

# 汇率脱离之谜及其理论解释

宋世方

**摘要：**汇率脱离之谜是实证检验发现的汇率变化与宏观基本变量变化与汇率理论不符的现象，它特有的理论和政策意义吸引了众多经济学家从各个角度对此进行探讨，汇率理论也由此得到丰富和发展。贸易成本、市场定价、价格指数构造以及汇率的微观结构理论等是解释汇率脱离的基本理论线索。对汇率脱离现象用一个统一的表达式描述，并以此为基础探讨汇率脱离之谜的各种理论。

**关键词：**汇率脱离之谜 购买力平价 汇率传递 市场定价

作为两国货币的比价，汇率理论是在两国货币、利率、价格、产出等基本变量关系的基础上建立的。然而大量汇率理论的实证检验表明，汇率变化与基本变量变化的关系并不显著，这一现象被称为汇率脱离之谜。解释汇率脱离之谜具有重要的理论和政策意义。就理论上讲，它关系着传统汇率理论是否正确、是否需要修正以及如何修正；从政策方面看，它关系着汇率调节手段是否有效。正因为如此，汇率脱离之谜吸引了众多的经济学家在汇率理论方面的研究，使汇率理论更加丰富。本文试图用一个统一的框架描述和理解现有理论对汇率脱离之谜的解释。

## 一、汇率脱离之谜及其一般理论表达

传统汇率理论是以两国宏观经济变量之间的关系构筑的，汇率赖以确定的这些经济变量（如价格、货币、利率、产出等）被称为基本变量（Fundamental）。然而，大量的实证研究却显示，汇率相对于基本变量具有更大的波动性，汇率变化并没有按照汇率理论预言的程度和速度传递给基本变量。在早期的实证研究中，Meese 和 Rogoff (1983) 就发现用标准的宏观经济汇率模型对汇率的短期和中期预测得出的结果，并不比最简单的随机游走模型更好；Baxter 和 Stockman (1989) 通过研究固定汇率到浮动汇率转变，也发现名义汇率和实际汇率的剧烈变动并没有伴随着诸如产出、消费、贸易量以及政府支出等宏观基本变量的同等程度的变动。随后的大量实证研究几乎无一例外地证实了上述结论（如 Frankeland Rose, 1995; Taylor, 1995; Philippe Bacchetta 和 Eric V. Wincoop, 2000 等）。汇率与经济基本变量之间较低的

关联度被称为汇率脱离之谜 (Exchange Rate Disconnect Puzzle)。

一部分经济学家试图从实证本身解释汇率脱离现象，但更多的研究是通过修正现有汇率理论或提出新的汇率理论来提供新的解释。尽管纷繁的理论解释千差万别，用统一的表达方式将这些理论解释联系在一起仍然是可能的，这也正是本文使用的方法。如果用  $x(x^*)$  表示本国(外国)的某一宏观经济变量，由基本变量确定的汇率  $e$  通常可以表示为  $e = x - x^*$ 。对  $x - x^*$  的不同解释对应着不同的汇率理论：在购买力平价理论中，它表示两国价格水平差额（对数形式的价格和汇率）；在利率平价中，它表示两国利率差额（汇率则表示预期或远期变动率）。该表达式一方面说明，两国经济变量的相对变化将等价地转化为汇率的变化（反之亦成立）；另一方面也表明，当汇率标价法给定时，两国同一经济变量对汇率的影响方向是相反的。如果此式不成立，则表明存在一个不等于零的  $q$ ，使得

$$e = q + (x - x^*) \dots\dots\dots (1)$$

则  $q$  表示汇率变动无法用基本变量变化解释的“汇率脱离”。

根据(1)式，本文把汇率之谜的理论解释分解为下面几个线索：一是  $q$  代表特定的经济含义，具有独立的存在性。交易成本、真实汇率都可归结为这种解释。二是对基本变量  $x$  行为的解释，即由于它的变化不能完全反映到汇率变化上，或者不能完全反映汇率的变化，必然在二者之间产生一个差额  $q$ 。市场定价、不可贸易商品的作用以及新开放宏观经济学建立的汇率与各种基本变量之间的关系都属于这种解释。上述两种解释都是在基本变量框架内寻

找汇率脱离的原因,第三种解释是考虑非基本变量(如信息、预期、对待风险的态度等)的影响,汇率的微观结构理论正是这方面的最新成果。下面我们将沿着这一线索从上述几个方面介绍汇率理论的研究是如何破解汇率脱离之谜的。

## 二、购买力平价中的贸易成本与真实汇率

将(1)式中的  $x$  解释为商品价格,(1)式反映的就是购买力平价关系。购买力平价源于一价定律。如果一价定律总是成立,一定的货币在不同的国家的购买力总是相等,消费者也不存在汇率风险。然而消费者手中货币的购买力不应当用单个商品的价格衡量,而应该用货币对所有商品的购买力——消费者价格指数 CPI 来衡量。如果 CPI 对构成它的所有价格是一次齐次的,并且每一种商品都符合一价定律时,国外的消费者价格指数也用同样篮子商品的价格表示,那么绝对购买力平价就具有以下形式: $E=CPI/CPI^*$ ,其对数形式为  $e=p-p^*$ 。如果购买力平价不成立,并假设差额为  $q$ ,则(1)式便具有下述形式: $e=q+p-p^*$ ,这就是购买力平价之谜的表述。

汇率脱离之谜的主要表现形式之一是购买力平价之谜。由于购买力平价的前提条件之一是 CPI 中的每一种商品都符合一价定律,对购买力平价是否存在偏离的最直接的检验是商品市场的一价定律是否成立。事实上,正反两方面的例子都很容易得到。例如,Kenneth Rogoff (1996) 通过对比黄金与麦当劳巨无霸汉堡在世界各地的价格,表明黄金基本符合一价定律,而巨无霸汉堡用美元表示的价格在各地存在巨大差别,如在瑞士的美元价格接近在中国美元价格的 5 倍。显然,前者在世界各地存在着统一市场,无摩擦套利在极短的时间内就会轧平各地市场出现的价格差异。后者则不同,尽管巨无霸汉堡与黄金一样在世界各地是同质的,它的不可(长久)保存性使它具有与鲜活产品或者服务一样的性质使该商品套利行为难以发生;更为重要的是,该产品经营的垄断性使得套利成本无穷大。于是,贸易成本就成为购买力平价之谜的最基本的解释。

贸易成本不仅产生两国商品价格的直接隔离,而且还影响汇率的调节速度。贸易成本导致绝对购买力平价不成立是显然的,如果它不是由价格或汇率内生地决定,它并不影响相对购买力平价的成立。尽管如此,它仍可能影响外生性冲击发生后汇率恢复均衡的调节速度。广义的贸易成本包括运输成本、威胁使用或正在使用的关税或非关税措施、信息成本、要素缺乏流动性以及不同的产品使用标准、习

惯、安全要求等等。所有这些因素都是由各种形式的贸易摩擦所产生的市场分割的结果,基于这一认识,Rogoff(1996)将贸易摩擦视为产生购买力平价偏离的基本原因。这些摩擦成本在名义汇率与相对价格之间形成缓冲,使得汇率的变动不能立即全部传递给相对价格(Taylor,PeelandSarno,2001)。

交易成本对汇率变化的一种影响是导致汇率的非线性调整。Asaf Zussman (2002) 利用不动带(Band of Inaction)概念证明了这一影响。由于交易成本限制了套利空间,围绕购买力平价存在一个不动带,在不动带以内,交易成本完全限制了商品套利的可能;在不动带以外,套利仍将发生。这两种情形的区分使汇率调节产生非线性:对于超出不动带的较高的购买力平价偏离,套利作用将驱使购买力平价做快速调节;反之,PPP 偏离如果发生在不动带之内,套利不起作用,汇率则呈现随机游走。如果套利是瞬时的,汇率的变动在套利作用下会限制在不动带之内。交易成本的另一种影响是使消费更具本地倾向。Fitzgerald(2005)把交易成本与专业化生产结合在一起解释了它对购买力平价偏离的影响。生产的专业化割断了本国产品和进口商品的价格联系,限制了汇率波动向本国商品价格的传递。由于一国的 CPI 是国内外商品价格的加权平均,汇率变化对本国 CPI 的影响依赖于进口商品在消费中的比重和进口的来源结构。本国商品消费比重越大,汇率变化对 CPI 的影响越小。交易成本增加本国商品消费倾向,从而减弱了汇率变化对本国消费价格水平的影响。

在购买力平价关系中, $q$  独立存在的第二种解释是真实汇率。真实汇率反应的是两国商品的交换比率,如果两国相对价格水平的变动不能完全转化为名义汇率的变动或者是名义汇率的变化不是传递给价格,其剩余部分都反映为真实汇率的变化。事实上,所有对购买力平价的偏离都表现为真实汇率的变化。但是,真实汇率的变化有其独立的真实因素,如生产率的变化、消费偏好的变化等。真实汇率变化的实证研究显示,在短期,汇率的波动显示随机游走特点;在长期,真实汇率受到冲击后恢复的半衰期长达 3~5 年。毫无异议,根据购买力平价教义(PPP Doctrine),真实汇率受到冲击后,在长期总会回到由真实经济活动决定的长期均衡点,以恢复名义汇率在长期与相对价格的稳定关系,然而长达 3~5 年的半衰期用价格变化仍然无法解释,因为价格恢复的半衰期仅为 1~2 年(Kenneth Rogoff,1996)。

对真实汇率短期变动的解释因素有价格粘性、经常账户和政府支出。价格粘性是 Dornbusch

(1976) 汇率超调理论的核心假设,由于价格在短期不发生变化,货币冲击发生后只能由利率的变化恢复货币市场均衡,并通过无抵补利率平价引起即期汇率的变动。由于货币在长期是中性的,货币冲击的长期效应将反映在价格变化上,真实汇率最终也将调整到它的长期均衡水平,购买力平价得到恢复。显然,短期名义汇率的变动对应的是真实汇率的变化而不是相对价格变化。经常账户差额反映了两国商品的相对需求强度,由偏好、收入等因素变化产生的需求变化会产生经常账户差额的变化,并促使真实汇率进行调整。正如 Krugman(1990) 指出的,由于两国消费模式不同,短期冲击如果改善一国经常账户,真实汇率就必须发生变化以平衡贸易差额。从经常账户动态调整来看,它与真实汇率的关系取决于冲击的性质:由技术创新产生的永久性冲击会导致本国真实汇率持久性贬值,而由货币产生的暂时性冲击则使本国真实汇率产生短期升值,并改善经常账户(Obstfeld and Rogoff, 1995)。真实汇率独立变化的另一个来源是政府购买。Froot 和 Rogoff(1991) 认为与私人支出相比,政府支出更多地集中于不可贸易商品,所以,政府支出的增加会通过可贸易商品与不可贸易商品的结构影响真实汇率。

### 三、购买力平价中的价格行为： 市场定价与不可贸易商品

如果(1)中的  $q$  不具有独立的经济含义,那么它只能是名义汇率与两国相对价格变化差额的结果。如果相对价格的变化不能完全反映汇率的变化,该差额就会产生,并导致购买力平价不成立。有两种理论可以在此意义上解释购买力平价的偏离:一是市场定价行为(Pricing to Market),二是价格指数的构造因素。

市场定价(或当地货币定价,Local Currency Pricing)是具有垄断力的出口商根据进口国的需求弹性用进口国货币确定出口商品的销售价格,它是由市场分割引起的。市场分割产生三级价格歧视,不同国家的消费者在此价格歧视下要为同种商品支付用同种货币表示的不同的价格。市场定价的直接结果是汇率变化的不完全传递(Incomplete Pass-through),因为出口商面临汇率的变化,调整的不是输往目的地国的货币价格,而是成本加成。对于不变的边际成本  $MC$ ,出口商在其国内的销售价格为  $P^* = MC$ ,如果出口到  $i$  国的商品加成有如下形式:  $1 + \mu_i(E_i)$ ,其中  $\mu_i(E_i)$  是由出口目的地国家  $i$  的需求弹性决定的对出口到该国的商品实行的边际成本加成率( $E_i$  是出口国与进口国  $i$  之间的货币比价),那么其对进口国  $i$  的当地货币定价为 (Goldberg 和

Knetter, 1997):  $P_i = E_i [1 + \mu_i(E_i)] P^*$ 。如果进口需求弹性随价格上升而递增(线性需求就是如此),由垄断厂商加成定价的一般规则可知,成本加成率必然随汇率上升而下降( $d\mu_i/dE_i < 0$ ),这样,由于汇率变化产生的当地货币的调整就部分地被成本加成率的反向变化所抵消,汇率变化的不完全传递导致购买力平价不再成立。其实,上式对数化后,  $1 + \mu_i(E)$  对应的恰好是(1)式中的  $q$ 。

除了出口商之外,经销商的加成定价同样会产生汇率的不完全传递。正如 Linda S. Goldberg 和 Jos é M. Campa (2004) 所指出的,考虑到贸易成本,商品套利一般不会发生在消费者身上,而是由经销商进行,零售环节的加成定价使大部分汇率变动隔离于消费者之外,由消费者到批发商的进口价格传递链条增加,时间延长,较高的分销利润使得汇率传递在进口价格(或边界价格)与进口国消费价格之间形成缓冲。Obstfeld 和 Rogoff (2000), Burstein、Neves 和 Rebelo (2003) 的分析中都引入分销利润来解释边界价格(Border Price)与消费价格的差别。由于经销商的成本加成定价,汇率变动传递给进口价格部分要高于传递到消费者价格部分,由消费者价格指数反映的两国相对价格变化就会低于汇率的变化。根据 Mordechai E. Kreinin (1977) 的估计,美国进口商品的汇率传递率为 50%、德国为 60%,而日本为 70%。这就是说剩余的 50%、40% 和 30% 的汇率变化都被成本加成的变化所抵消。

导致购买力平价不成立的价格行为的第二个来源是消费者价格指数中的价格结构。首先,除了每一种商品都符合一价定律的要求外,购买力平价成立还要求两国篮子商品的结构相同。但是,各国构造价格指数的目的并不是用于衡量购买力平价,各国之间也不存在统一篮子商品的选取标准,不同的篮子商品构造成为购买力平价偏离的潜在因素。

其次,考虑到 CPI 中包含不可贸易商品价格因素,即使所有的可贸易商品都符合一价定律,不可贸易商品价格的变化仍然会导致购买力平价的偏离。如果把一国的 CPI 表示为可贸易商品(T)和不可贸易商品(NT)价格的科布-道格拉斯函数形式,并且假定贸易商品总是满足一价定律,根据实际汇率的定义可以得出  $E = Q^{-1/(1-\alpha)} \cdot (P_{NT}/P_{NT}^*)$ ,其中  $E$  为名义汇率, $Q$  是真实汇率, $\alpha$  是可贸易商品价格权重。这是汇率脱离的另一种表达形式,它显示名义汇率的变化与两国不可贸易商品相对价格有关。根据所有贸易商品都符合一价定律假设,可贸易商品价格变化将被名义汇率变化全部吸收。但两国不可贸易商品相对价格的变化仍将会导致汇率的进一步变

化,并产生购买力平价的偏离。

不可贸易商品价格变动导致 PPP 偏离可由 Balassa-Samuelson 效应解释。Balassa(1964)和 Samuelson(1964)根据富裕国家在贸易商品上具有更高的相对生产率假设,得出如下结论:两国价格水平经现行名义汇率折算为同一货币后,富裕国家较之于贫困国家的价格水平更高。其原因在于,在完全竞争市场上,较高的相对生产率意味着较高的实际工资水平;但是,贸易商品部门的价格是由国际市场决定的,较高的实际工资水平只能体现在本国较高的名义工资水平上;假定劳动市场也是完全竞争的,非贸易部门的名义工资水平也会相应提高。由于非贸易部门的劳动生产率不变,该部门的均衡要求实际工资率也不变,较高的名义工资只能对应于较高的价格水平。CPI是由贸易商品和不可贸易商品价格水平组成的,在贸易商品价格水平不变的前提下,不可贸易商品的价格水平上升,CPI必然上升。Balassa-Samuelson 效应在实证上也得到支持。Ariel Burstein、Martin Eichenbaum 和 Sergio Rebelo (2003)发现汇率的较慢恢复是不可贸易商品与服务价格的较慢调整的结果,较慢的调整来源于非贸易部门的垄断。George Alessandria 和 J. Kaboski (2004)同时考虑了市场定价与不可贸易商品两个因素对购买力平价的影响,发现市场定价可以解释汇率偏离的 62%, 剩余的部分由贸易商品和不可贸易商品的相对价格解释。

通过价格行为解释购买力平价偏离的另一种理论是 Robert Dekle、Hyeok Jeong 和 Heajin Ryoo (2005)的“加总偏差”。他们用微观数据证明,出口对汇率变动是敏感的,汇率升值将导致出口下降。但是,加总的出口总量却出现汇率变动与出口量的微弱联系。为解释这一现象,他们认为最优出口量是名义汇率、商品价格和要素价格(包括进口投入要素的价格)以及要素生产力的函数。在加总的总出口函数中也应该包括这些变量。但是,一般对宏观变量的检验只考虑名义汇率与出口总量的关系,忽略了后两者,Dekle 等认为这种加总偏差正是产生汇率脱离的原因。

#### 四、汇率脱离的微观解释

如果(1)式中的  $x-x^*$  表示两国利率差额,则(1)式就是利率平价关系(其中  $e$  为汇率的变动率),对  $q$  的解释就是对利率平价偏离的解释。利率平价反映了资产市场的一价定律:在资本完全流动和两国资产完全替代假设下,用同种货币表示的两国资产的收益率相等。就像商品市场的一价定律一样,资产市场的一价定律也没有得到实证的有效支持,

这一点从远期汇率并非未来汇率的无偏估计这一结论中得到证实。对利率平价偏离的传统解释包括交易成本、风险溢价、理性投机泡沫和比索问题(Peso Problem)、新闻模型等。William Miles 和 Marc D. Weidenmier(2004)检验了包括金本位时期在内的美元与英镑的抵补利率评价,结果显示在金本位时期,抵补套利平价的偏离较大,其中一个重要的原因是金本位时期的信息与通讯技术落后,较高的信息成本阻碍了金融市场的套利,结果导致抵补利率评价的较大偏离。如果外汇市场交易者并非风险中性,而是风险规避者,他们对不同风险程度的资产会要求不同的报酬。因此汇率变动除了反映两国利率差额,还应反映风险差别,较高的风险溢价是解释汇率脱离的重要因素(Obstfeld and Rogoff, 1998)。第三种传统解释是理性投机泡沫,它的基本思想是,一旦汇率相对于由基本因素所决定的水平有一个偏离,市场参与者在短期内将预期汇率对均衡水平的进一步偏离,于是继续购买被高估的货币,以期获得货币进一步升值带来的收益。只要投机者认为在某一期间内泡沫破灭的概率足够小,这一过程就会持续下去,造成汇率在基本经济变量没有变化(或很少变化)的情况下出现暴涨和暴跌(Blanchard, 1979; Dornbusch, 1983)。投机泡沫源于交易人的短期预期,而基于资产的长期贬值预期对即期价格产生的影响被称为“比索问题”。比索问题是经济学家在研究墨西哥比索币值变化发现的现象:币值高估使人们预期比索在未来会贬值,导致其收益率提高;这又引起更多的外资流入墨西哥,推动比索进一步升值。于是人们更加相信比索在未来某一天会以更大幅度贬值,因而要求比索资产提供更高的收益率。这样循环持续下去,将汇率推到一个不可维持的高水平上,最终导致比索的急剧贬值。这种因未来贬值预期而要求较高收益并抬高该资产当前价格的现象就是所谓的“比索问题”。最后, Mussa(1979)提出的新闻模型提供了资本市场上汇率脱离的又一种传统解释。根据理性预期的基本观点,交易者基于所有过去、现在和未来的可得信息做出的汇率预测是最好的预测。但问题是从预测时点到被预测时点之间的信息不可能都被预期到,并在其逐渐释放的过程中进一步影响汇率,这种“新闻”因素不断进入外汇市场将导致汇率的频繁波动。同时,“新闻”的不可预见性意味着“新闻”的出现对未预测到的即期汇率的影响是一个随机游走过程。

在上述金融市场上汇率脱离的理论解释中,除成本因素外,其余都可归结为非基本变量因素。非基本变量理论认为,只要货币在生产 and 效用函数中

没有任何价值,汇率就是不确定的。正如 Kareken 和 Wallace(1981) 所得出的结论,任何水平的名义汇率与均衡汇率都是相容的。预期以及改变预期的信息将导致外汇市场交易者的行为变化,并影响汇率的变动。这种变化与基本变量变化并没有直接的联系,所以由此产生的汇率变动必然导致汇率对基本变量的偏离。

上述思想在 20 世纪 90 年代进一步发展成为汇率的微观结构理论。该理论用微观信息结构解释汇率短期变化,强调交易者的同质性、信息的不完全性、交易成本以及交易过程等因素的重要性。它具有两个特点:第一,均衡汇率的产生不再是“黑箱”,而是外汇交易商在各时点的报价;第二,当前和未来的经济信息只有在影响外汇交易商的报价时才会影响汇率。订单流(OrderFlow)是微观结构理论中的关键变量,该理论的创始人 Kyle (1985) 将它定义为外汇市场上买方发起的订单与卖方发起的订单的差额,并用以测度外汇市场的购买压力。现在的研究已将订单流视为信息与汇率的转换机制,因为它体现着经外汇市场汇总后的汇率决定的基本信息。Evans (2002)、Evans 和 Lyons (2003,2004) 建立的订单流模型和检验都表明,订单流对短期汇率运动有着较强的解释力。据估计,宏观信息有一半通过订单流传递给汇率,其余部分因对微观交易没有影响,也不会传递给汇率变动,这从侧面说明订单流可以解释汇率脱离(Froot and Ramadorai, 2002)。

将信息加总的微观过程汇入到动态一般均衡模型中,即把两类微观方法结合在一起,被 Evans 和 Lyons(2004) 称之为新微观方法,该方法同时解释了与汇率脱离有关的几个谜团。汇率与基本变量的持久差异是因为,反映所有信息集的基本变量状态是逐渐得到显示的,所以,尽管汇率反映了所有公开信息,却永远无法反映所有信息。汇率相对于基本变量的波动性是因为所有的真实配置都受到理性预期错误的扭曲。真实配置的扭曲进一步诱导汇率更大的变化,因为作为资产价格的汇率需要从被扭曲变量中得到补偿,这是在局部均衡的微观结构模型中没有体现的。汇率不随宏观新闻的变化是因为微观行为(尤其是贸易)在没有公开的宏观信息情形下也传递信息,因为反应微观行为的交易流能提供比基本变量变化更直接和密切的信号;产出、货币需求、通货膨胀、消费偏好以及风险偏好等宏观变量在微观行为中的实现都要通过市场汇总为宏观变量,汇总过程的遗漏恰好是汇率脱离的源泉。

至此我们已经看到对构成汇率理论的两个最基本的假设——购买力平价和利率平价偏离的解释。

将  $x-x^*$  解释为其他宏观经济变量依赖于不同经济理论的构造,新开放动态宏观经济学在这方面显示了特殊的优势。与微观结构模型强调的外汇市场交易行为对汇率影响不同,新开放动态经济学强调的是微观经济主体的行为通过跨期均衡对汇率动态产生的影响。自从 Obstfeld 和 Rogoff (1995) 开创这一研究领域以后,建立在微观假设基础上的跨期均衡研究迅速增加 (Philip R. Lane, 2001)。这一领域的汇率研究可以在价格与利率之外,建立汇率与更多经济变量之间的联系,使  $x-x^*$  具有更多的经济含义。例如 Obstfeld 和 Rogoff (1995) 根据消费的不完全替代和贸易商品的一价定律假设,将货币植入效用函数,在稳态消费路径和价格粘性假设下可得到汇率动态与两国总需求变动的关系(所有变量都是偏离初始均衡值的百分比):  $e = (y - y^*)$ , 其中  $< 0$  是消费品之间的替代弹性,这意味着汇率变动对需求的不完全传递,也是不完全替代假设的必然结果。根据消费需求与货币需求的最优条件,可以得到汇率与消费需求和货币需求之间的短期关系:  $e = (m - m^*) - \mu (c - c^*)$ , 货币冲击会完全传递给汇率,消费需求冲击向汇率的传递取决于由货币边际效用决定的参数  $\mu > 0$ , 只要  $\mu < 1$ , 消费冲击对汇率的传递也是不完全的。

新开放宏观经济学方法作为研究汇率的有力工具在 Devereux 和 Engel (2002) 的模型中得到充分体现。他们将当地货币定价、国际市场上商品经销的异质性以及由噪音交易者产生的无抵补套利平价的随机偏差考虑进去,利用新开放宏观经济学的方法研究了汇率变动与其他经济变量之间的关系,发现上述三个因素可以解释汇率与真实经济的脱离。商品经销的异质性指的是生产厂商的出口既可以直接出售给进口国的消费者,也可以出售给进口国的经销商,并假定前者使用进口国货币定价,后者则使用出口国货币定价并由出口经销商承担汇率风险。出口商在较大的出口市场上使用进口经销商,而在较小的出口市场上则直接销售。根据新国际宏观经济学均衡结果,在完全当地货币定价下,可以得到汇率与两国货币的关系:  $e = (m - m^*) (1 + i) / (1 + i^*)$ , 其中  $\beta$  表示总需求对真实货币冲击的边际效用的反映,如果  $\beta > 1$  货币冲击将导致汇率更大幅度的波动。引入经销商的作用后,假设厂商直接销售的份额为  $\alpha$ , 其余的通过经销商销售;国外厂商直接销往本国的份额为  $\alpha^*$ , 均衡汇率具有下面的形式:  $e = (m - m^*) / (\alpha - \alpha^* - 1)$ , 这里,货币变动对汇率的传递取决于反映当地货币定价程度的参数  $\alpha$  和  $\alpha^*$ 。本币贬值增加了直销厂商的利润,但降低了 1-

\*国内经销商的利润,当  $\alpha = 1$  时,两者相互抵消;汇率变化的福利效应也相互抵消,其唯一效果是影响厂商利润,不存在任何支出转移效应,名义汇率变动对经济没有任何影响,汇率的变化为无穷大。Devereux和 Engel在模型中还进一步对金融市场进行了分析,他们引入无抵补利率平价的随机偏离作为未来汇率的预期偏差。这种由噪音交易者产生的流动性溢价虽然均值为零,但方差为无穷大。其原因在于,当地货币定价和经销商的存在消除了任何时点上汇率变动的替代效应和福利效应,如果不存在噪音交易者,未被预期到的汇率冲击将导致两国的实际利率差异,改变消费的路径,汇率的变化也被限制在经常项目对未来消费水平的调节范围内。相反,噪音交易者的存在使汇率变化不受消费变化的制约,产生更大的波动性。

## 五、小结

作为汇率理论实证的发现,汇率脱离之谜提出以后,人们从各种角度对它进行了解释。认为汇率脱离现象存在的极端观点是汇率有其自身的运动,与其他宏观经济变量无关(R.FloodandA.Rose, 1995);相反的观点则认为,在厂商水平上,显著的出口汇率弹性表明汇率脱离之谜并不存在(Robert DekleandRyoo,2002);更多的研究则是我们已经描述的,从汇率与宏观经济变量的联系机制中寻求偏离的原因,这种研究不仅使人们对汇率变动的内在机制、汇率变动向基本变量的传递机制有更深入的了解,同时也提供了审视政府的汇率政策乃至汇率制度选择的新的视角。

### 注释:

JohnWilliamson 最早将二者的低度联系称之为“错置问题”(MisalignmentProblem);Lyons(2001)则称之为汇率决定之谜(ExchangeRateDeterminationPuzzle)。ObstfeldandRogoff(2000)将汇率脱离视为国际宏观经济学六大谜团之一,并将其定义为“即便在长期,汇率与各种宏观总量之间的联系都极其微弱”的现象。

例如参数的不稳定性会导致预测结果不理想(Rossi, 2005;SarnoandTaylor,2002);广泛使用的线性化处理也会使预测变得不准确(M.TaylorandD.Peel,2000)。

(1)式中的汇率和价格既可以是取对数形式,也可以是变化率,后者就是相对购买力平价。

Lothian和 Taylor(1996)用1972-1990年的美元/英镑年度汇率数据进行的真实汇率的一阶自回归结果甚至发现真实汇率受到冲击后每年的偏离消失速度为11%,这等于接近6年的半衰期。

将  $P_1 = E_1 [1 + \alpha_1(E_1)] P^*$  中的进口国价格  $P_1$  表示为进口国价格对汇率  $E_1$  的弹性,可以得到  $q_{E_1}^1 = 1 + \frac{E_1}{1 + (E_1)} < 1$ ,这说明进口国货币贬值一个百分点,进口商品的价格增长并不到一个百分点。

这里实际上已经涉及到购买力平价的定义:是用贸易商品价格水平还是消费品价格水平表示购买力平价。持前一观点者强调商品市场套利的的作用(Ohlin,1967);持后一观点者则强调资产市场均衡对汇率的作用(Cassel,1928; Haberler,1945),现在普遍使用的是后一种表示。

Bhagwati(1984)也是基于收入水平差异解释价格水平差别,不过他使用的不是相对劳动生产率的差异,而是资本劳动比的差异。他认为富裕国家的资本劳动比高于贫穷国家,因此工资率相应地高于穷国水平。再假定非贸易商品是劳动密集的,于是经汇率折算后用同一种货币表示的富国价格水平高于穷国价格水平。

汇率变化的福利效应在这里指的是汇率变化对购买力的影响,例如,如果不存在当地货币定价,贬值将增加进口消费者的支出。

### 参考文献:

1. Balassa,1964. "ThePurchasingPowerParityDoctrine:A Reappraisal" JournalofPoliticalEconomy,Vol.72 (6),584-596.
2. Baxter,Stockman,1989. "BusinessCyclesandThe ExchangeRateRegime:SomeInternationalEvidence." Journalof MonetaryEconomics,Vol.23 (May),377-400.
3. Devereux,M.B.andCharlesEngel,2002. "ExchangeRate Pass-through,ExchangeRateVolatility,andExchangeRate Disconnect." JournalofMonetaryEconomics,Vol.49,913-940.
4. Dornbusch,R.,1976. "ExpectationsandExchangeRate Dynamics." JournalofPoliticalEconomy,Vol.84,1161-1176.
5. Evans,2002. "OrderFlowandExchangeRateDynamics." JournalofPoliticalEconomy,110 (1),170-180.
6. EvansandLyons,2004.ANewMicroModelofExchange RateDynamics.http://www.nber.org/papers/w10379.
7. Fitzgerald,D.,2005.AGravityViewofExchangeRate Disconnect.http://people.ucsc.edu/dfitzger/gravitydisconnect.pdf.
8. Goldberg,PinelopiK.andKnetter,MichaelM.,1997. "GoodsPricesandExchangeRates:WhatHaveWeLearned?" JournalofEconomicLiterature,vol.XXXV,1243-1272.
9. Kyle,A.,1985. "ContinuousAuctionsandInsider Trading" Econometrica,Vol.53,1315-1335.
10. MeeseandRogoff,1983. "EmpiricalExchangeRateModels ofTheSeventies:DoTheyFitOutofSample?" Journalof InternationalEconomics,Vol.14,3-24.
11. Obstfeld,M.andKennethRogoff,1995. "ExchangeRate DynamicsRedux." JournalofPoliticalEconomy,Vol.103 (3),624-660.
12. Obstfeld,M.andRogoff,K.,2000. "SixMajorPuzzlesin InternationalMacroeconomics:IsThereaCommonCause?" NBER WorkingPaper,http://www.nber.org/papers/w7777.
13. Rogoff,Kenneth,1996. "ThePurchasingPowerParity Puzzle" JournalofEconomicLiterature,Vol.XXXIV, 647- 668.
14. Samuelson,P.,1964. "TheoreticalNotesonTrade Problems" ReviewofEconomicStatistics,Vol.46 (2),145-154.
15. Zussman,A.,2002. "TheLimitsofArbitrage:Trading FrictionsandDeviationsfromPurchasingPowerParity." Stanford InstituteForEconomicPolicyResearchSIEPRDiscussionPaper, No.02-12.

(作者单位:上海外国语大学国际金融学院 上海 100871  
(责任编辑:K)