

货币政策与汇率政策动态协调的国际比较研究

文彬,叶丹

(广东财经大学金融学院,广东广州510320)

摘要:货币政策与汇率政策的动态协调不仅关系到各国经济内外均衡调节,也关系到各国经济的发展重心。一国应该实施稳定的汇率政策,充分释放货币政策的效力,在促进经济增长的同时,反向加强汇率的相对稳定,形成货币政策与汇率政策的良性循环。货币政策与汇率政策的协调作用范围,即经济自身的问题是不可能在不经过各国产业结构的自身调整,而仅使用货币政策与汇率政策的动态协调能够得到解决的。

关键词:货币政策;汇率政策;动态协调

中图分类号:F820.1

文献标志码:A

文章编号:1008-018X(2015)05-0062-12

一、引言

自20世纪70年代以来,经济金融的自由化、一体化和全球化趋势成为世界经济和金融发展的一个最显著特征。在这一经济背景下,越来越多的国家实行由封闭经济向开放经济的转型。然而,经济的开放意味着本国资源配置目标、条件和方式的改变,以及更为深刻的本国制度基础和经济环境的改变。金融全球化作为一把“双刃剑”,在让各国政府收其利益的同时,也付出了惨痛的代价。从20世纪80年代开始的拉美债务危机,到亚洲金融危机,最后到全球领导者美国的次级债务危机和欧洲的债务危机都充分说明了这一点。因此,建立合理的金融制度,加强内外政策的协调,不仅对实现本国经济的内外均衡、促进本国经济的健康发展至关重

要,而且对世界经济正常有序地发展具有重要的意义。

在一国的宏观经济政策中,货币政策和汇率政策是关键的重要组成部分。货币政策是一国进行宏观经济调控的主要工具之一,担负着促进经济稳定发展、保障充分就业、促进国际收支平衡、保障币值稳定四大基本职能之外,防范金融危机也是货币政策的一个非常重要的功能。汇率政策作为宏观经济政策之一,也担负着维护币值稳定,促进经济增长的重任。在汇率政策中,最主要的是汇率制度的选择。一国选择哪种汇率制度,应从本国经济发展的具体情况去考虑。2005年7月21日,我国推行了完善人民币汇率形成机制的改革,即参考一揽子货币确定人民币汇率,同时管理和调节人民币汇率,维护人民币汇率的基本稳定。截至2014年1月15日,相对于汇改前人民币对美元中间价8.27,人民币对

收稿日期:2015-03-21

基金项目:国家社科基金项目《人民币国际化视角下中国货币政策与汇率政策动态协调研究》(12BJL056)与《基于利率期限结构的
中国货币政策规则研究》(13BJY166),教育部人文社科一般项目《中国货币政策与汇率政策动态协调研究》(12YJA790142)

作者简介:文彬(1963-),女,湖南常德人,广东财经大学教授,主要研究方向为国际金融。

叶丹(1989-),男,湖北武汉人,广东财经大学金融学院硕士研究生,主要研究方向为国际投资。

美元已逐步累计升值26%。人民币的升值,以及2008年次贷危机以来低迷的外部经济环境,再加上适度从紧的国内货币政策,使我国出口企业的生存环境雪上加霜。

随着中国经济与世界经济的联系更加紧密,中国经济的市场化程度显著提高。在资本项目的开放程度不断提高的情况下,我国经济将呈现以下局面:资本项目逐步完全开放将使货币市场和外汇市场更加紧密地联系在一起,两个市场上的任何变化都会迅速地传导给对方;在浮动汇率制下,货币政策的独立性将得到完全的释放。尽管我国现在经济改革的大方向是与世界发达国家相一致的,但是,由于我国的特殊国情和经济基础,现在的金融市场还是很不完善,货币政策和汇率政策的相互影响还不能完全由货币市场、资本市场及外汇市场的供求关系决定。因此,借鉴世界各国货币政策与汇率政策协调的经验,有利于我国货币政策与汇率政策更好地协调,促进我国经济稳步增长。

二、文献综述与理论基础

关于货币政策与汇率政策的动态协调的论述,最早见于1951年英国经济学家詹姆斯·米德(J. Meade)在其名著《国际收支》中提出在固定汇率制度下内外均衡的冲突问题。米德指出,在固定汇率制下,由于汇率水平不变时,政府只能运用支出增减型政策来调节经济,然而单一的支出增减型政策有时无法实现内外部的同时均衡。这种内外均衡出现冲突的现象就是著名的“米德冲突”。1955年澳大利亚经济学家斯旺提出了斯旺模型,认为要同时实现内外均衡两个目标,必须同时运用支出增减政策和支出转换政策,已隐含财政货币政策要与汇率政策协调的思想。20世纪60年代出现的蒙代尔-弗莱明模型探讨了外汇市场、商品市场与货币市场的同时均衡问题,认为货币政策在固定汇率下无效,在浮动汇率下则完全有效,而财政政策在固定汇率下完全有效,在浮动汇率下则无效。1979年美国经济学家克鲁格曼提出了更加本质性的结论:货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的自由流动这三个目标是不可能同时实现的,任何国家都只能

选择其中的两个而放弃另外一个,这就是著名的“三元悖论”,或称为“不可能三角”,后来有不少学者对“不可能三角”进行了实证检验。但是,“不可能三角”也不是绝对的,如Frankel, Schmukler 和 Serven (2001)通过计量实证检验全球各国在1970-1999年间货币政策独立性与汇率制度之间的关系,得出在1980年之前,货币政策独立性随着汇率制度浮动程度的增加而增加,1990年之后它们之间的关系并不显著,特别是对于发展中国家。^[1]后来又有不少学者对“三元悖论”进行了进一步的研究,认为“三元悖论”存在的主要原因在于政策变量的度量上存在缺陷^[2-3]。Shambaugh (2004)^[4]和Obstfeld 等人通过研究样本国与基准国利率的关联性,证明三元悖论的存在。研究过程中有关汇率制度和资本流动性的测度过于简单,与多样化的实际不符。Aizenman 制定了三元悖论指数,一定程度上弥补了政策量化的缺陷,实证研究了不同群组国家三元悖论的政策配置对产出等宏观经济变量的影响。^[5-6]

国内学者对货币政策和汇率政策的协调也进行了广泛的研究,大部分学者认为“不可能三角”在我国是成立的。易纲和汤弦(2001)提出“扩展的不可能三角”理论,在“中间制度消失论”甚嚣尘上之时,为广大发展中国家特别是中国采用中间制度提供了理论支持。^[7]王志强、孙刚和邓黎阳(2002)依据中国经济的具体情况,借助于扩展的蒙代尔-弗莱明模型,应用“一体化政策”的概念,全面分析中国货币政策、汇率政策和财政政策,同时通过模型构建和经验分析,得出中国的一体化政策组合。^[8]张亦春(2003)认为,中国汇率体制向有管理的浮动汇率转变,有助于增强货币政策的独立性。^[9]刘明志(2006)从理论上分析了利率与汇率的可能政策组合,指出在人民币面临升值压力的情况下,保持国内利率低于国外存款利率、国内本币利率低于国内外币利率,能有效地缓解人民币的升值压力。^[10]邓永亮和李薇(2010)收集1996年至2008年中国的宏观经济数据,实证研究表明“不可能三角”在我国是成立的^[11],熊小学(2013)得出了相似的结论^[12]。当然,也有学者持不同的观点,孙华好(2004)认为,中国汇率制度的选择不能依据“不可

能三角”理论,经济中的汇率问题不能依靠汇率制度的安排解决,现有的汇率形成机制即便不完善,也不能全盘否定它做出的贡献。^[13]邹新月、郭红兵和黄振军(2012)通过四个典型化事实证明,由于国际骨干储备货币美元的渗透和影响以及不完善的国际协调机制,使我国在一系列政策国际协调中处于不利地位,并由此造成我国汇率政策和货币政策的经常性冲突,其中美元的渗透和影响是关键性的。^[14]

已有的文献理论大多数仍然沿用经典“不可能三角”、弗莱明-蒙代尔模型及其扩展模型来分析和解释货币政策与汇率政策的协调,而且这些学者的研究都是仅仅引入新的条件通过数理推导上来得出自己的结论,或者是基于某一个国家或几个国家的经济数据来分析已有的理论是否适用从而给出政策建议,例如中国学者大部分都是基于中国的数据来分析货币政策与汇率政策的协调,没有从一个更全局的角度来着眼,中国所实行的货币政策与汇率政策受到发达国家、主要贸易伙伴国家及周边国家的影响。这也是本文写作的一个主要出发点,希望从一个更全面的角度来看货币政策与汇率政策的协调,特别是在全球一体化、人民币国际化的背景和中国企业走出去战略的指引下,中国的货币政策与汇率政策如何更加满足于国家的战略需求,释放更大的国际影响力,这也是本文研究的价值所在。

三、货币政策与汇率政策协调的国际比较实证分析

(一)变量的选取与数据来源

本文选取与货币政策和汇率政策有关的汇率(EXC)、利率(INT)、货币供应量(MON)、外汇储备(FER)、国民收入增长率(GDR)、通货膨胀率(CPI)等六个宏观经济变量,前四个变量与货币政策和汇率政策直接相关;国民收入增长率和通货膨胀率是货币政策与汇率政策动态协调所要达到的目标。同时选择美国、欧盟、日本等主要发达国家、金砖国家(印度、俄罗斯、巴西、南非)和中国的周边(马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、越南、韩国、台湾地区)等 15 个国家和地区作为研究对象,这些对象基本涵

盖了中国货币政策和汇率政策需要研究的外部对象范畴。本文收集样本国家和地区的上述六个宏观经济变量组成面板数据,数据大部分来源于世界银行全球宏观经济数据库和 WIND 全球宏观经济数据库。其中美元汇率选取的美元指数,其他国家和地区的汇率全部采取以美元为基准货币的直接标价法;国民收入增长率选取的世界银行人均 GNI 年增长率;货币供应量选取的是以现价本币值计;外汇储备是以美元计价。

面板数据有 15 个截面 14 年的平衡数据。数据年份跨度从 2000 年到 2013 年,在数据的选取中没有选择更早年份的数据是基于世界经济金融形势的变化。2000 年以前中国的经济总量才 1.2 万亿美元,而同期美国的 GDP 为 9.9 万亿美元,美国 GDP 是中国 GDP 的 8 倍(2013 年中国的 GDP 为 9.24 万亿美元,美国同期 GDP 为 16.8 万亿美元,中国 GDP 接近美国 GDP 的 55%),外汇储备才 1700 亿美元(2013 年中国的外汇储备接近 4 万亿美元)。样本中除了中国外,2000 年以后俄罗斯才刚刚从苏联解体,休克疗法(不顾国内经济形势,一味私有化)中缓过来,普京才刚刚执掌俄罗斯,俄罗斯的经济才逐步走上正轨。东南亚刚刚从东南亚金融危机的泥沼中缓慢艰难的爬升,部分国家如马来西亚实行了一段时间的固定汇率制度,其他国家为了获得货币政策的独立性,放弃高估本币的固定汇率,实行浮动汇率制度。南美国家如巴西、墨西哥才基本偿还完在 20 世纪 80 年代拉美债务危机中的外国贷款。特别是巴西,在卢拉政府面向市场经济的以推动社会发展为核心的经济政策作用下,巴西国内经济一路高歌猛进,成为“金砖国家”之一。本文旨在人民币国际化背景下得出货币政策与汇率政策的动态协调的政策建议,必须更加贴近现在的经济政治格局,2000 年之后的数据是最有应用价值的。

在数据处理上,为了使数据之间的数值差距不是太大,实证中对货币供应量和外汇储备取了自然对数(分别标示为 LNMON 和 LNFER)。同时由于面板 VAR 数据在做冲击反应的时候不同变量之间的顺序结果会有差异,基于本文的研究主旨,实证面板 VAR 数据的顺序为汇率(EXC)、利率(INT)、货币供应量(LNMON)、外汇储备(LNFER)、国民收

人增长率(GDR)、通货膨胀率(CPI)。

(二)模型的选择

面板数据分析方法是最近几十年来发展起来的新的统计方法,面板数据可以克服时间序列分析受多重共线性的困扰,能够提供更多的信息、更多的变化、更少共线性、更多的自由度和更高的估计效率。本文采用面板VAR模型分析方法,具体是将所有变量视为内生变量,并采用正交脉冲响应函数一个变量对另一个变量的冲击反应,这样能够真实反应变量之间的内在关系。以便考察各个变量之间的相互影响。本文实证部分使用的统计软件是Stata12,Stata是一套提供其使用者数据分析、数据管理以及绘制专业图表的完整及整合性统计软件。它具有很强的程序语言功能,能够执行外部程序员编写的特定统计分析程序。本文就要用到由连玉君教授在世界银行金融研究部Lnessa Love博士编写的面板VAR处理程序的基础上改进之后的面板VAR程序模块。

(三)面板数据的平稳性

本文面板数据的单位根检验采用LLC(Levin, Lin & Chu 2002)检验,该检验方法考虑了截面异质性和干扰项的序列相关问题,原假设 H_0 :面板中的所有截面对应的序列都是非平稳的,即 $I(1)$ 过程。Levin, Lin & Chu t^* 统计量是对单个截面执行ADF检验后得到的 t 值的平均值,并作相应调整,该统计量在 H_0 下服从正态分布。各变量序列的平稳性如表1所示:

表1 变量序列的单位根检验结果

变量序列	T值	P值
EXC	-8.771	0.000 0
INT	-8.569	0.000 0
LNMON	-3.597	0.031 6
LNFER	-7.231	0.000 0
GDR	-9.814	0.000 0
CPI	-9.961	0.000 0

注:本文所有表格数据,都是作者使用计量软件计算所得。

从表1可以看出,实证面板数据中序列EXC、INT、LNFER、GDR、CPI都是在1%的检验水平上是平稳的;序列LNFER是在5%的检验水平上是平稳的。

(四)面板模型的选择与回归

面板模型分为固定效应模型、随机效应模型和混合效应模型,混合效应是指模型中既有固定的因素,又有随机的因素。一般来说,数据的来源是总体数据中抽取的样本,存在随机效应,建议选择随机效应模型;数据来源是总体数据,不存在随机抽样问题,建议选择固定效应,如本文的数据来源就是总体数据;如果数据来源既有总体的部分数据又有抽样的数据,建议选择混合效应模型。本文的模型选择实证部分就不分析混合效应模型了,将在随机效应模型和固定效应模型中选择其一。

一般来说是选择固定效应模型还是随机效应模型,通过hausman检验来决定。Hausman检验的原假设是 H_0 :随机效应模型为正确模型,无论原假设成立与否,FE都是一致的。然而,如果原假设成立,则RE比FE更有效;如果原假设不成立,则RE不一致。(固定效应模型表示为FE,随机效应模型标示为RE)

Hausman检验固定效应和随机效应得出的残差,检验结果如表2所示。

表2 面板数据的Hausman检验结果

Chi2(5)	P值
38.43	0.000 0

Hausman检验结果显示:卡方分布大于临界值,拒绝原假设,选择固定效应模型。

(五)模型滞后阶数的选取

本文实证部分在模型滞后阶数的选取时就要用到PVAR2程序模块,PVAR2模块是中山大学岭南学院连玉君教授在世界银行金融研究部Lnessa Love博士编写的PVAR模块的基础上改进而来。PVAR程序模块运用System-GMM方法来估计面板VAR,在估计面板VAR之前,把数据进行Helmert变换已消除个体效应的影响,然后运用面板VAR中没有经过Helmert变换的变量作为工具变量去估计经过Helmert变换的变量;通过冲击反应函数产生一个残差带,再对这个残差带进行蒙特卡洛模拟来做冲击反应效果。PVAR2模型的改进主要是在模型滞后阶数选取中加入三个信息准则和Granger因果检验,以及其他更便于操作的外围改进,核心部分还是应用PVAR模块的程序。

表 3 模型滞后阶数的信息准则结果

lag	AIC	BIC	HQIC
1	25.342 2*	27.577 3*	26.248 4*
2	27.391	30.440 5	28.628 9

依据信息准则,标注“*”的一栏滞后阶数是最佳选择。因此,本文面板数据的 PVAR2 模型估计的滞后阶数选择为一阶滞后。

至此,面板 VAR 模型的构建如下:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i + AY_i(t-1) + \xi_i$$

其中 $Y_{it} = (EXC_{it}, INT_{it}, LNMON_{it}, LNFER_{it}, GDR_{it}, INT_{it})$; i 表示样本国家, t 表示年份; α_i 表示个体效应,即变量中样本国家之间的差异; β_i 表示时间效应,即系统变量的内部趋势; ξ_i 是服从正态分布的随机扰动项。

(六)面板 VAR 模型的估计结果

前面提到过,变量之间的顺序排列不同会产生不同的冲击反应效果。本文实证中冲击反应函数的向前期数为 6 期,滞后阶数为一阶,蒙特卡洛模拟次数为 500 次(一般来说 200 次足够模拟出冲击效果,模拟次数越多越精确而已)

估计结果如表 4 所示(图中变量前的 h_1 标示未经过 Helmert 变换的原始数据变量)

表 4 PVAR 模型的估计结果

被解释变量	EXC		INT		LNMON	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
L1.h_EXC	1.124 897	2.93	-0.001 350 7	0.82	0.000 10	0.94
L1.h_INT	-72.192 61	-0.81	0.721 653	2.69	-0.020 54	-1.13
L1.h_LNMON	-52.955 18	-0.08	-3.587 53	-1.03	0.648 47	2.71
L1.h_LNFER	-104.273 9	-0.2	2.540 36	1.09	0.110 11	0.68
L1.h_GDR	-29.594 71	-0.72	-0.061 496	-0.32	-0.011 97	-0.84
L1.h_CPI	6.764 715	0.32	-0.188 29	-2.19	0.001 15	0.15

被解释变量	EXC		INT		LNMON	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
L1.h_EXC	0.000 13	0.76	0.001 56	0.65	0.0015	0.72
L1.h_INT	-0.042 67	-1.55	-0.580 99	-1.49	-0.009	-0.03
L1.h_LNMON	-0.258 31	-0.66	-1.945 24	-0.37	-4.34579	-0.96
L1.h_LNFER	0.947 64	3.56	-0.354 32	-0.10	3.22586	1.05
L1.h_GDR	-0.026 28	-1.04	-0.115 22	-0.39	0.027095	0.12
L1.h_CPI	0.003 12	0.25	0.025 06	0.18	0.30019	2.20

从变量 EXC 来看,前一期的利率变动、货币供应量变动、外汇储备变动对汇率(直接标价法)的变动产生负效应,CPI 的变动对汇率产生正向效应。

利率上升,货币供应量扩大,外汇储备增加,都会导致本币升值。其中利率上升,外汇储备增加,引起本币需求上升,本币升值符合经典理论,如果增加货币供应量是基于对本币的需求和经济发展的需要,只要实现了经济增长,本币相对于外币需求上升,本币升值也是符合经典理论的。利率、货币供应量、外汇储备、国民收入增长率对汇率的影响程度都很大,分别达到 -72.192 61、-52.955 18、-104.273 9、-29.594 71,其中外汇储备对汇率的负向影响最大,即外汇储备增加对本币的升值影响最大。总体来看,汇率政策是被动性政策,其他变量对汇率的影响很大。

从变量 INT 来看,前一期的汇率变动对利率的影响很微小;货币供应量对利率的负向影响最大,达到 -3.587 53,外汇储备对利率的正向影响最大,其系数绝对值仅次于货币供应量,达到 2.540 36;国民收入增长率和 CPI 对利率的影响相对于货币供应量和外汇储备很小。这说明从实证来看,货币供应量可以由中央银行控制,外汇储备增长受很多因素影响,如:外贸出口、生产技术水平、本期利率水平、经济总体态势等;而且货币供应量的系数绝对值大于外汇储备的系数绝对值,所以,各国央行是可以通过货币政策控制货币供应量,进而对利率进行调节。

从变量 LNMON 来看,除了外汇储备对货币供应量起到正向作用,达到 0.110 11 之外,其他变量对货币供应量的影响很小,这说明货币政策的主动性大于汇率政策的主动性。

货币政策是主动性政策,央行可以灵活地运用货币政策来达到对汇率政策协调。

从表 4 还可以看出,其他变量对 LNFER 即外汇储备的影响很小,对其影响最大的货币供应量也才达到 -0.258 31;对 GDR 即国民收入增长率影响最大的三个变量是利率、货币供应量和外汇储备,全部为负向影响,分别达到 -0.580 99、-1.945 24、-0.354 32。其中影响最大的是货币供应量,这表示货币供应量增加会放缓国民收入增长率。对 CPI 即通货膨胀率影响最大的两个变量是货币供应量和外汇储备,系数分别达到 -4.345 79、3.225 86,理论上讲,增加货币供应量会促进通货膨胀,但并不

必然提高通货膨胀率;通货膨胀率的影响因素很多,而且样本的选取时间段是全球经济增长迅速的一段时期,包括巴西、俄罗斯、南非、中国等在内的国家经济高速发展,抵消了货币供应量增加带来的通胀影响,根据附件数据,美国 QE 期间的通胀率呈现倒 V 型,即货币供应量的增长带来的经济增长抵消了超发货币带来的通胀影响。所以从实际数据表现的综合效果来看,货币供应量对通胀形成了负向影响。外汇储备的增加伴随着国家经济的高速增长,间接地促进国内通胀的上升。值得注意的是,对通胀影响的系数上,货币供应量的通胀影响系数的绝对值超过外汇储备对通胀影响系数的 34%。外汇储备对于本国货币非全球主要结算货币的国家的汇率政策起着十分重要的作用。这进一步反映了货币政策的灵活性大于汇率政策。

(七)PVAR 脉冲响应函数(IRFs)估计

为了进一步分析变量之间的动态关系,也为了更直观地看出一个变量对另一个变量的直接影响,本文使用 PVAR 模型分析比较普遍的脉冲响应函数分析,研究每个变量的变动对其自身或其他变量的影响作用,即一个变量的一个冲击不仅影响自身,还通过 VAR 模型的动态结构传递给其他变量。

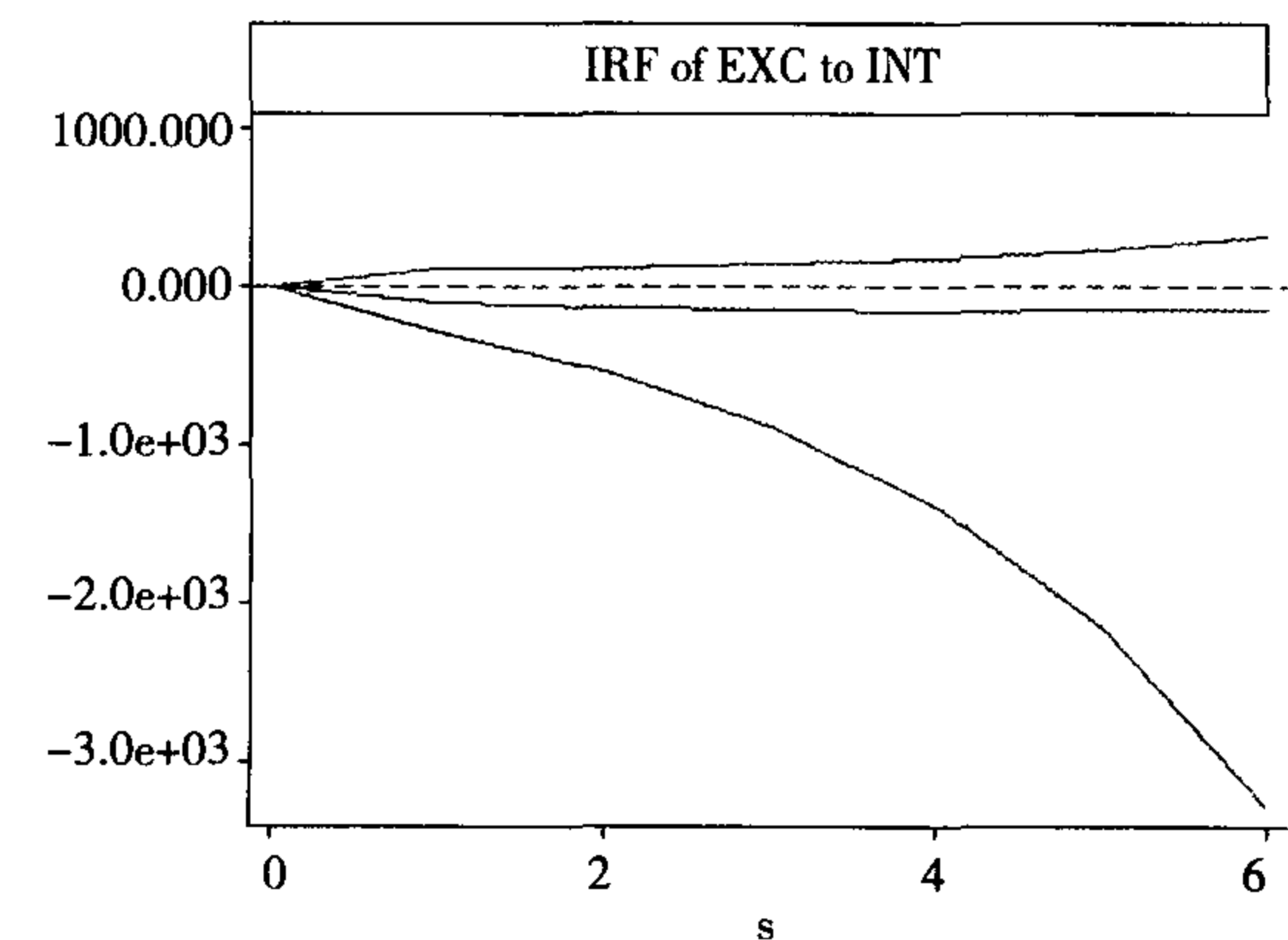
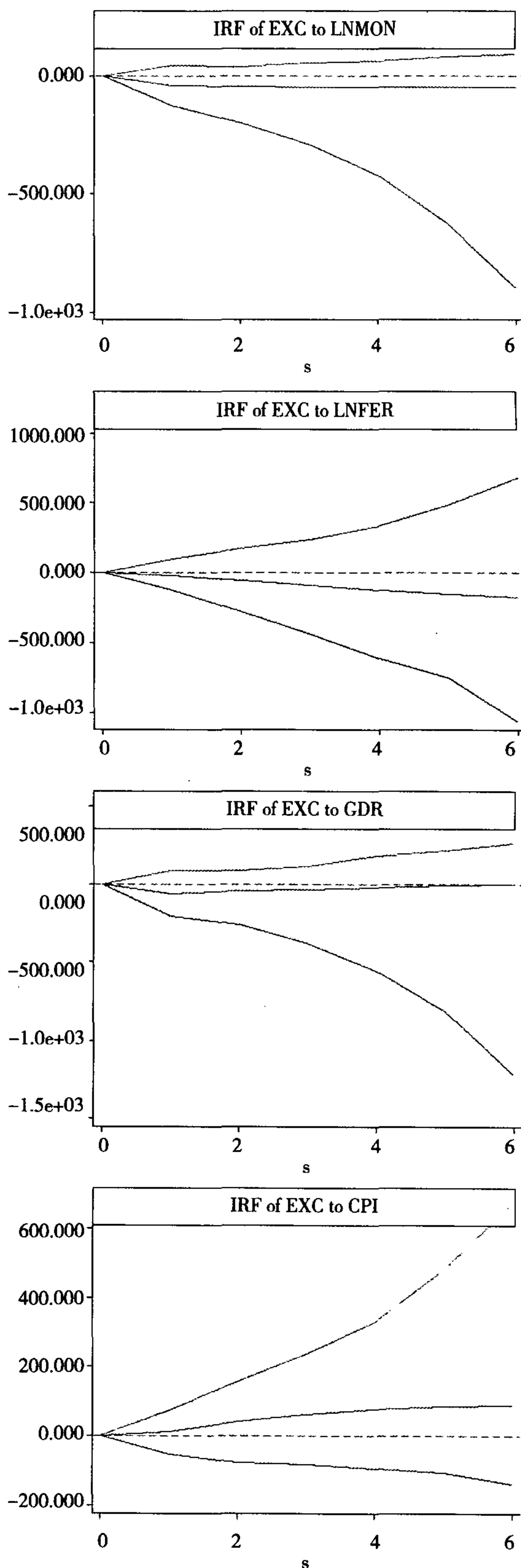


图 1 EXC 对 INT、LNMON、LNFER、GDR、CPI 冲击反应

从冲击反应图 1 可以看出,汇率对利率、货币供应量、外汇储备都是负向影响,其中汇率对利率、货币供应量的负向影响到第二期之后趋于平稳,对外汇储备的负向影响直到第六期趋于一定斜率的增长趋势,汇率降低即本币升值,将引起利率、货币供应量的小幅上升,外汇储备的持续增加;汇率对国民收入增长率的负向影响到第一期达到峰值之后趋向于 0,这说明本币升值(直接标价法)只在第一期使国民收入增长率上升,以后各期对国民收入增长率的负向影响逐步趋向于 0,也就是汇率政策在国民收入提高上作用不显著,必须使汇率政策与货币政策协调起来才能使国民收入提高;汇率对通货膨胀率的正向影响第 4 期之后才趋于平稳。这说明本币升值有助于控制通胀,本币贬值会促进通胀,符合经典理论,对于发展中国家来说,绝大部分都是实行某种形式的固定汇率,汇率的变动牵一发而动全局,不可能用汇率来控制通胀,对通货膨胀的控制,需要采取其他方法综合治理。

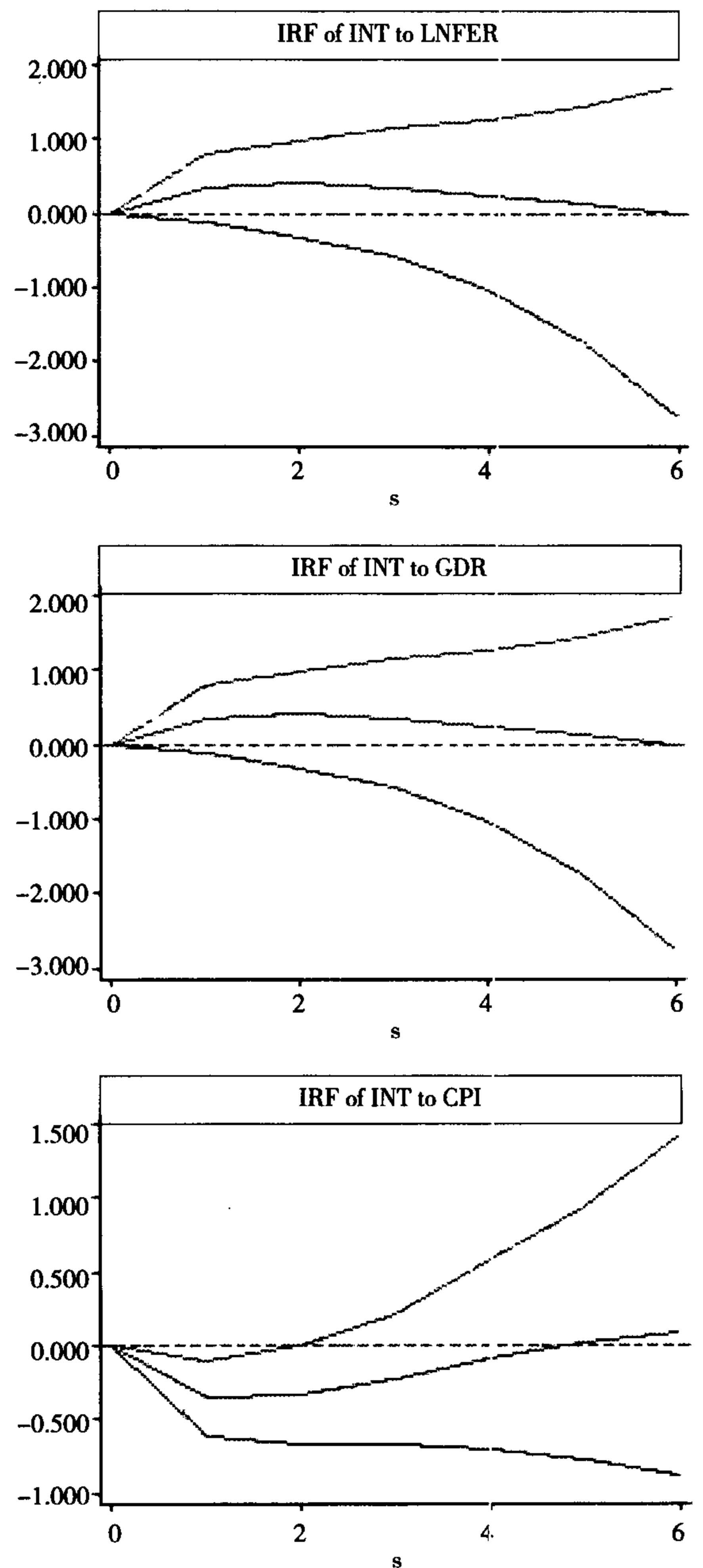
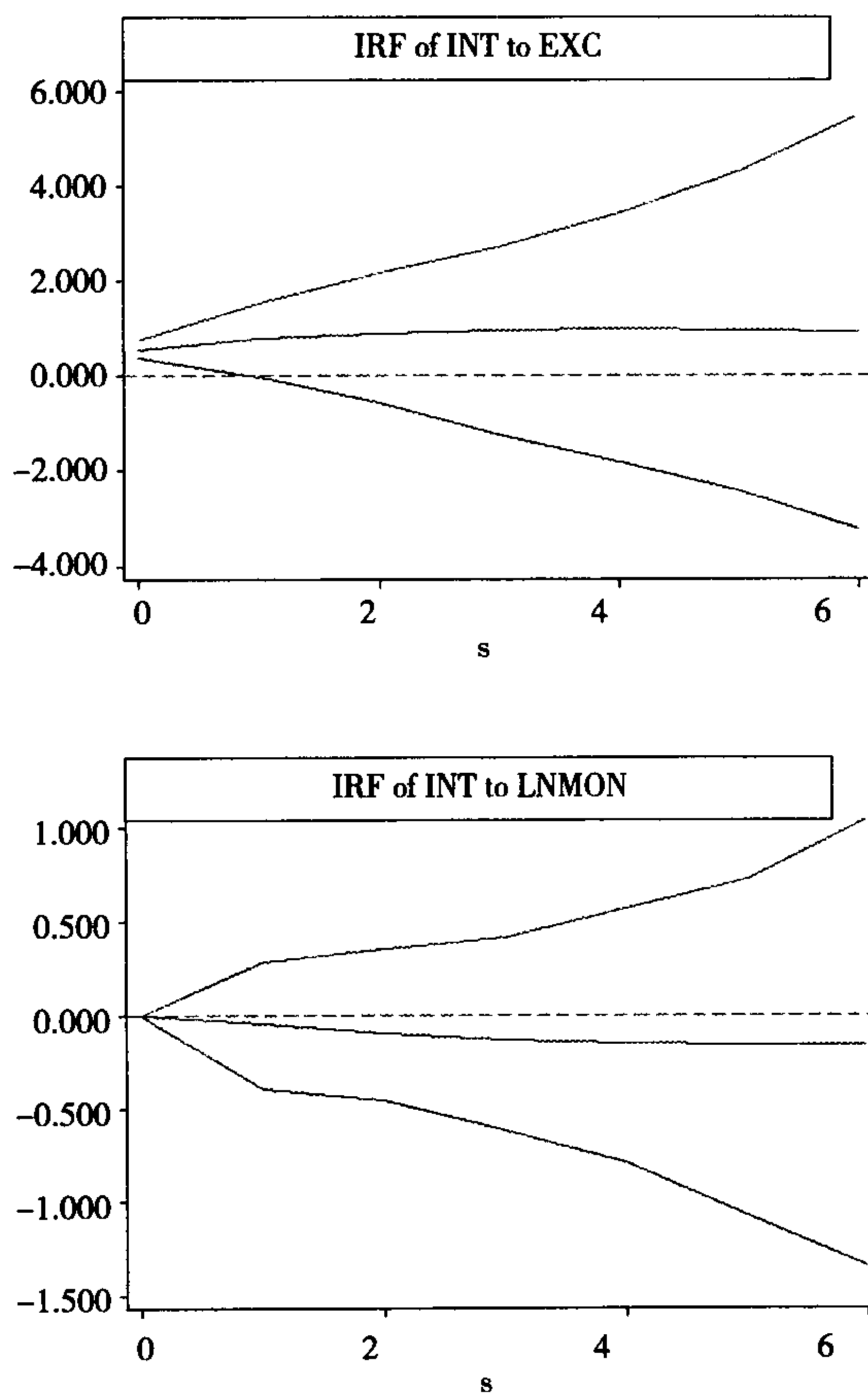


图 2 INT 对 EXC、LNMON、LNFER、GDR、CPI 冲击反应

从冲击反应图 2 中可以看出,利率在第 0 期对汇率的正向影响就大于 0,到第 2 期才趋于平稳,这表示利率上升会导致本币一定幅度的贬值,往往利率上升意味着经济紧缩或者重大经济危机,这虽然会带来外汇储备的增加和国内存款的上升,但经济的降速会带来本币一定幅度的贬值;利率对货币供应量的负向影响从第 0 期到第 6 期都趋于一定斜率的增长趋势。如上所述,利率的上升意味货币

供应量的紧缩;利率对外汇储备的影响呈现先升后降的趋势,直到第 6 期趋于零,这说明利率的上升会带短暂的外汇储备上升,但国内经济的降速却对外汇储备起着决定性的负向影响;利率对国民收入增长率的负向影响第 2 期达到峰值之后一直呈降低趋势,这也源于经济的降速。利率对通胀的负向影响在第 0 期到第 1 期幅度最大,从第 1 期到第 2 期平稳在一定水平上,之后逐渐趋向于 0,这表示利率政策是最有效的控制通胀的政策,其负向影响在第 2 年依然能够保持第 1 年末的水平上。

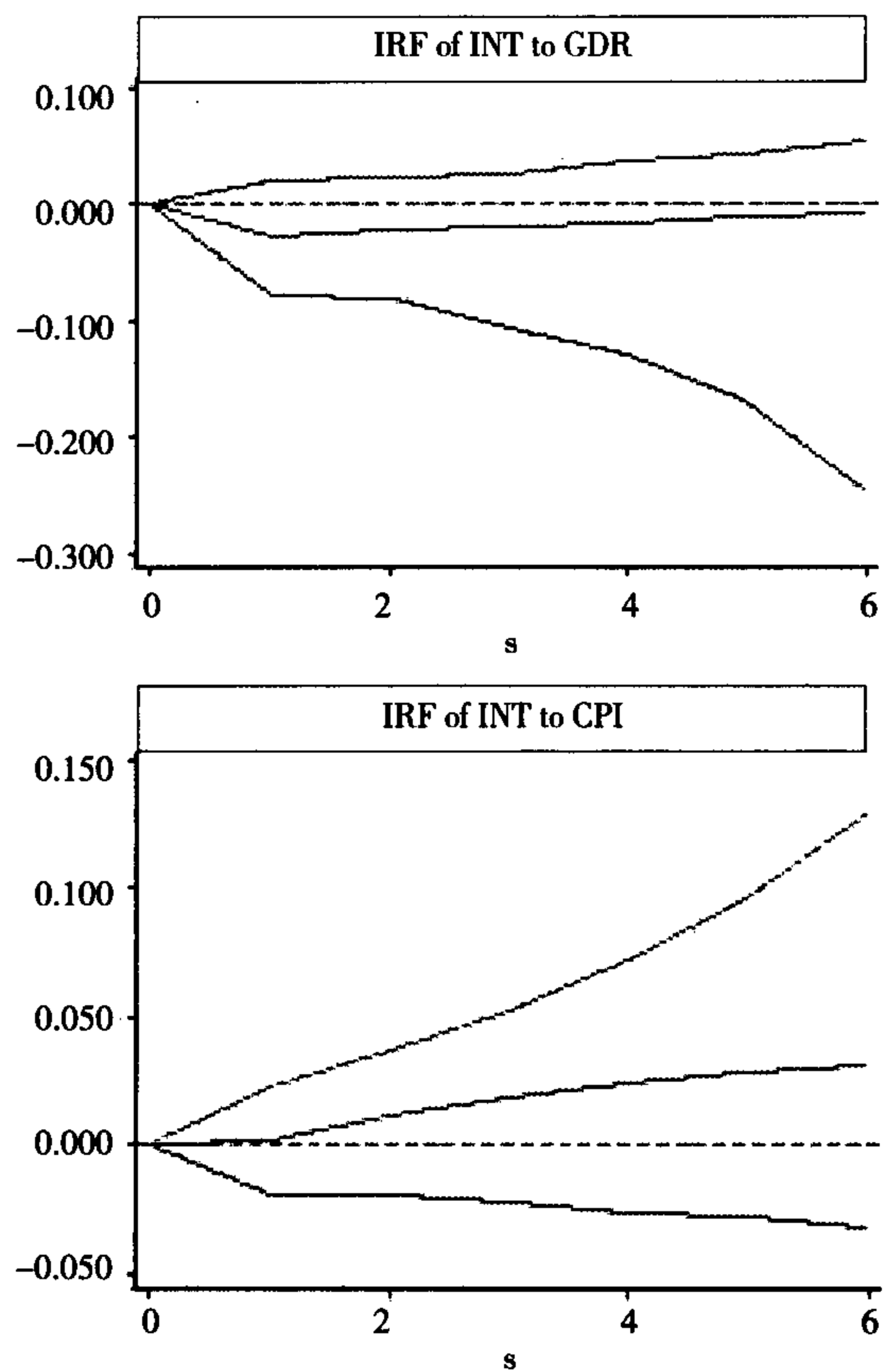
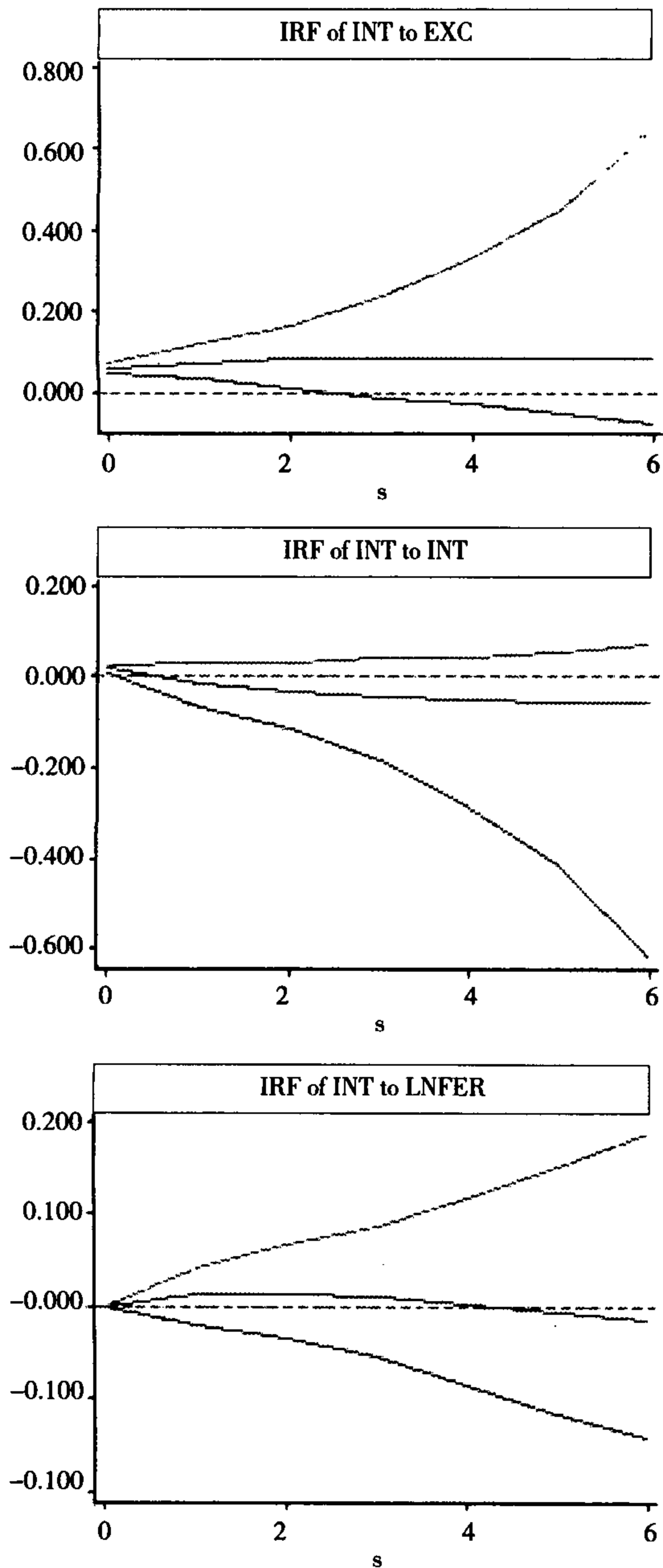


图 3 LNMON 对 EXC、INT、LNFER、GDR、CPI 冲击反应

从冲击反应图 3 中可以看出,货币供应量对汇率的正向影响一直维持在一定的正向水平上,货币供应量的增加,会带来一定的汇率上升即本币贬值,而且从第 0 期就开始直接贬值到一定水平上。货币供应量一开始对利率有一个小幅的正向影响,逐步衰减,到第 0.5 期衰减为 0,之后继续衰减,直到第 4 期才平稳在一定的负向水平上。货币供应量对外汇储备有一个小幅的前高后低的正向影响,第 2 期达到峰值,第 4 期衰减为 0,之后对外汇储备形成持续的负向影响,影响的程度也逐步增加,货币供应量的上升在 4 年内会带来外汇储备的增加,但是 4 年之后将以更大的幅度减少,这意味着货币供应量增加有助于以外汇储备做支撑的汇率的稳定,但是货币供应量的增加必须伴随经济的增长,不然只会带来外汇储备的更大幅度的持续减少,带来汇率的不稳定,这又反向制约货币政策的执行,形成恶性循环;货币供应量对国民收入的负向影响前高后低,货币供应量的增加会稀释国民财富;货币供应量对通胀的正向影响在第 1 期比较低,之后就是

持续的放大影响,这表示在增加货币供应量的第 1 年之内,政府还有时间可以采取及时的措施来抵消第 0 期货币供应量带来的通胀影响。

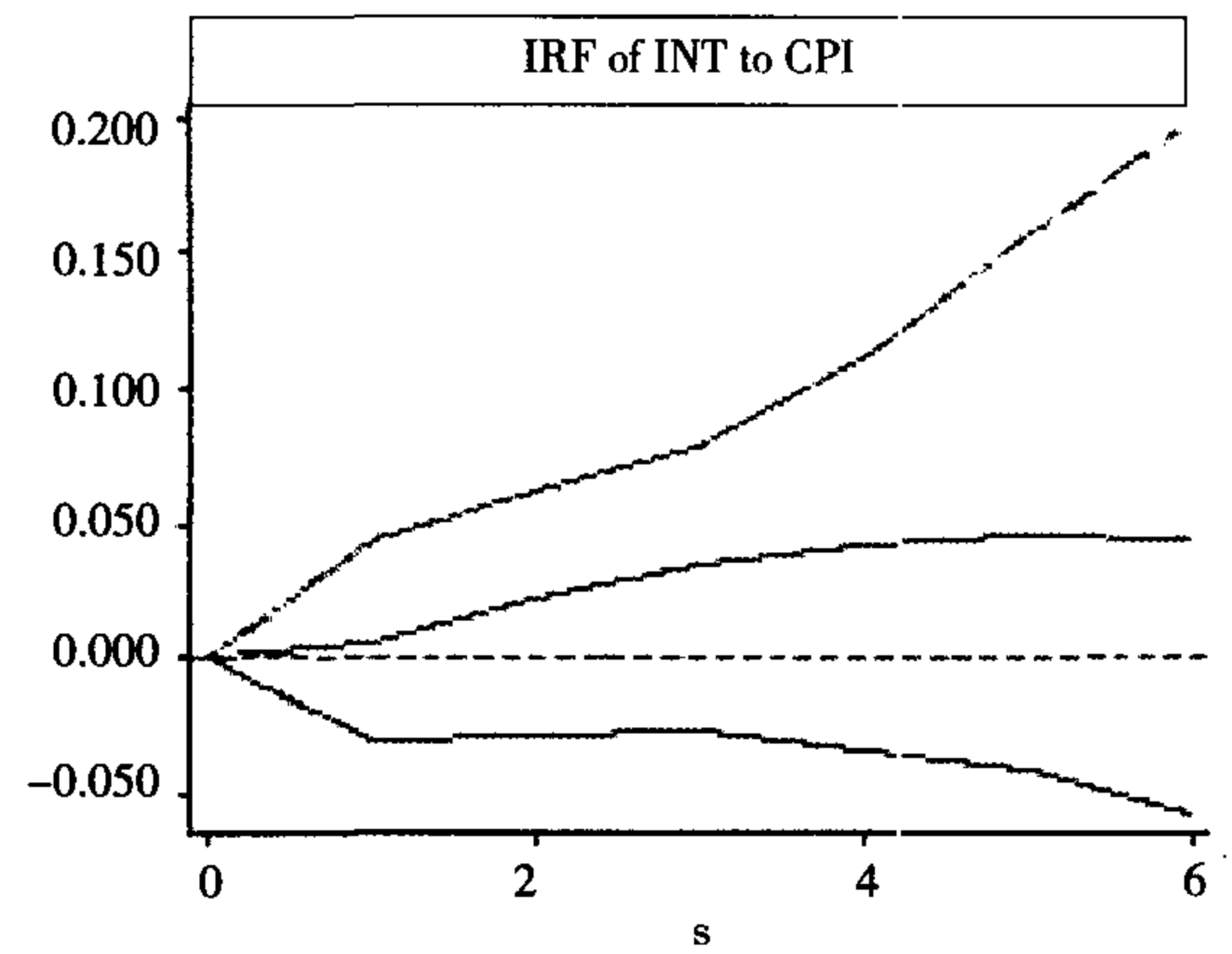
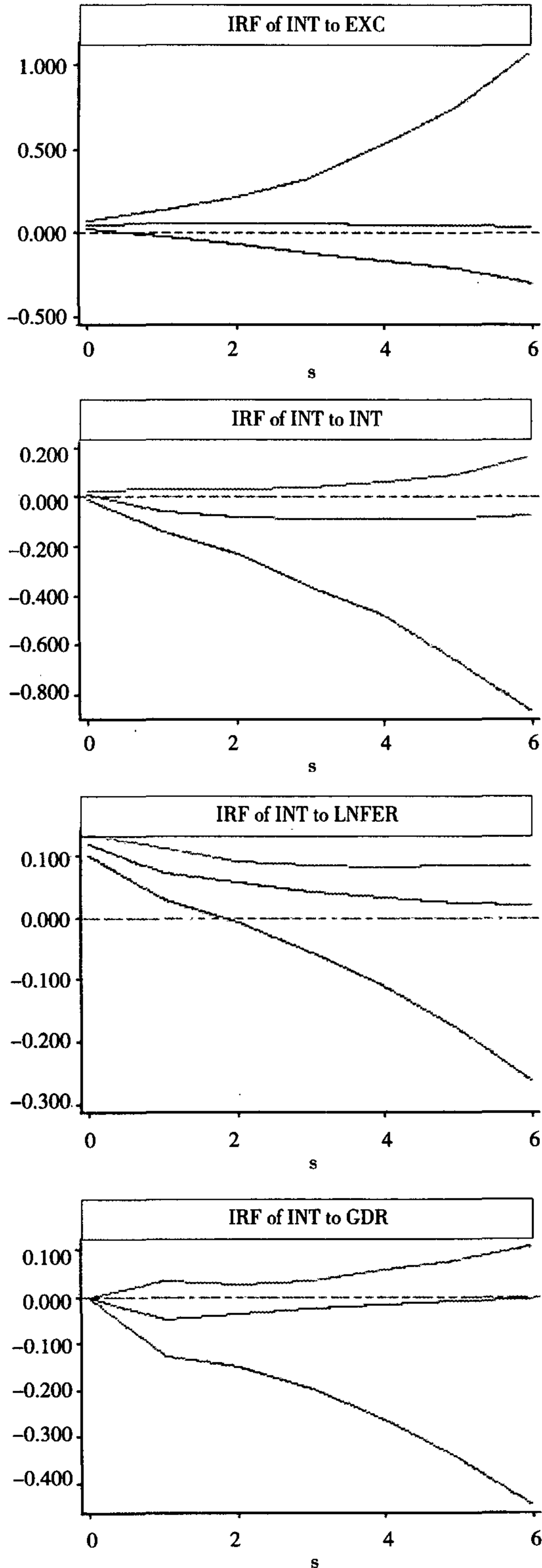


图 4 LNFER 对 EXC、INT、LNMON、GDR、CPI 冲击反应

从冲击反应图 4 中可以看出,外汇储备对汇率的正向影响维持一个小幅的水平上,也就是外汇储备的增加会带来小幅的汇率上升,因为对于样本国家来说,除了欧美、日本,大部分国家外汇储备的增加都带来货币供应量的一定增加,这种现象还包括欧美日等发达国家,从而带来一定幅度的本币贬值,我们也同时看到这样的贬值是在一个稳定的水平上,只要汇率稳定就是给货币政策及其配套政策足够的操作时间和空间,而且有了时间也可以换取空间;外汇储备对利率的负向影响在第 2 期后趋于平稳,即外汇储备的增加给利率带来的负向影响在第二年后达到最大且趋于平稳,即外汇储备增加可以降低利率,同时第 2 年后对利率影响趋于稳定,这也就给货币政策以操作时间和空间;外汇储备对货币供应量的影响始终为正,第 0 期的正向影响最大,之后逐渐递减。外汇储备增加会引致货币供应量增加,即便这种影响在之后各期逐渐减小,这也会给货币政策的操作带来制约,被动性释放货币供应;外汇储备对国民收入增长率的负向影响,前高后低,这也是源于外汇储备增加引致的货币供应量增加;外汇储备对 CPI 的正向影响持续放大,也是源于外汇储备增加引致的货币供应量增加。

(八)PVAR 方差分解分析

方差分解是通过分析每一个结构冲击对变量变化的贡献程度,进一步评价不同结构冲击的重要性。因此,方差分解给出了对面板 VAR 模型中的变量产生影响的每一个随机扰动项的相对重要程度。因为动态系统的方差分解是基于正交化的,即“纯

粹”的影响,不包括其他因素的影响。

表5 PVAR 方差分解结果

方差分解	EXC	INT	LNMON	LNFER	GDR	CPI
EXC	0.750	0.066	0.008	0.149	0.003	0.023
INT	0.602	0.229	0.013	0.110	0.013	0.033
LNMON	0.568	0.160	0.096	0.104	0.014	0.057
LNFER	0.110	0.291	0.167	0.322	0.028	0.082
GDR	0.054	0.136	0.101	0.073	0.618	0.019
CPI	0.325	0.245	0.007	0.090	0.006	0.327

从表5可以看出,货币供应量、国民收入增长率、CPI对汇率的影响不显著,汇率第20期的变动分别只有0.8%、0.3%、2.3%;利率和外汇储备对汇率变动的贡献度分别为6.6%、14.9%,汇率政策受外汇储备和利率的影响比较大。

汇率对货币供应量的变动影响非常显著,其对第20期货币供应量变动的贡献度超过了50%,达到了56.8%。其次,利率和外汇储备对货币供应量变动的贡献度也超过10%,分别为16%和10.4%。

汇率对利率变动的贡献度达到60%,外汇储备对利率变动的贡献度也达到10%,CPI对利率变动的贡献度也达到5.7%,而货币供应量对利率变动的贡献度才达到1.3%。抛补利率平价理论的几个主要因素在利率的方差分解中得到了体现。

外汇储备的方差分解中可以看出,汇率、利率、货币供应量和通胀对其变动的的影响都很显著,其中利率对外汇储备变动的贡献度最大达到29.1%。提高利率,吸引外资流入增加外汇储备的效果是非常明显的。

总的来看,在长期内,汇率作为国际和国内经济传导的重要通道,汇率对国内利率、货币供应量、外汇储备、通货膨胀等经济变量产生非常显著的影响。利率作为国内资金价格信号变量,除了对汇率变动的贡献度比较小之外,其对其他变量的贡献度都非常高,对外汇储备变动的贡献度达到29.1%,接近30%。货币供应量仅对外汇储备和国民收入增长率产生比较显著的影响。

四、结论与建议

通过本文对货币政策与汇率政策动态协调的国际比较研究,我们得出以下结论:

(1)必须要给货币政策与汇率政策动态协调的作用一个准确的定位,这个定位就是货币政策与汇率政策的动态协调不能够解决经济自身所面临的产业结构和经济转型问题,在各国没有采取有效措施极力解决经济自身的产业结构的情况下,盲目采取货币政策或者汇率政策企图去弥补产业结构不合理所带来的负面影响,这样的努力都是徒劳的,它只会延缓危机的发生;货币政策与汇率政策的动态协调只会为产业结构的发展和转型升级创造良好的外部环境,抵消一部分负面影响,而不能从根本上解决产业结构和经济转型问题,这些问题反过来又会制约货币政策与汇率政策的动态协调,使这种协调的作用逐步打折扣,直至危机发生,引起货币政策和汇率政策的巨大变化,产生巨大损失。因此,各国在利用货币政策与汇率政策进行动态协调时,应该清醒地认识这是一把双刃剑,它可以短暂抵消经济中存在的负面问题,麻痹管理层对经济问题的解决;也可以为经济问题的解决争取时间,创造环境。

(2)外汇储备在货币政策与汇率政策动态协调中的重要作用。一个国家不断增长的外汇储备反映它的产业生产能力和技术水平,外汇储备的规模在一定程度上反映它的综合国力。特别对于后起国家,合理的外汇储备规模有助于汇率的相对稳定,汇率政策的稳定将给货币政策充分的操作空间。即便外汇储备规模过大,货币政策作为各国央行的主动性政策完全可以对冲外汇储备对货币供应量的正向影响,外汇储备大幅增加带来的本币升值压力,在资本项目开放条件不具备的情况下,可以采取行政措施压制,至于外汇储备对通胀的放大正向影响,也可以经济内部疏导解决。这样货币政策的主动权掌握在各国央行手中,便于实现货币政策与汇率政策的动态协调,实现经济增长,逐步化解外汇储备带来的负面影响。对于欧美日等发达国家来说,它们已经嵌入全球经济产业链核心位置,外汇储备对于后起国家的作用对它们来说已经内化到综合国力本身,汇率稳定有综合国力做坚强的后盾。因此,外汇储备是后起国家能够稳定执行货币政策与汇率政策动态协调的另一个保证。

(3)货币政策主动性强于汇率政策,汇率政策

呈现一定的受动性。所谓受动性政策是指一旦实行这样的政策,长期内是不会有大的变动,短期内通过其他经济因素影响而波动。根据本文实证分析,增加货币供应量对汇率、利率和通货膨胀的负面影响,相比于经济减速,权衡利弊之后是可以通过经济增长克服的。因此,在货币政策与汇率政策的动态协调中,首先需要协调的是汇率政策,汇率政策稳定下来,货币政策就可以释放充分的操作空间。

(4)货币政策与汇率政策的动态协调需要制度支撑。经济发展到越高的层次,就越需要体制机制的创新,释放货币政策的效力,特别是汇率政策的弹性,中国就是最好的例子。从某种程度上讲,中国的国内政策就是为了提高货币政策的效力,对外政策就是延续货币政策效力和汇率政策的相对稳定,最终寻求类似美国那样实行浮动汇率制度,同时汇率稳定在相对水平,提高货币政策自由度,放大货币政策效力。

当前全球经济处于自次贷危机和欧债危机以来的低迷期,中国经济正处于一个转变经济发展方式,中西部承接东部的产业转移的关键时期,在外需低迷、内需不振的情况下,如何实现货币政策与汇率政策的动态协调来满足中国经济当前调整的需要是管理层和很多学者非常关心的问题,本文基于研究总结的主要结论给出如下建议:(1)加快转变经济发展方式,实现内需主导的经济增长。只有解决了经济自身存在的问题,才能更好地协调货币政策和汇率政策,同时在解决这些问题的过程,央行可以灵活调整货币政策和汇率政策为经济发展方式转变创造良好的内部环境,也是为了排除制约货币政策和汇率政策协调的各种阻碍因素,实现更优的协调效果。(2)稳步推进资本项目开放和人民币国际化。人民币的国际化是全球享受中国经济收益的同时分担中国货币政策风险的主要途径。逐步改革人民币汇率形成机制,引进优秀的制度,先行先试,让参与人民币汇率形成的各方市场主体自担风险,依据经济情况,自由交易,形成一批优秀的市场主体,也淘汰一批落后的市场主体,形成竞争机制,而不是躺在窝里。加大与国内外的货币互换规模,而不是仅仅依靠香港和其他金融中心的人民币交易。人民币国际化最终还是基于对外贸易的发

展,而高端技术的发展将是人民币国际化的必由之路。中国的对外贸易和全球主流核心的高端技术将给予人民币最大的国际化和辐射力。(3)严控外汇储备风险,推进利率市场化。利率市场化可以使市场主体更加敏锐地感受到货币政策的效力,它使货币政策的效果更加有效。现在利率市场化已经在稳步推进,但从各家银行的表现来看,依然停留在过去的业务思维之中,给予银行的经营压力还不够大,基于存贷息差的盈利模式还可以维持得比较好,央行应该择机加大利率市场化的力度,让银行部门主动去寻求盈利模式转变,加强自身的国际竞争力,为未来金融部门走出去构建辐射范围更广的货币政策效力做准备。

参考文献:

- [1] FRANKEL J A, SCHMUKLER S L, SERVEN L. Verifiability and the Vanishing Inter-mediate Exchange Rate Regime [J]. *Journal of Development Economics*, 2001 (66): 351-386.
- [2] OBSTFELD M, SHAMBAUGH J C, TAYLOR A M. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2005(87): 423-438.
- [3] OBSTFELD M, SHAMBAUGH J C, TAYLOR A M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves [J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2010 (2): 57-94.
- [4] SHAMBAUGH J C. The Effects of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2004 (119): 301-352.
- [5] AIZENMAN J, CHINN M D, ITO H. The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating New Patterns of the Trilemma Configuration [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2010(29): 615-641.
- [6] AIZENMAN J, CHINN M D, ITO H. Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility [J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2012 (23): 269-285.
- [7] 易纲, 汤弦. 汇率制度“角点解假设”的一个理论基础 [J]. *金融研究*, 2001(8): 5-15.
- [8] 王志强, 孙刚, 邓黎阳. 中国的 MA 模型与一体化政策效果 [J]. *世界经济*, 2002(7): 19-27.
- [9] 张亦春. 利率市场化、汇率制度调整与货币政策独立性

- [J]. 福建论坛, 2003(6): 3-7.
- [10] 刘明志. 汇率利率的相互作用和利率政策的内外协调[J]. 中国金融, 2006(7): 54-55.
- [11] 邓永亮, 李薇. 汇率波动、货币政策传导渠道及有效性——兼论“不可能三角”在我国的适用性[J]. 财经科学, 2010(4): 1-9.
- [12] 熊小学. “不可能三角”视角下的我国货币政策有效性探究[J]. 产业经济, 2013(11): 255-256.
- [13] 孙华好. 传统盯住汇率制度下中国货币政策自主性和有效性: 1998-2005[J]. 世界经济, 2007(1): 29-38.
- [14] 邹新月, 郭红兵, 黄振军. 中国货币政策与汇率政策冲突的成因及对策——基于国际协调的视角[J]. 上海金融, 2012(4): 50-57.

(责任编辑:梁念琼 liangnq123@163.com)

An International Comparative Study on the Dynamic Coordination between Monetary Policy and Exchange Rate Policy

WEN Bin, YE Dan

(Financial Department, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 510320, China)

Abstract: The dynamic coordination of monetary policy and exchange rate policy is not only related to national economic internal and external balance adjustment, but also related to national economic development. The country should implement stable exchange rate policy, and fully release the effectiveness of monetary policy. In the promotion of economic growth at the same time, the country should reverse to strengthen the relative stability of the exchange rate, to form a good circulation of monetary policy and exchange rate policy. This paper targets the scope of the role of monetary policy and exchange rate policy coordination, namely, the economic problems of its own is impossible to be resolved only by dynamic coordination of monetary policy and exchange rate policy without undergoing its own national industrial structure adjustment.

Key words: monetary policy; exchange rate policy; dynamic coordination