



No. C2005003

2005-03

## “美德”真是“两难的”吗？

——就两难的美德综合症理论和人民币汇率问题与麦金农教授商榷

施建淮

（北京大学中国经济研究中心，100871）

（2005年4月4日修改稿）

# “美德”真是“两难的”吗？

## ——就两难的美德综合症理论和人民币汇率问题与麦金农教授商榷

施建淮

(北京大学中国经济研究中心, 100871)

(2005年4月4日修改稿)

**摘要：**本文对麦金农教授的“两难的美德综合症”理论提出了质疑。通过分析该理论背后两个关键命题(汇率变动对经常项目的调整无效和本币资产的风险升水为负)的证明中存在的问题,我们得出结论:前一个命题仍是一个未被证明的假说;后一个命题则不适用于新兴市场国家(如中国)的情形。据此,我们认为麦金农教授“两难的美德综合症”理论是有缺陷的,美德未必是两难的,同时麦金农教授关于“如果人民币升值,中国将很有可能最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”的说法也是不能令人完全信服的。

**关键词：**汇率, 经常项目, 流动性陷阱, 风险升水, 两难的美德

### 一、引言

众所周知,麦金农教授是反对人民币升值的,他主张人民币汇率应该维持在目前1美元兑8.28元人民币的水平上不变。麦金农教授在国际主流媒体和国内关于人民币汇率问题的研讨会上多次阐述了他的这一主张<sup>1</sup>。麦金农教授认为让人民币升值的主张是一个“危险的坏主意”,因为如果人民币升值,中国将很有可能最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱,正如日本在20世纪90年代面对的局面那样。麦金农教授关于人民币汇率问题主张的理论基础充分体现在其近年来提出的“两难的美德综合症(syndrome of conflicted virtue)”理论之中(McKinnon and Schnabl, 2003a; McKinnon, forthcoming)<sup>2</sup>。鉴于麦金农教授在中国经济学界有很大的影响力,对其“两难的美德综合症”理论进行认真的检讨、弄清其中的经济学逻辑因此显得十分必要,这将有助于我们对其关于人民币汇率的主张进行科学的评价。

本文的目的是对麦金农教授“两难的美德综合症”理论及其关于人民币汇率问题的主张进行检讨。本文第二部分概述麦金农教授的“两难的美德综合症”理论,并提出我们关于该理论的疑问;第三部分阐明“两难的美德综合症”理论背后两个关键命题,即“汇率变动对经常项目的调整无效”和“本币资产的风险升水为负”的由来以及这两个命题是如何导致“如果本币升值,经济将最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”这个结论的;第四部分首先讨论“两难的美德综合症”理论存在的问题,我们将指出麦金农教授关于第一个命题的证明是

<sup>1</sup> 如在2005年2月《财经》杂志组织的关于人民币汇率问题的对话中,麦金农教授再一次重复了这一主张。

<sup>2</sup> “两难的美德综合症”理论与早些年麦金农教授提出的“日元升值综合症”理论有密切关系,它们是基于共同的经济学逻辑。

有问题的，而第二个命题则不适用于新兴市场国家（如中国）的情形，从而认为麦金农教授“两难的美德综合症”理论是有缺陷的，“美德”并不一定是“两难的”，然后我们对麦金农教授关于人民币汇率问题主张背后的经济学逻辑进行分析并提出我们的不同看法；最后，第五部分给出总结性评论。

## 二、“两难的美德综合症”理论

麦金农教授的“两难的美德综合症”理论是建立在东亚国家，特别是 20 世纪 80 年代以来的日本和 1998 年以来的中国，具有大量经常项目盈余这一观察基础上的。从下面的表 1 可以看出，1998 年以来东亚主要经济体的经常项目都处于较大的盈余状态。高储蓄率被认为是一种节俭的美德，对于一个国家或经济体而言，高储蓄率意味着经常项目盈余（如果净储蓄率，即储蓄率减去投资率，大于零），后者又意味着对外债权的增加。但是麦金农教授指出，与历史上的债权国如 19 世纪之英国和二战之后 25 年里的美国不同的是，日本和中国等东亚债权国不能以本国货币进行国际放贷，这使得这些债权国产生了货币不匹配（currency mismatch）问题<sup>3</sup>。例如，对于中国的企业和消费者而言，虽然持有美元资产但他们毕竟偏好的是本国货币（因为本币是法定货币）：消费支出使用的是人民币，企业工资支付的是人民币等等。当然只有当持有美元资产能够给国际商务活动带来方便或美元资产的回报率较人民币资产更高的情况下，他们才会（合法或非法）积累美元资产。货币不匹配使他们承担了汇率风险：如果人民币对美元升值，这些美元资产的人民币价值便会缩水。如果中国的企业和消费者对于这种风险是敏感的，那么仅仅是一个人民币升值的流言就可能引发用美元挤兑人民币的风潮<sup>4</sup>。然而如果能让企业和消费者相信人民币汇率不变的话，那么现在及将来增加的美元资产与其人民币资产一道在其资产组合中可以大体维持均衡状态。

表 1 东亚主要经济体经常项目盈余（单位：百万美元）

	中国	印尼	马来西亚	日本	韩国	菲律宾	新加坡	泰国	香港
1998	31472	4096	9529	118750	40365	1546	18544	14243	4426
1999	21115	5785	12604	114600	24477	7219	15184	12428	10285
2000	20518	7985	8488	119660	12241	6258	13280	9313	7083
2001	17401	6899	7287	87800	8239	1323	16137	6221	9941
2002	35422	7451	7190	112450	6092	4197	18704	7650	14390

资料来源：IMF, *International Financial Statistics*

<sup>3</sup> 英国在 1914 年以前的 30 年里和美国在二战结束后的 25 年里都分别有着巨额经常项目盈余，且分别在国际信贷市场上占据主导地位。英国在国际金本位制度下和美国在美元本位制度下都是以本国货币进行国际放贷的，因此国内贷款人，无论是机构还是个人，没有任何直接的外汇风险。目前，日本和中国是主要的债权国，但两者都几乎不用本国货币进行国际放贷。然而，与中国不同的是，日本的货币——日元是可自由兑换的国际货币，因此日本是可以用日元进行国际放贷的（日本对东亚国家有日元贷款，但只占其对外债权的很小比例），允许非居民在日本证券市场发行日元债券（武士债券）就可以使得日本持有本国货币计值的对外债权。然而在这个问题上，日本表现得相当矛盾，一方面要积极推进日元的国际化，另一方面却对非居民日元债券发行施加许多限制，结果限制了日元在资本项目交易中的使用，从而也限制了日元在国际贸易中的使用。

<sup>4</sup> McKinnon and Schnabl (2003a) 通过对国际货币基金组织数据的简单加工发现，近年来中国民间部门持有的美元资产高于官方储备。而据《经济日报》2005 年 1 月 15 日报道，2004 年官方储备较上一年激增 2067 亿美元，导致官方储备急剧增长的主要原因是民间机构和个人在人民币升值预期下用其美元资产挤兑人民币。

麦金农教授认为对于不能以本国货币进行国际放贷的债权国来说,随着对外债权的不断增加,两种情况将会发生:(1)随着美元债权存量的不断增加,国内美元资产的持有者越来越担心自我实现的挤兑本币会迫使本币升值;(2)贸易逆差国开始抱怨债权国持续存在的贸易顺差(美元债权流量)是不公平的本国货币低估的结果(McKinnon and Schnabl, 2003a, pp.15)。

上述两种情况是相互作用的:一方面,如果民间主体用美元挤兑本币,东亚国家的货币当局通常将入市干预以阻止本币升值,这导致官方外汇储备的增加,官方外汇储备的增加将进一步招致贸易逆差国的抱怨和压力<sup>5</sup>;另一方面,如果贸易逆差国的抱怨和压力增大,将强化民间主体关于本币升值的预期,从而使自我实现的挤兑更容易实现。这样,随着经常项目盈余的持续和对外债权的不断增加,本币升值的压力越来越大。麦金农教授认为,一旦人们开始用美元挤兑本币,该国将陷入本币升值也不是不升值也不是的“两难(conflicted)”境地<sup>6</sup>,因为如果本币升值,经济将最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱;如果不让本币升值,则将遭致外国的贸易制裁,同样蒙受很大的经济损失。麦金农教授将这种不能以本国货币进行国际放贷的债权国,由于经常项目盈余带来对外债权的不断增加最终所面临的“两难”困境称为“两难的美德综合症”。

以上我们概述了麦金农教授的“两难的美德综合症”理论。对于不能以本国货币进行国际放贷的债权国,由于经常项目盈余带来对外债权的不断增加所面临的本币升值的压力,以及如果拒不升值将会遭致外国的贸易制裁<sup>7</sup>,这些道理都是容易明白的,然而对于为什么“如果本币升值,经济将最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”人们是不容易明白的,这是“两难的美德综合症”理论的关键所在,也是我们想提出质疑来与麦金农教授商榷的地方。

### 三、“两难的美德综合症”理论背后的两个关键命题

麦金农教授结合日本的实例对为什么“如果本币升值,经济将最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”进行了阐述(McKinnon and Schnabl, 2003a),其阐述中实际上用到如下两个关键命题:

命题1:金融开放经济中名义汇率变动不影响一国的经常项目余额,而只会导致通货膨胀或通货紧缩。用麦金农教授的原话,那就是“在一个开放经济中,经常项目盈余所反映的全部内容只不过是净储蓄倾向,后者不受名义汇率变动可预见的影响。而名义汇率变动最终决定的是该国通货膨胀或通货紧缩”(McKinnon and Schnabl, 2003a, pp.16)。

命题2:对于金融开放和实行浮动汇率制的债权国而言,如果对外债权是以外币计值的,那么其本币国内资产的风险升水为负,且随着以外币计值的对外债权的积累,风险升水的绝对值越变越大。

这两个命题散见于麦金农教授与其合作者早先的著作中(McKinnon and Ohno, 1997 和 Goyal and McKinnon, 2003)。下面我们将阐述这两个命题的由来以及这两个命题是如何导致“如果本币升值,经济将最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”这个结论的。

<sup>5</sup> 这一点麦金农教授没有明确指出,为我们的补充。

<sup>6</sup> 目前关于“conflicted”尚无统一的中文译法,虽然不能完全体现原文的涵义,但“两难”比较接近原文所要表达的意思。

<sup>7</sup> 例如,2004年针对我国出口商品的外国贸易制裁案例明显增多,这给中国经济造成很大损失。

## (一) 关于命题 1

关于命题 1, 麦金农教授首先是从对汇率调整能够影响贸易余额的理论的批判开始的<sup>8</sup>。麦金农教授认为: 大部分正统的经济学家(包括许多日本经济学家)过去相信, 现在仍然相信日元升值能够减少日本的贸易顺差, 从某种程度上可以说这些经济学家是被老式的关于贸易余额的弹性模型所束缚, 而他和他的合作者的模型(McKinnon and Ohno, 1997)证明在一个金融开放的经济中弹性模型是无效的。他并且认为: 不幸的是这一点被那些过去批评日本的汇率政策和如今批评中国钉住美元汇率政策的人们所忽视<sup>9</sup>。

在 1997 年的著作(McKinnon and Ohno, 1997)中, 麦金农教授和其合作者大野教授(以下简称“麦金农和大野”)分别给出了两个模型——隔离经济模型与“开放经济”模型, 以比较汇率调整在隔离经济与“开放经济”这两种经济中的不同作用, 具体而言他们试图证明汇率调整在前者是有效的而在后者是无效的。下面我们来看麦金农和大野是如何证明的。

### (I): 隔离经济 (Insular Economy) 模型

麦金农教授所谓的隔离经济是指这样一种经济: 虽然存在对外贸易, 但对外贸易只是次要的经济活动, 商品的国际套利不充分以至于汇率对整个国内价格水平没有显著的直接影响; 本国与世界其它国家的金融交易也受到管制, 其结果利率由国内经济因素决定与外国资本成本无关。麦金农和大野在 Marston (1985) 的模型基础上构造了一个隔离经济模型, 用以描述在一个金融封闭的经济体中, 汇率是如何以可预见的方式确实对贸易活动产生影响的, 即货币贬值(升值)增加(减少)净出口。麦金农教授认为那些鼓吹让美元贬值, 日元升值经济学家如伯格斯坦 (Bergsten)、克兰 (Cline)、多恩布什 (Dornbusch)、费尔德斯坦 (Feldstein) 和萨默斯 (Summers) 等无论是否意识到, 脑海中都有这样的隔离经济模型<sup>10</sup>。模型由以下方程构成(以下出现的方程式的编号与 McKinnon and Ohno, 1997)的原著相同, 以便对照):

$$Y = A + B \quad \text{国内产出} \quad (6.1)$$

$$A = C \underset{(+)}{(Y)} + I \underset{(-)}{(i - \dot{p})} + G \quad \text{国内吸收} \quad (6.2)$$

$$B = B \underset{(-)}{(A, e - p)} \underset{(+)}{(\quad)} \quad \text{贸易余额} \quad (6.3)$$

$$m - p = L \underset{(+)}{(Y, i)} \underset{(-)}{(\dot{p})} \quad \text{货币市场} \quad (6.4)$$

$$\dot{p} = \alpha(Y - \bar{Y}), (\alpha > 0) \quad \text{价格方程} \quad (6.5)$$

<sup>8</sup> 在理论性的讨论中对经常项目余额和贸易余额一般不作区分, 即忽略服务收支、要素收入和单方面转移。

<sup>9</sup> 需要指出的是, 麦金农教授对“弹性模型”术语的使用是极其致人迷惑的。众所周知, 弹性模型是一个关于汇率与贸易余额关系的局部均衡模型, 它表明了在其它条件一定的前提下, 贬值(升值)导致贸易余额改善(恶化)的条件(称为马歇尔—勒纳条件)。模型本身逻辑严谨, 没有任何错误, 其数学证明可以在任一本中级国际金融教科书中找到。当然, 如果其它条件不是一定的, 在汇率变动时也发生了变动, 关于汇率变动的效果, 弹性模型就不能告诉你什么了。因此, 贬值是否能够改善贸易余额的确定性结论需要在一个包含弹性模型作为一个基本构件的一般均衡模型中才能说清楚。但是身为一个局部均衡模型本身, 并不能构成弹性模型是错误的理由。事实上, 麦金农教授和其合作者大野教授在下面给出的两个模型中, 都应用了弹性模型, 即, “假定马歇尔—勒纳条件满足, 从而  $\partial B / \partial(e - p) > 0$ ”。因此, 麦金农教授实际想要否定的是那些能够得出汇率变动对调整贸易余额有效的宏观经济模型(如下面的隔离经济模型), 而不是弹性模型。

<sup>10</sup> 反映这些经济学家观点的文献见 McKinnon and Ohno (1997) 所列的参考文献。

其中： $G$  为政府支出， $\bar{Y}$  为充分就业时的产出， $m$  为名义货币供给，它们都是模型的外生变量； $Y$  为实质国内生产总值， $i$  为国内名义利率， $A$  为国内吸收， $p$  为国内价格水平， $\dot{p}$  为实际（和预期）的价格变动率， $B$  为贸易余额，这些都是模型的内生变量。至于名义汇率  $e$ ，在固定汇率制度下为外生变量，在浮动汇率制度下为内生变量， $e$  上升表示本国货币贬值。除了利率  $i$  外，小写字母表示变量的对数。将给定的国外价格水平标准化为 1，则购买力平价实质汇率为  $e - p$ 。

这是一个凯恩斯主义动态宏观经济模型，其动态机制为凯恩斯的价格调整方程：本期的产出缺口导致下一期价格的调整（短期内价格存在刚性）。假设初始时经济处于充分就业：

$Y = \bar{Y}$ ，马歇尔—勒纳条件满足，从而  $\partial B / \partial (e - p) > 0$ ，由于金融封闭，没有民间国际资本流动，所以利率由国内经济因素决定，且国内吸收特别是国内投资不受汇率影响。

在固定汇率制度下，考虑名义汇率贬值的影响。由于短期内价格刚性，名义汇率贬值导致实质汇率贬值，从而导致贸易余额增加，产出增加和利率水平的上升，即名义汇率贬值的短期影响为：

$$\frac{dB}{de} > 0, \frac{dY}{de} > 0, \frac{di}{de} > 0$$

由于短期产出超出了充分就业水平，所以从下一期开始价格水平开始上升，这导致实质汇率从贬值后的水平开始升值，实质利率下降和实质货币余额下降，调整过程直到  $\dot{p} = 0$ ，经济达到新的稳态，产出重新回到充分就业的水平。长期中考虑了所有宏观经济效应后，名义汇率贬值的长期影响为：

$$\frac{dB}{de} > 0, \frac{dY}{de} = 0, \frac{di}{de} > 0$$

在长期，贸易余额最终因名义汇率贬值得到改善，不过长期贸易余额的改善程度小于短期的改善程度。长期贸易余额之所以得到改善，是因为名义汇率贬值后国内吸收相对于产出水平有所下降，后者又是因为价格水平的上升导致实质货币余额下降从而利率上升，这挤出了部分投资。

在清洁的浮动汇率制度下，中央银行不干预外汇市场，而由于金融封闭没有民间资本流动，所以出口商和进口商就成了外汇市场上仅有的参加者，此时有：

$$B(A, e - p) = 0$$

即任何冲击导致的贸易不平衡，最终都将为  $e$  的内生变动所作的调整所消除。所以，在实行浮动汇率制度的隔离经济中，宏观经济均衡似乎是在完全的封闭经济情况下决定的，国内收入、价格水平和利率的决定不受任何国际商品市场波动的影响。事实上，因为  $B = 0$ ，(6.1) 和 (6.2) 退化为  $Y = C + I + G$ ，这是不考虑汇率的标准国内 IS 曲线，相应地，LM 曲线 (6.4) 和价格方程 (6.5) 也不考虑汇率因素。浮动汇率制度能够阻隔国际商品市场波动影响的这一优点是弗里德曼和米德等经济学家主张浮动汇率制度的动因之一。

麦金农教授指出，对于那些对美国巨额贸易逆差和由此产生的贸易保护主义压力忧心忡忡的经济学家们来说，即使不解决美国的财政赤字问题，通过货币贬值缓解贸易不平衡似乎也是可行的。麦金农教授认为：无论是否意识到，这些经济学家们脑海中显然想定的美国经济是隔离经济，当然事实上正好相反，美国经济不是隔离经济而是他下面将要定义的“开放经济”，对于“开放经济”仅靠贬值并不能缓解贸易逆差问题。

(II): “开放经济” (Open Economy) 模型

麦金农教授所谓的“开放经济”是指国际贸易能对国内经济活动有很大影响,国际资本流动也基本上完全自由的经济。这个定义较之通常开放经济的定义更为严格。麦金农教授认为这样定义的开放经济比隔离经济更正确地概括了 20 世纪 90 年代主要工业化国家的现实<sup>11</sup>。麦金农教授指出,金融开放给宏观经济模型带来两个重要变化:首先,以不同货币计值的可比资产的预期收益率将趋同,因此现在利率的决定是世界范围的事;其次,由于国际借贷自由化,每个时期一国的收入和支出不一定相等,无论是固定汇率制还是浮动汇率制,一般都有  $Y \neq A$  和  $B \neq 0$ <sup>12</sup>。麦金农教授认为由于这些变化,在开放经济中,汇率变动与经常项目之间可预测的关系不再存在。麦金农和大野构造了如下的“开放经济”模型以证明这一点:

$$Y = A + B \quad \text{国内产出} \quad (6.9)$$

$$A = C(Y) + I(i - \dot{p}, e - p) + G \quad \text{国内吸收} \quad (6.10)$$

(+)  
(-)  
(+)

$$B = B(A, e - p) \quad \text{贸易余额} \quad (6.11)$$

(-)  
(+)

$$m - p = L(Y, i, \dot{p}) \quad \text{货币市场} \quad (6.12)$$

(+)  
(-)  
(-)

$$\dot{p} = \beta(e - p), (\beta > 0) \quad \text{价格方程} \quad (6.13)$$

$$i = i^* \quad \text{利率平价} \quad (6.15)$$

其中,  $Y, A, B, m, p, \dot{p}$  为内生变量,  $e, i, G$  为外生变量,  $i^*$  为国际名义利率。

与隔离经济模型相比,“开放经济”模型的变化体现在以下四个方面:(1)增加了(6.15)那样的利率平价约束;(2)将实质汇率引入国内投资函数并假设  $\partial I / \partial(e - p) > 0$ ,即实质汇率贬值导致国内投资增加;(3)讨论限定在浮动汇率制度下,但名义汇率被设定为外生变量,货币供给则被设定为内生变量;(4)将价格方程变为(6.13)。作了这些变化之后,这个开放经济模型便可以得出麦金农教授所希望的结果。

仍假设初始时经济处于充分就业:  $Y = \bar{Y}$ , 马歇尔-勒纳条件满足:  $\partial B / \partial(e - p) > 0$ 。

我们来看名义汇率贬值的影响:由于短期内价格存在刚性<sup>13</sup>,名义汇率贬值导致实质汇率贬值,从而导致贸易余额增加,现在不同的是,实质汇率贬值也导致国内投资,从而国内总吸

<sup>11</sup> 实际上在 20 世纪 90 年代,主要工业化国家资本基本上完全自由流动不假,国际贸易对国内经济活动有很大影响则未必。例如 1999 年美国和日本出口占国内生产总值的比重分别为 10.7% 和 10%,进口占国内生产总值的比重分别为 13.5% 和 8%,即相对于其经济规模,美国和日本的进出口额是很小的。相反新兴市场国家的数字要高得多,如马来西亚和菲律宾出口占国内生产总值的比重分别为 121.7% 和 51.5%,进口占国内生产总值的比重分别为 96.6% 和 51.3%。因此麦金农教授的隔离经济和“开放经济”的真正本质上的区别是金融封闭的开放经济与金融开放的开放经济的区别。

<sup>12</sup> 我们认为这后一点其实不仅在“开放经济”中成立,在隔离经济中也是成立的。无论国际借贷有没有自由化,也无论是固定汇率制还是浮动汇率制(只要不是清洁浮动),都可以有  $Y \neq A$  和  $B \neq 0$ 。例如中国和马来西亚这些资本不能自由流动的国家都长期存在  $B \neq 0$ ,而并非只有资本能自由流动的国家才能如此。事实上,经常项目本身的经济意义就是国际借贷,无论它是由民间进行的还是由官方进行的。

<sup>13</sup> 价格方程(6.13)表明了短期价格刚性。用离散型方程表述价格方程(6.13)可以更清楚地看出这一点:  $p_{+1} - p = \beta(e - p)$ ,即本期汇率贬值导致下一期价格上升。

收的增加,而后者导致贸易余额的减少,这对相对价格效应产生了抵消作用,因此即使在短期,名义汇率贬值对贸易余额的影响也是不确定的。在这个开放经济模型下,名义汇率贬值的短期影响为:

$$\frac{dp}{de} > 0, \frac{dY}{de} > 0, \frac{dA}{de} > 0, \frac{dB}{de} \text{ 不定}$$

由于价格方程(6.13),从下一期开始价格水平对名义汇率贬值做出反映,价格水平开始上升,从而实质汇率开始向贬值之前的水平(绝对值为1,对数值为0)回归,这种价格水平的调整一直进行到 $\dot{p} = 0$ ,经济达到新的稳态,实质汇率重新回到0。因此名义汇率贬值的长期影响为:

$$\frac{dY}{de} = \frac{dA}{de} = \frac{dB}{de} = 0, \frac{dp}{de} = \frac{dm}{de} = 1$$

即在长期,名义汇率贬值对实体经济没有任何影响,仅仅导致价格水平和名义货币供给的等比例的上升。根据这一“开放经济”模型,麦金农教授认为对于金融开放和实行浮动汇率制度的工业化国家(如美国和日本),传统的弹性模型不再适用,汇率变动无论在短期还是在长期都不影响一国的贸易余额,只会导致通货膨胀或通货紧缩,这就证明了命题1。既然贸易余额不受名义汇率的影响,那么贸易余额是由什么决定的呢?麦金农教授认为分析这一问题的最好方法是分析国民储蓄和投资的缺口(McKinnon and Ohno, 1997, pp.140),并据此认为只要存在结构性的储蓄缺口(例如由于财政赤字和私人储蓄减少),汇率本身就没有必要为了消除贸易不平衡而作显著的调整。

## (二) 关于命题2

在金融开放经济中,不同货币的可比资产的收益率,在考虑了汇率的预期变动和风险补偿之后将趋同(否则将存在套利机会),即如下的利率平价关系成立:

$$i = i^* + \Delta s^e + \varphi$$

其中 $i$ 是内生决定的本国名义利率, $i^*$ 是外生给定的外国名义利率, $\Delta s^e$ 是本币预期贬值率, $\varphi$ 是本国资产的风险升水。

Goyal and McKinnon (2003)在考察20世纪70年代以来日本和美国长期利率的时间序列资料时发现,从20世纪70年代后期以来日本长期利率一直比美国长期利率低很多,并且从20世纪80年代初以来两国利率都呈现下降趋势(见图1)。而在考察20世纪70年代以来日元兑美元汇率的时间序列资料时他们发现,从20世纪70年代以来直至20世纪90年代初日元呈现不断升值的趋势但从20世纪90年代中期以来日元则没有升值的趋势(见图2)。为了说明20世纪90年代中期以来在日元则没有升值趋势的情况( $\Delta s^e \approx 0$ )下,日元资产与美元资产之间仍存在4个百分点的利率差的事实,Goyal and McKinnon (2003)提出了日元资产风险升水为负的假说,我们将其一般化为上述的命题2。Goyal and McKinnon (2003)以日本为例对此作了如下的论述。

(这里插入:图1 美国和日本的长期利率)

(这里插入:图2 日元对美元的名义汇率)



由于日元兑美元的汇率自由地浮动，对于那些持有净美元资产的日本民间金融机构而言，日元兑美元汇率的波动导致了其净美元资产以日元表示的价值的波动，从而这些金融机构的资产净值也不断波动。从这个角度看美元资产是风险资产，因为这些机构的负债是以日元计值的。所以  $\varphi$  表达了为了让这些金融机构的资产组合持有美元资产，美元资产必须支付超过日元升值率以上的额外收益以补偿其承担的汇率风险。换句话说  $\varphi$  作为日本投资者投资日元资产时要求的风险升水，其值是负的。

因此，对于像日本一样的债权以美元计值的债权国而言，风险升水  $\varphi$  是负的；反之对于那些债务以美元计值的债务国而言，风险升水  $\varphi$  是正的。并且  $\varphi$  的大小依赖于净美元资产（净美元负债）在金融机构总资产（总负债）中的比重大小和预期的汇率方差的大小。净美元资产（净美元负债）比重越大， $\varphi$  负得（正得）越大， $\varphi$  的绝对值与金融机构净美元资产余额成反比。这样 Goyal and McKinnon 就“证明了”命题 2。

命题 2 对上述图 1 和图 2 揭示的经验事实给出了“完美的”解释：在 20 世纪 80 年代日本净外国资产余额比较少<sup>14</sup>，而国内经济增长率相对较高，因此本国资产的风险升水也较小，日本与美国资产之间的利率差主要反映的是日元升值预期；然而从 20 世纪 90 年代初以来，由于日本经济增长速度放慢，以及美国执行强势美元政策，日元升值的压力减轻，但随着 20 世纪 90 年代日本持续的巨额经常项目盈余，日本对世界其它国家的净外国资产余额不断增大<sup>15</sup>，因此本国资产风险升水的绝对值也变得越来越大，这样这段期间即使没有日元升值预期，日本与美国资产之间也存在明显的利率差，这一利率差反映的就是日元资产较大的负风险升水。

在我们了解了命题 1 和命题 2 的内容之后，麦金农教授“两难的美德综合症”理论的逻辑也就清楚了。下面我们来看命题 1 和命题 2 是如何导致“如果本币升值，经济将最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”的结论的。当一国由于节俭的“美德”造成以美元计值的对外债权不断增加，最终面临极大的本币升值压力的时候，如果当局让本币升值，根据命题 1，即使是大幅度的升值，这也并不会使本国的经常项目盈余降低，但是本币升值确实导致本国价格水平下降，产生通货紧缩压力。由于名义汇率升值并不影响经常项目余额，那么在升值压力下本币升值后，经常项目盈余仍将继续存在下去，对外债权的积累也将继续下去，从而升值压力持续增大，而一旦本币升值市场就会产生进一步升值的预期，这样一旦本币升值，就会一直不断地升值下去，从而导致陷入通货紧缩螺旋。在金融开放的情况下，国内利率水平的变动要受到国际利率平价关系的约束，根据命题 2，本国资产具有负的风险升水，且随着对外债权的积累，风险升水的绝对值越变越大。本币升值预期加上越变越大的负风险升水压迫国内利率不断走低（因为美元资产的收益率是由美联储和国际市场决定的）。如果国际利率恰好也在不断走低（如 20 世纪 90 年代美国为了防止通货膨胀而让利率不断走低那样），那么本国的利率便会被压迫至零，从而本国经济最终陷入零利率流动性陷阱。

麦金农教授将上述逻辑应用于人民币应否升值的问题，便得出如下的论断（McKinnon and Schnabl, 2003a）：“……如同早期日元反复不断升值的经验一样，对人民币升值的威胁是反复存在的。和日本一样，中国的储蓄盈余，即贸易盈余不太可能减少，因为紧随着人民币升值，价格水平就会下降。一旦人民币升值，例如由 8.3 元人民币兑 1 美元升到 7 元人民币兑 1 美元，从而使传统的平价受到破坏，市场就会预期人民币可能还要进一步升值，特别

<sup>14</sup> 如 1980 年和 1985 年日本总的净外国资产余额分别为 120 亿和 1300 亿美元，其中民间部门净外国资产余额分别为 -130 亿和 1030 亿美元（Goyal and McKinnon, 2003）。

<sup>15</sup> 如 1995 年和 2000 年日本总的净外国资产余额分别为 8176 亿和 11579 亿美元，其中民间部门净外国资产余额分别为 6324 亿和 7968 亿美元（Goyal and McKinnon, 2003）。

是在人民币浮动的情况下。根据开放经济的具有负风险升水的利率平价原理，这种升值预期将把人民币资产利率推向零，那么中国将发现自己陷入日本式的流动性陷阱：货币政策变得不能再推高经济的价格水平，或减慢民间美元资产兑换成人民币的步伐”（pp 20）。

#### 四、“两难的美德综合症”理论存在的问题

这一节我们将对麦金农教授“两难的美德综合症”理论背后的上述两个关键命题的证明提出质疑。通过分析导致命题 1 的“开放经济”模型中存在的诸多问题，我们得出结论：“开放经济”模型是一个有缺陷的模型，命题 1 仍然只是一个未被证明的假说；不仅如此我们认为命题 2 并不适用于东亚新兴市场国家，特别是中国的场合。因此我们认为麦金农教授“两难的美德综合症”理论是不严谨的。将其应用于中国的场合也未必是合适的。

##### （一、）麦金农教授关于命题 1 的证明存在的问题

在我们看来，麦金农和大野对“开放经济”模型所做的四个方面变化的合理性都是值得商榷的。首先我们来看变化（2）：麦金农和大野将实质汇率引入国内投资函数并假设  $\partial I / \partial(e-p) > 0$ ，即本币升值导致国内投资下降，这种处理直接导致了麦金农教授希望的结果：在短期，名义汇率变动对贸易余额的影响是不确定的<sup>16</sup>。麦金农和大野称将实质汇率引入国内投资函数是为了反映“开放经济”的特征：实质汇率影响国内吸收，从而存在实质汇率影响贸易余额的逆吸收效应（reverse absorption effect）（以区别于实质汇率影响贸易余额的相对价格效应）。我们的问题是为什么将实质汇率引入国内投资函数，但却不同时引入消费函数？为什么本币升值导致国内投资下降而不是上升？麦金农和大野给出这样做的一个理由是：“货币贬值将刺激部分国内支出，特别是刺激可贸易产业的投资，这将恶化贸易余额，相反，货币升值将抑制国内投资，引致衰退和使贸易盈余永久存在”（McKinnon and Ohno, 1997, pp.126）；麦金农和大野给出这样做的另一个理由是：“在经济一体化的世界，实质贬值——不管如何短暂——将使得国内经济成为一个看起来成本低廉的投资场所，因此国内投资将增加”（McKinnon and Ohno, 1997, pp.137）。

关于第一个理由，麦金农和大野显然混淆了可贸易产业的投资和国内投资的区别，升值可能会抑制可贸易产业的投资，但同时会刺激非贸易产业的投资（升值改变了可贸易品部门和非贸易品部门的相对价格），因此升值（贬值）对国内总投资的影响在理论上是不能确定的。关于第二个理由，我们猜测麦金农和大野想表达的意思是：在经济全球化的环境下，面对国内国外的投资机会，本币升值提高了在国内投资的机会成本，所以企业将选择对外直接投资，而不是在国内投资。然而，对外直接投资决策依据的是长期考虑（如本国与东道国长期回报率的差异，劳动成本的差异，东道国未来的市场潜力等），多大程度上受反复无常的汇率波动的影响是不明确的（“开放经济”模型针对的是浮动汇率制度的发达工业化国家）。此外，本币升值导致对外直接投资的成本降低不假，但将来汇回利润流的本币价值也因此而下降（如果本币升值趋势保持下去的话）。最后，对外直接投资还有规避贸易壁垒的考虑、“内部化战略”的考虑等等。因此仅仅因为本币升值提高了在国内投资的机会成本便断定本币升值使国内投资下降是缺乏说服力的<sup>17</sup>。

<sup>16</sup> 需要指出的是：名义汇率变动对贸易余额的影响是不确定的并不表示对贸易余额没有影响。换句话说在某些情况下名义汇率升值可能使贸易余额下降，这需要具体的实证分析。

<sup>17</sup> 如果如麦金农和大野所言，“开放经济”的国际商品套利非常充分以至于购买力平价成立，那么升值将导致国内价格水平下降。在这种情况下，现金余额效应将导致国内吸收增加，此时的吸收效应就是正吸收

图 3 (a)-(c)分别给出了美国、日本和中国国内投资与实质汇率的时间序列图(注意,国际货币基金组织公布的有效汇率指数的数据,其上升表示升值、下降表示贬值),从中我们看到美国 1983-2001 年间,实质汇率经历了先升值(1983-1985)后贬值(1986-1995)然后再升值(1996-2001)的变动,但美国国内投资却并非如麦金农和大野假设的那样先下降、后上升、然后再下降;日本的实质汇率在 1985-1988 期间呈升值状态,但日本国内投资却不降反升。中国的实际数据同样也不支持上述假设。虽然  $\partial I / \partial(e-p) > 0$  是偏导数关系,意为它是在其它条件不变的情况下的关系,因此我们这里提供的实证结果不足以完全否定它的正确性,但实际数据确实暗示它是未必成立的。

(这里插入:图 3 (a) 美国国内投资与实质汇率)

(这里插入:图 3 (b) 日本国内投资与实质汇率)

(这里插入:图 3 (c) 中国国内投资与实质汇率)

关于为什么浮动汇率制度下,名义汇率是外生的而货币供给是内生的<sup>18</sup>,麦金农和大野的解释是:因为实证分析表明现有的汇率决定理论都不能对浮动汇率制度下外汇市场即期汇率每时每刻的变动做出预测,外汇市场即期汇率变动几乎像随机游走(Meese and Rogoff, 1983)。确实,1973 年以来主要工业化国家外汇市场即期汇率的波动很难用现有的汇率理论来预测,因为每天、每小时超短期的汇率变动主要是作为一种资产价格的变动,它反映的是资产市场(外汇市场)供给和需求的变化,而外汇资产需求主要由投资者的预期决定的,因而即期汇率主要受新闻和投资群体情绪的影响。但是与金融学不同的是,经济学(经济模型)关心的主要是短、中期甚至长期汇率的决定(麦金农和大野的模型应该也是如此)。从这个意义上讲,不能因为现有的汇率决定理论关于外汇市场即期汇率预测的失败就在经济学模型中将汇率作为外生变量处理。事实上,如果麦金农和大野不是将其模型中的汇率决定定位在外汇市场每天、每小时超短期的汇率决定上,而是定位在短期或中期的汇率决定,那么假定浮动汇率制度下汇率  $e$  是外生的就不再是合理的了。此时麦金农和大野的“开放经济”模型中就缺少了一个汇率决定机制。

事实上,如果这个“开放经济”模型中的利率平价关系不是(6.15),而是无抵补的利率平价  $i = i^* + \Delta s^e$ ,那么模型中就有了一个汇率决定机制,只不过此时名义汇率就不再是外生的了。值得指出的是,对于汇率浮动的发达工业化国家而言,假设  $\Delta s^e = 0$  是不合适的,日元名义汇率的剧烈波动就表明了这一点<sup>19</sup>。至于为什么浮动汇率制度下货币供给是内生的,从模型上直接看,是因为名义汇率是外生的而价格调整要服从方程(6.13)的缘故,如果价格调整方程(6.13)不成立,假定货币供给是内生的同样就不再是合理的了。

需要指出的是,关于为什么浮动汇率制度下名义汇率是外生的而货币供给是内生的真正原因,是麦金农教授在其更早期的著作中表明的主张(McKinnon,1984),即在浮动汇率制

---

效应,那么这个“开放经济”模型的结果便是:升值导致贸易余额下降。

<sup>18</sup> 浮动汇率制度的一个重要特点是货币供给(至少在一定程度上)是由货币当局的货币政策独立决定的,除非货币当局甘愿放弃(牺牲)货币政策独立性,让货币供给追随汇率的变化而变化。

<sup>19</sup> 麦金农和大野认为假设  $\Delta s^e = 0$  并不影响其结论,因为如果假设每年  $\Delta s^e = 3\%$  对其推导过程没有实质影响。这种辩解是没有说服力的,因为实际  $\Delta s^e$  并非一定是常数。

度下中央银行应该按名义汇率来确定货币政策以达到货币稳定化的目标。麦金农教授主张中央银行奉行一条简单的法则：当外汇市场名义汇率升值时，使货币供应量增加到长期平均值以上；当外汇市场名义汇率面临贬值的威胁时，则减少国内货币供应量。这一主张自然就导致名义汇率是外生的而货币供给是内生的、是追随着名义汇率的变化而变化。麦金农和大野在目前这个“开放经济”模型中所做的只不过是试图使这一主张模型化。当然，麦金农教授的这一主张是有争议的，只是一家之说，并非理论上的必然。

关于为什么价格调整方程应该是(6.13)，麦金农和大野的解释是在其定义的“开放经济”中，商品的国际套利非常充分从而绝对购买力平价成立，并且，他们隐含地假设均衡实质汇率是恒定的常数1，因此任何名义汇率的变动都导致实质汇率的失调（实质汇率偏离1或等价地名义汇率偏离购买力平价水平），从而需要价格的变动来消除汇率失调，使绝对购买力平价重新成立（实质汇率回到均衡水平1，实质汇率的对数值回到均衡水平0）。这样便有了价格调整方程(6.13)。我们认为价格调整方程(6.13)的合理性是很值得商榷的。众所周知，由于现实经济中存在不可贸易商品以及各国价格指数中贸易商品的权重也不尽相同等原因，绝对购买力平价在现实中并不成立。不仅如此，当经济受到实质冲击或经济发生了结构性变化（即经济基本面发生了变化），均衡实质汇率本身也会发生变化<sup>20</sup>，这会导致实质汇率发生变化，购买力平价也不再成立（因为实质汇率发生变化与购买力平价不成立是同义语）<sup>21</sup>。然而，此时实质汇率发生变化并非是不合理（失调）的。如果名义汇率的上升（或下降）反映的是均衡实质汇率的变化，那么价格水平实在没有理由一定要变化（通过货币当局追随着名义汇率的变化而相应地改变货币供给量）以使实质汇率回到1的水平，因为此时1已不再是均衡实质汇率水平了。对于20世纪80年代以前的日本是如此，对1994年以后的中国也是如此<sup>22</sup>。这种实质汇率的变化仅仅反映的是实质汇率向均衡值的收敛。日本货币当局的错误在于始终通过货币供给的内生变动去抵消名义汇率的升值，以使日元的实质汇率回到1的水平（回到绝对购买力平价），其结果不是使日本经济收敛到均衡状态，而是使其远离均衡状态。或许，这才是日元升值综合症的根本原因。

在麦金农和大野的隔离经济模型的基础上增加一个无抵补的利率平价条件：

$i = i^* + \Delta s^e$ ，便得到多恩布什的开放经济模型——汇率超调模型（Dornbusch, 1976）。这是一个麦金农教授要否定的开放经济传统模型，不过，将多恩布什的开放经济模型与麦金农和大野的“开放经济”模型关于价格调整机制作一比较是有意义的。在多恩布什的开放经济模型中，多恩布什假设本国商品与外国商品不完全替代，因而购买力平价不成立。是多恩布什的开放经济较之麦金农教授的“开放经济”不够开放吗？并非如此。事实上，无论多么开放的经济，无论商品的套利多么充分，因为非贸易品的存在等原因，假设本国商品与外国商品不完全替代（因而购买力平价短期内不成立）是不是比假设本国商品与外国商品完全替代（因而购买力平价成立）更合理呢？再看(6.5)和(6.13)，多恩布什的价格调整方程(6.5)假设产出价格调整是对产出高于或低于充分就业水平做出的反应，而不是对资产价格（名义汇率）做出的反应是不是比麦金农教授的价格调整方程(6.13)背后的假设更合理呢？在麦金农和大野的价格调整方程(6.13)下，由于短期内价格刚性，初始的名义汇率贬值导致实质汇率贬值，从下一期开始价格水平对名义汇率贬值做出反映，价格水平开始上升，从而实质汇率开始向贬值之前的水平（绝对值为1，对数值为0）回归。然而众所周知，商品市场的价格调整速度较之资产市场的价格调整速度慢得多，等到下一期价格做出调整时，作为一种资产

<sup>20</sup> 参见施建淮和余海丰（2005）对购买力平价均衡实质汇率理论的批评和其它均衡实质汇率理论的介绍。

<sup>21</sup> 1973年主要工业化国家转入浮动汇率制度以来的一个基本事实是，不仅名义汇率表现出大幅度的波动，而且实质汇率也表现出大幅度的波动。这从一个侧面反映了购买力平价不成立的事实。

<sup>22</sup> 因为日本和中国分别在上述时期经历了制造业劳动生产率的快速上升。

价格的汇率恐怕早已变化了，如何保证实质汇率一定向贬值之前的水平（绝对值为 1，对数值为 0）回归？所以，无论麦金农教授对其“开放经济”如何定义似乎都不足以证明其价格调整方程（6.13）比多恩布什的价格调整方程（6.5）更符合开放经济的实情。图 4 描绘了名义有效汇率和消费者价格指数的时间序列图，从中不难看出价格指数并非如价格调整方程（6.13）预言的那样随着名义汇率的贬值（升值）而上升（下降）。

（这里插入：图 4（a）美国名义有效汇率与价格指数）

（这里插入：图 4（b）日本名义有效汇率与价格指数）

（这里插入：图 4（c）中国名义有效汇率与价格指数）

上述分析表明，麦金农和大野的“开放”经济模型所做的四个方面改变，其合理性都是值得商榷的，因此我们认为这个“开放经济”模型是有缺陷的，其对命题 1 的证明是不成功的。换句话说，命题 1 仍是一个未被证明的假说，它只是麦金农和大野个人的观点。持命题 1 这种观点的经济学家，如麦金农教授和蒙代尔教授，被克鲁格曼称为什穆主义者（Shmooist）<sup>23</sup>。事实上，对贸易余额调整而言汇率变动是否有效和是否必要的问题一直是国际经济学领域极有争议的问题，关于这一问题的争论可以回溯到上个世纪 20 年代凯恩斯和俄林就德国战争赔款的影响进行的辩论，而上个世纪 80 年代中期主要工业化国家贸易失衡和由此导致的汇率重调重新引发了对汇率变动是否必要、是否有效的争论和相关的实证研究。克鲁格曼（Krugman，1991）综述了这一时期的主要观点和实证结果，并最终得出了与麦金农教授不同的主张，即，当问题是要减少严重的贸易不平衡时，（1）汇率调整是起作用的；（2）汇率调整是必要的；（3）贸易余额和汇率的关系是稳定的。

图 5 给出了日元名义汇率（年平均均值）和日本与美国经常项目的时间序列图，可以看出 1985 年广场协议（Plaza Agreement）之后，日元由 1985 年的 1 美元兑 239 日元升值到 1986 年的 1 美元兑 169 日元，日本的经常项目盈余在 1986 年达到一个高峰后开始下降，美国的经常项目赤字在 1987 年达到一个高峰后也开始下降，这一过程一直进行到 1990 年；当日元由 1988 年的 1 美元兑 128 日元贬值到 1989 年的 1 美元兑 138 日元后，日本的经常项目盈余在 1990 年达到一个低谷后重新开始上升，而美国的经常项目赤字在 1991 年达到一个低值后也重新开始扩大；当日元由 1990 年的 1 美元兑 145 日元开始再次升值后，日本的经常项目盈余从 1993 年达到一个高峰后再次开始下降，而美国的经常项目赤字在 1994 年也开始减少；当日元由 1995 年的 1 美元兑 94 日元开始又一次贬值后，日本的经常项目盈余从 1996 年达到一个低谷后又一次开始上升，而美国的经常项目赤字也从 1997 年开始又一次以更大的速度扩大。日本的经常项目的变化大约滞后汇率变动 1-2 年，而美国的经常项目的变化大约滞后汇率变动 2-3 年，如果考虑了 J-曲线效应，这一事实支持了日元升值对日本和美国的经常项目产生影响的主张。

（这里插入：图 5 日元汇率和日美经常项目）

<sup>23</sup> 什穆（Shmoo）是一漫画动物，其外形像圆鼓鼓的保龄球。它可以变成任何人们想吃的任何食物，它可以满足世界所有的需要。例如，它的皮切薄了便成为上等的皮革，切厚了便成为最好的木材等等。在国际经济学领域，“什穆主义者”被用来指这样一些经济学家，他们在研究中假设世界上只有一种产品，所有国家都只生产这种产品，从而他们抽象掉任何相对价格的作用。在这样的世界里，国民储蓄和投资的变化直接就转化为贸易余额的变化，不需要伴随任何相对价格的调整。这样，什穆主义者否定了实质汇率变化对于贸易调整是必要的或有帮助的主张。

最后，我们想对麦金农教授提倡的储蓄-投资缺口分析作一些评论。诚然  $CA = S - I$  是开放经济宏观经济学中最重要的关系之一。但需要指出的是它只是一个会计恒等式，而不是经常项目理论。它本身并不包含特定的因果关系，也不包含  $CA$ ， $S$  和  $I$  受哪些经济变量的影响以及受怎样的影响等信息。例如某个经济冲击（如汇率升值）可能同时影响  $CA$ ， $S$  和  $I$ ，而不是先影响  $S$  和  $I$ ，然后  $S$  和  $I$  再去影响  $CA$ 。可以说经常项目顺差是储蓄-投资缺口的具体表现，而储蓄-投资缺口也是经常项目顺差的具体表现。不仅如此，与经常项目有关的会计恒等式还有其它表达式，如  $CA = Y - A$ ， $CA = TB + NF$  等（其中  $Y$  为国民收入， $A$  为国内吸收， $TB$  为贸易余额， $NF$  为来自国外的净要素支付）。也就是说，经常项目除了恒等于国民储蓄减国民投资外，它也恒等于国民收入减去国内总吸收和恒等于贸易余额加上来自国外的净要素支付。

从恒等式  $CA = S - I$ ，我们似乎看不出汇率与经常项目有什么直接联系。如果将国民储蓄进一步分解为民间储蓄  $S^p$  和政府储蓄  $S^g$ ，后者为财政赤字  $DEF$  的相反数，那么我们有  $CA = S^p - DEF - I$ ， $S^p$  和  $I$  主要是利率的函数，而  $DEF$  反映的是财政政策。因此麦金农教授的说法“在一个开放经济中，经常项目余额所反映的全部内容只不过是净储蓄倾向，后者不受名义汇率变动可预见的影响”似乎是很有道理的。并且，美元贬值无助于美国经常项目逆差的减少，减少美国政府财政赤字才是减少美国经常项目逆差的根本出路所在，也似乎是理所当然的主张。这种看似很有道理和理所当然的分析难道会有什么疑问吗？

如前所述， $CA = S^p - DEF - I$  只是一个会计恒等式，而不是经常项目理论，从经济理论上讲，只有当财政赤字的减少本身不会影响民间储蓄  $S^p$ ，财政赤字的减少才会减少经常项目逆差。上述会计恒等式不能告诉我们这一点（财政赤字的减少不会影响民间储蓄），到目前为止的经济理论也没有向我们保证这一点。相反，经济理论确实为我们提供了一个反例：当李嘉图等价成立的时候，财政赤字的减少（政府储蓄的增加）导致民间储蓄  $S^p$  的等额下降，从而对经常项目没有影响！麦金农教授本人则为我们提供了一个实证上的反例：在克林顿执政时期，“在比尔克林顿巩固财政的措施下，储蓄缺口收窄了，但没有消失，因为美国的个人储蓄减弱了”（McKinnon, 2004，下划线为本文作者所加）。确实，在克林顿执政时期，美国政府虽然实现了财政盈余，但美国经常项目的逆差却并未因此而减少，反而以更大的幅度在扩大，1997-2000 期间，美国财政盈余分别为（负数表示赤字）：-24.4, 543.9, 1566.6, 2546.2 亿美元，而美国经常项目逆差分别为 1276.8, 2046.7, 2908.7, 4114.6 亿美元（另见图 5）。

如果我们转而从恒等式  $CA = TB + NF$  出发，我们似乎看到了汇率与经常项目有直接的联系，因为理论和常识都告诉我们贸易余额  $TB$  与实质汇率有直接的关系，说进口和出口与相对价格无关是很少有人相信的！然而，经常项目的这两个表达式（和其它的表达式）是可以通过基本的国民核算等式彼此相互推导出来，因此它们是完全等价的！所以，并不存在分离的经常项目“弹性理论”，经常项目“吸收理论”和经常项目“储蓄-投资缺口理论”，也不能说侧重于对贸易收支的分析（如弹性理论所做的）是错误的，而侧重于对储蓄-投资缺口的分析（如麦金农教授所做的）是正确的。只要是恰当界定的，每一个表达式都会将我们带到相同的结论。需要强调指出的是，正因为上面的那些表达式只是会计恒等式，而不是经常项目理论，它们本身并不包含特定的因果关系，因此在利用它们中的任何一个对经常项目进行分析的时候都需要小心谨慎，需要对具体国家的情况进行具体的实证分析，以及弄清楚会计恒等式背后所反映的经济学逻辑。

如果麦金农教授对日本经济的具体实证分析得出：在日本， $CA = S - I$  的因果关系确实是日本的高储蓄率导致了日本经常项目的顺差的话，并不能因此认定在中国，也是中国的高储蓄率导致了中国经常项目的顺差，从而人民币升值不会影响中国经常项目。例如，我们可以对中国的  $CA = S - I$  给出一个或许是“天方夜谈”的解释：由于人为地保持人民币低估，

导致过多的资源流入了贸易品部门,结果压抑了中国非贸易品部门的发展,在中国居民,特别是占中国储蓄绝大份额的城市居民,对基本消费品(制造品)的需求饱和之后,他们对高档次的消费品特别是精神产品和服务的需求越来越大,由于非贸易品部门受到压抑(过多的资源被生产成贸易品出口了),无法满足他们的这种需求,结果他们只好进行储蓄,因此中国居民储蓄率居高不下(参见施建准和朱海婷,2004)。如果人民币升值(而且实现了实质汇率升值)导致资源从贸易品部门流出,流入非贸易品部门,那么中国出口将下降(经常项目余额下降),而非贸易品供给将增加从而中国城市居民居高不下的储蓄率将会下降(这是中国政府千方百计希望实现的)。在这个解释中 $CA = S - I$ 的因果关系就与麦金农教授的正好相反:是经常项目余额顺差(具体说是过多资源用于出口)导致了高储蓄率!

## (二) 关于命题 2 在东亚新兴市场国家的适用性

我们基本同意麦金农教授及其合作者关于日元资产存在负的风险升水的分析,并且我们认为命题 2 确实适用于发达的工业化国家的场合。但是我们认为命题 2 并不适用于新兴市场国家,特别是东亚新兴市场国家的场合。在我们看来,东亚新兴市场国家本币资产的风险升水不是负的而是正的!不仅如此,东亚新兴市场国家机构和个人持有的美元资产的汇率风险(从而风险升水)也并非一定随美元资产比重的上升而增加。为什么呢?站在国内投资者的角度,美元资产固然有汇率风险,但是本币资产同样有风险,如违约风险、政治风险等<sup>24</sup>。对于新兴市场国家而言,其本国资产的这类风险一般远大于发达工业化国家的同类资产的风险。例如,以主权债券为例,亚洲新兴市场国家发行的外币计值债券获得国际评级机构的评级一般不超过 BBB,即勉强够得上投资级,即使本币计值的主权债券,其信用级别也没有达到 AAA(参见表-2)。主权债券尚且如此,新兴市场国家公司债券能够获得评级就将更低了,如果被国际评级机构评级,绝大部分公司债券将属于垃圾债券。又如,在一项针对新兴市场国家股票市场系统风险的研究中,Estrada 报告了东亚新兴市场相对于世界市场的  $\beta$  值,它们基本上都大于 1,如果风险用更加合理的半方差衡量(即只考虑下跌时的方差)则东亚新兴市场的下跌  $\beta$  值—— $\beta^D$  值全都显著大于 1(Estrada, 2002),这反映了东亚新兴市场国家股票市场较之世界市场具有较高的系统风险。

因此,站在国内投资者的角度,他们要考虑的资产风险不仅有(美元资产的)汇率风险,还有(本币资产的)违约风险、政治风险等等,他们要求的风险升水是对包括汇率风险在内的所有系统风险的补偿。对于新兴市场国家的机构和个人而言,本币资产的风险一般要大于其持有的美元资产可能的汇率风险,因此新兴市场国家本币资产的风险升水一般情况下应该是正的。对于东亚新兴市场国家而言,出于“浮动恐惧症”(Calvo and Reinhart, 2002)它们多采用固定汇率制度(如钉住美元的汇率制度),麦金农教授本人在一系列论文中分析了东亚新兴市场国家汇率制度的这一特征(如 McKinnon and Schnabl, 2003b)。所以这些国家货币对美元的汇率并不像日元那样大幅度波动,因此这些国家民间机构和个人持有的美元资产并不存在汇率风险<sup>25</sup>(而美元资产存在汇率风险是麦金农教授的命题 2 成立的主要依据)。因此,在金融开放的东亚新兴市场国家,为了让国内金融机构在其资产组合中持有本币资产,本币资产的回报率中更应包含一个正的风险升水以反映新兴市场国家资产市场较高的系统风险。

<sup>24</sup> Goyal and McKinnon (2003)的分析中隐含地假设了日元资产与美元资产的违约风险、政治风险等是相同的,所以其风险升水只是针对汇率风险。这只有在发达工业化国家的场合才有可能成立。

<sup>25</sup> 当然汇率风险由货币当局承担了。

表-2.标准普尔公司新兴市场国家主权债务信用评级  
(June 2003)

经济体	本币债务	外币债务
中国	---	BBB
印度	BB+	BBB
印尼	BB+	B-
韩国	A+	A-
马来西亚	A+	BBB+
菲律宾	BBB	BB
泰国	A-	BBB

资料来源：Rhee (2003)

因此我们认为新兴市场国家本币资产的风险升水不是负的而是正的,这正是新兴市场国家存在资本外逃的主要原因。虽然有时也会出现资本“内逃”,即外逃资本的回流,但其原因并非是本币资产的风险升水为负数( $\varphi < 0$ ),而是由于其它原因如本币出现升值预期( $\Delta s^e < 0$ )。至于为什么债权国民间机构和个人持有的美元资产的汇率风险(从而风险升水)并非一定随美元资产比重的上升而增加,原因在于:只有该国实行的是汇率有大幅波动的浮动汇率制度(像日本那样),美元资产的汇率风险(从而风险升水)才会随美元资产比重的上升而增加。对于实行固定汇率制度的国家而言,只有在一个极端的场合,即出现了来自国外要求本币升值的强烈压力,美元资产的汇率风险才会出现,而这与美元资产比重的变化没有必然的联系。以中国为例,按照麦金农教授的计算,自1985年以来,中国民间机构和个人持有的美元资产余额就超过了官方外汇资产余额,且以较快的速度增加,1985-2002期间中国民间机构和个人持有的美元资产余额分别为138, 332, 1271, 2388, 2575, 2974, 3629, 和4360亿美元,但并未出现中国民间机构和个人用美元挤兑人民币的情况,美元挤兑人民币只是最近1-2年的事(由于出现了特别是来自美国的要求人民币升值的压力)。所以对于东亚新兴市场国家而言,民间机构和个人持有的美元资产的汇率风险(从而风险升水)并非一定随美元资产比重的上升而增加。

表-3. 美国与东亚新兴市场国家的存款利率

	美国	中国	韩国	马来西亚	泰国	菲律宾	印尼
1990	8.15	8.64	10.00	5.90	12.25	19.54	17.53
1991	5.84	7.56	10.00	7.18	13.67	18.80	23.32
1992	3.68	7.56	10.00	7.97	8.88	14.27	19.6
1993	3.17	10.98	8.58	7.04	8.63	9.61	14.55
1994	4.63	10.98	8.50	4.94	8.46	10.54	12.53
1995	5.92	10.98	8.83	5.93	11.58	8.39	16.72
1996	5.39	7.47	7.50	7.09	10.33	9.68	17.26
1997	5.62	5.67	10.81	7.78	10.52	10.19	20.01
1998	5.47	3.78	13.29	8.51	10.65	12.11	39.07
1999	5.33	2.25	7.95	4.12	4.73	8.17	25.74
2000	6.46	2.25	7.94	3.36	3.29	8.31	12.5
2001	3.69	2.25	5.79	3.37	2.54	8.74	15.48
2002	1.73	1.98	4.95	3.21	1.98	4.61	15.5

资料来源：IMF, *International Financial Statistics*



由表-3 可以看出除存在资本管制的中国和马来西亚外其它东亚新兴市场国家的存款利率均高于美国的存款利率（1999 年以来的泰国是个例外），这反映了东亚新兴市场国家本币资产的风险升水为正的事实。中国和马来西亚近年来存款利率低于美国的存款利率是由于这两个国家实行资本管制，利率水平主要反映的是国内因素，例如中国从 1996 年以来连续 8 次降低存款利率是为了刺激国内需求，而不是因为人民币资产较美元资产的风险升水为负。

在我们明白了麦金农教授“两难的美德综合症”理论存在的问题之后，特别是在我们明白了命题 1 只是一个未被证明的假说，而命题 2 并不适用于东亚新兴市场国家（如中国）的情形之后，我们回过头来审视麦金农教授关于人民币应否升值的论述便不难发现，其关于“如果人民币升值，中国将很有可能最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”的说法是不能完全令人信服的。麦金农教授论断的一个关键之处是“一旦人民币升值，市场就会预期人民币可能还要进一步升值，从而一直升值下去”，其成立的直接理由是命题 1 成立，间接的理由是一旦人民币升值中国因此将转向浮动汇率制。然而如果我们不同意命题 1（因为它只是一个有争议的假说），而是接受传统开放经济模型的主张，认为货币升值对降低经常项目盈余是有作用的话，那么人民币升值确实有助于缓解经常项目盈余的增长。只要升值的幅度足够大<sup>26</sup>，中国的经常项目盈余就会下降，外汇储备的增长因而也会下降，如果中国的经常项目因为人民币升值而转为出现逆差（这未必是坏事），来自国外贸易保护主义的压力就会减弱，市场怎么还会预期人民币还要进一步升值，而且一直升值下去呢？其次，人民币升值只是调整平价，并不表示中国会因此转向浮动汇率制<sup>27</sup>。由于固定汇率制度下平价是由当局人为确定的，并非完全听由市场供求决定，那么即使人民币升值并未成功导致中国经常项目盈余下降或较大幅度的下降<sup>28</sup>，因而人民币升值压力继续存在，到那时当局宣布不再升值，谁又能逼当局再次调整平价？又怎么会一直升值下去呢？如果目前存在如此巨大的升值压力下当局尚能拒不升值<sup>29</sup>，下一次为什么就做不到呢，那时的情况能比现在差到那里去呢（而人民币一次的升值至少让我们享受了贸易条件改善的好处）。

其次，关于“紧随着人民币升值，价格水平就会下降，从而导致通货紧缩”，这只是麦金农教授“开放经济”模型价格方程（6.13）的推论。而按照传统开放经济模型，人民币升值未必一定导致通货紧缩，因为按照传统模型，只有当产出小于潜在产出，价格水平才会下降，而并非任何情况下必然如此，在中国经济当前处于过热的状态下，更不大会如此。

最后，人民币升值会导致中国像日本那样利率不断降低，最终陷入流动性陷阱吗？我们先用麦金农教授自己的理论来说明，命题 2 表明造成日本利率不断降低的主要原因是持续存在的经常项目盈余导致日本民间机构美元资产存量不断上升。它使得日元资产的风险升水负得越来越大，日本银行不得不通过大规模增加国内基础货币，不断降低日元资产利率，来遏制民间机构用美元兑换日元的行为。所以按照命题 2 日本陷入流动性陷阱与日元升值本身并

<sup>26</sup> 升值幅度多大为足够大主要取决于人民币汇率实质低估的程度，不过需要注意的是，购买力平价方法并不是估计这种实质低估程度的好方法。

<sup>27</sup> 许多反对人民币升值的学者（包括蒙代尔）都隐含地假设一旦让人民币升值，中国就是转向让人民币自由浮动的浮动汇率制。

<sup>28</sup> 升值导致经常项目余额下降的程度还受到诸如出口企业的市场定价行为导致的汇率浸透（exchange rate pass through）的不完全性以及进出口的价格弹性大小等因素的影响。

<sup>29</sup> 据发改委中国宏观经济学会常务副秘书长王建估计（新浪网，2005），2004 年流入中国的“热钱”达 1000 亿美元之多。《经济日报》2005 年 1 月 15 日报道，2004 年官方储备较上一年激增 2067 亿美元。所以，要完全消除官方干预外汇市场对货币供给的影响，中国人民银行必须增发 17115 亿元人民币（相当于当年 GDP 的 13%）的金融票据进行冲销（当然还可同时采取提高准备金率等手段进行冲销）。对于如此之大的冲销规模，中国人民银行不能不考虑其对国内利率水平的影响和对准财政成本的影响，因此冲销必然是不完全的，换句话说，中国 2004 年 3.9% 的通货膨胀率（用 CPI 衡量，如用 GDP 平减指数衡量则为 6.9%）中，一定有人民币不升值的“贡献”。

无直接的关系<sup>30</sup>。如果将同样的逻辑应用于中国的场合，那么人民币升值与中国陷入流动性陷阱两者之间也就没有必然的联系。

当然，如果如麦金农教授所言，本币升值造成本币会进一步升值的预期，那么由命题 2 升值预期与负的风险升水共同作用将压迫利率不断走低。但是，如前所述，对于东亚新兴市场国家而言，本币资产的风险升水并不是负的而是正的，正的风险升水会与预期升值率产生抵消作用<sup>31</sup>，因而东亚新兴市场债权国利率不断降低的压力要小一些。不仅如此，具体到中国的场合，由于中国仍实行资本管制，国际资产套利并非完全自由，货币当局对利率水平仍然有控制力。而且当前美国联邦储备货币政策的重点是防止通货膨胀，利率是呈上升趋势。因此人们很难相信如果现在人民币升值，中国利率水平会由于外部经济因素被压迫至零，从而陷入流动性陷阱。当然，如果人民币升值成功降低了中国经常项目盈余（从而对外资产余额），人民币升值预期减弱了，那就更不会导致中国像日本那样利率不断降低，最终陷入流动性陷阱了。

以上分析表明，像“两难的美德综合症”理论一样，麦金农教授关于“如果人民币升值，中国将很有可能最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱”的说法也是不能完全令人信服的。对于中国由于高储蓄的“美德”（经常项目较大赢余）和由此带来对外债权不断增长所造成的人民币升值压力和潜在的国际流动性风险（美元挤兑人民币），麦金农教授给出的应对处方是什么呢？麦金农教授给出中期可考虑的三种选择（McKinnon and Schnabl, 2003a, pp.20）：（1）采取政策措施减少甚至扭转经常项目赢余；（2）鼓励合资企业向国内银行借款、在国内发行股票和债券等形式获得融资以减少外国直接投资中资金流入的规模；（3）继续大力刺激国内总需求<sup>32</sup>。

采取政策措施减少经常项目赢余和鼓励合资企业用人民币在国内筹资这些中期应对措施当然是我们赞同的<sup>33</sup>。问题是短期呢（具体说眼前呢）？麦金农教授的建议是：“为了防止人民币升值，中国人民银行必须干预外汇市场，收购多余的美元。不进行冲销操作（sterilization）的干预将能够缓解人民币升值压力：因为国内基础货币的扩张将拉低人民币相对于美元资产的利率。只要人民币资产利率还远高于零，基础货币的扩张就既可以有效地刺激国内经济增长，又可以降低官方外汇储备的增长速度”（pp.19）。按照命题 1 和 2，这自然是顺理成章的建议。但问题是中国人民银行能够接受让其货币政策为了稳定汇率而任由国内基础货币的扩张吗？拉低了人民币相对于美元资产的利率，就真的能够缓解人民币升值压力吗？如果中国人民银行执行这种政策的结果人民币资产利率变得接近了零，那又该怎么办呢？是继续进行不冲销的干预从而国内基础货币扩张并进一步拉低人民币相对于美元资产

<sup>30</sup> 当然从经济理论上说，利率并非与本币升值完全无关，如果本币升值确实导致了价格水平下跌（通货紧缩），那么实质利率就会因此上升，实质利率上升将抑制民间的有效需求，如果经济正好处于衰退期，为了刺激经济货币当局就有可能选择增加货币供给来降低名义利率。但正如上面所述，升值未必一定导致通货紧缩，而且为了刺激经济也并非一定采用货币扩张的方法。

<sup>31</sup> 例如，目前国际和国内投资者在人民币升值预期下将资本流入中国，这些资金流向了中国的股市和房地产等资产市场（主要是房地产市场），一方面他们期待着人民币升值从而获得资本利得，另一方面他们也担心人民币尚未升值，股价或房地产价格倒先下跌从而蒙受资本损失。

<sup>32</sup> 公正地说，麦金农教授的建议是 2003 年给出的，目前他是否仍然会建议继续大力刺激国内总需求，以及以过去几年那样的方式大力刺激国内总需求，我们不得而知。

<sup>33</sup> 人民币面临的升值压力并不完全是由“美德”引起的。中国近年来每年流入的外国直接投资一直处于 500 亿美元左右的规模，而同时中国对外直接投资的规模则很小，这是导致中国流动性强的对外债权（分别由民间和官方持有）快速增长的独特原因（麦金农教授正确地指出了这一点）。由于外国直接投资带来先进的技术和管理经验，减少外国直接投资的规模可能非政策当局会采用的政策（虽然在结构调整上仍有政策操作的余地），那么为避免中国流动性强的对外债权快速增长，可采用的办法或者是经常项目产生与外国直接投资流入规模相匹配的逆差，或者是大力推动走出去战略，使中国对外直接投资的规模与外国直接投资流入规模相匹配。然而，在人民币存在升值预期的情况下，谁会愿意走出去呢。在这种情况下，鼓励合资企业向国内银行借款、在国内发行股票和债券等形式获得融资以减少外国直接投资中美元资金流入的规模确实是一个很好的主张，不过，这在短期内难以实现。

的利率，还是让人民币升值抑或改为有冲销的干预（效率会越来越低）？如果中国人民银行遵从了麦金农教授的建议，我们真的担心，中国会因此陷入日本式的流动性陷阱！

## 五、总结性评论

麦金农教授“两难的美德综合症”理论关于不能以本国货币进行国际放贷的债权国，如果经常项目持续不断地盈余将会带来美元债权的不断增加从而面临本币升值的内部和外部压力的分析是正确的，但是关于这种压力将导致政府面临升值也不是不升值也不是的“两难”境地的分析，至少从理论上来说是不正确的。因此并不存在一个“两难的美德综合症”。需要指出的是，麦金农教授的论述基本上就是就名义汇率展开的，而更为本质的，对国际贸易与投资有直接影响的是实质汇率。实际上，如果一国经济在保持较高增长的同时，经常项目盈余持续扩大、官方外汇储备不断增加以至于面临本币升值内部和外部压力的时候，可以判断该国实质汇率出现了低估，此时名义汇率升值是消除实质汇率失调，从而纠正外部不平衡的可供选择的政策之一。此时，名义汇率升值是否会导致最终陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱，并不存在理论上的必然。1985年广场协议后，马克和新台币也都经历了对美元的大幅升值，但是德国和中国台湾并没有因此陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱。由于“两难的美德综合症”理论上存在问题，即使麦金农教授认为其对于日本的实证分析支持名义汇率升值对经常项目调整无效和本币资产风险升水为负的命题，那也只是个案研究，也不能将其套用于其它国家的场合。

就中国而言，如果我们不同意麦金农教授的“开放经济”模型，而按照传统的开放经济宏观模型来分析人民币汇率问题的话，那么（1）人民币升值确实有助于缓解经常项目盈余的增长，只要升值的幅度足够大，中国的经常项目盈余就会下降，外汇储备的增长因而也会下降，在这种情况下人民币升值预期就会降低；（2）由于中国经济当前处于过热状态，人民币升值未必一定导致通货紧缩；最后（3）人民币升值并非一定会导致中国像日本那样利率不断降低，最终陷入流动性陷阱，这不仅因为人民币资产的风险升水是正的，压迫人民币利率的力量较小，也不仅因为当前美国利率是呈上升趋势，而且因为中国仍实行资本管制，国际资产套利并非完全自由，货币当局对利率水平仍然具有控制能力。

## 参考文献

- 新浪网 (2005), “商务部: 1000 亿美元赌人民币升值的数字不虚”, 2005 年 01 月 14 日, [sh.house.sina.com.cn/news/quanguo/2005-01-14/095115341.html](http://sh.house.sina.com.cn/news/quanguo/2005-01-14/095115341.html)。
- 施建淮和朱海婷 (2004), “中国城市居民预防性储蓄及预防性动机强度: 1999-2003”, *经济研究*, 2004 年第 10 期。
- 施建淮和余海丰 (2005), “人民币均衡汇率与汇率失调: 1991-2004”, 北京大学中国经济研究中心讨论稿, No. C2005002。
- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart (2002), “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics* 117, 379-408.
- Estrada, Javier (2002), “Systematic risk in emerging markets: the D-CAPM”, *Emerging Markets Review* 3, 365-379.
- Goyal, Rishi and Ronald McKinnon (2003), “Japan’s Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and Fall in Bank Lending”, *The World Economy* 26, 339-63.
- Krugman, Paul (1991), “Has the Adjustment Process Worked?”, *Policy Analyses in International Economics*, Vol. 34, Institute For International Economics, Washington, D.C.
- Marston, Richard (1985), “Stabilization Policies in Open Economies”, Ch. 17, R. W. Jones and P.B. Kenen, eds., *Handbook of International Economics*, Vol. 2, Amsterdam: North-Holland.
- McKinnon, Ronald (1984), “An International Standard for Monetary Stabilization”, *Policy Analyses in International Economics*, Vol. 8, Institute For International Economics, Washington, D.C.
- McKinnon, Ronald (2004), “America's savings shortfall is hurting its workers”, *Financial Times*. London (UK): Oct 21, 2004. pg. 17.
- McKinnon, Ronald (forthcoming), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts).
- McKinnon, Ronald, and Kenichi Ohno (1997), *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts).
- McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl (2003a), “China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue”, Stanford University Working Paper 03-007
- McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl (2003b), “The East Asian Dollar Standard, Fear of

Floating, and Original Sin” , Stanford University Working Paper 03-001.

Meese, Richard and Kenneth Rogoff ( 1983 ) , “Empirical Exchange rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?”, *Journal of International Economics* 14, 3-24.

Rhee, S. Ghon ( 2003 ) , “Regional Bond Markets: Rationale, Concerns and Roadmap”, Working Paper, The Asia-Pacific Financial Markets Research Center, University of Hawaii.

## **Is Virtue Really Conflicted?**

### **—Comments on McKinnon’s Theory of Conflicted Virtue Syndrome**

Jianhuai Shi

*(China Center for Economic Research, Peking University)*

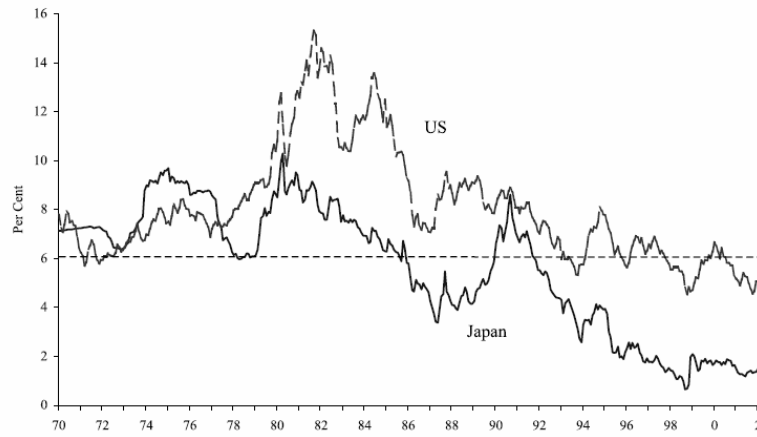
**Abstract:** This paper is to query the validity of McKinnon’s so called conflicted virtue theory and his view on renminbi exchange rate. By examining the model of open economy and the proposition of negative risk premium in interest rate on domestic assets, which form the foundation of McKinnon’s conflicted virtue theory, the paper finds that there are some faults in the former while the latter is not valid for East Asia emerging market economies like China. Based on the findings, this paper argues that generally speaking, there is no such thing as the syndrome of conflicted virtue and it is also questionable that if China appreciates its currency it could slip into a deflationary slump with a zero interest liquidity trap.

**Key words:** exchange rate, current account, liquidity trap, risk premium, conflicted virtue

**JEL Classification :** F31 , F32 , F41

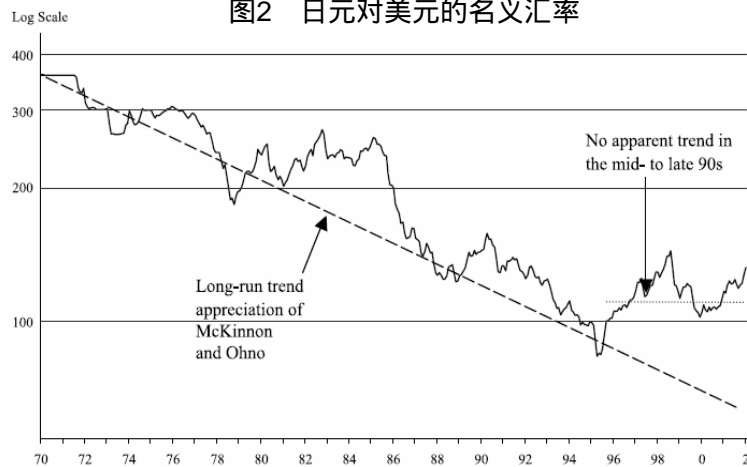
附图：

图1 美国和日本的长期利率



资料来源：Goyal and McKinnon (2003)

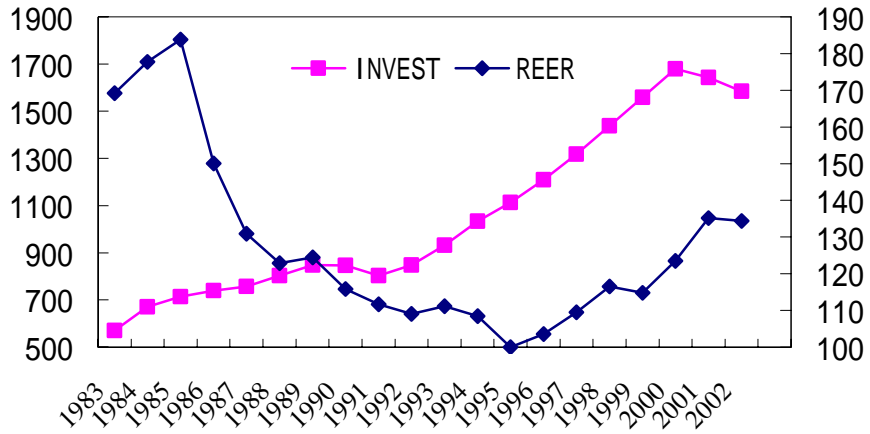
图2 日元对美元的名义汇率



资料来源：Goyal and McKinnon (2003)

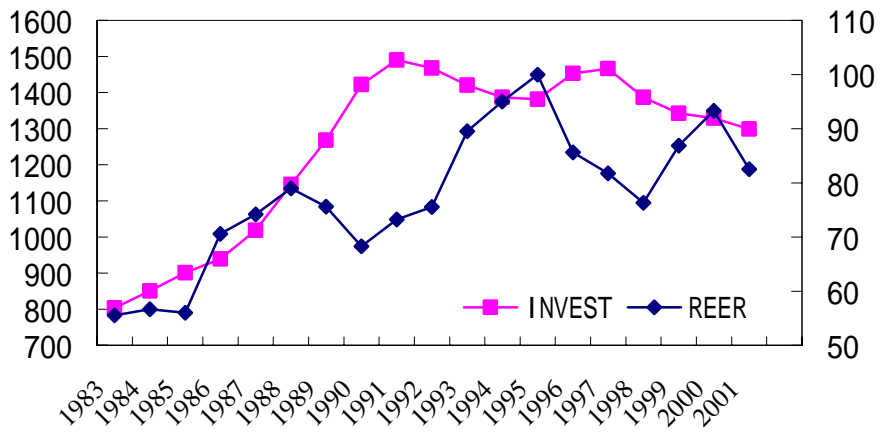
图 3 实质汇率与国内投资

(a) 美国



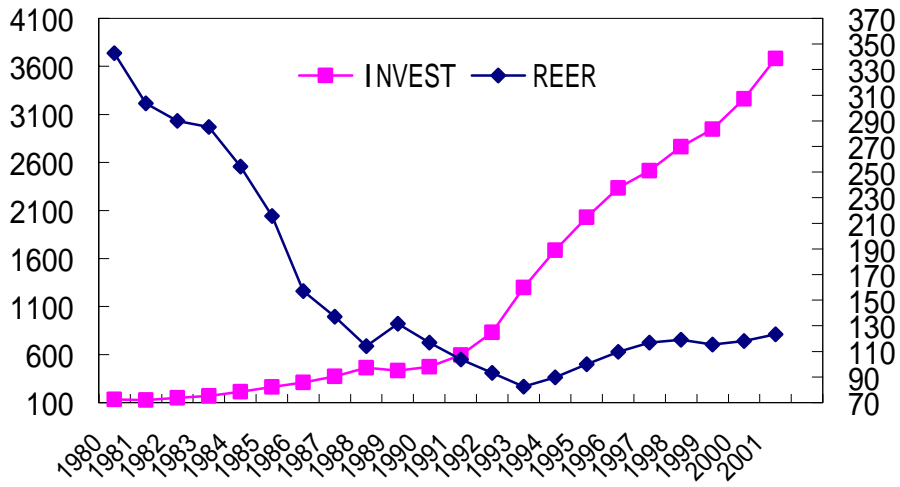
资料来源：IMF，*International Financial Statistics*

(b) 日本



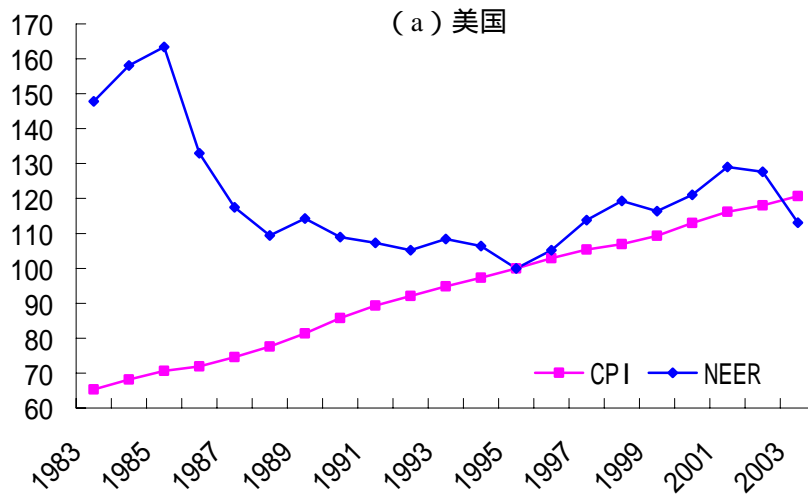
资料来源：IMF，*International Financial Statistics*

(c) 中国



资料来源：IMF , *International Financial Statistics*

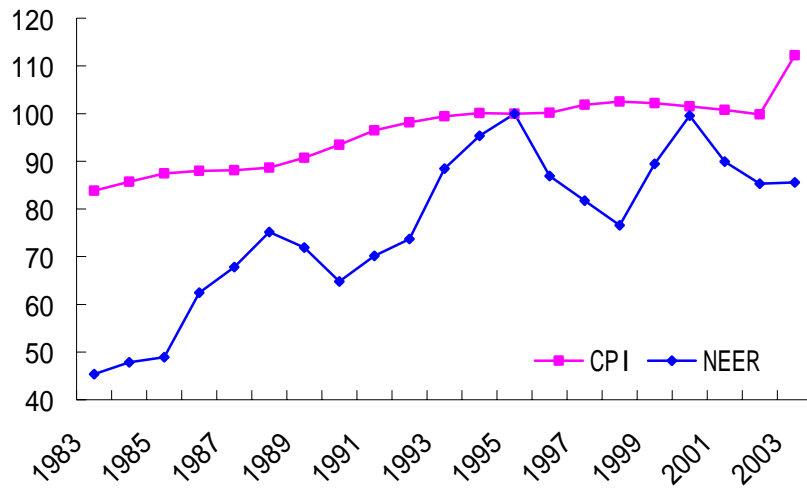
图 4 名义有效汇率与价格指数



资料来源：IMF , *International Financial Statistics*

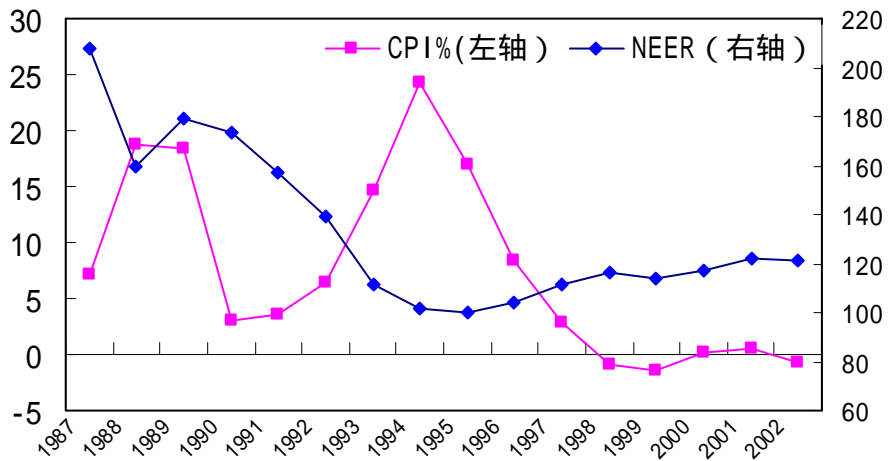


(b) 日本



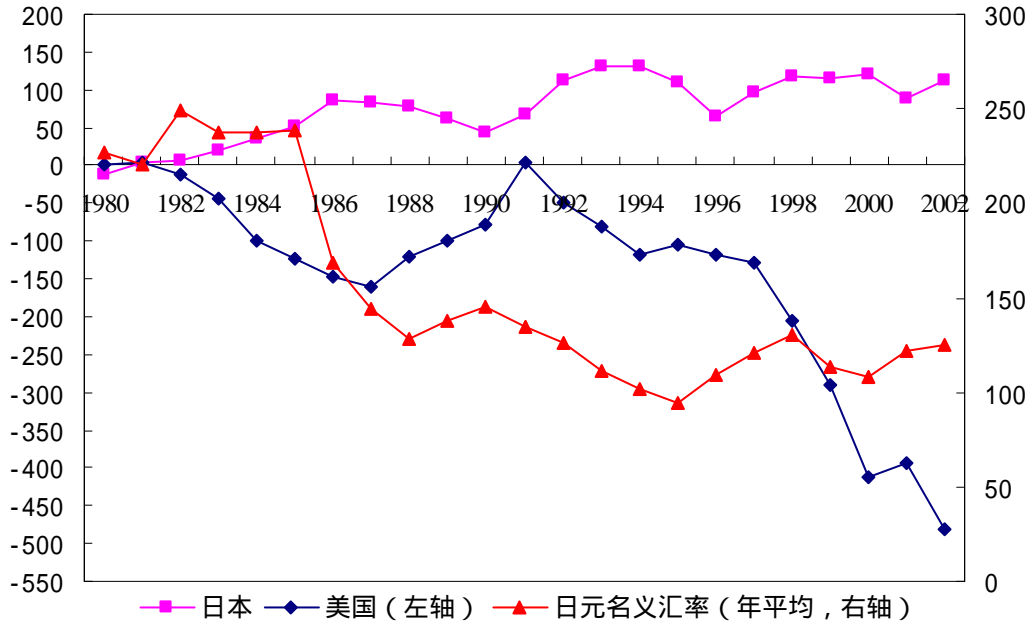
资料来源：IMF , *International Financial Statistics*

(c) 中国



资料来源：IMF , *International Financial Statistics*

图5 日元汇率和日美经常项目



资料来源：IMF, *International Financial Statistics*