



经济学论丛

经济开放度、货币政策 有效性与国际货币政策协调

何国华 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

经·济·学·论·丛

教育部人文社会科学基金项目“经济开放度、货币政策有效性和货币政策国际协调——基于新开放宏观经济学视角的研究”（项目批准号：10YJA790066）最终研究成果

国家社会科学基金研究重大项目“完善宏观金融调控体系研究——基于针对性、有效性、前瞻性的研究”（12&ZD046）和教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“欧美国家债务危机对我国的影响及对称研究”（12JZD029）支持

经济开放度、货币政策 有效性与国际货币政策协调

何国华 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

经济开放度、货币政策有效性与国际货币政策协调/何国华著. —武汉: 武汉大学出版社, 2014. 11

(经济学论丛)

ISBN 978-7-307-14638-9

I. 经… II. 何… III. 经济开放—影响—货币政策—研究
IV. F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 246277 号



责任编辑:范绪泉

责任校对:汪欣怡

版式设计:韩闻锦

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 湖北民政印刷厂

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 19 字数: 269 千字 插页: 1

版次: 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-14638-9 定价: 38.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

前 言

随着国际金融创新和全球经济金融一体化进程的不断加快，一个更为开放的世界经济体系在优化全球资源配置的同时，也深刻改变了各国宏观经济政策的实施环境，使得许多国家的货币政策的制定和操作难度加大，并对传统货币政策的有效性理论提出了严峻挑战。第一，经济开放程度的加深使得家户可以在全球范围内实行自身效用最大化的消费决策和生产决策，从而使得一国货币当局的政策对家户的影响减弱。第二，经济开放程度的加深将对基础货币供给产生影响，即随着经济开放度的提高，一国的货币供给可能出现一定的内生性，从而削弱该国中央银行控制货币的能力。第三，经济开放程度的加深会对一国货币政策的主要传导渠道产生影响，可能使货币政策的传导渠道发生改变，从原有的信贷传导渠道，过渡到货币供应量传导渠道，最终形成多渠道传导的机制，即货币供应量、资产价格、利率和汇率传导渠道同时发挥作用。第四，经济开放程度的加深会促使一国中央银行使用的货币政策工具发生转变，由单纯的数量型工具转向数量型工具与价格型工具并举。第五，经济开放程度加深所带来的这一系列变化，也必然会影响到一国货币政策最终目标的实现，使得该国货币政策最终刺激产出的能力削弱，同时也使得货币政策控制通货膨胀的难度增加。

自1978年改革开放以来，尤其是加入世界贸易组织之后，中国经济发展正逐步融入世界经济的运行轨道中来，全方位、多层次的对外开放格局已基本形成，经济运行方式和宏观政策操作环境都发生了巨大变化。首先，中国的货币政策工具已经从简单直接的国有商业银行贷款规模控制，转变为以公开市场业务操作为主的间接的市场化货币政策工具。其次，随着我国经济开放程度的增加，金

融改革不断深入、金融市场深度和广度不断增强，中国货币政策的传导机制已经从单一的信贷渠道向货币供应量传导、利率传导、资本市场传导和汇率传导等多种传导渠道扩展。此外，中国货币政策的最终目标也发生了重大变化，从经济体制改革初期提出的“发展经济、稳定货币”的双重目标，转向“保持币值稳定，并以此促进经济增长”的最终目标。总之，开放条件下中国货币政策的制定、货币政策工具的选择和货币政策传导机制的转变已经是我们不得不面对的重要问题，特别是其中经济开放程度对货币政策有效性的影响，应该做进一步的深入研究。

如果经济开放度的提高确实影响了一国货币政策的有效性，那么加强货币政策的国际协调以提高货币政策有效性就成为应有的题中之义。事实上，货币政策国际协调一直是国际货币经济学研究中的一个重要课题，特别是2008年以来，随着源于美国的次贷危机演变为全球性金融危机，世界经济进入衰退时期，各国中央银行应如何通过货币政策的协调来使本国经济和世界经济尽快走出衰退，更是成为人们广泛关注的焦点问题之一。问题在于，在经济开放度不断提高的条件下，加强国际货币政策协调是否一定能够增进协调参与国的福利水平？以往所进行的国际货币政策协调有哪些成功经验又有哪些需要改进的地方？中国究竟应当如何参与货币政策的国际协调？这些问题同样需要我们从理论和实际两个方面进行深入探讨。

传统的开放条件下货币政策有效性研究模型主要有蒙代尔-弗莱明模型、蒙代尔-弗莱明-多恩布什模型、卢卡斯模型和不可能三角定理等，这些理论主要研究资本完全自由流动条件下货币政策的作用。然而，对于发展中国家而言，他们大多处于封闭经济与完全开放经济之间的一种状态，更需要研究经济开放程度与货币政策之间的关系，探讨不同的经济开放程度对货币政策有效性的影响问题。

20世纪90年代发展起来的新开放宏观经济学(New Open Economy Macroeconomics, NOEM)将名义粘性和不完全竞争作为微观基础纳入宏观动态一般均衡模型，通过求解消费者效用最大化和企业

利润最大化，对宏观经济政策进行明确的福利分析和政策评估。由于这一研究范式既解决了传统的蒙代尔-弗莱明模型中存在的缺乏微观基础的问题，也顾及到以往实证性的、不完善的跨时模型中存在的规范化问题，因而逐渐成为开放经济学的主要分析工具，本书的研究也以之为主要理论依据。

目 录

第一章 经济思想史上货币政策有效性与无效性的争论·····	1
一、货币政策有效性的内涵·····	1
二、凯恩斯以前的理论观点·····	2
三、凯恩斯主义和货币主义的争论·····	4
四、新古典主义经济学与新凯恩斯主义经济学的争论·····	8
第二章 传统的开放经济下货币政策有效性理论·····	17
一、M-F 模型·····	17
二、M-F-D 模型·····	25
三、卢卡斯模型·····	32
第三章 新开放经济宏观经济学的货币政策有效性理论·····	35
一、新开放宏观经济学 Redux 模型·····	35
二、新开放宏观经济学理论的扩展·····	39
三、开放条件下货币政策有效性理论简评·····	49
第四章 开放经济下货币政策有效性研究的基础模型·····	52
一、垄断竞争市场模型·····	52
二、模型的稳态均衡分析·····	58
三、模型的短期和长期均衡分析·····	63
四、货币政策冲击效应·····	69
第五章 经济开放度指标体系·····	80
一、贸易开放度指标·····	80

二、金融开放度指标	85
三、经济开放度综合指标体系的构建	109
第六章 经济开放度影响货币政策有效性的理论分析	112
一、相关文献综述	112
二、引入贸易开放度的货币政策有效性分析	119
三、引入金融开放度的货币政策有效性分析	120
四、引入经济开放度的货币政策有效性模型的 均衡分析	122
五、经济开放度影响货币政策有效性的模拟分析	125
第七章 中国经济开放度与货币政策有效性的实证分析	137
一、中国经济开放度与货币政策工具的选择	137
二、中国经济开放度与货币政策传导	151
三、中国经济开放度与货币政策最终目标	166
四、实证分析结论	187
第八章 国际货币政策协调的理论基础	190
一、国际货币政策协调的动因	190
二、国际货币政策协调是否必要的经济学争论	201
三、影响国际货币政策协调收益的因素分析	205
四、国际货币政策协调的实现途径	216
五、金融危机以来国际货币政策协调研究的最新进展	220
第九章 国际货币政策协调的实践及其效果评价	226
一、金本位制下的国际货币政策协调	226
二、金汇兑本位制下的国际货币政策协调	230
三、布雷顿森林体系下的国际货币政策协调	232
四、后布雷顿森林体系下的国际货币政策协调	239
——七国集团机制	239

五、后布雷顿森林体系下的国际货币政策协调 ——二十国集团机制·····	245
六、当前国际货币政策协调的主要特征·····	256
第十章 中国与国际货币政策协调·····	261
一、中国参与国际货币政策协调的必要性·····	261
二、中国参与国际货币政策协调的现实意义·····	266
三、中国参与国际货币政策协调的原则·····	269
四、中国参与国际货币政策协调的对策·····	270
参考文献·····	280

第一章 经济思想史上货币政策有效性与无效性的争论

在经济思想史上，货币政策有效性与无效性的争论早已有之。总的来说，在20世纪30年代以前，几乎所有的经济学家都认为货币是中性的，它只是充当商品交换的媒介物，其重要性也只在便于商品交换的进行，因此，货币数量的增加或减少，只会引起物价水平的涨跌而不会对产出等实际经济变量产生任何影响。凯恩斯及其追随者则从20世纪30年代经济大危机的现实出发，认为由于货币工资刚性的存在，货币存量的变动可以立即引起总需求同方向变动，却不会引发名义工资和价格的等幅变动，结果必将导致真实货币余额产生持续同方向变动，即货币是非中性的，货币政策因此被认为有效。以弗里德曼为代表的现代货币主义则认为，由于适应性预期和自然失业率的作用，在短期内，货币供给的变动既影响物价水平，又影响实际产出，但在长期中，货币供给的变动却只能影响物价水平从而只能影响各种名义变量，至于各种实际变量均决定于实物因素，而不受货币供给的影响。20世纪80年代以来，作为西方宏观经济学最新发展的新古典主义经济学和新凯恩斯主义经济学，除了在基本理论方面存在着尖锐的对立外，在货币政策有效性与无效性问题上也进行了激烈的争论。

一、货币政策有效性的内涵

货币政策的有效性问题是货币经济学中一个长盛不衰的研究课题。综合货币经济学相关理论文献，货币政策有效性的内涵可以划分为三个层次。

第一个层次的含义是定性意义上的。这个层次意义上的概念等同于货币经济学中“货币是否中性”的命题，即货币政策在特定的经济金融环境和一定的制度条件下能否系统地影响产出、价格、利率及就业等真实经济变量。具体来说，它是在假设货币供给为外生的基础上，研究货币供给变化对经济中的宏观经济变量的影响，如果货币供给变化导致真实宏观经济变量（如实际产出）发生变化，则认为货币政策是有效的，如果货币供给仅仅导致名义宏观经济变量的变化（如名义产出、价格水平等），则认为货币政策是无效的。

第二个层次的含义是定量意义上的。它是在承认货币政策有效的基础上，讨论货币政策是如何影响真实经济变量，以及在定量方面的货币政策效果大小问题。具体来说，这个层次的货币政策有效性主要是对各种货币政策传导机制的研究，货币政策操作可能通过各种途径（如利率、汇率、信贷、资产价格等）对总需求的各个组成部分产生影响，最终反映在价格水平的变动上。

第三个层次的含义则是从实践的角度考察货币政策时滞。所谓货币政策时滞是指从货币政策制定到获得主要或全部的效果所必须经历的一段时间。如果货币政策时滞太长或难以确定何时收效，那么政策本身能否成立也就成了问题。货币政策时滞由内部时滞和外部时滞组成，内部时滞指的是从政策制定到货币当局采取行动这段时间，其长短取决于货币当局对经济形势发展的预见能力、制定政策的效率和行动的决心；外部时滞又称为影响时滞，是指从货币当局采取行动直到对政策目标产生影响这段过程，它主要由客观的经济条件和金融条件决定。

本书所讨论的货币政策有效性主要是指第一个层次的含义。

二、凯恩斯以前的理论观点

（一）古典经济学派：货币政策无效

古典经济学派的重要代表人物萨伊（1803）提出了“供给自行创造需求”的观点，并且认为要素价格完全具有弹性，市场会自动出

清，因而经济运行不需要国家干预就能顺利地达成自动均衡，货币只是一种流通媒介，只是转移价值的手段，从而否定了货币政策的有效性。

古典货币理论中的货币数量论同样认为，在价格机制的自发调节作用下，实体经济活动可以自动实现充分就业均衡，货币数量只影响一般物价水平，不影响实际经济变量。假定货币流通速度不变，则一般物价水平与货币供应量成正比。因此，货币数量论排除了货币对经济活动可能产生的影响。

(二) 维克塞尔：钉住物价的利率政策

瑞典学派的开创者维克塞尔(1898)否定了“萨伊定律”和货币数量论。在维克塞尔的理论体系中，金融体系运行的重要性是通过货币的均衡来实现的。他认为，货币并非一层“面纱”，而是影响真实经济的重要因素。既然个别商品的价格决定于它的供给与需求，那么一般价格水平也就该决定于全部商品的总供给与总需求。货币对实际经济产生积极影响主要是由于货币在资本形成和资本转移过程中发挥着重要作用。在货币经济中，生产仍以实物形态进行，但资本借贷及利息支付采取货币形态。这样利率的高低就会直接影响储蓄的供给和贷款的需求，影响一般物价水平，影响生产的扩张和收缩。

为了清楚地描述这一过程，维克塞尔提出了自然利率与货币利率的概念，并认为货币利率与自然利率的背离是造成经济累计性波动的根本原因。所谓货币利率是指借贷活动中实际形成并用以计算借款人应付利息的利率，由银行决定；所谓自然利率指传统经济学中的实物资本利率，即借贷资本的需求与供给完全一致时所形成的利率，也是与新创造的资本的预期收益基本一致的利率。

当货币利率等于自然利率时，投资等于储蓄、物价水平稳定不变、经济体系保持均衡的条件下，各种商品的相对价格和产量以及生产要素的价格和数量，完全是由实物领域决定。货币的作用只是作为流通媒介和计价单位。但当货币利率与自然利率不一致时，货币因素将通过其对市场利率的作用而积极地影响生产，货币成为决

定产品的相对价格和产量的因素之一。

但是，在现实的经济运行中，自然利率和货币利率经常发生偏离，或者是由于自然利率的波动，或者是由于货币利率的变化，必然导致货币失衡，进而引发经济运行的失衡。为了实现货币均衡，政府就必然采取相应的宏观调控政策，引导自然利率与货币利率保持一致。由于维克塞尔认为物价水平的变动是监测自然利率和货币利率是否一致的可靠指示器，其具体的政策建议是采取钉住物价的利率政策。

总之，维克塞尔打破了古典经济学的“二分法”，率先提出了用宏观金融手段调控经济运行的必要性和政策思路，实际上提出以利率为中介目标的货币政策主张，开创了货币研究的新局面。从货币政策的角度看，维克塞尔的货币金融思想具有重要的理论和实践意义。

三、凯恩斯主义和货币主义的争论

(一) 凯恩斯主义的理论观点

约翰·梅纳德·凯恩斯(1936)在《就业、利息和货币通论》中阐述了货币与经济的关系：货币供给对利率产生影响，利率变动又影响总需求，证明货币政策在危机时期无效，在非危机时期却在一定程度上有效。

凯恩斯货币理论的要点为：第一，对货币需求理论的分析。凯恩斯提出货币需求的三种动机，即交易、预防与投机动机。他认为货币需求是收入和利率的函数，特别说明了投机性货币需求通过利率对经济波动发生的影响。第二，对货币供给理论的分析。凯恩斯认为货币供应量可以由中央银行根据货币需求的变化来调整，货币供应量的变化可以改变公众的预期和持有资产的组合。第三，货币传导机制理论。通过名义利率可以把货币与真实经济变量联系起来；货币政策能够影响真实收入，积极的、相机抉择的货币政策能够起到稳定经济的作用。

因此，凯恩斯认为，利率的高低由货币的供给和需求决定、在货币需求不变时，货币供给的增加势必导致利率的下降。投资又为利率的函数，在资本边际效率不变时，利率的下降会刺激投资，推动总需求和社会产出的增长。货币供给的减少则相应引起利率的上升，因为投资的成本上升，同样在资本边际效率不变的情况下，总需求和社会产出相应下降。他主张通过压低名义利率来刺激投资，促进收入和就业增长，因而肯定了货币政策的有效性。

但同时凯恩斯又认为货币政策的有效性是有限的，因为货币供应量是一个由经济运行本身所决定的内生性与外生性共存的混合变量，中央银行要通过它控制高能货币及其货币政策工具操作，能否达到有效的传递进而影响广义货币供应量的变化是不确定的。如在经济危机时期，投资者对未来具有悲观预期，由长期预期状态决定的资本边际效率达到了极低的水平，如果利息率不能降到充分低于资本边际效率的程度，投资者并不会增加投资；与此同时，利息率却不能无限制地降低，而是存在一个极限水平，因为当利息率已经降低到某种水平时，流动性偏好几乎变为绝对的，其具体含义为：此时几乎每个人都宁愿持有现款，而不愿持有债券，因为，债券所能得到的利息率太低。在这一场合，货币当局会失掉它对利息率的有效控制。这就是所谓的“流动性陷阱”。所以，在经济危机时期，扩张性货币政策刺激产出和就业增长的能力极为有限（理论无效），货币当局难以单纯运用货币政策实现既定的宏观经济目标（实施无效）。所以，按照凯恩斯的理论，货币政策在危机时期无效，但这并不是否定货币政策的有效性。

凯恩斯的继承者补充了凯恩斯在需求管理中忽视了的其他情况的分析，将原来被视为财政政策辅助手段的货币政策提高到与财政政策同样重要的地位，主张根据具体情况实行财政政策和货币政策的“松紧搭配”。

希克斯运用 IS-LM 模式进行一般均衡分析，解决了凯恩斯体系中关于货币传递机制的矛盾，即产品市场的均衡可以确定均衡收入水平，但无法确定均衡利率水平；货币市场均衡可以确定均衡利率水平，但无法确定均衡收入水平。

综上所述，凯恩斯主义的货币理论是一种货币非中性理论，它指出货币主要通过两个方面影响实体经济活动：第一，货币市场决定利率，再通过利率影响投资，从而影响总需求，导致总产量、总就业量变化；第二，货币作为一种资产，与其他金融资产存在替代效应。货币量的变化影响人们对各种不同金融资产的选择，从而影响投资，进而影响总需求，导致总产量、总就业量变化。凯恩斯主义者认为利率应该是最重要的货币政策工具，这是由利率在货币传递机制中的关键性作用决定的。在凯恩斯的理论中，利率的高低与投资 and 总需求的多少呈反方向变动。同时，货币供大于求则利率下降，求大于供则利率上升。中央银行应该以利率为中间目标，利率高时，增加货币供给，降低利率，刺激总需求；反之则减少货币供给，抑制总需求，货币政策因此用来逆经济风向行事。

尽管凯恩斯主义的理论能够对付 1933 年的大危机，却似乎不能有效地解决 20 世纪 60 年代以来日益严重的通货膨胀和滞胀问题。随着时间的推移，货币政策的有效性好像有所下降，这就给货币主义的发展留下了空间。

（二）货币主义的理论观点

以弗里德曼为代表的货币主义认为货币数量对经济活动和物价水平具有重大影响，达到货币政策目标的最好办法是制订货币供应量的增长率指标。

货币主义者从坚持货币长期中性的古典立场出发，认为货币供给增加最终将导致价格水平的同比例上升，但是，价格水平的上升只能通过名义总支出的增加才能实现，因此，货币供给的增加必然导致支出的增加。货币主义者通过提供货币供给的变化伴随着支出价值变化的统计证据，宣称存在货币政策更加重要的明显证据。货币主义关于货币政策有效性的观点可概括为“理论有效”和“实施无效”两个方面。

1. 货币主义关于货币政策“理论有效”的理论证据

货币学派 (Monetarists) 是以凯恩斯学派的对立面出现的，其最显著的特点是强调“货币最重要”。其代表人物米尔顿·弗里德曼

(Milton Friedman)认为货币政策的作用有三个：一是能够防止货币本身成为经济波动的主要根源；二是为经济运行提供一个稳定的环境；三是有助于抵消经济体系中来自其他方面的主要波动。弗里德曼所说的货币政策的三个作用就其实质而言只是一个，即稳定经济的作用。

货币主义首先从理论上证明了货币需求函数稳定性。弗里德曼认为，消费函数具有稳定性，消费函数的稳定性决定了货币需求的稳定性，货币需求的稳定性决定了货币供给的稳定性。与货币供给的稳定性相适应，弗里德曼宣扬“单一规则”，“有限制性的政府干预经济”的货币政策具有稳定经济的作用。

弗里德曼指出，在评价货币政策的标准方面存在着很大的分歧，有些人认为评价货币政策应注意货币市场状况、利率及货币数量；而有些人则认为就业情况本身应该成为衡量货币政策的大致依据。在进行观点概括后，弗里德曼提出了自己关于评价货币政策的标准：如果（正如货币当局通常所作的那样）货币当局以利率或者目前的失业百分率作为评价政策的直接标准，那么，它将像一艘错误地选择了星球方位的宇宙飞船一样，无论它的导航仪多么灵敏、多么精密，它终究都将驶入迷途。因此，他认为货币总量是目前可得的、最好的、货币政策的直接指示器或评判标准。而且与选择价格水平的做法相比，具体选择哪一种货币总量所带来的妨害则小得多。由此可见，弗里德曼认为，评价货币政策有效性的标准不是利率、失业率和价格，而是货币供应量。

2. 货币主义关于货币政策“实施无效”的观点

尽管货币主义者肯定了货币政策对现实经济活动具有强大的影响力，但同时认为货币政策当局没有能力利用货币政策的这种影响力实现其预定的宏观经济目标，相机抉择的货币政策难以完成稳定短期性需求波动的任务。

由于货币政策效应存在长而多变的时滞，具有有限知识水平和认知能力的货币政策制定者难以及时准确地获得关于现实经济运行的信息资料，也难以准确地把握经济运行的周期阶段，反周期性的货币政策行动很难选择合适的时机和力度，主动性的货币政策常常

会使经济波动更加剧烈，经济的波动主要是由不稳定的货币因素造成的，货币政策的初衷往往与现实相悖，因此，尽管货币政策对经济能产生强有力的影响，但不适于用来作为灵活的反周期政策。货币政策当局不仅不能利用主动性的货币政策实现其稳定产出和就业的目标，而且这种企图利用主动性货币政策稳定经济的努力本身正是经济不稳定的根本原因。对货币主义者而言，货币政策是“实施无效”的。

弗里德曼并不主张通过货币政策来刺激经济增长，而是提出单一货币规则，即每年的货币供应量增长保持一个固定的比率，为经济提供一个稳定的环境，以稳定并且温和的货币增长来避免通货膨胀或通货紧缩。

四、新古典主义经济学与新凯恩斯主义经济学的争论

(一) 新古典主义经济学的理论观点

新古典主义经济学接受了传统经济学货币中性论的观点，因而既不同意凯恩斯主义的货币是非中性的、货币政策一定能够影响实际产出的理论，也不同意货币主义的货币政策在短期有效、在长期则是无效的看法。他们认为，货币政策无论在短期还是在长期都是无效的。货币政策之所以无效，起因于新古典主义经济学的两个基本假设：理性预期和市场出清。所谓理性预期是指经济当事人在有效利用一切信息的前提下，对各种经济变量作出的在长期中平均说来最准确并与职业经济学家运用经济数学模型不相上下的预测。所谓市场出清是指通过工资和价格的灵活调整可以保证市场供给和需求之间的连续均衡。由于人们的预期是合乎理性的，他们就会考虑到过去的失误，并在必要的时候修改预期，以便在今后的行为决策中成功地消除那些引起预期失误的因素。由于市场是可以出清的，产品市场和劳动市场都不会存在超额供给，当产品市场出现超额供给时，价格就会下降，直到商品价格低到使消费者愿意购买时为止；当劳动市场出现超额供给时，工资就会降低，直到工资低到使