



POLICY CHOICES UNDER
THE VALUE PARADOX OF RMB

人民币价值悖论下的 政策选择

吴少新 等著

 中国金融出版社

人民币价值悖论下的政策选择

吴少新 等著

 中国金融出版社

责任编辑：王素娟

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币价值悖论下的政策选择 (Renminbi Jiazhi Beilun xia de Zhengce Xuanze) / 吴少新等著. —北京: 中国金融出版社, 2011. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6008 - 5

I. ①人… II. ①吴… III. ①人民币 (元) — 货币升值 — 关系 — 宏观经济 — 经济政策 — 中国 — 文集 IV. ①F822. 2 - 53②F120 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 132072 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.75

字数 182 千

版次 2011 年 8 月第 1 版

印次 2011 年 8 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6008 - 5/F. 5568

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序 言

近年来，人民币出现了对外升值和对内贬值并存的现象。外部有强大的迫使人民币升值的压力，内部又面临通货膨胀的压力，即“人民币升值+通货膨胀”现象，我们做了什么？我们应该做些什么？本论文集汇集了“人民币价值悖论下的政策选择”这一主题的相关研究成果，具体讨论了人民币对内贬值、对外升值这一悖论的形成原因与破解对策、人民币汇率的走势、国际货币体系的改革、中国汇率政策改革等一系列问题，专家学者在一些问题上达成了共识，也留下了一些值得学术界深入探讨的问题。

一、人民币价值悖论的原因是多方面的

吴少新教授认为，投资导向与出口导向型增长模式是造成我国经济内外失衡的直接原因。我国经济现阶段的内外失衡具有一个相互作用的传导机制。国际收支顺差持续增加、外汇储备增长过快不仅直接引起我国基础货币的投放，还加大了人民币升值的压力，引起热钱流入。在这种背景下，人民币“对内贬值、对外升值”的现象看似矛盾，实则一致。

江春教授认为，国际收支长期双顺差形成人民币对外升值的压力，现行汇率制度导致外汇占款占中央银行资产比重增加，流动性过剩，所以对内呈现贬值现象；收入分配失衡和企业家精神的压抑是造成双顺差的宏观经济原因和制度上的根源。朱晓梅教授认为，国际货币体系的缺陷，即美元本位制是价值悖论深层次的原因。在现行的国际货币体系之下，各个国家被迫根据美元选择自己的汇率制度，实施独立的货币政策受到影响，流动性过剩，金融危机成为必然。

有的学者从逻辑上分析，认为目前我国内部经济的通货膨胀压力与人民



币汇率低估不无关系，“内贬”和“外升”是人民币真实汇率上升的两个途径。

有的学者认为，人民币内外价值偏离的深层次原因在于我国长期以来涉外经济政策的严重不对称性以及不适宜的汇率政策。

二、人民币价值悖论的影响尤为深远

相关学者认为，人民币升值可以抑制通货膨胀，但升值幅度远远赶不上国际大宗商品价格的上涨幅度，升值对于抑制通货膨胀的作用十分有限。

有的学者认为，人民币对美元一直增值违背了传统的经济学原理，给国民经济健康发展造成极大危害。并提到，升值如果控制不好，将使中国脆弱的银行系统遭到巨大打击，其影响可能甚于亚洲金融危机。

有的学者指出，人民币的内外价值走向出现差异给国内汇率政策和货币政策制定与调整带来了两难的选择。

有些学者提到“内贬外升”的情势加剧，增加了宏观经济政策的不确定性，给上市公司市值管理带来了新的挑战。

三、多角度的人民币价值悖论的破解之道

周骏教授指出，货币当局要同时关注普通商品和资产的价格，同时调整货币供应总量和结构的均衡，储备要多元化。中国的货币需求与美国的货币需求有着很大的差异，我们不能照搬西方经典的理论运用于自己的改革实践，中国的货币政策应体现中国自己的特色。

吴少新认为，中国应将汇率政策作为货币政策的重要内容，蒙代尔原则可以作为破解悖论的可行之策。

苑德军认为，汇率问题不仅是经济问题，还是政治博弈，中国汇率政策要考虑基本经济因素的变动，并且要在“稳增长、调结构、转方式、稳物价、保就业”这几个目标间寻求平衡。

何德旭指出，要把金融体制改革与“十二五”规划结合起来考虑如何解

决人民币价值悖论的问题。

还有学者强调要放开思路，不要紧盯货币供应量等量化指标，关键要站在国家的高度，从战略方面、理论层面搞市场经济，把金融市场放开，把汇率放开，走国际化、全球化道路，要具备全球观念。

有学者认为，在短期内，调整中国现行的汇率政策应作为化解此悖论的切入点，实施灵活的汇率政策，让人民币升值幅度更大一点；在中期内，要推进人民币汇率制度改革，推进国际货币体系改革；在长期内，中国要积极参与国际经济协调，推进国际货币体系的改革。也有学者坚持要实现缓慢渐进式汇率改革，渐进的调整过程有利于国内经济资源在贸易品部门和非贸易品部门之间的重新配置。

还有学者认为，为解决“米德冲突”，就需要为不同的目标制定相互独立且有效的政策工具，即满足“丁伯根法则”。有的学者指出，面对“人民币价值悖论”，我国中央银行的货币政策选择可以从改变强制结售汇制度入手改革为自愿结售汇制度。

文集的探讨也引发了诸多思考：如人民币是否会出现持续的价值悖论现象，人民币升值幅度应该在什么区间，日本广场协议签订后，其经济进入萧条的二十年，这种情况在中国出现的可能性有多大，人民币未来汇率走势如何，如何实现增长无危机，如何构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架等。中国经济的发展需要多方面的努力，金融驱动无疑是一大动力，理论界任重而道远！

吴少新
2011年6月

目 录

内外失衡下的“米德冲突”与中国化解之道	吴少新 余 丹 (1)
中国国际收支的双顺差：基于企业家精神的新视角	江 春 滕 芸 (10)
金融发展中的社会公平问题：来自中国的经验分析	王鸾凤 朱小梅 (24)
中国金融风险预警的汇率指标分析	杨雪莱 许传华 (36)
人民币汇率变动与中美贸易失衡关系的实证研究 ——以 2000 ~ 2009 年的数据为例	李 敏 石 涛 (47)
后金融危机时期中国货币政策选择 ——基于 QE2 经济后果的分析	杨学东 (57)
我国存款准备金工具的效果分析	王瑞华 余 湏 (65)
人民币价值悖论与中国人民银行的货币政策选择	李晓昌 (74)
通货膨胀与人民币升值并存原因及对策分析	李建华 (81)
我国银行业竞争与风险承担关系研究 ——基于特许权价值视角	吴秋实 李兆君 (91)
日本、德国本币升值下的政策得失及对我国的启示	徐慧玲 (105)
IPO 询价制下的灰色市场机制	谢升峰 (113)
外汇占款对我国货币供应量的影响与对策研究	李正旺 (123)
掌握衍生品交易之道，提高公司市值管理水平 ——人民币“内贬外升”背景下上市公司市值管理的思考	边智群 (134)
Testing for Granger Causality among Residential Investment, Non - residential Investment and GDP	Kai Cheng (142)
金融危机下人民币汇率变动对外贸企业影响的实证研究 ——以湖北省为例	孙 玲 (154)



人民币内外价值——对立与统一	刘 燕 (164)
试析人民币内外价值偏离现象	张远为 严 飞 (171)
我国财政教育支出绩效评价研究	刘晓凤 (183)

内外失衡下的“米德冲突”与中国化解之道

吴少新 余 丹

作者简介：吴少新，湖北经济学院副院长、教授、博士生导师；
余 丹，湖北经济学院金融学院讲师，经济学博士。

2010年，我国经济继续在复苏的轨道上运行。随着经济的持续、较快回升，我国也出现了通货膨胀预期加大、通货膨胀压力上升的问题，2010年年底，我国高通货膨胀的态势已经确立，11月份CPI高达5.1%，随后的12月份与2011年1月份也分别达到了4.6%和4.9%。另外，我国国际收支顺差持续扩大，截至2010年12月底，我国外汇储备已达28473亿美元。在外汇储备不断积累、美元贬值和短期国际资本涌入的背景下，人民币升值压力倍增，出现了人民币“对内贬值、对外升值”的中国独特现象。有鉴于此，在融入全球化过程中应当如何协调内部均衡和外部均衡，成为现阶段摆在我国政策制定者面前的一个重要课题，也是本文所关注的焦点。

一、“米德冲突”与中国现象

总体而言，2010年我国的货币经济领域呈现出如下特点：其一，狭义货币供应量 M_1 快速增长，活跃程度高于2009年。2010年年底， M_1 余额为26.66万亿元，同比增长21.2%，超过了年初设定的17%的目标，广义货币供应量 M_2 余额为72.58万亿元，同比增长19.7%，新增人民币贷款也超出了年初设定的7.5万亿元的目标，达到了7.95万亿元。这意味着，2010年货币供应量和新增贷款规模双双超标。其二，外汇占款仍然是我国基础货币投放的主要渠道。2010年的国家外汇储备比2009年增加了4482亿美元，截至



2010年12月底,我国外汇储备已高达28473亿美元。其三,内外失衡问题严重,表现为典型的“米德冲突”——国内通货膨胀与国际收支顺差并存。

英国经济学家詹姆斯·米德(1951)在其著作《国际收支》中提出,内部均衡和外部均衡是一国宏观经济政策要达到的两个目标,其中,内部均衡主要是指国内物价稳定和充分就业,外部均衡则主要是指国际收支平衡。米德进一步指出,在汇率固定不变时,政府只能运用影响社会总需求的政策(支出增减政策,主要包括财政政策与货币政策)来调节内部均衡和外部均衡,这样,在开放经济运行的特定区间便会出现内部均衡和外部均衡难以兼顾的情形。具体而言,当国际收支逆差与国内经济萧条并存,或是国际收支顺差与国内通货膨胀并存时,政府都会左右为难:在第一种情况下刺激社会总需求增加的措施会使国际收支逆差进一步扩大,在第二种情况下采取降低社会总需求的政策会使国际收支顺差进一步增加。总之,政府在通过调节社会总需求实现内部均衡时,会引起外部经济状况,即国际收支距离均衡目标更远。这种固定汇率制度下内部均衡与外部均衡发生冲突的问题,被称为“米德冲突”。

进入21世纪以来,我国经济对外依存度始终在超过50%的高位,在充分融入世界经济的同时,也出现了内外均衡冲突问题。2010年以前,我国已出现两次比较明显的“米德冲突”,分别是在2003年和2007~2008年,这两次“米德冲突”均是以“国内通货膨胀+国际收支顺差”的形式出现。而2010年的“米德冲突”现象则尤为典型,该阶段我国经济的内部失衡主要表现为固定资产投资增长过快、储蓄率过高以及国内消费需求严重不足,从而导致结构性的流动性过剩与通货膨胀,CPI指数由2010年1月的1.5%一路攀升至11月的5.1%;外部失衡则主要表现为国际收支经常项目和资本与金融项目的“双顺差”,尤其是经常项目的顺差持续扩大,2003年,我国的贸易顺差和外汇储备分别为255亿美元和4033亿美元,而根据最新统计数据,2010年的贸易顺差已升至1831亿美元,外汇储备则高达28473亿美元。可见,此次我国的内外均衡冲突问题较前两次更为严重。

与此同时,我国出现了人民币“对内贬值、对外升值”的独特现象。自2005年7月21日人民币名义汇率启动单边升值到2008年全球金融危机爆发



为止，人民币名义汇率升值幅度达到 22%。金融危机之后，人民币暂时停止升值。从 2010 年 6 月开始，人民币名义汇率重新启动单边升值，迄今为止升值幅度接近 3.1%，人民币实际有效汇率升值 5.5%。依照正常逻辑，国内货币超发、通货膨胀，会促使国内居民将本币兑换为外币，并使得本国产品昂贵，刺激人们增加进口，资产价格（如房地产）亦上涨，国内投资者将资产投资转向国外，从而导致外汇需求增加，本币需求减少，人民币名义汇率本应贬值（对内贬值应伴随着对外贬值），为什么反而升值呢？除了国外各中央银行（尤其是美联储）实行极度宽松的货币政策以及国内居民海外投资渠道不畅等因素之外，我们可以从内外均衡之间的传导机制出发来分析其深层次的原因所在。

二、内外失衡的相互作用机制与原因分析

（一）投资导向与出口导向型增长模式是造成我国经济内外失衡的直接原因

1978 年改革开放后，我国借鉴东亚新兴工业化国家和地区的成功经验，实行投资出口导向型增长模式，取得了令人瞩目的成就，1978~2008 年，中国 GDP 年均增长率超过 9%，30 年经济总量增长了 1 200 多倍。然而，这种经济增长模式也不可避免地带来了一些负面影响，在一定程度上加剧了我国的内外经济失衡状况。

就内部均衡而言，在 2008 年下半年到 2009 年的全球金融危机期间，我国出台了 4 万亿元投资计划、10 万亿元信贷投放、十大产业振兴计划、改善民生、稳定出口等一揽子刺激政策，在促进中国经济较快复苏的同时，也造成了 2010 年流动性过剩的局面，形成了“需求推动型”通货膨胀。而且，相对于投资和出口的高速增长，国内消费虽有增长加快的趋势，但仍然远远落后于投资和出口的增速。造成国内这种经济结构失衡的原因主要有以下几点：一是国民收入分配不合理，政府和企业 在国民收入分配中的比重持续上升，居民的可支配收入比重则不断下降，使其消费水平的增长有限，导致社会总体的消费水平相对不足，经济增长更多依赖于政府、企业的投资增长；二是政府职能转变缓慢，各种社会保障制度还不健全，居民消费存在后顾之忧；



三是资源性产品价格扭曲，投资成本低，致使投资冲动普遍偏高与投资效率较低的状态并存。

就外部均衡而言，从宏观经济恒等式看， $Y = C + I + G + NX$ ，出口过快增长源于国内供给大于需求，消费需求不足，多余供给部分必须向国外寻找出口，这就产生了持续顺差。在消费不足所导致的内需不振以及投资膨胀所导致的产能快速扩张的双重作用下，部分国内商品从国内市场被“挤出”到国外市场，而部分进口商品也从国内市场被“挤回”到国外市场，从而导致国民收入由于国内吸收不足而剩余的部分通过净出口的方式输往国外，造成我国净出口的大量增加。国际收支顺差产生了高额的外汇储备，为了维护汇率的稳定，人民银行不得不频繁介入市场，买进外汇，因此，外汇储备的积累带来了高额的外汇占款，在高额外汇占款成为基础货币投放的主渠道的情况下，基础货币不断增加，货币乘数作用带来数倍的货币供给扩张，造成国内货币的过量供应和流动性过剩加剧。

可见，我国经济现阶段的内外失衡现象具有一个相互作用的传导机制：收入分配失衡导致国内消费不足，通过高投资带来的高增长，必然使得生产过剩加剧，而过剩的产品在内需不振的情况下只能寻求国外市场，导致出口增长过快，贸易顺差增加；为了维持汇率稳定，中央银行不得不购入外汇，汇率低估，更进一步刺激出口，国际收支失衡加剧；顺差的持续增加，使得外汇储备激增，由外汇占款导致的中央银行基础货币的被动投放相应增加，银行货币流动性增加，通货膨胀加剧，国内失衡更加严重。更重要的是，国际收支顺差持续增加、外汇储备增长过快不仅直接引起我国基础货币的过量投放，还加大了人民币升值的压力，引起热钱流入。在这种背景下，人民币“对内贬值、对外升值”的现象看似矛盾，实则一致，且我国为缓解人民币升值压力而采取的措施对人民币“对内贬值”更产生了一种推波助澜的作用。

（二）输入性通货膨胀和房地产泡沫对国内物价水平的冲击较为明显

一方面，我国经济发展对进口原料具有较高的依赖性，金融危机之后美元贬值，国际大多以美元标价的能源、贵金属、矿产品和初级农产品价格持续攀升，由于我国采取的是有管理的浮动汇率制，因此人民币对进口能源等



产品的购买力下降幅度较大，造成了一定程度上的输入性通货膨胀；另一方面，美国等主要经济体持续实施量化宽松的货币政策，削弱了美元等资产对短期国际资本的吸引力，使国际流动性溢出效应更加明显，在人民币升值预期和中美利率差的推动下，大量短期国际资本涌入中国；同时，由于外部需求的复苏，中国出口环境进一步得到改善，贸易顺差恢复至一个更高的水平，通过这两个渠道，美国等国家和地区的流动性向中国输入，导致中国的通货膨胀压力上升。此外，国内的信贷资金流入资产市场，对房地产等资产价格产生了较强的推动作用，而房地产行业作为一个核心产业，对机械、水泥等原材料供应产业的回顾效应，对家电、汽车等产业的前瞻效应以及对金融服务、商业等部门的关联效应，都影响到这些产业的发展，房价的上涨一定导致相关产业价格上升，从而对我国的通货膨胀水平产生较大影响。

我们知道，开放经济面临着“三元悖论”的约束，即在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定性三个政策目标之中只能兼顾其中两项。一直以来，我国采取的政策是维持人民币汇率稳定、严格资本流动管制并追求货币政策独立性。汇率稳定目标使得我国只能主要依靠支出增减政策来调解内外失衡，为维护人民币汇率的相对稳定，国际收支“双顺差”的增加导致国内流动性过剩加剧，中央银行为购买外汇被动地向社会投放过多的基础货币，于是国内货币政策操作的自主性越来越差，被动的流动性释放促使物价指数上扬。不难看出，人民币升值和通货膨胀在这个意义上是存在取舍关系的，汇率稳定了，价格就不会稳定，既然我国选择了少升值，那就不得不忍受迟早要出现的高通货膨胀，这也从政策上解释了为什么人民币会呈现“对内贬值、对外升值”的独特现象。

三、蒙代尔原则与“米德冲突”的中国政策化解之道

为解决“米德冲突”，兼顾内部均衡和外部均衡的同时实现，荷兰经济学家丁伯根（1969）提出了将政策目标和工具联系在一起的主张，指出要实现 N 个独立的政策目标，至少需要相互独立的 N 个有效政策工具；要同时实现内部均衡和外部均衡的目标，则必须要同时运用支出调整政策和支出转移政



策两种工具，单独使用支出增减或者支出转换政策是没有效果的。在丁伯根的“数量匹配原则”基础上，蒙代尔提出了政策搭配的“最优指派原则”。蒙代尔认为在固定汇率制下，财政政策（主要是政府支出的变动和税率的调整）对国内经济活动产生的影响更大，而货币政策（主要是利率的变动）对国际收支的作用则更为明显。因此，他主张在内外失衡同时存在的情况下，将实现内部均衡目标的任务指派给财政政策，将实现外部均衡目标的任务指派给货币政策，这样才能发挥各自的优势，实现整个经济的均衡。

对于我国目前国内通货膨胀与国际收支顺差并存的情况，根据蒙代尔原则，应当采取紧缩性的财政政策（解决内部失衡）和扩张性的货币政策（解决外部失衡），但我国实际采取的政策措施与之刚好相反，运用的是稳健（紧缩性）的货币政策和积极的财政政策，自2010年以来已4次上调人民币存贷款基准利率，12次上调存款准备金率，目前大型金融机构存款准备金率已达到21.50%的历史高位。这表明，中国的货币政策已经进入从紧和加息的周期。尽管蒙代尔原则是基于财政预算对国民收入、就业等国内经济变量影响较大，利率对国际收支影响较大这一假设之上的，对我国的实际情况是否适用尚有待进一步研究，但是，我国目前过于依靠提高利率的紧缩性货币政策会给经济带来一系列复杂影响：一是利率提高抑制了消费需求，在减少国内支出的同时也减少了进口，扩大了贸易顺差；二是利率提高增加了人民币升值预期，吸引国际资金内流，扩大了资本与金融项目顺差，且热钱的进入对于资产价格和输入性通货膨胀都有推波助澜的作用；三是紧缩银根的货币政策会打击民营经济特别是中小企业的投资经营环境，并容易使政府项目挤占本来应该投放于“三农”和中小企业的信贷资金，增加民营企业和“三农”贷款的难度。

只要经济增长仍然是宏观政策的重要目标之一，我国追求贸易顺差的冲动会在很长时间内无法减弱，而国家经济实力增长带来的汇率升值和投资回报的乐观预期也会导致资本的持续净流入，种种因素都会使我国内外失衡的矛盾趋于长期化。因此，在这种内外失衡冲突日益加剧的情况下，仅仅只依靠支出增减型政策调节的效果是非常有限的，必须要加强支出转换型政策的配合，即进一步完善人民币汇率形成机制，增强人民币汇率浮动的弹性与灵

活性，同时辅以相应的关税政策，只有这样，才能提高我国货币政策与财政政策调节经济失衡的有效性。在此基础上，本文提出如下政策建议：

1. 实行国际支出政策调整，创新工具，加快对冲机制的建立。为进一步缓解通货膨胀压力，中央银行可以针对法定准备金率、国债和中央银行票据三个工具制定有效的政策组合以增强外汇冲销的有效性。同时，要加快对冲工具与机制的创新，加快国债市场的发展，以避免因发行中央银行票据而引发的通货膨胀风险。在外部均衡方面，还应在加大对国际资本流入、流出监管力度的同时，拓宽居民、企业投资渠道，放开民营企业 and 公民外汇的使用权，有步骤地引导居民、企业向海外投资，加快实施“走出去”战略。

2. 扩大进口，改善贸易不平衡状况。要保持进口与出口的均衡发展，不能一味地“重出口、轻进口”，适当增加重要能源、资源性产品、高新技术产品和关键零部件进口，建立和完善进口促进体系，加强对促进进口的金融政策支持，改进各种关税和非关税进口措施，提高贸易便利化水平。这些举措不仅有利于解决当前我国对外贸易存在的问题，而且有助于提高我国技术水平及资源使用率，实现产业结构升级，改变经济增长方式。另外，当前的外汇储备也为我国增加进口提供了充足的资金。

3. 加强流动性管理。中央银行的流动性管理体现在货币政策的实施中，中央银行相机抉择的流动性供给并不意味着简单的放松和收紧银根，而是要在预测判断银行体系流动性需求和供给基础上调节银行体系的流动性供给，从而影响利率和总体信贷规模。中央银行还应当关注流动性供给与资产期限调整的关系，当出现异常的短期与长期资产之间的替代时，中央银行要通过各种手段影响公众对流动性的预期，通过影响公众的预期来抑制资产替代过程中的过分投机，防止资产泡沫的出现，从而有效避免金融动荡。

4. 合理调整信贷结构。我国的信贷投资存在着结构失衡问题：大企业的资金普遍过剩，而中小企业的流动资金却极其短缺；某些热门行业重复投资导致产能过剩，而医疗、教育等部门的投资严重不足；经济发达地区和城市的流动性问题突出，而广大中西部地区及农村仍面临资金缺乏的局面。因此，要对信贷资源的配置和投放的领域进行合理调整，对资源高度依存的项目、环境过度损害的项目、低水平重复建设的项目等要严格控制，而对中西部地



区的发展、中小企业的发展、农业经济的发展、公共服务业的发展、县域经济的发展、战略产业的发展和高新技术产业的发展应予以大力扶持。

5. 继续配合积极的财政政策。宏观经济政策要保持连续性和稳定性，中国经济的复苏是积极财政政策和宽松货币政策共同作用的结果，在目前极为复杂的国内外政治经济背景下，进一步加强财政政策、产业政策与货币政策之间的协调配合，可以提升经济内生增长动力，为化解风险提供良好的支撑。因此，要继续保持适度的财政赤字和恰当的国债规模，实施结构性的减税政策，扩大国内消费，在财政支出上向“三农”、民生等发展较缓慢的领域倾斜，支持节能环保、自主创新的产业和不发达地区的经济发展。另一方面，还应当建立扩大消费需求的长效机制，完善收入分配制度，合理调整国民收入分配格局，着力提高城乡中低收入居民的收入水平，以增强居民消费能力，提振内需。

6. 制定货币政策时应把国内信贷与国外净资产联系在一起考虑。在开放经济条件下， $\text{国外净资产} + \text{国内信贷} = \text{货币供给} + \text{金融机构债券及股权融资} + \text{其他}$ 。可见，在影响国内货币供给的因素中，国内信贷已经不再是唯一渠道，国外净资产变化成为影响国内货币供给的重要因素。因此，在制定货币政策时，不能孤立地考虑某一方面，比如，提高法定存款准备金率虽然可以影响国内信贷，但对国外净资产却影响甚微，并不能从根本上改变社会上流动性充裕的状况，相应地，其控制物价的效果也就大打折扣。

此外，加强金融风险防范与控制、大力发展资本市场、加速地方金融平台建设、引导资金向实体经济注入等举措，对于促进 2011 年我国经济的健康发展亦至关重要。

参考文献：

[1] 樊纲、魏强、刘鹏：《中国经济的内外均衡与财税改革》，载《经济研究》，2009（8）。

[2] 冯彩、刘玄：《内外均衡冲突下的人民币汇率政策选择：基于斯旺模型的研究》，载《上海金融》，2008（2）。

[3] 吴军、杨传敏：《经济的内外均衡与调控模式选择——基于流动性过



剩、结构性通货膨胀背景下的思考》，载《国际金融研究》，2008（7）。

[4] 章和杰、陈威夷：《“三缺口模型”下的内外均衡政策搭配文献综述——基于篮子货币汇率制度》，载《统计研究》，2007（12）。

[5] 张雪春：《流动性过剩：现状分析与对策建议》，载《金融研究》，2007（8）。

[6] Betty C. Daniel. Precautionary saving and persistent current account imbalance. *Journal of International Economics*, 1997, 42: 179 – 193.

[7] Jurg Niehans. Some doubts about the efficacy of monetary policy under flexible. *Journal of International Economics*, 1975, 3: 275 – 289.

[8] R. A. Mundell. The appropriate use of monetary and fiscal policy under fixed exchange rates. *international monetary fund staff papers*, 1968, 3: 70 – 77.