



金融市场一体化进程中 货币政策与汇率制度选择研究

路继业 著



 中国社会科学出版社



金融市场一体化进程中 货币政策与汇率制度选择研究

路继业 著

图书在版编目 (CIP) 数据

金融市场一体化进程中货币政策与汇率制度选择研究/
路继业著. —北京: 中国社会科学出版社, 2015. 5

ISBN 978 - 7 - 5161 - 6211 - 8

I. ①金… II. ①路… III. ①货币政策—研究—中国 ②汇率
政策—研究—中国 IV. ①F822.0 ②F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 117576 号

出版人 赵剑英

责任编辑 卢小其

特约编辑 林 木

责任校对 周晓东

责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

网 址 <http://www.csspw.cn>

发 行 部 010 - 84083685

门 市 部 010 - 84029450

经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京市大兴区新魏印刷厂

装 订 廊坊市广阳区广增装订厂

版 次 2015 年 5 月第 1 版

印 次 2015 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 10.75

插 页 2

字 数 179 千字

定 价 40.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书得到国家自然科学基金青年项目“资本管制放松进程中汇率政策与货币政策协调研究：基于政策可信性的视角”（71403042）资助

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景及意义	1
一 研究背景	1
二 理论和现实意义	2
第二节 相关概念界定	3
一 国际金融市场	3
二 新凯恩斯主义	6
三 新政治经济学	11
第三节 研究思路、方法与本书结构	12
第二章 文献回顾	14
第一节 新凯恩斯主义经济学建模特点及其新进展	14
一 新凯恩斯主义经济学建模特点	14
二 新凯恩斯主义经济学的新进展	16
第二节 基于新凯恩斯主义模型的货币政策研究	19
第三节 金融市场一体化对经济运行与货币政策的影响	21
一 金融市场一体化对经济运行的影响	21
二 金融市场一体化对货币政策的影响	23
第三章 引入金融市场一体化的新凯恩斯模型：理论与经验检验	28
第一节 引言	28
第二节 基本模型	30
一 消费者与产品市场	30
二 消费者与金融市场	31

三	家庭最优	32
四	厂商最优	35
五	政府	36
六	均衡关系	37
第三节	数值模拟及其结果	37
一	模型稳态	37
二	对数线性化	38
三	非对称性冲击	39
四	参数赋值	40
五	货币供给冲击的动态响应及其含义	41
第四节	宏观经济基本运行框架及基于中国数据的检验	44
一	新凯恩斯主义 IS 曲线和菲利普斯曲线	45
二	基于中国数据的检验	47
第五节	结论	52

第四章 金融市场一体化进程中的货币政策 53

第一节	引言	53
一	货币理论与政策的演变及发展	53
二	相机抉择与货币政策规则	55
三	最优货币规则	56
四	小结	57
第二节	金融市场一体化进程中最优货币规则	57
一	货币政策目标	58
二	货币政策的约束条件	60
三	相机抉择下的最优货币政策	61
四	通货膨胀偏差	62
五	货币政策可信性与承诺所带来的收益	63
六	小结	65
第三节	承诺机制：工具规则还是目标规则？	66
一	工具规则	66
二	目标规则	67
三	承诺机制的选择——通货膨胀目标制	68

第四节 通货膨胀目标制	68
第五节 结论	70
第五章 金融市场一体化进程中汇率制度的选择	71
第一节 引言	71
第二节 基本模型	74
一 基本假定	75
二 政策制定者的目标	75
三 社会公众的目标	78
四 浮动汇率下政策制定者的福利水平和 社会公众的损失水平	79
五 固定汇率下政策制定者的福利水平和 社会公众的损失水平	80
六 汇率制度的选择	80
七 小结	81
第三节 基于面板数据的计量检验	81
一 对不同国家和汇率制度的分类	82
二 模型的设定与估计结果	82
三 对结果的解释	87
第四节 结论	87
第六章 中间汇率制度的内在不稳定性	89
第一节 引言	89
第二节 基本模型	93
一 模型的基本结构	93
二 理性预期下的解	95
三 理论研究的主要结论	98
四 理论与研究与经验研究的内在联系	99
第三节 基于面板 VAR 模型的经验证据	100
一 数据说明	100
二 模型设定与估计方法	103
三 估计结果与分析	103

四 经验研究的主要结论·····	111
第四节 结论·····	113
第七章 货币政策的国际协调·····	115
第一节 引言·····	115
一 货币政策国际协调的第一代博弈论模型·····	116
二 货币政策国际协调的第二代新凯恩斯主义模型·····	117
第二节 货币政策国际协调的理论分析·····	118
一 基本模型·····	118
二 基于金融市场一体化条件下的模型扩展·····	119
三 金融市场一体化条件下货币政策国际协调 分析的关键方程·····	122
四 货币政策的国际协调·····	122
五 小结·····	123
第三节 中国与美国间产品替代弹性的经验研究·····	124
一 阿明顿弹性的含义及其数学表达·····	124
二 阿明顿弹性的估计·····	124
第四节 中国与美国间金融市场一体化的经验研究·····	126
一 金融市场一体化程度的度量方法·····	126
二 对中国金融市场一体化的检验·····	129
第五节 结论·····	134
第八章 主要结论及政策含义·····	136
第一节 主要结论·····	136
一 新凯恩斯主义模型及其在中国的适用性·····	136
二 关于金融市场一体化进程中最优货币 政策规则的结论·····	137
三 关于金融市场一体化进程中汇率制度选择的结论·····	137
四 关于中间汇率制度主要特点及其适用条件的结论·····	138
五 关于金融市场一体化进程中货币政策国际 协调的结论·····	139
第二节 政策含义·····	139

第三节 本书的不足与未来可能的研究方向·····	140
附录·····	142
校准和对数线性化简介·····	142
新凯恩斯主义菲利普斯曲线推导·····	145
浮动汇率下最优通货膨胀路径·····	149
固定汇率下最优通货膨胀路径·····	150
参考文献·····	152

第一章 导论

第一节 研究背景及意义

一 研究背景

经济、金融市场一体化会对一国经济与金融环境产生巨大影响，如使一国生产方式、就业、贸易和资金流动产生巨大改变。货币当局除了尽力维持经济和金融系统的稳定，并不能够对一体化所带来的经济结构变化产生实质影响。然而，为制定有效的货币政策，一国货币当局必须对影响本国经济增长、就业和通货膨胀的国内外因素有充分认识。因此，在经济和金融市场一体化进程中，各国货币当局越来越重视其他经济体通过国际贸易和国际金融市场对本国经济所带来的影响，并有针对性地制定有效的货币政策以维持本国经济稳定增长。

改革开放以来，特别是 2001 年中国加入世界贸易组织之后，中国经济正逐步融入世界经济运行轨道，全方位、多层次的对外开放格局已基本形成，经济运行方式和宏观经济政策的操作环境发生了巨大变化。尤其是随着国际金融创新和全球经济金融一体化进程的不断加快，一个更为开放的世界经济体系在优化全球资源配置的同时，也在深刻改变各国宏观经济政策的实施环境，使许多国家货币政策制定和操作难度增大，并对传统的货币理论及政策提出了新的挑战（张瀛，2006）。2010 年 6 月 19 日，中国进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，重在坚持以市场供求为基础，参考“一篮子”货币进行调节。在可预见的未来，中国政府将进一步放宽资本管制和其他各种对金融领域的限制措施，人民币资产和外币资产可以更加快速且低成本地在世界各主要金融市场进行交易和流动，机构投资者和个人投资者可以越来越便捷地在世界各地的金融

市场进行投资和融资。这些变化标志着中国进入了金融市场一体化进程快车道，金融市场一体化必然改变中国经济运行方式以及宏观经济政策的制定和执行方式。这些变化都客观上要求我们为新的经济环境下货币政策的制定与执行提供新的、更具针对性的理论框架。

二 理论和现实意义

第二次世界大战后，随着各国产品市场和金融市场一体化进程的不断加快，各国经济被更加紧密地联系在一起，因此，提供基于开放经济下的宏观经济分析框架成为经济理论界研究的新课题。

蒙代尔（Mundell，1963）和弗莱明（Fleming，1962）几乎同时提出在开放经济中且资本可自由流动条件下，一国实行不同汇率制度时财政、货币政策的相对有效性问题。在固定汇率制度下，由于名义汇率为外生变量且外汇储备只能做被动性调整，因此，外汇储备的变化由当前经济状态决定且为内生变量。在这些条件下，财政政策相对有效。在浮动汇率制度下，名义汇率是内生变量而外汇储备为外生变量，因此，扩张性货币政策会引起货币供给增加导致利率下降，从而导致资本外流、名义汇率贬值，这会导致出口增加、进口减少，并最终导致国民收入增加。因此，浮动汇率下货币政策是相对有效的。Dornbusch（1976）提出的汇率超调模型认为，货币扩张会导致汇率短期内过度调整，该理论主要解释了在布雷顿森林体系崩溃后的浮动汇率体系中汇率波动性提高的原因。

20 世纪 50 年代末至 70 年代，虽然人们对开放经济条件下货币政策有效性进行了大量的分析，但这些理论研究缺乏微观基础，并且没有考虑前瞻性预期对货币政策的影响。理论缺乏微观基础使我们无法对政策的福利效果进行明确分析。卢卡斯（1976）认为，预期在宏观经济模型的许多重要结构方程中都起到了重要的作用，并提出对预期的建模不应是历史经验的函数，社会公众的预期应与经济模型所蕴含的未来经济运行一致。这种对预期的建模方法代表了均衡中各种计划的跨期协调。例如，在均衡状态下，如果行为人对其他人的联合行动决定的经济环境有正确认识，则任何人都没有动力改变其行为，而这一思想是现代经济理论的核心。因此，缺乏微观基础和前瞻性预期是早期开放宏观经济学最重要的不足，而这也是宏观经济学家在此后研究的重点。奥布斯特费尔德和罗戈夫（Obstfeld and Rogoff，1995）为我们提供了具有微观基础和理性预期，并同时考虑了垄断竞争和价格黏性的“新凯恩斯主义”宏观经济模型。

本书的理论意义在于以新凯恩斯主义模型为基础对金融市场一体化进程中中国货币政策选择进行了分析。模型具有微观基础,使货币当局可以对政策的福利效果予以评价,而模型引入前瞻性预期使货币当局通常利用最优货币规则来描述和分析货币政策。

由于新凯恩斯主义模型具有微观基础并且更加逼近经济现实,这使得利用该模型分析货币政策能够得出更有意义的结论,但这些模型都是基于发达国家的经济现实抽象并提炼出来,因此,建立以新凯恩斯主义模型为基础并充分考虑中国经济特征的模型,分析中国在金融市场一体化进程中货币政策所具有的特点并提出更具针对性政策建议具有较高的现实意义。

第二节 相关概念界定

一 国际金融市场

(一) 国际金融市场概念的界定

金融市场包括货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场,它可以分为国内金融市场和国际金融市场;因此,金融市场一体化包括国际金融市场一体化和国内金融市场一体化。由于本书主要研究经济开放过程中的货币政策与汇率制度选择问题,因此,这里的金融市场市场一体化特指国际金融市场一体化。

Eijffinger 和 Lemmen (2003) 对国际金融市场进行了明确界定,他们使用地理标准和到期时间标准对金融市场加以区分。地理标准将金融市场分为以 A 国货币或 B 国货币计价的在岸金融市场和以 A 国货币或 B 国货币计价的离岸金融市场(亦称欧洲金融市场)。到期时间标准将金融市场划分为提供短期金融资产和长期金融资产交易的市场,短期金融资产在货币市场上进行交易且其到期日通常小于 1 年,长期金融资产在资本市场上交易且其到期日通常超过 1 年。

如果在 A 国生活,则以 B 国货币计价的在岸货币、资本市场和以 A 国及 B 国货币计价的欧洲货币、资本市场对 A 国的人而言就是国际金融市场,原因在于只有跨越本国的(A 国)国界才能在这些市场上进行金融资产的交易。同样,如果在 B 国生活,则以 A 国货币计价的在岸货币、资本市场和以 A 国及 B 国货币计价的欧洲货币、资本市场对 B 国的人而

言就是国际金融市场。

表 1-1 金融市场概览

划分标准	地理标准				
		A 国 在岸金融市场	世界 离岸金融市场		B 国 在岸金融市场
到期 时间 标准	短期	以 A 国货币计 价的货币市场	以 A 国货币计价 的欧洲货币市场	以 B 国货币计价 的欧洲货币市场	以 B 国货币计 价的货币市场
	长期	以 A 国货币计 价的资本市场	以 A 国货币计价 的欧洲资本市场	以 B 国货币计价 的欧洲资本市场	以 B 国货币计 价的资本市场

资料来源：Lemmen 和 Eijffinger（1993）。

（二）国际金融市场一体化定义

迄今为止，对国际金融市场一体化尚无普遍接受的标准和定义，但国内外学者都试图从不同角度对国际金融市场一体化进行定义。

1. 国外学者的研究

弗斯滕伯格（Furstenberg，1998）提出，国际金融市场一体化的定义只有涉及其对经济的福利功能和结果时，它对经济学家才有用。国际金融市场一体化最重要的贡献是，它能够最有效率地使当期和跨期交易机会（由金融服务的成本表示）均等化。对不完全金融市场一体化的分析就是发现那些阻碍这一均等化过程的因素，资本不可完全自由流动只是因素之一。

国际金融市场一体化定义可分为两类：第一类，以国际金融市场一体化相关的必要条件为基础进行定义；第二类，以国际金融市场一体化所带来的结果为基础进行定义。那些讨论国际金融市场一体化必要条件的方法指出，如果没有对国内外金融服务供应商的资本控制和管制、法律与税收歧视，国际金融市场一体化将是完全的。相比较而言，以结果进行定义的方法关注于金融市场一体化的可测试结果，这些可测试结果得自于非时间套利模型（atemporal arbitrage）和跨期最优模型。

国际金融市场一体化要比国际资本自由流动更难达到，因为前者需要金融部门的自由贸易，这是通过跨国提供金融服务和在国外建立分支机构以提供金融服务实现的。瑞士国家银行主席罗斯最近指出，瑞士作为一个国际资本流动十分活跃的国家，它的国内经济很大程度与国际价格联系相

背离并且由于卡特尔和政府管制而免于竞争。全球资本流动包括以资产和债务形式出现的外国头寸,这些头寸可能会也可能不会引起净国际资本流动。因此,国际资本流动的阻碍因素一定会妨碍国际金融市场一体化,但没有这些因素也不足以保证国际金融市场一体化的实现。

Eijffinger 和 Lemmen (2003) 提出,完全国际金融市场一体化的含义是,不存在资本控制或/和其他法律、规章和制度上的障碍以妨碍投资者迅速改变其资产组合。当将国际金融市场一体化视为一个过程时,它是一个逐步消除影响国际金融市场一体化各种障碍的过程 (Balassa, 1962)。在国际金融市场一体化的定义中,资本的流动性和资产的可替代性居于核心。

普拉萨德和罗戈夫 (Prasad and Rogoff, 2004) 认为,金融全球化与金融市场一体化是不同的概念。金融全球化是一个总括概念,指跨境资金流动造成的日益增多的全球联系。金融市场一体化是指一个具体国家与国际资本市场之间联系的日益紧密。

2. 国内学者的研究

郭灿 (2005) 认为,金融市场一体化是指国家 (地区) 之间的金融市场相互渗透、相互影响而形成一个联动整体的发展态势。它可以分为两个层次:首先,国家 (地区) 间的经济主体可以不受任何限制进行金融资产交易活动,即金融资本具有高度的流动性。其次,国家 (地区) 之间金融资产具有高度的可替代性。金融市场完全一体化时,相同金融工具在不同金融市场上价格 (收益) 趋于一致,即各市场间套利机会几乎不存在,其数学定义就是套利机会依时间趋于零。

金融市场一体化既可以是一种状态,意指没有任何障碍的极端情形 (即只要存在障碍就被视为非一体化或分割);也可以表示为一种过程,意指资本管制和其他影响一体化程度的制度性壁垒的逐步取消。由于极端情形仅在理论上成立,金融市场一体化通常是指一种介于市场完全一体化和完全分割之间的程度,作为一个整体概念,它是从整体上描述个体市场之间相互开放的程度。

郑栋 (2000) 认为,以各国金融资产的流动性与替代性为依据,金融一体化分为弱式金融一体化和强式金融一体化。弱式金融一体化是指不存在任何金融资产流动障碍,金融资产具有高度流动性这样一种状态,但允许不同国家间的金融资产不完全替代。强式金融一体化表示不同国家发

行的、以不同货币为面值的、同种金融资产的价格完全相同且具有完全替代性。

3. 本书对国际金融市场一体化的定义

本书拟以新凯恩斯主义跨期最优模型和金融市场一体化的结果为基础对国际金融市场一体化进行定义。国际金融市场的存在使国内行为人可以利用国际金融市场上的金融工具进行跨期交易,并且由于本国与外国所遭受的异质性经济冲击,国内行为人可以利用国际金融市场分散其持有资产的风险,其结果是提高了行为人各期收入的稳定性并降低了行为人各期消费的波动性,从而提高了行为人的福利水平。因此,本书将国际金融市场一体化定义为:国际金融市场一体化可以视为一个过程,在这一过程中,行为人以越来越低的成本利用国际金融市场上的金融工具进行消费的风险分担,并降低行为人各期消费水平的波动性,而且随着国际金融市场一体化的完成,各国行为人消费的波动性将最终趋于一致。

二 新凯恩斯主义

(一) 宏观经济学的诞生

19世纪,货币经济学作为宏观经济学的一个分支已经存在并发展出一些重要理论观点,如货币数量论(货币供给的增加将最终导致一般物价水平的同比上升)和对实际量与名义量的两分法(实际量在长期内仅由非货币因素决定)。此外,货币政策被视为与管理“银行率”以防止货币当局损失黄金储备有关的技术性问题。货币政策并未被在稳定经济行为(就业和一般物价水平)这一更广泛的经济目标上予以讨论,对货币政策的讨论主要集中于货币本位选择上。

直到20世纪,经济学家才开始系统研究经济波动和稳定化政策。20世纪早期,有关经济波动的研究取得了重大进展,对定期出现的经济周期也提出了许多解释。该时期的经济周期理论家对波动的根源以及如何应对波动都没有达成共识。奥地利学派的影响最大,他们认为经济周期是不可避免的,政府政策无法对其产生影响。剑桥的庇古和罗伯逊(Pigou and Robertson)认为,货币政策无效但公共项目支出的变化对经济周期会产生影响。

20世纪30年代的大危机,使经济学家将注意力从经济周期的动态性转向政府如何才能避免严重的衰退。凯恩斯《通论》的出版对经济学界产生了深刻影响,形成了我们现在所说的宏观经济学。凯恩斯认为,市场

机制并不能使经济从衰退中自动恢复，而通过扩大政府预算赤字，增大公共支出的刺激总需求的政策可以使经济复苏。更为重要的是，他为我们提供了一个计算政府支出和税收对经济行为影响的具体数量方法，因而，提供了估计政策干预力度的可能性。

此外，凯恩斯为突出一些重要变量（就业、收入、利率和价格）在给定时点上同时决定，不再强调宏观理论的动态性，理论中不含经济周期的动态性并不说明该理论先进，因此，将静态的凯恩斯理论扩展为动态模型是许多宏观经济学家在 20 世纪下半叶所做的工作。

（二）战后宏观经济学的演变与发展

1. 新古典综合学派

由希克斯和萨缪尔森（Hicks and Samuelson）等提出的新古典综合理论认为，凯恩斯理论和新古典一般均衡理论虽然都只部分解释了现实，但都是正确的。在工资和价格有足够时间调整至市场出清的条件下，传统的竞争性一般均衡理论被认为是正确解释了长期内价格和数量的决定机制，因此，自我调节的市场机制是有效的，但市场调整的速度过慢，政府政策的干预可以加速市场的调整。与此同时，凯恩斯理论解释了在工资和价格能够调整之前，经济冲击和政策干预的短期效果。

然而，新古典综合学派（Neoclassical Synthesis）的产生并不意味着理论上的困难最终被解决。它将凯恩斯分析的范围再次明确为工资和价格能够调整之前，这是对极端凯恩斯经济学家观点的重要修正。新古典综合学派使战后凯恩斯经济学家能够宣称宏观经济理论与微观经济理论之间能够相互兼容。

2. 货币主义学派

第一个对凯恩斯理论提出根本性批评的是兴盛于 20 世纪 60 年代的货币主义学派（Monetarism），该学派的主要代表是米尔顿·费里德曼、卡尔·布鲁纳和阿伦·梅尔策（Milton Friedman, Karl Brunner and Allan Meltzer）。货币主义者对凯恩斯理论最著名的批评就是其忽略了货币供给的变化也是经济中总支出重要的决定因素，而凯恩斯经济学则过于强调财政政策的作用。

对货币政策有效性的否定还不是凯恩斯经济学最致命的缺陷，但是，凯恩斯认为，货币供给的增加无助于帮助经济走出衰退，尤其是一些教条的凯恩斯主义学者试图一般化这一理论，实际上仅在经济衰退时这一理论

才是正确的，因为政府债券的利息率在衰退时期已经很低，因此，银行不愿借出稀缺的银行储备。许多学者认为，货币政策在理论上应能影响总需求，但经济计量的估计结果表明：利率与总支出的关系在统计上并不显著，这就意味着货币政策的效果不明显，因而也就不如财政政策那么重要。货币主义者强调货币中性这一古典假设仅在长期中有效，即货币供给的增加最终会导致价格的同比例上升。但只有总支出的货币价值上升时，价格才能够上升，货币主义者也给出了统计上的证据证明货币供给的变化会改变支出水平，因此，货币也是重要的。

货币主义者对凯恩斯理论更为根本性的批评在于其仅考虑政府政策的短期效果。货币主义者则强调了当工资和价格能够调整至均衡水平时，货币政策的最终影响是什么。货币主义者对长期影响的分析表明不断刺激总需求最终会导致通货膨胀，并且除了在短期内，政府的需求管理政策不能影响实际收入和就业。这就导致了对“微调”的需求管理政策的质疑，而强调在长期内维持低通货膨胀的重要性。

货币主义者对长期影响的关注很大程度是因为在一些重要的结构方程中预期都发挥着重要作用。凯恩斯《通论》的许多章节也承认预期的重要性，但由于其理论是分析短期内宏观经济的运行，因而他的模型中都假定在某一时刻公众的预期是给定的。相反，货币主义者的分析考虑了预期随时间的变化，这使得经济能最终调整至新古典理论所描述的竞争性均衡的位置，因此，货币主义者是最早将预期如何对经验做出调整并明确引入宏观经济分析中。

货币主义者对第二次世界大战后凯恩斯主义观点的批评具有很大的影响力，至 20 世纪 70 年代中期，货币主义者的观点成为新的主流观点。货币政策所具有的重要性也被大部分人所接受，倡导执行稳定化政策的人们也都会将货币政策作为其重要的政策工具。此外，货币主义者强调政策的长期效果也是对凯恩斯主义分析的重要补充。

3. 理性预期与新古典宏观经济学

将“理性预期概念”引入宏观经济理论，对凯恩斯宏观经济学形成了第二次冲击，这一工作是由卢卡斯和萨金特在 20 世纪 70 年代早期共同完成的。他们认为，预期在宏观经济模型的许多重要结构方程中起到了重要作用，并提出，对预期的建模不应是历史经验的函数，社会公众的预期应与经济模型所蕴含的未来经济运行一致。这种对预期的建模方法代表了