

我国外汇政策稳定物价的效果分析

沈 勇 封思贤*

【摘 要】 长期以来,我国执行“半开半闭”的外汇政策。这意味着,汇率等外汇政策对国内物价的作用机理和作用效果在我国的表现将明显区别于任何开放经济体。研究发现,在影响国内物价的稳定性方面,汇率政策和外汇储备政策存在相互干扰;在影响国内物价稳定性方面,外汇储备政策的影响程度远高于汇率政策,且影响时间长于汇率政策;我国外汇储备的增加在较大程度上冲抵了人民币升值对国内物价的作用效果;过高的外汇储备甚至会扭转人民币升值对国内物价的作用方向。研究结果表明,人民币升值无助于降低国内物价,因而应通过改变长期以来单纯追求外汇储备增长的政策,有效降低现有的外汇储备政策对国内物价稳定性带来的负面冲击。

【关键词】 汇率;外汇政策;外汇储备;人民币升值;稳定物价

一、问题的提出

理论上,外汇政策会影响国内物价水平。以汇率政策为例:本币升值会通过比价效应、成本效应和总需求调整效应^①等途径降低国内物价;同时,本币升值也会通过资金转移效应^②而刺激国内物价上升。由于我国实施的是“半开半闭”的外汇兑换政策,因而人民币升值会削弱资金转移效应,而主要通过比价效应、成本效应和总需求调整效应来降低国内物价。然而,近年来的现实与上述理论分析并不一致,甚至完全相悖:自 2005 年 7 月我国汇率制度改革以来,人民币兑美元汇率屡创新高,截止到 2013 年 6 月底的累积升值幅度已逼近 40%,但国内物价不但未降反而连续上升。

造成上述相悖现象的关键原因之一可能在于我国特殊的外汇政策。我国长期以来实施的结售汇

* 沈勇,南京师范大学商学院副教授;封思贤,经济学博士,南京师范大学商学院教授,210023。本文受教育部人文社科基金(13YJC790026)、江苏省高校哲社重大项目基金(2013ZDAXM013)资助。

①比价效应是指本币升值会引起进口成品价格下跌,进而导致国内同类产品价格下跌。成本效应是指本币升值会降低中间品的进口价格,从而使得以进口中间品为原材料的国内商品价格下跌。总需求调整效应是指,当符合马歇尔—勒纳条件时,本币升值会导致本国净出口下降,净出口下降一方面会直接引起总需求下降而导致国内物价下跌,另一方面还会通过货币工资机制降低居民收入与消费需求并最终降低国内物价水平。

②资金转移效应是指本币升值会吸引境外资金流入境内,增加境内货币供应量,最终导致国内物价上涨。

制,导致企业出口获得的外汇最终流向央行。截止到2013年6月底,我国外汇储备已高达3.5万亿美元。在“半开半闭”的外汇管制政策下,庞大的外汇储备对应着央行被动投放的巨额人民币,从而冲抵本币升值通过比价效应、成本效应和总需求效应对国内物价的降低效果,甚至有可能扭转对国内物价的影响方向从而使得物价节节攀高。这一猜测需要本文证实。因此,本文将在文献综述的基础上,结合国际经济学的相关理论,构建外汇储备和汇率变化对国内物价的综合影响模型,并运用计量经济学工具,实证检验我国特殊的外汇政策对国内物价水平的稳定效果。

二、文献综述

尽管研究通货膨胀成因的文献浩若烟海,但大多是围绕着社会总供给、社会总需求、利率、货币供应量等因素展开的研究,如 Han 和 Mulligan(2008)从政府支出层面探讨通货膨胀形成的原因;国家统计局课题组(2005)从国内供给和需求两方面分析通货膨胀的成因;封思贤等(2012)分析了利率、货币供应量等对国内通货膨胀的影响,等等。目前,我国人民币尚未实现完全可自由兑换,汇率市场化改革进程还相对缓慢,外汇储备增长比较迅速。在这种特殊的外汇政策背景下,汇率和外汇储备将交错在一起并使得国内物价的变化更加复杂。

大部分研究表明,汇率对物价有显著影响。如 Daniel Leigh 和 Macro Rossi(2002)通过建立 VAR 模型对土耳其汇率变动与物价水平的相互关系影响进行探讨后认为:汇率对物价的影响超过了1年,最主要的是在前4个月里。郭妍、张立光(2009)利用递归 VAR 模型研究得到:汇率预期主要通过货币替代效应、资产价格效应和进口价格效应影响物价水平;封思贤、吴玮(2008)运用从总量和结构两方面考察了人民币汇率变动对国内物价水平的影响并发现,汇率变动显著影响零售物价水平和生产者物价水

平。也有一些学者发现,汇率对通货膨胀的影响并不明显。如封北麟(2006)估计了人民币名义有效汇率变动对国内消费价格指数的传递效应并认为,人民币汇率的价格传递效应并不明显;邓永亮(2010)通过实证分析得到结论:我国并不存在显著的汇率变动支出转换效应;人民币升值抑制通货膨胀的途径主要是通过降低进口中间产品的价格,进而传导抑制作用;以人民币升值来抑制通货膨胀的效果有限,但可以通过扩大人民币汇率波动区间来实现。

在外汇储备与物价变化的两者关系研究方面,目前并未形成统一意见。部分学者认为两者之间呈正相关,比如,张鹏、柳欣(2009)认为,短期内外汇储备的增长对通货膨胀产生一定的正向冲击;封建强、袁林(2006)认为,长期内外汇储备的增长会通过货币供应量的增加引起物价上涨。部分学者坚持认为,两者之间呈弱相关。比如,在对年度数据进行分析的基础上,周浩、朱启贵(2006)认为外汇储备的快速增长对一般物价指数上涨的直接影响程度较小。有学者研究甚至得出两者之间无相关关系。比如,戴根有(1995)对我国1994年外汇储备大量增加、高通货膨胀的经济现象进行了分析,并最终认为,外汇储备增加并不是物价持续上升的主要原因;王珍(2006)认为,在央行干预和不完全的外汇市场机制背景下,我国外汇储备变动与物价变动之间的动态均衡短期内并不存在,长期内也不存在直接的双向 Granger 因果关系。

上述的大多数文献都是运用各种方法分别研究汇率与物价、外汇储备与物价之间的关系。目前,很少有文献将汇率、外汇储备和物价三者联系起来共同分析。由于汇率的变化可能引起外汇储备的增长、外汇储备的增长会通过影响货币供应量并最终影响物价水平,因此探讨汇率、外汇储备共同对国内物价水平的影响效果,将有助于我们发现我国特殊的外汇政策对物价稳定的影响途径。

三、理论分析

汇率、外汇储备与国内物价之间的关系将涉及国际资本市场、货币市场和产品市场。我们将在蒙代尔—弗莱明模型的基础上,构架三者相互关系的理论模型,从而明确多种外汇政策交错在一起对物价的作用途径及影响效果。

(一) 汇率变化对物价稳定的影响

1. 汇率预期形成机制。据理性预期理论,经济活动参与者会根据所能掌握的一切信息对自身经济活动做出相对于长期来说最有力的、并符合其所掌握经济理论的选择。理性预期理论的假设条件比较严格。但即使没有完全理性预期,出于自身利益最大化考虑,经济体也会在生产、销售、消费等方面将预期考虑在内。因此,本币存在升值预期会导致需求减少、物价下跌。趋势一旦形成,货币升值在短期内将难以逆转。此时,生产者会把升值预期纳入决策考虑范围,从而影响其生产积极性。另外,因本币存在升值预期,消费者会倾向于减少消费。这两方面共同作用可能会导致社会总需求相对不足、物价水平趋于下降。现实中,人们还会结合经济运行状况及个人风险承受能力不断调整预期,直至与经济运行状况大抵相符。任兆璋、宁忠忠(2005)从定性、定量两个角度研究了人民币汇率的时间序列特征,探究了人民币汇率预期形成与作用机制,并最终认为,人民币升值压力既有来自于国内外社会政治因素的影响,又受到外汇市场对人民币升值的持续预期影响;人民币无本金远期交割(Non-Deliverable Forward)市场形成的NDF汇率可较好地反映国际金融市场对人民币汇率的预期;NDF汇率与人民币实际有效汇率之间存在长期均衡关系,这能在一定程度上真实反映人民币的汇率水平。

2. 汇率变动与物价稳定的相关性。汇率变动与物价稳定之间的相关性主要有两种:直接相关与间接相关。直接相关主要体现在汇率变

动对进口终端产品的直接影响。例如,人民币升值将直接降低进口消费品价格,进而降低CPI和PPI等一般物价指数。间接相关体现在汇率变动会带来进口中间产品价格、国内货币供应、相关互补及替代品价格等发生变化,进而缓解或加剧国内物价的不稳定性。人民币升值降低了进口原材料、机器设备等的价格,进而降低相关企业的生产成本,导致供给增加,最终推动物价下降。同时进口品价格的下降会带动国内进口品替代企业、互补品企业相应调整价格。有时,本币升值可能会诱发境外资本和热钱大量流入,引发投资或投机过剩,最终加剧国内物价水平的不稳定性。

3. 汇率传递效应。汇率传递效应是指汇率变动对国内物价的影响程度。根据购买力平价理论,本币贬值将同比例降低出口商品外币价格。虽然现实难以完全满足购买力平价的假定条件,但该理论揭示的物价与名义汇率之间的反向变动关系还是得到了大部分学者的认同。此外,根据巴拉萨—萨缪尔森模型,在固定汇率制度下,名义有效汇率的波动会通过影响国内贸易品价格并最终影响国内物价水平;相对劳动生产率的变化将显著影响内部实际汇率,这会改变国内物价的形成结构,进而对国内物价产生影响;名义有效汇率会通过影响贸易品价格来影响国内物价;实际汇率波动会通过影响国内非贸易品与贸易品之间的比价来影响国内物价。与购买力平价理论相比,巴拉萨—萨缪尔森模型既考虑到了名义汇率的影响,又考虑到了实际汇率变动的影响,较好地反映了汇率对国内物价的传递渠道。

4. 人民币升值预期对国内物价的影响机制。如上分析,汇率变动对物价水平存在一定传递效应,进而对国内物价产生影响。大量研究表明:汇率变动对物价的传递效应不完全,因而人民币升值对国内物价的影响也是不完全的;短期影响程度通常大于长期影响程度。这主要是因为,无论是物价还是汇率,他们在长期内都将趋向于均衡值。在短期内,政治因素、经济环境、人为操纵等原因引发的汇率波动对人

们的心理影响较大并使人们对汇率、经济前景等的预期产生较大偏差,进而影响进出口物价、投资流向、国内货币供给等,最终导致国内物价随之波动。在长期内,人们会逐渐明白人民币币值波动的实质,掌握了一定的投资避险方法和汇率变动规律,做出较为稳定的决策,最终导致国内物价区域稳定。近十年来,我国出现的“双高”现象(高汇率、高通胀)充分说明人民币升值与国内物价稳定之间的关系十分复杂。

(二) 汇率和外汇储备交错在一起对物价水平的作用机理

1. 国际资本市场——BP 曲线

无论是经常账户,还是资本账户,国际收支不平衡在各国是常态现象。我们用国际收支差额(BP)来衡量净出口(NX)和净资本流出(F)的差额,即

$$BP = NX - F \quad (1)$$

其中,汇率(ER)和国内收入(Y)是影响净出口(NX)的两个关键因素。当存在自发性净出口(q)时,

$$NX = q - \gamma Y + nER \quad (2)$$

其中, γ 为边际进口倾向; n 为净出口对汇率的敏感度;净资本流出(F)也称资本账户差额。追求较高的利润回报动机是形成国际间资本流动的根本原因。国际资本流向通常由低利率国家向高利率国家流动,即

$$F = \sigma(r_w - r) \quad (3)$$

其中, r 为本国利率, r_w 为国外利率, σ 为资本流动性。将式(2)、(3)代入(1)得:

$$r = \frac{\gamma}{\sigma}Y + r_w - \frac{q}{\sigma} - \frac{n}{\sigma}ER + BP \quad (4)$$

2. 开放经济中的产品市场——IS 曲线

产品市场均衡曲线表示的是商品市场处于均衡状态变量的各种组合,其可以表示为:

$$Y = C(Y) + I(r) + G + NX(ER, Y) = \alpha + \beta(Y - T) + (e - dr) + G + NX(ER, Y) \quad (5)$$

将(2)代入(5)得:

$$r = \frac{\alpha + e + G + q - \beta T + nER}{d} - \frac{1 + \gamma - \beta}{d}Y \quad (6)$$

其中, α 、 e 分别为自发消费、自发投资, β 、 d 分别为边际消费倾向、投资对本国利率的敏感度, T 为税收净额, G 为政府支出,其余参数含义与前述相同。

3. 货币市场——LM 曲线

根据货币需求理论,交易动机、预防动机和投机动机构成货币需求的三大动机。前两大动机的货币需求取决于收入水平,而投机动机有利率水平所决定。则有:

$$L = L_1 + L_2 = kY = hr = M/P \quad (7)$$

其中, L 、 L_1 、 L_2 分别表示货币总需求、交易性货币需求和去预防性货币需求。 k 和 h 分别为货币需求对收入变动和对利率变动的敏感度, M 表示货币供应量, P 是物价水平, M/P 为实际货币供应量。整理式(7),可得:

$$r = (k/h)Y - (M/P)/h \quad (8)$$

4. 汇率、外汇储备交错在一起与物价水平之间的理论关系

由式(4)(6)(8)可得:

$$P = M\sigma / \left[\sigma k \left(\frac{\alpha + e + G + q - \beta T + nER}{d} - \frac{dr}{1 - \beta + \gamma} \right) - h(\sigma r_w + BP - q + \gamma Y - nER) \right] \quad (9)$$

令 $\frac{\sigma k}{1 - \beta + \gamma} = Z$, $\alpha + e + G + q - \beta T = S$, 则上式可化简成:

$$P = M\sigma / [Z(S - dr) + (Z + h)nER - h(\sigma r_w + BP - q + \gamma Y)] \quad (10)$$

对式(10)两边取对数可得:

$$\ln P = \ln M + \ln \sigma - \ln [Z(S - dr) + (Z + h)nER - h(\sigma r_w + BP - q + \gamma Y)] \quad (11)$$

再对式(11)两边对时间 t 求导得:

$$\frac{P'}{P} = \frac{M'}{M} + \frac{h - (Z + h)n}{Z(S - dr) + (Z + h)nER - h(\sigma r_w + BP - q + \gamma Y)} \tag{12}$$

通过式(12)可以看出,在影响物价稳定(P'/P)方面,汇率(ER)和外汇储备(主要通过BP体现)存在相互干扰,两者的影响方向相反,即外汇储备的增加会削弱本币升值对物价的影响效果,当外汇储备规模很大时甚至会扭转对物价的影响方向。

四、实证分析

(一) 数据的选取及处理

1. 物价水平(CPI):我们选取物价指数(CPI)来度量物价水平,数据源自于IMF(国际货币基金组织)的IFS(国际金融统计)中“以上年同月=100”的环比数据,我们以2000年的月度数据为基期对CPI数据进行处理,并将2000年的指数进行月平均为100的加权平均。

2. 货币供应量(M2):中国人民银行对货币供应量层次划分为流通中的现金M0、狭义货币供应量M1和广义货币供应量M2。由于M1仅包括流通中的现金和活期存款(较难反映出商业银行的派生货币量),因此我们用M2月度数据来衡量货币供应的变动。

3. 汇率(ER):人民币对某一货币的单一汇率不能反映汇率水平的真实变动情况。本文采用的是按贸易加权的有效汇率。有效汇率分为名义有效汇率(NEER)和真实有效汇率(REER),真实有效汇率是名义有效汇率剔除物价因素后的汇率。由于我们要分析汇率变动对

物价水平的影响,若剔除物价因素,真实有效汇率将无法反映对物价水平的实际影响。所以,本文采用名义有效汇率,原始数据源于BIS(国际清算银行)公布的名义有效汇率。与CPI指数一样,名义有效汇率也选择以2000年为基期,并且2000年月平均为100。

4. 外汇储备(BP):由于外汇储备是国际收支的货币表现,所以国际收支的变动表现为外汇储备的变动。在国家外汇管理局中公布的外汇储备是用美元表示的,故要用当期平均汇率将其折算成本币形式。

我们选取以1996年1月到2011年12月的月度数据为研究样本。上述四个变量中,居民消费指数、货币供应量及外汇储备三个变量受季节影响因素影响较大,我们采用X12调整法进行调整,剔除季节变动因素和不规则因素。同时,为了消除量纲的影响,将所有四个变量取对数后进行进一步分析。

(二) 数据平稳性检验与协整分析

由于时间序列数据可能是非平稳的,如果直接将非平稳的时间序列进行回归分析容易产生伪回归,所以要进行时间序列的平稳性检验。对时间序列:lnCPI、lnM2、lnBP、lnER进行单位根检验(结果见表1)。可以看出,四个序列均为非平稳序列。一阶差分后的外汇储备量(dlnBP)在5%的显著性水平下无单位根,一阶差分后的其他变量(dlnCPI、dlnM2和dlnER)在1%的显著性水平下是平稳的,故四个序列均一阶单整。

表1 平稳性检验结果

变量	(c,t,d)	ADF 统计量	1% 临界值	5% 临界值	10% 临界值	平稳性
lnCPI	(c,t,12)	-1.8205	-4.0092	-3.4347	-3.1413	不平稳
dlnCPI	(c,0,11)	-11.7025	-3.4666	-2.8774	-2.5753	平稳
lnM2	(c,t,12)	-2.2735	-4.00931	-3.4347	-3.1413	不平稳
dlnM2	(c,0,11)	-18.7064	-3.4666	-2.8774	-2.5753	平稳
lnBP	(c,t,12)	-1.9242	-4.0104	-3.4353	-3.1416	不平稳
dlnBP	(c,0,11)	-3.4662	-3.4672	-2.8776	-2.5754	平稳
lnER	(c,t,12)	-2.5017	-4.0096	-3.4348	-3.1414	不平稳
dlnER	(c,0,11)	-9.1906	-3.4666	-2.8774	-2.5753	平稳

注:c,t,d 分别代表常数项、时间趋势和滞后阶数。

四个序列均一阶单整的检验结果符合协整分析前提。协整分析基于的模型为向量自回归

(VAR)模型。根据 AIC 准则和 SC 准则,最佳滞后期定为 2。

（三）脉冲响应函数及方差分解分析

利用脉冲响应函数可以分析所建立的 VAR 模型中每个变量的变动或冲击对它自己及所有其他内生变量产生的影响。我们通过用残差协方差矩阵的 Cholesky 因子的逆来正交化脉冲(图 1)和累积脉冲响应(图 2),得出下面两组图形。

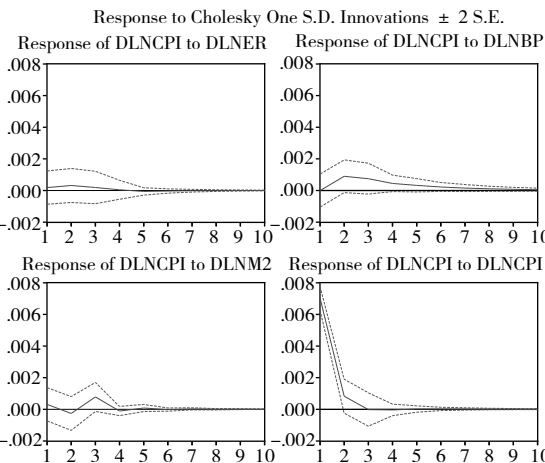


图 1 物价水平对各变量冲击的响应

图 1 表明,物价对来自汇率变化、外汇储备增长、货币供应量增长和自身冲击的最大值分别发生在第 2 期、第 2 期、第 3 期和第 1 期,响应程度存在差异。物价对来自于汇率变化冲击的

最大响应为 0.0316%,来自于外汇储备增长冲击的最大响应为 0.0898%,来自于货币供应量增长冲击的最大响应为 0.0786%,对自身冲击的最大响应为 0.7020%。汇率对物价的影响先微上升再下降。外汇储备增长对物价的影响是先增加,后逐渐下降,但影响时间比较长。

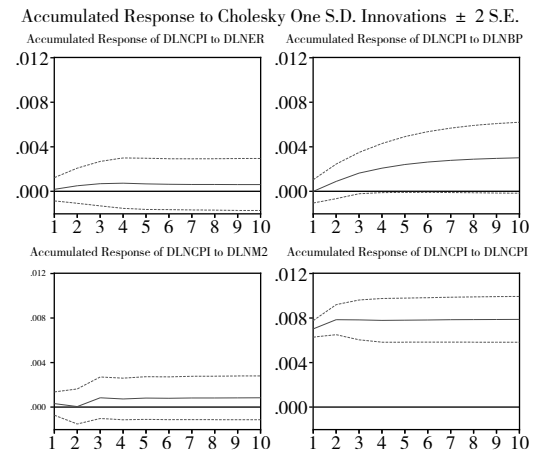


图 2 物价水平对各变量冲击的累积响应

图 2 表明,物价对来自汇率变化、外汇储备增长、货币供应量增长和自身冲击的最大累积值分别出现在第 5 期、第 10 期、第 4 期和第 10 期,分别为 0.0671%、0.0997、0.0501% 和 0.7937%。这说明了除受自身冲击的影响外,虽然汇率和外储变动对物价影响的数值不大,但汇率冲击更小。

表 2 对物价的方差分解

Period	S. E.	DLNER	DLNBP	DLNM2	DLNCPI
1	0.0117	0.0672	0.0001	0.2007	99.7320
2	0.0128	0.2608	1.5774	0.3314	97.8304
3	0.0128	0.3231	2.6035	1.5044	95.5690
4	0.0128	0.3252	2.9749	1.5211	95.1787
5	0.0128	0.3312	3.1701	1.5310	94.9677
6	0.0128	0.3333	3.2603	1.5302	94.8762
7	0.0128	0.3336	3.3037	1.5308	94.8319
8	0.0128	0.3336	3.3239	1.5305	94.8120
9	0.0128	0.3336	3.3336	1.5305	94.8023
10	0.0128	0.3336	3.3383	1.5304	94.7977

Cholesky Ordering: DLNER DLNBP DLNM2 DLNCPI

我们再用方差分解方法分析各变量对物价的冲击作用。由表 2 可以看出,引起物价变动的主要因素是其自身的冲击,随着滞后期的增加,外

汇储备对 CPI 方差的影响逐渐增大并在第 10 期达到 3% 以上,货币供应量在第 10 期也达到 1.5% 以上,而汇率变动对通货膨胀的影响较小。

（四）格兰杰因果检验

理论上,汇率会通过外汇储备影响货币供应量,国内物价,国内物价也会影响实际汇率

水平。我们用格兰杰因果检验来检验理论和现实是否一致。

表 3 格兰杰因果检验结果

Null Hypothesis:	F-Statistic	Prob.
DLNCPI does not Granger Cause DLNBP	1. 2055	0. 302
DLNBP does not Granger Cause DLNCPI	3. 0771	0. 047
DLNER does not Granger Cause DLNBP	5. 3978	0. 042
DLNBP does not Granger Cause DLNER	2. 2690	0. 107
DLNM2 does not Granger Cause DLNBP	0. 3029	0. 739
DLNBP does not Granger Cause DLNM2	4. 0067	0. 064
DLNER does not Granger Cause DLNCPI	0. 1096	0. 896
DLNCPI does not Granger Cause DLNER	0. 1262	0. 882
DLNM2 does not Granger Cause DLNCPI	6. 9000	0. 014
DLNCPI does not Granger Cause DLNM2	0. 7122	0. 492
DLNM2 does not Granger Cause DLNER	0. 6786	0. 509
DLNER does not Granger Cause DLNM2	0. 1206	0. 886

由表 3 可见,外汇储备、货币供应量是国内物价变动的原因,汇率不是物价变动的格兰杰原因,但汇率变动是外汇储备变动的原因,这与上述实证结果一致。在 5% 显著水平上,外汇储备并不会引起货币供应量的增长,但在 7% 水平下,外汇储备增长会引起货币供应量增长。

五、结论及启示

基于 1996 年 1 月至 2011 年 12 月的月度数据,本文研究发现:人民币汇率以及外汇储备对国内外物价水平的影响很小;相对于汇率因素,外汇储备对物价水平影响较大,且影响持续时间较长。另一方面,我们发现汇率变动是外汇储备增长的格兰杰原因,而不是国内物价变动的格兰杰原因,且外汇储备增长是物价变动的格兰杰原因,所以我们可以认为汇率是通过外汇储备的变化而对物价水平产生影响的。

根据上述分析,可以得到如下启示:

1. 实行稳健的汇率政策,保证人民币汇率的基本稳定。若将人民币升值当成抑制国内物价上升的主要工具的话,不仅不能有效地治理通胀,还会导致我国经济增长过度依赖于投资需求。因此,为了维护金融稳定,我国要顶住任何逼迫人民币升值的压力,实行独立自主的、稳

健的汇率政策,完善有效的汇率制度改革。

2. 汇率变动对国内物价的影响总体较小。在制定货币政策时,我国央行的重心应集中于稳定国内物价,并通过实现更有弹性的汇率制度,增加货币政策的独立性,从而为维持物价稳定提供良好经济环境。

3. 相对于汇率因素,外汇储备增长对国内物价影响较大,且影响使时间较长。长期以来,我国一直实施“盯住”美元的汇率政策和强制性结售汇制度。长期来看,外汇储备的增长必然产生物价上涨压力,尽管短期内,央行可以采取对冲操作等手段作来缓解一部分外汇储备对物价上涨的压力,但是由于结构性刚性和其他原因,外汇储备持续快速增长必然会对物价上升产生推动作用。因此,我国抑制物价上涨的重要思路应包括:尽快改变我国国际收支“双顺差”状况。一方面,我国要调整产业结构、调整出口退税政策、优化进口结构并适当扩大高端技术的进口规模,扩大内需;另一方面,我国要解除企业和居民在海外投资方面的限制,鼓励企业和居民进行海外投资,改“强制结汇”为“意愿结汇”。此外,我国应改变过去单纯追求大量外汇储备的做法,尽快建立科学的储备机制。

4. 本文研究表明,对通货膨胀影响最大的冲击来自其自身因素。这些自身因素包括除了汇率、外汇储备外的其他可能显著影响物价水

平。因此,我国央行需要采用适度的、渐进的、通胀预期,从而通过降低通胀惯性来维持物价平稳的货币政策,最大程度地稳定社会公众的长期稳定。

参考文献:

- 戴根有,1995:《我国的外汇储备与通货膨胀》,《战略与管理》第5期。
- 邓永亮,2010:《汇率水平与汇率波动对通货膨胀的影响研究》,《财贸研究》第6期。
- 封北麟,2006:《汇率传递效应与宏观经济冲击对通货膨胀的影响分析》,《世界经济研究》第12期。
- 封建强、袁林,2000:《我国外汇储备增长与物价波动研究》,《经济科学》第6期。
- 封思贤等,2012:《金融状况指数预测通胀趋势的机理与实证》,《中国工业经济》第4期。
- 封思贤、吴玮,2008:《汇率变化对不同类商品进出口的影响》,《数量经济技术经济研究》第7期。
- 国家统计局课题组,2005:《我国新一轮通货膨胀的主要特点及成因》,《统计研究》第4期。
- 郭妍、张立光,2009:《汇率预期对中国通货膨胀影响的实证研究》,《财贸经济》第5期。
- 王珍,2006:《我国外汇储备增长与物价波动的理论分析与实证分析》,《统计研究》第7期。
- 张鹏、柳欣,2009:《我国外汇储备变动对通货膨胀的影响》,《世界经济研究》第6期。
- 周浩、朱启贵,2006:《外汇储备快速增加与物价指数变动》,《财经科学》第6期。
- Han, S. & C. B. Mulligan,2008, “Inflation and the size of government”, *Federal Reserve Bank of ST Louis Review*, vo. 90, no. 3, pp. 245 – 267.
- Leigh, D. & M. Rossi,2002, “Leading indicators of growth and inflation in Turkey”, *IMF Working Papers* 02/231, International Monetary Fund.

(责任编辑:杨嵘均)

Effects of China's Foreign Exchange Policies' Effects on Price Stability

SHEN Yong, FENG Si-xian

Abstract: For a long time, China has followed a “half open and half closed” foreign exchange policy. It means that the mechanism of foreign exchange policies on price stability in China will be significantly different from those of other open economies. This paper shows that foreign exchange rate policies always interfere with foreign exchange reserve policies when maintaining price stability. The effect of foreign exchange reserve policies on price is much stronger than exchange rate policies. The effect on domestic prices by the appreciation of RMB is offset by the increase of foreign exchange reserves. The acting direction of RMB's appreciation on domestic prices may be even reversed by excessive foreign exchange reserves. The appreciation of RMB will not be helpful to lower domestic price level. China should not pursue simple growth in foreign exchange reserves. It has to reduce the negative impact on domestic price stability by excessive foreign exchange reserves.

Key words: foreign exchange rate; foreign exchange policies; foreign exchange reserves; appreciation of RMB; price stability