

中国发展研究基金会研究项目

经济转型与汇率制度选择的 国际比较研究

张 斌

中国社会科学院世界经济与政治研究所

2011 年 1 月

“人民币汇率制度改革影响评估”课题是中国发展研究基金会 2010 年主要研究项目之一，旨在对 2005 年人民币汇率形成机制改革的经济影响进行全方位的评估，本文为该课题的分报告之一。

目 录

一、货币升值压力的理论与国际经验.....	1
（一）理论解释.....	1
（二）德国经验.....	2
（三）日本经验.....	4
二、应对货币升值压力措施.....	6
（一）德国应对措施.....	6
（二）日本应对措施.....	7
三、应对货币升值压力措施的效果评价.....	8
（一）德国.....	8
（二）日本.....	13
四、国际经验及其对人民币汇改的启示.....	18
（一）国际经验总结.....	18
（二）对人民币汇率制度改革的启示.....	19
参考文献.....	20
编者说明.....	22

生产率提高、货币升值和经济结构转型是经济增长过程中不同侧面的表现。中国经济在经历了 30 年的高速增长之后，来自汇率价格调整和经济结构转型的挑战日益严峻。货币升值和经济结构转型难以避免地会对短期内就业和短期经济增长带来冲击，政策调整势必挑战过去的发展思维模式，挑战当前的制度和政策安排。如何确保经济制度和政策安排不阻碍经济增长过程中内生的、有利于继续保持经济增长动力的相对价格和经济结构调整，成为当前政策制定者面临的突出问题。

这项研究当中，我们以国际经验为鉴，重点分析以下几个问题：（1）从理论和国际经验来看，货币升值压力来自何方？（2）其他国家宏观经济当局如何应对货币升值压力？（3）各国应对货币升值压力的措施效果如何，特别是对进出口、贸易余额、贸易条件、物价、经济增长、经济结构等的影响如何？（4）人民币汇率制度改革能够从国际经验上学习到哪些经验和教训？

一、货币升值压力的理论与国际经验

（一）理论解释

相对于贸易伙伴长期保持更高的生产率，是解释快速经济增长经济体货币持续升值的主要原因。简单直观的理解是：如果一个国家的贸易品生产率增长较快，该国家贸易品在国际市场上具备更强有力的竞争力，这个国家的进口替代和出口能力增强。进口替代和出口的增加会分别减少一个国家的外汇需求并增加外汇供给，市场供求力量的变化带来货币升值。如果这种贸易品部门的相对生产率进步持续较长时间，货币升值也会持续较长时间。上世纪 60 年代提出的巴拉撒-萨缪尔森效应（Balassa, 196; Samuelson, 1964）对于理解货币持续升值做出了更加系统的理论解释，这也是这方面问题研究的核心理论框架。巴-萨效应在一个两个国家、两个部门（贸易品-非贸易品）、资本和劳动自由流动的模型中讨论了两个国家相对生产率变化对贸易品/非贸易品相对价格的影响。他们的基本结论是，如果一个国家相对另一个国家的贸易品生产率较高，这个国家的贸易品相对价格下降，真实汇率升值。其中的基本逻辑是：受到贸易品部门生产率快速提升的影响，贸易品部门工资水平提高。在完全竞争的劳动力市场上，非贸易品部门工资也跟随贸易品部门工资上升，非贸易品部门产品价格上升。在不影响国际价格的假定下，本国贸易品部门的商品价格由国际市场决定，因此其价格不会因为劳动生产率和部门工资的变化而变化。最终，非贸易品价格相对于贸易品价格上

升，真实汇率升值。固定汇率制度下，真实汇率上升的主要渠道是国内价格上涨；有弹性的汇率制度下，真实汇率上升的主要渠道是货币升值，可能伴以适当的通胀。

如果官方不干预汇率，生产率变化带来的汇率调整要求自动在市场上实现，并不存在所谓的升值压力。升值压力的另一个要素是官方采取了固定汇率或者是其他非清洁浮动的汇率体制，通过干预市场令自发的市场供求关系变化不能影响汇率。

货币升值压力突出体现在内部和外部两个方面，理论方面的分析主要集中在内部压力，对于涉及到较多政治问题的外部压力鲜有系统的分析。内部压力主要体现增加基础货币投放和由此带来的通胀和资产价格泡沫风险。货币升值压力多数情况下是货币当局干预外汇市场的结果，而货币当局干预外汇市场的另一个结果是在吸纳外币的同时，大量向市场投放本币流动性。如果因为干预外汇市场带来的货币投放增长过快，将增加通货膨胀和资产价格泡沫的风险。冲销措施被认为是对冲干预外汇市场带来超额货币供给的手段。但是学术界对于冲销措施有效性和持续性提出了质疑。冲销措施有效性有赖于国内外资产的不完全替代、有效的资本管制等条件，但冲销措施即便是做到短期内的有效，持续大规模的冲销措施也会给货币当局带来难以承受的财务损失，令冲销难以持续。在保持生产率进步优势的前提下，化解货币升值压力最终还是要通过两个渠道实现，一是名义汇率调整，二是通货膨胀，二者都实现了真实汇率上升，以此反应生产率变化所要求的相对价格调整。

传统文献中关于货币升值压力的研究主要聚焦在宏观经济稳定层面。除此以外，还需要引起关注的是货币升值压力也会反映在资源配置失衡和经济结构扭曲层面。张斌 何帆（2005）模型中所强调的，如果宏观经济管理当局不顺应生产率的变化调整真实汇率，真实汇率价格的扭曲会引发资源的不合理配置，并给经济带来一系列结构性问题，比如收入分配不利于劳动者，但有利于资本所有者；农村向城市劳动力转移放慢；过度依赖外需；工业比例偏高而服务业比例偏低，如此等等。

（二）德国经验

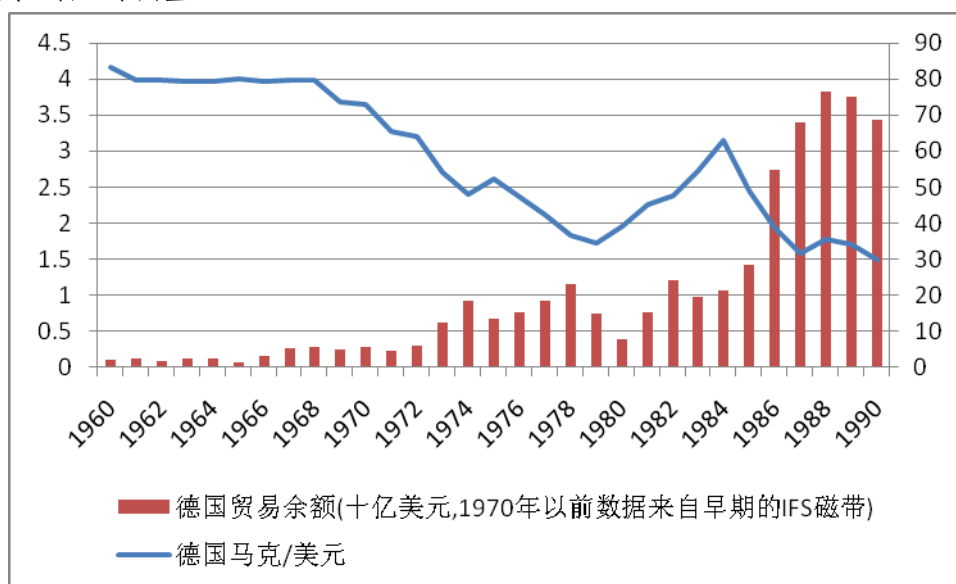
下文选择德国和日本两个曾经经历过持续高速增长，并面临持续货币升值压力的样本国家，重点研究这两个国家曾经面临的升值压力、采取的应对措施，以及这些应对措施带来的后果。德国马克在经济快速增长期间经历了货币大幅升

值，从 1960 年的 4.17 马克/美元升值到 1990 年 1.49 马克/美元，升值 1.8 倍。德国货币当局面临的国内外升值压力并不是非常突出，主要原因是德国货币当局无意恪守固定汇率，更不愿容忍因为干预外汇市场而加剧国内通货膨胀。

1960~1990 期间，马克汇率轨迹和面临的压力可以划分为两个阶段。第一个阶段是布雷顿森林体系解体以前。这个期间德国马克有过相对于美元的数次价值重估，但是德国货币当局面临的主要压力和当时国际货币领域内的争议焦点主要集中在如何维系布雷顿森林体系，而不是类似于中国目前面临的双边压力。上世纪 50~60 年代，虽然美国还能保持贸易顺差，但是庞大的对外驻军和援助项目拖垮了美国的国际收支，美国总的国际收支在布雷顿森林体系下绝大部分年份为负。1960 年，美国官方黄金储备还有 508 万盎司，布雷顿森林体系解体之前已经下降到了不足 300 万盎司；1962 年，美国对外负债开始超过对外资产，此后差额不断扩大。美元与黄金挂钩、世界其他货币与美元挂钩的双挂钩体系遭到了市场的不信任，对于美元的投机也此起彼伏。作为当时重要的经济体之一，德国面临的问题是协助美国维护当时国际货币体系的稳定。德国曾采取了数次重估德国马克/美元汇率、干预甚至是关闭外汇和黄金市场、增加对于国际货币基金组织的贷款等措施。但是总的来看，压力主要集中在美国，国际社会讨论的主要解决方案也不是仅仅聚焦在个别国家的汇率上，除了汇率，减少美国的对外军事开支、对黄金和外汇市场的干预、限制资本流动、增加国际货币基金组织下的借款总协定，甚至是放弃黄金和美元之间的固定比价如此等等，都是当时被认为是解决问题的办法。尽管德国经济增长强劲、对外贸易顺差不断扩大，德国货币当局面临的并不是单方面的货币升值压力，而是当时世界主要货币和黄金之间的价值重估，并以此实现双边汇率调整。1971 年 12 月的史密森协议上，德国、日本、英国、法国、意大利、荷兰、瑞典等国家都纷纷对美元升值，美国也不再按照 38 美元/盎司卖出黄金。

布雷顿森林体系崩溃以后，德国马克选择了浮动汇率体系。在强劲的贸易顺差影响下，市场对德国马克升值的期望很高，德国货币当局干预外汇市场的后果是难以控制住国内的货币供给，并因此加剧有石油危机带来的通货膨胀。1973 年 3 月 1 日，德国破纪录地在一天之后买入了 27 亿美元，在 3 月 2 日迫于市场压力关闭了外汇市场。此后，德国选择了浮动汇率体制，在汇率问题上更多让位于市场供求关系。由于市场较多地释放了货币升值的内生压力，德国马克的总体升值/贬值轨迹相对平稳，没有在以后诸如广场协议这样的国际联合干预行动中

出现过于剧烈的调整。



数据来源：IFS

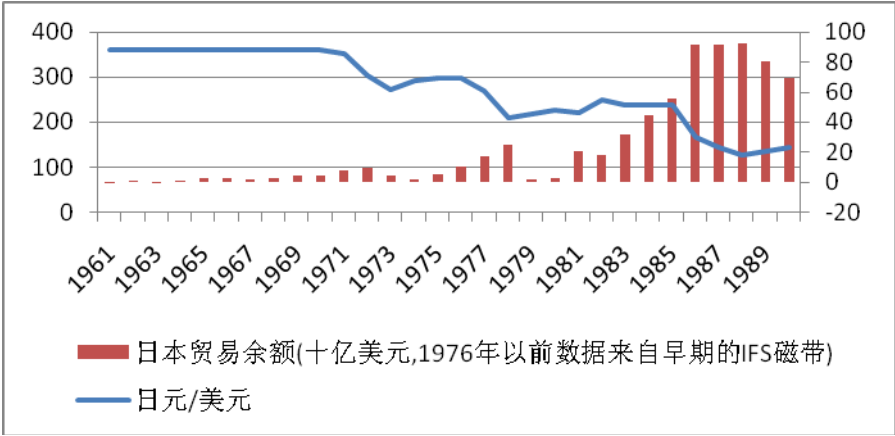
图1 德国的贸易顺差和汇率

（三）日本经验

日元在经济快速增长期间也经历了货币大幅升值。从 1960 年的 360 日元/美元升值到 1990 年的 144 日元/美元，升值 1.5 倍。与德国相比而言，日本面临的国内外升值压力更加突出。日本采取各种措施，延缓了货币升值的步伐，但也因此给货币政策操作带来了巨大压力，最终日元以更加突兀的方式完成了其升值过程。与德国的货币升值进程相比，我们看到日元的升值比马克升值更加集中在几个较短的时期。

1960~1990 期间，日元汇率轨迹和问题也可以划分为两个阶段。第一阶段是 1960 年到 1971 年的尼克松冲击。这个期间内，日本的贸易项目逐渐转为顺差，日元一直保持在 360 日元/美元的固定汇率。1970 年以前，日本政策制定层和国民对日本经济还没有建立信心，认为贸易顺差的基础并不牢固，日本社会各界拥护当时的货币体系和 360 日元/美元的固定汇率水平，并认为减少贸易顺差的策略在于扩大国内支出和增加进口，货币升值会让日本经济陷入衰退。1971 年 8 月中旬尼克松讲话之后，市场抛售美元，法国以外的欧洲主要国家关闭了外汇市场，而当时的日本还继续以 360 日元/美元的汇率继续买入外汇。短短两周之内，日本货币当局买入了 40 亿美元，这个数字接近日本当时外汇储备的一半，因为购买 40 亿美元而投放出的日元大约 1.5 万亿，而当时日本 M1 总量也只有 24 万

亿。货币当局因此面临货币升值与通货膨胀之间的两难选择，同时开始面临来自美国的国际压力。1971 年底，日本在史密森协议同意日元升值 16.9%，在当时所有国家当中升值幅度最大。



数据来源：IFS

图 2 日本的贸易顺差和汇率

1973 年以后，日元汇率进入浮动阶段。经过了前期的升值和石油危机的影响，国际市场对日元一度产生过怀疑，但是日本在 1975 年最早从石油危机中复苏，贸易顺差又开始大幅增加，日元升值压力卷土重来。日本在 1975 年以后的浮动汇率体制内，非常频繁地干预汇率，大部分操作是买入美元，减少日元升值幅度。尽管日元也在升值，但是日本当局巨大的贸易顺差和较多的外汇市场干预还是引起了国际社会的广泛指责。来自美国的贸易制裁也不断加剧。1979 年第二次石油危机爆发、美国的高利率政策，再加上日本保险公司和养老基金购买数百亿的美国国债，使得日本在 1979~1984 年期间没有显著的货币升值压力。但是国际社会普遍认为美元被高估了，日元、马克等世界其他主要货币再次面临被重估的压力。1985 年 8 月，美英德日法五国集团签订了广场协议，目的是阻止美元的进一步上升，同时会议还提出不寻求美元的急剧贬值。日本大藏大臣竹下登明确表示可以接受日元 10~20%幅度的升值，这甚至超过了美国的预期，日方在汇率问题上的让步是为了缓解来自美国国会对日本的贸易制裁压力。广场协议实施的非常成功，美元取得了期望中的贬值，五国集团以低于预期的干预规模实现了当初预计美元贬值 10~12%的目标。但此后，日元升值步伐没有停止，日元在随后几年中连续升值，并引发了国内不满和批评。日本当局在此期间也曾干预市场，但收效甚微。日本首相和大藏省大臣一起致信，希望美国帮助制止日元进一

步升值，但遭到了美国拒绝，理由是美国国会保护力量很强，在美国贸易余额没有明显改善的情况下，美国不愿改变其汇率政策。为了减缓广场协议后日元的持续升值压力，同时也是为了刺激国内经济，日本采取了低利率政策。

二、应对货币升值压力措施

货币升值压力的根源在于国家与国家之间劳动生产率变化的差异，这些差异反映在国际收支上，会通过外汇市场形成汇率调整的压力。克服货币升值压力的手段包括两个方面，首先是通过汇率自身的调整释放市场以及外部的政治压力，其次是通过内部经济政策，包括低利率政策、财政扩张政策、贸易政策、金融市场管制、对外投资政策等等，目的是减少贸易顺差，减轻货币升值压力。

（一）德国应对措施

以布雷顿森林体系解体为分界点，德国应对货币升值压力的措施可以分为两个阶段。布雷顿森林体系时期，德国是美国面临的主要谈判对象，核心问题是维护当时的黄金与美元、美元与世界其他货币之间双挂钩的国际货币体系。德国在这个期间采取的主要相关措施包括：

- 1961 年，马克相对美元升值 5%。
- 1962 年，出资 10 亿美元，补充国际货币基金组织下的借款总协定，主要目的是担心美国可能需要从国际货币基金组织借款。
- 1967 年，德国银行主席卡尔·布利辛在对美联储主席的信中提出，联邦德国正式同意不从美国购买黄金。
- 1969 年 4 月，德国财长宣布作为多边货币重新安排的一部分，德国同意重新给马克估值。德意志银行在随后的两天里为稳定汇率在外汇市场上买入 40 亿美元。
- 1969 年 5 月，德国内阁宣布“永远”拒绝重估马克。
- 1969 年 5 月，德国采取了新的管制方法控制资金流入，削减了政府收支，强行征收相当于出口税和进口补贴的“过境费”，并对外国存款暂时实施 100% 的法定准备金要求。
- 1969 年 9 月，允许马克自由浮动。
- 1969 年 10 月，德国选举之后，马克重估 9.3%，德国放松了投机资金流入。
- 1971 年，德国经济部部长希勒在欧共体财长会议上提出欧洲货币联合浮动。
- 1971 年 8 月，受尼克松讲话影响，关闭外汇市场。

- 1971 年 12 月，十国集团的史密森协议上，德国同意马克对美元升值 13.6%。
- 1972 年 6 月，与其它国家一起干预外汇市场，以维持史密森协议达成的汇率水平。
- 1972 年 6 月 29 日，德国政府阻止德国债券销售给外国人，目的是减轻马克上升压力。

进入浮动汇率体系以后，德国货币当局较少地干预外汇市场，德国马克先后经历了 1973~1979 年的持续升值，1979~1984 年贬值，1985 年广场协议后再次升值。德国更看重国内货币供给的稳定，因此在外汇市场干预力度有限。广场协议之前和之后的市场干预也是多国联合干预。

（二）日本应对措施

日本在上世纪 60 年后末期，也就是布雷顿森林体系摇摇欲坠前夜，开始面临来自日元汇率方面的压力。最初的压力来自美国，主要任务是帮助美国改善国际收支状况。但当时美国关注和谈判的焦点是欧洲，而不是日本。日本政府在布雷顿森林体系采取的应对货币升值压力措施包括：

1971 年 6 月，日本政府宣布了“八点计划”，以降低国际收支顺差，缓解日元升值压力。这次措施具体包括：增加进口自由化；对不发达国家采取优惠关税；削减关税；推进对内、对外的资本投资；降低非关税壁垒；加强对外经济援助；评价出口税的刺激作用；引进“秩序化的市场”。

1971 年 12 月，十国集团的史密森协议上，日本同意日元对美元升值 16.9%。

布雷顿森林解体以后，日元的升值压力除了在第二次石油危机和美元高利率期间有所缓解以外，其它时间都伴随着日本的贸易顺差扩张而延续。日本政府在此期间应对升值压力措施包括：

- 1977 年，日本福田首相重组内阁，吸收了几位扩张主义者，专门设定了对外经济担当大臣职位，指派对外经济担当大臣牛场信彦寻求与美国和解。
- 1978 年，波恩首脑会议上，接受了以财政扩张方式推动世界经济增长的方案。
- 1982 年，允许日本机构对外投资。
- 1984 年，“日元-美元”委员会提交报告，建议开放日本金融市场，尤其是发展欧洲日元市场。开放金融市场的初衷是当时货币学派经济学家认为在日本巨额盈余的情况下，日元依然疲软，原因是日本金融市场存在

- 1985 年，大藏大臣竹下登签订广场协议，并表示愿意接受日元 10~20% 的升值。
- 1986 年，首先中曾根康弘和大藏大臣竹下登致函当时美国总统里根和财政部长贝克，希望帮助制止日元的进一步升值，但遭到拒绝。
- 1986 年，宫泽喜一接替竹下登成为大藏大臣，宫泽与美国财长贝克秘密会晤，就如何削减美国赤字和减缓日元升值压力达成协议，主要内容包括日本扩大财政刺激，包括减税；减低贴现率从 3.5% 到 3%。美国同意停止美元贬值，同时发行日元计价的财政部证券支持该行动。
- 1987 年，参与签署卢浮宫协议，日本同时采取措施刺激国内需求，同时稳定汇率。
- 1988 年，再次降低利率从 3% 到 2.5%。此举被认为可以刺激国内经济，同时减缓日元升值压力。

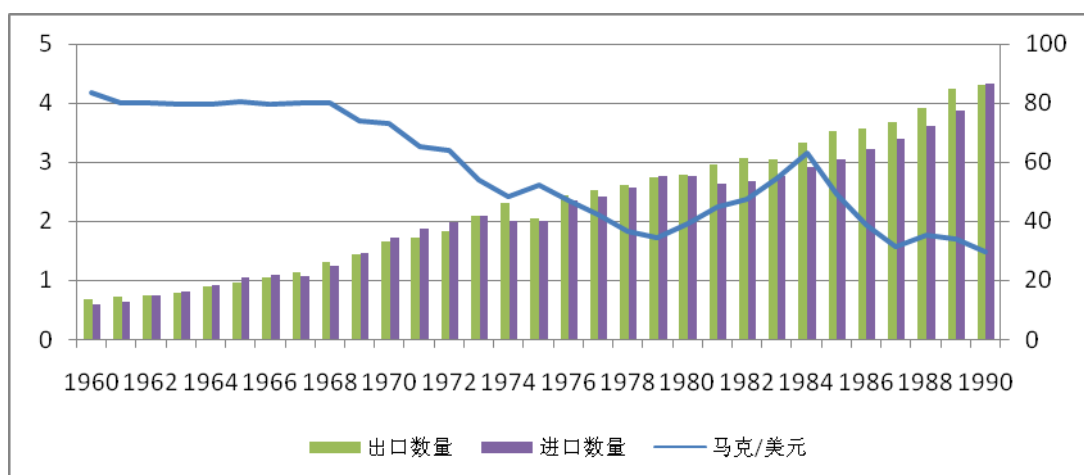
三、应对货币升值压力措施的效果评价

货币升值以及由此缓解货币升值压力所采取的措施不仅会对实体经济带来短期冲击，也可能带来长期影响。以下，我们分别从对外贸易与贸易条件、宏观经济稳定、劳动生产率以及经济结构几个角度，观察货币升值期间与汇率相关的主要经济变量的变动轨迹及其与汇率之间的联系。

（一）德国

1. 对外贸易与贸易条件

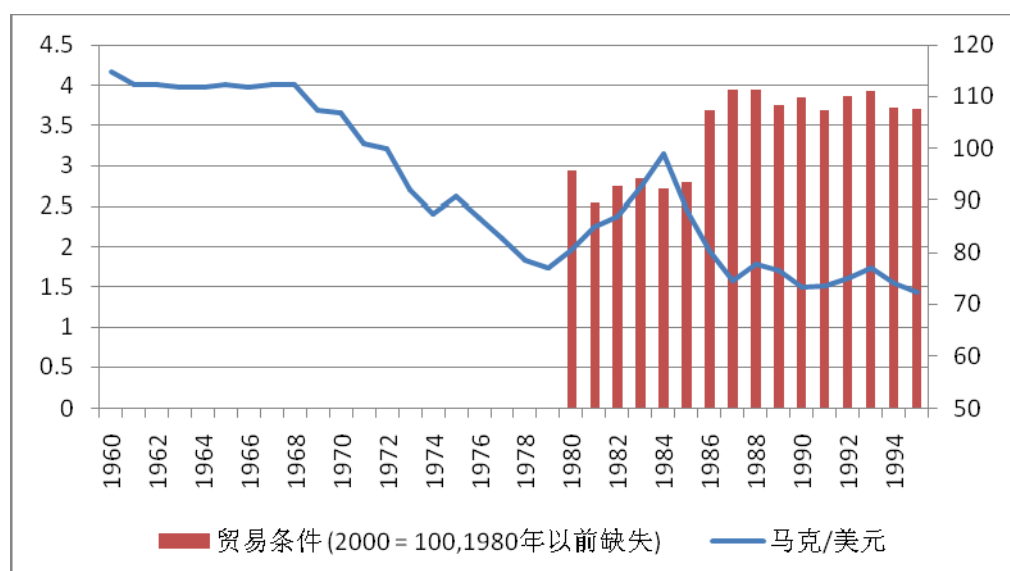
马克持续十多年的升值并没有阻挡德国对外出口和进口的增长。为了能更真实地看到汇率变动对于真实出口和进口的影响，图 3 当中没有使用名义出口和进口值，而是使用出口数量和进口数量，使用出口和进口数量而非名义值的优点在于这两个变量剔除了价格的影响，这两个真实变量与就业、经济增长等国内其他真实经济变量有更紧密的联系。图 3 中我们看到，尽管上世纪 70 年代以后马克/美元汇率变动不拘，但是中长期内的出口和进口数量都遵循了带有稳定趋势的增长轨迹。与此同时，我们看到马克/美元汇率调整对于短期内进出口数量的表现会有显著影响。1980 年马克开始贬值以后，真实进口显著下降，真实出口相对稳定，真实贸易顺余额扩大。1985 年马克再度大幅升值后，真实出口增长一度减缓，但真实进口快速增长，真实贸易顺差小幅收窄。



资料来源：WDI

图3 出口、进口与马克/美元汇率

马克升值对于改善德国贸易条件作用非常显著。由于数据限制，我们没有找到上世纪 80 年代以前德国的贸易条件数据，取而代之的是 1980 年至 1995 年的马克/美元汇率和同期的贸易条件变化。图 4 中我们看到，80 年代前期马克贬值并没有带来显著的贸易条件恶化，但是 80 年代中期以后的马克大幅升值带来了贸易条件的显著提升。1985 年到 1995 年，马克/美元汇率从 2.46 升值到 1.43，同期贸易条件从 93.3 上升到 107.4。



资料来源：WDI

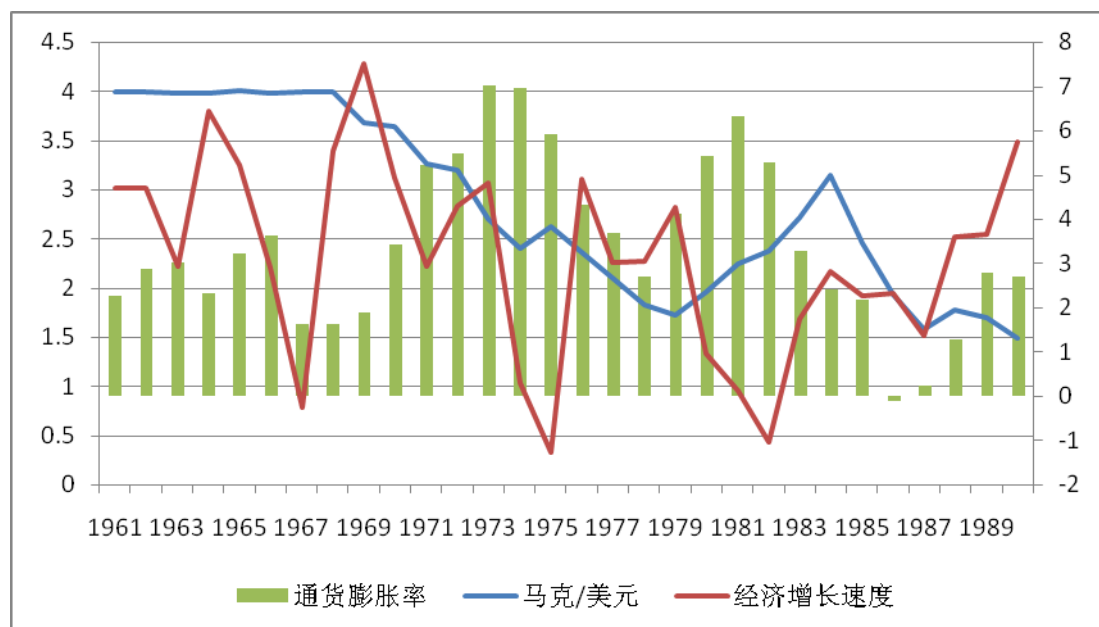
图4 贸易条件与马克/美元汇率

2. 宏观经济稳定

通货膨胀水平和波动幅度，以及实际经济增长相对于潜在经济率的偏离程度被认为是反映宏观经济稳定程度的关键指标。以 1972 年为界线，之前大部分时间马克采取的是钉住美元的策略，马克/美元汇率升值和波动幅度有限；之后马克兑美元采取浮动汇率制度，马克经历了显著的持续升值。我们进一步比较 1972 年之前和之后的宏观经济稳定状况。

1972 年之前马克汇率相对稳定时期，德国 1961~1972 年的平均通货膨胀水平 2.8，标准差 1.07，经济增长率标准差（被认为是反映实际经济增长相对于潜在经济率的偏离程度）2.11。1972 年以后马克升值时期，德国 1973~1990 年的平均通胀水平 3.78，标准差 2.13，经济增长标准差 2.01。

总体来看，货币升值之前和之后，德国的通货膨胀水平和波动幅度都还保持在合理水平。后期较高的平均通胀水平和通胀波动幅度，也显著受到了两次石油危机的影响。前后两个时期经济增长率标准差基本相同，说明德国并没有因为货币升值加剧经济波动。考虑到后面一个时期德国经济还面临了两次严重的石油危机并因此加剧经济波动，德国在后一个时期取得如此稳定的实体经济表现可能在一定程度上受益于浮动汇率体制（图 5）。

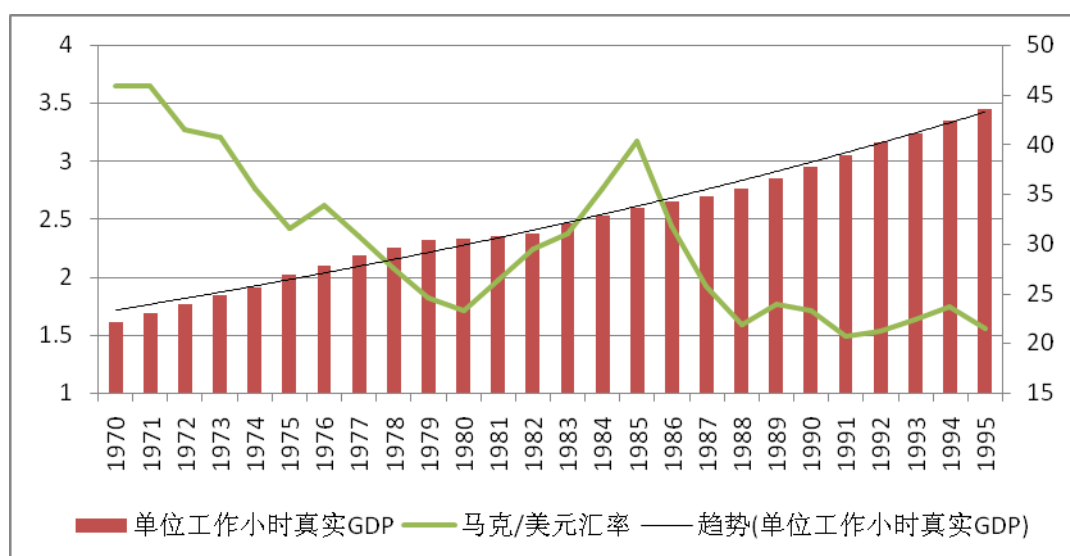


资料来源：WDI

图 5 经济波动 通货膨胀与马克/美元汇率

3. 劳动生产率与经济结构

从经济增长和经济福利的角度看，货币升值以及应对货币升值压力对产业结构和劳动生产率的影响，以及对经济结构的影响是我们关心的问题。反映产业结构的数据难以获得，但是劳动生产率的变化和产业结构保持比较密切的联系。图 6 中，我们考察了 1970~1995 年期间德国马克汇率变动和单位工作小时真实 GDP。尽管德国马克经历了巨大的波动，但是反映劳动生产率的单位工作小时真实 GDP 并没有显著变化。单位工作小时真实 GDP 基本围绕在趋势线上小幅波动。

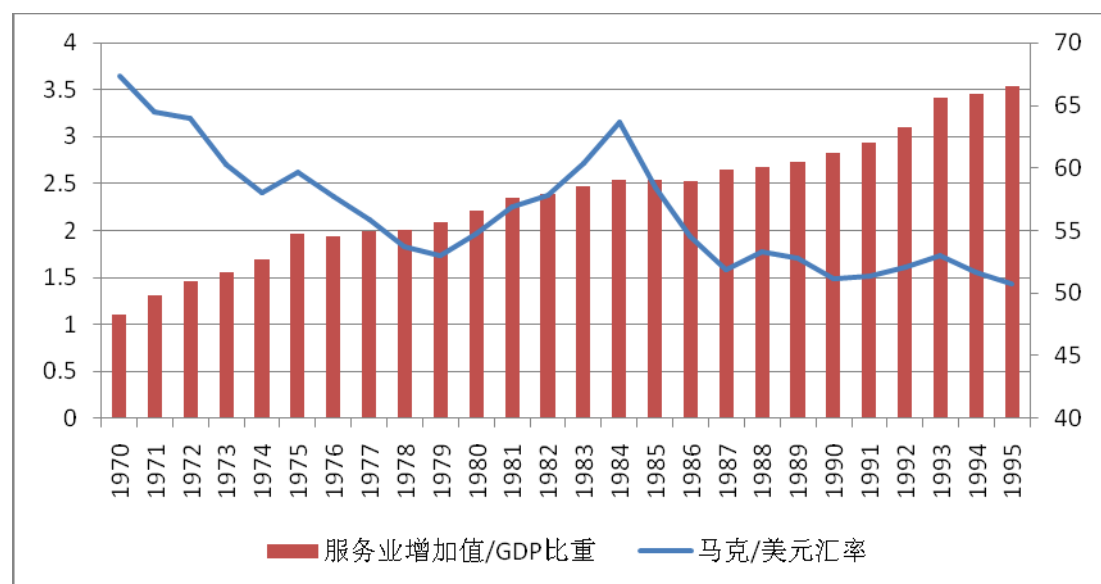


数据来源：WDI；单位工作小时真实 GDP 来自 Penn World Table 6.3

图 6 劳动生产率与马克/美元汇率

我们从供给方结构和需求方结构两个纬度观察货币升值期间的经济结构变化，供给方结构观察服务业/GDP 比重变化，需求方结构观察消费/GDP 比重变化。名义汇率升值会压低贸易品的本币价格，同时提高了以服务业产品为代表的非贸易品相对价格，这会刺激资本和劳动力流入服务业部门，提高服务业增加值，同时也增加了服务业增加值/GDP 比重。与之对应的，则是工业增加值/GDP 比重的下降。德国马克汇率变动期间的服务业增加值/GDP 比重变化完全符合理论预测。1970~1980 德国马克升值期间，德国服务业增加值/GDP 比率持续稳步上升，从 1970 年的 48.2% 上升到 1980 年的 56.5%，平均每年上升 0.75%。80 年代中前期德国马克贬值，服务业增加值/GDP 比率上升幅度急剧下降，1981~1985 期间平均每年上升只有 0.29%。1985 年广场协议后，马克又经历了一轮升值，与之相伴

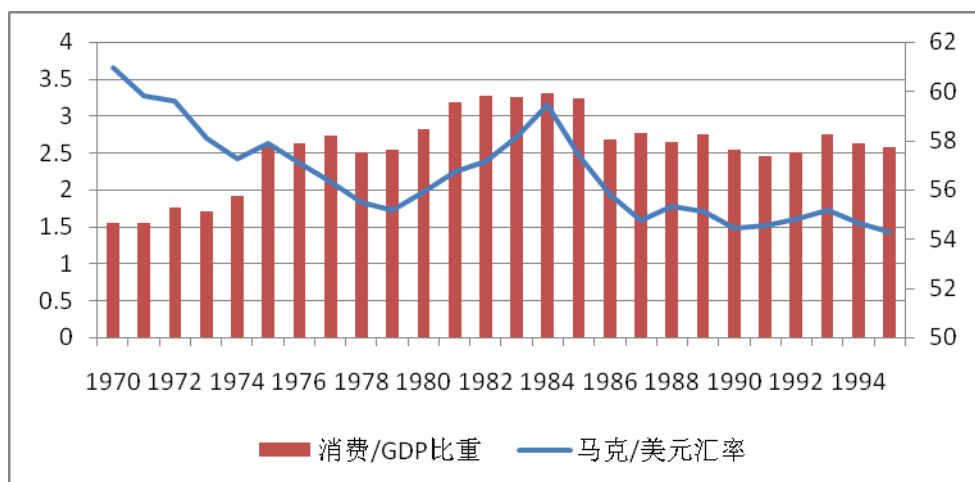
随的服务业增加值/GDP 比率在 1986~1995 年期间平均每年上升 0.76%。1970~1990 年 20 年间，德国服务业增加值/GDP 比率持续上升，而德国马克汇率虽然整体上保持了上升，但其中也有贬值的时候，这一方面说明汇率仅仅是服务业增加值/GDP 比率的影响之一，还有其他重要的经济变量在支撑着服务业增加值/GDP 比率趋势性的上升；另一方面从汇率与这个比率之间的紧密联动关系也说明了汇率对与这个比率的影响至关重要。



资料来源：WDI

图 7 服务业增加值/GDP 比率与马克/美元汇率

为了应对货币升值压力，宏观当局倾向于采取扩大内需的战略填补出口下降带来的经济增长损失。但至少从德国的经验来看，汇率变动和消费/GDP 比率关系非常模糊，有些区间正相关，有些区间负相关。整个样本期内，德国消费/GDP 比率相对稳定，在 54.5~60% 之间，消费/GDP 比率在 70 年代中后期和 80 年代中前期两次显著上升的原因不在于消费突然上升，而是 GDP 增速受石油危机和美国高利率政策影响突然下降。如果剔除这些异常阶段的影响，德国消费/GDP 比率更加稳定。



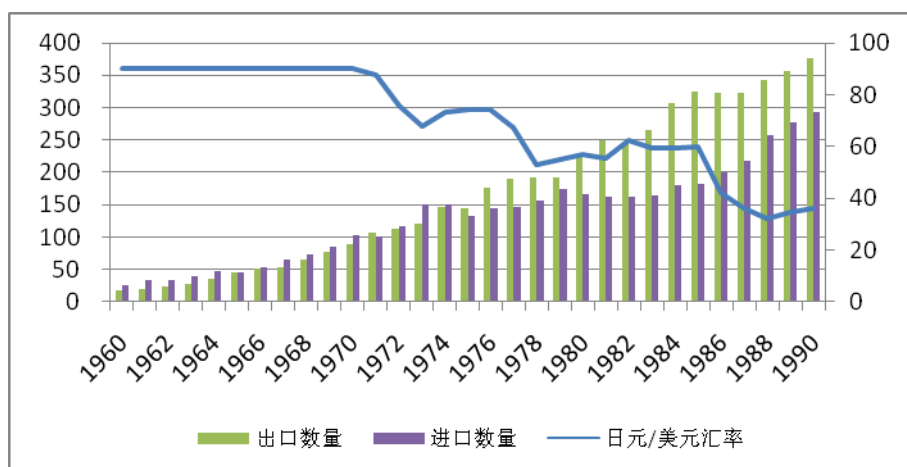
资料来源：WDI

图8 消费/GDP 比率与马克/美元汇率

(二) 日本

1. 对外贸易与贸易条件

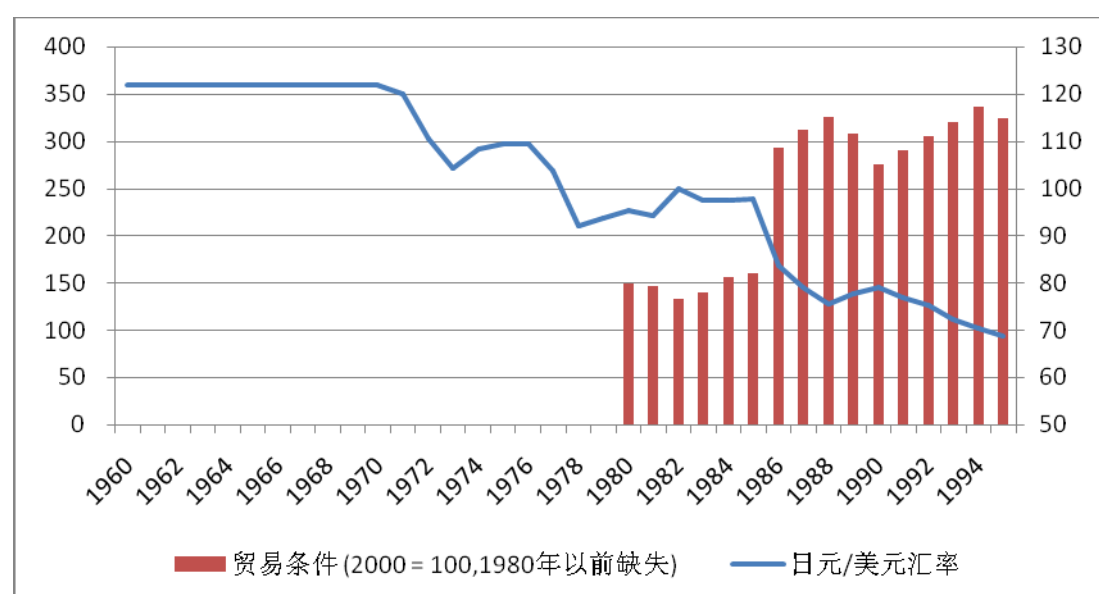
总的来看，日元自上世纪 70 年代以后的升值没有阻挡真实出口和进口的稳定持续增长。但是短期来看，进出口和汇率之间有显著联系。1980~1985 期间，日元/美元汇率升值步伐停滞，其间真实出口快速增长，真实进口停滞不前，贸易顺差急剧放大。1985~1986 年日元快速升值以后，真实出口经历了短暂下滑，真实进口增速大幅提高，真实贸易余额有所下降。这说明日元升值至少在短期内，对于减少真实贸易顺差发挥了作用。



数据来源：WDI

图9 出口、进口和日元/美元汇率

日元升值对于改善日本贸易条件作用非常显著。由于数据限制，我们没有找到上世纪 80 年代以前日本的贸易条件数据，取而代之的是 1980~1995 年的日本/美元汇率和同期的贸易条件变化。下图中我们看到，日元升值带来了贸易条件的持续改善。1980~1995 年，日元/美元汇率从 226 升值到 94，同期贸易条件从 79.7 上升到 114.9。日本经济学家认为，正是在 1985 年广场协议日元大幅升值以后，日本国民才更充分地认识到了日元升值给国民福利带来的好处（沃尔克，行天丰雄，1997），特别是进口商品价格的下降对于提高日本国民福利发挥了重要作用。



数据来源： WDI

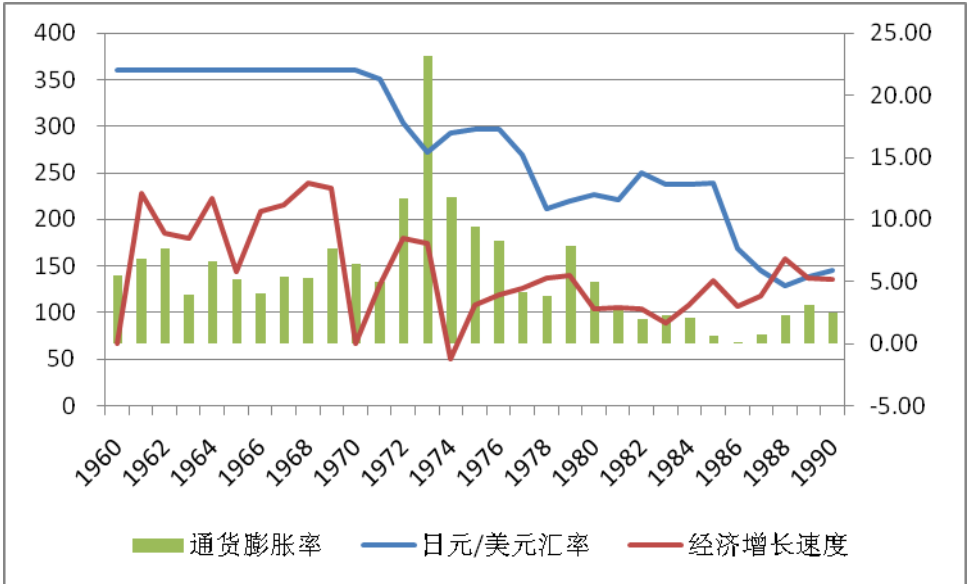
图 10 贸易条件与日元/美元汇率

2. 宏观经济稳定

以 1972 年为界线，之前日元/美元汇率相对稳定，之后日元/美元汇率持续升值。日本 1961~1972 年的平均通货膨胀水平 5.8，标准差 1.3，经济增长率标准差（被认为是反映实际经济增长相对于潜在经济率的偏离程度）2.82。1972 年以后日元升值时期，日本 1973~1990 年的平均通胀水平 5.54，标准差 5.55，经济增长标准差 2.24。比较而言，日元升值前后的平均通胀水平没有太大差异，实体经济波动幅度也没有太大差异，但是通货膨胀的波动幅度大大提升，从前一个区间的 1.3 提高到后一个阶段的 5.55。我们还可以做一个比较，德国在 1973 年以后也实施浮动汇率体制，但是德国 1973~1990 年的平均通胀水平 3.78，标准差 2.13，无论是通胀的绝对水平还是波动幅度都远远低于日本。造成通胀较大波动的主要原

因是日本货币政策操作失误。1972 年以后的那次严重通胀与之前日本货币当局为了干预汇率而大量投放货币有密切联系。

日本的资产价格泡沫与汇率政策有非常紧密的联系。1985 年以后，日本官方在各方面压力下，认为日元已经不能继续升值，并表露出了干预倾向，但仅仅是日本官方的单独干预事实上又无力改变市场一边倒的日元升值预期，日元升值预期一直持续，给日元标价的资产价格留下了进一步上涨的预期。更糟糕的是，日本货币当局为了缓解市场上的升值压力，在实体经济增速表现尚可的情况下连续调低了贴现率，引发了市场上的流动性过剩。日本经济学家的主流意见认为当时过于宽松的货币政策是造成日本资产价格泡沫最重要的诱因（Koruda，2003）。



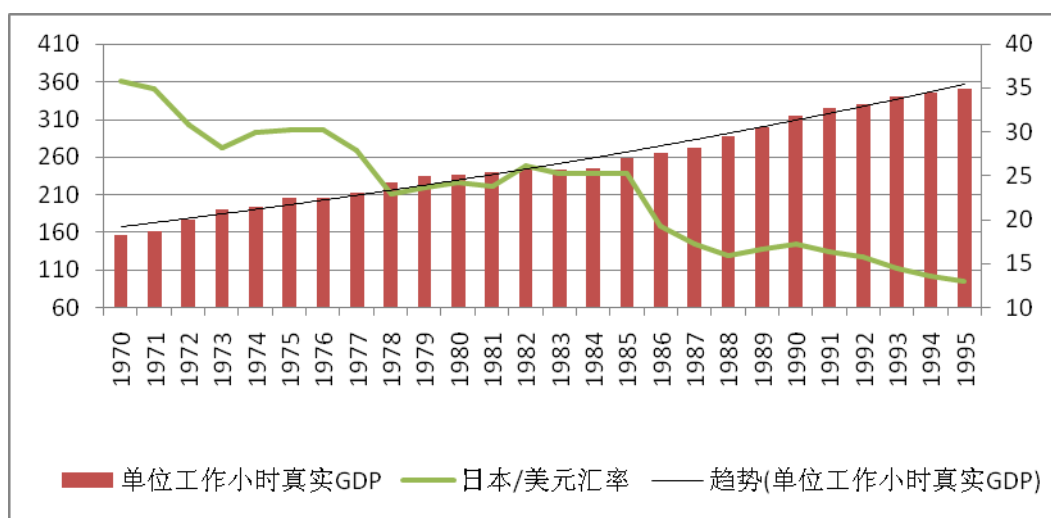
数据来源： WDI

图 11 经济波动 通货膨胀与日元/美元汇率

日本的财政状况恶化与汇率政策也有密切联系。政府采取扩张性的经济政策被认为是减少贸易顺差和减少日元升值压力的重要手段。70 年代中后期，日本为了减少国际社会对日本不断增加的贸易顺差抱怨和日元升值压力，采取了扩张性财政政策，这使得日本财政状况逐渐恶化。到 1985 年，日本国民政府赤字达到预算的 22%，所有的公共债务余额达到国民生产总值的 42%，这是当时发达国家的最高水平。80 年代中期，日本政府也一再对国际社会做出增加国内财政开支和减税的承诺，目的同样是减少贸易顺差和日元升值压力。

3. 劳动生产率与经济结构

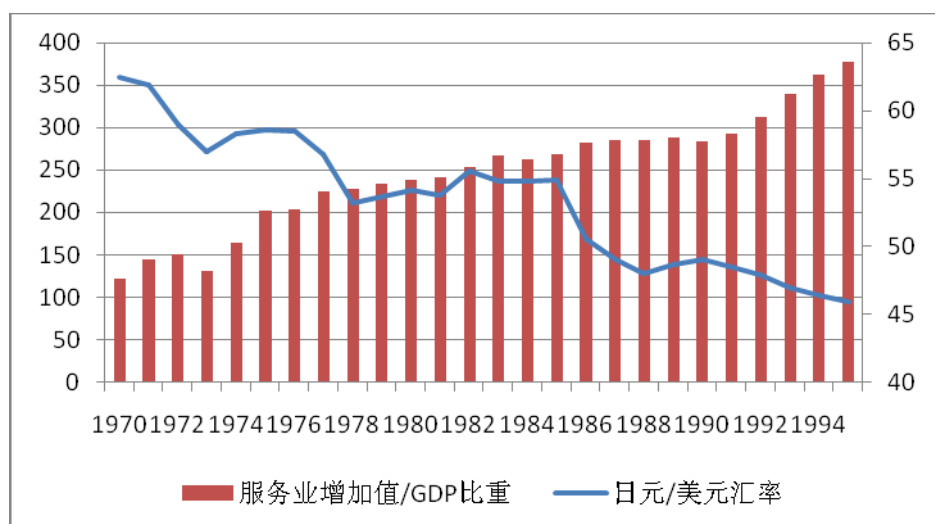
下图中，我们考察了 1970~1995 年期间日元汇率变动和单位工作小时真实 GDP。单位工作小时真实 GDP 基本围绕在趋势线上小幅波动。70 年代日元大幅升值期间，劳动生产率都高出趋势线，而 80 年代前期日元基本保持稳定和 80 年代中后期日元大幅升值期间，劳动生产率稍低于趋势线。我们从中找不到劳动生产率与汇率之间的明确联系。



数据来源：WDI；单位工作小时真实 GDP 来自 Penn World Table 6.3

图 12 劳动生产率与日元美元汇率

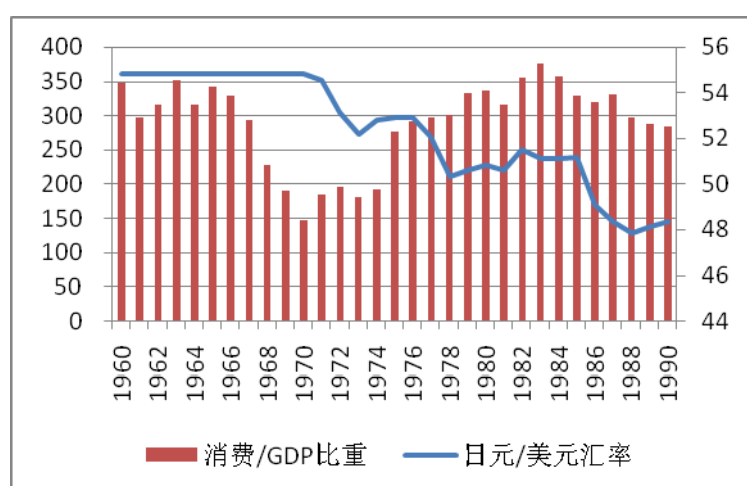
日元升值与日本服务业增加值/GDP 比率的不断提高也保持了一致趋势，这一点与理论预测和德国经验保持一致。1970~1995 年期间，日本汇率可以大致分为三个阶段，70 年代初到 70 年代末的升值；70 年代末到 80 年代中期的停滞；80 年代中期以后的持续升值。1970~1980 年期间，日元/美元汇率显著升值，日本服务业增加值/GDP 比率平均每年提高 0.65%；1981~1985 年间：日本/美元汇率保持稳定，服务业增加值/GDP 比率平均每年提高幅度减缓到 0.38%；1986~1995 年间，日本/美元汇率再度大幅上升，服务业增加值/GDP 比率再度加速提高，平均每年提高 0.67%。日本的经验再次表明，虽然汇率不是服务业增加值/GDP 比率唯一决定因素，但对于这个比率的影响至关重要。



数据来源： WDI

图 13 服务业增加值/GDP 比率与日本/美元汇率

日元汇率变动和消费/GDP 比率关系也非常模糊。上世纪 60 年代日元/美元汇率相对稳定时期,消费/GDP 比率先是在 60 年代前中期保持稳定,平均在 53%,随后在 60 年代中后期持续下降,曾一度在 1969 和 1970 年下探至 50%以下,随后又开始上升。日元启动长达二十多年的持续升值步伐以后,消费/GDP 比率有升有降,汇率与消费/GDP 比率之间没有显示密切的联动趋势。但总的来看,日本消费/GDP 比率也比较稳定,多数情况下在 50~54%之间波动。



数据来源： WDI

图 14 消费/GDP 比率与日元/美元汇率

四、国际经验及其对人民币汇改的启示

（一）国际经验总结

通过回顾以上德国和日本 30 年的汇率波动经验，不仅看到了一些规律性的现象，也可以从中总结出应对货币升值压力的经验和教训。以下我们总结和这些规律性的现象和经验教训。

第一，在重大的相对经济实力变化面前，减轻货币升值压力措施难见效，汇率调整在所难免。德国和日本都经历了长达二十多年的货币升值历程，其中尽管在 80 年代前中期有波折，但是最终两个国家的货币都大幅升值。货币升值的直接压力来自于其自身的贸易顺差或者说是美国的贸易逆差。贸易顺差的决定因素虽然非常复杂，但对于德国和日本两个制造业强国来说，趋势性的推动力量是贸易品部门更快的生产率提高，这会通过提高出口竞争力和进口替代能力两个方面带动贸易余额上升。对于德国和日本，如果说制造业劳动生产率提高是经济增长的必然依托，货币升值就在所难免。德国和日本采取了诸如外汇市场干预、遏制国外短期资本流入、鼓励进口、扩大对外投资、扩大财政开支、降低贴现率等政策对应货币升值压力，但结果既不能阻止货币升值步伐，对进出口和贸易余额的影响也都非常有限。

第二，政府干预难挡升值步伐且代价沉重。德国和日本都不止一次地尝试通过干预的手段阻止或者是减缓货币升值步伐，都付出了沉重代价，而且最终也达不到稳定汇率的效果。日本的教训尤其深刻。70 年代初期，日本政府因为过于相信美国总统和财长关于美元不会贬值的承诺而恪守 360 日元兑换 1 美元的汇率，在市场上收购美元并释放了大量基础货币，促成了 1973~1974 年的严重通胀。80 年代中后期，日本政府为了减缓货币升值压力，采取了扩大国内财政开支和连续降低贴现率的政策，结果是低利率促成了严重的泡沫和随后的危机，日本经济为此付出了惨痛教训；政府急剧扩大财政开支不仅带来巨大的浪费，留下的巨额财政赤字至今仍是日本经济的重大隐患。日本的干预措施并没有阻挡日元升值，也没有从根本上扭转贸易顺差格局，与采取较少干预措施的德国相比，日本经济承受了更大的通货膨胀波动。

第三，货币持续大幅升值显著影响短期内的真实进口和出口，但不会改变真实进口和出口的中长期增长趋势，也不足以根本扭转中长期的贸易顺差格局。德国和日本在 70 年代以后都经历了剧烈的货币升值，每次大幅货币升值后，进出口和贸易余额在未来 1~2 年内都出现了显著调整，但是进口和出口随后重新向增

长趋势回归，德国贸易余额一直维持在较低水平上，日本贸易余额水平较高，且一直难以消除。

第四，货币持续大幅升值显著改善贸易条件和国民福利，社会各界对于货币升值的态度会由刚开始的反对逐渐转向理解和支持。一个国家的福利改善主要依赖两个渠道，首先是劳动生产率提高，即一个国家的生产能力提高；另外是贸易条件改善，即一个国家的交换能力提高，用同样的国内商品可以换取更多的国外商品。货币升值带动的贸易条件改善进一步强化了德国和日本国民福利的改善。这也是社会各界从当初反对货币升值到最后接受货币升值的关键原因。

第五，较大的汇率变动对劳动生产率没有显著影响。德国和日本例子都说明，尽管汇率在大幅波动，但是劳动生产率基本围绕在其自身变化趋势周围小幅波动，与汇率变化没有显著联系。这说明汇率并非是劳动生产率变化的重要决定因素。考虑到劳动生产率与产业结构之间的密切联系，这个证据也说明汇率变动不足以改变产业结构的内生调整进程。

第六，较大的汇率变动对于产业结构有显著影响，货币升值会加速提高服务业增加值在 GDP 中的比率，货币贬值则延缓服务业增加值在 GDP 中的比率上升。德国和日本都有类似的经历，货币升值一直伴随着服务业增加值/GDP 比率的提高，在 80 年代中前期德国马克贬值和日元基本稳定时期，服务业增加值/GDP 比率增速相对其他货币持续升值阶段下降了一倍。

（二）对人民币汇率制度改革的启示

首先，鉴于中国相对经济实力的迅速提高，恪守盯住美元的汇率制度难以为继，中国需尽快转向市场供求主导的浮动汇率体制。上世纪 90 年代中期以后，中国制造业部门生产率的快速提升彻底改变了中国的对外贸易格局，在出口竞争力和进口替代能力双双提高的作用下，贸易顺差规模不断扩大。从德国和日本的经验来看，这种情况下继续恪守盯住美元的汇率制度不仅不能平衡外汇市场供求，对国内货币供应和资产价格会带来巨大压力，而且不断招致来自贸易逆差国的国际社会压力。如果这些压力不能有效释放，中国将面临更剧烈的宏观经济波动、资产价格泡沫，以及贸易战的风险，而且最终汇率水平也难以坚守。尽快转向市场供求主导的浮动汇率体制是释放压力的最佳途径。

第二，切忌为了减轻货币升值压力而采取过于宽松的国内货币政策环境，汇率稳定目标应服从于通胀稳定目标和资产价格相对稳定目标。德国和日本是非常鲜明的对比。德国把稳定通胀作为货币政策的首要目标，汇率则是留给市场决定。

日本力图保持汇率稳定或者是减缓升值幅度，并为此大量干预外汇市场甚至是降低贴现率。日本付出的代价是 70 年代初期超过 10% 的通货膨胀和 80 年代中后期严重的资产价格泡沫，而且日元汇率几乎是只涨不跌。德国同期内通胀水平和波动率远低于日本，而且德国马克是有升有跌，80 年代中前期德国马克的持续贬值对于刺激当时德国经济增长发挥了重要作用。

第三，需采取暂时性措施缓解货币大幅升值对出口部门的暂时性负面影响，需充分认识出口的自我恢复能力。德国和日本经验显示，面临大幅度的汇率调整，在短期内会对真实进出口和贸易余额有显著影响，但是经过 1~2 年后真实进出口又会向增长趋势上靠拢。为了妥善应对货币大幅升值可能在短期内带来的压力，需要采取暂时性措施应对这些暂时性冲击，防止经济太大的波动，同时注意不可低估出口的自我恢复力量。

第四，出口、劳动生产率的趋势性决定力量还是制度、技术等一些更加根本的供给方因素，汇率的作用不显著，货币大幅升值对此也不构成显著负面冲击。

第五，汇率价格是调节资源配置和经济结构的重要手段，货币升值有助于推动服务业发展。经济持续增长到一定阶段以后，服务业占国民经济中的比重会逐渐提高，汇率价格变化在这其中起到非常关键的作用。货币升值提高了非贸易品的相对价格，有助于引导更多资源流入服务业部门。不仅理论上对此支持，德国和日本的经验也验证汇率调整幅度与服务业/GDP 比率之间的紧密联系。

第六，从中长期看，货币升值能够显著改善贸易条件和国民福利，人民币汇率形成机制改革会因此获得越来越多的内部支持。货币升值对一些低附加值的出口企业会带来生存压力，但会提高绝大多数群体的购买力水平。出口部门企业面临的生存压力很容易被归咎于货币升值，但是绝大多数群体很难全面理解自身购买力水平提高和货币升值之间的联系。日本的经验显示，货币大幅升值会遭受各种国内指责和政治压力，但后来随着福利效果的显现会被慢慢理解和接受。

参考文献

[1] Balassa, B. (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy* 72 (6): 584~596.

[2] Samuelson, P. A. (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics* 46 (2): 145~154.

[3] Koruda, H., 2003: "The Nixon Shocks and the Plaza Agreement: Lessons

From Two Seemingly Failed Cases of Japan Exchange Rate Policy” 在中国社科院世界经济与政治研究所提交的演讲论文。

[4] 沃尔克 行天丰雄，1996:《时运变迁》中国金融出版社。

编 者 说 明

中国发展研究基金会由国务院发展研究中心发起成立，其宗旨是支持政策研究，促进科学决策，服务中国发展。中国发展研究基金会报告就是基金会围绕宗旨资助或组织的研究活动的成果。本报告为不定期内部刊物，请读者指正。