

经济学前沿译丛 / 主编 王宇

[美] 戴维·A.斯坦伯格 著
王宇 译

汇率低估政策的制度研究

DEMANDING DEVALUATION
Exchange Rate Politics in the Developing World



商务印书馆
The Commercial Press

经济学前沿译丛 / 主编 王宇

[美] 戴维·A. 斯坦伯格 著
王宇 译

常州大学图书馆
藏书章

汇率低估政策的制度研究

DEMANDING DEVALUATION
Exchange Rate Politics in the Developing World

 商务印书馆
The Commercial Press

2018年·北京

Demanding Devaluation: Exchange Rate Politics in the Developing World,
by David A. Steinberg, originally published by Cornell University Press.
Copyright © 2015 by Cornell University

This edition is a translation authorized by the original publisher, via Chinese
Connection Agency.

图书在版编目(CIP)数据

汇率低估政策的制度研究/(美)戴维·A. 斯坦伯格
著;王宇译. —北京:商务印书馆,2018
(经济学前沿译丛)
ISBN 978-7-100-15795-7

I. ①汇… II. ①戴… ②王… III. ①汇率政策—
研究 IV. ①F831.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 023629 号

权利保留,侵权必究。

汇率低估政策的制度研究

〔美〕戴维·A. 斯坦伯格 著
王宇 译

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
北京冠中印刷厂印刷
ISBN 978-7-100-15795-7

2018年5月第1版 开本 880×1230 1/32
2018年5月北京第1次印刷 印张 8 5/8

定价:35.00元

DEMANDING DEVALUATION
Exchange Rate Politics in the Developing World

译者序：为什么选择汇率高估？

经济学表明，汇率低估利好长期增长和就业改善。经济学家认为，政府会选择对本国经济最有利的政策。然而，汇率低估现象并不多见，多数发展中国家选择了明显有违常理的汇率高估政策。本书作者发现并且挑战了这一世界级的理论难题。《汇率低估政策的制度研究》以条件偏好理论为基础，运用制度结构分析方法，通过对韩国、阿根廷、墨西哥和伊朗四个样本国的案例分析和实证研究，解释了国际经济学界长期存在的困惑：为什么多数发展中国家选择了汇率高估政策？

一、从提问开始

在动手翻译之前，我用了近两年时间认真阅读和思考了本书。在此过程中发现，作者的研究视角、分析方法、叙事方式，甚至主要结论都非常独特，既非常规又不清晰。正确的打开方式，似乎应当从提问开始。第一，为什么多数发展中国家选择了汇率高估政策？第二，为什么汇率高估政策是违背常理的选择？第三，为什么汇率低估政策

缺少坚定的支持者？第四，为什么选择汇率低估政策需要非常严苛的条件？第五，为什么只有在政府控制金融市场和劳动力市场，制造业偏好汇率低估，且制造业部门强势，可以影响政策决策的情况下，政府才会选择汇率低估政策？这些是我在翻译过程中梳理出的部分问题。在译者序中，我将按照这五个问题的顺序，认真理清书中脉络，仔细找出内在逻辑，努力给出作者的答案。

二、汇率政策选择：发展中国家的故事

本书的研究对象是发展中国家的汇率政策选择，研究范围限定在发展中国家。由于自由浮动的汇率制度会通过市场波动使汇率水平趋近均衡，无论是高估还是低估都是政策决策者比较与权衡，都是人为的政策安排，汇率政策选择归根到底是发展中国家的故事。当然，也只有在发展中国家，政府才有可能通过各种政策工具来管理外汇市场、调控汇率水平。这些政策工具包括干预外汇市场、调整利率、调整税率、调整政府支出和管理国际资本流动等。

经济学家通常认为，由于汇率问题太过复杂，汇率政策不可能为利益集团所左右。但本书作者认为，发展中国家的汇率政策选择问题，实际上就是关于利益集团的故事，是关于发展中国家利益集团偏好的故事。本书分析了一百多个国家的实证数据，研究了韩国、阿根廷、墨西哥和伊朗四个发展中国家的案例，说明一个国家的制度结构决定利益集团偏好，权势利益集团偏好决定政府的汇率政策选择。

三、汇率高估政策：违背常理的选择

理论和经验表明，汇率低估政策利好长期增长和就业改善，对于

发展中国家来说，应当极具诱惑力。但在现实世界中，汇率低估现象并不多见，多数发展中国家选择了汇率高估政策，这是违背经济学基本原理的。

（一）汇率高估相当于对进口补贴和对出口征税

汇率低估与关税壁垒和财政补贴一样，同属保护主义政策，具有相似的经济效果和经济意义。从某种意义上讲，汇率高估相当于对进口补贴、对出口征税。当一国政府选择了本币汇率高估政策时，也就选择了向外国企业提供超国民待遇。然而，非常令人费解的是，在这个贸易保护主义几乎无所不在的世界上，被称作“汇率保护主义”的汇率低估现象却较为少见，多数发展中国家都选择了与保护主义相悖的汇率高估政策。

（二）维护汇率高估的困难与风险隐患

在发展中国家，尽管政府可以使用多种政策工具管理外汇市场、调控汇率水平，但政策效果却呈不对称性，维护汇率高估的操作存在着较为明显的困难与风险隐患。相比之下，政府通过政策操作应对本币汇率升值较为容易，应对本币汇率贬值较为困难，因为阻止本币贬值通常是与投资者不愿持有贬值资产的愿望相悖的。同时，政府为了维护汇率低估的外汇市场干预，是用本币购买外汇；政府为了维护汇率高估的外汇市场干预需要用外汇购买本币，因此，在本币贬值压力较大的情况下，通过市场干预来维持汇率高估是一件困难甚至危险的事情——当国内外汇储备逐步消耗至无力支撑时，金融危机将不可避免。发生在 20 世纪 90 年代的亚洲金融危机、墨西哥金融危机和阿根廷金融危机都证明了这一点。

（三）汇率高估无益于长期增长和就业改善

汇率低估的直接收益是提高企业国际竞争力，扩大出口，利好长期增长和就业改善。或者说，汇率高估的直接成本是降低企业国际竞争力，造成出口困难、经济放缓和失业增加。汇率高估的主要收益是降低中间品进口成本，减少企业和家庭外债负担，并且使进口商品相对便宜。或者说，汇率低估的主要成本是提高中间品进口成本，增加企业和家庭外债负担，并使进口商品相对昂贵。权衡成本收益、比较利弊得失，汇率高估的收益是短期的，汇率低估的收益是长远的。比如，20世纪80—90年代，阿根廷比索汇率持续升值，使得国内居民能够较为轻松地购买国外奢侈品和到海外旅行度假，也使得国内制造业企业能够较为便宜地支付中间品进口价格和偿付外债。但是，长期实行比索汇率高估政策的结果是出口困难、经济放缓和国际收支失衡，最后酿成金融危机。

四、汇率低估政策：缺少坚定的支持者

一般来讲，有两个因素影响企业的汇率偏好。一是可贸易程度：可贸易程度较高的企业偏好汇率低估；可贸易程度较低的企业偏好汇率高估。二是生产条件：较多依赖中间品进口及国外资金借贷的企业，偏好汇率高估；较少依赖中间品进口及国外资金借贷的企业，偏好汇率低估。由于企业的可贸易程度不同，以及对中间品进口和国外资金借贷的依赖程度不同，汇率偏好亦不相同。

（一）汇率低估的反对者

汇率高估的好处“非常广泛地存在于社会公众之中”。通常情况下，服务业、金融业、工人和消费者都会从自身利益出发支持本币升

值，成为汇率低估政策的反对者。服务业包括旅馆、餐饮和房地产等，是典型的非贸易行业，较多依赖中间品进口及国外资金借贷，因此服务业反对汇率低估。金融部门可贸易程度较低、对外债依赖程度较高，金融业也反对汇率低估。汇率低估提高了进口商品价格，提高了国内可贸易品与不可贸易品的相对价格，使生活消费品相对昂贵，间接降低了实际工资，因此工人不赞同汇率低估。汇率低估降低了消费者的国际购买力，消费者也不赞同汇率低估。

（二）汇率低估的有条件支持者

作为汇率低估的最大的潜在受益者，制造业部门通常被认为是汇率低估政策的坚定支持者，但实际情况并非如此。汇率低估政策对制造业的影响是多方面的：一方面可以为制造业部门带来竞争优势；另一方面也会增加制造业企业进口中间品成本和外债负担。两者相互作用，使制造业部门成为汇率低估政策的有条件支持者。当汇率低估的收益大于成本时，制造业支持汇率低估政策；当汇率低估的收益小于成本时，制造业反对汇率低估政策。

（三）政府会选择汇率低估政策吗？

在发展中国家，作为汇率政策的制定者，政府会选择汇率低估政策吗？本书作者认为，汇率低估有利于长期增长，但政府在制定政策时，首要目标不是经济增长而是政治支持，尤其是利益集团支持。权势利益集团通常可以利用多种途径来影响政府的政策决策，其中，游说和直接施压是最为常见的形式。本书通过对 50 多个发展中国家的企业调查数据分析和四个样本国的案例研究证明，权势利益集团偏好决定了政府的汇率政策选择。

如果一个国家拥有强势制造业，并且政府控制了劳动力市场和金

融市场，制造业部门偏好汇率低估，政府就会迎合制造业利益集团偏好，选择汇率低估政策。如果一个国家制造业部门弱势，非制造业部门（比如房地产开发商、金融业或者工会等）强势，为了获得权势利益集团支持，政府就会实行汇率高估政策。这是同一个利益集团故事的不同表述。

五、汇率低估政策：严苛条件下的选择

本书作者强调，汇率低估需要两个条件：一是政府控制劳动力市场和金融市场，制造业部门偏好汇率低估；二是制造业部门强势，可以影响政府的政策决策。也就是说，只有在那些政府控制了金融市场和劳动力市场，制造业偏好汇率低估，并且制造业部门强势，可以影响政策制定的情况下，政府才有可能选择汇率低估政策。如果这两个条件不能同时具备，政府就不会选择汇率低估政策。本书通过对发展中国家 2000 多家企业的数据分析表明，政府控制劳动力市场和金融市场，制造业部门偏好汇率低估。本书通过对 120 多个发展中国家的数据分析说明，在那些拥有强势制造业并且政府控制了劳动力市场和金融市场的国家，政策决策者倾向选择汇率低估政策。

（一）政府控制金融市场和劳动力市场，影响制造业偏好

本书之所以格外关注金融市场和劳动力市场的制度结构，是因为资本和劳动力是制造业部门最重要的生产要素，利率与工资直接影响企业利润。汇率政策选择会直接影响企业的资金成本和劳动力成本，影响企业的成本收益比较，影响企业偏好。政府控制金融市场，可以向制造业企业提供低成本资金；政府控制劳动力市场，可以压低制造业企业的劳动力成本。因此，政府对金融市场和劳动力市场的控制能

力越强，制造业部门的汇率低估偏好越强。

如果政府对金融市场的控制能力较强，在汇率低估的情况下，可以通过增加对企业的信贷补贴，抵销企业进口中间品的成本增加，将汇率低估的成本转嫁给金融机构，此时，制造业部门支持汇率低估。比如，韩国政府对金融市场的控制能力较强，韩国制造业企业支持汇率低估政策。阿根廷和墨西哥政府对金融市场的控制能力较弱，两国制造业部门反对汇率低估政策。

如果政府对劳动力市场控制能力较弱，当货币贬值时，工会会要求增加工人工资。而如果政府控制了劳动力市场，则可以将汇率低估的成本转嫁给工人。20世纪60—70年代，韩元汇率持续贬值，但由于韩国政府控制了劳动力市场，劳动力成本没有出现明显上升，为此，韩国制造业部门一直支持汇率低估政策。墨西哥工会力量强大，政府对劳动力市场的控制能力较弱，每当汇率贬值时，工会就会要求增加工资，为此，墨西哥制造业部门长期反对汇率低估政策。

（二）制造业部门强势，影响政府的汇率政策选择

通常情况下，发展中国家的制造业部门被视为强势部门，代表权势利益集团利益。一方面，制造业部门具有较大的政治影响力——政府往往将工业化与现代化视为同一件事情，使制造业拥有比其他部门更强的游说能力；另一方面，制造业企业规模较大，彼此之间业务联系紧密，使制造业拥有比其他部门更强的组织力。

强势制造业部门对政府政策决策有着重要影响。在政府控制了劳动力市场和金融市场的情况下，强势制造业部门偏好决定了政府的汇率政策选择。韩国拥有强大的制造业，20世纪60—70年代，为了获得大型制造业企业集团的支持，韩国政府坚持实施汇率低估政策。相反，

伊朗制造业部门较为弱势，20 世纪 50、80 和 90 年代，为了取悦大型商业和服务业等非制造业部门，伊朗政府长期实行汇率高估政策。

（二）为什么汇率低估较为少见？

选择汇率低估政策的条件非常严苛。只有在那些政府控制了金融市场和劳动力市场，制造业偏好汇率低估政策，且制造业部门强大，可以影响政策制定的国家中，政府才会选择汇率低估政策。一个国家要同时具备这两个条件并非易事，因此，汇率低估政策并不多见。本书的英文原名叫“严苛的低估”（DEMANDING DEVALUATION）。本书作者强调，“国际货币基金组织仅有两次认定其成员国有意采取汇率低估政策，却发现了上百个汇率高估的案例”。

在本书所选择的四个样本国中，韩国拥有强势制造业部门，政府对劳动力市场和金融体系的控制能力较强。阿根廷和墨西哥也拥有较为强大的制造业部门，但政府对劳动力市场和金融市场的控制能力较弱。伊朗政府控制了劳动力市场和金融市场，但制造业较为弱势。为此，韩国在较长时间内实行汇率低估政策。阿根廷、墨西哥和伊朗则经历了多次本币汇率高估，很少能够在较长时间内坚持汇率低估政策。

五、简要总结

其实，说明汇率高估的经济后果相对容易，说明汇率高估背后的政治经济学原理较为困难。经济学家早已认识到汇率高估政策的弊端，国际货币基金组织也多次提出，发展中国家应当实施更具“竞争力”的汇率政策。为什么多数发展中国家仍然选择了汇率高估政策？为了解析这一国际经济学界普遍存在的困惑，为了挑战这一世界级的理论难题，本书作者以条件偏好理论作为研究基础，以制度结构分析

作为研究方法，以四个样本国的案例分析作为研究支点，详细讲述了关于一个发展中国家的汇率政策选择与权势利益集团的故事。

故事梗概如下。长期内汇率低估利好经济发展和就业改善；但短期内汇率高估的好处却是“非常广泛地存在于社会公众之中”，服务业、金融业、工人和消费者等都会从自身利益出发支持本币升值，反对汇率低估政策。制造业部门作为汇率低估的最大的潜在受益者，被认为是汇率低估政策的坚定支持者，但由于汇率低估对制造业的影响是多方面的，制造业部门仅仅是汇率低估政策的有条件支持者。政府在进行政策决策时，首要目标不是经济增长而是政治支持，尤其是利益集团的支持。为此，汇率高估成为多数发展中国家的政策选择。

当然，也有一些发展中国家选择了汇率低估政策，比如韩国。主要原因是这些国家的特殊制度结构使其能够满足两个特殊条件：一是政府控制劳动力市场和金融市场，制造业部门偏好汇率低估；二是制造业部门强势，可以影响政府的政策决策。一个国家要同时具备这两个条件并非易事，因此，汇率低估政策并不多见。

对于多数发展中国家来说，要么制造业部门强势，但政府控制金融市场和劳动力市场的能力较弱，要么政府控制金融市场和劳动力市场的能力较强，但制造业部门弱势，为此，多数发展中国家实行了汇率高估政策，以迎合非制造业部门的权势利益集团偏好。本书所讲述的就是一个关于发展中国家利益集团的故事。这也是多数发展中国家选择汇率高估政策背后的原因。

其实，汇率高估不仅不利于经济增长和就业改善，而且在本币贬值压力较大的情况下，通过市场干预来维持汇率高估是一件困难甚至危险的事情。从长远看，克服浮动恐惧、逐步减少政府的外汇市场干

预、推进汇率市场化改革、让市场在汇率形成和波动中更多地发挥作用，是解决发展中国家汇率政策选择悖论的根本之道。希望本书能为我国汇率理论和汇率政策的研究者提供学术参考。

王宇

目 录

译者序：为什么选择汇率高估？	I
致 谢	1
第一章 引言	4
为什么汇率低估并不常见？	6
本书主要观点	10
启示及研究范围	14
观点评述	15
本书基本架构	21
第二章 汇率低估的“条件偏好理论”	23
汇率低估：文献综述	24
政府是如何进行外汇市场干预的？	28
利益集团与汇率低估	31

利益集团与偏好	37
汇率偏好的制度经济学分析	44
汇率低估的政治影响	54
总结及假设	56
第三章 各国汇率政策及其偏好	58
什么原因造成汇率低估?	59
决定汇率变动的主要因素是什么?	69
总结	75
附录	78
第四章 汇率高估的政治诱惑:利益集团与阿根廷比索高估	83
阿根廷汇率政策的政治渊源	85
阿根廷汇率的政治经济学分析	95
总结	127
第五章 韩国、墨西哥和伊朗的制度结构与汇率政策	132
韩国为什么选择汇率低估政策?	134
墨西哥汇率高估的政治经济学分析	147
伊朗汇率高估的政治经济学分析	169
总结	189
第六章 结论	190
本书基本结论	192

关于保护主义的政策分析 199

政治经济学中的利益与制度 202

政策建议 204

附录 作者采访 207

注 释 210

参考文献 224

译后记 261