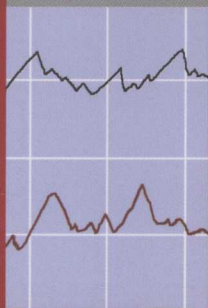


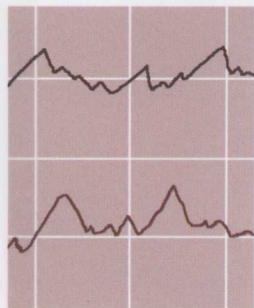
山西财经大学中青年学者文库

SHANXI CAIJING DAXUE

ZHONGQINGNIAN XUEZHE WENKU



宏观经济绩效分析 视角下的汇率制度选择



HONGGUAN JINGJI JIXIAO FENXI

SHIJIAOXIAXI DE HUILU ZHIDU XUANZE

李静萍◎著



中国财政经济出版社

山西财经大学中青年学者文库



宏观经济绩效分析视角 下的汇率制度选择

李静萍 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观经济绩效分析视角下的汇率制度选择 / 李静萍著. — 北京:
中国财政经济出版社, 2008. 12

(山西财经大学中青年学者文库)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1181 - 7

I. 宏… II. 李… III. 汇率 - 货币制度 - 研究 IV. F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 213605 号

责任编辑: 郑宁军

责任校对: 王 英

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 7.75 印张 181 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 16.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1181 - 7/F · 0997

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

总序

大学学术是作为科学策源地、文化发祥地、人才群聚区、社会智力库、知识辐射源的高等学府独具一格的宝贵财富，而大学学者的学术成果则是每一个高等学府经年累月所积淀的思想宝库。大学源于学术，学术是大学的生命力。

我校是一所学术气氛浓郁的财经类高等学府。50多年来，我校学科覆盖经、管、法、文、理、工、教等7个门类，有30余个博士学位、硕士学位授权点，有12个省级重点学科，2个省级人文社科重点研究基地。学科复合、专业交叉、资源互补、观念互渗、乘势而上……在新的发展机遇期，山西财经大学已经绘制了宏伟发展蓝图，确定了学校由教学型转向教学科研型的发展战略。由学校资助出版的中青年学者文库，是具有丰富内涵的山西财经大学中青年学者成果的立体化呈现。它不仅是对学校50多年学术文化和学术传统的历史性继承，而且是我校在战略发展阶段所采取的重要举措。

第一，在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，为繁荣国家财经、管理、政法以及人文社会科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。第二，培养学术队伍，特别是通过对一批处在成长期的中青年学术骨干、博士的成果予以资助出版，促进学术梯队建设，提高

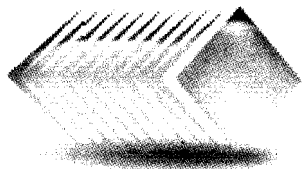


学术队伍的整体实力和水平。第三，凝炼学术特色。通过资助在学术思想、学术方法和学术观点等方面有独到和创新点的学术成果，培育学术特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术思想体系。因此，本文库面向中青年，面向原创精品。

我们欣喜地看到，今天的财大学人正沐浴财大学术精神的光芒，凝视前行者或深或浅的脚步，敞开我们日月经天的情怀，共同拥抱山西财经大学无比美好的明天，让我们共同的学术精神发扬光大。

原梅生

二〇〇八年十二月



序言

Xuyan

世界经济发展历程中，汇率制度的选择无论在时间序列上还是在横向比较上都是复杂多变的。虽然从表面上看，汇率制度选择是一个个性化的过程，每个国家都有自己的具体情况，所以有不同的选择。但是，从根本上讲，引导各国进行汇率制度选择的原动力是实现良好的经济绩效。所以，探寻不同汇率制度对宏观经济绩效的作用机理，对于汇率制度选择具有重要的理论价值和现实意义。

为了探寻汇率制度选择与宏观经济绩效的关系，本书作者首先对汇率制度选择与宏观经济绩效的理论与实证研究文献进行了详细的梳理总结，在文献整理的基础上把握研究主题。然后结合运用新制度经济学、开放经济下宏观经济学的理论方法和计量分析工具，从汇率制度选择对宏观经济绩效作用机理角度，对汇率制度选择与宏观经济绩效的关系进行了深入的剖析。通过深入研究，作者证明了：（1）从汇率制度选择作用机理的角度看，汇率制度选择与宏观经济绩效的关系受市场传导机制以及汇率制度选择内生性等因素的制约；（2）经济发展水平不同的经济体有着不同的市场传导机制，在汇率制度选择时对汇率制度内生因素有着不同的考虑，所以在经济发展水平不同的国家，汇率制度选择与宏观经济绩效的关系有着不同的表现；（3）经济发展水平较低的经济体在市场机制不健全以及金融、政治因素的双重约束下，只有选择中间汇率制度才有助于宏观经济绩效的实现；然而，经济发展水平较高的经济体由



于市场传导机制完善,汇率制度选择内生于基本经济因素,对于这类经济体而言,浮动汇率制度的选择有利于实现良好的宏观经济;(4)伴随着经济发展水平的不断提高,经济体的汇率制度选择对宏观经济绩效的影响将逐步减弱,并且将逐渐脱离金融、政治等因素的制约,真正反映基本经济因素的要求,从而朝着浮动程度更高的方向迈进。

更进一步看,作者在研究汇率制度选择作用机理的同时,对一种特殊的汇率制度选择——言行一致/言行不一致汇率制度选择与宏观经济绩效的关系进行了深入的理论分析与实证考察。研究成果表明:(1)言行一致的汇率制度与较低的通货膨胀率和较高的经济增长相联系;(2)言行一致的汇率制度较好的经济绩效源自于该种汇率制度具有较好的公信力;(3)政府对汇率制度的承诺可以增强汇率制度的公信力,因而,强化政府的承诺,选择言行一致的汇率制度是有助于实现良好的宏观经济绩效的有效路径;(4)由于言行一致的汇率制度内生于一系列金融、政治、制度等因素,所以一些金融不成熟、政治不稳定、制度不健全的经济体不得不选择言行不一的汇率制度。但是,随着经济发展水平的提高,这些经济体的汇率制度选择将会逐渐脱离金融、政治、制度等因素的制约,最终选择言行一致的汇率制度。

在理论研究和实证研究的基础上,作者也对人民币汇率制度选择问题进行了初步的探讨。研究表明,由于中国的改革与对外开放是循序渐进的,市场经济建设也是渐进的,所以人民币汇率制度改革应该本着稳健性、可控性和灵活性的原则进行。从汇率制度选择内生性因素的特点来看,在金融、政治、制度等因素对汇率制度选择产生非常重要影响的前提下,人民币汇率制度的发展进程必然在相当长的一段时间内都会比较滞后。因而,中国也将长期处于中间汇率制度。由此可以推断,当前积极推进外汇市场建设,完善金融市场相关制度,不仅可以减少游资对中国经济改革的影响,而且有



利于中国在一个比较宽松的环境中放开资本账户，完成汇率制度改革之路。

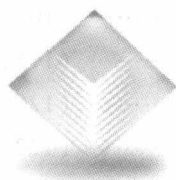
综上所述，本书的研究创新主要体现在三个方面：一是建立了一条从汇率制度选择与宏观经济绩效作用机理角度分析两者关系的研究思路，并得出一些富有启发性的结论；二是首次提出言行一致/言行不一汇率制度选择对宏观经济影响的问题，并运用货币政策公信力的相关理论对这种影响展开了分析；三是改进了汇率制度分类方法，选择经济发展水平较低的亚洲经济体以及经济发展水平较高的欧洲经济体作为考察对象，对这些经济体汇率制度选择及其宏观经济绩效的关系进行了全方位多角度的实证考察，这与以往学术界通常采用单一角度探讨选题的方法是不同的。

随着中国经济对外开放进程的加快，汇率制度的选择已经成为一个迫在眉睫的重要问题。改革开放30年来，学术界的理论研究以及我国的政策实践已经为决策当局积累了较为丰富的知识。李静萍博士在她的博士论文基础上完成的著作《宏观经济绩效视角下的汇率制度选择》一书是这一研究领域的一项新成果，该书独特的分析视角以及所得出的一些富有启发性的结论，对于进一步丰富人们对汇率制度的认识一定会起到积极有益的作用。

作为李静萍的博士生导师，看到她的新作出版，我颇感欣慰。

史晋川

2008年11月于杭州德加公寓



MU LU

目 录

1 导论	(1)
1.1 选题的目的和意义	(1)
1.2 主要研究方法	(7)
1.3 基本框架和逻辑关系	(8)
1.4 本书的创新	(11)
2 汇率制度选择与宏观经济绩效：理论综述	(14)
2.1 相关概念界定	(14)
2.2 经典模型考察	(22)
2.3 主要的理论观点	(32)
2.4 本章小结	(44)
3 汇率制度选择与宏观经济绩效：经验证据	(49)
3.1 汇率制度的分类方法	(49)
3.2 主要实证文献回顾	(59)
3.3 汇率制度选择与通货膨胀绩效的经验证据	(64)
3.4 汇率制度选择与经济增长的经验证据	(69)
3.5 本章小结	(73)
4 汇率制度选择与宏观经济绩效：作用机理	(80)
4.1 汇率制度选择与宏观经济绩效：传导机制	(81)
4.2 汇率制度选择的内生性：理论与实证	(83)
4.3 汇率制度选择与宏观经济绩效：作用环境	(98)



4.4	浮动程度不同的汇率制度选择	(102)
4.5	言行一致程度不同的汇率制度选择	(115)
4.6	本章小结	(120)
5	汇率制度选择与宏观经济绩效：实证检验	(122)
5.1	汇率制度分类方法及样本数据	(123)
5.2	基于经济发展水平较低经济体的实证考察之一	(131)
5.3	基于经济发展水平较低经济体的实证考察之二	(145)
5.4	基于经济发展水平不同经济体的比较分析	(154)
5.5	本章小结	(168)
6	人民币汇率制度选择：代结束语	(170)
6.1	研究的基本结论	(170)
6.2	人民币汇率制度改革的路径	(172)
6.3	需要进一步研究的内容	(181)
附录		(183)
附录1	BO 分类下的模型分析	(183)
附录2	RR 分类下的模型分析	(196)
参考文献		(218)
后记		(235)



导 论

本章首先从汇率制度选择所呈现出的纷繁复杂的局面出发，提出了从宏观经济绩效角度研究汇率制度选择的重要性，然后概要地介绍了本书的研究方法和基本框架，最后概括了本书的主要创新。

1.1 选题的目的和意义

汇率制度是指一国政府和货币当局对本国汇率水平的确定、汇率变动方式等问题所作的一系列安排或规定。由于汇率制度对经济稳定与发展有着重大影响，不同的汇率制度意味着政府在达到内外均衡和实现政策目标的过程中需要遵循不同的规则，所以汇率制度的选择是一国乃至国际货币制度面临的非常重要的问题。

1.1.1 问题的提出

在世界经济发展历程中，汇率制度的选择无论在时间序列上还是在横向比较上都是复杂多变的。从时间序列上看，整个 20 世纪几乎将所有的汇率制度演绎了一遍。从 1914 年前的古典黄金本位制开始，接下来是一战后的短暂的自由浮动制时期，然后就又恢复



了金本位制（称之为金汇兑本位制），这一制度在 1930 年初的世界性金融危机中崩溃，随之诞生的是货币集团并存的有管理的浮动汇率制。二战后，布雷顿森林体系在全球建立起了可调整的固定汇率制，这一制度一直延续到 1970 年初。在这以后，国际货币体系进入了多种汇率制度并存的混合汇率制度时期，我们也将其称为牙买加体系时期（表 1-1 显示了整个 20 世纪汇率制度选择的历史）。

表 1-1 20 世纪国际汇率制度的演进

类别	古典金 本位时期	两次世界大战之间 的动荡时期			布雷顿森林 体系时期	牙买加 体系时期
时期	1914 年 以前	1919—1925 年	1926—1931 年	1932—1939 年	1944—1973 年	1973 年 以后
汇率 制度	固定汇率 制度	自由浮动 汇率制度	金汇兑 本位制度	管理浮动 汇率制度	可调整的 固定汇率制度	以浮动为主 的混合汇率制

资料来源：两本著作归纳整理而成：①姜波克主编《国际金融学》，高等教育出版社 1999 年版，第 319—337 页；②戴维·里维里恩、克里斯·米尔纳著，赵锡君、应维伟译《国际货币经济学前沿》，中国税务出版社 2000 年版，第 221—225 页。转引自聂小刚（2006）。

由此可见，在过去 100 多年的时间里，汇率制度的选择经历了诸多重大的变化。总体来看，经历了三个以盯住关键货币为特征的时期^①以及三个以浮动汇率制度为特征的时期。^②

① 一战前的金本位制度、两次世界大战期间的金汇兑本位制度和五六十年代的布雷顿森林体系。

② 第一个浮动汇率时期从 1919 年 3 月英国当局停止盯住美元开始，到 1926 年 12 月法国法郎重新盯住黄金而告终；第二个浮动汇率时期从 1931 年 9 月英国停止盯住黄金开始，之后许多国家跟从放弃盯住黄金，直到第二次世界大战开始后结束；第三个浮动汇率时期从 1973 年德国马克停止盯住美元开始到现在。



需要指出的是, 1973 年以后, 由于国际货币基金组织允许各国自由选择适合本国的汇率制度, 因而汇率制度选择的复杂多样性更是被发挥得淋漓尽致。具体表现是, 经济生活中不仅同时存在着浮动程度不同的固定、中间及浮动汇率制度, 而且还同时存在着言行一致程度不同的汇率制度。^① 比如, 国内学者易纲 (2000) 根据国际货币基金组织的分类, 对 1981—1998 年间各国汇率制度的现实选择进行了考察。结果发现: (1) 从时间序列上看, 汇率制度的选择一直处在变动的过程中; (2) 从横截面上看, 各种汇率制度并存, 汇率制度的选择呈现出多样化的特点, 1998 年, 有 64 个国家选择了盯住汇率制度; 有 17 个国家选择了有限灵活汇率制度; 有 101 个国家选择了更加灵活汇率制度。此外, 根据 Eduardo Levy Yeyati 和 Federico Sturzenegger (1999) 的研究, 从 1990 年到 1998 年, 世界各国在进行汇率制度选择时, 有些国家选择了言行一致的汇率制度, 有些国家则选择了言行不一的汇率制度 (具体情况见表 1-2 所示)。

表 1-2 世界各国名义汇率制度与实际汇率相符情况

	名实相符	名实不符的固定汇率国家	名实不符的浮动汇率国家	案例数量	名实不符的比例
1990	25	11	9	66	30%
1991	25	9	13	69	32%
1992	33	8	11	72	26%

^① 考察一个国家的汇率制度, 可以从言与行两个角度进行。“听其言”和“观其行”分别反映了名义汇率制度和实际汇率制度的特点。如果一国政府将其在汇率制度方面的承诺付之行动, 那么该国的汇率制度就是“言行一致”的。然而, 相关的研究表明, 实际汇率制度与名义汇率制度经常存在着明显的差异 [Poirson (2001)、Calvo and Reinhart (2001)、Hernandez 和 Montiel (2001)], 这就造成了汇率制度选择经常存在“言行不一”的情况。



续表

	名实相符	名实不符的固定汇率国家	名实不符的浮动汇率国家	案例数量	名实不符的比例
1993	34	4	13	76	22%
1994	23	17	16	77	43%
1995	40	8	16	87	28%
1996	40	4	13	84	20%
1997	41	3	11	81	17%
1998	38	3	12	76	20%

资料来源：Eduardo Levy Yeyati and Federico Sturzenegger（1999）：

“Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”，from www.utdt.edu

汇率制度选择所呈现出的纷繁复杂的局面令人们感到非常困惑，为此，“没有适合所有国家所有时期的汇率制度”[Frenkel（1999）]成为大家普遍赞同的一个观点。国内学者沈国兵（2003）、丁一兵（2006）、吴倩（2007）等人以上述观点为立论，从经济、金融发展等动态角度对汇率制度选择问题进行了深入的探讨。他们的研究表明，汇率制度选择是一个个性化的过程，每个经济体在不同时期具体情况不同，所以有不同的选择。笔者认为，虽然从表面上看，汇率制度选择是一个个性化的过程，每个国家都有自己的具体情况，所以有不同的选择。但从根本上讲，引导各国进行汇率制度选择的原动力是实现良好的经济绩效。换句话说，不论何时何地，任何国家都希望选择经济绩效好的汇率制度。因而，更有必要研究的一个问题是，对于特定的国家在特定的时期选择怎样的汇率安排才能保持经济稳定，促进经济发展。

1.1.2 选题的意义

自金本位制度崩溃以来，学术界和政策制定部门有关汇率制度选择的争论从来就没有停止过。然而，纵观汇率制度选择的争论历



史我们发现,虽然伴随着国际货币制度的历史变迁和国际金融市场的发展,以及宏观经济理论不断创新,汇率制度选择理论也在不断地发展和完善,但是迄今为止,大多数理论流派都把两种汇率制度优劣的争论作为研究的重点,并且在研究中没有区分名义汇率制度和实际汇率制度的差异,以及发达国家和发展中国家进行汇率制度选择的国别特征^①,从而很难用现有理论对现实中汇率制度选择所呈现的多元化、动态化以及差异化的局面做出系统、全面地解释。比如,1997年金融危机之后出现了“中间汇率制度消失论”、“害怕浮动论”和“原罪论”等汇率制度选择理论。假如我们用其中的“中间汇率制度消失论”作为汇率制度选择的依据,就会得出两极汇率制度是合意汇率制度的结论。但是,如果用“害怕浮动论”和“原罪论”作为汇率制度选择的依据,我们又会得出浮动汇率制度并不是一种好的制度选择的结论。可见,运用任何一种理论作为汇率制度选择的一般依据,都会得出与现实不一样的结论。现实的情况是,经济生活中既同时存在固定汇率制度、中间汇率制度及浮动汇率制度,又同时存在着言行一致汇率制度与言行不一汇率制度等类型。因此,当我们试图运用现行的汇率制度选择理论来解释纷繁复杂的汇率制度现实时,常常感到非常困惑。

事实上,历史上存在的许多汇率制度选择理论都是在当时的背景下提出的,因而对当时的经济现实都能做出较好的解释。但是,随着时代的变迁和环境的改变,再用这些理论去解释新时代的汇率制度选择问题就显得不合时宜了。这说明汇率制度选择理论是具有很强时代特征的理论,因而,任何一种汇率制度选择都不能作为汇率制度的一般性指导依据。要对汇率制度选择的历史、现实做出合

^① 20世纪90年代以前的汇率制度选择理论并未区分适合发达国家和发展中国家进行汇率制度选择的国别特征。20世纪90年代以后虽然出现了从发展中国家特征出发的原罪论和害怕浮动论,但这些理论对汇率制度选择现实的解释程度仍然很有限。



理的解释并指导未来的汇率制度选择，我们必须寻找适合汇率制度选择的一般性依据。

那么，指导汇率制度选择的一般原则到底是什么呢？纵观历史上不同时期所产生的汇率制度选择理论，笔者发现，经济学家在探讨汇率制度选择问题时，都不约而同地把汇率制度选择问题的研究与经济增长、通货膨胀以及金融稳定问题联系在一起。比如，布雷顿森林体系降生时期，战后重建的构筑者们偏爱的是固定汇率制度，认为两次世界大战之间的经济不稳定部分地可归因于浮动汇率制度。20 世纪 60 年代，由于美国国际收支失衡的不断扩大，越来越多的经济学家转而赞成浮动汇率制度。在 20 世纪 80 年代，由于高通胀在许多国家盛行，学术界又转而较多地关注固定汇率制。当时流行的合理预期和动态一致性理论认为，如果政府能对某种名义锚做出承诺，并且这种承诺有公信力的话，一国通胀便会下降而不必有产出和就业的损失。由此名义锚理论开始在理论界风行，它主张对汇率确定一个目标以此来加强中央银行的货币稳定计划 (Frankel, Schmulder 和 Serven, 2000)。20 世纪 90 年代，随着世界范围内金融危机的不断发生，有关汇率制度选择的关注重点也转向讨论哪种汇率制度更适合应付日益增长的国际资本流动性与世界资本市场的不稳定性上来。如果我们把经济增长、通货膨胀和金融稳定称为经济绩效的话，那么，汇率制度选择的关键就是要实现良好经济绩效。因而，经济绩效应该是贯穿各种汇率制度选择理论的主线，而从宏观经济绩效视角探讨汇率制度选择问题，在理论上具有重要的研究价值。

近年来，对人民币汇率制度一直存在着激烈争论。很多学者从均衡汇率的决定理论出发，指出目前我国正处在内外均衡调整方向背离的阶段：一方面，对外均衡的实现要求人民币迅速做出升值的调整，而且在人民币升值预期强烈的情况下，调整机制应该选择弹性较大的汇率制度；但是另一方面，对内均衡的结构性问题不允许



人民币升值,更不允许人民币汇率制度有更多的浮动。中国政府于2005年7月出其不意地宣布放弃盯住美元的汇率制度,实行参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度,其中的原因是什么?人民币汇率制度究竟走向何方?这些问题已成为中国经济理论界的重大课题。所以,不同汇率制度会对一国经济产生何种不同影响?一国经济的发展对汇率制度的要求如何?对这些问题的回答将对我国汇率制度改革的深入起到一定程度的指导作用。

综上所述,宏观经济绩效分析视角下的汇率制度研究无论从理论上还是实践上,无疑都具有重大的研究价值。

1.2 主要研究方法

本书运用的研究方法主要有四种:

第一,相关理论借鉴与引申相结合。本书查阅了国内外许多著名学术网站和经济学家个人主页有关汇率制度选择与宏观经济绩效研究的大量研究文献,同时也参阅了许多书刊、杂志上的最新研究文献,借鉴其中部分理论与实证研究成果,在此基础上做了进一步的探讨和引申,以期阐述自己的观点。

第二,归纳推理与逻辑演绎相结合。本书试图通过对汇率制度选择与宏观经济绩效关系的分析,探寻有助于实现宏观经济绩效的汇率制度选择路径,从而达到为人民币汇率制度选择实践提供指导的目的。沿着这样一条逻辑主线,本书在论述中大量采用了归纳推理与逻辑演绎相结合的方法。

第三,理论推理与实证检验相结合。为了深入研究汇率制度选择与宏观经济绩效的关系,本书对汇率制度选择与宏观经济绩效的作用机理进行了理论推理,然后利用经济发展水平不同经济体的数据,对理论推理所得出的结论进行了实证检验。