



教育部人文社会科学重点研究基地重大项目成果丛书

Publication Series: MOE Supported Projects of Key Research Institutes of Humanities and Social Sciences in Universities

经济学、统计学类 Economics and Statistics

开放进程中的 中国货币政策研究 ——基于“入世”背景

张亦春 邱崇明 等著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



教育部人文社会科学重点研究基地重大项目成果丛书
Publication Series: MOE Supported Projects of Key Research Institutes of Humanities and Social Sciences in Universities

经济学、统计学类 Economics and Statistics

开放进程中的 中国货币政策研究 ——基于“人世”背景

张亦春 邱崇明 等著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

开放进程中的中国货币政策研究/张亦春,邱崇明等著. —北京:北京大学出版社,2008.5

ISBN 978-7-301-13723-9

I. 开… II. ①张… ②邱… III. 货币政策-研究-中国 IV. F822.0

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第058508号

书 名: 开放进程中的中国货币政策研究——基于“入世”背景

著作责任者: 张亦春 邱崇明 等著

策 划 编 辑: 贾米娜

责 任 编 辑: 贾米娜

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-13723-9/F·1896

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京飞达印刷有限责任公司

经 销 者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 39.5印张 666千字

2008年5月第1版 2008年5月第1次印刷

印 数: 0001—3000册

定 价: 72.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

导 论	/1
问题的提出(3) 文献述评(3) 篇章结构和各章内容简介(7) 研究思路和研究方法(14) 有待进一步研究的问题(15)	
第一章 经济全球化与金融开放	/17
第一节 世贸组织概述	/19
世界贸易组织简介(19) 世贸组织与金融一体化(21)	
第二节 经济全球化的加速是当今世界经济的主流趋势	/22
经济全球化的概念与表现形式(22) 经济全球化的经济效应(23)	
第三节 经济全球化、金融自由化与金融全球化的关系	/24
金融自由化的发展历程(24) 金融全球化的含义与主要表现形式(25) 金融全球化的经济效应分析(26)	
第四节 “入世”的实质就是要加快中国经济金融的市场化和国际化进程	/30
“入世”的实质(30) “入世”与我国开放金融市场的承诺(31)	
第二章 开放经济背景下中国货币政策面临的新挑战	/35
第一节 经济开放对货币政策运行环境的影响	/37
对外开放度大大提高(37) “入世”成为中国开放资本账户的推动力(38) 资本账户的开放将促使中国转向浮动汇率(40) 利率市场化将提速(41) “入世”将推动金融创新(42) 融资模式的变化(42) 商业银行业务制度模式的变化(43) 货币供应机制的变化(44) 货币需求主体和行为的变化(46) 国际收支平衡机制的变化(47)	
第二节 运行环境变化对货币政策的影响	/47
有利效应分析(47) 负面效应分析(54)	
第三节 “入世”五年来货币政策外部环境的总体态势评估	/69
第四节 开放经济进程中的货币政策调整:国际经验综述	/71
放弃或减少对货币总量的依赖,转而注重利率的作用(71) 各国货币政策的操作手段体现出趋同的特征(72) 汇率在各国货币政策中的作用日益重要(73) 各国之间加强了国际货币合作(73)	
第五节 中国货币政策调整的指导思想、原则与内容	/74

目录

开放进程中的中国货币政策研究

	国家利益:永恒的核心(74)	内涵:防止经济大起大落和确保国家金融安全(75)	货币政策调整的基本原则(75)	
		货币政策调整的内容(76)		
第六节	“入世”所代表的开放进程的长期性决定了货币政策的调整不可能一步到位		/80	
	“入世”并非开放的终点(81)	后 WTO 时代应对挑战的工作更加复杂(81)		
第三章	资产替代与货币政策——开放经济条件下货币调控思路的调整		/85	
第一节	居民资产选择——一种分析经济波动与金融危机机理的视角		/87	
第二节	关于资产替代的理论分析		/88	
	关于资产替代的文献述评(88)	资产替代概念的界定(91)		
	资产替代与货币替代的区别与联系(92)	资产替代的类型(92)		
	资产替代的经济效应分析(93)	资产替代影响经济运行的前提(96)		
	资产替代的成因分析(96)			
第三节	资产替代理论模型的构造与实证分析		/100	
	国外货币替代模型研究简评(100)	资产替代模型的构建(101)		
	中国资产替代现状分析(103)			
第四节	资产替代的政策含义与对策		/104	
	政策含义(104)	防止资产异常替代的对策(110)		
第四章	货币政策与经济增长——兼论“入世”后就业问题的金融对策		/113	
第一节	“入世”后就业形势鸟瞰		/115	
第二节	货币政策在经济增长中的作用边界——理论比较与借鉴		/118	
	关于总供给曲线形状的争论(118)	货币增长论:一种考察货币与经济关系的视角(126)		
	铸币税理论(130)			
第三节	金融政策增加就业的途径探讨		/132	
	增加就业的主要方略(133)	金融政策促进就业的正确途径(134)		
第五章	货币政策与经济泡沫		/139	
第一节	资产价格泡沫:概念与成因		/141	

	泡沫定义的讨论(141) 泡沫经济的概念(142) 泡沫产生的主要原因(142) 泡沫产生的环境(144) 中国泡沫的特殊成因(145)	
第二节	泡沫的经济效应	/150
	积极效应与戴蒙德模型(150) 负面效应(156)	
第三节	泡沫检测方法述评	/157
	市盈率法(157) 现金流量贴现法(158) 希勒资产价格超常易变性方差检验法(158) 动态自回归检验法(160) 单位根和协整检验法(161)	
第四节	货币政策对资产价格泡沫的反应原则	/162
	文献回顾(162) 对BGG模型及其模拟结果的看法(166) 通胀目标制和泰勒规则能否同时兼顾狭义价格和广义价格的稳定(169) 货币的国际地位对一国泡沫对策选择的影响(171) 公开宣布不干预政策等于给炒家一个负向的激励(173) 市场失灵需要政府干预(174)	
第五节	泡沫的治理与防范对策	/175
	泡沫的防范(175) 对泡沫治理对策的思考(181)	
第六节	中国能够利用财富效应刺激经济发展吗	/182
	问题的背景(182) 财富效应产生的条件分析(183) 结语(189)	
第七节	虚拟经济发展与货币需求	/189
	文献述评(190) 一级市场货币需求的合理性分析(192) 二级市场货币需求的合理性分析(194) 从弗里德曼关于股市货币需求的四种效应的角度判断股市货币需求的合理性(194) 虚拟经济部门的货币需求没有满足并不必然影响实体经济的增长(195)	
第六章	开放经济下的货币政策传导机制和中介目标的选择	/199
第一节	国外理论与实践评析	/201
	凯恩斯主义关于货币政策传导机制的主要观点(201) 货币主义的货币传导渠道(204) 新凯恩斯主义的货币传导机制(208)	
第二节	“入世”对中国货币政策中介目标的影响	/216
	利率市场化对中介目标的影响(220) 汇率浮动和资本账户开放对中介目标的影响(221) 资本市场发展、金融创新对中介目标的影响(223)	

目录

开放进程中的中国货币政策研究

第三节	中国托宾 q 效应、财富效应的实证分析	/225
	对于货币政策传导机制研究的方法论述(225) 检验的理论根据(226) 检验结果(227) 结论(232)	
第四节	开放经济下中国货币政策中间目标的选择——加入泡沫的普尔模型分析	/232
	普尔模型分析(232) 泡沫因素的影响(235) 结论(236)	
第七章	开放经济下货币政策规则的选择	/239
第一节	货币政策博弈:文献综述	/241
	货币政策动态不一致性:基本模型(241) 信誉模型(243) 保守中央银行家模型(245) 最优中央银行家合同(247)	
第二节	货币政策规则的讨论	/248
	泰勒规则(249) CGG 模型的前瞻性规则(249) 斯文森的最优通货膨胀预期目标规则(251) 以通货膨胀预期为基础的规则(IFB)(252) 有效的货币政策规则(253)	
第三节	开放经济下的货币政策规则	/254
	波尔的开放经济模型(254) 斯文森开放经济下的通货膨胀规则(256)	
第四节	中国货币政策规则的选择——通货膨胀目标制在中国的可行性探讨	/257
	世界经济大环境下的中国现实(257) 汇率目标、货币供应量目标和通货膨胀目标比较(260) 实行通货膨胀目标制的现实意义(267) 中国实施通货膨胀目标制要讨论的几个问题(269) 通货膨胀目标下的货币政策操作:货币状况指数——兼谈对泰勒规则的修正(276)	
第八章	金融创新与货币政策有效性	/281
第一节	金融创新的起源及中国近年来的主要金融创新成果	/283
	金融创新的定义(283) 最近的金融创新背后的激发因素(283) 金融创新的作用(284) 中国近年来的主要金融创新(285)	
第二节	金融创新对货币政策的影响分析	/288
	金融创新对货币定义与计量的影响分析(288) 金融创新对货币政策中介目标的影响(293) 金融创新对货币政策工具作用力的影响(295) 金融创新对货币政策传导机制的影响(297)	

第三节	金融创新形势下中国的货币政策	/299
	发达国家货币当局应对金融创新的主要对策(299) 中国金融创新的发展趋势(302) 中国货币政策面临的挑战和变化(304)	
第四节	金融创新对中国货币需求的影响分析	/308
	引言(308) 理论框架(310) 对传统的货币需求方程的检验(310) 模拟金融创新对中国货币需求的影响(313) 结论及今后进一步研究的方向(314)	
第九章	“入世”后中央银行最后贷款人职能的两难及建设	/317
第一节	“入世”与中国银行体系的不稳定性	/319
	金融全球化对中国银行体系稳定性的影响(320) 金融自由化对中国银行体系稳定性的影响(323)	
第二节	银行危机与中央银行最后贷款人职能	/327
	银行不稳定性向银行危机的转化(327) 中央银行最后贷款人职能的作用(328)	
第三节	最后贷款人职能的两难	/332
	币值稳定目标的实现需要一个健康有序的银行体系(332) 中央银行的最后贷款人行动可能影响到币值稳定这一宏观经济目标(336) 为稳定币值采取的紧缩性货币政策又可能威胁到危机银行的生存(339)	
第四节	最后贷款人职能建设的原则建议	/342
	最后贷款人引发的道德风险问题(343) 最后贷款人建设的模糊性(346) 最后贷款人政策的透明度(349) 市场机制下的最后贷款人建设(350)	
第五节	中国的最后贷款人职能建设	/351
	中国现行最后贷款人制度的发展(352) 中国最后贷款人制度实施过程中存在的问题分析(352) 完善中国最后贷款人制度的政策建议(356) 小结(359)	
第十章	外资银行扩张与货币政策有效性	/361
第一节	外资银行扩张及其效应分析	/363
	中国银行业开放步伐与外资银行扩张现状(363) 现有政策框架下的外资银行经营优势(366) 外资银行扩张带来的正负经济效应(367)	
第二节	外资银行扩张对货币政策的冲击与促进	/368

目 录

开放进程中的中国货币政策研究

	中外资银行货币政策传导作用差异性分析(368)	外资银行	
	扩张对现行货币政策的冲击(369)	外资银行扩张对货币政	
	策机制的促进(374)		
第三节	外资银行扩张背景下的货币政策调整建议		/376
	密切关注外资银行扩张对货币政策调控的影响(376)	加快	
	构建市场化取向的货币政策调控体系(376)	努力促进中外	
	资银行货币政策调控的“和谐”发展(378)	加强货币政策的	
	国际协调和合作(380)		
第十一章	国际资本流动与货币政策		/383
第一节	引言		/385
第二节	国际资本流动的概念、类型及趋势		/386
	国际资本流动的概念(386)	国际资本流动的类型(386)	
	20世纪90年代以来国际资本流动的趋势(388)		
第三节	国际资本流动与货币政策有效性和金融危机		/392
	国际资本流动与货币政策有效性(392)	国际资本流动与金融	
	危机(397)		
第四节	防范国际资本冲击的政策选择		/405
	外汇市场冲销政策(406)	适当的资本管制(407)	适合
	国情的汇率制度(408)	国际货币体系的改革(409)	地
	区性货币合作(410)		
第十二章	开放经济条件下人民币汇率制度改革		/413
第一节	人民币汇率制度改革历程		/416
	人民币汇率制度改革的历史回顾(416)	我国现行汇率制度	
	安排的特点及其对货币政策的制约(420)		
第二节	当前国际汇率制度选择的理论与现实发展		/424
	汇率制度选择的理论发展(424)	汇率制度选择的现实发展(430)	
第三节	开放条件下人民币汇率制度的选择		/434
	开放条件下人民币汇率制度选择的现实争议(434)	浮动汇	
	率制度实现的现实约束(436)	开放条件下人民币汇率制度的	
	的现实选择(436)		
第十三章	人民币均衡实际汇率与人民币升值的宏观经济		/445
	影响评价		
第一节	导论		/447
	问题的提出(447)	本章的结构安排(448)	

第二节	人民币均衡实际汇率研究	/448
	常见的均衡汇率模型(449) 人民币均衡汇率文献综述(453)	
	变量选取(455) 实证分析(456) 人民币汇率错位的测算与分析(459)	
第三节	人民币升值的宏观经济影响评价——可计算一般均衡模型	/461
	人民币升值对中国经济利弊影响的定性分析(462) 可计算一般均衡模型(465) 人民币升值对中国经济影响的模拟分析(470) 结论及政策含义(475)	
第十四章	资本账户开放进程中的资本管制	/479
第一节	资本账户开放的核心条件:理论与实证分析	/482
	资本账户开放的基础条件辨析(482) 产业竞争力对资本账户开放可维持性的影响机制分析(484) 中国国际收支账户竞争力的实证分析(487) 几点初步看法(490)	
第二节	资本账户开放进程中适度管制的必要性	/493
	资本账户开放的负面影响(493) 客观评价资本账户开放进程中资本管制的作用(496)	
第三节	资本管制的有效性	/502
	资本管制的有效性分析(502) 目前中国资本管制的有效性(504)	
第四节	提高中国资本管制有效性的对策	/515
	综合使用多种监管手段(515) 对贸易项下和非贸易项下资本流动的监管(521) 相关配套改革(522)	
第十五章	经济开放进程中的政策搭配	/529
第一节	开放经济下的政策搭配原理:两种视角	/531
	蒙代尔-弗莱明模型、角点解假说和不可能三角(532) 金融深化理论和金融自由化次序(536) 中国宏观金融政策组合探索:远期尺度和近期尺度(538)	
第二节	“入世”带来的变数及其对货币政策的效应分析	/541
	“入世”前景给货币当局带来的新变数:一个回顾(541) 宏观经济变数与货币政策(543) 金融制度变数与货币政策(544) 资本市场变数与货币政策(548) 商业银行变数与货币政策(550)	
第三节	政策搭配的具体措施	/551

	利率市场化先行(552) 利率市场化与汇率制度改革相配合(553) 资本管制放松与汇率制度改革相配合(554) 货币政策与汇率政策相配合(556) 利率形成机制改革与金融市场建设相配合(558) 外贸政策和国内微观主体培育相结合(559) 国有银行的股份制改革与民间金融的规范化整顿相结合(559)	
第十六章	开放经济下的货币市场调控	/561
第一节	货币市场概述	/563
	货币市场的定义与功能(563) 货币市场的分类(563)	
第二节	货币市场调控的政策工具选择与完善	/564
	货币市场的冲销与非冲销干预(564) 冲销干预和非冲销干预有效性的理论分析(566)	
第三节	中国货币市场调控问题研究	/571
	中国货币市场状况(571) 发展中国家的政策实践(573) 中国中央银行冲销干预的有效性及其冲销手段(576) 关于货币市场冲销手段的政策建议(578)	
第十七章	当代国际货币体系的内在缺陷与改革	/585
第一节	金融全球化与现行国际货币体系的冲突	/587
	国际货币体系的演化与发展(587) 金融全球化的发展对国际货币体系的影响(591) 现行国际货币体系与金融全球化的主要矛盾(592) 现行国际货币体系的内在缺陷与金融风险 and 危机(596)	
第二节	完善现行国际货币体系的理论思考与实践探索	/598
	完善现行国际货币体系的理论思考(599) 完善现行国际货币体系的重要实践——区域货币一体化的产生与发展(601) 区域性货币一体化对国际货币体系改革的影响——以欧元为例(603)	
第三节	21 世纪国际货币制度改革的基本框架和最新行动	/605
	明确现行国际货币体系改革的基本原则(606) 完善现有的具体的制度安排(606) 调整国际货币制度运作的主要目标(611) 改革 IMF, 并把其作为改革现行国际货币体系的突破口(612) 应着重考虑的其他方面的改革(614)	
第四节	中国与东亚货币合作	/617
	东亚金融合作的理论综述——基于中国视角(617) 中国在东亚金融合作中的地位与作用(618) 中国推动东亚合作的阶段性战略目标与措施(619)	
后 记		/622

导 论

一、问题的提出

2006年12月11日,中国结束“入世”的过渡期,它标志着中国进入一个全面“入世”的新阶段,这是中国改革开放进程中具有里程碑意义的大事,它将大大加快中国经济的全球化和市场化的进程。

众所周知,经济乃至金融的全球化是当今世界经济发展的客观进程,是在现代高科技条件下经济社会化和国际化的历史新阶段。就总体和长远而言,经济和金融全球化为世界经济增长带来新的活力和机遇,有利于世界经济的发展。但过快推进经济全球化可能导致市场破坏性力量的膨胀,特别是国际资本的巨额流动和国际金融投资活动的规模远远超过许多国家的抵御能力。经济全球化还在全球范围内扩大了贫富差距。严峻的现实表明,面对经济金融全球化这一历史潮流,发展中国家只有实行开放政策,利用机遇,迎接挑战,才能在21世纪有自己的立足之地。但开放也意味着作为国际金融领域中的弱者的发展中国家将面临更多的冲击,如何因势利导、兴利除弊,在最大限度地获取全球化利益的同时,将“入世”的不利影响降到最小,是摆在各国面前的一项艰巨的任务。对中央银行来说,一个迫切需要研究的课题就是,以“入世”为标志的经济体制改革和对外开放新进程,或者说,中国日益融入经济金融全球化这一事实,将给货币政策的运行环境带来什么样的影响?中国的货币政策应如何适应这一历史潮流作出必要的调整以趋利避害?这也是本书所致力于研究和回答的问题。

二、文献述评

从国际经验教训来看,经济金融全球化和金融开放对一国货币政策产生的最大冲击来自两个方面:一是由资本账户开放、本国资本市场发展、金融自由化等因素导致的经济泡沫化的出现;二是金融开放导致的一国经济内外均衡目标的冲突,即对一国货币政策独立性的冲击。金融开放对货币政策的其他负面影响,在很大程度上可以说都是由这两个问题派生出来的。

对于第一个问题,布雷顿森林体系解体后,特别是进入20世纪90年代后,经济金融全球化的风险凸显,国际游资急剧膨胀,墨西哥、亚洲、俄罗斯和巴西等一系列货币危机相继爆发,几乎每一次金融危机的原因都可以追溯到泡沫经济。泡沫不仅威胁到发展中国家的经济安全,而且也困扰着发达国家。日本在20世纪80年代后期泡沫经济的破灭,使经济

陷入长达十几年的衰退就是明证。泡沫与国际金融危机的频繁爆发,向各国货币当局提出了极具挑战性的课题:货币政策如何应对泡沫?对这一问题的看法大致可以分为两派:一派主张干预,譬如美国著名经济学家阿尔钦和克雷(Alchian and Klein, 1973)认为,货币政策所关注的价格指数不应该是当前的消费物价指数,而应当是包括消费者预期终生消费的当前价格指数,他们把构造的这个价格指数称为“跨期生活成本指数”(intertemporal cost of living index, ICLI),用来描绘不同时期内达到一个给定效用水平的生活费用的变化情况。涩谷(Shibuya, 1992)将阿尔钦和克雷的通货膨胀测量方法概括为传统方法测量的通货膨胀与资产价格膨胀的加权平均值,从而构建了一个动态均衡价格指数(dynamic equilibrium price index, DEPI)。英国著名的经济学家古德哈特(Goodhart, 1993)也表达了类似的观点。他认为,由于资产价格能够反映未来的商品和服务的价值,所以比较好的替代方法是许多资产的价格包括在央行所关注的价格指数内。这一观点从理论上讲是可行的,但要将其应用到实践中却是相当困难的。古德哈特和霍夫曼(Goodhart and Hofmann, 2001)在货币条件指数的基础上构造了金融条件指数(FCI),目的是用该指标来反映未来的通货膨胀压力。FCI中包括了房地产价格、股价、短期实际利率和有效实际汇率等资产价格。该模型的实证研究证明,将资产价格包括在内的FCI确实包括了关于未来的通货膨胀压力的重要信息,但由于利用了大量未经(或很难)证实的假设作为前提,使该结论的说服力大打折扣。菲拉多(Filardo, 2001)研究了资产价格与未来的通货膨胀的相关关系。结果发现,房产价格与未来的通货膨胀指数正相关,且相关系数在最初三年中都超过50%,而股价却与未来的通货膨胀负相关。

与主张干预的观点相反,西方学术界主流的观点和货币当局的负责官员都反对干预。例如,格林斯潘认为,央行如果“要挑破泡沫,干预市场,会有一个基本的问题,即要假定你比市场知道得更多”。在严谨的学术研究方面,伯纳克、哥特勒等人提出的BGG模型(Bernanke, Gertler & Gilchrist, 1996)认为,如果股价泡沫快速破灭,那么,作为一种担保品,用来克服借贷中信息不对称所产生代理成本的借款人的净值减少,这一方面提高了外部融资所需支付的溢价,另一方面也增加了外部融资的需求量,因而减少了借款者的消费和生产,使最初的负向冲击对产出的影响被放大,使萧条的经济更萧条。这一模型对经济周期中的一个谜题——大规模的总体经济波动有时只是由于一个小的冲击引起的——提供了一个合理的解释。但实证研究发现,“净值”对大企业的融资行为的影响并不

太显著。而且,影响金融中介融资决策的因素不止一个净值因素,还包括借款人的信用记录、预期偿还能力等其他因素,这些因素的相对重要性尚待研究,BGG模型过于强调企业净值对借款人资信的影响,似有以偏概全之嫌。反对干预的又一理论依据是通货膨胀目标制理论。按照这一理论,价格中就已包含了泡沫信息,因此按照通货膨胀目标制行事或按照泰勒规则操作,不仅可以自动熨平经济波动,也可以防止泡沫。

中国资本市场和房地产市场只有短短十几年的历史,但这两个市场的结构性变化已经对现行的货币政策框架提出了巨大的挑战,特别是近年来房地产市场的泡沫已发展到不容忽视的地步。对于中国经济泡沫,吴敬琏(2001)和易宪容(2005)认为,中国股市和房市存在相当大的泡沫,应抑制它。肖灼基(2001)认为,要考虑到中国是新兴市场、利率比较低等特殊国情,不能简单地判断泡沫的存在。对泡沫的经济影响,夏斌和廖强(2001)认为,由于贷款利率管制和证券市场异常发展的制度性约束,中国公众对证券投资收益预期和固定资产投资收益预期存在着非一致性,导致中国扩张性的货币政策传导机制受阻。裴平和熊鹏(2003)更进一步把这种现象概括为货币政策传导过程中的“渗漏效应”。在关于货币政策对泡沫的反应问题上,一种观点认为,资产价格是一种重要的宏观经济指标,对宏观经济具有预测性,货币政策决策需要关注资产价格的变化(钱小安,2001)。另一种观点认为货币政策过多地顾及证券市场不仅丧失了货币政策的独立性,而且会影响正常的市场秩序,造成道德风险,使货币政策和证券市场都受到损害,因此货币政策对股市的作用应该是中性的(谢平,2000)。瞿强(2001)则提出货币当局对资产价格应当“关注而不钉住”的原则,另外,瞿强(2005)关于信用属于要素跨期配置的观点对分析泡沫问题有一定的启示。吕江林(2005)则运用时间序列分析方法,实证考察了若干发达国家和新兴发展中国家(地区)股价和实际国内总产值以及消费物价之间的动态关系,发现股票融资比例高的国家,其股价与实体经济之间易存在协整关系,反之则不存在协整关系,这意味着证券融资比例高的国家,挤破泡沫对经济的冲击较大,故应谨慎从事。

第二个问题,即金融开放导致一国经济内外均衡目标冲突和对货币政策独立性的冲击,是一个跨度很大的前沿问题,涵盖了汇率政策的选择、均衡实际汇率水平和人民币升值的宏观经济影响估计、提高资本管制的有效性、经济政策的协调等多个方面,同时又与前面提到的泡沫问题紧密联系。资本账户开放是泡沫形成的一个制度性基础。

J. 米德(J. Meade)于1951年在《国际收支》中最早提出固定汇率制下的内外均衡冲突问题。他指出,在汇率固定不变时,政府只能主要运用影响社会总需求的政策来调节内外均衡,这样在开放经济运行的特定区间,便会出现内外均衡难以兼顾的情形,要解决这一矛盾,必须运用政策搭配的方法,这就意味着,开放经济的政策调控需要新的思路。米德的理论提出后,不少经济学家就他提出的问题进行深入的研究。荷兰经济学家J. 丁伯根(J. Tinbergen, 1952)证明了政策目标和政策手段之间的关系,这一关系被称为“丁伯根法则”(Tinbergen's Rule)。丁伯根法则指出,要实现多个宏观经济目标,当局必须拥有等于或多于目标数量的政策工具。但这只是政策目标和政策手段之间的数目关系,罗伯特·蒙代尔(Robert Mundell, 1968)进一步分析了政策目标和政策工具之间的对应关系,提出了“有效市场分类原则”(Principle of Effective Market Classification)。这一原则的含义是:每一目标应指派给对这一目标相对影响力最大的工具。根据这一原则,蒙代尔区分了财政政策、货币政策影响内外均衡上的不同效果,提出了以货币政策实现外部均衡目标、财政政策实现内部均衡目标的指派方案。这一时期蒙代尔和弗莱明(Mundell, 1963, 1968; Fleming, 1962)还提出了被称为开放经济下进行宏观经济分析的“工作母机”的蒙代尔-弗莱明模型(Mundell-Fleming Model),其核心观点是:在资本自由流动、固定汇率制度和独立的货币政策这三大政策目标中,一国最多只能同时达到其中的两个,这一理论被人们称为“蒙代尔三角”(Mundell, 1963)。1999年,美国经济学家克鲁格曼在一篇论文中根据上述原理画出了一个三角形,他将其称为“永恒的三角形”(The Eternal Triangle),从而使“蒙代尔三角”的内在原理得到了直观的显示。汇率制度理论方面,20世纪60年代以前,争论的焦点在固定汇率制和浮动汇率制孰优孰劣上,赞成浮动汇率制的有M. 弗里德曼(M. Friedman)、H. 约翰逊(H. Johnson)等,赞成固定汇率制的有纳克斯(Nurkse)、蒙代尔、金德尔伯格(Kindlerberger)等。这两种汇率制度的比较,就其本质而言,实际上意味着在内外均衡目标的实现中,对公信度和灵活性的权衡,而这两者往往是不可兼得的。所以就纯理论讨论来说,很难得出哪一种汇率制度更优的结论。20世纪60年代以后,基于全球经济一体化的进展、国际资本流动的提速,以及牙买加体系下允许汇率制度选择多样性的原因,一些经济学家从多个层面、多个视角对汇率制度理论进行了各具特色的研究。这一时期汇率制度理论研究的主要内容有:关于最优货币区理论中的汇率制度选择,关于国别经济差异与汇率制度选择的关系等。20世纪90年代频发的一系列金融危