

巴西浮动汇率制度 对宏观经济的影响

邹加怡 牟婷婷

巴西是同时实行浮动汇率制度、资本账户开放、近几年又初步实现了宏观经济稳定的发展中大国。当前，巴西宏观经济状况基本稳定，经济增长加速。在2005年经济增长明显减慢（从2004年的4.9%减为2005年的2.3%）之后，2006年第一季度同比增长5.7%，预计全年增长率可达3.4%。

巴西的专家学者认为，实行浮动汇率制度总体上有利于宏观经济的稳定，有以下几个方面的积极影响：

——通过汇率的调整实现了实际工资水平的调整，提高了产业竞争力，改善了国际收支状况。巴西传统上是一个高消费、低储蓄、高通胀的国家，工资成本刚性较强，实行浮动汇率之前本币一直面临贬值压力。实行浮动汇率后，本币大幅贬值实际上增加了实际工资水平的灵活性，提高了出口产业的竞争力。2004—2005年经济增长主要得益于出口的扩大。

——分散了金融市场投机风险，减少了投机动因。过去由于巴西一直存在较高的通胀倾向，实行固定汇率的公信力不高，其固定汇率一直是国际投机势力的攻击目标。实行浮动汇率后，央行放弃了对本币汇率的目标控制，因而也消除了市场投机的目标。而投机风险的承担者也“私有化”了，博弈的对象不再集中于政府，而是分散在不同的市场参与者之间，总体上减少了市场上的投机冲动。

——有利于保持经济的大局稳定。固定汇率的主要好处是减少外向部门的交易成本和风险，因而对于外向程度较高的经济体意义较大。而巴西经济外向程度并不高，2004年外贸依存度为34%左右（中国同期为65%），而

且由于高通胀环境下汇率高估，也起不到支持外向部门的作用。而央行为了维护固定汇率，必须保持很高的利率，从而抑制经济增长。因此选择固定汇率有些尾大不掉，政策成本高于收益，反而成为吸引投机者的目标。

但同时，在浮动汇率制度下，巴西的宏观经济也面临着不少难题：

首先，在放弃固定汇率名义锚之后，巴央行主要靠通货膨胀目标区来控制通胀，实现货币稳定，因此货币政策必须服从通胀目标，央行降息的空间有限，货币政策并未获得很大的自由度，实际利率仍然居高不下。

第二，在资本账户开放的条件下，汇率的波动与宏观政策之间的相互影响非常敏感，加大了把握宏观政策的难度。今年5月，由于投资者怀疑财政政策有可能松动，雷亚尔在两周之内贬值了17%，迫使央行不得不恢复对汇率的干预。当前，巴西国际收支状况的改善立即反应为本币升值的趋势，而资本市场的升值预期和投机行为又进一步放大了升值趋势，抑制了经济增长势头。巴西央行通过降息来缓解升值趋势，但降息的幅度一旦引起市场的“通货膨胀预期”，资本流向就会迅速逆转，引起本币贬值，而迫使央行不得不再度升息。

第三，浮动汇率制下的资本市场利率中加进了汇率风险升水，直接推高了利率水平。

中国与巴西同为发展中大国，国情有相似之处，但也有许多不同。就浮动汇率制度的影响而言，以下几个方面可能对我们有所启示：

一是两国汇率制度改革的宏观环境不同。1999年巴西采纳浮动汇率制

度，是在财政与国际收支双赤字导致金融危机的冲击下，被迫放弃固定汇率制，因此汇率浮动的直接后果是本币大幅贬值。我国是在国际收支大量顺差、面临升值压力的情况下增加汇率的灵活性，浮动的直接后果是升值。因此两国改革对实体经济的初始影响不同，前者是扩张性的，后者是紧缩性的，对宏观政策调控的要求也不同。

二是两国经济外向程度不同。我国经济的外向程度大大高于巴西经济，因此汇率波动对实体经济的影响程度比巴西要大。但同时，从理论上讲，由于我国经济开放度高，国内价格水平与国际价格水平的变化应较同步，因此增加汇率灵活性之后汇率水平的稳定性也会相对大一些。

三是两国资本账户开放程度不同。巴西1999年实行浮动汇率制度的同时，在国际货币基金的压力下进一步开放了资本账户，增加了宏观稳定的难度。但巴西的资本市场比较发达，各种衍生工具完备，金融系统应对风险的能力较强。我国资本账户尚未完全开放，仍有一定手段来防止过度资本流动的冲击。但我国金融系统发展仍不完善，应对风险的能力较差。巴西朋友强调，巴西较早开放资本账户是被迫的。浮动汇率制下资本账户开放与否会有很大不同。如资本账户开放，则汇率水平将主要由资本账户而不是由经常账户决定，即汇率波动的幅度更多地取决于资本流动，而不是实体经济。即便在贸易顺差、经济增长的情况下，如果“投资者的感觉”发生变化，也会造成汇率较大的波动，今年5月巴西本币的大幅贬值就是一个例子。因此，他们认为增加汇率的灵活性先于资本账户的开放是较为合理的顺序，否则宏观政策可能会过度受制于资本流动。

此外，浮动汇率制对于低附加值出口企业是很大的挑战。目前，巴西本币升值首先受冲击的是劳动密集型的轻工业出口企业，而支撑巴西出口收入的主要产业来源是装备制造业，如飞机制造。

（作者单位：中国驻世界银行执董办
财政部国际司）