

失衡式增长

人民币汇率 与货币政策

傅 勇 著

人民东方出版传媒
 东方出版社

失衡式增长

人民币汇率 与货币政策

傅 勇 ○ 著

人民东方出版传媒
 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

失衡式增长：人民币汇率与货币政策 / 傅勇著. —北京：东方出版社，2017.6

ISBN 978-7-5060-9711-6

I. ①失… II. ①傅… III. ①人民币汇率—研究②货币政策—研究—中国 IV. ①F832.63
②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 142097 号

失衡式增长：人民币汇率与货币政策

(SHIHENGSHI ZENGZHANG: RENMINBI HUILÜ YU HUOBI ZHENGCE)

作 者：傅 勇

责任编辑：郭 国

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区东四十条 113 号

邮 编：100007

印 刷：北京市大兴县新魏印刷厂

版 次：2017 年 7 月第 1 版

印 次：2017 年 7 月第 1 次印刷

开 本：710 毫米×960 毫米 1/16

印 张：18.25

字 数：268 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-9711-6

定 价：45.00 元

发行电话：(010) 85924663 85924644 85924641

版权所有，违者必究

如有印装质量问题，我社负责调换，请拨打电话：(010) 85924602 85924603

目 录

自 序	001
-----------	-----

第一篇 失衡式增长与人民币汇率

第 一 章 中国改革开放以来的全要素生产率变动及其分解 ——基于省际面板数据的 Malmquist 指数分析	009
第 二 章 人民币升值是影响中国出口的主要因素吗? ——理论与实证研究	029
第 三 章 人民币汇率、中央银行资产负债表与金融运行模式 ——基于中央银行资产负债表的视角	059

第二篇 资产泡沫与政策应对

第 四 章 中国高房价的决定：基本面与泡沫分解 ——基于面板数据的实证研究（1999—2009）	119
第 五 章 日本房地产市场泡沫分析	143

第 六 章	关注资产价格与经济周期的背离 ——高科技泡沫破灭与“9·11 事件”前后的货币政策 及其启示	149
第 七 章	资金流量表视角下的货币政策分析框架： 国际实践及在中国的潜在应用	155
第 八 章	关于中国 M2 与 GDP 之比偏高的若干争议问题	169
第 九 章	中国 M2/GDP 的事实、趋势及其含义： 基于现有研究的分析	175

第三篇 国别经验研究

第 十 章	外汇市场干预模式与货币政策：国际比较及经验启示	191
第十一章	美国存款利率市场化与储贷机构危机：经验与借鉴	207
第十二章	欧盟国家的中小企业融资、中小银行治理及其经验借鉴 ...	223
第十三章	金融支持灾后重建的国际经验研究	241
第十四章	增值税改革的利率效应研究	257
参考文献		269

自序

美国次贷危机爆发至今已有 10 年，此后升级为全球金融危机至今也已有 9 年。从很多方面看，这轮国际金融危机足以与 1929—1933 年“大萧条”相提并论，被美国加州大学伯克利分校经济学教授巴里·艾肯格林（Barry Eichengreen）冠以“两次萧条”加以对比研究。但就危机后引发的宏观经济学和国际金融体系改革进展而言，这轮危机的影响远不能望“大萧条”之项背。这使得我们心有不满，同时也满怀期待。

在宏观经济学领域，“大萧条”的问题专家伯南克认为“解释大萧条是宏观经济学家的‘圣杯’”，他在 2000 年出版了论文集《大萧条》（*Essays on the great depression*）。众所周知，现代宏观经济学本身肇始于那场危机。“大萧条”将古典经济学打出了一道缺口，再难缝合——自由放任的市场经济学说既不能保证经济运行远离危机，也没有提供应对危机的有效措施。凯恩斯以“大萧条”为主要研究对象，瞄准古典经济学靶心，于 1936 年出版了史上影响最为深远的经济学著作《就业、利息与货币通论》，开创了现代宏观经济学，也改变了宏观经济政策框架。随后，凯恩斯学派、货币学派、理性预期学派、新古典综合派、新凯恩斯主义学派等宏观经济学流派群起逐鹿，但无一不需要回应来自“大萧条”的诘问。经济学家从有效需求不足，深入到人性心理规律，再到金本位制、货币供给、预期、真实冲击等各视角，对“大萧条”给出了系统性解释和政策建议，至今仍是理解、管理经济运行的思想和智力来源。

“大萧条”作为第二次世界大战的重要背景，还促成了国际经济金融体系的重构。凯恩斯本人就代表英国直接参与了重构过程。这个体系以美国经济和美元为核心，以世界银行、国际货币基金组织等国际组织为支撑，旨在加强全球政策协调，减少不平衡发展带来的经济金融危机风险。

相比之下，本轮国际金融危机之后，尚未产生与“大萧条”等量齐观的影响。在经济理论层面，国内外学者对本轮国际金融危机提出了一些新的解释，但总体上仍停留在危机之前的理论框架，未建立起一个新的完整系统的分析模式。归纳起来，对本轮国际金融危机主要有以下几种代表性解释：

第一种观点认为是货币政策失误。泰勒等学者认为，金融危机爆发是因为货币政策在执行中系统性地偏离了“泰勒规则”。次贷危机之前的货币政策过于宽松，刺激了房地产部门出现泡沫，此后货币政策持续收紧，美联储连续17次加息，刺破经济泡沫，引发次贷危机进而导致国际金融危机。

第二种观点认为是金融无序创新和监管失败。包括监管偏松，向一些不具备资质的购房者过度放贷；CDO、CDO平方等资产证券化产品过度发展，且信息不透明，远离实体经济需求，成为金融系统自我操作、做大盈利的工具；影子银行的发展，造成监管空白和监管套利等。

第三种观点认为是因为经济金融存在顺周期性。当经济处于上升周期，资产价格走高，银行、家庭资产负债表强健，社会信心高涨，信用体系不断扩张，这会进一步推高资产价格和社会信心。而上升周期一旦见顶，资产价格、社会信心都出现逆转，资产负债表恶化，大量资产被抛售，社会信用急剧收缩。此外，盯市的会计准则、信用评级、外部审计等对经济金融顺周期性亦起到推波助澜的作用。与经济金融顺周期性并列的是，系统重要性金融机构和重要金融基础设施具有的高传染性，能够引发系统性金融风险，并带来“大而不能倒”和道德风险问题。

第四种观点是全球经济失衡。格林斯潘提出，中国改革开放和苏联解体后，社会主义阵营国家重新融入全球化，全球总供给能力大幅提升，商品价

格走低,使得盯住物价水平的政策利率一直保持低位;同时,大量资金流入使得短期政策利率的提升,未能传导到长期利率,为资产价格泡沫提供了条件。伯南克进一步认为,中国等新兴工业化国家以及沙特等产油国储蓄过剩,压低了长期利率,滋生了泡沫。长短期利率的正常关联消失被称为格林斯潘之谜。

国际金融危机未来,诺贝尔经济学奖陆续授予了国际经济学、经济治理、劳动经济学、博弈论、资产定价、行为经济学、规制经济学、消费理论等研究领域的学者,也代表了国际经济学界的反思。

从政策进展看,一方面,本轮国际金融危机催生了国际上新一轮金融监管体制改革,包括巴塞尔Ⅲ的推出,美国《多得—弗兰克法案》的出台,美联储、英格兰银行等主要央行增加宏观审慎管理、金融监管、消费者保护等职权,欧洲推出新的统一监管框架;另一方面,国际经济金融政策协调性增加,G20取代G7成为全球主要的政策协调平台,并与IMF等国际组织一起,更加重视主要经济体的再平衡和宏观政策协调。

可以说,宏观审慎政策框架是反思本轮国际金融危机的集大成者。宏观审慎旨在从顺周期性和传染性两个维度控制系统性金融风险,包括加强对系统重要性金融机构的监管、增强金融机构的资本要求、增加逆周期调控措施,同时也包括加强对金融基础设施、会计、评级等市场中介机构的管理。

总体来看,本轮国际金融危机后,经济政策和经济理论取得了一些进展,但还缺乏系统性,仍有不少问题需要继续深入:

一是经济失衡与金融政策的关系。经济失衡有经济层面的深刻原因,比如,中国规模庞大的劳动力比较优势、儒家传统影响下的高储蓄率、分工高效的产业体系都促成中国走外向型经济发展道路。除此之外,金融政策扮演的角色值得深入探究。以美元为主的国际货币体系、发达经济资本市场,都是导致美元需要不断流出、再回流投资美国资产的原因;中国的过度储蓄也与金融市场特别是资本市场发展不足有关,使得较多融资需求靠自身储蓄积

累满足。经济失衡条件下，金融政策通常会面临较大考验。内外平衡是部分中央银行货币政策的最终目标，即便不是，经济失衡也会对通货膨胀、经济增长和金融稳定造成影响，而这些通常是中央银行关心的目标。中国自2003年以来，投资、贸易“双顺差”格局对货币政策构成了主导型影响，其中，如何保持流动性合理适度 and 人民币汇率以渐进、可控的方式向均衡水平调整处于中心位置。

二是金融系统在经济金融危机中的作用。与1929—1933年的“大萧条”相比，在这轮国际金融危机，包括此前的亚洲金融危机、互联网股市泡沫等危机中，金融系统的作用越来越具有独立性。在很大程度上，是从金融危机到经济危机，而不是相反，金融危机背后的经济结构上的问题越来越模糊。传统观点认为，金融是经济的表象，金融领域的问题是实体经济问题的镜像，金融出问题根源于经济问题。然而，次贷危机前，美国经济基本面没有明显问题，房地产市场的泡沫主要是利率长期低水平运行、金融信用扩张的结果，如果没有这些金融条件，次贷问题不会系统性地出现。

三是新时期的资本流动和国际货币体系对泰勒规制、利率平价、蒙代尔不可能三角等经典政策框架提出了挑战。泰勒规制建议政策利率盯住一般物价、经济增长，但在开放条件下，短期政策利率和长期利率可能出现背离，使得泰勒规制在长期利率一端失效。存在资本大量流入的情况下，中长期利率水平不再由本国储蓄—投资结构决定，原有的短期利率到中长期利率密切关联的利率期间结构被打破，即便短期利率水平合意，中长期利率水平可能已经偏移。这要求把资本流动、长期利率水平等加入泰勒规制等货币政策框架中加以考虑。

同样，在开放条件下，利率平价理论也难以解释资本流动。1998—2004年间，美国低利率与高资本流入现象并存，也就是说，低利率水平并未阻止资本流入，也没有起到促进国际收支平衡的作用。

此外，蒙代尔不可能三角理论认为，在资本自由流动情况下，货币政策

具有独立性（同时汇率政策可以保持稳定）。但对于国际储备货币国来说，充裕的国际资本有持续流入倾向，进入国内债券市场，压低中长期利率，并通过利率期限结构将利率走低的压力传导至短期利率，从而对中央银行收紧政策利率造成困难。

总之，从更大层面上看，综合考量金融系统日益独立而重要的作用、国际货币体系、资金流动、长短期利率关系、资产价格等关键变量之间的关系，是我们反思本轮国际金融危机不可避免的问题，同时我们需要能够重建一个统一的系统性框架，帮助我们完成传统框架和新框架之间的对接和对话。

本书的研究主要涵盖人民币汇率、货币政策、资产价格等主题，内容涉及中国和有关国家的经验，开展这些研究的时间跨越了本轮金融危机前后。本书体现了个人对这些问题的持续思考，不代表任何单位立场。对我而言，这些成果只是阶段性的，从一些侧面进行了研究，现呈现给读者，希望与大家一起探讨。

第一篇

失衡式增长与人民币汇率

第一章

中国改革开放以来的全要素生产率变动及其分解^①

——基于省际面板数据的 Malmquist 指数分析

一、引言

自 1978 年经济改革启动以来，中国小步渐进的改革策略推动经济取得了令人瞩目的高增长。与此同时，关于中国经济增长方式的讨论日益增多。前苏联（包括金融危机前的东亚）的经验表明，经济增长的关键不在于实现了一段时间的高增长，而在于实现的是什么样的高增长，增长能否持续。许多学者指出，中国的增长方式带有鲜明的“粗放式”特征，TFP（全要素生产率，Total Factor Productivity, TFP）的贡献度较低。并且，有证据显示，20 世纪 90 年代中期后我国还出现了增长效率下降的苗头。那么，中国的增长是否以及在多大程度上是粗放式的增长？全要素生产率贡献了多少？全要素生产率是否存在恶化趋势？

本章试利用数据包络分析（Data Envelopment Analysis，简称 DEA）方法下的 Malmquist 指数法对我国改革开放以来的全要素生产率进行一个最新估计，对上述问题做出初步回答。作为一种非参数前沿生产函数分析模型，DEA 方法具有诸多优势，而其中的 Malmquist 指数可以将 TFP 分解成技术进

^① 本章与白龙（中国人民银行上海总部）合作。感谢复旦大学中国经济研究中心陈诗一教授和上海财经大学范子英教授、石慧博士提供的技术帮助，以及中国人民银行上海总部调查统计研究部多位同仁、中国人民银行研究局王鹏博士、中国人民银行沈阳分行侯世宇博士的有益评论。

步和技术效率变化，并将技术效率变化分解为纯技术效率变化和规模经济。这使得我们得以深入考察 TFP 的变动和趋势。此外，省际面板数据的分析还帮助我们洞察各省和地区 TFP 增长的相对情况。这些方面对于进行更有针对性的政策讨论都是重要的。

总产出的增加，即经济增长有两种源泉：一是增加投入，如投资基建和（或）增雇员工；二是提高效率，如创新管理和（或）更新技术。新古典经济学认为，增加投入推动的增长因要素的边际生产力递减而难以持续，只有依赖效率提升的增长才是可持续的。由此，效率是研究长期经济增长的核心。TFP 是度量增长效率的主要指标。全要素生产率是指在剔除要素（如资本和劳动）投入之后，剩下的由技术进步和规模效益等因素导致的产出增长。

全要素生产率的研究发端很早，但最近二十年里形成了一个全球性的研究热潮，对东亚的讨论更是热点所在。克鲁格曼（Krugman, 1994）在 1994 年的《外交》杂志上撰文指出，所谓的“东亚奇迹”就像 20 世纪 50—60 年代苏联的经济增长一样是不可持续的，因为增长中找不到全要素生产率的贡献。这被认为成功预见到了亚洲金融危机。克鲁格曼的结论是建立在吉姆和刘遵义（Kim and Lawrence, 1994）以及杨格（Young, 1992; 1994）对 TFP 研究基础上的。杨格（Young, 1995）对要素积累和生产率在中国香港地区、新加坡、韩国和中国台湾地区经济起飞中所起到的作用分别进行了分析。杨格认为，在 1966—1990 年间，中国香港和台湾地区的 TFP 经历了 2%~3% 的增长，韩国的 TFP 年增长率仅为 1.7%，而新加坡生产率一直处于零附近。在 1997 年金融危机之后，又有很多学者通过对东亚各国全要素生产率的研究证实了克鲁格曼的观点。

关于中国增长效率的实证研究在 20 世纪 80 年代末由谢千里和罗斯基等人（Jefferson、Rawski and Zheng, 1989; Jefferson, 1990）开始，其后吴延瑞（Wu, 1996）、郑京海和刘苟佳等人（Zheng et al., 1998）都从不同角度涉及对中国经济效率的测度和原因探讨。一些研究结果较为乐观，发现 TFP 的增长可以解释 1978—1995 年间中国增长的 30%~58%（World Bank, 1997;

Maddison, 1998)。胡和卡恩 (Hu and Khan, 1997) 发现, 全要素生产率平均 3.9% 的增长可以解释中国改革初期超过 40% 的增长。一些学者随后指出, 由于数据质量极差, 解释中国的增长是困难的。尽管如此, 更多学者还是坚持用经验研究作为质疑的基础。杨格 (Young, 2003) 专门研究了中国。和他早期的研究方法类似, 杨格把重点放在增加值和资本存量的平减指数以及劳动力数据的调整上, 通过研究非农业的生产率来质疑中国在经济改革期间的增长。相对于 1978 年至 1998 年官方统计数据, 杨格的数据很大程度上降低了生产率的估计。在考虑了劳动力的增长 (主要是劳动力参与率的增长)、劳动从农业部门的外移以及教育水平的上升后, 他发现非农业的劳动生产率以每年 2.6% 的速度增长, TFP 以每年 1.4% 的较低速度增长。

有关中国增长效率的研究和争论还在继续。吴延瑞 (Wu, 2007) 应用随机前沿方法来检验了中国近期的经济增长, 发现中国经济增长仍然靠大量的要素投入, 尤其是资本形成所推动; 同时全要素增长率的增长也扮演一个重要角色, 平均解释了 1993—2004 年中国经济增长的 27%, 远小于对日本和德国的类似估计值 (分别是 50% 和 58%)。这个数字比胡永泰 (Woo, 1998) 报告的 12.9%、吴延瑞 (Wu, 2003) 推导出的 13.5% 和杨格 (Young, 2003) 使用 1997 年以前数据所主张的 23% 要更大, 但低于世界银行 (1997) 估计的 43%。郑京海等人 (Zheng, Bigsten and Hu, 2006) 在研究中采用了较大的资本份额, 而且没有把 GDP 增长率高于平均水平的 2005 年包括在样本中。他们发现在 1978—1993 年间, 中国的 TFP 以年均 4.15% 的速度增长, 而在 1993—2004 年间则以 2.45% 的速度增长。波金斯和罗斯基 (Perkins and Rawski, 2008) 与杨格一样, 采用的是增加值、劳动力、物质资本和人力资本, 不包括中间投入。他们发现在 1978—2005 年的改革时期, 中国的 TFP 以年均 3.8% 的速度增长, 为中国国内生产总值的增长率的近 1/3。郑京海和胡鞍钢 (2005) 利用非参数的 Malmquist 指数方法, 基于省际数据测算了中国经济 TFP 和技术效率的变化。他们发现在 1978—1990 年间, 中国的 TFP 以年均 4.94% 的速度增长, 而在 1991—2001 年间下降至 1.85%。

总体而言，近年有关中国 TFP 的研究文献数量巨大，质量较高。不过，因所用方法和数据等方面的原因，结果差异性较大，研究仍需进一步深入。除引言外，第二部分讨论 TFP 的研究方法以及本章的模型框架，第三部分说明数据的来源及其处理，第四部分详细分析测算结果，第五部分总结全文并给出若干启示。

二、研究技术和模型框架

(一) TFP 研究技术简述

估算 TFP 的方法大致可以分为三类：一是增长核算法，二是时间参数法，三是前沿生产函数法。增长核算法以新古典增长理论为基础，通过估算弹性来计算 TFP，方法简单、结论直观，但过程比较粗糙；时间参数法是直接估算 TFP，方法简单，各类统计软件均可操作，简便易行；前沿生产函数法则对应更大数据库和更精细的计量模型，过程相对复杂，结论较为丰富。

增长核算法应用最广，其中经典方法为索洛残差法，又称生产函数法。索洛残差法最早由罗伯特·索洛在 1957 年提出，过去几十年获得了广泛应用。索洛残差法的基本思路是估计出总量生产函数后，采用产出增长率扣除各要素增长率后残差来度量 TFP 增长，即 $TFP = \text{经济增长率} - \text{劳动力贡献度} \times \text{劳动力增长率} - \text{资本贡献度} \times \text{资本增长率}$ 。由于产出、劳动投入和资本投入的增长率我们可以通过对统计数据的处理直接得到，因此这一方法的关键之处在于准确地估算出劳动和资本对产出增长贡献的各自系数。时间参数法是根据设定的回归方程直接估算出 TFP。

表 1-1 TFP 研究技术小结

方法	技术要点	数据	软件	特点
增长核算法	估算弹性后计算 TFP	全国时间序列数据	一般统计软件	简便易行
时间参数法	直接估算 TFP	全国时间序列数据	一般统计软件	简便易行