

投机败局

克鲁格曼谈不稳定汇率

EXCHANGE-RATE INSTABILITY

他是人人都能读懂的大师
它是你我身边纷扰的话题

深渊？坦途？
当今最出色的大众经济学家
勾勒汇率机制的全新未来

保罗·克鲁格曼◎著
刘煜辉◎译



中信出版社 CHINA CITICPRESS

投机败局

克鲁格曼谈不稳定汇率

EXCHANGE-RATE
INSTABILITY

保罗·克鲁格曼◎著

刘焜辉◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

投机败局: 克鲁格曼谈不稳定汇率/ (美) 克鲁格曼著; 刘煜辉译. —北京: 中信出版社, 2010. 01

书名原文: Exchange-Rate Instability

ISBN 978-7-5086-1779-4

I. 投… II. ①克…②刘… III. 浮动汇率制—研究 IV. F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 199714 号

EXCHANGE-RATE INSTABILITY by Paul Krugman

Copyright © 1989 by Paul Krugman

Simplified Chinese translation edition © 2010 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED

投机败局: 克鲁格曼谈不稳定汇率

TOUJI BAIJU: KELUGEMAN TAN BUWENDING HUILÜ

著 者: (美) 保罗·克鲁格曼

译 者: 刘煜辉

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京京师印务有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 13.75 字 数: 130 千字

版 次: 2010 年 2 月第 1 版 印 次: 2010 年 2 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2009-4455

书 号: ISBN 978-7-5086-1779-4/F·1815

定 价: 28.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



前言 / 1

第一讲 赞成浮动汇率 / 3

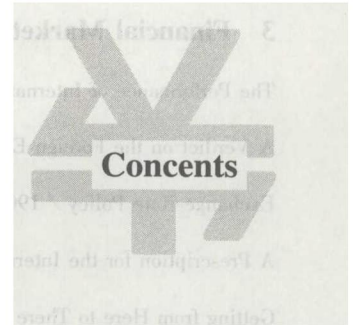
- 1.1 国际一体化的程度和趋势 / 8
- 1.2 改变汇率的依据 / 18
- 1.3 三点补充说明 / 23
- 1.4 现在我们在哪里 / 26
- 1.5 附录：贸易收支和真实汇率 / 27

第二讲 汇率与现实的隔离 / 31

- 2.1 现实中的“因市定价” / 36
- 2.2 沉没成本模型 / 39
- 2.3 一些计算 / 48
- 2.4 滞后 / 50
- 2.5 美元的均衡价值 / 52
- 2.6 附录：在汇率不确定条件下的迪克西特进入和退出模型 / 55

第三讲 金融市场与国际货币体系 / 65

- 3.1 国际金融市场的表现 / 69
- 3.2 对外汇市场的判断 / 81
- 3.3 汇率政策 / 82
- 3.4 给国际货币体系开出的药方 / 84
- 3.5 从现在到未来 / 87
- 3.6 附录：诊断投机性泡沫 / 89



Foreword / 101

1 The Case for Exchange-Rate Flexibility / 103

The Extent and Trend of International Integration / 109

The Case for Changing the Exchange Rate / 120

Three Caveats / 126

Where We Are Now / 128

Appendix: The Trade Balance and the Real Exchange Rate / 130

2 The Delinking of Exchange Rates from Reality / 135

Pricing to Market in Practice / 140

The Sunk Cost Model / 144

Some Calculations / 153

Hysteresis / 155

The Equilibrium Value of the Dollar / 157

Appendix: The Dixit Model of Entry and Exit under Exchange-Rate Uncertainty / 160

3 Financial Markets and the International Monetary System / 171

The Performance of International Financial Markets / 175

A Verdict on the Foreign-Exchange Market / 189

Exchange-Rate Policy / 190

A Prescription for the International Monetary System / 192

Getting from Here to There / 195

Appendix: Diagnosing Speculative Bubbles / 198

Bibliography / 209



汇率机制的未来是当今世界面临的最重要议题之一。在1980年前后，因为英镑估价过高，英国损失了一百多万个工作岗位，几年后，因为美元估价过高，同样的事情又发生在美国。这些汇率错位（misalignment）的经历令很多人感到吃惊，他们曾希望，一旦世界进入浮动汇率制的时代，汇率错位就会成为历史。然而，这些经历表明，有必要对确定汇率的国际机制彻底进行重新评价。

因此，我很高兴保罗·克鲁格曼答应由他做莱昂内尔·罗宾斯纪念讲座的第三个年度系列，并把主题定为汇率制度。他不仅是世界上最杰出的经济学家之一，而且在货币和实体经济方面都造诣颇深。他的讲座是基于对微观经济的深入了解，这在同类讨论中是很少见的。

在第一讲中，克鲁格曼设置了讨论背景。针对汇率为什么可能时常需要调整，他给出了一种新思路：货物和服务的国际市场仍然没有完全一体化，多数大国至少购买了本国产品的三分之二。因此，如果一国出现经常项目赤字，它就无法只通过削减支出来解决这一问题，除非它想让自己的工人失业。



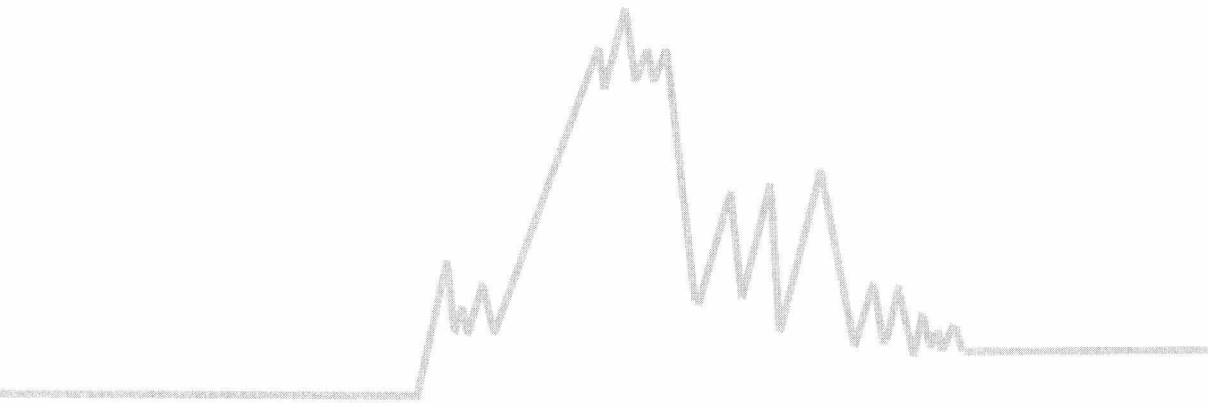
它必须让自己的货物更便宜。

然而，在第二讲中，克鲁格曼指出，由于最近的汇率大幅波动，现在汇率变化对贸易不平衡的直接影响已不如从前了。因为如果一家公司知道现行的汇率水平将持续下去，它就会进入一个国外市场；但如果汇率走势不稳定，它可能就不会进入了。它的进入决定类似于行使股票期权的决定，人们不会在刚有利可图时就行使股票期权，因为盈利可能会变得更丰厚。同样的，只有在汇率的路径显示预期利润达到充足水平时，一家公司才会进入一个国外市场。所以，如果汇率波动十分频繁，汇率调整在平衡经常项目方面的有效性就会减弱，转而诱发进一步的波动。克鲁格曼在此处的分析不仅别出心裁，而且关系到如何评估一种货币的“均衡”价值。

在第三讲中，克鲁格曼转而讨论汇率机制的未来。他提出了两个要点：第一，很难发现每种货币的均衡价值是多少，尤其是在经历了最近的汇率波动之后；第二，真实汇率大幅波动的破坏性极强。克鲁格曼因而赞同逐步谨慎回归一种固定汇率制度，在一个很长的初始阶段内采取范围很宽的目标汇率。

本书对决策者和学者来说都非常重要，书中的语言就像克鲁格曼的讲座一样生动活泼。本书也为一个关键的辩论作出了重大贡献，莱昂内尔·罗宾斯纪念基金会对此表示衷心的感谢。

理查德·莱亚德 (Richard Layard)



第一讲

赞成浮动汇率

Exchange-Rate Instability



正如你想象的那样，伦敦经济学院不仅给了我开课授讲的莫大荣誉，还慷慨地允诺了以英镑计价的酬劳。从1987年初秋我收到做讲座的邀请到我撰写讲座草稿时，对我而言酬金已经升值了15%。但不幸的是，几周后到我开始做讲座时，酬金已经贬值了6%。我在此提出这个事情不是为了抱怨我期待中的财富总是发生波动，尽管我承认这有些令人不安。相反，我提到这件事只是为了提醒大家，我们所处的时代是个多么非凡的时代。我们现在已经习惯了汇率每月甚至每天发生变化，但如果这些变化发生在数年前，它们将被视为重大变化。在以前一直没有严重通货膨胀的情况下，汇率并不会如此不稳定。

让我先花些时间来强调最近的汇率不稳定是多么史无前例，先拿最近美元的浮动同过去教科书中的重大货币事件来比较一下。20世纪20年代英国回归金本位制，据凯恩斯称，这导致英镑币值被高估10%左右，不管你相信与否。1967年英镑贬值（争议很大且受到长期抵制），英国政府在拖延了数年

并尝试寻求其他方法无果后，最终同意货币贬值 14%。另外还有布雷顿森林体系的崩溃，在此过程中，美国施加了强硬的政治压力，最终还采取了非法关税，迫使其贸易伙伴同意美元贬值 10%。现在，我们来看看最近的重大事件。1985 年 2 月至 1988 年 1 月，日元和马克的美元价格均上涨了 110%。1987 年 8 月 1 日至 1988 年 1 月 1 日，美元与日元、欧洲货币单位的比价下降了 16%，比 1967 年英镑贬值的幅度还要大。

这三讲的主题是 20 世纪 80 年代汇率的不稳定性：它有何目的、为什么发生以及怎样处理。在阐述汇率不稳定这一问题时，我采取了讲座的方式，这给予我很大的特权，因为我可以部分舍弃仔细分析和严谨论证的通常规则。我打算充分利用这一特权，采取非正式的推测方式。我会介绍一些假设性的、还未定形的理论，并介绍一些启发性而非总结性的证据。你们从这里得到的是一位经济学家对当下汇率制度运作方式的看法，我相信这个看法是正确的，我希望它是有说服力的，在任何情况下，我都会尽力为其辩护。

在汇率不稳定这一大问题的范围内，讲座将涉及几个话题，但我觉得我提供的众多观点都有一个共同的主题：世界经济的不完全一体化。“不完全一体化”是个双关语，表明了各国经济彼此联系的两种不完全性。首先，各国经济联系的程度具有不完全性或局限性。也就是说，我们不是生活在一个所有货物、服务和生产要素都可以跨国自由流动的世界里；那样的世界也不会很快到来，尽管国际经济学家（和其他人）很乐意听到肯定的说法。其次，我们现有的一体化并不像我们想象或期待的那样运转良好。货物和生产要素的国际流动并不像经济学家经常设想的那样运转顺畅、有效。相反，国际市



场是不完全竞争的，其特征是不完全信息，在一些情况下显然是无效的。

这一点为什么重要？我将在这些讲座中论证，世界经济的不完全一体化既是汇率不稳定的原因，也是汇率不稳定的结果。如果世界经济像许多经济学家设想的那样，是一个紧密的一体化系统，那么汇率不会像我们近几年所看到的那样不稳定；汇率不稳定还会进一步削弱一体化的程度，关于这一点我会在后面进行解释。不完全一体化的世界经济还给政策带来了特别的难题。你可能会猜想，不完全一体化经济的运行方式可能介于封闭经济的运行方式和完全一体化经济的运行方式之间，但很不幸，事实并不是这样。我将证明，不完全一体化就像不完全竞争：寡头独占市场并不是一个垄断市场和一个竞争市场的平均，美国并不是一个自给自足国家和一个城邦国家的平均。或者，如果你喜欢打个经济学以外的比方，不完全一体化的研究相对于完全一体化和零一体化这两种极端情况的关系，就好比流体动力学相对于理想气体和刚体的关系。

能否在一个浮动汇率的世界里制定合理的政策，从双重意义上理解国际一体化的不完全性尤为关键。因此，这三次讲座的每一讲都将聚焦于一个有关汇率的具体问题。本讲是关于汇率需要变化的原因，第二讲是关于汇率似乎不再那么重要的原因，第三讲则是关于汇率表现如此失常的原因。

如果没人出来唱反调，强调世界经济一体化的不完全性就没有多大意义。也就是说，每个成功的辩论都需要一个站不住脚的对立观点。幸运的是，对这些讲座来说（如果不是针对世界而言），确实存在一些颇有影响力的反对声音。近几年，罗纳德·麦金农（Ronald McKinnon）、罗伯特·蒙代尔（Robert Mundell）和其他一些“全球货币主义者”的影响日益增大。这些经济学家认

为，从完全一体化世界经济的简单模型中得出的见解可以为政策制定提供有效依据。全球货币主义者声望日益增大的原因显而易见：如今每个人都知道世界经济在一些重要方面一体化了，而且与不完全一体化相比，向政治家和新闻记者解释完全一体化要更容易一些。全球货币主义者总提出一些简单的故事和简单的政策——购买力平价和回归金本位制，而他们的反对者总是试图解释世界中的困难与麻烦。很难解释为什么购买力平价只是一个有用的指标，而不是汇率的最终决定因素，为什么会计恒等式与行为理论并不是一回事，或者为什么任何国际货币体系都只是相互冲突的目标妥协后的结果，而不是将政府从作出判断、决策的需要中解脱出来的最正确的解决方法。

在讨论对浮动汇率制运作方式的看法时，有时我会顺便向全球货币主义者发难，目的就是要尽力戳穿他们会误导人的简单故事和政策。但是，作为第一步，在开始陈述我的论据前，我想先花些时间简要分析一下国际一体化的某些方面，尤其是它的局限性。

1.1 国际一体化的程度和趋势

有人曾写道，在美国历史学家讲述的文明故事中，中产阶级总处于上升的状态。同样的，在媒体和畅销书对世界经济的描述中，全球一体化总是处于不断深化的状态。在战后时期，很容易明白为何会产生如此印象。在1950~1980年，全球一体化在绝大多数方面都稳步加深。贸易流量的增幅是



收入的两倍，资本流动规模从微小走向壮大，跨国公司不断拓展业务。到 20 世纪 80 年代为止，国际化程度不断加深的“大趋势”已成为广泛共识，这一趋势背后的推动力是技术，是技术消灭了距离并使各国经济的差别变得越来越不重要。

我在这里主要想做的就是给这种看法泼一泼冷水。国际一体化自 1950 年起确实大为深化，但是这种变化主要是从人为造成的很低水平上的恢复；在某些重要方面，如今世界经济的一体化程度甚至低于第一次世界大战前的水平。此外，一体化程度的加深使各国经济在某些方面的差异更大，这些差异对政策而言十分关键，而且这一点在短时间内不太可能发生改变。

让我们看一看衡量国际一体化水平的首要粗略指标——贸易与国民收入间的关系。图 1.1 展示的是从 19 世纪至今的各段时期内，美国和英国的贸易在国民收入中所占的份额，贸易额为进口和出口的平均值。从图上可以清楚地看到，广泛贸易并不是什么新鲜事。飞机和超级油轮的发明是促进贸易发展的重要技术进步，但它们只不过使原先已经很低的国际运输成本变得更低而已。蒸汽轮船和铁路的发明对国际一体化具有决定意义。似乎到了战后时期才出现大规模国际贸易，其原因在于两次世界大战之间的和平期以及第二次世界大战时期的国际贸易急剧下降。贸易下降的直接原因并不神秘，关税、配额和贸易管制等政治限制手段使贸易远远低于技术上的可行水平。尽管战后时期贸易快速增长，但到了 1970 年左右，贸易占世界产出的份额才恢复到 1913 年的水平，也就是说，贸易增长最快的时期不是永恒的技术逻辑的产物，而是以前阻碍贸易的政治壁垒被打破后的一种恢复。交通和通信技术起到的促进作用可以轻而易举地被政府消除掉。

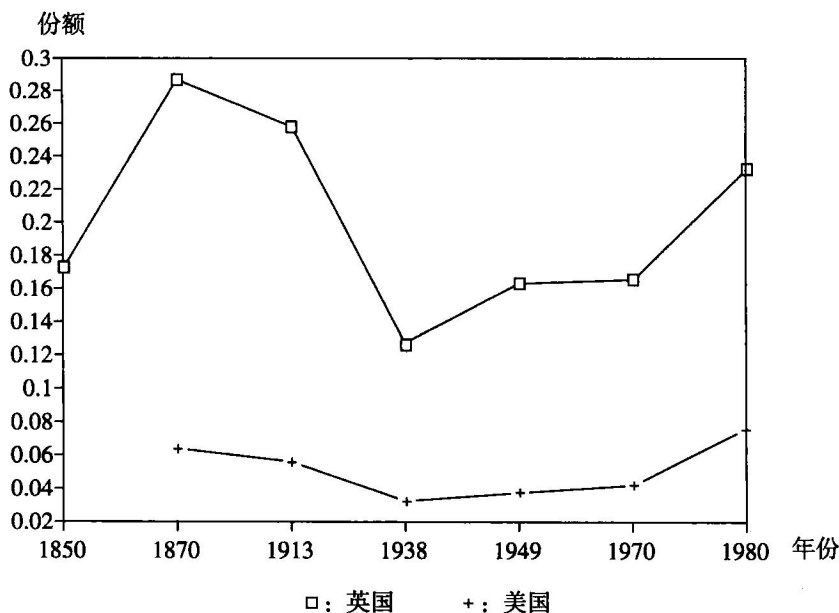


图 1.1 贸易在国民总产出中的份额

的确，自从 20 世纪 70 年代起，贸易上升到了前所未有的水平。1913 年以来的交通和通信技术创新当然是有作用的。但是，美国现在的贸易开放程度还没有达到英国 19 世纪中叶以来的水平，而且很有可能永远也达不到。因此，要是认为日益加深的世界经济一体化把我们带入了一个全新时代，就是对历史缺乏了解。

此外还有一个重要的方面，就国民收入来讲，尽管 1988 年的贸易量高于 1913 年的贸易量，但前者对促进各国经济一体化的作用较小：与 75 年前相比，在使世界价格波动呈现共性方面，当代贸易的作用更小。

造成这种状况的因素有些是结构性的，贸易结构和经济结构的变化削弱了国际价格联系的程度。1913 年，大多数贸易是几乎同质的大宗商品贸易，套利交易决定了其世界价格。因此，加拿大小麦价格的上升可以反映为英国