



货币经济学若干问题探讨

刘秀光 刘辛元/著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位



货币经济学若干问题探讨

刘秀光 刘辛元/著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

货币经济学若干问题探讨/刘秀光,刘辛元著. —厦门:厦门大学出版社,2014.5
(经管学术文库)

ISBN 978-7-5615-5087-8

I. ①货… II. ①刘…②刘… III. ①货币和银行经济学-研究 IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 094939 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup@xmupress.com

厦门市明亮彩印有限公司印刷

2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

开本:720×970 1/16 印张:13 插页:2

字数:200 千字

定价:30.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

前 言



货币经济学所研究的问题包括实际产出、实际利率、实际汇率、就业等宏观经济的实际变量与名义利率、名义汇率、通货膨胀率、货币供给等名义变量之间的关系,货币需求理论、货币供给和中央银行对货币供给的作用、货币政策的有效性等。

货币经济学是宏观经济学的核心部分,同时,货币经济学与宏观经济学存在着重叠的方面,并且两者在过去半个多世纪的发展历史也是相同的。尤其是 20 世纪 70 年代凯恩斯主义和货币主义的争论将货币经济学重新融入了宏观经济学以后,这种重叠的表现更为明显。但是,货币经济学更强调价格水平的确定、通货膨胀和货币政策的作用;而宏观经济学则是对整个国民经济及其运行的研究。因此,宏观经济学的涵盖面更为宽泛。

货币理论是经济学中最富有争议的领域之一,这些争论主要包括货币的本质和职能、货币对经济的影响、货币政策效力等。与此同时,随着经济社会的发展对货币供给和需求的内在要求,货币经济学的许多问题亟须进一步探讨。例如,货币定义的演变对货币政策的影响、货币供求在现代经济中所起作用的变化趋势、货币体系在经济社会发展过程中的地位,等等。

货币经济学的理论来源有两个:货币数量论和凯恩斯理论。货币数量论是古典学派理论体系的一部分,是对 18 世纪中叶至 1936 年凯恩斯《就业、利息和货币通论》的出版这一时期关于价格水平决定思想的称谓。尽管这一时期研究货币领域变动对经济所产生的

影响有多种方法,例如,交易方程式、剑桥方程式等,但其共同的结论是,在瓦尔拉斯一般均衡^①状态下,货币供给的变化将使价格水平按同比比例变化,但并不改变经济中的产出和就业水平。

凯恩斯鲜明地抨击并且抛弃了货币数量论,其理论在许多方面背离了古典学派的传统思想,通过阐述持有货币的动机,构建了其货币需求理论。在凯恩斯的货币需求理论中,货币的投机动机或投机需求更具有创新性。凯恩斯对货币需求理论的贡献,集中体现在他的《就业、利息和货币通论》中。因此,《就业、利息和货币通论》被公认为是宏观经济学和货币经济学发展的里程碑。

20 世纪 70 年代后期,主流货币经济学受到了来自两个方面的激烈批评。一个方面是来自理性预期学派的“卢卡斯批评”(1976)。卢卡斯认为,在经济政策改变的情况下,不应该将传统宏观经济模型的参数看成是不变的,因此,这些模型不能用以预测这种政策变化后的结果。另一方面是来自计量经济学的“西蒙斯批评”(1980)。西蒙斯认为,传统的经验模型是基于大量的未经检验的(和不可能检验的)先验约束,因此,这些模型不能产生可靠的经验预测。对主流货币经济学的这些批评,使货币经济学在那一时期引发了激烈的学术争论。

货币对经济影响的研究表明,货币政策和 M1、M2 的变化,对经济有强烈的影响。这一认识的取得,很大程度上应当归功于弗里德曼的贡献。弗里德曼认为,货币需求函数是高度稳定的,这使货币—收入乘数也是高度稳定的,因此,货币供给变化对名义国民收入有着强烈的影响。“弗里德曼一直满怀激情地坚持货币的重要性,而且当经济学界的主流观点置货币事务于不顾之际,是他首先强调了货币的重要”(约翰·史密森,2004)。在经济学史上,尽管对

^① 瓦尔拉斯一般均衡也称瓦尔拉斯法则,是指对于任何经济在任一既定时期内,所有物品的需求必须等于所有物品的供给。

弗里德曼“货币重要”的观点以及其政策主张可以有多种解读,但是在今天看来,对于经济社会的发展来说,“货币重要”确实是毋庸置疑的。

近几十年来的金融创新不断地改变着货币的形态和货币需求函数、支付方式等许多方面,例如“虚拟货币”的出现、“智能卡”的使用、“电子商务”的流行等。出现在金融领域的这些变革,对正统的货币经济学理论提出了挑战,并且影响着中央银行和货币经济学家对货币政策和货币理论的思考。当然,诸如此类的变化也正在使货币经济学成为更具魅力的研究领域。

2008年9月华尔街爆发了金融海啸,身处金融海啸中心的华尔街遭遇了20世纪30年代大萧条以来的最大打击。华尔街金融海啸进而蔓延至全世界,成为全球性金融危机。这次金融危机的爆发,使人们重新审视诸如金融创新、金融自由化、金融监管、货币体系和国际金融体系等,企图寻找导致国际金融危机或全球性金融危机爆发的根源,从而修复其中的缺陷,避免国际金融危机的再度爆发。

著者

2014年1月

目 录

第一篇 货币理论问题

1 货币体系的信用基础和价值归宿	2
1.1 导言	2
1.2 货币体系的基石:信用基础和价值归宿	3
1.3 结束语	8
2 货币对经济作用的中性与非中性	9
2.1 导言	9
2.2 有关文献回顾	10
2.3 对中国经济的经验性分析	12
2.4 结束语	16
3 货币体系的可兑换性与信用依赖性	18
3.1 导言	18
3.2 金融业发展史上的三次论争	19
3.3 金融业历史论争的现代意义	21
3.4 结束语	25
4 利率理论研究的基本演变路径综述	26
4.1 导言	26
4.2 利率理论研究的演变路径	27
4.3 结束语	32
5 货币定义模糊性与货币本位的选择	33
5.1 导言	33
5.2 货币定义模糊性与货币政策着力点	34
5.3 结束语	40

2 | 货币经济学若干问题探讨

6 货币主权在汇率变动过程中的作用	41
6.1 导言	41
6.2 货币主权在汇率变动中的作用	42
6.3 结束语	46
7 国际储备货币的中立化趋势之探讨	48
7.1 导言	48
7.2 国际储备货币中立化的实现条件	49
7.3 结束语	54
8 重新认识经济“浸泡在流动性中”	55
8.1 导言	55
8.2 重新认识经济“浸泡在流动性中”	57
8.3 结束语	62
9 货币竞争性发行的“哈耶克命题”	64
9.1 导言	64
9.2 解读“哈耶克命题”及其启示	65
9.3 结束语	69
10 “重回金本位”和“无海图航海”	71
10.1 导言	71
10.2 构建平稳运行的汇率制度	72
10.3 结束语	76

第二篇 现实经济问题

11 影响货币供给增加的非政策性因素	80
11.1 导言	80
11.2 影响货币供给增加的非政策性因素	80
11.3 结束语	86
12 经济转型期货币政策效力的无奈性	87
12.1 导言	87
12.2 货币政策效力无奈性的主要表现	88
12.3 结束语	95
13 区域经济失衡与货币性因素的关系	97
13.1 导言	97

13.2 区域经济失衡的“货币性因素”分析	98
13.3 结束语	103
14 泡沫经济中的“加尔布雷思法则”	105
14.1 引言	105
14.2 日本与中国股票和房地产价格的波动	106
14.3 中日相关经济问题的比较分析	109
14.4 结束语	113
15 经济产能持续过剩与货币供给路径	116
15.1 引言	116
15.2 产能持续过剩与货币供给路径的关系	117
15.3 结束语	122
16 货币幻觉与房价虚涨和实涨的关系	124
16.1 引言	124
16.2 “货币幻觉”对房价上涨影响的分析	125
16.3 结束语	128
17 “驱赶效应”与产业结构调整问题	129
17.1 引言	129
17.2 “驱赶效应”对产业结构及其调整的影响	130
17.3 结束语	135
18 宏观调控过程中的“政策后遗症”	136
18.1 引言	136
18.2 对宏观调控“政策后遗症”的分析	137
18.3 结束语	142
19 商业银行规避信贷风险的基本准则	143
19.1 引言	143
19.2 商业银行规避信贷风险的基本准则	144
19.3 结束语	149

第三篇 金融危机问题

20 金融体系安全稳定与效率的艰难抉择	152
20.1 引言	152
20.2 美国金融监管改革法案的立法过程	153

4 | 货币经济学若干问题探讨

20.3 结束语	159
21 “金融萧条”的重现与“信用迷失”	160
21.1 导言	160
21.2 从信用危境到信用迷失	161
21.3 结束语	163
22 美元的循环周转机制与国际金融危机	165
22.1 导言	165
22.2 美元循环周转机制的运行及其后果	166
22.3 结束语	173
23 萧条经济学如何解决经济衰退与萧条	174
23.1 导言	174
23.2 萧条经济学解决经济衰退与萧条的方法	175
23.3 结束语	180
24 重读《美国货币史》再认识“货币重要”	181
24.1 导言	181
24.2 金融危机的事实证明了“货币重要”	182
24.3 结束语	188
25 金融监管的“宽柔之手”与“大手覆盖”	189
25.1 导言	189
25.2 金融监管的“宽柔之手”	190
25.3 金融监管的“大手覆盖”	193
25.4 结束语	195
后 记	196

第一篇

货币理论问题

1

货币体系的信用基础和价值归宿

内容提要:货币经济稳定发展的前提是货币体系的稳定,而在影响货币体系稳定的要素中,最基本的要素是货币价值的稳定性和支付承诺的确定性。货币价值稳定性是货币体系的“信用基础”,支付承诺确定性是经济活动的“价值归宿”,两者的统一成为货币体系的“基石”。

1.1 导言

1931年9月,英国停止了金本位制,以此为发端,世界货币体系发生了革命性的变革。以金本位为基础的商品货币体系,演变为以信用货币为基础的信用货币体系。20世纪70年代以来,“货币经济取代商品经济并逐渐成为世界经济的主导因素”(宫崎义一,2000),并且,货币体系的稳定成为货币经济稳定发展的前提。

虽然货币经济发展的原动力是货币,但在货币经济中不仅需要货币^①,而且需要除货币以外的多种货币性资产。然而,这些货币与货币性资产,不一定与某种实物商品单位相对应,并且其供给量也难以被外生地固定。这就引发了一系列问题:在货币经济中信用与货币的社会架构是如何形成的?又是怎样维持这种社会架构的?货币体系的稳定是被什么因素所决定的?对于这些问题的探讨,在货币经济学研究中总是经久不衰的。与此同时,现代货币经济

^① 尽管有多种货币定义,但一般分为狭义的货币 M1 和广义的货币 M2, M1 和 M2 是货币经济体系中的基础性货币资产。

也往往被这些问题所困扰。

事实证明,货币稳定进而才有金融稳定。货币价值稳定性和支付承诺确定性,是货币体系稳定的两个基本要素。货币价值稳定性是货币体系的“信用基础”,支付承诺确定性是经济活动的“价值归宿”,两者的统一构成货币体系的基石。这些问题虽然在货币经济学中是“通识性”的,但在国际金融危机或全球性金融危机的背景下,重新考察上述问题,仍然具有鲜明的现实意义。

1.2 货币体系的基石:信用基础和价值归宿 ●●➡

1.2.1 货币价值稳定性是货币体系的“信用基础”

在商品经济中,类似黄金这样的“硬通货”并不需要投入实际的流通过程,它只是稳定地担当最终的支付承诺资产,并且人们对此坚信不疑。其主要原因是,黄金存在着一种隐含的信任。贵金属在社会和大众心理上所占据的特殊地位,都体现了一种信用关系(约翰·史密森,2004)。

在货币经济中,由于货币经济的本质是一种信用经济,流通中的各种媒介、交易的对象之所以被接受,是因为人们相信它们最终能够兑换成货币,并且相信所能兑换的货币价值是稳定的或相对稳定的。因此,货币价值稳定性就构成为货币体系的“信用基础”。

因为价格水平与货币有紧密的联系,所以货币价值稳定性是指社会商品和劳务价格水平的稳定性。正如哈耶克所说,说货币价值比较平稳的时候,我们的意思是,以它所表示的大多数商品的价格在短期内不会沿着同一方向大幅度变化,或者说变化很小(哈耶克,2007)。价格水平的变动就是货币价值的变动,因为,价格水平的变动表现为通货膨胀(货币实际价值或购买力的降低)或者通货紧缩(货币实际价值或购买力的提高)。人们接受货币(或信用货币,如美元、人民币),是因为人们相信在持有过程中,其价值是稳定的。

货币稳定进而才有金融稳定。在历史上,一国的货币由于价值不稳定而造成货币体系不稳定的实例不胜枚举。2008年津巴布韦货币遭遇的“死亡”处境,就是货币价值急剧波动的现代案例。每当一国的货币价值极端不稳定时,该国的货币体系几乎都将陷于崩溃,随即必然是以此引发的经济危机甚至社会危机。

与商品经济不同,在货币经济中的金融机构能够“创造”货币。这既是货币经济的重要特征,也是货币经济的需要。但是,金融机构“创造”货币的能力,也在动摇着货币价值稳定性。具体来说,金融机构的货币“创造”可能由于货币供给的过度扩张,导致货币贬值从而引发严重的通货膨胀。反之,将是经济的通货紧缩。因此,20世纪80年代以前,中央银行对金融机构主要是商业银行的管制,重点是管制商业银行对活期存款(支票账户存款)的创造,目的是将活期存款总量进而是货币总供给置于中央银行的控制之下,以避免经济过度的膨胀或者紧缩。

当某一国的货币跃出国界担当国际货币时,其价值的变化将对国际货币体系的稳定产生至关重要的影响。作为主要国际货币的美元,如果其表现(数量或价格)是稳定的,那么,美元在世界范围的流通,将是世界经济稳定发展的重要条件。但是,美国却一直利用美元在“玩弄着世界各国”(金子胜,2002)。美国借助美元的国际货币地位,任意向世界发行美元,造成美元的流动性过剩,致使国际金融市场上美元的价格急剧波动。日本经济学家金子胜尖锐地指出,美国未必是将稳定而持久的国际金融秩序作为目标。美国优先考虑的是自身的利益,使国际金融不稳定化,对美国来说有有利的一面。因为美国金融业本身一直把因随意抛出美元而导致的国际金融不稳定当作商机(金子胜,2002)。新兴工业国和发展中国家曾经多次受到以华尔街为中心的美国金融业的投机袭击。

其他国家的货币钉住美元的汇率制度,其本意是这些国家的货币随钉住的美元价值波动而波动。只要美国的物价水平保持稳定,那么钉住美元就稳定了国内价格水平,从而避免本国产品的价格在国际市场上产生不必要的波动,影响本国商品的国际竞争力。但是,由于其货币汇率是由美元汇率决定的,极易导致这些钉住美元的国家因美元升值而带来巨大的货币升值压力,从而引发货币危机和金融危机。例如,墨西哥1994年货币危机、泰国和韩国1997年货币危机、俄罗斯1998年货币危机、巴西1999年货币危机、土耳其2001年货币危机。澳大利亚、加拿大、新西兰、新加坡、瑞典和英国在2002—2003年间都经历了以美元标价的进口商品的涨价过程。

自20世纪70年代初开始的浮动汇率制使资本实现了自由化以后,各国关注的焦点是,“事实上的”基准货币——美元的信任能否保持下去?在全球金融统一和市场统一过程中,如何将局部的金融危机向各市场的波及控制在最小范围内,并使其尽快恢复稳定(菊地悠二,2002)?可见,对美元价值是否持续稳定的质疑由来已久。

在此之后,一系列的事实说明这些质疑并非空穴来风,美元的周期波动确实对世界或地区经济产生了极为不利的影响。例如,1973年10月第一次石油危机时期美元大幅度贬值,导致石油价格猛升。因为石油是由美元计价的,因此,美元贬值无疑是诱发世界性通胀的主要原因。1979年美国开始推行“货币主义实验”以减缓迅速上升的通胀压力,其结果是,短期利率的上升加剧了拉美国家的债务负担,由此引发了拉美国家有史以来最大的一场债务危机;在2008年爆发的国际金融危机中,为了挽救美国经济,美联储又使用其惯用手法:美联储购买债券→美元贬值→其他国家的货币升值→持有美元资产的国家为美国的金融危机埋单。

1.2.2 支付承诺确定性是经济活动的“价值归宿”

在货币经济中,无论是实体经济领域还是虚拟经济领域,都需要体现经济活动的价值,确定的最终支付承诺就是一切经济活动的“价值归宿”,也是货币体系的“价值归宿”。因为,在货币经济中,作为最终支付承诺的资产,就是中央银行的名义负债,这些名义负债是中央银行所表明的价值标准。而其他各种替代性的交易媒介,都必须以某种方式与这种价值标准建立联系。只有这样,货币体系才是稳定的,并能保证整个经济活动的基本秩序。2008年冰岛的“国家破产”危机主要原因是冰岛金融业全球化经营的盲目扩张,导致其银行负债总额超过冰岛GDP的12倍,外债高达1380亿美元,表明冰岛对外支付承诺的丧失。

即使旨在摆脱金融管制,实现国外借款人和贷款人之间交易所产生的离岸金融市场也是如此。离岸金融市场的债权人,仍然是以某种交易货币所在的中央银行所表明的价值标准来担当最终支付承诺。例如,在欧洲美元市场上的美元,必须与美国国内流通的美元具有同样的价值或购买力。其区别仅在于不受美国法规的管制,也不受美国银行利率结构的支配而已。

在历史上,一旦某种交易媒介与其表明的价值标准脱离联系,那个时期的货币体系就崩溃了。例如,以金本位为基石的英镑,曾经在两个多世纪担当国际货币体系的主要货币,但是,当金本位(英镑的价值标准)动摇之日,以英镑为主要货币的国际货币体系也就不可能继续维持下去;第二次世界大战以后的布雷顿森林体系,是以美元与黄金之间的交换为基础的,但是,1971年8月15日的“尼克松冲击”,正式切断了美元和黄金(美元的价值标准)之间的联系,从而宣告了布雷顿森林体系的终结,美元随即进入没有内在价值的纸币时代。

如前所述,对美元价值的不稳定长期以来存在质疑。但对美元的质疑不仅来自其价格在国际金融市场上急剧波动,而且还因为美元作为支付承诺其确定性不断下降所致。20 世纪八九十年代,美国已经成为世界上最大的债务国,对外债务占其 GDP 的 20%。当时,就有经济学家警告说,美元作为国际结算货币的基准货币,从短期看,不管各国是否愿意,它们都不能不保有美元资产作为外汇储备,但从长期看,基准货币国的美国对外债务的积累必然危及对美元的信心(金子胜,2002)。事实是,这一时期世界金融市场急剧动荡,源于美元在国际金融市场上流通过量,在国际投资方面超量使用。例如,美国借助“新经济”,从 1998 年起出现了财政盈余,接受了来自国外的巨额资本。随后将大量剩余美元转向国外投资,引起了对冲基金等投机行为,扰乱了国际金融市场的秩序,以及危及国际货币体系的稳定。

1.2.3 货币价值稳定性和支付承诺确定性的统一

货币价值稳定性和支付承诺确定性的统一,是指作为体现价值和支付承诺的货币资产只有一种,“既可以用它来定义价值标准,又可以作为无可争议的或‘最终的’债务偿付手段”(约翰·史密森,2004)。如前所述,这种货币资产就是中央银行的名义负债,而这些名义负债是中央银行所表明的价值标准,并以此作为最终支付承诺。但是,金融机构能够“制造”金融衍生工具,而如果金融机构对金融衍生工具的“制造”和交易没有采取谨慎的做法,将严重影响货币价值稳定性和支付承诺确定性的统一。

首先,各种金融衍生工具及其交易必须以货币价值确定其价值,并且以某种方式与最终支付承诺联系起来。这样,金融衍生工具才能体现诸如套期保值、规避风险、发现价格等功能。但金融衍生工具存在的市场风险和信用风险,将导致其价值的可靠性发生变化。其次,金融衍生工具“衍生”的链条越长,金融衍生工具离最终支付承诺的距离就越远。在此情况下,金融衍生工具的持有者一旦预期出现市场风险和信用风险,就会纷纷放弃金融衍生工具而持价值与支付承诺统一的货币资产。随着系统风险的不断积累,金融恐慌就会发生,最终使整个货币体系变得非常脆弱。

20 世纪 30 年代的金融体制是一种“卡特尔”金融体制,从而保持着金融稳定。这种体制自大萧条之后一直持续到 70 年代末。在这种体制下,金融机构划分为存款银行、投资银行(证券公司)和保险公司。这些行业职能划分明确,每个行业都有其清晰的规范,行业内部的竞争是在平等的相同领域展开

的。与“卡特尔”金融体制相适应的是,各国的金融业受到政府的高度管制,只有很少的金融市场和金融衍生工具可供金融机构尤其是银行参与,因而风险不仅小而且局限于国家范围之内。

在 80 年代以来的金融自由化浪潮中,政府对金融机构纷纷放松和解除管制,金融机构因而“制造”出大量的金融衍生工具。而大量金融衍生工具的交易,催生了金融系统中灾难事件的不断出现。仅在 1993—1995 年间,就有包括日本昭和壳牌公司损失 10.5 亿美元(1993 年)、日本鹿岛石油公司损失 14.5 亿美元(1994 年)、巴林银行损失 8 亿英镑(1995 年)在内的数起因金融衍生工具交易引发的灾难事件。这些灾难事件损失之大、影响之深远震惊世界。

90 年代中期以后,金融衍生工具在金融产品构成中的比重越来越大,种类也越来越多。2007 年 11 月英格兰银行发布一份报告称,全球金融衍生工具市场的规模高达 415 万亿美元,金融衍生工具市场规模已占全球 GDP 的 8~10 倍。这种变化既表明金融衍生工具的数量大大超过“准货币”M2 的数量,又表明金融衍生工具离货币越来越远,货币体系隐含的风险就越来越大。源自华尔街爆发的国际金融危机,充分印证了这一结论。

鉴于金融衍生工具及其交易给美元以及美国的货币体系带来的危害,美国政府在 2009 年 6 月公布的金融监管改革方案中,决定加强对金融衍生工具及其交易的监管,将监管的任务交给美国证交会和商品期货交易委员会来实施,并表示“它们应该被赋予清晰的权力来监管金融衍生工具市场,防止出现欺诈和丑闻”(详见“金融体系安全稳定与效率的艰难抉择”)。

长期以来,人民币在国际经济中的表现,体现了其价值稳定性和支付承诺确定性的统一。1997 年亚洲金融危机期间,人民币坚持不贬值,对抑制金融危机的蔓延和稳定亚洲金融形势都起了积极的作用;在 2008 年爆发的国际金融危机中,人民币价值稳定性对克服国际金融危机作出了重要的贡献。

即使在金融危机期间,人民币国际化的步伐仍在不断前进。例如,2008 年 12 月至 2009 年 3 月,中国人民银行与韩国、马来西亚、印度尼西亚、白俄罗斯、阿根廷、中国香港等国家和地区的中央银行或货币当局签署了货币互换协议,总额达到 6 500 亿元人民币,约占中国外汇储备总额的 5%。跨境贸易人民币结算的范围不断扩大,既彰显出人民币良好的国际声誉,又反映出人民币价值稳定性和支付承诺确定性的统一。