



持续贸易顺差背景下的 中国货币政策选择

胡冬梅 著

Probable Choices of China's Monetary Policies
in the Context of Lasting Trade Surplus



经济科学出版社
Economic Science Press



持续贸易顺差背景下的 中国货币政策选择

胡冬梅 著

Probable Choices of China's Monetary Policies
in the Context of Lasting Trade Surplus



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：周秀霞

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

持续贸易顺差背景下的中国货币政策选择/胡冬梅著.
—北京：经济科学出版社，2009. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8804 - 3

I. 持… II. 胡… III. 货币政策 - 研究 - 中国
IV. F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 206686 号

持续贸易顺差背景下的中国货币政策选择

胡冬梅 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

编辑部电话：88191350 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.5 印张 200000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8804 - 3 定价：14.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

自 1994 年起,我国对外贸易开始出现持续顺差。从 1994 年到 2004 年,我国的贸易顺差大致维持在几百亿美元的规模上,从 2005 年起,贸易顺差开始激增,2005 年达到 1020 亿美元,2007 年底达到 2621.9 亿美元,这 3 年的年平均增长速度达到 47%。2008 年在受到金融危机的冲击之下,依然实现了 2954.59 亿美元的贸易顺差,在 2007 年高基数的基础上又增长了 12.69%。从 2009 年上半年的数据容易看出,尽管全球经济增速放缓导致我国出口部门遭受打击,但出口恢复较快,贸易顺差的格局并未因金融危机的冲击而有实质性改变。

我国不但拥有巨额的贸易顺差,而且贸易总量也很大。我国的出口额从 1994 年的 1210.1 亿美元增加到 2008 年的 14285.46 亿美元,增加了超过 10 倍,年均增长高达 28%。进口额从 1994 年的 1156.1 亿美元增加到 2008 年的 11330.86 亿美元。与出口相比,进口增速不太平稳,波动较大,1998 年甚至出现了负增长,但总体而言,年均增长也达到 23%。从进出口贸易结构来看,我国贸易顺差主要来自于欧洲与美国,与此同时,对东亚地区则持有大量的逆差。

持续多年贸易顺差带来的直接后果是外汇储备的激增。从 1994 年汇改以来,我国的外汇储备开始增加,但在 2002 年以前,尽管每年都有增长,但增速缓慢。从 2003 年起,外汇储备增速提高。2007 年底外汇储备激增到 15282 亿美元,稳居世界第一。2008 年在国际金融危机的背景下,净外汇储备增加额仍为 4178 亿美元。

而到了2009年6月,我国外汇储备已经达到21316亿美元的创纪录水平。

可以明显看到,外汇储备的增长与贸易顺差的增长是同步的,外汇储备增长的主要来源是贸易顺差。

持续长期的贸易顺差和由此带来的外汇储备激增为本研究提供了一个特定的背景。事实上,持续贸易顺差给我国货币政策的独立性和有效性带来了负面影响,使货币政策独立性有所削弱,同时不能有效达到预定的最终目标。对外,人民币升值压力不断加大,国际游资不断融入;对内,流动性过剩严重,通货膨胀压力加剧。

从2005年7月以来,我国开始实施有管理的浮动汇率制,汇率日波动的幅度也逐渐加宽。在随后的3年多时间里,人民币相对美元小幅升值,截至2008年7月累计的升值幅度超过18%。但继美国次贷危机全面爆发后,人民币汇率波动弹性存在明显的减弱,尽管期间美元币值相对全球其他主要货币出现了剧烈的波动。同时,为了对冲国际金融危机的影响,我国的利率水平从2008年7月后也不断调降,由此带来市场流动性的相对充裕,导致资产泡沫的再度膨胀。有学者预言,我国在未来的一段时间里将面临较为严重的通货膨胀压力。

我们看到,由于全球化的进程不断加快和中国经济总量的不断扩张,中国需要重新审视我们的对外贸易导向策略以及利率、汇率等货币制度安排。其中,货币政策对于一国的经济来说,其重要性毋庸置疑,尤其对于中国这样一个大国,不当的货币政策可能带来灾难性的后果。我国的经济还处于转型时期,相应的经济体制还处于不断的变革之中,货币政策体制也需要进一步改革与完善,因此,研究货币政策的选择本身意义重大。而在当前的国内外经济环境下,货币政策的选择显得尤为重要,因为持续的贸易顺差给我国的货币政策一定程度上陷于两难的选择困境。

那么,在货币政策自身框架内,通过政策调整,能否实现既定的最终目标?从长期和短期来看,哪些政策组合是合意的?这正是

本研究所要探寻和尝试提出解决方向的问题。

回顾开放条件下的宏观经济学，传统的观点认为一国的收支水平应该要达到平衡，从 20 世纪 80 年代开始，跨期优化方法的引入使贸易收支分析发生了革命性的变化，即贸易平衡不一定是一个国家的最优选择，不一定是一个国家最优资源配置的结果。根据萨克斯的观点（Sachs, 1982）在一段时期内出现贸易逆差，在另一段时期内出现贸易顺差可能反而是一国进行最优资源配置的表现。现在大多数经济学家认为一个国家不会在每一时期都保持贸易平衡。例如，奥伯斯特菲尔德和若戈夫曾提出（Obstfeld and Rogoff, 1996），一个国家可能在一段时期出现贸易顺差，而在另一个时期出现贸易逆差，甚至长期出现贸易逆差或顺差。但是，无论是传统的国际收支平衡理论还是跨期优化理论，都不能为我国目前的持续的贸易顺差状况提供一个令人满意的解释。因此，研究持续的贸易顺差及其背景下的政策选择具有重要的理论意义。

经济学的主要任务是解释经济现象，而对于宏观经济学来说，更重要的是理论的政策含义。因此，任何宏观经济学都离不开宏观经济现象及经济政策。中国经济的高速发展、长期持续的贸易顺差状况是以前任何国家都没有出现过的现象。新的现象需要新的理论来解释，我们相信，在不久的将来，应该会出现新的宏观经济理论来解释我国的经济现象。

尽管本书的主要任务虽然是探讨我国的货币政策选择，但任何政策的提出都应该有其理论基础，都应该建立在对经济现象分析的基础上。因此，我们希望通过本书的分析能够为相关的理论研究添砖加瓦。

内 容 摘 要

1994 年以来,我国出现持续的贸易顺差,尤其是近几年来,贸易顺差以年均 47% 的速度增长。巨额贸易顺差导致我国累积了大量的外汇储备,以及由此带来的流动性过剩。在这一背景下,我国的货币政策遇到了前所未有的挑战,深入分析我国货币政策当前面临的各种困境,探讨我国货币政策的选择,具有重要意义。

本书的写作思路基本遵循了“提出问题—文献综述—理论分析—实证检验—政策建议”的学术规范。全书共分为七章。前三章提出问题、概括文献并分析我国货币政策的实施现状,为全书的展开做好理论和现实的准备。后四章为分析重点,基于对持续贸易顺差下的货币政策独立性和有效性受到较大约束的分析结论,探讨在现有货币政策框架下,透过汇率调整和利率调整解决问题的可能性。最后提出政策建议和配套措施。

全书各部分要点如下:

第一章绪论部分对本书的研究背景、研究意义、研究方法、研究思路等内容给予了介绍,并指出了本书的创新点与不足之处。

第二章是国内外文献综述。文献综述分为两个部分:一是贸易收支理论的文献综述,主要包括贸易收支失衡的成因、可持续性及其调整措施;二是我国货币政策研究的文献综述,回顾了主要学派有关货币政策及其有效性和独立性的主要理论和观点,并对国内有关货币政策独立性及其有效性的研究现状进行了文献综述。

第三章对我国货币政策的实施状况进行了分析。把握我国目前现行的货币政策,有助于分析当前面临的困境与政策选择。本章从

货币政策的最终目标、中介目标、操作目标和货币政策工具，以及汇率制度、资本账户政策等开放条件下的货币政策要素角度进行了论述。

第四章从理论和实证两个层面对持续贸易顺差背景下我国货币政策的独立性进行分析。“不可能三角”原理表明，在货币政策独立性、固定汇率、资本自由流动这三个目标之间，一个经济体最多只能实现其中两项。事实上，我国现行汇率制度仍接近固定汇率范畴，因此，资本是否自由流动成为货币政策独立性强弱的决定因素之一。尽管在制度层面上，我国还存在着较为严格的资本管制，但实际上资本的跨境流动规模相当大，足以影响我国的货币政策独立性。当前，我国货币政策独立性削弱的具体表现是被动的外汇冲销干预，近年来冲销操作幅度非常大。进一步分析，外汇冲销干预的根本原因是持续的贸易顺差。

第五章分析在持续贸易顺差背景下我国货币政策的有效性。从货币政策有效性的定义出发，根据我国货币政策的最终目标，我们从稳定汇率和抑制通胀这两个角度进行分析。就稳定汇率而言，我国的外汇冲销干预已不可持续，原因是干预措施本身的制约以及冲销干预的成本高昂。就抑制通胀来说，治理通货膨胀的各项措施也受到不同程度的制约。因此，给定当前国际收支失衡以及现行的货币体制（主要是汇率体制），央行政策工具受到较大的约束，难以实现既定的货币政策目标。

第四、五章的分析表明，当前货币政策面临的上述困境有两个根本原因：一是我国的国际收支失衡（主要是贸易收支失衡）；二是现行的货币体制缺乏应有的弹性（主要是汇率体制）。

第六章分别从汇率和利率调整两个角度来探讨在货币政策框架内调整国际收支失衡的可能性。首先，对于人民币汇率调整能否显著影响贸易收支，本章考察了出口结构、国际经验、计量分析三个视角。最后通过一个SVAR模型分析了汇率变动对贸易的动态影响，脉冲响应与方差分析都表明，我国贸易余额的波动主要受实际

冲击的影响，汇率变动对贸易余额的影响较小。其次，对于利率的调整能否显著影响我国的贸易收支，本章主要根据货币政策传导机制理论，通过利率平价以及格兰杰因果检验来分析。利率平价分析结果是，利差的变动不能显著影响双边汇率，也就不可能显著影响贸易收支。而格兰杰因果检验也显示，利率不能显著影响汇率，汇率也不能显著影响贸易收支。因此，仅通过汇率与利率的调整并不能显著改变我国目前的贸易顺差状况。

第七章是政策建议，提出了在持续贸易顺差背景下我国的货币政策在近期和远期的选择，并根据持续贸易顺差的其他成因提出配套政策。我们提出，在近期，应该实施加大汇率弹性的汇率政策、相机抉择的利率政策以及严格管制的资本账户政策，以期在一定程度上缓和当前我国货币政策面临的各种困境。其中，汇率政策最为关键，而资本账户管制政策是配套措施，其实施效果严重影响汇率政策、利率政策的实施效果。在远期，本章提出了浮动汇率制、利率市场化、资本账户自由化的政策选择。浮动汇率与资本账户自由化是解决货币政策独立性的根本方法，而利率市场化是有效货币政策的前提。除了货币政策以外，为应对持续贸易顺差状况，我们提出了三个配套措施：推进社会保障体制改革、加快推动要素市场改革以及加强环保等措施，促进经济的均衡与内涵式发展。

ABSTRACT

Global economic imbalance, the key characteristic of the current global macro economy, is featured by the substantive deficit of US current account and the huge amount of surplus of Asian emerging countries represented by China. Especially in recent years, the continuous Twin Surplus in China has brought it into sharp focus of global imbalance. In this context, however, China's monetary policies are facing unprecedented challenges. Therefore, it is of great importance to analyze the all aspects of difficulties that China's monetary policies are facing and to discuss the probable choices of monetary policies.

The book follows the writing model of problem raising, literature review, theoretical analysis, empirical testing and finally policy proposal. In the first half of the book, the problem is put forward, and relevant literatures are summarized, followed by a preparatory analysis of China's monetary policies. After that, we come to the key parts of the book, where the independency and efficiency of the monetary policy when facing the lasting trade surplus are fully discussed and finally we raised some of the probable ways to solve the problem. The book is composed of seven chapters with the key points of each chapter as following:

Chapter 1 gives an introduction on the research background, methodology and the approaches followed in this book.

Focusing on both foreign and domestic literature review, Chapter 2

is composed of two parts. Part one is about the theories of current account imbalance, including the cause of formation of current account imbalance, its sustainability and the adjustment method. Part two will focus on the research of monetary policies. Although there are an overwhelming number of books and papers involved this topic, in China, most of the research in this field is limited within empirical testing and is mainly concentrated in testing the efficiency of monetary policies.

In Chapter 3, the book gives an introduction and preparatory analysis on the current situation of China's monetary policies, which is helpful to the further analysis on the dilemma China's central bank is facing. Generally, the monetary policies include four key factors: the end-alls, the intermediate targets, objects and instruments, but in an open economy, exchange rate policy and policies on the capital account are of the same importance as the previous ones.

It is obvious that the disequilibrium of balance of payment has forced RMB to appreciate, while it still needs further examine to evaluate its impacts on both independency and efficiency of monetary policies. Therefore, the challenge from balance of current account disequilibrium that China's monetary policy confronts should be thoroughly analyzed in the following two chapters.

As for the independency, which is the main topic for Chapter 4, the book reaches to a conclusion that the monetary policy is more passive compared with before and its independency is largely injured.

As for the efficiency, the research should be conducted from two different angles. On one hand, because of the high costs and other reasons, the sterilization of the monetary impacts is not sustainable. On the other hand, the disequilibrium restricts the use of anti-inflation measures. To conclude, given the global economic imbalance and the current situation of China's monetary system (including the

exchange rate system), the instruments available for central bank are highly limited and the expected targets of monetary policies are hard to be achieved.

To summarize, the research tells that both independency and efficiency are weakened are mainly because of two reasons: the disequilibrium of balance of payment and the lack of elasticity of current monetary system (the exchange rate system mainly).

Chapter 6 focuses on the probability of adjusting the disequilibrium in the frame of monetary policies. Whether the adjustment of RMB and China's domestic interest rate can obviously improve the disequilibrium is fully discussed from the aspects of the exports structure, international experience and statistical analysis. In China, more than half of the total exports are improvement trade, which is insensitive to changes in exchange rates. At present, China is experiencing a high economic growth, continuous trade surplus and potential RMB appreciation, which is quite similar to Germany in 70's and Japan in 80's in the last century. However, the experience of Germany and Japan showed that appreciation do not necessarily lead to the improvement in trade imbalance. Finally, a SVAR model is proposed to analyze how exchange rate will dynamically influence the trade surplus. To draw a conclusion, it is difficult to improve the balance of payment by exchange rate adjustments alone.

In Chapter 7, the book raises both long term and short term choices of domestic monetary policies to solve the problems on above. Exchange rate policies, interest rate adjustment and restrict capital control are needed in the short term to ease the difficulties at present. In the long run, China should pursue a floating exchange rate system, a more market-oriented interest rate and an open capital account. Floating exchange rate and open capital accounts are very essential to improve the independency

of monetary policy, while a market-oriented interest rate is the condition for a more effective monetary policy. Besides, the book also proposes three supporting measures; to set up a more efficient social welfare system, to reform the resources market and to encourage the environmental protection.

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究的意义	4
第三节 研究方法	5
第四节 基本结构和主要内容	6
第五节 主要创新与不足之处	7
第二章 国内外文献综述	9
第一节 国外文献综述	9
第二节 国内文献综述	27
第三节 文献综述小结	38
第三章 我国货币政策实施现状分析	40
第一节 我国货币政策的最终目标	41
第二节 我国货币政策的中介目标	44
第三节 我国货币政策的操作目标	45
第四节 我国的货币政策工具	46
第五节 我国的汇率制度	52
第六节 我国的资本账户政策	55
第七节 本章小结	57
第四章 持续贸易顺差对我国货币政策独立性的影响	59
第一节 不同汇率体制下的货币政策独立性：理论视角 ...	59

第二节	目前我国货币政策的独立性：实证分析	66
第三节	我国货币政策独立性减弱的表现	72
第四节	本章小结	78
第五章	持续贸易顺差对我国货币政策有效性的影响	79
第一节	稳定汇率：外汇冲销干预的可持续性分析	80
第二节	抑制通胀：货币政策工具及其制约因素	93
第三节	本章小结	105
第六章	汇率、利率调整与贸易收支	106
第一节	传统的贸易收支调节理论	106
第二节	从出口结构视角看汇率调整与 贸易收支的关系	109
第三节	从国际经验视角看汇率调整与 贸易收支的关系	111
第四节	从计量分析视角看汇率调整与 贸易收支的关系	116
第五节	从货币政策传导机制看利率调整与 贸易收支的关系	126
第六节	本章小结	130
第七章	持续顺差与货币政策选择	132
第一节	汇率政策选择	133
第二节	利率政策选择	136
第三节	资本账户政策选择	139
第四节	持续顺差的其他影响因素与配套政策	142
第五节	本章小结	146
参考文献		148

第一章 绪 论

第一节 问题的提出

一、研究的背景

(一) 持续多年的贸易顺差

自 1994 年起,我国对外贸易开始出现持续顺差,如图 1-1 所示,从 1994 年到 2004 年,我国的贸易顺差大致维持在几百亿美元的规模上,从 2005 年起,贸易顺差开始激增,2005 年达到 1020 亿美元,2007 年底达到 2621.9 亿美元,年平均增长速度达到 47%。

我国不但拥有巨额的贸易顺差,而且贸易总量也很巨大。从出口来看,从 1994 年以来,我国的出口一直呈稳步递增态势,从 1994 年的 1210.1 亿美元增加到 2007 年的 12180.1 亿美元,增加了 10 倍,年均增长达 28.9%。进口的量同样十分巨大,从 1994 年的 1156.1 亿美元增加到 2007 年的 9558.2 亿美元,但与出口相比,进口增速不太平稳,波动较大,1998 年甚至出现了负增长,但总体而言,增速也较大,年平均增长率达 23.7%。

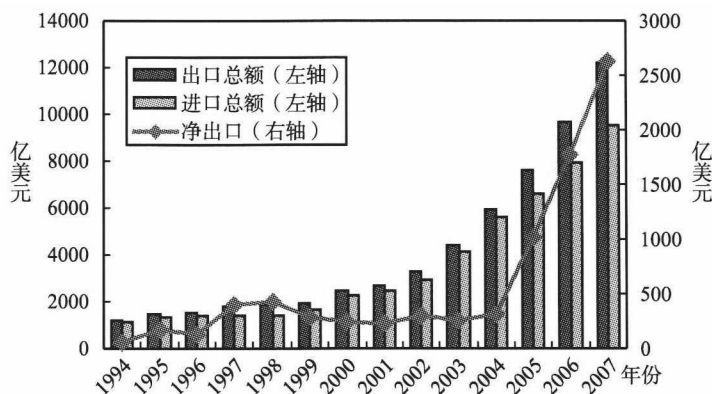


图 1-1 1994~2007 年我国进出口

数据来源：国家统计局、商务部。

从国别来看，我国的前三大贸易伙伴（按进出口总额）分别为：欧盟、美国、日本。以 2007 年为例，它们所占比重分别为 16.4%、13.9%、10.9%。我国的前三大出口市场则分别为：欧盟、美国、中国香港。以 2007 年为例，所占比重分别为 20.1%、19.1%、15.1%。我国的前三大进口来源地分别为：日本、欧盟、东盟。以 2007 年为例，所占比重分别为 14%、11.6%、11.3%。我国的前三大贸易顺差来源地分别为：欧盟、中国香港、美国，以 2007 年为例，贸易顺差分别为差 1342.3 亿美元、1716.2 亿美元、1633.3 亿美元。我国的前三大贸易逆差来源地分别为：中国台湾、韩国、日本，以 2007 年为例，贸易逆差分别为 775.6 亿美元、476.2 亿美元、318.8 亿美元。

由上述结构性分析可见，我国贸易顺差主要来自欧洲与美国，与此同时，对东亚地区则持有大量的逆差。

（二）近年来累积了高额的外汇储备

持续多年贸易顺差带来的直接后果是外汇储备的激增，如图