

基于新开放经济宏观经济学 视角的汇率动态研究

JiYu XinKaiFang JingJi HongGuan JingJiXue
ShiJiao De HuiLv DongTai YanJiu

汇率动态研究

◎ 焦娜 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书得到“湖南省农业经济管理重点学科”

“湖南省人文社会科学重点研究基地——‘三农’问题重点研究基地”

“湖南省教育厅哲学社会科学重点研究基地——农村发展研究所”的资助

基于新开放经济宏观经济学 视角的汇率动态研究

汇率动态研究

JiYu XinKaiFang JingJi HongGuan JingJiXue
ShiJiao De HuiLv DongTai YanJiu

◎ 焦娜 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

基于新开放经济宏观经济学视角的汇率动态研究 /
焦娜著. —北京: 经济科学出版社, 2012. 4

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1681 - 6

I. ①基… II. ①焦… III. ①汇率 - 经济动态 - 研究
IV. ①F830. 73

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 043785 号

责任编辑: 段 钢

责任校对: 王肖楠

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

基于新开放经济宏观经济学视角的汇率动态研究

焦 娜 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印装

710 × 1000 16 开 12 印张 230000 字

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1681 - 6 定价: 32.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换, 电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

开放经济条件下，宏观经济政策、资本流动和汇率的相互影响，是当前研究的热点领域。20 世纪 60 年代以来，研究开放经济中的货币政策和财政政策问题占主导地位的政策模式一直是由蒙代尔（Mundell, 1963, 1964）、弗莱明（Fleming, 1962）和多恩布什（Dornbusch, 1976）发展的凯恩斯主义范式的分析框架。之后，国外经济学者在此基础上通过引入货币和资产组合方法以及微观经济基础分析，试图从宏观和微观的角度进一步拓展了这一理论。

笔者首先对货币政策与财政政策的汇率动态的作用机制理论分别进行了详细梳理和分析。从已有的文献研究发现，理论研究的假定条件限制性过强，且经验实证分析对汇率动态理论的支持也不够。因此，着重研究了资本流动性在宏观经济政策的汇率动态研究中所体现的作用。在梳理了资本流动性假设下，研究货币政策和财政政策对汇率波动的影响，并从新开放经济宏观经济学的角度对微观基础内生化的汇率动态理论的新发展作了比较全面的评述，从理论的角度对宏观经济政策和汇率动态的内在关系进行深入的分析，揭示了两者之间互动关系的作用机理，尝试构建了一个完整的分析框架。与此同时，对资本流动因素做出了定性和定量分析，并以资本流动和汇率影响机制为理论依据，进行实证研究，检验了资本流动和汇率间的相互关系和影响程度。

针对以往研究主要关注于资本流动性在货币政策影响汇率波动过程中的作用，而较少从财政政策角度进行系统研究。因此，本书基于 M-F-D 模型（Mundell-Fleming-Dornbusch 模型）关于开放经济下资本流动性的两层意义，通过理论研究和实证分析，研究的主要特色有以下几点：

第一，系统地分析了传统 M-F-D 模型和资本流动性的关系，并在考虑了资本流动性因素的前提下重新探讨了宏观经济政策对汇率动态

的作用机制。一方面资本市场的调整速度和资产替代性的差异会导致汇率对货币政策的反映结果的不同；另一方面，资产的替代性也会引起财政政策调整下汇率的长期和短期动态的相反路径。

第二，借鉴凯瑞（Kraay, 1998）构建的方法，基于国际资本流量对各国资本账户开放度进行测算。资本金融账户中相关项目的绝对流量数据对 GDP 的比重计算出资本账户的开放度的替代指标。

第三，通过实证研究发现，发展中国家的汇率波动幅度远远高于发达国家。在跨国数据分析中，通过选取 12 个样本国家的相关数据进行实证分析进一步得到结论，发展中国家汇率稳定性对于外生经济扰动的反应幅度明显高于发达国家，从另一侧面反映了发展中国家政策抗风险性弱于发达国家。

第四，在对人民币汇率波动的实证研究中，不仅考察了资本流动性在宏观经济政策对汇率影响过程中所发挥的作用，而且通过两国模型研究进一步探讨了两国政策协调对人民币汇率稳定的重要意义。

研究结论对宏观经济政策与汇率稳定性的管理有一定的政策性启示，特别是对发展中国家的汇率稳定性问题。经验事实证明，发展中国家的汇率波动明显高于发达国家。汇率稳定是各国汇率管理的主要目标，在进行宏观调控的过程中不仅要注意货币政策和财政政策的协调，也要适当地放松资本管制和适当地提高资本流动性，通过有效宏观经济调节进行汇率管理，实现国民经济的持续与稳定发展。

焦娜

2012 年 3 月

目 录

第一章 导 论	1
第一节 选题背景及研究意义	1
第二节 相关概念的说明	6
第三节 研究目标和研究思路	12
第四节 结构框架和研究方法	14
第五节 主要创新和不足	17
第二章 宏观经济政策的汇率动态：文献综述	19
第一节 货币政策的汇率动态研究综述	19
第二节 财政政策的汇率动态研究综述	34
第三节 汇率动态研究的最新进展：新开放经济宏观 经济框架下的研究	41
第四节 总结性评论	44
第三章 货币政策的汇率动态理论	46
第一节 资本有限流动下的汇率动态	46
第二节 资产组合均衡的汇率动态模型	54
第三节 货币政策的汇率动态：基于微观经济基础的分析	66
第四节 结论	72
第四章 财政政策的汇率动态理论	75
第一节 修正的 M-F-D 模型：价格内生化和资产 市场假说	75
第二节 财政政策的汇率动态：基于资本流动性的分析	78
第三节 财政政策的汇率动态：基于微观经济基础的分析	90

第四节 结 论	97
第五章 宏观经济政策的汇率波动：基于跨国数据的 实证研究	102
第一节 汇率波动的持续性研究：面板单位根分析	102
第二节 宏观经济政策的汇率波动：基于资本 账户余额的分析	107
第三节 宏观经济政策的汇率波动：基于资本 开放度的分析	115
第六章 宏观经济政策的汇率波动：人民币汇率的 实证研究	125
第一节 我国的宏观经济政策与人民币汇率波动	125
第二节 宏观经济政策的人民币汇率波动： ARCH 模型研究	133
第三节 宏观经济政策的人民币汇率波动：基于两国模型 的实证研究	146
第七章 宏观经济政策与汇率稳定：国际实践与启示	153
第一节 部分国家稳定汇率的政策实践	153
第二节 对于我国宏观调控与人民币汇率稳定 机制的启示	164
参考文献	175
后 记	186

第一章

导 论

本章首先阐明了选题背景和研究意义，并对涉及的重要概念加以界定，在此基础上提出研究目标、研究思路和研究视角，然后介绍了整体结构框架和研究方法，最后指出研究的创新及不足。

第一节 选题背景及研究意义

一、选题背景

从一般意义上而言，宏观经济政策主要目标是：经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡。货币政策和财政政策作为宏观调控两大主要政策工具，对于一国宏观经济目标的实现具有重要的意义。开放经济条件下，宏观经济政策将对汇率波动产生影响。因此，当政府通过货币政策工具来调节宏观经济时，有必要研究汇率的调整幅度，即是否会发生短期超调，以及超调多少，或者短期低调，这样才能避免宏观经济不必要的波动；同样，当财政政策通过改变政府开支或改变税收从而影响国内需求和价格水平时，也可能引起的汇率的波动，最终导致宏观经济中相关的变量的变动。

有关汇率波动理论的研究具有重要意义的是1960~1963年期间罗伯特·蒙代尔发表了数篇论文（蒙代尔，1960、1961a、1961b、1962、1963），他所建立的第二代货币模型，是在粘性价格模型中发展了汇率动态理论的研究。但是，最具影响力的文章应当是多恩布什（1976）的“预期和汇率动态”。这一文献标识着现代国际宏观经济学的诞生，多恩布什所提出的汇率超调模型成为国际金融学中对开放经济进行宏观

分析的最基本的模型；它首次涉及汇率的动态调整问题，开创了从动态角度分析汇率调整的先河，由此创立了汇率理论的一个重要分支——汇率动态学（Exchange Rate Dynamics）。多恩布什对 M - F 模型中理性预期形成问题的研究无疑使得这一理论更富有生命力，成为各国政府政策实践和政策分析的主要理论依据。多恩布什的思想也启发了后人对于汇率动态新的探索，奥布斯菲尔德（Maurice Obstfeld, 2001）继续延展了整个国际宏观经济学的发展史，以蒙代尔的理论为中心，系统地归纳了从米德（Meade）的内外均衡理论到新开放经济宏观经济学的理论发展。格雷（Jo Anna Gray, 1976）、费希尔（Stanley Fischer, 1977）、菲尔普斯和泰勒（Ned Phelps and John Taylor, 1977）在同一时期研究在粘性价格和理性预期假设前提下的封闭经济；布莱克（Stanley Black, 1973）和穆萨（Michael Mussa, 1982）在国际宏观经济学研究过程中引入了理性预期。发展至今，该领域越来越多的理论模型极大地区别于多恩布什的模型，尤其是新开放经济宏观经济学，不仅在 M - F - D 模型的框架下引入名义刚性和微观基础（消费者和生产者的效用最大化行为），也是对该理论的直接继承，即结合了粘性价格下的多恩布什模型和经常账户的代际分析过程。因此，多恩布什的模型直至今日在理论学术界仍然凸显其盎然的生命力，在研究一国货币政策和财政政策如何影响汇率动态的过程中，无可厚非的，大部分的学者仍然会以多恩布什模型为切入点。

二、研究意义

多恩布什模型不仅仅只是研究货币政策对汇率的超调影响，而且也能够解释现实经济的很多问题，包括“荷兰病”、汇率制度选择、商品价格波动问题和发展中国家的反通胀政策，它不仅是一种分析汇率动态的模型，也是国际货币政策和财政政策分析的工作母机。

（一）理论意义

20 世纪 70 年代，多恩布什指出了货币政策的稳定性对于一国汇率稳定是至关重要的，往往由于国内商品市场价格的调整速度缓慢滞后，所以当货币政策发生扰动时，汇率容易发生过度调整从而导致经济系统

的不平衡。经验证明,汇率的变化并不能缓和国际通胀差异,反而加剧了这一差异程度,使得实体经济的波动更为剧烈。浮动汇率体制将更有利于国家之间相对价格的调整,货币贬值能够迅速降低本国的相对价格。大量的文献也考察了汇率稳定性的意义,固定汇率的应用、联系汇率制度或者美元化的政策可以带来货币政策和财政政策极大的稳定性。但是对于欧洲一些国家,即使是浮动汇率制度,这些国家同样拥有稳定的货币政策和规范的金融市场。尤其是欧元的使用,不仅提高了交易的效率,也减少了汇率风险的不确定性。另外,欧元国将货币政策执行移交给欧洲中央银行,不再根据本国情况自主制定货币政策,那么由汇率变化引起各国间相对价格的变化,从而产生的潜在收益将丧失。经验研究指出消费者价格也并没有明显受到名义汇率变化的影响(Engel, 1993, 1999, 2000; Engel and Rogers, 1996, 2001; Rogers and Jenkins, 1995; Obstfeld and Taylor, 1997; Parsley and Wei, 2001a, 2001b; Mussa, 1986),意味着名义汇率的变化对商品相对价格改变没有影响。如果消费者价格不受汇率的影响,本币的贬值将不会导致进口商品价格的大幅上涨。这里也存在一些关于汇率和消费者价格关系的其他解释,例如,存在相对价格效应但是并不影响最终消费品价格,中介企业(分销商,零售商)根据相对价格变化,使用国内外产品相互替代,但是针对消费者购买价格的设定并不随汇率的变化而变化。弗里德曼(Friedman)强调了名义商品价格粘性。布里特(Buiter, 1999)认为货币联盟或者对汇率体制的选择是一个货币性的问题,在商品价格完全弹性的世界中,相对价格行为通常会独立于货币体制。这一情况下,货币体制的选择仅仅在短期调整下有意义——在名义价格调整的区间内。恩格尔(2002)重新在新开放宏观经济学的框架下解构这一问题。OR模型(1995, 1998, 2000a)假设了名义价格以生产者所在国货币给定,那么消费者而言,价格在短期内随名义汇率而变化,这就是新开放经济宏观经济学研究中重要的PTM问题。

美国20世纪80年代出现的巨额财政赤字引起了学者们对开放宏观经济条件下的财政政策研究的兴趣。尤其是同期出现的美元升值,高额实际利息率和经常账户不断恶化。蒙代尔—弗莱明的理论分析认为这是由于开放经济下,大国的财政扩张,汇率升值,贸易账户恶化,引起了世界利息率的上升。1980~1985年美元汇率的稳定上扬和贸易账户的

恶化,人们发现美元估值过高。财政扩张后引起汇率升值的具体幅度成为人们关注的问题,因为 $M-F-D$ 模型分析指出,利息率的变化和汇率动态是密切相关的,另外一个相关问题是政府负债的增长导致利息率的变化幅度。汇率上升后,贸易账户恶化,资本账户出现盈余,美国成为最大的净国际债务国,大量资本涌入。伴随着净外国资产的增加,财政政策对美元的升值的解释力度有待分析。当财政政策扩张引起本币升值时,本国贸易账户恶化,国外的经常账户得到改善,但是扩张的财政政策也影响一国总需求,国内需求的部分将转移到国外。资产市场是另外一条渠道,当资产具有完全替代时,财政政策扩张引起利息率上升,产生挤出效应。在国际资本的流动下,一国的财政政策也能够通过资本流动传递到国外,引起贸易伙伴国的经济波动。美元债券也会通过美国财政政策影响汇率的效应,尽管 1980~1985 年间美元的升值能够改进贸易伙伴国的贸易竞争力,但是美元的高值引起实际债务负担的增加,很多国家出口商品价格以美元的形式价值下降。一般理论界认为,通过对不同汇率制度下财政政策经济效益的比较分析,在浮动汇率制下,扩张财政产生的扰动引起汇率的短期升值,随着国民收入的增加,进口会随之增加,并使一国出现贸易逆差,为了维持国际收支均衡,一国必须相应提高利率以吸引资本流入,为贸易逆差提供融资,经常账户出现赤字,资本账户发生盈余,长期中贸易逆差的存在会使得汇率贬值。在固定汇率制的条件下,执行扩张性的财政政策对促进国民收入增长的效应将变得更为明显。所以实施扩张性财政政策可以提高一国国民收入水平,但由于实施扩张性财政政策往往会导致一国国际收支出现逆差,引起货币供应量的减少和利率水平的提高,促使私人投资支出下降,对私人投资产生“挤出效应”,从而会抑制该国国民收入水平的提高。而在浮动汇率制下,由扩张性财政政策所产生的国际收支逆差,不但没有引起该国货币供应量的减少,而且还会诱发该国货币贬值,并刺激其出口增加,从而有利于促进国民收入的进一步提高。因此,在一个对资本流动管制相对较严的国家,要充分发挥扩张性财政政策对经济增长的刺激作用,应当实行浮动汇率。

国内外学者从不同角度探讨了宏观经济政策和汇率波动的相互关系,但大多数研究集中在货币政策和财政政策有效性,以及货币政策的汇率动态问题上。近年来,随着全球一体化的推进,各国之间的经济联

系日益加深,宏观经济政策的汇率动态问题也引起了国际经济学家们的极大兴趣。纵观这些研究,大都仍然集中在货币政策对汇率动态的作用机制研究中,部分学者也探讨了财政政策对汇率动态的作用机制,但是这些研究比较零散,缺乏较为系统的研究。本书在前人研究的基础上,借鉴现有的研究成果,进行了理论和实证上的创新,并进一步从发展中国家和发达国家的角度考察了宏观经济政策下的汇率动态。

(二) 现实意义

汇率对一国经济的影响越来越重要,促使越来越多的学者从不同角度对汇率进行研究,施拉格豪夫和杰弗瑞(Schlagenhauf and Jeffrey, 1995)通过建立一个货币模型分析了货币冲击对汇率动态调整的影响;秦和米尔(Chin and Mill, 1998)分析了固定和浮动汇率制下经济体系的动态一般均衡;罗纳德和杰弗瑞(Ronald and Jeffery, 2002)分析了政府支出与实际汇率的关系;迪瓦瑞克斯(Devereux, 2004)建立了一个两国家粘性价格下的动态一般均衡模型说明货币政策对汇率的影响。

伴随着布雷顿森林体系的解体,世界各国的实际汇率波动性加剧,并且这一波动表现出高度的持续性。很多学者在粘性价格模型基础上研究了导致汇率波动以及波动持续性的动因(V. V. Chari and Patrick. J. Kehoe, Ellen R. McGrattan, 2002; Paul Bergin and Robert C. Feenstra, 2001; Gianluca Benigno, 2004; Jens Sondergaard, 2004; Hafedh Bouakez, 2005)。汇率的影响因素复杂多样导致汇率理论呈现多样性,对于研究宏观经济政策和汇率动态的关系具有指导意义。宏观经济的均衡要求内外均衡的同时实现:内部均衡指充分就业与低通货膨胀率,外部均衡指可持续性的经常账户余额,反映了潜在的或合意的净资本流动。凯恩斯学派和货币主义学派都认为货币供应量对经济有影响,虽然途径不一样但都是诱发经济波动的主要原因;而在国际收支平衡下,经常账户会受到国民储蓄和投资的决定因素的影响,由于财政收支是国民储蓄的重要决定因素,对财政政策和汇率关系的研究目的在于财政政策的实施和改变是提高还是降低了一国货币的实际价值。在传统的M-F两国模型中,紧缩的财政政策能够提高一国的国民储蓄,降低国内利息率,引起永久性的汇率贬值,也将引起长期的经常账户盈余,在汇率的弹性价格模型中也会发生实际货币贬值,同时可以发现汇率贬值产生的

“挤入效应”，对任何模型形式而言，总需求等于总供给的均衡的要求均会产生这一结果。但是基本的 M - F 模型中，往往忽视了初始国际收支不平衡引起的资本流动的影响。穆萨（Mussa，1984）的资产平衡模型考虑了财政紧缩的存量含义，其中长期被定义为经常账户均衡，或者外国资产的利息收益将能够被贸易的不平衡所抵消。进一步的时候，当财政政策扰动是永久的时候，则意味着国外净资产的永久性增加和长期实际汇率的升值。

发展中国家经济波动性远高于发达国家，尤其是汇率的波动。理查德·豪斯曼等（Ricardo Hausmann et al.，2004）指出发展中国家的汇率波动幅度明显高于发达国家的汇率波动，并且通过经验分析了这一现象的原因不仅和发展中国家经济体系的不稳定性有关，而且和汇率波动的持续性有关。中国经济以往 30 多年持续高速增长，构成大国开放型经济追赶的最重要的案例。改革开放最初的 15 年前后，人民币对美元名义汇率和对一篮子外国货币的有效名义汇率，分别贬值 4 ~ 5 倍，实际汇率依据不同度量指标贬值一倍半到两三倍；1994 ~ 1997 年之间的人民币实际汇率曾一度大幅升值，但是此后约 8 年间出现在波动中显著贬值的局面；近年来人民币汇率波动问题已成为国内外激烈争论的问题。对人民币汇率波动认识的挑战性，构成中国经济平稳增长的重要问题之一。

第二节 相关概念的说明

本书的研究将涉及以下主要基本概念：汇率、汇率制度以及资本流动，有必要对这些概念作出界定。

一、汇率的相关概念

汇率一般定义为两种货币的兑换比例，或者说是一种货币以另一种货币表示的价格。直接标价法下，汇率值上升表示本币贬值， $E = \text{本币} / \text{外币}$ ，目前文献大都采取这种方法定义汇率。汇率的上升意味着外币价格的上升，而本币相对跌价，本币贬值。反之，汇率的下跌说明购买一单位外币所需本币数量的减少，本国货币相对价格上升，本币升值。通

常人们所说的汇率是即期的双边汇率，即两种货币之间的汇率，例如，中国和美国之间以人民币计算美元价格。现实的兑换比率，又称名义汇率，可以由官方决定，也可以由市场决定。往往无法真正衡量外币价格，从而衍生出实际汇率、有效汇率和均衡汇率。

（一）实际汇率

实际汇率即真实汇率，对名义价格调整后得到的汇率，经过名义汇率调整的一国商品与服务相对另外一国商品和服务的价格，或者相对于本国的劳务和贸易而言，外国商品和劳务以本币表示的价格，反映了跨国经济和贸易中商品和服务的兑换比例。一般用价格水平方式表示为： $s = EP^*/P$ 。实际汇率也是一种理论抽象的汇率，是人为计算出来用于分析研究的指标，反映了实际购买力或变化。实际汇率的变化来自于实际经济层面的各种因素，如政府支出、消费偏好和贸易条件等。实际汇率的上升往往意味着外国商品和劳务的本币价格相对上涨，本币在国外的购买力相对下降，本币实际贬值；外币实际升值；若实际汇率下降，意味着外国商品和劳务本币价格相对下降，本币在国外的购买力相对上升，本币实际升值，外币实际贬值。

（二）有效汇率

有效汇率是对各种双边汇率加权平均而得到的一种汇率，权数一般是一国对另外一国贸易额在其对外贸易总额中所占的比重。能够综合反映一国货币的对外价值及其变化状况，以避免单一的双边汇率在反映一国货币的对外价值的片面性和不准确性。名义汇率和实际汇率都可以计算有效汇率，从而得到实际有效汇率（REER）和名义有效汇率（NEER）。

（三）均衡汇率

均衡汇率理论根源最早可以追溯到 1924 年凯恩斯的《货币改革论》，并在《国外汇兑的前途》（1935）一文中给出了明确定义，但尚不完整。随后，纳克斯（1945）在此基础之上给出了均衡汇率较为完整的概念，并被理论界主流所接受。纳克斯把均衡汇率定义为，在国际收支平衡和充分就业同时实现时的实际汇率，即内外均衡同时实现的实

际汇率。所以均衡汇率作为两种货币间应有的合理的兑换比例，目前理论界的界定包含两种含义：一是市场名义均衡汇率，满足市场套利均衡条件和市场供求均衡的汇率；二是满足宏观经济内外均衡条件的宏观实际均衡汇率，又称一般均衡汇率。均衡汇率属于理论测算出来的汇率，而非现实中的汇率，理论上均衡汇率是现实汇率的形成基础，决定着一定程度上现实汇率长期变化方向，当现实汇率接近均衡汇率时，它就相对稳定，当现实汇率明显偏离均衡汇率时，会产生回归均衡汇率的反弹动力。现实汇率高于均衡汇率称为本币低估，现实汇率低于均衡汇率称为本币高估。

二、汇率制度

汇率制度是一国货币当局对汇率水平变化和变化方式的选择作出的基本安排和规定。其内涵包括：确定合理的经济稳定运行所能承受的汇率水平的依据；汇率波动的边界和方式；维持汇率水平所采取的措施；必要时对汇率水平调整的手段和途径；汇率水平是汇率值所取的状态，通称的汇率变动实际上是汇率水平值的变动，即贬值或是升值，上浮或者下浮两个方面。

汇率制度通常分为固定汇率制度和弹性汇率制度。在固定汇率制度下，汇率受到平价的制约，围绕平价在很小的范围内上下波动，包括金本位下的固定汇率制度和自闭流通条件下的固定汇率制度；浮动汇率制度是指一国货币不规定金平价、对外国货币的中心汇率及现实汇率的波动幅度，货币当局不再承担维持汇率波动界限的义务。按政府是否干预，浮动汇率制度分为自由浮动（清洁浮动）和管理浮动（肮脏浮动）；按浮动形式，分为单独浮动（本国货币不与外国任何货币发生固定联系）和联合浮动（货币区内各个成员国货币之间保持固定汇率，对非成员国采取共同浮动）。理查德·C. 马尔斯顿研究了汇率制度和宏观经济稳定政策的关系，宏观经济稳定政策分析经常被用作比较不同汇率制度的基础：如果一种汇率制度能够提高某一政策工具的有效性，那么可以认为该制度优于其他制度。

斯托克曼（Stockman, 1983, 1988b）和穆萨（1986）研究了主要工业国家和美国的实际汇率的变动，相比于固定汇率制度，在浮动汇率

制度下的波动幅度更大。当政策扰动改变了均衡的相对价格水平实际汇率，将呈现不同的时间序列行为。斯托克曼（1988b）对政策的差异性做出了解释：在钉住汇率制下，政府应用国际收支平衡约束；在弹性汇率制度下，对国际收支不加限制。这一政策预期在名义汇率钉住的同时，旨在稳定实际汇率。伯克斯特（Boxter, 1990）和斯托克曼（1990）研究了不同汇率制度下的宏观经济总量问题，认为虽然大量的理论性模型意味着汇率对宏观经济相关变量产生重要的作用，但实际上并没有经验性事实佐证宏观经济总量的变化—消费，出口和产出。当实际汇率的变化反映了均衡价格的变化时，这些价格的波动是否比理论上波动性更大。其中，一个可能的解释就是货币政策和财政政策产生了在实际效应（不同于传统的 M - F - D 的分析），政策是否是依赖于不同的汇率制度的。并分别对 1958 ~ 1972 年（固定汇率制度）和 1973 ~ 1987 年（弹性汇率制度）不同汇率制度下相关宏观经济变量之间的相关系数进行估算，结果如表 1 - 1 所示。明显可以看出，在不同汇率制度下，变量之间的系数值和相关性都有不同。

表 1 - 1 不同汇率制度下宏观经济变量的相关系数

	1958 ~ 1972 年			1973 ~ 1987 年		
	1	2	3	1	2	3
实际利息率（3 个月）	1			1		
财政预算	0.17	1		-0.35	1	
实际有效汇率	0.31	0.31	1	0.57	-0.5	1
资本价格收益比	-0.09	0.2	0.12	-0.06	-0.52	0.02

注：表格数据来自鲁迪格·多恩布什（1989）测算。

资料来源：鲁迪格·多恩布什：“Real exchange rates and macroeconomics: a selective survey”, Scandanavian Journal of Economics, 91: 401 - 32。

三、汇率动态^①

汇率动态，亦即汇率的动态表现。这一问题集中于研究汇率对外生

^① [美国] 琼斯，凯南，译者：姜洪等。国际经济学手册（第 2 卷）。经济科学出版社，2008。

扰动的反应和汇率与相关变量（政策扰动变量、价格、产出、国际收支等）之间的关系。而对这些问题的说明一般通过建立模型来进行，一些模型建立在资产和商品假定的供求函数上；一些建立在明确的效用最大化问题上。

研究汇率动态行为的理想方法是：首先从概括经验数据的相关特征入手，将反映汇率和相关经济统计变量的随机过程的所有关键性特征进行分类；然后建立与被研究变量相容的一套模型；再讨论那些与数据一致和不一致的特征，强调其涵义，以至于经济学家可以通过未来的经验分析来区分不同的模型。

四、资本流动性问题

从宏观经济角度看，资本流动性主要是指与实际资本相对的金融资本，尤其是货币与资金，而且这些货币和资金需转化为资本并衍生出多种衍生工具。关注一国的资本流动性状况必须从两个层面来研究，一是来自本国货币的投放数量和金融资产创设及交易的速度。二是在开放经济条件下还必须考虑一国的国际收支状况、国际主要货币投放数量、金融资产状况和国际资本流动趋势。

有关资本流动性的理论由来已久，并随着经济全球化和市场一体化的进程而备受关注。资本流动性的存在不仅影响到国家经济政策的制定与实施，同时也与产生资本流动国家的经济密切相关。关于国际资本流动（International Capital Flows）概念，经济学家基于各自的不同价值判断、研究层次和目的，从不同角度的“偏好”进行定义。例如，购买力学说从货币或者金融资本流动的角度理解的国际资本流动，认为国际资本流动只能是货币资本或借贷资本的跨国流动，生产性实物资本的输出输入是不能包括在国际资本流动之中的；国际投资论从资本的趋利性角度将国际资本流动划归为国际投融资范畴，认为国际资本流动是指那些与国际商品贸易和劳务贸易无关的交易，也就是指为了获得收益（或降低风险）的资本的跨国界转移，日本一些学者直截了当地指出，国际间的资本流动一般称为国际投资。国际投资通常是指资本输出国的资本流动，但有时也把国际资本流动称为“外国投资”；国际收支核算学说，即从国际收支核算角度来定义国际资本流动。罗默把资本流动定义