

外汇市场干预、汇率与货币政策

——兼论我国外汇市场冲销干预的有效性

刘 林

(厦门大学 金融系 福建 厦门 361005)

[摘要] 通过 VAR 模型、Granger 因果关系检验、脉冲累积响应和非线性回归方法分析了我国外汇市场干预、汇率和货币政策之间的动态相互关系,以及我国外汇市场冲销干预的有效性。研究表明:央行通过外汇市场干预试图稳定汇率,在一定程度上导致了国内货币供给增加,货币供给增加又会导致汇率升值,央行的外汇干预操作并未考虑到干预可能带来的国内货币市场失衡的影响,同时这种干预并不能有效地影响汇率;为了缓解通胀压力,央行通过提高利率回收部分货币投放。此外,在考察期内的三个阶段,央行冲销政策的有效性也是不同的。

[关键词] 外汇市场干预; 货币政策; 冲销有效性

[中图分类号] F830.92

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2010)09-0024-07

Foreign Exchange Market Intervention, Exchange Rate and Monetary Policy

—— On the Effectiveness of Sterilized Intervention

LIU Lin

(Dept. of Finance, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: This paper analyzes the dynamic mutual relations among China's foreign exchange market intervention, RMB exchange rate and monetary policy, as well as the effectiveness of sterilization via the VAR model, Granger causality test, accumulated impulse response and the non-linear regression methods. The empirical results suggest that: the central bank tries to stabilize the exchange rate by the foreign exchange market intervention. To a certain extent, foreign exchange intervention will increase the domestic money supply, and the increased money supply will lead to the appreciation response of exchange-rate. The central bank does not take into account the possible impact of imbalances in the domestic money market, while the central bank's foreign exchange intervention should not be able to effectively influence the exchange rate. In order to ease inflationary pressures, the central bank would recover part of money supply by raising interest rates. In addition, during the three stages of the empirical study, the effectiveness of the central bank's sterilization policy was different.

Key Words: foreign exchange market intervention; monetary policy; effectiveness of sterilization

一、引言

最近,人民币升值问题又成为西方国家关注的焦点。美国认为,由于中国长期存在贸易顺差,因此人民币应该升值。但是,影响汇率的因素不仅仅是贸易顺差,一国的经济发展阶段、发展模式也是影响汇率的重要因素。就我国而言,我国实行的是出口导向

的经济增长模式,这就势必要求汇率稳定,甚至一定程度的低估。当然,这种汇率稳定或汇率低估也是有成本的。长期以来,我国央行为了维持人民币汇率相对稳定,避免汇率大幅变动对国内经济造成冲击,在外汇市场上进行了积极干预。在大力引入外资和资本管制、结售汇制度以及央行积极干预外汇市场的

[收稿日期] 2010-07-14

[基金项目] 国家社科基金项目“中国外汇储备风险测度及管理研究”(07BJY157)

[作者简介] 刘 林(1983-),男,江苏南通人,厦门大学金融系博士研究生,研究方向是外汇市场干预与货币政策。

背景下,大量的外汇顺差转变为央行的外汇储备。外汇储备是“经济强有力支撑”的一个衡量指标(Ouyang 和 Rajan 2005),但是随着外汇储备规模的不断增大,外汇占款逐渐成为我国货币投放的主要渠道。同时,外汇占款也在一定程度上增加了国内通货膨胀的压力(李海海等 2006,方先明等 2006)。为了维持国内货币市场的均衡,缓解通胀压力,央行又通过各种措施来冲销被迫投放的货币供给。然而,面对持续增长的外汇储备,货币当局冲销操作的难度不断加大。同时,在储蓄向投资转化受阻的情况下,贸易顺差和资本流入增加加剧了国内经济储蓄大于投资这一结构性矛盾(彭方平等 2008)。而且,经常性的冲销干预会导致国内利率上升(Calvo 2000),刺激套利资本进一步以更大的规模流入,同时产生的信贷紧缩降低了经济增长速度,使得利率和信贷状况进一步恶化。此外,由于资源在国内部门和国外部门配置不同,从而加剧了内外两个部门的资金差异,形成了结构性通胀压力(何慧刚 2007),扭曲了货币政策的传导机制,加剧了系统性的金融风险(武剑 2005)。

外汇市场干预、汇率和货币政策之间的关系一直是学术界研究的焦点,已有文献主要是从三个角度来加以研究的:(1)货币政策与汇率的关系;(2)外汇市场干预与汇率的关系;(3)外汇市场干预与货币政策的关系。

货币政策与汇率的关系可以用两种货币政策变量与汇率的关系来分析。一是货币供应量与汇率的关系。理论上讲,一国货币供应增加,那么该国货币币值会下降,即汇率贬值。但是,一种货币的对内价值和对外价值往往会存在偏差。例如,2005年汇改到2008年金融危机前,人民币对内表现为贬值,通胀率较高,而对外则表现为人民币升值。二是利率与汇率的关系。利率的变动对汇率的影响不能确定,一方面,利率上升会导致国际资本流入,使汇率存在升值压力;另一方面,利率上升对国内经济具有紧缩效应,使汇率存在贬值压力。Eichenbaum 和 Evans(1993)实证分析了美国货币政策冲击对美国名义和实际汇率的影响,结果认为,扩张性的货币政策冲击导致急剧且持续的美元名义和实际汇率贬值,而且导致了急剧且持续扩大的国外和国内利差。他们认为,在布雷顿森林体系下,美国货币政策冲击对汇率并不存在显著影响。Neal等(1997)认为,美元汇率直接响应于美国国内货币政策,这些响应通常跟超调假设是一致的。Kim 和 Roubini(2000)研究了除美国以外的 G7 国家的货币政策冲击对汇率的影响,结果显示,初期紧缩性的货币政策会导致汇率升值,但是几个月后,汇率会按照非抛补的利率平价路径贬值。赵华(2007)认

为,人民币汇率和利率之间具有一定的相关性,它们之间存在波动溢出效应,但不存在价格溢出效应。赵天荣等(2010)研究认为,长期内汇改后人民币汇率弹性的增大能够稳定利率波动,但短期内人民币汇率弹性的增大实际上加剧了利率波动。

外汇市场干预与汇率的关系表现为两种形式:(1)外汇市场干预能否有效地影响汇率,即外汇干预的有效性;(2)货币当局是否响应汇率的变化而干预市场。外汇干预主要通过资产组合渠道、信号渠道、微观结构(订单流)渠道、噪声交易渠道和协调渠道来影响汇率(Sarno 等 2001)。已有文献利用不同方法分析了外汇干预能否有效影响汇率,例如,采用 GARCH 模型分析外汇干预对汇率波动的影响(Mckenzie 2004;Hillebrand 等 2006),采用事件研究法分析汇率对外汇干预操作的响应(Fatum,1999、2000、2005;干杏娣等 2007),通过比较干预前后的汇率升(贬)值压力来分析外汇干预的有效性(Siklos 等 2006;朱孟楠等 2010)。而对于货币当局是否响应汇率变动而干预市场的研究较少。

外汇市场干预与货币政策的关系表现为“预示假设”(Signal Presumption)和冲销的有效性。“预示假设”是指当前的外汇市场干预将预示着未来货币政策的变动。Mussa(1981)认为,货币当局在外汇市场买进国内货币的干预操作预示着未来国内紧缩性的货币政策。即使干预的货币影响目前被抵消掉,但对国内货币政策的预期仍会导致汇率升值。Lewis(1993)认为,外汇干预与货币政策的关系暗含着冲销干预能否影响汇率。他采用美国 1985~1990 年的数据研究发现,外汇干预能够预示未来货币政策变量的变化,而货币政策的变化可能导致货币当局试图按照汇率变动逆势操作(lean against the wind),同时货币政策变量能够预测到货币当局的干预操作。Neal 等(1997)发现,美国外汇干预政策存在预示(Signal)和逆势操作的现象。Fatum 等(1999)却认为,“预示假设”在美国不成立。余明(2009)通过实证研究认为,我国央行的票据冲销在短期通过直接影响基础货币和间接影响货币市场利率来影响货币供应量,而在长期只能对基础货币和狭义的货币供应量产生一定影响,但是对货币市场利率和广义货币供应量没有影响。范从来等(2009)、孙华妤(2007)都认为,我国的货币政策不受外汇市场干预的影响,冲销是有效的,因此我国货币政策具有高度的自主性。曲强等(2009)和朱孟楠等(2010)的研究认为,我国的冲销操作整体上看是有效的,但外汇储备增加会导致我国通胀压力加大。

货币当局在外汇市场干预的直接目的是稳定汇

率,而外汇市场干预的直接影响是国内货币供给增加,通胀压力加大。为了保持国内货币市场相对稳定,货币当局又要通过货币政策来进行冲销。如果冲销不完全,则外汇干预可能影响到利率和货币制定政策。而且由于货币政策可能影响汇率,因此货币政策又会影响到外汇干预(Kim 2003)。那么,外汇市场干预、汇率以及货币政策之间就可能会存在着某种动态的相互关系。货币当局是否响应于汇率变动而干预市场?外汇市场干预是否能够有效地影响汇率?外汇市场干预是否会影响到货币政策?货币政策与汇率是否存在相互影响的关系?本文试图将外汇市场干预、汇率和货币政策变量放置在统一框架下加以研究,来分析它们之间的动态相互关系。此外,对于外汇干预是否会影响到货币政策,本文还需要测算我国冲销的有效性。

二、外汇市场干预、汇率与货币政策的 VAR 模型

从 2003 年开始,我国国际资本流动加剧,^①外汇储备快速增长,外汇占款也急剧上升,这在一定程度上反映了货币当局的外汇市场干预力度在加大,如图 1 所示。因此,为了能够更好地反映本文所研究的三个变量之间的关系,实证研究所取区间为 2003 年 1 月到 2009 年 12 月。

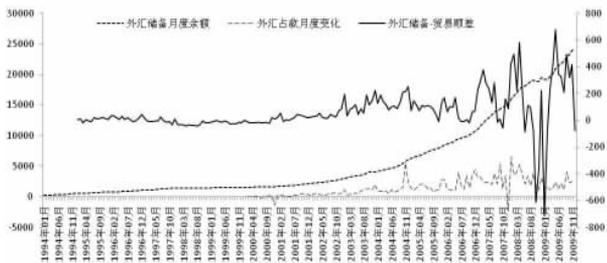


图 1 外汇储备、外汇占款、国际资本流动趋势图

(一)数据选取与变量定义

由于中国货币当局没有公布外汇市场干预的数据,因此必须寻找外汇市场干预的代理变量。国外学者常常用外汇储备的变动作为外汇市场干预的代理变量(Neely 2000),但是由于外汇储备变动可能不仅

仅是由于外汇市场干预引起的,^②因此作为干预的代理变量存在一定的问题。然而,尽管如此,为了分析的相对准确性,本文仍用它作为外汇市场干预的代理变量,以 FX 表示。汇率以月末人民币/美元的名义汇率来衡量,用 E 表示。货币政策变量利用利率和货币供应量来衡量。由于利率尚未市场化,因此本文采用银行间同业拆借加权平均利率来作为其代理变量,用 R 表示。货币供给量以广义货币供应量 M2 的余额来衡量,用 M 表示。所有数据均来源于 WIND 数据库。由于所取数据是月度数据,为了消除季节因素的影响,本文采用 Census X12 方法对原始数据进行了季节调整。

(二)建立 VAR 模型

1.数据平稳性检验。实证分析前需要对数据进行平稳性检验,本文对变量采用 ADF 检验,检验结果如表 1。从单位根检验结果可以看到,在 10%的显著性水平下所有变量都是服从一阶单整的。因此,我们初步建立了 4 变量的 VAR 模型,然后对模型设定进行检验。

表 1 数据平稳性检验

变量	ADF 值(概率 p)	选项	滞后期
FX	-2.694(0.079)	截距	2
D(FX)	-11.905(0.000)	无	1
E	-2.397(0.378)	截距和趋势	3
D(E)	-1.929(0.052)	无	2
R	-1.658(0.449)	截距	1
D(R)	-14.665(0.000)	无	1
M	-1.692(0.431)	截距	2
D(M)	-12.265(0.0000)	无	1

2.模型滞后期的选择。在 VAR 模型滞后期的选择中存在一个两难问题:一方面希望选择尽可能多的滞后期数,以保证模型解释变量的全面性;另一方面又需要考虑模型有足够的自由度。根据 VAR 模型滞后期的选择标准,得到了如表 2 所示的结果。LR、FPE 和 AIC 准则选择最优滞后期为 4,而 SC、HQ 准则选择最优滞后期分别为 1 和 2。综合考虑后,本文选择模型的滞后期数为 4。

表 2 模型滞后期选择

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1351.778	NA	3.67e+10	35.67836	35.80103	35.72739
1	-1066.769	532.5156	30967528	28.59920	29.21255*	28.84432
2	-1037.932	50.84432	22171908	28.26138	29.36541	28.70260*
3	-1018.898	31.55684	20657859	28.18153	29.77624	28.81885
4	-996.6543	34.53637*	17831657*	28.01722*	30.10261	28.85064
5	-986.8359	14.21096	21581948	28.17989	30.75596	29.20941
6	-967.3948	26.09197	20571739	28.08934	31.15609	29.31496
7	-948.9654	22.79420	20511933	28.02541	31.58284	29.44713
8	-934.0981	16.82357	22990958	28.05521	32.10333	29.67304

注: *表示相应标准选择的滞后阶数。

3.模型稳定性检验。根据图 2 可知,所有根都在单位圆内,表明该 VAR(4)模型是稳定的。

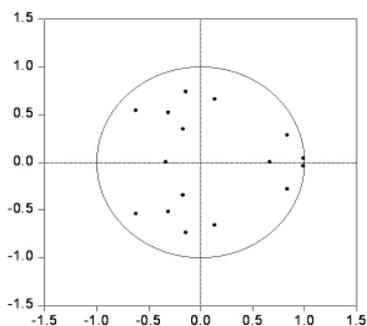


图 2 模型稳定性检验

4.Granger 因果关系检验。基于 VAR(4)模型检验外汇市场干预(FX)、汇率(E)、利率(R)和货币供给(M)之间是否存在显著的 Granger 因果关系,结果如表 3 所示。

Granger 因果关系检验结果表明,利率(R)不能 Granger 引起外汇干预(FX)、汇率(E)和货币供应量(M),其概率 P 值分别达到 0.884 7、0.275 5 和 0.120 6,因此利率(R)可以作为外生变量^③,这在一定程度上表明利率平价在我国不成立,与江春等(2007)的研究结论相一致。同时也表明,我国货币供给可能对利

率调整的弹性较小。^④在第二个方程中,外汇干预(FX)外生于汇率(E)的概率达到 0.427 4,说明外汇市场干预不能影响汇率,这与朱孟楠等(2010)的研究结论相反,可能是由于用外汇储备的变动来衡量外汇干预的力度存在局限性所引起的。在第三个方程中,货币供给(M)不是引起利率(R)的 Granger 原因,但是概率 P 只有 0.105 5。这是因为本文所采用的利率并非市场化的利率,这一利率水平只能在一定程度上反映市场状况,即货币供应(M)只能够在一定程度上影响利率变化。在第四个方程中,汇率(E)外生于货币供给(M)的概率为 0.139 5,说明汇率不是货币供给的 Granger 原因。此外,汇率(E)(5%的显著性水平)和货币供给(M)(1%的显著性水平)是引起外汇干预(FX)的 Granger 原因,说明汇率的变化会促使央行干预市场,而在干预的同时央行也可能考虑到了干预可能造成的国内货币投放。同时,货币供给在一定程度上也能够影响汇率(10%的显著性水平),表明货币供给的变动对币值有一定影响。外汇干预(10%的显著性水平)和汇率(1%的显著性水平)是利率 R 的 Granger 原因。外汇干预能够 Granger 引起货币供给(1%的显著性水平),即外汇干预可能会对国内货币市场产生影响。

表 3 因果关系检验

	原假设	χ^2 统计量	自由度	概率
外汇干预(FX)方程	汇率(E)不能 Granger 引起外汇干预	11.23019	4	0.0241
	利率(R)不能 Granger 引起外汇干预	1.159406	4	0.8847
	货币供给(M)不能 Granger 引起外汇干预	34.63997	4	0.0000
	汇率(E)、利率(R)和货币供给(M)不能同时 Granger 引起外汇干预	51.20800	12	0.0000
汇率(E)方程	外汇干预(FX)不能 Granger 引起汇率	3.844575	4	0.4274
	利率(R)不能 Granger 引起汇率	5.116885	4	0.2755
	货币供给(M)不能 Granger 引起汇率	8.009944	4	0.0912
	外汇干预(FX)、利率(R)和货币供给(M)不能同时 Granger 引起汇率	13.50595	12	0.3334
利率(R)方程	外汇干预(FX)不能 Granger 引起利率	9.019164	4	0.0606
	汇率(E)不能 Granger 引起利率	15.43331	4	0.0039
	货币供给(M)不能 Granger 引起利率	7.643942	4	0.1055
	外汇干预(FX)、汇率(E)和货币供给(M)不能同时 Granger 引起利率	19.67120	12	0.0736
货币供给(M)方程	外汇干预(FX)不能 Granger 引起货币供给	17.73509	4	0.0014
	汇率(E)不能 Granger 引起货币供给	6.931617	4	0.1395
	利率(R)不能 Granger 引起货币供给	7.305178	4	0.1206
	外汇干预(FX)、汇率(E)和利率(R)不能同时 Granger 引起货币供给	47.33180	12	0.0000

5.脉冲响应分析。脉冲响应主要是分析 VAR 模型中其他内生变量对一个内生变量冲击的响应。为了使脉冲响应的结果不依赖于变量的排列顺序,并

且能够分析变量对冲击的累积响应,本文选择了累积广义脉冲响应(Accumulated Generalized Impulses)结果如图 3 所示。

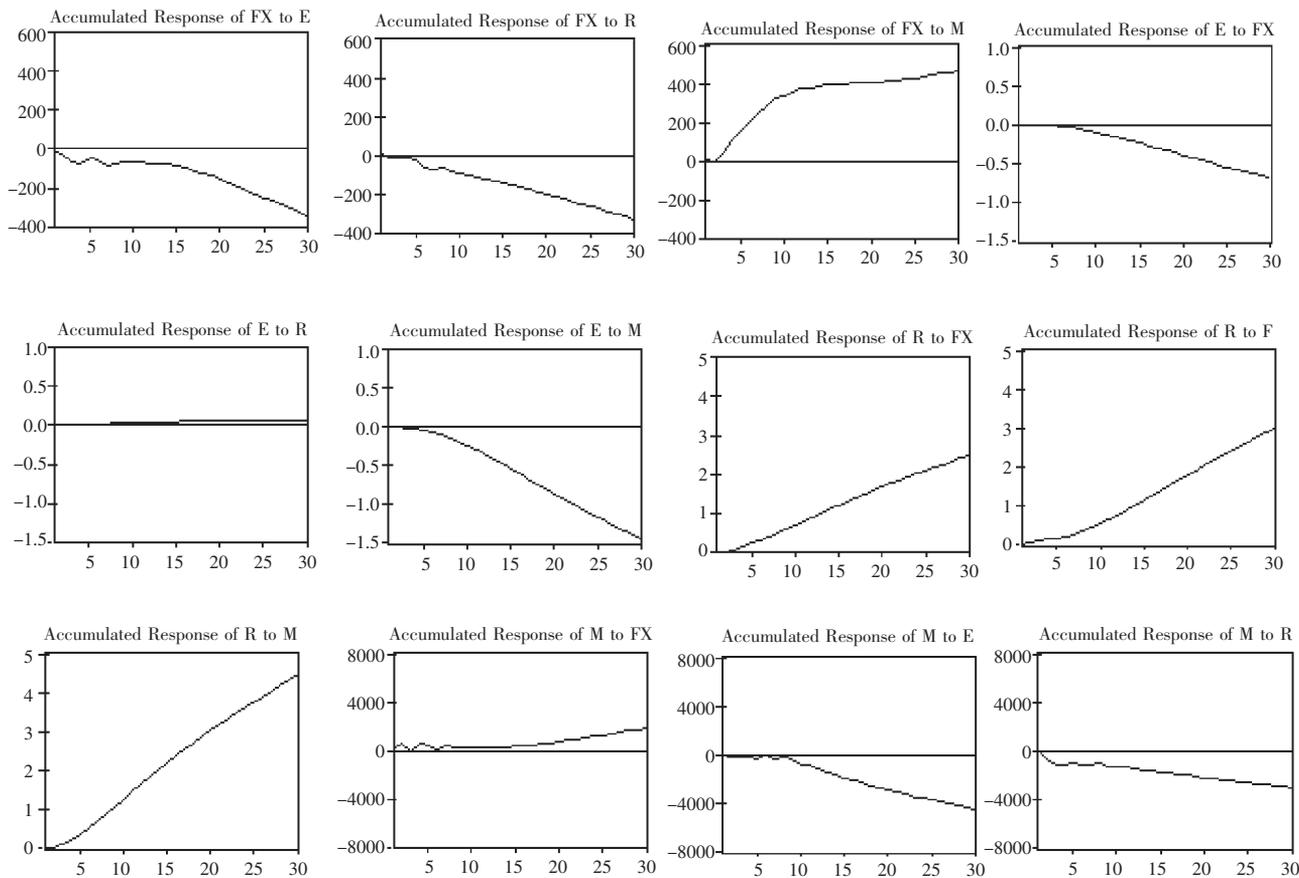


图3 VAR模型的累积脉冲响应

图3(1)表示外汇市场干预对汇率冲击的累积响应,汇率冲击与外汇市场干预的响应之间是负向关系,即如果汇率表现为负向冲击(汇率升值冲击),则外汇市场干预表现为正向响应。图3(2)表明在前5期利率冲击对外汇干预基本没有影响。图3(3)表明在前2期,外汇干预对货币供给的冲击没有响应,但随后表现为正向响应,即货币供给增加,外汇干预也增强。图3(4)是汇率对外汇市场干预冲击的响应,可以看出,它们之间的关系从第8期开始是负向的,也就是说,前8期外汇市场干预对汇率不产生影响,但随着时间的推移,累积响应表现为汇率存在升值响应。图3(5)表明汇率对国内利率的变化没有响应,因而利率平价可能不成立。图3(6)表明汇率与货币供给冲击之间呈负向关系,即国内货币供给的增加将导致汇率升值,这与我国人民币“对内贬值、对外升值”的现象相符合。图3(7)是国内利率对外汇市场干预冲击的响应,从累积响应看,外汇市场正干预会使得国内利率上升。图3(8)表明国内利率对汇率冲击的累积响应是正向的,也就是说,给定汇率一个正冲击(人民币贬值冲击),国内利率将会上升。这可能由于,当汇率存在贬值压力时,当局会通过提高利率来吸引资本流入以维持汇率稳定。图3(9)是

国内利率对国内货币供给冲击的响应,可以看出,它们之间的关系是正向的,即货币供给的正冲击会导致利率提高。图3(10)是国内货币供给对外汇市场干预冲击的响应,可以看出,它们之间的关系是正向的,但累积响应系数较小,即外汇市场的正干预会在一定程度导致国内货币供给增加。图3(11)表明在前9期货币供给对汇率冲击的响应基本为0,之后表现为负向响应,即汇率升值将导致货币供给的正向响应。图3(12)为国内货币供给对利率冲击的响应,它们之间的关系是负向的,说明利率提高会导致国内货币供给减少。

从Granger因果关系检验和累积脉冲响应的结果可以发现,当汇率存在升值压力时(汇率负向冲击),央行为了稳定汇率会在外汇市场上采取抛人民币买美元的干预操作。尽管央行会采取冲销政策,但这种干预操作会在一定程度上导致国内货币供给增加。国内货币供给增加,通胀压力就会加大,央行将提高利率来减少国内货币供给。外汇干预的主要目的是为了稳定汇率,因此央行的干预操作似乎并没有考虑可能带来的国内货币投放增加的后果。然而,央行的外汇干预并不能有效地影响汇率,而是将会导致货币供给增加,货币供给增加又可能导致人民

币值对内贬值、对外升值。此外,在面对汇率波动时,央行也可能通过利率的调整来影响汇率。

三、冲销干预有效性检验

通过修改 Obstfeld(1983)和 Sarno 等(2001)关于冲销有效性的测算公式,得到我国冲销干预有效性的测算公式为:

$$\Delta DC_t = \alpha_1 \Delta NFA_t + \alpha_2 y_t + \alpha_3 y_{t-1} + \alpha_4 P_t + v_t$$

其中,DC 为国内信贷,NFA 为央行持有的国外净资产, y_t 为产出缺口, P_t 为物价水平, Δ 表示存量的变化。

上式表明,国内信贷的变动一方面取决于国内经济状况,即经济增长状况和物价水平;另一方面受到央行持有的国外净资产的影响,如外汇干预所导致的基础货币的变化。由于我国货币供给呈现顺周期特征(于泽,2008),因此 α_2 和 α_3 应大于0。一般而言,信贷投放过快,货币供给过多,物价水平就会呈现上升趋势。物价水平上升,当局就会通过减少信贷投放进行控制,因此 α_4 应为负。而如果货币当局的外汇干预对国内货币市场没有影响,则 α_1 应等于-1

(Sarno,2001)。那么 $-1 \leq \alpha_1 \leq 0$, α_1 越接近0,说明冲销越无效; α_1 越接近-1,说明冲销越有效。

(一)数据选取

ΔDC 以国内信贷的月度变动额来衡量, ΔNFA 以人民银行持有的国外净资产来衡量,物价水平 P 取消费者物价指数同比数据的月度额,产出缺口 y 通过对我国GDP作HP滤波得到。由于GDP只公布季度数据,所以首先对季度GDP数据做频率转换(Cubic法)得到月度数据。数据区间为2003年1月~2009年12月,所有数据都来源于WIND数据库。为了消除季节因素影响,对原始数据均进行了季节调整(Census X12法)。2003年1月到2005年7月人民币汇率制度改革前,人民币汇率基本保持不变,2005年汇改后到2008年5月人民币汇率处于升值阶段,而随着全球金融危机不断恶化,人民币汇率也开始重新盯住美元,2008年6月到2009年12月人民币汇率基本维持在6.8左右。考虑到汇率波动不同的状况下干预操作程度不同,本文将分别针对这三个阶段的冲销状况进行实证分析。

表4 冲销有效性的回归结果

数据区间	α_1 (t值,概率p)	α_2 (t值,概率p)	α_3 (t值,概率p)	α_4 (t值,概率p)	R ²	D.W.	AR	残差状况
2003.01~2005.06	-0.28 (-2.78 0.01)	-0.59 (-0.99 0.34)	0.88 (1.61 0.12)	-375.42 (-4.08 0.00)	0.70	2.03	3	平稳
2005.07~2008.05	-0.89 (-2.57 0.02)	-0.20 (-0.46 0.65)	0.01 (0.03 0.98)	496.42 (3.0 0.01)	0.22	1.93	0	平稳
2008.06~2009.12	-1.61 (-5.05 0.00)	-0.59 (-8.64 0.00)	0.43 (6.33 0.00)	-204.92 (-2.11 0.06)	0.93	2.09	2	平稳

(二)回归结果^⑤

根据表4的回归结果和图4、图5可以发现,2003年1月到2005年汇改前,我国央行的冲销力度相对较弱,只有-0.28。在这一阶段,外汇储备的变动量和货币供给M2的变动幅度不大,由于央行的冲销力度较弱,因此这一阶段虽然表现为货币净回笼,但回笼的货币数量有限。过多的货币供给在一定程度上加重了通胀压力,通胀率在2004年中期一度达到5.3%。2005年7月汇改后到2008年5月前,我国央行的冲销力度相对较强,达到-0.89。在这一阶段,外汇储备的变动量和M2的变动量也不大,央行较强的冲销力度使得2005年至2007年间通胀水平相对较低且稳定,但在市场利率和货币乘数的作用下,未冲销的部分货币投放在一定程度上加重了后来的通胀压力。随着通胀率高涨,央行的货币回笼力度也随之加强,2008年6月到2009年12月,呈现出过度冲销的状态,系数 α_1 达到-1.61。在这一阶段,外汇储备的变动与货币供给M2的变动幅度加大。由于金融危机的冲击,人民币一度存在贬值压力,为此央行进行了

反向操作,为了刺激经济增长实行宽松的货币政策,导致好几个月都处于货币净投放的状态。随着我国经济开始回暖,国际资本又开始流入(图1),央行的冲销又表现为货币净回笼,且回笼的力度较大。

此外,从回归结果看,我国当期产出缺口与国内信贷的变动呈反向关系(第一阶段和第二阶段都不显著),而前期产出缺口与国内信贷变动呈正向关系(第一阶段和第二阶段都不显著)。除了第二阶段物价水平与国内信贷变动呈同向变动外,第一和第三阶段物价水平和国内信贷都是呈反向变动的,且在10%的显著性水平下显著。

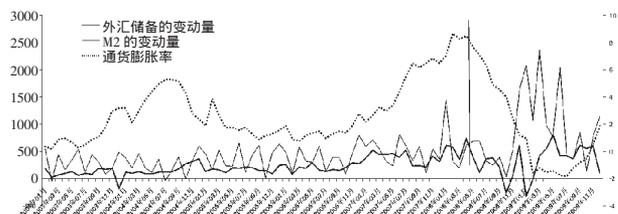


图4 2003年1月~2009年12月外汇储备变动额(亿美元)、M2变动额(十亿人民币)和通胀率(%右轴)变动趋势

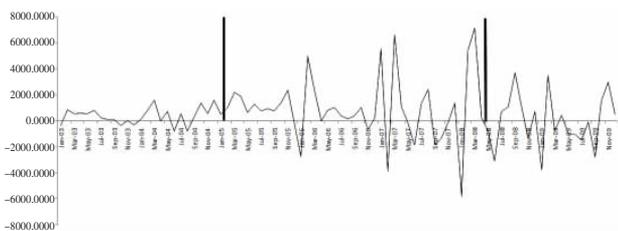


图5 2003年1月~2009年12月货币净回笼(投放)量

四、结论

2003年以来我国国际资本流动加剧,为了避免国际资本大规模流动对汇率造成冲击,我国央行在 外汇市场进行了积极干预,导致外汇储备激增。外汇储备增加的同时也增加了国内通胀的压力,为此,央行又通过各种措施冲销由于干预引起的货币市场失衡。本文通过 VAR 模型、Granger 因果检验、脉冲累积响应和非线性回归方法分析了我国外汇市场干预、汇率和货币政策之间的动态相互关系以及我国

冲销干预的有效性,得出了三点结论。

第一,央行在面对汇率波动时将对外汇市场进行干预。央行的干预主要是为了稳定汇率,其在进行干预操作时并未考虑干预所引起的国内货币市场失衡的后果。然而,央行的外汇干预并不能够有效地影响汇率,反而由于国内货币供给增加可能导致汇率升值。

第二,国内货币供给增加之后,通胀压力随之加大,央行提高利率的政策可回收部分货币投放。然而,利率的变动并不能引起汇率的变动,即在我国利率平价可能不成立。

第三,在不同的考察期内,央行冲销政策的有效性也是不同的。2003年到2005年汇改前,央行的冲销政策几乎无效;汇改后到2008年金融危机全面爆发后的一段时间里,央行的冲销政策接近完全有效;2008年5月到2009年12月,人民币对美元汇率基本稳定在6.8,这个阶段央行的冲销政策是过度有效的。

注释:

① 用外汇储备减去贸易顺差得到粗略的国际资本流量。

② 外汇储备通常都是以外币计价的,汇率的波动必然会导致外汇储备的变动。此外,国际储备中其他储备也可能随时转化为外汇储备。

③ 但是,在1%的显著性水平下,在外汇干预方程中,其余变量同时能够 Granger 引起外汇干预;在货币供给方程中,其余变量能够 Granger 引起货币供给。

④ 在2010年2月8日的《上海证券报》“我国利率5轮25次调整的基本经验”一文中指出,我国利率政策对治理通货膨胀的效果并不显著,这在一定程度上反映了我国利率对货币供应量的影响不是很显著。

⑤ 通过单位根检验(ADF)发现,所有数据都是一阶单整的。在回归模型中加进了常数项,由于模型残差存在自相关性,所以在模型中加入了AR过程。此外,对回归残差进行了单位根检验,以避免出现伪回归。

[参 考 文 献]

[1] Guillermo A Calvo. Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets, Large Capital Inflows and Sovereign Governments [Z]. NBER Chapters in: Currency Crises, pages 71-104, National Bureau of Economic Research, Inc. 2000.

[2] Kim Soyoung, Roubini Nouriel. Exchange rate anomalies in the industrial countries: A solution with a structural VAR approach[J]. Journal of Monetary Economics, Elsevier, 2000, 45(3):561-586.

[3] Sarno L, Taylor M P. Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?[J]. Journal of Economic Literature, 2001, (XXXIX):839-868.

[4] Obstfeld Maurice. Exchange rates, inflation, and the sterilization problem: Germany, 1975-1981 [J]. European Economic Review, Elsevier, 1983, 21(1-2):161-189.

[5] 方先明, 裴平, 张谊浩. 外汇储备增加的通货膨胀效应和货币冲销政策的有效性——基于中国统计数据的实证研究[J]. 金融研究, 2006 (7):13-21.

[6] 彭方平, 展凯, 李琴. 流动性过剩与央行货币政策有效性[J]. 管理世界, 2008 (5):30-37.

[7] 赵华. 人民币汇率与利率之间的价格和波动溢出效应研究[J]. 金融研究, 2007 (3):41-49.

[8] 朱孟楠, 刘林. 中国外汇市场干预有效性的实证研究[J]. 国际金融研究, 2010 (1):52-59.

[9] 余明. 我国央行票据冲销操作政策传导路径的实证研究[J]. 金融研究, 2009 (2):17-28.

[10] 范从来, 赵永清. 中国货币政策的自主性——1996~2008[J]. 金融研究, 2009 (5):22-34.

[责任编辑 李莉]