n. a.	n. a.	5.38	7.29	14.4	18.6	20.0	20.1
俄罗斯	n. a.	n. a.	11.5	11.2	10.7	16.5	22.8	32.3

注：俄罗斯的货币替代率指标与有些文献差异较大，是因为 IMF《International Finance Statistic Yearbook 2000》中在计算外币存款时采用的汇率是官定汇率，与市场汇率的差异较大。

资料来源：IMF《International Finance Statistic Yearbook 2000》

另外，我们可以从表 3 看到，即使对于发达国家，由于各自国情不同，货币替代率也同样表现出很大的差异。美国的货币替代率一直在随着经济的增长而提高，反映了美国居民随着收入提高持有更加多样化的资产，这样美国的货币替代适宜度是随着经济增长不断提高的。德国作为世界出口大国，经济中有较高的外向成分，表现出了较高的货币替代适宜度。日本的货币替代率表现出较差的稳定性，这与日本经济近 10 年来走势不稳有很大的关系。加拿大的货币替代率基本稳定在 24% 左右，也反映出加拿大经济较高的外向性的特点。这样我们可以得出，即使是发达国家，它们的货币替代适宜度也随着各自经济情况表现出较大的差异，不存在对于所有发达国家适用的货币替代适宜度。

表3 典型发达国家货币替代 F/M: 资料

单位: %

国家 \ 年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
美国	5.7	5.8	6.25	6.38	7.74	7.19	7.26	7.92	8.48
日本	27.2	21.4	17.6	14.9	13.4	13.8	14.2	16.0	13.3
德国	23.1	21.2	23.7	24.9	26.9	31.2	32.6	40.8	49.5
加拿大	25.2	23.6	23.3	19.6	23.4	20.3	22.5	26.7	28.7

注:德国的货币替代率指标是参照 IMF《International Finance Statistic Yearbook 2000》中季节调整后的 M<sub>3</sub> 指标计算的。

资料来源:IMF《International Finance Statistic Yearbook 2000》

各国在决定本国货币替代适宜度时,必须结合本国的经济情况作出判断,在具体分析时,可以考虑以下因素:

1. 本国经济规模。一国经济规模庞大,制定的货币替代适宜度应该相对低一些;而规模较小的国家货币替代适宜度可以高一些。

2. 本国经济发展水平。经济发展水平比较高的国家,它的货币替代适宜度可以相对制定得高一些;而经济发展水平较低国家的货币替代适宜度可以低一些。

3. 本国对外开放程度。一国的对外开放程度一般可以通过该国对外贸易依存度来表示。一国对外贸易依存度大,那么该国的经济交易与外币相关的比例比较大,该国居民为了保证对外经济交往的顺利,必然会增加持有外币资产,这样就加大了对外币资产的交易和预防需求。因此,该国的货币替代适宜度就应该高一些,以反映出本国经济活动的外向特点。

4. 本国货币政策的有效性。货币替代的发生会减弱一国政府货币政策的有效性,使货币政策的政策手段、传导机制和中间目标受到影响。一国必须考虑到本国的货币替代会给本国货币政策带来的消极影响和对货币政策的独立有效性产生的威胁。一般而言,货币替代的程度越高则对货币政策的影响越大,因此,一国在确定本国的货币替代适宜度时,应当将货币替代对货币政策的消极后果考虑在内,从而确定出本国可以接受的货币替代程度。

5. 本国利率的决定方式。现代开放经济中,全球资本市场逐渐一体化,外币资产成为国内居民持有资产的方式之一。本币资产和外币资产的利差必将导致逐利资金的大规模流动。如果一国政府的利率水平是由市场决定的,那么利率水平就会随着经济条件的改变而自发调整,达到均衡利率水平。在该利率水平上套利资金不能获利,这样该国居民没有动机大规模地将本币资产换为外币资产,从而不会造成太大规模的货币替代,如此该国就可以将货币替代适宜度调低一些。对于那些利率水平由政府决定的国家,由于本国利率水平不能反映市场利率水平,本币资产的实际收益率就有可能与外币资产实际收益率形成一定的差额,就会导致逐利资金大规模从事本币与外币之间的兑换,就有可能加大该国的货币替代程度,这样该国在决定货币替代适宜度时,可将货币替代适宜度调高一些。

6. 本国汇率决定方式。汇率决定方式与利率水平决定方式相类似,分为市场汇率决定制和官定汇率制。如果是官定汇率,那么可能会造成现实汇率与均衡汇率的差异,就会吸引套利资金,可能导致居民对外币需求的突发增大,造成货币替代率的异常变动,这样在确定货币替代适宜度时就应该考虑这个因素,适当调高货币替代适宜度。而市场汇率决定制的国家恰好与此相反,应适当调低货币替代适宜度。

7. 本国财政收支状况。货币替代将会削弱一国政府的通货膨胀税收,降低该国的铸币税

收入,造成该国国债发行困难。如果一国政府凭借正常税收收入做到财政平衡,就可以不依赖通货膨胀税、铸币税和国债发行,也就可以容忍较大规模的货币替代。如果一国政府征税能力有限,不得不依靠上述渠道来平衡支出,就必须限制货币替代的程度。一般来讲,发达国家征税能力较强,而有些发展中国家却不得不依赖上述渠道改善财政收支状况。

8. 本国外汇管制程度。外汇管制是减少外币对本币替换的直接有效方式。一国政府如果有强硬的外汇管制手段,就可以有效地限制货币替代,这样该国就能够对货币替代行为施加控制,降低货币替代的程度。因此,该国在制定货币替代适宜度时就能降低一些目标。相反,如果一国政府没有采取外汇管制的条件和手段,不能直接控制货币替代的加深,那么该国就应该结合自己的实际控制能力,适当调高货币替代适宜度。

9. 本国相对于外国的通货膨胀程度。通货膨胀是货币替代发生的重要诱因,本国通货膨胀程度提高,会加剧货币替代程度。一国如果相对于国外有较高的通货膨胀率,那么该国居民就将用外币替换本币以求保值,也就是说该国居民有比较强的持有外币资产的愿望,这样该国在制订货币替代适宜度时可以相对提高一些标准。

在作以上分析时,应该注意到货币替代适宜度水平不是一个固定数据,应表现为一个合理的区间,有上限和下限,类似于汇率目标区的特点。在结合上述因素确定出适合各个因素的货币替代程度区间后,将这些因素进行综合考虑,再确定出适合本国的货币替代适宜度,并将其确定为一个可行区间,作为衡量货币替代是否科学合理的标准。当经济情况发生变化时,应对所确定的货币替代适宜度进行分析,一定要把新因素、新问题考虑在内,形成一个可以随着经济情况调整的、动态的货币替代适宜度区间。

#### 四、我国货币替代适宜度的初步分析

自改革开放以来我国经济的外向程度不断提高,货币替代情况在我国已经有一定程度的体现,主要表现为外币存款规模不断增大、资本外逃数额巨大、外汇黑市及外汇交易中各种违规违纪现象增多几个方面。我国的经济学界对我国的货币替代也越来越重视。对于我国来说,我们必须认识到我国货币替代是伴随经济发展的必然现象,一定程度内的货币替代能够满足我国居民的外币需求,达到微观资源的合理配置。但是由于货币替代对经济生活有各方面的消极影响,所以我们必须结合我国实际情况确定出我国的货币替代适宜度,将货币替代控制在合理范围,保证我国经济健康成长。

从目前我国的情况来看,我国宏观经济当局一直掌握着极强的宏观经济调控能力,货币替代没有对国家的经济调控产生过大影响。因此,从货币替代对政府经济调控的消极作用而言,我国的货币替代一直处于我国政府当局可以接受的程度之内。但是我国较大规模的资本外逃、外汇黑市和外汇违规交易等隐性货币替代现象一直存在,这种隐性货币替代一般并不能得到充分反映。我国较强的隐性货币替代现象从另一个角度说明,我国居民无法从政府所规定的渠道中充分满足外币需求,只有通过各类违规手段逃避政府各项限制来增持外币,以满足经济个体的需要。这种隐性货币替代给我国居民造成了额外的经济成本,同时也使相当一部分外币经济活动在我国政府控制之外,是政府和居民双方受损的“双亏现象”,不符合福利水平最大化的经济原则。因此,笔者认为近几年我国的货币替代程度并没有达到使居民充分满足需要的程度。

从上述分析可以得出,一方面我国货币替代的程度未能充分满足居民的外币需求;另一方

面我国货币替代对我国宏观经济调控的消极作用仍然有限,这样我们可以进一步大胆设想,是否能够对我国的各项政策进行改革,降低政府对居民持有外币的限制,更多地满足居民的外币需求。也就是说,我国目前的货币替代离我国的货币替代适宜度的距离仍比较大,我国货币替代适宜度可以确定在比目前货币替代率高一些的地方。近几年我国的货币替代主要指标国内外币存款占广义货币的比例( $F/M_2$ )基本维持在6%左右,在此基础上,笔者认为我国目前将货币替代适宜度确定为6%—8%的 $F/M_2$ 较为合适,这样既可更大程度地满足我国居民被压抑的外币需要,又能继续保持我国政府对经济的宏观控制能力,从而更好地满足和体现效率第一的经济原则。具体对我国货币替代适宜度的分析也应该从上文提出的9大因素出发,综合考虑各个因素的影响,从而确定出我国的货币替代适宜度。

#### 参考文献:

- [1]姜波克. 货币替代研究[M]. 上海:复旦大学出版社,1999.
- [2]李扬,黄金老. 金融全球化研究[M]. 上海:远东出版社,1999.
- [3]李心丹,钟伟. 中国货币替代的实证分析[J]. 国际经贸探索,1998,(2).
- [4]胡剑平. 中国货币替代问题浅析[J]. 上海金融,1998,(6).
- [5]苑德军,陈铁军. 关于货币替代的理论和实证分析[J]. 中国社会科学,2000,(6).
- [6]张岭松. 浅析我国货币替代的现状、影响及对策[J]. 江汉论坛,2000,(6).
- [7]杨槐,顾瑞铤. 货币替代——潜在的威胁及对策[J]. 金融研究,1998,(10).
- [8]张亿镭. 试析发展中国家的货币替代现象[J]. 世界经济,1996,(11).
- [9]张宇燕. 美元化:现实、理论及政策含义[J]. 世界经济,1999,(9).

## The Analysis on the Proper Degree of Currency Substitution

HE Gang

(Headquarters of Agricultural Development Bank of China, Beijing 100045, China)

**Abstract:** Currency substitution is caused by the objective economic demand of people in the home country, reflecting the economic benefit of the principal party at microeconomic level. But a too higher degree of monetary substitution will have adverse impact on a nation's economy, and weaken the government's ability of macroeconomic regulation, therefore there must be the best degree of monetary substitution called the proper degree of currency substitution, which can not only meet people's rational demand of foreign currency, but also ensure the government's ability of controlling the economy. This paper puts forward the concept of the proper degree of currency substitution for the first time, makes a preliminary analysis on how this degree is decided by different factors, and finally discusses the phenomenon of currency substitution in China.

**Key words:** currency substitution; the analysis on the proper degree; macroeconomic regulation