

谈开放经济下 我国的货币政策调整

王玉英(厦门大学 福建厦门 361005)

内容摘要: 开放经济使外部均衡在我国货币政策目标中的地位显著提高。在货币政策运行中,开放经济的影响主要表现在:货币政策的独立性受到制约、货币供给的内生性增强、有效货币政策工具的欠缺以及货币政策的作用机制发生变化。为了适应开放经济带来的经济环境和经济运行机制的变化,货币政策必须做出相应的调整。

关键词: 开放经济 货币政策 货币政策调整

开放经济对我国货币政策目标的影响

开放经济下外部均衡在货币政策中的地位显著提高。

首先,央行货币政策需要兼顾内外均衡两个目标,我国对外开放的发展和对外开放度的提高,使得对外经济部门在宏观经济平衡中的影响力显著增大,从而迫使央行在注重内部均衡的同时,也应该给予外部均衡更多的重视。这就要求央行在运用各种政策时,必须注意不同调控手段的综合运用。

其次,开放经济条件下,币值的稳定包括货币的对内稳定和对外稳定两个相辅相成的方面。例如,币值的对外稳定受制于国际收支的变化,国际收支又会影响到外汇储备,外汇储备又会制约基础货币的投放量,进而影响货币供给,导致币值对内稳定的波动。

随着我国对外贸易的持续扩大和外资直接投资的不断增加,中国外汇储备也迅猛增长。中国外汇储备的增加很大程度上是在美元贬值、中国的投资环境又较好的

背景下,大量国际资本从美国大量流出进而流入我国。外资流入的增加,增大了货币的升值压力,出于自愿或非自愿的原因,央行收购美元投放本国(本地区)货币以降低升值压力,导致的结果就是外汇储备大量增加。虽然我国的外汇储备并非全部由美元构成,但占50%~60%左右的美元币值的变化会极大影响我国对外币值的稳定。随着欧元区在国际经济中崛起,应逐渐增大欧元的外汇储备比重。

再次,开放经济条件下经济开放度的提高,会加速国际资本在国际间的转移,特别是国际投机资本的频繁流动;这会引致金融交易量的扩大化和形式的虚拟化、会加剧金融秩序的混乱性和整个经济体系的不稳定性。

因此,在开放经济下,货币政策目标将更专注于实现外部经济均衡和国际收支的平衡。

开放经济对我国货币政策运行的影响

开放经济对我国货币政策运行的影响主要表现在:货币政策的独立性受到制约、货币供给的内生性增强、有效货币政策工具的欠缺、货币政策的作用机制发生变化。

货币政策的独立性降低、外在约束增强

1994年汇率并轨以后,我国汇率制度对外宣称是“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”,但从现实运行看,我国的人民币汇率实行的是钉住美元的固定汇率制度。这种汇率制度降低了我国货币政策的独立性,突出表现在我国经济周期波动与美国经济波动的不一致可能带来的宏观冲击。

与此同时,利率的独立性也有限。1994年以来,尽管外汇管制的存在在一定程度上抑制了短期性资本的流入,但在国内实行宏观紧缩、维持较高利率下,国内外利率差趋于扩大,国际资本通过各种渠道的流入,在一定程度上抵消了国内货币政策所试图达到的政策目标,显著地降低了国内货币政策的有效性。央行在进行利率政策的决策时,被迫越来越关注国际货币、特别是美元的利率走向,在调整利率时努力维持人民币利率与美元利率的适度利差关系。1998年以来,央行连续下调人民币利率,但是美元的利率无形中成为人民币利率下调的一个限度和重要的制约因素。2004年美联邦储备署于6月底上调利率后,我国在面临大量游资流入的情况下,仍然于10月29日宣布加息,这无形中又加大了人民币升值的压力和国际资本的流入。由此可见,近10年来中国的利率政策严重受制于美国的利率政策,中国利率政策的独立性受到了严重的制约。

货币供给的内生性增强

货币供给的内生性指货币供给作为非独立的内生变量,被动受制于客观经济过程,而货币当局并不能有效地控制其变动。随着对外开放程度的不断提高,货币供应越来越内生于国民经济运行,央行除了能够在较大程度上控制再贷款、政策性贷款

表1 1995年以来我国国际收支及外汇储备状况(亿美元)

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004.6
经常项目差额	72.43	297.17	293.24	156.7	205.19	174.05	354.2	458.75	74.65
资本和金融项目差额	399.66	229.59	-63.21	76.4	19.22	347.75	322.9	527.26	668.02
错误与遗漏	-155.04	-169.52	-169.76	-148.0	-118.93	-48.56	77.9	184.22	-72.89
储备资产	-317.05	-357.24	-50.69	-85.1	-105.48	-473.25	-755.07	-1170.23	-669.79
外汇储备	1050.49	1398.9	1449.59	1546.75	1655.74	2121.65	2864.07	4033	5400

注:其中2004年为前半年的数据。

资料来源:1、《2002~2003年国际金融报告》,经济科学出版社2003年3月版,第296页。

2、www.safe.gov.cn 中国历年国际收支平衡表以及外汇储备表。

外,已不能完全控制与对外经济活动相关的货币供应及其变动,而是取决于经济增长状况、进出口状况和资本流动状况。即开放经济下货币供给内生性的增强制约了央行对货币供应量调控的能力。

对外开放的程度越高,与对外经济活动相关的货币供应所占的比重越大,货币供应的内生性越强,于是央行控制货币供应的主动性就越低,货币政策在控制货币供应方面的有效性也就越低。近年来我国基础货币的投放量中,与对外经济活动相关的货币投放所占的比重呈现明显的扩大趋势。目前,央行一般性再贷款占全部资产的比例已从1993年底的72%降到30%左右,央行控制货币供应量的主动性和回旋余地大大降低。虽然1998年由于出口的急剧下降,导致基础货币投放发生了重大的变化,购买外汇不再是投放的主要渠道,但这反而从另一方面说明了开放经济下货币供给内生性的增强,央行控制货币供应量能力的下降。

中央银行有效货币政策工具的缺位

在经济开放度不断提高的条件下,面对不完善的经济体制,央行实施货币政策时会面临一个最大的难题:有效货币政策工具的缺位。从我国货币政策实践来看,传统的、占主导地位的直接信贷控制手段已经不能适应开放经济的需要,资本的自由流动、货币供给渠道的增多、外汇占款的增加使央行在运用货币政策工具时力不从心。而发达市场经济国家央行通用的货币政策工具——存款准备金、再贴现和公开市场业务,却因我国不完善的市场经济体制而不能在宏观间接调控中发挥重大作用。

从存款准备金政策看,1998年我国推行了存款准备金制度的改革,合并了准备金账户和备付金账户,法定存款准备金率由13%降为8%。1999年11月,央行再次将存款准备金率由8%下调到6%。一般认为,下调准备金率之后,商业银行可贷资金增加,货币供应量就会增加。但是,贷款是否增加还要取决于商业银行的决策。事实上我国1998年下调存款准备金率并没有引起货币供应量M2增长。存款准备金率调整属力度很大的政策工具,不能频繁使用,并且准备金比率已很低,将来运用这种工具的余地不大。

央行再贷款和再贴现也是货币政策工

具之一。由于我国目前社会信用机制不健全,商业票据使用不广泛,再贴现始终未成气候。再贴现手段受到种种因素的制约,尚不能成为我国主要的货币控制工具。

公开市场操作的运用需要一个完善的机制为载体。我国国债期限较长,品种不多,数量较小,使公开市场业务缺乏载体;持有大量国债的商业银行将国债视为低风险、高效益的优质资产,不愿做空头,市场交易不旺,所以调控基础货币的公开市场业务缺乏交易基础。央行在外汇市场上的公开市场操作不是一种主动的干预手段,只是为了维持人民币汇率的稳定而被动地吞吐外汇或人民币。

货币政策的作用机制发生变化

货币政策的传导途径通常有三个:信贷配给途径、利率途径和国际经济途径。三者政策传导中的作用大小取决于开放经济的发展和对外开放度的变迁。

在封闭经济条件下,央行主要依赖信贷配给和利率途径。在开放经济下,央行调节国内利率水平后,一方面,国外市场的套利活动能够影响国内货币总量;另一方面,利率波动引发的国内供求变化会导致国际收支状况的变化,国际收支的变化会影响到宏观经济活动水平。套利活动、国际收支的变化也会影响到外汇市场的供求,引起汇率的调整和国内货币供求变化。

当前,国际经济途径对于我国货币政策传导的重要性趋于上升。从货币供应扩张的角度看,开放经济的发展和对外开放程度的提高,使本币运行“时滞”缩短。在对外开放程度有限的宏观环境下,央行基础货币从投放到扩张要经过从央行到商业银行的一系列信贷活动,以及从银行体系到企业体系的存款——贷款转化过程,具有较长的时滞。开放经济的发展,特别是1994年汇率并轨,外汇占款成为基础货币投放的重要渠道,而外汇占款能够通过银行结售汇体系将基础货币迅速转化为企业存款,导致货币供应量扩张速度加快和调控时滞缩短。

开放经济下我国货币政策的调整

为适应开放经济,我国货币政策的运用涉及到两个层次的“政策协调”,一是与

国内其他政策工具的协调配合,二是与其他国家特别是经济大国的经济政策之间的协调配合。

健全我国的货币政策体系

必须加大货币政策贯彻执行力度,充分发挥货币政策调控金融与经济的作用。逐步建立人民币和境内外汇总量为中国货币供应量统计口径的体系。同时,要密切关注网络金融、金融创新和资本市场发展对货币供应量的影响。

加快利率市场化,扩大人民币汇率浮动范围

只有市场化的利率,才能充分影响市场主体以至整个国民经济,才能保障货币政策有效实施。另外,加强汇率政策和利率政策的配合,实现内外部均衡的统一;减轻外汇储备规模的压力,削弱外汇储备与货币供给的内在联系,提高央行在货币调控中的主导地位。

完善市场机制,确立有效的货币政策工具

要扩大公开市场操作的规模,合理运用央行的再贷款,发挥再贴现等工具在投放基础货币中的作用,运用政策的组合和配套措施扩大基础货币投放。

健全国内金融市场主体,进一步深化我国国有银行的改革

要深化我国国有银行的改革,从总体上提高我国商业银行的素质和国际竞争能力,疏通货币政策的传导机制。完善公司治理机制,加快国有商业银行向现代企业制度的转变,塑造理性的金融市场主体。

加强国际货币合作

开放经济下,各国在货币经济领域的相互联系和相互影响日益加深,市场以及政策的“溢出”和“溢入”效应增强,鉴于对全球资本市场和对国际货币体系的管辖权的归属模糊不清,人们有必要通过国际货币合作来降低上述效应。

参考文献:

1. 姜波克,陆前进著. 开放经济下的货币市场调控. 上海: 复旦大学出版社, 1999
2. 曾宪久著. 货币政策传导机制论. 北京: 中国金融出版社, 2004
3. 贺力平主编. 货币政策工具操作程序. 成都: 西南财经大学出版社, 1998