

高储蓄真是两难的吗？

——与麦金农教授商榷

施建淮*

摘要 本文对麦金农的“高储蓄两难综合症”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：前一个命题只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，我们认为麦金农的“高储蓄两难综合症”理论是有缺陷的，高储蓄未必是两难的，同时麦金农关于“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，高储蓄两难

一、引言

众所周知，麦金农是反对人民币升值的，他主张人民币汇率应该维持在1美元兑8.28元人民币的水平上不变，即使人民币汇率出现失调和人民币存在来自中国经济本身和外部经济的升值压力，也不应该改变这一汇率水平。麦金农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。麦金农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“高储蓄两难综合症（*syndrome of conflicted virtue*）”理论之中（McKinnon 和 Schnabl, 2003a；McKinnon, 2005）。鉴于麦金农在中国经济学界有很大的影响力，对其“高储蓄两难综合症”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“高储蓄两难综合症”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的“高储蓄两难综合症”理论，并提出我们关于该理论的疑问；第三部分阐明“高储蓄两难综合症”理

* 北京大学中国经济研究中心。通讯地址：北京大学中国经济研究中心，100871；电话：(010) 62759059；E-mail: jhshi@ccer.pku.edu.cn。本文是施建淮(2005a)大幅修改后的版本。本文讨论稿曾经在中国社会科学院国际经济论坛上报告(2005年3月31日)，作者感谢何帆和其他与会者的有益评论，同时感谢本刊两位匿名审稿人提出的建设性修改意见。

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;第四部分讨论“高储蓄两难综合症”理论存在的问题,我们将指出麦金农关于第一个命题的证明是有问题的,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“高储蓄两难综合症”理论是有缺陷的,“高储蓄”并不一定是“两难的”;第五部分我们对麦金农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,第六部分给出总结性评论。

二、“高储蓄两难综合症”理论

麦金农的“高储蓄两难综合症”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1995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。传统上高储蓄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。但是麦金农指出,与历史上的债权国如19世纪的英国和二战之后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¹,这使得这些债权国产生了货币不匹配(currency mismatch)问题。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——人民币(因为人民币是法定货币):消费支出使用的是人民币,企业工资支付的是人民币等。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²。然而如果能让企业和

¹ 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。

² McKinnon和Schnab(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。

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	香港地区
1998	31472	4097	9529	118750	40371	1546	18578	14243	2529
1999	21115	5783	12604	114600	24522	7219	15291	12428	10285
2000	20518	7992	8488	119660	12251	6258	13257	9313	7083
2001	17401	6901	7287	87800	8033	1323	16086	6192	9941
2002	35422	7824	7190	112450	5394	4383	18909	7014	12596
2003	45875	7252	13381	136220	12321	3347	28184	7953	16211
2004	53746	6777	14749	172060	27613	2080	27805	7281	16039

资料来源:IMF, *International Financial Statistic*。2004 年的部分数据来自 ADB, *Asian Development Outlook*。

麦金农认为对于不能以本国货币进行国际放贷的债权国来说，随着对外债务的不断增长，两种情况将会发生：(1)随着美元债权存量的不断增长，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 和 Schnabl, 2003a, p. 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³；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务的不断增长，本币升值的压力越来越大。麦金农认为，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，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⁴。麦金农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务的不断增长最终所面临的两难困境称为“高储蓄两难综合症”。

以上我们概述了麦金农的“高储蓄两难综合症”理论。对于不能以本国货

³ 这一点麦金农没有明确指出，是我们补充的。

⁴ 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，这给中国商品出口造成很大损失。据人民日报 2004 年 11 月 10 日报道：截止于 2004 年 10 月底，共有 34 个国家和地区对我出口产品发起 669 起反倾销、反补贴、保障措施和特保调查，涉案金额已超过 190 亿美元（而 2003 年有 19 个国家和地区对中国反倾销、保障措施及特保立案 59 起，涉案金额约 22 亿美元）。

币进行国际放贷的债权国,由于经常项目盈余带来对外债务的不断增加所面临的本币升值的压力,以及如果本币不升值将会遭致外国的贸易制裁,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“高储蓄两难综合症”理论的关键所在,也是我们想提出质疑来与麦金农商榷的地方。

三、“高储蓄两难综合症”理论背后的两个关键命题

麦金农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 和 Schnabl, 2003a),其阐述中实际上用到如下两个关键命题:

命题1 在一个金融开放的经济中,名义汇率变动对经常项目的调整是无效的,名义汇率变动只会导致通货膨胀或通货紧缩。

命题2 对于金融开放和实行浮动汇率制度的债权国而言,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。

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。

(一)关于命题1

关于命题1,麦金农首先是从对汇率变动能够调整贸易余额的理论的批判开始的⁵。麦金农认为: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 和 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的汇率政策的人们所忽视⁶。

在1997年的著作(McKinnon 和 Ohno, 1997)中,麦金农和其合作者大野(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

⁵ 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,即忽略要素收入和单方面转移。

⁶ 需要指出的是,麦金农对“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,它表明了在其他条件一定的前提下,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何一本中级国际金融教科书中找到。当然,如果其他条件不是一定的,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,麦金农和其合作者大野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 $\partial B/\partial(\alpha e - \rho) > 0$ ”。因此,麦金农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。

“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。

1. 隔离经济 (Insular Economy) 模型

麦金农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；本国与世界其他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。麦金农认为那些鼓吹让美元贬值、日元升值的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⁷。模型由以下方程构成（以下出现的方程式的编号与 McKinnon 和 Ohno (1997) 的原著相同，以便对照）：

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

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

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

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

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

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（即采用直接标价法）。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。国内吸收特别是国内投资不受汇率影响。

⁷ 反映这些经济学家观点的文献见 McKinnon 和 Ohno (1997) 所列的参考文献。

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:

$$\frac{dB}{de} > 0, \quad \frac{dY}{de} > 0, \quad \frac{di}{de} > 0. \quad (6)$$

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:

$$\frac{dB}{de} > 0, \quad \frac{dY}{de} = 0, \quad \frac{di}{de} > 0. \quad (7)$$

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国际资本流动,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:

$$B(A - e - p) = 0. \quad (8)$$

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。

2. “开放经济”(Open Economy)模型

麦金农所谓的“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⁸。麦金农指出，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 $B \neq 0$ ⁹。麦金农认为由于这些变化，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：

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

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

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

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

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

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

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：

(I) 增加了 (6.15) 那样的利率平价约束；

(II) 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；

(III) 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；

(IV) 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¹⁰，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

⁸ 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。

⁹ 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学意义就是国际借贷，无论它是由民间进行的还是由官方进行的。

¹⁰ 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： $p_{t+1} - p_t = \beta(e - p)$ ，即本期汇率贬值导致下一期价格上升。

是, 实质汇率贬值也导致国内投资, 从而国内总吸收的增加, 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:

$$\frac{d\dot{p}}{de} > 0, \quad \frac{dY}{de} > 0, \quad \frac{dA}{de} > 0, \quad \frac{dB}{de} \text{ 不定.}$$

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应, 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:

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

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? 麦金农认为它是由储蓄和投资的缺口决定的, 并且由于“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(McKinnon 和 Schnabl, 2003a, p.16)”, 因此麦金农认为分析贸易余额问题的最好方法是分析国民储蓄和投资的缺口(McKinnon 和 Ohno, 1997, p.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¹¹。

(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, Δs^e 是本币预期贬值率, φ 是本国资产的风险升水。

Goyal 和 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

¹¹ 关于对这种主张的评价, 请参见施建淮(2005a, pp. 13—14)和施建淮(2005d)。

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 和 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 和 McKinnon (2003) 以日本为例对此作了如下的论述。



图 1 美国和日本的长期利率

资料来源：Goyal and McKinnon (2003)。

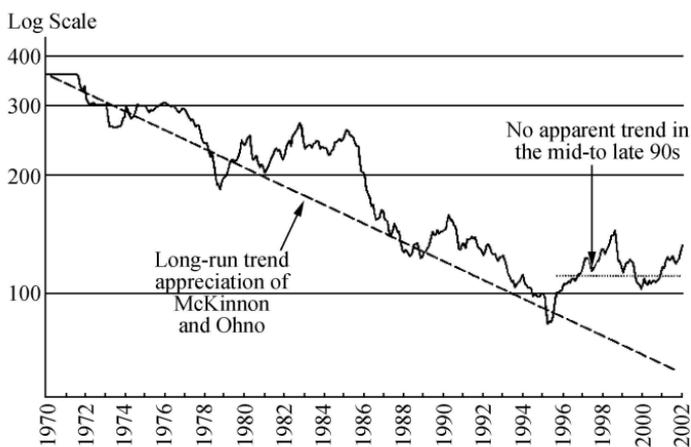


图 2 日元对美元的名义汇率

资料来源：Goyal and McKinnon (2003)。

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 φ 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 φ 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 φ 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 φ 是正的。并且 φ 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, φ 负得(正得)越大, φ 的绝对值与金融机构净美元资产余额成正比。这样 Goyal 和 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¹²,而国内经济增长率相对较高,因此本国资产的风险升水(绝对值)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,日本对世界其他国家的净外国资产余额不断增大¹³,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“高储蓄两难综合症”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“高储蓄”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

¹² 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 和 McKinnon 2003)。

¹³ 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 和 McKinnon 2003)。

国际市场决定的，本国不能改变）。如果国际利率恰好也在不断走低（如 20 世纪 90 年代中期美国为了防止通货紧缩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 和 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”（p.20）。

四、“高储蓄两难综合症”理论存在的问题

这一节我们将对麦金农的“高储蓄两难综合症”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“高储蓄两难综合症”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）麦金农关于命题 1 的证明存在的问题

在我们看来，麦金农和大野的“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（II）：麦金农和大野将实质汇率引入国内投资函数并假设 $\partial I / \partial (e - p) > 0$ ，即本币贬值导致国内投资上升，本币升值导致国内投资下降。这种处理直接导致了麦金农希望的结果：在短期，名义汇率变动对贸易余额的影响是不确定的。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）¹⁴。对于为什么 $\partial I / \partial (e - p) > 0$ ，麦金农和大野给出的一个理由是：“货币贬值将刺激部分国内支出，

¹⁴ 需要指出的是，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，因此实质汇率影响贸易余额的吸收效应未必一定是负的。

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 和 Ohno, 1997, p. 126);麦金农和大野给出的另一个理由是:“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 和 Ohno, 1997, p. 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,贬值可能会刺激可贸易产业的投资,但同时会抑制非贸易产业的投资(贬值改变了可贸易品部门和非贸易品部门的相对价格),因此贬值(或升值)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,其问题在于:它仅仅考虑了投资决策中的成本因素,而忽视了投资决策中的收益因素。我们可以从汇率和(国内)投资的关系,以及汇率和外国直接投资的关系两个角度对这个问题进行分析。我们首先讨论汇率和投资的关系:汇率变动通过影响企业的预期利润而会对企业的投资行为产生影响。汇率变动通过以下三个渠道影响企业利润流的现值:(1)出口市场的收入;(2)国内市场的收入;(3)进口原材料和中间产品的成本。因此汇率变动对企业投资决策的影响一般是不确定的,它取决于企业对外敞口的型式¹⁵。例如 Campa 和 Goldberg (1995) 对美国制造业的一项研究表明,对进口原材料敞口的部门(企业预期利润中进口原材料成本的影响大于出口收入的影响),美元贬值导致投资下降;对出口市场敞口的部门(企业预期利润中进口原材料成本的影响小于出口收入的影响),美元贬值导致投资上升。由于产业和部门异质性的存在,在宏观加总层次上投资和汇率的关系一般是不能确定的。我们再来看汇率和外国直接投资的关系:外国直接投资有对已存在企业的跨国并购和建设新企业的绿田投资(greenfield investment)两种形式,只有后者与东道国总吸收有关(总需求意义上的投资),它主要是出于规避贸易壁垒、企业“内部化战略”等方面的考虑,汇率对它有怎样的影响,无论在理论上还是实证上结论都是模糊的。直觉上,虽然面对国内国外的投资机会,东道国货币贬值降低了外国企业在东道国国内投资的机会成本,但是将来收益的汇回也因此会减少,对投资净现值的影响是不确定的。因此贬值是否会导致外国直接投资流入的增加,从而国内投资总量的增加在理论上一般也是不能确定的¹⁶。综上所述,麦金农和大野将实质汇率引入国内投资函数并假设 $\partial I/\partial(e-p) > 0$ 的合理性是值得怀疑的。

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

¹⁵ 这里的“对外敞口”意指对国际市场的依赖,对外敞口使企业的决策暴露于汇率的影响之下。

¹⁶ Froot 和 Stein (1991) 发展了一个资本市场不完全理论来说明外国直接投资和汇率的关系:由于资本市场不完全,外国企业为其在美国投资融资而进行借款的能力可能是以美元表示的该企业净值的函数,因此本币对美元升值提高了该企业的借款能力,从而将增加该企业在美国的投资。该理论隐含了美元贬值与流入美国的外国直接投资之间存在正的关系。然而 Stevens (1998) 指出实证分析对该理论的支持是弱的。

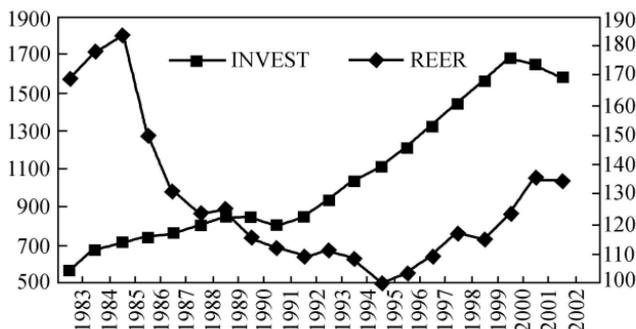


图 3(a) 美国实质汇率与国内投资

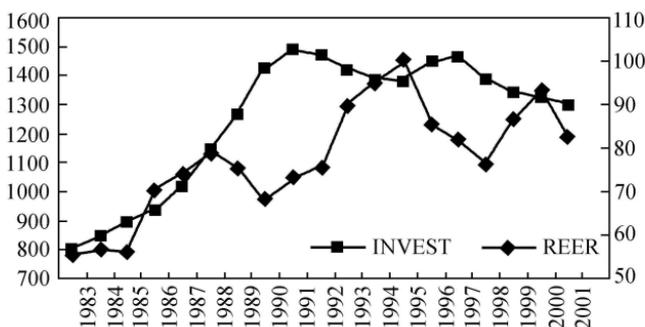
资料来源：IMF, *International Financial Statistics*。

图 3(b) 日本实质汇率与国内投资

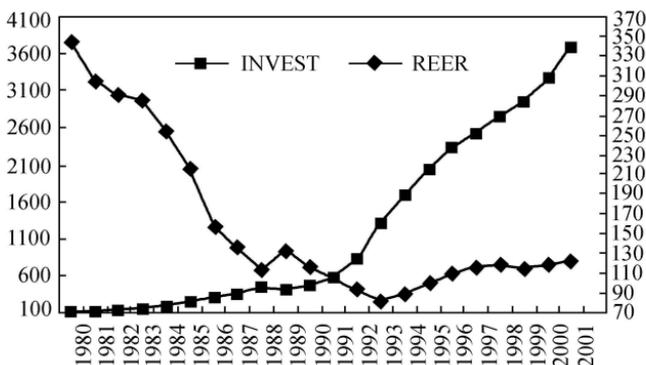
资料来源：IMF, *International Financial Statistics*。

图 3(c) 中国实质汇率与国内投资

资料来源：IMF, *International Financial Statistics*。

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，即汇率采用间接标价法），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年期间呈升值状态，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，意为它是在其他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。

关于为什么有变化(III)，即浮动汇率制度下名义汇率是外生的而货币供给是内生的¹⁷，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和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而决定，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，由于名义汇率呈现出剧烈波动(如日元兑美元的汇率表现)，假设 $\Delta s^e = 0$ 是不妥当的¹⁸，因此“开放经济”模型的变化(I)的合理性也是值得商榷的。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：当经济面临外生的汇率冲击，如本币贬值，由价格调整方程(6.13)，(预期)通货膨胀率将上升，由(6.12)式货币市场将因此出现超额供给，为消除货币市场失衡，中央银行将相应地减少货币供给。

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，是麦金农在其更早期的著作中表明的主张(McKinnon，

¹⁷ 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(因而是外生的)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。

¹⁸ 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。但这种解释是缺乏说服力的，因为实际 Δs^e 并非一定是常数。

1984)，即在浮动汇率制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贬值时，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、是追随名义汇率的变化而变化的。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) (变化 IV)，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，他们用购买力平价方法测量均衡实质汇率，因此隐含地假设均衡实质汇率是恒定的常数 1，这样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一般是不成立的，因此本币升值短期内未必将导致国内价格水平下降¹⁹。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²⁰，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）²¹。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（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）。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。

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

¹⁹ 在大量实证研究的基础上经济学家们目前较为一致的看法是：只有在进行长期或超长期的分析中才可以假设购买力平价大体成立。

²⁰ 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评价和其他均衡实质汇率理论的介绍。

²¹ 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。

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的“开放经济”不够开放吗?并不是这样。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,这是不是比麦金农的价格调整方程(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应,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)。

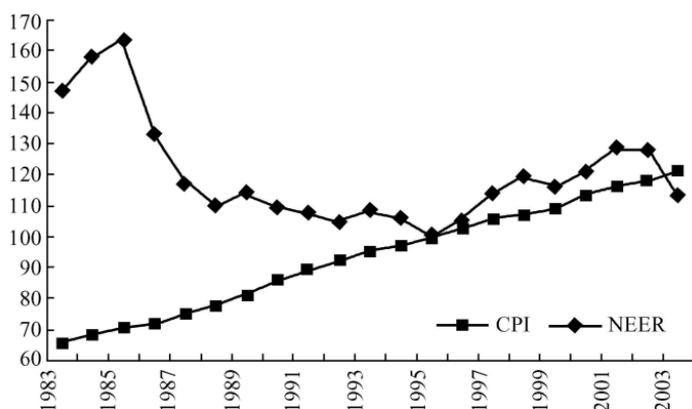


图4(a) 美国名义有效汇率与价格指数

资料来源: IMF, *International Financial Statistics*.

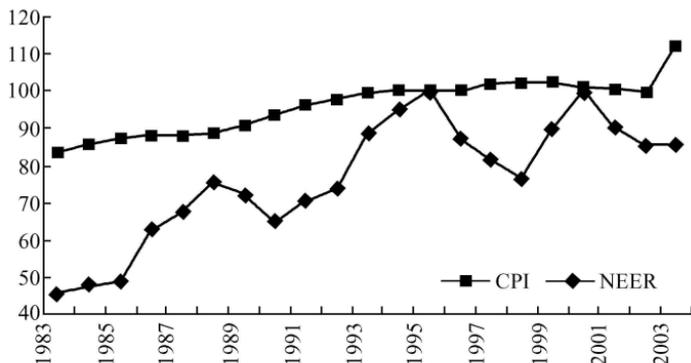


图 4 (b) 日本名义有效汇率与价格指数

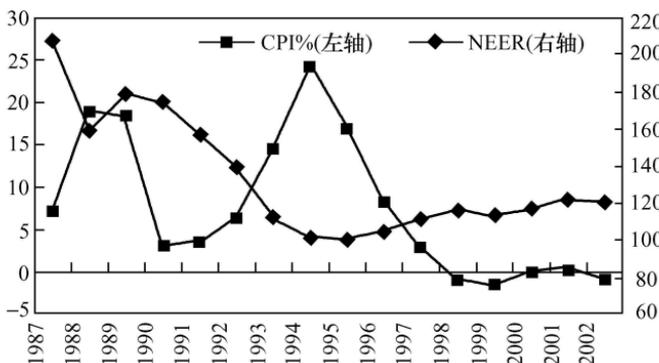
资料来源：IMF, *International Financial Statistics*.

图 4 (c) 中国名义有效汇率与价格指数

资料来源：IMF, *International Financial Statistics*.

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的个人观点。持命题 1 这种观点的经济学家，被克鲁格曼称为什穆主义者 (Shmooist)²²。事实上，对贸易余额的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 20 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 20 世纪 80 年代中期主要工业化国家贸易失衡和由此导致

²² 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。

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)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减少,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。

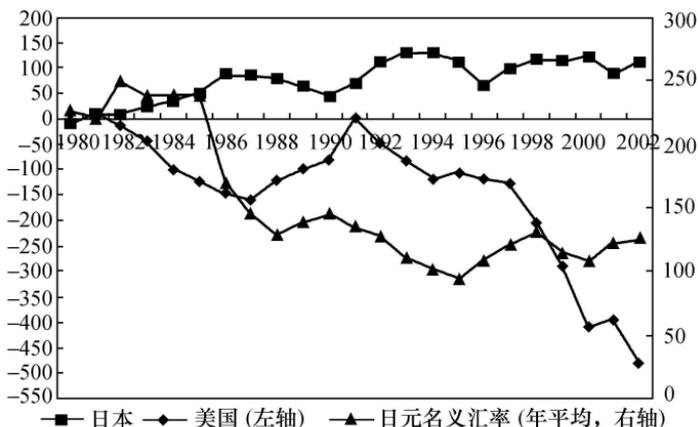


图5 日元汇率和日美经常项目

资料来源: IMF, *International Financial Statistics*。

(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²³。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的评级就将更低了，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 β 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 β 值—— β^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 和 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 和 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（而美元资产存在汇率风险是麦金农的命题 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。

²³ Goyal 和 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。

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($\varphi < 0$),而是由于其他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、1990、1995及1998—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。

由表3可以看出除存在资本管制的中国和马来西亚以外,其他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年以来连续数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。

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	5.72	12.25	19.54	17.53
1991	5.84	7.56	10.00	7.11	13.67	18.80	23.32
1992	3.68	7.56	10.00	7.94	8.88	14.27	19.60
1993	3.17	10.98	8.58	7.03	8.63	9.61	14.55
1994	4.63	10.98	8.50	4.89	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	12.50
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	15.50
2003	1.15	1.98	4.25	3.07	1.33	5.22	10.59
2004	1.56	2.25	3.87	3.00	1.00	6.18	6.44

资料来源：IMF, *International Financial Statistics*。

五、关于人民币升值的后果

在我们明白了麦金农“高储蓄两难综合症”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就是转向浮动汇率制²⁴。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，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²⁵，来自国外贸易保护主义的压力就会减弱，市场怎么还

²⁴ 麦金农指出：在浮动汇率制度下，如果存在本币升值压力，那么即使货币当局进行干预，也较难阻止本币的升值，因为货币当局较难让市场参与者相信其干预目标水平在哪里。

²⁵ 部分经济学家反对人民币升值的一个原因正是担心中国经常项目（贸易项目）因此出现逆差。或许是受重商主义思潮的影响，或许是受传统的外部平衡定义的影响，他们认为人民币汇率政策应该保证中国经常项目（贸易项目）是顺差或至少是平衡的。而我们认为现阶段中国经常项目出现逆差是符合中国的利益的，只要经常项目逆差不是用来增加国内消费，而是用来增加未来生产能力。这是因为，在国际跨时分工中中国具有生产“未来品”的比较优势（投资收益率在中国较高，从而“未来品”的相对价格在中国较低），按照跨时比较优势原理，中国应该进口“现在品”而出口“未来品”，即现在出现经常项目逆差，将来出现经常项目顺差。因此现阶段维持经常项目逆差才是符合中国跨时比较优势的。而且，中国有相对稳定的外国直接投资流入来为经常项目逆差融资，这使得中国在参与国际跨时分工的同时不至于因此发生国际债务危机。

会预期人民币还要进一步升值,而且一直升值下去呢?此外,如果人民币升值,并不表示中国一定会因此转向浮动汇率制,例如中国也可以在短期内实行可调整的钉住汇率制度^{26 27},在此制度下平价是由货币当局决定的,并非完全听由市场决定,那么即使人民币升值短期内并未成功导致中国经常项目盈余较大幅度的下降²⁸,因而人民币外部升值压力继续存在,只要货币当局决心干预市场以钉住新的汇率水平,是一定能够钉住的(请参见施建淮,2005b)。因而“一旦人民币升值,就会一直升值下去”的论断是不能成立的。

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“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时,价格水平才会下降,而并非任何情况下必然如此,例如,如果中国经济像2004年那样处于过热的状态,便不大会如此。如果经济正好处于潜在产出的水平上,人民币升值是否一定会导致产出下降(产出小于潜在产出的情况发生)从而导致价格水平下跌呢?确实,许多经济学家反对人民币升值的一个主要原因是担心:人民币升值导致的出口下降将会导致经济增长放缓,失业率上升和通货紧缩。但是理论和经验都表明这种担心

²⁶ 许多经济学家不能接受一次性地调整人民币汇率水平,他们声称人民币汇率改革重在汇率形成机制而非简单地调整平价(以此回避对人民币汇率水平的必要调整),而汇率形成机制只能是所谓的“有管理的浮动汇率制度”。对此,作者有两点评论:其一,由硬钉住美元的汇率制度转向可调整的钉住汇率制度也是一种汇率形成机制的改革(这也增加了人民币汇率的弹性);其二,汇率形成机制的改革是一个动态过程,有短期、中期和长期的机制安排。目前我国银行系统仍然脆弱,金融市场(特别是债券市场和外汇远期交易市场)还不成熟,尚不具备采用浮动汇率制度的条件,由于一二年内银行系统和金融市场的改革不会完成,那么是否即使人民币汇率出现明显失调和人民币存在来自中国经济本身和外部经济的巨大升值压力,我们也要或者坚持一二年内都不调整人民币汇率水平,或者在尚不具备条件的情况下匆忙采用浮动汇率制度?现阶段一次性地调整人民币汇率水平与下个阶段实行有管理的浮动汇率制度并不矛盾,关于现阶段(一二年)一次性地调整人民币汇率水平是否可行,请参见施建淮(2005b,c)。

²⁷ 2005年7月21日中国人民银行宣布实施汇率改革,一次性将人民币升值2.1%,同时放弃钉住美元的制度转向参考一揽子货币的有管理的浮动汇率制度。虽然新制度刚刚实施,对其进行评价并不恰当,但我们仍然可以给出以下几点看法:(1)从打破人民币汇率动不得的教条,使人民币汇率有了适当弹性的角度看,新制度有积极意义;(2)从仍然维持原来的中央银行每日指定中间价和每日汇率波动不超过0.3%的限制看,与其说它是一个有管理的浮动汇率制度不如说它是一个可调整的固定汇率制度,因为0.3%的波动幅度太小不足以形成做市商机制,那么人民币汇率形成机制仍将是政府决定机制,中央银行仍必须高频率(每天)和高强度地干预外汇市场,这很难说符合浮动汇率制度的定义(布雷顿森林体系下可调整的固定汇率制度尚且允许上下1%的波动幅度);(3)如果所谓“参考一篮子货币”就是按照一篮子货币的变动来调整人民币汇率,那将意味着人民币对美元汇率的波动。由于中国的出口贸易高度依赖美国市场,并且当前国际贸易和金融交易基本上是用美元结算(这种状况短期是无法改变的),因此人民币对美元汇率的波动,将增加中国出口企业和金融机构的汇率风险和国际贸易成本,在尚缺乏有效率的避险手段(外汇远期交易工具)的情况下,中国的对外贸易和投资等经济活动将受到不利的影响。由于外汇远期交易市场不是一夜间可以建立和变得成熟的(它们还依赖债券市场的成熟以形成完善的利率期限结构)因此短期内为了限制汇率风险(特别是商业银行等金融机构的汇率风险)中国人民银行将不太可能放宽人民币对美元汇率变动幅度(例如超过2%),从而真正实行有管理的浮动汇率制度。

²⁸ 升值导致经常项目余额下降的程度除了取决于升值本身的幅度外,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,此外还存在J-曲线效应。

的情况并非是人民币升值的必然结局。事实上调整汇率只是一种支出转换政策，政策当局还有支出扩大政策工具，例如，如果本币升值的同时配合以扩大内需的财政政策，总需求从而短期的经济增长是可以维持的。东亚货币危机期间，除香港地区外，我国主要贸易伙伴的货币对美元都出现了较大幅度的贬值：日元贬值了约 30%，韩国贬值超过了 50%（一度超过 100%），新台币贬值了约 25%，德国马克的贬值也在 15% 左右，这直接导致人民币名义有效汇率大幅升值。然而我国政府在人民币名义有效汇率大幅升值的同时执行的扩张性财政政策使得中国经济仍然保持了高速增长。

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无直接的关系²⁹。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³⁰，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“高储蓄两难综合症”理论一样，麦金农关于“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。

²⁹ 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。

³⁰ 例如，国际和国内投机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。

六、总结性评论

麦金农“高储蓄两难综合症”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务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该国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。理论上,本币升值经济并非一定会陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱,因而本币升值是消除内部和外部升值压力的一种可能的选择,特别是,如果货币当局主动因势升值,而不是等到压力变得非常大才被动升值,那么本币升值更可能是一种可行和对本国经济有利的选择,如前联邦德国货币当局曾经做过的那样。所以,“高储蓄”未必是“两难的”。1985年广场协议后,马克和新台币都经历了对美元的大幅升值,但是前联邦德国和中国台湾地区并没有因此陷入通货紧缩螺旋和零利率流动性陷阱,相反中国台湾地区还因此实现了出口商品结构的高度化和经济结构的优化。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,从而纠正经济结构失衡的有效政策手段。由于“高储蓄两难综合症”理论上存在问题,即使麦金农认为他和大野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,从而在日本“高储蓄”是“两难的”,那也只是个案研究,也不能将其套用于其他国家的场合。

就中国的情形而言,如果我们不同意麦金农的“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)如果中国经济处于过热状态,人民币升值未必一定导致通货紧缩,人民币升值与中国经济增长下降和失业增加之间也没有必然的关系;(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

- [1] 施建淮，“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”，北京大学中国经济研究中心讨论稿，2005a，No. C2005003。
- [2] 施建淮，“汇率浮动的一种技术分析（二之一）”，21 世纪经济报道，2005b，2005 年 5 月 2 日专栏。[本标题为 21 世纪经济报道所加，作者的原标题为：人民币一次性升值真的不可以是一种选择吗（上）]
- [3] 施建淮，“人民币一次性升值是否可行（二之二）”，21 世纪经济报道，2005c，2005 年 5 月 16 日专栏。
- [4] 施建淮，“怎样正确分析美国经常项目逆差”，《国际经济评论》，2005d，2005 年第 7—8 期，第 5—10 页。
- [5] 施建淮和余海丰，“人民币均衡汇率与汇率失调：1991—2004”，《经济研究》，2005 年第 4 期，第 34—45 页。
- [6] Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, “Fear of Floating”, *The Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117, 379—408.
- [7] Campa, Jose and Linda S. Goldberg, “Investment in Manufacturing, Exchange Rates and External Exposure”, *Journal of International Economics*, 1995, 38(3—4), 297—320.
- [8] Estrada, Javier, “Systematic risk in emerging markets: The D-CAPM”, *Emerging Markets Review*, 2002, 3, 365—379.
- [9] Froot, Kenneth and Jeremy Stein, “Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 106(4), 1191—217.
- [10] Goyal, Rishi and Ronald McKinnon, “Japan’s Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and Fall in Bank Lending”, *The World Economy*, 2003, 26, 339—363.
- [11] Krugman, Paul, “Has the Adjustment Process Worked?” *Policy Analyses in International Economics*, Vol. 34. Institute For International Economics, Washington, D. C., 1991.
- [12] Marston, Richard, “Stabilization Policies in Open Economies”, Ch. 17, in R. W. Jones and P. B. Kenen (eds.), *Handbook of International Economics*, Vol. 2. Amsterdam: North-Holland, 1985.
- [13] McKinnon, Ronald, “An International Standard for Monetary Stabilization”, *Policy Analyses in International Economics*, Vol. 8. Institute For International Economics, Washington, D. C., 1984.
- [14] McKinnon, Ronald, *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*. Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 2005.
- [15] McKinnon, Ronald and Kenichi Ohno, *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*. Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 1997.
- [16] McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl, “China: A Stabilizing or Deflationary Influence in East Asia? The Problem of Conflicted Virtue”, Stanford University Working Paper 03—007, 2003a.
- [17] McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl, “The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin”, Stanford University Working Paper 03—001, 2003b.
- [18] Meese, Richard and Kenneth Rogoff, “Empirical Exchange rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?” *Journal of International Economics*, 1983, 14, 3—24.
- [19] Rhee, S. Ghon, “Regional Bond Markets: Rationale, Concerns and Roadmap”, Working Paper, The Asia-Pacific Financial Markets Research Center, University of Hawaii, 2003.

- [20] Stevens , Guy V. G. , " Exchange Rates and Foreign Direct Investment : A Note " *Journal of Policy Modeling* , 1998 , 20 (3) , 393—401 .

Is Virtue Really Conflicted ? ——Comments on McKinnon 's Theory of Conflicted Virtue Syndrome

JIANHUAI SHI
(*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 Asian 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.

JEL Classification F31 , F32 , F41