

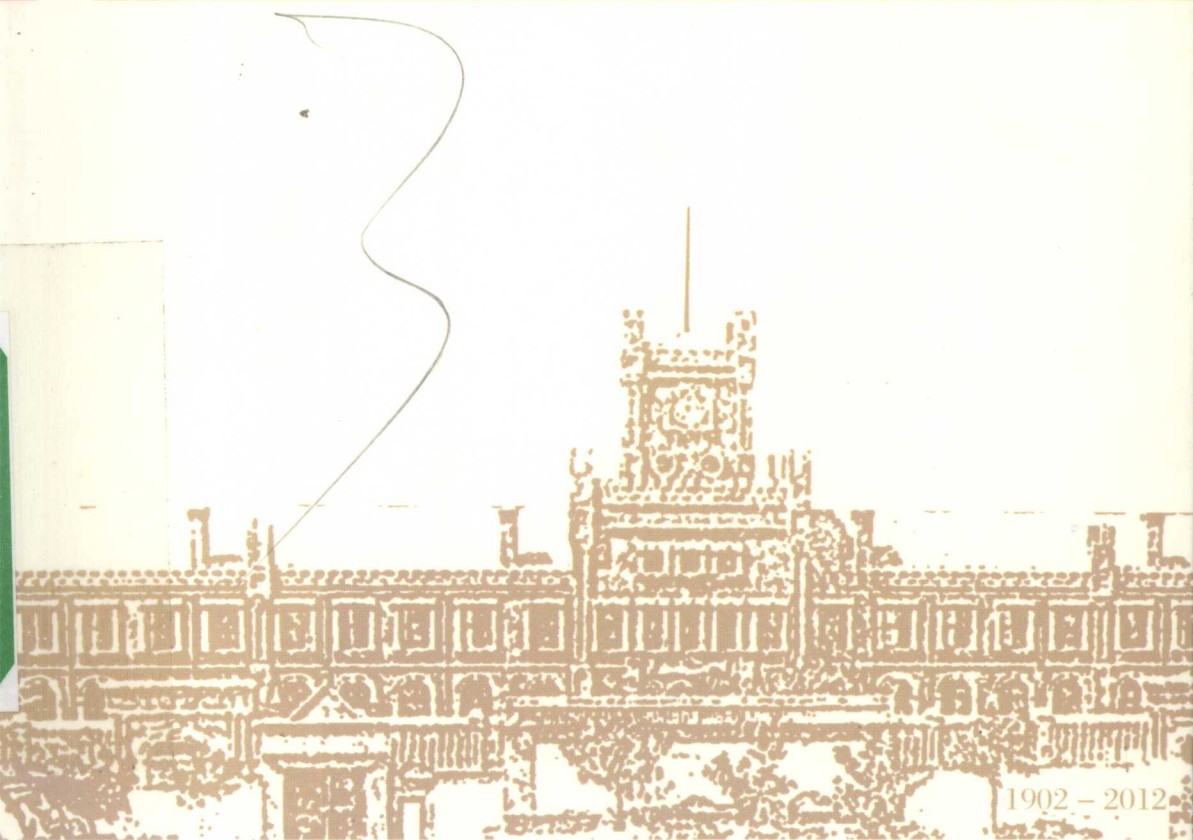


山西大学建校 110 周年学术文库

中国金融外部失衡问题研究

ZHONGGUO JINRONG WAIBU SHIHENG WENTI YANJIU

翟晓英 著



1902 - 2012



经济科学出版社
Economic Science Press

山西大学建校 110 周年学术文库

F832/77

2012

中国金融外部失衡问题研究

ZHONGGUO JINRONG WAIBU SHIHENG WENTI YANJIU

翟晓英 著

北方工业大学图书馆



C00282389



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融外部失衡问题研究/ 翟晓英著. —北京:
经济科学出版社, 2012. 6

(山西大学建校 110 周年学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1742 - 4

I. ①中… II. ①翟… III. ①金融结构 - 结构失
衡 - 研究 - 中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 057526 号

责任编辑: 张庆杰

责任校对: 隗立娜

责任印制: 王世伟

中国金融外部失衡问题研究

翟晓英 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

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

720 × 1000 16 开 18.5 印张 280000 字

2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1742 - 4 定价: 46.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

本书受教育部青年人文社科基金项目“跨期消费视角下
中国金融发展程度影响经常项目的动态路径研究”（项目编号：
12JYC790251）资助

总 序

2012年5月8日，山西大学将迎来110年校庆。为了隆重纪念母校110年华诞，系统展现近年来山西大学创造的优秀学术成果，我们决定出版这套“山西大学建校110周年学术文库”。

山西大学诞生于“三千年未有之变局”的晚清时代，在“西学东渐，革故鼎新”中应运而生，开创了近代山西乃至中国高等教育的先河。百年沧桑，历史巨变，山西大学始终与时代同呼吸，与祖国共命运，进行了可歌可泣的学术实践，创造了令人瞩目的办学业绩。百年校庆以来，学校顺应高等教育发展潮流，以科学的发展理念引领改革创新，实现了新的跨越和腾飞，逐步成长为一所学科门类齐全、科研实力雄厚的具有地方示范作用的研究型大学，谱写了兴学育人的崭新篇章，赢得社会各界的广泛赞誉。

大学因学术而兴，因文化而繁荣。山西大学素有“中西会通”的文化传统，始终流淌着“求真至善”的学术血脉。不论是草创之初的中西两斋，还是新时期的多学科并行交融，无不展现着山大人特有的文化风格和学术气派。今天，我们出版这套丛书，正是传承山大百年文脉，弘扬不朽学术精神的身体力行之举。

“山西大学建校110周年学术文库”的编撰由科技处、社科处组织，

将我校近 10 年来的优秀科研成果辑以成书，予以出版。我们相信，“山西大学建校 110 周年学术文库”对于继承与发扬山西大学学术精神，对于深化相关学科领域的研究，对于促进山西高校的学术繁荣，必将起到积极的推动作用。

谨以此丛书献给历经岁月沧桑，培育桃李芬芳的山大母校，祝愿母校在新的征程中继往开来，永续鸿猷。

A handwritten signature in black ink, reading '邓贵春' (Deng Fuchun). The characters are written in a cursive, flowing style.

二〇一一年十一月十日

序

从 20 世纪 90 年代以来，除个别年度外，中国对外经济往来的经常项目和资本项目持续保持双顺差，特别是 2000 年以后，双顺差规模出现迅猛增加状况。一方面，巨额的双顺差构成了人民币汇率的巨大升值压力，在欧美一些国家强烈呼声下，人民币升值预期不断加大，人民币已从 2005 年 7 月 21 日的 1 美元 = 8.11 元升值到 2011 年 12 月 30 日的 1 美元 = 6.3009 元，升值幅度达 30%。伴随着人民币的升值及升值预期的不断加大，国际游资大量涌入中国；另一方面，巨额的双顺差也带来了外汇储备的大幅增加，截至 2011 年 12 月中国外汇储备达到了 31 811.48 亿美元，稳居世界首位。在世界经济风云变幻中，巨额外汇储备不仅给中国带来国家财富管理风险的难题，也导致人民币外汇占款增加，中国人民银行不得不进行对冲操作，使得货币政策的独立性和有效性不断削弱。市场流动性的过剩，物价上涨的压力，使中国工业品出厂价格指数、居民消费价格指数等节节攀升，通货膨胀问题再一次成为政界和学界热议的焦点之一。不少学者认为本次通货膨胀的特点具有输入性通货膨胀特征。继一连串的反通胀政策和人民币持续升值后，在世界经济衰退影响下，虽然中国的贸易顺差、经常项目顺差和外汇占款局面都有所缓解，但是实际上通胀压力和经济下行压力并存问题仍然存在。

面对国际贸易摩擦和人民币升值预期下大量热钱流动，面对巨额外

汇储备带来的实际财富损失和严峻的外汇储备管理问题，面对通胀压力和货币政策独立性问题，我们该如何分析这种失衡呢？翟晓英同志的《中国金融外部失衡问题研究》一书，对此作了较为全面的分析研究，并大胆地回答了这些难题。

翟晓英同志将中国经济中的这一现象概括为中国金融的“外部失衡”，也就是对外金融关系的失调。她以金融协调理论为基础，以输入性通货膨胀为切口，围绕中国对外金融关系，通过理论和实证分析的方法，从内外两方面深入研究了金融外部失衡的深层原因。

外部方面，本书认为美元主导的国际货币体系是造成中国金融外部失衡的主要原因。作者认为在现行国际货币体系下，美国处于国际分工的顶端，通过大量对外直接投资的方式成功实现了产业转移，将落后的产业转移到中国等新兴市场国家之中，以强大的金融优势，为全球提供金融保险等服务业产品；而中国等新兴市场国家在接受了美国大量的直接投资后，成为“世界工厂”，向全球提供低附加值、高污染、高耗能的加工制造业产品，形成大量贸易顺差和资本金融项目顺差。巨额双顺差积累的以美元为主的外汇储备，受到美国金融市场的吸引，又以购买美国国债等有价值证券方式流向美国，维持着美国的低储蓄、高消费，维持着美国的贸易赤字、经常账户赤字和财政赤字。继而美国再将从中国等新兴市场国家吸引来的资金以直接投资方式转移到中国等获取高收益。中美在美元主导的国际货币体系下事实上形成了一种不合理的经济循环。要从根本扭转金融外部失衡问题，必须积极推进以美元为主导的国际货币体系的改革。

内部方面，本书认为中国的高储蓄、高投资、低消费在一定的外部环境下共同催生着中国金融外部失衡。高企的储蓄、大量外商直接投资促成了中国的高投资，高投资在出口导向型政策、不合理的经济结构、粗放型的经济方式、要素价格扭曲、金融发展不足等因素的影响下，致使企业生产出大量的高污染、高耗能、低附加值的加工制造业产品。与此同时，由于中国社会保障制度不健全、分配制度不合理，由于高储蓄不能有效地转化为消费，致使居民消费不足，远远落后于发达国家和其他新兴市场国家。这样，企业在出口导向型政策的引导下，只能以出口

的方式将大量的产品销往国外，形成大量的贸易顺差。贸易顺差和由外国直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）引起的资本金融项目顺差持续构成了中国巨额的双顺差，一是对人民币汇率构成巨大压力，使国际游资流入不断加大，加剧着国际收支双顺差；二是直接表现为外汇储备的增加，高储蓄、高投资、低消费相互作用，共同导致中国金融的外部失衡。

本书还认为，中国的金融发展程度不足在一定程度上加剧着中国的高储蓄、低消费、高投资，中国的金融发展程度不足在一定程度上决定着中国“世界工厂”的角色，进而造成中国大量的贸易顺差和资本—金融项目顺差。作者选用了若干代表性指标，对金融发展和中国金融外部失衡的关系进行了实证分析。实证分析的结果表明，金融发展程度不足是造成中国经常账户顺差的主要因素。实证分析和理论分析结果一致。针对金融对外失衡，作者在本书提出了加快人民币国际化，改变高储蓄、高投资、低消费的局面，优化金融结构以提升金融效率等积极的政策性建议。

本书突出的特点是创造性地将金融协调理论用于对外金融关系分析，以金融协调论的方法论为指导，以传统的外部均衡理论为基础，以输入性通货膨胀的角度为切入口，从内外两方面分析了中国金融外部失衡问题，这为外部均衡理论的发展提供了新思路，也为经济结构、金融发展程度与中国相似的国家解决外部失衡问题提供了新思路。本书通过深入的理论和实证分析，指出中国金融外部失衡的深层原因之一是美元主导的国际货币体系；深层原因之二是中国高储蓄、高投资、低消费问题；深层原因之三是中国金融发展程度不足。这些分析非常深刻，具有很强的说服力。到目前为止，几乎没有文献站在中国对外金融关系的角度对中国金融外部失衡问题进行系统分析，也没有文献明确指出美元主导的国际货币体系是导致中国金融外部失衡问题的深层原因，也没有文献对美元主导的国际货币体系与中国金融外部失衡的内在机理进行分析。储蓄、投资、消费虽然经常被学者们提到，但是高储蓄、高投资、低消费造成中国金融外部失衡的内在机理分析却鲜见。金融发展程度视角研究中国金融外部失衡也是一个较新的视角。本书参阅文献广泛新

颖、所用资料翔实可靠、论证分析周密详尽，对中国对外经济金融问题的研究很有价值，也为决策者提供了科学的思路和方法。

当然，由于本书的研究对象涉及面比较宽，难免存在一些不足。希望翟晓英同志能在这一研究领域继续前进。相信凭着她扎实的理论功底、严谨的治学态度、敏锐的头脑，不久将会有新的研究成果问世。

孔祥毅

2012年3月20日于太原老军营荆舍

目 录

1 绪论 / 1

1.1 选题背景和意义 / 1

1.1.1 选题背景 / 1

1.1.2 选题意义 / 3

1.2 外部失衡相关理论的文献述评 / 4

1.2.1 内部均衡 / 4

1.2.2 外部均衡 / 5

1.2.3 经常项目的失衡 / 6

1.3 金融协调理论的文献述评 / 15

1.4 研究思路、研究方法与创新点 / 18

1.4.1 研究思路 / 18

1.4.2 研究方法 / 21

1.4.3 创新点及存在的不足 / 22

2 中国金融外部失衡与输入性通货膨胀 / 24

2.1 中国金融外部失衡现状 / 24

2.1.1 中国经常项目现状 / 24

2.1.2 中国资本与金融项目现状 / 29

2.1.3 中国外汇储备现状 / 32

2.2 输入性通货膨胀及传递渠道 / 34

2.3 中国的贸易顺差和输入性通货膨胀 / 38

2.3.1 出口与输入性通货膨胀 / 38

2.3.2 进口与输入性通货膨胀 / 39

2.3.3 中国的贸易顺差与输入性通货膨胀 / 44

2.4 中国的资本金融项目顺差与输入性通货膨胀 / 44

2.4.1 外商直接投资与输入性通货膨胀 / 44

2.4.2 国际游资与输入性通货膨胀 / 46

- 2.5 中国的外汇储备与输入性通货膨胀 / 47
 - 2.5.1 基于货币数量论的分析 / 48
 - 2.5.2 基于通货膨胀国际货币论的分析 / 48
 - 2.5.3 基于中国人民银行资产负债表的分析 / 50
- 2.6 实证分析：外汇储备对输入性通货膨胀的影响 / 56
 - 2.6.1 模型的选定、变量的选取、数据来源 / 56
 - 2.6.2 计量分析 / 58
 - 2.6.3 分析结论 / 66
- 2.7 中国金融外部失衡和输入性通货膨胀 / 66
- 2.8 本章小结 / 70
- 3 中国金融外部失衡的深层原因之一：美元主导的国际货币体系 / 72
 - 3.1 国际货币体系相关文献述评 / 72
 - 3.2 美元主导的国际货币体系 / 74
 - 3.2.1 美元成为核心货币前的国际货币体系 / 74
 - 3.2.2 布雷顿森林体系下的国际货币体系 / 75
 - 3.2.3 美元主导的国际货币体系 / 78
 - 3.2.4 美元主导的国际货币体系与输入性通胀 / 81
 - 3.3 美元主导的国际货币体系和美国赤字 / 83
 - 3.3.1 美国的贸易逆差、经常项目逆差、财政赤字 / 83
 - 3.3.2 美元主导的国际货币体系与美国赤字 / 86
 - 3.3.3 实证分析：美元主导的国际货币体系与美国经常项目赤字 / 87
 - 3.4 美元主导的国际货币体系与中国金融外部失衡 / 91
 - 3.4.1 美元主导的国际货币体系和中国的国际分工地位 / 91
 - 3.4.2 美元主导的国际货币体系和中国金融外部失衡 / 95
 - 3.5 本章小结 / 101
- 4 中国金融外部失衡的深层原因之二：高储蓄、高投资、低消费 / 102
 - 4.1 基于国民收入恒等式分析下的储蓄、投资与外部失衡 / 102
 - 4.2 中国的高储蓄、高投资、低消费 / 103
 - 4.2.1 中国的高储蓄 / 103

4.2.2	中国的高投资 / 108
4.2.3	中国的低消费 / 119
4.3	高储蓄、高投资、低消费与中国金融外部失衡 / 136
4.3.1	中国储蓄—投资差额与经常项目顺差 / 136
4.3.2	中国的高储蓄、高投资、低消费与中国金融外部失衡 的内在关系 / 144
4.4	实证分析：高储蓄、高投资与中国金融外部失衡 / 145
4.4.1	数据、变量与计量方法 / 145
4.4.2	计量分析 / 146
4.4.3	结论 / 150
4.5	实证分析：消费与中国金融外部失衡 / 151
4.5.1	居民消费能力影响经常项目顺差的理论分析 / 151
4.5.2	数据、变量与计量方法 / 153
4.5.3	计量分析 / 158
4.5.4	分析结论 / 161
4.6	本章小结 / 161
5	中国金融外部失衡的深层原因之三：金融发展程度不足 / 163
5.1	中美金融发展状况考察 / 163
5.1.1	中国金融状况考察 / 165
5.1.2	美国金融状况考察 / 180
5.1.3	中美金融发展程度比较 / 191
5.2	金融发展程度与中国金融外部失衡 / 196
5.2.1	金融发展程度与中国的贸易顺差 / 196
5.2.2	金融发展程度与中国的资本—金融项目顺差 / 200
5.3	实证分析：金融发展程度与中国金融外部失衡 / 206
5.3.1	指标、数据与模型设定 / 206
5.3.2	计量分析及结论 / 208
5.4	本章小结 / 212
6	中国金融外部失衡问题的解决路径 / 214
6.1	路径之一：加快实施人民币国际化 / 214

6.1.1	改革国际货币体系 / 214
6.1.2	加快人民币国际化步伐 / 222
6.2	路径之二：改变高储蓄、高投资、低消费的局面 / 242
6.2.1	调整收入分配格局 / 242
6.2.2	完善社会保障体系 / 244
6.2.3	转变经济发展方式 / 247
6.2.4	推进利率市场化等金融改革 / 248
6.3	路径之三：优化金融结构，提升金融效率 / 249
6.3.1	金融结构与金融效率 / 249
6.3.2	优化金融结构，提升金融效率 / 252
7	结 论 / 255
	参考文献 / 260
	后 记 / 279

图表索引

- 图 1-1 美元主导的国际货币体系与中国金融外部失衡 / 19
- 图 1-2 高储蓄、高投资、低消费与中国金融外部失衡 / 20
- 图 1-3 金融发展程度不足与中国金融外部失衡 / 21
- 图 2-1 1982~2010 年中国的经常项目状况 / 26
- 图 2-2 1982~2010 年中国经常项目、货物、服务差额 / 28
- 图 2-3 1995~2010 年中国资本—金融项目、证券投资、直接投资情况 / 32
- 图 2-4 1978~2010 年中国外汇储备余额变动情况 / 34
- 图 2-5 A 国需求供给曲线 / 38
- 图 2-6 B 国需求供给曲线 / 38
- 图 2-7 进口渠道的传导 / 39
- 图 2-8 1994~2010 年中国原油进口量 / 42
- 图 2-9 初级产品价格传导链 / 43
- 图 2-10 外商直接投资与通货膨胀的传导机理 / 46
- 图 2-11 外汇储备影响价格水平 / 55
- 图 2-12 中国金融外部失衡与输入性通货膨胀的关系 / 55
- 图 2-13 模型 (2.11) AR 特征多项式根 / 62
- 图 2-14 模型 (2.12) AR 特征多项式根 / 62
- 图 2-15 模型 (2.13) AR 特征多项式根 / 62
- 图 2-16 外汇储备冲击引起 CPI 的响应函数 / 65
- 图 2-17 外汇储备冲击引起 PPI 的响应函数 / 65
- 图 2-18 外汇储备冲击引起 RPI 的响应函数 / 65
- 图 3-1 美元主导的国际货币体系与输入性通货膨胀 / 82
- 图 3-2 美国贸易逆差/GDP / 84
- 图 3-3 中国制造业产品出口情况 / 97
- 图 3-4 美元主导的国际货币体系与中国金融外部失衡 / 98
- 图 3-5 中美博弈支付矩阵 / 98

- 图 4-1 1992~2008 年中国国民储蓄率的基本构成情况 / 105
- 图 4-2 1991~2007 年 FDI 在中国三次产业的分布情况 / 115
- 图 4-3 1978~2006 年中国实际投资效率系数 / 119
- 图 4-4 2008 年中国与其他国家人均消费额比较 / 121
- 图 4-5 1978~2010 年中国消费率与投资率情况 / 126
- 图 4-6 中国居民可支配收入主要来源占可支配收入的比重 / 132
- 图 4-7 1982~2009 年中国储蓄率、投资率的差额与 ca (CA/GDP) 比较 / 138
- 图 4-8 1982~2010 年美国经常项目账户差额情况 / 139
- 图 4-9 中美 $s-i$ 、 ca 的比较 / 142
- 图 4-10 1982~2010 年美国国际收支两大核心账户数据 / 144
- 图 4-11 高储蓄、高投资、低消费与中国金融外部失衡 / 145
- 图 4-12 储蓄和投资的时变系数 / 150
- 图 4-13 脉冲响应 / 160
- 图 5-1 1990~2010 年中国的 M_2/GDP / 169
- 图 5-2 1982~2008 年中国 M_2/GDP 和 FIR 的比较 / 171
- 图 5-3 1985~2007 年美国的金融资产总额和 GDP 的比较 / 180
- 图 5-4 1985~2007 年美国的 M_2/GDP 、 FIR 比较 / 182
- 图 5-5 1985~2007 年美国各金融资产占金融资产总额的比重 / 183
- 图 5-6 中国对美国证券投资情况 / 201
- 图 5-7 中国对美国证券投资结构 / 201
- 图 5-8 ca 的方差分解 / 211
- 图 6-1 美元国际化的实现路径 / 225
- 图 6-2 欧洲国际化实现路径 / 230
- 图 6-3 1960~2007 年美国对外直接投资情况 / 239
- 图 6-4 国家和居民的博弈树 / 245
- 图 6-5 支付矩阵 / 245
- 图 6-6 子博弈的完美纳什均衡 / 246

图表索引

- 表 2-1 1982~2010 年中国经常项目及子项目状况 / 25
- 表 2-2 1982~2010 年中国国际收支平衡表主要项目差额 / 29
- 表 2-3 1995~2010 年中国资本与金融项目明细 / 31
- 表 2-4 1978~2011 年中国外汇储备余额 / 33
- 表 2-5 1997~2007 年中国、欧盟、日本大豆进口量比较 / 40
- 表 2-6 1994~2010 年中国原油进口量 / 41
- 表 2-7 1997~2010 年中国铁矿石进口量 / 43
- 表 2-8 中国人民银行资产负债表 / 51
- 表 2-9 基础货币主要供给来源的构成 / 53
- 表 2-10 1994~2010 年中国外汇占款和基础货币投放量情况 / 54
- 表 2-11 单位根检验 / 58
- 表 2-12 模型 (2.11) Johansen 协整检验 / 63
- 表 2-13 模型 (2.12) Johansen 协整检验 / 64
- 表 2-14 模型 (2.13) Johansen 协整检验 / 64
- 表 3-1 发展中国家发行债券的货币构成 / 78
- 表 3-2 1973~2007 年全球主要储备货币的构成情况 / 79
- 表 3-3 全球储备货币分布情况 / 80
- 表 3-4 1978~2010 年美国贸易逆差/GDP / 83
- 表 3-5 1982~2010 年美国的经常项目状况 / 85
- 表 3-6 美国财政赤字/GDP 的情况 / 85
- 表 3-7 模型回归结果 / 88
- 表 3-8 美国三次产业占 GDP 的比重 / 92
- 表 3-9 主要国家制造业出口占世界制造业出口的比重 / 93
- 表 3-10 1996~2005 年美国、欧元区、石油出口国的国际收支状况 / 94
- 表 3-11 2000~2009 年中国不同贸易方式的净出口 / 95
- 表 3-12 中国外商直接投资流入情况 / 96
- 表 3-13 中国制造业产品出口情况 / 97
- 表 4-1 1992~2008 年中国国民储蓄率的基本构成情况 / 104