



中国经济文库

理论经济学精品系列（二）

货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国1985～2009年的统计数据

The Impact of Currency Mismatches on the Macroeconomy
and possible Countermeasures

— A study based on China's Statistics from 1985 to 2009

李雪莲◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国经济文库

理论经济学精品系列（二）

2010年度教育部人文社会科学研究青年基金项目《货币错配的宏观经济影响及对策研究》
(项目批准号: 10YJC790152) 和中央高校基本科研业务费专项资金 (JBK120807) 资助

货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国1985~2009年的统计数据

The Impact of Currency Mismatches on the Macroeconomy
and possible Countermeasures
— A study based on China's Statistics from 1985 to 2009

李雪莲◎著

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

货币错配的宏观经济影响及对策研究: 基于中国 1985~2009 年的统计数据/ 李雪莲著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 12

ISBN 978-7-5136-2351-3

I. ①货… II. ①李… III. ①货币政策—影响—宏观经济—研究—中国 IV. ①F822.0
②F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 043506 号

责任编辑 金 珠
责任审读 霍宏涛
责任印制 马小宾
封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京科信印刷有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 17
字 数 262 千字
版 次 2013 年 12 月第 1 版
印 次 2013 年 12 月第 1 次
书 号 ISBN 978-7-5136-2351-3/F·9658
定 价 62.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010-68359418 010-68319282)

(举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

序 言

进入二十一世纪，当人们欢呼“地球村”的到来，宣称“世界是平坦的”的时候，全球经济的一系列动荡搞得人们不知所措。先是美国“次贷危机”的爆发，进而演变成一场全球的金融危机，其次是欧债危机的持续发酵，打断了欧洲一体化进程的方阵。实际上，这不仅仅是一场现实的危机，更是一场理论的挑战。当现实经济已经远离了古典封闭的、没有货币冲击的假想世界时，我们的宏观理论仍然停留在简单、粗浅的模型中。在这些模型中，没有“货币战”，没有货币间的不对称、不协调，没有国家间的贸易和分工的不平衡。无疑，我们的时代需要一双双“慧眼”来拨开现实的迷雾，更需要新的理论、新的视角来解读当前全球经济的困境。而李雪莲博士的专著《货币错配的宏观经济影响及对策研究》从新的角度给我们提供了新的观点、新的解释，成为学术界众多“慧眼”中的一双。全书体现了四个方面的特色。

第一，体系系统。本书对货币错配理论的主要脉络进行了梳理，包括对货币错配与经济增长、货币错配与物价稳定、货币错配与国际收支平衡、货币错配与金融稳定与监管等关键问题进行了分析，初步建立了货币错配的宏观经济分析框架。

第二，方法前沿。本书结合了中国国情对货币错配指数进行了调整，对我国1985~2009年间的货币错配程度进行了测算，并进行了国际比较，揭示出我国债权型货币错配的程度及特质；作者还从资产负债表效应、资产组合效应、净值效应与竞争效应以及危机效应等方面，分析了货币错配作用于经济的内在机制，并从经济增长、物价稳定、国际收支平衡以及金融稳定及监管四个层面，逐一剖析我国债权型货币错配对宏观经济的作用机理。

第三，创新突出。本书弥补了以前在货币错配相关研究中，理论分

析多，实证研究少的缺憾，将先进的计量、数理统计方法引入了货币错配的实证研究中，建立了较全面系统的货币错配宏观经济效应的实证分析范式。比如，作者非常巧妙地利用了 VAR 模型研究了债权型货币错配对我国宏观经济政策的约束力，系统地评价了货币错配的宏观经济效应。

第四，意义显著。经济学是直面现实和问题的，本书也体现了这一特质。全书基于货币错配对我国汇率制度、外汇储备的持有与管理、资本账户管制以及货币政策等领域的改革路径及选择约束进行了分析；作者还针对我国存在严重债权型货币错配的现实国情，应如何选择适当的政策路径和步骤，稳妥有效地推进各项改革，促进我国经济的持续、健康增长提出了相应的政策建议。

雪莲是十年前从北方来到西南的成都求学的，她从一位大学生成长为年轻的经济学者，这与她的聪慧、勤奋和敏锐分不开。的确，在很长的时间里，她应是我的博士生中最为努力好学的一位。因成绩优异，读博期间曾获得国家留学基金委资助赴美国乔治亚大学留学，潜心于货币金融领域的研究。我非常高兴地看见她在学术道路上的成长，也乐于向读者推荐她的第一本专著，本书可以让我们从另一个角度鸟瞰纷繁的经济世界。希望这是一个起点，她的学术生涯新的征程的起点。

是为序。

四川大学经济学院 邓翔

2013 年 10 月于成都

货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国 1985~2009 年的统计数据

0 引言	1
0.1 研究背景	3
0.2 一个概念框架与货币错配的界定	7
0.2.1 货币错配的概念：中外经济学家的不同理解	7
0.2.2 货币错配的界定及本质分析	9
0.2.3 相关概念辨析	11
0.2.4 货币错配的不同表现形态	15
0.3 国内外研究现状综述	17
0.3.1 货币错配经济效应的国外研究现状	17
0.3.2 货币错配经济效应的国内研究进展	23
0.3.3 总结与评析	25
0.4 主要内容及结构安排	26
0.5 研究方法	29
1 货币错配理论综述	31
1.1 货币错配的主要理论假说	33
1.2 货币错配的相关理论模型	37
1.2.1 两部门结构模型	37
1.2.2 微观主体行为模型	38
1.2.3 开放经济条件下的两期模型	39
1.2.4 基于两种货币错配类型并存的本币升值冲击模型	41

2 货币错配的宏观经济影响及对策研究 ——基于中国 1985~2009 年的统计数据

2 中国货币错配的现状、国际比较与发展趋势	45
2.1 中国货币错配的现状	47
2.1.1 基本指标的选取与界定	48
2.1.2 中国货币错配程度 (1985~2009) 的测算及状况分析	50
2.2 国际比较与评估	52
2.2.1 与发生过严重金融危机的代表性国家的比较	52
2.2.2 主要国家净外国资产绝对值变动情况比较	53
2.3 中国货币错配的特点	56
2.4 中国货币错配发展趋势估计	58
3 货币错配影响经济的内在机制	65
3.1 资产负债表效应	67
3.2 资产组合效应	70
3.3 净值效应与竞争效应	71
3.4 危机效应	74
3.5 小结	76
4 货币错配与经济增长	79
4.1 货币错配影响经济增长的理论分析及模型检验	81
4.1.1 理论分析	81
4.1.2 模型构建及检验	85
4.2 货币错配影响经济增长的实证分析	88
4.2.1 变量选取与数据说明	88
4.2.2 模型的设定及稳定性检验	90
4.2.3 Johansen 协整检验	93
4.2.4 Granger 因果检验	95
4.2.5 脉冲响应分析	96
4.3 小结	98

5 货币错配与物价稳定	101
5.1 货币错配与通货膨胀	103
5.1.1 货币错配与通货膨胀关系的理论分析	103
5.1.2 货币错配与通货膨胀关系的实证分析	107
5.1.3 小结	111
5.2 货币错配与货币政策	113
5.2.1 货币错配影响我国货币政策效应的理论分析	113
5.2.2 货币错配影响我国货币政策效应的实证分析	119
5.2.3 货币错配下通货膨胀目标制在我国的适用性分析	128
5.2.4 小结	130
6 货币错配与国际收支平衡	133
6.1 货币错配与贸易收支	135
6.1.1 货币错配与贸易收支关系的理论分析	135
6.1.2 货币错配与贸易收支关系的实证分析	138
6.1.3 小结	145
6.2 货币错配与汇率制度	146
6.2.1 开放背景下国际汇率制度的概况及发展趋势	146
6.2.2 货币错配下中国汇率制度选择面临的困境及其理论分析	149
6.2.3 汇率制度安排对货币错配形成及发展的影响	152
6.2.4 小结	156
6.3 货币错配与外汇储备	158
6.3.1 中国外汇储备的现状及其特点	159
6.3.2 货币错配对中国外汇储备的影响	164
6.3.3 货币错配与外汇储备关系的协整检验	167
6.3.4 中国外汇储备面临的货币错配风险分析	171
6.3.5 小结	175

4 货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国 1985~2009 年的统计数据

7 货币错配与金融稳定及监管	177
7.1 货币错配与金融稳定	179
7.1.1 危机爆发期间危机国的货币错配状况	179
7.1.2 债权型货币错配对中国金融稳定冲击的作用机制	181
7.1.3 小结	187
7.2 货币错配与资本管制	189
7.2.1 资本管制的涵义、有效性及成本分析	190
7.2.2 货币错配下采取适当资本管制的理论依据	193
7.2.3 资本管制对控制由货币错配引发的危机风险的效应分析	198
7.2.4 小结	201
8 基于货币错配的宏观经济政策分析	205
8.1 注重内外均衡, 调整中国宏观经济发展战略	207
8.2 合理控制改革进程, 逐步实施目标区汇率制度	210
8.3 以稳健为基调, 推进货币政策传导机制的改造与完善	214
8.4 改革外汇储备管理体制, 控制规模优化结构	218
8.5 有步骤推进资本账户开放, 引入价格型管制措施	222
8.6 完善金融监管体制, 加强对货币错配的审慎性监控	226
8.7 加强东亚区域货币合作, 逐步推进人民币国际化	227
9 本书的结论与进一步研究方向	229
9.1 主要结论	231
9.2 不足及进一步研究方向	242
参考文献	245
重要术语索引表	261
后记	263

引言

20 世纪 80 年代末至 90 年代初, 世界经济出现了两大引人注目的新趋势: 一个是全球经济一体化的迅速发展, 另一个则是区域双边经贸合作的突飞猛进。作为世界科技革命的产物和市场经济发展的结果, 经济全球化和金融一体化已成为当今世界的基本特征。在经济、金融全球化不断加深的背景下, 在以美元和欧元(20 世纪末以来)为“关键货币”的现行国际货币体系下, 货币错配(Currency Mismatches)已成为一种普遍现象, 只要一国货币不能充当国际货币就不可避免地存在货币错配问题, 即, 由于一个权益实体(包括主权国家、银行、非金融企业和家庭)的收、支活动使用了不同的货币进行计值, 其资产和负债的币种结构不同, 导致了其净值或净收入(或者兼而有之)存在汇率风险敞口, 对汇率的波动非常敏感。一旦汇率大幅变动, 它将对一国的宏观经济造成广泛影响, 在一定的条件下甚至引致货币危机和金融危机的爆发, 并通过资产负债表等渠道将对经济的冲击在国与国之间传递, 进而对整个国际金融市场和实体经济产生冲击。尤其对于风险规避性金融工具匮乏的新兴市场国家来说, 货币错配已给这些国家的金融稳定和经济发展带来了巨大威胁。

| 0.1 研究背景

20 世纪 90 年代以来, 亚洲和拉美地区的新兴市场国家先后爆发了一系列货币危机和金融危机, 国际货币金融领域动荡频仍, 对整个世界的经济造成了很大的影响和冲击。经济学家们通过对这些危机国资产和负债情况的分析发现, 在危机爆发前夕和过程中, 这些国家都普遍存在着较为严重的货币错配。巨额的货币错配导致了金融体系的脆弱, 在遭遇投机性资本攻击时, 各国实质上的固定汇率制度相继失守, 本币不可避免地大幅贬值, 使那些存在严重货币错配的银行和企业的净值及净收入迅速恶化, 从而导致了一系列破产风潮。尤其是这些国家中银行的大面积破产, 给这些以间接融资为主的新兴市场国家金融体系带来了沉重的打击。尽管对国际货币危机的本质和成因还存在不同的观点, 但越来越多的学者认为, “货币错配”是导致 20 世纪末亚洲和拉美地区危机爆发的最直接原因之一。

4 货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国 1985~2009 年的统计数据

那些货币错配最为严重的国家，在金融危机中的产出损失也最大。近年来新兴市场国家的货币错配问题仍相当严峻。

表 0-1 亚洲金融危机前各国货币错配指标 (1995~1999 年)

单位: %，占外汇储备的比重

国家	短期外债					M2				
	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年
印 尼	208	197	224	113	75	719	661	470	318	345
韩 国	184	222	330	76	59	1498	1541	1548	1022	802
马来西亚	35	44	75	39	27	323	354	353	288	281
泰 国	124	125	152	88	45	371	391	358	457	383
拉美国家	118	109	105	102	98	426	393	407	431	452

注: M2 表示广义货币负债。

资料来源: 国际货币基金组织、《国际金融统计》和国际清算银行。

货币错配除了对一国经济金融的稳定造成冲击，成为货币危机、银行危机爆发的诱因外，还制约着各国宏观经济政策的运用及执行效果。

首先，货币错配的存在，削弱了经济体货币政策的独立性和有效性，给各国的危机修复工作带来了很大的困难。比如说，当经济发生衰退时，本应采取扩张性的财政和货币政策来促进经济复苏，但是扩张性的政策却会导致物价的上涨，致使本币进一步贬值，而这又会进一步加大货币错配部门的损失。由此形成货币错配→金融危机→经济衰退→扩张性货币和财政政策→本币贬值加剧→危机进一步恶化的恶性循环。正因如此，在 20 世纪末的金融危机之后，被卷入危机的亚洲国家经济衰退都持续了相当长的时间。国际货币基金组织的原常务副总裁 Anne Krueger (2000) 曾指出：“除非找到一个行之有效的办法来防止新兴国家金融系统中货币错配的积累，否则，国际货币基金组织将很难发挥其危机管理作用。”^① 货币错配的存在阻碍了货币政策的传导，阻碍经济的增长。在传统货币政策中，

^① Morris Goldstein 和 Philip Turner. 货币错配——新兴市场国家的困境与对策 [M]. 李扬, 曾刚译. 社会科学文献出版社, 2005: 28.

中央银行通常根据经济运行的实际情况，通过公开市场业务等手段调节货币供给量和利率，从而影响总需求和总产出。这一机制中最重要的就是利率变动影响企业投资成本，从而增加或减少投资，最终导致总需求和总产出的变动。但在严重货币错配存在的情况下，利率变动影响企业投资决策的有效性大大下降，因为这对企业来说，成本受汇率影响的程度大于利率的影响。因而货币政策往往难以实现既定目标。此外，随着金融市场的不断发展，大量金融衍生产品的出现以及货币政策传导机制的变化，目前，传统的货币政策框架已受到越来越多的冲击和挑战。近年来，在一些国家已取得良好效果的通货膨胀目标制（Inflation Target System）正受到越来越多的关注。但众多的新兴市场国家因为严重货币错配的存在，使其不具备实行通货膨胀目标制的条件，严重阻碍了这些国家货币政策改革的推进和有益尝试。^①

其次，货币错配还使新兴市场国家患上“浮动恐惧”症。由于害怕汇率波动导致货币错配风险的暴露和加剧，新兴市场国家往往采取了不符合其长期利益的固定汇率制度，即使那些声称采取“浮动”汇率的发展中国家在实践中也并不能真正让本币自由浮动。长此以往会使实际汇率偏离市场均衡汇率，产生市场扭曲，并容易给投机资本造就攻击的机会，也因此丧失了浮动汇率可能带来的好处——更独立的货币政策，以及一个隔绝外部冲击的缓冲机制。目前，货币错配已成为新兴市场国家实行汇率制度改革的主要障碍之一，在一定程度上可能是决定改革成败的重大问题。

此外，货币错配问题的存在还影响到新兴市场国家外汇储备的持有与管理、资本账户开放度以及对目前日益严重的通货膨胀的治理等领域的改革进程。越来越多的研究者认识到：货币错配问题的存在，不仅对新兴市场国家的金融安全形成了巨大隐患，而且还使这些国家的很多经济政策的制定及改革的实施都进退失据。

中国作为新兴市场国家的一员，与所有其他国家一样，处在相同的国内外宏观经济环境中，具有相似的经济特征。人民币尚未实现自由兑换，

^① 李雪莲. 货币错配与通货膨胀目标制的不可行性：针对我国现实 [J]. 改革, 2007 (10): 42.

6 货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国 1985~2009 年的统计数据

不是“关键货币”，因此我国也不可避免地存在着货币错配，并长期经受着货币错配所带来的困扰。

我国货币错配的现象复杂，其货币错配的性质不同于 20 世纪末爆发危机的发展中国家，表现为大规模的净外币资产。截至 2011 年 12 月末，我国外汇储备已达 31811.48 亿美元，^① 是目前全球官方外汇储备最高的国家。客观来说，我国之所以能在 20 世纪末亚洲金融危机中独善其身，在很大程度上得益于施行了事实上的固定汇率制、严格的强制结售汇制和资本项目管制。目前，中国政府和金融当局集中并承担了微观层面的全部货币错配风险，从而避免了微观部门由于汇率波动而导致的破产连锁反应。但是，从另一角度看，政府的这种“庇护”同时也使中国的企业几乎忽略了汇率变动的风险和货币错配的危害，导致了我国货币错配风险的不断累积和扩大。

此外，当前世界金融和经济形势风起云涌，经历了自 20 世纪 30 年代以来最严重的国际金融危机，并且由 2008 年国际金融危机引发的世界经济衰退将长期化，以美元为主导的不合理、不公正的国际金融货币体系正日益受到严重质疑，改革已日渐提上日程。在这种国际大环境下，我国的各项经济制度改革也已经到了关键时期。随着中国市场经济的逐步完善和金融市场的进一步发展，随着我国强制结售汇退出历史舞台，^② 外汇体制改革不断深化以及资本账户开放步伐的加快，经济开放度的不断增强，我国货币错配的风险正逐步向微观经济领域扩散，货币错配对我国宏观经济政策及各项制度改革的制约性也将会日益显现，倘若解决不好便会对国内金融体系和经济运行带来巨大的不利冲击，并会直接或间接影响到我国的宏观经济稳定和金融安全以及各微观经济主体的利益。

因此，在对现有国内外有关“货币错配”的文献及观点进行梳理并逐步充实使之系统化的基础上，通过进行货币错配对宏观经济政策及各项制度改革制约因素的研究与实证，初步构建分析货币错配宏观经济效应的一般理论框架，对货币错配的宏观经济效应进行全方位、多视角的考察，从而为我国

^① 数据来源：国家外汇管理局网站。

^② 2007 年 8 月 13 日，国家外管局宣布，境内机构即日起可自行保留经常项目下的外汇收入。这意味着企业第一次拥有了外汇持有的自主权，无须按照强制政策的规定，将有限保留之外的外汇转卖给国家。在中国，实行了 13 年的强制结售汇制度正式退出历史舞台。

选择适当的政策和步骤稳妥有效地推进目前所进行的有关汇率、外汇储备的持有与管理、资本账户管制以及货币政策等领域的改革提供借鉴和理论支持。为我国宏观经济政策的制定提供坚实的理论基础、分析工具和政策依据，对于在新形势下维持我国经济持续健康增长，推动金融体系改革，以及在世界经济和金融一体化进程中，更好地协调金融开放与国内宏观经济稳定、金融开放与财政平衡以及与国内金融体系自由化的关系，保障金融安全和国家经济安全等方面都具有重大的理论价值和实践意义。

0.2 一个概念框架与货币错配的界定

“货币错配”近年来日益受到理论界的关注与重视。但对于货币错配的内涵，目前在学术界仍未获得一致的认识。

0.2.1 货币错配的概念：中外经济学家的不同理解

Eichengreen 和 Hausmann (1999) 指出：新兴市场国家很难在海外市场发展以本国货币计值的债券，并提出了“原罪”概念，即本国货币无法被用于国外借款甚至国内长期借贷。之后，学者们的一系列论文对该问题进行了阐述 (Eichengreen & Hausmann, 1999, 2003a - c; Eichengreen, Hausmann and Panizza, 2002, 2003a - e; Hausmann and Panizza, 2002, 2003)。他们用“原罪”这一比喻来反映新兴市场国家固有的缺陷，这种缺陷不是源于其过去行为的不妥，而是源于发展中国家力所不及的客观事实。Eichengreen、Hausmann 和 Panizza (2002) 又进一步认为，原罪与货币错配两个名词基本是通用的，并给出命题：由于原罪国家有净额的对外债务，自然就会在资产负债表上出现货币错配问题。^① Eichengreen 等 (2003a) 提出了基于原罪概念上的测量一国货币错配程度的 MISMATCH 指数。基于此，虽然原罪说并没有明确阐释货币错配的内涵，但其构建的

^① Morris Goldstein 和 Philip Turner. 货币错配——新兴市场国家的困境与对策 [M]. 李扬, 曾刚译. 社会科学文献出版社, 2005: 9.

8 货币错配的宏观经济影响及对策研究

——基于中国 1985~2009 年的统计数据

MISMATCH 指数表明, 一国净外债水平的高低是决定货币错配程度的一个主要因素。此后 Calvo 和 Reinhart (2002) 提出了“害怕浮动”(Fear of Floating) 假说, 从汇率制度的角度对新兴市场国家的货币错配形成原因进行了分析。Reinhart 等 (2003) 提出了“债务不耐”(Debt Intolerance) 假说, 从新兴市场国家对外债的管理水平角度对新兴市场国家的货币错配进行了考察。

Bunda (2003) 认为货币错配是指这样一种状态, 即新兴市场国家中的部分国内债务和全部外债是以没有对汇率风险进行对冲的外币计值的状态。Calvo (1998) 把这种状态称为负债美元化 (Liabilities Dollarization)。Magud (2004) 则进一步认为货币错配是指债务以外币计值 (主要是美元, 从而导致负债美元化), 而收入通常是以本币计价的状况。

以上各位学者对货币错配内涵的考察是基于负债美元化的视角, 还有学者研究了存在资产美元化现象的新兴市场国家, 从而给出了不同的界定。

McKinnon (2005) 认为, 任何无法以本币进行国际信贷的国际债权国都会积累货币错配, 并称为“高储蓄两难”(Conflicted Virtue)。^① 研究发现, 随着美元债权在这些国家的不断增加和国外要求本币升值压力的不断增大, 会使这些国家中持有美元资产的私人和非国有部门抛售美元资产, 迫使这些国家本币升值, 而其后果有可能引发严重的通货紧缩, 经济陷入零利率的流动性陷阱。20 世纪 80 年代的日本就是一个典型例子。由此可见, “高储蓄两难”意义上的货币错配指的是以日本、中国 (东南亚金融危机后, 东亚各国) 等为代表的巨额贸易顺差以及外国直接投资剧增所引致的外币类资产不断增加的一种状况。

2004 年, Goldstein 和 Turner 提出了“累积实际货币错配论”(Aggregate Effective Currency Mismatches),^② 他们认为原罪说片面理解了发

^① Ronald I. McKinnon. 美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难 [M]. 中国金融出版社, 2005: 5.

^② Goldstein 和 Turner (2004) 对原罪指标反映货币错配程度的准确性提出质疑, 并提出自己测度货币错配的指标体系 AECM, 界定为: $AECM = (NFCA/XGS) (FC/TD)$ 或 $(NFCA/GDP) (GDP/XGS) (FC/TD)$, $AFCM < 0$ 和 $AFCM = (NFCA/MGS) (FC/TD)$, $AFCM > 0$, 其中, NFCA 代表货币当局和存款货币银行的国外净外币资产额; XGS 代表出口总值 (MGS 代表进口总值); FC/TD 代表外币债务在总债务中所占的比重; GDP 代表国内生产总值。