

不完全汇率传递研究综述

李伟平*

摘要: 不完全汇率传递是国际经济领域的焦点问题。本文从理论基础、实证研究和政策含义三个层面,分析了不完全汇率传递问题的发展脉络和趋向。从理论基础看,新开放宏观经济学具有坚实的微观基础,对于不完全汇率传递具有更强的解释力。实证研究表明不完全汇率传递是一种普遍现象,且汇率传递效应呈下降趋势。汇率传递的不完全性和下降趋势对于一国货币政策执行和汇率制度选择等具有重要含义。随着人民币汇率变动对国内经济影响的逐步深入,该问题对于我国最优货币政策制定、人民币汇率制度改革等也具有重要意义。

关键词: 不完全汇率传递 新开放宏观经济学 货币政策 汇率制度

自2005年7月21日中国人民银行宣布实行盯住一篮子货币的汇率政策以来,人民币汇率机制更富弹性,汇率变动趋于增强,人民币汇率变动对国内经济的影响也更加深入。尤其值得关注的是,在人民币升值过程中,我国经济出现了一些传统经济理论难以解释的现象。例如,随着人民币稳步升值,我国贸易收支顺差非但没有减少,反而不断增加并屡创新高;又如,在人民币升值对国内经济发挥紧缩作用的情况下,我国出现了人民币稳步升值与通货膨胀日渐升温并存的矛盾现象。这些现象的存在也逐渐引发了国内学术界对不完全汇率传递问题的关注和思考。通常,名义汇率变动对一国贸易品的进出口价格和国内物价水平的影响程度被称为汇率传递效应(exchange rate pass-through effect)。如果汇率传递是不完全的,即汇率变动并没有一对一地及时反映到一国的进出口价格和国内物价水平之中,那么汇率变动的支出转换机制将会受到制约,一国的贸易流量和价格变化对汇率变动会表现得不敏感,从而出现上述矛盾现象。

不完全汇率传递一直是国际经济领域的重要研究课题。20世纪60年代,对不完全汇率传递问题的关注源于对一价定律和购买力平价是否成立的检验,不完全汇率传递也被视为导致二者不成立的原因之一。20世纪80年代,研究者以产业组织理论和战略贸易理论为基础,从微观角度考察汇率传递与行业特征之间的关系。20世纪90年代,随着新开放宏观经济学的发展,汇率传递问题的研究逐渐转移到宏观层面上来,汇率变动与通胀之间的联系以及汇率传递效应下降现象成为研究重点。21世纪以来,不完全汇率传递与最优货币政策和适当汇率制度之间的联系则成为这一领域的研究前沿。

一、不完全汇率传递的理论基础:从微观基础到宏观模型

(一) 基于产业组织和战略贸易理论的微观视角分析

20世纪80年代中期,美元汇率大幅度波动,但是,美国进口价格并没有对此做出相应的反应。这导致不完全汇率传递的研究文献开始集中出现。与20世纪70年代之前基于弹性分析法、吸收分析法、蒙代尔-弗莱明-多恩布什(M-F-D)模型和货币主义模型分析汇率变动与价格水平之间的关系不同,这些文献大

* 李伟平,对外经济贸易大学金融学院,邮政编码:100029,电子信箱:weipingli@126.com。

本文系国家社会科学基金资助项目“人民币汇率传递效应研究”(项目批准号:07BJY156)的阶段性成果。作者感谢匿名审稿人的评论意见,当然,文责自负。

Goldberg和Knetter(1997)最初将汇率传递定义为进口国与出口国之间汇率变动一个百分点导致进口国进口价格的百分比变化。显然,这是一个狭义的定义,因为进口价格的变化也会传递到生产者价格和消费者价格中。因此,目前大多数文献都采用广义的定义,即汇率传递是指名义汇率变动对一国贸易品的进出口价格和国内物价水平的影响程度。

例如,20世纪80年代早期,美元对德国马克大幅度升值,但是,德国生产的高级轿车在美国的售价不降反升。关于这段时期内不完全汇率传递的详细研究,可参见Menon(1995)、Goldberg和Knetter(1997)的文献综述。

多以产业组织和战略贸易理论为基础,研究汇率传递与行业特征(例如,市场结构和竞争性质)之间的关系。在研究对象上,他们主要从微观角度出发,研究特定国家某个行业或产品价格的汇率传递效应。而且,从本质上讲,这些研究大多采用局部均衡模型,将汇率变动视为外生变量,并假定价格可以灵活调整。

在众多从微观视角研究不完全汇率传递的文献中,Dornbusch(1987)的研究由于强调了市场势力(market power)的作用以及国内外可比商品之间的不完全可替代性而被认为具有开创性贡献。Dornbusch概括了影响进口价格汇率传递系数的四个关键因素:市场一体化或市场分割的程度;产品差异程度;需求曲线的函数形式;市场结构以及厂商的战略合作程度。其中,他重点考察了产品差异程度因素的影响,拓展了Dixit和Stiglitz(1977)提出的垄断竞争模型,在垄断竞争的理论框架下,假定需求弹性上升。此时,垄断者的最优策略就是根据汇率变动调整成本加成,这导致汇率变动对进口价格的传递效应降低。Krugman(1986)将这种由汇率变动引致的成本加成调整行为称为依市定价(pricing-to-market,PTM),即具有市场势力的企业可以在分割的市场上实行价格歧视。

不过,Dornbusch采用的静态模型忽视了价格调整的动态因素,也没有考虑汇率大幅度波动导致市场结构发生改变的可能性(即汇率传递的滞后性问题)。因此,Krugman(1987)指出对依市定价行为的完美解释需要一个不完全竞争的动态模型。Froot和Klemperer(1989)考察了一个国内市场上两阶段的双寡头竞争模型,并假定企业第二阶段的需求取决于第一阶段的市场份额。在这个模型中,汇率变动的预期会影响第二阶段的市场份额价值,从而影响第一阶段的最优价格,因此,汇率传递效应将取决于被觉察到的汇率变动是暂时的还是永久的。

Baldwin(1988)、Baldwin和Krugman(1989)给出的滞后模型(hysteresis models)强调了供应方的动态效应,也弥补了Dornbusch研究中的不足。该模型假定公司进入国外市场时会产生较高的沉淀成本,认为汇率传递效应将同时取决于汇率变动预计的持续时间和大小。滞后模型表明汇率大幅度变动可能会永久改变市场结构,并导致估计的贸易方程(trade equations)发生结构中断。Kasa(1992)给出了另外一个研究供应方动态效应的模型,他考察的是一个面临调整供给的二次成本的垄断出口商。Froot和Klemperer(1989)指出影响汇率传递的一个关键因素是被觉察到的汇率变动是暂时的还是永久的。暂时的汇率变动将被垄断者的利润率所吸收,这导致汇率变动对进口价格的传递效应较低。

总之,上述模型大多属于局部均衡模型,即重点关注价格对名义汇率外生性波动的反应。而且,这些模型的一个共同特征是假定价格可以灵活调整,即允许价格对成本和需求变动做出即时调整。因此,正如Engel(2004)所强调的,在这些模型里,货币政策和名义价格毫无用武之地。Giovannini(1988)推导出在价格必须事前设定时(即在决定成本和需求的变量被确知之前),垄断厂商实行价格歧视时的最优定价政策。他指出当价格被预先设定时,汇率与可贸易商品之间的联动效应主要取决于出口品的标价货币。当价格以进口国货币被预先设定时,汇率传递效应取决于名义汇率的随机特征。对名义刚性和定价货币选择的重视导致新开放宏观经济学的理论框架被引入进来。

(二) 基于新开放宏观经济学的宏观层面分析

20世纪90年代,在全球范围内出现了一个宏观经济之谜,即许多国家在本币大幅度贬值的同时,通胀率始终保持在较低水平。对这些本币贬值的国家而言,这似乎是一件好事情,因为它避免了潜在的实际收入损失和通货膨胀压力。然而,由此导致的汇率变动与国际相对价格调整机制(即汇率变动的支出转换效应)的失效也引起了关注,因为这一调整机制对于全球贸易失衡的调整、国际资源分配以及通货膨胀动态和货币政策实施具有重要作用。基于此,从20世纪90年代后期开始,不完全汇率传递研究逐渐从微观视角转移到了宏观层面。

Obstfeld和Rogoff(1995)开创性地将名义价格粘性和垄断竞争融入到动态的一般均衡模型(简称Redux模型)中,构筑起“新开放宏观经济学(NOEM)”的理论分析框架,这不仅为国际宏观经济研究提供了新范式,而且也为不完全汇率传递研究提供了全新的视角。不过,Obstfeld和Rogoff(1995)最初提出的Redux模型假定一价定律成立,并且商品选择以生产者货币定价(PCP),因此,汇率传递是完全的和及时的。但是,Engel和Rogoff(1996)等的研究表明,跨国间商品价格对一价定律的偏离已经超越了地理距离或运输成本所能解释的范围。在这种情况下,Betts和Devereux(1996,2000)等对Redux模型进行了拓展,将工资粘性、非贸易

Dornbusch(1987)虽然承认汇率传递的长期效应和短期效应存在明显差异,但并未对此做出进一步探讨。

实际上,这与传统的开放经济宏观模型(如蒙代尔-弗莱明-多恩布什模型)和新凯恩斯主义小型开放经济模型的观点是一致的。

品、不同货币定价、不完全金融市场及不确定性等微观理论融入模型,为分析经济主体行为建立了坚实的微观基础。例如,他们考虑了 Krugman (1987) 提出的依市定价现象、消费者货币定价 (LCP) 以及短期价格粘性问題。基于此,他们指出汇率传递是不完全的,并且存在对一价定律的偏离。而且,如果商品完全选择以消费者货币定价,那么由于价格粘性,名义汇率变动不会对消费者面临的短期价格产生影响,汇率传递系数为零; Engel (2002) 也认为在这种情况下,由于违背了一价定律,汇率变动对价格调整基本上不起作用,因而汇率传递效应近乎消失了。

随后的研究文献将消费者货币定价 (LCP) 的分析框架纳入到更一般的时间依赖 (time - dependent) 定价模型中。例如, Calvo (1983)、Bergin 和 Feenstra (2001) 等使用允许平缓价格调整的“交错价格设定 (staggered price setting)”方法来引入价格粘性; Bacchetta 和 van Wincoop (1998)、Monacelli (2005) 等将粘性价格下的动态一般均衡分析框架扩展到随机的环境中。这些模型的一个重要特征是最优价格设定规则都具有前视 (forward - looking) 行为特征: 进口价格取决于预期驱动变量的未来变动路径,也即预计进口价格的汇率传递是逐步推进的,汇率传递效应取决于预期的汇率变动持续性。具有前视行为的定价策略即表明汇率传递效应与货币政策制度之间具有内生性,这也为汇率传递与通货膨胀环境之间的联系建立了微观基础。Taylor (2000) 认为汇率传递效应与宏观经济状况之间具有内生性,低通货膨胀环境会导致较低的汇率传递效应。Choudhri 和 Hakura (2001) 建立了基于不完全竞争和交错合约理论的动态一般均衡 (DGE) 模型。在模型里,汇率传递反映了货币冲击对当前和未来成本的预期影响,而稳定的低通货膨胀制度会降低这种影响,从而也降低了汇率传递效应。

值得注意的是,新开放宏观经济学建立在坚实微观基础之上的分析框架,对现实经济问题具有很强的解释能力。例如, PIM、LCP、价格设定的前视行为等降低了汇率变动对商品价格的传递效应,这导致汇率变动的支出转换效应降低,甚至消失。这个结论有助于解释 Obstfeld 和 Rogoff (2000) 提出的现实经济中存在的汇率中断之谜 (exchange rate disconnect puzzle)。另外,在依市定价等条件下,汇率贬值能够改善本国的贸易条件,而恶化外国的贸易条件,同样,本国货币扩张等未预期的货币冲击也会通过恶化外国贸易条件来增进本国福利。因此,在依市定价等条件下,汇率贬值和货币扩张都可能成为一种“以邻为壑”的工具。从而,这也为国际汇率与货币政策协调提供了理论依据。

二、不完全汇率传递的实证研究:从传递系数的大小到稳定性

(一) 汇率传递规模的实证研究

目前,国外有关不完全汇率传递的实证研究文献已经相当丰富。从研究价格对象的角度看,这些研究可以分成三类:研究汇率变动对一国某个行业进出口商品价格水平的影响;考察汇率变动对进出口商品价格总水平的影响;检验汇率变动对国内物价水平的影响。从研究结果看,不完全汇率传递是一种普遍性的现象。但是,不同行业 and 国家的汇率传递效应也存在差异。在微观层面,在对行业的传递效应研究中,这种跨国差异非常明显,如 Yang (1997)、Camp 和 Goldberg (2005) 等;在宏观层面,汇率传递系数的国别差异也较为明显,例如 Choudhri 等 (2005) 发现汇率变动对捷克 CPI 的传递系数只有 0.47,而对斯洛文尼亚 CPI 的传递系数则接近于 1。

由于数据较易获取等原因,汇率传递效应的早期实证研究主要以发达国家为研究对象。Menon (1995) 通过对 48 篇汇率传递文献的统计发现,大多数研究都是以美国和日本的数据进行分析。Goldberg 和 Knetter (1997) 也注意到 20 世纪 80 年代汇率传递效应研究以对美国的分析为主。近几年来,针对发展中国家汇率传递效应的研究文献也大量涌现。例如, Korhonen 和 Wachtel (2006) 研究了独联体 (CIS) 国家汇率传递效应的大小和速度,他们发现汇率变动对独联体国家的价格趋势具有显著影响,这些国家的汇率传递速度也相对较高,汇率传递效应在 12 个月内完全反映到国内价格中。Fuentes (2007) 以阿根廷、智利、哥伦比亚和乌拉圭四个发展中国家为研究对象,发现在 1 个季度内,汇率变动对进口价格的传递系数为 75%;在一年内,汇率传递效应接近完全传递。从实证研究结果看,发展中国家的汇率传递效应通常要高于发达国家。这是因为

汇率中断之谜是指在短期内,即使大幅度的汇率变动对一国经济变量也没有显著影响这一现象。该现象的存在也促使汇率决定问题的研究成为当前国际金融领域的一个热点。

这是因为以外币标价的出口商品价格是固定的,从而贬值提高了相应的以本币标价的出口商品价格,但是以本币标价的进口商品价格却没有改变。

不过,仍有极少数研究发现某些国家和行业接近于完全汇率传递,如 Faruqee (2004) 发现 18 个月之后,汇率变动对欧元区出口价格和进口价格的传递系数分别为 0.5 和 1。

发展中国家在生产过程中高度依赖进口的中间产品(包括原材料和资本品),在进口投入品与国内投入品之间有限替代的情况下,汇率变动将快速反映到国内价格水平中,从而汇率传递效应较高。

(二) 汇率传递效应下降的实证研究与原因解释

1. 汇率传递效应下降的实证证据

20世纪90年代,尽管许多国家经历了本币大幅度贬值,但是,这些国家保持了稳定的低通货膨胀率。例如,英国(1992年)、瑞典(1992年)和巴西(1999年) 在这段期间内都经历了本币大幅度贬值,但是,汇率变动对消费者价格的影响远远低于基于历史经验的预期。这种现象也被称为一个宏观经济之谜。为了对这种现象做出经济学意义上的解释,近几年来,除了继续关注汇率传递效应的规模和滞后性以外,许多学者开始研究汇率传递效应的稳定性,即实证检验汇率传递效应是否趋于下降。

最近,大量实证研究发现汇率传递效应在20世纪90年代表现得相对较弱,而且汇率变动对进口价格和消费者价格的传递效应都呈现出下降趋势。McCarthy(2000)、Gagnon和Ihrig(2004)是揭示汇率传递效应下降的两篇早期文献。前者通过对9个工业化国家的研究发现,与1976-1982年相比,1983-1998年的汇率传递系数要低;后者发现从20世纪80年代开始许多国家汇率变动对消费者价格的传递系数趋于下降,其中,具有稳定的低通货膨胀率的国家汇率传递系数也较低。此外,Sekine(2006)对6个主要工业化国家的数据进行分析,发现汇率变动对进口价格和消费者价格的传递效应都下降。Marazzi和Sheets(2007)指出汇率变动对美国进口价格指数的累计传递系数从20世纪70年代的0.5下降到80年代的0.2。Frankel等(2005)找到了发展中国家汇率传递效应下降的证据,而且也正如他们所指出的“滞后的和不完全的汇率传递已经不再是工业化国家独有的奢侈品”。例如,Mihaljek和Klau(2001)观察到自20世纪90年代以来,新兴市场国家的汇率变动对通货膨胀的传递效应趋于下降。Barhouni和Jouini(2008)以8个发展中国家为研究对象,发现进口价格的汇率传递系数在20世纪90年代呈下降趋势。Carlos Eduardo等(2008)发现在实施了真实计划干预之后,巴西的汇率传递系数由高通胀期间的接近100%下降至20%。

2. 汇率传递效应下降的原因解释

在对汇率传递效应下降原因的探究中,各种具有争议性的解释性假说也应运而生。其中,最引人关注的(至少从中央银行的角度看)理论集中在成功的货币政策和稳定的低通胀环境对汇率传递效应下降的影响。Taylor(2000)最早在宏观经济变量(如通胀和货币政策)与汇率传递之间建立起联系,他认为汇率传递效应的下降是低通货膨胀环境的结果。Taylor的观点与近期宏观经济理论的一些新进展相吻合,例如,近来兴起的新开放宏观经济学将名义价格粘性和垄断竞争融入到动态的一般均衡(DGE)模型,为汇率传递与通货膨胀环境之间的联系建立了微观基础。汇率传递与通货膨胀环境之间的联系也得到了许多实证研究的支持。例如,Choudhri和Hakura(2001)、Devereux和Yetman(2002)考察了通货膨胀变量在解释各国之间汇率传递系数差异方面的作用,发现这些变量对于汇率传递下降具有很强的解释力。Bouakez和Rebei(2005)运用动态随机一般均衡(DSGE)模型进行考察,发现货币政策变化(尤其是采用通货膨胀目标制)是加拿大汇率传递效应下降的主要原因,这也进一步印证了Taylor(2000)的观点。

对汇率传递下降原因的研究先前主要集中在某一类商品的进口价格上。然而,许多实证研究采用的是进口价格指数等综合性数据,而非高度分散的数据。因此,最近关于汇率传递效应下降的一种解释是进口商品的构成转向了具有低汇率传递系数的商品。例如,Campa和Goldberg(2005)发现具有差异性的高端制成品在国际贸易商品中的占比越来越高,而原材料、低端制成品等同质产品的占比却不断下降。这种差异性产品会导致贸易的不完全竞争程度加深,引发更程度的价格歧视和依市定价行为,从而引发汇率传递效应下降。

近年来,经济全球化的日益深入,以及中国和印度等新兴市场国家的兴起,对全球经济的结构和稳定性产生了重要的连锁效应(knock-on effects),促使一些学者从全球化和新兴市场经济崛起的角度来考察汇率传递效应下降的原因。例如,Marazzi和Sheets(2007)认为中国产品竞争力的提升和材料密集型商品在进口份额中的减少是汇率传递系数下降的原因。Slavov(2007)指出随着经济全球化的深入,中国和印度等新兴市场经济体带来持续的巨额供给冲击,商品市场的国际竞争越来越激烈,这不仅降低了企业的定价能力,也降

括号内的年份表示该国本币贬值和稳定的低通货膨胀率并存较为典型的时期。

其中,巴西在20世纪90年代末的经历被相关研究文献引用得最为频繁。在巴西本币贬值的这段时期内,巴西的消费者价格一直保持稳定不变,这与以往巴西本币贬值期间的价格表现大相径庭。

1994-1998年,巴西的内债规模迅速增长,且期限非常短暂。对于这种内债状况,巴西采取了所谓的真实计划干预,主要的政策建议是实施更为紧缩的财政政策,并考虑发行与通货膨胀相挂钩的债券。

低了企业将增加的成本转嫁给消费者的能力,从而导致汇率传递效应下降。

三、不完全汇率传递的政策含义:从最优货币政策的确定到汇率制度的选择

(一) 不完全汇率传递下的最优货币政策确定

在不完全汇率传递已经成为不争的事实的情况下,其与最优货币政策和适当汇率制度之间的关系已成为该领域时下最前沿和最热门的研究课题。在开放经济中,外部冲击会影响国内经济,因此货币政策的任务趋于复杂化。为了减缓汇率变动冲击,一国货币政策无法保持完全独立,必须针对汇率冲击做出相应调整。例如,Ball(1999)指出汇率变动会通过影响进口价格进一步影响国内通货膨胀,因此,中央银行需要对汇率变动冲击做出最优反应。Calvo和Reinhart(2002)发现许多新兴市场经济体运用利率作为平滑汇率变动冲击的工具。因此,在开放经济条件下,汇率传递效应是中央银行制定与实施货币政策时必须关注的问题。如果汇率传递效应较高,那么在缺少货币政策干预的条件下,汇率冲击将反映在国内价格水平上,因而为了降低汇率传递效应和国内价格波动,实行一定程度的货币政策干预是必要的。相比之下,较低的汇率传递效应则为一国政策制定者提供了实施独立货币政策的空间与自由。例如,Campa和Goldberg(2005)指出,名义汇率变动对进口价格的低传递效应导致国内经济的支出转换效应也较低,从而使得货币政策可以用来独立应对各种实际冲击。

大量理论与实证文献认为最优货币政策取决于经济中的汇率传递效应。Choudhri和Hakura(2006)通过对71个国家的实证研究发现,汇率传递程度与通货膨胀率之间存在很强的正相关关系,他们认为一国在制定货币政策规则时应该将这种相关关系考虑在内,并且这种相关关系导致一国能够较容易地实现低通货膨胀率的货币政策目标。如果汇率传递效应的一国的通胀水平密切相关,而通胀水平又取决于本国的货币政策,那么这对开放经济下的最优货币政策具有重要的含义。因此,Devereux和Yetman(2002)从理论和实证的角度分析了汇率传递的内生性。他们构建了一个开放经济的粘性价格模型,其中,汇率传递效应取决于进口商的价格调整频率。对于给定的菜单成本,由于较高的通货膨胀率意味着较高的价格调整频率,因此,他们认为汇率传递与本国货币政策制度之间呈内生性。Devereux和Lane(2001)建立了一个新兴市场经济的一般均衡粘性价格模型,研究不完全汇率传递下的最优货币政策。在对模型校准(calibration)的过程中,他们发现汇率变动对进口价格的传递程度是确定适当货币政策规则时需要考虑的重要因素。在汇率传递效应较高时,他们建议稳定不可贸易类商品的价格,因为固定汇率和CPI通胀目标规则都需要以降低实际产出的稳定性来获得通货膨胀的稳定性。由于汇率传递的滞后性,名义稳定与实际稳定之间的均衡消失,因此最优的货币政策规则是稳定CPI通胀目标。因此,他们指出在新兴市场上,低程度的汇率传递效应是通货膨胀目标制成功的重要前提。

(二) 不完全汇率传递下的适当汇率制度选择和外汇干预

不完全汇率传递对于适当汇率制度选择和外汇干预也具有重要的政策含义。例如,Obstfeld和Rogoff(1995)等浮动汇率制的支持者认为,浮动汇率制的优点在于能够迅速改变两国之间的相对价格水平,但是该机制的成立需满足两个条件:选择以生产者货币定价的商品具有价格粘性;汇率变动对进口价格的传递是完全的。然而,如前所述,汇率传递具有不完全性和滞后性几乎是一个不争的事实,上述机制成立的基本条件难以满足。因此,不完全汇率传递的存在要求人们认真审视汇率变动在国际经济调节中的作用。

Devereux和Engel(2003)较早进行了关于汇率制度选择和最优外汇干预的相关研究,他们在预期效用最大化的理论框架下,分析价格粘性和不完全汇率传递下的汇率制度。研究发现在消费者货币定价(LCP)下,在面临具体的实际冲击时,固定汇率制度是最优选择;而当实际冲击不显著以及一国货币政策较稳定时,浮动汇率制是理想选择。相比之下,在生产者货币定价(PCP)下,一国永远不要选择清洁浮动,即使该国具有非常稳定的货币政策,因为汇率变动会对预期消费产生直接影响,并导致福利损失。

Betts和Devereux(2000)也指出固定和浮动汇率制度的选择取决于一国进出口商遵循PCP还是LCP所导致的汇率变动对进口价格的传递效应。如果汇率变动对进口价格的传递是完全的,那么在名义价格粘性的情况下,浮动汇率制是最优选择,因为浮动汇率制下可以发生相对价格调整,从而可以通过适当的货币政策来复制弹性价格的分配机制。相反,在汇率传递效应为零的情况下,名义汇率保持固定将是最优选择,因为在这种情况下,浮动汇率无法实现最优的相对价格调整,或者说不会比粘性价格(工资)调整更有效。

四、研究结论及对我国的启示

本文通过对经典研究文献的深入分析,梳理和总结了不完全汇率传递的理论基础、实证研究和政策含义,明确了不完全汇率传递理论的发展脉络和发展趋向。从理论基础看,新开放宏观经济学将名义价格粘性

和垄断竞争纳入到动态一般均衡模型,具有坚实的微观基础,因而,对于不完全汇率传递具有更强的解释力。基于不同国家和不同行业的大量实证研究结果表明不完全汇率传递是一种普遍性现象,而且自20世纪90年代以来,汇率传递效应呈下降趋势。不完全汇率传递和汇率传递效应的下降具有丰富的政策含义:一方面,这能够影响中央银行对通货膨胀未来路径的预测,因而对于货币政策的执行具有重要影响;另一方面,这也会导致汇率的支出转换效应中断,因而对于一国的适当汇率制度选择 and 外汇市场干预具有借鉴作用。

随着全球经济一体化的步伐加快和中国经济的快速发展,人民币汇率变动对我国经济的影响日益突出。因此,准确度量人民币汇率变动对我国进口价格和国内价格水平的传递效应,对于我国实施有效的货币政策和选择合理的汇率制度也具有积极意义。在我国当前的经济形势下,这些实践意义体现得尤为明显,突出表现在两个方面:

一是不完全汇率传递导致通过人民币升值抑制通货膨胀的效果有限。在前期人民币升值压力、通货膨胀隐忧和流动性过剩并存的情形下,我国货币政策处于两难的窘境。而不完全汇率传递研究则为中央银行走出货币政策困境提供了思路与依据,例如,在不完全汇率传递条件下,较低的汇率传递效应导致人民币升值对缓解通胀压力效果十分有限,因此,货币当局一方面应该更多地依靠稳定、可信和从紧的货币政策来稳定通货膨胀和通货膨胀预期;另一方面提高国内工商企业抵御国外价格冲击的能力和稳定国内食品价格也是稳定我国通胀的重要手段。

二是较低的汇率传递效应为我国实施更富弹性的汇率制度改革提供了支持。改革开放以来人民币汇率体制几经变革,其中,随着近年来我国经济持续平稳较快发展,2005年7月人民币汇率制度开始由单一盯住美元变为盯住一揽子货币,转向管理浮动。但是,改革后的汇率变动幅度依旧较窄(每天仅设定0.5%的浮动范围),且中央银行对外汇市场干预也较为频繁,人民币汇率制度仍然具有进一步改革的必要和可能,而且未来改革趋向也是全球关注的焦点。较低的汇率传递效应为我国实施更富弹性的汇率制度提供了支持,也即在汇率传递效应较低的情况下,中央银行可以将货币政策的重心集中于稳定国内物价,不必担心汇率变动对国内通胀水平的影响,从而为实现更富弹性的汇率制度创造了条件。而且在未来的进一步改革中,不完全汇率传递研究还可以为分析加大汇率变动幅度对国内贸易盈余和价格水平等的影响提供理论与实证研究支持,也可以为中央银行确定最优程度的外汇干预程度提供理论与实证依据。

参考文献:

1. Bacchetta, P. and Van Wincoop, E., 1998. "Does Exchange Rate Stability Increase Trade and Capital Flows?" Federal Reserve Bank of New York Research Paper, No. 9818.
2. Baldwin, R., 1988. "Hysteresis in Import Prices: The Beachhead Effect." *American Economic Review*, Vol. 78, pp. 773 - 785.
3. Baldwin, R. and Krugman, P., 1989. "Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, pp. 635 - 654.
4. Ball, L., 1999. "Efficient Rules for Monetary Policy." *International Finance*, Vol. 2(1), pp. 63 - 83.
5. Barhouni, K. and Jouini, J., 2008. "Revisiting the Decline in the Exchange Rate Pass-through: Further Evidence from Developing Countries." *Economics Bulletin*, Vol. 3(20), pp. 1 - 10.
6. Bergin, P. R. and Feenstra, R. C., 2001. "Pricing-to-market, Staggered Contracts, and Real Exchange Rate Persistence." *Journal of International Economics*, Vol. 54, pp. 333 - 359.
7. Betts, C. and Devereux, M. B., 1996. "The Exchange Rate in a Model of Pricing-to-Market." *European Economic Review*, Vol. 40, pp. 1007 - 1021.
8. Betts, C. and Devereux, M. B., 2000. "Exchange Rate Dynamics in a Model of Pricing-to-Market." *Journal of International Economics*, Vol. 50, pp. 215 - 244.
9. Bouakez, H. and Rebei, N., 2005. "Has Exchange Rate Pass-through Really Declined in Canada?" Bank of Canada Working Paper, No. 2005 - 2029.
10. Calvo, G., 1983. "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, pp. 383 - 398.
11. Calvo, G. and Reinhart, C., 2000. "Fear of Floating." NBER Working Paper, No. 7993.
12. Campa, J. M. and Goldberg, L. S., 2005. "Exchange Rate Pass-through into Import Prices." *The Review of Economics and*

这可以从两个角度来衡量:一方面,中国进口依存度不断上升,剔除加工贸易的进口占GDP的比重从1997年的7%上升至2007年的18%,其占中国消费的比重更从1997年的11%上升至2007年的33%,因而,人民币汇率变动较易通过进口价格影响国内物价水平。另一方面,2005年7月汇改以后,人民币汇率机制更富弹性,汇率变动趋于增强,在这种情况下,人民币汇率变动对国内价格变化的影响也更加显著和深入。

1994年以前,我国先后经历了固定汇率制度和双轨汇率制度。1994年汇率并轨以后,我国实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。1997年亚洲金融危机爆发后,中国作为一个负责任的大国,主动大幅度收窄了人民币汇率浮动区间,形成了基本上盯住美元的固定汇率制度。

Statistics, Vol. 87, pp. 679 - 690.

13. Carlos Eduardo Schönward da Silva and Matías Vernengo, 2008. "The Decline of the Exchange Rate Pass-through in Brazil: Explaining the 'Fear of Floating'." University of Utah Working Paper.
14. Choudhri, E. U.; Faruqee, H. and Hakura, D. S., 2005. "Explaining the Exchange Rate Pass-through in Different Prices." *Journal of International Economics*, Vol. 65, pp. 379 - 374.
15. Choudhri, E. U. and Hakura, D. S., 2001. "Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?" IMF Working Paper, No. WP/01/194.
16. Devereux, M. B. and Engel, C., 2003. "Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-rate Flexibility." *Review of Economic Studies*, Vol. 70, pp. 765 - 783.
17. Devereux, M. B. and Lane, P., 2001. "Exchange Rates and Monetary Policy in Emerging Market Economies." Trinity College Dublin CEG Working Paper, No. 20017.
18. Devereux, M. B. and Yetman, J., 2002. "Price-setting and Exchange Rate Pass-through: Theory and Evidence." HKIMR Working Paper, No. 22/2002.
19. Dixit, A. K. and Stiglitz, J. E., 1977. "Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity." *American Economic Review*, Vol. 67, pp. 297 - 308.
20. Dornbusch, R., 1987. "Exchange Rates and Prices." *American Economic Review*, Vol. 77, pp. 93 - 106.
21. Engel, C., 2004. "On the Relationship between Pass-through and Sticky Nominal Prices." Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper.
22. Engel, C. and Rogers, J. H., 1996. "How Wide is the Border." *American Economic Reviews*, Vol. 86(5), pp. 1112 - 1124.
23. Faruqee, H., 2004. "Exchange Rate Pass-through in the Euro Area: The Role of Asymmetric Pricing Behavior." IMF Working Paper, No. 04/14.
24. Frankel, J. et al., 2005. "Slow Pass-through around the World: A New Import for Developing Countries?" NBER Working Paper, No. 11199.
25. Froot, K. A. and Klemperer, P. D., 1989. "Exchange Rate Pass-through When Market Share Matters." *American Economic Review*, Vol. 79(4), pp. 637 - 654.
26. Fuentes, M., 2007. "Pass-through to Import Prices: Evidence From Developing Countries." Pontificia Universidad Católica De Chile, Documento de Trabajo, No. 320.
27. Gagnon, J. E. and Ihrig, J., 2004. "Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through." *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, pp. 315 - 338.
28. Giovannini, A., 1988. "Exchange Rates and Traded Goods Prices." *Journal of International Economics*, Vol. 24, pp. 45 - 68.
29. Goldberg, P. K. and Knetter, M. M., 1997. "Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 1243 - 1272.
30. Kasa, K., 1992. "Adjustment Costs and Pricing-to-market." *Journal of International Economics*, Vol. 32, pp. 1 - 30.
31. Korhonen, I. and Wachtel, P., 2006. "A Note on Exchange Rate Pass-through in CIS Countries." *International Business and Finance*, Vol. 20(2), pp. 215 - 226.
32. Krugman, P., 1986. "Pricing to Market When the Exchange Rate Changes." NBER Working Paper, No. 1926.
33. Marazzi, M. and Sheets, N., 2007. "Declining Exchange Rate Pass-through to U. S. Import Prices: The Potential Role of Global Factors." *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26, pp. 924 - 947.
34. McCarthy, J., 2000. "Pass-through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Countries." Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 111.
35. Menon, J., 1995. "Exchange Rate Pass-through." *Journal of Economic Surveys*, Vol. 9, pp. 197 - 231.
36. Mihaljek, D. and Klau, M., 2001. "A Note on the Pass-through from Exchange Rate and Foreign Price Changes to Inflation in Selected Emerging Market Economies." BIS Working Paper, No. 8.
37. Monacelli, T., 2005. "Monetary Policy in a Low Pass-through Environment." *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 37, pp. 1047 - 1066.
38. Mumtaz, H.; Oomen, C. and Wang, J., 2006. "Exchange Rate Pass-through into UK Import Prices." Bank of England Working Paper, No. 312.
39. Obstfeld, M. and Rogoff, K., 1995. "Exchange Rate Dynamics Redux." *Journal of Political Economy*, Vol. 103, pp. 624 - 660.
40. Obstfeld, M. and Rogoff, K., 2000. "New Directions for Stochastic Open Economy Models." *Journal of International Economics*, Vol. 50, pp. 117 - 153.
41. Slavov, S. T., 2007. "Do Common Currencies Reduce Exchange Rate Pass-through? Implications for Bulgaria's Currency Board." Bulgarian National Bank Discussion Papers, No. 59.
42. Sekine, T., 2006. "Time-varying Exchange Rate Pass-through: Experiences of Some Industrial Countries." BIS Working Paper, No. 202.
43. Taylor, M. P., 2000. "Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms." *European Economic Review*, Vol. 44, pp. 1389 - 1408.
44. Yang, J. W., 1997. "Exchange Rate Pass-through in U. S. Manufacturing Industries." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 79, pp. 95 - 104.

(责任编辑:陈永清)