

要了解我国CPI高涨之谜,就必须结合我国流动性过剩的现状,我国流动性过剩和通货膨胀是“输入型”的,是双顺差的结果。



# 基于控制通货膨胀形势下 人民币汇率的选择

□ 文 / 李星 杨宗建

关键词：通货膨胀 流动性 本币升值 贸易顺差 货币供给

今年二月份中国的通胀率高达8.7%，不可谓不严重。新春雪灾当然有影响，但怎样扣除其严重性仍在。2007年央行11次提高存款准备金率 6次提高存贷款利率，但是通货膨胀仍然一路高企，CPI同比增长4.8% 与此同时人民币与美元的比价屡创新高，于3月25日突破1：7.05。这样的宏观经济态势引起了社会各界的广泛关注。

## “输入型”的流动性过剩和通货膨胀

要了解我国CPI高涨之谜，就必须结合我国流动性过剩的现状。所谓流动性过剩是指货币投放量过多，这些多余的资金出于资本逐利的本性，必然会寻找投资出路，导致投资过热，并暗含通货膨胀风险。我国的流动性过剩和通货膨胀是“输入型”的，是“双顺差”的结果。

改革开放后，中国的对外贸易依存度不断提高，对外贸易依存度已高达70%以上，是世界上外贸依存度最高的国家之一。不仅如此，中国对外贸易常年存在巨额顺差，外汇储备不断增加。近两年中国的外汇储备更是“突飞猛进”，2006年底已超过1万亿美元。在中国原有的外汇管

理体制下，企业和居民不得持有外汇，必须将外汇出售给国家。于是在形成外汇储备的过程中，中央银行用来购买外汇的人民币就进入货币市场，2003~2006年，我国外汇储备新增额为779819亿美元，而同期的贸易顺差额为336915亿美元，外汇占款居高不下，央行资产负债表上对外净资产占基础货币的比重在2000年超过40%，而2006年则高达97%，外汇占款成为具有扩张功能的基础货币。依据传统的货币数量论方程式 $MV = PQ1$ ，基础货币扩张，M2和M12被动增加。因此外汇占款基本上主导了基础货币形成，再通过银行体系发挥货币乘数作用，造成了货币流动性增长的直接原因。

## 人民币升值，无奈于美元贬值

自2007年发生次贷危机以来，美国金融、制造、房地产等部门都出现明显的衰退迹象。去年第四季度美国经济增长率仅为0.6%，而经济学家预计今年第一季度美国经济增长率可能进一步放缓至0.4%。投资者对市场预期并不乐观，出现了流动性不足的问题。

为了减轻次贷危机的影响，避免美

国经济继续疲软，除降低联邦基金利率外，在贴现率、注资等方面下了“猛药”。美联储还授权纽约联邦储备银行为初级交易商创设新的贴现窗口融资工具。此外，美联储推动了摩根大通对贝尔斯登的收购计划，稳定市场信心，以缓解其流动性资金短缺的困境。

这一系列举措必然导致美元的国际供给激增，远大于世界市场的需求，美元贬值成为必然，但这将引起国际社会较大的压力，而且存在对整个国际金融体系产生冲击的风险。正因为如此，美元贬值存在一个特点，即谁经济增长快，谁的竞争力改善得快，它就对谁定向贬值。70年代的西德马克，80年代的日元和新台币都是这样的例子，现在对人民币也是这样。美国一再降低储蓄利率，我国为了抑制流动性过多而提高银行利率，根据利率平价理论（Interest Rate Parity, IRP），一种货币对另一种货币的升值（贬值）必将被利率差异的变动所抵消，换言之，一种货币对另一种货币的升值（贬值）可以由两国的利率差异的扩大而加快。美元的远期汇率被看作贴水，因为以远期汇率购得的人民币少于以即期汇率购得的人民币。因此则人民币被迫升值。

## 通货膨胀与人民币升值之间的“此消彼长”

依据凯恩斯主义分析方法,巨额国际贸易顺差表明国内投资需求相对于国内储蓄能力不足,并且反映人民币汇率相对于国际收支平衡目标明显低估。因此,在银行体系流动性与国际贸易顺差的链式作用过程中,存在如图1所示的降低通货膨胀和升值人民币汇率的均衡化调整机制。

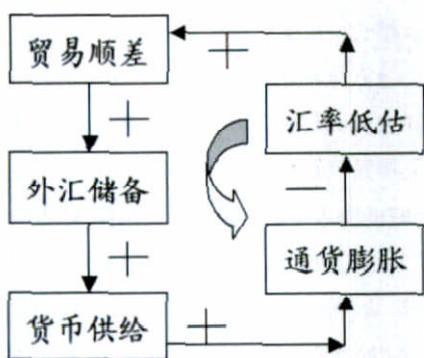


图1 凯恩斯负反馈效应

假设汇率被低估,会使得贸易顺差扩大,增加我国的外汇储备额。从上面的分析,我们可知外汇占款会引起基础货币供给增加,隐含通货膨胀的风险。通货膨胀使得国内对本币需求增多,国际间流通的本币量减少,使得人民币相对其他货币升值。本币升值同样经过银行体系流动性与国际贸易顺差的链式作用,减缓通货膨胀的速度。就当前的情况,特别是美国次贷危机爆发后,美元走势低迷,加之人民币升值速度被人为限制,导致国际资本涌入,更加剧了进一步加剧国内的流动性过剩和经济过热,成为引发通货膨胀的重要原因。

## 以史为借,谨慎应对通货膨胀与人民币升值的两难抉择

目前人民币的状况与1985年的日元很相像,同样的国内长期高速发展,持续

对美国的顺差,累积的高额美元储备,而其后由于日本与美国的协调以及1995年后美国对日本的双赤字恶化,美元持续走低的压力,甚至相似的低利率。

1985年美国、英国、法国、西德和日本5国通过了“广场协议”,协议中规定日元与马克应大幅升值以挽回被过分高估的美元价格。此后,日元升值进入最急剧快速的时期,日本通过本币的迅速升值以应对面对的形式。麦金农(McKinnon, 1999)等对20世纪90年代日本的通货紧缩进行了研究,结论表明,上世纪90年代中期以来,日本出现长期的通货紧缩,是基于浮动汇率安排下日元汇率的升值和升值预期,使日本陷入流动性陷阱,引发通货紧缩,即所谓“日元升值综合症”。黑田东彦(2004)亦肯定日元升值对通货紧缩的压力。而日本政府为了缓解这种压力,制造了大量的资产泡沫,经济泡沫的破灭最终引发了1990~2000年日本经济的长期衰退。

就长期来看,日元的升值导致了日本的物价的整体下跌,日本CPI指数90年代中期以来多年出现负增长。所以说,看本币升值对物价的影响不能只看眼前,而要着眼于长期,着眼于对未来物价的影响,对长远的整体经济的影响。

目前我国政府基于广大人民群众的利益的角度,把控制通货膨胀放在了今年政府工作的首要地位。国务院总理温家宝在十一届全国人大一次会议所作的政府工作报告,将2008年物价涨幅控制目标设在4.8%左右,要把“防过热、防通胀”作为宏观调控的首要任务,要实行“稳健的财政政策和从紧的货币政策”,可以看出中央政府不仅顾及短期的人民的承受力,而且为经济的长期健康发展做了前瞻性的规划。假设央行放任国内通货膨胀(当然这是不可能的),即使人民币升值压力得到缓解,过快的国内通货膨胀将极大损害国

内居民的生活水平,这是一国最不希望面对的局面。反过来,如果央行放宽外汇管制,是外汇自由浮动,如外界预测的那样,人民币升值40%升值到100%,长期来说,对于中国这样依赖低附加值产品出口的国家而言,无疑是灾难性的,有可能步日本的后尘,踏入流动性陷阱中。因此,那种认为人民币加速升值可能抑制当前通货膨胀趋势的观点,短期来看也许可行,长期来看,还可能进一步形成通货紧缩趋势,不利于中国经济的稳定发展。

## 基于短期降低国内通货膨胀水平的看法

由于我国利率尚未完全市场化,导致外国投机资本流入加剧国内流通性过剩,增大通货膨胀压力,但却无法通过利率的变动得以缓解;同时由于汇率制度无法完全退出盯住制度,中央银行必须不断地进行外汇干预,以避免汇率的大幅变动,从而大量买进外汇资产,导致外汇储备相应快速增长,人民币在外汇市场承受巨大的升值压力,货币政策有效性受到严重削弱。当前政府在利率、外汇市场上的干预只能是一个过渡阶段,最终应为利率、汇率改革赢得时间。根据我国经济过热的内部失衡与“双顺差”的外部失衡并存的经济表现,应该采取收紧的货币政策,继续让人民币升值,并加大力度配合银行改革及其他配套政策,以放宽减压渠道的方式恢复经济内外均衡。短期内随着资本流动自由化程度的提高,利率、汇率通过利率平价机制产生的联系日益紧密,利用利率-汇率之间的内在联动机制,发挥利率改革和汇率改革的协同效应,值得作为我国货币政策制定和执行过程中的重要参考。

(作者单位:李星 厦门大学经济学院;杨宗建 漳州市委党校)