

汇率制度选择： 经济学文献贡献了什么

The Choice of Exchange-rate Regimes:
Where Do We Stand

范从来 刘晓辉 著



创于1897

商務印書館

The Commercial Press

□ 货币政策研究系列

汇率制度选择： 经济学文献贡献了什么

The Choice of Exchange-rate Regimes:
Where Do We Stand

范从来 刘晓辉 著



创于1897

商务印书馆
The Commercial Press

图书在版编目(CIP)数据

汇率制度选择:经济学文献贡献了什么 / 范从来著.
—北京:商务印书馆,2013
(货币政策研究)

ISBN 978-7-100-09964-6

I. ①汇… II. ①范… III. ①人民币汇率—货币制
度—研究 IV. ①F832.63

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 101175 号

所有权利保留。
未经许可,不得以任何方式使用。

汇率制度选择:经济学文献贡献了什么
范从来 刘晓辉 著

商 务 印 书 馆 出 版
(北京王府井大街36号 邮政编码100710)
商 务 印 书 馆 发 行
山东临沂新华印刷物流集团
有 限 责 任 公 司 印 刷
ISBN 978-7-100-09964-6

2013年6月第1版 开本 640×960 1/16
2013年6月北京第1次印刷 印张 13.25
定价:35.00元

目 录

第一章 导 论	1
第一节 概念界定	1
第二节 理论演变与流派划分	12
第二章 开放经济中的汇率与汇率制度	20
第一节 开放经济中的汇率	21
第二节 汇率制度、政策有效性与经济系统调节方式	32
第三章 汇率制度选择的传统范式	41
第一节 最适货币区理论	41
第二节 M-F-D 传统到 NOEM 范式	49
第三节 两极论的理论基础与反驳	77
第四章 汇率制度选择的政治学	82
第五章 汇率制度分类:听其“言”而观其“行”	90
第一节 汇率制度的实际分类	91
第二节 害怕浮动	103
第六章 汇率制度演变与选择的经验证据	125
第一节 汇率制度的演变	125
第二节 汇率制度选择的经验研究	134
第三节 汇率制度与宏观经济绩效	152

第七章 汇率制度退出与转型	168
结 论	182
参考文献	185

第一章 导 论

本章为全书总纲,目标有二:(1)根据已有文献,界定汇率制度(选择)、汇率政策及汇率制度分类等贯穿本书始终的几个概念;(2)按时间顺序,对汇率制度选择研究的演变做一个速览,并在此基础上扼要讨论汇率制度选择研究的理论流派划分问题,为后文奠定研究思路。

第一节 概念界定

……必也正名乎!……名不正,则言不顺;言不顺,则事不成。

——《论语·子路》

一、汇率制度与汇率政策

(一) 汇率制度

在国际金融学和汇率经济学的教科书里,汇率制度(exchange-rate regime)或者是直接名之而不加界定的,或者是先分别说明固定与浮动汇率制度,然后再一般性地讨论汇率制度问题(Hallwood 和 MacDonald, 2000; Krugman 等, 2012; MacDonald, 2007; Pilbeam, 2006)。由已有的界定可知,汇率制度至少包括两个层面的含义:(1)一国如何确定其货币对他国货币的汇率。这一含义的首要问题是,一国必须决定其货币的汇率究竟是由货币当局决定还是由市场供求力量决定,或是由二者的某种组合决定。这实际上意味着一国必须选择某种制度安排来确定进而管理其货币的汇兑比率。这一层次的含义实际上可抽象为汇率制度的选择问题。(2)在选定的制度安排下,中

央银行或货币当局必须就是否干预外汇市场及如何干预外汇市场等问题作出正式的、制度性的说明和安排。

为进一步说明这一概念，我们不妨将汇率制度划分为固定与浮动汇率制度。前者是指中央银行作出的、通过外汇市场干预来维持某一宣称的汇率水平的承诺。而在浮动汇率制度下，中央银行或货币当局则没有这种维持某一汇率水平的承诺。在这一汇率制度下，汇率水平是自由浮动的，从而能吸收由一国国际收支变化所引致的对其货币的供求变化(MacDonald, 2007)。理论上来说，固定汇率制度下一国的汇率水平是不变的^①，任何时候、任何对本币的超额供给或需求所产生的贬值或升值压力都必须由中央银行的外汇市场干预来吸收；而浮动汇率制度下，汇率是由外汇市场上对本币和外币的供求决定的，中央银行并不(也不允许)通过外汇市场干预来吸收对本币的超额供求压力。

(二) 汇率政策

与汇率制度相关而内涵更广但似乎更常为官方所用的一个术语是汇率政策(exchange rate policy)。就其最基本的含义而言，汇率政策包括两个方面(Broz 和 Frieden, 2001、2006；Frieden 和 Stein, 2000)：一是政府关于汇率制度的选择；二是汇率水平的决定。前者我们已经作出了说明，而后者，即汇率水平的决定实际上跟汇率制度是紧密相关的。在固定汇率制度下，一国货币当局必须利用储备干预市场以捍卫其货币汇率；而浮动汇率制度下，一国无需干预外汇市场，也不存在管理其货币汇率的需要(这当然仅仅是就完全浮动的汇率制度而言)。在中间汇率制度下，一国管理其货币汇率的方法可能多种多样，既可能利用储备来干预，也可能通过改变利率来间接影响其汇率水平。

那么，汇率政策这两个方面的含义哪个更为重要呢？这实际上取决于经济体的类型。对发达国家而言，由于它们实行的主要是浮动汇

① 在完全的固定汇率制度下，除非一国发生平价的调整或货币危机，否则该国汇率水平就等于中央银行所宣称的汇率平价。通常在研究固定汇率制度时，大多假设货币当局能捍卫这一制度，因此不会发生平价的调整。

率制度,因此,对这些经济体而言,更为重要的问题是考察汇率水平的决定及其影响因素,政策的制定者着重关注的是货币政策或财政政策的实施是否会影响汇率水平,又如何影响汇率水平;而对发展中国家(地区)和新兴市场经济体而言,由于不具备实行浮动汇率制度的前提条件^①,因此,对这些经济体而言,更为重要的不是汇率水平的决定问题,而是这些经济体该选择什么类型的汇率制度。

二、汇率制度选择

文献中对汇率制度选择也几乎没有作出严格界定。本书采用刘晓辉(2008,第19—20页)的观点:汇率制度选择是指一国货币当局根据既定的政策目标或制度选择标准,在本国特定时期所面临的经济、政治环境约束下,寻找并选择某一汇率制度以最优优化其政策目标或制度选择标准的过程。这个定义有以下四层含义。

1. 就一国或某一经济体而言,汇率制度选择是一国政府的主权行为。尽管汇率制度选择不仅受到本国经济和政治环境(如政治稳定性、选举和利益集团等)的影响,而且也受到国际经济和政治环境的影响,但是,它基本上是一国政府的自主决策行为,这也符合IMF的基本准则。

2. 汇率制度选择是一个动态的、不断变化的制度变迁过程。“没有任何一种汇率制度适合于所有的国家,也没有任何一种汇率制度适合于一个国家的所有时期(Fankel, 1999)。”因为,汇率制度选择是一国根据它在某一时期的政策目标,在当时具体的经济、政治环境等因

^① Moosa(2005)指出,浮动汇率制度的成功实行需要两个条件:一、具有一定深度的国内金融市场;二、财富持有者的私人证券组合中,国内外资产是可替代的。如果满足这些条件,那么短期内汇率将由金融市场的均衡条件决定,因此汇率稳定与否就取决于这些市场的总体的稳定程度。对金融市场已经一体化的经济体而言,短期内汇率可能比较稳定。如果一国的金融市场没有实现一体化,那么,汇率将由经常账户的状况决定。在这种情况下,短期内汇率的稳定与否就取决于 Marshall-Lerner 条件成立与否。但遗憾的是,对于绝大部分发展中国家(地区)和新兴市场经济体而言(甚至包括发达国家),短期内 Marshall-Lerner 条件是不成立的(Krugman 等,2012; Pentecost, 1993)。详见本书第二章第一节。

除了这些因素之外,发展中国家(地区)的外汇市场发展不足、微观风险管理能力低下、利率没有市场化等因素都会影响浮动汇率制度的顺利实施。

素的约束下所作出的决策过程^①。而随着时间的消逝和经济的发展，一国政治经济环境和政策目标的变化都会使已有的制度不再适合新的时期。但是，这并不意味着一国不存在汇率制度选择的必要，而是说，一国应根据自身所面临的政治经济环境等因素选择适合某一时期自身经济发展的汇率制度，这种制度选择和随后的制度调整是随着本国经济发展和政策目标变化而变化的一个连续不断的、由汇率制度退出(exit)和汇率制度转型(transition)所构成的动态调整过程^②。

3. 对任何国家而言，汇率制度选择是一国货币当局为了实现其政策目标而作出的制度选择或制度创新行为。这里有三层意思：第一，政府选择不同的汇率制度是有其具体标准的，并且政府的目标不同也会影响到最优的汇率制度选择(Crockett, 2003; Edwards, 1996; Pilbeam, 2006; Turnovsky, 1976)；第二，政府在汇率制度选择问题上能代表一国绝大多数经济个体的目标和利益，他们的基本目标和利益是一致的、共同的^③；第三，一国货币当局可以根据本国的经济环境及政策目标选择符合本国现实的汇率制度类型。但被选择的制度可以和已有的任何制度安排都不同，即，一国在汇率制度选择上可以进行制度的创新。

4. 该定义所指汇率制度选择是指一国货币当局的“言”，即政府将宣称实行什么类型的汇率制度。它隐含地假设，如果在某一特定时期，一国选择了某种汇率制度，那么，该国在这一时期内实际的汇率行为与其事先所选择的制度安排是动态一致的(time consistency)，不会出现“言”“行”不一的现象^④。

① 本国的经济结构和经济系统参数、经济冲击的类型和规模、政府的声誉、政策偏好及国外因素等都会对汇率制度选择产生重要影响。本书第三至第六章详细论述了影响汇率制度选择的各种因素。

② 本书第七章论述了汇率制度退出和转型问题。

③ 考虑到不同经济主体或利益集团在汇率制度选择问题上的目标不一致，以及政府政策目标制定和实施过程中各利益主体之间的冲突，就可以利用政治学或新政治经济学的框架来研究汇率制度选择。本书第四章作了回顾。

④ 但遗憾的是，20世纪70年代后，一国在汇率制度上常常表现出“言”“行”不一的现象。本书第五至第六章详细分析了一国在汇率制度选择上的“言”“行”问题及其所带来的影响。

三、汇率制度分类:IMF 的名义分类法

合理的汇率制度分类是研究汇率制度(选择)问题的基础,如何进行汇率制度分类对研究汇率制度选择及汇率制度与宏观经济绩效之间的关系等问题有着重要影响(Bastourre 和 Carrera, 2004; Genberg 和 Swoboda, 2005; Levy-Yeyati 和 Sturzenegger, 2005)。但是,到目前为止,经济学家对什么是汇率制度分类的恰当标准还存在很大的争议。目前对汇率制度的分类方法主要有两种,即名义分类法(*de jure classification*)^①和实际分类法(*de facto classification*)^②。采用名义分类法的主要是 IMF 历年来的分类方法和 1999 年的新分类法;实际分类法主要包括 Bailliu 等(2002)、Bastourre 和 Carrera (2004)、Bénassy-Quéré 和 Cooeiré (2002)、Bubula 和 Ötler-Robe (2002)、Carrera 和 Vuletin (2003)、Calvo 和 Reinhart (2002)、Dubas 等(2005)、Ghosh 等(1997、2002)、Hausmann 等(2001)、Levy-Yeyati 和 Sturzenegger (2003、2005)、Nitithanprapas 和 Willet (2002)、Poirson (2001)、Reinhart (2000)、Reinhart 和 Rogoff (2004)、Rogoff 等(2003)及 Schuler (2005)所采用的分类方法。这些研究认为,由于多种原因,如“害怕浮动”(fear of floating, Calvo 和 Reinhart, 2002)和缺乏公信力(credibility)等,一国并不会按照它们所宣称的制度行事,即,一国在汇率制度安排上很可能是“言”“行”不一的。因此,他们利用观察到的汇率、国际储备和其他宏观经济变量的实际表现来对汇率制度进行实际分类,试图纠正一国“言”“行”不一致的问题^③。

① 名义分类法又称官方分类法(official classification),实际分类法又称为行为分类法(behavior classification, Nitithanprapas 和 Willet, 2002)。国内一般将“*de jure classification*”译为“名义分类法”。实际上,*de jure*和*de facto*都是拉丁语,前者是“法理上的、法律上的”意思,后者是“事实上的”意思。为了和国内已经形成的习惯保持一致,本书也把“*de jure classification*”翻译成“名义分类法”。

② Reinhart 和 Rogoff(2004)指出,汇率制度有两种分类方法,即人为分类法和自然分类法(*artificial classification and natural classification*)。但根据他们的陈述,这两种分类方法基本上是跟名义分类法和实际分类法相对应的,但自然分类法的概念范畴要小于实际分类法(Alesina 和 Wagner, 2006; Genberg 和 Swoboda, 2005)。

③ 本书第五章详细论述了汇率制度的实际分类方法及相关问题。

(一) IMF 的名义分类法

自 20 世纪 50 年代以来,IMF 一直根据其成员国自己所宣称的汇率制度定期收集并发布其成员国的汇率制度。从 1950 年代开始,IMF 的分类方法不断细化,从初期的两种制度不断细化至 1999 年的八种制度类型^①。

1999 年 IMF 对汇率制度作了新的分类。新的分类不仅注重各国政府公开宣称的汇率制度,而且也注重考评各国政府真实的政策意图,并突出了汇率形成机制和政策目标的差异^②。新的分类方法将汇率制度分为八类:(1)无独立法偿货币的汇率制度(exchange arrangements with no separate legal tender);(2)货币局制度(currency board arrangements);(3)传统的固定钉住制度(conventional fixed peg arrangements);(4)水平带内的钉住汇率制度(pegged exchange rates within horizontal bands);(5)爬行钉住制度(crawling pegs);(6)爬行带内钉住制度(exchange rates within crawling bands);(7)事先不宣布汇率路径的管理浮动制度(managed floating with no preannounced path for exchange rate);(8)独立浮动汇率制度(independent floating)。各种制度的具体含义见表 1-1。

表 1-1 名义分类法下的汇率制度

类 型	具体类型	含 义
固定汇率制度	无独立法偿货币的汇率制度	包括美元化(dollarization ^③)和货币联盟(monetary union)。指一国或地区没有自己的法定货币,完全丧失货币发行权,或者采用另一个国家流通的货币作为本国唯一的法定清偿工具(如美元化和欧元区);或者从属于一个货币联盟,在联盟内各国都使用同一种货币。

① IMF 在 1999 年之前的几次汇率制度分类及具体汇率制度类型,可参见 Moosa(2005)的论述,本书从略。

② 由于这个原因,很多研究者也将 IMF(1999)的新分类法视为实际分类法。但是,由于新分类方法仍然严重地依赖于其成员国官方所宣称的制度安排,并且主要考虑的是一国的官方汇率行为(Cruz Rodriguez,2009;Setzer,2006),因此学界仍将该方法视为名义分类法的典型代表。Barajas 等(2008)也提出了类似的观点。

③ 实行美元化的国家并没有固定汇率,它们其实就没有汇率。这些国家应该被视为加入了一个货币区,因此,它们是不能通过货币创造而获得铸币税(seigniorage)收入的(Obstfeld 和 Rogoff,1995b)。

(续表)

类型	具体类型	含 义
	货币局制度	一国货币当局持有 100% 的外汇储备作为货币发行的基础, 货币供给随国际收支状况而自动地扩张或收缩, 中央银行丧失了作为最后贷款人的传统职能和实施相机抉择的货币政策的功能(Bubula 和 Ötoker-Robe, 2002; Duttagupta 等, 2005)。
中间汇率制度	传统的固定钉住制度	属于可调整的钉住汇率制度(adjustable pegging), 主要包括按照固定比率钉住单一货币、货币篮子或特别提款权(SDRs)等的制度安排。在此制度下, 一国货币正式地或事实上与一种主要货币或一篮子货币保持固定的汇率, 汇率只能围绕中心汇率在很狭窄的范围内($\pm 1\%$)波动 ^① 。货币当局通过直接干预或间接干预随时准备干预外汇市场, 以使汇率水平稳定在限定的波动区间内。
	水平带内的钉住汇率制度	仍属可调整的钉住制, 与上一类的区别是其波动幅度大于 $\pm 1\%$ 。
	爬行钉住汇率制度	货币当局按照事先宣布的固定幅度或根据某些选定的数量指标的变化对汇率进行小幅度调整。可以根据过去一段时期内的通货膨胀(后顾性的, backward-looking), 也可以根据预期的通货膨胀(前瞻性的, forward-looking)进行调整。
	爬行带内钉住制度	一国货币汇率保持在围绕中心汇率至少 $\pm 1\%$ 的区间内波动或汇率的极差(极大值与极小值之差)大于 2%。中心汇率以固定的、事先宣布的值, 或根据其他指标定期进行调整。又称汇率目标区制度(target zones)。

① 或者汇率极差(极大值与极小值之差)保持在 2% 的幅度内(Bubula 和 Ötoker-Robe, 2002)。

(续表)

类型	具体类型	含 义
	事先不宣布汇率路径的管理浮动制度	货币当局可随时通过干预来影响汇率走势,但对汇率变化的路径没有特定的或预先确定的目标(肮脏浮动)。货币当局的干预可以基于其认为重要的宏观经济变量,如国际收支状况、国际储备状况等,也可以仅仅是对汇率变动进行逆向操作(leaning against the wind)。由于没有承诺明确的义务,因此,该制度下的货币政策有相当大的灵活性。
浮动汇率制度	独立浮动汇率制度	汇率水平由市场决定,但货币当局也会进行一定的干预以减缓汇率波动程度。

资料来源：IMF, De facto classification of exchange rate regimes and monetary policy framework (2000—2009), www.imf.org.

(二) 软钉住汇率制度与硬钉住汇率制度

汇率制度选择研究时常涉及软钉住(soft peg)和硬钉住汇率制度(hard peg)概念^①。硬钉住和软钉住之间的区别在于,硬钉住汇率制度下,固定汇率的政策是一个制度性的承诺(institutional commitment);而软钉住制度下,维持固定汇率的政策是一个条件承诺(conditional promise),即,在一定条件下,货币当局可以改变所宣称的汇率平价(Tavlas 等,2008)。

文献中对硬钉住的划分是基本相同的,主要包括正式美元化制度、货币联盟和货币局制度三种,即 IMF(1999)分类法中的第 1—2 类汇率制度(Barajas 等,2008; Bubula 和 Ötoker-Robe, 2002、2003; Rogoff 等,2003;Tavlas 等,2008)。但文献对软钉住汇率制度的划分则存在一定的分歧。例如, Bubula 和 Ötoker-Robe (2002、2003)及 Fischer

① 国内部分学者把 peg 翻译为“盯住”。但“盯住”与“钉住”在中文的语境中是存在细微差别的。“盯住”意味着货币当局根据本币兑所盯住的货币的汇率变化,决定是否调整汇率或干预外汇市场。当汇率偏离预先设定的目标时,货币当局未必一定会调整汇率或干预外汇市场。而“钉住”则意味着货币当局必须将本币与所钉住的货币的汇率维持在预先设定的目标水平。当汇率变化时,货币当局必须进行汇率调整或干预,以维持所钉住的汇率。为行文便利和统一起见,本书将 peg 统一译为“钉住”。

(2001)认为,软钉住包括传统的固定钉住制度、水平带内钉住制度、爬行钉住制度和爬行带内钉住制度四种,而 Barajas 等(2008)则将 IMF (1999)新分类法下第 4—6 种,即水平带内钉住制度、爬行钉住制度和爬行带内钉住制度三种视为软钉住。

(三) 名义分类法下的汇率制度演变

学界通常将新分类法下的 8 种汇率制度划分为三大类型(表 1-1)。其中,第 1—2 种被归入固定汇率制度,第 3—6 种属于中间汇率制度(intermediate exchange-rate regimes),第 7—8 种被归入浮动汇率制度(Fischer, 2001)^①。从 IMF(1999)的新分类法可以看出,从第 1 到第 8 种汇率制度,实际上表现出了汇率制度灵活性和货币政策独立性不断增加,而汇率稳定性逐渐削弱的特征。

按照这种三分法,1999—2008 年期间,实行固定汇率制度的经济体比重保持了基本稳定(但 2006 年后大幅度下降),采取中间汇率制度经济体的比重在 2004 年前持续下降,之后则持续上升,而实行浮动汇率制度的经济体比重也保持了基本稳定。如果利用 Bubula 和 Ötoker-Robe (2002, 2003)的分类方法,我们将看到更为清晰的演变轨迹,中间汇率制度不但没有消失的趋势,而且一直是主要的汇率制度形式(占比超过 50%)。但如果采用 Tavlas 等(2008)的三分法,那么我们将看到不同的图景。固定和浮动汇率制度不仅占比极高,且保持了基本稳定,但中间汇率制度占比却非常低(不到 10%),且在 2006 年之前持续下降(表 1-2)。

① Tavlas 等(2008)对固定、中间和浮动的划分有所不同。他们将硬钉住和第 3—4 类汇率制度归入到固定汇率制度,第 5—6 类归入到中间汇率制度,第 7—8 类归入到浮动汇率制度。Bubula 和 Ötoker-Robe (2002, 2003)则将第 1—2 类归入固定汇率制度,第 3—7 类归入中间汇率制度,其余则为浮动汇率制度。对中间汇率制度具体内容的不同划分会影响对汇率制度演变的研究等(Moosa, 2005, 表 1-2)。在涉及固定汇率制度、中间汇率制度和浮动汇率制度的划分问题时,本书将作特别说明。

表 1-2 名义分类法下的汇率制度演变

	1999.1.1	2000.12.31	2001.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.12.31	2008.4.30
无独立法偿货币的 汇率制度	37	38	40	41	41	41	10	10	10
货币局制度	8	8	8	7	6	6	12	12	13
传统的固定钉住制度	39	44	40	41	37	47	68	66	68
水平带内的钉住汇率 制度	12	7	5	4	5	6	5	3	3
爬行钉住汇率制度	6	5	4	5	6	5	6	8	8
爬行带内钉住制度	10	6	6	5	1	0	1	2	2
事先不宣布汇率路径 的管理浮动制度	26	32	43	50	53	53	48	44	44
独立浮动汇率制度	47	46	40	34	35	26	35	40	40
一般的三分法									
固定汇率制度 (第 1—2 类)	24.32	24.73	25.81	25.67	25.54	25.54	11.89	11.89	12.23
中间汇率制度 (第 3—6 类)	36.22	33.33	29.57	29.41	26.63	31.52	43.24	42.70	43.09

(续表)

	1999.1.1	2000.12.31	2001.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.12.31	2008.4.30
浮动汇率制度 (第7—8类)	39.46	41.94	44.62	44.92	47.83	42.93	44.86	45.41	44.68
Bubula 和 Ötker-Robe (2002、2003) 的三分法									
固定汇率制度 (第1—2类)	24.32	24.73	25.81	25.67	25.54	25.54	11.89	11.89	12.23
中间汇率制度 (第3—7类)	50.27	50.54	52.69	56.15	55.43	60.33	69.19	66.49	66.49
浮动汇率制度 (第8类)	25.41	24.73	21.51	18.18	19.02	14.13	18.92	21.62	21.28
Tavlas 等(2008) 的三分法									
固定汇率制度 (第1—4类)	51.89	52.15	50.00	49.73	51.05	52.94	56.68	50.00	50.00
中间汇率制度 (第5—6类)	8.65	5.91	5.38	5.35	3.68	2.67	2.67	5.32	5.32
浮动汇率制度 (第7—8类)	39.46	41.94	44.62	44.92	45.26	44.39	40.64	44.68	44.68

资料来源：表 1-1 “名义分类法下的汇率制度”。

第二节 理论演变与流派划分

夫以铜为镜，可以正衣冠；以古为镜，可以知兴替……

——唐·李世民

汇率制度及汇率制度选择的研究和争议虽可上溯至 150 年前 (Moosa, 2005),但是,如果将 Nurkse (1944)和 Friedman (1953)的经典文献视为理论研究的真正兴起之时,那么该领域的研究至今也不过 60 年。然而,就是在这短短半个多世纪的光阴中,这个领域所取得的研究成果车载斗量。本节按照时间脉络,扼要梳理过去 60 年中这个领域所出现的主要理论,然后在此基础上对已有的理论流派作出划分,奠定本文整体的写作框架。

一、汇率制度选择研究的历史速描

20 世纪的最后十年既是令人沮丧的时代,又是令人欢欣鼓舞的时代;既是毁灭的时代,又是创造的时代。在这十年中,前所未有的金融危机席卷了昔日曾经创造经济奇迹的国度;由 Obstfeld 和 Rogoff (1995a、1996)缔造的新开放经济宏观经济学 (New Open Economy Macroeconomics, NOEM) 向传统的开放经济宏观经济学发起了挑战。现实的“创造性破坏”与理论的创新使传统的“固定与浮动”之争枯木逢春,在这世纪末的最后十年间重新占据了在开放经济宏观经济学研究中的显著地位。不唯如此,一系列的金融危机也为经济学研究提供了新的素材,使经济学家得以重新审视汇率制度与宏观经济绩效、汇率制度与货币危机之间的关系。而在资本高度流动的一体化背景下,围绕新兴市场经济体汇率制度选择方面的争论和理论假说也大量涌现,共同构成了国际金融学或开放经济宏观经济学研究的热潮。

这股重新涌动的热潮一直可以追本溯源至上个世纪初。1900 年后国际货币体系争论的主要议题是坚持金本位制度还是发行不可兑换的货币,这也许构成了最早的“固定与浮动之争”。金本位制究其实