

从“三元悖论” 看人民币汇率制度面临的挑战

● 黄诗城

一、三元悖论

西方经济学家在对开放经济的研究中发现,在资本的完全流动条件下,一国的汇率稳定与其货币当局的货币政策独立性将出现明显的冲突。如果一国需要在固定汇率的情况下通过提高利率实行紧缩政策,减少总需求,就会面临国际资金的流入,导致货币政策难以达到效果。而此时只有对资本项目进行管制,才能有效阻隔国外资本流入,此时货币政策的独立性才可以与固定汇率兼得;同样,要在资本自由流动的情况下采取紧缩政策,就必须使汇率放开浮动,通过本币升值使资本的流入减少,从而保证货币政策的独立性(Mundell, 1963)。这一理论后来被称为“蒙代尔三角”(如图1)。在“蒙代尔三角”的基础上,保罗·克鲁格曼(1999)进一步提出了“三元悖论”,即固定汇率制度、资本自由流动、货币政策独立性是三个不可调和的目标,各国只能实现这三个目标中的两个(反映在图1中,即表现为一国只能实现“不可能三角”的一边)。

在1994年,我国将汇率制度转变为有管理的浮动汇率制,但是与国际上的类似制度不同,汇

率的形成受到制度性因素的限制,没有充分反映市场的外汇供求关系。亚洲金融危机之后,人民币与美元的比价一直保持几乎完全固定的态势——由于实行钉住美元的汇率政策,人民币官方汇率在近几年来一直保持在大约8.27人民币兑换1美元的固定水平上。在IMF 1999年重新划分的各成员国的汇率制度类型中,我国的汇率是仍然归为固定钉住的汇率制度。因此在三元悖论的框架下,我国的汇率制度可以归为控制资本的自由流动,以保持汇率的稳定以及货币政策的独立性的方式(如图1的A边模式)。

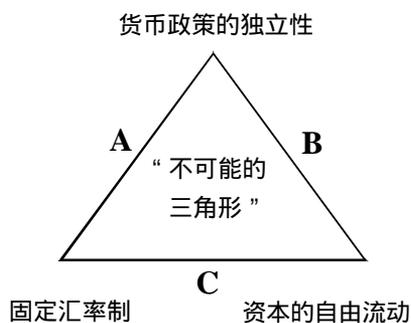


图1:蒙代尔三角

二、资本项目管制的放松给我国汇率政策带来的挑战

我国入世之后,资本项目逐

渐开放,减少了部分资本项目的行政审批,并且逐步放宽证券市场、银行业、保险业等行业的准入限制。根据国际货币基金组织确定的43个资本交易项目,我国实现可兑换的项目有8项,有较少限制的11项,有较多限制的18项,严格管制的有6项,严格管制项目数量不到总数的二成。2005年,国家外汇管理局还将推出新举措放松对资本项目的管制,这些措施包括支持保险机构、社保基金进行境外证券投资;允许国内企业境外上市募集资金经批准后存放境外或进行保值运作;对境外投资实行分类分级管理制度,加大对境外投资企业后续融资支持力度;进一步简化境外合格机构投资者外汇管理手续;引进国际开发机构在境内发行人民币债券等等。

但是从另一个角度来看,资本项目的日益放开,同时也意味着在三难抉择面前,我国的汇率政策将要面临新的变化。这些变化,首先表现为人民币汇率稳定与货币政策独立性的矛盾将会愈加明显。

1、为保持汇率稳定,货币政策的独立性受到挑战

由于资本项目的放松,原先三者的关系将发生变化,在选择汇率稳定的情况之下,我国的货币政策就必须相应地进行调整:例如当前资本项目出现顺差,央行为了维持汇率的稳定,就必须在公开市场上购入外币。由于我国一直实行强制性的结售汇制,央行无条件的结汇意味着由于国外资本的持续流入,会带来结汇的基础货币投放,货币供应量就要相应地不断增加,从而导致货币供应量以及贷款规模的增长,过多的货币供应量又会带来通货膨胀的压力。在这种情况下,为了保持货币供应量的稳定,央行又必须不断进行货币回笼,进行紧缩性的货币政策调整,例如公开市场操作以及存款准备金率的上调。从这一连串的操作可以看出为了应对资本流入,货币政策就会变得十分被动。

可以预见,随着我国的金融市场日益开放,资本项目管制的不断放松,在国际范围大规模资金流入的情况下,想要控制国内货币供应量日益困难。根据统计资料,随着外汇占款的不断增加,央行的货币政策操作已经显得日益被动。

对于这种情况,我国是否可以考虑“不可能三角”的“C边模式”,也就是放弃货币政策的独立性,来实现资本的自由流动以及固定的汇率呢?由于目前国际资本的大规模自由流动,一国即使完全放弃货币政策的独立性,在巨大的国际游资压力下也很难保证持续实行固定汇率制。一个典型的例子就是97年东南亚金融危机中,泰国在资本自由流动的条件下,为了维持固定汇率,导致货币政策疲于应付,最后耗尽了300亿美元的外汇储备,只得宣布实

行浮动汇率制。由此可见,不可能三角的“C边模式”在实行统一货币区之外的国家或地区是难以维持的。而目前亚洲各国政治体系各异,经济发展不平衡,实现亚洲统一货币区的可能性不大。因此“C边模式”的汇率制度难以在我国建立。

所以根据“三元悖论”,在我国资本项目日益放开的情况下,应当防止货币政策出现过度被动的局面,保持货币政策的独立性,人民币汇率必须保持一定的弹性。由于通过市场因此从我国发展的长期的目标来看,为了保证货币政策的独立性,应当实现有管理的浮动汇率制度。但是这一要求又遇到了另一个障碍:就是在当前条件下,汇率实行浮动将对我国经济造成较大冲击。

2、目前实现浮动汇率的可能冲击

实行浮动汇率制,优点在于可以保持货币政策的独立性、建立市场化的汇率形成机制,有利于资金的优化配置,并且有利于缓冲外部的冲击。但是浮动汇率制也导致汇率的频繁波动,对于贸易和经济发展造成不利影响,另外国际资金的投机或套利会对本国汇率持续造成冲击,此外还可能导致通货膨胀与汇率贬值的恶性循环以及棘轮效应。

从现实来看,人民币需求大于供给,表现为结汇数额大与售汇数额,大量国际游资混杂在贸易项目、直接投资之中或者事从地下渠道汇入。这部资本流入很大程度上来自于国外政治上的升值压力以及与此有关的人民币升值预期所带来的投机资金。这正是浮动汇率制所担忧的投机问题。一旦人民币放开浮动,短期内将使人民币汇率迅速上浮。当人

民币汇率升至一定程度,游资就会大量抛售人民币,导致汇率大幅贬值,东南亚金融危机的教训就很可能在我国重演。

此外,我国企业的竞争力主要依靠低成本所带来的价格优势,与国外高附加值的产品相比,利润率比较低;而今年以来由于世界原料上涨向国内的传导,导致国内的原料价格上涨十分严重,国内许多企业都景况不佳。一旦人民币汇率放开浮动导致汇率上浮,将提高劳务的成本,在短期内就将在短期内对国内企业造成较大的冲击,导致国内工业的困境,并从供给上加剧出口的减少;同时进口的增加下也会导致国内产出减少,财政收入加剧,失业问题加剧。

另外一个重要的因素就是目前中国金融体系的不完善和不稳定。从东南亚金融危机的我国银行目前仍然存在大量不良贷款,但是由于国内的高储蓄率和大量的资金流入,才保证银行系统没有出现危机。如果在当前情况下放开人民币浮动,导致本币升值以及“金融泡沫”,一旦出现汇率波动、资本外逃,就很可能导致银行破产问题的出现。银行业的稳定关系到每个人的利益,一旦银行业出现危机,将迅速扩散为社会危机或是政治危机。一旦在浮动汇率制下发生银行危机,即使货币当局付出巨大成本,后果仍然可能十分严重。

从上面的分析可以看出,在目前的情况下,过早采取浮动汇率制度以及实行资本项目开放,将会对我国经济造成较大的冲击。因此,我国目前面临着汇率政策与货币政策的两难困境。

[作者单位:厦门大学经济学院]

(责任编辑:韦玉)