



中国外汇储备宏观经济 效应研究

Zhongguo Waihui Chubei Hongguan Jingji
Xiaoying Yanjiu

王永茂 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



新疆财经大学基金资助项目
新疆维吾尔自治区重点学科金融学专业

中国外汇储备宏观经济 效应研究

Zhongguo Waihui Chubei Hongguan Jingji
Xiaoying Yanjiu

王永茂 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国外汇储备宏观经济效应研究 / 王永茂著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 6

(金融文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3496 - 4

I. ①中… II. ①王… III. ①外汇储备 - 宏观经济效益 -
研究 - 中国 IV. ①F822. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 120210 号

责任编辑: 段 钢

责任校对: 王凡娥

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

中国外汇储备宏观经济效应研究

王永茂 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)

北京密兴印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14 印张 230000 字

2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3496 - 4 定价: 38.00 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

1995年以来,尤其自2001年以后,中国外汇储备呈现迅猛增长态势,虽然有利于保障金融体系稳定,使中国安然度过1998年亚洲金融危机和2008年全球金融危机,但也引致了一系列宏观经济负效应,使外汇储备成为中国宏观经济调控中亟须解决的一大难题。本书从金融稳定功能、宏观经济均衡、经济增长三个角度,运用实证研究方法并结合其他多种研究方法,系统深入地分析近年来中国外汇储备快速积累引致的一系列宏观经济效应,探索如何使中国巨额外汇储备在积累、运用和调整过程中趋利避害、提升宏观经济效果,以促进外汇储备与宏观经济的协调发展。

全书内容分为七章:

第一章导论部分阐述本书的研究背景和意义,综述国内外相关研究文献。通过对文献成果的梳理,为本书的研究工作确定思路 and 方向。同时,介绍本书的研究思路、结构安排和研究方法,并总结本书的创新点与不足,为今后的研究提供经验与借鉴。

第二章从理论分析角度探讨外汇储备宏观经济效应。主要采用规范分析和历史分析方法,通过回顾外汇储备功能的发展与演变,来理解外汇储备在不同历史时期、不同经济环境、不同国家背景下对宏观经济运行的重要作用,对外汇储备影响宏观经济的机理分析则可以确定本书研究的理论脉络。传统的外汇储备功能与国际贸易发展密切联系,主要包括国际支付保障、对外清偿力保障与汇率稳定三大功能。2008年全球金融危机证明,外汇储备的危机预防/自我保险功能是有限的,必须借助货币互换等工具的支持。中国外汇储备在两次严重金融危机中发挥了重要的金融稳定功能。在宏观经济均衡模型框架下,外汇储备作为一国对外

经济往来的最终结果，首先受制于国内宏观经济运行，然后对宏观经济均衡调整产生重要影响。当一国同时存在国际收支顺差与国内供给过剩时，外部失衡与内部失衡一致，增加外汇储备有利于改善宏观经济失衡。中国现行外汇管理体制成就典型的“藏汇于国”，有悖于市场机制。由于央行必须维护人民币汇率稳定，则形成国际收支顺差→外汇储备增加→流动性过剩→实体经济与虚拟经济失衡的传递机制。

第三章从金融稳定功能角度考察中国外汇储备宏观经济效应。在对中国外汇储备发展进行现实分析的基础上，运用 Obstfeld 金融稳定—开放模型和回归分析方法，评估中国外汇储备是否足够担负金融稳定功能。鉴于巨额外汇储备自身面临巨大价值损失风险，还进一步分析了外汇储备增长对中国货币错配风险的影响，以此判断大量积累外汇储备以增强金融稳定的动机的合理性。1995 年以来，中国外汇储备增长与外汇结售汇制度密不可分，并受到制度因素、市场因素和外汇储备自我强化机制，以及国际资本流动的推动。从全球视角来看，中国外汇储备增长烙着深刻的国际资本流动背景，宏观经济运行面临更复杂和频繁的外部冲击，使中国内部失衡与外部失衡冲突更为严重。运用 Obstfeld 金融稳定—开放模型，实证评估中国巨额外汇储备在保障金融稳定方面发挥的重要功能，结果发现，1990 年以后，中国外汇储备在满足国际贸易支付需求上的功能大大弱化，而在维护金融稳定与安全上的功能显著加强。然而，巨额外汇储备本身蕴藏债权型货币错配风险，不仅使中国在宏观政策调整中陷入两难，若允许人民币升值，则中国经济容易出现通货紧缩和零利率流动陷阱；若继续维持汇率稳定而干预外汇市场，则人民币升值压力越来越大，而且当储备货币贬值时，会危及银行业稳定与宏观经济运行。采用修正方法测度 1986~2010 年中国货币错配程度，发现 2008 年、2009 年中国存在严重的债权型货币错配风险。进一步地，运用 VAR 模型和协整技术分析中国货币错配指数（AECM）、外汇储备、经常账户顺差与汇率间的动态关系，结果显示，在人民币升值空间有限的约束下，外汇储备增长显著扩大货币错配风险。

第四章从宏观经济均衡角度考察中国外汇储备宏观经济效应。分别从宏观经济总体失衡和货币失衡两个层次展开论证，在论证货币失衡效应时，以实体经济通货膨胀效应和股市流动性效应为主要研究对象。中

国宏观经济失衡的典型特征是高储蓄与高储备并存，外汇储备快速增长作为国际收支顺差持续扩大的直接结果，首先加剧了宏观经济总体失衡状况，然后通过外汇占款加剧流动性过剩，并进一步恶化货币失衡。运用 VAR 模型和协整方法的实证结果表明，长期内，经常项目顺差与国内净储蓄呈正向关系，资本项目顺差与净储蓄呈负向关系，且正向关系强于负向关系，因而外汇储备增长加剧内部失衡与外部失衡。进一步地，深入分析外汇储备增长对中国货币失衡程度的影响。实体经济货币失衡的集中表现是通货膨胀，虚拟经济货币失衡的主要表现是资产价格上升。基于 VAR 模型和协整方法的实证结果表明：中国外汇储备增长加剧了流动性过剩，但通货膨胀效应不明显。对中国外汇储备股市流动性效应的实证检验采用 VAR 模型与 Probit 模型两种方法，结果显示，长期内，外汇储备与流动性均是影响股价变动的重要原因，存在显著的股市流动性效应，但外汇储备变动对股价短期波动的影响作用不显著。从实证结果来看，中国外汇储备的股市流动效应强于通货膨胀效应。

第五章从经济增长角度考察外汇储备宏观经济效应。在一个小型开放经济模型的理论分析框架下，推导外汇储备增长对消费、投资、出口和经济增长的长期影响，运用东亚与拉美面板数据进行实证分析，剖析东亚外汇储备宏观经济效应的特点和原因，并探讨中国外汇储备增长对区域经济发展失衡的影响。理论模型推导结果证明，外汇储备增长可以增加出口、投资和经济增长，但会抑制消费。运用东亚 12 个经济体与拉美 9 国面板数据和随机效应模型 OLS 实证检验的结果表明，外汇储备增长可以促进出口和投资，但对消费存在“挤出效应”，对经济增长的促进效应也不明确。继而，深入分析中国外汇储备增长与东西部经济发展失衡间的联系，实证结果显示，1995~2010 年，外汇储备增长导致中国内向型经济与外向型经济间的流动性分配结构失衡，进而拉大两者集聚地区——东西部地区贫富差距。

第六章提出调整中国外汇储备宏观经济效应的 3 大策略。第一，鉴于中国在继续融入经济与金融全球化进程中，对外汇储备金融稳定功能的强大需求与巨额外汇储备自身蕴藏的货币错配风险间的矛盾，从金融稳定功能选择机制角度，提出通过加强金融货币合作来构建自有外汇储备以外的流动性支持体系。2008 年全球金融危机中大量运用货币互换的

成功经验,为未来中国积极推动 CMIM 基础上的亚洲区域金融合作提供了有力支持,具体可以通过构建人民币区、放开资本与金融账户开放、运用互换协议等措施加以推进。第二,鉴于中国外汇储备形成机制下,外汇储备大规模增长加剧中国宏观经济失衡,导致实体经济、虚拟经济失衡等一系列问题,从外汇储备增量角度,提出进一步完善人民币汇率改革以降低新增外汇储备规模,从而削弱外汇储备增长的宏观经济负效应。实施这一战略的核心是人民币汇率政策,由于短期内不可能实现人民币自由浮动,因而通过完善外汇市场和实施积极外汇政策来尽可能减少央行干预,削弱外汇储备形成机制。第三,鉴于中国外汇储备管理体制自身缺陷对外汇储备增长及宏观经济运行产生的不利影响,从外汇储备存量角度,提出积极运用外汇储备策略,努力实现外汇储备保值与增值。

第七章是本书结论,总结主要观点,指出不足和未来研究方向。

本书主要创新点体现在以下四个方面:

(1) 基于 Obstfeld 模型,从反证角度来探讨 1995 年以来中国外汇储备是否足够发挥金融稳定功能。在实证检验中,对 3 个样本区,1985~2010 年,1990~2010 年和 1995~2010 年分别进行估计,并对后两个样本区进行样本内预测,以更准确地把握中国在不同时期对外汇储备国际支付功能与金融稳定功能的偏好。

(2) 对唐宋元(2008)与刘少波(2007)两种货币错配指数(AECM)度量方法进行修正调整,来测度中国 1986~2010 年债权型货币错配风险。

(3) 从国民收入支出法分析角度,构建外汇储备与消费、投资、出口与经济增长间的计量模型,运用面板数据考察外汇储备的经济增长效应。在进行实证检验时,首先估计外汇储备存量的长期影响,然后通过加入外汇储备增量和运用传统经济增长模型两种方法进行稳健性检验,以增强实证结论的可靠性。

(4) 基于三级流动性支持架构,提出运用加强金融货币合作来部分替代外汇储备金融稳定功能。

当然,本书存在一些不足之处。由于缺乏中国外汇储备在金融危机窗口期稳定功能的实证探讨,因而对中国外汇储备金融稳定功能,特别是对银行业危机预防功能的论证不充分。而且,本书没有涉及非危机时期外汇储备积累对中国金融业和房地产市场的影响。未来,中国仍会面

临严峻的外汇储备调整与管理问题，将对中国经济和金融发展产生深刻影响，对这一课题的深入研究也具有非常重要的意义。

作 者

2013年5月

目 录

第一章 导论	1
一、研究背景与意义	1
二、国内外研究现状	3
三、研究思路、内容安排与研究方法	14
四、创新点与不足	18
第二章 外汇储备宏观经济效应的理论探讨	21
第一节 外汇储备功能的理论演绎	21
一、外汇储备功能理论发展评述	22
二、2008 年全球金融危机中外汇储备功能评述	30
三、中国外汇储备功能发展与演变	35
第二节 外汇储备影响宏观经济的机理分析	37
一、基于宏观经济均衡模型分析	37
二、外汇储备调整宏观经济失衡的机理	40
三、外汇储备宏观经济效应的传递路径	43
本章小结	46
第三章 中国外汇储备的金融稳定功能	48
第一节 中国外汇储备发展概述	49
一、中国外汇储备发展轨迹	49

二、1994 年汇改后发展特征	51
三、中国外汇储备形成机制与动因	55
第二节 外汇储备的金融稳定功能——基于 Obstfeld 模型分析	61
一、外汇储备增长的国际资本流动机制分析	62
二、持有外汇储备的动机分析	69
三、中国积累外汇储备的金融稳定需求分析	71
第三节 外汇储备积聚债权型货币错配风险	78
一、债权型货币错配与金融风险	78
二、中国货币错配风险现实分析	81
三、外汇储备与货币错配风险实证分析	86
本章小结	90
第四章 中国外汇储备增长中的宏观经济失衡	93
第一节 中国外汇储备增长中的宏观经济总体失衡	94
一、中国宏观经济失衡的现实表现	94
二、内部失衡与外部失衡间的关系界定	101
三、内部失衡与外部失衡间的关系实证	103
第二节 中国外汇储备增长中的货币失衡	109
一、外汇储备增长引发货币失衡的机理	109
二、外汇储备增长的通货膨胀效应	118
三、外汇储备增长的股市流动性效应	132
本章小结	141
第五章 外汇储备的经济增长效应	143
第一节 基于小型开放经济模型分析	143
一、小型开放经济模型构建	143
二、外汇储备经济增长效应的理论推导	146
第二节 基于东亚与拉美数据的实证分析	149
一、计量模型构建与数据说明	149

二、随机效应模型 OLS 检验	150
三、稳健性检验	154
四、结论与启示	158
第三节 中国外汇储备增长与经济增长失衡	159
一、外汇储备增长与流动性分配失衡	160
二、中国经济增长失衡的现实表现	161
三、外汇储备增长扩大东西部发展差距实证	164
本章小结	165
第六章 中国未来调整策略选择	167
第一节 外汇储备金融稳定功能选择机制： 金融货币合作策略	168
一、三级流动性架构：抵御金融危机	168
二、应对 2008 年全球金融危机：大量运用互换	171
三、亚洲金融货币合作前景与中国选择	172
第二节 外汇储备宏观经济负效应削减机制：汇率改革策略	176
一、完善外汇市场	176
二、实施积极汇率政策	181
第三节 外汇储备正效应扩大机制：积极运用策略	183
一、转向“二元模式”管理	183
二、完善专门投资机构	188
三、优化外汇储备资产配置	192
第七章 结论	194
外文人名翻译表	197
参考文献	199
后记	208

第一章

导 论

一、研究背景与意义

(一) 研究背景

在全球经济金融一体化程度不断加深的背景下，一国无论持有高额外汇储备还是严重缺乏外汇储备，外汇储备的变化都对宏观经济运行产生越来越深刻的影响。特别是持有高额外汇储备的国家，外汇储备的大量积累对国内宏观经济运行、国际经济交往、国际货币体系及其格局都具有深远影响。但是长期以来，理论界对中国外汇储备增长对宏观经济运行的影响作用缺乏深入探索。自 1994 年 1 月 1 日外汇体制改革以来，中国外汇储备保持快速增长，尤其自 2001 年以后呈现超速增长态势，2006 年 2 月达到 8536 亿美元，超过日本成为世界第一外汇储备大国，随后仍迅猛增长，到 2010 年、2011 年达到 28473 亿美元、31811 亿美元，分别占当年 GDP 的 47.4%、42.4%。这种过高的增长规模和过快的增长速度，使中国外汇储备成为被广泛关注和讨论的热点问题。围绕着外汇储备适度规模、结构优化、风险管理及经济效应等相关问题的探讨和争论越来越多。

根据传统的外汇储备适度规模模型，中国外汇储备无论从存量还是增量来说，都已远超出国际公认的常规标准。中国外汇储备规模过高，已在各界达成共识，因而继续探讨最优规模问题意义不大。但是，作为宏观经济运行的结果，中国外汇储备的迅猛增长，必然与宏观经济运行间存在极其密切的联系，不仅取决于宏观经济运行状况，而且对宏观经

济运行产生了愈来愈强烈的反作用。在中国加快融入全球经济金融一体化进程中, 外汇储备与宏观经济运行间的因果联系变得更为错综复杂, 因引起果, 果引发因, 周而复始, 相互推动。无疑, 外汇储备对一国宏观经济运行具有重要的积极作用, 并集中体现为外汇储备功能, 这是一国积累外汇储备的首要原因。1998年亚洲金融危机的爆发, 使外汇储备在抵御金融危机、维护金融稳定方面的功能得到普遍重视。2008年全球金融危机的爆发再一次证明发展中国家大量积累外汇储备的明智性。

高额外汇储备意味着, 中国经济发展可以得到外汇储备提供的巨大功能福利, 在有效保障对外经济发展所需的国际支付能力、国际清偿能力、稳定汇率能力的同时, 为中国构建了一个坚实的抗危机冲击屏障。但是, 外汇储备的高速增长显然已对中国宏观经济产生消极影响, 不断加剧宏观经济失衡。一方面, 国内储蓄快速增长、居高不下, 造成流动性大量过剩; 另一方面, 国际收支“双顺差”持续扩大, 人民币升值压力趋强, 导致中国同很多国家间的经济摩擦加剧, 使中国不得不负载着巨大的宏观经济调控压力。同时, 中国经济发展迫切需要更多地融入全球化进程、实现更灵活的汇率、开放资本市场, 以及增强金融实力等。这一系列问题已构成中国艰难经济结构调整过程中的一个巨大挑战。因此, 系统深入地探索中国外汇储备宏观经济效应, 有助于全面审估中国宏观经济运行状况并切实把握关键问题的实质, 从而促进中国经济持续健康发展。

(二) 研究意义

本书的研究意义主要在于四个方面:

(1) 明确外汇储备宏观经济效应的含义。外汇储备是一国全部对外经济往来流量的累积结果, 对开放经济条件下的宏观经济运行具有重要作用, 这种作用就是外汇储备的宏观经济效应。外汇储备宏观经济效应既包括正效应, 也包括负效应, 正效应集中体现为外汇储备功能, 负效应的表现复杂多样。

(2) 明确中国外汇储备宏观经济效应传递路径。1995年以来, 中国经济发展以“高储蓄、高投资、高顺差、高储备”为典型特征, 国内经济失衡形成净储蓄→净储蓄对外输出从而形成高顺差→在现行外汇储

备形成机制下，高顺差转化为高储备，导致外汇占款成为货币发行主渠道→流动性不断扩大，从而加剧国内货币失衡→传递至实体经济与虚拟经济，造成实体经济货币失衡与虚拟经济货币失衡，并对实体经济活动如消费、投资、出口和经济增长速度产生影响→进一步加剧国内供求失衡。如果考虑经济金融全球化背景，则中国外汇储备宏观经济效应的传递路径成为全球国际资金循环的一个子系统。

(3) 为中国宏观经济调整政策的制定提供理论指导。从金融稳定功能角度分析中国外汇储备宏观经济效应，有助于决策当局审视积累外汇储备的动机的合理性，从而为构建多层次的金融稳定功能体系提供指导和依据；从宏观经济均衡角度和经济增长角度分析中国外汇储备宏观经济效应，有助于评估外汇储备的长期快速积累对宏观经济失衡和实体经济运行的影响作用，从而为加强外汇储备增量管理提供依据。

(4) 为完善中国外汇储备管理提供政策建议。本书从四个方面考察外汇储备宏观经济效应，结合当前国际经济金融背景的特殊性和中国当前外汇储备管理现状，提出加强外汇储备流量管理和存量管理的相关策略。

二、国内外研究现状

(一) 国内外研究综述

外汇储备与宏观经济运行状况密切联系，一方面，后者是前者的决定因素；另一方面，前者会对后者产生重大影响。第二次世界大战结束后，在布雷顿森林体系下，受“美元荒”的影响，基于国际贸易和稳定汇率为目的的外汇储备充足性问题受到普遍重视，外汇储备更多地被标以宏观经济正效应特征，即一国外汇储备越多越好。布雷顿森林体系解体后，随着多元外汇储备体系的出现与国际资本流动影响的扩大，外汇储备需求研究活跃起来，但是由于20世纪60~70年代的发展中国家仍普遍面临外汇储备短缺和国内资本积累不足的问题，使这一时期的多数研究认为外汇短缺与高外债水平、高通货膨胀率、货币贬值和低经济增长

密切相关^①。20世纪80年代之后，由于对外汇储备需求问题的关注相对沉寂下来，因此有关外汇储备宏观经济效应的研究寥若星辰。1998年亚洲金融危机导致外汇储备需求和积累模式发生深刻变化，伴随着新兴发展经济体普遍囤积外汇储备的发展趋势，专门研究外汇储备宏观经济效应的文献多了起来，概括起来，主要侧重于研究外汇储备与中央银行干预、实际汇率、金融危机、福利效应、全球经济失衡间的作用关系。国内研究主要遵循两个方向进行，一是研究外汇储备对宏观经济政策的影响，侧重于对货币政策的影响，一般运用定性分析方法；二是研究外汇储备增长对宏观经济变量的影响，主要是对通货膨胀、货币供应量、GDP、汇率等的影响，主要采用定量分析方法。

1. 外汇储备与央行外汇市场干预

货币当局直接干预外汇市场的操作包括两种，一种是冲销式干预（Sterilized Intervention），另一种是非冲销式干预（Non-Sterilized Intervention）。冲销式干预使货币供给量维持不变，而非冲销式干预则会引起国内货币供给量的变化。Friedman（1953）提出，为了维持汇率稳定，中央银行在币值过低时买入外汇，在币值过高时卖出外汇，则必定会导致外汇储备发生变化。因此，一国外汇储备高速增长必然增加货币发行。为避免通货膨胀，央行进行货币“冲销”操作，而货币冲销操作会加剧央行资产负债表失衡，使外汇资产与本币债务工具规模同时扩大。因此，运用外汇储备干预外汇市场的操作可能会产生以下三种负面影响：

（1）干预的财政成本。

一种早期假设是，在中央银行进行干预的国家，国内利率高于国际水平，承担了较大的携带成本，而且通常是那些在过去导致政策逆转的上升成本。Taylor（1982）在布雷顿森林体系崩溃后最早开始研究央行“冲销”干预的成本与损益问题，他运用20世纪70年代9个主要的工业化国家（加拿大、法国等）月度汇率数据和外汇储备变化来研究，结果表明，在样本期内9个工业化国家因为干预操作亏损166亿美元。Khan和Reinhart（1994）估计20世纪90年代早期的资本流入时期，拉美国家

^① 王永茂：《外汇储备需求理论述评及最新进展》，载《新疆财经大学学报》2012年第1期。

每年干预成本估计在 GDP 的 0.5% ~ 0.25% 水平之间^①。Mohanty 和 Turner (2006) 研究指出, 即使一些国家 (如中国) 的中央银行, 一定时期内具有正携带成本, 但携带成本自身有周期性, 而且这些假设成本的计算并未包括因债券价格变动而产生的资本损益, 也难以避免财政成本。他们还指出, 相关外币资产组合投资使中央银行暴露于来自货币升值的潜在估值损失风险, 而且本币的相对主要锚定货币 (从投资一篮子货币来看) 出现较大升值的国家已遭受严重估值损失。这种观点与中国现实情况相符, 由于人民币持续强劲升值, 使巨额外汇储备形成巨大的汇率损失^②。

(2) 货币失衡。

IMF 对部分发展中国家和经济转型国家的外汇市场干预行为进行的一项调查显示, 10% 的发展中国家进行“非冲销式干预”, 50% 的发展中国家进行“部分冲销式干预”, 只有 20% 的发展中国家进行“完全冲销式干预” (Canales Kriljenk, 2003)。然而, 大多数决策者和学者认为, “冲销式干预”会导致货币政策失效等一系列问题, 主要原因有两个:

第一, 由于货币政策目标往往与汇率目标不一致, 使得央行干预很难与货币政策保持协调。Lewis (1995) 基于 1985 ~ 1990 年美国外汇市场数据和 VAR 模型, 从货币政策与外汇干预间联系的角度, 来分析冲销干预如何影响汇率, 结果发现, 货币政策与冲销干预间存在相互影响和预测联系。Reeves (1997) 采用一个两国博弈模型证明, 央行干预可以作为预示未来货币政策的信号, 从而影响汇率预期。他提出, 货币供给变化必须配合央行干预, 以保证政策可信度。

第二, 即使运用冲销式干预也不能完全解决货币供给过量的问题, 因为冲销政策的长期有效性取决于冲销工具的类型和这些工具最终由哪些部门持有。Heller (1976), Mohsen 等 (1997) 研究得出相同结论, 外汇储备增加与通货膨胀之间存在正相关关系。Kehoe (1989), Mohanty 和 Turner (2005) 指出, 大规模外汇储备积累通常增加银行系统的潜在流动

^① Khan, M. S., C. M. Reinhart, *Macroeconomic Management in Maturing Economies: the Response to Capital Inflows. IMF Issues Paper*, Washington DC, March, 1994, www.ideas.repec.org.

^② Mohanty, M. S., P. Turner, *Intervention: What Are the Domestic Consequences? BIS Papers* No. 24, May, 2005, pp. 56 - 81.

性，若通过出售政府长期债券来进行部分冲销，则冲销式干预会导致央行票据或政府债券大量发行。由于大多数国家的货币冲销工具是短期的，因此巨额冲销证券和其他形式的非货币性负债会增加中央银行支付利息的负担，从而进一步发行有价证券。同时，大量短期债务也可能使中央银行未来暴露于类似政府巨额债务滚动风险的利率波动风险中。根据 Canales 和 Kriljenk (2003) 的研究，发展中国家出于本国货币的经济环境考虑而不得不进行大规模的外汇市场干预，由于发展中国家外汇购买往往超过外汇卖出，则是否对干预进行冲销将影响发展中国家的货币政策，如果不进行冲销将提高本国通货膨胀率，而如果进行冲销将促使本国利率水平急剧上升，不利于央行资产负债表平衡，并加大宏观经济的利率负担。例如，韩国银行 (2005) 表示，担心对货币稳定债券的依赖增加导致利息成本不断攀升。Calvo 等 (1993) 实证分析拉美资本流入情况发现，正是因为央行货币冲销操作导致利率上升，吸引更多资本流入，加剧国内需求过度膨胀和本币过度贬值，不利于提高经济增长，并且使政府面临更重的外债负担，准财政赤字增加，这恰恰与货币冲销最初的保持内部平衡的目标相违背。因此，他们认为频繁的货币冲销只会导致拉美国内利率水平的升高，进而扩大国内外利差，使中央银行陷入更深的货币冲销泥潭中^①。Kumhof (2004) 研究表明，在新兴市场中，货币冲销只是国内私人 and 政府资产与国外私人 and 政府资产的替代，冲销后相对较高的国内利率水平并不能阻止金融资产的价格水平上升与外资的流入，这样只会使本国重复不停地发行货币^②。

国内研究主流认为中国外汇储备快速增长降低了货币政策独立性和有效性。曹伯龙 (1999) 运用修正的 IS-LM 模型和一个大国开放经济的蒙代尔-弗莱明模型分析指出，中国外汇储备资产结构变化短期内削弱货币政策功效，而且美国通过影响世界汇率水平和利率水平影响中国经济，从而降低中国货币政策的主动性。史焕平 (2006) 研究认为中国外汇储备的非均衡增长加大了货币政策有效实施难度、人民币升值压力和

^① Calvo, G. A., The Perils of Sterilisation. *IMF Staff Papers*, Vol. 38, No. 4 (1991), pp. 921 - 926.

^② Kumhof M., Sterilisation of Short-term Capital Inflows through Lower Interest Rates? *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19, No. 23 (2004), pp. 1209 - 21.