



李增来 著

中美两国货币政策协调研究

A Study on Monetary Policy Coordination between China and the United States

Monetary Policy

非
外
借

中国科学技术大学出版社



中美两国货币政策协调研究

A Study on Monetary Policy Coordination between China and the United States

李增来 著

Monetary
Policy

中国科学技术大学出版社

内 容 简 介

本书首先系统地回顾了货币政策协调的理论文献,根据已有文献考察了货币政策溢出效应和货币政策协调的分析框架。在开放经济中对货币政策溢出效应的研究主要沿着 M-F-D 模型和 NOEM 模型而展开;其次利用 SVAR 模型对中美两国货币政策双向冲击的溢出效应进行了实证研究;再次利用 NOEM 分析范式对中美两国货币政策协调的福利收益进行了理论分析;最后分析了中美两国货币政策协调方案的选择。研究表明,在当前条件下,依据进行政策协调的方式,中美两国货币政策协调机制选择是相机协调。在选择相机协调的同时,在综合协调的稳定性和灵活性的基础上,本书认为汇率目标区方案是一种比较合适的选择。

本书可供金融从业人员及相关研究人员参考使用。

图书在版编目(CIP)数据

中美两国货币政策协调研究/李增来著. —合肥:中国科学技术大学出版社, 2017. 5

ISBN 978-7-312-04197-6

I. 中… II. 李… III. ①货币政策—研究—中国 ②货币政策—研究—美国
IV. ①F822.0 ②F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 070607 号

出版 中国科学技术大学出版社
安徽省合肥市金寨路 96 号, 230026
<http://press.ustc.edu.cn>
<https://zgkxjsdxcsbs.tmall.com>
印刷 安徽省瑞隆印务有限公司
发行 中国科学技术大学出版社
经销 全国新华书店
开本 710 mm×1000 mm 1/16
印张 9
字数 167 千
版次 2017 年 5 月第 1 版
印次 2017 年 5 月第 1 次印刷
定价 32.00 元

前 言

在对相关文献进行回顾的基础上,本书综合运用理论分析方法和实证分析方法对中美两国货币政策协调进行了较为全面的考察。本书主要回答了5个问题:(1)为何要研究中美两国货币政策协调?(2)中美两国货币政策双向冲击的溢出效应是否存在?(3)中美两国货币政策协调能否产生收益?(4)什么样的方案适合中美两国货币政策协调?(5)本书的分析得到什么样的政策建议?

首先,本书系统地回顾了货币政策协调的文献,根据已有文献考察了货币政策溢出效应和货币政策协调的分析框架。在开放经济中对货币政策溢出效应的研究主要沿着M-F-D模型和NOEM模型展开。M-F-D模型简单直接,但缺乏微观基础,且只有有限的解释与预测能力,而NOEM模型则克服了M-F-D模型的缺陷并能够进行严格意义上的福利分析。通过对M-F-D模型和NOEM模型比较,本书认为NOEM模型更适合分析中美两国货币政策溢出效应和协调的分析范式。

其次,本书利用SVAR模型对中美两国货币政策双向冲击的溢出效应进行了实证研究。研究发现,美国紧缩性货币政策对我国产品出口产生负效应,通过收入吸收效应和支出转换效应的综合作用会抑制出口和进口,最终会恶化我国的贸易余额。通过方差分解可知,美国紧缩性货币政策对产出的负效应超过其他三个方面。中国扩张性货币政策会对美国产出产生正效应,通过收入吸收效应对美国的进口需求增加,同时扩张性货币政策使得本币有贬值压力,通过支出转换效应对美国的进口需求减少,通过两种效应的综合作用对美国净出口产生负效应。通过方差分解可知,相对于其他三个变量而言,我国货币政策对美国净出口的影响较大。

再次,本书利用NOEM分析范式对中美两国货币政策协调的福利收益进行了理论分析。研究发现,当两国产品的需求弹性大于1,且两

国劳动供给冲击的相关系数小于 1 时,货币政策能够协调潜在的福利收益;当两国产品的需求弹性等于 1 或两国劳动供给冲击的相关系数等于 1 时,货币政策协调潜在的福利收益为 0;如果两国都想利用紧缩性货币政策来提高本国的福利水平时,两国货币政策的协调就具有不稳定性。

最后,本书分析了中美两国货币政策协调方案的选择。研究表明,依据进行政策协调的方式,国际货币政策协调有两种机制:相机性协调与规则性协调。当前条件下,中美两国货币政策选择的协调机制是相机协调。选择相机协调的同时,在综合考虑协调的稳定性和灵活性的基础上,本书认为汇率目标区方案是一种比较合适的选择。而汇率目标区方案最核心的内容首先是测度基本均衡汇率,这是确定目标区的区域宽度是否适当的一个重要依据。本书利用艾尔巴达威(Elbadawi,1994)提出的关于发展中国家的均衡汇率模型,结合人民币汇率波动情况和国内宏观经济情况,认为中美两国货币政策协调的汇率目标区的上下浮动区间可设置为 15%。

编者

2017 年 2 月

目 录

前言	(i)
第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 概念界定、结构与内容	(12)
第三节 研究方法、贡献与不足	(17)
第二章 国际货币政策协调的文献回顾	(19)
第一节 货币政策对实体经济的影响及传导路径	(19)
第二节 开放条件下货币政策溢出效应和协调的分析范式	(29)
第三节 中美两国货币政策溢出效应和协调的分析范式选择:是 M-F-D 还是 NOEM 模型?	(41)
第三章 中美两国货币政策溢出效应的实证分析	(45)
第一节 中美两国货币政策溢出效应的一般均衡模型	(45)
第二节 美国货币政策对中国经济动态冲击效应研究	(51)
第三节 中国货币政策对美国经济动态冲击效应研究	(60)
第四章 中美两国货币政策协调的理论模型	(67)
第一节 中美两国货币政策协调的外部经济特征	(67)
第二节 中美两国货币政策协调的福利收益	(76)
第五章 中美两国货币政策协调的方案选择	(90)
第一节 中美两国货币政策协调的推动因素	(90)

第二节 中美两国货币政策协调的机制与方案选择	(100)
第三节 汇率目标区方案的实证研究	(110)
第六章 研究结论	(125)
参考文献	(127)
后记	(136)

第一章 导 论

第一节 问题的提出

关于货币产生的历史,货币学家和史学家基本一致认为最早的自由货币出现在原始社会后期,是随着私有制的萌芽和物物交换而逐渐产生的。所谓自由货币是指在交易中自然产生、自由使用的货币,一般是指国家货币产生之前的原始货币或由该时期商人或银行家们自由发行、在特定范围内自由流通的货币。^① 货币的最初形态是实物货币。随着交易范围的不断扩大和交换行为的不断发生,实物货币的缺陷便日益显现出来,而金属货币具有易保存、易切割、易携带、价值稳定等特点。随着勘探冶炼技术的发展,金属货币替代了实物货币,并且货币材料最终固定在贵金属上。

19 世纪以前,货币形式仍处于自由货币时期。几乎没有国家期望对其铸币在本国领土范围内进行垄断,外国铸币与本国铸币享有同等权利,可以不受任何特殊限制地自由进入和自由流通,而且限制仅仅罕见地用于确认法定货币。当然,不是每种货币都能到处流通。广泛流通的是那些足值的金币或银币,价值较小的辅币没有被普遍接受。但大量的外币充斥本国市场会带来汇兑损失和货币币值不稳定的风险。即使是国家正式发行的法定货币也往往由于发行时间、铸币厂的不同而种类繁多,它们同时在同一市场上流通,影响了商品的计价和流通。具有一定实力和信用的商人和银行家们发行的私人铸币也带来了两个方面的问题:一是私铸者从降低铸币的成色和重量中获利;二是即使他们没有通过货币贬值获利,但不同种类和不同标准的铸币也会造成货币体系的紊乱。为了有效地解决这一问题,国家开始对货币体系进行改革。

首先,国家必须统一国内货币流通秩序。由国家集中发行铸币,对流通中

^① 雷志卫. 欧洲货币联盟的理论基础与运作机制[M]. 北京:中国金融出版社,2000:20.

的铸币的标准和样式做统一安排,保证了铸币的成色和重量。同时,国家还集中发行银行券,目的是为了防止银行券发行过多而导致商业银行兑付困难。于是货币供给的权利便牢牢地掌握在国家建立的中央银行手中,维持了货币的可兑换性,促进了商业银行的健康发展。其次,针对外国货币自由流通的限制性规定日益增加。最主要的是国家制定了新的法定货币法律,规定货币的公共接受性。法定货币是债务人偿还债务时债权人有权接受的货币。公共接受性是指哪种货币可用于支付税收或履行对国家的合同义务。19世纪随着限制性规定的推进,先前被允许甚至特别授权作为法定货币铸币的特权逐渐被取消。同时,公共接受性逐渐仅限于国内货币,而且,政府更加频繁地提前终结或延期履行他们接受外币与本币自由兑换的承诺。最终,在大多数国家中,外币在当地流通被完全禁止,至少已被官方禁止。^①

通过对货币体系的改革,从19世纪到20世纪中期,各个国家逐渐建立了自己的国家货币体系。这个过程主要经历了四个阶段:第一阶段是英国从19世纪20年代开始沿着地区界限对其硬币系统进行改革,随后又调整纸币和银行券,到1928年英格兰银行最终垄断了货币发行权;第二阶段从19世纪后半期开始,国家货币开始出现在西欧国家以及日本和美国;第三阶段是在20世纪初,国家货币出现的地区主要包括英属殖民地、拉丁美洲和东欧;第四阶段是在第二次世界大战后,随着非殖民化运动的推进,新独立的亚非国家也开始建立起自己的国家货币体系。

国家货币产生后对整个社会与国家的作用主要表现在以下几个方面:

(1) 增进整个社会的福利。国家垄断货币发行对整个社会福利的增进,是相对于私人发行货币而言的,原因在于国家的权威和信用总是大于私人的。一方面,货币国家化可防止私人货币竞相贬值时对总体币值稳定性的影响;另一方面,国家对铸币重量、成色和样式的保证,以及统一了众多铸币标准和样式,减少了流通费用。另外,纸币出现后,国家利用新工业技术使得假币生产更具难度,从而减少了流通中的假币数量。

(2) 增加政府的收入。国家垄断货币发行的直接动力是获取铸币税。铸币税是指国家以低于货币价值的成本发行新货币所获取的利润,是从发行货币中获取的净收入或利润,它等于发行出来的货币的交换价值与制造货币与维护货币流通的成本之间的差额。^② 对国家而言,铸币税可以弥补财政赤字,财政赤字越多,国家发行货币获取铸币税的动力越强。铸币税已成为有些国家财政收入的主要来源。有研究表明,在1971~1990年间有10个国家的政府支出的

① (美)本杰明·J·科恩.货币地理学[M].成都:西南财经大学出版社,2004:47.

② 劳伦斯·H·怀特.货币[M].北京:中国人民大学出版社,2004:132.

20%以上依赖于铸币税。^① 国家垄断货币发行的另一个动力是增加政府的税收。以货币形式支付税收使政府进一步扩大课税基础的意愿得以实现。如果以实物而不是以货币形式征税,许多税收将无法开征或很难征收,如对消费税和对服务产品征税等。另外,在国家安全面临突发危机或威胁时,铸币税是动员资源的最灵活的征税工具。

(3) 提高国家的宏观经济管理能力。国家货币产生后,一旦政府在其领土范围内取得对货币供给的控制权,政府就有能力运用货币政策影响总产出和就业水平。在1929~1933年资本主义经济危机后,凯恩斯主义的出现更加表明了货币对一个国家的重要性。国家货币的出现使央行拥有了两个有力的与货币相关的政策工具:一是货币供给量,调节货币供给量能减少或增加居民的支出,以抑制通货膨胀或通货紧缩;二是汇率,与货币供给量相比,汇率政策能调节国家的外部平衡。因此,国家货币的出现为政府宏观政策的制定和有效管理提供了行之有效的工具。

国家货币产生后,民族国家渴望巩固他们刚刚获得的权力,开始对货币的产生与管理进行控制。此后,“一个国家,一种货币”成为国际货币体系的常态。20世纪50年代以后,在金融全球化的大背景下,国际货币体系出现了区域货币合作的趋势。欧洲货币合作与东亚货币合作即是这种趋势的具体体现。由此,货币属于国家的历史联系呈现出“一个市场,一种货币”的发展趋势。于是,有学者认为“将‘一个国家,一种货币’视为‘市场—制度’在货币经济层面的基本规律是错误的,这只能给出一个关于全球货币关系的误导性图景。”^②蒙代尔认为“最理想的国际货币体系可能是这样的:国家货币被取消,代之以单一的货币。”^③哈耶克甚至主张货币的非国家化和自由竞争的货币体系,认为“国家货币既不是必然的也不是可取的。”^④由上述学者的观点衍生出的问题是:如果国家货币被取消以后,那么,开放经济中国与国之间的矛盾和冲突靠什么样的政策来协调?不过,也有学者认为“市场货币是货币与国家协调过程中为适应新环境出现的一种新现象,金融全球化并未从根本上改变国家货币主权。”^⑤其实,就“一个市场,一种货币”而言,只要把“一个市场”中的所有国家看成一个整体,货币政策协调在操作上仍然属于国家货币在空间范围内的竞争与协调,其本质是解决基于国家货币为基础的国家利益之间的冲突。在现代国际社会,

① Reid W. Click. Seigniorage in a Cross-Section of Countries [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1998, 30(2): 154-171.

② 屠启宇. 制度创新:货币一体化的国际政治经济学[M]. 北京:高等教育出版社,1999:224.

③ H. Peter Gray. International Finance in New World Order Domestic[M]. Elsevier Science LTD, 1995: 29-30.

④ (英)弗里德里希·冯·哈耶克. 货币的非国家化[M]. 北京:新星出版社,2007:129.

⑤ 吴志成,龚苗子. 从国家货币到市场货币:货币与国家关系的解读[J]. 经济社会体制比较, 2005(6): 58-63.

货币所包含国家和民族象征的传统意义并没有减少,而且现代意义上的货币和货币政策被认为在当今国际社会中发挥着非常重要的作用。

不过,国家货币在空间范围内的竞争也引起了国家之间的利益冲突。在经济全球化条件下,一国货币政策的运行结果不再只取决于自身的货币政策,而是通过货币政策的溢出效应相互影响,从而制约着一国经济内外均衡目标的实现。因此,国际货币政策协调研究历来是国际货币经济学研究的一个核心问题。

在理论上,对国际货币政策协调的研究主要包括:为什么要进行国际货币政策协调?如果要进行国际货币政策协调,那么协调的机制是什么?国际货币政策协调能否解决利益冲突并产生预期收益?如果货币政策协调能产生预期收益,那么收益如何分享、成本如何分担?如果不能产生预期收益,那么导致协调失灵的原因是什么?每当出现突发性的危机时,各国央行很容易在处理危机问题上达成共识。为什么出现危机时,各国货币政策很容易达成协调?那么危机过后,各国货币政策达成协调是不是遥不可及的梦想?这些问题引起了学术界和政策研究者的密切关注。

在实践中,从国际货币体系演变的历史来看,可以说整个国际货币体系演变的历史就是国际货币政策协调的历史,在每一个历史阶段,国际货币政策协调既呈现出不同的特征又体现出某种共性。按照国际货币体系的历史演进次序,国际货币政策协调可划分为古典金本位制、布雷顿森林体系以及现行国际货币体系等形态下的协调。

国内外大多数学者认为古典金本位制时段的初步划分是从1870年到1914年。在古典金本位制下,各国央行根据金本位制的运行规则,将维持黄金的可兑换性放在首位,只有这样才能使国际贸易和资本流动正常有序地进行。只要各国遵守金本位制的运行规则,保持各自的货币有黄金做担保并可兑换成黄金,汇率就可以保持稳定。为了保持汇率稳定,各国中央银行都需要有充足的黄金储备来维持外部均衡。在古典金本位制下,相对于外部均衡而言,内部均衡目标在经济政策中处于次要的地位,政府尚不负有保持内部均衡的重任。因此,维持外部均衡是各国货币政策协调的首要目标,在这期间协调呈现出偶然

性和非对称性的特点。^①

相机协调是古典金本位制下国际货币政策协调的主要方式。在古典金本位制运行期间,一些国家的央行和政府是相当长的时间内没有进行固定和系统性的合作,即各国协调货币政策主要采用相机协调的形式。古典金本位制下,合作的需求受到特殊条款的限制,在没有损害正常情况下的维持对信用的承诺,通过暂时中止黄金的可兑换性,中央银行能够对影响国际收支逆差的意外干扰做出反应。这种不顾一切的捍卫黄金平价约束了合作需求,只有当干扰威胁到许多国家,对整个体系造成不稳定时,才需要利用制度保持合作^②。但是,随着经济的发展,这种无固定和系统性的合作机制开始遭到破坏。当就业和收支平衡的目标发生碰撞时,谁占优已不再明显。各国逐渐不能忍受为维持外部均衡而给本国经济带来的萧条,不再维持黄金可兑换承诺的信用,信用的削弱使得该制度日益受到不稳定性因素的冲击。另外,到了金本位后期,绝大多数黄金被少数强国所占有,这削弱了其他国家实行金本位的基础,造成了当时体系的不稳定,破坏了国际货币政策的协调机制。

在金汇兑本位制下(1919~1939),黄金的可兑换性受到极大的威胁。各国

① 在古典金本位制下,各国政府对内部均衡目标没有给予过多重视,一是与当时各国信奉的古典经济理论有关。以法国为例,在1870~1914年间经济自由主义在法国处于顶峰阶段,“从19世纪90年代开始,财政部官员都热衷于经济自由主义,并且反对政府干预。在这种情况下,直到1914年战争爆发前,第三共和国尽其所能地采取自由放任政策。……很难找到政府有意采取行动促进经济增长或结构性变革的例子。”(彼得·马赛厄斯,悉尼·波拉德,剑桥欧洲经济史:第8卷[M].北京:经济科学出版社,2004:646-647.)。二是与古典金本位制的运行机制有关。一国坚持遵守金本位制就意味着不能再控制其货币政策,可以说货币政策从属于金本位制。货币政策对维持物价稳定和充分就业等国内均衡目标的作用不大,以失业为例,美国的失业率在1890~1913年间平均为6.3%,然而在1946~1992年间却低于5.7%(保罗·克鲁格曼,茅瑞斯·奥波斯法尔德,国际经济学[M].北京:中国人民大学出版社,1998:499.)。世界各国的货币政策在很大程度上受到黄金生产和金矿被发现的制约。当19世纪70年代和80年代黄金产量低的时候,全世界的货币供应增长缓慢,与世界经济的增长不相适应,其结果是通货紧缩(价格水平下降)。然而,19世纪90年代阿拉斯加和南非地区发现金矿,极大地增加了黄金生产,这又转而一直持续到第一次世界大战为止的货币供给迅速增加和价格水平上升(通货膨胀)(米什金,货币金融学[M].4版.北京:中国人民大学出版社,1998:460.)。由于货币政策不能有效地控制物价和就业,货币政策只能维持汇率稳定。因此,维持外部均衡的货币政策协调目标内生于金本位制。

再有,在古典金本位制下,国际货币政策协调呈现出偶然性和非对称性的特点。“‘1914年之前中央银行之间的合作肯定是一种例外,而不是一种常规。’在经济危机时期,中央银行彼此援助时会产生一些偶然现象。例如,在1890年英格兰银行从法国银行借了价值7500万法郎的黄金,而法国银行有几次(比较著名的是1906年、1907年、1909年和1910年)贴现了英国汇票以及尽可能为伦敦提供黄金”(彼得·马赛厄斯,悉尼·波拉德,剑桥欧洲经济史:第8卷[M].北京:经济科学出版社,2004:198-199.)。贸易赤字国遵守黄金可兑换性的动力比盈余国要强。因此,在实践中贸易赤字国担负起让所有国家实现国际收支平衡的重任。然而,贸易盈余国本应该限制,但并不总是采取措施限制黄金流入,这就恶化了古典金本位制下的货币政策协调问题,维持外部均衡目标的动力就落在了贸易赤字国身上,体现了货币政策协调的非对称性。

② Barry Eichengreen, Central Bank Co-operation and Exchange Rate Commitments: the Classical and Interwar Gold Standards Compared[J]. Financial History Review, 1995: 99-117.

央行经常违反公认的“游戏规则”，货币当局把维持内部均衡而不是把黄金的可兑换性放在首位。很多国家的央行开始频繁地通过外汇市场操作来冲销由于黄金流动而对国内货币环境造成的影响，从而严重地影响了黄金的自由兑换。另外，工会力量的增强也削弱了央行借助国内货币政策确保黄金可兑换的能力。在经济和政治力量的影响下，各国货币政策的目标不得不从维持外部均衡转到维持内部均衡上。在1929~1931年间，各国曾试图通过经济政策的协调来共同应对全球性的经济萧条，但由于当时各主要发达国家的政策模式不尽相同，所以无法采取共同的政策。这种缺少经济政策协调的状况，使得整个资本主义世界的货币金融一直处于无序状态。各国纷纷实行以邻为壑的政策，提高关税、限制进口和外汇倾销，几乎所有的国家都卷入了前所未有的竞争性贬值浪潮中。经济危机结束以后，英、美、法三国为了恢复国际货币秩序，于1936年9月达成了“三国货币协议”(Tripartite Monetary Agreement)，约定外汇基金相互合作，避免竞争性贬值，维持汇率稳定。在20世纪30年代，除了1936年的“三国货币协议”以外，很少有其他的国际货币合作。“正如1937~1938年法郎下滑的环境表明，尽管日常国际技术合作可能会增加，但是国际货币的使用依然很少，甚至很受欢迎的‘三边货币协议’也对增加国际合作无所作为。由此带来的后果是，外汇变动的幅度超出了相关国家实现国内目标所需要的变动幅度；而且出现了大量的国际不平衡、大规模的投机资金(游资)流动和外逃”，^①这恰恰说明了如果各国实行货币政策协调或合作，就不会产生如此大规模的变动，能在一定程度上促进金融体系的稳定。

第二次世界大战彻底改变了世界经济与政治格局，世界货币金融体系演变为以美元为中心的国际货币体系。1944年7月，44个国家代表同意了由美国代表提出的《联合国货币金融会议最后议定书》《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称“布雷顿森林协定”，并建立了国际货币基金组织(IMF)和国际复兴开发银行(IBRD)，起到维护布雷顿森林体系运行的作用。布雷顿森林体系的建立本身(多数文献认为，这一体系的建立应从1946年开始到1971年结束)就是制定明确的规则来协调各国的经济政策。其主要内容包括以下三个方面：(1) 建立一个永久性的国际金融机构，即国际货币基金组织，并赋予其一定的职权，以促使国际货币合作或政策协调；(2) 实行双挂钩的固定汇率制度；(3) 取消对经常账户的外汇管制，但允许对国际资金流动进行控制。

与古典金本位制不同，在布雷顿森林体系下，保持内部均衡成为各国政府共同关注的经济目标，促进经济稳定与发展的重要性日益凸显。由于该体系实

^① 彼得·马赛厄斯，悉尼·波拉德，剑桥欧洲经济史：第8卷[M]。北京：经济科学出版社，2004：284-285。

行的是双挂钩的固定汇率制,同时又控制国际资金流动,因此,外部均衡就体现为实现经常账户的平衡,以维持汇率稳定。^①为了履行固定汇率的承诺,各国都必须把外部均衡目标置于内部均衡目标之上。从这一点上说,布雷顿森林体系的制度设计与古典金本位制存在共性,那就是各国货币政策协调的共同目标是一致的,体现在维持汇率稳定上。

在布雷顿森林体系下,规则协调是国际货币政策协调的主要方式。第二次世界大战彻底改变了世界经济与政治格局,世界货币金融体系演变为以美元为中心的国际货币体系。

布雷顿森林体系下,内外均衡目标的实现存在着不对称性。货币政策协调机制存在不可调和的内在矛盾。

事实上,各国都没有遵守布雷顿森林体系的运行规则,原因在于古典金本位制下的自动调节机制已不复存在,内外均衡目标的实现存在着不对称性。对美国而言,其外部均衡目标是保证美元与黄金之间的固定比价和可兑换性,这要求美国控制向国外输出美元;而对其他国家而言,其外部均衡目标体现为通过国际收支顺差积累美元,这要求美元大量向境外输出。于是美元作为国际储备货币遭遇到无法解决的“特里芬难题”。就内部均衡而言,第二次世界大战后(以下简称“战后”)主要资本主义国家政府职能的充分发展以及国内各方面矛盾的激化,迫使包括美国在内的其他国家并未将外部均衡而是将内部均衡置于首位,内外均衡实现机制的矛盾构成了布雷顿森林体系的根本缺陷,并最终导致这一体系的崩溃。

尽管布雷顿森林体系于1973年2月彻底崩溃,但该体系用制度安排促进国际货币金融领域的合作,并延缓了固定汇率制的崩溃,这一点是毋庸置疑的。这种合作行为为后布雷顿森林体系时代的各国货币政策协调奠定了基础,在该体系下制定的规则性协调克服了相机协调的可行性和可信性差的问题,也为以后制定新的国际货币政策协调规则提供了重要的参考价值。

布雷顿森林体系崩溃以后,国际货币基金组织的“国际货币制度临时委员会”于1976年1月在牙买加首都金斯敦签署了《牙买加协议》。同年4月,国际货币基金组织理事会通过了《国际货币基金组织协议》的第二次修订案,这标志着新的国际货币体系的开始。牙买加协议的主要内容有:取消汇率平价和美元

^① 外部均衡通常被定义为一国经常项目的平衡。在开放经济中,外部均衡的定义发生了变化,其取决于诸多因素,包括汇率制度和世界经济环境等。如果考虑到跨期交易带来的收益,外部均衡可理解为经常项目即不会因为过度赤字而无法偿还外债,也不会因过度盈余导致该国将来可能会遭受无法收回贷款的损失,即将经常项目维持在合适的水平。但是由于政府并不总能确切地把握合适的经常项目水平,所以本书在此还是遵循传统的定义,将外部均衡理解为经常项目的平衡。

中心汇率,确认浮动汇率制,成员国自行选择汇率制度;黄金非货币化,取消黄金官价和各成员国与IMF的各方之间用黄金清算的义务;扩大特别提款权的作用;扩大基金组织的份额,增加对发展中国家的资金融通数量和限额。

在现行国际货币体系下,各国非常重视价格稳定、充分就业和经济增长等国内经济目标。在内外均衡的关系上,各国将内部均衡目标置于外部均衡目标之上。由于没有特定的规则要求各国维持汇率稳定,外部均衡主要依靠市场机制调节。20世纪70年代以后,各国经济相互依存度越来越高,国际资金流动规模巨大,汇率剧烈波动日益严重,政府宏观调控难度加大。浮动汇率制自发地实现外部均衡已经被现实所否定,内外均衡依然面临着与固定汇率制相类似的冲突且表现得更加复杂。各国充分意识到如果再各行其是,必将影响本国经济的稳定与发展,为此,各国开始重视国际经济政策协调并采取一定的措施。

简而言之,现行国际货币体系下的国际货币政策协调实践可分为四个阶段:

第一阶段:1974~1979年。各国面临高通胀率和第一次石油价格大幅上涨所带来的经济衰退问题,各主要工业国于1978年在波恩会议上达成协定,日本和联邦德国采取扩张性经济政策,美国采取削减石油进口的计划以抑制石油价格上涨。波恩会议体现了主要工业国能够就共同面临的经济问题进行宏观经济政策协调。由于协调采取的是相机协调而不是布雷顿森林体系下的规则协调,使得其对各国的约束力较低,再加上受第二次石油危机的影响,协调未取得预期效果。

第二阶段:1980~1985年。各国再次经受高通货膨胀的煎熬,抑制通货膨胀成为各国经济政策的首要目标。在货币主义理论的指导下,各主要工业国政府普遍认为,政府所能做的只有降低本国的通胀率。于是,这些国家都采取了紧缩性货币政策,结果导致本国经济的严重衰退,进而导致全球经济的衰退。可以说,正是由于各国没有采取货币政策协调而使得世界经济陷入严重的衰退之中。

第三阶段:1986~1999年。在此期间,各主要工业国家面临巨大的外部不平衡、金融危机频发状况。1985年以后,主要工业国发生了巨大的外部不平衡,为了解决经济失衡问题,1987年七国集团财政部长达成了《卢浮宫协议》,协议制定了货币与财政政策合作的目标,美国要减少财政赤字,联邦德国减税,日本通过扩张性货币政策来降低利率以刺激经济。20世纪90年代以后,金融危机频发,如1992年爆发里拉危机和英镑危机、1994年爆发墨西哥货币与金融危机、1997~1998年爆发亚洲金融危机。为减轻金融危机对本国经济造成的冲击,客观上形成了对国际货币政策协调需求的增加。总体来说,《卢浮宫协

议》之后的宏观经济政策合作仍然是松散的。^① 部分国家之间的局部性合作已有重大突破,1999年1月1日,欧元的实行就是国际货币政策协调史上的一大创举。

第四阶段:2000年以后。经济全球化后,国际金融市场已经发展成为跨越国界、超越时空的统一整体。由于金融危机具有国际传染效应,局部的金融危机或金融波动将通过金融市场以及网络迅速蔓延,最终会引发全球性的经济波动。2007年美国次贷危机的爆发引发2008年的全球金融危机,并导致2009年主要发达国家全部陷入经济衰退。为了共同应对金融危机,各主要发达国家中央银行主动进行国际货币政策协调。这次货币政策的协调主要体现在两个方面:一是通过货币互换向市场注入美元;二是主要发达国家(地区)央行采取一致降息的货币政策行为。正是这些针对危机的货币政策协调,对虚拟经济和实体经济产生了正效应,从而在一定程度上抑制了全球的经济衰退。

在现代国际社会,国家货币在空间范围内的合作与竞争产生了利益共同性和冲突性。利益共同性使得产生货币政策协调很有必要,利益冲突性则使得货币政策协调变得很困难。在开放条件下,各国为解决国内经济问题所实施的货币政策会影响其他国家,反之亦然,即国家之间存在着货币政策外部性。经济全球化后,危机蔓延以及网络发展导致对货币政策协调的需求增加。因此,如何解决基于货币政策外部性而引起的国家之间的利益冲突以及现实对货币政策协调的需求,成为国际货币政策协调研究的一个核心问题。从国际货币体系演变的历史看,在每一个特定的历史阶段,国际货币政策协调具有不同的特点:古典金本位制的偶然性协调,布雷顿森林体系下的规则协调,现行国际货币体系下的相机协调。我们还可以发现,在每一个特定的历史阶段国际货币政策协调又具有某种共性,即当出现突发性的危机时,各国央行很容易在处理危机问题上达成共识,拯救经济的共同目标促成了货币政策协调。

从理论和实践中我们得出国际货币政策协调的重要性和现实可行性,但具体到中美两国而言,为了研究两国货币政策协调的必要性,首先必须了解两国经济的基本事实。简而言之,中美两国经济的基本事实主要体现在两个方面:

一是中美两国国际收支失衡问题。自20世纪90年代以来,经济全球化中的一个突出问题是国际收支失衡问题,主要体现在美国巨额的经常账户逆差。1989年中美贸易总额仅为118.7亿美元,中国对美国贸易逆差为38.5亿美元。1993年中国由贸易逆差转为贸易顺差,两国贸易总额为276.5亿美元,中国对美国贸易顺差为62.7亿美元。从1993年到2009年,两国贸易总额增加幅度

^① 姜波克,杨长江. 国际金融学[M]. 2版. 北京:高等教育出版社,2004:321-322.

很大,由 276.5 亿美元增加到 2985.4 亿美元,增长了约 9.8 倍。同时贸易顺差从 62.7 亿美元增加到 1430.8 亿美元,增长了约 21.8 倍。按照美国的统计,中国是美国第一大贸易逆差来源国。随着两国之间的贸易差额的不断扩大,为改善国际收支失衡,客观上要求两国进行货币政策协调。

二是中美两国汇率问题。人民币汇率问题是中美两国货币政策协调的核心问题,也一直是两国争论的焦点问题。2010 年 9 月 29 日美国国会众议院投票通过了《货币改革促进公平贸易法案》,旨在对本币低估国家的商品征收惩罚性的关税。在此之前的 9 月 16 日,在与人民币汇率相关的听证会上,美国财政部长蒂姆·盖特纳表示人民币升值太慢并且幅度有限,美国政府正在考虑采用“工具组合”推动人民币尽快升值。美国所发表的言论,似乎表明要对人民币汇率采取行动了。当前美中之间的贸易摩擦类似于 20 世纪 70 年代起持续到 1995 年的美日贸易摩擦。日本制造业产品大量涌入美国引发了“排日风潮”,结果使得日元陷入了“过度升值综合征”,导致日本在 20 世纪 90 年代陷入了“失去的十年”。^①进入 2000 年后,“排华风潮”取代了“排日风潮”。2003 年 2 月,西方七国集团财政部长会议上,日本财务大臣盐川正十郎以中国向日本输出了通货紧缩为由,要求效仿 1985 年《广场协议》,让人民币升值。2003 年 9 月,美国前财政部长斯诺认为人民币汇率低估导致了美国巨额的贸易逆差和严重的失业,认为人民币对美元汇率应该升值。也有经济学家,如蒙代尔,认为美国的贸易逆差是国际经济金融制度安排决定的,认为人民币应该保持汇率稳定。在外界压力的推动下,2005 年 7 月 21 日,中国人民银行正式公告,“我国开始实行以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币不再盯住单一美元,形成更富有弹性的人民币汇率形成机制。”^②公告的宣布暂时平息了对人民币升值问题的争论。之后,人民币对美元不断升值,人民币对美元汇率中间报价从汇改前的 1:8.2765 到 2011 年 4 月 20 日的 1:6.5294,累计升值率已达到 26.7%。

人民币升值并未真正改变中国对美国的贸易顺差格局。2005 年中美贸易顺差为 1141.7 亿美元,到 2009 年达到 1430.8 亿美元,顺差净增 289.1 亿美元。也就是说,人民币升值并没有缓解我国出口增长的势头,贸易顺差增长的格局依旧未改变。贸易顺差的格局未变,加剧了对人民币的升值预期,促使许多国际资金通过各种途径进入中国。根据有关统计数据,2011 年第一季度,我国外汇储备增加额减去经常项目余额和 FDI 流入量之外,还有大约 1261 亿美元无法说明其来源。同时,还有一些国际游资通过虚假的 FDI 形式和国内出口

① 中国人民银行办公厅. 人民币汇率政策宣传手册[M]. 北京:中国金融出版社,2005.