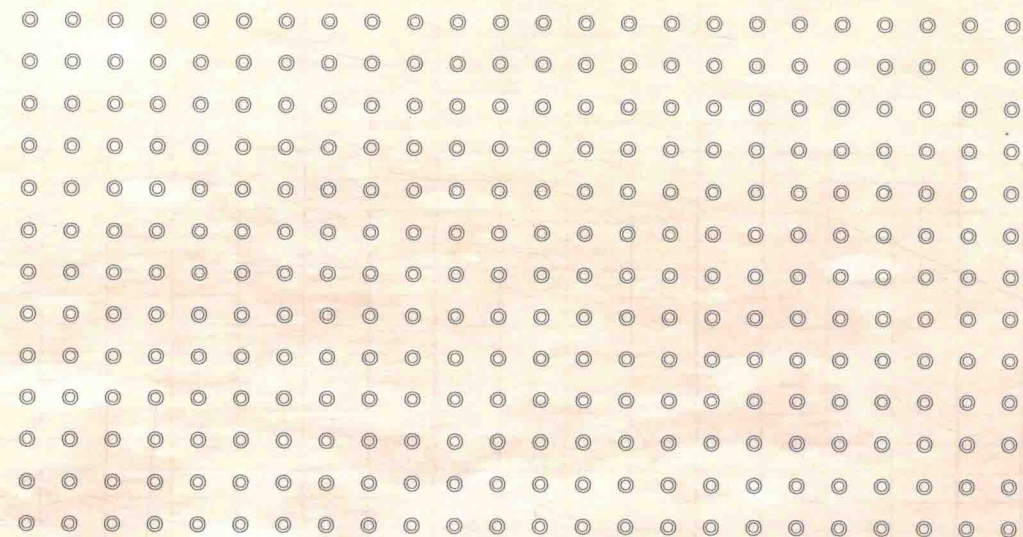


天津市哲学社会科学规划项目成果 (TJYY15-011)



Research on the Coordination of China's Monetary Policy and
Exchange Rate Policy under the New Normal

新常态下中国货币政策与 汇率政策协调研究

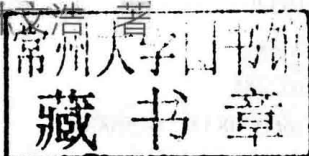
林文浩 著

 中国金融出版社

Research on the Coordination of China's Monetary Policy and
Exchange Rate Policy under the New Normal

新常态下中国货币政策与 汇率政策协调研究

林文浩 著



责任编辑：王效端 张菊香

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

新常态下中国货币政策与汇率政策协调研究 (Xinchangtai Xia Zhongguo Huobi Zhengce yu Huilü Zhengce Xietiao Yanjiu) / 林文浩著. —北京：中国金融出版社，2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7901 - 8

I. ①新… II. ①林… III. ①货币政策—研究—中国②汇率政策—研究—中国 IV. ①F822. 0②F832. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 062669 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14.75

字数 264 千

版次 2018 年 1 月第 1 版

印次 2018 年 1 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7901 - 8

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编辑部邮箱: jiaocaiyibu@126.com

前言

从世界各国看，货币当局普遍将维护物价稳定和金融稳定作为主要目标，货币政策更加关注于物价的稳定。国际金融危机后，各国经济复苏的持续乏力引发了对通胀目标制以外货币政策框架的理论探讨。对于新兴市场经济体而言，涉及货币当局是否应该关注国际收支平衡和汇率基本稳定的问题。作为兼具新兴市场经济体和大型转轨经济体特征的国家，中国政府赋予中央银行维护价格稳定、促进经济增长、促进社会就业、保持国际收支平衡的年度目标，及组织金融改革开放、发展金融市场的动态目标。中国央行多目标制的货币政策框架与本国处在经济转轨的特定阶段紧密相关。

在经济转轨过程中，中国借鉴了东亚外向型国家的发展经验，这对中国改革开放战略的成功实施贡献良多，但也曾一度提升了中国对国际贸易和 FDI 的依赖度。国际收支、资本流动、外汇储备和汇率波动成为影响中国宏观经济和货币政策的重要因素。与这种情况相关的问题是，中央银行的汇率政策与货币政策具有怎样的关系？从理论上讲，货币政策与汇率政策的分工侧重不同；从实践经验看，二者存在冲突和交集。在新世纪至国际金融危机前的绝大多数年份，中国央行实施过大规模的流动性对冲，缓解了国际收支持续顺差下货币信贷快速增长的压力，为经济结构调整争取了时间。

党的十八大以来，党中央综合分析世界经济长周期和中国发展阶段性特征及其相互作用，作出中国经济发展进入新常态的重大战略判断。在经济新常态下，中国经济面临国内外诸多矛盾叠加、风险隐患交汇的严峻挑战。为应对复杂多变的经济金融扰动，中央银行实施稳健中性的货币政策，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。综合运用多种货币政策工具，维护流动性基本稳定，合理引导市场利率水平，疏通传导机制，促进金融资源流向实体经济。完善人民币汇率形成机制，促进汇率在合理均衡水平上的基本稳定，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位，维护国家经济金融安全。

本书以新常态下货币政策与汇率政策协调为研究对象，共有 9 章，四个部分：第一部分（第 1、2 章）提出政策协调问题，构建研究基础。阐述新常态下货币政策与汇率政策协调的研究背景，综述政策协调重要文献和理论基础，界定本书主要概念。第二部分（第 3、4 章）进行政策协调的经验研究。基于新世纪至新常态以来中国政策协调的经验分析，弄清政策协调的重点难点；借

鉴近一个世纪以来政策协调的国际经验，归纳政策协调的规律。第三部分（第5、6章）开展政策协调的理论研究。建立新常态下政策协调的理论模型，分析不同协调方式下的福利水平；进行模拟分析，考察政策协调的微观机制。第四部分（第7、8、9章）基于经验、理论和实证分析，提出完善新常态下货币政策与汇率政策协调的思路和措施。

本书是天津市哲学社会科学规划项目（TJYY15-011）的研究成果。本书的出版受到天津财经大学经济学院金融系、天津市哲学社会科学基金、中国滨海金融协同创新中心的资助。在本书写作过程中，得到许多专家学者的指导。感谢中国滨海金融协同创新中心主任王爱俭教授和中央财经大学金融学院李健教授，以及天津财经大学马亚明教授、李向前教授、王学龙教授、孟昊教授、王小雪教授、郭红教授、刘喜和教授的认真指导。感谢中国金融出版社王效端主任在本书出版过程中提供的诚挚帮助。感谢我的家人和朋友，你们的理解、关爱一直支持和鼓励着我。

最后，希望本书能为关心中国货币政策与汇率政策协调的读者提供有益参考。限于本人学识有限，书中难免存在错误和疏漏之处，恳请专家学者批评指正。

林文浩

2017年12月于天财园

目 录

1 新常态下货币政策与汇率政策协调问题的提出	1
1.1 研究背景、目的和意义	2
1.1.1 研究背景	2
1.1.2 研究目的	7
1.1.3 研究意义	8
1.2 国际国内相关文献综述	8
1.2.1 货币政策与汇率政策协调研究综述	8
1.2.2 新常态下改革和政策调控研究综述	10
1.2.3 新常态下各类经济冲击的研究综述	11
1.3 研究内容、逻辑和方法	12
1.3.1 主要内容	12
1.3.2 逻辑框架	13
1.3.3 研究方法	14
2 新常态下货币政策与汇率政策协调的理论基础	15
2.1 货币政策和汇率政策协调的相关理论	15
2.1.1 米德冲突理论	16
2.1.2 丁伯根规则	16
2.1.3 蒙代尔指派规则	17
2.1.4 名义驻锚理论	17
2.2 货币政策和汇率政策协调的相关模型	18
2.2.1 蒙代尔—弗莱明模型	18
2.2.2 多恩布什超调模型	20
2.2.3 新开放宏观经济学	24
2.3 新常态下货币政策与汇率政策协调的概念界定	31
2.3.1 货币政策相关概念	32
2.3.2 汇率政策相关概念	35
2.3.3 政策协调相关概念	39

2.3.4	新常态的相关概念	44
3	新世纪至新常态货币政策与汇率政策协调经验	46
3.1	多目标的货币政策框架和有管理的浮动汇率制度	46
3.1.1	主要经济体的货币政策框架和汇率制度	46
3.1.2	中国多目标制的货币政策框架和汇率制度	55
3.1.3	多目标框架下货币政策与汇率政策冲突	61
3.2	新常态下货币政策与汇率政策协调的经验分析	68
3.2.1	2005 年 7 月前货币政策与汇率政策协调	68
3.2.2	2005 年 7 月至新常态货币汇率政策协调	75
3.2.3	货币政策与汇率政策协调方式比较分析	82
3.3	新常态下货币政策与汇率政策协调的经验分析	88
3.3.1	新常态下政策协调的环境分析	88
3.3.2	新常态货币政策与供给侧改革	91
3.3.3	新常态下政策协调的特征分析	92
3.4	新常态下货币政策和汇率政策协调的重点难点	93
3.4.1	原有政策协调方式的消极影响	93
3.4.2	政策目标体系设计的难点问题	95
3.4.3	政策协调能力建设的难点问题	97
3.4.4	政策协调配套措施的不足之处	99
3.4.5	政策协调研究难点与技术问题	100
4	主要国家货币政策与汇率政策协调的国际经验	101
4.1	主要国家转变政策协调方式的原因	102
4.1.1	历史经验	103
4.1.2	理论模型	105
4.1.3	影响因素	111
4.1.4	主要启示	112
4.2	德国货币政策与汇率政策协调经验	113
4.2.1	德国政策协调经验	114
4.2.2	德国政策协调策略	118
4.2.3	德国政策协调启示	123
4.3	美国货币政策与汇率政策协调经验	124
4.3.1	美国货币和汇率政策的目标体系	124

4.3.2	次贷危机的货币和汇率政策根源	129
4.3.3	货币汇率政策协调的经验和启示	131
5	新常态下货币政策与汇率政策协调的理论分析	134
5.1	理论基础	134
5.2	理论模型	136
5.2.1	模型设定	136
5.2.2	相机抉择对通胀目标制——一种政策工具	137
5.2.3	相机抉择对通胀目标制——两种政策工具	139
5.2.4	不同协调方式和工具组合下央行福利比较	142
5.3	主要启示	145
6	新常态下货币政策与汇率政策协调的模拟分析	147
6.1	模型简介	147
6.2	黏性价格小国模型建立和求解	149
6.2.1	家庭	149
6.2.2	厂商	154
6.2.3	政策和均衡	157
6.3	黏性价格小国模型的政策模拟	158
6.3.1	参数校准	158
6.3.2	不同政策规则下冲击的影响	158
6.4	黏性价格两国模型和政策模拟	165
6.4.1	黏性价格两国模型	165
6.4.2	参数校准	166
6.4.3	外国扩张性货币政策的影响	166
6.5	主要启示	171
7	新常态下新型货币政策和汇率政策协调的建立	175
7.1	新世纪至新常态货币政策与汇率政策协调演变趋势	175
7.1.1	政策协调转变的趋势	176
7.1.2	政策协调转变的原因	176
7.1.3	政策协调转变的逻辑	178
7.2	新型政策协调下的汇率政策：从单一汇率锚到混合汇率锚	179
7.2.1	BBC 制度与混合汇率锚	179

7.2.2 混合汇率锚的合理性	180
7.2.3 混合汇率锚的存在性	181
7.2.4 混合汇率锚的地位作用	186
7.3 新型政策协调下的货币政策：从货币总量目标到通货膨胀目标 ..	187
7.3.1 货币总量目标——现行的名义锚	187
7.3.2 通货膨胀目标——未来的名义锚	190
7.3.3 隶属多目标货币政策的通胀目标	191
7.4 新常态下政策协调的渐进式转变和配套改革措施	194
7.4.1 政策协调渐进转变	194
7.4.2 配套的改革与措施	195
8 中国货币政策和汇率政策协调效果的实证分析	198
8.1 研究基础	199
8.2 理论分析	201
8.3 模型构建	202
8.3.1 计量方法选取	202
8.3.2 分布滞后模型	202
8.3.3 数据选取描述	203
8.4 实证分析	205
8.4.1 数据分析和检验	205
8.4.2 两阶段实证分析	206
8.5 主要启示	209
9 新常态下货币政策与汇率政策协调的结论建议	211
9.1 主要结论	211
9.2 政策建议	213
9.2.1 优化货币政策和汇率政策目标体系，指导相关政策制定	214
9.2.2 增强货币政策和汇率政策调控能力，适应新型协调要求	217
9.2.3 为供给侧改革营造中性的货币环境，实施稳健中性政策	219
9.2.4 完善货币汇率政策协调的配套措施，保障转变平稳可控	220
9.3 本书结语	222
参考文献	223

1

新常态下货币政策与汇率政策 协调问题的提出

后金融危机时代，全球经济步入长期、深度的调整期，世界各国宏观经济运行出现差异和分化。目前，中国经济处于全面深化改革、新旧产业更替、发展动能转换的关键时期，经济中的矛盾、问题仍然突出，经济面临下行压力。在经济新常态下，中国既有深化改革和完善机制的任务，又有调整结构和寻求新增长动力的任务，彼此互为支撑。由于中国经济在市场化程度、货币政策运作及传导机制上有别于发达经济体和一些市场化程度高的新兴市场经济体，所以实行多目标货币政策框架。货币当局在维护多重政策目标时，需要关注政策的协调与分工。

进入经济新常态以来，政策协调面临的环境发生变化。从货币需求看，伴随金融开放、创新，经济主体对于流动性的敏感性显著增强。从货币供给看，国际收支渐趋平衡，流动性供给方式和规模回归“常态”。从货币政策看，政策调控方式正从“数量型调控为主”转向“价格型调控为主”，货币当局保持货币政策的稳健中性，适应货币供应方式变化，调节货币闸门，畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。从汇率政策看，货币当局基本退出常态式外汇市场干预，在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。政策调控对象、政策制度框架的变化，对政策协调提出新的挑战。

1.1 研究背景、目的和意义

1.1.1 研究背景

新常态下，中国货币政策与汇率政策协调研究立足错综复杂的背景，既有国别上的内外差别，也有时间上的长短之分。为了全面阐述新常态下政策协调的研究背景，本书从国内、国际两个视角加以呈现。

（一）国内背景

第一，“十三五”时期中国经济发展进入新常态。

2014年5月，习近平总书记在河南调研考察时说：“中国发展正处于重要战略机遇期，我们要增强信心，从当前中国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心态。”2014年7月，习近平总书记在党外人士座谈会上再次使用“新常态”这一概念，指出“要正确认识中国经济发展的阶段性特征，进一步增强信心，适应新常态，共同推动经济持续健康发展”（王松奇，2015）。

习近平（2016）认为经济发展进入新常态，是中国经济发展阶段性特征的必然反映，是不以人的意志为转移的必然趋势。全面认识和把握新常态，需要从时间和空间的大角度审视中国发展。这是因为，中国经济发展历程中新状态、新格局、新阶段总是在不断形成，经济发展新常态是这个长过程的一个阶段。

从时间上看，新常态是中国不同发展阶段更替变化的结果。改革开放以来，中国用几十年时间走完了发达国家几百年走过的发展历程，经济总量跃升为世界第二，制造业规模跃居世界第一，创造了世界经济的奇迹。然而，随着经济总量不断增大，中国在发展中遇到了一系列新情况新问题。当前，中国经济发展正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期“三期叠加”阶段，面临着经济发展速度换挡节点；面临经济发展结构调整节点，低端产业产能过剩要集中消化，中高端产业要加快发展；面临着经济发展动力转换节点，低成本资源和要素投入形成的驱动力明显减弱，经济增长需要更多驱动力创新（习近平，2016）。

从空间上看，中国出口优势和参与国际产业分工模式面临新挑战，经济发展新常态是这种变化的体现。改革开放以来，中国大踏步发展的一个重要特点

就是对国际市场的充分有效利用,使中国快速成长为世界贸易大国。2008年国际金融危机爆发,世界经济进入深度调整期,全球贸易发展进入低迷期,导致中国出口需求增速放缓。今后,再要维持出口高增长、出口占国内生产总值的高比例已不大可能。这就要求必须把经济增长动力更多放在创新驱动和扩大内需特别是消费需求上(习近平,2016)。

经济发展新常态下,尽管经济面临较大下行压力,但中国仍处于发展的重要战略机遇期。经济发展长期向好的基本面没有变,经济韧性好、潜力足、回旋余地大的基本特质没有变,经济持续增长的良好支撑基础和条件没有变,经济结构调整优化的前进态势没有变。

第二,中国多目标制货币政策框架以及政策协调。

作为一个处于经济转型期的新兴市场经济体,中国既有一个改革和完善机制的过程,也有一个在改革过程中保持经济和就业稳定增长的任务,两者互为支撑。由于中国在市场化程度、货币政策运作和传导机制上不同于发达国家,也不同于一些市场化程度较高的新兴市场国家,所以单一目标制并不符合中国国情(周小川,2013)。

周小川(2016)指出,长期以来,中国政府赋予央行的年度目标是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡。人民银行高度重视价格稳定,这是各国央行都有的目标。经济增长和就业重叠性较大,也是某些其他央行的目标。但中国央行功能中比较特殊的是改革开放、发展金融市场和国际收支平衡,也比较注意协调其他政府部门。

除中国央行要关注国际收支平衡外,事实上,对大多数新兴市场经济体而言,国际收支、资本流动、汇率和外汇储备都是影响宏观经济和货币政策的核心内容,新兴市场经济体央行关注国际收支平衡十分正常。而转轨经济体还有其自身特点,因为计划经济时代的价格、贸易、汇率政策往往存在严重扭曲,许多转轨经济体都经历了国际贸易的崩溃和国际收支的大幅恶化(周小川,2016)。

中国在转轨过程中借鉴了东亚外向型国家的发展道路。这对中国经济的各方面改革开放都贡献良多,但也提高了中国对国际贸易和外资的依赖度,导致国际收支在很大程度上影响到了央行的货币政策、货币供应量和价格稳定目标。因此,中国央行必须要关注国际收支平衡问题,相应也需要承担管理汇率、外汇、外汇储备、黄金储备、国际收支统计等职能。从中国这些年的情况看,内需和外需都向正确的方向得以调节,也应对了亚洲金融危机,说明央行关注国际收支的体制是对的(周小川,2016)。

多目标和货币政策功效之间的关系也存在不容易处理的问题。中国央行追求多个目标确实可能会影响其独立性,这个矛盾真实存在。应对政策目标之间的冲突,需要遵循“N种目标,N种工具”的宏观调控法则,引入新的政策工具,确保调控目标实现。

综上,中国央行采取的多目标制,既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标,也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。这种选择与中国处于经济转轨中的国情是分不开的。

第三,新常态下供给侧结构性改革和需求侧总量管理。

纵观世界经济发展史,经济政策是以供给侧为重点还是以需求侧为重点,要依据一国宏观经济形势作出抉择。放弃需求侧谈供给侧或放弃供给侧谈需求侧都是片面的。中国推进的供给侧结构性改革,既强调供给又关注需求,既突出发展社会生产力又注重完善生产关系,既发挥市场在资源配置中的决定性作用又更好发挥政府作用,既着眼当前又立足长远(习近平,2016)。

供给侧结构性改革的着力点就在于化解过剩产能和过度供给,同时弥补部分领域的供给不足,其核心是发挥市场在资源配置中的决定性作用。在供给侧改革过程中应更全面理解“总需求管理”的内涵,这不仅包括传统的财政政策和货币政策,还包括推进简政放权、鼓励竞争等供给改革来释放有效需求。

供给侧结构性改革短期可能会加大经济下行压力,需要做好相应的总需求管理,保持经济运行在合理区间。但也应看到,若过度依靠刺激需求以及基建和房地产投资会进一步推升债务和杠杆水平。因此,还须通过供给改革来释放有效需求。例如,20世纪90年代中后期,中国通过改革促进了房地产和汽车产业的大发展,对摆脱亚洲金融危机后的经济低迷发挥了重要作用。在经历了重化工业高速发展阶段之后,随着收入水平逐步提高,居民的消费需求会更多地转向医疗、教育、文化等服务领域,应进一步激发民间投资活力,通过改革补短板,释放有效需求。

当前仍存在一些潜在需求巨大,但有效供给受到严重抑制的问题,如社保体制不完善和消费产品升级跟不上抑制了家庭消费增长,服务业受制于过度管制发展不足,市场优胜劣汰机制难以发挥作用,不利于资源优化配置和新动力的形成,民营经济发展和经济内生增长动力尚显不够。应该有针对性地推进结构性改革,释放有效需求。在新形势下运用新机制,发挥好地方政府的积极性和主动性;解决抑制新型城镇化进程中的体制机制问题;破解发展服务业中的“公立”和准入问题;健全社会保障体制,完善扩大消费的长效机制;化解过

剩产能,补充企业资本,保持融资可持续;加快发展金融市场,推进金融改革,更好地发挥金融支持实体经济的作用。

2016年第二季度《中国货币政策执行报告》显示,2016年上半年,中国经济总体运行平稳,转方式、调结构稳步推进。央行将继续实施稳健的货币政策,保持灵活适度,适时预调微调,做好与供给侧结构性改革相适应的总需求管理,从量价两方面为结构调整和转型升级营造适宜的货币金融环境。继续推进汇率形成机制改革,初步形成“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制,汇率机制的灵活性、规则性、透明度和市场化水平明显提高,人民币汇率预期总体稳定。

(二) 国际背景

第一,后危机时代“New Normal”和央行政策目标的丰富。

2009年初,在美国举行的一次“探讨危机后美国各个经济领域复苏和发展新模式”的论坛上,美国太平洋基金管理公司首席投资官格罗斯和总裁埃利安在发言中用“New Normal”来归纳国际金融危机爆发后经济可能遭受的缓慢而痛苦的恢复过程。论坛与会者对“New Normal”在不同领域的表现特征进行了初步的总结。

首先,“后危机”时代的金融体系不可能简单回归到危机之前,“New Normal”下的金融体系代表“更低的金融杠杆率与更多政府干预的结合”;其次,“后危机”时代的消费群体和消费观念都发生了变化,商业环境也将发生改变,全球企业界要在“New Normal”中重新定位,以适应这种变化;最后,“后危机”时代经济恢复缓慢而痛苦的过程被视为“New Normal”,大多数美国人都会慢慢适应这种宏观经济的“New Normal”。(王松奇,2015)

国际金融危机前多数主要央行关注的重点是价格稳定,并采用了通胀目标制。进入后危机时代以来,许多央行强化或增加了金融稳定和金融监管职能,经济复苏的持续乏力也引发了对通胀目标制以外的货币政策框架的理论探讨,如兼顾了增长和通胀的名义GDP目标制。对新兴市场经济体而言,货币政策无疑会受到国际收支和资本流动的影响,涉及的问题是央行是否应该关注国际收支平衡。(周小川,2016)

从新兴市场经济体央行实践经验看,汇率在这些经济体的作用往往大于发达国家。即使大多数新兴市场经济体不设定具体的汇率政策目标,也往往有一个隐含的汇率目标区,这些经济体的货币当局不希望看到本币汇率突然突破目标区的界限,这从它们的货币政策和外汇干预操作中可以看出来(Atish R. Ghosh et al. 2016)。

第二，布雷顿森林体系解体后发达国家的汇率目标。

近几十年以来，由于发达经济体采取通胀目标制和自由浮动汇率制度，给人们一种认识，即发达经济体只有货币政策目标，没有汇率政策目标。本书认为这是一种假象，发达经济体并没有真的做到对汇率水平“善意的忽视”。除了干预其他国家的汇率政策之外，发达经济体由于拥有相对开放的金融市场，因此，在实施货币政策时，与隐性的外汇市场干预一起，达到了影响汇率的意图，例如后危机时代的美国、日本和欧洲竞相采取量化宽松货币政策，压低本国货币的币值。此外，回顾历史，可以找到发达经济体兼顾汇率政策目标的证据。历史上，1996年至2003年的德国和美国的宏观经济呈现出不同的发展态势。德国由于实施了一系列的政策安排，不仅维护了低通胀这一传统的货币政策目标，而且收获了较为稳定的有效汇率、相对稳定的家庭财富—收入比和经常项目的改善；而这一时期的美国，尽管获得了较为理想的通胀水平，但是同时也出现了家庭财富—收入比较快上升、有效汇率的坚挺和经常项目不断恶化等状况，在此背景下，美国国内的出口导向部门（尤其是制造业）趋于萎缩。值得注意的是，这种经济现象并非美国独有，当时欧洲的西班牙、意大利乃至英国和法国也大致出现了货币坚挺、经常项目逆差加大、家庭财富—收入比上升的现象。至本世纪第一个10年即将结束的时候，包括美国和上述欧洲工业国（不包括德国），不同程度地爆发了金融危机或主权债务风险。著名的经济学家凯恩斯对于内部稳定的偏好众人皆知，但是他还说过，如果能够同时获得内部、外部稳定两个目标当然更好。德国和美国在世纪之交的经验和教训表明，如果只关注通货膨胀目标，而完全抛弃汇率政策目标，任由有效汇率升值，甚至利用坚挺的币值来吸引外部融资弥补贸易收支赤字的话，将使宏观经济滑向不健康甚至是危机的边缘。这些经验是当前中国货币政策和汇率政策协调中不能忽视的内容。

第三，国际货币政策合作缺失凸显国内政策协调必要。

蒙代尔在对20世纪货币体系进行回顾时，曾总结了20世纪70年代之后的主要经验：其一，浮动汇率（至少在初期）没有能像固定汇率那样提供货币的自我约束机制。其二，在一个累进所得税制的世界里，通货膨胀成本更高。其三，通过学习可以懂得货币稳定的迫切性和手段。其四，政策组合可以移动菲利普斯曲线。但是一个重要的经验还没有被吸取，即在每一个国家都实现了价格稳定的世界里，浮动汇率实在是一个不必要的痛苦。从全球各国实践和理论研究的趋势看，国际货币金融秩序很可能存在一个从普遍的通货膨胀目标制，到区域货币体系，再到全球统一货币体系的演化路径。从第一阶段看，

根据国际货币基金组织 2004 年的报告,实行通胀目标制的国家变得越来越多,实行固定汇率的国家越来越少。与这种观察相一致,在过去的 40 年中,工业化国家和发展中国家通胀率都接近它们的最低水平,这反映了政策的新重点。这种趋势的背后是任何一个民主政府不想重蹈覆辙的决心支撑的,历史上,通货膨胀、预算赤字、巨额债务和庞大政府都有害于大众的利益,这一点可以从发达经济体对于通货膨胀的有效管理得到证明。在第二阶段,伴随着各国价格稳定逐渐趋同,为区域货币体系的形成奠定了基础。在第三阶段,伴随世界多极化发展,主要国家议价能力的提升将为单一的非主权国际化货币诞生创造条件。经验证明,对于新体系的演变,应关注大国政府的意愿而非能力。二战后,为了防止一个世界性货币扼杀美元的权利,美国政府废弃了具有前瞻性想法的凯恩斯的“班克(Bancor)计划”和怀特的“尤里塔斯(Unitas)计划”。在目前,国家之间的货币政策协调框架缺位,而某些大型经济体不顾全球经济复苏艰难缓慢,通过金融和战争等多种手段增加世界经济动荡的情况下,利用货币政策和汇率政策协调,屏蔽外部冲击,维护中国经济的稳定,成为最优选择。

1.1.2 研究目的

作为当今全球最大的新兴市场经济体,中国实行多目标制的货币政策框架和有管理的浮动汇率制度。自 20 世纪 90 年代中期以来,中国货币当局就经历过货币政策和汇率政策的冲突,在此后的数十年中,人民银行在协调货币政策和汇率政策目标方面做了大量的工作并积累了丰富的经验。本书立足货币政策与汇率政策协调的文献综述和理论基础,对新世纪至新常态以来中国货币政策与汇率政策协调进行经验分析,明确新常态下货币政策与汇率政策协调的重点和难点。对美国、德国等主要国家货币政策与汇率政策协调进行经验研究,归纳大型经济体政策协调的一般规律。借鉴新兴市场经济体最优货币政策与汇率政策的分析框架,建立新常态下货币政策与汇率政策协调的理论模型,为新常态下政策协调和工具指派提供依据。基于 NOEM 方法,建立黏性价格小国模型和两国模型,模拟政策协调稳定经济的内在机制和调控效果。基于计量经济学方法,对中国货币政策和汇率政策协调的实际效果进行实证分析,论证政策协调的合理性和有效性。最后,结合研究结论,本书从政策目标体系、政策调控能力、政策调控实施、配套措施安排等方面提出新常态下实现货币政策与汇率政策协调的相关建议。

1.1.3 研究意义

本书基于新世纪至新常态中国货币政策与汇率政策协调的经验研究,提出新常态下货币政策与汇率政策协调问题。借鉴全球主要国家货币政策与汇率政策协调的经验,归纳大型经济体政策协调的规律。借鉴开放经济最优货币政策与汇率政策的分析框架,建立新常态下货币政策与汇率政策协调的理论模型,比较不同协调方式下福利水平和政策信誉。在理论模型的基础上,进一步建立具有微观基础的 DSGE 模型,探索政策协调的微观机制,增强模型的现实性。

立足新常态特征,开展货币政策与汇率政策协调的模拟分析和实证分析,将定性分析发展为动态定量分析,评估政策协调的实际效果。研究实行政策协调的长效机制和促进措施,为实现货币政策和汇率政策的科学分工和合理指派,提升货币当局的调控能力和政策信誉提供理论和事实依据。本书将深化关于“新常态下政策协调”的认识水平,使我们更好地认识和把握中国经济新常态。

1.2 国际国内相关文献综述

1.2.1 货币政策与汇率政策协调研究综述

第一,新开放宏观经济学关于货币调控的研究。

Gali, J 等(2005)运用小国开放模型,分析了三种货币政策框架对宏观经济的影响,认为不同货币政策框架的区别在于汇率波动幅度不同。Leitemo, K 等(2005)认为在汇率不确定的模型中,泰勒规则能稳定小型开放经济。Devereux, M B 等(2006)认为在一个新兴市场经济体中,汇率传递程度是评估货币政策规则的关键。当汇率传递程度高时,最优规则是稳定非贸易商品价格;反之,则是稳定 CPI。此外,Smets, F 等(2002)分析了不完全汇率传递下的最优货币政策,认为央行需要最大限度地减少国内和进口产品价格通胀的加权平均值,以尽量减少交错价格设定的资源成本。

第二,货币政策和汇率政策冲突和协调的研究。

首先,关于政策冲突的研究。阿莱(1992)认为自一战以来,没有一个国家可依靠单一手段,同时控制住价格水平和汇率。Obstfeld, M 等(2005)研究 130 多年国际利率的相关性,在很大程度上证实三元悖论成立。其次,关