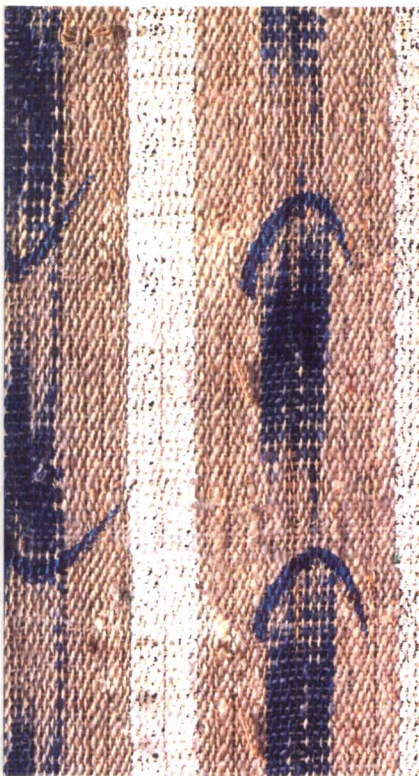




日元 汇率 波动的 经济效应研究

罗忠洲 著

 中国金融出版社

日元汇率波动的经济 效应研究

罗忠洲 著



中国金融出版社

责任编辑：戴 硕 高 露

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

日元汇率波动的经济效应研究 (Riyuan Huilü Bodong de Jingji Xiaoying Yanjiu) / 罗忠洲著 .—北京：中国金融出版社，2006.8
ISBN 7 - 5049 - 4113 - 1

I . 日… II . 罗… III . 日元—汇率—研究—1971 ~ 2003
IV . F833.136

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 083048 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www.chinafph.com](http://www.chinafph.com)

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市瑞丰印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 14.5

字数 276 千

版次 2006 年 10 月第 1 版

印次 2006 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 38.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序 言

广场协议后日元升值对日本宏观经济的影响，在 2002 年以来人民币汇率问题的讨论中引起学术界的关注。有学者认为，日元升值是导致日本经济陷入“平成不况”泥潭的主要因素，而有些学者则持相反的看法。那么，日元升值对日本宏观经济究竟产生了怎样的影响？我们从日元汇率波动与日本宏观经济的关系中可以得出哪些结论？对人民币汇率改革有何启示？也许，这就是罗忠洲博士这本专著出版的意义所在。

毋庸置疑，汇率波动对宏观经济以及微观经济主体的行为会带来怎样的影响？这是我们当前急需研究的理论问题之一。日元进入浮动汇率以来经历了长期的升值过程，人民币升值的背景与日元在 1985 年广场协议后升值的背景有很多相似之处，对进入浮动汇率以来，日元长期波动的经济效应进行理论和实证研究，有利于我们为人民币汇率波动的经济效应提供一个系统的分析框架，并从日元汇率波动对日本经济的影响中吸取有益的经验与教训。

罗忠洲博士的《日元汇率波动的经济效应分析》一书，以进入浮动汇率（1971~2003 年）的日元为对象，运用理论论证和实证分析相结合的方法，先从理论上研究了汇率波动的经济效应，在此基础上，从对外贸易、对外直接投资、国内物价、国内利率、经济增长等方面对日元长期波动的经济效应进行了全面的实证研究，从而为研究汇率波动的经济效应提供一个全新的分析方法。

汇率波动对一国经济最直接的影响是对外贸易，通过进出口对一国的国内价格和生产成本也有传导作用，进而影响到一国的对内和对外直接投资。为了降低汇率持续升值（或贬值）可能对经济带来的负面影响，货币当局可能调整国内的利率以促进投资和消费，也可能干预外汇市场以减少汇率超调现象的发生。这样汇率波动通过投资、消费、进出口等间接地影响到一国的经济增长。

遵循上述逻辑思路，作者在第一章从价格的角度研究了日元汇率波动对贸易收支的影响。研究表明日元升值改善了日本的贸易条件，由于日元汇率对出口价格的传递率较低，日元升值短期内对贸易收支盈余有负面影响，但从长期来看，该影响不明确。第二章作者研究了日元汇率波动与国内价格的关系。研究表明由于汇率波动并非完全传递到进口价格，进口中间产品只是最终产品的组成部分，因此，日元汇率波动对出口价格、批发物价和消费价格的影响是不断递减的。第三章作者研究了日元汇率波动对对外直接投资的影响。研究表明



日元汇率的升值促使了日本制造业的对外直接投资，而对外直接投资的变动又会通过影响产业结构、贸易和就业等方面影响到日本的宏观经济。第四章作者研究了日元汇率波动对利率的影响。在日元升值（贬值）的情况下，日本银行将降低（提高）利率，但广场协议后，持续的低利率是日本政府对日元汇率升值的经济影响估计错误、过度反应的结果。第五章作者主要研究了日元汇率波动、外汇市场干预及其对外汇储备、货币供应量的影响。研究表明日本货币当局的干预尤其是联合干预对日元兑美元汇率产生了影响，日本货币当局通过干预外汇市场获得了巨额的收入。第六章作者用宏观经济学模型综合了第一章至第五章的研究成果，在理论上和实证上进一步分析了汇率波动对整个宏观经济的综合效应。

本书最具价值的地方就在于比较全面、系统地研究了汇率波动的经济效应，并从对外贸易、对外直接投资、国内物价、国内利率和经济增长等方面，对进入浮动汇率以来（1971年～2003年），日元汇率波动对日本经济的影响进行了系统、全面的实证分析，得出了一些有益的结论。这些结论对当前人民币汇率的进一步改革具有很好的借鉴意义：避免人民币持续且大幅度地升值，将有利于出口企业化解升值带来的不利影响，减缓汇率升值对贸易收支带来的冲击；避免人民币持续且大幅度地升值，将有利于中央银行在执行利率政策时更具独立性，避免因汇率波动幅度过大对国内经济可能带来不利影响而造成利率政策的过度反应；避免人民币出现持续且大幅度地升值，将尽可能保持中国吸引直接投资的能力，避免因汇率波动造成直接投资的大起大落，进而影响到就业和经济增长。

本书虽然对进入浮动汇率以来日元汇率波动的经济影响做了系统、全面的实证分析，但有些结论只限于作者建立的模型、研究的时间段内是正确的，是否能成为普遍适用的理论还有待进一步地研究。因此，扩大实证分析的样本，利用跨国（地区）的截面数据进行比较分析，对目前的结论做出进一步的检验是后续研究的课题。

通观全书，作者以其深厚的经济学功底，采用合适的分析方法，在汇率研究领域，辛勤耕耘，系统地分析了日元汇率波动的经济效应，其研究成果具有重要的理论价值和现实意义。作为罗忠洲博士的导师，我十分欣赏他的勤奋努力精神，并对他能取得优秀的研究成果而感到由衷地高兴，预祝他在今后的研究工作中取得更大的成就。

黄泽民
2006年2月26日

内容摘要

本文通过分析汇率波动对对外贸易、对外直接投资、物价和利率等方面的影响，全面系统地分析了汇率波动的经济效应。从对外贸易、对外直接投资、物价和利率等方面，对实行浮动汇率制以来（1971～2003年），日元汇率波动对日本经济的影响进行了系统、全面的实证分析，得出了一些有益的结论。

本文还系统地介绍了新开放宏观经济学的最新成果，实证分析了企业的价格设定行为弱化汇率的价格传递效应情况。不仅从宏观上实证分析了汇率波动对对外贸易、对外直接投资、物价的影响程度，而且从微观上实证分析了汇率波动对不同行业的进出口价格、对外直接投资、批发物价的影响。

导论主要介绍研究的缘起和意义，接着介绍论文的框架、研究的基本思路和结构安排，最后介绍本文的主要创新之处及不足之处。

第一章主要从价格的角度研究日元汇率波动对贸易收支的影响。一般来说，对外贸易的发展可以促进一国的经济增长。弹性分析法认为在满足一定的条件下，汇率波动可以调节一国的贸易收支状况。我们首先从日元汇率波动对进出口价格的传递率的角度来解释短期内日元汇率波动对进出口额影响不明显的原因，然后对日元汇率波动的贸易条件效应进行了实证分析，最后对日元汇率波动影响进出口额的情况进行实证分析。

第二章主要研究日元汇率波动对国内价格的影响。汇率波动首先影响进口价格，然后影响到批发物价，最后传导到消费价格。由于汇率波动并非完全传递到进口价格，进口中间产品只是最终产品的组成部分，因此，汇率波动对出口价格、批发物价和消费价格的影响是不断递减的。本章首先分析汇率波动对价格影响的路径，然后分析开放经济条件下汇率的价格传递效应不完全的原因，接着对日元汇率波动的进口价格传递率进行实证分析，最后对日元汇率波动影响日本国内批发物价、日本国内消费物价的情况进行了实证分析。

第三章主要研究日元汇率波动对对外直接投资的影响。从理论上说，汇率波动通过相对生产成本和财富效应等渠道影响对外直接投资，而对外直接投资的变动又会通过产业结构、贸易和就业等方面影响投资国和东道国的宏观经



济。我们首先对日元汇率波动影响日本的对外直接投资进行了实证分析；然后，从产业空洞化的角度，分析了对外直接投资导致日本国内产业空洞化进而影响产业结构的过程；接着讨论了对外直接投资对贸易的影响；最后，从投资国和东道国的角度讨论了对外直接投资对就业的影响。

第四章主要研究汇率波动对利率的影响。国际金融理论中的许多内容都涉及利率与汇率的关系问题，由于分析的角度不同，因而所阐述的利率与汇率的关系也不同。本章首先从理论上分析汇率与利率的关系；然后实证分析日元汇率对日本国内长、短期利率的影响；接着回顾实行浮动汇率制以来，日元汇率变动对日本国内利率的影响情况，特别是达成广场协议以来，国际政策协调背景下的日元汇率与利率走势；最后，从理论上说明日本出现低利率、物价稳定与资产价格上涨的原因。

第五章主要研究日元汇率波动、外汇市场干预及其对外汇储备、货币供应量的影响。干预外汇市场的目的主要是抑制汇率的大幅度单向波动。而干预政策的实施客观上造成了国际储备的变动，并可能造成货币供应量的增减，从而影响国内宏观经济。本章首先分析干预的目的、成本与收益；然后分析干预的有效性，外汇市场干预对国际储备和货币供应量的影响；最后分析 1991 ~ 2002 年日本货币当局干预日元汇率的过程、特点及效果。

第六章主要用宏观经济学模型综合第一章至第五章的研究成果，在理论上和实证上进一步分析汇率波动对整个宏观经济的综合效应。首先在新开放宏观经济学框架内，分析企业价格设定比例的大小对汇率波动的经济效应的影响；然后将汇率波动对利率、进出口等方面的实证研究模型导入宏观经济模型，推导出汇率波动影响经济增长的理论模型，在此基础上，实证分析日元汇率波动对日本 GDP 的影响；最后，以日元汇率对东亚经济的影响为例，来分析汇率波动对区域经济的影响情况。

最后是结论，对全文进行总结。

【关键词】 汇率波动 价格传递 对外贸易 对外直接投资 经济增长

Abstract

This thesis focuses on comprehensive analysis of economic effects of exchange rate volatility on foreign trade, direct investment, commodity prices, interest rates and so forth, followed by all – round empirical studies of the exchange rate fluctuations 'effects on Japan 's economy since its adoption at float exchange rate (1971 ~ 2003) some conclusions are drawn then on such bases.

Other contributions of the thesis are a systematic introduction of the latest achievements of new open macro – economy and an empirical analysis of given prices. Not only from macro economic perspective, but also from microeconomic view, empirical analysis are conducted that to what extent exchange rates fluctuations affect foreign trade, direct investment, commodity prices.

The first chapter is an introduction which provides the background of the research and its purposes. A literature review on the effects of exchange rate volatility on economics is given. And the following is about the arrangement of this research, including its logic, structure and conclusions, with a review of this research 's innovative points and limitation at the end.

The second chapter studies the impact of exchange rate volatility on the balance of trade account. Generally speaking, foreign trade can promote the economic growth of a country, and elasticity approach suggests that exchange rate volatility can adjust a country 's trade balance. This chapter conducts an empirical analysis on the effects of exchange rate volatility on the import and export volume, and explains why the effects are not significant in short – term from by means of the transferring rate of import and export prices. As a step further, the research provides an empirical analysis on the impact of exchange rate volatility on the conditions of trade.

The third chapter is focused on the effects of exchange rate volatility on FDI. Theoretically, exchange rate volatility impacts FDI by means of relative pro-

duction cost effect and wealth effect, while FDI in turn affects the economy of the investing and invested countries through several aspects such as industry structure, trade and employment. This chapter makes an empirical analysis about the effects of Yen's volatility on Japan's FDI, and then discusses the emptiness of domestic industry as a result of FDI, which negatively affects the upgrading process of domestic industry. Finally, the effects of FDI on employment from the perspectives of both investing and invested countries are analyzed.

The fourth chapter studies the relationship between exchange rate volatility and domestic price level. Exchange rate volatility first affects the import price, then the wholesale price, and finally the retail price. The exchange rate volatility is not totally transferred to the import price, because imported intermediate goods form only part of final goods, and the effects of exchange rate fluctuation on the export price, the wholesale price and retail price is gradually decreasing. This chapter first analyses the transferring path of exchange rate volatility on domestic prices. Then it explains the reason why only part of the exchange rate volatility is transferred to the price level in the condition of an open economy. Empirical analysis is made upon the transferring rate of exchange rate volatility onto the import price, domestic wholesale price and retail price.

The fifth chapter explores the effects of exchange rate fluctuation on interest rate. There are many theories studying the relationship between exchange rate and interest rate in the international finance area, and different relationships are inferred based on various analytical angles. This chapter first examines the theoretical relationship between exchange rate and interest rate. And a case study of Japan is provided, by reviewing the impact of exchange rate of Yen on domestic interest rate since Japan took the floating exchange rate mechanism, especially after September of the year 1985, under the background of international coordination. Finally, this chapter provides the theoretical explanation of low interest rate, stable price level and increasing asset prices in Japan.

The sixth chapter is focused on exchange rate volatility, government intervention on the foreign exchange market and its effect on official reserves and money supply. The purpose of government intervention on the foreign exchange market is meant to check one-sided huge move of exchange rates, while its practice consequentially changes the official reserves and money supply, which in turn disturbs domestic economy. This chapter first analyzes the purpose of intervention, its costs



and benefits, then discusses the effectiveness of government intervention, and finally focuses on its impact upon official reserves and money supply.

The seventh chapter utilizes macroeconomic models to summarize the conclusions drawn in chapter Two to chapter Six, and analyses the comprehensive effects of exchange rate volatility on the macro – economy both in theory and empirical analysis. This chapter first analyzes how the price setting of companies affects the degree of exchange rate 's impact on the economy. Then a theoretical model depicting the effects of exchange rate fluctuation on economic growth is deduced by incorporating empirical models describing the impacts of exchange rate on several aspects of an economy such as interest rate, import and export. Based on this model, an analysis of the effects of changing exchange rate of Yen on Japan 's GDP is provided. Finally, taking the effects of Yen on the economies in the eastern Asian region as an example, this research analyses the effects of exchange rate volatility on regional economy.

Key words exchange rate volatility pass – through foreign trade FDI
economic growth

目 录

导论	1
第一章 日元汇率波动、价格与贸易收支	7
第一节 对外贸易与经济增长的关系	7
第二节 日元汇率波动对进出口价格传递率的实证分析	11
第三节 日元汇率波动的贸易条件效应的实证分析	19
第四节 日元汇率波动影响进出口额的实证分析	27
本章小结	44
第二章 日元汇率波动、进口价格与国内物价	47
第一节 汇率波动对价格影响的路径	47
第二节 开放经济条件下汇率的价格传递效应	49
第三节 日元汇率波动对进口价格传递率的实证分析	55
第四节 日元汇率波动对国内批发物价影响的实证分析	61
第五节 日元汇率波动对国内消费物价影响的实证分析	69
本章小结	73
第三章 日元汇率波动、对外直接投资与产业空洞化	75
第一节 日元汇率波动对对外直接投资影响的实证分析	75
第二节 日元升值、国内产业空洞化与产业结构调整	83
第三节 对外直接投资与对外贸易：替代和互补	92
第四节 对外直接投资与就业	98
本章小结	103
第四章 日元汇率波动、利率与资产价格	105
第一节 汇率与利率的理论模型	105



第二节 日元汇率影响利率的实证分析·····	109
第三节 国际政策协调、利率政策与资产价格·····	120
本章小结·····	130
第五章 日元汇率波动、外汇市场干预与国际储备·····	132
第一节 干预的目的和成本收益分析·····	132
第二节 干预外汇市场有效性的分析·····	137
第三节 汇率波动、国际储备与货币供应量·····	142
第四节 日元汇率干预政策的实证分析·····	146
本章小结·····	156
第六章 价格设定、日元汇率波动与经济增长·····	158
第一节 价格设定、汇率波动及其效应·····	158
第二节 日元汇率波动影响经济增长的实证分析·····	179
第三节 日元汇率波动影响区域经济增长的实证分析·····	185
本章小结·····	193
结论·····	194
参考文献·····	202
后记·····	215

图表目录

图 1-1	1971~2003 年日元名义汇率与贸易条件	23
图 1-2	1971~2003 年日本的进出口价格与批发物价	40
图 1-3	1971~2003 年日本的贸易收支与汇率升值	42
图 2-1	汇率波动影响价格的路径	49
图 2-2	日元兑美元的名义汇率与名义有效汇率	64
图 3-1	部分制造业海外生产比率的变化趋势	81
图 3-2	1980~2000 年日本制造业的劳动投入量占整个行业的比例	85
图 3-3	自由贸易条件下国际资本流动与国际贸易 (A 国)	94
图 3-4	自由贸易条件下国际资本流动与国际贸易 (B 国)	95
图 3-5	非自由贸易条件下国际资本的流动与国际贸易	96
图 4-1	1971~2002 年日元兑美元名义汇率及购买力平价汇率	114
图 4-2	1971~2002 年日元兑美元名义汇率对购买力平价汇率的 偏离率	115
图 4-3	1985~1992 年日元汇率与美日长期利率差	123
图 4-4	经常账户和资本账户	128
图 5-1	外汇干预影响汇率的路径	137
图 6-1	PTM 与金融政策的国际波及效果	179
图 6-2	1971~2002 年日元实际汇率的波动与日本实质 GDP	180
图 6-3	1971~2002 年日元汇率波动和日本对东亚经济体的 直接投资	186
图 6-4	1971~2002 年日元汇率波动和东亚经济体的出口	187
表 1-1	1971~2003 年日本出口价格的影响因素	15
表 1-2	日元汇率波动及其出口价格传递率	16
表 1-3	日元汇率对日本各行业的出口价格传递率	16
表 1-4	日本各行业的出口价格对国内批发物价的弹性	18

表 1-5	日本贸易条件的影响因素	24
表 1-6	日元的四次升值期间	25
表 1-7	日元升值对日本贸易条件的影响	25
表 1-8	20 世纪 90 年代前后日本贸易条件的影响因素对照	26
表 1-9	1971~2003 年日本实质出口额等变量的 ADF 检验值	34
表 1-10	1971~2003 年日本实质出口额、世界实质进口额、日本出口 相对价格的 Johansen 协整检验	36
表 1-11	1971~2003 年日本实质进口额、名义 GDP、进口相对价格的 Johansen 协整检验	36
表 1-12	日本实质出口额预期误差的 Cholesky 方差分解结果	39
表 1-13	日本实质进口额预期误差的 Cholesky 方差分解结果	39
表 2-1	日本进口价格的影响因素	58
表 2-2	日元汇率对进口价格的传递率	59
表 2-3	汇率对日本各行业的进口价格传递率	60
表 2-4	1971~2003 年日本批发物价的影响因素	65
表 2-5	1971~2003 年日本分行业批发物价的影响因素	66
表 2-6	1971~2003 年日本消费物价的影响因素	71
表 2-7	1971~2003 年日元汇率对价格的影响因素	72
表 3-1	1971~2002 年日本制造业对外直接投资的影响因素	79
表 3-2	1971~2002 年日本各制造业对外直接投资的影响因素	80
表 3-3	2000 年日本海外生产比例	84
表 3-4	1994、2000 年日本扩大对外直接投资的理由	87
表 3-5	2002 年日本国内外生产和研究的比例情况	89
表 3-6	1999 年部分东道国和地区制造业中外资企业雇员的人数及 比重	100
表 4-1	1986~1995 年日本贴现率的调整过程	111
表 4-2	1985~1995 年日元升值与贴现率的调整	112
表 4-3	1985~1995 年日本银行调整通知放款利率的政策反应函数	113
表 4-4	1971~2002 年日本实际长期利率、美国实际长期利率、日元 实际汇率的 Granger 因果检验	115
表 4-5	1971~2002 年日元实际汇率、美国实际长期利率、日本实际 长期利率的单位根检验值	116
表 4-6	1971~2002 年日本实际长期利率、美国实际长期利率、日元 实际汇率的 Johansen 协整检验	117



表 4-7	日本实际长期利率预期误差的 Cholesky 方差分解结果	118
表 4-8	1971 ~ 1973 年美日利率、汇率与物价指数	121
表 4-9	1981 ~ 1991 年马歇尔的 K	127
表 5-1	中央银行资产负债表	144
表 5-2	干预与公开市场操作的政策搭配类型	146
表 5-3	日本外汇资产特别会计与中央银行的资产负债简表	147
表 5-4	干预日元汇率的目的、手段	149
表 5-5	1991 年 4 月 ~ 2002 年 3 月日元汇率的干预区间	153
表 5-6	1991 年 4 月 ~ 2002 年 3 月日元汇率的非干预区	154
表 5-7	1991 年 4 月 ~ 2002 年 3 月干预日元汇率所用的资金额	155
表 6-1	PCP 企业和 PTM 企业的价格设定	161
表 6-2	PTM 对汇率波动消费效应的影响	173
表 6-3	PTM 对汇率波动的生产效应的影响	175
表 6-4	PTM 对汇率波动的经常收支效应的影响	176
表 6-5	PTM 比例对汇率波动的经济福利效应的影响	177
表 6-6	1971 ~ 2003 年日本实际 GDP、日元实际汇率、世界实质 进口额的单位根检验值	183
表 6-7	1971 ~ 2003 年日本实际利率、美国实际利率、日元实际汇率的 Johansen 协整检验	183
表 6-8	日本实际 GDP 预期误差的 Cholesky 方差分解结果	184
表 6-9	东亚经济体 GDP 增长的主要决定因素: 1982 ~ 1997 年	191
表 6-10	东亚经济体的产出效应和汇率效应: 1982 ~ 2000 年	192

导 论

一、问题的提出及研究的意义

2002 年以来,国际社会要求人民币升值的呼声不断高涨,于是国内外对人民币汇率问题展开了大讨论。在人民币是否升值及升值会对宏观经济带来怎样影响的大讨论中,很多研究者都提及日元升值对日本宏观经济的影响,认为日元升值导致了 20 世纪 80 年代后期的泡沫经济和 20 世纪 90 年代初以来的经济衰退^①。因此,有的学者主张人民币汇率应维持不变。另一些学者则认为,更为弹性的汇率制度有利于中国执行独立的货币政策。人民币升值还具有缓解贸易摩擦、改善贸易条件、提升人民币的国际地位等诸多优点。

从 2005 年 7 月 21 日起,我国开始实行以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,有管理的浮动汇率制度。人民币不再盯住单一美元,形成更富有弹性的人民币汇率机制,人民币兑美元升值 2%,正式启动新一轮的汇率改革。人民币兑美元开始升值以来,一直保持小幅、缓慢的升值过程。

毋庸置疑,汇率波动对对外贸易、对外直接投资、国内物价、国内利率、经济增长等宏观经济指标以及微观经济主体的行为产生的影响是我们当前急需研究的理论问题。日元实行浮动汇率制以来经历了长期的升值过程,人民币升值的背景与日元在 1985 年广场协议后升值的背景有很多相似之处,对实行浮动汇率制以来日元长期波动的经济效应进行实证研究无疑具有很好的参考价值。

本书先从理论上研究汇率波动的经济效应,在此基础上,以 1971 ~ 2003 年的日元为对象,从对外贸易、对外直接投资、国内物价、国内利率、经济增长等方面对日元长期波动的经济效应进行全面的实证研究。目的是试图建立研究汇率波动的经济效应的框架,从理论和实证两方面探讨一下问题:日元长期升值为何带来持续的贸易顺差?日元长期升值为何促进了日本对外直接

^① McKinnon 和 Ohno (1997) 将日元升值对日本经济带来的一系列不良影响称为“日元升值综合症”(Syndrome of the Ever-higher Yen)。



投资的增加,其影响程度如何?日元长期升值影响日本国内物价的路径及程度怎样?在开放经济条件下,日本国内的利率政策如何受到日元汇率的影响?日元汇率的波动如何影响日本和东亚的经济增长?对这些问题的理论和实证研究有利于我们系统地分析汇率波动的经济影响,为人民币汇率波动对宏观和微观经济的影响提供一个系统的分析框架,并从布雷顿森林体系崩溃后日元汇率波动对经济的影响中吸取有益的经验。

二、论文框架及基本思路

(一) 逻辑结构图

