

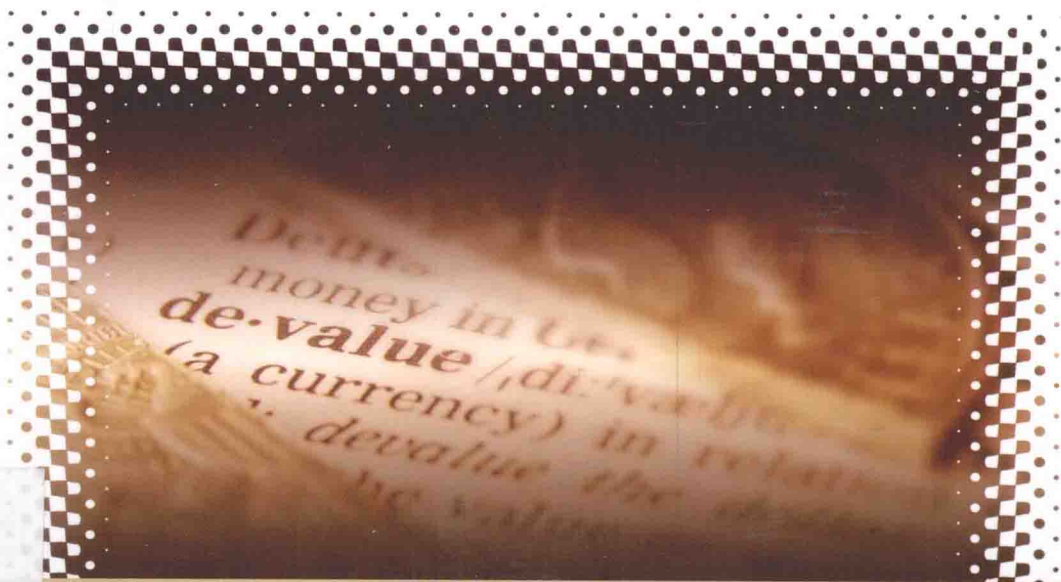
[美] 彼得森国际经济研究所 **系列出版物**

PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS

货币贬值 通向繁荣之路？

瑟吉特·巴拉 [Surjit S. Bhalla] / 著

倪宣明 / 译 刘占彬 / 校



DEVALUING
TO PROSPERITY



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

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

DEVALUING
TO PROSPERITY
货币贬值
通向繁荣之路？

瑟吉特·巴拉 [Surjit S. Bhalla] / 著

倪宣明 / 译 刘占彬 / 校



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

货币贬值：通向繁荣之路？ / (美) 巴拉著；倪宣明译. —北京：中国发展出版社，2015. 3

ISBN 978-7-5177-0094-4

I. ①货… II. ①巴… ②倪… III. ①国际经济—研究 ②货币贬值—研究
IV. ①F113 ②F820. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 256714 号

著作权合同登记号：图字 01 -2013 -1182

Devaluing to Prosperity: Misaligned Currencies and Their Growth Consequences by Surjit S. Bhalla
Copyright © 2012 Peterson Institute for International Economics
Chinese simplified translation copyright © 2013 by China Development Press
ALL RIGHTS RESERVED.

书 名：货币贬值：通向繁荣之路？

著作责任者：[美] 瑟吉特·巴拉 (Surjit S. Bhalla)

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 978-7-5177-0094-4

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：20.5

字 数：245 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>

电子邮箱：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

致谢

我对汇率问题的痴迷可以追溯到很久以前。作为一名从发展中国家到美国求学的学生，我对官方汇率和购买力平价汇率非常敏感。当我在 20 世纪 80 年代初回到印度时，我的工资下降了 15 倍，这使我的认识更加深刻。但是，我的生产率没有改变——至少我是这样认为的。我在印度所从事的工作几乎与在美国一样。那么仅仅回到印度怎么能令我的生产率发生改变呢？这不可能，也不应该，但我的实际工资却大幅下降了。这是我开发本书主题时考虑的关键因素之一。

1992 年 9 月 18 日，也就是“黑色星期三”（Black Wednesday）的两天后，我发现，“根据生产率进行调整的购买力平价经济学”本来应该可以预测英镑的贬值——这与上面提到的生产率与成本之间的差异是同一个道理。这个模型也能够预测墨西哥（1994 年）和泰国（1997 年）的货币贬值。尽管看起来我非常忠诚地遵循我的导师雷·费尔（Ray Fair）教授的格言，他说，“预测人员应该经常做出预测，并且在正确的时候提醒人们”。但故事的要点在于，作为一名经济学家和一名交易员，最近 25 年来，汇率一直是我关注的问题。我的第一次交易不是买卖股票，而是买卖货币，将美元兑换成日元或者德国马克等。我觉得，货币交易的盈亏使我对汇率以及它们在促进或抑制经济增长方面的作用的理解发生了一些改变。

成果的取得离不开他人的大力帮助——我有幸拥有一群可信赖的朋友，对于一些突然想到的发现和观点，他们会毫不吝惜自己的时间和才智，给出反对或支持意见。他们是尚卡尔·阿查亚（Shankar Acharya）、蒙泰克·阿卢瓦利亚（Montek Ahluwalia）、休曼·贝里（Suman Bery）、拉文德·考尔（Ravinder Kaur）、法鲁克·伊克巴尔（Farrukh Iqbal）、罗伯特·劳伦斯

(Robert Lawrence) 和阿尔文德·维尔马尼 (Arvind Virmani)。同时，我还要感谢各种研讨会 [从 1999 年印度国际经济关系研究院 (ICRIER) 的“中国的重商主义：货币战争和东方如何迷失”研讨会，到 2007 年国际货币基金组织 (IMF) 的“不存在增长奇迹”研讨会，再到 2010 年世界银行—纽约大学的“欧元和人民币：本是同根生”研讨会] 的参会者，在这些研讨会上，我获得了本书中的发现。这是我 10 多年努力探索汇率运行方式与经济增长动因的一部分。彼得森国际经济研究 2005 年、2006 年和 2007 年举办的研讨会使我产生了一些新的观点，并对其他观点进行了梳理。

理查德·库珀 (Richard Cooper)、唐·汉纳 (Don Hanna)、乔希·费尔曼 (Josh Felman)、西蒙·约翰逊 (Simon Johnson)、维贾伊·乔希 (Vijay Joshi)、兰特·普里切特 (Lant Pritchett) 和一位匿名审稿人提供了很多有价值的建议。2007 年初，我与阿比吉特·班纳吉 (Abhijit Banerjee) 讨论了我对中产阶级的界定的作用，以及制度不影响经济增长这一有争议的结论，这些讨论令我大受鼓舞。保罗·瓦奇泰尔 (Paul Wachtel) 和奥利弗·珍妮 (Olivier Jeanne) 也提出了非常有益的和建设性的修改意见，这已经超出了编辑的职责。谢谢你们。倒数第二章关于币值低估如何结束的论述是斯坦·费希尔 (Stan Fischer) 的建议，我非常感谢他的参与。最后，我的家人——拉文德 (Ravinder)、西姆兰 (Simran) 和萨希尔 (Sahil) ——对我 7 年专心致志的研究给予了极大的鼓励和帮助。

奥克萨斯投资公司 (Oxus Investments) 的团队心甘情愿地专注于这本包含大量数据且非常耗时的图书。他们放弃了休息日，不停地加班。感谢所有人，尤其要感谢达斯 (Tirthantomoy Das)，他赋予了“研究助理”特殊的含义。

最后，感谢伯格斯坦 (C. Fred Bergsten) 在本书的写作过程中提供了很多修改意见，他是我们景仰的政策专家。

瑟吉特·巴拉
2012 年 7 月 2 日

前言

过去 30 年间，我们目睹了发展中国家的高速经济增长、全球失衡的加剧，以及外汇储备的激增（特别是在高速增长亚洲经济体中）。本书认为，这些事件与亚洲经济体一贯的币值低估（currency undervaluation）政策具有非常密切的联系。

在过去几十年间，全球或区域性的货币危机发生的频率越来越高。本书同样认为，1994 年墨西哥比索危机、1997 年东亚货币危机、2006 ~ 2008 年美国金融危机以及 2010 ~ 2012 年的欧元区危机都与汇率偏差（currency misalignment）有关，本书的主要任务就是对这些问题进行调查。

同时，我们也见证了中国的彻底转型。30 年前，中国还是最贫困的国家之一，而如今，根据以购买力平价法计算的产出衡量，中国大概已经成为了世界上最大的经济体。中国在全球经济中的作用至少在一定程度上与其设定人民币汇率的方式相关。近年来，要求人民币大幅升值的呼声日益普遍。

在欧洲，一种统一货币——欧元——为其成员国带来了巨大的利益。但是，这也伴随着巨大的成本：一些欧元区国家的竞争力降低、经常账户严重失衡，并因此演变为欧元危机。

传统观点认为，被高估的货币会抑制经济增长，但被低估的货币也无助于增长加速。与之相似的观点是：实际汇率——即一国竞争力排名——不会仅仅因名义汇率的改变而受到影响。这一观点的理论基础是：任何货币贬值都会导致通货膨胀，因此实际汇率不受影响。

在此背景下，本书讨论了与汇率偏差（currency misalignment）相关的

各种命题的真实性，以及它们对政策利害（policy interest）各个方面的影响。本书揭示出了一些方法上的局限性，这种局限性是因以前的汇率管理与增长分析中存在的币值低估的度量问题造成的。本书将对一个多世纪的全球汇率管理与增长结果进行严格的实证分析。本书的主要结论是：实际汇率会受到名义汇率贬值的影响，且币值低估的确有助于增长，但如果太多的国家（尤其是大国）追求这种“以邻为壑”的政策，则全球经济体系将变得不稳定。

彼得森国际经济研究所是一家私营的非营利性机构，这家机构专门研究和探讨国际经济政策。它的宗旨在于分析研究国际经济政策领域的重要问题，并且研究开发出新的可行方法来解决这些问题。该研究所不持任何带有偏见的观点。

该研究所由慈善基金、私营企业及对此有兴趣的个人提供资助。在上一个财政年度里，该研究所大约 35% 的资金由美国之外的捐助方所提供。

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一项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

2012 年 7 月

目录

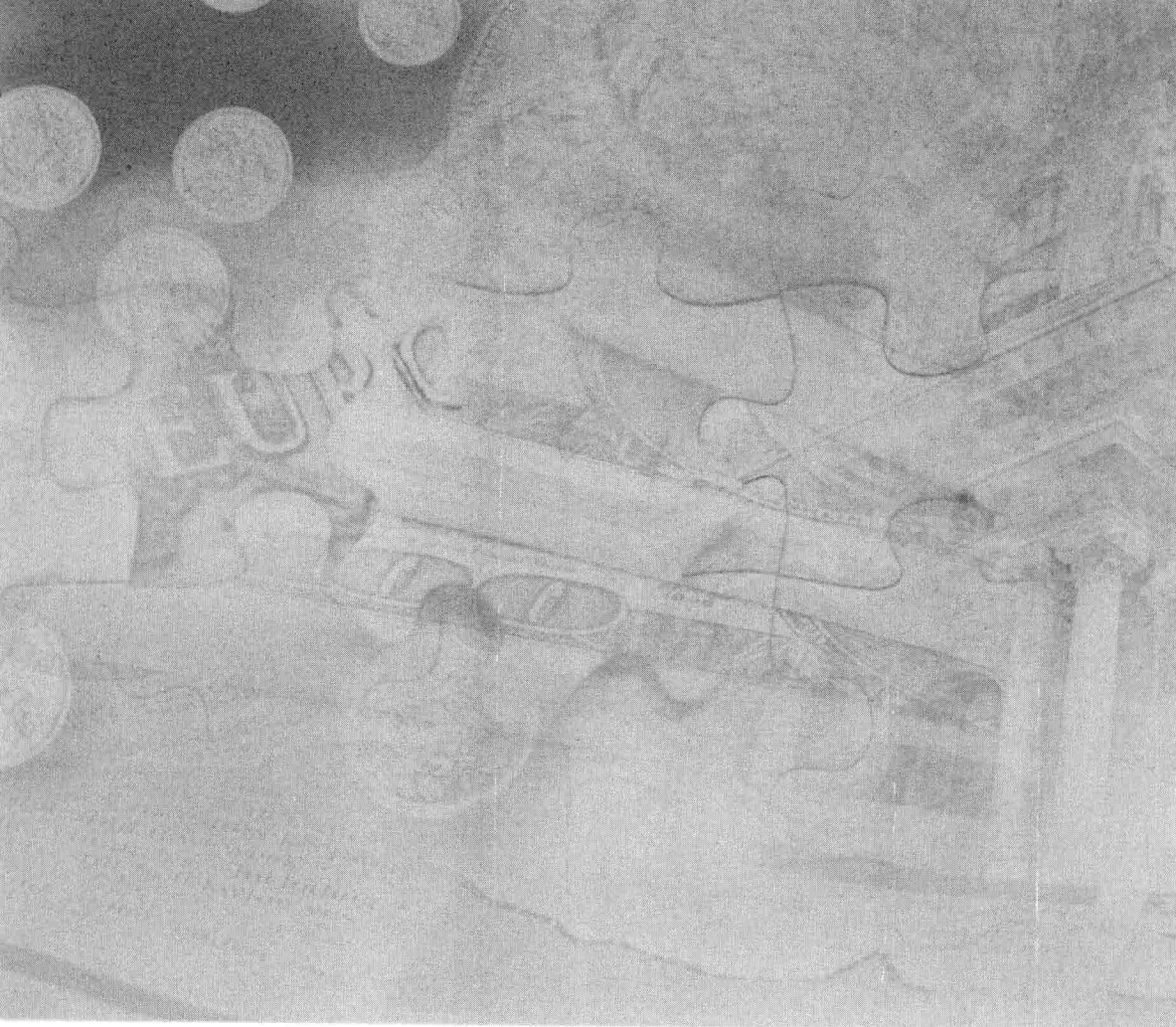
前言	1
第 1 章 导 论	1
1 增长的决定因素：地理、技术还是政策？	5
2 汇率政策的重要性	7
3 本书的结构	8
第 2 章 经济增长的决定因素	15
1 历史背景	18
2 对增长的一些解释	19
3 1950 年以来的增长	20
4 流行的理论	23
5 增长政策：华盛顿共识	40
第 3 章 货币估值、储蓄和经常账户	43
1 货币估值和储蓄	46
2 经常账户余额和增长	49
3 货币估值和经常账户	51

第 4 章	货币估值的度量	53
	1 均衡汇率	55
	2 实际汇率	57
	3 汇率偏差	64
	4 实际汇率和收入	69
	5 货币估值的不同指标	77
	6 收入、货币估值和增长：综述	84
第 5 章	投资是把双刃剑	87
	1 货币估值和投资	89
	2 币值低估对投资的影响	91
	3 投资作为影响渠道	95
第 6 章	实际汇率是内生的吗？	101
	1 内生的实际汇率：理论	104
	2 三元悖论	105
	3 被动的贬值	113
	4 1980 ~ 2011 年货币估值的变化	114
	5 中国是货币操纵国吗？	117
	6 结论	119
第 7 章	罗生门规则：美元，欧元	121
	1 美国经常账户赤字	125

2	美元的估值	126
3	货币估值和美国经常账户赤字	129
4	美元走向何方?	140
第 8 章	货币估值和增长	147
1	回顾	150
2	增长的计量经济学模型	151
3	简单增长模型的检验	154
4	结论	170
第 9 章	政策失灵与增长奇迹	173
1	增长的成功与失败	176
2	增长失败的解释	177
3	增长的结构转折	181
4	对增长加速的解释	183
第 10 章	重商主义和增长奇迹	191
1	重商主义的定义	193
2	重商主义与增长	197
3	增长奇迹	198
第 11 章	制度与汇率政策	211
1	传统的观点	214

2	新的论据	216
3	制度指标	217
4	制度和增长：重温证据	221
第 12 章 币值低估：经过时间考验的增长政策		231
1	19 世纪的汇率	234
2	关税和增长	238
3	1950 年的日元汇率	241
第 13 章 日元和人民币的经济学		245
1	20 世纪 80 年代的日本和 21 世纪初的中国	247
2	似曾相识？	250
3	中国的不同之处	256
4	重温萨缪尔森	266
第 14 章 时代在变，观点也在变		269
1	货币战争	273
2	为什么要低估币值？	274
3	失灵和失衡的证据	275
4	币值低估的诱惑力	281
5	繁荣的另一面是衰退——增长被窃取的证据	284
6	打破恶性循环	286

第 15 章 结论	287
❶ 币值低估影响投资并引发增长	289
❷ 币值低估的对立面是币值高估	290
❸ 名义汇率能够影响实际汇率	291
❹ “静态”因素会影响实际汇率	292
❺ 重商主义依然盛行	292
❻ 1870 年和 1950 年有相似之处	293
❼ 制度并非“至上”	293
❽ 后危机时代的重组	293
 附录 A 数据和方法	 295
❶ 实际收入	297
❷ 人口	298
❸ 实际汇率	298
❹ 制度	301
❺ 工具变量	302
 参考文献	 304



第 1 章

导 论

军备、普遍的债务和计划报废——这是西方国家繁荣的三大支柱。

——奥尔德斯·赫胥黎：《岛》

时代已经改变了。此次危机有所不同。2008年金融危机使全球经济陷入了深度的恐慌之中，而且从一开始事情就变得与以往不同，这样说一点儿都不夸张。这种转变始于2008年的金融危机，在2010年间演变为一场货币战争，并在2011年转变为欧洲的认同危机（identity crisis）。这些危机重创了包括发达经济体与发展中经济体在内的全球所有经济体，并将世界带到了一个十字路口。与大萧条（Great Depression）和第二次世界大战以来的任何时候相比，未来的不确定性更高。

如同在大萧条期间一样，西方国家已经在经济上丧失了大部分控制力，并且明显担心可能还会失去更多。相比之下，以中国为首的新兴市场经济体和发展中经济体却取得了巨大的成功，尽管这些地区的未来同样充满了不确定性（特别是对其数量巨大的新出现的中产阶级来说）。看起来，在过去20年中为所有经济体都带来增长（新兴市场经济体受益更多）的全球化可能为发达国家带来了隐藏的成本。为了证明这一点，以及确定如何最好地推动未来全球经济平衡发展，政策制定者正确理解这些持续发生的危机的决定因素是十分必要的。

故事相当简单。首先是经济增长，尽管人们要承受收入增长停滞不前和失业或即将失去工作造成的不公平和痛苦，正如2011年发生的占领华尔街等事件所强调的那样。但是，增长仍然是故事的核心。如果没有增长，那么平等也仅仅是在贫困上的平等，而不是收入上的平等。

2008 年大衰退（Great Recession）之前，全世界经历了数十年的空前繁荣。全球第一大经济体美国以每年人均超过 2% 的速度增长了 60 多年。1980 年以来，非洲及拉丁美洲的发展中经济体经历了长期的停滞，直到 2000 年后不久才开始有所改善，并实现了高速增长，直到经济危机爆发。1989 年苏联解体之后，东欧国家实现了爆发式增长。在过去 30 年中，尽管出现了一些国内和国际危机，但亚洲新兴市场经济体的表现一直很好。其中，中国自 1978 年开始经济改革以来的表现尤为出色。

危机爆发之前的几年就出现了一些危险的信号。比如说，中国严格奉行并且近乎完美地执行人民币贬值战略以提高其国际竞争力，实现了超乎想象的繁荣。回想一下，中国经济的绝对、极高的增长速度，以及由此导致的全球失衡，应该对全球危机发出了预警，特别是 10 年前爆发的亚洲金融危机也源于类似的经济环境。人们应当对这些预警给予更多的关注，但在经济繁荣时期，很少有人具有如此敏锐的洞察力。

全球危机的诱发事件是美国的次贷危机。对于次贷危机产生的原因，有两种截然不同的观点。一种观点认为，过分乐观的美国消费者为了购买汽车、住房和其他奢侈品而欠下了过多的债务。另一种观点认为，来自发展中经济体与新兴市场经济体（特别是中国）的商品和资本的过度供应，人为地降低了美国的价格，最终导致美国消费者制定非理性的经济决策。欧元区主权债务危机发生的原因与此类似。有这样一则轶事，一位希腊商人总是驾驶大众汽车，并且每隔三年换一辆车。2001 年，他到经销商处去购买最新款的大众汽车，却被告知用相同的月供可以购买一辆奔驰车。欧元推出后，对生活在高速增长德国的储蓄者和生活在缓慢增长的希腊的消费者而言，利率是一样的。希腊商人开走了一辆奔驰车，因为它能够以 3% 的利率贷款，而不是以采用欧元之前 7% 的利率贷款。正如本书所探讨的，德国—希

腊的故事和中国—美国的故事并没有什么本质性的不同。这两个故事的根源都是不同的经济增长率。

1 增长的決定因素：地理、技术还是政策？

各国经济增长的经历差异巨大，背后的原因也多种多样。近千年来，试图理解经济增长的決定因素一直是经济学家和政策制定者最关心的问题。18世纪90年代到19世纪60年代的工业革命第一次使经济脱离了之前数百年的停滞状态，开启了第一个经济强劲、持续增长的阶段。它的驱动力是技术进步——利用更快捷、更廉价的方法，以更少的投入获得相同的产出。如今，我们将技术进步的范围和速度看成是理所当然的事情，而仅仅在几百年前，技术发现却是来之不易的。工业革命期间的技术进步及其带来的生产率提高，为研究经济增长奠定了第一个坚实的基础。

许多人认为，促进增长与其说是一门科学，不如说是一门艺术，但仍然有大量的文献研究了经济增长的決定因素，有些是外生的，有些则与政策有关。安格斯·麦迪森（Angus Maddison, 2001, 2003）的开创性工作使我们能够跨越空间、时间和技术来探索经济增长的決定因素。他广泛收集的数据使得研究人员能够分析地理、制度以及政策的作用。那么是否存在着一个万能公式呢？显然没有。实际上，对任何一个決定因素赋予过高的权重都有风险，且是错误的。但是，麦迪森的数据的确暗示着某些宽泛的一般化，这在今天尤其重要。例如，在解释收入水平的差距时，制度的作用被严重夸大了。近年来，制度在促进增长中的作用一直是经济学家研究的焦点，他们告诉我们，一个国家的贫富取决于这个国家是否拥有能够保护财产权或能够促进民主的制度。但是，制度可能是一种奢侈服务——也就是说，财