

教育部人文社科基金青年项目：我国央行冲销干预政策可持续性研究（11YJC790055）

江苏高校优势学科建设工程资助项目

南京审计学院经济学科出版资助

开放经济条件下我国汇率政策与 货币政策协调研究

基于冲销干预的视角

KAIFANG JINGJI TIAOJIANXIA
WOGUO HUILV ZHENGCE YU
HUOBI ZHENGCE XIETIAO YANJIU
JIYU CHONGXIAO GANYU DE SHIJIAO

何金旗 著



经济科学出版社
Economic Science Press

014059584

教育部人文社科基金青年项目：我国央行冲销干预政策可持续性研究（11YJC790055）
江苏高校优势学科建设工程资助项目
南京审计学院经济学科出版资助

F832.0
26



开放经济条件下我国汇率政策与 货币政策协调研究

基于冲销干预的视角

KAIFANG JINGJI TIAOJIANXIA
WOGUO HUILV ZHENGCE YU
HUOBI ZHENGCE XIETIAO YANJIU
JIYU CHONGXIAO GANYU DE SHIJIAO

何金旗 著

F832.0/26



经济科学出版社
Economic Science Press



北航

C1746552

图书在版编目 (CIP) 数据

开放经济条件下我国汇率政策与货币政策协调研究: 基于冲销
干预的视角/何金旗著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 5

ISBN 978-7-5141-4481-9

I. ①开… II. ①何… III. ①汇率政策-研究-中国
②货币政策-研究-中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 059302 号

责任编辑: 王冬玲 王志华

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱 天

开放经济条件下我国汇率政策与货币政策协调研究

——基于冲销干预的视角

何金旗 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12 印张 250000 字

2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-4481-9 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

内外均衡之间的冲突始终是开放经济面临的重大课题。为实现经济的合理开放,就必须对本国与外界的经济交往进行适当的管理与协调。1994年以来,随着我国市场机制的建立和对外开放程度的不断加深,汇率、国际收支同国内的经济运行之间的联系日益密切,汇率政策(主要作用于外部均衡)与货币政策(主要作用于内部均衡)在共同维护内外均衡方面作用越来越大,同时两者的冲突也不断涌现。至今大致发生了四次较大的冲突:第一次冲突发生在1994~1996年,主要表现为抑制通胀的货币政策与抑制人民币升值的汇率政策之间的冲突;第二次冲突发生在1998~2000年,主要表现为稳健的货币政策目标与抑制人民币贬值的汇率政策之间的冲突;第三次冲突发生在2001~2008年上半年,主要表现为控制通货膨胀货币政策和维护汇率稳定的汇率政策之间的冲突。第四次冲突发生在2009年下半年至2011年第三季度,仍是表现为抑制通胀与维护汇率稳定之间的冲突。

本书的研究从货币政策与汇率政策之间的内在联系与作用机制入手,在按时序分析我国货币政策与汇率政策冲突的历史演变的基础上,通过对两者冲突的表象描述,将我国汇率政策与货币政策冲突的机理与主要原因归纳总结为:稳定汇率水平与货币供应量目标之间的内在矛盾;我国利率—汇率联动机制的失灵;资本管制的失效等几个方面。

作为一项调节汇率水平与货币供给,实现双重稳定的特殊工具,外汇冲销干预已成为很多国家实现内外均衡的重要政策选择。从我国现行的协调汇率政策与货币政策冲突的实践来看,这种带有外汇缓冲性质的外汇冲销干预也成为我国货币当局所采用的最主要的手段。而

准确地估算人民币面临的外汇市场压力,是进行有效冲销干预的前提。本书根据外汇压力的一般定义,使用模型分析法,对自1994年以来我国的外汇市场压力指数及央行干预指数进行了估算。结果显示:除在亚洲金融危机期间和2008年国际金融危机爆发之初的一段时间以外,在绝大多数时间内,我国始终面临着汇率升值的压力。且有超过75%的外汇市场压力是通过外汇干预来缓解的,央行的外汇干预力度较强。同时,为了证明我国使用冲销干预手段协调冲突的有效性,本书通过建立中央银行反应函数和估计冲销系数,实证分析了1994~2012年央行在面临国际收支双顺差的情况下,实施冲销干预政策对货币政策、货币供给的影响。得出的结论是:我国央行在外汇市场持续购入外汇进行外汇干预的同时,利用再贷款、再贴现、调整准备金率以及公开市场操作等手段有效地冲销了为稳定汇率水平而被动增加的货币供给,在一定程度上协调了汇率政策与货币政策之间的冲突。该问题的另一个关键在于,这种冲销协调能够持续吗?本书借鉴日本学者 Ito (2002) 的研究方法,估算了1994年以来我国货币当局外汇冲销干预的损益,冲销干预措施的确给央行带来不小的冲销干预成本。但本书通过对外汇冲销干预产生的宏观效应的计量分析认为,央行的冲销干预措施在降低微观经济主体的汇率风险、保持人民币汇率相对稳定,抑制通货膨胀、维持我国出口竞争力,保证就业等方面发挥了重要作用。因而本书提出,我国货币当局的冲销干预作为一项稳定金融市场与协调内外冲突的宏观操控工具,其可维持性应主要以其宏观经济绩效为出发点,而非将自身的直接损益作为政策操作的判别标准。从这个意义上说,我国的冲销干预具有一定的可持续性,也可以部分地解释我国货币当局青睐于外汇冲销干预手段的动因。当然,这一切均以当前外汇管制条件与外部宏观环境不变为前提,随着市场化的推进与有利于大规模冲销的制度因素的削弱,我们目前所采用的种种冲销干预工具的可维持性即会越发脆弱。

基于此,本书认为,通过外汇冲销干预只是一项短期与过渡性措施,它在有效缓和货币政策与汇率政策之间冲突的同时,也付出了高

昂的冲销成本，付出了推迟市场化改革的步伐和外部失衡问题的解决等代价。对比我国汇率政策与货币政策发生冲突的原因，在长期内改革我国的汇率形成机制，使之走向浮动汇率制才是有效化解冲突的必然选择。本书在同时考虑冲销因素的前提下，建立了一个基于央行损失最小化的汇率制度选择的理论模型，该模型结论认为，随着资本开放程度的加深（此时冲销干预条件减弱），保持独立货币政策将要求汇率制度走向浮动。本书还设计了我国退出单一盯住汇率制，走向有管理的浮动汇率制的渐进变迁步骤和路径，以及讨论了在渐进变迁过程中应注意的主要政策配合。

最后，在简要总结全书结论的基础上，本书提出，协调汇率政策与货币政策的冲突，应短期调控与长期机制改革并举，同步推进，相得益彰。应继续通过改革外汇储备管理政策、发展外汇市场业务与公开市场操作、建立外汇平准基金等进一步完善冲销干预工具与方式。另外，建立利率与汇率的联动机制也是协调冲突的有效方法。

著 者

2014 年 2 月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 分析思路与逻辑框架	3
1.2.1 分析思路	3
1.2.2 逻辑框架	3
1.3 主要研究方法	4
1.4 主要结构与内容	5
1.5 可能的创新与不足之处	7
1.5.1 可能的创新	7
1.5.2 本书的不足之处	7
第 2 章 概念界定与文献综述	8
2.1 概念界定	8
2.1.1 开放经济下的政策目标与工具	8
2.1.2 汇率制度与汇率政策	10
2.1.3 货币政策的内涵	12
2.1.4 汇率政策与货币政策的关系	14
2.1.5 货币政策与汇率政策的相互影响途径	15
2.1.6 冲销干预	17
2.2 文献综述	19
2.2.1 我国汇率政策与货币政策冲突与协调的综述	19
2.2.2 关于冲销干预的有效性的文献综述	22
2.2.3 关于冲销干预作用渠道的文献综述	24

2.2.4 关于冲销干预可维持性的文献综述	27
2.3 本章小结	30
第3章 我国汇率政策与货币政策的冲突及原因探究	32
3.1 1994年以来我国汇率政策与货币政策的四次冲突	33
3.1.1 第一次冲突发生在1994~1996年,主要表现为抑制通胀的 货币政策与抑制人民币升值的汇率政策之间的冲突	33
3.1.2 第二次冲突发生在1998~2000年,主要表现为稳健的货币 政策目标与抑制人民币贬值的汇率政策之间的冲突	34
3.1.3 第三次冲突发生在2003年以来至2008年上半年,主要表现 为控制通货膨胀的货币政策和维护汇率稳定的汇率政策之间 的冲突	36
3.1.4 第四次冲突发生在2009年下半年至2011年第三季度,仍然 表现为抑制通胀与维护汇率稳定之间的冲突	38
3.2 我国汇率政策与货币政策冲突的原因分析	40
3.2.1 稳定汇率水平与货币供应量目标之间的内在矛盾	40
3.2.2 利率、汇率联动机制失灵	42
3.2.3 资本管制的失效	46
3.3 本章小结	50
第4章 冲销干预理论及在我国的主要实践	52
4.1 冲销干预的目的	53
4.2 冲销干预的主要类型及工具	53
4.2.1 通过改变货币当局资产负债表以增减基础货币的冲销方式	54
4.2.2 改变货币乘数的冲销方式	57
4.2.3 其他外汇冲销方式	58
4.3 冲销干预的相关理论	60
4.3.1 蒙代尔—弗莱明模型中汇率政策与货币政策的冲突与冲销 干预	60
4.3.2 基于资产组合模型的冲销干预	64
4.4 我国外汇冲销干预的主要实践	67
4.4.1 我国汇率制度的变革与现状	67

4.4.2 中央银行在外汇干预中的特殊角色与地位	69
4.4.3 我国外汇冲销干预的主要实践	70
4.5 本章小结	78
第5章 外汇市场压力及外汇干预的测度	79
5.1 文献综述	80
5.2 外汇市场压力指数	82
5.3 模型的设定	84
5.4 模型估计	89
5.4.1 数据的选取	89
5.4.2 计量方法	90
5.4.3 时间序列的平稳性分析	90
5.4.4 回归分析	91
5.4.5 模型估计结果分析	92
5.5 本章小结	98
第6章 我国央行外汇冲销干预有效性实证分析	99
6.1 央行冲销干预有效性的制约因素分析	99
6.2 我国央行冲销干预的有效性实证分析	102
6.2.1 实证模型的理论基础：国际收支调节的货币分析法	102
6.2.2 我国央行反应函数的构建	104
6.2.3 计量结果与分析	107
6.3 本章小结	111
第7章 我国冲销干预政策的可持续性分析	113
7.1 我国央行外汇冲销干预直接（微观）损益分析	114
7.2 我国央行外汇冲销干预间接（宏观）损益分析	119
7.3 央行冲销成本与冲销干预政策的可持续性	123
7.3.1 我国央行的冲销成本	123
7.3.2 冲销成本与冲销政策的计量检验	125
7.3.3 模型结论	130
7.4 外汇冲销干预的宏观经济环境可维持性分析	130

7.5 我国外汇冲销干预工具的可维持性分析	131
7.5.1 回收再贷款冲销的可维持性分析	131
7.5.2 提高再贴现率冲销的可维持性分析	134
7.5.3 存款准备金冲销工具的可维持分析	135
7.5.4 央行票据的可维持性分析	136
7.6 本章小结	137
第8章 汇率政策与货币政策的协调：走向有管理的浮动汇率制	139
8.1 基于货币政策绩效角度的汇率制度选择	140
8.1.1 纳入冲销干预因素的汇率选择理论模型的建立	140
8.1.2 模型结论分析	151
8.2 我国退出盯住汇率制，走向有管理的浮动汇率制的分析	152
8.2.1 升值压力下平稳退出的基本规律与标准	153
8.2.2 退出的步骤与路径	156
8.2.3 退出过程中的政策配合	158
8.3 本章小结	161
第9章 主要结论与政策建议	163
9.1 主要结论	163
9.2 政策建议	165
9.2.1 进一步发展与完善外汇市场	165
9.2.2 发展完善国债市场	168
9.2.3 改革外汇储备政策，加强外汇储备管理	169
9.2.4 建立外汇平准基金	170
9.2.5 推进利率市场化进程，完善利率与汇率的调节机制	171
9.3 本章小结	172
参考文献	173

第1章

绪 论

1.1 研究背景及意义

在1994年之前,我国汇率政策与货币政策的协调在中国宏观调控中没有引起足够的重视,这是因为,当时我国的经济开放程度还不高,我国宏观经济调控的对象主要是国内经济部门,对外经济部门在国民经济运行过程中的地位并不显著,并且在对外经济部门中也广泛存在着计划体制和严格的外汇管制,使得汇率与国际收支同国内的经济运行保持了较大的独立性,国民经济的内外均衡矛盾并不突出。因而在进行货币政策操作时不需要过多地考虑外部均衡(汇率稳定和国际收支平衡)的问题,只需要考虑内部均衡(物价稳定)的问题,我们称之为封闭经济条件下的货币政策操作。

20世纪90年代以后,我国经济的国际化进程得到较快的发展,同时国内经济的市场化改革得到了深入推进,内部经济部门与外部经济部门之间的互动性开始显现。这种背景下,我国开始出现了明显的内外均衡的矛盾。1994年,对我国的对外经济部门而言,是一个重要转折点。这一年我国进行了有史以来的一次最为重大的外汇体制改革,在汇率政策上宣布开始采取有管理的浮动汇率制。此后,体现内外均衡的汇率政策与货币政策之间大约发生了三次大的冲突(谢平、张晓朴,2002),也有其他学者将之归纳为四次冲突。主要体现为独立货币政策(基础货币投放适度、人民币利率水平可控)和稳定的汇率政策之间的冲突,然而归根结底,其实质还是宏观经济的内外均衡问题。仔细剖析,我们发现,利率—汇率传导的失灵、事实上的固定汇率制(2005年后开始缓慢升值,但仍保持相对稳定)与货币供应量的内在冲突,以及我国资本管制在事实上较大

程度地失效等，均是开放经济下中国货币政策和汇率政策冲突产生的主要原因。

作为一项调节汇率水平与货币供给，实现双重稳定的特殊工具，外汇冲销干预已成为很多国家实现内外均衡的重要政策选择。从我国现行的协调汇率政策与货币政策冲突的实践来看，这种带有外汇缓冲性质的外汇冲销干预也成为我国货币当局所采用的最主要的手段。外汇冲销干预的基本思路是：货币当局通过外汇干预实现汇率政策目标，当干预导致本国基础货币发生变化后，货币当局再通过其他货币政策工具来冲销前者对货币供应量的影响，以保持基础货币量不变、本国利率水平不变。在这个过程中，央行的外汇干预与其他货币政策工具相互搭配，共同实现内外均衡的目标。例如，当汇率上出现本币升值的同时，内部经济呈现通货膨胀，则央行可以在外汇市场上买入外币干预本币升值，同时针对因干预汇率而增加的本币供给，则可以使用其他货币政策工具进行对冲，如在公开市场通过卖出央行所持有的有价证券、提高存款准备金率和再贴现率等紧缩性货币政策以抑制通货膨胀，实现内部均衡目标。在1994年以来的几次冲突中，货币当局在1994~1997年主要依靠回收央行再贷款，1998~2000年主要依靠央行的公开市场操作，2003年以后则主要依靠发行央行票据与提高法定存款准备金率。

西方发达国家对于外汇冲销干预的认识，基本将其定位于有助于汇率政策目标的实现。尤其是自进入浮动汇率制后，1985年的“广场协议”和1987年的“卢浮宫协议”后，联合干预的经历使得他们认识到外汇干预的重要性与必要性。在广大发展中国家，鉴于考虑到政治经济环境不稳定所导致的汇率大幅波动会冲击国内经济，外汇冲销干预成为这些国家一直坚持的政策措施。我国自1994年初实行了单一的有管理的浮动汇率制度，乃至2005年7月21日，人民银行再次汇改，宣布放弃盯住美元汇率制，实行参考一篮子货币定价以来，央行长期以来进行了持续的、大规模的外汇冲销干预，其主要目标在于协调以汇率政策与货币政策冲突为表象的内外经济失衡。亟须我们回答的问题是，我国的外汇冲销干预政策在多大程度上解决了我们的政策冲突？这种外汇冲销干预政策的有效性如何？在我国日益市场化的背景下，这样的冲销干预还有多大的可维持空间？如果外汇冲销干预可维持空间缩小，在对待我国汇率政策与货币政策冲突时，如何改善我国的冲销机制？乃至于还需要何种长期的制度改革与政策配合以缓解我们的内外失衡冲突？本书试从理论与实证的角度进行相关分析并提出相关政策建议。

1.2 分析思路与逻辑框架

1.2.1 分析思路

本书考察的目标在于开放经济内外均衡条件下货币政策与汇率政策的协调配合。本书的分析思路基于以下逻辑递进：在分析我国货币政策与汇率政策冲突演变的基础上，深入分析两者发生冲突的主要机理与原因，并将本书的重点定位于对协调冲突过程中所采用的外汇冲销干预措施进行深入剖析。主要分析内容为，在特定外汇制度背景下，我国外汇冲销干预的有效性以及这种冲销干预协调措施的可维持性。根据研究分析，本书认为，我国现行的外汇冲销干预措施有效地协调了汇率政策与货币政策的冲突，并将仍在一定的条件下继续使用，但是随着我国市场化进程的不断推进，我国各种冲销工具的可维持空间将不断缩小。沿着这一逻辑继续下去，在我国冲销干预可维持性越发脆弱的情形下，在协调汇率政策与货币政策冲突时，则必须完成我国弹性化汇率形成机制的改革。因而本书认为，在有效协调冲突的措施上，应该短期调控与长期机制改革并举。在短期内，继续完善以冲销干预为主体的本外币协调的政策框架；在长期内，在汇率政策上要改革我国现行的事实上的盯住汇率制度，推进弹性汇率形成机制的改革。另外，放宽外汇管制、改革与完善外汇市场、推进利率市场化建设等也是协调改革的重要配合条件。

1.2.2 逻辑框架

本书逻辑框架如图 1-1 所示。

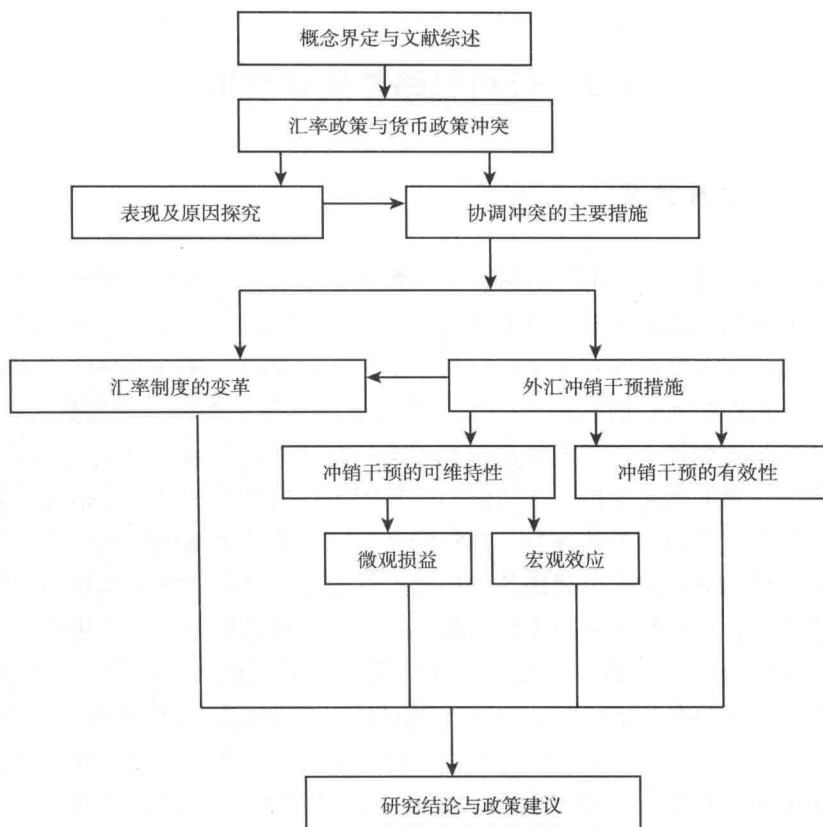


图 1-1 逻辑框架

1.3 主要研究方法

本书主要运用货币经济学、国际经济学以及统计学等相关经济学理论知识进行研究，对汇率政策与货币政策的冲突，以及在协调配合的过程中进行的冲销干预与汇率形成机制改革进行了探讨。本书的研究方法主要运用了规范分析和实证分析研究相结合、数理模型推演、时序分析法等多种研究方法。

规范分析是基于一定的价值判断，通过推理与演绎，对各种经济现象予以解释与阐述。本书利用规范分析，解释了我国货币政策与汇率政策冲突的表现及形成原因，论证了货币政策与汇率政策协调的必要性。实证分析是通过一定的计量分析工具试图探究经济变量之间的相互关系及其内在规律。在实证研究方面，本

书运用基于冲销系数的多元回归对我国冲销干预有效性进行了检验分析,运用央行损失最小化函数结合冲销干预实证冲销干预所产生的宏观经济效应等。同时,在研究的过程中也引用了一些学者既有的实证研究结论来支持本书的结论。另外,在实证分析的过程中,还较多地运用数字与图表来予以分析和说明。

经济模型推演就是通过少数关键性变量之间的联系来揭示一个复杂经济系统的某种经济特性或基本特征。本书在汇率制度的选择分析中也使用了数理模型推演方法。本书通过借鉴易纲等人的汇率选择模型,纳入了冲销干预变量,结合直观的几何图形与数学分析和推导,揭示我国在冲销干预力度减弱后,协调冲突的长期汇率制度的选择方向。

时序分析法。时序分析法主要是根据经济事件发生的时间前后顺序与过程,来分析经济系统内各变量的变化及因果关系。本书对1994年以来,我国发生的若干次汇率政策与货币政策之间的冲突,按照不同时期的汇率政策与货币政策的实践,进行了分析,并查找原因。在操作实践中,以时间为顺序研究了我国在几个不同阶段所处的宏观经济环境以及所采用的冲销干预的方法和成效。

1.4 主要结构与内容

第1章 绪论。在我国维护内外均衡的大背景下,论述对协调我国汇率政策与货币政策冲突的外汇冲销干预手段的理论与现实意义,说明文中将采用的研究思路、技术路径、研究方法以及论文的主要框架与内容,论文的主要创新与不足。

第2章 概念界定与文献综述。在本章中,着重对于汇率政策、货币政策的内涵加以界定,以此说明两者产生冲突的机制,同时针对实践中的主要协调工具将冲销干预分为外汇干预与冲销操作两个部分定义并加以说明。另外,本章中还对我国汇率政策与货币政策的冲突与协调、外汇冲销干预渠道及有效性的相关文献进行了综述。

第3章 我国汇率政策与货币政策的冲突与原因探究。在本章中,就我国自1994年以来发生的汇率政策与货币政策的冲突进行客观描述,并从稳定汇率水平与货币供应量目标之间的内在矛盾、利率、汇率联动机制失灵以及资本管制的失效等三个方面探究了造成政策冲突的重要原因。

第4章 冲销干预理论及在我国的主要实践。在本章中,对外汇冲销干预的制度框架,冲销干预的基本理论进行综述。并对1994年来针对我国汇率政策与货币政策冲突而进行的冲销干预的主要实践进行了客观描述。

第5章 外汇市场压力及外汇干预的测度。在本章中,在总结国内外学者对外汇市场压力指数研究的基础上,根据外汇压力的一般定义,使用模型分析法,对自1994年以来我国的外汇市场压力指数及央行干预指数进行了估算。计量分析的结果显示:自1994年外汇体制改革以来,除在亚洲金融危机期间和2008年国际金融危机爆发之初的一段时间以外的绝大多数时间里,我国始终面临着汇率升值的压力。我国央行外汇干预指数大多数时间都在0~1之间波动样本平均值达到0.7553,这表明我国外汇市场压力有超过75%的都是通过外汇干预来缓解的,央行外汇的干预力度较强。

第6章 我国央行外汇冲销干预有效性实证分析。在本章中,笔者利用1994~2012年的季度数据,从央行冲销干预的基本机理出发,通过建立中央银行反应函数和估计冲销系数,结合央行各年货币政策执行报告,分阶段讨论了央行在面临国际收支双顺差的情况下,实施冲销干预政策对货币政策、货币供给的影响。得出的结论是:央行利用再贷款、再贴现、调整准备金率以及公开市场操作等干预手段有效地冲销了为稳定汇率水平而被动增加的货币供给,在一定程度上协调了汇率政策与货币政策之间的冲突。

第7章 我国外汇冲销干预政策的可维持性分析。从某种意义上说,关涉冲销干预可持续性实际上是要求我们考虑中央银行外汇冲销干预的成本和收益分析。本章结合我国央行外汇干预与冲销操作的实践,在引入经济学成本与收益观点的基础上,对我国外汇冲销干预分成微观损益和宏观经济成本收益两部分综合进行绩效分析,继而分别从我国宏观经济环境与冲销干预工具两个方面探讨了我国冲销干预政策的可持续性。

第8章 汇率政策与货币政策的协调:走向有管理的浮动汇率制。本章在考虑冲销因素的前提下,建立了一个基于央行损失最小化的汇率制度选择的理论模型,模型结论认为,随着资本开放程度的加深(此时冲销干预条件减弱),保持独立货币政策将要求汇率制度走向浮动。笔者在本章中还设计了我国退出单一盯住汇率制,走向有管理的浮动汇率制的渐进变迁步骤和路径,以及讨论了在渐进变迁过程中应注意的主要政策配合。

第9章 主要结论与政策建议。在简要总结全书结论的基础上,笔者提出,协调汇率政策与货币政策的冲突,应短期调控与长期机制改革并举,同步推进,相得益彰的政策建议。应继续通过改革外汇储备管理政策、发展外汇市场业务与公开市场操作、发展与完善国债市场、建立外汇平准基金等进一步完善冲销干预工具与方式。另外,建立利率与汇率的联动机制也是协调冲突的重要途径。

1.5 可能的创新与不足之处

1.5.1 可能的创新

(1) 在提出通过央行冲销干预手段进行汇率政策与货币政策的协调配合时,本书构建了基于冲销系数模型的我国央行冲销干预有效性实证分析,从实证上支持了央行多年来在实践上进行的冲销干预的努力。关于央行冲销干预的可持续性问题的,在计算冲销干预的微观成本时考虑了其损益的机会成本以及冲销操作过程中的成本。同时,本书也通过模型实证说明了冲销干预作为央行的宏观调控工具所发挥的宏观经济绩效。提出央行的外汇干预的可维持性并不能仅将央行自身的损益作为政策操作的判别标准。并且我们可以看到,在目前我国汇率市场化与货币政策的完善过程中,以央行票据为主体的冲销干预手段,已经成为我国央行创造性的常规货币政策工具。

(2) 在基于货币绩效方面的汇率制度选择方面,本书在借鉴了三元悖论与易纲、汤弦等人扩展的“不可能三角”假说的基础上,构建了一个考虑到央行冲销干预、贸易部门比重及一国选择汇率的政策成本等因素在内的央行损失最小化函数。模型结果表明:在其他因素不变的情形上,随着资本流动的加剧(此时一国冲销干预能力减弱),将使得汇率制度的选择内生地走向浮动。从而说明在我国冲销干预力度随着外部条件的变化而维持减弱性时,浮动汇率制是协调汇率政策与货币政策过程中的必然选择。

1.5.2 本书的不足之处

(1) 汇率政策与货币政策的协调本身就是一项系统工程与艰深课题,牵涉宏观经济内外均衡调控的方方面面。而本书仅从外汇冲销干预与汇率制度选择这一角度进行了粗浅研究,未能从内外均衡与多维环境下的政策搭配的角度对汇率政策与货币政策的协调进行系统研究。

(2) 目前主流的货币经济学以及新开放宏观经济学,都倾向于基于微观基础、在一般均衡模型中展开分析,求解动态最优化问题。本书尽管在分析我国货币政策与汇率政策的外汇冲销干预协调手段等方面做了一些实证分析,但未能基于微观基础建立理论模型,这有待在后续的研究中完善。