

资本市场国际化下的 经济均衡与增长

——兼论中国资本市场国际化进程中的经济运行

孙 烽 著

SunFeng Zhu



上海财经大学出版社

资本市场国际化下的 经济均衡与增长

——兼论中国资本市场国际化进程中的经济运行



孙 烽 著

Sun Feng Zhu

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本市场国际化下的经济均衡与增长——兼论中国资本市场国际化进程中的经济运行/孙烽著. —上海:上海财经大学出版社,2005.9

ISBN 7-81098-443-8/F·399

I. 资… II. 孙… III. ①资本市场-研究-世界 ②经济增长-研究-世界 IV. ①G830.9 ②F113

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 087240 号

责任编辑 张健

封面设计 周卫民

ZIBEN SHICHANG GUOJIHUA XIA DE JINGJI JUNHENG YU ZENGZHANG

资本市场国际化下的经济均衡与增长

——兼论中国资本市场国际化进程中的经济运行

孙烽著

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路321号乙 邮编200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海财经大学印刷厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2005年9月第1版 2005年9月第1次印刷

850mm×1168mm 1/32 6印张 150千字

印数:0 001—1 500 定价:18.00元

序

孙烽博士撰写的《资本市场国际化下的经济均衡与增长》一书，以资本市场国际化发展的最新变化为背景，系统地研究了资本市场国际化条件下的经济均衡与增长问题。作者的独到之处是将这种宏观经济研究的视野拓宽到了微观领域，从而找到了发生外来冲击、以及由外来冲击导致宏观经济波动的微观基础。作者在研究中主要考察了以下一些微观经济因子：跨期替代弹性、主观消费偏好、投资的调整成本、以及资源的转移成本等。所有以上这些微观因子或者会对人们的消费行为产生影响，或者会对人们的投资行为产生影响，从而把一个国家要么成为一个净储蓄国家，要么变成为一个净资本进口国家，进而引起经由货币渠道发生的外部冲击，或者是经由技术渠道发生的外部冲击，并使受冲击的国家发生宏观经济波动。有鉴于此，作者认为，政府为稳定经济而进行宏观调控时必须充分考虑政策干预的微观基础，只有这样才有可能收到事半功倍的调控效果。

其实，最近发生在中国的宏观调控也已证明了这一点。中国当前经济过热，在很大程度上是由没有产权约束的国有企业仍然作为经济增长的投资主体所造成的。由于国有企业不是存在银行软约束，就是存在产权软约束，因此，国有企业的投资必定是低效率的。结果同样的产出，在国有企业作为投资主体的微观结构下，经济增长必然会产生投资倍增和资源消耗过大的问题。并且，正是因为国有企业的银行软约束与产权软约束，政府试图通过紧缩的货币政策或者财政政策来控制经济增长的速度也将是无效的，特别是需要借助于市场机制才能发挥

作用的紧缩货币政策,对于仍然处在各种行政力量支持下运行的国有企业来说基本上是不起作用的。在本次中国宏观经济调控过程中,发改委的作用大于央行的作用就足以证明这一点。由此可见,要使中国宏观经济的调控方法更加市场化、更加有效,就必须对作为宏观调控之微观基础的国有企业加以改革。

可以有效推进国有企业改革的方法当然是让国有企业发行股票上市。但是,对于中国这样一个仍然处于转型中的国家来说,假如不加快资本市场国际化的进程,那么资本市场就将难以规范,从而也就无法能够从容不迫、但又非常有效地完成国有企业的改制。目前中国政府为完善资本市场而作的各种努力成效甚微,关键的问题就在于中国的资本市场没有对外开放,以致不能有效地借助于国际经验和国际市场力量来规范中国资本市场的运行规则。只要我们把中国经济改革的历史简单回顾一下,就不难发现,开放对于改革来说有多么重要。与前苏联和东欧计划经济体制国家的改革相比较,中国的经济体制改革之所以能够取得较大的成就,关键就在于邓小平同志从一开始就把改革置于开放的环境下,从而使得中国的经济体制改革既可以借助外部资源来实现帕累托改进,又可以借鉴国际经验寻求适合中国国情的市场化路径。此外,中国加入WTO的努力和成功也对中国的改革起到了巨大的促进作用。所以尽管中国开放资本市场可能招致比开放贸易更多的外部冲击,但是,它对于改善和健全中国宏观经济调控的微观基础将起到巨大的作用。

借鉴国际经验,一个有效的资本市场至少需要满足以下几个方面的条件:第一,参与资本市场融资的企业必须具有非常完善的公司治理结构,也就是资本市场的基本面要好;第二,资本市场必须充分竞争,为此就需要变单交易所制度为多交易所制度;第三,市场结构要有效,在很多情况下公开市场喊价机制并不一定是最优的,为了提高资本市场的交易效率,还需要积极引进做市商交易制度。只有具备了这些基本条件,中国的资本市场才有对外开放的能力。

最后,就像中国商品市场的对外开放是通过引进外国跨国公司而

实现的一样,中国资本市场的开放也需要通过引进跨国公司来实现,其方法就是让那些已经进入中国的、并且是质地良好的跨国公司的子公司到中国资本市场来上市,以便从根本上改变中国资本市场的基本面。只有当中国资本市场的基本面有了比较明显的改善以后,我们才能借助于资本项目的对外开放逐步引进国际战略投资者,从而使得中国的资本市场真正成为一个国际化的资本市场。

华 民

复旦大学世界经济研究所所长

复旦大学世界经济系主任

前 言

作者从宏观的视角来论述资本市场国际化下的经济均衡与增长的问题,其核心思想是将国际化的资本市场作为一国经济系统的变量之一,来探讨该国开放经济系统的运行、最优的均衡轨迹与增长轨迹,以及当受到来自国际化资本市场上的货币冲击时,该国经济系统会发生怎样的动态调整?在研究这样的宏观问题时,作者采用的主要是微观的分析方法。这是因为,随着现代宏观经济学的发展,作者越来越认识到,对各种宏观经济现象的解释必须建立在坚实的微观基础之上才能深入地揭示出宏观经济运行的内在机制,因而才真正具有信服力和生命力。于是,探求微观基础、从微观主体最优化行为来推导宏观经济动态也就迅速成为现代经济学的一种范式。本书以微观的方法来探讨宏观的问题吻合于这样的发展趋势。

基于此,本书强调市场微观主体行为和从微观层面来探讨市场本身运行的规律和外在冲击对市场运行的扰动。更进一步,过度的扰动(超调)需要政府的有效介入,采取能够调控或优化影响市场本身运行若干参数的措施。这些参数主要有:跨期替代弹性、主观消费偏好、投资的调整成本、资源的转移成本等。但政府介入的方式又必须遵循市场的机制,也就是除非当市场波动过大以至于达到危机时政府才不得不采取强制性的极端干预,否则政府不遵循市场机制的不适当干预就会形成另一种冲击,即政策冲击。从这个意义上来说,在市场与政府的功能区间中,作者偏向于前者。在另一方面,世纪之交(1997~2000年),国内与国际经济环境的变化无疑也给本书主题的研究提供了极佳

的素材。

本书共分为七章。

第1章 导论。作者对本书的研究背景、方法、思路与结构安排等作出相关说明。

第2章 资本市场国际化的微观动因与现状。主要描述了资本市场国际化的微观动因和检验资本市场国际化的现状,从而为设定本书的逻辑起点打下基础,即在资本市场国际化趋势加强但又没有完全一体化条件下或者说资本可以在国际间流动来实现套利的条件下,一国开放经济是如何运行的。

第3章 资本市场国际化下的资产价格变动。主要论述了在一个完全开放(以资本市场完全国际化为标志)的市场经济系统中,货币市场、资本市场、外汇市场等各资产市场之间的动态均衡关系,突出反映在各资产价格如利率、股票价格和汇率之间如何形成互动机制。

第4章 资本市场国际化下的经济动态均衡。主要推导了在资本市场国际化下,当消费者(投资者)可以进行资产的国际交换或同时持有国内外资产时,即国内外资产同时进入每个消费者(代表性主体)的跨期预算约束时,消费者如何形成与资本市场封闭条件下不同的最优行为和结果,从而推导出开放条件下的整个宏观经济的总需求变化。

第5章 资本市场国际化下的经济增长效应。主要描述了当一国开放的界定范畴从初始的产品市场开放为主体拓展到资本市场开放为主体时,各国的经济发展是如何从利用国际资本市场外生推动经济增长进入到如何将国际资本市场作为内生系统变量来实现开放条件下内生增长的过程。

第6章 资本市场国际化下的随机冲击与经济均衡增长。主要探讨了当导入风险(随机性冲击)在确定性环境下对经济均衡与增长的分析被引入到随机框架时,一国所沿循着的市场自身逻辑的最优经济增长路径和最优金融政策。

第7章 中国在资本市场国际化进程中的经济运行。作者对中国资本市场国际化进程中的经验基础及其渐进式的探索过程、中国资本

市场国际化的现状、中国资本市场国际化进程中的经济非均衡效应和股市效应、中国资本市场国际化进程中的人民币实际汇率新变化(2003年)与汇率政策选择以及随机性框架在中国经济均衡增长中的前瞻性运用等问题,进行了模型分析和理论思考。

目 录

序	1
前言	1
第 1 章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 主要研究方法	3
第三节 基本研究思路	9
第四节 相关概念与结构安排	12
一、相关概念	12
二、结构安排	14
第 2 章 资本市场国际化的微观动因及其现状	16
第一节 资本市场国际化的微观动因	16
一、资本国际间流动的流量理论	17
二、资本国际间流动的存量理论	18
第二节 资本市场国际化现状的实证研究	24
一、检验资本市场国际化现状的计量方法	25
二、度量新兴资本市场国际化现状的定性方法	35

第3章 资本市场国际化下的资产价格变动	38
第一节 货币冲击下的股价变动和汇率动态:简单均衡分析	38
一、股价、汇率和利率的内在均衡关系	39
二、货币冲击与资产价格的调整路径	41
三、美国股市、汇市波动的实证考察:1997~2000年	45
第二节 货币冲击下的实际汇率波动:跨期均衡分析	49
一、实际汇率决定的微观需求模型	50
二、货币冲击与实际汇率调整	54
三、发展中国家实际汇率波动的逻辑:1997~2000年	58
第4章 资本市场国际化下的经济动态均衡	61
第一节 资本市场国际化下的经济最优均衡	61
一、对 Obstfeld 模型的扩展分析	62
二、数值模拟	66
第二节 技术冲击、股市运行和经常账户动态	68
一、技术冲击、递归性消费偏好和投资调整成本	68
二、开放经济的均衡与稳态	71
三、开放经济中的技术冲击与股价变动	74
四、开放经济的技术冲击与经常账户动态	78
第5章 资本市场国际化下的经济增长效应	83
第一节 资本市场国际化下的新古典增长理论:一个综述	83
一、新古典框架的初步形成	83
二、新古典框架的修正与资本市场国际化的“有限”增长作用	86
第二节 资本市场国际化下的结构性增长:模型分析	88
一、资本市场对外封闭下的初步模型	89
二、资本市场国际化下的扩展模型	93
三、实证研究与政策建议	96

第三节 国际资产组合与经济内生增长:	
Obstfeld 模型的解释	98
一、代表性居民的消费偏好与效用	98
二、代表性居民的最优消费与证券选择	99
三、开放经济中消费与产出的期望增长	99
第 6 章 资本市场国际化下的随机冲击与均衡增长	101
第一节 理论模型:一个 T-G 随机性分析框架	101
一、小国开放经济的价格和资产收益	102
二、代表性居民跨期消费最优化	104
三、小国开放经济的政府政策	105
四、小国开放经济的国际收支均衡	106
五、小国开放经济的均衡增长、消费和资产组合份额	106
六、小国开放经济的最优金融政策	107
第二节 实证模拟:墨西哥与印度尼西亚(1973~1995 年)	109
一、两国的通胀、风险和收益率	110
二、两国资产组合中国内资本的份额及国际资本流入 的含义	112
三、两国经济的均衡增长	113
四、两国汇率的贬值效应	115
第 7 章 中国在资本市场国际化进程中的经济运行	118
第一节 中国资本市场的国际化进程及其程度的测算	118
一、中国资本市场国际化的经验基础及其探索	118
二、中国资本市场国际化程度的测算	123
第二节 中国资本市场国际化进程中的经济非均衡:	
1997~2000 年	125
一、国内学者的相关研究	125
二、开放条件下跨期均衡分析在中国的应用	126

三、相关政策建议	131
第三节 中国资本市场国际化进程中的股市	
效应:1997~2000年	133
一、中国股市的产出效应:导入股票市场的 M—F 模型	135
二、中国股市存在的问题与相应的对策	136
第四节 中国资本市场国际化下的经济均衡增长:随机性模型	
的前瞻性运用.....	138
一、中国经济运行基本情况的比较分析:1990~2000年	139
二、中国国际资本流入状况	142
三、中国经济均衡增长状况	143
四、人民币汇率变动状况	145
第五节 中国资本市场国际化进程中的人民币实际汇率新变化	
与汇率政策选择.....	147
一、人民币汇率政策的合理性评价基准——人民币实际汇率	
变动规律	148
二、人民币实际汇率的变动规律	150
三、人民币实际汇率变动的阶段性判定及相应名义汇率政策	
的合理性与阶段性	151
主要参考文献	157

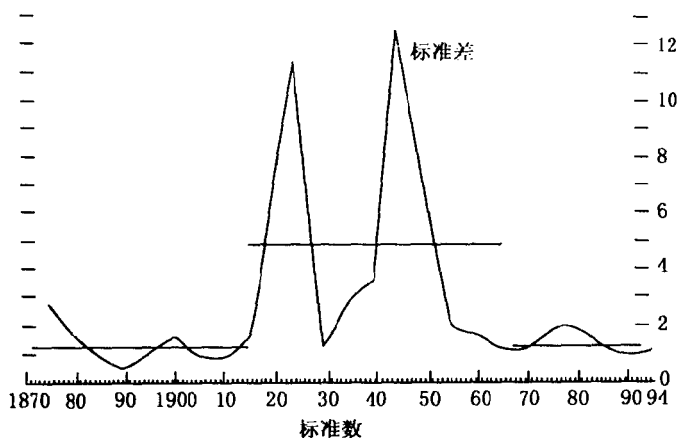
第1章 导论

第一节 问题的提出

20世纪90年代以来,以信息网络技术的迅猛发展为契机,经济全球化的速度正在不断加快。伴随而来的是,资本要素(尤其是证券资本)在国际间的大规模瞬时流动,各国资本市场与全球资本市场日益融合,资本市场国际化程度加速提高,国际资本市场也迅速走上一体化的道路。

这样的现象可以从各国实际利差的变化中得到反映。20世纪80年代以来的在岸和离岸实际利差显著下降,对于大多数发达国家而言,目前两者的利差可以忽略不计。实证研究表明,大多数先进国家抵补的利率平价差异已经缩小(IMF, 1997)。通过图1-1可以进一步发现,自20世纪80年代以来,特别是20世纪90年代以后,主要工业国家的实际利率离散度已降到较低的水平。这的确可以反映这样一个事实,那就是,各国资本市场的国际化程度在加速提高,资本的国际间流动使得主要的通货和金融资产之间几乎连续不断地保持着套利关系,并推动着资本市场国际一体化的进程。

各国资本市场国际化进程的加速在有力地影响着国际资本资源在全球范围内的配置过程和改变着各国经济运行效率的同时,



资料来源:转引自宋文兵:《国际短期资本的流动机制》,复旦大学出版社2000年版。

图1-1 美、英、德、法、意、加、瑞典5年的平均实际利率离散度(%)

也使资本国际流动对各国微观经济主体的最优化行为和政府宏观经济干预的有效性形成了很大的冲击。面对国际资本巨大而又随机发生的冲击,各国实际上都已成为一个“开放的小国经济体”^①。这种背景下,一国开放经济系统的运行如何匹配于国际资本市场的配置机制、政府与市场之间的关系如何调整(此时政府已经难以能够完全掌握一国经济的均衡与增长)等问题都需要进行重新审视。如果处理不好,将会引发国际资本的瞬时冲击,经济危机也就不可避免。例如,近20年间,181个IMF成员国中有133个发生了不同程度的货币危机,仅20世纪90年代就爆发了三次大的危机。

为应对冲击,一些国家(以马来西亚为代表)开始重归资本管

^① 宋文兵:《国际短期资本的流动机制》,复旦大学出版社2000年版。

制。但这并非治本之道,因为它牺牲的可能是利用全球资本资源加速本国经济增长的效率。笔者认为,解决这样的两难,需要刨根求源,弄清和解决以下三个层次的问题:

(1)一国资本市场国际化的现状或者说该国资本市场国际一体化的程度如何。

(2)资本市场国际化对全球经济和各个开放的小国经济体可能会产生怎样的正向或负向冲击。

(3)各个开放的小国经济在资本市场国际化的趋势和背景下、在货币冲击随机发生的条件下,为保持经济的均衡与增长应当如何进行最优的政策设计。

毫无疑问,这些问题的研究对于所有开放的经济体(包括日益走向开放的中国)而言将具有重要的理论和实践意义,因为它在阐明开放经济体在资本市场国际化条件下运行机理的同时,也找到了应对各种冲击采取的最优政策,而不是诸如资本管制等极端措施。

第二节 主要研究方法

我们试图将以上提出的三个层次的问题归于资本市场国际化下的经济均衡与增长这一主题之下,并进行清晰准确地阐释,但这需要借助于先进的研究方法和理论。然而,由于资本市场加速国际化的进程是在经济全球化进入第三个层次,即资本要素跨国加速流动的条件下出现的,从时间上看,到目前为止不过20年,这就决定了传统理论对这一崭新国际经济现象的剖析严重缺乏效力,也决定了国际宏观经济学(国际金融学)^①理论必须融合其他学科

^① 基于国际经济环境的日趋复杂性,原有的汇率、国际收支等局限于国际货币金融领域进行分析的问题,现在均被逐步纳入到国际宏观经济框架中来考察,从而出现用国际宏观经济学来取代国际金融学的主流趋势。

的理论知识,进行自身方法论乃至逻辑推理过程的不断探索和创新。创新的结果是陆续形成了包括对资本市场国际化及其效应研究在内的一系列具有很强生命力的前沿文献。

在本书写作的过程中,笔者尽力借鉴和运用国际宏观经济学前沿文献中的现代研究方法,主要有:

1. 确定性条件下代表性居民的跨期最优方法

在以代表性居民跨期最优方法建立模型的过程中,假定一国经济由大量均一的居民所构成,他们组成该国经济的家庭和厂商。这些居民在既定的跨期收入约束条件下进行选择,以最大化他们各自的目标函数,即实现家庭效用最大化和厂商利润最大化。不失一般性,可以将家庭和厂商合为单一的代表性居民。在给定代表性居民所接受的市场价格或资产收益情况下,进行最大化的过程可以导出该经济中一系列对产出、劳动力和各种证券的需求与供给函数。由此得到一个完全预期的均衡,它被界定为:对该经济产出、劳动力和各种证券的预期需求等于相应的供给。并且,通过上述完全预期均衡的求解,我们又可以考察这一系列均衡条件的数量以及确保这些均衡存在的经济政策条件。

代表性居民的研究方法产生后之所以很快能够成为现代宏观经济动态学的标准工具,是因为它具有以下优点:首先,基于理性预期,它揭示出前向性(forward-looking)微观主体行为乃至跨时维度的经济环境必然影响经济运行;其次,基于效用最大化的求解,它提供了一个分析宏观经济政策冲击或者其他结构变化的福利分析框架;第三,基于微观主体行为的跨期均衡,它推导出更具有信服力的整个宏观体系。

而在将代表性居民跨期最优方法导入国际宏观经济学体系、并确立其主导地位方面,M. Obstfeld 和 K. Rogoff(1995, 1996 和 2000)做出了突出的贡献。他们努力为传统凯恩斯主义的开放宏观经济学体系(即 Mundell-Flemming-Dornbush 模型)创建一个