

从“三元悖论”看当前 货币政策与汇率政策的矛盾

刘锦虹

摘要：货币政策与汇率政策是一个国家金融政策的重要组成部分，两者相互协调促进，是国民经济稳健发展的基础。当前我国的货币政策、汇率政策、资本市场并没有摆脱三者不可调和的“三元悖论”。逐步开放资本项目，完善外汇监管体系，改革汇率决定制度，实现浮动汇率制度是解决矛盾的根本途径。

关键词：货币政策 汇率政策 三元悖论

2003年初以来，以美国和日本为代表的一些发达国家，以“中国输出通货紧缩”为主要理由，不断向中国政府施加压力，要求提高人民币汇率，国际货币基金组织也建议中国政府考虑允许人民币的管理浮动制更具灵活性。随着对该问题讨论的延续，人民币汇率逐步演化成为一个立场问题，政府及中央银行官员不断地在各种场合表示人民币汇率将保持稳定，不会被迫升值。但事实上，一个国家如果实行固定汇率制度，那么它的货币政策就必须在很大程度上致力于维护固定汇率，以基础货币投放适度、利率水平可控等为主要衡量标准的中央银行货币政策独立性将大大降低。表现在我国的货币金融运行领域，就是2003年以来，外汇储备以每月近100亿美元的速度增长，中央银行虽然采用了提高存款准备金率、公开市场操作等手段进行对冲，但仍然难以缓解人民币外汇占款的持续增长。随着我国经济逐步走出几年来的通货紧缩，新一轮的通货膨胀预期正在形成，如何在现行的固定汇率制度下，以有限的货币政策空间完成平滑经济增长、均衡货币供应、稳定对内币值的任务，将成为未来一段时间内中央银行需要面对的一个难题。

一、货币金融运行中的“三元悖论”

尽管我国对外宣称人民币汇率制度实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，但大多数学者还是认为我国实行的始终是盯住美元的一种固定汇率制度，即便是在布雷顿森林体系和欧洲货币体系实行可调整的固定汇率制度时期，各种货币围绕中心汇率波动的幅度也要高于目前人民币汇率的允许波幅。

对固定汇率制度下使用货币政策的经典分析是罗伯特·蒙代尔和J. 马库斯·弗莱明发展的蒙代尔-弗莱明模型，即开放经济条件下的IS-LM模型。模型指出，固定汇率对政府政策制定者提出挑战，这些政策制定者既要实现本国经济的外部均衡（国际收支的总体平衡），又要实现经济的内部均衡（实际产出等于经济的供给潜力或高就业率——不存在使通货膨胀率上升的压力）。在短期和中期内，内部均衡和外部均衡往往难以兼顾，一国政府如果只追求外部均衡而至国内通胀和失业不顾，那么即使国际收支达到了完美的平衡，

国内压力仍然很大；反之，一国政府如果只考虑用货币政策控制国内产出，则可能扩大国际收支的逆差或顺差，进而破坏掉保持汇率不变的承诺。固定汇率以及对固定汇率的维护措施限制了国家实行独立的货币政策。如果一国拥有国际收支赤字，为了维护固定汇率国家最终将不得不减少货币供应；如果一国拥有国际收支盈余，则国家必须增加货币供给；如果一国的国际收支为平衡状态，那末货币政策及货币供给的任何变化都将导致外部失衡，为维护固定汇率而进行的官方干预将纠正这种失衡。

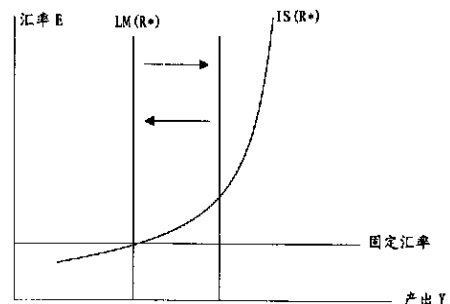


图1

如图1所示，外汇占款导致货币供应增加，其最初影响是使LM(R*)向右移动，均衡汇率上升，但套利活动很快使货币供应使LM(R*)又回到原来的位置。所以，由于承诺固定汇率，通常采取的货币政策失效，中央银行放弃了它对货币供应量的控制。

在弗莱明-蒙代尔模型的基础上，克鲁格曼进一步提出了“三元悖论”，即固定汇率制度、资本自由流动、独立的货币政策是三个不可调和的目标，各国充其量只能实现这三个目标中的两个。各国只能在以下三种基本制度中进行选择：(1)允许完全自由浮动的汇率制度，在这种制度下，政府可以利用货币政策对付衰退，但要以货币的反复无常波动为代价；(2)以牺牲货币政策的独立来确保货币稳定的固定汇率制度；(3)能把相对稳定汇率同某种程度的货币政策独立协调起来，但却会带来其他问题的资本管制制度。

实际上，一国货币的价格至少有三种表示方法：(1)相对国内生产和服务，即价格水平的倒数；(2)相对未来的本国货币，即利率；(3)相对外国货币，即汇率。因此，物价、汇率、利

率三者之间在本质上应该趋于一致。购买力平价理论、利率评价理论的核心就是论述货币的各种不同价格要协调。国际上 20 世纪 80 年代以来的实践表明,在出现大量的资本流动,即使是不完善的资本流动的情况下,货币和汇兑管理的最重要的原则是:利率和汇率是一个问题的两个方面,从根本上讲,它们是同样的工具,而且不可能同时用来实现两个不同的目标。

二、“三元悖论”在我国货币金融运行中的体现

国内外不少学者认为中国的资本市场还很封闭,即存在所谓的商品市场与金融市场开放的不对称性。但实际情况并不完全如此。2003 年前 9 个月,我国外汇储备累计增加 975 亿美元,储备总量达到 3839 亿美元,同比增长 48.5%,而前 3 个季度累计实现贸易顺差 91 亿美元,仅为上年同期的 45.5%,大部分外汇储备的增加都依赖于金融机构国外资产的净回流和国外热钱的流入,中国人民银行在其 2003 年前 3 季度金融统计报告中也承认了这一点。实际上,从大量境外热钱的涌入和 QDII 等政策的出台来看,不论从官方的合规渠道还是从民间的不合规渠道,资本项目的开放程度都有所加大,虽然官方渠道的部分拟开放目的在于缓解过多外汇储备带来的占款压力,但也将直接形成在现行汇率制度不变条件下货币政策的操作瓶颈。

在我国货币金融运行领域,1994 年以来货币政策与汇率政策有过三次冲突。与现行经济发展趋势比较类似的是 1994-1996 年外汇储备快速增加与较高的通货膨胀之间的冲突。1994 年的外汇体制改革确立了强制结售汇体制和有管理的浮动汇率制度,在人民币汇率低估、出口退税政策优惠、国内经济过热、人民币利率高于美元、外资优惠政策出台等综合措施的作用下,1994 年中国国际收支实现经常项目顺差 76.58 亿美元,资本项目顺差 326.44 亿美元。在强制结售汇体制下,国际收支的大额顺差将必然反映为银行间外汇市场上的超额外汇供给,面临国际收支顺差,中央银行要么允许汇率升值,要么入市干预保持汇率稳定。在当时国际收支形势刚刚好转的情况下,人民币汇率大幅升值是不可取的,中央银行干预使 1994 年我国外汇储备增长了 304.21 亿美元,并进一步带来中央银行资产结构和基础货币投放渠道的重大变化,外汇占款增加额约占当年基础货币增加额的 75%。为了保持基础货币投放额的稳定,在外汇占款大幅上升的同时,中央银行采取了中和操作,主要形式是收回对商业银行的贷款。截至 1996 年末,对存款货币银行债权占中央银行资产的比重由 1993 年末的 70.3% 下降至 1996 年的约 55%。尽管中央银行采取了一系列的中和措施,但事后看,这些中和措施是不充分的,同时在当时金融工具和金融机构增多的情况下,货币成数放大,结果使 1994 年货币供应量 M_2 的增速仍然高达 34.5%。从货币政策的效果来看,1994 年商品零售价格指数上升 21.7%,居民消费价格指数上升 24.1%,通货膨胀比 1993 年更趋严重,虽然 1994 年的粮食价格上涨和结构性经济改革给价格指数的上涨带来了压力,但正如弗里德曼所说的“通货膨胀无论在何时何地都是一种货币现象”,最终使通货膨胀兑现的还是货币供应量的扩张。

三、现阶段货币政策与汇率政策冲突的主要表现

目前,大多数统计数据表明我国经济基本已经具备了在中期内稳定走出通货紧缩的基础,新一轮的经济景气正在逐步形成。几个月来的物价指数总体走势“止跌回升”的迹象明显,并且还有继续回升的趋势。随着宏观经济的走好,作为生产要素价格之一的名义利率有上行的趋势,但由于维持现行人民币汇率压力的存在,使中央银行使用利率工具进行调控的空间大为缩小,类似于 1994-1996 年的货币政策瓶颈正在形成。

1. 货币政策工具选择的顾虑

2003 年 8 月 23 日,中国人民银行宣布提高存款准备金率 1 个百分点,即提高至 7%。之所以选择了提高存款准备金率而非直接提高存款利率来控制过快的国内信贷增长,除了中央银行对经济是否过热还存在疑问之外,这种选择显然还受到人民币汇率盯住美元制度的约束。目前人民币存款利率已经高于美元存款利率,如果提高基准利率,将进一步加快国外热钱的流入,加剧人民币的升值压力。所以,汇率稳定的优先考虑使中央银行在一定程度上丧失了选择货币政策工具的独立性。

2. 低存款利率造成资金成本扭曲

从目前的经济增长趋势来看,随着投资信贷的增长,国际大宗商品价格的上扬,农产品价格的迅速走高,2004 年开始出现 2% 以上的轻微通货膨胀是完全可能的。如果这样,按目前 1.98% 的一年期储蓄存款利率计算,当前的真实利率已经为负值了(见图 2)。

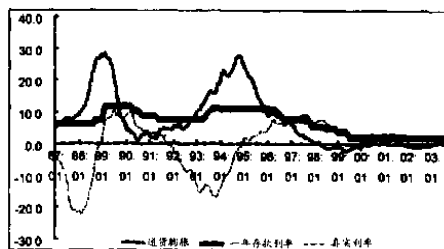


图 2 中国真实利率的变化情况(%)

在资金成本如此低廉的情况下,很多缺乏效益的项目也将变得有利可图,如果这种资金成本扭曲的情况一直持续下去,并辅之以政府部门的投资冲动,将加剧部分行业的低效率盲目投资和重复建设,最终可能导致银行不良贷款率的上升,并形成缺乏有效需求的生产能力过剩,陷入二次通货紧缩和经济失衡。

3. 基础货币供应大增

2003 年 9 月,在存款准备金率上调 1% 的两个个月后,全国银行间拆借市场的短期资金利率重新回落到政策执行前的水平,2003 年 11 月 21 日,银行间市场 7 天回购利率回落到 2.22%,重现了商业银行流动性充足的局面。中央银行准备金政策效用基本已被两个月以来外汇占款造成的基础货币增长所抵消。所以,尽管统计数据表明 2003 年 10 月,金融机构各项贷款同比 2003 年首次出现少增 106 亿元,我们仍然对贷款是否得到了良好控制存在疑虑。因为在中央银行窗口指导、提高准备金率以及发行中央银行票据等政策的作用下,贷款增长的势头得到了一定控制,但大量的外汇占款仍

然造成了10月末基础货币同比增长19.8%，增幅同比提高9.6个百分点。如果经济增长的内在动力强劲，基础货币的增长迟早将转化为银行贷款的增长，所以随着今后货币供应的越发宽松，商业银行释放贷款的能力将迅速恢复。

四、对策

在人民币升值压力有可能长期化的情况下，汇率政策与货币政策的矛盾在将来可能进一步加剧。重新思考二者的协调问题，亟需提上议事日程。目前国际上对于人民币升值的预期已经形成，这种预期并不是中国官员简单表示人民币不升值就可以解决的，其实一国在经济强劲增长条件下出现货币的升值也是正常现象，所以如果中央银行想要坚持货币政策的独立性，而中美经济增长的差异又维持现行趋势，人民币的直接升值或是变相升值可能是比较现实的解决之道，关键是要选择合适的时机；而在资本项目逐步开放条件下，货币政策与汇率政策的最终协调要依靠人民币汇率制度的根本改革。

由于预计2004年的物价上涨率将在2%~4%，这是一个尚可接受的温和通货膨胀水平，中央银行应该不会过早地采用提高基准利率的工具进行调控，公开市场操作微调将持续一段时间。在这一段时间内，货币政策和汇率政策的矛盾还不至于太尖锐，我们可以采用一些短期措施，尽可能缓解人民币的升值压力，并等待升值的合适时机，尽量避免国际游资的冲击。

1. 在逐步开放资本项目的同时，加强完善外汇监管体系的建设，特别是增强对短期流动资金的监测管理。在发展中国家货币开放的历史中，智利曾经引入征收托宾税的做法来协调货币政策与汇率政策的冲突。1989年，智利资本项目差额占国内生产总值的比重由1988年2.8%转为顺差4.8%，在汇率需要维持相对稳定，对冲措施不能长期实行的约束下，资本流入推动通货膨胀的风险逐渐显现。智利政府在1991年6月引入了非补充准备金要求，限制外国短期资本的流入。尽管这种做法对实际汇率升值和金融危机到底有多大的作用还存在争议，但是实践证明它的确有助于智利中央银行以提高国内利率的方式克服通货膨胀。所以我国如果能对短期资金的流动有比较准确的监测管理，近期内可以加强对国际热钱的管制，未来也可以考虑在国际收支顺差过大，涉外经济部门又不足以承担本币升值时，通过向国外资本征收托宾税来缓解压力。

2. 采取措施，尽量在短期内消化、吸收人民币升值预期的压力。

(1) 在进出口贸易方面，目前我国有关管理部门已经相继采取了降低出口退税率、对外大额订单采购等措施来调整贸易顺差。这实际上是人民币变相升值的一种措施，在2003年出口贸易对经济增长的贡献率已经大幅下降的情况下，商务部仍然出台了退税政策调整的措施，的确传达了人民币升值压力过大，不得不以放弃部分国际市场为代价来进行缓解的信息。

(2) 在外汇管理方面，外汇管理部门相继采取了允许合乎特定条件的企业保留更多外汇、放宽经常项目项下的外汇限制等措施，这些措施将逐渐开始发挥作用，在一定程度上

舒缓人民币升值压力，但也同时加强了“三元悖论”中资本项目开放这一极的力量，使货币政策独立性与汇率政策矛盾更加突出。

为避免更大的国际压力以及“热钱”持续流入造成的政策调整被动，我国相关管理部门应在以上短期政策用足后，考虑具有长期调整效果的政策措施。

首先，从关系上要明确汇率政策也是货币政策的一部分，通过一系列制度安排，将汇率政策纳入货币政策的大框架。只有在短期、存在资本管制的条件下，汇率政策、货币政策才能被用于实现不同的目标，所以汇率政策最终将从属于货币政策，服从于中央银行的目标规划，必要的时候应该在对内均衡和对外均衡中有所取舍。

其次，在中央银行可以接受的通货膨胀区域内，适度升值人民币，扩大汇率波动的幅度。提高人民币币值并不必然造成出口顺差减少、冲击金融稳定、重归通货紧缩等后果。目前，中央银行利用准备金政策和发行中央银行票据等手段对冲基础货币增长还比较成功，但一般来说，世界上几乎没有国家能够长期进行对冲操作而不对本国货币体系的正常运转造成严重负面影响的，所以应该考虑在目前低通货膨胀条件下及时进行汇率调整，重归真正的以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，如果一味等待直到高通货膨胀时期，货币政策与汇率政策的矛盾将更加激化，到时面临的国际压力继续升级，而可采取的措施却已经走向被动。所以，机不可失。

在操作层面上，可以允许人民币汇率围绕中心值扩大至1%~3%，并逐步积累经验，在未来进一步放大波幅。在汇率定值方面，应逐步改变盯住美元的定值方法，因为美国的经济周期与我国并不同步，而其汇率政策也是完全的内向型政策，唯一的出发点就是看是否有利于美国国内经济增长及金融稳定。所以，我国还是应该考虑盯住如主要贸易伙伴国货币、西方主要货币构成的一揽子货币定值，这将使我国的汇率水平更加客观有效，也可以缓解国际市场只关注人民币对美元汇率的现状。

3. 根本改革汇率决定制度，逐步实现真正市场供求决定的人民币浮动汇率制度。在固定汇率制度下，任何水平的汇率价格都无法评判其是合理的或者是不合理的，确定“正确”的汇率水平是困难的。所以，我国应在基本面条件合适的情况下，考虑逐步退出固定汇率制度，这将从根本上解决货币政策与汇率政策的“三元悖论”矛盾。人民币汇率制度的改革需要区分长期目标和中短期目标，循序渐进的进行，该问题需要深入研究，在此不再展开论述。可以提到的是我们可利用这次人民币升值问题的机会，积累一些扩大货币对外开放的经验，以便在今后的渐进改革过程中，具备更加灵活的调节手段与机制来应对可能出现的振荡与难题。

注释：

参见中国人民银行金融统计报告：《金融统计与分析》，2003(19)。

谢平、焦瑾璞 主编：《中国货币政策争论》，233、239页，北京，中国金融出版社，2003。

余永定：《消除人民币升值恐惧症》，载《财经》，2003(17)。

(作者单位：江西师范大学商学院 南昌 330000)
(责任编辑：J)