

EXCHANGE—RATE DETERMINATION

[美]安妮·O·克鲁格·著
房书平 王安俊 王钟勋等·译
贺 瑛 周越美·校

汇率决定

[美] 安妮·克鲁格·著

房书平、王安俊、王钟勋等·译

贺瑛、周越美·校

汇率决定

上海三联书店

(沪)新登字 117 号

EXCHANGE-RATE DETERMINATION
根据 CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS

1983 年版译出

责任编辑 周瑶明
装帧设计 宋珍妮

汇 率 决 定

[美]安妮·O·克鲁格 著

房书平 王安俊 王钟勋 等 译

贺 琰 周越美 校

生活·读书·新知

三联书店上海分店出版

上海绍兴路 5 号

新华书店上海发行所发行
江苏丹阳新华印刷厂印刷

1992 年 10 月第 1 版

1992 年 10 月第 1 次印刷

开本: 850×1168 1/32

印张: 6.25 插页: 2 字数: 150000

印数: 1—2000

ISBN 7-5426-0600-X/F·138

定价: 7.50 元

译者的话

国际收支、外汇汇率、国际储备堪称国际金融理论三大支柱。而外汇汇率又是这三大支柱的基础。汇率的变动对国际收支、国际储备、国际资本流动、国际货币体系、国际金融市场、国际债务状况，继而对整个国际贸易、世界经济有着甚为广泛而深刻的影响。汇率既是国际金融学的一个难题，又是主题。因而几十年来各国金融学家一刻也没有终止过对它的研究。美国经济学家安妮·O·克鲁格的这本《汇率决定》是一本既比较新颖、又比较全面的论述汇率方面问题的专著。全书共分八章，按照时间发展的顺序，阐述了不同时期的汇率决定模型、汇率机制对宏观经济的影响、汇率与宏观经济的相互作用，以及外汇管制情形下汇率变动的效果。我们之所以翻译此书，是因为它大体上反映了汇率研究领域的核心问题和研究的主流。

中国的经济正面临着改革开放的新形势，新的问题不断涌现。近年来对人民币汇率的定值基础、人民币汇率的变动、人民币汇率制度的选择的讨论已成为理论界、实务界的一个热点。相信本书的出版能为这一讨论提供方法论的指导。本书既可为

从事汇率研究的经济学家、实际工作者研究之用，又可作为大学高年级学生、研究生的教学参考书。

本书是集体劳动的成果。参加翻译的有房书平、王安俊、王钟勋、韩文亮、于建国、黎晓波、贺瑛、王亚文，由贺瑛、周越美校订，最后由贺瑛定稿。

由于译者水平有限，错误之处在所难免，恳请同仁们指正。

上海三联书店对本书的出版给予了大力支持，我们对此表示衷心感谢！

序

本书展示了对汇率决定理论的研究。从某种意义上说，这是我早期发表在《经济文献》杂志上的对国际收支理论研究的续篇。然而，在这不稳定的十几年里，理论和现实世界变化非常大，这使本书与前著有很大的不同。

1969年，这个领域仅限于对国际收支理论的研究。大多数国家把它们的汇率钉住另一种货币（通常是美元）或者黄金，随后遵循独立的货币和财政政策。当官方储备在国际收支平衡表上的净额大量减少时，它们面临了政策问题。因此，国际收支理论研究的是整个国际收支的决定因素及其组成部分这个问题，以便分析可能改变国际收支的可选择政策（包括汇率变动）的多种情况。

在50年代和60年代，国际经济学家自然会把主要研究点放在经常项目平衡的决定因素上。一方面因为，只是发展到60年代，国际资本流动才开始大量进入国际经济领域。另一方面是因为，在固定汇率时代，投机者利用经常项目收支的变化作为信号器，来估测由于汇率变动货币可能受到的压力。

然而，70年代初期，美国和英国放弃了固定汇率制度。该制度曾是布雷顿森林体系及第二次世界大战后国际贸易和资本流动大量增长和自由发展的基础。事实上，1973年以后，汇率至少在很大程度上决定于市场力量；而且，至少对一些观察者而言，汇率比以往所预测的显示出更大的变动性。这使理论家们把注意力从收支的决定因素转移到汇率(作为内生变量)的决定因素上。此外，国际资本市场的一体化和不断增长的重要性，引起人们对资本项目作为汇率决定的一个因素的关注。

因此，自60年代晚期以来，这个领域的标题和主题发生了变化。撰写本书的想法最初萌生于1977年。那时，对国际收支的货币分析法已处于主导地位，对该领域作一番扫描似乎可取。事后看来，很容易看出汇率决定领域的这种研究仅是一个开端，因为在随后的4年里，有关文献的发表如雨后春笋。截至1981年，其指数增长率仍没有减慢的迹象。部分地因为该领域明显地未趋于定论，部分地因为对过去的10年转变进行考察是一项有益的研究，故我把1981年6月作为一个终止点。那时无法得到的材料，不论是手稿还是印刷品，都不包括在本书内。虽然有过整理几篇评论文章的强烈欲望，但因这样会使本书还将推迟而作罢。

因此，本书旨在展示目前对汇率决定的研究和探讨。它并没有对汇率决定理论下定义，这主要是因为仍然有许多未解决的问题，而且，在某些情况下，还存在对立的理论。本书旨在用80年代早期的考察方式来阐述汇率决定的分析结果和基本理论。

在提炼整理有关文献和大量手稿过程中，许多人的意见使我获益甚大，但对于本书的观点和疏漏的错误他们不承担任何责任。埃尔赫南·赫尔普曼和阿瑟夫·拉金在访问特拉维夫大

学期间阅读了全部样稿并提出了许多有益的意见与建议。马克斯·科登对第3、第4和第5章的草稿做了认真细致的评注，彼得·凯南对全部手稿提出了非常有益和建设性的意见，理查德·斯内普对前四章做了评阅。

国家科学基金会的科研许可使我在1981年夏完成手稿，我感谢该基金会的帮助。

我还要感谢克里斯汀·奥布莱恩为本书做的索引。

达尔玛·波恩斯夫人耐心而不辞辛苦地打印了全部手稿，指正误差，并且还帮助整理参考书目并编排注释，做了大量份外工作。我深致谢忱。

1982年8月

明尼苏达州，明尼阿波利斯城

安妮·O·克鲁格

目 录

译者的话	1
序	1
1 导言	1
1.1 布雷顿森林体系及其后果	2
1.2 本书纲要	7
2 领域、问题、概念	10
2.1 汇率理论	10
2.2 国际收支理论的基本概念	13
2.3 模型种类	20
2.4 结语	23
3 经常项目模型	26
3.1 弹性-吸收分析法的争论	28
3.2 货币与贸易商品	35
3.3 非贸易商品或国内商品	39
4 资本项目模型	48
4.1 国际收支的货币分析法	49
4.2 汇率动态理论	64
4.3 资产组合分析法	68

4.4	预期与汇率	80
4.5	结语	83
5	经常项目与资本项目间的相互作用	90
5.1	经常项目与资产需求	92
5.2	汇率与贸易条件	99
5.3	跨时效用最大化时经常项目的平衡	101
5.4	结语	103
6	可供选择的汇率制度	106
6.1	固定汇率制与可变汇率制的比较	108
6.2	不同汇率制度的隔离性质	111
6.3	管理浮动	115
6.4	财政政策与货币政策的影响	118
7	不同宏观经济条件下的政策效应	131
7.1	固定价格模型	132
7.2	实际工资刚性模型	137
7.3	部门变化	143
8	国际收支制度与发展中国家	152
8.1	外汇管制制度分析	153
8.2	黑市分析	157
8.3	均衡汇率	159
8.4	开放	164
	参考文献	172
	英汉人名对照表	189

1 导 言

思想影响事物还是事物决定思想，对于任何一个对这个问题感兴趣的人而言，第二次世界大战之后国际货币体系的运行和经济学家们对国际货币体系看法的演变应当是一项引人入胜的专题研究。经济学家们提出的问题显然受到现行体制及其运行方式的影响。同样，经济学家们对这些问题的回答是构成决策者们对国际货币体系作出更改决策的一个因素。而国际货币体系的变革又改变了上述提及的问题。

本书旨在对 70 年代以来出现的汇率决定理论作一番介绍。然而，这一理论介绍又不同于其他，因为这个领域本身一直处于不断变化之中。如果读者希望对该领域未来的发展以及国际货币体系的进一步发展有个基本的认识，那么，了解这些变化及这些变化的原因是非常必要的。

因此，本章首先概述该体系的演变并对此进行分析，并以此为基础，为读者理解本书以后章节提出的问题和使用的模型提供一个指南。

1.1 布雷顿森林体系及其后果

第二次世界大战以后为国际经济制定的计划，自然出自于克服战争期间人们所观察到的国际经济弊端的愿望。人们不禁回想起 20 年代出现的三个重要事件：英国以失业和损失实际收入为高昂代价企图恢复金本位制的努力；德国经历的向协约国支付赔款的困难；大规模国际金融资本流动的出现及后来的金融崩溃。

金融崩溃进而成了经济大萧条的一个因素。综观伴随这次大萧条出现的其他现象，国际货币的活动极其显著并发挥了相当程度的作用。^① 这些活动包括竞争性货币贬值，日益高筑的关税壁垒，国际贸易量和贸易额的巨额缩减，以及最后金本位制的放弃。因此，第二次世界大战结束后的国际结构应该为避免已暴露缺陷的重演提供保障的看法是明智的。

为此，有一个在战争中形成的国际性计划机构（同联合国一道）负责国际事务的组织和安排工作。而战后国际货币体系的结构，或者，至少说是规划该制度发展的章程，终于在 1944 年于美国新罕布什尔州布雷顿森林举行的布雷顿森林会议上取得了一致性意见。^② 对 30 年代的各种失误——竞争性贬值、以邻为壑的贸易政策、不顾国内失业的高昂代价而固守金本位制——的基本认识，成了该计划的一些关键条款的动因。

布雷顿森林协议的签署国都加入了国际货币基金组织。这个组织的作用是监督各国汇率水平，以使各国能在国际收支发生根本性不平衡的情况时，使其货币贬值，从而避免国内高失业问题，同时防止各国为增强本国的国际贸易地位而采取损人利己的竞争性贬值措施。因而，战后的这种汇率制度被设想成

一种固定而又可调整的汇率制度。

那些不处于“根本性不平衡”状态，而只是由于暂时性因素致使国际收支出现困难的国家，将可得到国际货币基金组织的信贷资助。这样做的意图是为了防止不必要的货币贬值，同时避免实施以失业和国民收入减少为高昂代价的国内通货紧缩的政策。

大多数主要贸易国成了布雷顿森林文件和国际货币基金协议的签署国。^③各创始国乐观地认为，他们已迎来了“固定的但可调整的汇率”制度的新时代。这种汇率会防止(1)金本位制度下为纠正国际收支逆差而产生的通货紧缩压力，(2)竞争性货币贬值。

不管各国的意图如何，第二次世界大战后的国际货币制度并没有达到预期的所有目的，它的进展充其量只是国际货币基金组织的安排及各国自身利益两者相互作用的产物。美元成了硬通货，在40年代末和50年代初，“美元荒”是国际经济的一个特点。这导致美元成为可兑换货币，同当时其他货币使用方面的限制形成了对比。然而，到了50年代，欧洲各国和日本能够逐渐放宽其货币使用的限制，从而经常项目交易(即商品和劳务的购买)在这十年间也愈益放宽。

与汇率应该根据需要进行调整的意图相反，布雷顿森林体系日益发展成固定汇率制。各国都不愿意进行贬值，即使它们这样做了也仅仅是在其他可能改善境况的措施尝试并失败了之后。相比之下，盈余国则没有使其货币升值的压力。只有在强大的国际压力(包括投机性资本流动，这将在后面讨论)之下，这些国家在拖延很长时间后，才肯进行相对很小幅度的升值。

针对布雷顿森林体系实行后的这些情况，在50年代末和60年代，经济学家们提出了一些核心问题，并对这种国际制度

据以运行的条件做了一些假设。因为汇率基本上是固定的，一个核心问题就产生了：国际收支平衡是由什么决定的？这个问题使人们立刻想到在国际收支“赤字”情况下可能采取的可供选择的政策措施及其对国际收支可能产生的影响。由于固定汇率即阶段性大规模贬值做法显然有着较大的缺陷，因此，第二个核心问题就产生了：同浮动汇率制相比，固定汇率制有哪些优点？至此，问题便集中于这两种可供选择的汇率制度在对可能影响国际贸易的各类冲击作出反应时所具有的功能上。对以上问题的分析将在以后各章展开，但此处必须指出的是：当时经济学界大多数的观点是浮动汇率比固定汇率优越得多。

最后，考虑到其他国际清偿来源——主要是黄金——的增长速度要远远地落后于世界贸易量，50年代和60年代所提出的第三个中心问题集中在美元作为关键货币和作为国际清偿力的供给者的作用上。

在50年代，各国间的资本流动量相对商品贸易量还是比较小的。即使在经常项目交易放宽以后，资本流动一般仍受各国政府的严格管制。基于这个原因，国际收支理论的上述核心问题通常是在假设条件很少的模型中进行分析的，即使有假设条件，也是仅指各国间内生的资本流动。^④可以肯定，官方资本流动是存在的，因为各国在固定汇率下可以针对经常项目赤字或盈余情况来调整它们的储备。然而，一国居民可能会调整他们的购买量或调整他们的以外币表示的资产持有量，这个假设没有包括在为上述三个问题中任何一个问题而设计的模型中。因此，直至60年代晚期，有关国际货币体系和各国间为融通商品及劳务交换而作出的安排的国际经济学的分支理论把注意力主要地集中在模型中的国际收支决定因素上(包括可能影响收支的方式)。在这模型中，只有经常项目交易是内生的。所以，上述提

到的主题可冠以国际收支理论这个名称，它集中讨论了货币变量，如相对价格和贸易流量之间的关系。

50年代和60年代的大部分分析今天仍然有效，至少在当时模型所援引的假设条件下是有效的。我们将在第3章阐述这种分析。就目前而言，情况有所不同，大部分分析指出了固定汇率即阶段性贬值制度的根本困难，以及依赖美元作为增加国际清偿力主要来源的困难。人们普遍认识到为满足私营部门对外汇的过度需求而通过减少储备的方式来继续维持汇率水平，在人们预测到货币即将贬值时，只能引起投机活动。这种情况发生时，中央银行将会被迫越来越快地放弃支持其货币平价的努力。

人们还认识到，国际清偿力制度理论上是建立在把黄金作为国际储备主要形式的基础上，但事实上却日益建立在美元储备基础上。这也就构成了该制度的一个潜在困难。为了增加国际清偿力，美国不得不承受国际收支赤字，以提供国际储备。这反过来为这一制度的不对称情况提供了重要来源，而这正是分析的焦点所在。^⑥

任何有关70年代国际经济情况的文献都必然表明，国际收支理论分析的核心从根本上看是正确的。这种制度不能持久。60年代末和70年代初期都出现了以下两种现象：（1）由于资本流动对利率差异日益敏感和世界市场日益一体化，世界经济也日趋一体化；（2）主要贸易国取消固定汇率制，至少这种固定汇率制的作用如早些年代一般。

国际金融资本流动性的增加已经根本改变了国际经济变量运行的环境，因而改变了有关国际货币现象分析的模型的实质。同时，取消把汇率固定在一个很狭小范围内的汇率制度，为至少部分地由市场力量决定时的汇率决定提供了大量实证。事实表明，汇率的波动比浮动汇率制的支持者们所预测的还要大。

同时，在外汇价格固定不变的假设条件下，探究中央政府国际储备的变动由什么因素决定就不再有意义了。因为汇率的变化常使观察者们迷惑不解，与50年代和60年代相比，汇率更加受内生因素决定，于是分析的重点便转向了汇率变动的行为是由什么因素决定的，以及汇率的功能又是什么。

改变制度结构并由此改变上述提及的问题似乎还不够。这一分析重点的转移在过去的十年里又变得复杂了。这是由于客观经济理论本身也已处于一种不稳定状态。50年代和60年代的许多国际收支模型把一国经济简单地假定为凯恩斯国内经济结构模式，即国民产出价格既定不变。因此，在影响经济活动的过程中，总需求起了关键性的作用。

相比之下，70年代，人们普遍认识到了影响客观经济活动的刚性的名义和实际工资水平以及市场不完善的其他形式可能具有的作用。与此同时，人们愈益注意到，个人对公共政策的预期是影响其经济行为的一个因素。人们逐渐认识到，政策行动被公众充分预见后，它们在实施中就会失去效力，也就是说，每个决策者在制定计划时将要充分考虑到这些因素。

预期的潜在作用可能比汇率的行为更重要，而对此的分析几乎没有。因此，汇率决定模型不仅应包括制度结构的变化，而且还应考虑经济学家们对预期——特别是关于经济政策的预期——的作用的进一步认识，以及这些预期影响政策反馈观察的方式。

基于所有这些原因，国际货币经济学已在过去十年里发生了显著的变化，分析的重心已经转移。人们对早期模型中一些基本假定的合理性提出了疑问并建立了新的假定。贸易经济的宏观经济基本结构也得到了重新考察。

然而，这种转变仍未完成。正如宏观经济理论面临着如此

的事实，即它们只是勉强地接受已有的教条，因而不得不招致挑战一样，浮动汇率制在世界范围内的推广（毕竟这是过去十年里的现象）将为基本模型和国际货币经济基本问题提供新的挑战 and 必要的、连续不断的修正。

1.2 本书纲要

本书旨在为那些已经通晓 70 年代以来国际收支理论，但并非专门从事该领域研究的经济学家以及研究生和大学高年级学生提供该领域的最新情况。对于任何一本书来说，存在的主要问题是难以面面俱到。在本书中，这个问题也许比通常更加突出。出于必要考虑，第一个决定是本书的选材将集中于分析的成果，但对实际检验或结论不展开论述。第二个决定是着重论述汇率的决定和汇率变动的影响。

在很多方面，汇率决定理论同固定汇率下国际收支决定因素的分析一样，是建立在结构分析的基础上的。当然，区别在于对外汇的过度需求在固定汇率下导致数量的调整，而在浮动汇率下则导致价格的调整。因此，首先应该把注意力转到汇率或国际收支平衡的决定因素上。然后再考虑对两种汇率制度的相同和相异之处作出规范分析。

然而，本书还有许多方面未论及到，这意味着本书的研究是从国家主义的观点出发。本书略去了对其他一些问题的研究，诸如国际货币一体化^⑥，国际储备和国际清偿能力的最适水平，以及有关最佳国际货币秩序的全部问题与思考。然而，本书还是反映了该领域的核心问题和 70 年代研究的主流。

最后要说明的是，新材料不断地、飞快地涌现，但是，为使本书得以完成，我们决定不再采用 1981 年 6 月以后的材料。