

GUOJI SHOUZHI DUI HUOBI GONGJI DE YINGXIANG YU
HUILV ZHIDU GAIGE

国际收支对货币供给的影响与 汇率制度改革

陈全功 / 著



经济科学出版社

中南民族大学学术著作出版基金资助

国际收支对货币供给的 影响与汇率制度改革

陈全功 著

经济科学出版社

责任编辑：刘 昕
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

国际收支对货币供给的影响
与汇率制度改革

陈全功 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036
总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京汉德鼎印刷厂印刷

德利装订厂装订

720 × 960 16 开 13.25 印张 230000 字

2006 年 10 月第一版 2006 年 10 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7 - 5058 - 5841 - 6 / F · 5130 定价：24.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

内 容 摘 要

开放条件下,国际收支活动对国内的货币供给产生巨大影响,使货币供给的内生性特征增强。1994年人民币汇率制度改革后,我国国际收支状况发生了较大的变化,对货币供给的影响也越来越明显。特别是2002年以来,持续盈余的国际收支状况,一方面促使外汇储备量迅速积累,人民币升值压力增大;另一方面导致国内货币供给量增长迅速,经济过热迹象显现。为了维持人民币汇率的稳定,国际收支活动对国内经济的影响集中体现在货币供给上,过快上升的物价水平和高涨的投资比例就是直接的结果和突出的表现。为了详细了解我国国际收支活动对货币供给的影响状况,以及探讨人民币升值压力的真正来源和汇率改革的方向,本书从理论和实证上对这一问题进行深入分析。

笔者认为,国际收支活动一般会通过“货币需求机制”和“汇率体制供给机制”影响国内的货币供给,货币供给因此而“内生性”特征增强。通常,国际收支活动对货币供给的影响是通过物价水平和经济增长的波动、货币危机的形态,以及中央银行的外汇干预和冲销操作直接或间接表现出来。

在这种理论指导下,本书运用总量分析、结构分析和计量分析方法,对中国1994~2003年国际收支状况和货币供给状况进行了实证研究;同时比较了因为国际收支问题爆发货币危机的墨西哥、东南亚案例,发现我国国际收支活动对国内货币供给产生了深刻的影响,货币供给渠道中对外汇占款的依赖(也就是对国际收支状况的依赖)在不断增强。在贸易收支和资本流动的共同作用下,我国国际收支状况是以国家储备资产的变化表现出来,它影响到中央银行的资产结构,进而影响到基础货币的供给总量和结构。因此,选择外汇储备作为衡量对货币供给影响的指标,能够比较准确反映出国际收支对货币供给的影响程度。计量分析表明,1994~2003年外汇储备与货币供给量 M_2 两个变量之间的相关系数高达0.9729,存在着十分明显的正相关关系。回归模型测算结果也表明,外汇储备每变动1亿美元,广义货币供给量 M_2 就会发生同方向17.58亿元的变动。这

10年间国家外汇储备增加所引致的每一年货币供给量 M_2 的增加额，平均占实际货币供给量 M_2 增加额的 36.04%。最近两年来，国际收支对国内货币供给的这种影响集中体现为人民币升值压力不断增大，中央银行在保持人民币汇率稳定和牺牲国内货币独立供给中进行了艰难的权衡取舍。

如何减弱国际收支的货币供给效应？本书指出，要坚持科学的发展观，从体制改革入手，实现人民币汇率“有管理的浮动”；并且要善于控制国际收支的扰动，从外贸、外资根源上降低货币供给波动的“内生”风险。

本书进一步提出，2005年7月21日开始的新一轮汇率制度改革将一定程度上减弱国内货币供给的“国际收支冲击效应”，从而使得中央银行操作货币政策的独立性大大增强。

概括来讲，本书有益的探索和创新性的工作在于：（1）以一个新的角度探讨货币供给内生性问题，把国际收支和货币供给问题有机地联系在一起，阐述了开放条件下国内外经济活动相互联系、相互影响的观点。（2）用实证研究的方法证明了我国1994年以来货币供给受到国际收支活动的深刻影响，并且这种效应呈现阶段性特征。（3）从国际收支影响货币供给角度，系统探讨了人民币升值压力产生的原因，找到汇率体制改革的新证据。（4）根据规范研究和实证研究结果，提出了有依据且具有可行性与操作性的汇率制度改革建议。

Abstract

In an open economic system, international payments have a great influence on the domestic money supply, and lead to an increasing characteristic of endogeneity. After exchange rate reform of RMB in 1994, great changes have taken place in international payment situation, and its effects on money supply have become more and more obvious. Especially after 2002, steady surplus of international payment not only causes the fast accumulation of foreign reserves, which increases the pressure on RMB appreciation; but also leads to the rapid growth of domestic money supply, causing over-heated economy. It is believed that the influence of international payment on the domestic economy is mainly concentrated on the money supply. The rising price index and high investment growth rate are its evidence and direct result. In order to understand the influence of payments on domestic money supply, and explore the exact source of RMB appreciation pressure in China, this book analyzes this problem deeply from theoretical and empirical aspects.

It is believed in this dissertation that international payments normally affect money supply by "Money demand mechanism" and "exchange rate supply mechanism". Usually, international payments affect money supply by the following ways: the forms of fluctuation of price index and economic growth rate and money crisis, or the measures including foreign exchange intervention and sterilization by central bank directly and indirectly.

Guided by such a kind of new thinking, this book makes an empirical research on the international payments and money supply situations of China in the period of 1994 - 2003, by using aggregated and structural and quantitative analysis. Meanwhile, this book compares the cases of Mexico and Southeast-Asia crisis, which were resulting from international payments problem, and finds out international payment has caused great

effects on the domestic money supply, as well as increasing dependence on the international payments in the money supply.

This book doesn't simply put current account and capital account together in analyzing the influences of international payments on the domestic money supply. Under the trade and floating capital, changes in the state reserves is the direct reflection of our international payments status, which affects the assets structure of central bank and supply amount of basic money supply as well as structure of basic money supply farther. Consequently, it could accurately reflect the extent of influence of payments on money supply by choosing foreign reserves as an indicator. During 1994 - 2003, the coefficient between foreign reserves and money supply M_2 is as high as 0.9729, obviously, there is a positive relation. It is revealed by the result measured by regressive model, as foreign reserves changes 100 million USD, money supply M_2 will change consequently 17.58 billion RMB in the same way. In the past 10 years, increasing in the state foreign exchange reserve will increase the money supply M_2 , and the mean rate excess 36.04%. In recent two years, the influences of international payments on domestic money supply are mainly concentrated on the increasing pressure of RMB appreciation. The central bank should tradeoff between stability of RMB and fluctuation of domestic money supply.

Then, how to lessen the money supply effects of international payments? This book gives two countermeasures: on the one hand, starting from institutional reform and realizing "managed floating" of RMB exchange rate; on the other hand, controlling fluctuation of international payments, and eradicating the endogenous risks of money supply by foreign trade and foreign capital.

This book points out the fact that the effect of international payments on the domestic money supply is decreasing after the new reform of RMB exchange rate on July 21, 2005. And so that, the independtly of China's center bank is increasing.

In a sum, the innovation parts of this book as bellow: (1) Analyzes the endogeneity of money supply from a new aspect by organically combining international payments with money supply, and expresses such a view that domestic and international economic activities are interacting and influencing each other in today's opening economy; (2) Proves that the great effects of international payment have on money supply since 1994 by using empirical method; (3) Systematically explores the causes of RMB

appreciation pressure by analyzing the influences of international payments on the money supply, and finds new proof for institutional reform of RMB exchange rate; (4) Puts forward reasonable and practical suggestions for institutional reform according to the research result by normative and empirical research.

目 录

第1章 引言	(1)
1.1 问题的提出	(1)
1.2 相关研究概况	(4)
1.3 本书研究思路与研究方法	(18)
1.4 全书框架安排及主要结论	(19)
第2章 国际收支影响货币供给的理论解释	(23)
2.1 货币供给的决定模型	(23)
2.2 国际收支影响货币供给的内在机理	(32)
2.3 国际收支与基础货币的控制	(35)
第3章 国际收支对货币供给影响的表现及后果	(37)
3.1 货币币值稳定压力增加和外汇危机	(37)
3.2 物价水平和经济波动	(39)
3.3 中央银行的干预和冲销政策	(43)
第4章 全球视角下国际收支的货币供给效应	(53)
4.1 汇率制度安排与国际收支的冲击	(53)
4.2 国际收支的货币供给冲击效应：墨西哥、东南亚货币危机	(62)
第5章 中国国际收支对货币供给影响的实证分析	(85)
5.1 近年国际收支和货币供给状况	(85)
5.2 国际收支对货币供给的影响分析	(104)

5.3 国际收支主要构成部分与货币供给关系的考察	(118)
第6章 中国国际收支变动对人民币汇率稳定的压力	(127)
6.1 中国能避免发生货币危机的原因	(127)
6.2 中国发生货币危机的可能性在增大	(131)
第7章 汇率制度改革与人民币稳定独立的供给	(137)
7.1 货币供给的稳定性和独立性	(137)
7.2 人民币汇率制度的改革	(148)
7.3 控制国际收支扰动的方案	(159)
7.4 新一轮汇率制度改革后的货币供给	(169)
第8章 总结	(181)
8.1 主要结论回顾	(181)
8.2 本书的创新工作	(186)
8.3 待进一步研究的问题	(188)
参考文献	(190)
后记	(199)

第1章

引言

1.1 问题的提出

2002年以来,中国经济有两个方面引起全球关注。一是在遭受国内、国外各种不利因素的影响下,国民经济仍然保持较高速度增长,“通货紧缩”渐行渐远。2002年国民经济增长9.1%,2003年、2004年、2005年分别达到10.0%、10.1%和9.9%;一些经济学家预计2006年会保持在9.0%左右,经济完全走出低谷,在世界范围是“一枝独秀”。二是国际收支持续盈余,外汇储备迅速增加,人民币升值压力加大。2002年外贸进出口总额6207.7亿美元,贸易顺差304.3亿美元,外汇储备达到2864.1亿美元;2003年外部经济活动指标持续上升,外贸进出口总额达8512.1亿美元,贸易顺差255.4亿美元,外汇储备达到4032.5亿美元;2004年全年进出口贸易超过1.1万亿美元,达到11548亿美元,晋升为世界第三大贸易国;2005年进出口总额为14221亿美元,其中出口7620亿美元,进口6601亿美元,顺差1019亿美元,外汇储备累计8189亿美元^①。在国际势力的鼓噪下,中国国际收支平衡和人民币币值问题显得极其严重,针对中国的对外贸易和人民币汇率的制裁活动及措施越来越多,外部经济形势趋于恶劣。

与此同时,国内经济开始升温,货币供给大幅上升,物价指标升高。2002年广义货币供给量 M_2 达185007.0亿元人民币,比上年增长16.9%;2003年广义货币供给量 M_2 为221222.8亿元,增长19.6%;2004年末 M_2 为25.3万亿元,

^① 截至2006年6月底,我国外汇储备规模为9411.15亿美元,已经超过日本,成为世界第一大外汇储备国。

增长 14.6%；2005 年末 M_2 余额达到 29.9 万亿元，比上年末增长 17.6%。与此相一致的是，全国居民消费价格总水平连续上涨，2003 ~ 2005 年分别比上年上涨 1.2%、3.9%、1.8%；商品零售价格上涨 -0.1%、2.8%、0.8%；工业品出厂价格上涨 2.3%、6.1%、4.9%。一些经济学家担心，新一轮经济过热即将到来。在外部经济对经济影响力逐渐加大的时候，人们很自然地把国际收支和国内的货币供给联系起来，在现行的外汇体制下，国际收支是不是影响了货币供给？

追溯到 1994 年中国外汇体制改革之后的情况。1994 年外汇体制改革确立了强制结售汇体制和有管理的浮动汇率制度，人民币汇率并轨一次性下调 33%，人民币兑美元汇价由 5.8:1 贬至 8.7:1。在国内经济的拉动下，一系列鼓励出口和引进外资的优惠措施相继出台，国际收支状况发生重大变化。据统计，1994 年中国国际收支中经常项目差额 76.6 亿美元，其中货物贸易顺差 72.8 亿美元，改变了 1993 年贸易逆差和经常项目逆差状况；资本项目也顺差 326.4 亿美元，比 1993 年增加 91.7 亿美元。在强制结售汇体制下，国际收支的大额顺差必然反映为银行间外汇市场上外汇超额供给。为稳定人民币汇率，维护改革成果，中央银行必须入市干预，从而带来了中央银行资产结构和基础货币投放渠道的重大改变，外汇占款增加成为基础货币增加的主要方式。1994 年基础货币投放 16130.7 亿元，比上年增加 4201.0 亿元；外汇占款为 4481.8 亿元，比上年增加 3606.3 亿元，其增加额占了全年基础货币增加额的 75.2%。为了保证货币供给的稳定性，中央银行不得不采取一系列中和操作，主要形式是收回对商业银行的贷款。但在国内投资高涨情况下，这种操作的效果并不明显，当年广义货币供给量 M_2 的增速仍然高达 34.5%，从而推动当年通货膨胀率达到 21.7% 的高水平。

1994 年之后几年间，中国国际收支持续盈余，使得外汇占款逐渐成为基础货币投放的主要形式之一，中央银行货币供给的结构发生改变，对外汇占款形式的依赖性不知不觉地在增强。据统计，1994 ~ 1997 年 4 年间，55% 以上的基础货币是通过外汇占款形式投放出去的。亚洲金融危机发生后，中国国际收支状况有所恶化，这种恶化也使国内的货币供给受到影响。以 1998 年为例，中国外贸出口 1837.1 亿美元，仅比上年增加 9.2 亿美元，增长率 0.5%，远低于上年 21.0% 的增速；这样，1998 年经常项目差额为 293.2 亿美元，比上年下降 3.9 亿美元。同时，资本和金融项目差额由正转负，形成 63.2 亿美元的逆差；外汇储备增幅下降，当年仅增加 50.7 亿美元。在防范金融风险的情况下，国际收支状况的逆转迅速导致基础货币的投放渠道（即外汇占款）阻滞，年末基础货币余

额仅为 30055 亿元，比上年少增加 601 亿元；广义货币供应量 M_2 增长 14.8%，比上年增幅下降 4.8 个百分点。由于国际收支状况的改变，使外汇占款急剧减少，导致基础货币投放增长速度与前期经济增长速度不匹配，从而在一定程度上加剧了“通货紧缩”态势。

从 1994 年以来的事实看，国际收支状况的变化已经深刻地影响了国内货币供给，使中央银行对货币供给量的控制更为复杂、干扰因素更多。在稳定汇率的目标下，国际收支盈余会带来货币供给的扩张，或者带来币值升值压力；相反，国际收支恶化会带来货币供给的紧缩，或者货币贬值的压力。而货币供给的变化，必将影响国内的经济增长和经济稳定。因此，一国或地区的中央银行必须在这种国内外经济不均衡状况下作“两难”选择，是维持国内货币供给稳定，还是保证国际收支状况盈余？

但是，从一些发展中国家的经验看，外向经济已经成为发展国家经济的一种重要战略，保证国际收支盈余是它们追求的宏观经济目标之一，中国也是如此。改革开放以来，国际收支盈余状况与经济增长紧密相连，外部经济成为推动经济发展的重要力量。2003 年，中国商品和服务进出口贸易 8512.1 亿美元，外贸依存度高达 60.3%，全年实际利用外资 561.4 亿美元；2004 年进出口贸易总额达到 1.1 万亿美元，实际利用外资 606 亿美元；2005 年全年进出口 14221 亿美元，实际利用外资额达到 603 亿美元，对外经济活动成为国家经济生活的重要组成部分。在这种情况下，中央银行出于考虑国内货币供给的稳定性和防范通货膨胀发生，对影响基础货币量投放的国际收支活动进行控制，这种方案能不能达到效果呢？还有没有较好的替代方案呢？2005 年 7 月 21 日，人民币汇率体制进行了重大变革，它会不会改变原来的货币供给渠道？国际收支变动会不会影响国内货币供应量？这是一个亟待回答的现实问题。

研究国际收支对国内货币供给的冲击情况，不仅具有现实意义，还具有很强的理论意义。国际经济学界一直非常重视对国际收支的调节问题和货币供给问题的研究，也努力把二者联系起来研究一国或地区的宏观经济稳定状况，但比较侧重研究如何对国际收支进行调节方面。近年，国内一些学者也开始关注国际收支对基础货币和货币供应量的影响，形成一些比较有影响的理论成果。但是，他们的主张与现今中国面临的形势大相径庭。当前，中国国际收支状况已经成为影响国内经济“过热”的重要因素，成为人民币升值压力的重要“导火索”；在这种形势下，寻找国际收支对货币供给影响的事实和形成机制，把外部经济平衡问题和内部经济平衡问题有机结合，将是对宏观经济理论研究的重要发展。

1.2 相关研究概况

货币供给问题是货币理论研究的重要内容，其决定因素问题是现代货币理论的中心问题，就是我们通常所提到的货币“内生”、“外生”问题。

西方学者对货币供给的内生、外生问题的探讨最早可以追溯到18世纪约翰·罗（J. Law）。他在《关于货币的考察》一书中提出了信用创造货币、货币推动经济发展的观点，该观点与后来的信用创造学说一起为货币供给理论的产生提供了理论基础。但是，一直到20世纪20年代货币供给理论的探讨仍是相对薄弱的，理论也比较粗糙。1921年美国经济学家菲利浦斯（C. A. Phillips）出版了《银行信用》一书，提出“原始存款”和“派生存款”，意味着近代货币供给理论雏形出现。1952年，另一美国经济学家米德（J. E. Meade）在《货币数量与银行体系》一文中首次使用货币供给方程对货币供给量进行系统研究，标志着完整的货币供给理论开始形成。60年代后，随着货币主义的兴起，货币理论的研究更是集中在货币供给的形成机制（即决定机制）方面，形成众多的货币供给模型。同时，货币主义与凯恩斯主义关于货币供给是“内生”还是“外生”的争论更趋激烈，这一时期也成为货币理论研究的“黄金时期”。

经济学家们注意到，在影响货币供给的诸多因素中，外部的国际收支活动是重要的方面。从文献角度看，国外学者对这一问题的研究主要集中在两方面，一是基于国际收支调节方面，有古典的“价格—金属流动机制”和“国际收支的货币分析法”；二是基于内外经济均衡方面，有货币政策、固定汇率、资本流动三者之间的“悖论”关系。

1. 国际经济学界关于国际收支与货币供给关系的一般研究

国际经济学界对国际收支与货币供给二者关系的研究成果主要集中在国际收支的调节方面。最早追溯到古典时期大卫·休谟的价格—金属流动机制（price-specie flow mechanism）。这一简单模型考察的是一个没有非货币资产的货币—商品经济社会，在纯粹金本位制度下，各国的支出都与货币（黄金）持有量有联系，收支不平衡可以一对一地转化成货币供给的变化。换句话说，国际收支不平衡随着时间的推移而重新分配着货币，直至世界经济收敛于金属货币的自然分布状态。这时，如果某国货币扩张（即发现金矿），将造成该国国际收支发生逆差（Hume, 1752）。“价格—金属流动机制”虽然仅仅考虑金本位制下的国际收支

的自动调节，与今天国际货币体系大相径庭，但其理论意义重大，多恩布什和吉奥瓦尼尼认为“它示范了货币在世界各国的自然分配，并建立了国际收支调整与价格水平变动之间的联系”^①，它开辟了国际收支与货币供给关系研究的新思路。

其后，围绕国际收支与货币供给关系的研究有：20世纪30年代经济学家马歇尔（A. Marshall）、琼·罗宾逊（J. Robinson）、勒纳（A. P. Lerner）等发展的弹性分析方法，研究货币贬值对贸易收支的影响，形成有名的“马歇尔-勒纳条件”（Marshall-Lerner condition），即出口需求弹性 E_x 和进口需求弹性 E_I 之和 $(E_x + E_I) > 1$ 时，货币贬值有利于改善贸易收支；当 $(E_x + E_I) = 1$ 时，货币贬值对贸易收支不发生作用； $(E_x + E_I) < 1$ 时，货币贬值会使贸易收支逆差扩大（Lerner, 1944）。弹性分析理论纠正了货币贬值一定改善贸易收支的片面看法，把货币贬值的作用与进出口的需求弹性联系起来，有助于理解商品贸易结构的重要性。但是，它没有考虑劳务进出口和资本流动，也忽视了货币汇率变动存在“时滞”问题。

20世纪60年代末至70年代中后期IMF的雅克·波拉克（Jacques Polak），特别是罗伯特·A·蒙代尔（Robert A. Mundell）和哈瑞·G·约翰逊（Harry G. Johnson）及其芝加哥大学的学生们发展了另一种研究国际收支与货币供给关系的方法，即货币分析法^②。他们认为，开放经济中基础货币与国内信贷是有区别的，二者之差就是中央银行的外汇头寸。利用中央银行的资产负债表恒等式，外汇储备的变化就等于货币量的变化减去国内信贷的变化：

$$\Delta R = \Delta M - \Delta C$$

这个恒等式提供了国际收支与货币供给关系的讨论框架，即可以设定国内信贷目标作为控制国际收支的手段。因此，他们断言国际收支不平衡是货币现象。同时，“货币分析法”还认为，固定汇率下货币基础进而货币供给都是内生的，在工资—价格完全灵活性下，贬值将不会具有任何持久性的实际效应，货币政策才是调节国际收支的主要手段和工具。

实际上，“货币分析法”研究的只是长期中货币供求均衡与国际收支的关系。在短期中，如果商品相互间是完全替代的，货币贬值必然会提高所有贸易商品的价格。因此，相对于不变支出，必然提高名义收入，从而改善贸易收支状

^① 鲁迪格·多恩布什、阿尔贝托·吉奥瓦尼尼（2001）：《开放经济中的货币政策》，载于本杰明·M·弗里德曼、弗兰克·H·哈恩主编《货币经济学手册（第2卷）》，经济科学出版社2002年版。

^② 有关国际收支货币分析法的文献有：IMF（1977）、Mundell（1968）、Johnson（1973）、Frenkel and Johnson（1976）等。

况，贬值有实际效应。此外，“货币分析法”没有考虑国际资本流动情形，仅仅是商品贸易与货币的关系，这一研究工作是蒙代尔-弗莱明模型所完成的。

蒙代尔（1968）和弗莱明（1962）把国际资本流动和工资-价格粘性假定结合起来，通过拓展封闭条件下的 IS-LM 模型，指出在不同的汇率制度下，货币政策对国际收支的影响不一样，从而其有效性也不一样。例如，一国为增加就业和经济增长而运用扩张性货币政策，增加货币供给，就会导致利率下降；这时一方面国际资本迅速流出，资本项目恶化，另一方面支出增加，贸易收支恶化，从而使总国际收支状况恶化。在固定汇率制度下，为维护汇率稳定，中央银行必须进行外汇干预，抛出外汇收回本币，货币供给减少，货币政策没有达到既定目标；而在浮动汇率制度下，无须对汇率进行干预，从而能达到既定目标。蒙代尔进一步阐述，在国际资本流动和不同汇率制度下，两大宏观经济政策效果不一样，财政政策对国内经济作用优于对国际收支的作用，货币政策则对国际收支的作用较大，因此，要将两大政策进行搭配以实现内外经济同时均衡，这就是“政策指派法则”（mundell assignment rule）——用财政政策实现内部均衡，用货币政策实现外部均衡。

蒙代尔-弗莱明模型实际上开辟了研究开放经济中宏观经济政策协调配合的新领域，他们的结论与早期的詹姆斯·米德（James Meade）的内外均衡思想，以及计量经济学家丁伯根（Jan Tinbergen, 1952）关于政策目标与工具数目之间的关系，斯旺（T. Swan）关于运用支出增减政策（财政货币政策）和支出转换政策（汇率政策）实现内外均衡的研究，共同形成 20 世纪 50~60 年代研究国际收支和国内货币供应之间复杂关系的另一思路。

以蒙代尔-弗莱明模型为代表的宏观经济政策协调配合理论在 20 世纪 60 年代极为盛行，当时大多数经济政策分析都在这一框架下进行。但是，他们的分析存在两大偏见：一是对财政政策和货币政策作用的想法不尽全面，实际上，两大政策都对国内经济与国际收支发生重要影响。近些年一些发达国家频繁运用货币政策调节国内经济，并取得很好效果；二是他们只强调利率变动会引起国际资本流动和贸易支出变化，忽视了汇率、通货膨胀程度的变化也会影响国际资本流动。

70 年代之后，世界经济环境发生很大的变化，布雷顿森林体系崩溃后各国实行浮动汇率制，外部经济均衡目标从国际收支平衡演变为保持汇率稳定，从而，货币政策的研究也就转向汇率制度方向，因为汇率制度的不同对货币政策的约束和要求也不相同。以多恩布什为代表的一批经济学家发展了称为“汇率动

态学”(exchange rate dynamics)的汇率理论。多恩布什(1976)引入动态过程和理性预期,预言货币供给量的一次性增加会立刻引起名义和实际汇率的贬值。从长期看,在价格充分调整以后,价格、货币供给量和汇率都上升同样的比例;在短期里,汇率调整会超过长期均衡水平。也就是说,货币效应是暂时性的。同时,“汇率动态学”还说明了开放条件下货币传导的两个主要渠道是实际汇率变化和净出口变化,并且有很多实证证据(鲁迪格·多恩布什和阿尔贝托·吉奥瓦尼尼,2001)。

在开放条件下,国际收支与货币供给之间的关系最终可以反映在汇率变动之中。但是,在不同汇率体制中,由于存在国际资本流动以及资产替代和价格粘性,一国货币政策的效应并不一样。这就引发关于政府经济政策的争论:是应当用汇率导向的货币政策(exchange rate-oriented monetary policy)来控制货币供给变化效应,还是用资本管制来强化货币供给变化的效力?麦金农(McKinnon, 1988)和托宾(Tobin, 1982)提供了各自的建议。

麦金农认为,既然浮动汇率制度带来币值波动,是货币需求扰动的主要来源,那么,可以在明确的世界货币供给目标值的基础上恢复固定汇率制度。他建议,美国、德国和日本要在世界货币数量的意愿扩张速度上达成一致意见;在这个总目标下,各国设定自己的国内信贷扩张率,与保持汇率稳定性相一致。为了确保汇率稳定在协定的小范围内,可以使用非冲销干预,这样,各国都能有效地实行一种汇率导向的货币政策。

麦金农设想汇率作为货币政策的一个中间目标是极有创造性的,因为汇率与利率一样会影响总需求并影响通货膨胀,为因汇率浮动而经济频遭波动的问题提供一个极好的研究思路和解决方案。但是,麦金农没有考虑造成货币需求扰动的既可能是实体经济也可能是金融资产的事实。他这种世界货币主义思想是很难实施的。

托宾则注意到国际资本自由流动使得一国国内货币政策“屈从”于世界经济,特别是短期“游资”使中央银行很难让其利率脱离世界平均水平。他说:

有两条路可走。一条路走向共同货币,共同的货币政策和财政政策以及经济一体化;另一条路是走向国家或货币区之间更大的金融分割,赋予各国中央银行和政府更大的自主权(Tobin, 1982)。

托宾主张给各国货币政策更大的自主权。因此,可以通过在世界范围内统一