

货币冲销政策的理论分析

李顺勇

(中国建设银行 淄博市西城支行, 山东 淄博 255000)

摘要:近年来我国外汇储备不断增加使得央行不断采取冲销政策,以期实现控制通胀和稳定汇率的双重经济目标。而货币冲销政策的实施方式和操作力度,是影响一国货币政策调控的关键变量,值得我们国家的中央银行认真加以研究。

关键词: 外汇储备; 货币政策; 完全冲销; 不完全冲销

中图分类号: F820 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2014) 02 - 0025 - 04

当一个经济体出现经常账户和资本与金融账户盈余的时候,外汇储备会不断地增加,国内经济往往会出现货币供应量增加以及通货膨胀现象。当前,我国确实存在货币供应过量问题,但通货膨胀率仍处在可控范围内,这些经济成果的取得都可以在一定程度上归功于实施货币冲销措施。当一国货币供给不断增加时,本国的货币当局经常会采用冲销措施,来调节利率和汇率水平,使其保持相对稳定,从而降低过多的货币供给对金融市场造成的影响。我国目前正处在经济转轨阶段,如何减少外汇储备快速增长对经济造成的负面影响是当前我国经济面临的热点问题之一,由于我国国际收支顺差在较长的一段时期内存在,因此货币冲销将是一个较长的过程。

冲销的理论模型分析

首先,我们假定国外利率水平是给定的,二是假定本国居民只持有三种形式的资产:本国货币 M ,以本币为面值本国政府发行的债券 B ,以外币为面值的外国政府发行的债券 F ,直接标价法的汇率为 h ,则外币债券的本币价值为 $h \cdot F$ 。在上述各种假设条件下,以本币计值的一国资产总量(财富总量)可以表示为: $W = M + B + h \cdot F$ 。一国资产总量在本国债券、外国债券和本国货币三者当中分配。^[1]从货币市场角度看,货币供给由一国中央银行控制,货币需求则是由资产总量(财富总量)、外国利率和本国利率三个因素影响,当利率上升,债券收益增加,债券就更具有吸引力,投资者就更加倾向持有本国或外国债券,减少对本国货币的持有,当一国的资产总量(财富总量)增加时,相应地对本国货币的需求也在增加;在本国债券市场上,一国政府控制本国债券的发行与供给,本国利率上升,投资者更加喜欢持有本国债券,而当外国利率上升时,投资者更加喜欢持有外国债券。^[2]因此本国债券的需求是本国利率的增函数、外国利率的减函数,是资产总量的增函数。从外国债券市场角度看,外国债券的供给是通过国际收支顺差获得的,当一国的国际收支出现顺差时,外国债券的供给也会伴随增加,对外国债券的需求是本国利率的减函数、外国利率的增函数,是资产总量的增函数。

冲销式干预和非冲销式干预

一国央行通过在外汇市场上的外汇买卖,目的是影响本国货币的汇率水平,以是否引起货币供应量的变动为标准,央行进行干预的两种基本方式是:冲销式干预和非冲销式干预,这两种分类往往是央行对外汇市场干预的最重要分类。冲销式干预是指一国央行在外汇金融市场上进行外汇交易的同时,通过其它货币政

收稿日期: 2013 - 12 - 14

作者简介: 李顺勇(1980 -),男,山东海阳人,经济学硕士,研究方向为国际金融。

策工具(主要是债券市场上的公开市场操作业务)来抵消前者对货币供应的影响,从而保持货币供应量不变的外汇市场干预行为,为抵消外汇市场加以对货币供应量的影响而采取的货币政策措施叫冲销措施。非冲销干预则是指不存在相应冲销措施的外汇市场干预,这种干预一般会引起一国货币供应量的变动。当国际收支出现顺差时,外国债券供给增加(由 f_a 左移至 f_b),在外国债券市场上形成超额供给。当一国的外汇债券增加时,一国的资产总量(财富总量)也出现增加,本国债券市场和本国货币市场形成了超额需求,^[3]导致货币市场曲线右移(由 ma 左移至 mb),本国债券曲线左移(由 ba 左移至 bb),汇率水平由 h_0 升值到 h_1 (直接标价法),如图 1 所示。

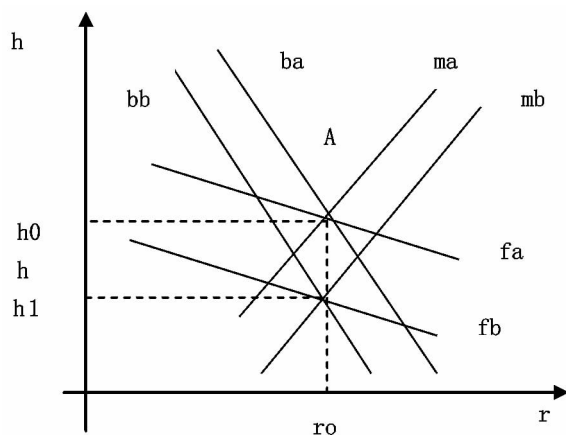


图 1 无干预的情况下,汇率的变化

中央银行的非冲销式外汇市场干预

首先,当国际收支出现顺差时,外国债券供给曲线将左移(由 f_a 左移至 f_b),本国货币供给增加,货币供给曲线将左移(由 mb 左移至 mc),汇率由 h_1 升为 h_2 ,会在一定程度上缓解了本币升值的压力,并且新的汇率点比初始汇率略高,如图 2 所示。

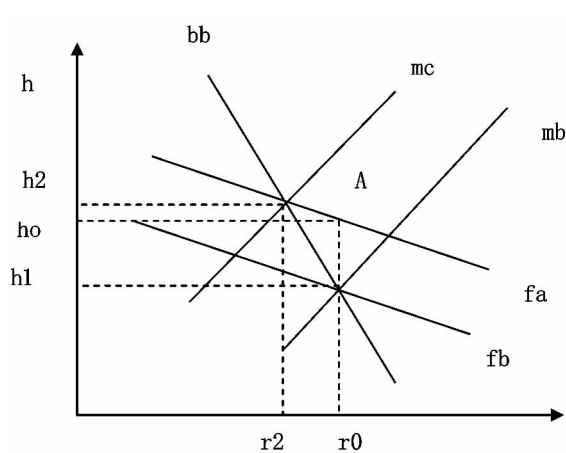


图 2 非冲销式干预

中央银行的冲销式外汇市场干预

当一国的国际收支出现顺差,外汇储备作为内生变量,一国货币当局往往无法直接加以控制,更多的时候是一国货币当局只能被动地接受外汇储备的增加,进一步引起本国货币供应量的增加,这样削弱和影响了货币当局控制货币供给量的影响力,货币政策工具的运用和效果也大打折扣,一国货币当局为使本国的货币供应量趋于稳定,常常需要采取冲销措施,通过在公开市场的冲销操作或利用法定存款准备金率、再贷款、公开市场操作等多种经济工具和措施,来抵消外汇储备增加的本国货币供应量。^[4]冲销式外汇市场干预措施

可以分为完全的冲销式外汇市场干预和不完全的冲销式外汇市场干预两种方式,完全冲销式外汇市场干预是指货币当局接受外汇储备增加(引起本国货币供应量)的同时,同时在本国金融市场上采取紧缩性的货币政策工具,回笼因外汇储备增加而带来的货币供给量增加,从而保持了货币供应量的总体稳定。而外国债券的减少,将导致债券曲线向右移动,而本国债券的增加,导致本国债券曲线右移,新的汇率水平比初始汇率水平略高,在一定程度上缓解了本币升值的压力,^[5]如图3所示。

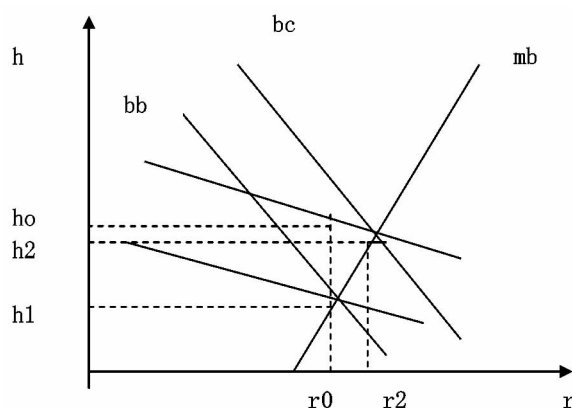


图3 冲销式干预

不完全的冲销式外汇市场干预

不完全的冲销式外汇市场干预是指一国货币当局将购买的外汇资产所产生的货币供应量增加的一部分,通过公开市场操作的方法把其中一部分货币回笼过来,其余的部分构成货币供给,一国货币当局购买外币资产,将导致本国货币供给增加和本国债券增加,三条函数曲线又重新回到了最初的均衡点上,汇率水平重新达到 h_0 。从现代金融学理论上讲,一国货币当局可以调整购买外币资产的数量,实现既定的汇率水平目标,保持汇率水平的稳定性。但货币当局维持汇率和货币供给稳定是需要一定的条件的,那就是必须拥有大量的货币工具(主要是政府债券)。如果外汇储备资产快速增加,一国所拥有的债券数量不足以回笼外汇市场上新增的货币供给时,本国货币供给将受到影响。^[6]如图4所示。

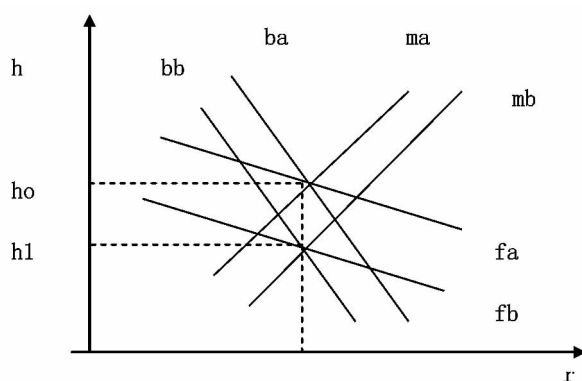


图4 冲销式干预和非冲销式干预

上述分析得知,货币冲销政策对于维持一国汇率和利率水平的稳定性起到相当重要的作用,通过对冲销政策的研究观察,在较短的时间里,货币当局的冲销干预是非常有效的,因此是一国货币当局常用的货币政策工具,但是央行的冲销措施带来了冲销成本的不断增加、债券利息的不断提高等诸多负面影响,建议与法定存款准备金率等其他冲销式货币政策工具一起使用,降低冲销带来的不利影响。

小结

经过多年的金融实践,外汇冲销政策应作为外汇干预政策的一种常用政策工具,是一种统筹考虑内外收

支平衡的政策工具,许多经济发达国家的货币当局发现,采取非冲销干预政策与金融市场运行的客观规律更吻合,具有较强的有效性和持续性,而冲销式干预尽管不具有长期持续的政策效果,但对突发性金融事件引起的金融市场混乱,具有降低汇率波动范围的作用,所以从短期看冲销式干预还是有一定作用的,不仅一些发展中国家还有一些发达国家也曾用过货币冲销政策工具,^[7]但从长期看,无论何种方式的货币冲销工具,都会在一定程度上影响了正常的金融秩序,都会给宏观经济的持续健康发展带来一定的负面影响。

在一国货币供给出现持续增长的情况下,一国货币当局常会采用货币冲销工具,来实现利率和汇率水平的相对稳定,降低货币供给增加对金融市场的不利影响,货币冲销工具通常有多种方式,其中经常用的有三种:提高法定存款准备金率、公开市场操作以及提高再贴现率等。货币当局不断运用各种新的外汇冲销干预工具,实现货币冲销工具的多元化,重视新政策和新工具的研究和开发。^[7]在目前我国流动性不断增加的外部经济环境下,货币当局应实现冲销工具的多种组合,努力实现组合结构的最优化,这样可以在一定程度上,降低采用单一货币冲销工具带来的调控效率低下,业务操作成本较高等问题。

总之,冲销干预往往有许多缺陷,往往不能作为一项完全独立的政策工具在经济运行中发挥作用,还应注意与财政政策和货币政策相搭配相结合运用,在实际宏观调控工作中,应对汇率和通货膨胀两个重要的经济变量进行合理地权衡,以实现宏观经济运行的国内和国外的两个平衡。^[8]从长远的眼光看,我国频率高数额大的冲销干预政策将逐步退出历史舞台,人民币均衡汇率的形成主要还是由货币市场的供求机制来决定,而货币冲销的主要目的是防止汇率水平在短期大幅波动,保持金融市场的平稳和健康。

参考文献:

- [1]姜波克. 国际金融学[M]. 上海: 复旦大学出版社, 1999.
- [2]马德功. 中央银行外汇市场干预理论的回顾与思考[J]. 世界经济, 2005(3).
- [3]郭田勇等. 我国中央银行对外汇市场干预效力分析[J]. 中国经济金融观察, 2006(7).
- [4]武剑. 货币冲销的理论分析与政策选择[J]. 管理世界, 2005(8).
- [5]王楠等. 我国中央银行外汇市场干预的现状、问题及对策[J]. 特区经济, 2006(8).
- [6]宿玉海等. 我国央行冲销干预实践及政策性建议[J]. 山东财政学院学报, 2009(2).
- [7]何慧刚. 我国中央银行的货币冲销政策: 效应、制约因素和对策[J]. 财贸经济, 2007(8).
- [8]邵川. 人民币升值预期背景下的我国外汇冲销的效果与对策分析[J]. 政策研究, 2011(6).

Analysis of Monetary Sterilization Policy

LI Shunyong

(West City Sub - Br Zibo BR, China Construction Bank Zibo, Shandong 255000, China)

Abstract: In recent years, China's foreign exchange reserves continues to increase. It forces the central bank to continue to achieve the dual goals of monetary policy to control inflation and exchange rate stability. The implementation of monetary sterilization policy and operations is the key variables affecting a country's monetary policy regulation. It is worthy of our country's central bank to study seriously.

Key words: foreign exchange reserves; monetary policy; complete sterilization; not complete sterilization

(责任编辑: 沈 五)