

论通货紧缩与人民币汇率的宏观调控功能

何国华

摘要: 在国内外经济联系日益密切的情况下, 如果没有人民币汇率政策的适当配合, 仅仅依靠财政政策和货币政策的调控, 难以达到抑制通货紧缩, 促进国民经济全面回升的目的。而要充分发挥人民币汇率对宏观经济的调控作用, 关键是重新构造我国的外汇市场, 消除外汇市场上供求不对称现象, 实行真正意义上的有管理的浮动汇率制。

关键词: 通货紧缩 人民币汇率 外汇市场 有管理的浮动汇率制

尽管目前国内经济形势已经出现好转, 但是, 只要我国国内生产总值(GDP)的增长主要还是依靠政策投资拉动, 物价回升并不稳定, 特别是人们的心理预期还没有发生根本性的改变, 就不能过早地断言通货紧缩已经过去。为了治理通货紧缩, 自 1997 年以来, 我国政府以货币政策和财政政策为中心, 采取了积极的扩张政策。但是, 人民币汇率作为宏观经济调控的重要政策工具始终未加使用, 引起了国内外各方面的普遍关注。本文拟就此谈一点粗浅的看法, 以求教于学术界的各位同仁。

一、近年来我国国际收支的变动及对通货紧缩的影响

导致我国出现通货紧缩的原因是多方面的, 但近年来国际收支状况的变动是一个重要的因素。

首先, 从贸易收支变动的情况来看, 受东南亚金融危机的影响, 1998 年我国出口增长放慢, 甚至连续数月出现负增长。1998 年全年的出口总值仅仅比 1997 年增长了 0.5%, 为 20 年来的最低增长水平。1999 年全年的出口总值比 1998 年增长了 6.1%, 但 1-8 月份出口环比一直是负增长, 直到 9 月份才止住颓势, 恢复增长。从贸易差额来看, 1998 年顺差 466 亿美元, 超过了 1997 年的 462 亿美元。1999 年顺差 362 亿美元, 比 1998 年减少 144 亿美元。贸易差额的这一变动趋势, 是因为在 1998 年出口增长 0.5% 的情况下, 进口却下降了 30.38%, 而 1999 年出口增长 6.1% 的同时, 进口则增长了 15.8%。2000 年我国进出口总额都出现了大幅度增长, 出口增长率为 28%, 进口增长率为 35%, 全年进出口贸易顺差同比下降 4.8%。预计 2001 年我国的进出口贸易规模将进一步扩大, 但鉴于出口增幅将小幅回调, 进口仍将保持一定增长, 并且增长率将高于出口, 所以进出口贸易顺差还会下降。

出口增长放慢, 贸易顺差减少在 1996 年就曾经出现过, 与 1995 年相比, 1996 年出口仅比 1995 年增长了 1.5%, 贸易顺差也低于 1995 年的水平。但由于当时国内需求旺盛, 经

济运行尚处于周期的上升阶段, 1996 年经济增长率仍然高达 9.6%。然而, 自 1997 年下半年以来, 我国宏观经济形势发生了逆转, 经济运行进入周期的下滑阶段, 过渡紧缩使国内需求锐减, 出口的放慢又削减了国外需求, 二者的共同作用导致经济增长率明显下降, 就业压力不断加重, 物价水平连续 20 多个月负增长, 最终促成了通货紧缩的出现。

我国的进口额之所以由 1998 年的大幅度下降转变成 1999 年以来的大幅度增长, 主要原因在于: 一是打击走私使一部分走私品正式计入进口; 二是国家恢复了对先进设备进口的免税政策; 三是启动内需所增加的收入有一部分溢出, 增加了对国外产品的需求。但最重要的原因还在于东南亚金融危机后, 人民币汇率高度稳定并相对升值, 使进口商品本币价格下降。进口品价格的下降一方面带动了进口商品的大幅度增长, 增大了商品供给, 加大了国内物价下降的压力; 另一方面又带动了以进口品为原料的商品及进口替代品价格的下降, 突出表现在化工原料、成品油、农产品、家电产品和纺织品等商品价格上。这不仅不利于贸易收支的改善, 而且增加了抑制通货紧缩的难度。

其次, 从资本项目收支来看, 我国自 1993 年以来连续多年保持了 200 亿美元以上的顺差规模, 其中 1995 年的顺差规模更是高达 387 亿美元。1997 年我国的资本项目收支顺差比上年虽然有所减少, 但也有近 230 亿美元。然而, 到 1998 年, 我国的资本项目收支转为逆差 63 亿美元。造成 1998 年我国资本项目收支逆差的主要原因是其他投资和证券投资两个栏目的资金流动。1990 年以来, 支持我国资本项目收支顺差的主要是直接投资栏目的顺差。在这个栏目上, 1998 年我国继续维持了 411.18 亿美元的顺差, 比 1997 年仅仅少了不到 6 亿美元, 属于 90 年代以来最好的年份之一。但是, 在证券投资栏目中, 1998 年我国吸引国际资金的数额由上一年的 68 亿美元的净流入转变为 37.33 亿美元的净流出。在其他投资栏目中, 1997 年我国就已经出现了 254.98 亿美元的逆差, 1998 年进一步扩大为 466.6 亿美元。1999 年我国直接

投资栏目顺差 369.78 亿美元,比上年减少 41.4 亿美元,但由于证券投资栏目逆差 11.23 亿美元,比上年减少了 26.1 亿美元,其他投资栏目逆差 180.77 亿美元,比上年减少了 285.83 亿美元,所以 1999 年全年只实现资本项目收支顺差 76.42 亿美元。2000 年我国直接投资继续平稳发展,直接投资栏目保持顺差 375 亿美元。与此同时,我国企业在国际资本市场融资增加,对外发行债券和股票规模扩大,当年偿还发债本金规模下降,证券投资逆差回落。但是,其他投资栏目的逆差再次扩大,达到 315 亿美元,比上年增加了 134 亿美元。由此导致 2000 年我国资本项目顺差仅仅为 19 亿美元,比上一年下降了 75%。

资本项目收支由顺差转变为逆差以及顺差额的减少反映了我国资本外流的情况,其直接结果是影响外汇储备,间接作用是影响国内货币供给。从 1994-1997 年,我国的外汇储备迅猛增长,到 1997 年底达到 1399 亿美元,成为仅次于日本的世界第二大外汇储备国。但是,1998 年我国外汇储备的增幅明显放慢,年末外汇储备额为 1450 亿美元,比上年仅增长 3.6%。1999 年情况有所好转,年末外汇储备额达到 1546.75 亿美元,较上年上升了 6.7%。2000 年末我国外汇储备为 1655.7 亿美元,比上年增长了 7%。外汇储备的过快增长或下降都会增加宏观调控的难度。在通货膨胀率上升时期,外汇储备过快增长会带来外汇占款,货币供给量的大量增加,从而进一步加大通货膨胀的压力。相反,在通货紧缩的背景下,如果能够保持国际收支盈余并使外汇储备稳定增长,就能够在一定程度上起到稳定货币供给量增长水平的作用,并且减轻通货紧缩的压力。如果说,前些年资本大量流入通过增加外汇储备进而增加货币供给推动了我国的通货膨胀,那么,近几年的资本大量外流则通过减少外汇储备进而减少国内货币供给导致了生产下降和加剧了通货紧缩。

引起近年来我国资本大量外流的原因主要有:近年来宏观环境的恶化影响了投资者的信心和预期;我国的金融机构和国有企业存在着大量的不良资产,导致其信用评级不断下降,对外融资能力也随之降低;我国政府对诸如广信、粤海等一些大的地方窗口公司的债务危机在处置上有失当之处,动摇了投资者的信心;自出现经济增长下滑以来,为了稳定和启动经济,中央银行连续 7 次降息,使国内利率低于国际利率。但是,人民币贬值预期也是一个不容忽视的因素。东南亚金融危机爆发后,尽管我国政府再三公开承诺人民币不会贬值,但由于国内宏观经济环境和对外经济状况的恶化,人民币贬值的呼声一浪高过一浪,贬值预期愈来愈强。贬值预期是对即将发生的贬值事件的预测和判断,是投资者采取投资行动前必然要考虑的重要因素,直接影响到正在和即将做出的投资和投资决策。在存在贬值预期的情况下,投资的风险是巨大的,投资者的行为选择必然是观望和等待。不仅如此,由于贬值预期意味着风险和损失,投资者还会把资金转移到安全和盈利的地方。总之,贬值预期的出现和扩散,会严重动摇投资者的信心,从而直接推动国际和国内资本的大量外

流。

二、人民币汇率稳定条件下 财政货币政策的有效性

为了抑制通货紧缩,从 1997 年 10 月以来,我国采取了一系列扩张性的货币政策措施:连续几次较大幅度地降低存贷款利率,其中存款利率平均下降了 3.68 个百分点,贷款利率平均下降了 4.94 个百分点;两次调整法定准备金率,从原来的 13% 下降到目前的 6%;取消国有商业银行的信贷规模控制,实行资产负债比例管理;恢复了对商业银行的债券回购业务,通过银行间债券市场增加基础货币的投放;大力开展对居民的消费信贷;采取种种措施振兴股票市场等等。1998 年以来,我国又采取了积极的财政政策,对内通过大规模的国债发行,增加政府支出;对外大范围大幅度地提高出口退税率,以增强出口商品的竞争力。但是,人民币汇率的稳定与扩张性的财政货币政策存在着矛盾,影响了财政货币政策的作用效果。

第一,中央银行通过基础货币投放增加货币供给量的目标难以实现。在开放经济下,一国中央银行基础货币的投放主要有两个渠道:国内信贷扩张和外汇占款。虽然我国中央银行已经采取了诸如取消信贷规模控制、降低法定存款准备金率等措施,鼓励商业银行扩大信贷规模,但是为了防范金融风险,商业银行特别是国有商业银行宁愿购买国债而不愿意发放贷款(如 1999 年四大国有商业银行所持有的国债和政策性金融债券约占其总资产的 11%)。在这种情况下,迫切需要通过外汇占款的渠道来增加货币供给量。但是,如前所述,由于人民币汇率高度稳定导致贸易顺差减少,而人民币贬值预期又引起资本大量外流,这就使得外汇储备增幅下降,从而影响了通过外汇占款的渠道增加货币供给量的功能。

第二,利率下降影响经济的效应大为降低。迄今为止,我国银行存贷款利率基本上由中央银行直接制定,中央银行可以根据货币政策的需要调整利率水平来影响金融机构可贷资金量和企业借款量,进而影响企业投资规模和经济总量。但是,在人民币汇率稳定特别是存在贬值预期的情况下,当中央银行企图通过降低利率放松银根,以扩大企业投资和居民消费时,套利资金就会千方百计将人民币兑换成外汇资金并流往国外(虽然目前资本项目下人民币尚不能自由兑换,但国内外短期资金往往通过种种违规甚至违法手段混入经常项目套汇流进流出),从而减缓了降低利率所带来的信贷扩张效应。

第三,财政政策的“挤出效应”难以消除。财政政策的“挤出效应”一般是指财政扩张引起利率上升,从而挤占私人投资。我国目前利率还没有实现市场化,因此财政扩张不会直接引起利率上升。但是,由于人民币汇率高度稳定,财政扩张的同时中央银行增加货币供给量的目标难以实现,这样企业的信贷资金需求得不到满足,其结果同样是企业投资不能增加。在这种情况下,要达到一定的增长率目标,就必须实行更

加扩张的财政政策。然而,扩张性财政政策并非能够长期使用,其施展空间已经相当有限。我国财政债务依存度早在1998年就达到29.65%,中央财政的债务依存度更是达到71.12%,两者都远远超过了国际上公认的20%和25~30%的安全水平。

第四,财政政策的“外溢效应”放大。财政政策的扩张在引起收入增加的同时,必然也会引起进口的增加。而在人民币汇率稳定并趋于升值的情况下,进口商品的价格相对便宜,从而更有可能刺激对国外商品的需求,促使进口增加,“外溢”情况会更严重。虽然我国政府为减少“外溢”,对政府直接投资项目向国外采购实行了严格限制,但政府直接投资毕竟只占社会总投资的一小部分,所以,“外溢”的情况很难完全避免。从当前我国的进口形势来看,进口的增长远远超过了经济的增长,而且进口的增长是在外商投资大幅下降的情况下发生的,这表明我国经济的边际进口倾向很高,而边际进口倾向越高,扩大政府支出的“外溢”情况就越严重。

第五,出口退税政策虽然能够增强国内出口商品的国际竞争力,有利于人民币汇率的稳定,但与国债融资的财政政策形成了冲突。一方面,财政资金不足需要举债来扩大政府支出;另一方面,出口退税又减少了财政收入,降低了财政扩大内需的能力。目前我国出口综合退税率已经达到15%以上,由此造成的财政负担主要靠进口关税的增收来抵补,在加入世界贸易组织后,进口商品关税税率会降低,财政终究会不堪重负。此外,出口退税率过高,往往会给一些无孔不入的国际进口商造成口实,对我国出口商品进行反倾销起诉;国内有些不法分子还会以假出口骗取国家退税款,造成国家财产的流失和资源配置的扭曲。因此,出口退税政策只能是扩大出口的权宜之计而非长久之策。

三、实行真正意义上有管理的浮动汇率制,充分发挥人民币汇率的宏观调控功能

1994年,人民币汇率制度进行了重大改革,实行“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”。但是,东南亚金融危机后,人民币汇率制度并没有体现出有管理的浮动汇率制的特点,而是成为一种单纯钉住美元的固定汇率制。在这种汇率制度下,当我国的国际收支状况好转时,人民币将面临升值的压力;而当我国的国际收支状况恶化时,人民币汇率又会面临贬值的压力,特别是容易形成贬值预期。因此,要充分发挥人民币汇率对宏观经济的调控作用,首先需要增大人民币汇率制度的弹性,实行真正意义上的有管理的浮动汇率制。

一般来说,固定汇率制比较适合小国开放经济的场合,而浮动汇率制则比较适合于大国经济。这是因为:(1)小国经济内部调整的成本相对较低,实行固定汇率制不会影响其国内经济目标的实现;而大国经济内部调整的成本相对较高,而且各自又具有不同的通货膨胀率的偏好,因此采取浮动汇率制将有利于其国内经济目标的实现。(2)小国的贸易依存度较高,若采取浮动汇率制将会导致汇率过于频繁的波动;

而大国的贸易依存度相对小国来说要低得多,若采取固定汇率制就意味着以其内部经济的大调整来适应外部经济的小变化,这肯定是不经济的做法。(3)由于小国的贸易伙伴国仅为一个或几个大国,所以,采取固定汇率制,钉住一种主要货币作周期性调整并不困难;而大国的对外贸易是多样化的,与之发生贸易关系的国家很多,很难选择一种基准货币实施固定汇率制。

当然,除了固定汇率制与浮动汇率制这两种极端的选择之外,一国的政策当局也可以像私人投资中的资产组合那样,通过固定汇率与浮动汇率的某种组合来实现它所要达到的目标。人民币有管理的浮动汇率制,从本质上说就是固定汇率制与浮动汇率制的组合。一方面,人民币对外汇率由外汇市场供求关系决定;另一方面,市场汇率的变动尚在相当程度上受中央银行政策的影响。但是,由于1994年外汇管理体制变革时所设计和启动的外汇市场是一个供求关系不对称的市场,即充分的外汇供给和部分外汇需求相作用的外汇市场。由于外汇市场上总是存在着外汇供给“过剩”的现象,中央银行就不得不被迫对外汇市场进行干预,否则人民币汇率就会持续升值。为了纠正外汇市场供求关系不对称的现象,从1996年以后我们采取了一系列措施,如限制资本项目下外汇收入结汇,扩大出口企业的外汇周转金等,但都没有能够在实质上动摇现行外汇市场的构造。结果,人民币汇率的“管理”目标实现了,而“浮动性”却成为梦想。

首先需要明确的是,人民币汇率的“浮动性”不等于人民币贬值。事实上,如果不对外汇市场进行重新构造,即使对人民币实行贬值,也不一定能够取得好的效果。这是因为,在人民币没有贬值的情况下,我国的国际收支已经保持顺差,人民币存在升值的压力。如果对人民币进行贬值,随着国际收支顺差的扩大,人民币升值的压力也会随之加大。这时,中央银行还是要加强对外汇市场的干预,人民币汇率的浮动性仍然难以实现。更何况在通货紧缩的形势下,国内通货膨胀率低于国外,按照购买力平价理论,这时人民币汇率应该升值,而不是贬值,人民币缺乏贬值的理论依据。另外,人为地实行人民币贬值政策,如果贬值幅度过小,有可能进一步加强贬值预期;如果贬值幅度过大,又容易引起贸易摩擦。

因此,实现人民币汇率的浮动性,扩大人民币汇率制度的弹性,关键是要对我国的外汇市场进行重新构造。为此需要进一步开放外汇市场,重点是改革现行的强制性结售汇制,逐步走向意愿结售汇制。不论国内企业还是外资企业,都可以在外汇指定银行开设现汇帐户。现汇帐户中的外汇既可以保留,也可以在外汇市场卖出。当它们需要外汇时,既可以从现汇帐户中支取,也可以在外汇市场上购买。这样一来,外汇“黑市”交易就会自动消失,市场供给过剩的现象就会大为减轻,中央银行也可以卸下扎平市场交易的重负,根据宏观经济形势发展和国际收支变化的要求,专门行使宏观调控的职能。

当然,由于人民币还只是实现了经常项目下的自由兑

换,资本项目的自由兑换在短期内还难以实现,所以,在开放外汇市场的同时,还必须加强资本项目下的外汇管理。实行意愿结售汇制可能会增加对资本项目下外汇买卖控制的困难,但仍然可以通过规定企业在外汇指定银行设立贸易现汇和资本现汇两个不同的帐户来达到控制的目标,贸易现汇帐户的外汇可以自由地在外汇市场买卖,而资本现汇帐户的外汇只能有限制地在外汇市场买卖。例如,企业投资的外汇资本金、长期的外汇贷款等可以在外汇市场出售,但资本项目下的全部外汇支出都要经过国家外汇管理局的批准才能在外汇市场上购买。虽然人民币贬值预期的存在是引起近年来我国资本外流的主要原因,但是,从资本外流的形式来看,以直接携带现金的形式流出的资本毕竟十分有限,大额的资本外流都是通过银行对外支付这个渠道出去的。所以,只要我们加强资本项目下的外汇管理,特别是严格控制非正常的对外支付,就可以从源头上制约资本外流,从而维护国内外汇市场的稳定。

此外,随着国内外汇市场的开放,企业和银行的外汇风险有可能会加大,因此应加强外汇风险防范措施的研究,重点是推行人民币外汇远期交易以及推出外汇期货、期权等金融避险工具。人民币远期交易不仅可以帮助企业 and 银行规避外汇风险,而且可以形成人民币远期汇率。长期以来,正是由于缺乏人民币远期交易市场,远期人民币汇率无法形成预期,使得中央银行的“稳定币值”的货币政策目标很容易被理解为人民币汇率的长期稳定。值得强调的是,远期外汇交易

特别是金融期货、期权交易虽然可以规避风险,但也可能产生新的风险,所以,在开办这些外汇交易之前,必须制定切实可行的管理措施,规定严格的交易规则和程序;同时还要做好对外汇专业交易人员的培训工作,努力提高外汇专业交易人员的素质。

外汇市场进一步开放后,人民币汇率的波动幅度会加大,特别是短期内人民币汇率可能会出现贬值的趋势,但从长期来看则没有持续贬值的忧虑。这是因为,在外汇市场开放之后,长期受到压制的外汇需求会释放出来,外汇市场上的供求关系会发生变动。但是,随着人民币汇率的贬值,国际收支状况将会改善,外汇供给会增加,外汇供求会在新的水平上实现均衡。同时,财政货币政策的作用效果将会提高,从而更加有利于抑制通货紧缩,促进宏观经济的全面回升。

参考文献:

1. 中国社会科学院经济研究所宏观课题组:《贸易、资本流动与汇率政策》,载《经济研究》,1999(9)。
2. 黄燕君:《我国现行汇率制度与货币政策的有效性》,载《国际金融研究》,2000(6)。
3. 舒幼冬:《市场化与人民币汇率的有管理浮动》,载《金融研究》,2001(2)。
4. 陈时兴:《中国扩张性财政货币政策的有效性研究》,载《国际金融研究》,2001(5)。
5. 1997-2000 年度中国国际收支平衡表简表。

(作者单位: 武汉大学商学院 武汉 430072)

(责任编辑: Q)

(上接第 70 页)本原因所在。而当我们恢复经济学的历史科学性时,有些人会担心经济学在现实中存在的合理性。事实恰恰相反,历史科学的性质恰恰说明经济学在现阶段是必要的和基本正确的。因为我们还处在经济学所赖以产生、存在的物的依赖性阶段。只要经济学自觉意识到历史科学性,对自己的基本预设、原理、方法作一些历史性的说明和修正,给出自己存在和证伪的条件,划定自己所能解决问题的范围,作为一种合理的抽象,经济学在现阶段的存在仍将是合理的。

4. 经济学和经济理论不可能是一个封闭系统,它必须向其他人文社会科学学习。经济学的历史科学性使得经济学的帝国主义迷梦破灭了;“后院起火”的经济学危机使得经济学不得不将注意力转向内部“建设”。但是,这并不意味着经济学需要闭门思过。经济学是人文社会科学的一个子系统,它与其他学科有着千丝万缕的联系。它从方法上受到哲学、社会学、心理学的影响,政治、法律、文化的因素也逐渐成为经济分析不可忽视的变量。所以,经济学要向其他历史科学学习,或者至少是与其他学科交流。唯此,经济学才真正成为一门历史科学,才能真正克服自身的危机。

注释:

- 杰克·赫什弗利:《扩张中的经济学领域》,见《现代国外经济学论文选》,第 14 辑,181 页,北京,商务印书馆,1992。
- 参见杨春学:《经济人与社会秩序分析》,第 5 章,上海,上海三联书店,上海人民出版社,1998。
- 19 转引自陶永谊:《旷日持久的论战——经济学方法论之争》,41、42 页,西安,陕西人民教育出版社,1992。
- 16 丹尼尔·贝尔、欧文·克里斯托尔:《经济理论的危机》,108~ 111、236 页,上海,上海译文出版社,1985。
- 10 14 《马克思恩格斯选集》,中文版,第 2 卷,117、122、119、123 页,北京,人民出版社,1972。
- 11 《马克思恩格斯选集》,中文版,第 1 卷,21、109、138 页,北京,人民出版社,1972。
- 海德格尔:《存在与时间》,中文版,27 页,北京,三联书店,1987。
- 12 参见韩震:《生成的存在》,168 ~ 176 页,北京,北京师范大学出版社,1996。
- 13 《马克思恩格斯全集》,中文版,第 42 卷,131 页,北京,人民出版社,1979。
- 15 参见沈湘平:《经济学中之“稀缺”》,载《读书》,1999(9)。
- 17 马歇尔:《经济学原理》,中文版,82 页,北京,商务印书馆,1964。
- 18 《马克思恩格斯全集》,中文版,第 30 卷,107 页,北京,人民出版社,1995。

(作者单位: 北京师范大学哲学系 北京 100875)

(责任编辑: N)