

开放经济下的宏观金融管理 (第三卷)

KAI FANG JING JI XIA DE HONG

GUAN JING RONG GUAN LI (DI SAN JUAN)

开放经济

下的 货币市场调控

● 姜波克 等著

复旦大学出版社

开放经济下的宏观金融管理(第三卷)

开放经济下的货币市场调控

姜波克 陆前进 著

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

开放经济下的货币市场调控/姜波克等著. —上海:复旦大学出版社, 1999. 6

(开放经济下的宏观金融管理; 第3卷)

ISBN 7-309-02275-0

I. 开… II. 姜… III. 货币市场-货币管理-中国 IV. F822.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 17949 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65102941(发行部) 86-21-65642892(编辑部)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

经销 新华书店上海发行所

印刷 上海第二教育学院印刷厂

开本 850×1168 1/32

印张 14.5

字数 372 千

版次 1999 年 6 月第一版 1999 年 6 月第一次印刷

印数 1—5 000

定价 22.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

本书是“开放经济下的宏观金融管理”的第三卷。全书对货币市场发展的配套改革作了详细分析,提出了中国金融深化,如利率市场化、准备金制度改革、再融资政策和宏观调控方式的转变等一系列建议。重点研究中央银行在货币市场上调控的传导机制、中央银行宏观调控的目标选择和中央银行在货币市场上的操作。

本书获下列基金资助：

国家自然科学基金

国家哲学社会科学基金

国家教委跨世纪优秀人才培养计划基金

国家教委“九五”博士点重点项目基金

复旦大学人文社会科学重点项目基金

献给二十一世纪的
中国金融事业

前 言

1992年年底,我从欧洲留学回国,恰逢全国的复关热,电台、杂志、报刊都在讨论中国的复关问题。与此同时,人民币在周边国家和地区的广泛使用,使人民币自由兑换问题成为当时另一个热门话题。这两股浪潮,给久离祖国后刚回家的我以强烈的冲击。中国对外开放的步伐如此之快,是我不曾预料到的。但同时我也感觉到,潮水般涌来的各种文章、评论及研讨会发言稿,大多低估了我国对外开放的基础问题和对外开放的复杂性问题。1993年中,人民币调剂汇率发生剧烈波动,证明了中国对外开放、尤其是金融开放缺乏市场基础和宏观调控体制基础。在这样的背景下,我便想到要对中国金融对外开放问题作一系统的研究。鉴于我的专业,我选择了人民币自由兑换问题作为自己的研究课题。经过1年多的努力,完成了一本书,叫做《人民币自由兑换论》。尽管国务院学位委员会的黄达、张卓远、苏东水及其他一些知名专家称此书的研究“达到了国内前沿水平”,但我深知,这本小册子对许多相关问题都未深入研究,有些重要问题甚至根本没有涉及到。究其原因,一是时间短;二是经费有限;三是对理论前沿和形势的发展有一个认识了解和把握的过程。比如,在研究人民币自由兑换问题的过程中,美国宾夕法尼亚大学讲座教授杜菲在他给我的传真中提到过这样一句话:货币市场对货币的平稳自由兑换十分重要。我花了约半年时间才研究出这句

话的重要性,并写了一篇文章来系统地论述这个问题。人民银行几位年轻的博士们认为我的这个研究在国内是极为新颖的,达到全国领先水平。但实际上,我是从杜菲教授的一句话那儿得到了启发,然后又经过理论上的艰苦求索和对实际问题的观察思考,最终才形成了自己的成果。正是在这种不断的追求过程中,我发现有越来越多的重要问题需要研究。如上面所说的货币市场问题,再如货币自由兑换过程中及自由兑换后的货币替代和资本逃避问题,又如货币自由兑换加剧经济政策目标相互冲突应如何解决的问题,等等。在这个过程中,我先后形成了一些有影响的研究成果:1994年两篇论述中国外汇管制长期性的文章,分别载《经济研究》1994年第4期和《人民日报内部参阅》1994年第10期;1995年的“中国货币市场建设总体构想”,10万字,其提要载《人民日报内部参阅》1995年第24期;“开放经济下的宏观调控和政策搭配”,载《中国社会科学》1995年第6期(中文版)和1997年第1期(英文版);“货币替代问题研究”,载《中国社会科学》1998年第3期,等等。在这些研究成果的基础上,并在国家自然科学基金、国家社科基金、国家教委(现为教育部)博士点重点项目基金的支持下,我于1994年开始先后启动了四个有密切联系的课题,经过几年的努力,形成了目前呈现在读者面前的这部四卷本专著。

这部总长约100万字的四卷本专著以人民币自由兑换问题为起点,首先从前瞻性的角度,探索了人民币自由兑换所面临的宏观金融管理的理论和实践问题。

从脉络上讲,这部专著首先从宏观、微观等八个方面广泛而深入地探讨了为促进经济发展和保持经济稳定所需的资本项目开放的条件。指出就我国目前实际经济状况而言,距资本项目的

对外开放尚有距离,任何匆忙的资本项目的对外开放都会对经济产生破坏性的影响,建议在继续加快贸易开放速度的同时,当条件成熟时稳步、分阶段的先开放资本流入,然后再开放资本流出。在对人民币自由兑换后汇率制度的选择和汇率变动的宏观经济影响,以及人民币自由兑换后利率对汇率和外汇供求的影响的研究中,我们提出了自己的观点,填补了国内的空白。并进一步分析了在经常项目可兑换向资本项目可兑换的过渡过程中,实行资本管制的必要性以及相应的理论、政策和工具。

其次,专著进一步论述了人民币自由兑换过程中和自由兑换后面临的一个重要问题:货币替代问题。作为国内首次系统论述货币替代问题的专著,对货币替代相关概念进行了介绍,然后对货币替代的成因理论作了较为细致的阐述,分析了货币替代对一国经济可能造成的各种影响,并在此基础上论述了反货币替代的政策性原则。在吸收借鉴国外相关研究成果的基础上,结合我国的实际情况,分析了我国现阶段的货币替代问题。在国内首次建立了能够解释我国货币替代问题的理论模型,特别强调了国内外利率差异、人民币预期贬值率和通货膨胀率等因素的重要作用;提出了在开放经济条件下能有效防范货币替代威胁的指导性原则和一系列政策搭配措施,具有理论的前瞻性和系统性。对中国的货币替代问题运用计量分析的方法从实证角度进行了开拓性的探讨。

更进一步地,专著论述了人民币自由兑换平稳实现的市场基础和调控基础——货币市场问题。主要的研究是从货币市场在宏观调控中传导的中介纽带作用和中央银行在货币市场政策工具的操作,以及货币市场本身的发展和在调控中的重要作用两个方面开展的,并对其其中的一些问题作了深层次和开创性的研

究,指出建设和发展货币市场对通货膨胀有一种抑制作用,着重分析了在开放经济的条件下影响货币供应量的因素以及我国的利率市场化问题。我们对开放经济条件下的货币市场调控的传导机制作了前瞻性的研究,详细分析了每一种传导机制的效应及其有效性,指出货币政策的传导机制是一个综合的过程。同时分析了在我国冲销干预的有效性及货币市场冲销工具的综合运用。我们始终把货币市场的发展放在宏观调控机制完善和发展中加以研究,提出我国准备金制度改革,储备会计体系的完善,公共债务的管理和货币管理相协调等一系列制度性问题。同时重点研究了我国中央银行再融资政策的转变,货币市场上日常操作和央行直接调控向间接调控的转变,提出了我国央行在货币市场上日常操作和宏观调控方式转变的合理化建议。突破了传统的只对货币市场进行一般描述性和有关性质的研究,而注重对货币市场内部子市场及内部微观运行机制的研究,更多地把注意力集中在开放经济下货币市场宏观调控的功能上。

最后,专著论述了人民币自由兑换面临的政策目标的相互冲突及内外均衡同时实现的途径—政策搭配。我们以开放经济条件下如何实现内外平衡作为分析的核心,论证了我国在开放的过程中遇到的以及可能会遇到的各种政策目标矛盾的性质和原因,深入探索能够达到内外平衡目标的政策搭配方法,努力创建一个较为完整的开放经济下的政策搭配分析框架,以促进我国在开放经济下宏观调控政策体系的建立。并根据我国内外平衡矛盾的实际情况,具体研究了我国经济对外开放的性质和特征、开放经济下内外平衡矛盾产生的原因和表现形式、在多维性质的政策矛盾情况下如何实施恰当的政策搭配组合,同时系统地研究了如何在开放经济环境下增强政策搭配的有效性。在对

政策搭配方法的应用研究中主要着眼于金融领域,完善开放经济下的宏观金融管理。

在这一系列的对宏观经济的研究中,内外均衡的同时达到是贯穿这部四卷本专著的最终立脚点。

这部四卷本的专著,可能是我国论述开放条件下宏观金融管理的最长的一部专著。希望这部专著能体现出复旦学者的理论勇气和孜孜不倦的探索精神,也希望以此为契机推动中国宏观金融管理理论和实践研究的进一步完善和发展。在本书的写作过程中,我们始终注意把握借鉴与创新相结合,理论与实践相结合的指导原则。在对西方的理论进行系统的描述,总结和归纳的同时,也指出了它们存在的不足之处,并据此对某些理论作了相应的修正。主要在以下几个方面:

第一,这部专著对国际货币基金组织这个世界公认的权威机构的研究结论提出了批评和挑战。基金组织认为货币自由兑换的公认条件有四个,即外汇储备充分、宏观经济稳定、微观基础建立,及适当的利率。我们认为这四个条件不仅不够,而且它关于第一个条件的论述不完全,不充分甚至是不正确的。

第二,这部专著对一系列西方经典理论提出了大胆的修正,比如:

1. 对凯恩斯货币流通公式中有关利率与货币流通速度之间的关系提出了相反的看法,指出在考察上述关系时,应该区别货币的不同定义和口径。

2. 对著名的蒙代尔—弗莱明模型进行了修正,指出资本管制不对称性的条件下,国际收支平衡线(BP线)不应是一条直线,而应是一条折线,由此导致了一系列不同的政策含义,这一理论结论不仅对中国,而且对存在资本管制不对称(资本流入相

对较易流出相对较难)的广大发展中国家和经济转型国家都有意义。

3. 我国货币替代会使汇率放大效应更加严重。

4. 我们指出了我国冲销干预的有效性和冲销手段的综合运用。

5. 对丁伯根的政策目标和政策工具的数量关系进行了修正,指出了由于多维目标下的政策指派不稳定性和政策工具变动幅度及调整速度的限制,从而解决内外平衡矛盾要求政策工具的数量应大于政策目标的数量。

第三,这部专著在借鉴西方理论的同时,努力把理论的发展与中国的实际相结合。事实上,我们对基金组织研究结果的批评和对西方经典理论的修正,都是建立在对国情观察和思考的基础之上的。

第四,这部专著努力体现了系统论的观点,并具有很强的理论性和政策导向性。人民币自由兑换的过程、货币替代面临的问题、货币市场调控和政策搭配本身就是一种系统论观点。由于经济现象的复杂性,特别是开放经济条件下的金融现象更加复杂,因此运用系统论的思想和方法来研究中国问题,就艰巨困难得多。

另外,在理论的分析中,有些重要模型在本丛书多处出现,在考虑各卷连续性的同时,为了保持每卷的相对独立性以便于阅读,有关内容我们仍保留下来。

在学术上对这部著作作出过贡献的还有:复旦大学国际金融系和多伦多大学博士研究生车海;香港城市大学博士研究生李洋洋;美国耶鲁大学博士研究生范文仲;复旦大学国际金融系博士刘红忠教授;东南大学金融系主任李心丹教授;复旦大学国

际金融系博士王军;江苏省外经贸委徐海康。复旦大学经济学院的部分教师分别参加了有关卷本提纲的讨论并提出了宝贵的意见,他们是:陈观烈教授、马之骝教授、甘当善教授、胡庆康教授、袁志钢教授,以及复旦大学国际金融系博士后张杰教授。对前期相关报告和分阶段成果提供宝贵建议的还有:龚浩成(上海财经大学教授,原中国人民银行上海分行行长)、袁恩桢(上海社科院经济研究所所长,博导)、蒋学模(复旦大学经济学院教授,博导)、张卓元(中国社科院经济研究所所长,博导,国务院学位委员会委员)、黄达(国务院学位委员会委员,原中国人民大学校长,博导)、苏东水(国务院学位委员会学科评议组成员,复旦大学应用经济学博士后流动站站长,教授,博导)、伍柏麟(复旦大学理论经济学博士后流动站站长,教授,博导)、洪远朋(复旦大学前经济学院院长,教授,博导)、唐国兴(复旦大学管理学院副院长,教授,博导)、周林(国务院参事,中国人民银行总行研究生部,教授,博导)、陈彪如(华东师范大学国际金融研究所所长,教授,博导)。对本书四卷提供宝贵意见的有:白钦先(国务院学位委员会学科评议组成员,辽宁大学教授,博导)、何泽荣(国务院学位委员会学科评议组成员,西南财经大学教授,博导)。

在长达5年的过程中,复旦大学科技处、社科处及博士后办公室在科研组织上花费了大量劳动,给予了有力的支持。在资料收集和行政后勤方面,李绪巍、邵洁、赵玉珍、秦月星和林曙等同志提供了不少帮助。浙江广厦集团为本书的写作和统稿提供了部分赞助。在湖州太湖山庄的统稿过程中,上海实业公司的徐志刚博士和湖州农行栾小华同志提供了大量便利和帮助,在此一并致谢。还要感谢复旦大学出版社领导和责任编辑徐惠平的支持,他们的支持使本书的统稿和出版得以顺利进行。

长期来,我妻子和女儿的大力支持,是我完成这部专著的基本保证,在此,我向她们表示衷心的感谢和歉意。

本书虽然经过我们长期的努力,但由于内容繁浩且涉及多学科及形势发展的前沿,有不少地方我们把握还不准,缺点错误在所难免,敬请读者批评指正。

姜波克

本书获下列基金资助：

国家自然科学基金

国家哲学社会科学基金

国家教委跨世纪优秀人才培养计划基金

国家教委“九五”博士点重点项目基金

复旦大学人文社会科学重点项目基金

责任编辑：徐惠平

封面设计：朱永庆

ISBN 7-309-02275-0



9 787309 022759 >

ISBN 7-309-02275-0/F · 523

定价：22.00元

目 录

第一章 绪论	1
第一节 文献概览.....	1
第二节 本书研究的主要问题及贡献	12
第三节 本书研究的有关概念、思路和方法.....	14
第四节 本书的内容安排	16
第五节 货币市场的概述	19
第二章 货币供应量和货币市场利率	36
第一节 货币供应量及其影响因素	37
第二节 货币市场的短期利率	94
第三节 本章小结.....	124
第三章 货币市场调控的传导机制	126
第一节 利率和汇率的传导机制.....	129
第二节 信贷渠道的传导机制.....	169
第三节 非货币性资产的传导机制.....	185
第四节 本章小结.....	196
附录 3.1 汇率的超调和放大效应比较	198
附录 3.2 突灭泡沫的预期寿命和贬值幅度	200
第四章 货币市场调控目标选择及政策工具的操作	202
第一节 货币市场政策工具的操作和 操作目标的选择.....	203

第二节	货币市场调控中介目标的选择及 冲销干预·····	232
第三节	中央银行宏观调控的最终目标·····	284
第四节	本章小结·····	295
附录 4.1	货币市场的模型分析·····	297
附录 4.2	中央银行在货币市场上的非冲销干预和 冲销干预理论模型的透视·····	299
第五章	货币市场调控功能和我国货币市场的发展·····	316
第一节	同业拆借市场·····	319
第二节	短期国债市场·····	332
第三节	票据市场·····	353
第四节	其他短期货币市场的发展·····	373
第五节	中央银行直接调控向间接调控的转变·····	391
第六节	本章小结·····	402
附录 5.1	美国公开市场委员会的运行机制·····	403
本书总结	·····	407
参考文献	·····	410