

第 1 讲 赞成汇率浮动的论据

正如你可能想到的那样，伦敦经济学院对我另眼相看，不仅邀请我做这些讲座，而且非常慷慨，支付给我一份用英镑计价的酬金。从他们邀请我做讲座（即 1987 年初秋）到我开始写讲座的草稿为止，他们支付给我的酬金的价值上升了 15%。不幸的是，到几周后，我做讲座的时候，酬金的价值已下降了 6%。我提起这些的原因并不是想抱怨我的预期财富总是起伏不定，尽管我承认我发现这确实有点让人不安。相反，我提起这些只是为了提醒你，我们究竟生活在一个什么样的时代。我们现在已经习惯了每月、甚至每天都经历汇率变化，如果这些变化是在几年前发生的，它们会被看作是重大事件。以前没有异常高的通货膨胀的时候，汇率从来就没有出现过如此不同寻常的不稳定。

让我花点时间来强调一下最近的汇率不稳定是多么的史无前例。将最近美元的波动与一些经常被我们

用作教科书中的案例的重大货币事件比较一下。这些重大事件包括英国在 20 世纪 20 年代回归金本位制，据凯恩斯讲，这导致英镑高估约 10% 左右——信不信由你。包括 1967 年英镑贬值——一场引起激烈争论，长期以来受到抵制的运动。在这场运动中，经过几年的拖延，和试图寻找其他解决方法之后，英国政府最终同意允许货币贬值 14%，还包括布雷顿森林体系的解体。在这个过程中，美国施加了强硬的政治压力，并最终使用了非法的关税迫使它的贸易伙伴同意美元贬值 10%。现在来看一下最近发生的事件：从 1985 年 2 月到 1988 年 1 月，日元和马克的美元价格都上涨了 10%。从 1987 年 8 月 1 日到 1988 年 1 月 1 日，美元与日元和欧洲货币单位的比价都下降了 16%——贬值幅度比 1967 年英镑的贬值幅度还要大。

这三个讲座的主题是 20 世纪 80 年代的汇率不稳定：它有何目的，为什么会发生，以及如何处理。在讲述这个主题的时候，伦敦经济学院给我极大的特权：讲座的方式不必拘泥于通常的规则——即仔细的分析 and 严谨的证据。我打算充分利用这个特权，因此讲座是非正式的、推测性的，我会提出一些设想的、还没有完全正式化的理论，还会提供一些尝试性的证据，但并不是结论。你将从这里得到的是一个经济学家关于汇率体系是如何运作的看法。对于这个看法，我相信它是正确的，希望它有说服力，无论如何，我

将尽力为它辩护。

这些讲座将涉及到汇率不稳定这个一般问题中的许多题目，但我宁愿设想我将提出的各种思想有一个共同的主题：即世界经济的不完全一体化。“不完全一体化”是个双关语，它是为了表述各国经济彼此联系方式的两种不完全性。首先，各国经济方面的联系不完全或程度有限。也就是说，我们并不是生活在一个所有的产品、服务、生产要素都可以自由地跨国流动的世界里；尽管有一些令国际经济学家（和其他人）颇为心动的华丽的说法，但我们的世界也不会很快就变成这样一个世界。其次，我们已经实现的一体化并不总是像我们设想或希望的那样运转良好。产品和生产要素的国际流动通常并不像经济学家设想的那样畅通无阻、有效。相反，国际市场是不完全竞争的，其特征是不完全信息，有时，我们可以证明它是无效的。

为什么这很重要？在这些讲座中，我将说明，世界经济的不完全一体化既是汇率不稳定的根源，又是汇率不稳定的结果。如果世界正如许多经济学家设想的那样，是一个紧密地一体化的系统，就不会出现我们近几年看到的那种汇率不稳定；另外，汇率的不稳定又以一种后面我将尝试解释的方式进一步降低了一体化的程度。一个不完全一体化的世界经济还为政策提出了特殊的问题。你可能猜想一个不完全一体化的

经济的运行方式可能介于一个封闭经济的运行方式和一个完全一体化经济的运行方式之间，但不幸的是，事实并非如此。我将说明，不完全一体化像不完全竞争：一个寡头并不是一个垄断和一个竞争市场的平均，美国并不是一个封闭国家和一个城邦国家的平均。或者，如果你喜欢打个经济学以外的比喻，不完全一体化的研究与完全一体化和完全封闭这两种情形的关系，就好比流体动力学与气体和固体的关系。

尤其是，在两种意义上理解国际一体化的不完全性对于我们在一个浮动汇率的世界里制定合理的政策至关重要。因此，在这三个讲座中，每一讲将针对一个特定的汇率问题。本讲是关于为什么汇率需要变动的原因，第二讲是关于为什么汇率看上去不再那么重要的原因，第三讲是关于为什么汇率表现得如此糟糕的原因。

如果没有人唱反调，就没有多少必要强调世界经济一体化的不完全性。换个说法，也就是说，每个成功的辩论都需要一个稻草人。对这些讲座来讲（如果不是对于世界来讲），幸运的是，确实有一些颇有影响力的反调。近几年，罗纳多·麦金农（Ronald McKinnon）、罗伯特·蒙代尔（Robert Mundell）和其他一些“全球货币主义者”的声望日隆。这些经济学家认为从完全一体化的世界经济的简单模型中得出的见解为制定政策提供了有效的依据。全球货币主义者声望

日隆的原因是显而易见的：如今每个人都知道世界经济在一些重要的方面已经一体化了，而且向政治家和新闻记者解释完全一体化比不完全一体化要容易得多。全球货币主义者总是讲一些简单的故事，提出一些简单的政策——购买力平价，回归金本位制——而他们的对手总是试图解释世界很麻烦，很复杂。很难解释为什么购买力平价只是一个有用的指标，而不是汇率的定论，为什么会计等式与行为理论并不是一回事，或者为什么任何国际货币体系都只是调和相互冲突的目标的产物，而不是将政府从做出判断和决策的需要中解脱出来的非常正确的解决方式。

在讨论我对浮动汇率制是如何运作的看法的时候，我会偶尔顺便向全球货币主义者发难，我的一个目的就是尽我所能向他们的令人误入歧途的简单故事和政策建议提出质疑。但是，在开始陈述我的论据之前，首先我想抽出一些时间来看看国际一体化的一些方面，尤其是它的局限性。

1.1 国际一体化的程度和趋势

曾经有人写道，在美国历史学家讲述的关于文明的故事中，中产阶级总在上升。同样，在媒体和畅销书中出现的关于世界经济的描述中，全球一体化的程度似乎也总在加深。在战后时期，不难发现这种印象

是如何出现的。从 1950 年到大约 1980 年，全球一体化的程度在许多方面确实稳步加深。贸易流量的增幅是收入的两倍，资本流动从微不足道到举足轻重，跨国公司也扩展其业务范围。到了 80 年代，技术消灭了距离，使各国经济之间的区别日益无足轻重，它还推动了国际化的“汹涌浪潮”，这些已经变得众所周知了。

我在这里想给这种想法少许泼点凉水。1950 年以来，国际一体化的程度确实大为加深，但是，大部分加深是从一个人为的低水平上的恢复；在一些重要的方面，现在世界经济一体化的程度甚至低于第一次世界大战前的水平。另外，在对政策至关重要的许多方面，一体化程度的加深使各国经济差异更大，近期内这些并没有改变的迹象。

作为衡量国际一体化程度的一个首选、但粗略的指标，让我们来看一下贸易和国民收入之间的关系。图 1.1 是美国和英国在一段时期内（追溯到 19 世纪）国民收入中贸易的份额——出口和进口的平均。从图中我们可以清楚地看到，广泛的贸易并不是什么新鲜事。飞机和巨型油轮虽然可以促进贸易，但它们只是使得已经很低的国际运输成本更低。对国际一体化有决定性意义的发明是蒸汽轮船和铁路。大规模的国际贸易似乎只是在战后时期才出现，产生这种认识的原因是世界贸易在两次世界大战之间和战争期间出现了

不同寻常的下降。下降的大致原因并不神秘：关税、配额和汇兑管制等政治手段限制了贸易，使贸易大大低于技术上可行的程度。战后时期贸易的迅速增长只是将贸易占世界产出的份额在 1970 年左右恢复到 1913 年的水平——也就是说，贸易最迅速增长时期的出现并不是某种不可更改的技术逻辑的产物，而是妨碍贸易的政治壁垒被打破而带来的恢复。运输和交通技术赐予这个世界的，政府不费吹灰之力就可将它们毁于一旦。

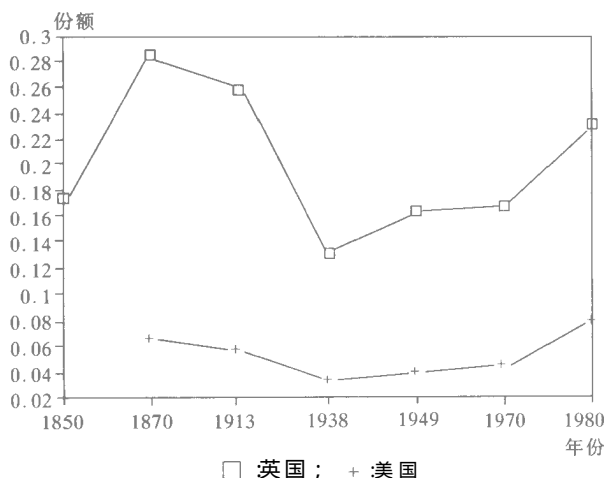


图 1.1 贸易在国民总产出中的份额

从 1970 年以来，贸易确实已经达到了一个前所未有的水平。毕竟，自 1913 年以来运输和交通方面

的所有创新肯定是有价值的。然而，美国现在对贸易的开放程度并没有达到大不列颠自 19 世纪中叶以来的水平，或许永远也达不到。因此，世界经济日益一体化将我们带入了一个全新时代的认识缺乏历史依据。

另外，还有一个重要方面：尽管相对于国民收入而言 1988 年的贸易量比 1913 年的贸易量大，但对促进各国经济一体化的作用很小；现代贸易对价格水平波动的影响比 75 年前的贸易更缺乏共性。

其中一些是结构性的：贸易结构和经济结构已经发生了变化，减少了国际价格联系的程度。1913 年，大部分贸易是基本同质的大宗产品的贸易，它们的世界价格由倒卖决定。因此，加拿大小麦价格的上升同样反映到英国进口小麦价格的上升中。另外，就连当时的发达国家也以生产产品为主，在这些国家，原材料的价格占了成本的很大一部分。因此，世界价格的普遍上升将抬高一国的进口价格，使该国可贸易产品的价格上升，世界价格的上涨与国内价格水平的联系程度比单用贸易份额所表示的要大。

与之不同的是，80 年代大部分发达国家的贸易是制成品的贸易，这些产品通常是差异产品，与大宗产品不同。美国制造的产品的售价受其他国家制造的竞争产品价格的影响较小；相反，它们是由制定价格的厂商出售的，这些厂商很不情愿改变用本币表示的

产品价格。令人更惊奇的是，甚至进口价格用进口国货币计价时也趋于固定不变。存在大量的“因市定价”的现象，^①例如，尽管当汇率变化时欧洲厂商的美元成本波动很大，但它们仍然维持出口到美国的产品美元价格不变。另外，不论如何，在 20 世纪 80 年代的经济中，服务业（主要是非贸易品，如零售业）的份额大于 20 世纪初的份额，因此其价格受国际竞争直接影响的产品范围更小。

在下一讲中，我将说明由于结构性原因造成的国际价格联系程度的下降又被一种特殊的、源于汇率波动的滞后所强化。在一个汇率极其不确定而且反复无常的世界里，厂商在做出贸易和定价决策时会采取“观望”的态度——虽然成本有利，他们仍会对出口犹豫再三，而面临不利的成本时，他们却坚持要进入出口市场。结果就使不同国家的同种产品的价格被令人吃惊地割裂开来。

其结局是，在决定英国和（尤其是）美国的价格时，厂商今天比 20 世纪初更少考虑国际因素（尽管

在经济学文献中，“因市定价”（pricing to market，简称为 PTM）指的是厂商面临汇率变动时调整加价，使得出口到目的地的产品价格以目的地的货币表示时维持不变。参见克鲁格曼：“Pricing to Market When the Exchange Rate Changes” in S. W. Arndt and J. D. Richardson eds. . . *Real Financial Linkage Among Open Economies*. Cambridge, MA: MIT Press. 1987, pp.49 – 70。——译者注

比 20 世纪 40 年代考虑得多一些)。

从其他一些方面来看，今天的市场毫无疑问没有爱德华统治时期的市场那样一体化。最近几年国际资本流动不如战前那样巨大；我们现在认为美国近几年经常项目赤字达到了 GNP 的 4% 是一个糟糕透顶的反常现象，而英国一度有 40 年的盈余超过了 GNP 的 5%，加拿大 1910—1913 年的赤字达到了 GNP 的 13% 比起 1870—1920 年的人口大流动（人口在这段时间流动到了最近形成的居住区），在如今限制移民，管制雇佣的世界里，国际劳动流动已经很不重要了。我将在第三讲中讨论资本市场。现在，我只说下面一点就够了：不论是从国际资本市场没有你想象的那样一体化这个意义上讲，还是从这些市场的运行根本就没有效率这个意义上讲，国际资本市场都是不完全一体化的。

好吧，我不想再多揭露了。总的来讲，发达国家进出口在收入中的份额现在比任何时候都更高，这仍是事实。下面我想说的是世界一体化的程度还不足以改变下面两个事实：

1. 每个国家的居民在本国产品上的边际支出倾向远远高于其他国家的居民在本国产品上的边际支出倾向。
2. 每个国家的劳动和产品的价格用该国货

币来计价时是粘性的。

这两个事实的重要性很快就会一目了然；首先，我想证明它们。

在解释第一个事实时，我想集中讨论美国的情形——这部分是因为我最了解我的祖国的情况，部分是因为我们所有人都对美国的情形有兴趣，还有部分原因是这毕竟也算是一个论据吧，另外，美国比其他任何发达国家的开放程度都低，让我最有力地说明我的论据。

当美国居民增加 10 亿美元的支出时，增加的支出中有多少用于购买外国产品（其他条件相同）？

说得罗嗦点，答案可被看作下面两项的乘积：支出中进口产品的份额和支出的进口弹性。让我首先来看一下事实，然后再看看经济计量学家是怎么说的。

首先，让我们看一下美国的支出中有多大的份额用于购买外国产品。你可能会回答进口在国民总收入或 GNP 中的份额再加上贸易赤字（以便将目前的支出超过了收入这个事实包括在内）——即约 11% 左右。虽然现在有人惊呼在美国国际竞争非常激烈，然而 11% 的比例并不很高，另外，无论如何，这是一个错误的数字：它大约高了 1 倍。平均来讲，美国居民用于购买进口产品的收入可能只有 5% 或 6%。其原因是美国进口的产品中约有一半是中间品。在这些

产品上的支出可能与美国的产出有关，而与支出无关，这是一个很重要的差异。

其次，我们向经济计量学家请教一下弹性的问题。人们一般推测不管经济计量学家使用什么自变量，进口需求都比该自变量上升得更快，其原因是显而易见的：产品（它的交易量比服务大）更多地是对支出的周期性波动做出反应，而生产能力的限制使得需求增加中的一部分外溢为对进口品的需求。然而，支出或收入的进口弹性通常是 2 左右，很少超过 3。将这些总结起来，我们发现 1 边际美元中，用于购买进口品的支出慷慨地估计也不足 20 美分。因此，我们大致假设美国居民支出的 1 边际美元中，80% 用于购买美国产品。外国居民呢？

美国不足世界市场经济的 $1/3$ 。因此，即使在正常的年份，美国贸易大致平衡的时候，美国的出口也只有世界其他国家收入的 5% 左右，占外国人最终消费的比例就更低了。外国居民支出的 1 边际美元中，慷慨的估计也只有 10 美分用于购买美国的产品。

因此，美国居民支出的边际增加中，用于购买美国产品的份额估计至少是外国人的 8 倍。这个不平衡毫无疑问比以前小；然而，从某种重要的意义上讲，我们仍然生活在一个支出的变化都用于购买本国产品的世界，而非一个支出完全国际化的世界。

现在，让我们回到第二点：价格和工资用本国货

币计价时是粘性的。这既是一种市场不完全，又是一种不完全一体化。当然，如果市场是完全的，工资和价格就会持续、迅速地波动，使市场出清。然而，即使价格不是完全灵活的，你也可以设想这样一个世界：在这个世界里，每个国家的居民都把他們看作是世界经济的一部分，国界的影响很小；在这个世界里，工人和厂商在确定价格和工资时将它们与汇率变动指数化（正如“美元化”的经济——如几年前的以色列——中实际上所发生的那样）。在这样一个世界里，因为名义汇率的变动只能导致贬值国家通货膨胀，升值国家通货紧缩，因而汇率实际上就不再重要了。名义汇率中性论是全球货币主义者的一个关键主题，有时被说成下面这种口号：汇率是两种货币的相对价格，不是两种产品或两种劳动的相对价格。

那么，就让我们看一下事实吧。图 1.2 画出了美国的名义汇率（事实上，它是与其他经合组织国家相比较的一个平均指数）与美国相对单位劳动成本指数（使用相同的权数）。猜猜看有何结论？汇率是两种劳动的相对价格。

图 1.3 对价格进行了同样的比较，将名义美元与美国出口品的价格相对于其他经合组织国家出口品的价格进行比较。结果发现汇率也是两种产品的相对价格。

为什么这是对的呢？这里，我不想到宏观经济学

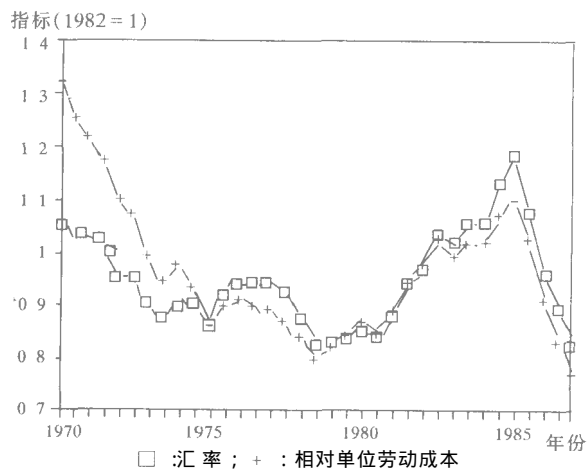


图 1.2 名义汇率和真实汇率

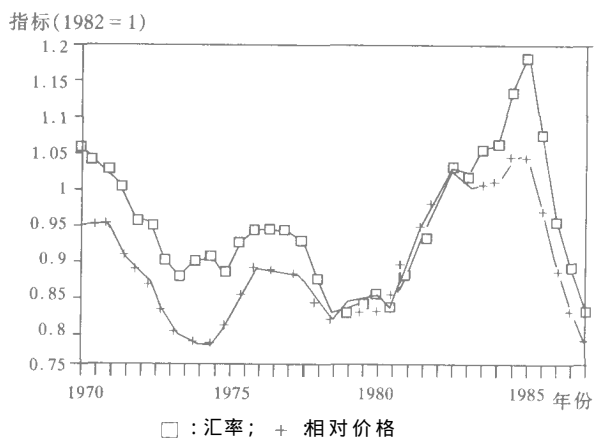


图 1.3 名义汇率和真实汇率

里去兜圈子，其要点似乎再明显不过了。不管是因为菜单成本，还是因为有界理性，在面临需求变化的时候，厂商既不经常改变价格和工资，将价格指数化也不是最理想的。相反，他们在相当长的时间内固定名义价格，成千上万的价格决定者相互交叠的定价决策创造了价格和工资总水平相当程度的惰性。

对国际经济学家来讲，需要补充的重要一点是，当价格以名义值确定时，它们是用本国货币来确定的。从原理上来讲，并不必然如此。德国的价格可以用美元来确定，意大利的价格也可以使用欧洲货币单位；货币作为交换的媒介和计账单位的功能可以是分离的，有时也确实是分离的。然而，在发达国家，价格在很大程度上是可以预测的，没有必要将外国货币作为一个可用的标准（恶性通货膨胀国家的情形与此不同）。事实上，对所有发达国家的居民来讲，本国货币比外国货币有一个更易预测的购买力——即使对进口产品而言也是如此。因此，最终的结果是在所有国家，用该国货币来表示的价格和工资是粘性的。

这似乎是非常直观的。要不是因为当代经济学的争论现状不允许我这样做，我在这里早就抛开这个主题而去讨论政策问题了。在我看来，价格是粘性的这个初步印象至关重要，其中隐含的市场不完全并不特别令人困惑。然而，对我的许多同事来讲，持续的市场出清和没有任何货币幻觉才是根本的信条，这迫使

他们把出现的价格不灵活解释为某种视觉幻觉。尤其是，我们现在经常听到这种看法：我在图 1.2 和 1.3 中提出的那类证据颠倒了因果——实际发生的情况是真实汇率因为一些真实原因而波动，货币当局稳定本国价格水平的企图制造了真实汇率和名义汇率之间的相关性。

从某种意义上来讲，这种看法纯属无稽之谈，可以置之度外。是什么真实冲击使美国劳动的均衡相对价格从 1984 年第 2 季度到 1985 年第 1 季度上升了 15%，然后又在之后的一年内下降了 22%？嘲笑在这里是无济于事的。或许我也可以提供一个更有说服力的证据。假设你认为真实汇率是种真实现象，不受名义汇率的影响。那么，你就没有充分的理由说明为什么汇率机制的变化会改变真实汇率行为。尤其是，你将预期在浮动汇率制下，真实汇率不会比在固定汇率制下更加多变。

图 1.4 是从鲁迪格·多恩布什（Rudiger Dornbush）和阿尔伯托·吉尔瓦尼尼（Alberto Giovannini）那里借用来的。画出了从 1960 到 1986 年美元和德国马克真实汇率的月度变化情况（使用批发价格作为缩减指数）。这个图的前半部分是固定汇率时的情况，后半部分是浮动汇率时的情况。还用我多说吗？样本后半部分真实汇率的月度变化的方差是前半部分的 15 倍。

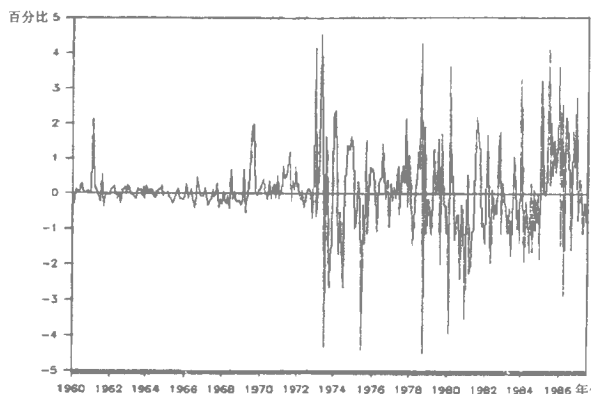


图 1.4 美元和德国马克真实汇率的月度变化情况，
1960 - 1986 年

现在，我假设一个彻底的、“真正的信徒”会在此时争辩说汇率机制本身也是内生的。他的论点可能如下：真实经济的结构在 70 年代初发生了变化，极大地提高了相对价格的均衡波动性，中央银行在不知不觉间认可了这种变化，并改变了汇率机制。为了反驳这种观点，我们可以说得更详细一些。例如，罗切斯特大学的阿莱·斯托克曼（Alan Stockman）和玛丽·巴克斯特（Mariane Baxter）发现在爱尔兰共和国加入欧洲货币体系以前，该国的真实汇率与英国的真实汇率之间的联系比它与德国的真实汇率之间的联系更密切；但加入以后，与德国的联系比与英国的联系更密切。如果你认为这代表了与汇率安排的变化无关