

● 黄泽民 著



浮动汇率制与金融政策

Fudong Huilǜzhì yu Jinrong Zhengce



上海人民出版社

浮动汇率制与金融政策

黄泽民 著

上海人民出版社

责任编辑 赵人俊
封面装帧 傅惟本

浮动汇率制与金融政策

黄泽民 著

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

新华书店上海发行所经销 上海联合科教文印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 8 字数 191,000

1997 年 6 月第 1 版 1997 年 6 月第 1 次印刷

印数 1—3,000

ISBN7—208—02575—4/F·535

定价 12.00 元

序

《浮动汇率制与金融政策》是黄泽民同志的博士论文。该论文从选题到成文历时六载。在论文的选题和撰写过程中,作者广泛收集资料,认真钻研国内外金融文献,反复论证,仔细修改,数易其稿,最终形成今天呈现在读者面前的著作。通观全书,作者以其深厚的经济学理论基础,运用先进的分析方法,对国内金融理论和国际金融理论的结合,作出了开创性的研究。

作者突破了把国内金融与国际金融分开研究的传统,以各国经济对外开放度不断提高的客观事实为对象,围绕浮动汇率制与金融政策这一沟通国内金融和国际金融的宏观经济的主渠道进行研究。作者认为,在浮动汇率制度的开放经济条件下,国与国之间所有的经济联系都必然在汇率上反映出来;一国的金融政策也必然最终在汇率上有所反应;汇率变动、尤其是作者分析的核心之一的汇率超调变动,不仅把各国金融政策的相对变化从一个国家传递到另一个国家,而且直接影响着金融政策的有效性。汇率同金融政策的关系恰如一枚硬币的正反面,本国扩张性金融政策在汇率上的最终表现是本币贬值,外国扩张性金融政策最终将导致外汇贬值。与此相对应,外汇市场干预政策和公开市场操作两项政策工具亦应搭配使用,外汇市场干预政策不仅可能影响汇率,对货币供应量、就业、物价、产量以及对外贸易等方面也会产生影响;同样,公开市场操作不仅可以改变货币供应量,也将对汇率产生深远的影响。所以,在浮动汇率制度的开放经济条件下,外汇市场干预政

策亦可视作金融政策工具,公开市场操作也可作为汇率的调控手段,两者配合使用得当,效果会更好。仅有政策手段尚不够,目标必须明确,无通货膨胀的物价趋势是一国正当的长期目标;要充分考虑到浮动汇率制条件下一些重要经济变量的波动性,无论是汇率、利率、物价和产量都处于动态平衡之中,因此必须允许波动,容忍其在一定时间内偏离理论值,这是中央银行的政策策略。汇率与金融政策的相互联系、相互影响的关系决定了一国在选择汇率制度时,必须考虑各类汇率制度下金融政策的有效性。作者还对工业发达国家的中央银行联合干预外汇市场问题作了深入分析,他认为联合干预具有寡头垄断性质,联合干预条件下形成的国际汇率具有寡头垄断价格的性质,联合干预的目的是试图把汇率控制在干预国希望的范围内,如果干预成功,广大发展中国家的外汇储备和货币性国际债务等都可能蒙受巨大损失。

作者运用逻辑推理的、数学模型的和几何的方法,对上述观点作了严密的论证,虽然论文所涉及的内容十分广泛,但是,作者抓住国际与国内相联系的部分为主线,各章都有其独到的见解,各章之间的重要观点在逻辑上又紧密相关,层层推进,丝丝入扣,从而形成了一个严谨的分析国内金融与国际金融的理论体系。该书的重要研究成果,是建立了一个沟通国内经济金融和国际经济金融的研究体系,打破了把国内金融与国际金融分开研究的传统和习惯。具体而言:(1)货币本位制度是决定汇率制度的基本因素;(2)商品价格粘性不是汇率超调必要的前提条件,汇率超调具有普遍性;(3)汇率超调使得因金融政策变动而引起的产量和就业的波动幅度明显扩大,汇率超调可能对贸易收支和资本流动产生循环性扰乱;(4)购买力平价不能作为干预外汇市场的依据,但是,当汇率大幅度偏离购买力平价时,中央银行应该干预外汇市场;(5)联合干预是国际寡头垄断行为,对发展中国家极为不利;(6)一个国家不存在一个现存的货币供应增长率,但是,这并不意味着货币当局

可以随心所欲地处置货币供应问题；(7)中央银行理应控制货币供应量从而达到稳定物价的长期目标；(8)从金融政策的独立性、有效性等角度考虑，有管理的浮动汇率制是国际管理纸币本位制下理想的选择。

我国经济正处在进一步改革开放的重要历史阶段，包括我国在内的世界各国经济的相互依存关系也正在向深度和广度发展，面对这样的事实，我们研究的视野理应更加开阔一些，必须密切关注国际经济金融变动对我国经济产生的影响以及我国经济发展对外部经济的影响，首先从理论上搞清楚这种相互影响的内在机制和连锁反应，是完全必要的，就这个意义上讲，黄泽民同志的这本专著是一项重要的理论贡献。

陈彪如

1996年11月3日

导 论

在传统的金融理论研究中,一般把国际金融与国内金融分开进行,汇率论与金融政策论也分别属于不同的领域。然而,随着世界各国经济联系的加深、经济金融国际化的飞跃发展,尤其是1973年全球进入浮动汇率制度以来,国与国之间相互的经济影响非常之强烈。所以,在开放经济条件下,把国际金融与国内金融分开研究的方法同现实经济对理论研究的要求相去甚远,合理的研究应该把这两者有机地结合起来。作为对这两者的综合研究,在国际上大约兴起于70年代中后期,到80年代中期已出现一些研究成果,日本的学者称之为国际金融的宏观经济学,而国内这方面的研究成果颇为罕见。近年来,我国经济迅速发展,对外经济联系日益广泛和深入,随着我国经济国际化程度的提高,人民币自由兑换的进程正在加快。1994年我国实行新汇率制度以来,由于国内外的利率差相当大,再加上国内严重的通货膨胀,国内学术界开始关注对外金融和国内经济金融的关系,可以说在中国开展国际金融的宏观经济学研究的时机已经成熟。由于该领域涉及的内容十分广泛,而且内涵非常丰富,因此,作为一种尝试和开端,本书采撷其中一个侧面——浮动汇率制与金融政策,作为研究的对象。通过研究,本书证明了浮动汇率制度下汇率超调(Jump Overshooting)的广泛性,并以此为基础分析了存在汇率超调变量时金融政策对汇率、物价、利率、产量和对外贸易的影响,不同金融政策工具和政策工具的搭配所产生的效应,政策策略的选择,不同汇率制度的比

较,以及联合干预的影响等一系列关于浮动汇率制条件下的金融政策的工具、目标、效应和策略问题。相信本书研究的问题,对正在向开放经济体系过渡的我国宏观经济管理具有重要的前瞻意义。笔者主要采用了形式逻辑、数理模型和几何图形等分析方法,着重对浮动汇率制与金融政策的理论问题进行了研究。如果本书的研究能够起到抛砖引玉的作用的话,窃以为拙著的目的就已达到。

本书的基本逻辑结构是:第一章,讨论货币本位制与金融政策的基本关系,证明不同的货币本位制具有不同的汇率制度,不同的汇率制度又具有不同的金融政策,从而阐明了建立在美元本位制基础上的浮动汇率制和金融政策的基本关系。为了支持第一章的观点,在第一章之后安排了题为《金本位制度与金融政策》的附论,试图通过说明商品本位制下的金融政策的特征,证明金融政策的手段、效应在很大程度上取决于由货币本位制度决定的汇率制度。所以,第一章和附论是本书主题——浮动汇率制与金融政策的背景研究,从理论上阐明为什么把汇率制度同金融政策放在一起研究的问题。第二章主要讨论抵补的利率平价公式,并给出了非抵补的利率平价公式。利率平价公式把国内金融变量(利率)和对外金融变量(汇率)联系起来,所以,利率平价不仅是重要的短期汇率理论之一,同时也是汇率和利率的动态理论的基础,它为以下各章的模型构筑作了重要的理论准备,同时也为全书作了铺垫。第三章以利率平价公式为基础,证明了浮动汇率制的汇率波动的基本特点——汇率超调的普遍性。本章的重要特点是构建了库存条件存在时的汇率动态模型,从而证明了汇率超调比多恩布施(R. Dornbusch)的模型更具有广泛性。以第三章的模型分析为基础,第四章讨论在浮动汇率制存在超调的条件下,金融政策对各种经济变量的影响。第五章以浮动汇率制以及超调的存在为前提,对不同金融政策工具的效用进行比较分析,并对外汇市场干预等不同金融政策工具的搭配效应作了分析。第六章分析了中央银行在浮动汇率

制下的政策策略,即中央银行在怎样的情况下干预外汇市场,并改变货币供应量。第七章进一步讨论在浮动汇率制下,中央银行干预外汇市场的目的、方式、效果以及联合干预等问题。第八章讨论浮动汇率制下中央银行的政策目标,对最终、中期和短期目标都进行了分析,并对中央银行政策操作的主导思想,即规则对权变问题作了分析。以上各章分析了同金融政策相关的浮动汇率制的特点,以及浮动汇率制下的金融政策的手段、效应和目标的特征。在此基础上,第九章比较了固定汇率制和浮动汇率制的优劣,主要以金融政策的目标等为标准,讨论了汇率制度的选择。各章概要如下:

第一章的中心议题是货币本位制与金融政策的关系,明确了不同货币本位制条件下金融政策的必然差异,以及美元本位制下的浮动汇率制同金融政策的基本关系。本章首先分析货币本位制度同汇率制度的关系,指出商品本位制、混合本位制和纯粹信用本位制条件下的汇率制度是不同的。在典型的商品本位制条件下,由于货币本身具有价值,不同国家的货币之间的比价,实际上是各国单位货币包含的同一种商品的不同数量之比,因此,必然实行固定汇率制;在混合本位制下,一些国家采用金币或金块本位制,而另外一些国家则实行金汇兑本位制,在此本位制度下,各国都对本国货币规定了含金量,因而各国单位货币的含金量之比,就成为各国货币之间的比价,只要不改变单位货币的含金量,法定金平价不变,汇率亦不变,因而也是一种固定汇率制度。但是,这是一种节约黄金的货币本位制度,制度本身就隐含了不稳定的因素;在纯粹信用本位制下,所有的货币都不同特定的商品挂钩,货币的发行无需商品准备,世界各国只是根据本国经济的状况决定货币的供应量,汇率的确定丧失了客观依据,因而实行浮动汇率制度是无选择的必然,虽然有欧洲联盟那样的货币联盟,但毕竟是在经济联盟基础上建立的一套汇率制度,没有全球意义。在不同的汇率制度下,金融政策的效应不同,因而政策的目标、政策工具以及政策的传导机

制必然都要发生变化。为了证明这个观点,作为第一章的附论,着重讨论了典型商品本位制与金融政策的关系:“金本位制度与金融政策”。(之所以作为附论,是因为本书讨论的是浮动汇率制与金融政策的关系,但为了支持不同汇率制度就有不同的金融政策的论点,将其作为附论安排。)

布雷顿森林货币体系崩溃之后的货币制度的本质特征,在货币本位制方面是纯粹信用本位制,也有人称之为管理纸币本位制,在汇率制度方面则是浮动汇率制。这两大特征构成了当今国际汇率动荡不安的制度性原因。由于经济的和历史的原因,美元处于全球货币体系的中心地位,是最后的清偿手段,因而,当今的国际货币本位制度实际上是美元本位制度。美国利用其国际本位币的地位,放纵其行为,通过其经常项目向美国之外的地区投放了巨额的美元。而日本等其他工业发达国家与美国相反,从美国获得巨额的贸易顺差,并在国际金融与外汇市场上购入大量美元资产。美国与日本、西欧这种行为上的差异,成为国际外汇市场不安宁的根本性原因。虽然至今尚未找到一种最佳的国际清偿手段和国际汇率制度,但是,那种把浮动汇率制吹得天花乱坠的理论至少是不全面的。由于世界各国非常现实地处于这种动荡不安的国际金融环境中,因而研究浮动汇率制与金融政策的关系,尤其是研究浮动汇率制条件下的金融政策问题是非常必要的。

第二章以外汇市场的均衡为中心,讨论利率平价公式问题。利率平价说(Interest Rate Parity Theorem)是凯恩斯(J. M. Keynes)于1923年的著作《货币改革论》中提出的。利率平价理论是把金融市场上利率同汇率这两个重要的金融资产价格和变量联系起来分析,用以解释汇率短期波动和资本流动的原因的学说。作为一种短期的汇率理论,它强调两个金融市场的利息差以及由此引起的国际资本流动对汇率的影响。根据市场操作是否同时在远期市场作反向操作,有所谓无抵补的利率平价(Uncovered Inte-

rest Rate Parity)和抵补的利率平价(Covered Interest Rate Parity)之分。毫无疑问,前者是必须承担汇率风险的投机行为,后者是无风险的套利活动。本章首先讨论后者行为的普遍性,最后给出无抵补的利率平价决定式。

首先,联系即期外汇市场和远期外汇市场、国内金融市场和外国金融市场,简要地分析了抵补的利息套利机制,同时指出抵补的利率套利机制存在的前提条件。这些条件是:存在着高度发达的金融市场以及金融商品品种齐全,国际间的资本流动充分自由,以及金融商品的交易成本低到可以忽略不计等。虽然不能说这些条件已经完全具备,但可以说是基本存在的,因而,至少从理论上讲,抵补的利率平价式能够成立,从实践上看也基本存在。然后,用几何方法分析了当抵补的利率套利活动存在之时外汇市场均衡的问题,讨论了抵补的利率平价公式与即期外汇市场和远期外汇市场的均衡关系;同时,也进一步给出了抵补的利率平价公式得以成立的条件,进而建立了两个金融市场的利率变动对即期汇率、远期汇率以及利息套利活动引起的资本流动效应的模型。其结论是:当国内利率上升时,本国货币在即期汇率和远期汇率上出现反向变化,即期汇率表现为本国货币升值,远期汇率贬值,并引起资本的流入增加;当外国利率上升时,会引起本国货币即期汇率的贬值和远期汇率的上升,同时引发资本流入的减少。最后,论述了抵补的利息套利活动的广泛性。事实是,除了主动性的利息套利活动之外,还存在派生性的利息套利活动。在国际贸易领域和筹措资金活动中,同样存在着抵补的利息套利活动。在进口时,进口商可以选择是否接受短期的进口信贷和支付货款的时间,进口商对支付方式和时间的选择也是利息套利的一种形式。此外,在资金筹措活动中,同样有一个比较两个金融市场利息差、即期汇率和远期汇率差,并选择筹资成本较低的方案的问题。因此,抵补的利息套利活动是普遍存在的现象,它促使资本在国际间快速地流动。

此外,还存在着无抵补的利率平价。由于投机者具有专门化的知识以及经济金融信息日益全面和快捷,所以外汇市场上的投机行为极其普遍,无抵补的利息套利比抵补的利息套利更加普遍。这是浮动汇率制下汇率形成的重要动因,也是各国经济相互联系、相互影响的重要通道。

第三章分析浮动汇率制下汇率变化的重要特点,即汇率的跳跃性波动——汇率超调。本章建立的分析模型是一个库存模型。1976年马萨诸塞理工学院的多恩布施(Rudiger Dornbusch)教授建立了一个强调商品价格粘性特征的汇率动态模型。该模型描述并分析了汇率调整的动态过程和原因,指出汇率在其短期波动的轨迹中存在的超过均衡汇率、然后又逐渐恢复到均衡水平的跳跃性波动的现象。多氏把这种现象称之为汇率超调。多氏认为,商品市场的价格粘性和金融市场的价格灵敏性是导致汇率超调的主要原因。因此,多氏把商品价格粘性作为发生汇率超调的前提条件。本章在肯定多恩布施关于浮动汇率制下短期汇率波动轨迹的特点是超调这一基本观点的同时,否定其关于商品价格粘性是发生汇率超调的前提条件的观点,从而导出在浮动汇率制下汇率超调具有普遍性这一结论。

本章的安排是:首先,扼要介绍了多恩布施的模型。该模型的瞬间存量均衡是由货币供求均衡式和利率平价公式构成的。该模型分析了汇率调整的动态过程和原因,强调商品市场的价格粘性和金融市场的价格灵敏性是产生汇率超调的根本原因。然后,建立了一个动态汇率模型。这是一个具有库存市场的扩张的小国模型。在多恩布施的模型中,商品仅仅作为流量。但是,本模型不仅有商品流量,还包括了商品存量。这是与多氏模型的重大区别。与金融商品市场相比,商品流量市场直接反映消费和生产,其调整需要较长时间;但是,在主要由批发业者、投资者和零售业者参加的库存市场中,商品的价格非常灵敏,因而,库存市场的商品交易可以视

作存量。就这个意义上而言,本章所建模型可以说是一个库存模型。其次,对所建模型的长期均衡的性质作了分析,同时也对模型的短期均衡作了讨论,进而给出了模型必须满足的条件。根据分析,本章建立的模型从体系上看是稳定的。继而,在所建模型的基础上,就公开市场操作对汇率的影响,即汇率的动态调整轨迹作了描述,证明公开市场操作对汇率的影响是,瞬间效应大于长期效应,而且,在瞬间效应中非常明显地出现汇率的跳跃性波动,即汇率超调确实存在。最后,还对金融政策与超调的关联问题作了探讨。其结论是:当中央银行进行公开市场操作时,不仅汇率会发生超调现象,商品价格也会发生超调;而且,汇率超调的普遍性并不以商品价格的粘性为前提条件。

第三章论证了汇率超调的普遍性,在此基础上,第四章研究金融政策对汇率、物价、利率、产量、贸易、国际性资产以及资本流动等的连锁性影响。本章的分析有两个侧重点,第一是偏重于短期的动态性连锁变化,试图从根本上阐明这种连锁反应的原因;第二是重点研究上述连锁反应的国际性方面,即一国经济在出现这种连锁现象的对外经济方面。

本章首先构建了一个汇率动态的一般模型。它的主要内容是:(1)实际货币余额和国际性资产余额的需求函数式;(2)由收入、利率和资本商品价格决定的资本商品的供求均衡关系;(3)产生超额流动时,产量的变动式;(4)货币余额和汇率决定的物价变动率;(5)两国利息差决定的汇率变化率;(6)由弹性分析法和吸收分析法共同构成的国际性资产的变化率。本模型所反映的经济体系达到均衡状态的条件是:实际货币余额等于期望的货币余额;购买力平价理论得到实现;不存在国际间的利率差。模型的特点是可以观察到因货币的外生性变化引发的收入、汇率、利率、物价和资本流动的调整过程,比较充分地反映出各经济变量的运动轨迹。本模型的最大缺陷是,由三次联立方程式构成的体系过于复杂,难以直观

地解释,因而,后面采用放弃某一个方程式的做法,从而得到三个侧重于某一方面的修正模型。第一个修正模型讨论弹性价格条件下的资本流动和利率平价的动态变化。本修正模型的作用是,可以解释在实际货币余额调整时滞条件下,货币供应变化所引起的经济反应,也可以解释因进口需求和国际性资产需求的变化而引起的汇率变动。修正模型是由静态部分和动态部分构成的充分就业的弹性价格模型,动态部分的方程式反映了利率平价机制和经常收支机制。模型分析的主要结论是:(1)无论在开放经济,还是在封闭经济的条件下,如果价格具有充分的弹性,即使在短期,金融政策也是中性的;(2)在国内物价具有完全弹性的条件下,由进口需求外生性减少产生的只是通货对外价值抵消性增值和进口、出口的逆向性变化;(3)国际性资产需求的增加也是产生汇率超调的原因之一,一定的国际性资产的水平必须与一定的汇率水平相对应;(4)利率和国际性资产具有正相关关系。第二个修正模型讨论贸易收支均衡条件下的利率平价机制和产量变动的关系。在价格具有完全弹性条件下,货币供应量变动的金融政策对利率几乎不产生任何影响。由第一个修正模型得知,利率平价无法发挥动态调整机制的作用。但是,如果价格具有粘性,货币供应量的变动将对利率产生影响,利率平价就成为汇率动态模型中的一个有力杠杆。在利率平价机制运行条件下产生的超调,并不仅仅存在于外汇市场,超调是金融市场上一个普遍的现象。模型的动态部分由利率平价式和物价动态方程式构成,为了分析货币只增加一次的情况,所以在物价方程式中没有包括通货膨胀预期。本模型主要分析了如下经济变量的动态关系:(1)当国内利率和外国利率相等时的汇率与物价的动态关系;(2)利率的运动路线,以及利率与物价的动态关系;(3)在前面各项动态关系的基础上,说明了货币供应量和产量等的动态关系。第三个修正模型是产量和资本流动模型,中心议题是随着货币供应量的变化所产生的产量、汇率的变化,以及与此相关联

的贸易收支和资本流动的变化。模型由静态部分和动态部分构成。本模型的特点是强调收入效应,扩展的马歇尔—勒纳条件被作为动态模型中一个方程式的条件。通过分析,得出的结论是:在货币供应量增加导致汇率变动的条件下,汇率和贸易收支之间的关系是不确定的,但是,由于出口需求和国际性资产需求的变化所引起的汇率变动,对贸易收支的影响是确定的。

在本章的模型中,汇率超调处于中心地位,并显示出浮动汇率制下经济调整的动态性变化过程的特点。浮动汇率制下的汇率超调具有两方面的政策含义:(1)由于汇率超调因素,使得因金融政策变动而引起的产量和就业的波动幅度明显地扩大化;(2)由于汇率超调的存在,一国金融政策不仅对其他国家的利率、物价和产量产生影响,同时也可能引起贸易收支和资本流动的循环性扰动。

前两章具有动态金融学的性质,为了更加清晰地观察问题,从第五章开始对前面讨论的问题再分类作比较静态的分析。第五章比较各种金融政策的效应、分析政策工具的搭配和不同搭配的政策效应。一般而言,不同的金融政策工具带来的经济效应是不同的,所以,诸项政策工具都有其各自的优势。本章以分析各项政策工具的相对优势和政策搭配的效应为主题,分超短期、短期和长期三个时期分析各项金融政策工具的影响。

首先,从货币供应角度,介绍了开放经济体系下的主要政策工具,定义了三项纯粹的政策工具,即公开市场操作、外汇操作和黄金操作。为了使讨论简化,在后面的分析中,排除了黄金操作,并提出公开市场操作和外汇操作相搭配的混合政策工具,形成“非货币供应政策”的概念。此后,围绕着公开市场操作、外汇操作和混合政策工具的经济效应展开了分析。在进行超短期分析时,建立了理论模型。根据超短期模型可知,中央银行在公开市场上的操作和在外汇市场上的操作都将对国内信用和汇率产生影响。公开市场操作不仅对国内信用产生影响,同时也会影响汇率;外汇操作不仅影响

汇率,对国内信用也产生影响。当然,作为比较,我们发现两种政策工具都有各自的优势,即公开市场操作对利率的影响力相对地强,外汇操作对汇率的影响力相对地强。因此,如果中央银行能够利用多项政策工具,并恰当地组合,就可能使汇率和利率达到期望的水平。但是,由于中央银行掌握的与当前问题相关联的经济模型的参数极其不完备,不能在量上决定应该进行多大规模的操作时,只要能够辨别有关金融政策工具的比较优势,则可通过试行操作的办法,达到利率与汇率的目标值。从短期模型中导出三个一般性命题:(1)金融政策工具的比较优势并不是明确的事实,必须作详细的分析;(2)与超短期一样,中央银行可以从各种政策工具中进行选择,恰当的选择非常重要;(3)与超短期不同的是,外汇操作对国内产量具有强烈的效应,而公开市场操作对汇率具有较强的影响力。本章最后分析的是,在某种货币供应方式下,金融政策所具有的长期效应。在把生产部门分为贸易部门和非贸易部门的界定下,建立了包括两个生产部门的模型,并利用该模型重点讨论了非中性金融政策的效用。其结论是:如果中央银行持续地采取购入外国资产而创造货币的做法,其政策效应从消费上看,会引起持久的进口导向;从生产结构上看,将带来国内商品生产部门扩大和贸易商品生产部门缩小的内向型结果。

通过本章的分析,可以证明非货币性资产在金融政策中的重要作用。进入浮动汇率制以来,在汇率决定的分析中,一般习惯把货币分析法和资产分析法作比较研究,但是,事实上,非货币性资产也是重要的,因而不能简单地说汇率是纯粹的货币现象。

第三章和第四章揭示了短期汇率大幅度偏离购买力平价之可能,第五章则阐述了外汇操作效应和公开市场操作效应的差异,从这些论述中产生了中央银行对外汇操作应该采取何种策略的问题。在管理浮动汇率制下,汇率能够自由浮动,但中央银行拥有随时入市买卖以外币标价资产的选择权,问题是中央银行为什么行

使这种选择权。这就是第六章要解决的政策策略问题。在现实经济中,中央银行行使这种选择权的直接目的不外乎:(1)抵抗投机,抑制汇率的大幅度波动;(2)运用金融政策,把汇率经常维持在同购买力平价相一致的水平上;(3)通过对短期汇率的临时限制,防止汇率大幅度地偏离购买力平价。

本章首先分析了控制货币供应量还是控制汇率的选择问题。在封闭经济条件下,对中央银行而言,有一个控制基础货币供给量,还是控制利率的问题。在开放经济的管理浮动汇率制度条件下,当中央银行以买入外汇的方式创造基础货币的时候,同样可以在数量和价格这两者之间进行选择。通过分析,得出一个重要的关于制度设计方面的结论:在浮动汇率制度条件下,中央银行为了使经济顺利运行,应该拥有在控制汇率或控制货币供应量(买卖外汇)这两者之间的选择权,那种在制度上把中央银行的手脚钉住在控制汇率或钉住在控制货币供应量上的任何简单的做法都是欠妥的。然后,讨论了投机与干预的问题。本章的基本观点是投机对汇率具有双重性影响,既有稳定汇率的作用,又有导致汇率波动的作用,但从总体上看,稳定的作用更大。汇率波动的主要责任者是中央银行本身。各家中央银行为了维持各自不同的通货膨胀率和经济增长率,通过金融政策的变化,造成汇率的长期贬值或长期升值的趋势,并且常常导致非常剧烈的汇率超调。如果汇率的这种波动,不是中央银行对外汇市场干预的结果,则是国内金融政策的产物,所以,如果中央银行欲对汇率的稳定作出贡献的话,最主要的是必须执行稳定的国内金融政策,而不是把干预外汇市场作为抵制投机的手段。进而,对购买力平价论作了分析。在浮动汇率制下,无论从理论分析、还是从实际经验等方面得出的结论可知,汇率总是经常地偏离购买力平价。这是浮动汇率制的一个最重要的特征。那种试图把购买力平价作为金融政策操作的目标的想法,无论在理论上,还是在实践中都是难以实现的。其理由如下:(1)购买力平