

货币政策与汇率制度的相关性分析

章丽群

摘 要: 本文从蒙代尔—弗莱明模型入手,分析了固定汇率制下和浮动汇率制下货币政策效果的差异。在此基础上,运用蒙代尔—弗莱明模型的结论:浮动汇率制下货币政策效果更明显,结合我国现行人民币汇率制度和货币政策效果,以及我国汇率体制与货币政策间存在的冲突,提出在我国加入WTO后改革现行的汇率制度和实现利率市场化,是提高我国货币政策与汇率政策协调效应的必要途径。

关键词: 蒙代尔—弗莱明模型; 货币政策; 汇率; 利率市场化

中图分类号: F821.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894 (2005) 03-0040-05

货币政策是由一国央行通过改变货币供给以调节利率进而影响国民收入水平和价格水平的一种国内经济政策。汇率是以另一国货币表示的一国货币的价格,它与不同国家的货币制度相联系,并由此衡量不同国家商品的相对价格。货币政策与汇率的相关性由一国的利率水平、价格水平、国民收入水平与汇率之间的相关性得以体现,在不同的汇率体制下货币政策的效果各不相同。

一、货币政策与汇率制度相关性的理论基础:蒙代尔—弗莱明模型

蒙代尔—弗莱明模型将封闭经济下反映产品市场和货币市场同时均衡的IS-LM模型扩展为开放经济下产品市场、货币市场及外汇市场同时均衡,即一个经济体系内外同时均衡的IS-LM-BP模型。在蒙代尔—弗莱明模型中,由于相关经济变量的变动,IS曲线、LM曲线和BP曲线相互联系,并由此建立了一国国内经济变动与国际经济变动之间的相关性。因此,

提高;在贸易方式上,一般贸易的质量和档次有明显提高,加工贸易应转型升级;在地区市场结构上,目前应巩固、发展与三大经济体的贸易关系,同时积极拓展同其他地区市场的贸易关系,进一步实现市场多元化;在外贸经营主体上,应深化国有外贸企业改革,积极鼓励个体私营企业发展外贸,使外贸经营主体更趋于多元化,努力形成内贸外贸、内资外资、公有与非公有企业平等竞争、共同发展外贸的新格局。

总之,外贸结构与外贸规模、外贸质量、外贸竞争力的关系极为密切。现在中国外贸规模已突破万亿美元大关,已成为一个贸易大国。要使中国由大转强,必须通过调整和优化外贸结构,提高外贸质量和国际竞争力,使中国外贸在提高效益的基础上有一个新的更大发展。

(作者单位:上海对外贸易学院)

蒙代尔-弗莱明模型可用来分析货币政策在什么汇率制度下最为有效的问题,因为货币政策的执行体现为中央银行通过货币供给的改变影响利率和投资,进而影响国民收入水平,在IS-LM-BP模型中表现为LM曲线的平移,而在LM曲线平移的同时结合不同情况又会带来IS曲线或BP曲线的移动,最终实现经济的内外均衡。当一国执行扩张性货币政策时,LM曲线向右平移;而当执行紧缩性货币政策时,LM曲线向左平移。另一方面,在不同的经济体系中由于资本对利率变动的敏感程度不同,从而资本的流动情况不同,在IS-LM-BP模型中表现为BP曲线的斜率不同:资本越接近自由流动,BP曲线越平坦。在这里,我们结合资本有限流动,即BP曲线向右上方倾斜的情况,运用蒙代尔-弗莱明模型分析固定汇率制和浮动汇率制下当经济体系存在资源闲置,即失业时扩张性货币政策的效果。

1. 固定汇率制下货币政策效果分析 在开放经济条件下,假定一国经济起初实现了内部均衡和外部均衡。但此时的内外均衡反映经济体系存在失业,即经济萧条,一国政府将实行扩张性货币政策以实现政府的宏观经济目标,即充分就业。扩张性的货币政策体现为央行增加货币供给,于是利率下降,投资上升从而收入上升,并最终达到充分就业的均衡国民收入水平。但是与此同时,由于利率下降引起资本外流,国际收支出现逆差。在固定汇率制下,一方面,政府当局会对汇率进行干预,因此,国际收支的逆差并不会引起本币的贬值以及出口的上升。另一方面,国际收支逆差会导致逆差国外汇储备的减少,进而带来其国内货币供给的减少,因此,通过不断的调整一国经济最终又重新回归到原来的均衡状态。由此可见,在固定汇率制下,扩张性货币政策不能达到增加就业并进而增加国民收入的作用,即货币政策无效。

2. 浮动汇率制下货币政策效果分析 在浮动汇率制,情况就发生了变化。同样一国最初实现了就业不足情况下的内外经济同时均衡。当一国央行通过增加货币供给执行扩张性货币政策时,利率下降,投资上升,进而国民收入增加。而利率的下降和国民收入的增加会带来国际收支逆差和本币贬值。这虽然会出现资本项目逆差,但由于汇率下降,会被外贸顺差所抵消,因而仍能保持国际收支平衡;同时由于利率下降,投资增加,以及由于外贸顺差的双重作用,使收入增加,从而对货币需求增加,利率又会随之上升,最终使宏观经济在新的产量、高就业水平下的内部经济与外部经济同时均衡。因此,在浮动汇率制下,扩张性的货币政策能起到增加就业和国民收入的作用,即货币政策有效。

综上所述,蒙代尔-弗莱明模型通过对汇率制度和货币政策相互作用机制和效果影响的分析,得出以下结论:在固定汇率制下,中央银行为了维持汇率的稳定,在采取扩张性货币政策的同时又被迫向外汇市场卖出外汇,买入本币,货币供应量减少,从而使央行增加货币供应量、降低利率、刺激总需求和增加产出的努力发生逆转,货币政策最终无效。而在浮动汇率制下,汇率由外汇市场中的供给和需求共同决定,扩张性货币政策能最终增加总需求和产出,货币政策相当有效。进而结合资本的流动情况,货币政策、汇率制度以及资本流动性的不同组合将会产生不同的效应,即存在“三元悖论”:资本越接近自由流动,在浮动汇率制下,货币政策效果越明显;在固定汇率制下,货币政策效果越不明显。

二、货币政策与人民币汇率制度的冲突

随着我国加入WTO后对外开放程度的加大和关税、贸易壁垒的逐步取消,我国正面临

经济和金融全球化的冲击。根据我国加入 WTO 的有关协议,我国将在入世后的 5 年内,实行外资银行和中资银行的同等国民待遇。这样,在中外银行平等的日益激烈的市场竞争中,我国现行的以会员制为主体的、封闭式的各中资银行之间的外汇市场,必将被包括中外资银行在内的混合外汇市场所替代,从而使外国资本通过外汇调节市场自由进入国内市场成为可能。同时,现行的只允许外资银行经营外汇业务的格局也将扩展为可以全面经营人民币业务的格局,进而实现外资银行在人民币资本项目下的间接兑换。两者相综合,将最终间接地实现人民币与外币的自由兑换。也就是说,按照 WTO 的相关进程,实际上我国资本的流动性正在逐步增强。根据蒙代尔-弗莱明模型的结论,在资本逐步自由流动的条件下,要提高货币政策的效应,我国应转向浮动汇率制。那么,我国现行的人民币汇率制度是怎样的呢?我国自 1994 年外汇管理体制体制改革以来,虽然名义上实行以市场供求为基础的管理浮动汇率制度,但是,一方面由于我国现行采用的是银行结售汇制,中央银行对外汇市场上的外汇供给和外汇需求的干预过于频繁;另一方面,我国的资本项目尚未真正开放,从而形成人民币与美元相对汇率超稳定的态势,尤其是 1997 年之后,人民币对美元汇率一直在 8.27~8.30 元之间窄幅波动。所以,实际上,人民币汇率是一种钉住美元的固定汇率。在这种汇率制度安排下和我国加入 WTO 的总体框架下,货币政策与汇率政策之间存在明显的冲突。

1. 1994 年至 1996 年,外汇储备快速增长与高通胀并存:紧缩性货币政策效果不明显

1994 年,在人民币汇率低估、出口退税优惠政策以及人民币利率高于美元利率等多种因素的作用下,我国的国际收支出现大额顺差。在固定汇率制下,汇率不可能由市场的自由调节实现均衡,只能是通过央行外汇储备的增加干预人民币汇率的升值。而外汇储备的增加又带来了央行资产结构和基础货币投放渠道的重大改变。因此,央行为了中和基础货币投放额和外汇占款增加额,采取了收回商业银行贷款的适度从紧的货币政策。然而这一适度从紧的货币政策并未能很好地解决经济问题,实现外部经济与内部经济的均衡,反而带来了更为严重的通货膨胀:1994 年和 1995 年的通货膨胀率分别高达 21.7% 和 14.8%。

2. 1998 年,外汇储备快速下降与物价持续下跌并存:扩张性货币政策效果不明显

1997 年的东南亚金融危机对我国对外经济的负面影响在 1998 年开始迅速显现:外贸出口在连续 22 个月增长后首次下降,资本项目出现 1993 年以来的首次逆差,综合反映国际收支状况的外汇储备增幅连续减少。出口的下降,即外需的不足对国内经济产生了重大影响,我国经济在 1996 年实现“软着陆”以后,1998 年陷入了经济增长速度减缓和物价水平持续下降的时期。为此,1998 年央行实施了一系列的扩张性货币政策,包括中央银行先后 8 次调低存贷款利率、开征利息税;取消对商业银行的贷款规模限制,实行资产负债比率管理;取消超额准备金的要求,允许商业银行利用法定准备金进行支付和清算;降低商业银行的法定准备金率和准备金利息率的措施等等。但是,事实上,这一系列政策却导致了货币供应量增长速度的放缓和物价的疲软。

3. 2001 年至 2003 年,通货紧缩与稳定的人民币汇率并存:宽松的货币数量政策效果不明显

为了治理通货紧缩,央行在 2001 年至 2003 年间逐年加大了货币供应量:2001、2002、2003 年的 M1 分别比上一年增加 12.7%、16.8%、20.2%;而 M2 则增加了 14.4%、16.8%、20.8%,其中 2002 年央行基础货币余额达 4.5 万亿元,同比增加 11.9%,M2 增幅甚至比同期 GDP 增速和消费物价涨幅之和还高 9.6 个百分点;2003 年 M1 和 M2 的增长幅度约高于上半年 GDP 和居民消费物价增长幅度之和 10 个百分点。那么,在基础货币投放不

断增加的情况下,货币政策的效果又如何呢?从理论上讲,M1每增长1个百分点,GDP将增0.47个百分点,消费物价将上涨0.54个百分点。然而实际情况是,虽然从2002年3月起物价水平开始有所回升:2003年1月,国内生产资料市场价格总水平环比上涨0.9%;消费物价指数上涨1.2%,但其上升幅度远没达到理论意义上的高度。由此可见,2001~2003年宽松的货币数量政策虽然使我国物价水平有所上升,但仍在低水平徘徊,中国仍然未能走出通货紧缩的阴影,货币政策效果不明显。

三、提高我国货币政策和汇率政策的协调效应

从蒙代尔-弗莱明模型出发,在资本趋于自由流动的过程中,货币政策只有与浮动汇率制相配合,才能真正体现其有效性。那么,很明显,要实现货币政策和汇率政策的双赢,两者间的相互协调就势在必行。

1. 改变人民币对美元的超稳定态势,逐步实现管理浮动汇率制度 在钉住美元的固定汇率体制下,人民币汇率无法随国际收支的盈余或赤字做相应调整,从而我国经济的内外均衡很难实现协调一致。因此,在我国加入WTO的背景下,修正人民币对美元的汇率制度,逐步实现管理浮动汇率制度,就显得非常必要。具体措施可以表现为以下几个方面:第一,降低央行对外汇市场中需求和供给的过度干预,改革银行结售汇制,使外汇市场的供求关系能真正体现外贸企业的供求意愿,促进人民币外汇市场机制的形成。第二,根据我国外贸关系的实际情况,合理选择和确定可兑换的一揽子货币,改变钉住美元的单一汇率参照,以降低人民币汇率与美国经济波动的相关性。第三,适当增加外汇交易中的交易币种;逐步扩大外汇交易中心的交易会员数量;建立有形的外汇市场和无形的外汇市场相结合的、近期与远期相协调的外汇市场体系。第四,逐步降低央行对市场干预的频率;考虑建立外汇平准基金;实现央行调控手段的多样化和市场化。

2. 逐步推进利率市场化改革,提高货币政策的独立性 利率是反映资金市场供求信号、引导资源配置的重要杠杆,是货币政策传导的重要渠道。在利率市场化的条件下,中央银行通过调节货币市场利率带动银行信贷利率和其他金融市场利率的变化,完全或部分放开对利率的直接管制,使利率由货币市场中货币的供给和需求直接调节。因此,利率市场化能实现资源,尤其是金融资源的优化配置,提高资金的使用效率,并由此引导经济主体调整经济行为,最终实现整个宏观经济的良性发展。然而,在我国,中央银行不仅规定了利率的总体水平而且规定了各种利率的利率结构,长期以来执行的是“管制利率”。在“管制利率”下,货币政策缺乏独立性,从而,很大程度上影响了货币政策的有效性。这是因为,一方面,利率的目标不仅要调节资金供求,而且要均衡利益分配,在两者并重的前提下,利率很难起到优化资源配置的作用,货币政策效果很难显现。如1998年到1999年间的连续7次降息,虽然企业的净利息支出减少了近3 000亿元人民币,但货币政策对消费和投资的刺激并不明显。另一方面,“管制利率”调整的决策过程比较复杂,决策反馈的时间长,进而利率的变化调整无法适应经济现实的变化,从而大大降低了利率的调控作用,甚至可能起到与货币政策目标相反的政策效果。

因此,要提高货币政策效果,推进利率市场化的改革也相当必要。具体可以体现为以下几个方面:第一,完善和灵活运用多种货币政策工具,保持基础货币和货币供应量的适

度增长。其中包括增加公开市场业务一级交易商成员,扩大公开市场业务影响面以协调本外币公开市场操作;调整再贷款结构,发挥再贷款的宏观调控和保持金融稳定的功能;发挥再贴现和存款准备金政策的作用等等。第二,大力发展货币市场和债券市场,协调好货币市场、债券市场与相关部门的关系,增加投资工具,扩大投资主体,促进国债、企业债等的协调发展,使国债利率成为利率市场化条件下衡量利率水平的主要标准。

四、结 束 语

尽管钉住美元有利于人民币汇率的稳定,但是,随着我国加入WTO和经济规模的不断扩大,我国与美国的国际收支状况、利率变动趋势以及物价变动趋势的差异愈益明显,钉住美元的固定汇率制将不利于我国经济的长远发展。另外,正如蒙代尔所强调的,在固定汇率制下,无论资本的流动性如何,一个开放小国的货币政策仅影响外汇储备数量和基础货币内部构成的变动,而不影响国民收入。那么,在我国利率市场化过程中,随着我国加入WTO进程的深入和资本流动性逐渐的增强,继续维持钉住美元的汇率将在一定程度上牺牲我国货币政策的有效性。因此,逐步放松人民币钉住美元的汇率制度,使其向更有弹性的管理浮动汇率制度演变,是提高我国货币政策效应的理性选择。

(作者单位:上海对外贸易学院)



参考文献

- [1] 邓立立.美国的强势美元政策及其对人民币汇率的影响与启示[J].世界经济研究,2004,(3).
- [2] 章丽群.利率市场化与货币政策效果分析[J].国际商务研究,2004,(1).
- [3] 张亦春.利率市场化、汇率制度调整与货币政策独立性[J].福建论坛·经济社会版,2003,(6).
- [4] 刘兴华.人民币汇率制度的不稳定性因素与货币政策效力探析[J].贵州财经学院学报,2003,(1).
- [5] 中国统计年鉴.2004.
- [6] Laurence S. Copeland. "Exchange Rate and International Finance", University of Manchester Institute of Science and Technology.
- [7] Mundell R. A. "International Economics", New York, Macmillan.