

# 实际汇率偏离与经济增长关系研究新进展<sup>\*</sup>

李娜

**内容提要:**传统的经济增长模型并未涉及实际汇率,原因是满足购买力平价的实际汇率对经济影响为中性。但已有实证研究表明,实际汇率的内生性通常难以成立,2008年“罗德里克新论”即“低估有利于经济增长”观点的提出,引发实际汇率与经济增长关系的大讨论,对该问题的研究难点在于二者复杂的作用机理尚未理清。本文通过对已有文献的归纳和分析试图梳理出实际汇率偏离对经济增长的影响机制:当一国施行外部导向型政策、贸易品部门弱小以及存在二元经济结构时,实际汇率低估通过促进贸易品部门发展提升整个经济体的资本要素积累、全要素生产率,最终可能引发经济结构变革,从供给层面提升经济增速。但实际汇率低估促进经济增长只在发展中国家的特定发展阶段发挥作用,随着经济体的发展和成熟,一国经济将无法从低估中获益。

**关键词:**实际汇率偏离 经济增长 罗德里克新论

## 一、引言

经济增长始终是经济学研究的重要问题。纵观历史长河,世界各国经历了不同的经济发展道路,学术界对经济增长的重大理论与现实问题进行了探索性分析,而对于决定经济增长的关键因素这一核心问题的讨论仍在继续深入。对封闭经济的增长研究经历了从“新古典经济增长模型”到“内生增长模型”的发展与改进。而对开放经济的增长研究建立在凯恩斯宏观经济学的研究基础上,并将国际贸易加入凯恩斯模型中使之开放化,但此时的研究并没有将实际汇率变量纳入分析,原因是国际贸易理论认为实际汇率由资源禀赋、偏好、技术等因素决定,长期内实际汇率对经济增长的影响为中性(Dornbusch, 1988); Redux 模型开创了开放宏观经济学的研究范式,在该模型中的名义汇率满足购买力平价(Purchasing Power Parity, PPP)意味着实际汇率稳定不变,因此实际汇率在模型中发挥的作用被忽略不计。即使在经济增长模型中加入影响技术进步的因素,如产权体系、教育、竞争等,实际汇率依旧不是一个重要的影响因素(Eichengreen, 2007)。既然如此,为什么要关注实际汇率?

近年来,“多国经济发展历程中伴随着被低估的货币和不断累积的经常账户顺差”这一显著事实引起了学术界和国际社会的思考和争论(Yueh, 2010),从早期的日本,到后来的韩国、新加坡、中国台湾和中国香港,再到现在的中国大陆,“均通过这一政策取得了快速经济发展”。虽然这一结论是否成立目前并没有定论,但自“罗德里克新论”(Rodrik View)(Rodrik, 2008)提出以来,对实际汇率与经济增长关系的理论机制探讨和实证检验研究如雨后春笋般出现,且越来越多的研究表明,实际汇率,准确来说是实际汇率偏离对经济增长具有不可忽视的重要作用。

在探讨实际汇率偏离和经济增长的关系时,“华盛顿共识”和“罗德里克新论”两种观点均认为高估不利于经济增长,即实际汇率偏离宏观经济均衡对经济增长不利。比如,在固定汇率制下实行扩张性货币政策会导致实际汇率升值,这会带来不可持续的经常账户赤字,当外部融资变得困难时,需要缩减国内生产和控制进口来缓解,在这样的情形下,经济增长显然难以持续。维持有竞争性的实际汇率水平可以充分发挥一国的出口潜力,即使有一定程度的经常账户赤字也可持续。但“华盛顿共识”和“罗德

<sup>\*</sup> 李娜,北京师范大学经济与工商管理学院,邮政编码:100875,电子邮箱:lina4088@126.com。基金项目:国家自然科学基金重点项目(70831001)。作者感谢北京师范大学贺力平教授为本文提出的重要建议,感谢匿名审稿人的建设性意见,文责自负。

里克新论”不同之处在于,前者认为低于充分竞争水平的实际汇率将带来国内通胀压力,同时导致国内投资受到限制,不利于经济增长(Berg & Miao, 2010)。而“罗德里克新论”提出的低估有利于经济增长的观点在近期得到学术界的广泛认可。

有关“实际汇率偏离影响经济增长”的研究之前较少被关注,主要因为经济增长的解释原因有很多,实际汇率低估并不会被明显觉察到(Bhalla, 2010),同时在实证方面很难检验。本文以实际汇率低估为研究起点,通过已有文献梳理出“低估对增长产生影响”的作用机制。试图解释以下问题:(1)在什么条件下,实际汇率会发生较长时间的偏离?(2)在什么条件下,实际汇率偏离会对经济增长产生影响?(3)实际汇率低估促进经济增长的关系可以长久维持吗?如果不可以,在什么情况下一国经济将不再从实际汇率低估中获益?

## 二、汇率与经济增长模型

学术界致力于研究的问题是:是否存在一组促进经济增长的最基本因素? 斯密 1776 年发表的著作《国富论》开启了探索增长奥秘的大门, Lewis (1954)总结了增长的四个原则:要素积累、人力资本、制度和政策。增长是增加要素(特别是人力和物质要素)的应用,并从这些要素中获得额外的产出(全要素生产率, TFP)。接下来的重要贡献来自于 Solow(1956)和 Swan(1956),他们把生产函数的特性和储蓄率假设相结合建立了新古典经济增长模型。该模型的局限之一是假定储蓄率固定不变,拉姆齐模型和迭代增长模型对储蓄函数进行拓展并加入微观分析之后,原始模型的基本结论不会改变。新古典增长模型的另一个主要局限是把技术进步视为外生变量,而内生增长模型旨在对这一问题进行修正,该模型把自发的技术进步融合到新古典增长模型中,认为研发投入是问题的关键(Romer, 1986, 1987)。因此,从理论模型的角度来看,一般认为影响经济增长的重要因素包括要素投入、人口增长和生产率的提高等。

但上述模型都是针对封闭经济体而言的,如果将增长问题置于开放经济下,需要回答的首要问题是,国际间经济增长率的差异如何决定? Obstfeld & Rogoff(1995)在分析开放经济下的增长问题时认为,如果商品、资本甚至观念在国际间可以完全自由流动,那么储蓄率和人口增长率差异不会阻碍各

国人均产出水平趋于一致。但事实并非如此, Baumol et al(1989)对此进行的实证研究结果显示,在低收入、中等收入和高收入国家内部确实存在着生产率的收敛趋势。但是“三组”国家之间生产率并不收敛,这种不同的增长差异从何而来? 对世界范围内的各个国家而言,国际贸易与汇率将各国紧密联系,研究不同国家之间的增长差异,考察其国际收支和汇率与考察一国内部经济发展状况同样重要。我们在此提出疑问:汇率在开放宏观经济中发挥怎样的作用?

汇率影响经济增长的理论萌芽可以追溯到马克思的《资本论》,马克思认为金银贸易本身是由国际支付状态和不同市场利息率状态的汇兑率决定的<sup>①</sup>。恩格斯同样论述到:“汇兑率是国际运动晴雨表”<sup>②</sup>。上述观点可以总结为:汇兑率对商品贸易发挥决定性作用。而商品贸易可以促进一国生产,从而推动经济增长。但由于当时正处于金本位制下,汇率波动受到黄金输送点的限制,讨论实际汇率并无多大意义。因此,实际汇率通过国际贸易作用于经济增长的渠道并未引起广泛关注。

在现代开放宏观经济模型中,名义汇率在中长期满足 PPP,其对经济的影响是中性的(Lane, 2001; Corsetti & Pesenti, 2001; Sarno, 2001),因此不会出现在经济增长模型中,但实际汇率为什么同样没有出现? 原因是购买力平价成立条件下的实际汇率等于 1(Cassel, 1918),即对于任何合理的时间长度,不可能存在实际汇率偏差(Frenkel, 1978)。一国如果处于充分就业状态,货币贬值将产生过度需求,引发高通胀进而带来工资的提升,贬值带来的竞争力优势将不复存在。这意味着名义汇率的变动并不会对实际汇率产生影响。实际汇率的净效应为零,即使发生偏离也会在一定时期内恢复均衡,形成一条回到起点的循环路径(Bhalla, 2012),因此从长期角度出发研究增长不会考虑实际汇率的影响。正如 McKinnon & Schnabl(2006)所认为的那样:随着时间流逝,宏观经济结果可能是实际汇率只有些许变化,或者根本没有变化。

但是,即使中长期内的实际汇率波动满足内生性,短期内实际汇率波动依然会对宏观经济产生影响。将实际汇率直接纳入经济增长模型的理论研究并不多见,学者们更多的是通过研究实际汇率变动对经济增长要素的影响来间接研究实际汇率在经济增长中发挥的作用。在开放经济条件下,实际汇率

对国际贸易和资本流动具有决定性作用,而国际贸易和资本流动又通过与投资、消费、货币供给、就业等经济活动的各方面相互作用后对经济增长产生影响(Rapetti, 2013)。多数相关研究聚焦于从不同角度建立实际汇率与经济增长要素之间的关系,比如研究实际汇率与贸易(Eichengreen & Gupta, 2012; Henrique & Baer, 2014)、实际汇率与资本积累(MacDonald, 2010; Sallenave, 2010)以及实际汇率与全要素生产力的关系(Aghion et al, 2009; Mbaye, 2013)等,上述实际汇率和经济增长之间的联系大多属于局部研究,很少有文献去寻找这些局部影响之间的相互联系并形成一个统一整体,当然这是一项相当复杂的工作。

### 三、实际汇率偏离如何发生

如果实际汇率是内生变量,那么从长期来看实际汇率长期序列的波动应该表现为收缩型或平稳型,其值向购买力平价理论的预期值靠拢或在其附近呈现稳定波动状态。但是对世界上大多数国家而言,中短期内的购买力平价是不成立的,实际汇率并未向购买力平价理论的预期值收敛。尤其是 20 世纪 70 年代的数据表明,汇率的短期变化和通货膨胀率的短期变化并无太大关系,特别是在使用消费者价格指数时如此。而汇率的长期变动通常是由汇率与相对购买力平价的累积性偏离引起的(Genber, 1978; Isard, 1977; Frenkel, 1978),后续经济学家们针对实际汇率的内生性假设,通过实证检验考察了实际汇率是否会回归均值,借助“半衰期”计算估计了存在单位根情况下冲击造成实际汇率的变化恢复到之前 50% 所需要的年数。如 Edwards (1989) 研究了 39 个发展中国家货币的贬值情况,发现其中的绝大多数国家(33 个)在货币贬值后通胀下降,实际汇率贬值程度达到了 75%。Rogoff (1996) 的经典研究也认为,实际汇率偏离 PPP 之后不会立刻向均值恢复,存在一个缓慢的调整过程,发达经济体的半衰期平均为 3~5 年,而在不出现恶性通货膨胀的发展中经济体中,名义汇率变化具有永久性,实际汇率偏离通常无法消除。那么,实际汇率为什么会发生长期偏离? 这种偏离为什么在发展中国家尤为突出? 可以从以下两个角度来对上述问题进行解释:

#### (一)从内生性假设角度解释实际汇率偏离

1. 实际汇率内生性成立的假设之一是一国处

于充分就业状态。但事实上,充分就业在大多数发展中国家中并不成立(Ito et al, 1999)。发展中国家存在着大量的剩余劳动力,在初期会经历从农业向非农业过渡的劳动力重新配置(Kaldor, 1978),刘易斯将这一过程描述为经济转型和经济增长的必要条件。一旦充分就业这一前提不成立,“名义汇率的变动不会影响实际变量”是否成立就值得商榷。

2. 实际汇率内生性成立的假设之二是名义汇率变动会引起通胀的等量变动。除了充分就业之外,其他因素也会使得这一假设不成立:一是名义汇率存在粘性(固定或是有管理的浮动汇率制度),国内外通胀无法对名义汇率变动做出充分调整,那么实际汇率将发生变化;二是价格“粘性”,即使在浮动汇率制度下,名义汇率可以同其他资产价格一样对改变预期的新信息做出迅速反映,但国内价格水平可能会表现出一些“黏性”(Gagnon, 2006)。上述两种情况都将导致汇率和价格的时间序列特征不同,名义汇率如果无法引起价格的等量变动就将导致实际汇率的波动。上述情形在现实中普遍存在,如 1997—1998 年亚洲金融危机发生时,货币贬值达到 40%,在这期间的通胀水平不仅未达到两位数以上,两年后的通胀率甚至降到比贬值前更低的水平。

从实际汇率内生性成立的前提假设角度来研究实际汇率变动多存在于理论层面,在实践分析中难以对变动因素进行量化,学者对这一问题已做出相应改进,即将实际汇率进行分解之后测算其偏离。

#### (二)从实际汇率分解角度解释其偏离

Engel (1999) 以及 Betts & Kehor (2006, 2008) 对实际汇率进行了分解,将实际汇率的波动来源分为可贸易产品偏离一价定律以及可贸易品与不可贸易品的相对价格波动,并据此测算引起实际汇率波动的关键因素。

1. 波动来源之一:可贸易品偏离一价定律。可贸易品偏离一价定律的首要原因是交易成本的存在,如运输成本以及与国别相关的关税和其他非关税壁垒。Parsley & Wei (1996) 对交易成本问题进行的研究具有代表性,该文将距离视为运输成本的代理变量后发现,运输成本是实际汇率波动的重要来源。其次是“针对市场定价”,不同国家的市场之间存在一定分割性,生产者可以根据不同情况采取差别定价措施,使价格不随汇率变动而进行调整,实际汇率的频繁波动主要由名义汇率的波动所致(Dornbusch, 1987; Knetter, 1993; Cheung et al,

2001)。Betts & Kehor(2006, 2008)认为可贸易品偏离一价定律是解释美国实际汇率波动的主要原因。从这个角度来看,国际因素在实际汇率波动中起主导作用。

2. 波动来源之二:可贸易品与不可贸易品的相对价格波动。可贸易品与不可贸易品的相对价格波动主要由“巴拉萨—萨缪尔森效应”(简称巴萨效应)来解释,即以贸易品和非贸易品生产力差作为解释PPP与实际汇率发生系统性偏离的原因(Cheung et al, 2007)。该理论的主要内容是:贸易部门作为开放部门,面临的竞争更加激烈。当贸易品部门技术进步带来工资上升时,获益将蔓延到整个经济系统。获益过程首先是通过劳动力市场流动使得非贸易品部门的工资提高,其次是工资的提高带来的对非贸易品部门产品的需求增加及产品价格上升。在增加非贸易品部门收入的同时整体价格水平上涨,实际汇率升值。因此巴萨效应意味着生产力提升越快的国家收入增长越快,一般价格水平上升最终带来实际汇率升值(Balassa, 1964; Samuelson, 1964)。

正如大多数文献在测算均衡实际汇率时要先经过巴萨效应调整一样,本文同样认为基于巴萨效应的实际汇率波动是向均衡波动的过程。因此在计算均衡实际汇率时应该先根据不同国家的发展水平进行调整,否则将导致富国实际汇率被低估,穷国实际汇率被高估(Rodrik, 2008)。但巴萨效应并不总是发挥作用,从而导致实际汇率偏离均衡,其原因在于巴萨效用是否发挥作用存在两个前提条件:一是一价定律是否存在;二是工资水平能否得到及时调整。一价定律存在的条件已在前文做出分析,对于工资调整问题,多数研究认为发展中经济体存在着大量的剩余劳动力,工资随着物价变动调整不够及时(Repetti, 2012)。当实际工资得不到充分调整时,实际汇率可以看成是相对成本的一个代理变量,如果某个国家的生产率增长与基准国(如美国)相同,那么实际有效汇率就是一个恰当的成本指标。如果其他条件相同的情况下一国生产率提高较快,“超额的”增长相当于在国内通胀没有任何提高的情况下实现了实际贬值,并且随着该经济体生产率的提升,贬值程度会逐渐加重(Bhalla, 2012)。现实中不乏“收入快速增长的国家货币不仅没有伴随着实际汇率的升值,反而不断贬值”的情形出现。由此可以认为,巴萨效应发挥作用的程度越低,实际汇率偏离程度越严重。

通过以上分析得到的结论是:当购买力平价假设不成立时,实际汇率发生偏离的原因多存在于理论层面,充分就业不满足以及价格未随名义汇率发生等量变动的的原因都难以被量化,其中涉及的影响机制复杂且难以辨析。对实际汇率波动进行分解之后这一问题得到了改进,实际汇率波动来自于—价定律偏离和巴萨效应两部分。实际汇率波动和实际汇率偏离是不同的概念,波动可能带来偏离也可能减少偏离。本文认为—价定律偏离带来的实际汇率波动加重了偏离程度,而巴萨效应带来的波动使得实际汇率更加接近均值。两种波动效应同时存在并相互影响,—价定律的偏离会削弱巴萨效应。虽然此前有学者研究得出实际汇率波动的主导因素,但相关的分析并不完善。变量之间的逻辑关系应该是:如果—价定律偏离占主导,那么巴萨效应发挥作用可能性更小,实际汇率偏离程度更加严重;如果巴萨效应占主导,说明—价定律偏离较小,实际汇率更接近其均衡值。当然,这一结论还需要后续更加严格的实证分析和检验。

#### 四、维持实际汇率低估需要辅之以什么样的政策

如前文所述,巴萨效应意味着一国货币应该随着相对生产率的提升而升值。巴萨效应不成立以至于实际汇率长期维持低估状态,除了一价定律偏离等原因之外,还可能受到政策行动的影响。Bhalla(2012)认为偏离巴萨效应的贬值过程可以解释实施显著的货币干预政策和拥有强大外汇储备的国家(即发展中国家,特别是东亚国家)实际汇率变化中很大的一部分。根据Bhalla测算,在世界范围内,发达经济体的实际汇率靠近均衡位置(汇率的自由市场规模很大,发达经济体几乎不可能遵循低估政策)。在发展中国家中,中国实际汇率的预测值和实际值之间的差距一直是最大的。

早期研究多认为政府干预无法通过影响名义汇率来改变实际汇率(Stockman, 1987; Lastrapes, 1992),但在实际汇率偏离之后向购买力平价恢复的过程中,一国政府,尤其是工业部门受到政府不合理管制的发展中国家可以通过不同的政策手段维持较低的名义汇率,比如通过干预外汇市场、管制资本流动等政策(Easterly, 2005)来影响实际汇率水平(Korinek & Serven, 2010)。由此看来,实际汇率可以作为一个政策变量,通过补充性政策手段进行操

作,这在发展中国家更易实现。

对实际汇率如何作为“政策工具”进行操作方面,Dollar(1992)认为维持实际汇率低估主要通过两项政策相结合:一是在贸易品的生产过程中对进口投入品进行一定的限制,对此 Johnson et al(2007)提出了类似看法,认为亚洲国家在很大程度上是通过微观层面的制度影响出口成本,以此来维持低汇率并促进出口;二是维持实际汇率相对较小的变动,使得低估产生的激励作用长久维持。Haddad & Pancaro(2010)研究认为维持汇率低估的政策主要包括:(1)采取适度的财政紧缩,由于政策支出偏好非贸易品,对非贸易品的需求减少将带来实际汇率贬值;(2)对外汇市场进行干预,外汇储备不断积累;反通胀或者放缓价格和工资的变动等政策带来的实际贬值;(3)对资本进入进行管制,对资本流出不采取管制。Prasad et al(2007)认为由于发展中国家金融部门不发达,其吸收外资的能力有限,过多的外资流入使得一国实际汇率被高估不利于经济增长。由此看来,货币政策、财政政策、贸易政策的变动以及其他可以对金融市场造成冲击的干扰都会影响名义汇率,进而影响实际汇率的变动,但是很难指明政府具体执行的某一项政策是导致实际汇率低估的最主要原因。目前也极少有研究将某项政策量化之后考察其与实际汇率低估的关系。因此,政策在实际汇率低估中发挥的作用有待进一步探索。

综上所述,随着时间变化,贸易品价格趋于一致,实际汇率就是非贸易品价格之比,除了在高通胀经济体中,非贸易品价格变动与名义汇率变动方向相同,只是比名义汇率的变动更加迟缓。非贸易品通过逐渐调整恢复到实际汇率均值,因此经操控的实际汇率偏离不管是从经济还是政治角度来说都是很难维持的。实际汇率低估只对低收入国家在一定时期内的经济增长起作用。目前,大部分已有文献在分析实际汇率偏离所产生的经济增长效应时,也多集中在中期<sup>⑧</sup>经济增长状态,实际汇率不会长期偏离经济基本面已达成共识。

## 五、实际汇率低估如何促进贸易品部门发展

实际汇率低估意味着在其他条件不变的情况下,一国的贸易品价格变得更低,由此产生的直接作用是通过提升贸易品部门的相对竞争力促进贸易品部门的发展,这是从外部实际汇率的角度来分析两

国相对竞争力,选取本国与外国相对物价来衡量,可以反映国际市场上的交换情形。在实证分析中,具体的衡量方法是:

$$\ln RER_i = \ln(XRAT_i / PPP_i)$$

其中, $RER_i$ 为实际汇率值, $PPP_i$ 是不同货币在购买相同数量和质量商品时的价格之比,作为货币转换因子来比较同一时期内不同国家的综合价格水平。如果名义汇率( $XRAT_i$ )大于PPP,即实际汇率大于1,意味着在本国用同样数量的美元可以购买更多的商品,本国实际汇率被低估,这将刺激出口。此外,一国实际汇率低估带来的低成本意味着本国对外币融资具有更强的吸引力,Dollar(1992)认为降低实际汇率能够获得更多的外部融资,有效缓解了因为负债融资承受的压力,有利于推动贸易品部门的发展。但是实际汇率低估一定可以促进贸易品部门发展吗?答案是否定的,实际汇率低估对贸易品部门发展发挥积极作用需要具备以下条件。

### (一)外部导向型政策

Dollar(1992)对比研究95个发展中国家1976—1985年间的经济发展情况后,发现,亚洲国家的发展速度明显比非洲和拉丁美洲国家的发展速度快,对此作者给出的解释是,亚洲国家实行外部导向型的政策,坚持对外开放,让经济从贸易增长中获益。而非洲和拉丁美洲国家则是通过内部导向政策,通过实际汇率升值来鼓励非贸易品部门的发展,结果整体发展速度落后于亚洲国家。Johnson et al(2007)同样认为,亚洲国家在很大程度上依靠对外开放以及实际汇率低估带来的制造业部门发展来脱离“不发达”,这种战略被亚洲国家成功利用。Chinn & Ito(2008)研究指出,开放度指标在经济增长中发挥的作用并不显著,只有在引入实际汇率指标后,显著性才会得到改善。这意味着,如果一个经济体是开放的,且其货币也具有竞争力,则该国很可能实现快速增长。

### (二)贸易品部门不发达

Rodrik(2008)认为发展中国家制度不健全和市场失灵问题对可贸易品部门不利影响更大(相对于不可贸易品部门而言),从而造成实际资源分配的扭曲,进而严重压制了可贸易品部门的发展。由于上述市场扭曲因素是在长期发展中形成的,短期内得到改善的可能性不大。因此,如果可以合理采用实际汇率低估这种“次优”手段,将贸易品部门的竞争力激发出来,就可以缓解上述贸易品部门的“扭曲”

状态,促进可贸易品部门发展。总而言之,不管是实际汇率低估带来的价格优势还是作为发展中国家的“次优调整手段”,都会对贸易品部门发展发挥积极作用。

### (三)二元经济结构

实际汇率低估要对经济增长在中短期内发挥作用,发展中国家的二元经济结构是不可或缺的外在条件,依据巴萨效应,贸易品部门的快速发展应该伴随着整个经济体工资水平的上涨,但是由于剩余劳动力的存在使得资本投资回报不会下降,工资上升缓慢才使得政策存在可操作的空间,Glüzmman(2012)和Rapetti et al(2012)也对该问题进行了详细阐述。Porcile & Lima(2010)分析认为,经济增长受到经常账户平衡约束,发展中国家的二元经济结构使其劳动力供给弹性较低,可以在经济增长过程中避免汇率高估带来的经常账户赤字,维持良好的竞争力水平。但在此过程中,随着经济结构方式的转变,市场扭曲因素逐渐得到矫正,制度不健全的状况得到改变,继续维持低估汇率的政策实施空间变小,由实际汇率低估带来的经济增长效应逐渐减弱。

还有一些观点虽然认可实际汇率低估可以促进经济增长,但是并不认为实际汇率低估首先带来的是贸易品部门的发展。Glüzmman et al(2012)测算了实际汇率低估对GDP各组成部分(消费、投资、进口和出口)的影响,发现对发展中国家而言,实际汇率低估不会对贸易品部门产生显著影响,但会影响到国内储蓄、投资以及就业。之所以得到这一不同结论,是因为该文认为,与贸易品部门相比,一国非贸易部门(如服务业)更偏重技术密集型生产,更容易受到一国制度和监管质量的影响,而贸易品部门可以通过将产业转移到海外而避免国内制度及监管缺陷带来的影响,这与之前所梳理的条件之二相违背。

以上分析认为在满足对外开放、贸易品部门弱小(存在扭曲)、二元经济结构这些条件时,实际汇率低估可以促进贸易品部门发展。但需要明确的是,上述三点只是贸易品部门发展的必要条件而非充分条件。贸易品部门通常具有规模经济效应,该部门发展对增长的积极作用可以维持相当一段时间。

## 六、实际汇率低估如何促使经济增长提速

从供给层面上看,经济增长可以从宏观和微观

两方面来考察:宏观角度研究的是一国在没有外源性技术进步的情况下如何通过要素积累维持增长;微观角度是将技术进步内生化的,认为技术进步可以提高生产效率进而促进经济增长。本小节将依据上述逻辑对实际汇率低估促进经济增长的影响机制进行分析。

### (一)资本要素积累

传统观点认为,东亚经济体的成功主要来源于要素积累(Young,1995;Krugman,1994)。东亚国家通过对外贸易和投资的开放(Harrison,1996)以及更具竞争优势的汇率使得贸易品部门竞争力增强,资源不断地从非贸易品部门流向贸易品部门,资本得以积累进而推动经济增长。Gala(2008)通过构建投资与产能利用率、边际利润率之间的函数,消费与实际工资之间的函数,将实际汇率引入到资本积累的过程中。

实际汇率低估促进资本要素积累的作用机制是:汇率贬值避免了因币值升高带来的消费增加;竞争力优势使得贸易品部门的利润增加,储蓄相应增加(Gala & Rocha,2009),储蓄增加使得资本得以积累最终推动经济增长(Montiel & Servén,2008)。Glüzmman et al(2012)认为实际汇率低估降低了实际劳动收入,代表着财富从低收入家庭向高收入家庭转移,而高收入家庭的边际储蓄率更高,储蓄积攒到国内可贷资金池内,或者说从劳动者转移给本来受资金约束的企业,国内流动资金的增加将帮助受融资约束的企业更快融资,以此来增强企业的投资能力,从而增加国内投资。在实证检验方面,Bhalla(2008)的研究结果显示,实际汇率低估可以作为投资和增长一项强有力的解释,通过投资渠道,每1%的实际汇率低估将带来0.3%~0.4%的GDP增长。

### (二)生产效率的提高

在贸易品部门发展的过程中,常伴随着“干中学”(learning-by-doing)效应带来的生产效率的提高,通过维持较低实际汇率能够将资源转向工业产业,使其获得比农业部门更高的生产力(Eichengreen,2007),因此实际汇率低估除了可以为发展中经济体带来“价格优势”,还可以助其攀上“技术直滑梯”(Gala,2008)。

为什么上述效应对发展中经济体尤为显著?原因是发展中经济体制度建设不健全,政策选择总是受到各种条件的制约,导致经济目标难以实现,最优

政策(比如向贸易品部门直接提供补贴行为)受阻,此时通过实际汇率低估可以将目标实现问题“外包”给外国投资者。但不利的一面是,这将导致贸易品相对于非贸易品的价格上涨,静态代价是暂时性地减少国内经济中贸易品部门收益。但是,Korinek & Servén(2010)研究认为,低估的实际汇率在静态上产生的扭曲成本可以被资本积累的动态收益(即将“learning-by-investing”外部效应内在化)所弥补,因此维持低估的汇率是必要的。McLeod & Mil-eva(2011)的研究表明,如果人民币贬值 20%~30%,那么中国 3%的 TFP 增长率中有 1/3 应该归功于其汇率政策。

进一步地,实际汇率贬值可以通过“资本积累”和“生产效率提升”两条渠道同时影响经济增长(Gala & Lucinda, 2008)。贸易部门的生产效率往往高于非贸易品部门,实际汇率低估促使贸易品部门资本得以积累,并在生产过程中有效利用“干中学”效应实现投资和生产效率提升的良性循环。此外,随着劳动力的不断流动,“干中学”效应的外溢性将由贸易品部门(如制造业部门)拓展延伸至其他行业或部门,使得整个经济获益。在比较“资本积累”和“生产效率提升”两种渠道的重要性之后,Mbaye(2013)认为“生产效率提升”在实际汇率低估促进增长过程中发挥着更为重要的作用。

### (三)经济结构改变

贸易品部门发展在短期内改变进出口价格弹性,长期内改变进出口收入弹性,由此带来一国经济

结构改变将对增长产生显著的影响。国际收支平衡约束下的增长模型(BPCG)认为,长期均衡增长率等于进出口的收入弹性比率乘以世界其余国家的收入增长率,与实际汇率无关,该模型中的弹性假定为内生。Thirlwall(1979)通过放松内生性假定对BPCG进行拓展所得到的结论是,产品结构变动将改变模型中的弹性指标,进而改变增长的外部约束。Missio et al(2015)在此基础上的分析认为,贬值带来的经济增长效应是长期的,竞争性的实际汇率在短期内改变价格弹性,长期内改变进出口收入弹性,即通过调整经济结构放松了国际收支平衡约束,以此来刺激投资促进经济增长。类似地,Steinberg(2011)的研究得到实际汇率低估可以放松发展中国家面临的外币约束,带来短期内产出增加的结论。因此实际汇率低估有助于调整和完善发展中国家的经济结构,可以将实际汇率低估作为制度改革的一项替代性措施。

总而言之,实际汇率能够影响经济体的生产力和生产结构。保持一个竞争性的实际汇率将带来一国贸易品部门资本积累和生产效率提升,增加部门利润及其自我融资能力,通过影响资金的可得性促使相关企业提出新的投资计划,或者进行研究和创新,修正了企业的竞争和盈利模式,最终带来一国经济结构的改变,以上都将对经济增长产生显著的积极影响。通过梳理分析,本文试图将实际汇率与经济增长的相互影响机制形成一个较为完整的理论系统,见图 1:

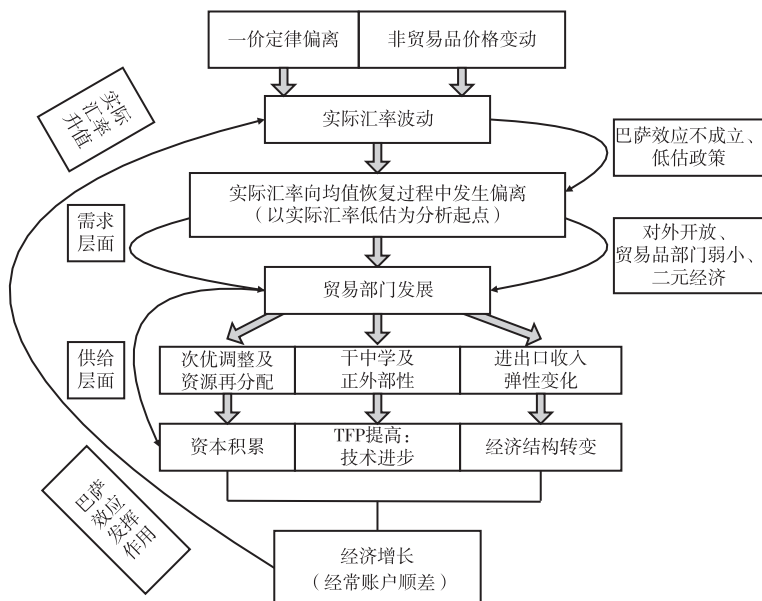


图 1 实际汇率与经济增长的相互影响机制

如前文所述,在一定条件下实际汇率低估能够提升一国外贸盈余,促进经济增长甚至增加国内就业,使经济体获益。但如果这一方法是以别国利益为代价,无疑会招致别国报复,进一步,若所有国家都试图使其实际汇率低估,则将加剧全球失衡,维持实际汇率低估并不容易也不可持续。Haddad & Pancaro(2010)论述了维持实际汇率低估政策需要付出的代价:一是低估导致低收益的外汇储备,降低社会资金流动性;二是束缚一国货币政策,使其无法作为实现国内经济目标的工具,导致人为的过多借贷和投资,经济发展过热;三是长期维持低估政策相当于对贸易企业进行补贴,在降低金融部门发展动力的同时增加纳税人负担;四是维持实际汇率低估政策将受到国外有影响力的贸易产品生产者的施压,银行和企业缺少套利市场,在阻碍非贸易品市场发展的同时带来不公平,最终导致投资低效率。

从中期到长期,上述不利影响一定会逐渐体现,采取上述低估政策的政府应该在经济依旧繁荣,信心依旧高涨,或者当执行这一政策的收益和成本维持平衡,即资源已经从农业部门转向工业部门,部门之间的生产力差异已基本消除,经济发展重心转移到非贸易部门的同时,退出这一政策。随着经济体的发展和成熟,实际汇率低估发挥作用的条件将不复存在,即使政府强制性令其货币贬值,经济体也将无从受益。当然,要判断出实际汇率低估发挥作用的终点是困难的,要结合经济体发展的各个方面去考察。

## 七、结论

本文试图通过文献梳理说明实际汇率低估促进经济增长的作用条件。满足购买力平价的实际汇率稳定不变,即使偏离发生,也会在一定时期内恢复均衡,形成一条回到起点的循环路径。但实际汇率内生性难以通过实证检验,这一结果对发展中国家尤为显著。实际汇率为什么会发生偏离?通过文献梳理分析认为:在实际汇率的波动来源中,一价定律偏离程度越大,实际汇率偏离越严重;巴萨效应发挥作用越大,实际汇率越接近其均衡值。当然这一结论还需要后续更加严格的实证分析和检验。

除市场因素带来的实际汇率偏离之外,一国政府可以通过实施相应的货币政策、财政政策、贸易政策以及其他能够对金融市场造成冲击的干扰来影响实际汇率的变动。本文将相关文献中提到的实际汇率低估政策进行梳理,但很难说明政府执行的某一

项政策是导致实际汇率低估的关键原因。目前也极少有研究将某项政策量化之后考察其与实际汇率低估的关系。政策在实际汇率低估中发挥的作用有待我们进一步探索。

贸易品部门的发展通常具有规模经济效应,实际汇率低估通过促进贸易品部门发展带动经济增长,并使增长外溢效应在一定时间段内得以维持。但该机制发挥作用需要具备以下条件:外部导向型政策、贸易品部门弱小(存在扭曲)以及存在二元经济结构。在上述条件配合之下,实际汇率通过促进贸易品部门发展,进而提升整个经济体的资本要素积累、全要素生产率,最终可能引发经济结构变革,从供给层面提升经济增速。本文最终将实际汇率与经济增长的相互影响机制形成一个较为完整的理论系统。

实际汇率维持低估以及实际汇率低估促进经济增长均需要一定条件。若前提条件不存在,经济无法从实际汇率低估中获益。此外,实际汇率低估促进经济增长只是在发展中国家的特定发展阶段内发挥作用,随着经济体的发展和成熟,实际汇率偏离不管是从经济还是政治角度来说都难以维持,当经济进入新常态,实际汇率不可能被持续低估,或者即使被低估,一国经济也无法从中获益。从中期到长期,实际汇率低估带来的不利影响逐渐体现,采取低估政策的政府应该在适当时机退出这一政策。当然,要判断实际汇率低估发挥作用的终点是困难的,需要结合经济体发展的各个方面去考察。

### 注:

①②马克思:《资本论》,人民出版社1975年版,p.358,p.650。

③中期一般指五年,五年之内实际汇率偏离将对经济增长产生显著影响。

### 参考文献:

- Aghion, P. et al(2009), "Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development", *Journal of Monetary Economics* 56(4):494-513.
- Balassa, B. (1964), "The purchasing power parity doctrine: A reappraisal", *Journal of Political Economy* 72(6):584-596.
- Berg, A. & Y. Miao(2010), "The real exchange rate and growth revisited: The Washington Consensus strikes back?", IMF Working Paper, No. 10/58.
- Betts, C. M. & T. J. Kehoe(2006), "US real exchange rate fluctuations and relative price fluctuation", *Journal of Monetary Economics* 50(7):215-244.
- Betts, C. M. & T. J. Kehoe(2008), "Real exchange rate



- movement and the relative price of non-traded goods”, NBER Working Paper, No. 14437.
- Bhalla, S. S. (2008), “Economic development and the role of currency undervaluation”, *Cato Journal* 28(2):313–340.
- Bhalla, S. S. (2010), “Indian economic growth 1950–2008: Facts & beliefs, puzzles & policies”, in: S. Acharya & R. Mohan (eds.), *Essays in Honor of Montek Ahluwalia*, Oxford University Press.
- Bhalla, S. S. (2011), “Euro and the yuan: Different peas in the same pod”, *Comparative Economic Studies* 53(3): 355–381.
- Bhalla, S. S. (2012), *Devaluing to Prosperity: Misaligned Currencies and Their Growth Consequence*, Peterson Institute.
- Baumol, W. J. et al (1989), *Productivity and American Leadership*, MIT Press.
- Cassel, G. (1918), “Abnormal deviations in international exchanges”, *Economic Journal* 28(112):413–415.
- Cheung, Y. W. et al (2001), “Market structure and the persistence of sectoral real exchange rates”, *International Journal of Finance & Economics* 6(2):95–114.
- Cheung, Y. W. et al (2007), “The overvaluation of Renminbi undervaluation”, *Journal of International Money and Finance* 26(5):762–785.
- Chinn, M. D. & H. Ito (2008), “A new measure of financial openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice* 10(3):309–322.
- Corsetti, G. & P. Pesenti (2001), “Welfare and macroeconomic interdependence”, *Quarterly Journal of Economics* 116(2):421–445.
- Dollar, D. (1992), *Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976–1985*, The University of Chicago Press.
- Dornbusch, R. (1987), “Exchange rate and prices”, *American Economic Review* 77(1):93–106.
- Dornbusch, R. (1988), “Real exchange rates and macroeconomics: A selective survey”, NBER Working Paper, No. 2775.
- Easterly, W. (2005), “National policies and economic growth: A reappraisal”, in: P. Aghion & S. N. Durlauf (eds), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.
- Edwards, S. (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries*, MIT Press.
- Eichengreen, B. (2007), “The real exchange rate and economic growth”, *Social and Economic Studies* 56(4):7–20.
- Eichengreen, B. & P. Gupta (2012), “The real exchange rate and export growth: Are services different?”, MPRA Working Paper, No. 43358.
- Engel, C. (1999), “Accounting for U. S. real exchange rate changes”, *Journal of Political Economy* 107(3):507–538.
- Frenkel, J. A. (1978), “Purchasing power parity: Doctrinal perspective and evidence from the 1920’s”, *Journal of International Economics* 8(2):169–191.
- Gagnon, J. (2006), “The effect of exchange rates on prices, wages, and profits: A case study of the United Kingdom in the 1990s”, *International Economic Journal* 20(2): 149–160.
- Gala, P. (2008), “Real exchange rate levels and economic development: Theoretical analysis and econometric evidence”, *Cambridge Journal of Economics* 32(2):273–288.
- Gala, P. & C. R. Lucinda (2008), “Exchange rate misalignment and growth: Old and new econometric evidence”, *Revista Economica* 7(4):165–187.
- Gala, P. & M. Rocha (2009), “Real exchange rates, domestic and foreign savings: The missing link”, *Anais do XXXVII Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Foz do Iguaçu*.
- Genberg, H. (1978), “Purchasing power parity under fixed and flexible exchange rates”, *Journal of International Economics* 8(2):247–276.
- Glüzmann, P. A. et al (2012), “Exchange rate undervaluation and economic growth: Díaz Alejandro (1965) revisited”, *Economics Letters* 117(3):666–672.
- Glüzmann, P. A. (2012), “Real exchange rate misalignments and growth”, NBER Working Paper No. 6174.
- Haddad, M. & C. Pancaro (2010), “Can real exchange rate undervaluation boost exports and growth in developing countries? Yes, but not for long”, Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network, No. 20.
- Harrison, A. (1996), “Openness and growth: A time-series, cross-country analysis for developing countries”, *Journal of Developing Economics* 48(2):419–447.
- Henrique, P. & V. W. Baer (2014), “Real exchange rate and manufacturing growth in Latin America”, *Latin America Economic Review* 23(2):1–17.
- Isard, P. (1977), “How far can we push the ‘law of one price’?”, *American Economic Review* 67(5):942–948.
- Ito, T. et al (1999), “Economic growth and real exchange rate: An overview of the Balassa-Samuelson hypothesis in Asia”, in: T. Ito & A. O. Krueger (eds), *Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues*, University of Chicago Press.
- Johnson, S. et al (2007), “The prospects for sustained growth in Africa: Benchmarking the constraints”, IMF

- Working Paper, No. 07/52.
- Kaldor, N. (1978), *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth.
- Knetter, M. M. (1993), "International comparisons of pricing-to-market behavior", *American Economic Review* 83(3):473-486.
- Korinek, A. & L. Servén(2010), "Undervaluation through foreign reserve accumulation: Static losses, dynamic gains", World Bank Working Paper, No. 5250.
- Krugman, P. (1994), "The myth of Asia's miracle", *Foreign Affairs* 73(6):62-78.
- Lane, P. R. (2001), "The new open economy macroeconomics: A survey", *Journal of International Economics* 54(2):235-266.
- Lastrapes, W. D. (1992), "Sources of fluctuations in real and nominal exchange rates", *Review of Economics and Statistics* 74(3):530-539.
- Lewis, W. A. (1954), "Economic development with unlimited supplies of labour", *Manchester School* 22 (2):139-191.
- MacDonald, R. & F. Vieira(2010), "A panel data investigation of real exchange rate misalignment and growth", CESifo Working Paper, No. 306.
- Mbaye, S. (2013), "Currency undervaluation and growth: Is there a productivity channel?", *International Economics* 133(5):8-28.
- Mckinnon, R. & G. Schnabl(2006), "China's exchange rate and international adjustment in wages, prices, and interest rates", *CESifo Economic Studies* 52(2):276-303.
- McLeod, D. & E. Mileva(2011), "Real exchange rates and productivity", Fordhan University Department of Economics Discussion Paper Series, No. 2011-04.
- Missio, F. J. et al(2015), "Real exchange rate and economic growth: New empirical evidence", *Metroeconomica* 66 (4):686-714.
- Montiel, P. J. & L. Servén(2008), "Real exchange rates, saving and growth: Is there a link?", World Bank Working Paper, No. 4636.
- Obstfeld, M. & K. Rogoff(1995), "Exchange rate dynamic redux", *Journal of Political Economy* 103(6):624-660.
- Parsley, D. C. & S. J. Wei(1996), "Convergence to the law of one price without trade barriers or currency fluctuations", *Quarterly Journal of Economics* 111(4):1211-1236.
- Prasad, E. S. et al(2007), "Foreign capital and economic growth", NBER Working Paper, No. 13619.
- Porcile, G. & G. T. Lima(2010), "Real exchange rate and elasticity of labour supply in a balance-of-payments-constrained macrodynamics", *Cambridge Journal of Economics* 34 (6):1019-1039.
- Rapetti, M. et al(2012), "The real exchange rate and economic growth: Are developing countries different?", *International Review of Applied Economics* 26(6):735-753.
- Rapetti, M. (2013), "The real exchange rate and economic growth: Some observations on the possible channels", University of Massachusetts at Amherst, Economics Department Working Paper Series, No. 167.
- Rodrik, D. (2008), "The real exchange rate and economic growth", *Brooking Papers on Economic Activity* (2):365-412.
- Rogoff, K. (1996), "The purchasing power parity puzzle", *Journal of Economic Literature* 34(2):647-668.
- Romer, P. M. (1986), "Increasing returns and long-run growth", *Journal of Political Economy* 94(5):1002-1037.
- Romer, P. M. (1987), "Growth based on increasing returns due to specialization", *American Economic Review* 77 (2):56-62.
- Sallenave, A. (2010), "Real exchange rate misalignments and economic performance for the G20 countries", *International Economics* 121(1):59-80.
- Samuelson, P. A. (1964), "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics* 46(2):145-154.
- Sarno, L. (2001), "Toward a new paradigm in open economy modeling: Where do we stand?", *Federal Reserve Bank of St. Louis* 83(5):21-36.
- Steinberg, J. (2011), "Real exchange rate undervaluation, financial development and growth", Available on <https://www.economics.utoronto.ca/steinberg/files/rerpaper.pdf>.
- Solow, R. M. (1970), *Growth Theory: An Exposition*, Clarendon Press.
- Stockman, A. (1987), "The equilibrium approach to exchange rates", *Economic Review* 73(2):12-30.
- Swan, T. W. (1956), "Economic growth and capital accumulation", *Economic Record* 32(2):334-361.
- Thirlwall, A. P. (1979), "The balance of payment constraint as an explanation of international growth rate differences", *BNL Quarterly Review* 32(128):45-53.
- Young, A. (1995), "The tyranny of numbers: Confronting the statistical realities of the East Asian growth experience", *Quarterly Journal of Economics* 110(8):641-680.
- Yueh, L. (2010), *The Economy of China*, Edward Elgar.

(责任编辑:刘新波)