

汇率弹性、外汇储备对消费需求 和国内信贷的影响*

——基于资本账户开放的视角

李 巍 张志超

[摘 要] 本文将汇率弹性、外汇储备与消费、国内信贷纳入一个模型框架进行系统分析,旨在揭示汇率弹性、外汇储备持续积累与消费、国内信贷之间是否存在内生性的联动关系,以及这种联动关系在新兴市场经济体资本账户开放进程中的表现形式以及可能的变化。综合研究结果提示,伴随一国资本账户的逐步开放,汇率弹性增大、外汇储备的持续积累会直接刺激国内消费需求的上升;汇率升值对国内信贷呈现扩张性作用,而外汇储备积累与消费需求的增长会逆转信贷增长的趋势,表明目前的经济金融发展态势在某种程度上会自行熨平国内信贷的大幅波动;资本账户的有序开放完全可以作为宏观当局的一项重要政策工具,在与金融体制改革保持同步的状况下渐进实施资本项的开放不失为一方良策。

关键词: 汇率弹性 外汇储备 消费 国内信贷 资本账户开放

JEL 分类号: F02 F12 F41

国内外文献中已有一些理论和实证分析涉及汇率弹性与外汇储备对消费需求和国内信贷的影响,也有少量研究涉及新兴市场经济体的资本账户渐进开放进程可能产生的复杂作用。但是,囊括经济学理论、模型和实证检验的系统性研究成果还鲜有报道,有关汇率弹性、外汇储备持续积累与消费、国内信贷之间是否存在内生性的联动关系,以及这种联动关系在新兴市场经济体(尤其在中国)的表现形式以及影响程度,更缺乏较为基础和深入的研究,而如何有效刺激国内消费需求,以及如何减缓信贷的大幅波动目前已经成为后危机时代新兴市场经济体实现平稳有序发展的当务之急。

本文在前人文献研究的基础上,脱离简单的“三元悖论”分析模式,构建理论模型分析在资本账户渐进开放与不存在明显国内消费品进口替代的状况下,汇率弹性、外汇储备的持续积累对国内消费和信贷规模的影响。同时,运用 44 个新兴市场经济体(包括中国)1990~2009 年的数据展开实证研究,研究方法包括旨在揭示是否存在非线性影响特征(如资本账户开放等因素)的动态面板数据模型,以及旨在寻找汇率弹性、外汇储备积累、消费需求与国内信贷之间内生性联动关系的面板 VAR 模型。文章试图将实证检验结果与理论模型推论进行客观的对应比较,得到相对一致的结果。并以此为依据,提出切实可行的宏观政策建议,使宏观当局能够将适度的汇率弹性、外汇储备以及资本账户开放作为政策手段进行组合运用,最终达到较为理想的现实目标。

* 李巍,华东师范大学商学院,副教授;张志超,英国杜伦大学商学院,华东师范大学金融研究院院长。作者感谢国家自然科学基金项目(批准号:70873041)、上海市哲学社会科学规划办一般项目(2008BJB028)以及上海市教委科研创新项目的资助。

一、文献回顾

在汇率弹性逐步加大的背景之下,如何进一步有效刺激内需,同时在面临各类不确定性的状况下如何控制信贷风险,这是置于新兴市场经济体面前非常重要但又十分棘手的问题。论及汇率弹性对国内消费和信贷影响的文献研究,麦金农和大野健一(1999)发现,汇率弹性的加大,尤其是汇率的大幅升值会通过物价变动影响一国的消费需求和信贷投放总量。无独有偶,Kandil and Mirzaie(2005)针对33个发展中国家进行面板数据模型分析,明确验证了浮动汇率制度和汇率波动会引发国内价格水平的剧烈变动,进而对国内消费和信贷产生显著性影响。Choi and Yi(2007)在研究韩国汇率波动是否存在预防性储蓄效应时指出,当汇率波动加剧了经济体的不确定性时,小型开放经济体的家庭和企业倾向于增加储蓄、减少消费。李成和赵天荣(2009)的实证研究表明,短期内人民币汇率弹性的增大将明显加剧国内信贷及消费需求的波动。刘晓辉等(2009)运用外汇市场压力指标测度了1954~2008年期间汇率制度弹性,研究发现人民币汇率制度弹性将会加剧国内信贷投资和消费需求的波动。Martinez(2009)在研究汇率稳定与信贷关系时指出,稳定的汇率将会降低折旧率的平均值及其方差,在不考虑信贷配给的情况下会直接降低信贷成本,增加国内信贷总量。

研究新兴市场经济体如何运用有效的方式和途径,使持续积累的外汇储备资金能起到扩大内需、熨平国内信贷大幅波动的作用,无疑将具有十分重要的意义。论及外汇储备积累对国内消费和信贷影响的文献研究,Hagiwara(2005)以部分亚洲经济体为样本,研究发现外汇储备的积累会有效遏制国内信贷的大幅增长,但这种影响是短期的。张曙光(2007)运用多种线性推断的方法对外汇储备进行预测性度量,结果显示外汇储备的积累会导致资源配置结构发生扭曲,引致消费需求下降以及国内投资信贷的明显降低。徐明东(2007)研究发现若储备增加引起国内负债的增加(央行实行非冲销性干预),将会直接引发国内信贷的扩张。但Park(2009)以金融危机后亚洲各大经济体为研究对象,结果发现随着外汇储备的持续增加,一国信贷总量会呈现逐步下降的格局。Arshad(2008)在研究巴基斯坦外汇储备和国内信贷的动态关系时指出,实际产量、实际汇率、国内信贷以及外汇储备存在相互间的长短期影响。研究结果证实了外汇储备与国内信贷长期间存在的因果关系。

伴随着资本账户的逐步开放,一国消费需求和国内信贷也会发生较为明显的变化。孙立坚等(2002)通过构建一个开放经济体的动态均衡模型指出,发展中国家在资本市场未完全开放之前,其内外均衡调整过程是相对价格效应和财富效应共同作用的结果。在资本账户开放的初期,大规模的跨国资本为追逐更高的收益回报将会大量涌入,造成东道国消费水平的攀升。Brooks(2004)研究发现,资本账户开放一方面会吸引短期贷款大量流入从而导致国内信贷的飙升,另一方面将会通过物价水平的波动刺激国内消费需求。Erturk(2005)基于国家道德风险的视角,认为资本账户自由化推动了新兴市场经济体国内信贷的爆炸式增长。叶伟春(2007)的研究显示,发展中国家资本账户的开放对国内储蓄的降低大有裨益。与此同时,通过财富效应以及二元经济结构的转变使消费需求趋于均衡,继而提升一国的总体消费水平。Hagen and Zhang(2008)的动态模型研究发现,资本账户自由化不仅由于大量外资的流入使国内信贷投放规模明显增大,而且通过财富效应也能使国内消费需求呈扩张趋势。Stein(2009)在研究发展中国家资本账户开放与东道国国内信贷之间关系时指出,跨国资本对东道国银行的控制很大程度上会放大业已存在的不对称问题,继而可能引致中小型企业信贷的大幅度紧缩。

二、汇率弹性、外汇储备对国内消费和信贷影响的模型框架

货币当局的目标函数形如：

$$\min L_t = \beta(\Delta p_t)^2 + \gamma(Y_{c,t})^2 + \delta(\sigma_{DC,t})^2 + \varepsilon(\sigma_{s,t})^2 \quad (1)$$

显而易见,其目标包括降低通货膨胀水平(Δp_t)、最小化产出缺口($Y_{c,t}$)、维持国内信贷投放稳定($\sigma_{DC,t}$)与汇率稳定($\sigma_{s,t}$)。其中 $\beta, \gamma, \delta, \varepsilon > 0$ 。

根据国际收支货币学说,基础货币的变动 $\Delta MB_t = \Delta R_t + \Delta Gold_t + \Delta OFA_t + \Delta DC_t$ 。其中 ΔR_t 为外汇储备占款; $\Delta Gold_t$ 为黄金储备占款; ΔOFA_t 表示其他国外资产; ΔDC_t 表示国内信贷。假如一国黄金储备与其他国外资产不变, $\Delta MB_t = \Delta R_t + \Delta DC_t$ 。

通胀水平形如：

$$\Delta p_t = \pi_1[(\Delta R_t + \Delta DC_t)mm_t + (R_t + DC_t)\Delta mm_t] + \pi_2 \Delta S_t \quad (2)$$

式中 S_t 为名义汇率, mm_t 代表货币乘数。其中 $\pi_1 > 0, \pi_2 > 0$,名义汇率的贬值可能会通过可贸易商品价格的上升引发通货膨胀。

产出缺口形如：

$$Y_{c,t} = \varphi_1[(\Delta R_t + \Delta DC_t)mm_t + (R_t + DC_t)\Delta mm_t] + \varphi_2 \frac{1}{1+\eta} \Delta C_t + \varphi_3 \Delta S_t \quad (3)$$

其中 $\varphi_1 > 0, \varphi_2 > 0, \varphi_3 > 0, \eta > 0$ 。 η 指代政府支出在社会总消费需求变动中的占比, C_t 为国内消费。忽略误差遗漏项的国际收支平衡形如：

$$\Delta R_t = CA_t + \Delta NK_t \quad (4)$$

CA_t 表示经常账户差额, ΔNK_t 为 t 时刻跨境资本的净流入。

经常账户差额与产出缺口、实际有效汇率与消费变动有关,形如：

$$CA_t = \alpha_1 Y_{c,t} + \alpha_2 \Delta REER_t + \alpha_3 \Delta C_t, \quad \alpha_1 > 0, \alpha_2 < 0, \alpha_3 < 0 \quad (5)$$

$REER$ 为实际有效汇率,其上升代表本币升值。净资本流入由修正的利率平价理论决定：

$$\Delta NK_t = (1/CAL) \Delta(S_t - E_t S_{t+1} + r_t - r_t^*) \quad (6)$$

其中, $E_t S_{t+1}$ 指对 $t+1$ 时期汇率的预期; r_t 代表国内利率; r_t^* 为国外利率; CAL 指代跨境资本的管制状况(资本账户开放程度)。

国内利率由货币供给状况决定：

$$\Delta r_t = -\Psi_1[(\Delta R_t + \Delta DC_t)mm_t + (R_t + DC_t)\Delta mm_t], \quad \Psi_1 > 0 \quad (7)$$

将(3)至(7)式代入(2)式,可得：

$$\begin{aligned} \Delta p_t = & \pi_1 mm_t^2 (\alpha_1 \varphi_1 - \frac{\Psi_1}{CAL}) \Delta R_t + \pi_1 mm_t (\alpha_1 \varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1) \Delta DC_t \\ & + \pi_1 mm_t (\alpha_1 \varphi_2 \frac{1}{1+\eta} + \alpha_3) \Delta C_t + (\pi_1 mm_t \alpha_1 \varphi_3 + \pi_1 mm_t \frac{1}{CAL} + \pi_2) \Delta S_t \\ & + \pi_1 (\alpha_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1) (R_t + DC_t) \Delta mm_t + \pi_1 mm_t \alpha_2 REER_t - \pi_1 mm_t \frac{1}{CAL} \Delta(r_t^* + E_t S_{t+1}) \end{aligned} \quad (8)$$

国内信贷波动形如：

$$\sigma_{DC,t} = -\theta_1 |\Delta DC_t| - \theta_2 |Y_{c,t}| = -\theta_1 (\Delta DC_t - d_1 \Delta DC_t) - \theta_2 (Y_{c,t} - d_2 Y_{c,t}) \quad (9)$$

其中 $\theta_1 > 0, \theta_2 > 0$ 。 d_1 和 d_2 为0/2虚拟变量,当央行对市场注入资金,即 $\Delta DC_t > 0$ 时, $d_1 = 2$;当 $Y_{c,t} > 0$ 时, $d_2 = 2$ 。

$$\text{汇率波动为: } \sigma_{s,t} = -\xi |\Delta R_t| = -\xi (\Delta R_t - d_3 \Delta R_t) \quad (10)$$

其中 $\xi > 0$; d_3 为0/2虚拟变量,当 $\Delta R_t > 0$ (外汇储备逐步积累)时, $d_3 = 2$ 。

根据上述分析结果,央行目标函数形如:

$$\begin{aligned}
 L_t = & \beta\{\pi_1 mm_t^2(\alpha_1\varphi_1 - \frac{\Psi_1}{CAL})\Delta R_t + \pi_1 mm_t(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)\Delta DC_t \\
 & + \pi_1 mm_t(\alpha_1\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} + \alpha_3)\Delta C_t + (\pi_1 mm_t \alpha_1 \varphi_3 + \pi_1 mm_t \frac{1}{CAL} + \pi_2)\Delta S_t \\
 & + \pi_1(\alpha_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)(R_t + DC_t)\Delta mm_t + \pi_1 mm_t \alpha_2 REER_t \\
 & - \pi_1 mm_t \frac{1}{CAL} \Delta(r_t^* + E_t S_{t+1})\}^2 + \gamma\{\varphi_1 mm_t \Delta R_t + \varphi_1 mm_t \Delta DC_t + \varphi_1(R_t + DC_t)\Delta mm_t \\
 & + \varphi_2 \frac{1}{1+\eta} \Delta C_t + \varphi_3 \Delta S_t\}^2 + \delta\{[\theta_1(d_1 - 1) + \theta_2(d_2 - 1)]\varphi_1 mm_t\} \Delta DC_t + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_1 mm_t \Delta R_t \\
 & + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_1(R_t + DC_t)\Delta mm_t + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} \Delta C_t + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_3 \Delta S_t\}^2 + \varepsilon\{\xi(d_3 - 1)\Delta R_t\}^2 \quad (11)
 \end{aligned}$$

由 $\frac{\partial L_t}{\partial \Delta DC_t} = 0$ 可得:

$$\begin{aligned}
 \Delta DC_t = & \{2\beta\pi_1^2 mm_t^3(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)(\alpha_1\varphi_1 - \frac{\Psi_1}{CAL}) + 2\gamma(\varphi_1 mm_t)^2 + 2\delta[\theta_1(d_1 - 1) \\
 & + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_1 mm_t]\theta_2(d_2 - 1)\varphi_1 mm_t\}/U_1 \Delta R_t + \{2\beta\pi_1^2 mm_t^2(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)(\alpha_1\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} \\
 & + \alpha_3) + 2\gamma\varphi_1 mm_t \varphi_2 \frac{1}{1+\eta} + 2\delta[\theta_1(d_1 - 1) + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_1 mm_t]\theta_2(d_2 - 1)\varphi_2 \frac{1}{1+\eta}\}/U_1 \Delta C_t + \{2\beta\pi_1 mm_t \\
 & (\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)(\pi_1 mm_t \alpha_1 \varphi_3 + \pi_1 mm_t \frac{1}{CAL} + \pi_2) + 2\gamma\varphi_1 mm_t \varphi_3 + 2\delta[\theta_1(d_1 - 1) + \theta_2(d_2 - 1) \\
 & \varphi_1 mm_t]\theta_2(d_2 - 1)\varphi_3\}/U_1 \Delta S_t + \{2\beta\pi_1^2 mm_t(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)^2 + 2\gamma\varphi_1^2 mm_t + 2\delta[\theta_1(d_1 - 1) \\
 & + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_1 mm_t]\theta_2(d_2 - 1)\varphi_1\}(R_t + DC_t)/U_1 \Delta mm_t + \{2\beta\pi_1^2 mm_t^2(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1) \\
 & \alpha_2\}/U_1 \Delta REER_t - \{2\beta\pi_1^2 mm_t^2(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1) \frac{1}{CAL}\}/U_1 \Delta(r_t^* + E_t S_{t+1}) \quad (12)
 \end{aligned}$$

其中, $U_1 = -2\beta\pi_1^2 mm_t^2(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1)^2 - 2\gamma(\varphi_1 mm_t)^2 - 2\delta[\theta_1(d_1 - 1) + \theta_2(d_2 - 1)\varphi_1 mm_t]^2 < 0$

推论一 当 $\alpha_1\varphi_1 - \frac{\Psi_1}{CAL} > 0$ 时, $\frac{\partial \Delta DC_t}{\partial \Delta S_t} < 0$; $\frac{\partial \Delta DC_t}{\partial \Delta R_t} < 0$ ^①。表明在适度资本账户开放的情况下,汇率弹性(升值)会直接导致国内信贷规模的扩大。与此同时,外汇储备的持续积累会逆转国内信贷增长的趋势。

推论二 当 $\alpha_1\varphi_1 - \frac{\Psi_1}{CAL} > 0$ 且 $\alpha_1\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} + \alpha_3 > 0$ 时, $\frac{\partial \Delta DC_t}{\partial \Delta C_t} < 0$, 表明在适度的资本账户开放状况下,若不存在明显的国内消费品进口替代,消费需求的增长就会引发信贷紧缩。

由 $\frac{\partial L_t}{\partial \Delta C_t} = 0$ 可得:

$$\begin{aligned}
 \Delta C_t = & \{2\beta\pi_1^2 mm_t^3(\alpha_1\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} + \alpha_3)(\alpha_1\varphi_1 - \frac{\Psi_1}{CAL}) + 2\gamma\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} \varphi_1 mm_t + 2\delta\theta_2^2(d_2 - 1)^2 \varphi_2 \frac{1}{1+\eta} \varphi_1 mm_t\}/U_2 \Delta R_t \\
 & + \{2\beta\pi_1^2 mm_t^2(\alpha_1\varphi_2 \frac{1}{1+\eta} + \alpha_3)(\alpha_1\varphi_1 mm_t - \frac{\Psi_1}{CAL} mm_t + 1) + 2\gamma\varphi_2^2 \frac{1}{1+\eta} mm_t + 2\delta\theta_2(d_2
 \end{aligned}$$

① 依据新兴市场经济体信贷扩张、经济增长过快以及外汇储备持续积累的状况,可以不失一般性地假定 $d_1=2, d_2=2, d_3=2$ 。

$$\begin{aligned}
& -1)\varphi_2\frac{1}{1+\eta}[\theta_1(d_1-1)+\theta_2(d_2-1)\varphi_1mm_t]/U_2\Delta DC_t+\{2\beta\pi_1mm_t(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3) \\
& (\pi_1mm_t\alpha_1\varphi_3+\pi_1mm_t\frac{1}{CAL}+\pi_2)+2\gamma\varphi_2\frac{1}{1+\eta}\varphi_3+2\delta\theta_2^2(d_2-1)^2\varphi_2\frac{1}{1+\eta}\varphi_3\}/U_2\Delta S_t \\
& +\{2\beta\pi_1^2mm_t^2(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)(\alpha_1mm_t-\frac{\Psi_1}{CAL}mm_t+1)+2\gamma\varphi_2\frac{1}{1+\eta}\varphi_1+2\delta\theta_2(d_2 \\
& -1)\varphi_2^2\frac{1}{1+\eta}\theta_2(d_2-1)\varphi_2\}(R_t+DC_t)/U_2\Delta mm_t+\{2\beta\pi_1^2mm_t^2(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)\alpha_2\}/U_2\Delta REER_t \\
& -\{2\beta\pi_1^2mm_t^2(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)\frac{1}{CAL}\}/U_2\Delta(r_t^*+E_tS_{t+1})
\end{aligned} \tag{13}$$

其中, $U_2=-2\beta\pi_1^2mm_t^2(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)^2-2\gamma(\varphi_2\frac{1}{1+\eta})^2-2\delta[\theta_2(d_2-1)\varphi_2\frac{1}{1+\eta}]^2$

推论三 当 $\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3>0$, 即不存在明显的国内消费品进口替代时, $\frac{\partial^2(\Delta C_t)}{\partial(CAL^{-1})\partial(\Delta S_t)}=\frac{2\beta\Psi_1\pi_1^2mm_t^2(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)}{U_2}>0$, 显示伴随一国资本账户开放程度的提高, 汇率弹性(升值)对内需增长的影响会愈发明显。

推论四 当 $\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3>0$, 即不存在明显的国内消费品进口替代时, $\frac{\partial^2(\Delta C_t)}{\partial(CAL^{-1})\partial(\Delta R_t)}=\frac{-2\beta\Psi_1\pi_1^2mm_t^3(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)}{U_2}<0$, 表明伴随一国资本账户开放程度的提高, 外汇储备的逐步积累也

会在一定程度上起到刺激内需的作用。与此同时, $\frac{\partial^2(\Delta C_t)}{\partial(CAL^{-1})\partial(\Delta DC_t)}=\frac{-2\beta\Psi_1\pi_1^2mm_t^3(\alpha_1\varphi_2\frac{1}{1+\eta}+\alpha_3)}{U_2}>0$, 显示随着一国资本管制的放松, 国内信贷增加将会引致消费需求更大幅度的增长。

三、汇率弹性、外汇储备对国内消费和信贷影响的实证分析

(一) 分析参变量与数据样本

1. 国内信贷(DC)

根据新兴市场经济体中央银行的资产负债表, 资产方包括 7 个部分: 国外净资产、对政府债权、对存款货币银行债权、对特定存款机构债权、对其他金融机构债权、对非金融机构债权以及其他资产; 负债方包括 6 个部分: 储备货币(包括现金和存款准备金)、债券、国外负债、政府存款、自有资金以及其他负债。将资产方的对存款货币银行债权、对特定存款机构债权、对其他金融机构债权 3 个部分合并, 统称为对银行机构债权, 则可将央行的资产划分为国外净资产、对政府债权、对银行机构债权、对非金融机构债权以及其他资产 5 个部分, 其中对政府债权、对银行机构债权和对非金融机构债权三项之和为国内信贷(DC)。

2. 其他参变量

文章将国内总消费指标(C)定义为家庭部门消费和政府部门支出之和占 GDP 的比重; 依据国际收支平衡表(BOP), 采用包括资本项下直接投资、组合投资和其他投资在内的跨境资本外流与内流总量占 GDP 的比例构建资本账户开放度指标(CAL^{-1}); 模型还同时引入外汇储备(R)、名义汇率(S)、国内消费品进口替代(IM)以及一些解释变量的交叉项, 以捕捉可能存在的非线性关系, 如 $CAL*dS$ 、 $CAL*dR$ 、 $IM*dC$ 、 $CAL*IM*dS$ 、 $CAL*IM*dDC$ 等^①。

① dS 指代 S 的一阶差分, 其他符号与此类似。

上述指标数据的时间跨度为 1990~2009 年。样本为新兴市场经济体,包括阿尔巴尼亚、阿根廷、亚美尼亚、阿塞拜疆、孟加拉、白俄罗斯、玻利维亚、巴西、保加利亚、柬埔寨、智利、中国、克罗地亚、捷克、埃及、爱沙尼亚、匈牙利、印度、印度尼西亚、牙买加、哈萨克斯坦、韩国、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、墨西哥、蒙古、摩洛哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、斯洛伐克、斯洛文尼亚、南非、斯里兰卡、泰国、土耳其、乌克兰、乌拉圭和越南。

原始数据(除特定说明外)均源自各年度国际货币基金组织(IMF)出版的 IFS 数据库和世界银行公开发行的 WDI 数据库。

(二)实证分析方法

1. 动态面板数据模型估计方法

动态面板数据模型形如:

$$y_{it} = \sum_{k=1}^p \alpha_k y_{i,t-k} + \beta'(L)x_{it} + \lambda_i + \eta_t + \nu_{it}, \quad t=q+1, \dots, T; i=1, \dots, N \quad (14)$$

其中 y_{it} 为被解释变量国内信贷(DC)与国内总消费指标(C), x_{it} 为解释变量,包括资本账户开放度指标(CAL⁻¹)、外汇储备(R)、名义汇率(S)、国内消费品进口替代(IM)以及上述解释变量的交叉项等; i 指代不同的经济体, t 指代时间序列。

动态面板数据模型中加入转换工具变量、水平工具变量以及 GMM 型工具变量。在混合一步或二步 GMM 估计法中,差分方程的 GMM 型工具变量为 $diag(y_{i1} \cdots y_{i,t-2}, x_{i1} \cdots x_{i,t-2})$, 水平方程的 GMM 型工具变量为 $diag(\Delta y_{i-1}, \Delta x_{i-1})$ 。

$$\beta = M^{-1} \left(\sum_i W_i' Z_i \right) A_N \left(\sum_i Z_i q_i \right) \quad (15)$$

$M = \left(\sum_i W_i' Z_i \right) A_N \left(\sum_i Z_i W_i \right)$, $W_i = [X_i : D_i]$, $A_N = \left(\sum_i Z_i H_i Z_i \right)^{-1} Z_i = [G_i : I_i : D_i : L_i]$, $q_i = y_i$ 其中 D 代表虚拟变量; I 代表一般工具变量; L 代表水平工具变量; G 代表 GMM 工具变量; H_i 为单位阵。

Sargan 检验是针对模型中工具变量有效性而设定的,检验的零假设 H_0 :所有工具变量不存在过度识别且有效。检验结果中报道的 Wald(joint)检验,指的是除全部虚拟变量外所有变量的显著性,类似于针对整个模型的 F 检验。Wald(dummy)检验的是所有虚拟变量以及常数项的显著性。Wald(time)检验的是时间虚拟变量,有时也包括常数项的显著性。AR(1)和 AR(2),检验的是一阶以及二阶序列相关性。

2. 面板 VAR 模型估计方法

一阶滞后的 PVAR 形如:

$$y_{it} = \alpha_i + \gamma_t + \Gamma y_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (16)$$

其中 y_{it} 为面板模型的内生变量向量, Γ 为系数矩阵, α_i 是截面效应向量, γ_t 是时间效应向量。VAR 模型第 m 个方程可表示成: $y_{it}^m = \alpha_i^m + \gamma_t^m + \Gamma^m y_{i,t-1} + \mu_{it}^m$,其中随机干扰项 μ_{it}^m 满足 $E(\mu_{it}^m | \alpha_i^m, \gamma_t^m, y_{i,t-1}, y_{i,t-2}, y_{i,t-3}, \dots) = 0$ 。

PVAR 是一个相对较为灵活的分析框架。首先,VAR 能把目标变量看成一个内生系统来处理,真实反映变量间的互动关系;正交化脉冲-响应函数能分离不同因素对某一内生变量的影响程度,同时也是有效的动态分析工具。其次,面板数据解决了截面数据时序短造成的样本小、回归结果不可靠的问题;时间效应捕捉个体横截面上可能受到的共同冲击;截面效应还允许了不可观察的个体差异,使得模型(16)仅仅被施加所有个体都具有相同斜率系数的约束,而 y_{it} 的无条件均值和方差不存在任何限制。

PVAR 的估计方法和步骤包括:(1)在面板数据基础上估计 VAR。随机干扰项 μ_{it}^m 满足的条件意味着,对于所有 $s \geq 1 \Rightarrow E(\mu_{it}^m \otimes y_{i,t-s}) = 0$ 。由于固定效应的存在使得 GMM 方法不能得到系数的有效

估计,首先应消除模型包含的固定效应。运用横截面上的均值差分即可去除时间效应;对于动态模型中个体效应的消除,静态模型常用的均值差分方法不再适用,因为它依然不能解决个体效应 α_i 与回归系数相关造成的估计有偏问题,文章将采用前向均值差分,也称 Helmert 过程来处理。令 \bar{y}_i^m 代表由 y_{it}^m 未来值所构成的均值,对 y_{it}^m 进行前向均值差分 $\bar{Y}_i^m = \omega_i (y_{it}^m - \bar{y}_i^m)$,其中 $\omega_i = \sqrt{(T_i - t) / (T_i - t - 1)}$, T_i 代表个体 i 可得数据的最后时间。时间和个体效应被消除后,模型(16)转换为 $\bar{Y}_i^m = \Gamma Y_{i-t-1} + \bar{\mu}_i$ 。由于 $E(Y_{i-t-1} \bar{\mu}_i) = 0$ 对于所有 $s \geq 1$ 仍然成立,所以 GMM 方法可得到系数的有效估计。与此同时,为了避免有限样本偏差,工具变量 z_{it} 取 $y_{i,t-1}$,即 $E(\bar{\mu}_i \otimes y_{i,t-1}) = 0$ 。(2)脉冲-响应函数描述某一变量的正交化新生(innovation),对系统中每一个内生变量的影响,其中 Choleski 分解的排列顺序意味着后面变量同期和滞后后期都受到前面变量的影响,前面变量只会受到后面变量滞后期的影响,顺序中“相对最内生”变量运用迟延(Time-to-build)效应确定。另外,蒙特卡罗模拟给出脉冲-响应函数 90%的置信区间。

(三)实证分析结果

1. 动态面板数据模型分析结果

基于推论一和推论二的结论,设计汇率弹性、外汇储备对国内信贷影响的动态面板数据模型,检验结果如表 1 所示。

表 1 适度资本账开放下汇率弹性与外汇储备对国内信贷的影响

	系数	标准差	t 统计量	p 值
dDC(-1)	-0.1995	0.0967	-2.06	0.040
dDC(-2)	-0.5484	0.4189	-1.31	0.192
CAL ⁻¹ *dS	135.566	135.4	1.00	0.318
CAL ⁻¹ *dS(-1)	-666.919	221.9	-3.01	0.003
CAL ⁻¹ *dS(-2)	-142.771	226.5	-0.630	0.529
CAL ⁻¹ *dR	-4.7406	1.427	-3.32	0.001
CAL ⁻¹ *dR(-1)	-3.3646	2.383	-1.41	0.159
CAL ⁻¹ *dR(-2)	-3.4304	2.385	-1.44	0.152
CAL ⁻¹ *dC	-3.6245	1.123	-3.23	0.001
CAL ⁻¹ *dC(-1)	-0.8728	4.428	-0.197	0.844
CAL ⁻¹ *dC(-2)	11.7732	3.865	3.05	0.003
IM*dC	-0.0002	0.0001	-1.78	0.076
IM*dC(-2)	0.0004	0.0002	1.51	0.131
CAL ⁻¹ *IM*dC	0.0081	0.0017	4.70	0.000
CAL ⁻¹ *IM*dC(-1)	0.0071	0.0069	1.04	0.301
CAL ⁻¹ *IM*dC(-2)	-0.0283	0.0107	-2.65	0.008
常数项	1.7146	1.125	1.52	0.129

模型使用具备鲁棒性的标准差!

差分方程的工具变量:Gmm(dDC,2,60) Gmm(CAL⁻¹*IM*dC,2,30)

水平方程的工具变量:虚拟变量;GmmLevel(CAL⁻¹*dC,1,1)

Wald(joint):Chi²(16)=3.501*10⁴[0.000]** Wald(dummy):Chi²(17)=38.03[0.002]**

Wald(time):Chi²(16)=35.87[0.003]** Sargan 检验:Chi²(307)=277.8[0.883]

AR(1)检验:N(0,1)=-0.7738[0.439] AR(2)检验:N(0,1)=1.125[0.261]

注:(1)限于篇幅,表中未报道时间虚拟变量的估计结果;(2)GMM 型工具变量中的第一滞后阶数 2 是指模型解释变量可能使用的最大滞后阶数,第二滞后阶数 60 代表最多可以使用的滞后项;(3)GMMLevel 型工具变量中的第一滞后阶数 1 是指模型变量的一阶差分转化,第二滞后阶数 1 指模型使用滞后 1 期的工具变量;(4)dS(-1)代表解释变量 dS 的一阶差分,其他变量符号与此类似。

表 1 的实证估计验证了推论一和推论二的结论。由 $\frac{\partial dDC}{\partial dS} = -666.919 * CAL^{-1} < 0$, 表明新兴市场经济体符合推论中有关适度资本账户开放的前提假设, 汇率升值会导致国内信贷扩张。与此同时, 伴随资本账户的进一步开放, 汇率升值对国内信贷依然呈现扩张性作用; 反之, 随着资本管制程度的提高, 汇率升值可能会引致国内信贷的紧缩。由 $\frac{\partial dDC}{\partial dR} = -4.7406 * CAL^{-1} < 0$ 可知, 外汇储备的持续积累会逆转国内信贷增长的趋势。此外, 随着资本账户开放的逐步推进, 外汇储备的增加会收紧国内信贷; 而实施资本管制则会扩张国内信贷。由 $\frac{\partial dDC}{\partial dC} = -0.0002 * IM < 0$ 和 $\frac{\partial^2 dDC}{\partial CAL^{-1} \partial dC} = -0.0283 * IM < 0$, 表明新兴市场经济体同时符合推论中有关不存在明显国内消费品进口替代的前提假设, 国内消费需求的增长会引发信贷紧缩。伴随资本账户开放程度的下降, 消费需求的攀升将促使国内信贷的扩张。责是之故, 资本账户开放完全可以作为一项重要的政策工具。

基于推论三和推论四的结论, 设计汇率弹性、外汇储备对消费需求影响的动态面板数据模型, 检验结果如表 2 所示。

表 2 资本账户开放进程中汇率弹性与外汇储备对国内消费的影响

	系数	标准差	t 统计量	p 值
dC(-1)	1.3460	0.0687	19.6	0.000
dC(-2)	-0.1369	0.0965	-1.42	0.157
CAL ⁻¹ *IM*dS	-2.0440	0.5707	-3.58	0.000
CAL ⁻¹ *IM*dS(-1)	-3.8680	1.0950	-3.53	0.000
CAL ⁻¹ *IM*dR	-0.0022	0.0037	-0.611	0.542
CAL ⁻¹ *IM*dR(-1)	0.0124	0.0015	8.44	0.000
CAL ⁻¹ *IM*dDC	-0.0072	0.0081	-0.882	0.378
CAL ⁻¹ *IM*dDC(-2)	0.0087	0.0432	0.201	0.841
常数项	0.6652	0.6804	0.978	0.329

模型使用具备鲁棒性的标准差!
 差分方程的工具变量: Gmm(dC, 2, 60) Gmm(CAL*IM*dS, 2, 30)
 水平方程的工具变量: 虚拟变量

Wald(joint): Chi ² (8) = 1.391*108[0.000]**	Wald(dummy): Chi ² (17) = 3270[0.000]**
Wald(time): Chi ² (16) = 3230[0.000]**	Sargan 检验: Chi ² (298) = 297.9[0.491]
AR(1) 检验: N(0, 1) = 1.463[0.143]	AR(2) 检验: N(0, 1) = 0.3970[0.691]

表 2 的实证估计验证了推论三和推论四的结论。由 $\frac{\partial^2(dC)}{\partial(CAL^{-1})\partial(dS)} = -2.0440 * IM < 0$, 显示新兴市场经济体符合推论中有关不存在明显的国内消费品进口替代的前提假设, 与此同时, 伴随一国资本账户的开放进程, 汇率升值刺激内需的作用会愈发明显。由 $\frac{\partial^2(dC)}{\partial(CAL^{-1})\partial(dR)} = 0.0124 * IM > 0$ 可知, 伴随资本账户开放的逐步推进, 外汇储备的积累也会在一定程度上起到刺激内需的作用。此外, 由 $\frac{\partial^2(dC)}{\partial(CAL^{-1})\partial(dDC)} = 0.0087 * IM > 0$, 表明随着资本管制的放松, 国内信贷扩张也会引致消费需求的增长。

2. 面板 VAR 模型估计结果

选择(dDC, dC, dR, dS)为面板 VAR 模型的内生变量, 面板矩(GMM)估计求证内生变量间的联动关系, 检验结果如表 3 所示。

表 3 内生变量国内信贷、消费需求、外汇储备与名义汇率变动间的联动关系

内生变量 统计量	dDC		dC		dR		dS	
	b GMM	t GMM	b GMM	t GMM	b GMM	t GMM	b GMM	t GMM
dDC(-1)	0.1239	0.3864	0.2192	0.6524	-0.2461	-0.6838	-0.0026	-2.1079
dC(-1)	-0.0691	-0.4585	0.9977	4.5860	0.6808	1.5891	0.0009	1.3790
dR(-1)	-0.0432	-0.5084	0.7773	6.0054	0.0880	0.2866	-0.0002	-0.5329
dS(-1)	-0.3752	-0.0876	-11.3951	-1.8380	-8.2771	-1.4140	0.0261	0.4481
dDC(-2)	-0.0516	-0.3168	0.2659	1.0898	-0.0371	-0.1580	-8.665×10 ⁻⁶	-0.0069
dC(-2)	0.0980	1.0898	-0.4675	-3.3617	-0.2537	-1.3997	-0.0004	-0.8037
dR(-2)	-0.1110	-0.3140	0.6451	1.2898	-1.3067	-1.2000	-0.0009	-0.5153
dS(-2)	-2.5279	-1.1485	0.2343	1.8140	1.8583	0.6873	0.0165	0.4647

注：b_GMM 表示 GMM 估计系数，t_GMM 表示 GMM 估计系数的 T 检验值。

根据表 3 的检验结果：(1) 汇率弹性对国内信贷变动存在负向的影响，滞后一期和滞后二期的影响系数分别为 -0.3752 和 -2.5279，表明若汇率升值，则会对国内信贷产生一定的扩张性作用。与此类似，外汇储备对国内信贷变动同样存在负向作用，其滞后一期与二期的影响系数分别为 -0.0432 和 -0.1110，显示外汇储备的持续积累将会逆转国内信贷的扩张趋势。此外，内需的增长会在一定程度上紧缩国内信贷，滞后一期的影响系数为 -0.0691。(2) 汇率弹性对国内消费需求变动存在显著的负向影响，其滞后一期的影响系数为 -11.3951，表明汇率升值会直接刺激国内消费需求的上升。与此同时，外汇储备的持续积累会促进国内消费需求的增长，其滞后一期和滞后二期的影响系数分别为 0.7773 和 0.6451。此外，国内信贷对国内消费需求的增长大有裨益，滞后一期和二期的影响系数分别为 0.2192 和 0.2659。

四、结果分析

理论模型研究显示：(1) 在适度资本账户开放的状况下，汇率升值会直接导致国内信贷规模的扩大；外汇储备的持续积累会逆转国内信贷增长的趋势。与此同时，若不存在明显的国内消费品进口替代，消费需求的增长就会引发信贷紧缩。(2) 若不存在国内消费品进口替代，伴随一国资本账户的逐步开放，汇率升值对内需增长的影响会愈发明显；外汇储备的逐步积累会在一定程度上起到刺激内需的作用；与此同时，国内信贷投放量的加大也会引致消费需求更大幅度的增长。

实证结果基本验证了理论模型的推论：(1) 汇率升值会对国内信贷产生一定的扩张性作用；而外汇储备的持续积累将会逆转国内信贷的扩张趋势。此外，内需的增长也会在一定程度上紧缩国内信贷。(2) 汇率升值会直接刺激国内消费需求的上升；外汇储备的持续积累会促进国内消费的增长；与此同时，国内信贷对国内消费需求的增长大有裨益。(3) 新兴市场经济体符合有关适度资本账户开放及不存在消费品进口替代的前提假设。(4) 伴随一国资本账户的开放进程，汇率升值对国内信贷依然呈现扩张性作用；外汇储备的持续积累与国内消费需求的增长同样会逆转国内信贷增长的趋势；汇率升值、外汇储备积累与信贷扩张对内需的刺激作用将会愈发明显。责是之故，资本账户开放完全可以作为宏观当局一项重要的政策工具。

内需增长与外汇储备累积会紧缩国内信贷，而汇率升值将有效推升国内信贷增长的态势。论及汇率升值刺激信贷增长的缘由，我们认为：(1) 对于从事进口商品业务或生产经营上对进口有一定依赖的企业或行业，其运营成本将随汇率升值而下降，原评估的信用风险等级可能也会上调，继而减少信贷资产的损失风险，推升国内信贷的投放规模。(2) 汇率升值会使国内信贷资产(包括持

有的国内有价证券)的价格大幅上扬,直接引致国内信贷总量的扩张。(3)对于一部分拥有美元资产或债务(或其他外币资产或债务)的企业或行业,若其生产经营收入主要是本币,则当汇率出现升值趋势时,他们出现偿债风险的可能性将大幅降低,继而导致国内信贷的持续攀升。论及外汇储备与国内信贷变动之间的关联性:(1)由于外汇储备持续增加的被动因素影响,宏观当局会密切关注基础货币的投放规模,继而始终处于适度紧缩信贷扩张的态势。(2)外汇储备的持续积累会影响一国产业结构调整的工程(通过提高产业结构调整的机会成本),导致部分国内投资者的预期收益率下降,进而降低国内信贷投放的总体规模。(3)在外汇储备快速增加的状况下,中央银行必然采取“对冲”的货币政策操作模式,在“对冲”外汇占款基础货币的同时,也相应降低了国内信贷投放。因此,过快的外汇储备增长将直接导致国内信贷紧缩。有关内需会紧缩国内信贷的缘由,本文认为:(1)若一国消费需求大幅攀升,则在一定程度上使物价水平显著提高,国内通胀压力加大,中央银行就会实施包括加息、提高银行准备金率等手段收紧银根,继而导致国内信贷水平下降。(2)伴随国内消费需求的生长,储蓄率就会呈现出逐步下降的趋势,国内储蓄率的下降就会直接制约信贷规模的扩张。(3)国家刺激内需政策的出台大幅提升了居民的边际消费倾向,边际消费倾向的上升加大了一国的投资乘数,使同样的投资总量对经济增长的拉动作用明显增强,这在一定程度上会有效熨平国内信贷总量的波动。

汇率升值、外汇储备的持续积累及国内信贷增长都会直接刺激国内消费需求的上升。论及国内信贷增长会刺激内需的缘由,我们认为:(1)信贷量的增长可有效减弱流动性约束,实现居民消费行为的跨期优化,使居民将现在和未来收入结合起来以实现个人效用的最大化,从而大幅提升一国的消费需求。(2)新兴市场经济体居民收入增长预期的不确定性造成了消费行为的短视性,直接导致较低的国内消费倾向。信贷总量的增长可以引导消费者转变消费观念,将消费行为适当提前,进而提升居民的边际消费倾向,进一步刺激内需的生长。有关外汇储备刺激国内消费的可能渠道,文章认为:(1)外汇储备的持续积累会在一定程度上提高国内资产的收益率,其产生的财富效应会有效刺激内需的生长。(2)在外汇储备持续积累的背后是大量跨国资本的涌入。这些跨国资本对房地产市场等的投资行为带动了国内的跟风消费热情,由于住房消费总量在居民消费中的比重正在逐步提升,因此外汇储备对国内消费的影响是不言而喻的。论及汇率升值会直接刺激国内消费需求上升的缘由,其中包括:(1)汇率弹性变动通过替代和收入效应影响消费。替代效应即汇率变化会导致进口品和非贸易品最佳替换率的变化,消费者将调整两者的消费比例,增加相对性价比高商品的消费。收入效应即汇率变化会使消费者实际收入发生变化,即使名义收入不变,进口品价格的上升或下降会使其实际收入下降或增加。汇率升值对消费的总效应是增加消费,尤其是对于进口品的消费。总之,汇率变动对国内消费的影响程度主要取决于进口品的需求弹性以及进口品在总消费中的比重。(2)新兴市场经济体名义汇率升值能保证本国利率同国际市场利率的差异,这意味着汇率升值在长期内将增加一国居民的整体福利水平,继而有效刺激内需的稳步生长。除此之外,(3)考虑到居民具有对未来消费的偏好,实行本币稳中有升的政策、注意把握好货币升值的幅度特别是防止过度升值将至关重要。

伴随一国资本账户的开放进程,汇率升值对国内信贷依然呈现扩张性作用;外汇储备的持续积累与国内消费需求的生长同样会逆转国内信贷生长的趋势;汇率升值、外汇储备积累与信贷扩张对内需的刺激作用将会愈发明显。缘由在于:(1)随着新兴市场经济体逐步实行资本账户自由化,汇率升值预期使得大量的跨境资本进入东道国,导致国内信贷激增。由于新兴市场经济体都存在或明或暗的政府担保和补贴,其信贷乘数就会出现大幅上升的状况。与此同时,金融机构会为消费贷款提供资金,在一定程度上推动国内消费的上升。(2)在汇率升值与外汇储备持续积累的背景

之下,跨境资本以国内金融机构为载体的投资运作会推动资产价格的不断上涨,其财富效应最终会拉动国内总消费需求的上升。(3)扩大内需、熨平国内信贷的大幅波动以减少外部冲击对宏观经济稳定增长的影响,对于新兴市场经济体来说已经作为一项长期的经济发展战略方针。在实现近期经济增长目标的同时,更要注重推动经济长远发展,提高国民经济素质、转变经济增长方式,实现近期经济增长与长远经济发展两者的高度统一。所以,一国宏观当局一定会把逆转国内信贷的增长趋势、刺激内需作为保增长的根本途径,有效防范国际金融危机的冲击影响。此外,资本账户的渐进开放与外汇储备的持续积累也为这种良性互动现象的出现添砖加瓦。(4)为应对国际金融危机的剧烈冲击,许多新兴市场经济体密集出台了旨在促进国内信贷增长、维护经济平稳回升的反周期举措,目前一部分经济体已发生了明显转机,进入新一轮经济周期的上升通道(尤其对于中国而言)。但从经济发展的总体状况来观察,经济增长中的消费需求是具有决定意义的最终需求,信贷大幅增长最终还是要靠消费的扩张来支撑。非常幸运的是,在资本账户开放的进程中,汇率升值、外汇储备积累与适度的信贷扩张对刺激国内消费需求会起到积极的作用;与此同时,汇率升值与外汇储备的持续积累、内需的增长会有效熨平国内信贷的大幅波动。(5)从理论模型和实证分析的最终结论中可以发现,有关新兴市场经济体适度资本账户开放以及不存在明显国内消费品进口替代的理论假说是基本合意的。

五、结论与相关政策建议

本文的理论模型研究结果指出:(1)在适度资本账户开放的状况下,汇率升值会直接导致国内信贷规模的扩大;外汇储备的持续积累会逆转国内信贷增长的趋势。与此同时,若不存在明显的国内消费品进口替代,消费需求的增长就会引发信贷紧缩。(2)若不存在国内消费品进口替代,伴随一国资本账户的逐步开放,汇率升值、外汇储备的积累以及国内信贷投放量的适度增加对刺激内需的作用就会愈发明显。

实证结果基本验证了理论模型的推论:(1)汇率升值会对国内信贷产生一定的扩张性作用;而外汇储备的持续积累将会逆转国内信贷的扩张趋势。此外,内需的增长也会在一定程度上紧缩国内信贷。(2)汇率升值、外汇储备的持续积累会直接刺激国内消费需求的上升;与此同时,国内信贷对消费需求的增长也大有裨益。(3)伴随一国资本账户的渐进开放,汇率升值对国内信贷依然呈现扩张性作用;外汇储备的持续积累与国内消费需求的增长同样会逆转国内信贷增长的趋势;此外,汇率升值、外汇储备积累与适度信贷扩张对内需的刺激作用将会愈发明显。

在汇率弹性逐步增强、资本账户开放进程不可逆转的背景下,新兴市场经济体(尤其对于中国)宏观当局应该采取如下政策:(1)顺势而为,尽快改变国内信贷投资与消费需求结构性失衡的问题,大幅提升国内的消费需求,并从战略高度把扩大消费需求作为确保经济稳定发展的重要着力点。(2)提振国内消费水平背后的核心是建立更加公正、合理的财富再分配机制,这样就会带来经济与国民福利的共同增长。宏观当局一方面要通过保就业、保经济稳定增长来实现增加民众收入的目标,另一方面也需要依靠完善社会保障、改善民生境况等作为基础以增强民众的消费信心。(3)在资本账户开放进程中,汇率升值对国内信贷呈现扩张性作用,而外汇储备积累与消费需求的增长会逆转国内信贷增长的趋势,提示目前的经济金融发展态势在某种程度上会自行熨平国内信贷的大幅波动。责是之故,宏观当局应在积极扩大国内消费需求的基础上,推进汇率形成机制改革、逐步增强汇率弹性,同时也不能将外汇储备的适度增长视为洪水猛兽。(4)宏观当局对消费和国内信贷的调控应充分关注经济体的阶段性特征。消费和信贷政策一定要依据一国的基本国情因势利导,实行短期投资信贷扩张和长期可持续消费刺激并重的政策原则,确保经济体的均衡与协

调发展。(5)从上述研究结论中可以发现,资本账户的有序开放完全可以作为宏观当局的一项重要政策工具,在与金融体制改革保持同步的状况下稳健推进资本项的开放不失为一方良策。

以资本账户开放的视角系统探索汇率弹性、外汇储备对国内消费和信贷的影响具有一定的理论和现实意义,这一方面的国内外研究工作还不多见,我们认为针对这一问题作进一步的深入研究,可能是非常有价值的。

参考文献

- 程艳(2009):《人民币汇率变动影响我国CPI的实证分析》,《宏观经济》,第12期。
- 李成、赵天荣(2009):《人民币汇率弹性的增大对利率稳定性的影响》,《经济理论与经济管理》,第5期。
- 梁剑、李惠芳、胡晓光(2009):《我国外汇储备积累对货币政策中介目标的影响?》,《统计与决策》,第17期。
- 刘晓辉、陈峥嵘、于波(2009):《“言”、“行”、人民币实际汇率制度弹性与宏观经济绩效》,《金融评论》,第1期。
- 麦金农、大野健一(1999):《美元与日元——化解美日两国的经济冲突》(中译本),上海远东出版社。
- 孙立坚、刘志刚、王兆旭(2002):《资本账户开放的动态经济效应》,《世界经济文汇》,第4期。
- 徐明东(2007):《全球外汇储备激增及管理策略的国际比较》,《世界经济导刊》,第8期。
- 叶伟春(2007):《资本账户开放对我国消费和储蓄的影响》,《上海投资》,第1期。
- 张曙光,(2007):《外汇储备持续积累的经济后果》,《财经研究》,第4期。
- Arshad, M. (2008): “Long-Run and Short-Run Dynamics of Foreign Exchange Reserves and Domestic Credit in Pakistan”, *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 5, 61-78.
- Brooks, S. (2004): “Explaining Capital Account Liberalization in Latin America: A Transitional Cost Approach”, *World Politics*, 56, 389-430.
- Choi, C. and M. Yi (2007): “Does Korean Exchange-Rate Volatility Have a Precautionary-Saving Effect on the Current Account?” Myongji University Working Paper.
- Erturk, K. (2005): “Economic Volatility and Capital Account Liberalization in Emerging Countries”, *International Review of Applied Economics*, 19, 399-417.
- Hagen, J. and H. Zhang (2008): “A Welfare Analysis of Capital Account Liberalization”, *Review of International Economics*, 16, 576-590.
- Hagiwara, A. (2005): “Foreign Exchange Reserves, Exchange Rate Regimes, and Monetary Policy: Issues in Asia”, ERD Working Paper, No. 61.
- Kandil, M. and I. Mirzaie (2003): “The Effects of Exchange Rate Fluctuations on Output and Prices: Evidence from Developing Countries”, IMF Working Paper, No.03/200.
- Martinez, G. (2009): “Credit Rationing and Exchange-Rate Stabilization: Examining the Relation between Financial Frictions, Exchange-Rate Volatility, Lending Rates, and Capital Inflows”, Ave Maria University Working Paper.
- Park, D. (2009): “Developing Asia’s Sovereign Wealth Funds and Outward Foreign Direct Investment”, *Asian Development Review*, 26, 57-85.
- Stein, H. (2009): “Financial Liberalization, Institutional Transformation and Credit Allocation in Developing Countries: the World Bank and the Internationalization of Banking”, *Cambridge Journal of Economics*, 34, 257-273.

(责任编辑:程 炼)