

# 南非通胀目标制下汇率传导研究综述<sup>\*</sup>

王 霞

**【内容提要】**2008 年全球金融危机后，实施通胀目标制的新兴市场国家意识到调整货币政策时不仅要考虑国内的通胀水平还要关注由外部风险造成的汇率波动。本文对南非通胀目标制下汇率传导的相关研究进行回顾，发现通胀目标制下汇率波动更为明显；实证表明相比汇率对进口价格的传导效应，近些年来南非汇率对国内物价的传导效应要低很多，原因是汇率变化产生的冲击主要是通过生产者价格渠道而非进口价格渠道传递到国内物价水平上的。对于南非政策制定者而言，提高通胀目标制的可信度从而控制汇率变化对国内物价的冲击，降低生产成本的劳动力改革等措施有助于控制其国内通胀水平。

**【关键词】**新兴市场国家；南非；通胀目标制；汇率传导

**【作者简介】**王霞，讲师，经济学博士，浙江师范大学经济管理与中非国际商学院（金华，321004）。

## 一 引言

21 世纪以来，许多国家的货币政策都进行了重大调整：以美国和欧洲国家为代表的发达国家逐步放弃了 20 世纪八九十年代规则导向的货币

---

<sup>\*</sup> 本文为浙江省 2011 协同创新中心“非洲研究与中非合作协同创新中心”资助项目（项目编号：14FZZX02QN）；是“浙江省社会科学界联合会研究课题成果”（课题编号：2014Z073）。

政策,开始采用以利率决定和非常规措施为主的货币政策;<sup>①</sup>与此同时,南非、巴西等许多新兴市场国家开始采用以通胀目标制为代表的规则导向的货币政策。Taylor (2014) 认为货币政策的调整是 21 世纪发达国家经济逐渐衰退的原因之一;而以通胀目标制为代表的货币政策为新兴市场国家的发展创造了稳定的宏观经济环境,一定程度上促成了新兴市场国家的崛起。<sup>②</sup>2008 年全球金融危机后,发达国家逐步结束非常规货币政策操作,寻求“退”而往之的货币政策“新常态”;而新兴市场国家也开始对正在实施的通胀目标制及类似制度进行反思和展望。

新兴市场国家与国际资本市场的密切联系使它们容易受到外部金融风险 and 资本流动的影响,新兴市场小国的货币政策更易受到进口性通胀和汇率波动的冲击。Aghion 等 (2006), Aizenman 等 (2011) 研究发现汇率波动对新兴市场国家的经济增长有显著的负面效应,因此他们建议实施通胀目标制的新兴市场国家在调整货币政策时不仅要考虑国内的通胀水平还要关注由外部风险造成的汇率波动。<sup>③</sup>本文回顾了南非通胀目标制下关于汇率传导的研究,以清晰地理解南非货币政策的汇率传导渠道和效应,从而为政策决策提供建议。

文章第二部分概述了南非货币政策的演化,重点介绍了南非通胀目标制下货币政策目标的设定,并基于理论分析和计量估计评述了南非通胀目标制的传导机制;第三部分在通胀目标制背景下分别回顾了南非汇率对进口价格的传导效应及其对国内物价的传导效应的相关研究,第四部分是对上述内容的总结。

## 二 南非通胀目标制的政策传导机制

南非的货币政策演进大致包括以下几个阶段:20 世纪 60 年代初

---

<sup>①</sup> Ahrend, “Monetary Ease: A Factor Behind Financial Crises? Some Evidence from Oecd Countries”, *SSRN Electronic Journal*, 2008, 4 (12), pp. 1 - 30.

<sup>②</sup> Taylor, “Inflation Targeting in Emerging Markets: The Global Experience”, *Hoover Institution Economics Working Paper*, 2014, 14112, pp. 1 - 23.

<sup>③</sup> Aghion, Bacchetta, Ranciere and Rogoff, “Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development”, *Journal of Monetary Economics*, 2006, 56 (4), pp. 494 - 513.

到 20 世纪 80 年代初南非主要用流动资产比率对利率水平和贷款数量进行控制；20 世纪 80 年代初到 1985 年主要采用现金储备制，1986 年开始使用预先公布的货币总量（M3）目标；1990 年开始采用多种指标作为货币政策决策的参考。<sup>①</sup> 2000 年 2 月南非正式实施通胀目标制的货币政策。

### （一）南非通胀目标制的目标设定

维持价格稳定都是世界各国央行的核心目标之一，但关于“最优通胀水平”的争论一直在进行：传统观点认为央行应该设定较低的通胀目标（0 或 1%—2%）；全球金融危机后，时任国际货币基金组织（IMF）首席经济学家的 Olivier Blanchard 对宏观经济政策进行反思，发现在经济衰退时低通胀目标限制了货币政策调整的空间，因此他认为应该设定更高的通胀目标，比如 4%。<sup>②</sup> 而对于南非等新兴市场国家这种低通胀目标的限制并不存在，一些固有的结构性问题和应对外部冲击的脆弱性使得新兴市场国家本来就需要制订较高的通胀目标，但这些目标也需要根据环境适时地进行调整。<sup>③</sup>

南非储备银行（SARB）最初是用 CPIX（即不包括抵押债券成本的总的消费者价格指数）来衡量通胀水平的，目的是剔除央行调整官方利率（回购利率）对抵押债券成本进而对总的消费者价格指数产生的影响。2002 年和 2003 年的通胀目标（即 CPIX 的年度增长率）设定为 3%—6%，2004 年和 2005 年的通胀目标设定为 2%—5%。CPIX 指标的运用使得央行与公众关于通胀目标的沟通较为复杂，同时也会导致利率的频繁调整。因此，2003 年 11 月变化的 CPIX 年度增长率指标开始被持续性 CPIX 增长指标（3%—6%）所替代。此外，由于 CPIX 指标自身的缺陷，2009 年 1 月 CPIX 被修正的所有城市地区总的

---

① Aronand Muellbauer. “Review of Monetary Policy in South Africa since 1994”, *Journal of African Economies*, 2007, 16, p. 709.

② Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia and Paolo Mauro, “Soviet Army Coming apart at the Seams”, *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, February 12, 2010.

③ Marcus, “Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenge of a Changing Mandate”, *BIS central bankers speeches, at the Biennial Conference of the Bank “Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenge of a Changing Mandate”*, Pretoria, October 30, 2014.

消费者价格指数所替代。现在 SARB 所使用的衡量通胀水平的指标是所有城市地区 CPI 每 12 个月的变化率，目标范围依旧设定为 3%—6%。<sup>①</sup>

## (二) 南非通胀目标制的传导机制

货币政策是货币政策制订者用来影响经济发展的重要工具，图 1 简单图示了货币政策对经济产出和物价水平的影响链条。<sup>②</sup>

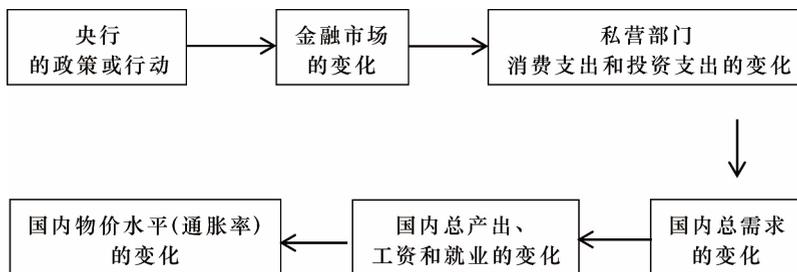


图 1 货币政策传导机制简图

### 1. 传导渠道：基于理论分析

Mishkin (1995) 将货币政策影响经济的渠道概括为利率效应、汇率效应、资产价格效应和信贷渠道。<sup>③</sup> 基于此，Smal 和 Jager (2001) 研究了南非货币政策的传导效应。回购利率的变化主要通过上述四条渠道对实际经济活动产生影响，假如回购利率意外上升且随后不会迅速的下降，它会导致国内总需求的下降（见表 1）。<sup>④</sup>

① 刘鸿武主编《非洲地区发展报告：2014—2015》，中国社会科学出版社 2016 年版，第 263 页。

② Smal and Jager, “The Monetary Transmission Mechanism in South Africa”, *South African Reserve Bank Occasional Paper*, 2001, 16, p. 1.

③ Mishkin, “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, *Journal of Economic Perspectives*, 1995, 9 (4), pp. 3-10.

④ SARB, “Monetary Policy Review”, May 2004, pp. 23-25.

表 1 南非货币政策调整与国内总需求的变化

(1) 利率渠道	$r \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow, C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow,$
(2) 汇率渠道	$r \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$
(3) 资产价格渠道	$r \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow P_e \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$ (托宾的 q 理论)
(4) 信贷渠道	$r \uparrow \Rightarrow D \downarrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow, C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$ (银行贷款效应)
	$r \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow P_e \downarrow, F \downarrow \Rightarrow$ 逆向选择和道德风险 $\uparrow \Rightarrow L \downarrow \Rightarrow I \downarrow, C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$ (资产负债表效应)

资料来源: 作者根据 Smal 和 Jager (2001), Box 3, Monetary Policy Review, May 2004 相关内容整理。

注: 表 1 中代表回购利率, 代表商业银行 (存、贷款) 利率, 代表名义汇率, 代表净出口, 分别代表股票和房地产价格, 代表家庭所拥有的财富总额, 代表商业银行储备金, 代表商业银行发放贷款数量, 代表家庭和企业的现金流, 代表投资支出, 代表消费支出, 代表总需求。

总需求的减少会使总产出降低到潜在产出水平之下, 这会减缓价格水平的增长使之低于其增长趋势, 也会降低劳动力市场中的工资增长。另外, 汇率渠道中兰特升值会降低进口商品的相对价格, 从而直接降低国内的通胀水平, 这是汇率对通胀水平的直接影响。总之, 回购利率的上升最终会导致总产出和通胀水平的下降。

南非通胀目标制的一个重要特征是政策目标和政策工具的分离: SARB 需要与政府磋商共同制订出政策目标, 它不享有目标独立性但享有工具独立性, 即具有独立操控政策工具去实现政策目标的能力。<sup>①</sup> 2004 年 5 月 SARB 的货币政策回顾对通胀目标制传导机制作了更为详细的描述 (见图 2), 从中可以看出它是如何利用政策工具 (回购利率) 来实现其通胀目标, 从而影响经济发展的。

除了表 1 所概括的传导渠道外, 图 2 中 SARB 还考虑了“预期”对政策传导的影响。经济主体的预期所产生的作用很难被限定在某一渠道中, 回购利率的上升会影响经济主体关于经济变量未来变化的预期, 会影响到图示的多条渠道; 此外, 经济主体关于价格和工资水平下降的预期也会直接降低国内的通胀水平。

<sup>①</sup> Marcus (2014), p. 5.

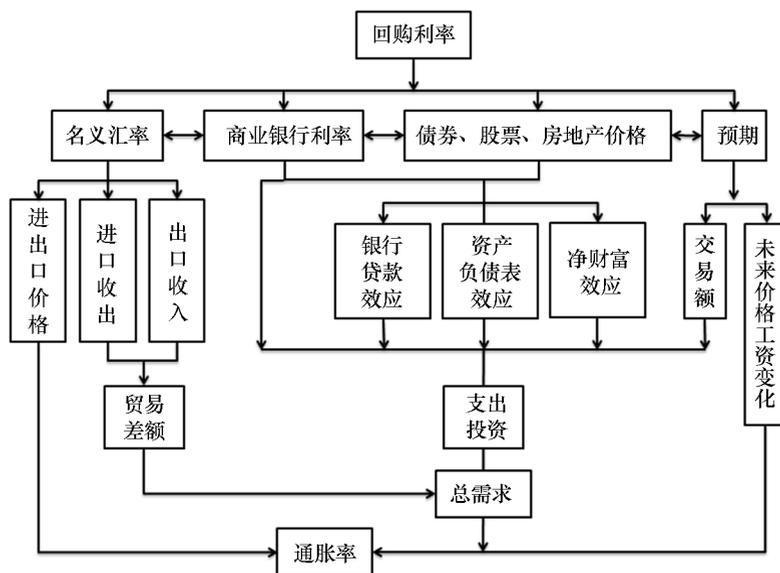


图2 南非通胀目标制传导机制的程式化描述<sup>①</sup>

资料来源: Box 3, Monetary Policy Review, May 2004。

## 2. 传导效应: 基于计量估计

2001年10月SARB的货币政策回顾指出回购利率的变化大概要经过5个季度才会对产出产生最大影响,要经过6—8个季度才会对通胀产生最大影响。<sup>②</sup> Smal和Jager(2001)使用小国宏观计量模型分析了南非的货币政策传导机制,发现官方利率变化引起实际经济活动(主要是总需求和总产出)变化的时滞约为12个月;再经过约12个月的时间这种变化会传导到国内价格水平上,也就是说官方利率变化引起通胀变化的时滞约为24个月。研究还指出利率上升会导致总产出和通胀水平的下降,汇率上升会导致净出口和总需求的下降。<sup>③</sup> Waal和Eyden(2014)将外生的(X)外国变量(\*)引入结构向量误差修正模型(VECM)中创建了

<sup>①</sup> 目前关于货币政策传导机制的研究很多,但关于各个传导渠道的运作、各个渠道之间的相互关系及它们随时间如何变化等方面的研究都还没有得到确切的结论。这里只是根据经验去描述传导机制中的主要联系。

<sup>②</sup> SARB, "Monetary Policy Review", October 2001, p. 3.

<sup>③</sup> Smal and Jager (2001), pp. 1 - 17.

VECM\* 模型, 并使用 1979—2009 年的相关数据分析了外国变量存在情况下南非货币政策变化对通胀的影响, 模型估计结果与预期的相同, 利率的上升将会导致总产出和通胀水平的下降; 影响时滞约为 24 个月。<sup>①</sup> 基于上述研究, 我们可以明确的是对南非的汇率传导研究应重点关注汇率变化两年后的传导效应, 此时它对通胀的影响最为显著。

### 三 南非通胀目标制下的汇率传导研究

随着南非国内金融市场的开放和深化, 兰特汇率对全球金融市场中风险变化和资本流动变化的反应更为敏感。发达国家货币政策尤其是近些年来美国的低息政策和量化宽松政策, 所产生的溢出效应对兰特汇率也产生了重要的影响, 从而影响到南非通胀目标的实现。时任 SARB 行长的 Marcus (2014) 在回顾南非通胀目标制实施 14 年的讲话中指出如何应对汇率的剧烈波动是通胀目标制实施中面临的一个重要挑战: 尽管这 14 年中汇率对 CPI 的传导效应已经大大减弱, 但它仍是造成通胀的重要因素之一。<sup>②</sup>

#### (一) 通胀目标制下的汇率传导

20 世纪 70 年代以来南非经历了几次重要的经济制度改革: 1979 年放弃固定汇率制, 开始采用双重汇率制; 1990 年之后开始开放其贸易账户; 1994 年新南非政府成立后资本账户开始全面开放; 2000 年开始实施通胀目标制和浮动汇率制,<sup>③</sup> 这些改革逐步地加强了汇率和价格之间的关系。南非通胀目标制下, 央行会基于通胀目标去调整回购利率, 利率的可预测性改善了市场的信息处理过程, 市场力量在汇率决定中的作用更为显著。Mtonga (2011) 使用 Johansen 多元协整方法和 Pesaran, Shin 和 Smith (2002) 的长期结构模型对 1984—1999 年和 1984—2005 年的相关季度数

<sup>①</sup> Annari and Renee, “Monetary Policy and Inflation in South Africa: A Vecm Augmented with Foreign Variables”, *South African Journal of Economics*, 2014, 82 (1), pp. 117—140.

<sup>②</sup> Marcus (2014) .

<sup>③</sup> Aron, Farrell, Muellbauer and Sinclair, “Exchange Rate Pass-through to Import Prices, and Monetary Policy in South Africa”, *South African Reserve Bank Working Paper*, 2012, WP/12/08, p. 33.

据分别进行检验,发现2000年南非通胀目标制的实施对兰特汇率的变化产生了重要影响:2000年以前影响汇率的经济变量相对较少;2000年之后影响汇率的经济变量更多且对汇率的影响力更大。也就是说,随着货币政策的变化汇率与其影响因素间的关系也发生了变化。自由市场中短期利率对汇率有显著的正向影响,因此依赖短期利率制定来实施的通胀目标制会使汇率更易波动。<sup>①</sup>

Ncube 和 Ndou (2011) 研究指出严格的通胀目标制不利于南非的经济增长;而在灵活的通胀目标制下赋予实际有效汇率更大作用将推动其经济增长。<sup>②</sup> 他们总结了货币政策传导中汇率的重要作用:(1) 实际汇率会影响货币政策传导的总需求渠道:实际汇率的变化会影响国内产品和国外产品的相对价格,从而影响国外部门的需求;(2) 直接汇率渠道通过影响进口商品的国内价格直接影响通胀水平;(3) 汇率还会通过通胀对工资制定的影响、国外部门的需求影响名义工资。因此通胀目标制实施中尤其是在外汇储备增加、石油价格上涨的环境中要更多关注汇率的作用。<sup>③</sup>

汇率传导是指汇率变动对一国进口商品的本土价格(或出口商品现地货币价格变化),进而对国内物价水平所产生的影响。根据传导对象的不同,可以分为对进口价格、对出口价格和对国内物价(或CPI)的汇率传导。<sup>④</sup> 这里我们将汇率变化1%所引起的进口商品的本土价格变化(出口商品现地货币价格变化)的百分比称为汇率对进口价格(或出口价格)的传导系数;将汇率变化1%所引起的国内物价水平变化的百分比称为汇率对国内物价的传导系数。<sup>⑤</sup> 下文将回顾南非汇率对进口价格和国内物价

<sup>①</sup> Mtonga (2011), pp. 1 - 62.

<sup>②</sup> 通胀目标制在实施中大概可以分为严格的通胀目标制和灵活的通胀目标制两种形式:前一种情形下央行只关注如何在短期内有效地将通胀水平控制在通胀目标范围内。央行需要通过更激进的政策调整来实现通胀目标,通常会导致利率和汇率等经济变量发生较大幅度的改变;后一种情形下央行在考虑到利率、汇率、产出、就业等经济变量稳定的前提下,在更长远视角下逐步将通胀控制在长期目标范围内。Svensson (1997) 认为反通胀初期严格的通胀目标制有助于央行迅速地在社会公众中建立起信誉;当获取一定信誉度后,可以在适度的无损信誉的范围内实施灵活的通胀目标制。

<sup>③</sup> Ncube and Ndou, "Inflation Targeting, Exchange Rate Shocks and Output: Evidence from South Africa", *ADB Working Paper*, 2011, No. 134, pp. 1 - 45.

<sup>④</sup> 向训勇、陈飞翔《汇率传递研究最新动态及展望》,载《上海金融》2015年第10期,第40页。

<sup>⑤</sup> 施建淮、傅雄广:《汇率传递理论文献综述》,载《世界经济》2010年第5期,第4页。

的传导效应的相关研究。

## （二）南非汇率对进口价格的传导效应

图3基于SARB的相关数据描绘了名义有效汇率的季度变化率和进口价格的季度变化率，从两者之间的关系可以初步推断南非汇率对进口价格的传导效应是较为显著的负效应。

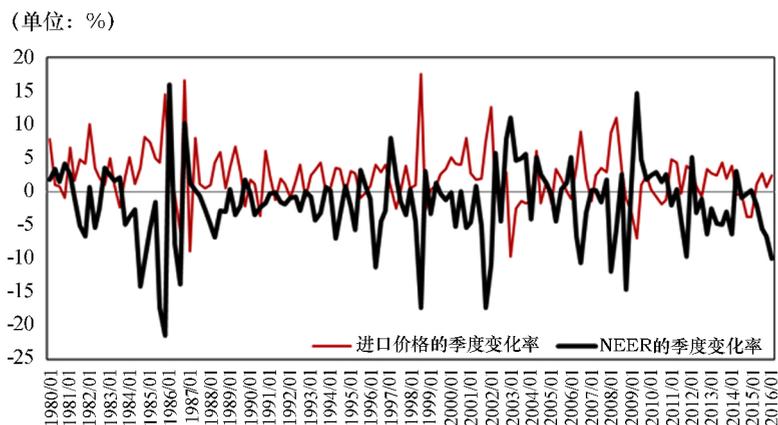


图3 1980—2016年南非NEER和进口价格的季度变化率

资料来源：作者根据SARB数据计算绘制。

注：NEER是对最重要贸易伙伴国货币的名义有效汇率（NEER）；进口价格是进口商品的FOB价格。<sup>①</sup>

目前关于南非汇率对进口价格传导效应的研究还非常有限，并且研究的时间段主要集中在通胀目标制实施前；估计结果都是长期的传导系数，没有考虑汇率传导效应随时间发生的变化（见表2）。

Aron等（2012）使用单方程模型和结构向量自回归（SVAR）模型对1980—2009年的相关月度数据进行分析，从而估计出短期（6个月或12个月）和长期内南非汇率对进口价格的传导系数（见表3）。由于引入负

<sup>①</sup> 根据SARB的定义，对最重要贸易伙伴国货币的名义有效汇率（NEER）是兰特对南非20个最重要的贸易伙伴国货币的双边名义汇率进行加权得到的一个汇率。其中5种主要货币的权重分别为：欧元（29.26%），人民币（20.54%），美元（13.72%），日元（6.03%），英镑（5.82%），五种货币所占权重共计为75.37%（2010=100）。

的内生反馈效应，SVAR 估计的长期汇率传导系数必然低于单方程模型和之前研究所获得的估计结果，只有 0.55。

表 2 南非汇率对进口价格传导效应的相关研究

	研究时期	汇率指标	进口价格指标	研究方法	长期传导系数
SARB (2002) ①	1980—2001 年 (月度数据)	NEER	PPI 进口部分	Johansen 向量误差 修正模型	0.78
Nell (2004)	1987—1998 年 (季度数据)	进口贸易加权 NEER	进口价格 平减指数	自回归分布 滞后模型	0.77
Rangasamy & Farrell (2002)	1980—2001 年 (月度数据)	(SARB)	PPI 进口部分	Johansen 协整检验	0.78
Karoro 等 (2009)	1980—2005 年 (月度数据)	NEER (IMF)			非对称性 贬值: 0.72 升值: 0.64

资料来源: SARB; Aron, Farrell, Muellbauer 等 (2012), 第 7 页。

注: NEER 指名义有效汇率; PPI 指生产者价格指数。②

表 3 单方程模型和 SVAR 模型所得到汇率对进口价格的传导系数

汇率变化	单方程模型 (假定汇率是外生的; 单位劳动 成本是外生的)	SVAR 模型 (引入对内生汇率的反馈效应; 汇率对 单位劳动成本的反馈效应)
1 个月后	0.045	0
6 个月后	0.31	0.21
12 个月后	0.49	0.30
2 年后	—	0.35
10 年后	—	0.54
更长期	0.75	0.55

资料来源: Aron, Farrell, Muellbauer 等 (2012), p. 28。

Bussière 等 (2014) 研究了 22 个新兴市场国家和 18 个发达经济体中

① SARB, “Monetary Policy Review”, April 2002, p. 14.

② Aron, Farrell, Muellbauer and Sinclair (2012), pp. 1–38.

汇率对进口价格和出口价格的传导效应，发现在各国中两者都有较高的相关性。<sup>①</sup>图4的描绘中也可以看出两者的高度相关性。Bussière等(2014)使用OLS方法进行估计，发现短期内新兴市场国家汇率对贸易(出口和进口)价格的传导系数普遍大于发达国家的传导系数；从长期内汇率对进口价格的传导系数来看，土耳其、菲律宾、波兰、泰国、巴西、韩国和中国等新兴市场国家的传导系数较大，在0.70—1；印度、新加坡、委内瑞拉等新兴市场经济体的传导系数较小，低于0.20。而葡萄牙、澳大利亚、日本、新西兰、西班牙等发达国家的传导系数都高于0.60；瑞士、瑞典和美国等发达国家的传导系数则低于0.30。长期内南非汇率对进口价格的传导系数约为0.50，对出口价格的传导系数约为0.61。Bussière等(2014)认为宏观经济变量如汇率制度是影响汇率对贸易价格传导效应的主要因素，出口部门和进口部门的构成等微观经济变量所起的作用相对较小。

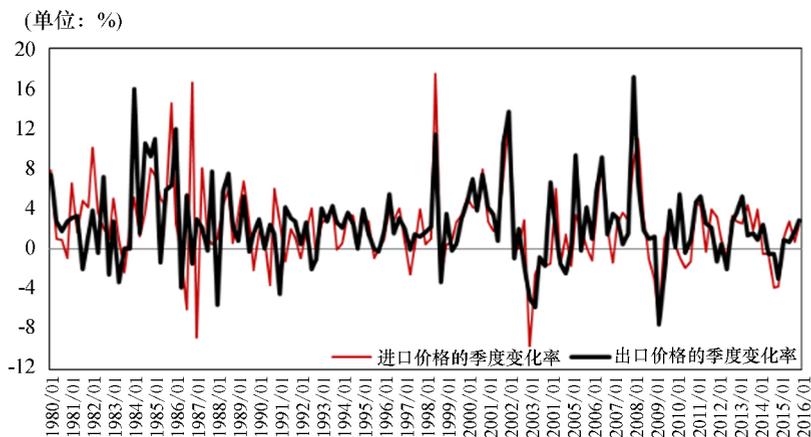


图4 南非进口价格和出口价格的季度变化率

资料来源：作者根据SARB数据计算绘制。

### (三) 南非汇率对国内物价的传导效应

图5基于SARB的名义有效汇率和CPI数据绘制出两者每12个月的

<sup>①</sup> Bussière, Chiaie and Peltonen “Exchange Rate Pass-through in the Global Economy: The Role of Emerging Market Economies”, *IMF Economic Review*, 2014, 62 (1), pp. 146 - 178.

变化率，可以看出名义有效汇率的变化相对剧烈，而 CPI 的变化幅度明显要小许多，两者变化方向大致相反，CPI 的变化一定程度上滞后于汇率的变化。根据上述可以初步推断南非汇率对国内物价的传导效应为相对较弱的负效应，且汇率对 CPI 的传导效应存在时滞性。

(单位: %)

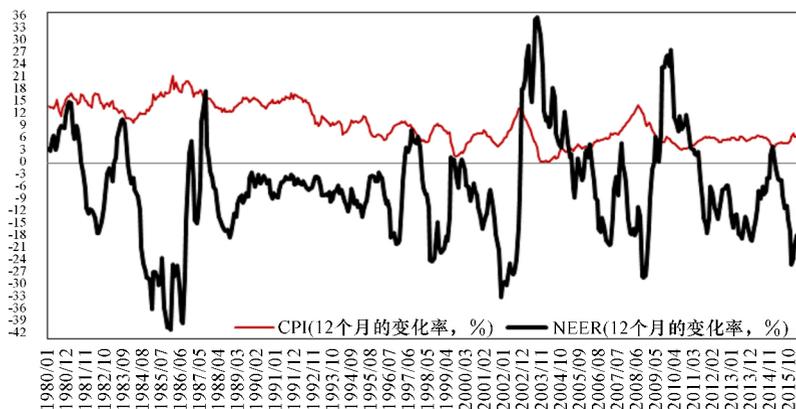


图5 1980—2015年南非NEER与CPI的变化率

资料来源：作者根据SARB数据计算绘制。

注：NEER是对最重要贸易伙伴国货币的名义有效汇率（NEER）；CPI是所有城市地区总的消费价格指数。

与汇率对进口价格的传导效应相比，南非汇率对国内物价的传导效应更低。Bhundia（2002）使用递归向量自回归方法研究了兰特贬值与CPIX通胀的关系，发现南非汇率冲击的通胀效应被生产过程的中间阶段所吸收，汇率冲击发生2年后对CPIX的传导系数仅为0.12，其中经由生产者价格渠道传递到CPIX的冲击高达0.75，而经由进口价格渠道传递到CPIX的冲击仅为0.035；因此降低单位劳动成本的劳动力改革能够有效抑制生产者价格通胀，从而降低CPIX通胀水平。

大多数传统研究认为汇率对进口价格的传导效应主要取决于市场力量、市场定价等微观因素，而汇率对物价的传导效应则主要受宏观经济因素，尤其是通胀水平的影响。Taylor（2000）认为低通胀环境是近些年来汇率对国内物价传导效应降低的主要原因，因此可信的（低）通胀目标

制就意味着较小的汇率传导效应。<sup>①</sup> Choudhri 和 Hakura (2006) 的汇率传导模型剔除了传统的汇率对进口价格传导效应研究中对微观因素的考虑, 强调了价格惯性和预期的作用, 他们认为汇率变化的预期效应主要取决于通胀制度, 通过对 71 个国家 1979—2000 年相关数据的分析验证了 Taylor (2000) 的观点: 低通胀环境中汇率对国内物价的传导效应较低。Choudhri 和 Hakura (2006) 将南非归入中等通胀水平国家, 研究发现 1 年后南非汇率对 CPI 的传导系数为 0.13, 5 年后为 0.14; 研究还发现新兴市场国家、发展中国家、低收入国家的汇率变化对价格的影响要远远大于发达国家或工业化国家。<sup>②</sup>

Parsley (2010) 基于小国汇率传导理论模型研究南非汇率与价格之间的关系, 为了剔除因质量变化而引起的价格变化, 他选择以部分质量变化最小的产品和服务作为研究对象; 研究发现南非汇率变化 2 年后对商品消费价格的传导系数在 0.14—0.27; 对服务消费价格的传导系数相对更高; 他还计算了南非与 10 个主要贸易伙伴之间的平均进口传导系数, 约为 0.60。<sup>③</sup>

Ivoahasina (2012) 研究了 1985—2008 年撒哈拉以南非洲国家中汇率对价格的传导效应及其决定因素, 发现汇率的传导效应存在非对称性: 本币贬值造成的物价变化幅度大于本币升值造成的物价变化幅度。对于南非而言, 汇率变化 1 年后对国内物价的传导系数平均约为 0.13, 2 年后为 0.16。研究还发现更灵活的汇率制度, 更高的收入, 较低的通胀, 谨慎的货币政策和持续的财政政策是汇率对国内物价的传导系数相对较低的主要原因。20 世纪 90 年代中期以来宏观的经济、政治环境的改善使得撒哈拉沙漠以南非洲国家的汇率传导效应逐渐减弱, 其中实施浮动汇率制的南非是传导系数最低的国家之一。<sup>④</sup>

---

① Taylor, “Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms”, *European Economic Review*, 2000, 44, pp. 1389—1408.

② Choudhri and Hakura, “Exchange Rate Pass-through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?”, *Journal of International Money and Finance*, 2006, 25, pp. 614—639.

③ Parsley (2010), pp. 1—39.

④ Razafimahefa and Ivoahasina, “Exchange Rate Pass-through in Sub-Saharan African Economies and Its Determinants”, *IMF Working Paper*, 2012, WP/12/141, p. 15.

#### (四) 南非汇率传导效应的特殊性

Gagnon 和 Ihrig (2004), Gust 等 (2010) 对发达国家、工业化国家样本进行研究,发现近年来随着通胀的逐步稳定和贸易一体化的发展,汇率对进口价格和国内物价的传导效应逐渐减弱。<sup>①</sup> Choudhri 和 Hakura (2012) 使用 OLS 回归和 VAR 方法对 18 个发达国家和 16 个新兴市场国家 1979—2010 年的相关数据进行分析,发现大多数国家中汇率对进口价格的传导系数大于其对出口价格的传导系数。

根据 Choudhri 和 Hakura (2012) 的研究,南非的情形与上述结论的描述恰恰相反:(1) 使用 OLS 回归方法得到的进口传导系数为 0.30,出口传导系数为 0.45;使用 VAR 方法得到的进口传导系数为 0.31,出口传导系数为 0.38;两种方法下南非汇率的进口传导系数均小于出口传导系数。(2) 1985—1997 年南非的进口传导系数为 0.20,出口传导系数为 0.38;而 1998—2010 年南非的进口传导系数提高到 0.38,出口传导系数达到 0.74;可以看出与发达国家、工业化国家的情况不同,南非近些年来汇率对贸易价格的传导效应变得更为显著。<sup>②</sup> 这还有待我们在未来研究中做进一步的验证和探索。

## 四 总结

近些年来,随着通胀的逐步降低和贸易一体化的迅速发展,全球范围内汇率的传导效应逐步减弱,研究发现新兴市场国家中汇率对国内物价的传导效应要大于大多数发达国家和工业化国家;南非实施通胀目标制以来汇率对国内物价的传导效应也逐渐减弱(传导系数处于 0.12—0.16),但它仍是造成通胀的重要因素之一。与发达国家、工业化国家的情况不同,通胀目标制下南非汇率对贸易价格的传导效应更为显著,且汇率对进口价

<sup>①</sup> Gagnon and Ihrig, "Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through", *International Journal of Finance & Economics*, 2004, 9 (4), pp. 315 - 338.

<sup>②</sup> Choudhri and Hakura, "The Exchange Rate Pass-through to Import and Export Prices: The Role of Nominal Rigidities and Currency Choice", *Journal of International Money and Finance*, 2012, 12 (226), pp. 1 - 25.

格的传导系数低于其对出口价格的传导系数: 长期内汇率变化对进口价格的传导系数位于 0.38—0.50; 对出口价格的传导系数位于 0.61—0.74。

相比汇率对贸易价格的传导效应, 南非汇率对国内物价的传导效应要低很多, 因为汇率变化产生的冲击主要是通过生产者价格渠道而非进口价格渠道传递到国内物价水平上的, 并且汇率冲击产生的通胀效应大部分被生产过程中间阶段所吸收。过去 5 年兰特持续贬值: 2011 年 1 月至今, 兰特对主要贸易伙伴国货币的贬值幅度高达 50%; 其中 2015 年贬值幅度最大, 汇率从年初的 11.56 兰特/美元增加到年末的 15.04 兰特/美元, 一年贬值约 23%。<sup>①</sup> 但近些年相对较低的物价传导系数, 一定程度上限制了大幅度的贬值造成的通胀效应。

因此, 对于货币政策制定者而言, 提高通胀目标制的可信度有助于将汇率传导效应控制在较低的水平上。较低的传导系数能够为货币政策的实施提供更大自由度, 也使得通胀目标制更易于实施。<sup>②</sup> 对于政府而言, 降低生产成本的劳动力改革等措施能够有效抑制汇率变化对国内物价的冲击, 从而控制国内通胀水平。

(责任编辑: 王珩)

## Exchange Rate Pass-through of Inflation Targeting in South Africa: A Review

Wang Xia

**Abstract:** After the 2008 global financial crisis, the emerging markets implementing the inflation targeting realized that when adjusting monetary policy they should not only take into account the level of domestic inflation but also need to consider the exchange rate fluctuations caused by external risks. This paper reviews the related research on exchange rate pass-through of inflation targeting in South Africa. In the inflation targeting system exchange rate fluctuations is more obvious. Empirical evidence shows that in recent years the transmission

<sup>①</sup> SARB, "Monetary Policy Review", April 2016, p. 2& p. 22.

<sup>②</sup> Choudhri and Hakura (2006), p. 614.

effect of exchange rate on domestic prices is much lower than that effect on import prices in South Africa, because it is mainly transferred through the producer price channel rather than the import price channel. For the policy makers in South Africa, it is effective to control domestic inflation by improving the credibility of inflation targeting in order to control the exchange rate shocks on domestic price, and reducing the production cost by labor reform and other measures.

**Keywords:** Emerging Markets; South Africa; Inflation Targeting; Exchange Rate Pass-through