

美国量化宽松政策的汇率传递效应及对我国货币政策的启示

马野青,尹依灵,张 雨

(南京大学 国际经济贸易系,江苏 南京 210093)

[摘 要] 本文运用协整检验和 OLS 回归分析方法,基于美国 QE1 月度数据展开实证分析,展示了美国量化宽松政策下的汇率传递效应,并估算了量化宽松政策同国内物价之间的相关性。实证结果表明,在美国量化宽松货币政策实施期内,国内物价受汇率波动的影响较小,汇率传递效应大幅降低。在政策层面,以稳定物价为目标的货币政策能够大幅度隔绝汇率冲击。

[关键词] 量化宽松货币政策;汇率传递效应;国内物价

[中图分类号] F827.12 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1671-511X(2014)01-0051-06

量化宽松货币政策(Quantitative Easing Monetary Policy,也常译作数量宽松货币政策或定量宽松货币政策)的最初实践是在 2001 年 3 月由日本银行发起的。其内容和执行方式可以简单概括为“当短期利率接近或处于零时,中央银行向经济体系大量注入超过维持零利率所需的资金”^[1]。日本银行(下文简称“日银”)的货币政策工具利率在长期的通货紧缩面前失去成效,日银的基础利率降为零。日银转而定量购买中长期国债,借此增加基础货币供给;通过调整日银本身的资产负债表结构和规模来实现中长期利率的降低,遏制通货紧缩不断深化的趋势,促进货币市场和产品市场回归正常化,保障经济发展。2008 年美国经历了次贷危机,在货币市场上利率大幅上涨,众多金融机构在高利率面前选择持有资金、规避投资和融资,导致了美国货币市场的次贷危机向信贷危机的转化。此时,经历数次下调之后,作为美联储货币政策工具的利率工具已然失效,美联储在接近零利率时启动量化宽松货币政策作为危机时期的解决方案,效仿日本大量购买国债,借此增加基础货币供给,通过调整日银本身的资产负债表结构和规模来实现中长期利率的降低,为市场注入大量流动性。至此,美国正式进入量化宽松货币政策时期。

中国在世界各国放宽对货币供应的管制过程中试图达到零和博弈,但是无论是美国的 QE3、欧洲的 OMT 还是日本的 QE8,均令中国的货币政策工具相机抉择陷入困境。全球货币市场增加货币供应,尤其是美国放水美元,最直接、最大程度地受到冲击的就是中国。为了有效规避我国通货膨胀的滋生,贸然调整存款准备金率或者无节制地动用利率手段显然都不能顺利突围,达到我国货币政策的目标。为了应对世界各国放宽货币供应管制对中国经济的冲击,央行采取了准量化宽松货币政策,实施大规模逆回购。2012 年下半年,中国人民银行在公开市场开展的逆回购一度创下十年来最长操作时间记录和天量交易规模。它与欧美日的量化宽松从本质上说是一样的,都是通过在市场购买有价证券释放流动性的行为。这不仅是短期的应时之举,更有中长期的政策考量。

中国和其他采取量化宽松货币政策的经济体尽管存在许多现实差距,但都应该对政策下的汇率传递效应对国内物价的影响给予充分重视,因为量化宽松货币政策向公开市场超量地注入基础货币,在改变经济规模、经济结构的同时,或许会引发通货膨胀的严重后果。如果政策的汇率传递效应高,则汇率波动会大幅度地影响国内物价的变化;反之,影响国内物价变化程度小。汇率变动对国内物价的影响被隔绝,有利于货币政策工具的运用,有利于在稳定的市场环境下量化宽松货币政策的实施。因此,对于量化宽松政策下汇率传递效应的研究有着重大的理论意义。而对美国的量化宽松政策的实证检验无疑给我们提供了很好的研究范本。

一、文献综述

汇率传递效应被定义为汇率变动对一国进出口价格和国内物价变动的影响程度。关于汇率传递效应的

[收稿日期] 2013-11-10

[基金项目] 国家社科基金一般项目“中国对外贸易不平衡发展趋势研究”(10BJY079)阶段性成果。

[作者简介] 马野青,经济学博士,南京大学国际经济贸易系教授,研究方向:国际经济学。

研究由来已久,而针对汇率传递效应的探讨事实上可以追溯到对浮动汇率制和固定汇率制在国际经济上的表现优劣的争论。弗里德曼^[2]认为,在浮动汇率制度之下进行货币政策和财政政策的适当组合,能够在更加有效的层面上扩展经济发展规模,推广自由贸易,实现经济发展目标,实现贸易收支的国际调节。多恩布什^[3]运用局部均衡分析,通过对某一产业的市场分割、产品同质性和替代性程度、国内国外公司的相对市场份额等方面进行分析,以展示汇率变动对进口价格的传递作用。克鲁格曼^[4]提出汇率的变动引发国际贸易中的成本加成,对进出口价格造成影响,而由于对货币价值的高估将会使一些产品部门在国际贸易中较为长久地丧失竞争优势。

然而直到布雷顿森林体系崩溃,人们才发现即便在浮动汇率之下,贸易收支平衡同样难以达成。主要工业化国家的贸易持久地处于不平衡状态,最终导致 20 世纪 80 年代主要工业化国家实施大幅的汇率干预政策。然而大幅度贬值的美元也没有如人们期望,发挥改善美国贸易收支逆差的作用。这引发了关于汇率对于贸易收支和国家经济调整的有效性的探讨,催生了不完全汇率传递问题的相关研究。

经过大量实证研究,人们普遍认同在汇率变动引发价格变动的过程中,不管是最直接、反应最迅速的对进口价格的影响,还是间接的、通过进口价格的传递引发的对国内物价的影响,汇率传递效应都是不完全的。对于不同的经济体,汇率传递效应呈现着不同的水平,也因此对应着不同的货币政策组合。对于汇率传递效应的研究主要集中于对汇率传递程度的估计和对影响汇率传递的因素的考察。

20 世纪 90 年代以来,关于汇率传递效应的实证研究逐渐增加。Goldberg^[5]探索了美国工业体系中汇率和投资之间的联系,认为在上世纪八十年代初期,进口产品价格对于汇率波动的反应相对小幅、迟缓,美国的汇率传递效应比较低。在此总体情况下,高成本加成产品对于汇率变动的吸收作用相对显著。同时,美元贬值对进口价格的影响程度大于美元升值时的影响程度,汇率传递效应对进口价格的影响呈现出不对称的特征。Goldberg, Knetter^[6]将各国市场视为是分割的,指出汇率变动对于进口价格的影响微乎其微。对于出口至不同市场的同类产品,其相对价格与不同市场间的汇率高度相关,而不完全价格传递效应则是三级价格歧视的直接结果。此外,几乎没有证据表明在已然存在的价格歧视之下存在任何潜在的市场力量。Devereux, Engel^[7]在一个两国的、经济运行顺畅、无限视距的优化模型中,研究了不确定性货币冲击之下,固定汇率制度和浮动汇率制度的福利效应。从社会福利最大化的角度看,最优的汇率制度取决于对生产者货币定价还是消费者货币定价的抉择。在采取生产者货币定价时,存在传统框架之下浮动汇率制度和固定汇率制度之间的权衡;在采取消费者货币定价时,浮动汇率制度始终比固定汇率制度占优。Fujii^[8]通过实证方法研究货币政策的调整所引发的低通胀环境是否会进一步引发消费者价格的变动。通过对 1977 年至 2001 年面板数据的分析,发现众多工业化国家在 1990 年代初期经历了进口价格、生产者价格和消费者价格通胀有所下降之后进入通胀稳定时期,但对于 1980 年代初期的类似状况却并不遵循同样的规律。Taylor^[9]认为保持一个低通胀的经济环境的内生货币原则,能够抑制进出口企业对其商品的定价能力。较低的汇率传递效应是由可觉察的成本变化的低持续性引起的。通货膨胀与汇率传递的持续性正相关,则较低的通货膨胀水平会导致较低的汇率传递效应。从这个角度来说,汇率传递效应的降低与产出水平和较低的通货膨胀水平相辅相成,共同处于一个互相促进的循环之中。具体来说,当无法对企业预期成本和同一行业内其他企业的价格变化做出比较准确的预期,也就是非持续的时候,企业不会对价格做出大幅度的调整,只会进行一些微调。但是相对应地,当企业有能力对货币政策和成本的市场变化做出长期、持续的预测的时候,这种相辅相成、互相促进的循环关系就不复存在了,这就说明对货币政策及其效果的预期在较低的汇率传递效应中扮演主要的角色。同时,相对于汇率给国内物价带来的影响,汇率对进口价格的影响幅度更小。Bacchetta, Wincoop^[10-11]更加侧重汇率波动对消费价格指数的研究。相对于汇率波动对进出口价格的影响,汇率对于消费价格指数的传递效应较低。通过在企业层面对微观经济决策进行整合,对一个开放的一般均衡模型进行求解,可以看出企业之间的战略互动发挥重大作用。Elke Hahn 立足于产品分析,基于 VAR 模型,结论是不同长度的分销链对于来自外部条件变动所带来的冲击的传递效应呈现不同的程度和速度,大体随着分销链长度的增加而加深;在分销链的不同阶段之下,外部冲击对于价格的影响也呈现出不同的程度和速度。Devereux, Engel, Storgaard^[12]在开放宏观经济的框架之下建立模型,将汇率传递效应作为内生变量来进行分析。汇率波动和经济结构之间的关系会在很大程度上影响汇率传递效应。货币增长率较高的国家,拥有较高的汇率传递效应;反之,货币增长率较低的国家,拥有较低的汇率传递效应。而汇率传递效应的重要影响因素就是一国货币政策的相对稳定性。汇率变动率与汇率传递效应呈现双向作用,相辅相成。

我国国内对汇率传递效应问题的研究主要集中于对汇率传递程度的研究,即利用国外已有的理论模型和实证方法对我国的经验数据进行检验,主要讨论人民币汇率变动对国内物价水平、出口价格和进口价格的传递效应。

二、理论模型

(一) 汇率传递效应模型

沿用 Ghosh 和 Rajan^[13] 的模型形式,将汇率传递效应做如下的表示:

$$cpi_t = \alpha_0 + \alpha_1 neer_t + \alpha_2 wcpi_t + \alpha_3 gdp_t + u_t$$

式中, cpi_t 代表国内物价, $neer_t$ 代表美元名义有效汇率, $wcpi_t$ 代表贸易权重外国物价, gdp_t 代表实际 GDP。本文选取 2007 年 1 月到 2008 年 10 月美国非量化宽松政策实施期、2008 年 11 月—2010 年 3 月美国 QE1 量化宽松政策实施期的美国月度数据进行实证分析。受研究所用的美国月度数据可得性的限制,本文采用美国商务部官方网站提供的美国消费者价格指数作为美国国内物价 cpi_t 的代理变量;采用国际货币基金组织官方网站提供的美元名义有效汇率作为 $neer_t$ 变量的取值,采用直接标价法;采用国际货币基金组织官方网站提供的月度全球商品价格指数作为贸易权重外国物价 $wcpi_t$ 的代理变量;由于月度 GDP 数据的不可得,借鉴王永茂^[14] 在分析 2001—2006 日本量化宽松政策下汇率传递效应时的做法,采用国际货币基金组织官方网站提供的美国月度工业生产指数 IPI 作为 GDP 数据的代理变量。以上所有的变量取值都采取自然对数形式。

(二) 展示汇率传递与货币政策之间的相关性的模型

本文展示汇率传递与货币政策之间的相关性的思路在于:首先分析非量化宽松政策实施期和量化宽松政策实施期两种货币政策工具对于稳定通货膨胀的力度;然后通过系数的对比来比较两种货币政策对于抑制国内物价水平波动的操作空间大小;如果量化宽松政策实施期货币政策工具对于稳定物价的操作空间大,意味着其在一定程度上可以抵消美元汇率变动对美国国内物价的影响,进而说明量化宽松货币的确政策在很大程度上发挥了降低美元汇率传递效应的作用。

针对 2007 年 1 月到 2008 年 10 月美国非量化宽松政策实施期,借鉴 Ihrig^[15] 所构建的模型来展示货币政策对于通货膨胀的作用:

$$i_t = \beta_0 + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 i_{t-2} + \beta_3 \Delta cpi_t + (\beta_4 + \beta_5 i_{t-1} + \beta_6 i_{t-2} + \beta_7 \Delta cpi_t) D_t$$

其中 i_t 代表的是利率水平, cpi_t 是消费价格指数(国内物价水平)。这个模型其实是对 Ihrig 扩大的菲利普斯曲线的简化,虽然不能精确地展示货币政策对于通货膨胀的作用,但是有效规避了 Ihrig 模型中难以量化政策参数。其中 D_t 是货币政策虚拟变量。值得说明的是,虽然美国并没有实行通货膨胀目标制度,但是美国货币政策的重要目标之一就是稳定美国国内的物价水平,所以在量化宽松政策之前可以令 $D=0$ 。模型中 β_3 这一参数代表的就是短期内美联储对物价波动的相应,在货币政策实施前,美联储对于物价波动的长期相应可以表示为 $\beta_3 / (1 - \beta_1 - \beta_2)$ 。

针对 2008 年 11 月—2010 年 3 月 QE1 量化宽松政策实施期,仍然借鉴 Ihrig 所构建的模型,只不过量化宽松政策实施期,货币政策工具不是利率,而是直接增加基础货币供给,向市场注入大量流动性。此时,展示货币政策对通货膨胀作用的模型变为:

$$m2_t = \beta_0 + \beta_1 m2_{t-1} + \beta_2 m2_{t-2} + \beta_3 \Delta cpi_t$$

其中 $m2_t$ 代表基础货币供应量, cpi_t 是消费价格指数(国内物价水平)。

这一部分选取 2008 年 11 月到 2010 年 3 月美国非量化宽松政策实施期、2008 年 11 月—2010 年 3 月美国 QE1 量化宽松政策实施期的美国月度数据进行实证分析。受研究所用的美国月度数据可得性的限制,采用美国商务部官方网站提供的美国消费者价格指数作为美国国内物价 cpi_t 的代理变量;采用美国联邦储备系统官方网站提供的美国基础货币供应量作为 $m2_t$ 变量的取值;采用美国联邦储备系统官方网站提供的美国利率水平作为 i_t 变量的取值。以上所有的变量取值都采取自然对数形式。

三、汇率传递效应的实证分析

对于美国量化宽松政策下汇率传递效应的实证分析遵循以下步骤:首先对各个变量序列的平稳性进行检验,对于非平稳的序列差分,使之在差分一次或多次后成为平稳序列,借此达到对其进行修正的目的;然

后再对各个序列进行协整检验,以预测其长期的均衡关系和短期的动态变,并估算出研究期内长期汇率传递系数。以美国量化宽松政策的实施为标识,将整个样本区间划分为量化宽松政策实施期和非量化宽松政策实施期两个阶段分别进行实证分析,运用 EViews 软件,采用模型 $cpi_t = \alpha_0 + \alpha_1 neer_t + \alpha_2 wcpi_t + \alpha_3 gdp_t + u_t$,对于美元汇率变动对美国国内物价水平的传递效应分时段进行考察。

(一)2007 年 1 月—2008 年 10 月 非量化宽松政策实施期

首先考察美元汇率变动对美国国内物价的长期传递效应,对各个序列进行 ADF 单位根检验。结果表明, $\ln(cpi)$, $\ln(wcpi)$ 均为 $I(2)$ 的时间序列, $\ln(neer)$, $\ln(gdp)$ 均为 $I(1)$ 的时间序列,符合多变量时间序列协整检验的条件,所以采用 Johansen 方法对模型进行协整检验。结果如表 1。

在 5% 的显著水平下,迹统计显示 4 个变量之间至少存在一个协整关系,协整向量是 $(1, -13.49, -2.33, 2.30)$,可以以此得到如下协整关系式: $cpi_t = -13.49 neer_t + 2.30 wcpi_t + 2.33 gdp_t$

从这个协整关系式中可以看到,在长期内美元汇率对美国国内物价的传递系数约为 13.49,考虑到 $neer$ 是采用直接标价法的美元汇率,则这个系数表示美元每升值 1%,美国国内物价指数下降 13.49%。

(二)2008 年 11 月—2010 年 3 月 QE1 量化宽松政策实施期

采用同样的考察方式,首先考察美元汇率变动对美国国内物价的长期传递效应,对各个序列进行 ADF 单位根检验。结果表明, $\ln(cpi)$, $\ln(wcpi)$, $\ln(neer)$, $\ln(gdp)$ 均为 $I(1)$ 的时间序列,符合多变量时间序列协整检验的条件,所以采用 Johansen 方法对其进行协整检验。结果如表 2。

在 5% 的显著水平下,迹统计显示 4 个变量之间存在两个协整关系,排除掉 $\ln(gdp)$ 系数为 0 的协整向量,得出协整向量是 $(1, -2.65, 0.47, -3.35)$,可以以此得到如下协整关系式:

$$cpi_t = -2.65 neer_t + 0.47 wcpi_t + 3.35 gdp_t$$

这个协整关系式表明,在量化宽松政策实施时期,长期内美元汇率对美国国内物价的传递系数约为 2.65,考虑到 $neer$ 是采用直接标价法的美元汇率,则这个系数表示美元每升值 1%,美国国内物价指数下降 2.65%。这一结果表明,在样本期内,汇率变动对美国国内的物价水平的传递效应大大降低,汇率传递系数由量化宽松政策前的 13.49 大幅下降到 2.65。

表 1 Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob. **
None*	0.768862	42.70905	40.17493	0.0272
At most 1	0.335990	13.41420	24.27596	0.5865
At most 2	0.180803	5.225045	12.32090	0.5364
At most 3	0.059950	1.236438	4.129906	0.3106

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

** MacKinnon—Haug—Michelis (1999) p-values

表 2 Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob. **
None*	0.959108	84.10234	47.85613	0.0000
At most 1*	0.780125	36.14995	29.79707	0.0081
At most 2	0.588847	13.42949	15.49471	0.1000
At most 3	0.006487	0.097621	3.841466	0.7547

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

** MacKinnon—Haug—Michelis (1999) p-values

四、汇率传递与货币政策之间的相关性的实证分析

(一)2007 年 1 月—2008 年 10 月 非量化宽松政策实施期

$$i_t = \beta_0 + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 i_{t-2} + \beta_3 \Delta cpi_t + (\beta_4 + \beta_5 i_{t-1} + \beta_6 i_{t-2} + \beta_7 \Delta cpi_t) D_t$$

$$D_t = 0, \text{ 所以模型简化为 } i_t = \beta_0 + \beta_1 i_{t-1} + \beta_2 i_{t-2} + \beta_3 \Delta cpi_t$$

首先对 i_t 和 Δcpi_t 序列做 ADF 检验,以检验其平稳性。结果表明 i_t 和 Δcpi_t 序列均为平稳时间序列。因此可以直接对这一模型做 OLS 回归。得到回归方程: $i_t = 0.15 + 1.36 i_{t-1} - 0.42 i_{t-2} + 0.78 \Delta cpi_t$

(二)2008 年 11 月—2010 年 3 月 QE1 量化宽松政策实施期

$$m2_t = \beta_0 + \beta_1 m2_{t-1} + \beta_2 m2_{t-2} + \beta_3 \Delta CPI_t$$

量化宽松货币政策与常规的货币政策存在较大的差异,其政策工具并不是利率,而是直接增加基础货币供给,向公开市场注入大量流动性。同样,首先对 i_t 和 Δcpi_t 序列做 ADF 检验,以检验其平稳性。结果表明 $m2_t$ 和 Δcpi_t 序列均为平稳时间序列。因此可以直接对这一模型做 OLS 回归。得到回归方程:

$$m2_t = -3.81 + 1.17 m2_{t-1} + 0.19 m2_{t-2} - 0.09 \Delta cpi_t$$

美国量化宽松政策直接向商业银行注入超额准备金,而不是通过降低利率来扩大货币供给,从而达到快速刺激经济需求的目的。美国经济在整个样本期内都面临着通货膨胀的难题,所以无论是利率工具还是量化宽松政策工具都对通货膨胀的变动高度敏感,其中以后者(量化宽松政策工具)更为敏感。非量化宽松货币政策实施期内,美国物价上升1单位,长期内利率上升1.17单位;量化宽松货币政策实施期内,美国物价上升1单位,长期内美国基础货币供应量下降2.5单位。但是当利率趋近于零时,美联储则无法再通过调整利率来应对美国国内的物价波动,自然也无法消除美元汇率变动对美国国内物价的影响。量化宽松货币政策下,美国通过增加基础货币供应来调整国内物价波动的操作空间相对更大,从而可以在一定程度上抵消美元汇率变动对美国国内物价的影响,进而达到隔绝汇率变动冲击的目的。从这个角度而言,加入关于货币政策与国内物价相关性的理解,量化宽松货币政策在很大程度上发挥了降低美国汇率传递效应的作用。

五、结论及对我国货币政策的启示

本文基于美国第一次量化宽松政策实施期和非量化宽松政策实施期两个阶段分别进行实证分析,研究量化宽松货币政策下的汇率传递效应。本文试图解决的问题包括:(一)量化宽松货币政策下,汇率变动在何种程度上影响国内物价;(二)量化宽松货币政策在何种程度上与国内物价变动相关。按照这样的结构,本文的实证检验分为两部分。第一部分实证检验按照美国非量化宽松货币政策实施期和第一次量化宽松货币政策实施期两阶段分别进行,运用协整检验研究美元汇率变动对美国国内物价的传递效应的变化趋势和程度。第二部分运用OLS回归分析来估算货币政策与国内物价变动之间的相关性。由于美国非量化宽松货币政策实施期和第一次量化宽松货币政策实施期两阶段运用的货币政策工具完全不同,所以在估算的过程中虽然运用相同的模型,但是选择了不同的变量。结果表明,美国非量化宽松货币政策实施期的货币政策工具利率与美国国内物价之间的相关性呈现正相关;美国量化宽松货币政策实施期的货币政策工具(基础货币投放)与美国国内物价之间的相关性呈现负相关。对于两部分实证加以归纳总结,可以得出美国量化宽松货币政策高度响应美国国内物价变动,屏蔽了美国汇率变动对国内物价的直接冲击,导致汇率传递效应大大降低的结论。

Taylor的结论是以稳定国内物价为目标的货币政策能够在很大程度上发挥隔绝汇率变动冲击的作用,使汇率变动对国内物价的传递效应大大降低。本文的观点与Taylor的观点一致,并且为他的观点提供了新的经验证据。量化宽松货币政策目前受到许多国家中央银行的推崇和倚重,一个重要的原因就是这种货币政策可以从理论上完成常规的货币政策无法完成的任务:在中长期的时间范围内稳定国内物价水平,并且实现流动性的重新分配。在非量化宽松货币政策实施期内,利率是美国货币政策的工具,美联储连续下调基准利率,利率水平几近于零,政策操作空间非常小,已经不能通过再度下调基准利率来实现稳定国内物价水平的政策目标。在不能通过利率调整以稳定国内物价水平的情况下,对外汇市场进行干预,以避免美元汇率的剧烈波动造成国内物价的剧烈波动成了相对必要的选择。而在量化宽松货币政策实施期内,量化宽松货币政策发挥了稳定国内物价水平的作用,汇率波动对国内物价水平的影响则降到了一个比较低的水平。此时,单纯地出于对美元汇率剧烈波动造成国内物价波动的恐惧,而大幅度地干预外汇市场是没有必要的,倒不如任汇率随着市场供求和价值上下波动。量化宽松货币政策时期汇率传递效应非常低,几乎可以隔绝汇率变动对国内物价的冲击,使货币政策完全独立于汇率政策,从而减少宏观经济政策协调时内外均衡目标的冲突,可以更好地达成货币政策效果。从这个意义上说,稳健的货币政策环境是实施自由浮动汇率制度的一个重要条件。

从我国当下的情况来看,一方面,在国际市场上人民币升值;另一方面,在国内市场上出现通货膨胀,且通货膨胀水平上升,两种情况并存。《中央银行法》中可以明确找到关于我国货币政策目标的表述:“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。”虽然这一货币政策目标并没有与通货膨胀目标制度背道而驰,甚至存在双赢的可能,但如果去认真考量就会发现,人民币币值稳定要综合考虑国内国外两个市场,对内对外两个层面。保障人民币币值稳定与保障经济增长之间也没有确切的关系。所以在这种多重目标难以权衡的含糊性之下,我国货币政策体现出多重目标下相机抉择的特点。根据不同时期的经济发展特征,发展目标的紧迫性和要求的高低不同,GDP增长速度、人民币币值稳定、充分就业、人民币汇率稳定、物价稳定等诸多目标,都可能成为当期货币政策的重要努力方向。然而,在多重目标之下,存在很大程度上降低货币政策预期效果的可能,甚至产生多重目标冲突。在长期内,如果货币政策独立性难以保证,市场对于货币政策作用的

预期会出现多种难以掌控的变化,进一步导致货币政策效果的削弱。所以说,尽管在采用何种货币政策以及出台货币政策的具体力度和时机上,通胀目标制和相机抉择会给出不同的答案,但都需要货币政策的独立性得到保证。

根据我国学者的研究,人民币汇率传递效应高于发达国家的水平。我国于1994年进行外汇体制改革,外汇储备增加的趋势逐渐增强,基础货币的50%以上都是外汇占款,对我国基础货币供应的影响日益凸显,甚至成为最主要的影响因素。于此同时,在货币政策上,我国内外部政策目标的矛盾日益凸显,最突出的问题就体现在无法权衡在内部维持货币稳定和在外部维持汇率稳定这两个政策目标,出现人民币对外升值同时对内贬值的状况。在我国国内人民币呈现出充分的流动性,同时出现通货膨胀的预期以及快速飙升的资产价格,外汇占款不断增加,人民币注入以冲销外汇占款对国内货币市场的冲击的压力日益增加。由于人民币汇率的形成机制本身就包含政策控制因素,政府干预外汇市场以规避人民币升值,使得外汇占款导致的基础货币发行成为中国人民银行基础货币发行的主要手段。至此,出于维持汇率稳定的考虑,中国人民银行向公开市场投入基础货币,冲销外汇,借以达到货币市场的供求平衡,势必会造成基础货币供应量的增加,在货币乘数作用下会进一步带来货币总量的多倍扩张,货币政策的自主性则因此被弱化,人民币国内和国际购买力背道而驰。因此可以得出结论,政府减少在外汇市场上对人民币汇率的干预可以有效地规避通货膨胀或减少通货膨胀的冲击,货币政策的独立性得以尊重和加强,稳健的货币政策环境得以培育,从而能在汇率波动对国内物价水平的冲击之下有效地使用政策工具,从容应对。

[参 考 文 献]

- [1] 潘成夫. 量化宽松货币政策的理论、实践与影响[J]. 国际金融研究, 2009(8): 4-9.
- [2] Milton Friedman. The Case for Flexible Exchange Rates in Essays in Positive Economics[M]. The university of Chicago Press, 1953.
- [3] Dornbusch R. Exchange rates and prices[R]. NBER Working Paper, 1987.
- [4] Krugman P. The narrow moving band, the Dutch disease, and the competitive consequences of Mrs. Thatcher: Notes on trade in the presence of dynamic scale economies[J]. Journal of development Economics, 1987, 27(1): 41-55.
- [5] Campa J, Goldberg L S. Investment in manufacturing, exchange rates and external exposure[J]. Journal of International Economics, 1995, 38(3): 297-320.
- [6] Goldberg P K, Knetter M M. Goods prices and exchange rates: What have we learned? [R]. National Bureau of Economic Research, 1996.
- [7] Devereux M B, Engel C. Fixed vs. floating exchange rates: How price setting affects the optimal choice of exchange-rate regime [R]. National Bureau of Economic Research, 1998.
- [8] Bailliu J N, Fujii E. Exchange rate pass-through and the inflation environment in industrialized countries: an empirical investigation [M]. Bank of Canada, 2004.
- [9] Taylor J B. The role of the exchange rate in monetary-policy rules[J]. The American Economic Review, 2001, 91(2): 263-267.
- [10] Bacchetta P, Van Wincoop E. A theory of the currency denomination of international trade[J]. Journal of International Economics, 2005, 67(2): 295-319.
- [11] Hahn E. Pass-through of external shocks to euro area inflation[R]. European Central Bank, 2003.
- [12] Devereux M B, Engel C, Storgaard P E. Endogenous exchange rate pass-through when nominal prices are set in advance[J]. Journal of international economics, 2004, 63(2): 263-291.
- [13] Ghosh A, Rajan R S. Exchange rate pass-through in Korea and Thailand: Trends and determinants[J]. Japan and the World Economy, 2009, 21(1): 55-70.
- [14] 王永茂. 2001—2006年日本量化宽松政策下汇率传递效应分析[J]. 现代日本经济, 2012(1).
- [15] Allayannis G, Ihrig J, Weston J P. Exchange-rate hedging: Financial versus operational strategies[J]. The American Economic Review, 2001, 91(2): 391-395.

(7) Sovereign debt management: mode selection, macroeconomic coordination and financial stability

LIU Xiao-xing, LÜ Xing-jia, ZHANG Ying • 44 •

Sovereign debt crises in Europe and the US in recent years have showed that effective sovereign debt management (SDM) can help governments make macroeconomic regulation and achieve the stability of financial system. By analyzing the history of SDM, this paper discusses the rationale of the three typical modes of SDM, explores how to separate SDM from macroeconomic policies and how to integrate them since SDM is an important point connecting fiscal policy with monetary policy and finally analyzes the influence mechanism of SDM on financial stability from the four aspects of debt stock, debt structure, investor structure and structure of debt capital market.

(8) Transmission effect of the US quantitative easing policy and its enlightenment

MA Ye-qing, YIN Yi-ling, ZHANG Yu • 51 •

People's Bank of China (PBC) carried out a repurchase operation in the open market in the latter half of 2012, which set a record in the hours of operation record and the day volume of transactions in ten years. Because both the reverse repurchase of PBC and the US quantitative easing policy are essentially the release of liquidity in the market, the research in US quantitative easing policy is of great importance for China. By a quantitative analysis of the monthly data of the US QE1, this paper explains the transmission effect of US dollar and anticipates the correlation between monetary policy and domestic price. Our findings show that domestic price is slightly influenced by exchange rate fluctuation and the transmission effect of US dollar weakens sharply under the quantitative easing policy. For this reason it is concluded that monetary policy aimed to stabilize domestic price can minimize the influence of exchange rate.

(9) A study of economic capital measurement and its database in commercial banks

ZHOU Kai • 57 •

It is well-known that the measurement of economic capital must be based on data accumulation. This paper discusses the influence of data accumulation on the efficient measurement of the three risks of economic capital, i. e. , credit risk, market risk and operational risk. Economic capital measurement is a choice that China's large banks have to make against international competition under the supervision of *Basel III*. As for the small and medium-sized banks, it is a prerequisite and strategy they should take in order to achieve management transformation, a balance between risk and return and an increase of the overall profit-making capacity.

(10) Factors analysis of the availability of loans to farmers in Jiangsu province: a comparative study of formal and non-formal financial sectors

LIU Rong-mao, CHEN Dan-lin • 61 •

Farmer's borrowing is an important problem for the rural finance research. This paper starts with the differences between formal finance and non-formal finance sectors and then analyzes the influential factors of farmers' access to formal financial and non-formal financial loans on the basis of the sample data in Jiangsu province. Due to its limitations of information acquisition, formal financial sector stresses family income, value of collateral, guarantees and other factors. By contrast, non-formal financial sector is more concerned about farmer's social capital, personal skills and other factors since it has more advantages in obtaining information on farmers. Our conclusion is that influential factors of farmers' access to loans through formal financial sector in Jiangsu include age, number of laborers, income, mortgage and guarantees, and influential factors through non-formal financial sector are income, skills, personal reputation and guarantees.

(11) Political elements in the budgeting of colleges and universities

QIAO Chun-Hua • 68 •

Budgeting is essentially political, but all literature about budgeting of colleges and universities is based on finance and accounting. An analysis of the political elements in the budgeting of colleges and universities, such as power struggle, political influence and political trickery is not to deny its political nature, but to call for the moral rule, rule by law, and democracy.

(12) An art order of change and immobility

LIANG Jiu • 73 •

The establishment of art studies as an independent discipline in China entails an order of art. Defined as a discipline, the word "arts" rather than "art" is more accurate; meanwhile we should also conceive a concept of change and immobility: what changes embodies the four essential factors: emotions, concepts, values and means while what remains unchanged is the artistic taste. We hope to establish an order of the Chinese art studies under the guidance of these principles, carry forward the research in national art studies, and ultimately found the academic schools of our own.

(13) Tempo of cultural development

TIAN Chuan-liu • 76 •

The cultural development has been swift in China. However, careful consideration should be given to slowing it down in order to achieve a healthier development. In this sense, we need to follow the laws of cultural development and avoid the single-minded pursuit of faster speed and larger scale.

(14) Futurism without a future: a comparative study between Boccioni and Joyce

HE Yun • 82 •

The prevalence of Einstein's theory of relativity gave an impetus to European artists. They tried to conceive a brand-new artistic concept by breaking the boundary between time and space, or sight and hearing. Futurism was considered a pioneer and