

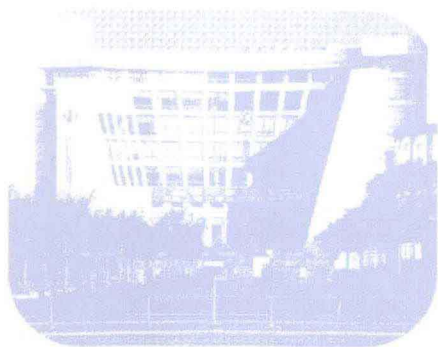
当代中国中青年经济学家文库

Study on Monetary Policy in Emerging Markets
Opening Capital Account: Based on Open Economy
Models of Financial Accelerator

新兴市场国资本项目开放下的 货币政策规则研究

——基于开放经济的金融加速器模型

郑 重 著



Study on Monetary Policy in Emerging Markets
Opening Capital Account: Based on Open Economy
Models of Financial Accelerator



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

当代中国中青年经济学家文库

Study on Monetary Policy in Emerging Markets
Opening Capital Account: Based on Open Economy
Models of Financial Accelerator

新兴市场国资本项目开放下的 货币政策规则研究

——基于开放经济的金融加速器模型



郑 重 著



 经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴市场国资本项目开放下的货币政策规则研究：基于开放经济的金融加速器模型/
郑重著. —北京：经济管理出版社，2013.5

ISBN 978 - 7 - 5096 - 2445 - 6

I. ①新… II. ①郑… III. ①新兴市场—货币政策—研究—世界 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 091024 号

组稿编辑：张 艳
责任编辑：杜 菲
责任印制：杨国强
责任校对：超 凡

出版发行：经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www. E - mp. com. cn

电 话：(010) 51915602

印 刷：三河市延风印装厂

经 销：新华书店

开 本：720mm × 1000mm/16

印 张：13.5

字 数：214 千字

版 次：2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 2445 - 6

定 价：39.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

推荐人。

我们希望，这套丛书的出版，能够对我国经济学、管理学的学科建设起到积极的促进作用，为解决我国社会主义经济建设中遇到的各种复杂问题提供理论的依据和切实可行的操作方法，并为广大读者了解、认识当代中国经济和企业管理的发展状况和发展趋势，从理论和实践上提供有益的帮助。同时，这套丛书的出版还将为国内从事经济学、管理学研究的学者搭建起一个出版高水平学术著作的平台，我们希望通过这个平台不断推出更多高水平的经济学、管理学著作。

陳佳貴

2006年5月

总 序

管理学和经济学作为哲学社会科学中实践性较强的学科，与我国的经济发展和人们的生活具有较为紧密的联系。改革开放以来，随着我国国民经济的快速发展，管理学和经济学的学科建设也取得了显著成就，成为越来越热门的学科。国外的大量著作，特别是西方的学术著作，被翻译引进到国内，一些比较成熟的理论、方法、概念和范式被陆续介绍进来。其中有许多先进的思想和经验为中国经济建设提供了有益的借鉴，促进了中国经济的健康发展。同时，国内管理学和经济学的理论工作者和实践家，在引进、消化和吸收的基础上，辛勤耕耘，积极探索，在促进西方经济学、管理学本土化方面下了很大力量，取得了显著的成效，创作出一大批有影响的学术力作。

近年来，国内出版了种类繁多的经济管理类图书，但质量参差不齐、良莠混杂的现象比较突出，给国内读者的阅读带来一定的困难。从客观上讲，我国经济管理学科发展还滞后于经济管理的实践。在社会主义现代化建设的进程中，有许多新现象、新问题，需要进行深入研究和探讨。随着我国经济体制改革的深化和经济发展的加速，经济现象将更加复杂化，这就对经济学和管理学在理论上的发展和创新提出了更高的要求。

这套丛书是由经济管理出版社组织国内大专院校和科研院所一批学有所成的专家学者撰写的经济学、管理学系列丛书。该套丛书学术性较强，力图在尽可能吸收国内外前人成果的基础上，结合中国的实际进行本土化的研究和创新，体现较高的研究水平。为了保证本套图书的质量，特邀请国内管理学和经济学领域知名的专家成立了专家委员会，从理论与实践的角度对入选专著严格把关。专家委员会对入选的学术成果坚持较高标准：第一，专著的作者必须具有博士学位；第二，专著所研究的问题必须处于经济学或管理学的前沿领域；第三，研究成果必须在理论上结合中国的实际进行本土化的创新；第四，要求有两位具有正高职称、从事相关领域研究的专家作为著作的

摘 要

大规模的、高频率的跨国资本流动已成为布雷顿森林体系崩溃以来世界经济的一个显著特征，特别是自 20 世纪 90 年代以来，美国等发达国家在全球范围内倡导金融自由化，与此同时，广大发展中国家也逐渐加快了金融市场对外开放的步伐（这些资本项目开放步伐较快的发展中国家被称做新兴市场国）。新兴市场国在资本项目开放后，包括货币政策在内的宏观经济政策必须要做出调整。我们知道，资本项目开放条件下的货币政策选择不同于封闭经济，不仅如此，20 世纪在新兴市场国频繁发生的金融危机告诉我们，在资本项目开放后，新兴市场国的货币政策选择远比发达国家复杂得多。因此在这样的背景下讨论新兴市场国的货币政策是非常有必要的。随着我国融入国际资本市场的程度不断加深、广度不断扩大，外来冲击对我国国内经济影响会日益加大。因此如何把握资本项目不断开放下的货币政策也是我国政府应当正视的刻不容缓的任务。

本书对货币政策的分析是在新凯恩斯主义的理论框架中进行的，并且是在考虑了新兴市场国独特性的新凯恩斯主义框架即金融加速器模型中进行的。运用新凯恩斯主义框架分析货币政策，使分析具有较强的理论基础。比起其他的新凯恩斯主义模型，本书更多地考虑了资本项目开放的作用。为能突出新兴市场国资本项目开放对货币政策的影响，本书在以下几方面做出努力：首先，在模型中引进了风险溢价，因此相关的对外债务规模可以确定下来。其次，考察了国际借贷成本对经济的影响。劳动和资本是生产所需的两大要素，由此信贷特别是国际借贷的作用可以在模型中体现出来。本书假设资本的存量变动不仅从供给方面决定产出变动，而且资本的变动所涉及的流量即投资也从需求方面决定产出。此外，本书还假设实际资本的生产需要外部资金，且外部资金以外币债务的形式被融资，这样国际信贷的作用在模型中被

体现出来。最后，假设投资所需的信贷资金由外币资金融资，因此本书分析的资本项目开放重点是放在债权市场的开放对货币政策的影响。

在界定了资本项目开放以及新兴市场国等有关概念以后，本书简要说明了新兴市场国应当适应金融全球化的趋势，逐渐放开资本项目开放，同时积极在货币政策上做出调整以适应更为活跃的资本流动的需要。接着本书花了不少篇幅着重介绍新兴市场国资本项目开放的特点，用证据表明这些特点是新兴市场国考虑货币政策时所不容忽视的，包括资本流动的强顺周期性、资本逆转、债务美元化以及货币错配，这些特点结合新兴市场国其他经济现象，如金融市场不完全、财政主导、中央银行缺乏公信力等，带来的一个结果就是新兴市场国的货币政策不能照搬发达国家的成功经验，这体现在货币政策的分析框架选择上。为此，引入开放经济的金融加速器模型，指明该模型能较好地适应新兴市场国货币政策分析的需要。

开放经济的金融加速器模型中最重要的机制是汇率的金融加速器机制，正是这个机制的存在修改了传统关于货币政策以及汇率政策的选择，也正是由于这个机制的存在，才使新兴市场国的货币政策以及汇率政策选择问题显得这样的棘手。因此本书花了很多的笔墨用以分析汇率的金融加速器机制，从含义以及表达式等入手，详细说明了如何在实证检验中去检查该机制的存在性以及作用力的强弱，也详细探讨了该机制的决定作用，指明杠杆率、债务美元化程度、汇率的传递率、资本品构成、产出结构、垄断利润归属等都是决定该机制作用力大小的因素。因此对这些参数的合适选择会极大地影响最优货币政策规则的选择。在本书的模型中，对这些参数的设定主要借鉴了一些研究新兴市场国家文章的数据，同时为证实汇率传递率对汇率机制的影响，分别设定了三个不同水平的汇率传递率。

在本书的开放经济的金融加速器模型中，首先证实了汇率金融加速器机制的存在，证实了该机制在非贸易部门比在贸易部门更明显。汇率传递率对该机制的作用也被证实，即随着汇率传递率的下降，汇率的金融加速器机制正逐步增强，而随着汇率传递率的上升，汇率的金融加速器机制下降得较缓慢。在该模型中，我们选择了四个具有代表性的货币政策规则进行比较，分别是固定汇率规则、标准的泰勒规则以及两个对泰勒规则的修改。本书选择了对新兴市场国而言重要的冲击，即世界价格冲击以及世界利率冲击。在这两个冲击下，分别用模型模拟了在四个不同的货币政策规则下的经济变量的

表现，得出的主要结论是：即使存在着汇率的金融加速器机制，并不意味着固定汇率优于浮动汇率，也不意味着对汇率反应要优于不对汇率反应的利率规则。究竟哪个规则更优，这要依赖冲击来源。在世界进口价格冲击下，就稳定实际部门而言固定汇率要优于泰勒规则，但就稳定通货膨胀率来讲，还是以泰勒规则等为代表的浮动汇率取胜。而在世界利率冲击下，标准的泰勒规则表现出更能稳定实际部门和通货膨胀率。这说明汇率的金融加速器机制是有限的。新兴市场大可不必因存在着债务美元化以及金融市场不完全等因素，而表现出汇率浮动恐惧症。汇率是否应当维持稳定？对此我们应当考虑冲击来源。当新兴市场更多地和国际金融市场联合，当利率变动比价格变动更频繁时，保持国内利率的灵活变动，而不被汇率所束缚，是更明智的货币政策规则选择。

本书的创新主要在于：第一，运用开放经济的金融加速器模型分析货币政策，弥补我国在此方面研究的空白；第二，总结归纳了不同的证明方法，证实汇率的金融加速器机制的存在性；第三，比较分析了多个开放经济的金融加速器模型，在此基础上得出这些文章结论迥异的原因，并由此得出在设计开放经济的金融加速器模型中，应当注意的关键变量；第四，总结了汇率金融加速器机制大小的影响因素，使结论更具有普遍适用性。本书分析了为何汇率的金融加速器机制的存在并不意味着固定汇率更优，并列举了与此相关的种种原因。除此之外，还指出在何种情况下，汇率的金融加速器机制会更强烈，并导致浮动汇率的优势不复存在。

目 录

第一章 引言	1
一、选题背景及研究意义	1
二、国内外研究现状	14
三、研究方法和本书结构	22
第二章 新兴市场国的资本项目开放	27
一、新兴市场国和资本项目开放的概念	27
二、新兴市场国资本项目开放必要性分析	34
第三章 新兴市场国的经济特征及货币政策分析框架选择	43
一、新兴市场国的经济特征	43
二、新兴市场国货币政策分析框架选择	61
第四章 汇率的金融加速器机制	71
一、理论争鸣及汇率的资产负债表渠道	71
二、汇率的金融加速器机制的含义及表达	80
三、汇率的金融加速器机制的决定因素	89
四、汇率的金融加速器机制和货币政策规则选择	99
第五章 金融加速器模型的设计及货币政策分析	103
一、模型框架	103
二、汇率金融加速器机制的证实	117

三、冲击下的货币政策规则选择	123
第六章 结论及今后的研究方向	133
一、结论及启示	133
二、不足及今后的研究方向	138
附录	141
A 描述经济的方程系列	141
B 线性动态系统	146
C 资本项目开放及经济增长	149
D Cook (2004) 的金融加速器机制证明	153
E Gertler 等 (2006) 的金融加速器机制证明	154
F 模型参数及稳定值的设定	155
G 各类冲击	159
参考文献	173
后 记	201

第一章 引言

一、选题背景及研究意义

(一) 选题背景

1. 国际背景

大规模的、高频率的跨国资本流动已成为布雷顿森林体系崩溃以来世界经济的一个显著特征，特别是自 20 世纪 90 年代以来，美国等发达国家在全球范围内倡导金融自由化，与此同时，广大发展中国家也逐渐加快了金融市场对外开放的步伐。虽然受金融危机的影响，发展中国家对资本流动的开放采取了更谨慎的态度，但总体来讲开放的程度正在逐步加深。图 1-1 显示了不同经济体的国际资本流动的增长。

虽然受 2007 年次贷危机的影响，资本流入规模发生急剧下降，但从图 1-2 可以得知，到了 2010 年流入到新兴市场国的私人资本从规模上还是超过了 2005 年。

资本项目开放后，包括货币政策在内的宏观经济政策必须要做出调整。对此，讨论最多的恐怕是“三难选择”。因为对任何一个经济实体而言，它通常要寻求三个货币金融目标：其一，拥有独立的货币政策，以便能应对通货膨胀或经济衰退等国内问题；其二，维持较稳定的汇率，以便消除由币值波动引起的不确定性及金融震荡；其三，确保货币的完全可兑换性，以便通

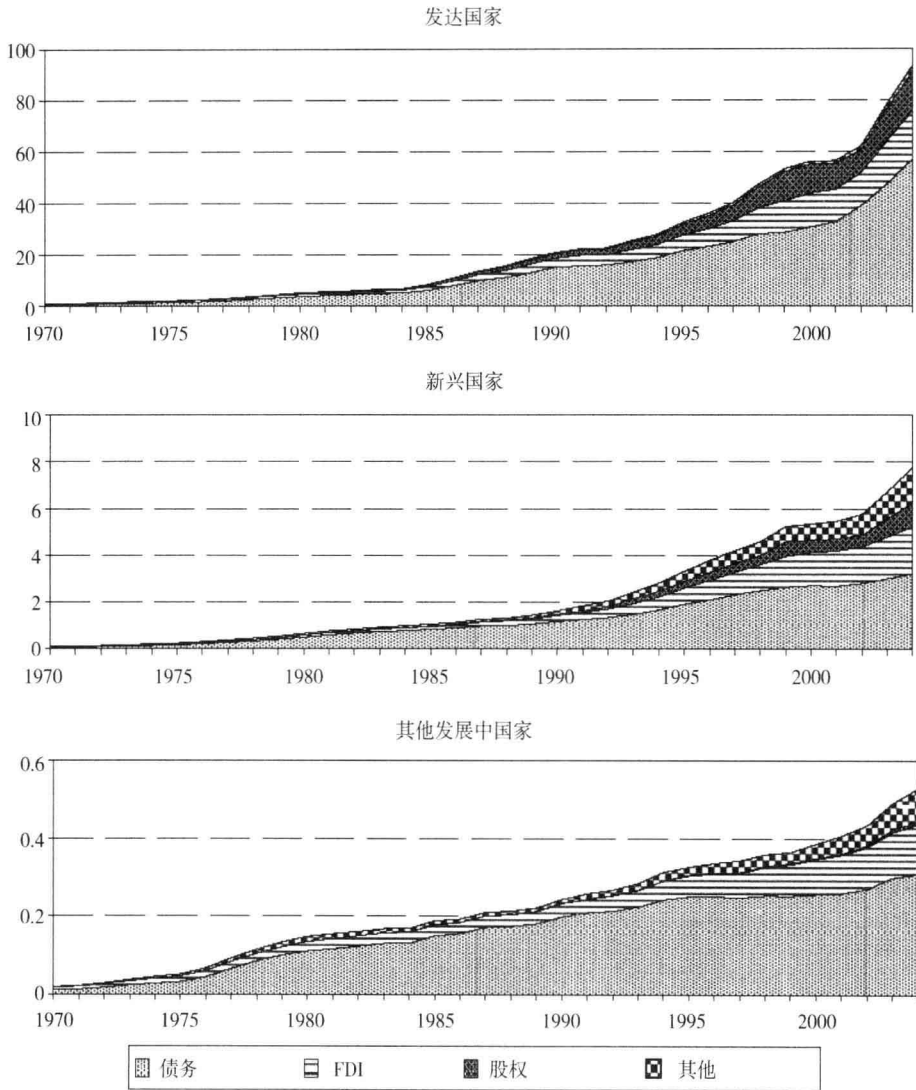


图 1-1 1970 ~ 2000 年国际资本流动增长

资料来源: Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., Shang - Jin Wei. Financial Globalization: A Reappraisal. NBER, Working Paper 12484, 2006.

过资本自由流动获取资源全球配置的好处。然而，根据传统的观点，这三个目标在逻辑上和操作上是相互矛盾的。

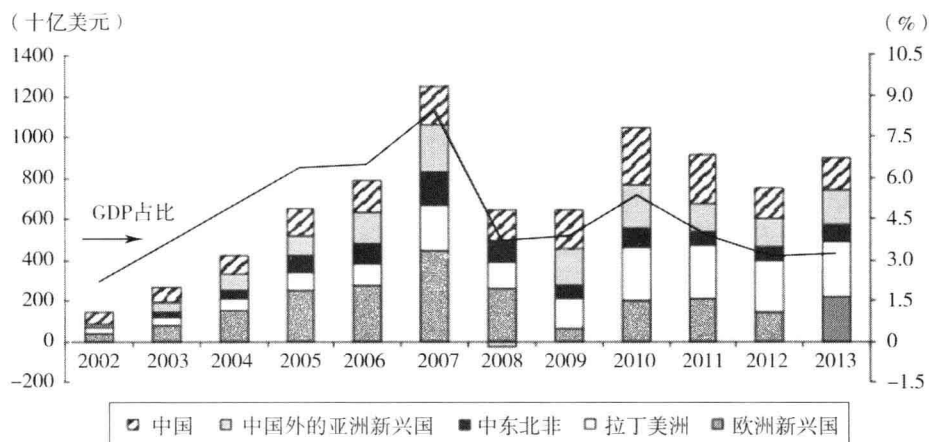


图 1-2 2002 ~ 2013 年流入新兴市场国的私人资本

资料来源: Institute of International Finance. October Capital Flows to Emerging Market Economies, 2012.

根据传统理论，面对这三个目标，经济体最多可以同时实现其中的两个，也即以牺牲其中一个为代价。如果采取对跨国资本流动越来越宽容的政策，经济体只有两个选择：或者是放弃独立的货币政策，或者是舍弃稳定汇率所带来的好处。在两者之间当如何选择，这要看经济体的自身特征。如果经济体的中央银行难以实施独立而可信的货币政策，经济体放弃独立货币政策的代价并不算太大，那么这类经济体会选择维持稳定汇率。遵循这样的思路，东欧国家选择加入欧元区作为出路，阿根廷等国实行货币局制来确保币值的稳定，而厄瓜多尔则完全放弃本国货币实行美元化。这三种做法都被认为是解答“三难选择”的一个角解。这个角解不仅被发展中国家所青睐，即使像意大利这样的工业国，也放弃了独立的货币政策，加入货币区。另外一个角解是实行浮动汇率，从而可以满足追求独立货币政策的要求。但是正如 Calvo 和 Reinhart (2002) 指出的，名义上公布实施浮动汇率的国家很多都表现出了“浮动恐惧症”。可见引进浮动汇率制并不能如期圆满解决“三难选择”

问题^①。Obstfeld (2004) 提到对于新兴国家, 国际资本流动带来的美元化现象使这些国家无论是选择固定汇率还是选择浮动汇率, 都不能如意地解决资本项目开放引起的困难, 事实上关于资本项目开放所引发的宏观经济问题, Mishkin 和 Savastano (2000) 给了我们启发, 他们认为思考的重点不应当放在汇率制度的选择上, 而应该是货币政策的选择。那么应当如何从货币政策角度来解决新兴国家由资本项目开放所带来的问题呢?

可以想象, 资本项目开放条件下的货币政策选择不同于封闭经济。正如 Guender 和 Tam (2004) 所指出的, 在封闭经济中合适的规则放在开放经济下则不一定继续合适。在封闭经济中通货膨胀和产出的波动性是关键, 不需考虑汇率问题, 但在开放经济下汇率就成了必须要关注的问题, 此外, 在资本项目开放的经济体中还要考虑资本流动的波动性以及国外利率的作用。20 世纪在新兴国家频繁发生的金融危机告诉我们, 在资本项目开放后, 新兴国家的货币政策选择远比发达国家复杂得多。

2. 国内背景

资本项目开放包括两个层面: 一是实现人民币的资本项目的可兑换; 二是对资本实体交易放松管制^②。从这两方面看, 实现资本项目开放一直是我国的目标。1993 年 11 月 14 日, 中共十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确要求, “改革外汇管理体制, 建立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场, 逐步使人民币成为可兑换货币”。2003 年, 中共十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》进一步明确, “在有效防范风险的前提下, 有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制, 逐步实现资本项目可兑换”。2010 年 10 月, 中共十七届五中全会决定, 将“逐步实现资本项目可兑换”目标写入“十二五”发展规划。

^① 有不少文章否决了这种角解理论或中间空洞理论观点, 如 Williamson J. Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving The Intermediate Option. Policy Analysis in International Economics. Institute for International Economics, 2000; Velasco A. Exchange - Rate Policies for Developing Countries; What Have We Learned? What Do We Still Not Know? United Nations Conference on Trade and Development, G - 24, Discussion Paper Series, No. 5, 2000. 对角解理论的检验可见 Masson P. Exchange Rate Regime Transitions. IMF, Working Paper 00/134, 2000.

^② 见第二章的分析。

改革开放以来,我国渐进式推进资本账户开放。从资本项目的可兑换性看,按照国际货币基金组织 2011 年的《汇兑安排与汇兑限制年报》,目前我国不可兑换项目有 4 项,占比 10%,主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具。可兑换项目有 22 项,占比 55%,主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易四大类。基本可兑换项目 14 项,主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面(见表 1-1)。

表 1-1 我国资本项目可兑现性明细表

	不可兑换	部分可兑换	基本可兑换	完全可兑换	合计
资本和市场交易	2	10	4	—	16
衍生工具和其他工具	2	2	—	—	4
信贷工具	—	1	5	—	6
直接投资	—	1	1	—	2
直接投资清盘	—	—	1	—	1
不动产交易	—	2	1	—	3
个人资本流动	—	6	2	—	8
小计	4	22	14	—	40

资料来源:中国人民银行调查统计司课题组.我国加快资本账户开放条件基本成熟.中国证券报,2012-02-23.

资本流动规模常用以测量实质性的资本项目开放程度^①。从该指标可看出我国自 2001 年以来资本开放程度在加大。图 1-3 显示了我国资本流动规模的变化。

2002 年以来,我国资本账户开放步伐明显加快。2002~2009 年,我国共出台资本账户改革措施 42 项。其中最引人注目的或许是引进了合格境外投资者制度(QFII 制度)。截至 2011 年底,国家外汇管理局累计批准 110 家 QFII 机构共计 216 亿美元的境内证券投资额度,QFII 机构累计汇入投资资金 205 亿美元,累计汇出资金 44 亿美元,累计净汇入资金 161 亿美元(见图 1-

^① 见第二章的分析。

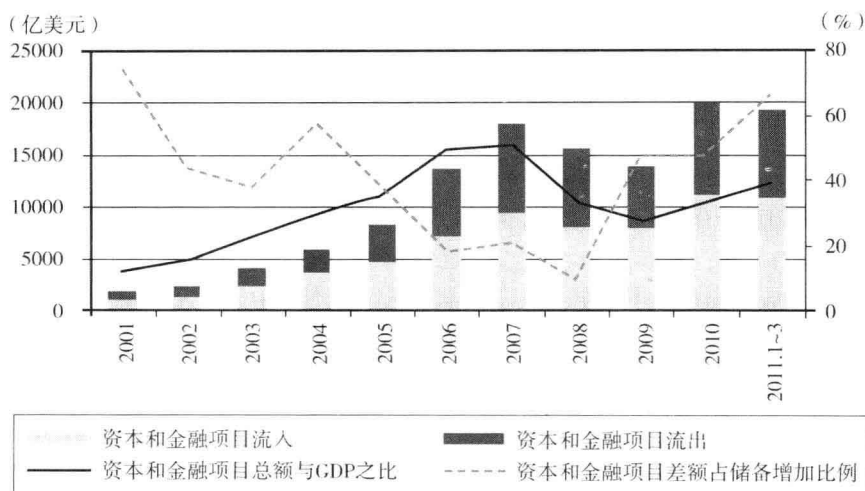


图 1-3 我国资本和金融项目资金流动情况

资料来源：中国人民银行网站。

4)。2004 年开始，又推出合格境内投资者制度（QDII 制度），我国逐步允许境内机构和个人通过境内金融机构投资境外资本市场，先后允许保险公司、社保基金、银行、保险公司和证券机构用自由外汇投资境外金融产品。截至 2011 年底，国家外汇管理局累计批准 96 家 QDII 机构境外证券投资额度共计 749 亿美元，QDII 机构累计汇出资金 915 亿美元，累计汇入资金 624 亿美元（含投资本金及收益），累计净汇出资金 290 亿美元（见图 1-5）。2012 年中国人民银行调查统计司课题组（2012）撰写的一份报告认为，我国加快资本账户开放的条件基本成熟。2012 年，中国人民银行行长周小川进一步解释，“中国尚未实现但不拒绝资本项目可兑换”。

随着我国融入国际资本市场的程度不断加深、广度不断扩大，外来冲击对我国国内经济影响日益加大。资本流入的冲击、国际利率的冲击、国家风险溢价的冲击、市场预期的冲击等都会危害国内经济的稳定、健康运行，甚至引发货币危机、金融危机、社会危机，这是我们从新兴市场国的经历所看到的。因此如何从宏观政策角度缓和冲击影响，稳定经济，避免危机，也是我国政府应当正视的任务。事实上我国政府在渐进地开放资本项目的同时，也推行了许多改革措施，目的是为了提升我国经济对各种冲击的抵御能力。

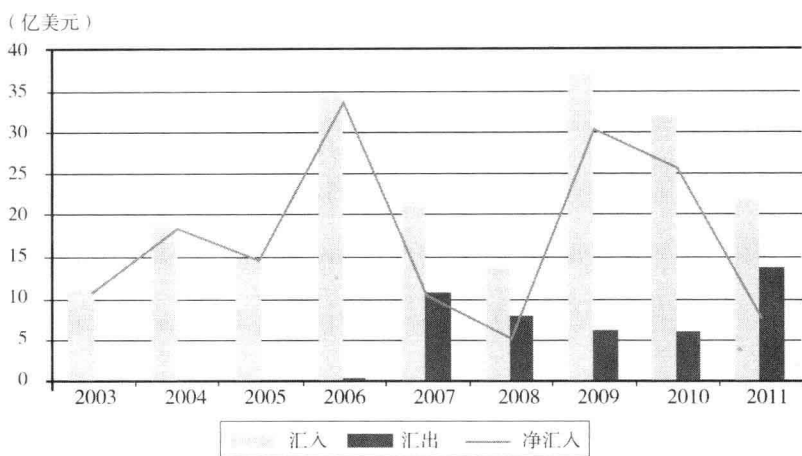


图 1-4 2006~2011 年 QFII 资金汇出、汇入情况

资料来源：国家外汇管理局网站。

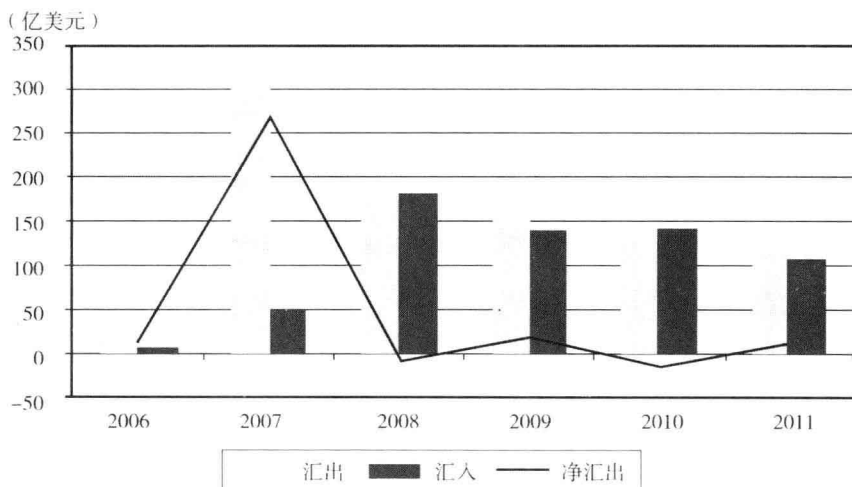


图 1-5 2006~2011 年 QDII 资金汇出、汇入情况

资料来源：国家外汇管理局网站。

如推行汇率改革，提高金融监管能力，推进商业银行改革，引进商业银行战略投资者等。作为宏观政策的重要组成部分，货币政策更是应当积极地做出调整，以适应金融全球化背景下的稳定经济的需要。