

CURRENCY POLITICS

货币政治

汇率政策的政治经济学

〔美〕杰弗里 A. 弗里登 (Jeffry A. Frieden) 著

孙丹 刘东旭 王颖樑 译



机械工业出版社
China Machine Press

CURRENCY POLITICS

货币政治

汇率政策的政治经济学

[美] 杰弗里 A. 弗里登 (Jeffrey A. Frieden) 著

孙丹 刘东旭 王颖樑 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政治：汇率政策的政治经济学 / (美) 弗里登 (Frieden, J. A.) 著; 孙丹, 刘东旭, 王颖樑译. —北京: 机械工业出版社, 2016.5

书名原文: Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy

ISBN 978-7-111-53472-3

I. 货… II. ①弗… ②孙… ③刘… ④王… III. 货币政策—政治经济学—研究
IV. F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 071671 号

本书版权登记号: 图字: 01-2016-0680

Jeffry A. Frieden. Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy.

Copyright © 2015 by Princeton University Press.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2016 by China Machine Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with Princeton University Press through
Bardon-Chinese Media Agency.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means,
electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and
retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Princeton University Press 通过 Bardon-Chinese Media Agency 授权机械工
业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 独家出版发行。未经出
版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

货币政治：汇率政策的政治经济学

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 施琳琳

责任校对: 殷虹

印刷: 北京瑞德印刷有限公司

版次: 2016 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 16.75

书号: ISBN 978-7-111-53472-3

定价: 49.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有 • 侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

CURRENCY POLITICS

The Political Economy of
Exchange Rate Policy

推荐序

读懂汇率才能读懂世界

在“全球化”时代，汇率显得越来越重要。汇率好比人的眼睛，如果说眼睛是人类心灵的窗口，那么，汇率则是世界经济的窗口，读懂了汇率，就读懂了世界。

像美国这样的金融主导国，汇率政策的变化直接对全球产生重大影响，美元的升值或贬值周期，几乎都会对全球经济造成重大影响，甚至给一些国家的经济带来重大伤害。比如，在1981 ~ 1985年的美元升值周期内，1982年墨西哥危机的爆发点燃了拉美危机的火焰，拉美国家步入“失去的十年”。在1995 ~ 2001年的美元上涨周期内，1997年亚洲金融危机爆发，随后蔓延到1998年的俄罗斯、1999年的巴西以及2000年的阿根廷和土耳其。其影响一直到今天还令人心有余悸。

在当今世界上，诚如杰弗里 A. 弗里登先生所言，许多国家对于汇率政策有一定的偏好。比如，在其他条件不变的情况

下，贸易品的生产者将偏好本币贬值，以此刺激出口，在国际贸易中占据主动。

而金融主导国美国则具有相当明显的特殊性，可以说，正是这种特殊性决定了美元的周期性。一方面，美国是贸易品的生产者，也具有偏好本币贬值的特点，这种特点在巨额债务缠身的情况下显得更为明显。另一方面，美国又是一个消费拉动型国家，其消费对全球经济增长的意义重大，是真正意义上的全球经济增长的“发动机”，有偏好本币升值的特点。而且，在美国的出口贸易当中，资本品占比和高科技产品占比相对其他许多国家而言是比较高的，换句话说，美国资本品和高科技产品的出口对汇率的敏感度较低，不容易受到美元升值的冲击。更重要的是，美国的金融业与服务业发达，这些行业恰恰是偏好强势美元的。

这些特殊性造成了美元进退有序，进可强攻退可安守的优势。这种优势是美国可以根据自己的利益最大化原则选择货币政策，进而导致美元升值周期和贬值周期形成的根源。研究汇率、研究汇率政策的政治经济学，必须重点考虑美国的这一特殊优势，因为汇率政策总会有受益方和受损方，当美国基于自身利益最大化原则把自己设定为受益方的时候，必然对应着受损方，只是受损的对象及其受损的程度不同而已。

对于当下的中国而言，汇率政策的重要性可谓前所未有。诚如杰弗里 A. 弗里登先生所言，汇率波动具有替代效应：当货币升值时，国内外消费者用外国产品替代国内产品。因此，实施弱势货币的汇率政策可以改善国内生产商的竞争地位，但降低了国内居民的购买力；而实施强势货币的汇率政策能提高实际的国民收入，但却给国内生产商带来竞争压力。

最糟糕的情况，是被许多研究者忽略的一个现象：

汇率政策的分裂，即货币对外升值而对内贬值共存：本币对外升值，削弱了本国生产商的竞争力；本币对内贬值，又降低了国内居民的购买

力。汇率政策的这种罕见的分裂性，容易导致出口下降与国内消费同时低迷，进而导致严重的产能过剩。而这一点，正是当下中国所面临的棘手难题。如果从汇率角度来对待中国的产能过剩，就能更清晰地看到问题的根源。

进入 2016 年后，经济衰退的阴影迫使许多国家走向宽松之路，汇率政策正在逐步上升为“货币战争”，由此引发国与国之间的政治冲突。中国要想在这场汇率战中捍卫自己的利益，就需要深入了解汇率的相关理论知识，以制定出更符合自身发展的汇率政策。

杰弗里 A. 弗里登先生是哈佛大学政府公共学院教授，他对汇率、债务等问题都有着非常深入、系统的研究，是我非常喜欢的研究者之一。这次应邀为他的作品作序，我深感荣幸，我相信读者朋友能通过他的这部作品，对货币政治有更系统的了解，进而通过汇率这个窗口，更清晰地了解世界。

时寒冰

经济趋势研究专家

著有《时寒冰说：未来二十年，经济大趋势》等书

2016 年 5 月

CURRENCY POLITICS

The Political Economy of
Exchange Rate Policy

前言

货币及其价值是世界经济的核心。它们影响着国际贸易、投资、金融、移民及旅行。通行的汇率制度往往定义了国际经济秩序。金本位作为全球性的固定汇率制度，在 1914 年之前的四十多年里盛行，这一时间段非常关键，通常被称为古典金本位时代。^①第一次世界大战（以下简称“一战”）后，主要大国政府无法采取新的货币秩序以应对国际环境的变化，失败的汇率政策是两次世界大战之间世界经济摇摇欲坠并最终崩溃的主要原因。^②

第二次世界大战（以下简称“二战”）后，西方国家围绕固定但可调的布雷顿森林货币制度（the Bretton Woods monetary order）对其经济进行调控，取得了总体上的成功。^③自布雷顿森林货币体系崩溃以来，如果非要说有什么变化的话，那就是汇率政策更具有重要性了。

在当今的“全球化”时代，汇率政策在几乎所有经济体

① Estevadeordal, Franz, and Taylor, 2003.

② Eichengreen, 1992; Bernanke and James, 1991.

③ 如见 Bordo and Eichengreen 1993 年的大量论文。

中扮演了主要角色。几十年来欧盟一直试图稳定其成员国的货币，最终于1999年创造了欧洲单一货币：欧元。虽然欧元区面临着诸多困难，但在现代历史上，欧洲单一货币仍是国际经济一体化方面最雄心勃勃的一次尝试。在其他发达国家，汇率政策及汇率波动是国内和国际间政治争议的焦点。

发展中国家也需要对其汇率做出至关重要的决策。一些国家已经将本币紧盯美元、欧元或其他主要货币，有些国家则让本币自由浮动。还有一些国家根据其经济策略管理本币。这些决策有力地影响了各国后续的经济发展。东亚诸国把它们经济上非凡的成就至少部分地归因于其系统性的政策：维持本币相对疲软，以刺激出口导向型经济的增长。此外，货币危机已成为发展中国家的普遍现象，如1994年的墨西哥、1997 ~ 1998年的亚洲、1998年的俄罗斯、1999年的巴西以及2000年的阿根廷和土耳其。这些货币危机大部分都导致了严重的经济、社会和政治动荡。而且，在今天的全球化经济中，汇率政策已经与贸易政策一并，甚至取代贸易政策成为政府间摩擦的主要来源。

国内和国际间的货币关系是世界经济的核心特征，在很大程度上，这是政府汇率政策的结果。我们无法在不了解各国贸易政策的情况下分析国际贸易体系；同样，也无法在不了解各国汇率政策的情况下分析国际货币体系。这使得学者试图解释政府的汇率政策，而这需要考虑汇率政策制定过程中的经济和政治因素。

笔者对于汇率政策政治经济学的兴趣可以追溯到二十多年前。笔者的研究强调了汇率政策的分配效应是有助于解释利益集团支持或反对特定货币措施的理由。几乎所有的经济政策都会产生赢家和输家，汇率政策也不例外。笔者的早期工作提出了社会行动者之间的简单区别，并将其应用于各种设定条件。^①虽然汇率政策的制定还涉及许多其他因素，从国内外宏观

① 如见 Frieden, 1991, 1994a。

经济环境到政治体制，不一而足，但笔者仍然相信，货币领域如同其他领域一样，社会核心群体的偏好是全面解释任何政府政策的基础。

本书详述了笔者在这一领域的理论和实证研究，本书提供的理论原理超越了笔者早期的构想。笔者一直对进一步整合汇率如何影响经济主体的因素特别感兴趣，这些因素主要反映在对传递效应的关注：汇率波动的幅度通过相对价格变动的方式传递至国内经济。此外，笔者试图放大社会经济部门之间所能发现的细微差别和准确性：出口商彼此不同，有着商业和金融利益的经济主体也彼此不同。其他学者已经对类似的课题有过出色的成果，笔者努力把他们的研究进展吸收进本书的理论和实证分析中。

理论上，本书着重于识别和明确，对于不同的经济主体——企业、产业和经济利益集团，它们的汇率政策偏好来源于不同的激励。该理论认为，一个产业的特性，包括其对汇率的风险敞口，以及汇率变动导致的相对价格对其的影响，决定了其汇率政策偏好。

汇率政策的选择要从两个相关维度考虑：制度（固定或浮动）和水平（升值或贬值）。对于前者，可以认为，在其他条件不变的情况下，严重依赖国际贸易、国际投资或金融联系的经济主体都偏好稳定的汇率：金本位、固定汇率、美元化以及欧元化。而对于后者，则可以认为，在其他条件不变的情况下，贸易品的生产者将偏好本币贬值（反面的情形适用于：国内市场导向的经济主体偏好浮动汇率，非贸易品生产商偏好本币升值）。这些问题受到汇率波动对国内价格传递效应的显著影响，进而成为现代产业复杂功能的一个特征。在传递效应有限的情况下，汇率波动对价格的影响较小，人们对汇率波动的担忧会增强，而对货币贬值的担忧则减少。

笔者还进行了一系列实证研究，以突出该理论在时间和空间上的潜在适用性。本书首先着眼于 19 世纪美国金本位的经验，这一时期的美国就像许多其他国家一样，经历了激烈的货币政治斗争。其次转向探索开放经

济体对固定汇率（以及其他汇率政策）的最新经验，欧洲货币一体化进程最终导致了欧元的启用。最后把重点放在拉丁美洲的货币经验上，在开放程度以及政府实行的汇率政策多样性方面，各国之间都存在差异。

在全面了解一国汇率政策的决定因素之前，还有很长的路要走。在理解一国的决策与创建区域和国际货币秩序的互动方面，还要做进一步的研究。诸多经济、政治、历史和其他因素一起对这些政策和结果产生影响。无论是集中的群体，还是各类细分的群体，笔者希望本书的研究能揭示这些社会经济主体的利益如何有助于形成货币政治和汇率政策。

CURRENCY POLITICS

The Political Economy of
Exchange Rate Policy

目录

推荐序 读懂汇率才能读懂世界 时寒冰
前言

导 论
Introduction

汇率选择的政治经济学 1

汇率选择 // 2

货币的权衡：三元悖论和两个困境 // 4

汇率政策的政治学 // 9

汇率政策的分配政治学 // 11

开放经济体和封闭经济体中的汇率政策 // 12

跨越时空的货币政治应用 // 14

本书的安排 // 15

第 1 章
Chapter 1

汇率政策偏好理论 17

因变量：汇率中的利害关系 // 18

汇率政策偏好的决定因素 // 19

汇率制度偏好 // 19

汇率水平偏好 // 21

汇率对价格的冲击以及对政策偏好的影响 //	26
可观察到的影响 //	31
其他与汇率政策偏好有关的因素 //	33
封闭经济和开放经济中的汇率 //	33
汇率政策和贸易政策 //	34
国际因素 //	35
信誉 //	37
其他相关工作 //	37
与汇率政策相关的其他研究 //	38
OCA 理论 //	39
贸易和汇率 //	39
传递效应以及汇率对价格的冲击 //	40
总结 //	42

第 2 章 Chapter2

美国：从美元到金本位（1862 ~ 1979 年）..... 43

对预期进行分析 //	46
从内战到经济紧缩（1865 ~ 1879 年）//	49
各种问题 //	51
国际性要素 //	54
利益 //	55
政治与政策 //	60
从恐慌到重建（1873 ~ 1879 年）//	66
各种问题 //	66
利益 //	70
政治与政策 //	72
黄金和美元的政治经济学：一个统计分析 //	75
19 世纪 60 年代 //	79
19 世纪 70 年代 //	86
总结 //	90

美国：银本位对金本位的威胁 (1880 ~ 1896 年) 91

平民主义攻击金本位 // 92

各种问题 // 94

国际因素 // 94

利益 // 96

政治和政策 // 101

现有的解释 // 107

黄金和白银的政治经济学：一个统计分析 // 113

货币政治和金本位 // 119

欧洲货币一体化进程：从布雷顿森林 体系到欧元以及未来 121

欧洲货币政治的分析 // 124

欧洲货币一体化的过程 (1969 ~ 1999 年)：从一定程度的失败
到饱受质疑，再到一定程度的成功 // 128

欧洲汇率政策分析：感兴趣的变量 // 135

因变量 // 135

自变量 // 138

其他自变量 // 140

控制变量 // 142

欧洲货币政治分析：统计评估 // 146

EMU 之后：扩张与危机 // 152

从蛇形浮动汇率到欧元以及未来 // 161

附录 解释变量的定义和来源 // 162

拉丁美洲的汇率政策（1970 ~ 2010 年）..... 165

- 前瞻性分析 // 166
- 历史背景 // 169
- 当代拉美的汇率政策及其政治 // 171
- 拉美汇率政策的决定因素 // 177
 - 利益集团 // 177
 - 选举 // 180
 - 经济开放 // 182
 - 通货膨胀 // 183
- 拉美汇率政策分析：汇率制度选择的统计评估 // 183
- 基于汇率的选举周期 // 192
- 拉美汇率政策的经验 // 194

拉美货币危机的政治经济学 196

- 货币危机的剖析 // 200
- 危机的故事：1994 ~ 1995 年的墨西哥以及 1997 ~ 2002 年的巴西和阿根廷 // 203
- 含义与解释 // 216
- 理解货币危机 // 218

汇率的政治学：影响与扩展 220

- 汇率政治学视角 // 220
- 全球化与汇率政策 // 221
- 全球化第一阶段的结束 // 223
- 贸易和汇率政策 // 225
- 理解欧元 // 226

宏观经济政策协调是一个新行业 // 228

经济发展与汇率政策 // 229

汇率是多余的吗 // 231

理解汇率政策 // 233

总结 // 234

结论 235

参考文献 237

致谢 251

译后记 252

汇率选择的政治经济学

在任何经济体中，汇率是最重要的价格指标，因为它影响到所有其他价格。汇率本身就是自我形成或受政府政策强烈影响的。因此，汇率政策可能是政府唯一重要的经济政策。在开放经济中，国内和国际经济之间的关系对几乎所有其他经济环境都很关键，汇率政策尤为重要。

汇率政策制定者必须直接或间接地向诸如选民、利益集团和投资者之类的社会成员回应有关汇率的问题。跟所有的政策一样，权衡也是汇率政策制定者的可行选择之一。汇率政策有利也有弊，并由此产生了受益方和受损方。汇率政策制定者必须评估利弊取舍，权衡成本与收益，并考虑其行为所产生的损益双方。

汇率政策为一国的政治经济学提供了一个非凡的窗口。对于那些向世界开放的经济体来说尤其如此，因为在这种情况下，汇率政策会对一系列的经济活动和政治决策产生深远影响。有关汇率政策的争论，以及最终做出的相关决定，向我们展示了一个经济体、一个社会及其政治体制值得关注的整体状况。

货币政治反映了大众消费群体、选举人、经济集团的群体机构、特定利益的权力、选举的时间阶段、政客以及政治体制对政治压力的反应等几乎所有其他特征。在某种程度上，汇率政策要求政府做出一个相对简单的决策：是固定汇率还是允许汇率自由浮动，是努力保持货币强势还是弱势。但这些简单的决策反映出极其复杂的结构、动机和压力。货币政治概括了一国政治经济学的许多特性，因为汇率政策制定者必须考虑清楚其决策对社会上几乎每个人的影响。

汇率选择

汇率政策制定者面临着两个息息相关的选择。第一个是理想的汇率制度，特别是是否将汇率固定于其他国家的货币或商品（如黄金）。第二个是汇率的水平（价格）。^①

汇率制度有两个普通含义。第一个是指现行国际货币安排。金本位、布雷顿森林体系的黄金－美元标准以及当代浮动汇率制度都是国际货币制度；欧洲货币体系（EMS）是一个地区性的货币制度。从这个意义上讲，汇率制度的选择涉及几个国家的联合决策。由于这样一个体系在一定程度上必须依赖于多国的坚持，因此没有哪一国能凭一己之力创建一个国际货币制度。

汇率制度的第二个含义仅仅是指单个政府管理其汇率的方法。在这种背景下，一国可以选择各种各样的方式来调控本国货币相对于其他货币的汇率。固定汇率制度要求货币当局将本国货币兑商品（如黄金）或兑另一国货币的价值保持稳定。有时一个货币对一篮子货币是固定的，但这是不完全固定，因为它意味着相对于单个货币汇率的大幅变化。此外，如果（通常是）一篮子货币的构成并不是公开的，该国政府可以通过改变篮子里的货币构成来改变汇率。在极端情况下，政府可以选择采用另一国的货币，如美

① 研究汇率的经济学文献数量非常庞大。对近来该领域相关研究的综述，见 Engel, 2014。早期两个出色的研究，见 Isard, 1995; Sarno and Taylor, 2002。