

开放条件下我国货币政策的国际协调

陈全功¹, 程 蹊²

(1. 华中科技大学 经济学院, 湖北 武汉 430074; 2. 武汉科技大学 文法与经济学院, 湖北 武汉 430081)

摘 要:开放条件下, 一国货币政策进行国际协调是十分重要的。本文对货币政策国际协调的理论研究作了简要回顾, 并结合我国 1994 年以来货币政策的实践进行分析。文章发现, 我国货币政策进行国际协调的实践并不多, 与汇率政策之间多次存在冲突, 与美国货币政策有过简单协调。当前人民币升值压力实际上来自我国货币政策如何与美国等发达国家的经济政策进行协调。从过去实践来看, 我国货币政策国际协调的问题主要是如何在现存汇率体制下实现货币供给的独立性。文章认为, 在进行汇率调整基础上, 我国货币政策进行国际协调的难度将降低。

关键词:开放条件; 货币政策; 冲突; 国际协调

中图分类号:F822.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)11-0033-08

一、引言

近年来, 我国政府在运用宏观经济政策工具调控经济运行时比较倚重财政政策, 对货币政策则相对谨慎。但随着进一步改革开放, 货币政策的调控作用日益重要; 特别是在中国加入 WTO 后, 与世界各国联系加强, 受其他国家的经济政策的影响加深, 如何利用宏观经济政策工具达到内外经济的均衡, 更应该发挥货币政策的作用。

开放条件下, 货币政策的运用涉及到两个层次的“政策协调”(Policy Coordination), 一是与国内其他政策工具的协调配合, 二是与其他国家特别是经济大国的经济政策之间的协调配合。前者可以称之为国内协调, 是开放条件下货币政策与本国财政政策、汇率政策之间的协调, 在我国表现为有管理的浮动汇率体制下, 货币政策如何与财政政策进行内外分工搭配。后者称之为国际协调, 是本国货币政策与他国货币政策、财政政策、汇率政策及其他经济政策之间的协调运用。因为国际间经济政策存在外溢效应(Spill-over Effect), 通过一定的渠道和方式影响他国的经济政策, 从而导致宏观经济政策丧失独立性。因此, 各国会围绕汇率稳定、国际收支平衡, 运用有效的经济政策进行国际协调, 避免因他国政策的“外溢效应”带来不利影响。在开放条件下, 货币政策的国内、国际协调有一个共同点, 都受到其他国家经济政策的影响, 从这个意义上讲, 国内协调和国际协调都可以归属于广义的国际协调范畴, 表现为货币政策和汇率政策受到他国经济影响而需要与之协调配合。

近年来, 我国货币政策的国际协调问题倍受关注, 这不仅是因为在亚洲金融危机中, 我国坚持人民币不贬值, 为稳定亚洲经济作出了巨大的贡献; 还因为 2001 年以来世界经济整体疲软, 我国继续执行稳健的货币政策和保持人民币稳定, 与世界其他国家经济政策存在一定冲突。当前, 国际上关于“中国输出通货紧缩论”、“人民币升值论”尘嚣日上, 矛头直指中国的货币政策和汇率

收稿日期: 2003-08-11

作者简介: 陈全功(1971—), 男, 湖北罗田人, 武汉科技大学讲师, 华中科技大学经济学院博士生;

程 蹊(1973—), 女, 湖北浠水人, 武汉科技大学文法与经济学院讲师。

政策。因此,研究开放条件下我国货币政策的国际协调问题具有现实意义,利于正本清源、澄清事实,也为今后执行合适的货币政策提供参考意见。

二、理论回顾

国际经济学界很早就开始关注开放条件下货币政策的国际协调问题。1951年,James Meade在其著作《国际收支》中指出,开放经济下会出现内外均衡的矛盾,政府在利用经济政策达到政策目标时,常常会与政策目标发生冲突。计量经济学家Jan Tinbergen在Meade的基础上进一步证明了政策目标与政策工具之间的关系。他认为,一国要实现内外经济同时均衡必须使政策工具数不少于政策目标数(Tinbergen's Rule)。Robert Mundell则进一步研究如何将政策进行合理搭配,他提出“有效市场分类原则”(Principle of Effective Market Classification),财政政策用于内部均衡的调节,货币政策用于外部均衡的调节。

20世纪60年代关于货币政策的协调理论主要集中于与财政政策的配合上,70年代则因世界货币体系的崩溃而转向与汇率政策的协调配合,形成有名的多恩布什(Rudiger Dornbusch)“汇率超调模型”(Exchange Rate Overshooting Model),解释了浮动汇率制下各国汇率水平剧烈波动的原因。与此同时,经济学家们开始研究国际经济相互依存的经济环境中各国政策的相互协调问题,开创了真正意义上的货币政策国际协调的研究。Richard Cooper在1960年代做了开创性研究工作,Paul Krugman则提出汇率目标区理论,为各国宏观经济政策相互协调寻找到一种机制。综合目前关于货币政策国际协调的研究,有三大支流:一是基于博弈论方法研究各国经济政策的溢出效应,论证经济协调的必要性。Hamada(1974)开创性地研究了固定汇率制下各国货币政策的策略行动,Hamada图已经成为现代分析货币政策国际协调的重要工具。二是检验政策协调的潜在收益有多大。Oudiz和Sachs(1984)运用静态博弈技巧建立了大规模多国模型(Large Scale Multi-country Model)对主要工业国家的宏观经济政策协调的获益情况进行了定量分析,结论是各国通过国际协调而得到的收益约为GDP的0.5%~1%。McKibbin和Sachs(1985)在研究发达国家之间货币政策协调的基础上,还研究了发展中国家在国际协调中的获益情况。三是对近年学者们提出的构建国际货币体系的可能方案(如对称金本位方案、扩大目标区方案)进行研究(Bladen-Hovell,2000)。

国内经济学界对宏观经济政策国际协调的研究主要集中在货币政策与财政政策的配合上,大多是利用西方经济学界早期的研究成果对中国具体情况进行实证检验(刘锡良,1999;刘克崮和陆百甫,2000)。姜波克(1999)和孔祥毅(2002)从理论上分析了开放条件下我国经济政策国际协调的必要性,但并未作实证检验。近期,一些学者集中探讨我国汇率政策与货币政策之间的冲突(谢平和张晓朴,2002;孙建平,2002),得到的结论是要进行汇率制度的改革。

综合中外学者已有的研究成果,我们认为,研究中国货币政策的国际协调,既不能完全局限于货币政策与财政政策的搭配运用,也不能仅仅考虑中国货币政策与外国经济政策的被动调整,要将货币政策的国内协调与国际协调结合起来考察,并且把侧重点放在货币政策与国内的汇率政策、与国外的经济政策之间的协调配合。这样,才能把开放条件下世界经济环境对我国货币政策的影响完整反映出来。

三、我国货币政策国际协调的实践

参照前面所回顾的理论成果,我们将转型期我国货币政策进行国际协调的实践分为两个层次:一是我国近年来货币政策与汇率政策之间的协调配合,它是开放条件下货币政策国际协调在国内的表现形式;二是我国货币政策与其他国家特别是美国经济政策之间的协调配合。这两个层次的国际协调是体现在不同的历史阶段之中,因此我们依照历史时间方法考察货币政策国际

协调的实践。

需要说明的是,我国货币政策进行国际协调也是近几年的事情,过去更多地表现为货币政策与其他政策的冲突。我们把这种“冲突”放在“协调”实践中,并不妨碍得到相同的结论。

1. 1994~2002年货币政策与汇率政策之间的冲突及协调

很多学者认为,中国在1994年进行外汇体制改革以前,货币政策与汇率政策是彼此完全分离的,不存在国际协调问题。1994年之后,随着有管理的浮动汇率制度的确立以及资本流动的加速,国内货币政策越来越容易受到国际经济环境的影响,因此,货币政策国际协调的实践始于1994年,有三个不同的阶段:

(1) 1994~1996年紧缩性货币政策与稳定性汇率政策之间存在冲突与协调。

1992~1993年,由于我国经济出现过热迹象,物价上涨幅度加快,经济增速过高,政府决定采取紧缩性政策进行治理。中国人民银行也配合实施了紧缩的货币政策,连续两次大幅提高存贷款利率,从严控制信贷总量。

表1 1994~2002年中国主要经济指标的运行情况

年份	GDP增长率(%)	消费价格指数增长率(%)	M ₂ 增长率(%)	外汇储备增加额(亿美元)
1994	12.6	24.1	34.5	304.21
1995	10.5	17.1	29.5	219.59
1996	9.6	8.3	25.3	314.50
1997	8.8	2.8	17.3	348.62
1998	7.8	-0.8	15.3	50.69
1999	7.1	-1.4	14.7	97.16
2000	8.0	0.4	12.3	105.48
2001	7.3	0.7	14.4	465.91
2002	8.0	-0.8	16.8	742.42

资料来源:《中国统计年鉴(2002)》和《2002年国民经济和社会发展统计公报》。

1994~1996年我国经济面临的外部环境趋于扩张,美国等经济开始转暖。在人民币贬值、优惠的出口及外资政策的鼓动下,我国国际收支出现巨额顺差。在强制结售汇制度下,国际收支的巨额顺差反映在银行间外汇市场上人民币供不应求,面临升值压力。而我国刚刚实行的汇率制度本质上是相对稳定的,这样,紧缩性货币政策与稳定性汇率政策之间形成第一次冲突。为了保持人民币汇率的稳定,央行被动地调整已经确立的货币政策与之协调,拆出人民币,增加外汇储备。于是,外汇占款增加额占当年基础货币增加额不断上升,1994年达到75%,1995年为64%,1996年仍为45%(参见表1)。同时,为了保持基础货币投放额的稳定,央行协调性地采取冲销干预措施,弥补货币政策与汇率政策造成的冲突。主要形式是收回对商业银行的贷款,使其债权占央行资产的比重由1993年的70.3%降为1994年的59%和1996年的55%(见表2)。这样,在外汇占款和冲销干预手段的协调运用下,基本实现汇率政策的相对稳定,也保证了紧缩性货币政策的适度实现,为经济“软着陆”作出贡献。

表2 1995~2000年我国基础货币增加渠道和比重

单位:亿元, %

项目	1995	1996	1997	1998	1999	2000
外汇占款	2303(64)	2765(45)	3072(81)	440(13)	1013(28)	753(29)
金融机构贷款	890(25)	3008(49)	-112(-3)	1661(50)	1222(33)	3313(129)
其他形式	411(11)	386(6)	845(22)	1222(36)	1447(39)	-1496(-58)

注:括号内数据为各种渠道增加额占总增加额的比重。

资料来源:谢平、张晓朴:《货币政策与汇率政策的三次冲突》,载于谢平和焦瑾璞主编的《中国货币政策论》,中国金融出版社2002年版。

(2) 1998~2000年稳健的货币政策与相对稳定的汇率政策仍然存在冲突。

1998~2000年期间面临的内外经济环境出现新的特点:国内经济增长减速,物价持续下跌,

经济紧缩趋势明显;外部因亚洲金融危机对我国商品出口和外资流入产生不利影响,国际收支顺差大幅下降,人民币面临贬值压力。在这种情况下,央行应采取扩张性的货币政策和汇率政策;但由于汇率贬值会引发国内通胀,甚至引起亚洲范围内竞争性贬值,央行决定继续采用稳定的人民币政策,同时执行稳健的货币政策。在1996~1997年恢复性降低存贷款利率后,1998~1999年又4次降低利率,使一年期存款利率将至2.25%。

与外汇储备下降相适应,央行减少了外汇市场上人民币的投放,使得过去一直依赖的外汇占款增加额急剧减少(表2),因而扩张性货币政策缺少相应的实施渠道。为减小稳定的汇率政策带来扩张性货币政策难以扩张的负面影响,央行不得不加大“中和操作”力度,通过公开市场操作和再贴现大幅增加基础货币的投放。但是,这种协调性干预操作仍不能抵消因外汇占款减少和银行惜贷对国家货币供应的不利影响,从而导致1998年以来基础货币增长率大幅下降,扩张性货币政策也变得更为“稳健”,难以发挥货币政策对治理紧缩的作用。

(3)2001年以来,积极稳健的货币政策与汇率政策之间存在冲突,人民币升值压力加大。

2001年下半年,世界经济发生巨大变化,美、欧、日三大经济实体的经济增速同步下滑,世界性经济紧缩渐成事实,各国纷纷采取贬值政策和扩张性货币财政政策。对于还未走出“通货紧缩”的中国来说,只能在搞好国内经济自我增长的基础上,继续采取扩张性政策尽量减少外部经济的不利影响。在此期间,中国央行继续执行积极稳健的货币政策,第八次降低利率,同时保持人民币汇率不贬值。但是,由于人民币所盯住的美元开始走贬,中国汇率发生实际贬值;表现在对外经济上,国际收支有所好转,外汇储备增加额上升较快,2002年累计达到2864.07亿美元。

国际经济环境的变化所带来的影响可以在图1和图2中得到反映。图中中国BP线是弯折的,因为在国内利率低于国际利率($i < i^*$)时,中国实行资本管制使得利率缺乏弹性,在 $i > i^*$ 时资本流动弹性较大。可以看到,美国实施扩张性货币政策时,会引发我国国际收支顺差加大。为稳定人民币汇率,我国货币政策必须进行扩张干预(LM线右移)。

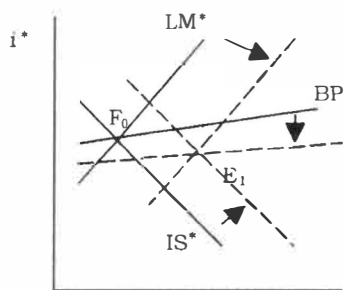


图1 美国货币政策扩张

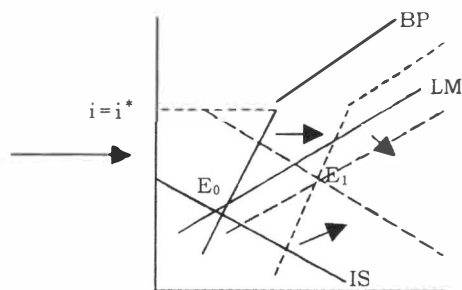


图2 对中国政策的影响

近两年来,为稳定汇率,我国执行的货币政策逐步趋于扩张(所以用“积极稳健”)。但是,这种扩张程度也是有限的,是与国际收支状况相连的;一旦国际收支恶化,货币政策就会紧缩。我国调整国内货币政策来协调汇率政策,也给了国际社会指责的借口。一些别有用心政客不失时机地抛出“中国输出通货紧缩”和“人民币应该升值”的论调,企图迫使我国调整汇率政策。实际上,我国国际收支好转并不全是人民币被低估的功劳,人民币存在升值空间有很大程度是对亚洲金融危机期间人民币曾被严重高估的一种价值回归(魏加宁,2003)。对于刚刚从SARS冲击中缓口气的中国经济来说,现在实行汇率政策的变动有可能带来负面影响。

综合以上三个阶段,开放条件下我国货币政策与汇率政策之间冲突多于协调,资本流动、汇率稳定、货币政策独立之间存在“三元悖论”(谢平和张晓朴,2002)。在现阶段,我国货币政策要肩负调控国内宏观经济运行,还要兼顾与汇率政策的协调配合,防止货币出现不稳定情况。从这

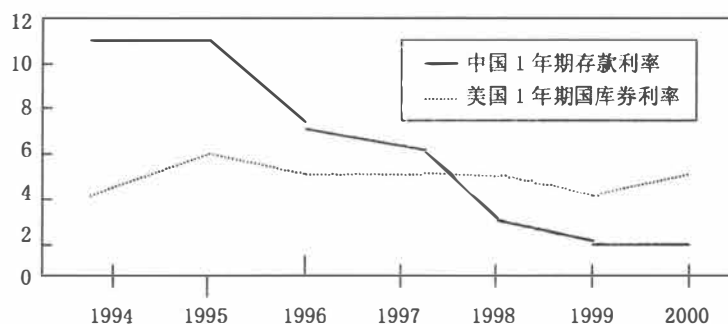
个角度说,我国货币政策可能丧失部分独立性,很难达到既定目标。

2. 1994年以来我国货币政策与外国经济政策之间的协调

开放条件下,中国与世界各国经济联系日趋紧密,货币政策受其他国家政策的影响加大,特别是以美国为代表的发达大国的经济政策深刻地影响着我国的货币政策。

(1)1994~2000年中美货币政策调整的不一带来政策冲突,利差发生较大变化。

1994~1996年,我国宏观经济政策的调控任务主要是抑制经济过热,央行执行了紧缩性货币政策,提高利率。1995年央行在前两次上调利率基础上再次提高商业银行贷款利率,其中一年期贷款利率调至12.06%,居民存款利率稳定在10.98%。经过三年的宏观调控,1996年我国经济顺利实现“软着陆”,通胀率降至6.1%,经济增长率仍保持在9.6%的高水平。同期,美国货币政策趋于紧缩。1994年美联储连续6次上调贴现率和联邦基金利率,1997年3月又将联邦基金利率由5.25%提高到5.5%。这样,中美两国各自以本国经济周期而作出的紧缩性货币政策,使中美利差缩小(图3)。



资料来源:孙建平:《货币政策与汇率政策的冲突:中国的实践与理论新解》,《国际金融研究》2002年第12期。

图3 1994~2000年中美短期利率走势图

鉴于1994~1996年宏观调控的成功,我国政府决定继续采取稳健的经济政策,1996~1997年央行进行3次恢复性降息。1998年以来,我国经济出现通货紧缩趋势,央行先后4次降息,商业银行一年期存贷款利率分别降至2.25%和5.85%。同期,美国经济增长势头不减,美联储为防止通货膨胀危险而采取提高利率的紧缩货币政策。1999~2000年,美联储连续5次加息,至2000年5月联邦基金利率和贴现率分别达到6.5%和6.0%。由于中美经济周期的一致,中美货币政策调整的方向也不一致,使得中美利率自1998年下半年以来形成负利差(图3)。

人民币与美元利率倒挂,给中国经济至少带来三个方面的负效应(谢平、张晓朴,2002):一是造成境内居民和企业的货币替代需求及行为的增加。据统计,1997年底境内居民外币储蓄存款余额是291.29亿美元,2000年底达到729.47亿美元,3年增长1.5倍多,且是逐年递增。企业外汇贷款需求则急剧下降,不少地方出现以人民币贷款购汇提前偿还国内外汇贷款或外债的现象。二是导致逃汇、骗汇等非法行为急剧上升。据国家外汇管理局公布,1998年共查出假报关单13800多份,涉及110多亿美元。三是导致外汇储备增幅下降,人民币贬值预期上升,进一步加剧稳健的货币政策与稳定性汇率政策之间的冲突。

(2)2001年以来我国货币政策与美国经济政策的协调。

2000年底,美国经济开始出现疲软状态,美联储紧急采取扩张性货币政策,从2001年1月3日开始连续11次下调联邦基金利率和贴现率,降幅分别达到4.25和4.5个百分点。相应地,国际市场各主要利率也持续下行,伦敦银行同业拆借市场利率由年初的5.94%降至年底的2.3925%(郭建伟,2002)。美国实施扩张性货币政策也给中国货币政策带来难题,中国利率存在

上升压力(图1和图2)。面对国内经济环境,我国货币政策不得不进行调整以适应美国货币政策。具体措施有:1)先后9次下调境内外币存款利率,将一年期美元存款利率由2001年初的5%下调至1.25%。目前来看,这次协调行动缩小了本外币利差,有利于汇率稳定,也有利于我国货币政策在刺激经济增长中发挥作用。但2001年12月11日美联储第11次降息后,增加了我国下调境内外币存款利率压力(表3)。2)2002年2月第八次降低存贷款利率,将一年期存贷款利率从2.25%和5.85%分别降至1.98%和5.31%,准备金存款利率也从2.07%下调至1.89%,积极稳健的货币政策进一步与国际经济环境协调配合,有利于刺激经济增长。3)在人民币升值压力下,适时扩大公开市场操作,保持基础货币适度增长。2001年8月起,中国人民银行通过回购交易投放资金1200多亿元,引导了市场利率的合理下调。

表3 2001年美国利率和我国境内美元存款利率调整情况 (%)

调整日期	联邦基金利率	再贴现率	调整日期	我国一年期美元存款利率
1月3日	6.00	5.75	1月13日	4.125
1月4日		5.5	2月7日	3.8125
1月31日	5.5	5.0	3月29日	3.4375
3月20日	5.0	4.5	5月1日	3.0
4月18日	4.5	4.0	5月23日	2.6875
5月15日	4.0	3.5	7月5日	2.5
6月27日	3.75	3.25	8月30日	2.3125
8月21日	3.5	3.00	9月22日	2.0
9月17日	3.0	2.50	11月12日	1.25
10月2日	2.5	2.00		1.25
11月6日	2.0	1.50		1.25
12月11日	1.75	1.25		1.25

资料来源:郭建伟:《2001~2002年中国利率政策回顾与展望》,《国际金融研究》2002年第1期。

近两年,我国货币政策在保持国内物价稳定和促进经济增长的同时,逐步与世界发达国家的经济政策进行协调配合,推动了我国经济的发展。虽然这种仅仅通过货币政策实现协调已经遭到众多的非议,但它仍是今后我国货币政策国际协调的有效方式。

四、我国货币政策国际协调中的问题与对策

综合1994年以来我国货币政策进行国际协调的实践,有两个问题值得注意:

第一,如何从理论上重视国际协调转化为现实中的实际操作。

近10年来,我国货币政策运用过程中经常与其他政策发生冲突,国际协调也是局部和被动的(如中和操作、外汇干预)。从深层上讲,我国货币政策与汇率政策、与他国政策形成冲突是必然的。因为我国实行窄幅波动的有管理的浮动汇率制度(类似于固定汇率制),货币政策既要关注国内物价波动和经济增长,又要兼顾外汇市场干预,很难用一种政策达到内外均衡。从体制角度看,我国的“三元悖论”具有内生性,不改革外汇管理体制,将更难进行货币政策的内外协调,调整货币政策可能会遭到更多的批评。例如近来美国议会在考虑对中国的汇率体系展开调查,以及美国财长2003年9月就人民币汇率问题访华。在今后一段时间,如何采取合适的协调方式,将是我国货币政策进行国际协调的新课题。

第二,货币政策进行国际协调时如何由“单向协调”转为“双向协调”。

过去近10年来,我国货币政策一直根据国内外经济形势作相应调整,强调它与汇率政策、财政政策的“单向协调”,而汇率政策长期保持不变。这种“单向协调”使得宏观经济政策之间的协调配合不尽合理,更容易引起国际政策冲突。开放经济中,汇率政策是一种有效的国际协调形

式,它与货币政策既独立又配合,实现“双向协调”。今后,中国只要真正做到汇率“有管理的浮动”,货币政策进行国际协调的难度将大大降低。

当前,中国经济进一步开放,金融业实现全面开放将是不可避免的,使得央行执行货币政策增加了新变数。加入 WTO 后,中国允诺向外资银行全面开放人民币业务,人民币自由兑换也只是个时间问题,它必然引起国际资本加速向中国流动,使传统的货币供给变得更为复杂,货币政策更难以达到既定目标。因此,中国必须重视和学会发挥货币政策国际协调的作用。

一是我国汇率制度在稳定基础上,要在合适的时候做适当的调整。过去 10 年,我国实行“有管理的浮动汇率制度”,突出了“有管理”,但并没有“浮动”,汇率政策稳定不变。按照蒙代尔—弗莱明模型(M-F Model)解释,固定汇率制下货币政策难以达到内部均衡。因此,在资本流动加速和货币政策效果不明显的今天,利用汇率政策的调整来进行国际协调将是一条可行之道。当然,我们主张人民币在目前不宜升值,并不说明汇率制度不能作出调整,比如把汇率浮动的范围稍为扩大,把单一盯住美元变为一揽子汇率制度等。现在,我们在顶住美国压力的同时,也要综合考虑国内国际经济环境,选择一个适当的时间作出调整,而不是长期拖下去。

二是要改进货币政策的干预操作,避免临时、仓促、直接的外汇干预。在汇率政策未作调整之前,干预操作仍是货币政策进行国际协调的一种有效方式,但我们要形成一定的规则,力度要合适,措施手段要多样化,例如国债买卖就是一种隐蔽和长期的操作形式。

三是要继续呼吁完善国际货币体系,努力促进国际经济政策协调机制的改进。在今后一段时期,美元仍在国际货币体系中扮演霸主角,它带来国际储备体系的不稳定,可能导致国际上主要货币的汇率大幅波动,对正在崛起和腾飞的发展中国家极为不利。因此,我国要加入到宏观经济政策国际协调中来,并充分发挥强势货币的作用;要呼吁国际社会建立新的国际经济和金融协调机制,为今后我国货币政策进一步融入世界经济创造条件。

参考文献:

- [1] Bladen-Hovell R. C. 国际货币政策协调[A]. Kevin Dowd and Mervyn K. Lewis. 金融与货币经济学前沿问题[C]. 北京:中国税务出版社,2000.
- [2] Hamada Koichi. Alternative exchange rate systems and the interdependence of monetary policies in aliber robert (eds) national monetary policies and the international system[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1974.
- [3] McKibbin W. J. and Sachs Jeffery. Macroeconomic policies in the OECD and LDC External Adjustment [R]. NBER Working Paper 1534, 1985.
- [4] Oudiz Gilles and Sachs Jeffery. Macroeconomic policy coordination among the industrial economics[R]. Brookings Papers on Economic Activity.
- [5] 郭建伟. 2001~2002 年中国利率政策回顾与展望[J]. 国际金融研究, 2002, (1).
- [6] 姜波克. 开放经济下的政策搭配[M]. 上海:复旦大学出版社, 1999.
- [7] 孔祥毅. 百年金融制度变迁与金融协调[M]. 北京:中国社会科学出版社, 2002.
- [8] 刘克崧, 陆百甫. 转轨时期财政货币政策的协调与配合[M]. 北京:经济管理出版社, 2000.
- [9] 刘锡良. 中国财政货币政策协调配合研究[M]. 成都:西南财经大学出版社, 1999.
- [10] 孙建平. 货币政策与汇率政策的冲突:中国的实践与理论新解[J]. 国际金融研究, 2002, (12).
- [11] 王勇. 加入 WTO 与本外币政策协调[J]. 国际金融研究, 2002, (10).
- [12] 王召. 对当前我国货币政策的一些认识[N]. 中国经济时报, 2003-02-10.
- [13] 魏加宁. 人民币面临新的升值压力[N]. 中国经济时报, 2003-06-20.
- [14] 谢平, 张晓朴. 货币政策与汇率政策的三次冲突[A]. 谢平, 焦瑾璞. 中国货币政策争论[C]. 北京:中国金融出版社, 2002.

International Coordination of China's Monetary Policy in An Open Economy

CHEN Quan-gong¹, CHENG Xi²

(1. School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China;
2. School of Arts, Law and Economics, Wuhan University of Science and Technology, Wuhan 430081, China)

Abstract: In an open economy, it is very important for the monetary policy of a country to coordinate with international monetary policies. The paper surveys the theoretical researches on the monetary policy coordination and the experiences of China's monetary policies since 1994. It discovers that China has few successful monetary policy coordination experiences, but several policy conflicts with exchange rate policy and it has had some simple coordinations with the monetary policy of the United States. The present pressure for the appreciation of RMB actually comes from the way to coordinate with the economic policies of developed countries such as the United States. Judging from past experience, the major problem for China to coordinate with international monetary policies is to realize the independency of money supply of RMB in the current exchange rate system. It holds that the difficulties for our monetary policy to have international coordination will be smaller if we adjust the exchange rate system.

Key words: open economy; monetary policy; conflict; international coordination

(上接第 32 页)

The Emergence and Control of Investment Risk of the Pension Funds

LI Wen-long, YU Zi-you

(1. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Through analyzing the investment assets of pension funds, especially the risks of the savings assets, the paper illuminates that there is no linear efficient frontier for pension funds and that there are some limitations for pension funds to invest in bonds. On this basis, the paper makes a qualitative and quantitative analysis of the extended investment of the savings assets of pension funds in the stock market to control risks from the "curve efficient frontier" and "system frontier" perspectives.

Key words: risk; efficient frontier; system frontier; system risk; non-system risk