

[美] 彼得森国际经济研究所
PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS

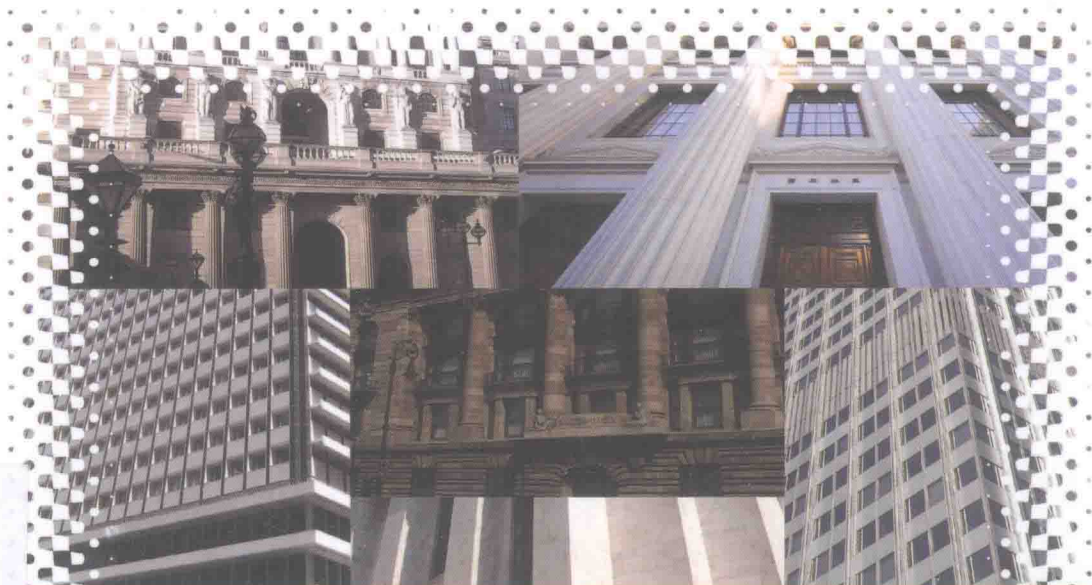
系列出版物

浮动汇率

货币价值波动与世界经济稳定

约瑟夫·加侬 [Joseph E. Gagnon] / 著
马克·因特施维格 [Marc Hinterschweiger]

李晨乐 王丽繁 / 译 刘占彬 / 校



FLEXIBLE EXCHANGE RATES
for a STABLE WORLD ECONOMY



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

[美] 彼得森国际经济
PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL

FLEXIBLE EXCHANGE RATES
for a STABLE WORLD ECONOMY

浮动汇率

货币价值波动与世界经济稳定

约瑟夫·加侬 [Joseph E. Gagnon] / 著
马克·因特施维格 [Marc Hinterschweiger]

李晨乐 王丽繁 / 译 刘占彬 / 校



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

浮动汇率：货币价值波动与世界经济稳定 / (美) 加依, (美) 因特施维格著; 李晨乐, 王丽繁译. —北京: 中国发展出版社, 2015. 3

ISBN 978-7-5177-0000-5

I. ①浮… II. ①加… ②因… ③李… ④王… III. ①浮动汇率—关系—世界经济—经济稳定—研究 IV. ①F830. 73

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 209698 号

著作权合同登记号: 图字 01-2013-1183

Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy by Joseph E. Gagnon assisted by Marc Hinterschweiger

Copyright © 2011 Peterson Institute for International Economics

Chinese simplified translation copyright © 2013 by China Development Press

ALL RIGHTS RESERVED.

书 名: 浮动汇率: 货币价值波动与世界经济稳定

著作责任者: [美] 约瑟夫·加依 [美] 马克·因特施维格

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-5177-0000-5

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京明恒达印务有限公司

开 本: 700mm × 1000mm 1/16

印 张: 21

字 数: 265 千字

版 次: 2015 年 3 月第 1 版

印 次: 2015 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 50.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfcbs.tmall.com//>

网购电话: (010) 88333349 68990639

本社网址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

作者 简介

约瑟夫·加侬 (Joseph E. Gagnon) 自 2009 年 9 月开始担任高级研究员, 他曾在美国联邦储备委员会货币事务部担任客座副主任 (2008 ~ 2009 年)。此前, 他曾任美国联邦储备委员会国际金融部副主任 (1999 ~ 2008 年) 和高级经济学家 (1987 ~ 1997 年)。他也曾任职于美国财政部 (1994 ~ 1995 年、1997 ~ 1999 年), 并任教于加州大学哈斯商学院 (1990 ~ 1991 年)。他曾在《国际经济学学报》(*Journal of International Economics*)、《货币经济学学报》(*Journal of Monetary Economics*)、《经济学季刊》(*Quarterly Journal of Economics*) 和《国际货币与金融学报》等经济学期刊上发表了大量文章, 并参与了一些图书的编著工作。1981 年, 他获得了哈佛大学学士学位, 并于 1987 年获得了斯坦福大学经济学博士学位。

马克·因特施维格 (Marc Hinterschweiger) 自 2008 年以来担任彼得森国际经济研究所分析师。他是德国慕尼黑路德维希—马克西米利安大学 (Ludwig-Maximilians University, LMU) 的经济学博士候选人, 其研究主要集中在货币政策、资产价格和金融危机的传导机制方面。他曾任职于德国埃森市的莱威经济研究所 (Rhenish-Westfalian Institute for Economic Research, RWI)。他获得了瑞士圣加伦大学的经济学学士学位 (2005 年) 和国际事务学士学位 (2006 年), 并获得了哈佛大学肯尼迪政府学院的公共政策硕士学位 (2008 年), 获得了麦克洛伊奖学金 (McCloy Scholar), 专攻国际贸易和金融。2002 年以来, 他成为了德国国家学术基金会的成员。

PETER G. PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS
1750 Massachusetts Avenue, NW, Washington, DC 20036-1903
(202) 328-9000 Fax: (202) 659-3225

C. Fred Bergsten, *Director*

BOARD OF DIRECTORS

*Peter G. Peterson, *Chairman*
*George David, *Vice Chairman*
*James W. Owens, *Chairman,*
Executive Committee

Leszek Balcerowicz
Ronnie C. Chan
Chen Yuan
*Andreas C. Dracopoulos
*Jessica Einhorn
Stanley Fischer
Arminio Fraga
Jacob A. Frenkel
Maurice R. Greenberg
Herbjorn Hansson
Tony Hayward
*Carla A. Hills
Yoshimi Inaba
Karen Katen
W. M. Keck II
Michael Klein
*Caio Koch-Weser
*Reynold Levy
Andrew N. Liveris
Sergio Marchionne
Donald F. McHenry
Indra K. Nooyi
Paul O'Neill
David J. O'Reilly
Hutham Olayan
Peter R. Orszag
Samuel J. Palmisano
Frank H. Pearl
Michael A. Peterson
Victor Pinchuk
Lynn Forester de Rothschild
*Richard E. Salomon
Sheikh Hamad Saud Al-Sayari
Edward W. Scott, Jr.
Frederick W. Smith
Lawrence H. Summers
Jean-Claude Trichet
Laura D'Andrea Tyson
Paul A. Volcker
Peter Voser
Jacob Wallenberg
Marina v.N. Whitman
Ronald A. Williams
Ernesto Zedillo

Ex officio

*C. Fred Bergsten
Nancy Birdsall
Richard N. Cooper
Barry Eichengreen

Honorary Directors

Alan Greenspan
Lee Kuan Yew
Frank E. Loy
David Rockefeller
George P. Shultz

ADVISORY COMMITTEE

Barry Eichengreen, *Chairman*
Richard Baldwin, *Vice Chairman*
Kristin Forbes, *Vice Chairwoman*

Isher Judge Ahluwalia
Robert E. Baldwin
Steve Beckman
Olivier Blanchard
Barry P. Bosworth
Menzie Chinn
Susan M. Collins
Wendy Dobson
Jeffrey A. Frankel
Daniel Gros
Sergei Guriev
Stephan Haggard
Gordon H. Hanson
Takatoshi Ito
John Jackson
Peter B. Kenen
Anne O. Krueger
Paul R. Krugman
Justin Yifu Lin
Jessica T. Mathews
Rachel McCulloch
Thierry de Montbrial
Sylvia Ostry
Jean Pisani-Ferry
Eswar S. Prasad
Raghuram Rajan
Changyong Rhee
Kenneth S. Rogoff
Andrew K. Rose
Fabrizio Saccomanni
Jeffrey D. Sachs
Nicholas H. Stern
Joseph E. Stiglitz
William White
Alan Wm. Wolff
Daniel Yergin

Richard N. Cooper,
Chairman Emeritus

* *Member of the Executive Committee*

致谢

我们以一个吸引了经济学家和政策制定者注意力的难题作为开始：许多国家都已攻克了通货膨胀，然而汇率仍旧剧烈波动。大多数经济学家和决策者都认为，物价稳定和汇率稳定有着密切的联系。

本人关于汇率对进口价格和消费者价格低传递效应方面的研究构成了本书最初的基础。但我不得不扩大自己的研究范围，以解决如下问题：哪些因素推动了汇率波动，汇率对实体经济活动有哪些影响，这些结果在发达经济体和发展中经济体之间有何不同，这些结果有哪些政策含义。我意识到，自己的其他一些研究对这些问题具有某些直接影响。我还意识到，我有机会写一本书，将这些内容汇总在一起，并对 20 世纪 90 年代初以来的相关文献进行梳理。

本书的目标是让拥有不同背景和兴趣的读者都能够阅读。忙碌的政策制定者可以看一看本书第 1 章对研究结果的综述，且每一章的开头都会有一个简短的摘要。每章的主体部分都是对本书论点的进一步阐释，在论述中我们会尽可能地少用技术术语和数学模型。本书适用于已经学习了经济学入门课程的读者，但并不要求他们具有专业学位。对于那些具有专业背景以及想要深入研究学术文献的读者，本书中的专栏和附录提供了更为详细的资料。

彼得森研究所的同事以及美国联邦储备委员会、财政部和学术界的同行的建议和支持使我获益良多，包括 Anders Aslund、Fred Bergsten、Menzie Chinn、William Cline、Mac Destler、Etienne Gagnon、Morris Goldstein、Joseph Gruber、Jane Haltmaier、Randall Henning、Gary Hufbauer、Olivier Jeanne、Karen Johnson、Steven Kamin、Mohsin

Khan、Jacob Kirkegaard、Michael Klein、Jaewoo Lee、Michael Lind、Catherine Mann、Michael Mussa、Yasuo Noda、Adam Posen、Michael Prell、Carmen Reinhart、Andrew Rose、Howard Rosen、Bradley Setser、Mark Sobel、Arvind Subramanian、Edwin Truman、Angel Ubide、Nicolas Veron、Robert Vigfusson、Steven Weisman 以及 John Williamson。非常感谢 Jonathan Ostry、Atish Ghosh 和 Charalambos Tsangarides 与我分享他们掌握的汇率制度方面的历史数据。

彼得森研究所的出版人员竭尽全力帮助我们，以保证出版过程的顺利，并保证本书的高质量。在此要特别感谢 Madona Devasahayam、Susann Luetjen 和 Edward Tureen。

最重要的是，我要感谢我的研究分析员和合著者马克·因特施维格（Marc Hinterschweiger），感谢他以惊人的熟练程度处理所有图表、模拟和统计数据，以及为本书的撰写做出的重要贡献。

约瑟夫·加侬

2011 年 8 月

前言

汇率政策始终是各国财长和中央银行行长会晤时的重要议题，也是彼得森国际经济研究所在其 30 年历史中全面关注的问题。仅仅在过去的四年中，彼得森研究所就已经出版了让·皮萨尼—费里和亚当·波森（Jean Pisani-Ferry and Adam Posen, 2009）编著的《欧元十年——下一种全球货币？》（*The Euro at Ten: The Next Global Currency?*）、莫里斯·戈尔德斯坦和尼古拉斯·拉迪（Morris Goldstein and Nicholas Lardy, 2009）所著的《中国汇率政策的未来》（*The Future of China's Exchange Rate Policy*）、莫里斯·戈尔德斯坦和尼古拉斯·拉迪（2008）编著的《中国汇率问题之辩》（*Debating China's Exchange Rate Policy*）、C. 兰德爾·亨宁（C. Randall Henning, 2008）所著的《美国汇率政策的责任和监督》（*Accountability and Oversight of US Exchange Rate Policy*），以及约翰·威廉姆森（John Williamson, 2007）所著的《参考汇率和国际货币体系》（*Reference Rates and the International Monetary System*）。

本书从理论和实践两个角度分析了汇率政策的各种参数。浮动汇率与固定汇率有着怎样的成本和收益？在货币政策中，汇率应该发挥多大的作用？本书重点研究发达经济体和主要的新兴市场，但同样也会关注低收入的发展中经济体。

在自由浮动的情况下，汇率的波动往往比经济基本面暗示的波动要剧烈得多。虽然这一结论在学术界仍颇具争议，但许多读者都不会对它感到奇怪。然而，本书的主要发现是：利用货币政策（包括采用固定汇率制度）来对抗汇率的波动会导致就业、产出、通货膨胀更加

剧烈的波动。因此，治疗汇率波动的处方通常比这一疾病本身更糟糕。本书将利用经济模型、历史案例研究以及统计分析等方法来证明这一结论。

本书利用相当大的篇幅来说明为什么汇率波动不会造成通货膨胀和产出的不稳定。最重要的原因可能是：国外生产的产品和服务并不是国内生产的产品与服务的良好替代品。这种不完全替代意味着汇率波动对通货膨胀产生的影响非常小，对产出的影响也较为温和。

在发达经济体中，货币干预被普遍认为是一种软弱的政策工具，因为金融市场的深度和流动性足以吸收相关的投资组合变化。但是，在很多发展中经济体，金融市场受到法律和职能的限制，而这些限制增强了外汇干预的潜力。最近几年，一些发展中经济体都选择了利用大规模干预来抑制本国货币的升值、产生经常账户盈余，同时利用紧缩的货币政策以避免国内经济过热和通货膨胀。中国是一个典型的例子。发展中经济体外汇储备的增加显然是不可持续的，这也可能是当今国际货币体系存在的最大问题。这种发展战略导致了世界其他地区总需求的净流失，而许多经济体发现很难通过传统的货币和财政政策来弥补。结果，欧洲、日本和美国的经济复苏一直都远远低于正常水平。本书最后将讨论外汇干预的新“游戏规则”，这些规则可以防止外汇储备的过度积累，并适度抑制汇率的波动。

约瑟夫·加侬连续 25 年在美国联邦储备委员会和美国财政部担任研究员和政策顾问。2009 年 9 月后成为彼得森国际经济研究所的高级研究员。本书汇集了约瑟夫的个人研究成果和政策经验，同时也涵盖了过去 20 年对汇率以及汇率对全球经济影响的学术研究的全面综述。马克·因特施维格是研究所的研究分析师，他正在慕尼黑路德维希—玛克西米利安大学进行博士论文的撰写工作。

彼得森国际经济研究所是一家私有的非营利性机构，致力于研究和探讨国际经济政策。其目的是对该领域的重要问题进行分析，并开

发和传播解决这些问题的实用的新方法。该研究所是一个完全无党派的机构。

彼得森研究所的资金来自于多个慈善基金会、私有企业和对这些问题感兴趣的人。彼得森研究所上一个财政年度的资金中有近35%是由美国以外的捐助者提供的。

研究所董事会对研究所负全责，他们不仅为该研究所的研究项目提供一般性的指导，同时也负责审批研究项目，其中包括筛选出有可能在中期（1~3年）成为重要课题的那些问题，以及那些应该由研究所来处理的问题。彼得森研究所的主任身处顾问委员会之外，与本所的员工们紧密配合，他负责某些项目的开发，并在研究所发表任何个人研究成果的时候进行最终的拍板。

我们希望，我们的研究成果以及我们所进行的其他一些活动能够为国际社会制定出更好的经济政策铺平道路。我们诚心邀请我们的读者各抒己见，告诉我们如何能够更好地实现我们的目标。

C. 弗雷德·伯格斯坦

主任

2011年8月

目录

前言	1
第 1 章 简介与概述	1
❶ 汇率波动性并不妨碍低通胀下的经济稳步增长	4
❷ 本书概述	7
第 2 章 错综复杂的货币制度	11
❶ 货币的产生	14
❷ 汇率制度	16
❸ 经济目标	26
❹ 货币联盟或自由浮动的相对优势	33
❺ 其他汇率制度的相对优势	35

第3章 浮动汇率的波动性是否过大？	37
1 私人资本可流动情况下的汇率理论	40
2 哪些因素造成了汇率的变化？	49
3 标准模型的解释力	54
4 遗漏的因素：货币风险溢价	66
5 风险溢价与穆萨—弗拉德—罗斯之谜	69
6 投资组合与风险溢价	71
附录 3A 关于利率平价的证据	74
附录 3B 关于长期购买力平价的证据	87
结论	93
第4章 汇率波动是否会降低经济产出	95
1 汇率波动与金融交易	97
2 汇率波动与国际贸易	105
3 关于产出和增长的直接证据	109
结论	120
第5章 汇率波动是否影响通货膨胀和产出的稳定？	123
1 本章概述	126
2 经济研究的启示	127
3 五个历史案例	132
4 贸易壁垒、贸易成本和税收	138
5 产品差异化和品牌控制	148

6	贸易价格和数量调整的滞后	160
7	各种因素的相对重要性	162
	结论	169
	附录 5A 可贸易品的替代性研究	170
	附录 5B 汇率对贸易价格影响的研究	175
	附录 5C 汇率对消费者价格影响的研究	191
第 6 章	固定汇率和浮动汇率下的货币政策	195
1	教科书中的模型	197
2	现代经济学模型	201
3	关于货币政策稳定性的实证研究	213
4	货币政策与汇率波动的案例研究	218
	附录 6A 现代经济模型	232
第 7 章	财政政策和汇率制度	243
1	稳定经济的财政政策	245
2	固定汇率和浮动汇率下的财政危机	247
	结论	250
第 8 章	发展中经济体的汇率制度	251
1	以汇率为基础稳定通货膨胀	253
2	私人资本不可流动情况下的政策选择	256
3	金融稳定和汇率制度	266
4	发展中经济体成功的浮动汇率制	268

第9章 政策结论 273

1 汇率波动 275

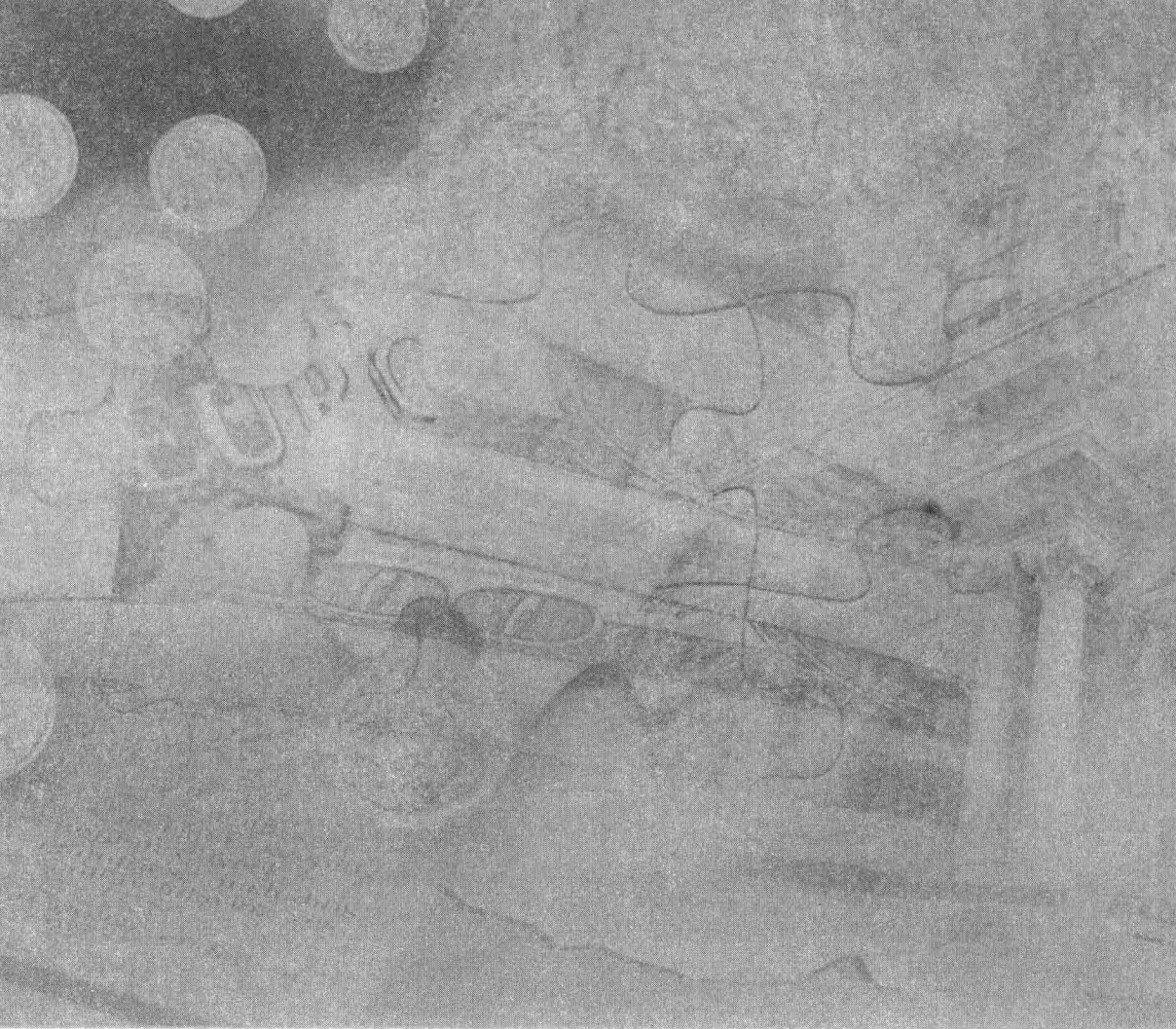
2 浮动汇率的成本和收益 276

3 对汇率制度的建议 277

4 参考汇率是一种渐进的改善吗？ 279

参考文献 284

索 引 305



• 第 1 章 •

简介与概述

我年轻时以为金钱至上，而今年事已迈，发现果真如此。

——奥斯卡·王尔德 (Oscar Wilde)

自 20 世纪 70 年代以来，越来越多的货币开始自由浮动。20 世纪 50 年代和 60 年代，大多数货币的币值都是固定的，鲜有调整。浮动汇率时代的特点就是货币币值的高波动性和摇摆不定。例如，1995 年 4 月，1 美元兑 84 日元，1998 年 8 月，1 美元兑 145 日元，而 1999 年 12 月，1 美元兑 103 日元。

这些大幅的波动引起了经济学家、政治家和公务员的注意。例如，最近，法国总统尼古拉·萨科齐^①和 2011 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·蒙代尔都在呼吁回归固定汇率政策。2011 年 1 月，一个由曾任财长、央行行长的人和其他高层决策者组成的非正式团体主张各国政府应解决汇率波动和全球贸易失衡问题（这些问题部分是由于“货币币值的大幅、持久波动”造成的），以此来改善国际货币体系 [2011 年皇宫倡议 (Palais-Royal Initiative)]。拥有强势货币的国家的制造商经常抱怨其国际竞争力的丧失，它们认为这是由外国不公正、不透明的货币操纵造成的。来自弱势货币国家的游客经常感叹国外旅游的费用。所有从事出口、进口和跨国投资的人都面临着未来收入、开支和回报的巨大的不确定性。目前的体系（或者像某些人所说的“缺乏有效组织的体系”）是管理世界主要货币的最佳方式吗？

^① 参见 “The Euro Decade and Its Lessons,” *Wall Street Journal*, January 2, 2009. 萨科齐后来放弃了对固定汇率的呼吁，只是表明自己希望“避免货币的剧烈波动” (Angela Doland, “Sarkozy Looks to Limit Exchange Rate Swings,” *Associated Press*, August 25, 2010)。