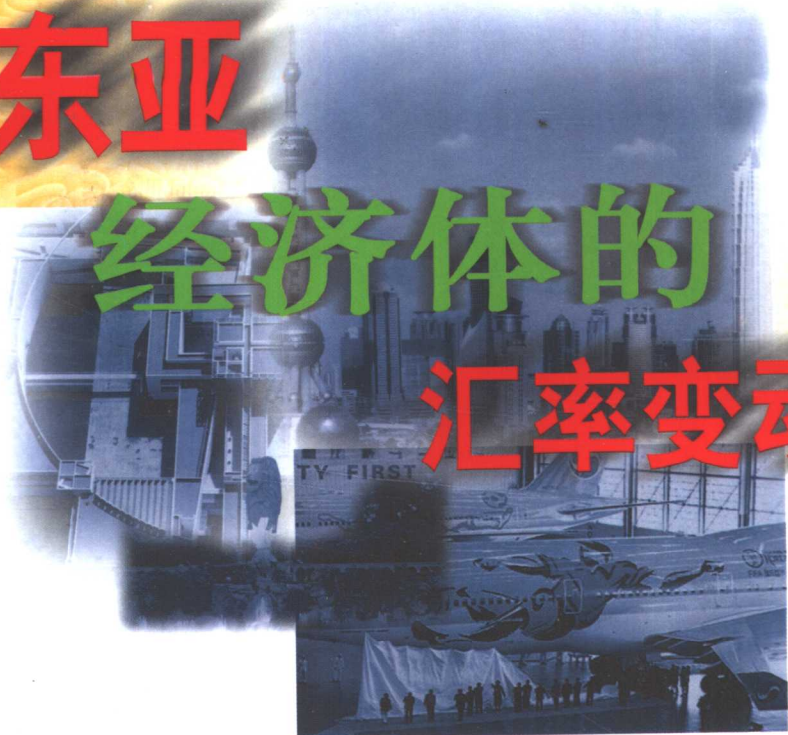


许少强 著

东亚 经济体的 汇率变动

The background of the title is a collage of three images. The top image shows the Oriental Pearl Tower in Shanghai. The middle image shows a large ship with the text 'TY FIRST' on its side. The bottom image shows a group of people standing in front of a large banner.

上海财经大学出版社

东亚经济体的汇率变动

许少强 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

东亚经济体的汇率变动/许少强著. —上海:上海财经大学出版社,
2002. 3

ISBN 7-81049-694-8/F·591

I. 东… II. 许… III. 汇率-研究-东亚 IV. F823.11

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 004897 号

□ 责任编辑 张小忠

□ 封面设计 周卫民

DONGYAJINGJITI DE HUILUBIANDONG
东亚经济体的汇率变动

许少强 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海译文印刷厂印刷

上海市印刷七厂二分厂装订

2002 年 3 月第 1 版 2002 年 3 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 9.25 印张 232 千字
印数: 0 001—1 500 定价: 26.00 元

前 言

1994 年底爆发墨西哥金融危机后,作为一名研究人员笔者也给予了关注,但毕竟由于地理上的差距,有隔岸观火之感。1997 年 7 月爆发亚洲金融危机,我们不再是旁观者,火已经烧及自身。虽然人民币始终没有贬值,但我国的经济总是在一定程度上受到了影响。这使我们深深地认识到,对于新兴市场经济体而言,金融开放确实有可能带来金融危机,而让两者紧密相连的是汇率。由此产生了一连串的汇率问题,例如:

1. 危机前有关东亚经济体货币的汇率水平是否早已太高?当然,既然发生了危机,货币无疑是高估的。如果这样的话,高估多少?怎样评估?能否用购买力平价作为评估的基准,如果不行,能否作些调整以让它发挥均衡汇率的作用?

2. 如果危机前(例如 1995、1996 年期间)就下调泰铢等汇率,纠正了其高估是否可以避免危机?

3. 金融开放条件下能否采用固定汇率制?可是,对于新兴市场经济体而言,汇率稳定显然有利于经济发展。由此派生出的问题是:怎样评估危机前泰铢的固定汇率制?怎样解释其他采用浮动汇率制的东亚经济体也发生了危机?

4. 教科书式的问题是:东亚经济体货币的汇率为何变动,对经济有何影响?一般理论能否解释实际的汇率变动?

此外还有关于人民币汇率的种种问题。

在思考这些问题的过程中,笔者做了一些简单的研究。将此

归纳整理后便形成了本书的内容,下面介绍其框架。

在序章,作为基础理论的研究,简要地对美国 MIT 的克鲁格曼教授的汇率论展开讨论,以此提出笔者的观点,为下面的研究打下伏笔。其内容涉及本书将要讨论的 3 个方面:汇率变动的原因、汇率变动的影响以及汇率政策的选择。

在第一章,我们将首先研究东亚经济体的国际收支经常项目对汇率的影响。这包含以下 3 个课题:①考察东亚经济体的经济发展阶段、经济周期以及货币供给与经常项目有何种关系;②东亚经济体的经常项目在何种程度上决定汇率的变化;③东亚经济体的经济增长率和生产力对汇率变动有多大的影响。

在第二章,将探讨东亚经济体的物价变动对汇率的影响。首先,考察 4 个东亚经济体的购买力平价与汇率的关系;其次,作为修正的 PPP 引入贸易品价格平价,并考察相同的 4 个东亚经济体的贸易品价格平价与汇率的关系。再次,探讨东亚经济体的实际汇率,以检验其均衡汇率的作用。源于这 3 个视点的考察均是以对一般理论的讨论为基础,以获得理论的支持。

第三章是讨论东亚经济体的金融开放对汇率的影响。从有关资本流动自由化的讨论开始,分析金融开放的条件准备和内容;以此为基础,研究金融开放带来的资本流动对汇率的影响,其中涉及外资流入的结构、国际收支平衡作用、信用创造、短期外债等多个视点;随后是研究金融开放的过程中经济体内外的利率变动对汇率的影响,从名义利率和实际利率等方面对部分经济体进行考察。

第四章讨论东亚经济体的汇率制度对汇率的影响。首先,简述新兴市场经济体汇率制度变化的总趋势,以及汇率制度和货币危机的关系;其次,结合一般理论分析,考察东亚经济体汇率制度变更和汇率的关系,涉及钉住美元和钉住一篮子货币,管理浮动和单独浮动 4 种汇率制度。

第五章探讨东亚经济体的汇率政策与汇率的相互关系,主要

是探讨汇率政策对汇率的影响,也涉及汇率变动对国际收支的影响。具体内容有以下3个部分:①外汇市场干预。作为本章的主要内容,将首先分析东亚经济体外汇市场的多元化发展,以此为舞台讨论干预与货币供给的关系,对6个经济体的干预进行评估,最后分析干预成功和失败的案例。②汇率目标区。这是干预的基础,在进行一般讨论后,再分析印尼的案例。③)货币贬值。这是汇率政策的目标之一,将主要分析货币贬值对经常项目和直接投资的影响。

第六章是讨论东亚经济体的危机对策与汇率的相互关系。以经济复苏、抑制通货膨胀、平衡经常项目和增加外汇储备,以及脆弱性指标这几个经济指标为基准,将接受IMF资金援助的泰国、印度尼西亚、韩国和实施外汇管制的马来西亚进行比较,以探讨不同的危机对策的影响和效果。

汇率问题一直是国际金融领域中最重要、最受人关注的课题。虽然亚洲金融危机以来关于危机研究的专著有批量出版,但基本上是泛论。为了对汇率研究及其危机研究有所深化,笔者在此向读者奉献近年来的研究成果,如果能对读者有所帮助,本人将不胜荣幸。

作 者
2001年12月

目 录

绪论 克鲁格曼的汇率论批判/1

第一节 汇率变动的原因/2

第二节 汇率变动的经济影响/9

第三节 新兴市场经济体的汇率政策/15

第一章 东亚经济体的经济增长、经常项目与汇率/24

第一节 经济增长与经常项目/24

第二节 经常项目与汇率 /47

第三节 经济增长与汇率/60

本章小结/70

第二章 东亚经济体的物价与汇率/71

第一节 购买力平价与汇率/71

第二节 贸易品价格平价与汇率/83

第三节 实际汇率/96

本章小结/108

第三章 东亚经济体的金融开放与汇率/110

第一节 金融开放/110

第二节 资本流动与汇率/126

第三节 利率与汇率/144

本章小结/163

第四章 东亚经济体的汇率制度与汇率/165

第一节 汇率制度的选择与货币危机/165

第二节 钉住制与汇率/170

第三节 浮动制与汇率/185

本章小结/195

第五章 东亚经济体的汇率政策与汇率/196

第一节 外汇市场干预与汇率/196

第二节 汇率目标区/212

第三节 货币贬值/218

本章小结/230

第六章 东亚经济体的金融危机对策与汇率/232

第一节 泰国的危机对策/232

第二节 印度尼西亚的危机对策/240

第三节 韩国的危机对策/251

第四节 马来西亚的外汇管制/259

本章小结/266

附录 1 泰国、印度尼西亚和韩国的经济调整方案/268

附录 2 印度尼西亚的货币局构想/272

附录 3 1998 年 9 月马来西亚引入的外汇管制内容/273

图表索引/275

参考文献/281

后 记/283

绪论 克鲁格曼的汇率论批判

美国麻省理工学院的保罗·克鲁格曼教授 (Paul. R. Krugman) 在经济学方面经常有独到的见解。20 世纪 90 年代前期, 各国的经济学家和国际组织纷纷称赞东亚各国经济持续高速增长, 并有大量的论文和报告总结其经验。世界银行在 1994 年 10 月出版了《东亚奇迹——经济增长与公共政策》(中国财政经济出版社, 1995 年版)。然而就在同一年, 他却撰写《亚洲奇迹的神话》对上述观点提出异议, 认为东亚各国的经济增长主要来源于劳动力和资金的投入, 而非依靠技术的提高, 断言这种经济增长模式不能持久。果然不出所料, 1997 年爆发了亚洲金融危机, 一般认为危机证实了克氏的上述论点。

在汇率的研究方面, 克氏同样显示出他的独创性。其代表作是他在 1989 年出版的《汇率的不稳定性》(Exchange Rate Instability)^①, 该书收录了他在伦敦大学经济学院的 3 次演讲。他主要论述了汇率变动的原因、对经济的影响, 以及稳定汇率的决策方法; 其分析的思路和结论与一般的分析很不相同, 成功地形成了一种独立的研究风格。值得关注的是, 10 年以后, 他在美国《外交》杂志 1999 年 1 月号上发表了题为《萧条经济学东山再起》的论文^②, 该论文依旧展示了其独立的研究风格, 其中, 他用较多的篇

① 本书引用克鲁格曼著 *Exchange-rate Instability*, 伊藤隆敏译《为替レートの谜を解く》, 东洋经济新报社 1990 年版。

② 论文引自上海社会科学院信息研究所《现代外国哲学社会科学文摘》, 1999 年第 4 期。

幅讨论了新兴市场经济体的汇率政策^①。作为对基础理论的探讨,下面首先对克氏的汇率论进行简要的述评。

第一节 汇率变动的原因

克鲁格曼教授关于汇率变动原因的阐述主要在于以下两个方面,即宏观因素的世界经济非完全一体化和微观因素的外汇投机。以下分析围绕这两点展开。

世界经济非完全一体化与汇率

在《汇率的不稳定性》一书中,克鲁格曼教授指出,1973 年来的浮动汇率制下汇率的动荡是前所未有的。为了强调这一点,他回顾了这之前半个世纪的国际金融历史。20 世纪 20 年代,英国在恢复金本位制时高估了英镑的价值,但其程度按照凯恩斯的分析是高估 10%;1967 年的英镑贬值虽然曾引起过激烈的争论,寻找避免和替代贬值的方案长达数年,但结果仍决定英镑贬值 14%;布雷顿森林体系崩溃时美元贬值了 10%。然而,在 1985 年 2 月到 1988 年 1 月期间,日元、马克兑美元均上升了 110%,其中,1987 年 8 月 1 日到 1988 年 1 月 1 日的几个月里美元兑日元与 ECU 就下跌了 16%,跌幅超过了 1967 年的英镑贬值。在 90 年代,类似的汇率大幅波动事例似乎更多,以美元兑日元汇率的变动率为例,1990 年 4 月 1 美元兑 160 日元,但到 1993 年 8 月 1 美元只兑 100 日元,日元升幅累计达到 60%;1995 年初 1 美元兑 101 日元,至同年 4 月 19 日突破 80 日元大关,不足 4 个月间日元升幅竟高达 26%;但此后美元节节上升,到 1998 年 6 月升至 1 美

^① 本书采用 IMF、世界银行的定义,新兴市场经济体包括发展中国家、转轨制国家和新加坡、韩国、以色列等发达经济体。

元兑 146 日元,升幅为 80%以上。诸如此类的汇率大幅变动不胜枚举。

那么,为什么会出现这样的汇率变动?克鲁格曼首先将其原因归结为世界经济的非完全一体化。他认为,“世界经济的非完全一体化既是汇率动荡的原因又是其结果。如果世界经济如许多经济学家所认为的那样是紧密地统一起来的话,近年来的汇率动荡是不会发生的。”^①

将汇率动荡的原因归结为世界经济非完全一体化,是否意味着 70 年代以后的世界经济一体化程度要低于以前的汇率稳定时期?为此他指出,从世界经济中几个重要的方面看,可以认为与第一次世界大战前夕相比,现在的一体化程度较低。其判断基准之一是贸易和国民收入的关系。他采用的一个指标是贸易占 GDP 的比重,该比重越大表明一体化程度越高。据克氏计算,1870 年与 1913 年英国的该比重约为 0.29%与 0.26%,远高于 1980 年美国约 0.07%的比重^②。另一个指标是各国间贸易价格变化的国际联动性,他认为现在的贸易价格变化的国际联动性低于 75 年前。判断基准之二是国际资本流动规模。在此,他采用的指标不是资本流动的绝对规模,而是相对比重,即有关国家的国际收支经常项目差额。他提出,与战前的巨额资本流动相比,最近国际资本流动的规模较小,因为 80 年代后期的美国经常项目逆差限于 GNP 的 4%以内,而英国连续在 40 年间该项目顺差超过 GDP 的 5%,加拿大在 1910~1913 年间的逆差达到 GDP 的 13%。

此外他还提出,在下面 2 个方面至今尚未实现完全的一体化:

①各国居民中,本国创造的商品和劳务的边际消费倾向远比外国

① 克鲁格曼(1990),*Exchange-rate Instability* P. 5.

② 克鲁格曼:(1990)*Exchange-rate Instability*, P. 9 的图 1-1。笔者推测比重应是 29%、26%、7%。这样,即便是 1999 年的美国,该比重也不足 20%,仍低于一战前的英国。

的商品和劳务的边际消费倾向要高；②以本国货币计价的各国的劳动力、商品和劳务价格是相对固定的。如果市场是一体化的话，各国间的价格、工资将与汇率联动。

笔者认为，上述克氏的论点中存在着这样几个问题：

第一，他提出汇率动荡的原因在于世界经济的非完全一体化，但克氏没有清晰地论述世界经济的非完全一体化为什么会导致汇率动荡，或者世界经济的完全一体化为什么会带来汇率稳定。因为第一次世界大战前世界经济一体化程度较高，所以，当时汇率稳定；20世纪80年代的世界经济一体化程度较低，所以，汇率变动幅度也大，如果这种因果关系成立的话，是否意味着20世纪50年代、60年代汇率稳定时期的世界经济一体化程度要高于70年代以来呢？显然从常识推论这是不能成立的。50年代、60年代的汇率稳定与70年代以来的汇率动荡直接源于汇率制度的差异，同样的道理，第一次世界大战前汇率稳定的主要原因之一在于当时以独特的现金流动自动调节为基础的汇率稳定机制，而非源于克氏所主张的世界经济一体化。

第二，世界经济一体化程度判断基准之一——贸易和国民收入的关系——这两个指标中，贸易占GDP比重指标没有充分考虑到GDP规模对该比重的影响。具体地说，从绝对规模看，第一次世界大战前英国的GDP与20世纪80年代或此后的美国的GDP已是大相径庭，忽视规模的差异，只根据比重的大小来确定经济全球化程度，显得毫无说服力。例如，我们无法从1999年美国与中国的该比重分别是约17%与40%中得出经济全球化程度在美国要低于在中国的结论。

国家间贸易价格的联动性的指标显然没有考虑到汇率制度因素。从有关资料看，在主要国家里，第一次世界大战前贸易价格的联动性的确高于现在。但是，笔者认为，国家间贸易价格联动性的高低的确是经济全球化程度的判别指标之一，但在很大程度上取

决于汇率制度。在固定汇率制下,因为汇率是相对稳定的,所以,一国的物价变动通过贸易会影响到另一国的物价变动。在实践中,一战前英、美、法等主要国家都实施了金本位制,维持了银行券和黄金的兑换以及黄金在国际间的自由流动,汇率波动被自动限制于黄金输出输入点之内。汇率波幅较小,因而物价的国际联动性也高。可是在浮动汇率制下,一国的物价变动会同时导致其货币汇率的反向升降,这样,其贸易商品价格的变动可能在相当程度上被该国货币的升贬值所抵消,从而抵消了物价的国际联动性。其典型事例是,70年代后期,美国的高通胀率因为大多被美元的贬值所抵消,其物价上升对他国的影响较小。因此,贸易价格的联动性在一战前的固定汇率制下较高,在现在的浮动汇率制下较低并不能充分说明现在的经济全球化程度较低。

第三,一战前资本流动的相对规模,即经常项目差额和GDP之比大于80年代,以此来证明一战前的世界经济一体化和80年代世界经济的非一体化同样是不合理的。对此,笔者提出的反论之一是:当时英国的经常项目顺差为5%,而80年代美国最大的逆差是4%,无视资本流动绝对规模的变化而仅仅谈论这1个百分点的差异是否能够证实世界经济一体化和非一体化的区别?至少在笔者看来,这缺乏说服力。

反论之二是:仅以经常项目差额来推论资本流动规模是否合理?一战前的英国在数十年内持续经常项目的顺差,并用其顺差来对外投资,结果国际收支的基础收支(=经常项目+长期资本流动)几乎逐年达到平衡,对外长期投资额约等于经常项目的顺差。但表0-1表明,二战后美国的对外投资并不受经常项目差额的约束。例如,在1960年、1965年、1970年、1975年,其私人对外投资额远大于经常项目的顺差;又如,1980年美国出现经常项目巨额逆差,但投资额与1975年相比依然有成倍的增加。

表 0-1 英、美的国际收支状况比较 单位:英一百万英镑;美一百万美元(年平均)

英 国	1870~1974	1880~1984	1890~1994	1900~1904	1910~1904
经常项目	+78	+55	+70	+34	+190
对外长期投资	-73	-56	-64	-31	-196
美 国	1960	1965	1970	1975	1980
经常项目	2 824	5 431	2 331	18 116	-115 103
私人对外投资	-5 144	-5 336	-10 229	-35 380	-72 802

资料来源:英国的数据源于宫崎犀一等编《近代国际经济要览》,东京大学出版社 1982 年版,第 95 页表 15;美国的数据来源于 1989 年度美国经济白皮书附表 102。

实际上,不仅是美国,其他国家的资本流动也同样如此。例如表 0-2 显示,即便是一战前对国际收支平衡采取稳健政策的英国,在 90 年代其对外直接投资金额也远大于经常项目差额。

表 0-2 90 年代英国的对外直接投资与经常项目 单位:10 亿美元

年 份 项 目	1994	1995	1996	1997	1998
经常项目	-2.04	-5.97	-0.72	10.83	0.03
对外直接投资	-34.15	-44.46	-35.16	-63.50	-106.73

资料来源:IMF *International Financial Statistics* (以下简称“IFS”) November 2000。因为各经济体的数据来源于该统计资料中的有关国家与部分地区,所以不注明页数,下同。

我们应进一步看到,70 年代以来,金融、外汇市场上交易方式日新月异,金融创新层出不穷,并且,借助于现代化的通信工具,外汇市场可以 24 小时连续交易,1998 年日均外汇交易额已达到 1.5 万亿美元,一年的世界贸易额不足一星期的外汇交易额。汇率在不同国家间的变动差异因为巨额套汇资金的转移在瞬间就会消失。笔者认为,这些才真正体现了经济全球化的特征。

第四,在著作的最后部分,克氏提出了稳定汇率的方案,但方

案并非是实现经济全球化,而是建议各国政府通过稳定的政策回到类似固定的汇率制度,可见,汇率动荡的真正原因并不在于世界经济非一体化。

最后,笔者认为最重要的是,即便经济完全实现了全球化,各国的货币汇率也未必能保证稳定,因为马克思主义经济学告诉我们,只要存在着国家间经济增长率、经济发展阶段和产业结构的差异,外汇的供求以及汇率就必然会变动。

外汇投机与汇率

克鲁格曼教授认为,“汇率动荡的主要原因在于经济政策和影响汇率变动的基本条件中的多种因素发生了变化。美国不负责任的财政政策和紧缩性金融政策的令人意外的组合在很大程度上导致了 80 年代前期的美元升值……汇率动荡是政策和市场对其基本条件变化作出的合理反应,也是国际金融市场的失败。特别是迄今为止人们一直担心浮动汇率导致汇率动荡的投机——有害于实体经济的投机性泡沫,遗憾的是,这在 80 年代被印证为事实。”^①

以上论点中克氏关于外汇投机是汇率动荡的主要原因的观点,笔者认为基本上是合理的。尽管外汇投机有时会对汇率稳定发挥一定的作用,例如一国的国际收支出现逆差时,外汇投机等国际短期资本流入可以支撑该国货币汇率,但市场汇率出现较大幅度的变动总是外汇投机的结果。

其原因之一在于,从短期看,外汇供求的大部分是与实体经济,即国际贸易和国际投资(主要是直接投资等的长期投资)无关的外汇投机。在 70 年代末,哥伦比亚大学的教授吉迪就已经描述出外汇供求的状态:实体经济产生的外汇供求占全部外汇供求的

① 克鲁格曼(1990), *Exchange-rate Instability*, P. 94, P. 95.

比重仅为 20%，与非实体经济无关的套汇、套利等产生的供求高达 80%（参见图 0-1）。20 世纪结束之际，国际贸易引起的外汇供求只占全部外汇供求的约 5%。由此，来自于实体经济的比重进一步降低，外汇投机的比重进一步增大。

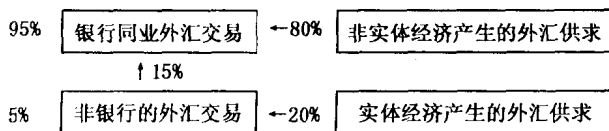


图 0-1 纽约外汇市场的供求结构

资料来源：I. H. Giddy (1979), "Measuring the World Foreign Exchange market", *Columbia Journal of World Business*, Vol. XIV, No. 4, Winter, P42.

原因之二在于现在已被普遍认识的“羊群效应”，即一旦少数训练有素的外汇投机者认定某种货币即将贬值而抛出该货币时，该抛出会显示“示范效应”，于是大量的企业、个人会跟随“领头羊”抛出货币。其结果，该货币往往出现贬值过度的倾向，这在理论上被称为“超调”。

另一方面，在大幅度的汇率变动的场合，汇率过度上升实际上形成了外汇市场的泡沫，汇率下跌可以视为泡沫的破裂。因此，克鲁格曼关于汇率动荡导致市场泡沫的论点是有现实意义的。

克氏从外汇投机与汇率变动的关系中引出的另外两个观点也是值得商讨的。①外汇投机与汇率动荡导致国际金融、外汇市场失败；②浮动汇率制引起外汇投机与汇率动荡。

关于外汇投机导致市场失败。诚然，在汇率大幅波动时期，可以认为市场是失败的。如克氏所述，在 80 年代前期美元到达顶峰时已大幅度偏离于均衡汇率水平，美元升值确实仅为内外的利率差所支撑着。由此可以推论，外汇市场预期错误的结果是投资资源的错误配置。然而，在汇率相对稳定时期，市场的效率仍应值得

肯定。从长期看,泡沫不会阻碍汇率向合理的均衡汇率水平回归,汇率走势仍会基本反映国家间的基本经济条件差异和经济综合实力的对比。因此,笔者无法赞同克氏全盘否定市场效率的观点。

关于浮动汇率制引起外汇投机与汇率动荡。克氏指出,在向汇率的可信度提出疑问之际,处于核心地位的是关于适当的汇率制度的讨论。汇率制度被简单地分为固定汇率制和浮动汇率制,有关这两种制度的利弊讨论和选择一直存在着分歧。对此,克氏总结如下:在 40 年代,拉格纳·纳克斯(Ragnar Nurkse)根据其对于国际货币历史的研究提出外汇市场上存在着投机性交易,它导致不合理的汇率波动,并将可能危害世界稳定。该研究促进了布雷顿森林体系和固定汇率制的实现。但米尔顿·弗里德曼(Milton. Friedman)始终拥护浮动汇率制,认为该制度不会让外汇市场暴露于不稳定的外汇投机。克氏强调投机的危害性,所以支持纳克斯,反对弗里德曼,提出要回到固定汇率制,具体地说,是一种小幅调整的稳定的汇率制度。就世界范围而言,二战后持续了近 40 年的布雷顿森林体系的崩溃告诉我们,固定汇率制已不再适应新形势的发展,浮动汇率制是一个现实的选择。因为导致该体系崩溃的两个主要原因,即国际收支不平衡和国际短期资本流动与当时相比,收支不平衡的程度加深了,短期资本流动的规模也扩大了,固定汇率制赖以生存的条件已不复存在了。

第二节 汇率变动的经济影响

关于汇率变动的经济影响,克鲁格曼教授主要从一般的视点论及对实体经济的影响,以及从企业行为的视点运用“沉淀成本模式”。下面对此展开分析。