

# 汇率经济学研究

EXCHANGE RATE ECONOMICS

施建淮 著

汇率经济学充满谜题，而所谓的“调整之谜”、“汇率失调”、“双重危机”、“紧缩性贬值”等，是众多谜题中的代表，即为什么汇率对贸易收支的调整并不是如此有效？为什么汇率会长期偏离均衡水平，而对偏离程度难以达成共识？为什么近年来在新兴市场国家发生的一系列货币危机都同时伴随着银行危机的发生？传统理论认为，货币贬值会增加产出，但为什么在一些发展中国家货币贬值总是导致产出下降而货币升值又总是导致产出上升？……

中国社会科学出版社

# 汇率经济学研究

---

EXCHANGE RATE ECONOMICS

施建淮 著

中国社会科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

汇率经济学研究/施建淮著. —北京: 中国社会科学出版社, 2010. 3

ISBN 978 - 7 - 5004 - 8572 - 8

I. ①汇… II. ①施… III. ①人民币(元)—汇率—经济学—研究 IV. ①F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 039169 号

策划编辑 卢小生 (E-mail: georgelu@vip.sina.com)  
责任编辑 卢小生  
责任校对 修广平  
封面设计 杨 蕾  
技术编辑 李 建

---

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010 - 84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂

装 订 丰华装订厂

版 次 2010 年 3 月第 1 版

印 次 2010 年 3 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

插 页 2

印 张 14.5

印 数 1—6000 册

字 数 238 千字

定 价 30.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换  
版权所有 侵权必究

# 目 录

## 第一章 导论 / 1

## 第二章 双重汇率制度下的汇率并轨 / 10

### 第一节 双重汇率制度 / 12

### 第二节 理论框架 / 13

### 第三节 系统动态特征 / 18

### 第四节 经济政策分析 / 21

## 第三章 高储蓄两难理论评析 / 29

### 第一节 高储蓄两难理论 / 30

### 第二节 高储蓄两难理论背后的两个关键命题 / 32

### 第三节 高储蓄两难理论存在的问题 / 42

### 第四节 关于人民币升值的后果 / 55

## 第四章 人民币均衡汇率与汇率失调 / 58

### 第一节 文献回顾 / 59

### 第二节 计量模型和变量选择 / 62

### 第三节 检验和估计 / 67

### 第四节 计量结果的分析 / 70

## 第五章 基于信息的双重危机模型 / 80

### 第一节 研究背景 / 81

### 第二节 模型框架 / 84

### 第三节 货币危机和银行危机发生机制 / 87

- 
- 第四节 具体解与若干命题 / 89
  - 第五节 模型应用:1997年东亚危机 / 94
- 第六章 投机攻击与中央银行干预策略 / 99**
- 第一节 远期外汇市场投机攻击与中央银行利率捍卫 / 101
  - 第二节 动态对冲操作与利率捍卫政策的有效性 / 113
  - 第三节 投机本币升值下的动态对冲操作 / 121
  - 第四节 动态对冲操作与中央银行最优干预策略 / 125
  - 第五节 案例:中央银行在货币期权市场上的外汇干预 / 130
- 第七章 汇率不完全传递理论 / 138**
- 第一节 按市场定价与汇率不完全传递 / 139
  - 第二节 汇率不完全传递的其他成因 / 148
  - 第三节 汇率不完全传递的宏观影响 / 154
- 第八章 汇率对物价的传递:中国的实例 / 163**
- 第一节 文献回顾 / 164
  - 第二节 数据描述和分析 / 165
  - 第三节 计量分析 / 168
- 第九章 人民币升值是紧缩性的吗? / 181**
- 第一节 文献回顾 / 182
  - 第二节 中国汇率制度、实质汇率与产出的历史描述 / 185
  - 第三节 模型与数据 / 190
  - 第四节 计量分析 / 196
- 参考文献 / 208**

# 第一章 导论

汇率是开放经济的一个关键变量，是联系国内经济与国际经济的决定性因素。20世纪80年代以来，商品和资产市场全球化的快速发展进一步增强了汇率的重要性。在过去20多年里，汇率经济学在理论和实证方面都取得了一定进展，研究重点也发生了一些转变，例如20世纪七八十年代，汇率经济学的研究重点是名义汇率行为的决定，一系列名义汇率决定模型被开发出来。但是，当米斯和罗戈夫（Meese and Rogoff）在1983年发表文章，证明统计检验不能拒绝名义汇率服从随机游走的假设后，这一领域的研究热情开始降温，因为米斯和罗戈夫的研究结果意味着任何汇率决定模型都无助于说明名义汇率的预期变化。

另一方面，现实经济世界出现的新问题，特别是20世纪80年代以来全球贸易不平衡的持续和加剧，20世纪90年代发生的几次大的货币危机，1999年欧元这一超越主权国家的单一货币诞生等，使得研究者更多地关注诸如汇率对纠正贸易不平衡的作用、汇率制度的选择、货币危机的机理、汇率对产出和物价水平的影响等特殊的真实世界问题的研究。人们对汇率的认识不断加深，但是关于汇率的一系列疑难问题仍然存在。本书对汇率经济学有争议的若干问题，特别是有关发展中国家的汇率问题进行研究。下面对本书的主要内容做一个简单的介绍。

第二章考察在一个由官方外汇市场和外汇黑市（或外汇平行市场）组成的双重汇率体制中，黑市溢价与通货膨胀率的关系，并且对有关两种汇率并轨的一些关键的政策性问题进行分析。在许多发展中国家，由官方市场和黑市（或平行市场）构成的双重汇率体制是一种普遍的制度安排。从20世纪八九十年代起，一些发展中国家采取了许多措施来统一官方市场和黑市的汇率，并将它们的汇率制度转变为浮动汇率制。中国也在1994年统一了外汇官方市场和调剂市场，汇率制度转向有管

理的浮动汇率制。这些改革的明确目标是，压缩黑市的规模，减小黑市的溢价，从而消除资源配置的低效率并增加出口。由此产生的一个问题是，在提高资源配置效率与维持宏观经济稳定之间是否存在冲突。

一些学者提出，黑市溢价相当于一种隐性税，所以在通过降低黑市溢价来刺激出口的资源配置目标与为政府支出融资的财政目标之间存在着冲突。根据这种观点，只要货币需求对通货膨胀率不敏感，那么在提高资源配置的效率与通货膨胀的成本之间就存在着取舍（trade-off）关系。这一观点束缚了政策当局统一双重汇率的决策，因为担心汇率并轨引发通货膨胀。但是，这些学者的结论严重依赖如下的识别，那就是与黑市溢价相关的隐性出口税并不直接包含在政府的预算约束式中，所以税基与黑市溢价（或隐性出口税率）没有关系。此外，这些学者忽视了普通出口税，而这对于发展中国家来说是一项重要而快捷的税收来源，因而他们也没有考虑普通出口税与黑市溢价之间的关系。

在第二章，我们明确识别了政府预算约束式中隐性的出口税和普通出口税（或显性的出口税），并且证明，一般情况下，即使货币需求对通货膨胀率不敏感，在资源配置的效率与通货膨胀的成本之间也不存在取舍关系，因此传统观点并不一定正确。经济的直觉是简单的：尽管旨在降低黑市溢价的政策可能会降低隐性出口税的收入，但是它们却会同时增加显性出口税收入。所以，这些政策是否会导致通货膨胀率上升取决于总体的出口税收是否会增加。一般来说，这一结果是不确定的。我们也考察了一些旨在减小黑市溢价的政策效果，并且发现，汇率政策本身，无论是一次性大幅贬值还是提高汇率爬行率，对于降低黑市溢价的长期值来说都是无效的。所以，为了降低黑市溢价，放松汇兑限制和紧缩财政以支持汇率政策的实行是必要的。本章也证明了，尽管当双重汇率并轨时隐性的出口税将消失，但通货膨胀税却并不一定会上升，因为汇率并轨增加了显性出口税收入，这个结果同样与传统观点不同。

第三章对麦金农的高储蓄两难理论进行评析。任何无法以本币提供国际信贷的债权国都将出现资产和负债中的币种不匹配问题，麦金农将其称为高储蓄两难。一国成为国际债权国是较长时期经常项目顺差，即国民储蓄大于国民投资的结果，之所以被称为“两难”是因为随着经常项目持续顺差，该国货币面临升值压力，该国政府将陷入让本币升值

也不是不升值也不是的境地。麦金农说明，如果让本币升值，该国就会引发通货紧缩，经济最终陷入零利率的流动性陷阱；但如果不让本币升值，该国就会遭遇外国的贸易制裁。高储蓄两难描绘了债权国面临的汇率困境。1997年东亚金融危机之后直到2005年7月，中国实行事实上的钉住美元汇率制度，人民币对美元的汇率一直保持在1美元兑8.28人民币的水平不变，由于中国经济基本面发生了变化，钉住美元的汇率制度导致人民币被低估，国内和国际上出现要求改革人民币汇率制度，让人民币升值的呼声。按照高储蓄两难理论的逻辑，麦金农主张人民币汇率保持在1美元兑8.28人民币的水平不变，因为让人民币升值将可能使中国经济最终陷入零利率的流动性陷阱。

高储蓄两难理论的一个核心是否定汇率在调整贸易收支中的作用。汇率对调整贸易收支究竟有没有作用是汇率经济学中最具争议的话题之一，我们在第三章和第七章讨论这个话题。在第三章，我们对高储蓄两难理论提出质疑，通过分析该理论背后两个关键命题（汇率变动对经常项目的调整无效和本币资产的风险升水为负）的证明中存在的问题，我们得出结论：前一个命题只是一个未被证明的假说；后一个命题则不适用于新兴市场国家（如中国）的情形。据此，我们认为，麦金农的高储蓄两难理论是有缺陷的，高储蓄未必是两难的，同时麦金农关于“如果人民币升值，中国将很有可能最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”的说法也是不能令人完全信服的。

第四章以人民币为对象，探讨均衡实质汇率和汇率失调的估计问题。均衡实质汇率是开放经济宏观经济学最重要的概念之一，经济学家和政策制定者越来越认识到实质汇率维持在失调的水平（即偏离长期均衡水平）会显著降低一国的福利和经济效率。汇率失调向经济主体传递出错误的信号，增加了经济不稳定，并对经济平衡产生负面影响。大量的理论和实证研究表明，汇率失调是识别一国经济脆弱性的关键指标，持久的汇率高估被视为危机的先兆。持久的实质汇率高估反映了一国不可持续的宏观经济状况，使得该国易于遭受投机攻击，爆发货币危机。相反，持久的汇率低估可能导致经济过热，这将产生物价上涨压力并且造成资源在贸易品和非贸易品部门之间的错误配置。因此，对于政策当局而言，汇率政策的首要目标是避免大的汇率失调拖延下去，迟迟



不能得到纠正。为此，政策当局需要了解本国汇率是否失调，失调程度如何？如果汇率失调，如何加以纠正？

估计汇率失调的程度一直是开放经济宏观经济学领域中最具挑战性的实证问题之一。一个根本困难在于：实质汇率的均衡值是不可观察的。传统上，经济学家们常常运用购买力平价原理测算均衡实质汇率以及汇率失调程度，在实行双重汇率制度的情况下，平行市场（或黑市）汇率也常常被用作测算汇率失调程度的工具。这些测算方法虽然简单和直接，但并非评估汇率失调程度的好方法。在第四章，我们运用行为均衡汇率模型对人民币均衡实质汇率和汇率失调程度进行实证研究。我们的主要发现是：（1）从1994年第四季度起，人民币均衡实质汇率处于不断升值的状态，其背后的主要驱动力量是我国制造业劳动生产率的快速上升和经常项目盈余导致的净对外资产余额的不断增加。（2）20世纪90年代以来，人民币实际实质汇率在大部分时间偏离均衡实质汇率轨迹，表现为人民币汇率的失调。其中，1992年第二季度至1994年第四季度为人民币汇率低估时期，1995年第一季度至1999年第二季度为人民币汇率高估时期，而1999年第三季度往后的时间为人民币汇率重新转为低估，并且低估程度有进一步扩大的趋势。对人民币汇率失调的原因分析表明，1997年以来，硬钉住美元的汇率政策是造成人民币汇率失调的一个主要的宏观政策因素。因此，从应对人民币汇率失调的角度讲，更为灵活的汇率政策将更有利于中国经济的稳定健康发展。

第五章转向探讨新兴市场国家货币危机的发生机制。近年来，在新兴市场国家发生的一系列货币危机都同时伴随着银行危机的发生，文献中将这种货币危机和银行危机共生的现象称为双重危机，双重危机概念首先是被卡明斯基和雷恩哈特（Kaminsky and Reinhart, 1999）使用和强调的。双重危机有别于传统的金融危机，例如，20世纪70年代发生的金融危机或表现为银行危机或表现为货币危机，两者很少有相关性。以1997年东亚货币危机为契机，双重危机开始受到研究者和政策当局的关注。一方面，以卡明斯基和雷恩哈特（1999）为代表的实证研究发现，自20世纪80年代以来，新兴市场国家发生的一系列金融危机都具有双重危机的特点，所以双重危机并非东亚危机所特有，而是具有相当的普遍性；另一方面，传统的货币危机理论对1997—1998年东亚货

币危机不能做出令人满意的解释。所以 1997 年东亚金融危机以后，双重危机的主题成为学术界和政策当局的讨论热点。

由于货币危机同时伴随着银行危机的发生，要全面地理解这种新型货币危机，关键是要理解银行系统在危机中的作用。而传统的货币危机文献仅将注意力集中在货币市场上，相对忽视了金融市场和金融机构的行为。因此，新一代货币危机理论无论侧重点有何不同，都将银行的微观机制作为货币危机模型的重要构件。在新一代货币危机模型中，比较突出和有较大影响的是 Chang 和 Velasco 以及拉德利特和萨克斯 (Radelet and Sachs) 的研究。他们通过将 Diamond 和 Dybvig 纯粹恐慌（或自我实现）的银行挤兑模型扩展到开放经济场合，构造了相应的双重危机模型，用以强调投资者的恐慌是造成新兴市场双重危机的重要原因。不过，这些模型并没有给出投资者恐慌的原因。

虽然投资者的恐慌是造成新兴市场双重危机的一个原因，但是，人们有理由相信新兴市场双重危机的背后一定有经济基本面的原因。事实上，卡明斯基和雷恩哈特 (1999) 对 1970—1995 年间 26 个银行危机和 76 个货币危机的样本所做的实证分析发现，在所考察的银行危机和货币危机中都发现大量经济基本面脆弱和恶化的证据，表明很难将它们表征为自我实现的危机。在第五章，我们通过应用基于信息的银行挤兑模型建立了一个双重危机模型，用以强调经济基本面的恶化是造成新兴市场双重危机的重要原因。这种经济基本面的恶化未必反映在传统的宏观经济指标中，而主要是反映在银行经营业绩等微观经济指标中。我们的模型对诸如经济基础面的脆弱如何导致双重危机，以及银行危机和货币危机如何相互作用等问题，做出了内生化的解释。模型结果与最近东亚危机的经验事实非常符合。

第六章讨论外汇衍生品市场存在的情况下针对本币的投机攻击与中央银行干预策略。当中央银行面临针对本币的投机性攻击时，一般会动用外汇储备进行干预。动用外汇储备是一种被动的干预方法，同时它也会受到自有外汇储备数量或国际信贷额度的制约。中央银行主动和积极的干预方法是运用短期利率工具来捍卫政府对汇率的承诺，这种策略在文献中被称作利率捍卫 (interest rate defense)。例如，1997 年 10 月 23 日，中国香港在面临投机性攻击时，就曾经把隔夜拆借利率从 3.5% 上

调至 30%，并最终成功地捍卫了港币的固定汇率。利率捍卫政策主要通过下面几个渠道对投机攻击产生影响：（1）提高短期利率，可以增加本国资产的吸引力，这可以缓解甚至停止外汇储备的流失；（2）因为规模较大的投机性攻击都是通过短期借入本币，并用这些资金买入外汇（即卖空本币）来运作的，所以大幅提高短期利率可以增加投机者的成本，使其知难而退；（3）中央银行知道提高短期利率会对本国经济造成负面影响，但如果它不顾这种成本而提高利率，就会给投机者传达出中央银行有捍卫汇率的决心和必胜信念的信号。

在外汇衍生品市场发展完善的环境里，投机攻击常常通过外汇衍生品市场进行。例如，最常用的方法是在外汇远期市场上卖空本币、持有本币远期空头合约。较之从银行借入本币换成外币的投机方法，这种方法的投机成本更低。这是因为，对于投机者的交易对象——商业银行而言，前者的交易属于表外业务而后者的交易属于表内业务，表内业务要涉及银行准备金的使用，从而发生更高的成本。外汇衍生品市场的发展给中央银行外汇干预和抵御针对本币的投机攻击带来了新的复杂因素，例如，旨在抵御危机的利率捍卫政策的有效性会因外汇衍生品市场参与者的动态对冲操作而受到影响；另一方面，外汇衍生品市场的发展也为中央银行提供了新的外汇干预手段。本章首先讨论远期外汇市场投机攻击与中央银行利率捍卫，特别是多头挤仓策略；然后介绍货币期权的定价原理和货币期权市场上的动态对冲操作，在此基础上讨论动态对冲操作下中央银行利率捍卫策略的有效性；我们也讨论了另一种“货币危机”——即针对本币升值的投机攻击——下的动态对冲操作；最后讨论动态对冲操作下中央银行的最优干预策略。

第七章对汇率不完全传递理论文献做出一个综述。汇率不完全传递是汇率经济学中的一个重要问题。汇率传递狭义上是指汇率变动导致贸易品以销售地货币计价价格的变动，广义上也指汇率变动导致其他物价水平的变动，汇率不完全传递是指汇率变动没有百分之百地传递到相应的价格上。汇率不完全传递对理解许多开放经济问题都是关键性的，贸易收支调整、实质汇率波动、宏观经济冲击的国际传导、最优货币政策、国际政策协调的福利收益等问题都与汇率传递率的大小有关。例如 20 世纪 80 年代前半期，美国与其他主要工业化国家的贸易收支不平衡

的加剧导致了《广场协议》的出台和主要工业化国家大幅度的汇率干预，然而美元对其他货币的大幅度贬值没有像人们期待的那样迅速减少美国的贸易收支逆差。这引出了所谓的“调整之谜”，即为什么汇率对贸易收支的调整并不是如此有效。汇率不完全传递对此给出了部分答案：如果汇率变动只是部分地反映在进出口价格上，那么即使进出口需求的价格弹性很高，汇率对进出口数量的调整也将是弱的。换句话说，低汇率传递率使得贸易流对汇率变动不敏感成为可能。

汇率经济学另一个谜题是主要工业化国家转向浮动汇率制度以来，其实质汇率与名义汇率一样呈现出频繁和大幅波动，并且两者波动高度同步，这与购买力平价的预言是相悖的。这同样与汇率不完全传递有一定的关系，如果名义汇率对物价水平的传递率很低或者存在时滞（第八章），那么实质汇率将随名义汇率的波动而波动。名义汇率对物价水平的传递率很低也解释了工业化国家在名义汇率波动变得更加剧烈的时代并没有观察到出现恶性通货膨胀或通货紧缩现象的谜题。由于汇率不完全传递的重要性，国际上产生了大量的相关研究文献。早期的文献着重研究汇率对进口价格不完全传递的成因，近年来的文献更多地探讨汇率不完全传递造成的支出转换效应减弱对宏观经济的影响，以及汇率不完全传递如何影响最优货币政策制定。本章遵循这一发展脉搏，综述以下两方面理论文献：（1）汇率不完全传递的成因；（2）汇率不完全传递对宏观层面的影响。

第八章实证研究汇率变动对物价水平的传递。汇率对进口价格及国内其他价格水平的传递率大小是决定汇率调节贸易收支以及稳定国内物价水平作用如何的一个关键因素。国外大量的实证研究发现，汇率对进口价格是不完全传递的，并且存在一定的时滞，即汇率变动只是部分地反映在进出口价格上，这支持了第七章介绍的汇率不完全传递理论。这不仅表明汇率的支出转换效应会受到削弱，从而汇率调节贸易收支的功能将有一定程度的减弱，而且意味着汇率对国内其他物价的传递同样是不完全的而且存在时滞。汇率对国内价格链中的生产者价格和消费者价格传递效应的强弱直接影响货币政策对通货膨胀的作用效果和对通货膨胀的预测，所以，汇率传递也是一国货币当局制定货币政策时所应当考虑的一个重要因素。

由于中国经济具有较高的开放度，实证上得出人民币汇率对国内价格的传递程度的具体估计值对政策制定有重要的参考意义。第八章从实证角度出发，研究人民币汇率对国内不同价格的传递效应。与现有研究相比，本章的特点在于同时研究了人民币汇率对国内价格链中进口价格、生产者价格和消费者价格的传递效应，从而可以比较人民币汇率对价格链条中不同价格的传递程度和速度，为政策当局和研究者提供关于人民币汇率作用的更为丰富的实证结果。第八章的实证结果表明：平均来看，1994—2007年间，人民币汇率变动等外部冲击对我国国内价格变动只有适度的解释力，但2005年7月汇改以后，人民币升值对降低国内通货膨胀有比较显著的解释力。另外，人民币名义有效汇率对不同消费品价格的传递率存在显著差异，其中对食品、家庭设备类消费品价格的传递程度明显高于对其他类消费品价格的传递程度。

汇率是一个充满争议的政策工具，汇率变动对贸易收支调整的作用如何是这种争议的一个代表性的例子，第三、第七两章对该问题进行了一些探讨。另一个代表性的例子是关于汇率变动对产出的效果。传统开放经济宏观经济理论认为，汇率贬值会导致支出转换，增加贸易品生产，进而造成出口的增加和进口的减少，从而使得产出增加。所以，贬值具有扩张性的效果（升值具有紧缩性效果）。然而，汇率贬值这一传统稳定政策的效果一直受到一些学者的质疑，他们认为，即使汇率贬值可以达到相对价格重新调整的目标，也会使经济付出高额成本，其中的一个成本是使总产出减少，文献中将这种效应称为紧缩性贬值。学者们通过研究揭示出一系列渠道，通过这些渠道汇率贬值对经济活动具有紧缩效应（升值具有扩张性效应）。

中国经济近年来呈现出比较明显的外部失衡和内部失衡，其主要根源是人民币汇率失调，具体而言，人民币汇率近年来持续被低估（第四章）。我国政府对是否允许人民币升值非常谨慎，主要原因是担心人民币升值如传统宏观经济理论所言是紧缩性的，从而造成中国经济增长放慢和失业上升。在第九章，我们运用向量自回归模型实证考察了人民币汇率冲击对中国产出的影响，我们的研究表明，在控制了可能导致人民币实质汇率与中国产出之间伪相关来源后，人民币实质汇率升值仍会导致中国产出一定程度的下降，因此汇率升值在中国确实是紧缩性的，

“紧缩性贬值”文献揭示的贬值紧缩性效应（升值扩张性效应）在中国不是支配性的。然而，一旦考虑了中国经济的国际金融联系，实质汇率冲击对中国产出变动的解释力和影响程度明显变小，而美国利率冲击对中国产出变动有更大的影响，其影响超过了人民币实质汇率冲击的影响。我们进一步分析了实证结果背后的可能原因，并且对人民币汇率政策提出建议。

本书是作者近年来在汇率经济学领域所做研究的一个小结，章节的内容曾经在经济学刊物上或著作中发表，本书对这些论文作了一些修改。这些论文是：The Black Market Premium and the Rate of Inflation in a Dual Exchange Rate Regime, *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 5, No. 1, 2000；《高储蓄真是两难的吗？——与麦金农教授商榷》，《经济学季刊》2005年第1期；《人民币均衡汇率与汇率失调：1991—2004》（与余海丰合作），《经济研究》2005年第4期；《基于信息的双重危机模型及其在东亚危机中的应用》，《经济学季刊》2001年第1期；《投机攻击与中央银行干预策略》（与李苗献、赵留彦合作），《人民币外汇衍生品市场：路径与策略》（韩立岩、王允贵主编），科学出版社2009年版；《汇率传递理论文献综述》（与傅雄广合作），《世界经济》已接受；《人民币汇率变动对我国价格水平的传递》（与傅雄广、许伟合作），《经济研究》2008年第7期；Are Currency Appreciations Contractionary in China? *NBER Working Paper No. 12551*, 2006。

## 第二章 双重汇率制度下的 汇率并轨

本章考察在一个由官方外汇市场和外汇黑市（或外汇平行市场）组成的双重汇率体制中，黑市溢价与通货膨胀率的关系，并且对有关两种汇率并轨的一些关键的政策性问题进行分析。在许多发展中国家，双重汇率体制是一种普遍的制度安排。中国在20世纪90年代初期就曾实行官方固定汇率与外汇调剂市场浮动汇率并存的双重汇率制度。对于那些没有充足的外汇储备和对外借贷能力的国家，当它们的国际收支平衡存在困难时，双重汇率体制被认为对于防止它们的外汇储备被耗空是有帮助的<sup>①</sup>。一些人甚至认为，双重汇率体制通过保护一个被高估的汇率，能够帮助本国企业获得廉价的进口，特别是资本品和中间投入品，从而促进经济增长。

但是在实践中，这些国家发现，双重汇率体制非常难以管理，并且对于实现上述任何一项政策目标都是没有效率的。这种体制会激励不法交易，从而导致关税收入的损失并减少官方渠道的外汇流入。它也鼓励了寻租活动，从而使得稀缺资源无法实现最优配置。而且，外汇黑市的存在会促进货币替代，从而减少政府的铸币税收入。由于这些原因，从20世纪八九十年代起，一些发展中国家便采取措施来统一官方市场和黑市的汇率，并将它们的汇率体制转变为浮动汇率制（Agenor, 1992; Quirk et al., 1987）。

---

<sup>①</sup> 一国通过官方干预而维持的单一汇率在外汇市场上会受到因国内扩张性经济政策或不利的部冲击而形成的需求压力的影响。如果该需求压力被部分地转移到不需要官方干预、汇率自由波动的平行市场或黑市上去，由于这个市场上的外汇压力是通过汇率贬值而不是外汇储备减少表现出来的，官方外汇储备的消耗便可得到缓解。

这些改革的明确目的是缩小外汇黑市的规模并减少黑市溢价，从而提高资源配置效率并促进出口。一个自然的问题是，这种资源配置效率的改进是否与宏观经济的稳定相冲突。一些人指出，黑市溢价起着一种税的作用，所以在通过降低黑市溢价来刺激出口的资源配置目标和为政府支出融资的财政目标之间存在着冲突（Kharas and Pinto, 1989; Lizondo, 1991; Pinto, 1991）。根据这种观点，只要货币需求对通货膨胀率的弹性小于1<sup>①</sup>，在黑市溢价与通货膨胀率之间就存在着取舍（trade-off）的关系。

但是，这个结果严重依赖于税收为总量税（lump-sum tax）的假定和如下设定：与黑市溢价相关的隐性出口税并不直接包含在政府的预算约束式中。此外，绝大多数先前的模型都没有一个坚固的微观基础，从而存在一些特定的缺陷。例如，当黑市上存在溢价时，从官方市场上获得的外汇就对它的持有者产生了一个收益，所以这一收益就必须出现在私人部门或政府的预算约束式中。据我们所知，在现有的模型中，没有一个模型明确地考虑了将溢价包含进预算约束式的必要性，这也许是因为这些模型没有坚固的微观基础的缘故。

在本章中，我们将隐性出口税纳入政府的预算约束式中，并且对包含了官方市场和黑市的双重汇率体制建立了一个动态最优化模型。据此我们发现，对于一个给定的长期通货膨胀率，系统一般存在两个均衡：一个高溢价均衡和一个低溢价均衡，而现有的文献只能得出存在唯一的一个均衡。存在双重稳态均衡反映了一条拉弗（Laffer）曲线，即相同数量的出口税收可以在任一个稳态均衡下获得。而且我们的模型可以证明，高溢价均衡是不稳定的，而低溢价均衡是鞍点稳定的，这表明，在理性预期下，存在唯一一条收敛于低溢价均衡的最优路径。

作为这个模型的一个政策含义，我们也将证明官方汇率爬行率（亦即稳态下的通货膨胀率）的一个上升对于黑市溢价会产生两个效应，即融资效应和资产组合效应。在黑市溢价与通货膨胀率之间是否存在着取舍关系，便取决于以上两个效应哪一个更强。如果融资效应更强，那么黑市溢价将随着汇率爬行率的上升而上升；相反，如果资产组

① 在本章，为了能够与文献里的标准结果进行比较，我们将始终假定这个条件。



合效应更强，那么黑市溢价就会降低。所以，现有文献中所讨论的，在双重汇率机制中，黑市溢价与通货膨胀率之间存在取舍关系的结论并不是一般性地成立的<sup>①</sup>。

## 第一节 双重汇率制度

本节对双重汇率制度做一个简要的介绍。一般而言，有两类双重汇率制度在文献中得到讨论：一类是商业—金融双重汇率制度，包括两个官方批准的外汇市场，其汇率分别适用于经常账户和资本账户交易；另一类是官方—黑市双重汇率制度，它包括一个官方批准的外汇市场和一个外汇黑市（或平行市场）。

这两类双重汇率制度彼此之间存在根本性的不同。在商业—金融双重汇率制度中，商业外汇市场上对经常账户外汇支付的数量限定通常是有限的，实践中，商业外汇市场是通过外汇干预和汇率调整的某种组合实现出清。然而，在官方—黑市双重汇率制度中，在官方的外汇市场上，外汇支付数量与交易限制却被广泛采用，官方市场并不是基于市场机制，而是通过进口许可和资本管制等配给措施实现市场的出清。另一个不同是，官方—黑市双重汇率制度总是倾向于存在很长时间，因为职权部门能够从中获得金钱上的好处；而商业—金融双重汇率制度却往往是明确地作为一种临时性的机制被引入，用以帮助实现一种汇率制度向另一种汇率制度的转变（例如，从固定汇率制向浮动汇率制）。从这个意义上讲，官方—黑市双重汇率制度对于有关的经济具有长期的政策含义。

关于商业—金融双重汇率制度的文献数量相对较多（例如，Agenor and Flood, 1992；Bhandari and Decaluwe, 1987；Flood and Marion,

---

<sup>①</sup> 在现有文献中，爬行汇率爬行率的变化对黑市溢价只有资产组合效应，这是由于它们的总量税的假定。这解释了文献中的通常结果，即货币需求的通货膨胀弹性决定了取舍关系存在与否。但是，当存在两种效应时，决定性因素就是这两种效应之间的相对强度，而不是每一种效应的绝对强度。