

# 汇率与经济增长:对亚洲经济体的检验

高海红 陈晓莉\*

**内容提要** 论文选择了若干亚洲地区经济体(中国、日本、香港特区、韩国、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾、印度尼西亚和印度),考察其在1975~2002年间实际汇率与经济增长之间的双向关系,以及汇率制度的选择是否与经济增长有关。我们的主要发现是:(1)经济增长是否在长期内对实际汇率产生决定性影响与经济发展阶段和经济制度特征有关;(2)除了菲律宾,其他样本经济体中实际汇率错位在长期内对经济增长没有决定性的影响;(3)我们对Huang和Malhotra(2004)有关亚洲汇率制度是否影响经济增长的经验研究进行扩展性分析后发现,汇率制度的选择是否对经济增长产生影响,取决于经济发展阶段和国内的市场以及价格体系的完善程度。

**关键词** 实际汇率 经济增长 汇率制度 亚洲经济体

亚洲经济体在20世纪90年代爆发金融危机之前的20年间经历了相似的工业化过程,即主要经济体经历了高附加值产品出口的大幅度增加。相应的,大部分经济体在出口导向经济发展战略的影响下,经历了较高的经济增长。从直觉来看,在较快的经济增长过程中,汇率因素包括汇率波动以及汇率制度的选择等起了重要的作用。而且在经历高速经济增长的同时,一些经济体,如日本、韩国等也经历了实际汇率的大幅度升值。亚洲经济体的实践似乎告诉我们,汇率与经济增长存在着某种互动关系。然而,90年代后期爆发的金融危机引起了理论界和政策制定者们对亚洲经济体已往的汇率政策功过进行重新讨论。其中,一个值得研究的问题是,在亚洲经济体中,汇率与经济增长之间到底是什么关系?

论文在对现有理论进行简单综述基础上,以简化的巴拉萨-萨缪尔森假说(BSH)模型为基础,运用边界检验方法(bound testing approaches)对所选择亚洲经济体在1975~2002年间实际汇率与经济增长之间是否存在长期稳定关系进行经验研究。同时,论文还对Huang和Malhotra(2004)有关汇率制度是否影响经济增长的经验研究进行扩展分析。

## 一 汇率与经济增长关系的简要综述

汇率与经济增长的关系大致包括两个方面:一是汇率行为,即汇率的升值/贬值(或者高估/低估)和经

\* 高海红:中国社会科学院世界经济与政治研究所 北京建国门内大街5号 100732 电话:85195778 电子信箱:gaohh@cass.org.cn;陈晓莉:山东大学经济学院金融系 电子信箱:ccxiaoli@sohu.com。

本论文是2003~2005年国家社会科学基金项目“实际汇率与经济增长:理论与东亚经验”研究成果的部分内容。

济增长之间的关系；二是汇率制度，即关于汇率水平和波动幅度的制度安排与经济增长之间的关系。在下面的讨论中，我们将分别考察这两方面的关系。更进一步，在汇率行为与经济增长的关系的分析中，我们分别考察经济增长通过什么渠道作用于实际汇率水平，以及汇率行为通过哪些渠道作用于经济增长。我们以生产力的提高作为经济增长的替代。在汇率制度与经济增长的关系的论述中，我们认为汇率制度是一个国家货币当局的政策选择，所以我们只考察汇率制度对经济增长的作用，而不考虑反向的作用关系。

### (一) 经济增长如何决定汇率行为

对经济增长在决定汇率行为中的作用分析，Dornbusch (1976) 的超调模型 (overshooting model)、Frankel (1979) 以及 Mussa (1978) 的变动价格汇率模型提供了早期分析的理论框架。在对经济增长与实际汇率关系的讨论中，巴拉萨-萨缪尔森假说 (BSH) 提供了具有非常影响的命题。

1. 巴拉萨-萨缪尔森假说。该假说的基础模型是由 Balassa (1964) 与 Samuelson (1964) 分别提出的。<sup>①</sup> BSH 的主要贡献在于提出了两个强有力的见解：一是将非贸易品引入标准贸易模型中，从而有助于理解汇率和相对价格之间的关系；二是以贸易品和非贸易品生产力差作为购买力平价 (PPP) 与汇率之间关系的系统性偏离因素。由于这种偏离与生产力差的系统相关性，从而引申出这种偏离与收入差距之间的关系。因此，BSH 往往被用做解释为什么经济增长快速的国家比经济增长缓慢的国家更容易经历实际汇率升值。简而言之，这一假说的内容是，在一个小型的对外开放国家 (地区) 中，如果生产力的增长主要表现为贸易品部门生产力增长，则贸易品部门的工资会随之上升，如果该国工资由贸易品部门的生产力决定，则贸易品部门工资的上升会引起非贸易品部门的工资上升，进而由于成本提高使得非贸易品部门的相对价格上升，从而在名义汇率不变的情况下，使得实际汇率升值。

2. 对 BSH 的补充和修正。围绕 BSH 的各种补充和修正主要从三个方面进行。一是放松巴拉萨-萨缪尔森假说的假设前提。原始的 BSH 的假设颇为严格，比如小国经济和利率给定，劳动力和资本在不同部门之间可以快速自由流动等。经济增长导致实际汇率升值需要经过比较严格的传导过程，这一传导过程如果不畅通，得到的结果可能就不是实际汇率升值。综合看来主要有以下几种可能情况：(1) 最初生产力的提高可能是由制造品出口增加所引起的，而这种制造品出口的增加本身就可能引起实际汇率升值。也就是说，可能有某一种外生冲击 (如制造品出口增加) 同时引起一国生产力提高和实际汇率升值 (Ito et al., 1997)。(2) 一国生产力的提高可能并不反映为贸易部门的生产力提高，而是反映为非贸易部门生产力提高。如果这样的话，经济增长可能导致非贸易品部门的相对价格下降，从而引起实际汇率贬值；另外如前面的分析，贸易部门生产力提高不一定是由经济增长引致的，反而可能是货币贬值的直接后果 (Kubota, 1997; Egert et al., 2003)。(3) 在发展中国家，贸易品部门 (以制造品和高科技产品为主) 与非贸易品部门 (通常是初级产品和农产品) 的劳动力是有差异的，再加上市场分割比较普遍，从而劳动力不能实现完全的自由流动，所以即便贸易品部门的生产力增长使得贸易品部门的工资水平提高，也未必能传导到非贸易品部门，引起非贸易品部门的劳动力工资提高。(4) 即便非贸易品部门的劳动力工资提高，由于发展中国家的物价并非完全由市场决定，而是存在政府控制和干预的因素，所以非贸易品部门的相对价格也可能并不提高 (Egert et al., 2003)。

二是寻找 BSH 以外的其他传导途径。在某种意义上 BSH 只是从供给面 (通过劳动力工资渠道) 给出了生产力增加对实际汇率影响的机制。实际上，生产力增加还可以通过需求方的传导机制对实际汇率产生影响 (Asea and Corden, 1994)，而且供给方也不只劳动力工资这一个渠道 (Lewis, 2005)。例如：(1)

<sup>①</sup> 较为详细的综述见高海红 (2003)。

择,进而影响到整个产业结构的调整。

### (三) 汇率制度如何作用于经济增长

从理论上讲,汇率制度对经济增长的影响是汇率制度选择理论的一个重要组成部分,因为一种汇率制度能否促进经济增长,是判断这种汇率制度优劣的一项重要指标。然而不幸的是,如同汇率制度选择理论本身存在争论一样,汇率制度对经济增长的影响同样不存在一致性的结论。事实上,汇率制度与经济增长,与其说是理论问题,不如说是一个经验问题。

1. 理论渠道。较早的、具有代表性的关于汇率制度选择的理论是由 Mundell 和 McKinnon 发展的最优货币区理论。但是,由于早期理论给出的实际上是相互矛盾的结果,无法得出关于最优货币区收益大于成本的清晰结论,这种相互矛盾的结论始终贯穿于汇率制度选择理论的沿革之中。即便到了 20 世纪 90 年代,一些学者从金融市场和金融行为的稳定性角度分析汇率制度的影响,也同样无法得出明确的判断。<sup>①</sup> 在各种矛盾的判断中,概括起来,我们认为在汇率制度与经济增长之间主要有以下几个理论传导渠道:(1)三元悖论。多数学者认为,在固定汇率、资本自由流动和货币政策自主性之间存在不可能的三角关系。在实践中,由于资本完全管制在现实中不可能存在,一国为了维持固定汇率必须在外汇市场上不断进行冲销干预,这会使国内的货币供给被动发生变化。这种不从国内经济状况出发的货币政策显然不利于经济增长。而浮动汇率下国际收支的失衡和汇率变动的压力完全由汇率的调整来解决,从而隔绝了这种外部失衡调整对国内经济的可能影响。(2)对国际贸易和国际投资的影响。固定汇率为国际贸易和投资提供了稳定的汇率预期从而有利于国际贸易和投资的发展;而浮动汇率加剧了国际贸易和投资的风险和不确定性,不利于国际贸易和投资的发展,从而不利于一国经济增长。(3)对通货膨胀的影响。汇率固定实现通货膨胀的国际传导,而浮动汇率则能够以本币升值阻隔国外通货膨胀向国内传导,从而有利于经济增长。(4)对外汇市场稳定性的影响。一般认为,汇率自由浮动加剧投机行为,从而使得外汇市场波动频繁,而固定汇率有利于外汇市场的稳定。然而近年来的研究表明,浮动汇率制下投机者的套利行为使得市场汇率不至于过分偏离其长期均衡值,而固定汇率制的僵化则有可能导致汇率的严重高估或低估。当市场一致预期到这种大幅度的偏离时,集中的投机行为不仅会加剧外汇市场的不稳定,还有可能演化成严重的金融危机。因此,从这一角度来说,何种汇率制度有利于外汇市场稳定,从而有利于经济增长不能一概而论,关键是看基准汇率是否在长期的均衡值附近。(5)对国内宏观经济政策的影响。固定汇率的支持者认为固定汇率制度因为需要不断在外汇市场上进行冲销干预,所以能够抑制政府不负责任的宏观经济政策。浮动汇率下由于汇率的及时调整,使得政府不负责任的宏观经济政策能够持续。

2. 实际选择的权衡。总体来讲,固定汇率和浮动汇率都能在某些方面促进经济增长,又都在某些方面阻碍经济增长。所以不同国家选择何种汇率制度更有利于本国的经济增长,就取决于各自特殊的经济环境(条件)。通常影响一国汇率制度选择的因素主要有以下几个方面:(1)国家经济实力(规模)的大小;(2)一国的经济开放程度;(3)一国的通货膨胀状况;(4)生产结构和贸易结构多元化;(5)工资与物价的灵活性。当一个国家规模较小、开放程度较高、希望与外国的通货膨胀保持一致时,选择相对固定的汇率制度更有利于经济增长;如果一国经济规模比较大、开放程度较低、与国外的通货膨胀有差异,选择浮动汇率制度更有利于经济增长;如果一国国内市场比较完善,生产和贸易结构多元化,且工资-价格传

<sup>①</sup> 关注金融市场和金融行为的学者认为固定汇率通过提供固定的名义汇率波动区间和货币政策的公信力,避免了竞争性贬值,从而提高贸易量和产出增长。不过固定汇率制度在面临外部投资突然停止、资本外逃时会导致经济危机,就像东亚和拉丁美洲所爆发的金融危机那样。

从供给面来看,生产力提高后可能降低出口品的生产成本,从而降低出口品的价格,在进口品价格保持不变的情况下,导致该国的贸易条件恶化,从而实际汇率贬值。(2)从需求面来看,生产力提高后收入也增加,从而引起政府开支和私人需求偏好的变化,进而引起贸易品和非贸易品需求量的变化,也就是影响它们的相对价格,最后使得实际汇率发生变化。当然具体的变化方向要根据政府和私人需求变化的情况而定,如果是非贸易品的需求增加从而价格上涨,则会导致实际汇率升值。(3)从需求面的名义冲击来看,当生产力提高使得收入增加后,若货币存量不变,则利率上升,当然也可能下降,这由货币政策外生决定。

三是考察由名义汇率升值所引起的实际汇率升值。由于两国的实际汇率是由名义汇率和两国的相对价格共同决定的,所以如果名义汇率升值且两国的相对价格保持不变,也可引起实际汇率升值。而生产力的提高也主要是通过贸易品部门生产力增加导致出口增加,从而国际收支顺差(包括出口引致的经常项目顺差和投资及投机因素引致的资本与金融项目顺差),引起外汇市场上本币需求增加、外币需求减少,从而名义汇率出现升值压力,当两国相对价格也就是通货膨胀的相对水平不变时,实际汇率也出现升值压力。

## (二) 汇率行为如何决定经济增长

对汇率行为如何决定经济增长的分析,其思路是非常清晰的:由于经济增长直接的作用因素已经非常清楚,那么只要实际汇率的变动能影响到各种经典的经济增长模型中的构成变量,进而就能影响到经济增长。但是从现有的文献来看,将汇率直接纳入经济增长模型是十分困难的,变通的方法通常是通过考察实际汇率变动如何影响到经济增长的各因素,从而间接考察汇率变动对经济增长的影响。为了叙述方便,我们将汇率变动对经济增长的影响分为短期和长期。同时,对汇率变动的分析,我们都是以货币的升值为例。

1. 短期分析。汇率行为对经济增长的作用,在短期内主要体现在如下两个方面:一方面,汇率变动通过影响国际收支项目,进而影响经济增长。从短期来看,汇率变动首先影响到的是国际收支的各个项目,本币升值对国际收支经常项目的总体影响是使出口减少、进口增加,根据凯恩斯的国民收入乘数原理,由于净出口(出口减去进口)的变化能以一定的倍数反映到国民收入的变化上,所以本币升值所引起的净出口减少会以一定的倍数反映到国民收入(或者总需求)的减少上,也就是对经济增长产生负面影响。而本币升值对国际收支资本与金融项目的影响则是不确定的,最终取决于公众有什么样的预期。另一方面,汇率变动通过短期工资和货币供给调整时滞而产生影响。如果由于本币汇率升值使得进口品价格降低,而名义工资和名义货币供给短期内来不及做出反应而保持不变,在这种情况下实际工资和实际货币供给增加,从而会在一定程度上增加总需求,进而有利于经济增长。

2. 长期分析。从长期来看,汇率升值对经济增长的影响主要体现在以下三个方面:(1)“要素成本效应”(Harris, 2000)推动依赖进口投入品的产业发展,如果这些产业是一个国家经济结构调整中需要发展的产业,则在一国拥有闲置资源的情况下,要素成本的降低会引导资源向这些产业转移,从而有利于经济增长。当然,如果这些依赖进口投入品的产业不是一国经济发展所必需的,则有可能引起资源配置的扭曲,从而不利于经济增长。不过在发展中国家的情况通常是,进口品多为能源、机器设备和高科技产品,多为产业升级和经济长期发展所必需的,因此进口投入品的价格降低通常有利于这些国家长期经济增长。(2)对创新和研发的影响:持续的汇率升值降低了进口技术的成本,使得依赖进口技术的企业能够实现技术引致型增长,但这也容易助长它们对进口技术的依赖性,从而可能推迟它们创新和研发的过程,而创新和研发被认为是长期经济增长的重要源泉。(3)影响企业进入退出和产业结构调整。这一方面主要是通过对资源配置的影响所实现。由成本的差异引起利润分配的差异,从而影响了企业的生产选

择,进而影响到整个产业结构的调整。

### (三) 汇率制度如何作用于经济增长

从理论上讲,汇率制度对经济增长的影响是汇率制度选择理论的一个重要组成部分,因为一种汇率制度能否促进经济增长,是判断这种汇率制度优劣的一项重要指标。然而不幸的是,如同汇率制度选择理论本身存在争论一样,汇率制度对经济增长的影响同样不存在一致性的结论。事实上,汇率制度与经济增长,与其说是理论问题,不如说是一个经验问题。

1. 理论渠道。较早的、具有代表性的关于汇率制度选择的理论是由 Mundell 和 McKinnon 发展的最优货币区理论。但是,由于早期理论给出的实际上是相互矛盾的结果,无法得出关于最优货币区收益大于成本的清晰结论,这种相互矛盾的结论始终贯穿于汇率制度选择理论的沿革之中。即便到了 20 世纪 90 年代,一些学者从金融市场和金融行为的稳定性角度分析汇率制度的影响,也同样无法得出明确的判断。<sup>①</sup> 在各种矛盾的判断中,概括起来,我们认为在汇率制度与经济增长之间主要有以下几个理论传导渠道:(1)三元悖论。多数学者认为,在固定汇率、资本自由流动和货币政策自主性之间存在不可能的三角关系。在实践中,由于资本完全管制在现实中不可能存在,一国为了维持固定汇率必须在外汇市场上不断进行冲销干预,这会使国内的货币供给被动发生变化。这种不从国内经济状况出发的货币政策显然不利于经济增长。而浮动汇率下国际收支的失衡和汇率变动的压力完全由汇率的调整来解决,从而隔绝了这种外部失衡调整对国内经济的可能影响。(2)对国际贸易和国际投资的影响。固定汇率为国际贸易和投资提供了稳定的汇率预期从而有利于国际贸易和投资的发展;而浮动汇率加剧了国际贸易和投资的风险和不确定性,不利于国际贸易和投资的发展,从而不利于一国经济增长。(3)对通货膨胀的影响。汇率固定实现通货膨胀的国际传导,而浮动汇率则能够以本币升值阻隔国外通货膨胀向国内传导,从而有利于经济增长。(4)对外汇市场稳定性的影响。一般认为,汇率自由浮动加剧投机行为,从而使得外汇市场波动频繁,而固定汇率有利于外汇市场的稳定。然而近年来的研究表明,浮动汇率制下投机者的套利行为使得市场汇率不至于过分偏离其长期均衡值,而固定汇率制的僵化则有可能导致汇率的严重高估或低估。当市场一致预期到这种大幅度的偏离时,集中的投机行为不仅会加剧外汇市场的不稳定,还有可能演化成严重的金融危机。因此,从这一角度来说,何种汇率制度有利于外汇市场稳定,从而有利于经济增长不能一概而论,关键是看基准汇率是否在长期的均衡值附近。(5)对国内宏观经济政策的影响。固定汇率的支持者认为固定汇率制度因为需要不断在外汇市场上进行冲销干预,所以能够抑制政府不负责任的宏观经济政策。浮动汇率下由于汇率的及时调整,使得政府不负责任的宏观经济政策能够持续。

2. 实际选择的权衡。总体来讲,固定汇率和浮动汇率都能在某些方面促进经济增长,又都在某些方面阻碍经济增长。所以不同国家选择何种汇率制度更有利于本国的经济增长,就取决于各自特殊的经济环境(条件)。通常影响一国汇率制度选择的因素主要有以下几个方面:(1)国家经济实力(规模)的大小;(2)一国的经济开放程度;(3)一国的通货膨胀状况;(4)生产结构和贸易结构多元化;(5)工资与物价的灵活性。当一个国家规模较小、开放程度较高、希望与外国的通货膨胀保持一致时,选择相对固定的汇率制度更有利于经济增长;如果一国经济规模比较大、开放程度较低、与国外的通货膨胀有差异,选择浮动汇率制度更有利于经济增长;如果一国国内市场比较完善,生产和贸易结构多元化,且工资-价格传

<sup>①</sup> 关注金融市场和金融行为的学者认为固定汇率通过提供固定的名义汇率波动区间和货币政策的公信力,避免了竞争性贬值,从而提高贸易量和产出增长。不过固定汇率制度在面临外部投资突然停止、资本外逃时会导致经济危机,就像东亚和拉丁美洲所爆发的金融危机那样。

导机制比较顺畅,则汇率制度选择不会影响到国内均衡因素。

#### (四)对亚洲的主要经验研究结果

在对亚洲经济体是否存在 BSH 关系的经验研究文献中,最具有影响力的研究之一是由 Ito 等(1997)进行的。他们用亚洲经济体 1975~1995 年数据检验经济增长与实际汇率之间是否存在稳定的关系,发现:(1)日本、韩国、台湾地区、香港特区和新加坡存在 BSH 关系;(2)中国存在相反的 BSH 关系,即在中国经济增长伴随着实际汇率贬值,而不是升值;(3)泰国和马来西亚在经济增长同时伴随相对稳定的实际汇率。他们认为,BSH 可能仅适用于那些处于特定发展阶段的经济体,比如“适用于资源匮乏、经济开放、经济增长是由工业结构和贸易结构的变化带来的经济体。即便那些经历快速增长的经济体,其增长来源于初期产品出口或是来源于计划经济体制,BSH 也是不适用的。但是,对于这些经济体来说,当经济发展进入更高的阶段时,可能会出现实际汇率的升值”。他们对亚洲主要经济体做了比较详细的经验研究,但主要是考察这些经济体 1973~1995 年间,上述与 BSH 传导渠道有关的各因素的均值效果(即截面数据的相关分析),以及截面数据的简单回归结果,从而忽视了各经济体时间序列数据具有的特征。

Chinn(1997)的研究比 Ito 等(1997)的研究结论相对乐观。他编制了亚洲主要经济体 1970~1992 年分部门的就业和产出数据,根据这些数据对印度尼西亚、韩国、马来西亚和菲律宾四个国家的实际汇率进行检验,发现在这些国家中,制造业生产力增长 1%,带动实际汇率升值 0.5%。因此,他认为从长期看,亚洲经济体的经济增长与实际汇率行为之间存在 BSH 预测的关系。

另一个相对乐观的研究结论来自 Cheung 和 Lai(2000)。他们用单位根的非平稳性检验,证明了五个亚洲主要经济体(香港特区、印度尼西亚、韩国、马来西亚和新加坡)1973~1995 年的实际汇率偏离购买力平价是由于存在趋势转移(trend shift),而这种趋势转移是由收入增长、贸易品与非贸易品的价格差别所导致。从而从实际汇率趋势转移这一角度印证了 BSH 在这些亚洲经济体是成立的。

对汇率制度与经济增长关系的经验研究基础,来自于对汇率制度的划分。新的划分方法更重视事实采用的汇率制度的分类。其中,近年来颇具影响的是 LY-S 分类方法(Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2002)和 R-R 分类方法(Reinhart and Rogoff, 2004)。用新的实际汇率制度的分类方法,针对亚洲经济体汇率制度与经济增长关系的经验研究文献并不是很多,具有代表性的有两篇。

一篇是 Coudert 和 Dubert(2004)的研究。他们用 10 个主要亚洲经济体从 1990 年第一季度到 2001 年第四季度的数据来说明汇率制度是否对通货膨胀和经济增长具有影响。他们认为,现有的对实际汇率制度的分类方法都忽略了一些汇率制度的重要表征,从而是不确切的。他们提出了一种新的分类方法,将亚洲样本经济体的汇率制度分为四种类型:浮动汇率、管理浮动、爬行钉住和钉住汇率。根据这种划分,他们认为大多数南亚国家在亚洲危机之前采取的是事实上的钉住汇率,而在危机之后就是浮动汇率制度。他们运用这种分类对亚洲样本经济体通货膨胀和经济增长的面板数据进行回归,结果发现钉住汇率对应着更低的经济增长,而对通货膨胀的影响是不确定的。

另一篇是 Huang 和 Malhotra(2004)的研究。他们以 2004 年最新的实际汇率制度 R-R 分类为基础,<sup>①</sup>对 12 个亚洲发展中经济体和 18 个欧洲发达国家从 1976~2001 年间的汇率制度与经济增长数据之间的关系进行经验研究,并将亚洲经济体和欧洲国家的结果进行比较。他们的经验研究主要包括三个步

<sup>①</sup> Huang 和 Malotra(2004)采用了平行的或是双重的汇率数据来估计实际中所采用的汇率机制,这种划分更接近事实采用的汇率制度。这是因为,一方面,由市场决定的平行或是双重汇率是显示货币政策和未来的官方汇率制度变化的重要指标;另一方面,在许多例子中,可以发现只有少数的外汇交易是以官方汇率进行的。以 R-R 数据库为根据,他们将汇率制度粗略的以五级表示:固定汇率制、浮动钉住、管理浮动、自由浮动和自由跌落。

骤:一是以人均国内生产总值的增长率和汇率制度指数画出 1976 到 2001 年间欧洲和亚洲经济体的散点图;二是进行更深入的研究,以经济增长率的均值和方差与每个经济体每个时期的平均汇率制度画出频率调整过的散点图;三是控制影响经济增长的其他因素后将经济增长率对汇率制度选择进行回归。

他们分析的主要结果是,在亚洲,经济增长和汇率之间的线性关系在任何置信区间内都不显著,除了自由浮动外其他的汇率机制都对经济增长有显著的正向作用,虽然影响大小不同,管理浮动在 5% 的显著水平上系数为 9.84,更加固定的汇率制度系数小一些。金融危机对经济增长有显著的负面影响。在欧洲,虽然经济增长率和汇率机制在 5% 的显著水平上存在正相关,但是没有任何一种汇率机制对经济增长有统计上的显著作用,所以虽然更灵活的汇率制度和高增长率弱相关,但汇率制度的选择不影响经济增长率。在欧洲金融危机也对经济增长有显著的负面作用。另外在估计汇率制度选择对经济增长波动的影响时,研究结果发现更加灵活的汇率制度与稍高程度的经济波动相关,但在统计上不显著,所以无法拒绝汇率制度选择对经济增长率波动没有影响的假设。此外,他们还用 LY-S 方法对 1976 到 2000 年的四级分类数据进行稳健性检验,检验结论也支持上述结果。总之,他们的结论表明,汇率制度选择和经济发展程度有关。换言之,对于欧洲发达国家,汇率制度的选择对经济增长或其波动影响很小或者没有,虽然更灵活的汇率制度和较高的经济增长率是相互联系的,但统计上不显著;而对于亚洲发展中经济体,汇率制度的选择确实影响经济增长率,并且是非线性的,有管理的浮动和固定汇率制要优于其他的制度,但是都不影响经济增长的波动。这与金融学中著名的 MM 理论有相似之处,当市场完备时汇率制度就不重要,反之就重要。其引申含义是,汇率制度对经济增长是否产生影响取决于经济发展水平。

## 二 对亚洲经济体的再检验

### (一)简化的巴拉萨-萨缪尔森假说和方法论

根据 Faria 和 Leon-Ledesma (2000) 的研究,实际汇率  $q$  的决定公式为:<sup>①</sup>

$$q = \frac{P^i}{P^u} = \frac{\{f'(L_T^i)/g'(L_N^i)\}^\alpha}{\{F'(L_T^u)/G'(L_N^u)\}^\beta} \quad (1)$$

其中  $P^i$  代表  $i$  国国内价格; $P^u$  代表美国(外国)国内价格; $f'(L_T^i)$  为国家  $i$  贸易部门产出公式; $F'(L_T^u)$  为美国的产出公式; $\alpha$  代表国家  $i$  的非贸易部门的价格在总价格中比重, $\beta$  代表美国的非贸易部门价格的比重; $g'(L_N^i)$  和  $G'(L_N^u)$  分别代表  $i$  国和美国的非贸易部门劳动生产力。

公式(1)反映 BSH 的核心命题:如果本国( $i$ )贸易品相对于非贸易品的生产力(在技术规模收益不变的假设下为平均生产力)比外国(美国)增长得快,本国将经历实际汇率的升值。如果让  $Y^i = f'/g'$  和  $Y^u = F'/G'$ ,公式(1)又可以表达为:

$$q = \frac{P^i}{P^u} = \frac{Y^{\alpha i}}{Y^{\beta u}} \quad (2)$$

(2)式是 BSH 的简化公式。 $Y^{\alpha i}$  和  $Y^{\beta u}$  分别为本国和外国的产出增长率。公式表明,两个国家经济增长的相对关系决定实际汇率。公式(2)成为 BSH 可检验的理论模型。我们根据公式(2)很容易推导 BSH 的经验模型(以对数形式表示):

$$PR(i, us)_t = \alpha_1 + \beta_1 YR(i, us)_t + \mu_t \quad (3)$$

① 假设:(1)存在两个国家(美国代表外国),在不变的技术规模收益下用劳动力生产两种产品:贸易品( $T$ )和非贸易品( $N$ );(2)劳动力充分竞争,在国家内部自由流动,其结果,名义工资在贸易和非贸易部门是相同的;(3)贸易部门的 PPP 成立;(4)名义汇率为 1。

公式中,  $i$  代表日本、中国、香港特区、韩国、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾、印度尼西亚和印度。公式(3)表示,  $i$  和 US 之间的价格比( $PR$ ) (实际汇率)与相应的人均产出比( $YR$ )存在长期稳定关系。

我们用 Pesaran 等(1999)的边限检验方法检验经济增长与汇率之间的关系。这一方法是以渐进理论为基础建立起来的检验变量之间长期均衡关系的计量模型。它的优势在于,在不能确定各变量是否同阶求整时,不必像传统协整分析那样预先检验回归元的求整阶数,从而避免了预先检验问题。其条件误差修正模型(dynamic error correction, ECM)为:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \varphi_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^{p-1} \theta_i \Delta x_{t-i} + \omega \Delta x_t + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t \sim IID(0, \sigma^2) \quad (4)$$

根据边限检验原理,对动态误差修正表达式中的回归元,可以直接进行协整,而不必考虑回归元是  $I(0)$  还是  $I(1)$ , 或是否共同同阶求整。我们采用的检验为  $F$ -统计联合显著性(joint significance)检验,  $F$ -检验的联合假设是:  $t$ 、 $y_{t-1}$  和  $x_{t-1}$  的系数为非显著。<sup>①</sup>

## (二)对亚洲经济体巴拉萨-萨缪尔森关系的检验

1. 样本和数据的选择。我们的样本包括:日本(JP)、香港特区(HK)、韩国(KR)、新加坡(SI)、菲律宾(PH)、中国(CH)、马来西亚(MA)、泰国(TH)、印度尼西亚(IN)和印度(INDIA)。样本选择主要有两个考虑:一是数据的可获得性;二是这些样本包括了亚洲的主要经济体。这些经济体具有某些共性,如出口导向和彼此形成自然的产业分工链;同时也各自具有特质,如不同的经济体制特征(市场经济和转轨经济)和不同发展水平(发达的新兴经济体和发展中的新兴经济体)。我们的样本期为从1975到2002年的年度数据。用GDP缩减指数作为实际汇率的替代变量。产出是以不变国内价格的人均GDP计算的。数据来源于国际货币基金组织的IFS和世界银行的WDI。全部变量均转换为对数。

2. 检验结果和分析。对BSH简化模型进行的ECM检验所得出的结果如表1和表2。

表1 经济增长与实际汇率的稳定关系检验结果(经济增长→实际汇率)

$PR(i, us)$ : 实际汇率	$urRSS$	$rRSS$	F-值	t-值( $\beta_1$ )
日本 JP	0.001481	0.002421	6.023858 *	-3
中国 CH	0.228963	0.23962	0.442156	-0.938
香港特区 HK	0.015358	0.02587	6.502663 *	-1.02
韩国 KR	0.010268	0.016521	6.393812 *	-2.79
马来西亚 MA	0.03185	0.034483	0.785234	-1.24
新加坡 SI	0.002818	0.005505	9.056187 ***	-4.25 ***
泰国 TH	0.007819	0.009557	2.112563	-1.76
菲律宾 PH	0.020016	0.037666	8.377346 ***	-4.09 ***
印度尼西亚 IN	0.088218	0.114057	2.782662	-2.36
印度 INDIA	0.030223	0.043144	4.061612	-0.422

说明:  $F$ -值通过下面公式计算,即  $F = \frac{(rRSS - urRSS)/m}{urRSS/(n-k)}$ , 其中,  $rRSS$  的限制条件为  $\beta_1 = 0, \beta_2 = 0$ ; 临界值  $F$ -统计和  $t$ -统计由 Pesaran 等(1999)提供; \*代表 90% 的置信水平; \*\*\*代表 97.5% 的置信水平。

<sup>①</sup> 理想的边限检验方法涉及两种检验:  $F$ -统计检验, 检验滞后变量(包括和不包括趋势项两种情况)的联合显著性;  $t$ -比率检验, 检验变量  $y_{t-1}$  的滞后量的显著性。然而, 同时采用  $F$ -统计和  $t$ -统计检验过于严格。对于  $F$ -统计检验, Pesaran 等(1999)提供了两组极端情形下的渐进临界值: 一个是假设所有回归元为  $I(1)$ , 另一个是假设所有回归元为  $I(0)$ 。这两组临界值为所有的  $I(1)$  和/或  $I(0)$  回归元的组合提供了临界值边限。如果计算的  $F$ -统计值落在临界边限之外, 可以不用检验回归元是否为  $I(1)$  就能得出确定性的结论; 如果  $F$ -统计值落在临界边限之内, 则有必要检验回归元是否为  $I(1)$ , 否则不能得出确定性的结论。

表1 反映经济增长与实际汇率的长期稳定关系,即反映在哪些经济体中经济增长作用于实际汇率,结果表明:(1)在日本、香港特区、韩国、新加坡和菲律宾,经济增长与实际汇率之间存在长期稳定关系。(2)在上述关系中,从统计学意义上讲,由于计算的F-值以97.5%的置信水平超过相应的临界值,这种长期稳定关系在新加坡和菲律宾表现的较强;相比之下,日本、韩国和新加坡则表现的较弱。(3)如果同时考虑F-值和t-比率检验,这种长期稳定关系在新加坡和菲律宾表现出较强的显著性;相比之下,日本、韩国和新加坡则不存在t-比率的显著性。(4)在中国、马来西亚、泰国、印度尼西亚和印度,无论是F-值检验,还是t-比率检验,都呈现不显著性。这表明,在这些经济体中经济增长与实际汇率变动之间不存在长期稳定关系。或更具体讲,这些经济体的经济增长与实际汇率之间没有必然的联系。

简而言之,通过对经济增长和实际汇率的关系进行检验,我们发现,在日本、香港特区、韩国、新加坡和菲律宾,经济增长对实际汇率有显著的影响,而在中国、马来西亚、泰国、印度尼西亚和印度,经济增长与实际汇率变动之间不存在长期稳定关系。

表2 实际汇率与经济增长的稳定关系检验结果(实际汇率→经济增长)

$YR(i, us)$ : 经济增长	$wRSS$	$rRSS$	F-值	t-值( $\beta_1$ )
日本 JP	0.009503	0.00958	0.077038	-0.009
中国 CH	0.012286	0.015555	2.52775	-2.13
香港特区 HK	0.027941	0.030342	0.816351	-1.15
韩国 KR	0.030652	0.033594	0.911878	-0.991
马来西亚 MA	0.034026	0.042874	2.470193	-2.08
新加坡 SI	0.013094	0.017683	3.329504	-2.17
泰国 TH	0.023694	0.030839	2.864574	-1.47
菲律宾 PH	0.00519	0.009218	7.373187**	-3.84**
印度尼西亚 IN	0.015267	0.021367	3.796077	-2.73
印度 INDIA	0.012213	0.018811	5.132044	-3.19

说明:临界值F-统计和t-统计由Pesaran等(1999)提供;\*\*代表95%的置信水平。

表2显示实际汇率与经济增长的长期稳定关系,即反映在哪些经济体中实际汇率作用于经济增长,或者说在哪些经济体中实际汇率错位可能对经济增长造成影响。我们的检验结果表明:(1)只有菲律宾,F-值检验和t-比率检验都呈现出显著性,这表明菲律宾的实际汇率变动在长期内对经济增长有显著的影响。(2)在其他样本经济体,如日本、中国、香港特区、韩国、新加坡、马来西亚、泰国、印度尼西亚和印度,实际汇率变动在长期内都对经济增长没有显著的影响。

我们的上述检验结果与Ito等(1997)的主要结果不谋而合,尽管我们在样本、样本期限和计量方法上有很大的不同。这在相当程度上意味着如下判断具有强有力的经验支持。

第一,经济增长与实际汇率的BSH关系与经济发展阶段和贸易结构升级有关。一个直观的证据就是,符合BSH的经济体基本上是亚洲经济发展雁行梯队中处于领导地位者,而不符合BSH的经济体基本上是跟随者。以出口产品的要素密集度为例,通常认为经济越发达,初级产品的出口比重越低,技术和人力资本密集型产品的比重越高。我们涉及到的样本经济体(不包括印度)贸易产品结构大体上的分布见表3。

经济体	初级产品	自然资源密集型产品	劳动密集型产品	技术密集型产品	人力资本密集型产品	技术和人力资本密集型产品综合
日本	1	2	6	55	32	87
新加坡	5	3	4	70	10	80
香港特区	3	2	48	32	14	46
韩国	3	8	21	40	24	64
马来西亚	19	4	8	55	13	68
泰国	22	3	17	42	13	55
菲律宾	11	2	14	67	4	71
印度尼西亚	37	8	15	10	12	22
中国	11	4	43	27	15	42

资料来源:刘容欣(2002)。

从表 3 中可以看出,依照产品的要素密集度水平,这些经济体的贸易产品结构从高端(技术和人力资本密集型)到低端的情况如下:(1)在技术密集型和人力资本密集型产品出口比重上,日本、新加坡、韩国和菲律宾出口产品比重比较高;(2)在技术密集型和劳动密集型产品上,香港特区和中国内地拥有较高的出口比重;(3)在主要依赖自然资源禀赋的初级产品和自然资源密集型产品上,印度尼西亚、马来西亚和泰国仍具有超过 20% 的份额,其中,印度尼西亚该类型上的出口比重最高。这些样本经济体的出口产品结构表现出明显的梯队性质,而我们 BSH 的经验研究结果与这种梯队划分非常吻合。

具体考察各个经济体在 1975 到 2002 年间平均的出口结构,我们可以进一步确定,经济增长能否对实际汇率产生影响,是否与经济发展阶段和产业升级有关。

首先看制成品出口。经历了人均 GDP 较高增长的经济体,如韩国、新加坡、泰国和马来西亚,被认为是典型的出口导向型经济体。中国实际上在近几年也加入了这一行列。不管这种出口导向是政策引导还是市场引导的结果,这些经济体都在不同程度上实现了贸易结构的转变。从 1975 年到 2002 年,处于雁行梯队前列的日本、香港特区和韩国制成品出口比重高达 80% 以上,其次是中国、新加坡和印度,也达到 65% 以上,接下来是泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚(图 1)。制成品出口往往是出口部门生产力增长的一个重要标志,根据 BSH 的第一个命题,出口部门的生产力增长是带动经济增长的重要引擎,而出口制造部门的竞争力很可能带来实际汇率的升值(BSH 第二命题)。这也就不难理解为什么在我们的样本经济体中,制成品比重较高的日本、韩国、香港特区和新加坡存在 BSH 关系。因此,如果把制成品出口作为产业结构升级的一个标志的话,我们大致可以认为,BSH 关系的存在,与经济发展阶段和贸易结构升级有关。其次看初级产品出口的比重。从图 2 可以看出,马来西亚、印度尼西亚和泰国是以农产品出口为主的经济体,其次是新加坡、菲律宾、印度和中国,最后是日本、韩国和香港特区。马来西亚、印度尼西亚和泰国同样是食品出口大国(图 3)。因此,初级产品比重较高的经济体,往往处于雁形的追赶队列,这些经济体贸易部门的生产力增长与雁形前列的经济体相比相对滞后。换言之,对于那些贸易出口处于相对低端产品的经济体,经济增长与实际汇率之间可能不存在长期的稳定关系。

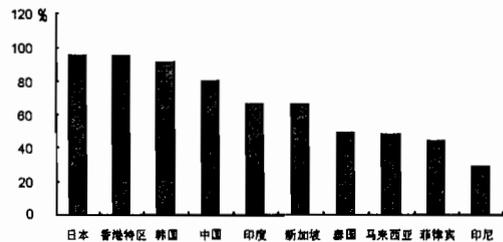


图 1 制成品出口占商品出口比重  
(1975 ~ 2002 年平均)

资料来源:世界银行 WDI 数据库数据, <http://www.drcnet.com.cn>。

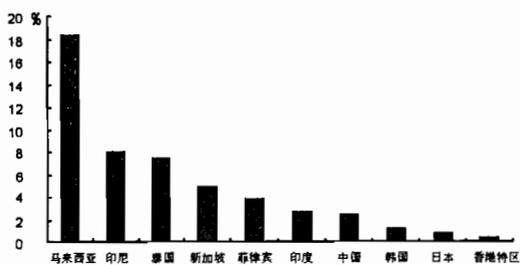


图2 农业原料出口占商品出口比重(1975~2002年平均)

资料来源:世界银行 WDI 数据库, <http://www.drcnet.com.cn>。

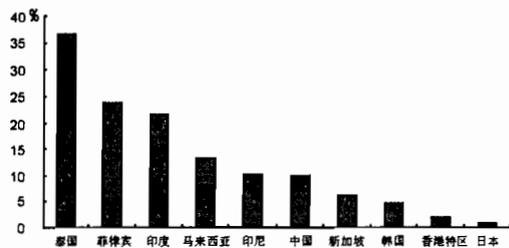


图3 食品出口占商品出口比重(1975~2002年平均)

资料来源:世界银行 WDI 数据库, <http://www.drcnet.com.cn>。

第二,并不是所有经历了高增长的经济体都出现了由高增长导致的实际汇率升值,最典型的例子是中国。Ito 等(1997)对 1973~1992 年的数据研究发现,中国是他们所选样本中的一个“特例”(outlier),即高经济增长伴随本国货币的贬值。这是因为,中国的改革和开放过程实际上是对以往货币高估的纠正,实际汇率的贬值有利于一个由封闭向开放转轨的经济体提高其国际竞争力。我们的研究也有类似的发现:尽管中国制造品出口占商品总出口的比重很高,同时,中国又在全部样本经济体中经历了最高的经济增长(图 4),但在经济增长与实际汇率之间却不存在长期稳定的关系。到底是什么原因导致 BSH 在中国失效?阻碍 BSH 结果出现的原因,可能来源于经济制度的变迁,以及种种从生产力到实际汇率的传导渠道不畅,如较低的劳动力跨部门流动性和国内价格变动刚性等。在我们的样本期内,中国经历了从计划经济向市场经济的过渡,经历了从一个封闭经济向开放经济的过渡,这种经济体制的变迁所带来的对价格和资源配置扭曲的纠正过程,是 BSH 所没有考虑到的。

第三,具有颠覆性的结果是,除了菲律宾,我们对所选择的样本经济体的实际汇率与经济增长所进行的因果检验——实际汇率错位对经济增长的影响中发现,在过去的近 30 年间,这些经济体中的实际汇率行为变化对经济增长没有显著的影响。这一发现似乎与多数文献结论和一般直觉相悖。是什么原因在这些经济体中阻碍了实际汇率对经济增长的影响?

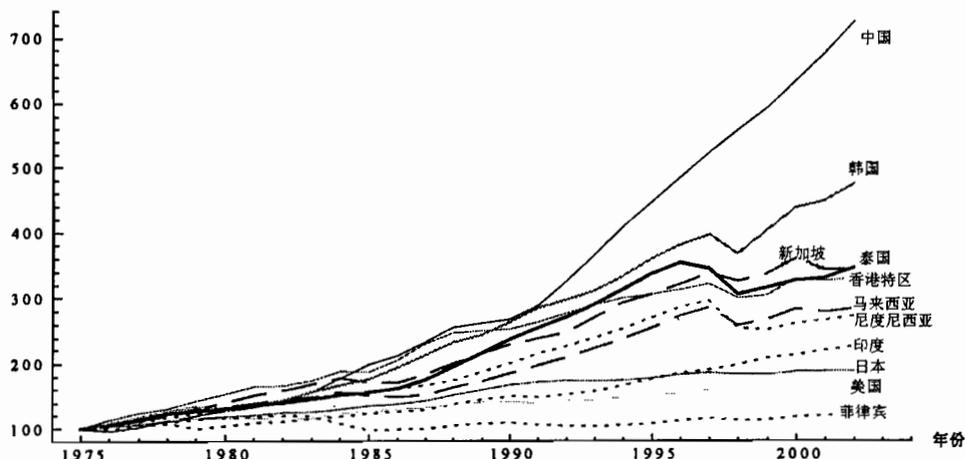


图4 人均 GDP 增长率(1975~2002年,1975年=100)

资料来源:世界银行 WDI 数据库, <http://www.drcnet.com.cn>。

从前面的理论分析中可以看出,总体而言,汇率行为作用于经济增长主要是通过实际汇率的错位,引起价格变动从而影响资源配置。因此,如果汇率行为不能影响到经济增长,只能说明实际汇率错位作为一种引导资源配置的信号,并没有发挥实际作用。换句话说,我们的样本经济体普遍存在国内资源和价格传递机制的不充分性(如政策限制、市场分割、垄断部门太多、价格管制、金融抑制等等),正是这种传递机制的不充分性阻碍了实际汇率错位对经济增长的作用。具体说来,这种不充分性的作用表现在:(1)可能在长期中阻碍汇率行为对经济增长的“要素成本效应”。比如汇率升值导致进口投入品的价格降低,只有通过生产要素和资源的充分流动,才能使一国闲置资源向这些部门转移,从而提高生产效率,实现经济增长。但事实上亚洲的经济体一直以来都是限制进口的,在这二三十年里主要实行的都是进口替代和出口导向战略,所以从政策限制上来看,也不会让资源过多地流入依赖进口投入品的部门。(2)由于国内市场不完善,以及价格机制的普遍刚性,实际汇率变化对企业进入退出和产业结构调整的影响功能也会受到阻碍。比如说,实际汇率的升值会使出口部门的国际竞争力下降,但由于资源在出口部门和进口部门以及非贸易部门之间转移不畅,使得低效率的出口部门得以维持,产业结构不能及时根据市场需求调整,从而不利于经济增长。

### (三)对亚洲经济体汇率制度与经济增长关系的检验

1. Huang 和 Malhotra(2004)研究的主要结论。他们利用 R-R 分类方法得出的样本经济体在 1976 ~ 2001 年间事实上采用的汇率制度数据和样本人均 GDP 数据,分析样本经济体的事实汇率制度与经济增长关系。研究表明,对于欧洲发达国家,汇率制度的选择对经济增长并无影响,而对于亚洲发展中经济体,汇率制度的选择与经济增长之间存在非线性联系,即固定汇率和管理浮动汇率,这两种比较极端的汇率制度都对应着更高的经济增长。根据这一经验结论,作者推断:汇率制度的选择是否对经济增长有影响取决于经济发展的水平,因为欧洲发达经济体的市场比较完善、经济发展水平比较高,所以它们的汇率制度选择与经济增长无关;而亚洲发展中经济体的市场相对不完善,经济发展水平比较低,所以其汇率制度的选择与经济增长有关。由于 Huang 和 Malhotra 只是根据分析结果表现出来的特征做出了这个推断,并没有进一步加以论证,下面我们将对这一经验研究结果进行深入分析,更加深入地考究亚洲经济体汇率制度与经济增长之间存在的关系。

表 4 2002 年样本经济体的经济开放程度(不包括印度) %

经济体	经常项目 /GDP	资本项目 /GDP	贸易开放度 (贸易总额 /GDP)	直接投资开放程度(投资存量/GDP)	金融开放程度 (金融负债 + 资产)/GDP	综合开放度
中国	2.9	2.61	48.2	39.1	32.9	40.1
香港特区	10.9	10.9	252.0	592.9	1151.5	665.5
印度尼西亚	3.9	2.2	60.9	33.7	40.3	45.0
日本	2.9	2.9	18.9	9.8	76.3	35.0
韩国	1.3	1.3	66.1	18.3	95.8	60.1
马来西亚	7.6	7.6	186.6	80.6	46.8	104.7
菲律宾	5.4	-1.7	99.6	16.8	50.9	55.8
新加坡	21.5	-18.2	277.1	216.6	693.8	395.8
泰国	6.1	-4.7	105.7	26.0	128.1	86.6
美国	-4.8	4.5	17.8	27.3	153.4	66.2
欧元区	n. a.	n. a.	30.03	70.7	81.01	60.67

说明:欧元区数据为 2001 年数据。

资料来源:万志宏(2004)。

2. 对 Huang 和 Malhotra 研究的扩展分析。我们的分析从使汇率制度的选择与经济增长状况无关的因素出发,即一国的经济越开放、生产与贸易结构越多元化,国内价格——工资与物价越具有弹性(也就是国内市场越完善),则整体经济对来自于汇率变动的冲击越容易做出调整,从而汇率制度的选择就越不会影响到经济增长。结合样本的实际数据,我们对样本的汇率制度选择与经济增长之间关系进行描述性分析。

首先看样本经济体的经济开放程度。表 4 表明,多数样本经济体从贸易开放程度来看高度依赖出口。除中国和日本对出口依赖程度较低外,香港特区、韩国、新加坡的均值高于菲律宾、马来西亚、泰国和印度尼西亚,而香港特区、新加坡和马来西亚对出口的依赖度均高于 90%,属于典型的开放经济体。尽管投资和金融开放程度相差各异,但总体而言各样本经济体的综合开放程度比较高。

其次看样本经济体产业结构的多元化程度。从表 5 可以看出,样本经济体的产业集中化程度均有所增加,而且越是发达的经济体,其产业集中化程度越高。日本、香港特区和新加坡拥有高度集中的产业结构(指标高于 31);马来西亚、中国和韩国的水平比较接近(指标在 26~28 之间),产业结构相对分散;泰国、印度尼西亚和菲律宾最低。也就是说,以美国为参照,这些经济体的产业结构多元化程度都比美国高,因而我们可以认为,这些经济体的产业结构的多元化程度是比较高的。

再次看样本经济体贸易结构的多元化程度。

表 5 样本经济体产业结构多元化指标(不包括印度)

经济体	1985	1990	1995	2000	1983~2000 年平均
中国	26.24	25.23	26.38	27.35	26.23
香港特区	27.28	27.35	31.71	34.12	29.80
印度尼西亚	21.36	21.90	21.56	24.46	22.21
日本	n. a.	30.94	32.12	32.63	n. a.
韩国	22.15	22.33	23.78	26.39	23.51
马来西亚	n. a.	24.63	22.90	28.91	24.48*
菲律宾	21.84	21.48	21.89	22.67	21.75
新加坡	29.79	30.51	29.98	31.03	29.93
泰国	20.90	21.66	22.05	25.06	21.98
美国	n. a.	32.80	33.97	36.00	n. a.

说明:产业结构多元化指标是用 Herfindahl Index 来表示的,指数在 0~100 之间,该值越大,表示经济体的经济多元化程度越低,产出集中度越高;马来西亚为 1987~2000 年的均值。

资料来源:万志宏(2004)。

表 6 样本经济体贸易结构多元化指标(不包括印度)

经济体	1985 年		1990 年		1995 年		2000 年	
	进口	出口	进口	出口	进口	出口	进口	出口
中国	25.09	15.89	18.38	15.13	23.74	23.64	23.94	26.50
香港特区	19.88	44.86	22.09	38.25	25.05	34.89	28.52	42.53
印度尼西亚	21.21	49.29	25.13	27.26	23.17	17.48	17.94	17.03
日本	n. a.	49.56	n. a.	52.37	15.55	50.80	17.18	49.76
韩国	21.29	27.56	19.79	28.76	20.42	34.21	22.32	38.33
马来西亚	24.79	19.76	29.52	19.11	39.25	31.96	41.71	41.00
菲律宾	17.28	17.17	16.04	17.65	18.74	23.40	21.62	34.65
新加坡	n. a.	23.51	n. a.	30.34	36.90	45.22	40.11	47.76
泰国	18.68	27.37	24.55	21.31	30.20	22.16	27.52	25.44
美国	n. a.	25.27	n. a.	25.18	26.15	20.70	26.15	30.58

说明:贸易结构多元化指标是用 Herfindahl Index 来表示的,指数在 0~100 之间,该值越大,表示经济体的经济多元化程度越低、贸易集中度越高。

资料来源:万志宏(2004)。

表6表明,除印度尼西亚外,主要经济体在20世纪90年代几乎都经历了明显的进出口贸易结构集中化趋势。进口方面,马来西亚集中度上升最为明显,出口方面,韩国、马来西亚、新加坡均有明显的结构集中化倾向,而印度尼西亚则在过去的15年中经历了明显的贸易产品分散化过程。美国的进口产品结构在近年中变化较小,而出口结构略有集中趋势。因此这些样本经济体的贸易结构与美国相比,虽然集中化的趋势要更明显一些(尤其是日本、马来西亚和新加坡),但总体上仍然是比较分散的。

上述数据似乎给出这样的判断,在亚洲样本经济体中,由于存在普遍较高的经济开放程度、产业多元化程度和贸易结构的多元化,汇率制度的选择应该对这些经济体的经济增长没有影响。但在汇率制度与经济增长关系之间的一个重要链条是,汇率的变动被国内价格的普遍变动所吸收,也就是说这一机制要求国内的工资-价格机制是完善的。很显然,这些亚洲的发展中经济体并不具备完善的国内市场和价格形成机制。进一步讲,这种不完善的市场机制在制度层面上主要表现为多数样本发展中经济体存在资本管制(表7)。

总之,通过对Huang和Malhotra(2004)的扩展性分析,我们认为,尽管从表面上来看亚洲的样本经济体经济足够开放、生产与贸易也表现出较高的多元化,似乎在理论上汇率制度的选择对经济增长没有影响,但因为这些经济体中的大多数经济发展水平相对较低,主要表现为国内市场不完善、资源在各部门之间的转移不畅,而且工资-价格的传递机制也由于市场分割等原因而不能充分发挥作用,从而使得汇率政策的影响不完全被国内经济结构、贸易结构和价格的调整所抵消,进而作用于经济增长。

表7 资本账户交易限制一览表(不包括印度)

经济体	资本市场证券	货币市场工具	组合投资证券	衍生品与其他工具	商业信贷	金融信贷	担保、确认、金融支持便利	直接投资	直接投资清算	不动产交易	个人资本交易	商业银行和其他信贷机构特殊规定	对机构投资者等特殊规定	限制项目数量
日本								△				△	△	3
香港特区												△	△	2
韩国	△	△	△	△	△	△	△	△		△	△	△		11
新加坡	△					△				△		△	△	5
中国	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△		12
印度尼西亚	△	△	△	△	△	△	△	△		△		△	△	11
马来西亚	△	△	△	△	△	△	△	△		△	△	△	△	12
菲律宾	△	△	△	△	△	△	△	△		△	△	△	△	12
泰国	△	△	△	△	△	△	△	△		△	△	△	△	12
美国	△	△	△					△						4

说明:△表示该项目的货币自由兑换有限制。

资料来源:IMF. Annual Report on Exchange Rate Arrangement and Capital Account, 2003。

### 三 结论:对中国的启示和政策含义

1. BSH 在中国不成立,主要原因有三点:一是在我们的样本期内,中国经历了从计划经济向市场经济的过渡,经历了从一个封闭经济向开放经济的过渡,这种经济体制的变迁所带来的对价格和资源配置扭曲的纠正过程,是 BSH 所没有考虑到的;二是中国从生产力增长到实际汇率升值的传导渠道不畅,虽然近年来在中国的高速经济增长中,出口增长的贡献度很高,但由于贸易部门工资价格没有随着生产力的提高而提高(主要是由于中国的非技术劳动力供给相对充裕),贸易部门的工资对贸易部门生产力的变化基本上是刚性的;即便贸易部门的工资有所提高,由于较低的劳动力跨部门流动性和国内价格变动刚性等因素,使得贸易部门的工资变化无法传递到非贸易部门,更形成不了 BSH 所预言的价格水平的上涨。由于工资价格传递这一链条在中国很弱,这就不难理解为什么中国实现较高的经济增长,却没有由这一增长带来实际汇率升值的结果。三是在样本期间中国采取的是钉住美元的汇率制度,官方通过干预实现人民币名义汇率的稳定,这也使人民币实际汇率无法实现升值。

2. BSH 在中国不存在,从理论上或经验上可以说是假说本身的一种否定。但其政策含义却很可能相反:工资价格刚性,以及劳动力不能跨部门流动实际上是一种扭曲。从动态看,中国正面临贸易结构升级(制造业比重不断提高便是一例),但升级是个过程。在这个过程中,低端产品出口吸纳了中国大量的低技能、低成本的劳动力。随着产业升级进程的推进,劳动力结构和供给都将有所变化,贸易部门工资成本的上升应是自然的过程。这样,工资价格灵活性是或早或晚要实现的,这也是中国完善市场经济的需要。同时,考虑到中国的市场经济制度不断完善,中国的开放政策将不可逆转地推进,中国在改革开放过程中将不断引进国际规则等等因素,我们似乎可以得出这样的直觉性判断:BSH 在现在的中国不存在,在将来很可能出现。这意味着如果中国能够保持较高的经济增长率,人民币实际汇率在长期中将经历一个升值过程。

3. 以上结论对人民币汇率政策改革的意义在于,随着产业结构升级的推进,人民币实际汇率有可能随着生产力的提高而升值,所以为了避免实际汇率与名义汇率严重背离所造成的不利影响——如导致资源配置扭曲、为国际投机资本提供货币攻击机会等,中国的汇率政策要对名义汇率水平的扭曲及时纠正,从而确保汇率水平反映真实的人民币供求状况。

4. 经验研究结果告诉我们,在过去近 30 年时间里,中国的实际汇率水平对经济增长没有显著的作用,这在一定程度上表明,在中国,实际汇率水平不能作为一种价格信号引导资源配置。因此,从政策层面上讲,改善实际汇率水平与经济增长之间的传导机制有利于中国货币当局更好地运用汇率政策。在这方面,中国有必要深化市场经济和金融方面的改革,如进一步完善由供求决定的价格形成机制、改革工资和社会保障制度、有步骤地继续纠正金融抑制所造成的扭曲等等。

5. 对汇率制度与经济增长的经验研究表明,中国在整个样本期中所施行的汇率制度集中于三种类型,按照 R-R 的分类分别为:管理浮动、事实上的爬行带内浮动(带宽小于或等于  $\pm 2\%$ )和事实上的钉住汇率。这三种汇率制度同时都对对应着较高的经济增长率。虽然我们不能断定三种汇率制度对中国这些年来持续的高经济增长各自做出了多少贡献(因为无法剥离出汇率制度的独立影响),但一个直觉的结论是:已经实行的这些汇率制度类型并没有明显阻碍经济增长。这一结论可以简单地从理论上解释为,由于中国处于经济发展的进程当中,也就是存在种种制度约束和市场机制的不完善,使得汇率制度的选择能够影响到经济增长。这一结论对中国汇率制度改革的意义在于:在当前,一个适当、合理的汇率制