

南大商学评论

Nanjing Business Review

现代货币战争：美国对日本

罗纳德·I·麦金农 刘 昭

我国工业制成品出口商品结构与经济增长关系的经验分析

殷功利 陈 明 余来文

农地非农化过程中土地收益分配分析

——基于江苏省的动态面板模型考查

吴晓忠 张志超

基于修正Agarwal模型的我国外汇储备适度规模测算研究

周 缘 陆 璐 孙武军

股票价格波动与资本结构动态变化

况学文 聂亚娟 彭迪云

中国OFDI在发展中国家区位选择：

基于18个国家的数据分析

申俊喜 姜逸倩

临时团队中快速信任对团队情绪智力与绩效关系的中介作用研究

梅占军 马钦海 沈忻昕

26

第11卷 第2期

经济转型与发展研究系列

南大商学评论

Nanjing Business Review

26



南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

南大商学评论. 第26辑 / 刘志彪主编. — 南京 :
南京大学出版社, 2014.8

ISBN 978-7-305-13839-3

I. ①南… II. ①刘… III. ①中国经济—文集 IV.
①F12-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 188971 号

出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
出 版 人 金鑫荣

书 名 南大商学评论(第 26 辑)
主 编 刘志彪
执行主编 郑江淮 贾良定
责任编辑 方巧真 王抗战 编辑热线 025-83596997

照 排 南京南琳图文制作有限公司
印 刷 常州市武进第三印刷有限公司
开 本 787×1092 1/16 印张 11.25 字数 230 千
版 次 2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-305-13839-3
定 价 32.00 元

网址: <http://www.njupco.com>
官方微博: <http://weibo.com/njupco>
官方微信号: njupress
销售咨询热线: (025) 83594756

* 版权所有,侵权必究

* 凡购买南大版图书,如有印装质量问题,请与所购
图书销售部门联系调换

本刊主办单位

南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心
教育部人文社会科学百所重点研究基地

南京大学经济转型和发展研究中心
教育部哲学社会科学创新基地

南京大学商学院

《南大商学评论》编辑委员会

主 任 范从来

主 编 刘志彪

编 委 (以姓氏笔画为序)

于津平 马野青 王全胜 王跃堂

安同良 刘志彪 刘 洪 刘春林

张正堂 陈传明 沈坤荣 杨 忠

杨雄胜 范从来 郑江淮 洪银兴

赵曙明 徐志坚 贾良定 葛 扬

韩顺平 裴 平

执行主编 郑江淮 贾良定

执行编委 (以姓氏笔画为序)

王 宇 王 兵 皮建才 曲兆鹏

刘德溯 李 剑 张 骁 张 晔

何 健 杨 雪 郑东雅 俞 欣

姜 嫵 徐小林 黄韞慧 韩 剑

蒋春燕 蒋 彧

主编的话

《南大商学评论》是由南京大学商学院主办的经济学、管理学类非连续的学术刊物。创刊以来,以其规范、严密、扎实的研究风格受到国内外学者的高度评价,2012年被中国社科院研究评价中心评入CSSCI来源刊物。在此我向关心、支持本刊物的同仁们表示衷心的感谢!

新一轮的全球化期待中国学术研究像中国经济一样,进入世界学术研究关注的焦点和前沿。为了鼓励源自中国的原创性研究,《南大商学评论》的办刊方向进一步明确为立足于中国经济转型和发展实践,提倡从中国经济管理的实践中发现问题、提炼问题、分析问题和解决问题。

本刊将延续以前的传统,开放式办刊,广泛接受来自国内外学者的自由投稿,采用双向匿名审稿制度,主要发表原创性的规范和实证研究的学术论文,以及案例、综述和评论性的文章。研究领域不限,欢迎从宏观经济学、财政金融、产业组织、国际贸易、比较经济学、企业管理、市场营销、人力资源、电子商务、会计等相关具体领域进行专门化研究的成果。

欢迎赐稿,谢谢!





南大商学评论

Nanjing Business Review

主编:

刘志彪

执行主编:

郑江淮

贾良定

执行编委:

经济学部分:

韩剑

蒋彧

李剑

刘德溯

皮建才

曲兆鹏

王宇

张晔

郑东雅

管理学部分:

何健

黄韞慧

蒋春燕

姜嫵

王兵

徐小林

杨雪

俞欣

张骁

编辑部秘书:

李赛男

nbr@nju.edu.cn

025-83621358

南京市汉口路 22 号

南京大学商学院

210093

约稿函

《南大商学评论》是由南京大学商学院主办的经济学、管理学类学术书刊,为 CSSCI 收录辑刊。本刊采用国际通行的匿名审稿制度,发表原创性和高质量的理论、实证、案例、综述、评论性的中文经济学和管理学论文。本刊每年刊行 4 期,每期 20 万字左右。

本刊以中文文章为主。海外学者可用英文来稿,由本刊负责翻译成中文,由作者审查定稿。文章在本刊发表后,作者可以继续在中国以外以英文发表。每篇文章原则上不超过 15 000 字。

我们诚挚邀请海内外经济学、管理学同仁不吝赐稿(nbr@nju.edu.cn)! 稿件发表时本刊将支付一定的稿酬,并向每位作者赠刊 2 本。

衷心感谢您的支持!

主 编:刘志彪

执行主编:郑江淮 贾良定

二〇一二年三月

为适应我国信息化建设,扩大本刊及作者知识信息交流渠道,本刊已被《中国学术期刊网络出版总库》及 CNKI 系列数据库收录,其作者文章著作权使用费与本刊稿酬一次性给付。免费提供作者文章引用统计分析资料。如作者不同意文章被收录,请在来稿时向本刊声明,本刊将做适当处理。

《南大商学评论》征订单

(请用正楷字体填写)

订阅单位 (或个人)					
详细地址					
邮政编码		联系电话		传真	
联系人			电子信箱		
订阅份数		辑数起止	第	辑至第	辑
收款人	南京大学商学院《南大商学评论》编辑部				
汇款方式	邮局 _____ 银行 _____		汇款金额	_____ 元	
开户行	江苏省工商银行南京市分行汉口路分理处		银行账号	4301011309001041656	

请将汇款凭证和此订阅单(复印也可)及时传真或邮寄至《南大商学评论》编辑部,以免延误寄刊。联系如下:

地 址:中国南京市汉口路 22 号南京大学商学院《南大商学评论》编辑部

邮政编码:210093

电 话: +86 25 83621358

传 真: +86 25 83686203

电子信箱: nbr@nju.edu.cn

联 系 人: 李赛男

注:此征订单加汇款凭证可作为征订单位报销凭证。

目录

1 现代货币战争:美国对日本

罗纳德·I·麦金农 刘昭(音)

22 我国工业制成品出口商品结构与经济增长关系的经验分析

殷功利 陈 明 余来文

35 农地非农化过程中土地收益分配分析

——基于江苏省的动态面板模型考查 吴晓忠 张志超

56 基于修正 Agarwal 模型的我国外汇储备适度规模测算研究

周 缘 陆 璐 孙武军

76 股票价格波动与资本结构动态变化

况学文 聂亚娟 彭迪云

-
- 93** 中国 OFDI 在发展中国家区位选择:基于 18 个国家的数据分析

申俊喜 姜逸倩

- 106** 临时团队中快速信任对团队情绪
智力与绩效关系的中介作用研究

梅占军 马钦海 沈忻昕

- 125** 基于投资者风险规避度量的道路 BOT 项目特许
权期决策分析

彭以忱 周 晶 吴孝灵

- 136** 公开信息与 IPO 折价
——基于中国中小板上市企业的实证研究

杨洋 张喆 曹文敏 徐小林

- 154** 工作与非工作边界管理研究的演变与发展趋势

杨苏生 刘 洪 马 璐

CONTENTS

- 1** Modern Currency Wars: The United States Versus Japan

Ronald McKinnon and Zhao Liu

- 22** An Empirical Analysis on the Relationship between Export Commodity Structure of Industrial Manufactured Products and Economic Growth in China

Gongli Yin Ming Chen Laiwen Yu

- 35** Analysis of Non-agricultural Land Benefit Distribution;

—Basing on Dynamic Panel Model of Jiangsu Province

Xiaozhong Wu Zhichao Zhang

- 56** Estimation of China's Optimal Scale of Foreign Exchange Reserves Based on Modified Agarwal Model

Yuan Zhou Lu Lu Wujun Sun

- 76** Stock Price Volatility and Dynamic Change of Capital Structure

Xuwen Kuang Yajuan Nie Diyun Peng

-
- 93** The Location Choice of Chinese OFDI in Developing Countries: by Analysing Panel Data of 18 Countries
Junxi Shen Yiqian Jiang
-
- 106** The Effect of Group Emotional Intelligence on Group Swift Trust and Group Results in temporary group
Zhanjun Mei Qinghai Ma Xinxin Shen
-
- 125** Analysis on Concession Period of Traffic BOT Project on the Basis of Risk-Aversion Investor
Yichen PENG Jing ZHOU Xiaoling WU
-
- 136** Public Information and IPO Underpricing
—An Empirical Study Based on China SME Board
Yang Yang Zhe Zhang Wenmin Cao Xiaolin Xu
-
- 154** Evolution and Developing Trend of Work and Non-work Boundary Management Research
Susheng Yang Hong Liu Lu Ma
-

一 金本位与大萧条

20 世纪 20 年代和 30 年代,发生于此时间段的货币战争虽然极具破坏性但却是易于识别的。明显的标志是,一国货币相对黄金的巨大贬值,但其贸易伙伴货币与黄金的兑换关系保持不变。

第一次世界大战后,1925 年英国财政大臣温斯顿·丘吉尔试图将金价恢复到 1914 年前每盎司 4.86 英镑的国际标准,并导致其他国家的效仿。但在 1926 年年底,由于法国的通货膨胀和货币贬值已经远高于战前水平,最终通过大幅提高利率稳定货币,这就是著名的“庞加莱稳定”。这种法郎对英镑汇率的低估,以及法国的高利率,使黄金从英国开始流向法国。尽管 20 世纪 20 年代英国存在经济萧条和高失业率,但英国依然保持了高利率以保护其黄金储备。

黄金外流引起了德国银行业的恐慌,导致了 1931 年德国货币的“不小心”贬值。货币贬值的进一步加深迫使英国在 1931 年 9 月放弃了金本位,随后日本在 1931 年 12 月也放弃了金本位制。美国没有改变其战前的金平价每盎司 20 美元的标准,因此作为一个安全的避风港,美国积累了世界大部分的黄金储备。尽管美国存在贸易逆差,但 1933 年经过考虑之后,罗斯福总统仍然通过美元贬值使一盎司黄金的官方价格从 20 美元增长到 35 美元。经过这一系列的“以邻为壑”贬值之后,并在 1936 年迫使以法国货币为基准的一些较小的欧洲国家的货币贬值。

在每一种情形下,货币战争对国家的黄金储备(热钱流)产生威胁之前,货币的贬值已经引起政府削减支出(紧缩)和提高利率,例如大萧条发生之前美国在 1931 年就已经提高了利率。所以,世界主要国家的集体紧缩政策加深了全球性的经济萧条,这就是国际金本位崩溃的主要特征。

二 二战后美元本位制

第二次世界大战结束后,金本位制被废除,促进了美元的快速发展,但这更像是偶发事件而非精心的设计。1945 年,美国以外的主要工业发达国家被战争破坏严重,已经开始或正经历通货膨胀,并控制外汇交易。由于此时只有美国具有开放和稳定的金融体系,外国银行和公司很自然地开始使用美元作为国际收支和国际贸易结算的主要货币。在 1945 年布雷顿森林协定迫使许多国家正式宣布美元作为官方外汇平价之前,外国政府就开始持有美元作为外汇储备。这种盯住美元的汇率政策,让许多国家没有自己的直接汇率政策。

令人惊讶的是,这种以美元为基础的汇率体系,从1945年一直持续到现在^①。2013年,当中国与巴西进行贸易时,两国进出口贸易的发票和银行间的清算都以美元作为中介。美元现在是确定一种货币国际价值的标准参考货币,但美元标准正受到来自主要工业化国家降低利率的威胁。

在经济萧条时期,现代版的“货币战争”以一个国家对美元汇率贬值的形式出现——直接通过官方外汇干预或者更一般形式间接地通过国内货币政策干预。当今最发达的美国,其汇率也已经开始变成浮动汇率,货币政策是中央银行购买长期国债或抵押贷款支持证券,包括接近于零的短期利率和量化宽松政策(QE),通过这两种方法诱导资金流出美国,但如果这两种方法使用不慎,在外汇市场会使美元出现下行压力。

三 美联储:现代“货币战争”的开启者

自2000年以来,美国联邦储备委员会(FED)已经两次大幅降低短期银行同业拆息,如图1所示。2001年的高科技泡沫崩溃后,2002年底,美联储下调

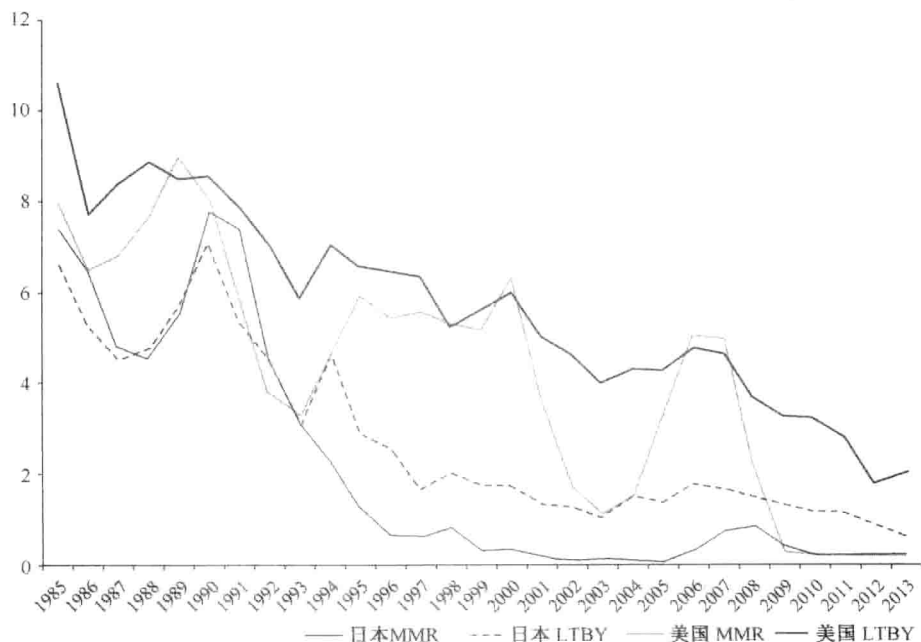


图1 美国、日本的货币市场利率(MMR)和长期债券收益率(LTBY)(%)

资料来源:利用 EIU 数据库,由作者计算得到

① 以美元为中心的货币发展史在 McKinnon(2013)专门做了分析。

隔夜联邦基金利率到1%，并接近两年保持在该水平，从而产生了房地产、大宗商品和股市的泡沫(Taylor, 2009)。这些泡沫的破裂产生的相关事件，导致了美国2008年次贷危机的发生。为了应对随之而来的经济衰退，到2008年12月，美联储将银行同业拆借利率降到几乎为零，而且现在仍然保持这个水平。自2009年以来，随着短期利率接近于零，美联储通过了多轮量化宽松的政策，主要是通过购买长期国债、资产抵押证券和其他长期债券来降低长期利率。目前，美联储正在通过购买85亿美元按月计息的长期美国证券，实施第三次量化宽松的政策。

利率接近零为什么会引起潜在“以邻为壑”的汇率政策？由于美国超低的利率定期释放热钱涌入新兴市场，而这些新兴的市场恰恰具有高的增长率和利率。此时，任何新兴市场的央行都面临这一个艰难的选择：要么放任本国货币对美元的汇率升值，从而失去出口产品的竞争力；要么通过大量购买美元来抑制汇率升值，从而失去对货币政策的控制。自2002年以来，新兴市场尽管在净余额上对美元的名义汇率是增加的，但外汇储备已经增长了6万亿美元(如图2所示)，同时消费价格指数(CPI)上涨，并且高过美国4个多百分点(如图3所示)^①。

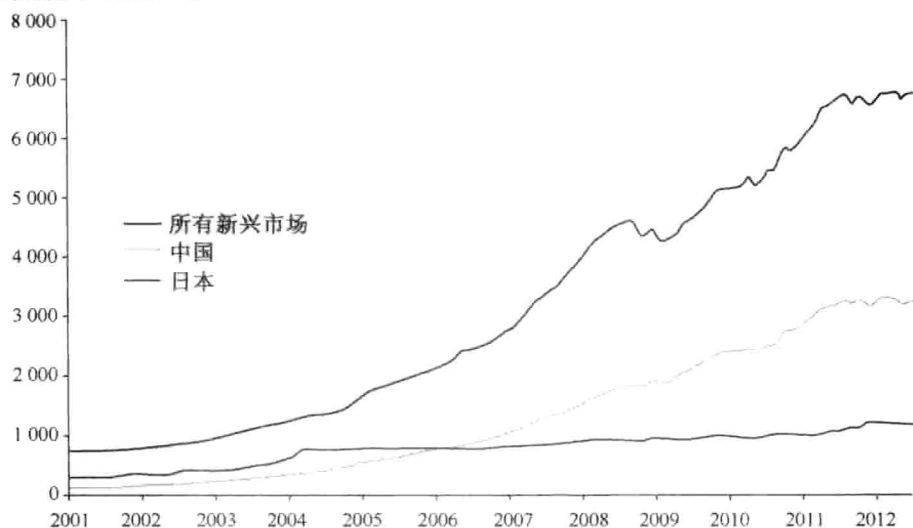


图2 特定国家的外汇储备(亿美元)

资料来源:IFS

注:新兴市场(EM)包括俄罗斯、波兰捷克、匈牙利、罗马尼亚、乌克兰、土耳其、以色列、沙特、阿联酋、南非、中国、印度、中国香港、韩国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、泰国、巴西、墨西哥、秘鲁、哥伦比亚、智利、阿根廷和委内瑞拉。阿联酋在2012年5月至7月和中国在2012年7月的数据缺失,分析时假设这几个月的的外汇储备没有变化。

^① McKinnon 2013, Chapter 5.

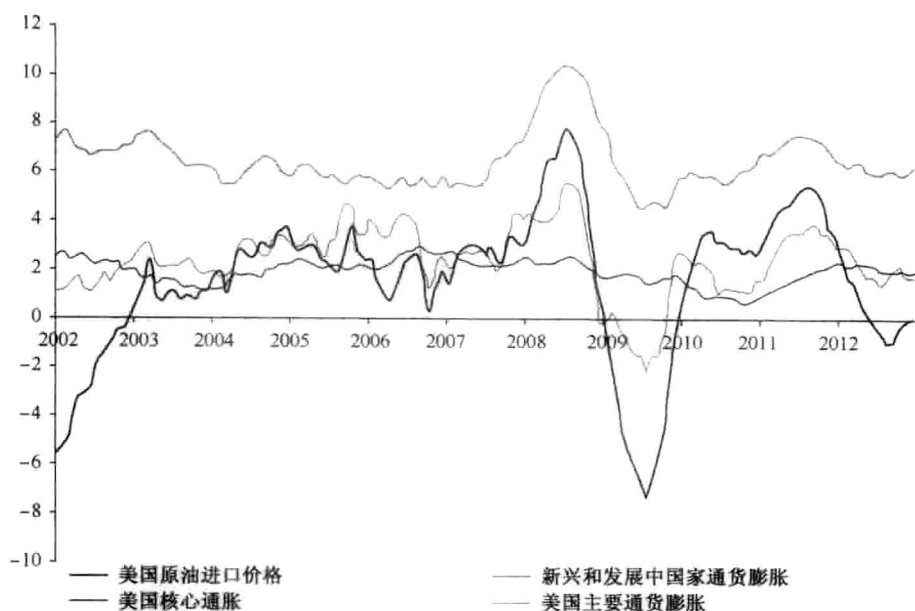


图3 美国和新市场的通货膨胀以及美国的进口价格

资料来源：BLS、IMF

从2002年到2011年间，美元的名义汇率贬值了将近35%（如图4所示），由于新兴市场过高的通货膨胀，美元对新市场的汇率实际贬值的更多（如图3所示）。

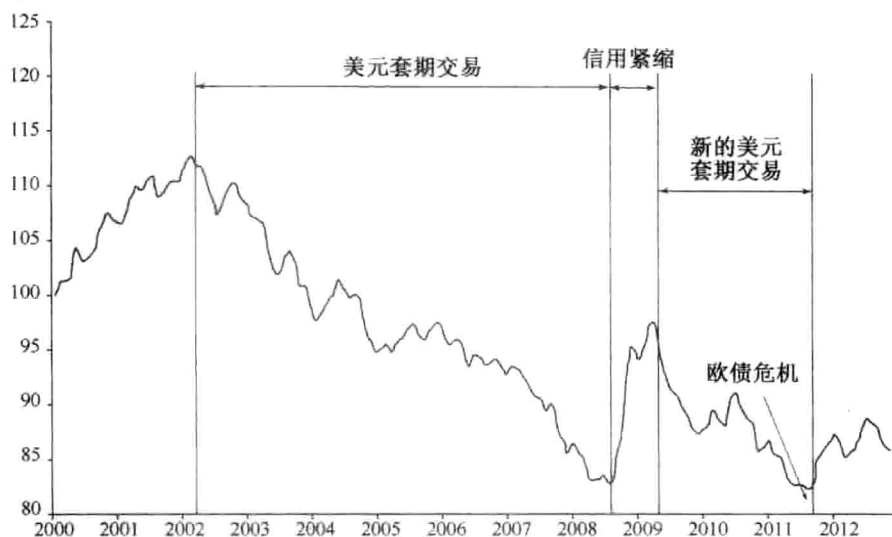


图4 美元的汇率变动(2000年1月为基期汇率等于100)

资料来源：美国联邦储备委员会

但流入新兴市场的热钱是具有高度周期性的,可以被工业发达国家的银行危机中断。如图 2 所示,新兴市场国家外汇储备的增长在 2008—2009 年美国次贷危机时停止,但是 2009 年中期危机暂时被控制和大量的利息差额的出现,新兴市场国家的外汇储备又开始增长,2011 年中期的欧债危机出现后,快速的增长又开始停止。由于美国和欧洲银行间的相互借贷,使美国和欧洲银行危机交织在一起。而这些“国际”银行就是热钱流入套利交易的资金来源,所以银行危机迫使他们削减开支和回流热钱。

最近的一次金融危机发生在 2013 年中期,起源于 2013 年 6 月 19 日美联储主席伯南克在一个新闻发布会上考虑美联储可能会“逐渐减少”购买大量的美国长期国债和其他长期债券。但他回避了自己的立场,认为只有在某些条件达到后美联储才会开始实施削减计划,例如失业率达到 6.5%后,但市场忽视了他提出来的前提条件。美国的长期利率开始上升,从 1.5%上升到 2.5%,全球股票市场开始崩溃,特别是在新兴市场,全球热钱流回中心国家导致美元升值。

除了新兴市场国家之外,其他工业发达国家的经济也受到美联储政策的影响。2008 年后,为了应对突如其来的金融危机,在美联储的领导下,欧洲中央银行(ECB)和英国央行也降低了短期利率,使之接近于零(如图 6 所示),而日本的短期利率已经为零(如图 1 所示)。美国、日本、英国和欧元区的央行自 2008 年以来同样实施了多次大规模量化宽松的货币政策,扩大资产负债表规模。

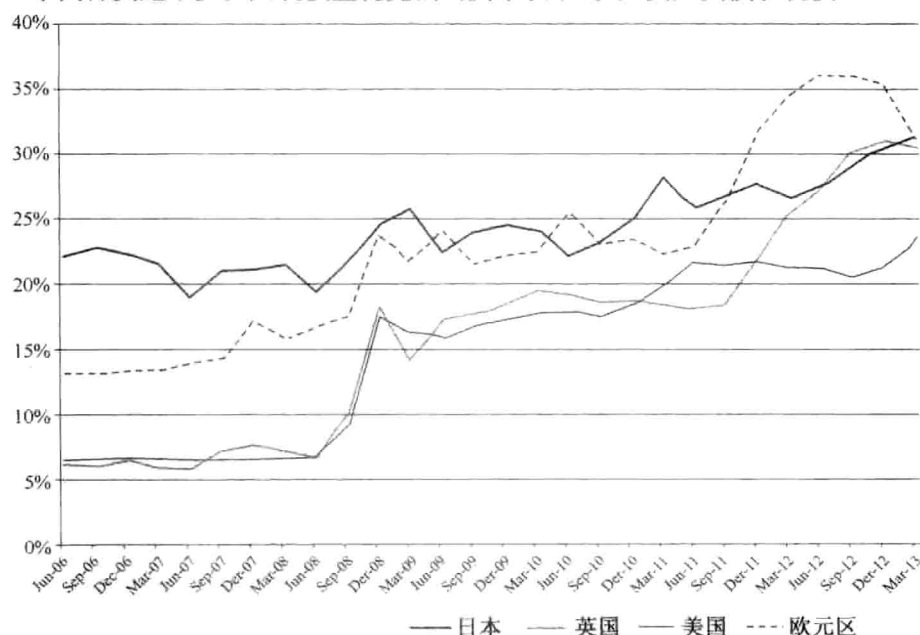


图 5 各国中央银行资产负债占 GDP 的比重(%)

资料来源:OECD 数据库