



# 投机败局

克鲁格曼谈不稳定汇率

EXCHANGE-RATE  
INSTABILITY

保罗·克鲁格曼◎著

刘焯辉◎译



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 HUILU

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](mailto:sales@citicpub.com)

[author@citicpub.com](mailto:author@citicpub.com)



## 前言 / 1

### 第一讲 赞成浮动汇率 / 3

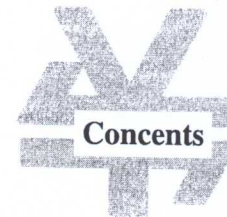
- 1.1 国际一体化的程度和趋势 / 8
- 1.2 改变汇率的依据 / 18
- 1.3 三点补充说明 / 23
- 1.4 现在我们在哪里 / 26
- 1.5 附录: 贸易收支和真实汇率 / 27

### 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。

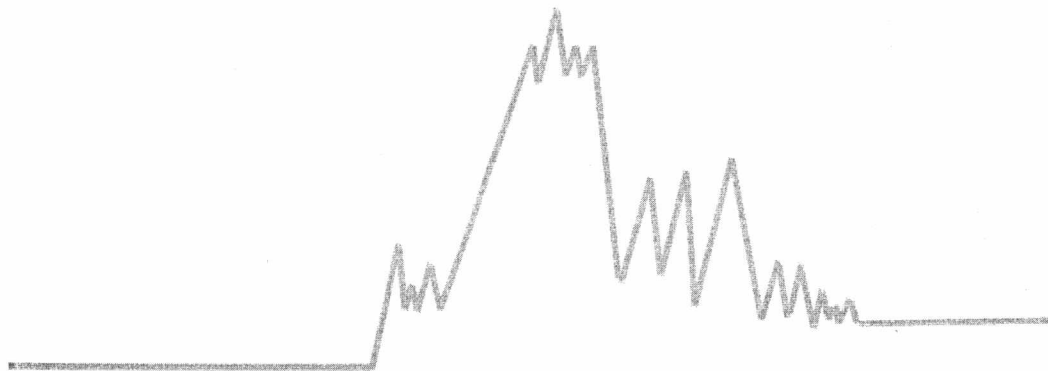
它必须让自己的货物更便宜。

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，还慷慨地许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。



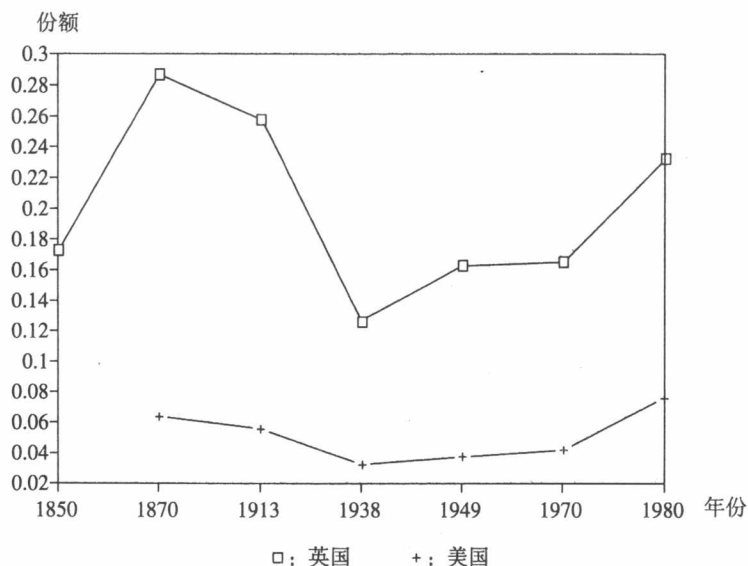


图 1.1 贸易在国民总产出中的份额

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

进口小麦的价格上升。更进一步来说，即使那个时期的发达国家以产品生产为主，原材料价格也在成本中占了绝大部分。因此，世界价格普遍上升将使一国的进口价格上升，抬高该国可贸易产品的价格。所以，世界价格的上涨与国内价格水平的联系程度要比单用贸易份额所显示出来的要大。

相反，在 20 世纪 80 年代，发达国家的贸易产品绝大部分是制成品（是差异产品），不同于大宗商品。美国制成品的价格受海外制造的竞争产品的价格影响较小；相反，美国产品由制定价格的公司售卖，这些公司不愿更改以本币计价的产品价格。更令人意外的是，即使进口价格以进口国的货币计量，价格也有保持不变的趋势。很大程度上存在“因市定价”的现象，例如，很多欧洲公司保持其出口到美国的产品美元价格不变，尽管当汇率变化时它们的美元成本来回波动很大。此外，无论如何，在 20 世纪 80 年代的经济中，服务业的份额（主要是不可贸易的产品，例如零售业）大于 20 世纪 20 年代的份额，所以价格受到国际竞争直接影响的货物的范围更小。

以上是国际价格联系程度下降的结构性原因，在下一讲中，我将论证汇率波动滞后造成了一种特殊的惰性，从而进一步加剧国际价格联系程度的下降。在汇率不确定和反复变化的世界里，公司在作出贸易和定价决定时倾向于采取“观望”态度。它们总是很谨慎地选择一个合适的成本价，但即使面对成本波动，也会努力进入出口市场，从而导致不同国家的相同产品的价格出人意料地没有联系性。

造成的结果就是，在英国和（尤其是）美国的定价过程中，国际因素考量比 20 世纪初发挥的作用更为有限，尽管国际因素在 20 世纪 40 年代发挥了很大作用。

还有其他一些方面可以证明，毫无疑问，当今的市场一体化程度低于爱德华统治时期的市场一体化程度。最近几年的国际资本流动没有战前那样巨大；美国近几年经常项目赤字达到了国民生产总值的4%，我们现在认为这很失常。而英国有将近40年的盈余超过了国民生产总值的5%，加拿大在1910~1913年这段时期内的赤字达到了国民生产总值的13%。1870~1920年的人口大范围流动形成了新的居住区，相比较而言，当今世界限制移民、规范就业，所以国际劳动力的流动已经远远不能发挥那时的重要作用了。我将在第三讲中讨论资本市场，在这里就简单提一下：国际资本市场从以下两方面来说都是不完全一体化的，一是国际资本市场的一体化程度低于人们的想象，二是这些市场运行得毫无效率。

我的披露到此为止。事实是，总的来说，发达国家的进出口额占收入的比重比任何时候都要大。下面我想论证的是，世界一体化的程度还不足以改变这两个基本事实：

第一，每个国家的居民在本国产品上的边际支出倾向，远远高于其他国家的居民；

第二，用本国货币计价时，每个国家的劳动力和产品的价格是粘性的。

这两个事实的重要性很快就会显现出来。现在，我想先印证这两个事实。

在论证第一个事实时，我想把焦点放在美国，一方面因为我最了解自己国家的情况，另一方面则因为所有人都对美国感兴趣，当然也是因为美国的情况争议最大。另外，美国是发达国家中开放程度最低的一个，我可以做最有力的论证。

那么，当美国居民的支出增加10亿美元时，增加的支出（其他条件相

同）中有多少被用于购买外国产品了呢？

重复一下通用的解释，答案可被视为进口产品占总支出的份额与支出的进口弹性这两项的乘积。让我们先看一下事实，然后再听一听计量经济学家的说法。

首先，我们来看一下美国的支出中有多少被用来购买外国产品。你可能会回答进口占国民总收入即国民生产总值的份额再加上贸易逆差（考虑到支出于收入的事实），约11%左右。考虑到曾有人警告说，在美国的国际竞争过于激烈，所以这一比例其实并不是很高。但无论在什么情况下，这都是一个错误的数字，实际上要大约多出一倍。美国居民平均用于购买进口产品的支出仅占其收入的5%或6%。原因是约有一半进口到美国的产品是中间品，在这些产品上的花费与美国的产出而不是支出有关，这一点带来了很大的不同。

下面我们听一听计量经济学家对弹性问题的看法。无论计量经济学家在经济活动中设定什么样的自变量，人们一般估计进口需求的增长程度会高于自变量增长的程度，其原因显而易见：产品的交易量大于服务行业，对支出的周期性波动的反应更大，而生产能力的限制导致增加的需求中的一部分外溢为对进口产品的需求。然而，支出或收入的进口弹性通常是2左右，很少超过3。将这些事实综合起来，我们发现，即使进行大胆估计，每增加1美元支出也仅有不到20美分被用于购买进口产品。因此，就得出了一个大概的数字，我们可以推测美国居民支出的1边际美元中，有80%被用于购买美国本土产品。外国居民的情况又是怎样的呢？

美国经济占世界经济的份额不足三分之一。即使在美国贸易实现大致平衡的正常时期，美国的出口仅占其他国家收入的5%左右，占外国人最终消费

的比例就更小了。宽松估计，在外国居民支出的1边际美元中可能只有10美分花在了美国产品上。

因此，可以推断，美国居民用于美国产品的支出在边际增加中的份额至少是外国人的8倍。毫无疑问，这个差距比以往任何时候都小；然而，从某种重要意义上来说，我们仍然更接近一个支出变化都用于购买本国产品的世界，而不是一个支出完全国际化的世界。

现在，让我们回到第二点：价格和工资以本国货币计价时是粘性的。这既是一种市场不完善，又是一种不完全一体化。如果市场是完善的，工资和价格就会持续、迅速地波动，出清市场。即使价格不是完全有弹性的，无论如何，大家也可以想象这样一个世界：每个国家的居民都把自己视为世界经济的一部分，几乎不受国界的影响；工人和公司在确定价格与工资时会参考汇率变动，将价格和工资指数化（这在诸如几年前以色列的“美元化”经济中真实发生过）。在这样一个世界里，汇率变动没有丝毫的真实意义，因为名义汇率的变动只会导致货币贬值的国家出现通货膨胀，而货币升值的国家出现通货紧缩。名义汇率中性论是全球货币主义者的一个关键主题，该理论认为汇率是两种货币的相对价格，而不是两种产品或两种劳动的相对价格。

让我们来看一下事实。图1.2表示的是美国的名义汇率（事实上，它是与其他经合组织国家相比较的一个平均指数）与美国相对单位劳动成本指数（使用相同的权数）。猜猜看结论是什么？汇率是两种劳动的相对价格。

图1.3对价格进行了同样的比较，比较的是名义美元和相对于其他经合组织国家出口产品价格的美国出口产品的价格。结果显示，汇率也是两种产品的相对价格。

指标 (1982=1)

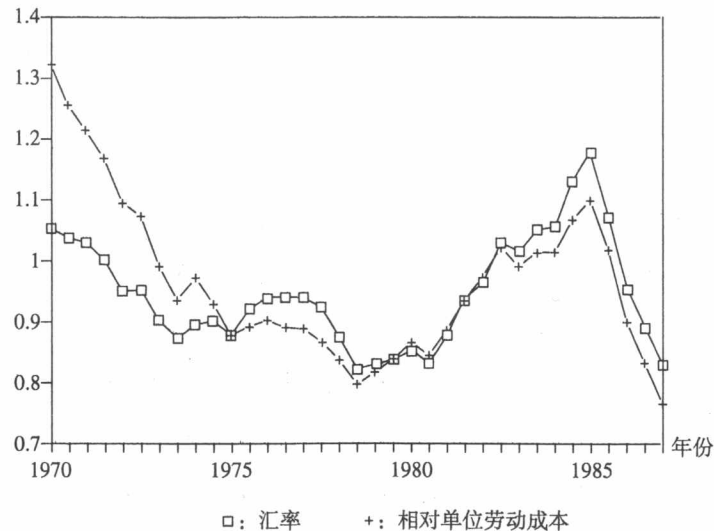


图 1.2 名义汇率 VS 真实汇率

指标 (1982=1)

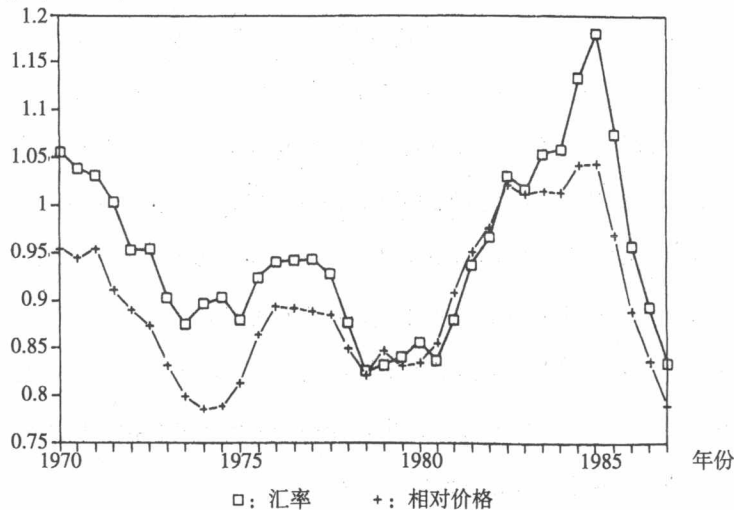


图 1.3 名义汇率 VS 真实汇率

为什么这个结论是对的？我不想绕道进入宏观经济学去寻找答案，不过基本要点看上去非常清楚。不管是因为菜单成本还是因为有限理性，公司在面临需求变化时，并不经常改变价格和工资，而且也不对价格进行最优的指数化。相反，它们在相当长的时期内将名义价格固定，成千上万的定价决定重叠交错，使工资和价格总水平的变化非常缓慢。

对国际经济学家来说，需要补充的一个要点是，当商品价格以名义值来确定时，它们是用本国货币定价的。从原理上来说，不是非得如此。德国的价格可以用美元来定价，意大利的价格也可以使用欧洲货币单位来定价；货币作为交换媒介和计价单位的功能应该可以分离，有时也确实分离的。然而，在发达国家，价格在很大程度上是可以预测的，没有必要将外国货币作为一项可用的标准（与恶性通货膨胀国家的情形相反）。事实上，对所有发达国家的居民来说，本国货币比外国货币具有更可预测的购买力，对进口产品也是一样。因此，最终结果是每个国家的价格和工资在以本国货币计价时都是粘性的。

这看上去足够直白。要不是因为当代经济学的争论状况不允许我这么做，我早就抛开这个问题去讨论政策问题了。在我看来，有无可辩驳的明显论据表明价格是粘性的，而隐含的市场不完善也不怎么让人感到不安。然而，对我的许多同事来讲，持续的市场出清和货币幻觉的缺席才是最根本的原则，这迫使他们把出现的价格不灵活现象解释为某种幻觉。尤其是，现在经常听到这种看法：我在图 1.2 和图 1.3 中提出的证据颠倒了因果，实际发生的情况是真实汇率由于一些实际原因而出现变动，货币当局稳定本国价格水平的尝试促使真实汇率和名义汇率发生了联系。

从某种意义上来说，这种看法很愚蠢。是什么现实冲击使美国劳动的均

衡相对价格在 1984 年的第二季度至 1985 年的第一季度上升了 15%，随后一年内又下降了 22% 呢？奚落嘲笑在这里是没有用的。或许我也可以提供一个更加有说服力的证据。假设你认为真实汇率是实际存在的并且不受名义汇率的影响，那么，你就无法解释为什么汇率机制的变化会改变真实汇率的表现。尤其是你将预期，在浮动汇率制下的真实汇率不会比固定汇率制下的真实汇率更加易变。

图 1.4 [从鲁迪格·多恩布什 (Rudiger Dornbush) 和卓凡 (Alberto Giovannini) 那里借用] 反映了 1960~1986 年间美元和德国马克真实汇率的月度变化情况（使用批发价格作为平减指数）。这个图的前半部分显示的是固定汇率下的变化情况，后半部分显示的是浮动汇率下的变化情况。不用我多说了吧？样本后半部分真实汇率的月度变化的方差是前半部分的 15 倍。

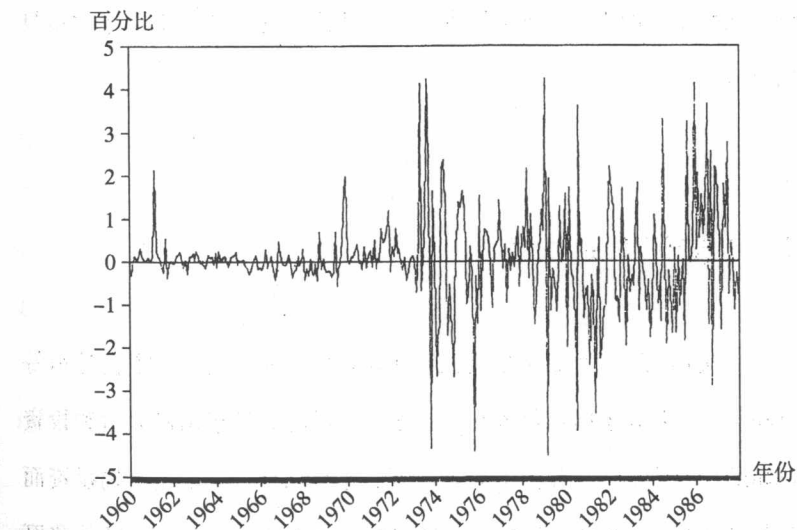


图 1.4 美元和德国马克真实汇率的月度变化情况 (1960~1986)



现在，我假设一名“真正的信徒”会在此时争论说，汇率机制本身也是内生的。他的论证过程可能如下：实体经济的结构在20世纪70年代初发生了变化，相对价格的均衡波动性得到了很大提升，中央银行在不知不觉间接受了这种变化，并改变了汇率机制。为了反驳这种观点，我们可以说得更远、更深入一些。比如，罗切斯特大学的艾伦·斯托克曼（Alan Stockman）和玛丽安娜·巴克斯特（Marianne Baxter）发现，爱尔兰在加入欧洲货币体系以前，与英国在真实汇率上的联系程度高于同德国的联系程度；但加入之后，与德国的联系程度高于英国。如果你认为这代表与汇率安排无关的一个真实变化，那我对你的看法不再过问，建议你去向专家咨询一下。

因此，现实情况是，用本国货币表示的价格水平是粘性的，对这一点我们当然很熟悉。下面，我要证明上面所讲的国际一体化的两种不完全性（每个国家对本国产品的青睐以及价格用本国货币计价时的粘性）对汇率政策具有直接的启示。

## 1.2 改变汇率的依据

1987年，美国的经常项目赤字达到约1600亿美元。这是一个会计恒等式，出口和进口之差等于国民收入和支出之差，后者又等于国民储蓄和投资之差。正如所发生的那样，与美国史无前例的赤字相伴的，不是巨幅投资而是自大萧条以来最低水平的国民储蓄，这主要（并不完全）是因为联邦政府一直大规模逆储蓄操作。你可能预期并希望美国的储蓄在不远的将来上升到

一个更加正常的水平，但当储蓄真的上升到正常水平之后，美国贸易状况也会朝着更加正常的水平移动，例如零赤字。

为了配合期待中的调整，该采取哪些适当的汇率政策呢？传统的认识是，平衡世界收支需要调整汇率：赤字国家货币贬值，盈余国家货币升值。这种传统认识是“广场协议”（Plaza Accord）的基础，也是基于这种认识，美元最初贬值时受到了普遍欢迎。然而，对这种传统认识发出挑战的声音越来越多，特别是全球货币主义者。的确，我们现在已经看到了一种新的传统智慧正在发展起来，它认为应当基于标准来确定汇率，而不是基于国际收支调整，即便政策关注的焦点是国际收支调整，也应通过财政手段进行处理。这一观点已经成为《华尔街日报》的官方立场，并渗透到了现实世界的决策者，尤其是英国财政大臣劳森（Lawson）的讲话中。

产生这种影响的原因是新的传统智慧非常简单，并把这种简单变得看似非常合理。根据定义，贸易收支（Trade Balance）等于储蓄和投资之差。因此，麦金农、蒙代尔和《华尔街日报》认为汇率与贸易收支毫无关系。这种观点认为美元贬值对减少美国贸易逆差毫无帮助；美元贬值只能导致美国的通货膨胀和外国的通货紧缩。因此，我们如今应当做的是，把美元固定在与某一估计的购买力平价相吻合的水平上，这意味着一个远远高于目前平价的水平，并永远钉住。麦金农希望从今以后朝着全球货币目标（实际上是金本位制的纸币翻版）发展，蒙代尔则希望回归真正的金本位制。

很容易发现这种新的传统智慧源自何处。如果我们生活在一个完全一体化的世界里，各国居民都以同样的方式支出他们的收入，并且所有国家的价格水平都是完全灵活的（或者至少用本国货币计价时，价格还是有些弹性

的), 这种认识就完全正确。不幸的是, 我们并没有生活在这样一个世界里。正如我们刚才看到的那样, 在许多非常重要的方面, 世界一体化是极不完全的: 不同国家居民支出其收入的方式有很大差异, 用本国货币表示的价格是粘性的。当思考国际经济学的某些方面时, 想象一个完全一体化的世界是十分有用的练习, 但在制定政策时想当然地认为我们真的生活在这样一个世界里, 则会带来灾难。

假设经合组织国家打算缩小它们的收支失衡, 并同时保持汇率和国内价格水平稳定。具体来讲, 假设美国打算采取必要措施减少支出 1 000 亿美元, 而其他经合组织国家打算增加支出 1 000 亿美元, 这种开支的重新分配无疑是校正收支失衡的必要条件。全球货币主义者会让我们相信故事到此结束, 然而, 只要看一眼表 1.1 就会发现事实并非如此。在这里我十分感谢塞缪尔·布里坦 (Samuel Brittan) 的帮助。

表 1.1 缩小贸易失衡 单位: 亿美元

	在美国产品上的支出	在其他国家产品上的支出
<b>情况一</b>		
美国支出: -1 000	美国: -800	美国: -200
其他国家支出: +1 000	其他国家: +100	其他国家: +900
<b>情况二</b>		
美国支出: -1 000	美国: -800	美国: -200
其他国家支出: +8 000	其他国家: +800	其他国家: +7 200

表 1.1 中的第一种情况说明在了其他条件相同时, 如果美国支出下降 1 000 亿美元, 世界其他国家的支出增加 1 000 亿美元, 将会发生什么。正如我上面所说的那样, 问题的关键仍然是: 相对于世界其他国家的居民来说,

美国居民在美国产品上的边际支出倾向要高得多。当美国居民支出下降 1 000 亿美元的时候, 美国在进口产品上的支出只下降 200 亿美元, 而对美国产品的国内需求却下降 800 亿美元。虽然世界其他国家支出的增加为美国提供了新的出口来源, 但远远不够; 在世界其他国家增加的 1 000 亿美元支出中, 美国产品只能得到 100 亿美元。结果是美国有 700 亿美元的生产过剩, 而世界其他国家有 700 亿美元的需求空缺。

怎样才能使世界支出重新有效分配呢? 在某种程度上, 需要劝说世界将 700 亿美元的支出从其他国家的 product 上转移到美国产品上。除了道义上的劝告 (例如印有“购买美国货”的汽车保险杠和日本人曾印在成田机场购物手推车上的“购买进口产品”的标记), 达成这个目标的唯一非保护主义的方式就是使美国产品相对比较便宜, 即需要让美元相对于世界其他国家的货币真正贬值。

需要这种真正贬值的原因在于世界产品市场和服务市场的不完全一体化, 相对于外国居民来说, 每个国家的居民在本国产品上的支出倾向要高得多。因此, 世界市场不完全一体化这个微观经济事实就对宏观经济产生了启示, 即真实汇率的变化是调整国际收支过程中一个非常重要的部分。

世界产品和服务市场的不完全一体化是关键。很多人, 尤其是麦金农, 曾经声称资本市场已经一体化, 可以在不用改变相对价格的情况下使储蓄从一国转移到另一国。我将在第三讲中对资本市场提出一些怀疑。但无论如何, 有一点很明显: 这种观点是非常混乱的。资本市场所能做的只是为支出在国家间的重新分配提供方便。不过, 是否需要改变价格则取决于人们用支出来干什么, 即日本支出 125 日元的方式是否与美国支出 1 美元的方式一样。这

个问题与金融市场无关，而与产品和服务的实际最终需求有关，持相反观点的人都会陷入金融神秘主义。

因为世界产品和服务市场的不完全一体化，所以经常项目调整确实需要真实汇率的调整。但是，这一点不一定必须通过对美元实行名义贬值的方法来进行。与通过美元贬值的方法相反，可以通过结合美国通货紧缩和外国通货膨胀的方法来达到相同的结果。只有当改变汇率比改变价格水平更容易促使相对价格和工资改变时，需要调整真实汇率才能成为赞成名义汇率波动的一个论据。不过，情况的确如此。因为事实上名义价格（即用本国货币来表示的名义价格）有相当大的惰性，通过美元贬值比通过美国通货紧缩来降低美国劳动和产出的相对价格要容易得多。因而，在赞成赤字国家的货币名义贬值的论证中，用本国货币表示的名义价格是粘性的这一显著证据是最关键的一点。

让我换种方式再次说明上面的观点，或许有助于澄清货币贬值作为一种调整工具的逻辑。假设作为世界收支平衡调整的一部分，美国需要将相对于其他国家的工资削减 30%。试着想象在美元不贬值的情况下这么做会如何。削减工资 30% 的确是很多，工人和工会将表示强烈反对。但是，美国所有工人少得 30% 的工资并不意味着减掉 30% 的实际工资。因为在我们这个不完全一体化的世界里，每个美国工人所消费的大部分产品是其他美国工人生产的，所以，真实工资很可能只削减了 3%，并没有听上去的那么多。如果每个工人都意识到其他工人也会像他一样同时被削减工资，并且降低了的工资会反映到更低的价格上，一个工资协同下降的过程就迅速、不费力气地发生了。不幸的是，世界并不是这样运转的；单个公司定价迟缓，再加上定价时的交叠

和不协同，就意味着要削减 30% 的工资，只能通过一次严重的、持久的衰退来实现。

货币贬值所做的就是解决协同问题。当美元相对于日元和欧洲货币单位贬值时，所有美国工人的工资都同时下降，没有必要削减名义工资。当然，如果工资按照汇率指数化，或者按照一般价格水平指数化，汇率的变动就会很快带来价格变动，美元贬值就会被迅速反映到大规模通货膨胀中。尽管这种情况可能会发生在接近恶性通货膨胀的经济中，但绝对不会发生在适度和低通货膨胀的发达经济中。不会发生的主要原因与真实汇率需要首先变动的的原因是相同的：在大部分国内支出被用于购买国内产品的情况下，价格制定者缺少很强的动机去用本国货币之外的货币制定价格。

我们先是观察到我们仍然生活在一个国际一体化相当有限的世界，然后谈到了赞成浮动汇率的政策论据。这是一个普遍的结论，而不是关于当下时事的具体结论。因为这是一个时事性话题，会带来一些争议，所以我想简要讨论与前面的分析有关的几点补充说明。

### 1.3 三点补充说明

第一，如果不同国家生产的产品彼此能非常容易地相互替代，边际支出模式的差异就不会引起真实汇率大幅调整了，那么相对价格的微小变化就会导致需求组成的巨大变动。因此，我真的需要用以下观点来弥补我论证中的漏洞，即不同国家的产品并不是高度可替代的。这一点应该很明显。总的来

看，在一个不同国家生产的产品可高度替代的世界里，不可能出现图 1.2 和图 1.3 所表明相对工资和价格的大幅波动。事实上，即使在一个产品高度不完全替代的世界里，也很难明白相对工资和价格的大幅波动是如何产生的，这个问题我会在第二讲处理。上述证据比较粗略，但贸易方面的经济计量文献能够为该观点提供进一步的证据，这些文献统统认为价格弹性相当低（1~2）。

第二，一个更严重的问题是，当我强调各国经济间没有完全一体化时，我过度简化了国家经济，实际上把美国看成了好像只生产单一产品的国家。事实上，汇率变化肯定与各国生产的可贸易品和不可贸易品的相对价格的变化相关。这是我在下一讲将细述的另一个问题。重要的是它并不影响基本结论，即调整国际收支需要对国家平均相对价格水平、国家相对工资水平（更为重要）实施重大调整。因为在一国内调整相对价格有许多困难，所以调整汇率也会面临一些问题，但与在维持汇率不变的同时进行必要的价格总体调整相比，问题肯定要小得多。

第三，有一个重要的实际问题需要提一下，即增长在盈余国家的作用。表 1.1 的第一种情况假设美国支出的下降刚好被世界其他国家同样数量的支出增长抵消，但许多美国人认为盈余国家的增长——这意味着世界其他国家支出的增长超过美国支出的下降（不管它们是否意识到这一点）——应该取代汇率调整。这种观点虽然从概念上讲是正确的，但在实际操作中并没有很大意义。让我回到表 1.1 的第二种情况来了解原因。

为了使美国支出减少 1 000 亿美元并将其全部转化为贸易收支的改善，而不用通过实际贬值来使外国支出转移到美国产品上来，必须增加多少外国支出呢？答案见第二种情况。因为美国支出的下降使对美国产品的需求减少了 800 亿美

元，仍假设世界其他国家支出的边际增加中只有 10% 被用于购买美国产品，所以世界其他国家的支出必须增加 8 000 亿美元。通过这种方式，在美国产品上的总支出保持不变，国内需求的下降被同样数量的出口需求的增加所抵消。

不幸的是，这样做存在一个负效应：在世界其他国家产品上的总支出增加了 7 000 亿美元，即国内需求增加的 7 200 亿美元减去美国进口下降的 200 亿美元。因此，只有当世界其他国家至少有 7 000 亿美元可以使用的过剩生产能力时，不通过美元贬值的其他方法才行得通。在目前的汇率水平上，除美国以外的市场经济国家的国民生产总值大约是 9 万亿美元，这意味着通过外国增长的方法（而不用实际贬值的方法）来改善美国的贸易地位，为其减少 1 000 亿美元的逆差，就需要为世界其他国家的国民生产总值寻找 8% 左右的增长空间。如果我们用这种方法来处理美国所有的贸易逆差，外国的增长必须达到 12% 左右。

问题很明显：盈余国家没有那么大的过剩生产能力。实际上，国际货币基金组织估计，在经常项目盈余的国家中，任何一个国家的可使用过剩生产能力都不会超过国民生产总值的 2%。你可能不相信这个估计，但不管你我是否相信，这都不重要，重要的是盈余国家的决策者是否相信，事实是他们（尤其是德国当局）认为几乎没有增长的空间。所以，用盈余国家的增长来替代真实汇率调整的可能性，虽然在理论上是可行的，但在目前的大背景下只是一个次要问题。

顺便说一下，我不反对德国经济增长，也不认为欧洲和日本的快速增长不重要。这的确很重要，但对改善美国贸易逆差而言并不重要。美国经常建议说它愿意高估美元，以此换来对德国或日本经济增长的些许刺激，这些建议表明政策制定者根本没有算清自己的账，当然这也不是第一次了。



## 1.4 现在我们在哪里

这一讲刚开始时我就指出，尽管自1950年起国际一体化的程度在一些方面开始加深，但是世界经济一体化仍然是高度不完全的。我已经证明产品市场是不完全一体化的，每个国家的价格以本国货币计价时仍然是粘性的。我希望所有人都能满意这一说明。我已经用我认为的无懈可击的逻辑证明了，产品市场的不完全一体化和价格粘性共同造就了一个非常有说服力的论点：在面临国际收支失衡的时候，应该调整汇率。

但是，在20世纪80年代末提出这样一个论点存在一个问题：近来汇率变动似乎不怎么起作用。最明显的问题是自1985年起的美元发生贬值，但美国贸易逆差对此的反应迟钝得令人失望，而这个问题实际上在更早以前就存在了。在20世纪80年代美元反复涨跌的过程中，汇率与真实世界的国际贸易流和价格日益严重脱节。这种脱节现象在美元升值期间已经非常明显，随着美元的贬值，它已经引起了人们极大的困惑和关注。如果国际贸易是一部汽车而汇率是它的传动系统，我认为我们需要一个新的离合器。

这里正在发生什么呢？我再一次说我们需要思考世界经济不完全一体化的问题，你听到了或许不会惊讶。我还要说的是，从某种重要意义上来讲，由于汇率的波动，世界经济的不完全一体化变得更加不完全。为什么汇率似乎不那么重要了？这将是下一讲的主题。

## 1.5 附录：贸易收支和真实汇率

正如我在第一讲中所强调的那样，贸易逆差等于支出超过收入的部分，这一事实并不意味着在不改变相对价格的情况下就可以改变贸易平衡。令人吃惊的是，人们很少意识到这一点，甚至包括一些训练有素的经济学家，或许因为我们过分关注建构复杂的国际贸易模型，而忽视了这些模型背后隐藏的部分关系。无论如何，我发现一个有用的方法，就是使用简单代数模型来支持直观讲解。这里展示的模型（首先由克鲁格曼和鲍德温于1987年提出）可以用简单的（尽管不具有普遍性的）方式来说明上述观点。

设想世界经济只包括美国和世界其他国家。这两个“国家”各自只生产一种产品，这种产品既用于本国消费也用于出口。令其他国家产出为计价单位，定义 $p$ 为美国产品的相对价格。首先，假设充分就业，美国生产一个固定的产出 $y$ ，而其他国家生产一个固定的产出 $y^*$ 。我们暂时不考虑支出决定，把美国的支出简单用美国生产的产品来表示，并把它作为一个参数 $a$ 。对这个整体来说，收入必须等于支出。因此，如果 $a^*$ 是用其他国家的其他国家的支出，那么就有：

$$pa + a^* = py + y^* \quad (\text{A.1})$$

或者：

$$a^* = y^* + p(y - a)$$

作为一个会计恒等式，贸易差额等于收入超过支出的部分，因此用美国的产品来衡量，美国的贸易差额是：

$$t = y - a \quad (\text{A.2})$$