

THE PRACTICE AND PERFORMANCE OF CHINA'S MONETARY STERILIZATIONS

中国外汇冲销的实践与绩效

王永中 著



中国出版集团



世界图书出版公司

中国外汇冲销的实践与绩效

王永中 著

世界图书出版公司

上海·西安·北京·广州

图书在版编目(CIP)数据

中国外汇冲销的实践与绩效/王永中著. —上海:
上海世界图书出版公司, 2013. 1

ISBN 978 - 7 - 5100 - 5607 - 9

I. ①中… II. ①王… III. ①外汇管理—研究—中国
IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 313095 号

责任编辑: 应长天
装帧设计: 车皓楠
责任校对: 石佳达

中国外汇冲销的实践与绩效

王永中 著

上海世界图书出版公司出版发行
上海市广中路 88 号
邮政编码 200083
南京展望文化发展有限公司排版
上海市印刷七厂有限公司印刷
如发现印刷质量问题, 请与印刷厂联系
(质检科电话: 021 - 59110729)
各地新华书店经销

开本: 787 × 960 1/16 印张: 17 字数: 210 000
2013 年 1 月第 1 版 2013 年 1 月第 1 次印刷
ISBN 978 - 7 - 5100 - 5607 - 9/G · 357
定价: 38.00 元
<http://www.wpcsh.com.cn>
<http://www.wpcsh.com>

序 言

根据弗莱明-蒙代尔模型,一国只能在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定三者之中取其二。在资本自由流动条件下,维持固定汇率,就必须放弃货币政策的独立性;否则,就必须牺牲固定汇率。中国已实现经常项目完全开放。根据中华人民共和国中国人民银行法,央行的货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。货币币值稳定一般包含两重含义:对内稳定和对外稳定。货币币值对内稳定指通货膨胀率维持在较低水平上。何谓“较低”?通常的理解是通货膨胀年率保持在3%左右。货币币值对外稳定指人民币汇率稳定。对于人民币汇率稳定含义的解读则分歧较大。但是,一般人大概会同意:自2005年汇改以来,尽管人民币实际汇率已经升值30%以上,人民币汇率基本上是稳定的。在过去20多年以来,中国基本上年年保持经常项目和资本项目顺差。大量国际收支顺差的存在对人民币形成了巨大升值压力。这样,中国的货币当局就不得不面对弗莱明-蒙代尔模型中的三难选择:实行资本管制、放弃独立的货币政策或让人民币自由浮动。中国的选择是:部分维持资本管制、坚持货币政策独立性、对汇率实行有管理浮动。自2003年以来,尽管越来越大的经常项目和资本项目顺差给人

民币造成了巨大升值压力,人民银行依然在保持货币政策的独立性的同时维持了汇率的基本稳定。人民银行之所以能够在一定程度上突破所谓蒙代尔“三难选择”,其关键因素是人民银行比较成功地执行了冲销政策。

弗莱明-蒙代尔模型所作的关于在固定汇率制度下货币政策无效性的论断,只有在中央银行不从事冲销操作的前提下才能够完全成立。事实上,中央银行可以通过冲销操作在一定程度上保持货币政策在固定汇率制度下(或汇率并不完全根据外汇市场上供求关系而决定的情况下)的独立性。当由于国际收支顺差,本币面临升值压力的时候,中央银行面临两个选择:干预外汇市场——买进外币(美元)、卖出本币——使本币汇率保持在央行认为适度的水平上或不加干预,听任本币升值。长期以来,尽管程度有所不同,中国的中央银行一直在干预外汇市场,其结果是外汇储备不断增加。与外汇储备不断增加的同时,央行所投放的基础货币也不断增加。冲销干预(sterilized intervention)指货币当局在其因外汇市场干预操作而使本国基础货币发生变化时,通过公开市场操作或其他手段以保持本国基础货币的数量不发生脱离实际经济需要的变化,进而使本国货币政策的松紧程度不发生与宏观经济调控目标不一致的变化。冲销干预也可以作更为宽泛的理解,即把所有使本国货币政策的松紧程度不因外汇市场干预而发生变化的手段都看作冲销干预。

冲销干预或冲销政策是开放宏观经济学中的一个重要问题。长期以来,国内、外学者多就冲销的有效性、成本与可持续性进行过深入而广泛的讨论。王永中博士在其专著《中国外汇冲销的实践与绩效》中对中国的冲销政策中的三大问题,即冲销的有效性、成本与可持续性进行了非常全面和翔实的讨论。我一向认为,由于中国的一系列制度性特征,央行的冲销政策是有效的,尽管有效性正在逐步下降。在相当一段时间里,我对冲销的可持续性一直持怀疑态

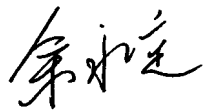
度。但是,事实证明,中国冲销政策的可持续性大大超出了大多数人的预期。王永中对冲销政策的有效性和可持续性做了很好的论述,他的相关判断应该说是公允和有说服力的。

对冲销的成本的全面讨论是《中国外汇冲销的实践与绩效》一书的重要特点。王永中认为,“国内学界目前对于人民币汇率和外汇储备保值增值问题,给予了极大的关注,但对于外汇冲销的成本问题,却缺乏足够的关注。事实上,外汇冲销的成本收益比较决定着汇率稳定政策的合理性与否。中国政府之所以频繁干预外汇市场维持人民币稳定,其目的是维持出口部门的就业稳定。但是,如果货币当局外汇冲销政策的负面效应过大,如金融压制、资本损失和信贷配额等,很难说现行汇率稳定政策是科学的。”确实如王永中所云,他的这部专著提供了一个评价现行汇率制度的新视角。一个国家持有外汇储备的社会成本主要有三种衡量方式:一是准财政成本,表现为国内政府债券或央行冲销债券的利率与外汇储备的收益率之差;二是私人部门国外短期借款所支付的利率与中央银行的储备资产的收益率之差;三是机会成本,外汇储备本可以用于国内固定资产投资获取远高于美国国债利率的收益率。今天我们不得不面对的一个事实:通过出口顺差,中国积累了近5万亿美元的对外资产(\$4.7 trillion);通过引资中国积累仅3万亿美元的对外债务(\$2.9 trillion);中国拥有近2万亿美元的净对外债权(\$1.8 trillion, as of Feb. 2012)。如果利息率为3%,中国2011年应该有利息收入近600亿美元,但中国的实际利息支出是270亿美元。作为世界上的最大债权国,中国不但得不到净投资收入,反而要向自己的债务人支付利息。为了保出口,中国所实行的汇率政策和与此相关的其他一系列政策,包括冲销政策,是否使中国付出了过高的代价?这个问题的答案难道还不够清楚吗?不仅如此,由于美国和欧洲等发达国家,即中国的主要债务人目前都陷入了严重的公共债务危机。中国是美联储之后,美国国债的最大持有者。中国对于美

国通过通货膨胀或其他方式摆脱债务危机的企图不得不提高警惕。事实上,美国一些经济学家正在不遗余力地鼓吹通过牺牲中国利益,来摆脱美国的债务负担。诺奖获得者,著名经济学家克鲁格曼露骨地指出:“美国从金融危机开始欠下的大约5万亿美元的债务,以及之前累欠的更多债务,不必很快还清,甚至根本还不清。……我们可以做些什么呢?其中一个答案是,想办法减少债务的实际价值。是的,这从某种程度上是对债务人过去过剩借款的奖励,但是经济不是道德剧。……政府发行新债,还旧债,实质上推迟了大部分债务的偿还。如果投资者拒绝购买新债券,即使是原本有清偿能力的政府也会被迫违约。但这会发生在美国身上么?不会。因为美联储可以并且愿意介入购买联邦债券,简单地说是印发钞票来还债。”^①

《中国外汇冲销的实践与绩效》的另一个显著特点是大量运用理论模型构建和计量经验检验等规范方法,对中国外汇冲销的有效性、成本与可持续性问题进行研究。对于王永中所运用的一系列数理和统计方法,由于无暇做深入研究,我没有资格作出判断。但无论如何,通过演绎法对某些重要结论做出逻辑的证明、对重要概念给出定量结果是非常重要和值得提倡的。王永中在这方面的努力是对冲销政策研究的有益贡献。

王永中是一位严肃的学者。他以治学为生活目的,没有他求。这种淡定在物欲横流的今天是难能可贵的。学无止境,希望王永中再接再厉,沿着学术的崎岖小路继续攀登。



2012年10月7日

^① 徐以升:《克鲁格曼的自私药方》,FT中文网,2012年9月26日。

目 录

序言	1
绪论	1
第一章 文献综述	11
一、外汇冲销的有效性	11
二、外汇冲销的成本	15
三、外汇冲销的可持续性	19
第二章 一个简明的扩展蒙代尔—弗莱明模型	22
一、模型基本环境	22
二、资本完全自由流动、汇率制度与货币政策独立性	28
三、资本管制、管理浮动汇率制度和货币政策独立性	32
四、结论	35
第三章 中国的国际收支和外汇储备	36
一、国际收支平衡表	36
二、中国的汇率制度与资本账户管制的演进	37

三、中国的国际收支差额状况与外汇储备变动	40
第四章 中国外汇冲销操作实践：基于央行资产负债表	45
一、外汇冲销的原理：基于中央银行资产负债表	45
二、中国外汇冲销实践与货币当局资产负债表的联动	53
三、对中国外汇冲销操作的初步评价	78
第五章 中国资本管制与外汇冲销的有效性——基于抵消和 冲销系数模型	88
一、引言	88
二、经验方法和模型设定	90
三、变量和数据	99
四、经验结果	103
五、结论	114
第六章 中国外汇冲销的有效性：基于 VECM 和 SVAR 模型	117
一、引言	117
二、计量模型	118
三、计量方法	124
四、向量误差修正模型的估计结果	129
五、结构化的脉冲响应与方差分解结果	138
六、结论	145
第七章 中国外汇储备的冲销成本、机会成本与资本风险	151
一、引言	151
二、一个简明的外汇储备成本分析框架	153
三、中国持有美国证券资产的规模与结构	156
四、中国货币当局的外汇冲销成本	165

五、中国外汇储备的构成与收益	168
六、中国持有外汇储备的机会成本	173
七、中国外汇储备的潜在资本风险	180
八、结论与政策建议	188
 第八章 外汇冲销成本与中央银行财务实力	191
一、引言	191
二、一个简明模型	194
三、中央银行会计利润的测算方法	196
四、外汇冲销成本与央行会计利润测算结果	203
五、结论与政策含义	215
 第九章 中国外汇冲销可持续性	218
一、引言	218
二、一个关于外汇冲销可持续条件的模型	219
三、外汇冲销可持续性条件的影响因素	225
四、中国外汇冲销可持续性状况的判断与评价	229
五、结论	239
 结论与政策建议	242
 参考文献	250

绪 论

根据著名的“不可能三角”定理,资本自由流动、固定汇率制度和独立货币政策不能同时并存。以往的实践经验,特别是发展中新兴经济体的经验表明,若一国在资本账户开放、汇率制度和货币政策的组合选择上长期偏离“不可能三角”定理,该国将很可能会爆发金融危机。1970 年以来,随着发达国家逐步放开金融规制和资本账户管制,发展中新兴经济体积极参与了金融全球化的进程,但没有采取有效措施来维护国际资本流动,特别是热钱流动的稳定性,而且,本币的汇率弹性没有明显增强,仍维持盯住美元或管理浮动的汇率机制,导致其金融危机频繁出现。1982 年的拉美、1995 年的墨西哥、1997 年的东亚新兴经济体、1998 年的俄罗斯、1999 年的巴西、2001 年的土耳其和 2002 年的阿根廷,相继爆发了金融危机。这些金融危机均以本币大幅贬值、资本外逃和外债违约为基本特征,从而可归类为货币危机和债务危机。

在东亚金融危机之后,Feldstein(1999)对新兴经济体的货币和债务危机的经验教训,作了一个颇具说服力的总结。他认为,发展中国家既不能依靠 IMF 或国际货币金融体系改革来保护其免受金融危机的冲击,也不能单纯依靠国内审慎的宏观经济政策来抵御金融危机,因为金融危机具有传导效应,一个管理良好的国家也可能被源于其他国家的金融危机所击倒。在 Feldstein 看来,发展中国家提高自我保护程度的一个关键举措是增持流动性资产。这是因为,持有净流动性资产规模

越多的国家,越能更好地经受金融市场恐慌性事件和国际资本流动突然逆转的冲击。从而,增持流动性资产不仅可减少金融危机的成本,而且能降低金融危机发生的概率。他建议发展中国家应通过以下三条途径提高流动性:减少短期负债、创设抵押信用工具和增加外汇储备。其中,增持外汇储备的建议得到了发展中国家的广泛接受。

新兴经济体频繁爆发的货币和债务危机,特别是东亚金融危机,显著改变了发展中国家,尤其是包括中国在内的东亚新兴经济体对私人资本流入和经常账户头寸的态度。新兴经济体金融危机给予发展中国家的教训是,在不安全的国际货币金融体系下,保持竞争性汇率水平和经常账户顺差是经济持续增长的关键。在亚洲金融危机之后,一些东亚国家在继续保持金融开放、汇率管理浮动和部分的货币政策独立性的条件下,大幅提高了本币汇率弹性,并开始大规模积累外汇储备,以应对不稳定的国际资本流动和汇率的可能冲击。对于身处东亚地区的中国而言,虽因资本管制而侥幸避开了东亚金融危机的直接冲击,但其与东亚国家一起感同身受金融危机的巨大破坏力,从而,中国在金融市场开放上的态度更趋谨慎,搁置了拟议中的资本账户开放计划,选择了资本账户管制、管理浮动汇率机制和独立货币政策的组合。

为解决外汇资金短缺的问题,中国采取“借”和“挣”两种方式获取外汇。在“借”取外汇资金方面,中国对不同类型的资本流入采取了歧视性态度,对能带来技术和管理,且在短期内不易外逃的 FDI 资金流入持有欢迎态度,甚至给予超国民待遇,对短期投机性资本流入则严格禁止。显然,这一政策汲取了新兴经济体因举借短期外债过多而引发债务危机的经验教训。“挣”取外汇主要指通过经常顺差方式赚取外汇资金,用本国的资源、商品和劳动去换取外汇。这可概括为当年的流行语“出口创汇”。进入新世纪以来,中国利用加入 WTO 的契机,成功推行“重商主义”的出口导向增长战略,迅速成长为全球最重要的出口加工基地和“世界工厂”,贸易盈余持续大幅上升。中国持续的贸易顺差,显著增加了人民币升值压力,而人民币稳定的单边升值预期,进一

步鼓励资本流入中国,从而,中国的经常、资本账户持续出现了“双顺差”。在结售汇制度或人民币稳定的单边升值预期下,国内的经济主体或被迫将外汇资产卖给中央银行,或持有外汇资产的意愿较低,从而,通过经常账户和资本账户流入中国的外国资本基本上转化为中国人民银行持有的外汇储备。目前,中国的外汇储备高达 3.2 万亿美元,并与美国一起构成全球失衡的两个最重要的对手方。若从“创汇”的角度看,中国的出口导向战略和国际收支政策无疑取得了巨大的成功,但正如 Feldstein(1999)所言,持有外汇储备的成本是高昂的,如外汇储备的低收益率、金融压制效应和资源配置扭曲效应等。

从本质上说,发展中国家大量积累外汇储备是现行国际货币金融体系不合理、不公正的一个产物。从理论上说,科学合理的国际货币金融秩序应能引导国际资本从资本充裕且边际生产力低的发达国家,向资本稀缺且边际生产力高的新兴经济体有序流动,而且,投资收益在发达国家和发展中国家之间实现公正、公平的分配。然而,现行不合理的国际货币和金融秩序,导致新兴国家成为资本净输出者和低收益外汇储备的积累者,而积累的外汇储备主要用于缓冲金融全球化对发展中国家经济、金融安全的冲击。资本账户开放和金融全球化,非但没有通过资本流入补充发展中国家的国内储蓄,反而促进了资本输出。这就是所谓的国际资本“上行”(uphill flow)现象(王永中,2010b),显然有悖于资源的配置效率要求。相比较于布林顿森林体系,发达国家特别是储备货币发行国在国际货币金融领域的特权和利益得到强化,突出表现在:一是美元等储备货币的发行不受任何节制,攫取了巨额的铸币税收益,导致全球流动性泛滥;二是美国用零成本的印刷纸币,而不是货币黄金换取发展中国家的廉价商品,无情掠夺发展中国家的宝贵资源和人民的劳动产品,借助于不公正的国际货币游戏规则,压抑发展中国家居民正常的消费需求,维持本国畸高的消费水平;三是美国通过发行低收益率的国债的方式,以极低的成本回收流入发展中国家的美元纸钞,以实现美国国际收支的平衡,从而为美元纸钞换商品的循环周而复

始地进行提供稳定的现金流保障。当然,美国等发达国家也咽下自己亲手栽种的苦果。例如,储备货币严重超发,导致全球流动性过剩和资产泡沫,引发了最近的全球金融危机。又如,发展中国家为积累外汇储备,必须人为压低本币汇率,导致发达国家技术含量较低的制造业丧失竞争力,失业率一直维持在较高水平。

近年来,随着中国外汇储备积累至海量水平,持有外汇储备的收益大幅下降,而成本急剧上升。对于时下的中国而言,长期困扰新兴经济体的货币和债务危机问题已基本不再成为问题。从而,中国增持外汇储备主要收益体现在阻止人民币过快升值,维持出口需求和国内就业的稳定。目前,中国持有外汇储备的成本或风险主要有:一是资产风险或危机。在欧美主权债务危机久拖不决的情形下,中国巨额的外汇储备资产面临的汇率风险和违约风险急剧上升。从而,中国的外部经济风险将可能由传统的“货币和债务危机”转化为现实的“资产危机”(Yu, 2011)。二是机会成本。中国持有外汇储备的机会成本可表示为中国的企业、居民在国际资本市场筹集资金所支付的利息率,或中国因投资外国政府债券而放弃国内固定资产投资的回报率。中国居民举借外债的利率或放弃国内投资的回报率,显著高于欧美国家政府债券的收益率,造成中国持有外汇储备的机会成本高昂。三是准财政成本。在国内利率明显高于国际利率的情况下,中国人民银行持有的外汇储备的收益率将明显低于冲销债券的利息率,造成中央银行的冲销型外汇干预操作出现亏损。中央银行可增发货币或请求政府注资方式来弥补财务亏损,但这将损害央行的通货膨胀或货币政策独立性目标。四是宏观经济不稳定和经济扭曲成本。外汇储备上升将导致基础货币量增加,在不完全冲销的情形下,将引发通货膨胀和资产泡沫,导致宏观经济不确定性风险上升。同时,中国外汇冲销以行政性手段为主,如提高存款准备金率、信贷规模控制等,必将抑制金融部门发展,扭曲资源配置效率。

为维持人民币汇率稳定和货币政策独立性,中国货币当局不得不

频繁地进行大规模的外汇市场干预和外汇冲销操作。在汇率稳定政策的前提下,货币政策独立性取决于资本管制和外汇冲销的有效性。在经常账户开放和加入 WTO 的条件下,中国的资本流动管制有效性不断下降。若政府加强资本管制,将会阻碍中国出口部门正常的商品和资金的国际流动。为了对冲大规模国际资本持续流入和外汇储备的快速攀升对国内货币供给的影响,中国货币当局采取了多项措施来限制货币供应量和银行信贷规模的增速。一些措施基本上是市场导向的,如发行央行债券(竞价发行和定向发行)、向国有商业银行销售政府债券、正回购操作,以及中央银行与商业银行之间的美元人民币互换。另一些冲销措施或多或少具有行政干预甚至是金融压制的特征,如提高存款准备金率、上调贷款利率、实施信贷配额和窗口指导(在窗口指导会议通过道德劝说的方式来控制信贷规模的数量型控制方式)。然而,通过冲销和行政干预等手段来实施货币政策显然是次优的。大规模发行央行票据不仅将提高了国内市场利率,导致外汇冲销的财务成本上升,而且对国内投资将会产生明显的挤出效应,进而扭曲国内资源配置效率。另外,外汇冲销在一定程度上与中国的经济增长方式调整(扩大内需、降低外需依赖度)相矛盾。通过维持人民币名义汇率和国内物价水平的稳定,外汇冲销客观上拖延了人民币实际汇率的必要升值和调整的进程,从而倾向于促进出口部门的过度扩张,进而阻碍了中国经济增长方式的战略调整。中国货币当局的人民币名义汇率稳定的目标,使得中央银行在通货膨胀的目标控制和巨大的外汇冲销成本之间面临着艰难的选择。在资本管制和外汇冲销的有效性不断下降,而冲销成本日益上升的情况下,中国的汇率稳定与货币政策独立性越发难以兼顾。

需要指出的是,中国货币当局针对银行部门所采取的数量型冲销措施,如频繁提高存款准备金率和实施信贷规模控制,实质上是对银行部门的一种征税行为,可能导致商业银行的金融中介地位下降,引发金融脱媒,加剧中国金融系统的不确定性风险。毫无疑问,提高准备金率和银行信贷规模控制将降低银行部门的利润率,导致银行对储户和借

款人的吸引力下降,从而,银行信贷资产占社会金融资产的比重下降。由于中国的银行部门在配置信贷资金方面具有比较优势,因此银行部门地位的降低,意味着储蓄的配置效率下降。同时,银行部门针对中央银行的冲销操作所作出的反应(即“冲销博弈”),将对中国金融系统的稳定产生重要影响。若银行可将冲销成本完全转嫁给借款人,将导致贷款利率上升和贷款规模下降(金融脱媒),银行的利润率将下降;若银行将冲销成本完全转嫁给储户,存款利率将下降,将导致银行存款规模下降,银行利润减少。在金融脱媒过程中,银行部门面临着巨大的盈利压力,为维持原有的利润率水平,银行部门在选择资产组合时倾向于承担更高的风险。为弥补持有低收益率的冲销债券所产生的利润损失,对于银行部门而言,最优行为是提高私人部门资产的风险和利润水平。在高准备金率和信贷配额阻碍了信贷增长的条件下,银行倾向于降低贷款标准而发放风险较高的贷款,以获取较高利息率收入的补偿。如果存贷款利差是由政府决定,按照中国的情形,银行或者被迫完全吸收冲销成本,或通过向受信企业收取融资顾问费、财务服务费等方式变相提高贷款利率,又或大力开展风险较高的表外业务,如委托贷款、发售理财产品和直接投资于资本市场。而且,金融脱媒很可能导致一些监管力度较大的金融中介业务的比重下降,而一些监管力度较低或处于监管真空地带的借贷交易量上升。随着中国连续提高法定存款准备金率和实施信贷规模控制,迫使企业转向非银行部门和非正规的民间高利贷资金市场寻求资金。这将加剧中国金融系统的不确定性风险。

因此,中国外汇冲销虽在短期内具有稳定中国经济的效果,但其仅为一剂临时性药方,是以国内经济扭曲特别是金融压制为代价来换取人民币汇率和国内物价水平的暂时稳定,不具备长期可持续性。而且,在2007—2008年和2010—2011年期间,中国经济出现了明显过热症状,通货膨胀大幅上升,房地产泡沫快速膨胀,在国内巨大通胀压力下,中国货币当局被迫加快了人民币升值的步伐,以减缓输入性通胀和货币冲销压力。这一事实表明,中国外汇冲销效果是极为有限的,人民币

汇率稳定和国内物价水平稳定等两个预期目标,一个也没有实现,二者兼顾更是无从谈起。正是基于这一背景,本书选择对中国外汇冲销操作的有效性、成本与可持续性进行系统论证和评价测算。

本书的学术价值和实践意义在于:

首先,注重从经验分析层次对中国外汇冲销操作的有效性、成本与可持续性作全面测算和评估,并考察中国外汇冲销的有效性和成本的动态变化过程,从而为评价中国现行外汇冲销操作绩效及可持续性,提供了一个可进行成本收益权衡的理论分析框架。这正是目前学界在分析中国外汇冲销问题上的欠缺之处。本书的研究将有助于推动中国外汇冲销研究向可度量的方向发展。

其次,基于中国实践,修正现有的主流外汇冲销理论。由于中国与西方国家在国债市场发展程度、外汇冲销规模和冲销措施等方面差别很大,从而,主流的外汇冲销理论难以解释中国的实践。本书将根据中国的外汇冲销实践,修正现有理论。这将推动外汇冲销理论发展。

再次,国内学界目前对于人民币汇率和外汇储备保值增值问题,给予了极大的关注,但对于外汇冲销的成本问题,却缺乏足够的关注。事实上,外汇冲销的成本收益比较决定着汇率稳定政策的合理性。中国政府之所以频繁干预外汇市场维持人民币稳定,其目的是维持出口部门的就业稳定。但是,如果货币当局外汇冲销政策的负面效应过大,如金融压制、资本损失和信贷配额等,很难说现行汇率稳定政策是科学的。因此,本书提供了一个评价现行汇率制度的新视角。

最后,对中国外汇冲销的有效性、成本进行综合性经验评估,并基于抵消系数和冲销系数对中国资本管制与冲销干预的有效性的变化趋势进行考察分析,进而对外汇冲销政策的可持续性问题进行评价。这对于政策制定和理论研究均具有重要的参考价值。

在研究方法上,本书强调运用理论模型构建和计量经验检验等规范方法,对中国外汇冲销的有效性、成本与可持续性问题进行研究,从而为本书研究的顺利进行提供了一个较为可靠的方法论保证。具体表