

货币危机对产出的影响

——一个货币危机的综合模型

金洪飞

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘要:不同的货币危机对经济产出水平有不同的影响,文章主要研究货币危机与产出水平之间的关系。文章构造了一个由IPLM曲线和总产出曲线构成的汇率—产出模型,揭示了三代货币危机模型的内在关联性。在这个简单的货币危机综合模型中,第一代货币危机模型和第二代货币危机模型被作为第三代货币危机模型的特例,从而把三代货币危机模型统一起来,解释了不同货币危机对产出水平的不同影响。

关键词:货币危机;经济产出;汇率—产出模型

中图分类号:F822.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)04-0016-11

一、引言

在1994~1995年的墨西哥比索危机、1997~1998年的东南亚危机和2001~2002年的阿根廷比索危机中,我们可以发现这些国家在货币贬值的同时,真实经济有很大程度的衰退。1995年墨西哥的国内生产总值比1994年下降了6.2%,而印度尼西亚、韩国、马来西亚和泰国在1998年的国内生产总值分别比1997年下降了13.1%、6.7%、7.4%和10.2%,阿根廷2002年的经济增长率为-10.9%。但是在1992~1993年的欧洲汇率机制(Europen Exchange Rate Mechanism,ERM)危机中,货币危机并没有给真实经济造成多大的负面影响。事实上,英国、挪威、葡萄牙1993年的总产出比前一年分别增加了2.3%、2.7%和2.4%。除了冰岛1993年的总产出比前一年下降了3.3个百分点外,其他国家的产出只有小幅度的下降^①。第一代货币危机模型(Krugman,1979;Flood和Garber,1984)认为固定汇率与扩张性的货币政策之间的不一致性必然导致货币危机。而第二代货币危机(Obstfeld,1994,1996)模型则认为政府从维持固定汇率的成本和收益方面进行权衡,来决定是否放弃固定汇率。当我们用第一代模型和第二代模型来解释墨西哥比索危机

收稿日期:2003-12-18

作者简介:金洪飞(1970—),男,浙江东阳人,上海财经大学金融学院教师,数量经济学博士。

和东南亚危机时,会发现这两类模型都无法解释货币危机对真实经济的影响,即货币危机后的经济衰退。因为第一代模型认为货币危机只是国内居民对国内货币和外汇之间进行资产组合的结果,基本上没有涉及真实经济;而对于第二代模型,投机攻击的结果是选择放弃固定汇率,并不意味着对就业和产出造成不利冲击。事实上,固定汇率的终结,取消了政府在经济政策上的一个限制,至少对短期的宏观经济是有利的。Krugman(1999)、Furman 和 Stiglitz(1998)以及 Radelet 和 Sachs(1998)都对第一代和第二代货币危机模型在东南亚货币危机中的适用性提出了质疑。为了解释东南亚货币危机,学者们提出了所谓的“第三代货币危机”理论。而事实上,到目前为止,学者们对第三代货币危机模型还没有取得完全的共识,而只是把货币危机的道德风险模型、金融恐慌模型和资产负债表模型笼统地称之为“第三代”模型。Krugman(2001)认为在第三代的货币危机资产负债表模型中只考虑了负债一方而没有考虑资产一方,甚至提出了应该建立“第四代”货币危机模型,来解释资产价格、货币危机和真实经济之间的关系。就目前的文献而言,第一代货币危机模型解释了 20 世纪 90 年代以前的由经常账户赤字引起的货币危机,第二代货币危机模型解释了 1992~1993 年的欧洲汇率体系危机,第三代货币危机模型在一定程度上解释了东南亚货币危机^②。

由于这些模型的假设、侧重点和结果都不相同,从而使这些模型显得相互独立而缺乏内在一致性。为了解释货币危机对真实经济的影响,同 Krugman(1999,2001)、Aghion 等(1999,2000,2001)的文章一样,我们将重点放在(企业和国家的)资产负债表上。我认为,货币危机之所以导致产出大幅度下降的原因在于资产负债表的不匹配性(Dismatch)和汇率之间的相互作用。资产负债表的不匹配性包括两个方面的内容:一是资产和负债的期限结构不匹配;二是资产和负债的币种结构不匹配。资产负债的期限结构不匹配使原本具有清偿能力的企业(或国家)易于遭受国际流动性不足的问题。在汇率贬值的预期下,资本外逃,而国际清偿力的不足,导致汇率确实的贬值和产出水平的下降。在本文中,我们讨论资产负债的币种结构与产出以及汇率的关系。资产负债的币种结构不匹配性是指,新兴市场国家的企业(或金融机构)的外债是以外币记价的,并且几乎很少进行套期交易,所以当本币汇率贬值时,外债的负担加重,资产负债状况恶化。在信贷市场不完善的情况下,由于债权人无法对借款人的行为进行监督或分享借款人的信息,导致了信贷市场代理成本的产生。Bernake 和 Gertler(1989)的文章认为,代理成本使得企业的外部融资成本高于内部融资,从而企业的资产负债状况在影响企业的融资成本方面起着重要的作用,只有企业的内部融资达到某个比例时,信贷市场的代理成本才为零。因此,信息不对称使得信贷市场的贷款往往以抵押贷款的形式存在,企业的投资规模受到其净财富的限制。而企业的资产负债表的变化恰恰反映

了企业净财富的变化,所以企业的资产负债表在企业的投资方面起着重要的作用。如果某个国家的企业债务中有大量的以外币记价的外债,那么名义汇率贬值时,企业的负债将大大增加,使其净财富下降,限制了其融资能力,进而影响产出。

本文的结构安排如下:在文章的第二部分,将构造一个汇率—产出模型,模型由两条曲线组成,IPLM曲线为利率平价LM曲线,表示资本自由流动下的货币市场均衡,总产出线表示产品市场的均衡,两条曲线的交点表示总体经济的均衡;第三部分用构造的模型来解释第一代、第二代和第三代货币危机模型;第四部分为结束语。

二、汇率—产出模型

在本文中,讨论的是一个只生产一种可贸易品的开放小国经济。小国经济的假设,使得该国产品可以在国内外市场上不面临销售约束,因而产出水平是由总供给而不是由总需求决定的。在我们的模型中,还有两个基本的假设:第一,国内工资水平是刚性的;第二,投资者对汇率的预期是静态的。第一个假设下,对生产部门而言,使得工资水平在每个时间段是外生的。而第二个假设则在完全资本流动的情况下保证了利率水平是外生的。汇率贬值可以在两方面影响产出水平:首先,根据购买力平价,汇率贬值意味着本国物价水平的上升,即通货膨胀,实际利率和工资水平下降,厂家就会雇佣更多的劳动和投入更多的资本,从而提高产出水平;其次,汇率贬值通过企业的资产负债表影响企业的资本投入。当不考虑第二方面的作用时,货币贬值有利于产出水平的提高。但是,当该国拥有大量以外币记价的外债时,货币的贬值就会使可投入的资本减少,而且当贬值的资产负债效应很大时,还会导致厂家劳动投入的减少、失业水平的上升以及产出的下降^①。

(一)IPLM曲线

这里只考虑一个小国开放经济。假定这个经济体系只生产一种可贸易品,而它的价格由世界市场决定,所以购买力平价(PPP)成立,也就是:

$$P_t = P^* S_t \quad (1)$$

其中 P_t 为国内价格水平, P^* 为国外价格水平, S_t 为外币对本币的兑换率, S_t 增大表示本币贬值,反之则表示本币升值。假定国外价格水平保持不变,所以不妨设 $P^* = 1$,那么(1)式就变成了:

$$P_t = S_t \quad (1')$$

这样,国内价格水平就等同于汇率,货币贬值率也就等同于通货膨胀率。另外,同 Krugman(2001)一样,假定投资者是风险中性的,并且对汇率的预期是静态的,所以无抛补利率平价(UIP)就变为:

$$i_t = i^* \quad (2)$$

式中 i_t 为本国利率, i^* 为国外利率, 并且假定 i^* 保持不变。国内真实货币需求为:

$$L=L(Y_t, i_t) \quad (3)$$

其中 Y_t 为产出水平, 货币需求对产出水平和利率的偏导数 $L_Y > 0, L_i < 0$ 。用 M_t^s 表示 t 时的名义货币供给, 那么货币市场的均衡就可以表示为:

$$M_t^s = P_t L(Y_t, i_t) \quad (4)$$

把式(1')和式(2)代入式(4)可以得到:

$$M_t^s = S_t L(Y_t, i^*) \quad (5)$$

式(5)就是 Aghion 等(2000)所谓的 IPLM 方程。显然, 假定名义货币供应量不变时, S_t 是 Y_t 的隐函数。(5)式两边对 Y_t 求导, 整理得到:

$$\frac{dS_t}{dY_t} = -S_t L_Y / L(Y_t, i^*) \quad (6)$$

由于 $S_t, L(Y_t, i^*)$ 和偏导数 L_Y 都是大于 0 的, 所以(6)式就小于 0。也就是, 对应于每个给定的名义货币供应量, 汇率 S_t 和实际产出 Y_t 之间存在负单调关系(见图 1)^①。此外, 当名义货币供应量增加时, 对于相同的实际产出水平, 有更高的名义汇率, 所以, 当货币扩张时, 图 1 中, IPLM 曲线是向外移的。

(二)总产出

下面来考虑生产部门。由于本文的模型是开放的小国模型, 并且只有一种产品。小国经济的假设足以保证该国的生产者永远不会面临销售约束, 按照现行的世界价格水平 P_t^* , 他们有能力出售他们所希望生产的任何产量, 不会存在需求不足, 所以国内总产出水平由总供给而不是由总需求决定。

假定总产出水平 Y_t 为资本和劳动的函数:

$$Y_t = F(K_t, L_t) \quad (7)$$

式中, K_t 为资本存量, L_t 为劳动投入, 生产函数的一阶偏导和二阶偏导满足 $F_K > 0, F_L > 0, F_{KK} < 0, F_{LL} < 0, F_{KL} = F_{LK} > 0$ 。并且假定工资率 w 为一外生变量。

我们先假定资本存量是固定的, 因此, 生产函数就简化为:

$$Y_t = F(L_t) \quad (7')$$

厂商在满足生产函数、给定的工资率和产品价格等约束下, 追求利润最大化:

$$\text{Max } \pi = P_t F(L_t) - wL_t \quad (8)$$

内部最大化的一阶条件就是:

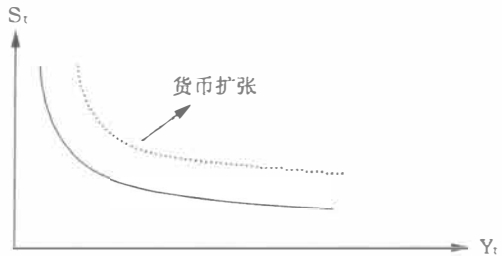


图 1 IPLM 曲线

$$d\pi/dL_t = P_t F_L - w = 0 \quad (9)$$

那么厂商的劳动需求就是实际工资率的函数:

$$L_t = F_L^{-1}(w/P_t) = L_t(w/P_t) \quad (10)$$

由于 $F_{LL} < 0$ 得, 劳动需求是实际工资的减函数, 也就是价格水平的增函数, 即:

$$dL_t/dP_t > 0 \quad (11)$$

把(10)式以及 $P_t = S_t$ 代入(7')式, 得到:

$$Y_t = F(L_t(w/S_t)) \quad (12)$$

由 $F_L > 0$, 有:

$$dY_t/dS_t = F_L \times dL_t/dS_t > 0 \quad (13)$$

而(12)式就是在不考虑资本存量时的总产出曲线(见图2), 此时实际产出是汇率的单调增函数。

现在我们把资本存量重新引入生产函数。假定企业要通过信贷市场取得资金, 由于信贷市场是不完善的, t 时期的资本存量受到 t 期净财富的约束, 即 $K_t \leq vW_t$, v 表示企业所能采取的最大财务杠杆系数, 并且假定企业中有大量的以外币计价的外债, 因此企业的净

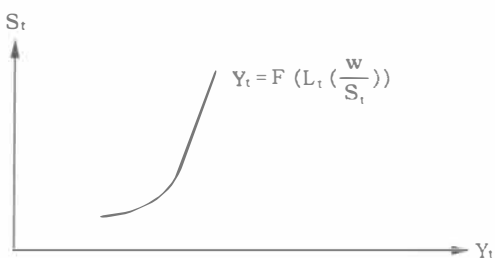


图2 向上倾斜的总产出曲线

财富是汇率的函数 $W_t = W(S_t)$, 本币贬值(S_t 增加)时, 净财富减少, 所以有 $W' < 0$ 。因此, 厂商的最大化问题就是:

$$\text{Max } \pi = S_t F(K_t, L_t) - wL_t - i^* K_t \quad (14)$$

$$\text{S. T. } K_t \leq vW(S_t) \quad (15)$$

我们有理由相信, 当 S_t 较小时, 厂商的财务状况较好, 约束(15)不起作用, 此时厂商在给定的价格、利率、工资率下最大化(见(14)式)。

首先, 内部最大化的一阶条件是:

$$S_t F_L - w = 0 \quad (16)$$

$$S_t F_K - i^* = 0 \quad (17)$$

如果利率和工资率保持不变, 由(16)式和(17)式, 当 S_t 增加时, F_K 和 F_L 都必须变小, 这样 K_t 和 L_t 必须增加。我们反设, 当 S_t 增加时, K_t 和 L_t 中只有一个增加, 例如 K_t 增加而 L_t 不变或降低, 那么就会有:

$$dF_L = F_{LL} dL + F_{LK} dK > 0 \quad (18)$$

这与 F_L 变小相矛盾。同样, 如果只有 L_t 增加的话, 就会有:

$$dF_K = F_{KL} dL + F_{KK} dK > 0 \quad (19)$$

因此, 当 S_t 增加时, 厂家对资本和劳动的投入都会增加, 由(6)式可知, 总

产出 Y_t 增加, 也就是说, 当本币汇率较高时, 本币贬值会使总产出增加, 此时总产出线的形状还是同图 2 一样。

当本币汇率较低 (S_t 较大) 时, (15) 式起到约束作用。把 (15) 式取等号代入 (14) 式, 有:

$$\text{Max } \pi = S_t F(vW(S_t), L_t) - wL_t - i^* vW(S_t) \quad (20)$$

(20) 式最大化的一阶条件为:

$$S_t F_L(vW(S_t), L_t) - w = 0 \quad (21)$$

由 (21) 式, L_t 为 S_t 的隐函数, 我们对 (21) 式两边对 S_t 求导, 有:

$$F_L + S_t [F_{LK} vW'(S_t) + F_{LL} dL_t/dS_t] = 0 \quad (22)$$

从 (22) 式可以解出:

$$dL_t/dS_t = [F_L + S_t F_{LK} vW'(S_t)] / (-S_t F_{LL}) \quad (23)$$

我们把 $K_t = vW(S_t)$ 和 $L_t = L(S_t)$ 代入生产函数:

$$Y_t = F(vW(S_t), L(S_t)) \quad (24)$$

上式对 S_t 求导:

$$dY_t/dS_t = F_K vW'(S_t) + F_L dL_t/dS_t \quad (25)$$

我们知道 (25) 式右边的第一项是负的, 因此只要 $\frac{dL_t}{dS_t} \leq 0$, 那么随着 S_t 的增大, 产出水平下降。把 (21) 式代入 (23) 式:

$$dL_t/dS_t = [w/S_t + S_t F_{LK} vW'(S_t)] / (-S_t F_{LL}) \quad (26)$$

上式右边的分母大于 0, 所以, 只要我们假定贬值的资产负债效应足够大 (即 $W'(S_t)$ 为一个绝对值较大的负数), 以至于 (26) 式的分子 $w/S_t + S_t F_{LK} vW'(S_t) < 0$, 那么 (26) 式就小于 0, 汇率贬值的结果导致厂家对劳动投入的减少。如果我们假定厂商的资产 A 都是以本国货币表示的, 国内债务为 B^d , 外债为 B^f , 并且所有外债都以外币记价, 那么企业的净财富为:

$$W(S_t) = A - B^d - S_t B^f \quad (27)$$

因此, 有:

$$W'(S_t) = -B^f \quad (28)$$

把 (28) 式代入 (26) 式, 可以得到, 只要外债水平:

$$B^f > w/S_t^2 F_{KL} v \quad (29)$$

则 (26) 式为负。此时, 汇率的贬值会导致厂家对劳动需求的减少, 社会失业率上升。劳动投入和资本投入的同时减少, 使得产出下降。于是当某个国家的外债满足 (29) 式时, 我们就得到了类似于图 3 的总产出曲线。在 A 点以

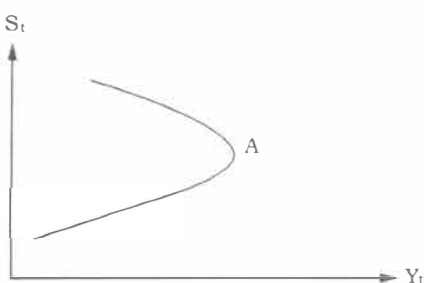


图 3 向后弯曲的总产出曲线

下,表示本币汇率较高,净财富在投资中不起约束作用,贬值的结果是劳动和资本的实际价格下降,生产部门扩大投入要素,产出增加;而在 A 点以上,则表示净财富在投资中起到约束作用,汇率贬值降低厂商净财富的同时,降低了生产规模,产出水平下降。

三、模型对货币危机的解释

(一)第一代货币危机模型和第二代货币危机模型

事实上,第一代货币危机和第二代货币危机模型只是本模型的特殊情况。在第一代货币危机模型中,由于假设产出水平保持不变,因此实际上考虑的只是货币市场的均衡,所以 IPLM 曲线就可以用来解释第一代货币危机。同 Flood 和 Garber(1984)一样,我们假定总产出保持不变,基础货币由国内信贷 D_t 和外汇储备 R_t 构成:

$$M_t^s = D_t + R_t \quad (30)$$

并且,外汇储备不得少于某个最低值 \bar{R} 。开始时, $R_0 > \bar{R}$,但是由于中央银行要为持续的政府财政赤字进行融资,使得国内信贷量逐渐增加。假定汇率固定在 \bar{S} ,当产出不变时,由式(5)可知,货币供应量必须保持不变。因此,在国内信贷持续增加的同时,外汇储备必须以相同的速度减少。当某个时间 T ,外汇储备减少到 $R_T = \bar{R}$ 时,国内信贷的增加就导致了货币供应量的增加。当 $t > T$ 时,就会有 $S_t > \bar{S}$,公众为了避免损失就会抛售本币,导致货币危机的发生。当然我们也可以把总产出线和 IPLM 曲线放在一起进行分析。在图 4 中,当产出水平保持不变时,总产出线就是一条垂直线,如果由于货币扩展使得货币市场均衡线由 IPLM 移到 IPLM' 时,均衡点由 A 点变为 B 点,汇率由原来的 \bar{S} 变为 S' ,也就是说,本币出现了贬值。

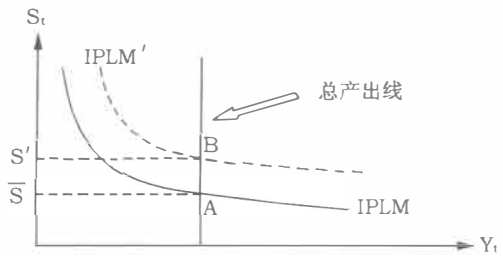


图 4 第一代货币危机中的产出与汇率

对于第二代货币危机模型,我们可以把图 1 中的 IPLM 曲线和图 2 中的总产出线放在一起(见图

5)。图 5 中水平线 $S_t = \bar{S}$ 为固定汇率线,原先的均衡为 A 点。假定某个不利冲击使得总产出线由 Y 变为了 Y' ,此时如果政府要保持固定汇率,就必须收缩银根, IPLM 曲线向里移到 IPLM', 均衡点为 C, 这样产出下降很大。如果为了保持产出稳定,政府必须放松银根,使 IPLM 曲线移动到 IPLM'', 均衡点为 B, 此时汇率贬值较大。于是一个理性的政府就会在产出变动与汇率变动之间进行权衡,以决定是否进行汇率贬值以及贬值幅度的大小。如果政府选择较大的贬值幅度,那么产出水平就下降很少或者反而增加。1992~1993 年的欧洲货币危机就是属于这

种情况,因而那些国家虽然发生了货币危机,但是产出水平并没有显著的萎缩,甚至有些国家如英国、挪威和葡萄牙的 GDP 还有了较大的增长。当然这里没有涉及到货币贬值幅度与概率的多重均衡性和危机的自我实现问题,是因为我们假定了公众的汇率预期是静态的^⑨。

(二) 第三代货币危机模型

我们把图 1 和图 3 放在同一张图中得到图 6。从图 6 可以看到有两个均衡存在,即 A 和 B,而 B 是好的均衡(本币坚挺和高水平产出),A 是坏的均衡(低的本币汇率和低水平产出),当经济由好的均衡变为坏的均衡时,我们很自然地认为发生了货币危机。多重均衡的存在使得危机的发生是突然的,危机爆发时均衡点由 B 点跳跃到 A 点。经济存在多重均衡的道理是很简单的:如果公众都相信国内

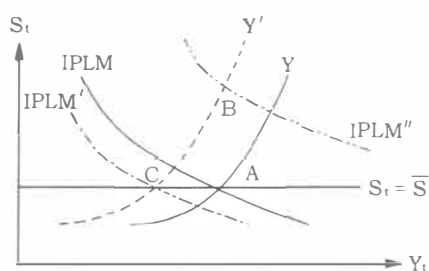


图 5 第二代货币危机中的产出与汇率

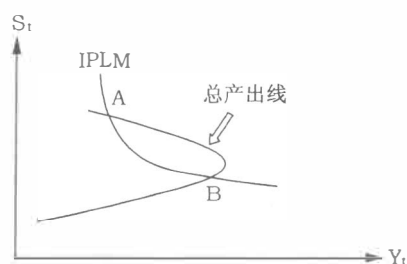


图 6 第三代货币危机中的产出与汇率

货币不会贬值,那么国外债权人不会撤走外资,汇率得以维持,国内企业的资产负债表问题被坚挺的国内货币所掩盖,产出保持在较高的水平;而当公众认识到国内企业资产负债表中存在的问题时,就会对企业的经营产生疑问,对货币汇率贬值产生担忧,造成资本的外逃,其结果导致实实在在的货币贬值和企业资产负债状况的恶化,从而影响企业的经营,导致产出水平的下降。因此,此时的货币危机以及随之而来的经济危机是自我实现的,可以是完全基于市场预期而发生的,而危机自我实现的前提条件是企业拥有大量的以外币记价的外债。当投资者用一种货币形式借入资金而以另外一种币种进行投资时就会出现债务与资产在币种结构上的不匹配性。最典型的一种情况是,发展中国家的银行以外币形式借入资金后以国内货币给企业贷款。第二,国内企业直接借入外币资金为企业的国内业务融资。第三,国内政府无法在国外发行以本国货币记价的国家债券而必须以外币形式借入国外资金。而这三种情况都会使一国的外债以外币记价,一旦本国货币贬值后,外债的负担就会加重。而国内金融市场的不发达,使得这些国家没有足够的金融衍生工具来进行货币套期交易(Currency Hedging)。而且政府对于企业投资项目的担保,会改变私人部门(包括金融和非金融企业)套期交易策略。Burnside、Eichenbaum 和 Rebelo(2000)证明:当不存在政府担保时,国内金融企业的最优策略是进行全额的套期交易以避免汇率风险;而

存在政府担保时,对外债的全额套期交易并不是最优策略,因为在这种情况下,如果货币贬值,宣布破产是最优策略。另外,如果国内投资者认为本国的固定汇率不会贬值时,也会因忽略货币贬值风险,而不对外债进行套期交易。

表 1 东亚国家和地区中本币记价外债的比例

	1995	1996	1997	1998	1999
新加坡	0.08	0.01	0.01	0.01	0.004
中国香港	0.18	0.42	0.39	0.33	0.39
中国台湾	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
马来西亚	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
韩国	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
菲律宾	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
中国	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
泰国	0.01	0.01	0.01	0.04	0.06
印度尼西亚	0.00	0.02	0.02	0.01	0.000 2

数据来源:Rivera-Batiz and Oliva (2001)。

在 20 世纪 80 年代末和 90 年代,东亚国家和地区外债的币种不匹配问题是非常严重的。表 1 是东亚国家在 1995~1999 年间外债中以本币记价的比例。表中列出的 9 个国家和地区中,除了中国香港,几乎没有什么国家和地区的债务是以本币记价的。所以,在东南亚货币危机中,随着本币的贬值,这些国家的外债负担变得非常严重,那些直接借入外债的金融和非金融企业的资产负债状况急剧恶化。而这些国家和地区的信贷市场并不完善,借贷双方存在的不对称信息,使得企业所能获得的投资贷款是和企业的资产负债状况息息相关的。资产负债状况的恶化,使得东南亚国家投资减少,失业率上升,从而使货币危机后的东南亚经济出现了严重的衰退。

四、结束语

不同原因导致的货币危机对真实经济的影响是不同的,本文主要研究货币危机与经济总产出水平之间的关系。文章构造了一个货币危机的综合模型,即由 IPLM 曲线和总产出曲线构成的汇率—产出模型,其中 IPLM 曲线表示了货币部门的均衡,而总产出曲线表示生产部门均衡。在第一代货币危机模型中,由于假定总产出水平是外生不变的,所以 IPLM 曲线就可以解释第一代货币危机;而在第二代货币危机模型中,由于总产出曲线是向右上方倾斜的,汇率贬值时,产出水平提高,政府放弃固定汇率的目的就是为了避免不利冲击对经济的影响,所以货币危机后,产出水平不会大幅衰退,有时甚至还略有提高;然而在 1994~1995 年的墨西哥货币危机和 1997~1998 年的东亚货币危机(第三代货币危机)中,这些国家由于拥有大量的以外币记价的外债,汇率贬值过大时,企业的融资能力受到影响,从而使总产出曲线表现出向后弯曲

的特征,这样货币部门和生产部门同时均衡的均衡点有两个,货币危机发生时,本币贬值的结果使得真实产出水平大幅衰退。

注释:

- ①各国实际经济增长率的数据来源于2001年的 International Financial Statistics Yearbook 和2003年9月的 World Economic Outlook。
- ②关于货币危机的理论文献综述,参见金洪飞(2001)。
- ③金洪飞、李子奈(2001)和金洪飞(2003)分别解释了货币危机国在危机前外债规模过大和短期外债比例过高的原因。
- ④如果投资者对汇率的预期不是静态的,那么无抛补利率平价就变为 $i_t = i_t^* + \frac{S_{t+1} - S_t}{S_t}$, 其中 S_{t+1} 为对 $t+1$ 时刻的预期汇率,假定它与 S_t 无关,把此时的 i_t 代入(4)式,同样可以得到产出和汇率之间的负单调关系。
- ⑤由于本文的主要目的是研究危机后的产出水平问题,而不是危机爆发的机理,主要关注的是汇率贬值与产出之间的关系,所以对于危机爆发的自我实现多重性的忽略是可以理解的。

参考文献:

- [1]Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee. Capital markets and the instability of open economies[A]. Pierre-Richard Agénor, Marcus Miller, David Vines. and Axel Weber. The Asian financial crisis: causes, contagion and consequences [C]. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1999: 167~194.
- [2]Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee. A simple model of monetary policy and currency crises[J]. European Economic Review, 2000, Vol. 44: 728~738.
- [3]Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee. Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints[J]. European Economic Review, 2001, Vol. 45: 1121~1150.
- [4]Bernanke, Ben S. and Mark Gertler. Agency costs, net worth and business fluctuations [J]. American Economic Review, 1989, Vol. 79 (March): 14~31.
- [5]Burnside, Craig, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo. On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks[R]. NBER Working Paper, 2000, No. 7554.
- [6]Flood, Robert and Peter Garber. Collapsing exchange rate regime: some linear example [J]. Journal of International Economics 1984, Vol. 17: 1~13.
- [7]Furman, Jason and Joseph E. Stiglitz. Economic crises: evidence and insights from East Asia[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998, No. 2: 1~135.
- [8]IMF. International financial statistics yearbook 2001[M]. Washington D. C.: International Monetary Fund, 2001.
- [9]IMF. World Economic Outlook[R]. September 2003.
- [10]Krugman, Paul. Balance sheets, the transfer problem, and financial crises [Z].

Mimeo, MIT, 1999.

- [11] Krugman, Paul. Crises: the next generation[oL]. Mimeo, MIT, 2001.
- [12] Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. The east asian financial crises: diagnosis, remedies, prospects[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998, No. 1: 1~90.
- [13] Rivera-Batiz, Francisco L. The east asian crises and the anatomy of emerging market disease[A]. Arvid John Lukauskas and Francisco L. Rivera-Batiz. The political economy of the east asian crisis and its aftermath[C]. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited, 2001: 31~73.
- [14] Rivera-Batiz, Luis L. and Maria-Angels Oliva. Revisiting the east asian crises and its aftermath: A political economy approach[A]. Arvid John Lukauskas and Francisco L. Rivera-Batiz. The political economy of the east asian crisis and its aftermath[C]. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited, 2001: 165~194.
- [15] 金洪飞. 货币危机理论文献综述[J]. 当代经济科学, 2001, (5).
- [16] 金洪飞, 李子奈. 资本流动与货币危机[J]. 金融研究, 2001, (12).
- [17] 金洪飞. 外债的期限结构与货币危机[J]. 金融研究, 2003, (6).

Effects of Currency Crises on Output: A Comprehensive Model of Currency Crises

JIN Hong-fei

(School of Finance, Shanghai University of Finance and
Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Different kinds of currency crises have different economic effects. This paper mainly discusses the relationship between currency crises and output level. In the paper, an exchange rate-output model consisting of IPLM curve and aggregate output curve is built, indicating the inner relevance of the three-generation currency crises and models. In the model, the first-generation and second-generation currency crises models are exemplified for the third-generation currency crises model, so as to unify the three-generation currency crises models to explain the different effects of currency crises on economic output.

Key words: currency crises; economic output; exchange rate-output