

利率市场化、汇率制度调整与货币政策独立性

张亦春

[摘要] 本文集中探讨了我国加入 WTO 后面临的利率市场化和人民币汇率机制调整任务及其对货币政策独立性不同方向的影响。文章认为,利率市场化进程是一个消减货币政策独立性的过程,而人民币汇率由对美元的僵硬钉住向管理浮动的调整则有利于货币政策独立性的加强,在二者同是当前金融领域改革重点的条件下,寻求二者的政策搭配和对货币政策的作用销抵是保证我国在顺利完成改革任务的同时实现货币政策独立、稳定,充分发挥政策效果的关键。

[关键词]利率市场化;汇率制度调整;货币政策独立性

中图分类号 F822.1

文献标识码 A

文章编号 1000-8780(2003)06-0003-05

我国已于 2002 年 11 月正式加入 WTO,这标志着我国以完全世界化为标的的金融开放进程已进入一个有明确时间上限的日程表中:十五期间我国金融业将进入为期五年的过渡期,在此期间必须完成包括放开利率管制、实现利率市场化转向和放松汇率管制、逐步放开人民币资本账户及重新调整人民币汇率制度等目标在内的多重金融结构调整。在这样的背景下,如何继续保持我国货币政策的独立性成为广为决策层和理论界关注的重要课题。

一、利率市场化和货币政策独立性

所谓利率市场化,是政府或货币当局逐步放松乃至放弃对利率的直接控制或限制,让资金市场供求关系去决定利率水平的一个利率决定机制变迁过程。

实现利率市场化是我国加入 WTO 后所必须尽快解决的一个课题。根据世界贸易组织(WTO)金融服务协议(FSA),WTO 成员国负有允许外国在国内建立金融公司并按竞争原则运行的义务,即对国内外金融机构实行统一的国民待遇原则,为其公平竞争创造相应的市场环境。随着外资银行和其他境外金融机构的大规模涌入和人民币业务的逐步放开,如何为国内外金融机构创造公平的竞争环境成为迫切需要解决的问题。而如我们所知,我国长期实行比较严格的利率官定

制度,以存贷款利率为主体的我国利率体系并非由市场资金供求关系决定,而是由货币当局(也即中央银行)统一制定、并由商业银行和其他金融机构强制性实行的;这与外资金融机构实行的可根据市场状况灵活调节的市场利率体系显然大相径庭。继续运行我国固有的利率决定机制势必使国内外金融机构——尤其是商业银行——处于不平等的竞争地位:在一个容量日益扩大、流动性日益增强的资金供求市场里,由管理当局统一制定、并且变动十分缺乏弹性和灵活性的官定利率将很少有可能及时、准确反映市场供求信息,从而极大限制了实行该官定利率的国内金融机构根据市场状况调整自身业务的灵活性,这就使它们在与外资银行和金融机构的竞争中不可避免地处于绝对劣势地位;如果说在开放的初期国内商业银行既有的垄断优势和由此产生的客户惯性心理作用下这一劣势还不十分明显的话,那么,随着开放的进一步扩大,国外银行和金融机构进入日益增多、业务范围日益扩大,这一对比劣势将越来越明显,并可能成为危及国内银行和金融机构生存的重要因素。再就一个更广阔的视角看,利率作为资金的使用价格,在经济过程中发挥着不可替代的引导资源配置的作用,间接肩负着实现优胜劣汰、保证经济运行效率、促进经济健康发展的作用。我国二

* 本文系教育部人文社科研究基地中国人民大学财政金融政策研究中心 2002-2003 年重大项目《入世后我国货币政策的外部环境与现实选择》(教育部项目批准号 02JAZJD790031)的阶段性研究成果之一。

[作者简介]张亦春(1933-),男,福建连江人,厦门大学金融系教授、博士生导师,厦门大学金融研究所所长。

十年来的经济增长基本上是靠金融资产的扩张、生产规模的扩大实现的,属于粗放型经济增长模式,它使我国走出短缺经济的泥沼;但随着我国生产规模的扩张和改革开放进程的进一步展开,低层次的产业结构所生产的商品已供过于求,通过粗放经营扩大生产规模来推动经济增长已走到极限(近年来有效需求不足、大量商品过剩的情况说明了这一点),经济结构转型和经济增长方式转换已成为当务之急。要实现经济增长模式的转型,最重要的一点就是实现资源(尤其是金融资源)的优化配置,提高资金的利用效率,这就要求利率充分担负起反映市场信号、引导资源配置的固有作用,而要使利率发挥这一作用,就必须实现其市场化的转变,还原其本应具有的决定机制。简言之,利率市场化不仅是我国加入WTO后外部环境对我国提出的要求,而且也是我国经济发展和结构转型本身的内在要求。

基于以上认识,利率的市场化被提上了改革日程。

利率市场化的推进对我国货币政策的独立性影响是显而易见的。在一个基本利率官定的利率体系框架下,货币当局可以不必动用什么实质性的手段就将利率水平进行调整。1996年至1999年中央银行的七次降息,据统计为企业节约利息支出达2600亿元,这一举措虽然被证明对刺激经济的增长和投资的扩大收效甚微,未能实现预期的积极性货币政策目的,但其造成的社会财富的再分配效应却十分巨大。换言之,降息这一政策所以收效不大,原因不在于政策的执行过程出现大的效率损失,而是政策本身制定时对政策效果的预期出现了偏差所致,但就货币政策的推行过程看,其效果是十分明显的。而在一个利率市场化的利率体系框架下,货币当局受到的约束来自多方面:首先,来自市场资金原始供求状况,作为资金的使用权价格,利率本身就是由市场资金的供求状况决定的,它标刻出一个资金供求均衡点,货币当局要通过改变市场利率实现调节经济运行的目的,就意味着它要以自己的力量给市场均衡的打破以最初推动力,这一推动力的力度大小、施放时机选择、持续时间等等因素无不须视市场资金原始供求状况而定——事实上是由市场资金供求状况客观决定了的,而货币当局只是去发现,或确切地说是去尽量接近这一客观规定而已。其次,来自政策手段方面的约束,改变再贴现率必须以一个发达且影响面广的票据再贴现市场为前提,公开市场业务手段也须以发达的政府债券市场为基础,否则货币政策的推行将因缺乏适当的传导渠道而无所着力,政策效果也必大打折扣;再次,来自货币当局本身实力方面的约

束,一个货币政策推行的过程事实上就是货币当局和微观市场主体双方博弈的过程,发达的再贴现市场或政府债券市场意味着实力强大、成分复杂的微观市场主体,这一强大不仅反映在资金的雄厚上,更主要反映在大量私人信息的占有上,这就使得货币当局在政策制定时面临着巨大的信息搜集成本和信息分析成本,而在政策推行过程中则须支付巨额的政策推行成本,这就对货币当局本身的实力提出了很高的要求。两相对照,显然,在一个利率市场化的利率体系框架下,货币政策的独立性(或确切地说是“随意性”)受到了大得多的实际限制。

二、汇率制度调整和货币政策独立性

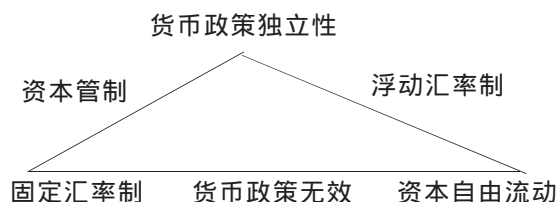
在开放经济条件和全球经济一体化的双重背景下,汇率作为联系国内外经济的杠杆,同时调节国内和国外两个市场,对国内外经济的双平衡起着关键作用。加入WTO要求一国的汇率政策安排能够兼顾内部均衡(控制总需求以接近没有通货膨胀的充分就业状态)和外部均衡(保持国际收支平衡)两方面的问题,这就对我国现行的汇率制度提出了改革要求。

中国自1994年外汇管理体制改革起,名义上实行以市场供求为基础的管理浮动汇率制度,但自1995年下半年人民币汇率升至1美元兑换8.30元人民币的水平后迄今一直维持在一个比较稳定的水平上;尤其是在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,实际上成了钉住美元的固定汇率^①。分析人民币与美元相对汇率超稳定状况形成的原因,主要有以下几条:(1)资本项目尚未真正开放。在此前提下,经常项目——特别是贸易项下——的外汇收支状况直接影响到外汇交易中心形成的人民币汇率水平,但此时形成的人民币汇率既不能体现企业经常项目下外汇交易的真实意愿,也不能体现外汇银行的真实意愿。(2)中央银行入市干预过于频繁。近几年我国国际收支特别是贸易收支持续顺差,银行结汇大于售汇,外汇交易中心出现持续超卖,造成人民币汇率升值趋势,人民币汇率已从1994年改革时的8.70元兑1美元升值为目前的8.3元兑1美元。人民币汇率升值不利于出口,为了保证结售汇制度的正常运行及人民币汇率不致过度升值,央行不得不经常入市买入外汇,以致成为外汇交易市场的最大买家。目前,外汇交易中心年交易量在600亿美元左右,其中中国人民银行是最大的买方,占买入外汇金额的60%以上。(3)人民币汇率制度采取以美元为基准货币的汇率制度。按规定,我国银行间外汇市场进行的交易币种主要是人民币对美元、日元、港元的即期交易,中国人民银行根

据前一营业日的成交价统计公布这三种货币的人民币基准汇率,但在事实上,央行入市干预的对象主要是美元,对日元和港元则一般不加以干预。在这种汇率制度安排下,目前外汇交易中心美元交易占绝对比例^②,人民币汇率决定制度事实上成为钉住美元的固定汇率制度。(4)政策影响。自1994年汇率并轨改革以来,我国为稳定国内物价,吸引外资流入,一直实行稳定的汇率政策。尤其自1997年东南亚金融危机以来,鉴于东南亚受灾国家之所以酿成灾难在很大程度上肇因于外汇市场上本币受到过大的抛卖压力而被迫大幅贬值引起国内金融混乱和经济恐慌;同时也为稳定香港的联系汇率制度,我国采取了积极措施,实行稳定汇率的政策,多次承诺人民币不贬值,并事实上使人民币名义汇率在周边国家相继贬值的情况下保持高度稳定。

超常稳定的汇率制度固然增大了外资流入的可预期性,降低了其货币性风险,有利于吸引国外直接投资的扩大,但在周边国家货币普遍贬值、人民币相对高估明显的情况下,其对对外贸易的负面效应是显而易见的。不仅如此,维持一个稳定的钉住汇率制度事实上必须以放弃货币政策的独立性为代价取得。

在早期的固定汇率和浮动汇率之争中,浮动汇率的支持者们就已提出,购买力平价理论的成立将会使浮动汇率制起到“隔离墙”的作用,隔离通货膨胀(或紧缩)在国际间的传递;而在固定汇率制下汇率的固定及其维持将引起经济周期在国与国之间传递,从而使国家丧失宏观经济政策的独立性^③。至20世纪60年代,蒙代尔与弗莱明(Mundell & Fleming)证明了一个开放经济背景下,如资本完全流动,则采取固定汇率安排(即追求汇率的稳定目标)将导致货币政策无效,相反,如果采取浮动汇率安排(即放弃汇率的稳定目标),则货币政策是有效的^④。这就是所谓的开放经济下的“三元冲突”,即货币政策的独立性、汇率的稳定和资本自由流动三个目标不可兼得。克鲁格曼(Krugman)将此悖论用一个不可能三角形来表示,如下图,要实现三角形三个顶点目标同时实现是不可能的。



我国现阶段之所以在实行事实上的固定汇率制的情况下还能继续保持货币政策的独立性,是因为我国

严格限制了资本项目下的人民币流动,换言之,这是以资本管制为代价取得的。在我国加入WTO后,资本项目的开放已成为可以预期的政策目标,而其他方面的资本管制更面临着即时取消的前景,在此情况下继续保持固定汇率制度显然将使货币政策的独立性日益成为“不可能的任务”。即使在继续保持人民币不完全可自由兑换的条件下,对外开放幅度的加大和关税、贸易壁垒的取消仍将使固定汇率和货币政策独立性处在一个日益矛盾的地位。具体而言,(1)在对外贸易方面,加入WTO将改变我国产品在国际市场上遭受歧视的状况,享受WTO成员国的最惠国待遇,享受多边贸易谈判的关税减让效果,同时欧美国家对我国实行的反倾销措施将受到严格限制,这有利于我国充分发挥劳动力和自然资源优势,提高产品的国际竞争力,扩大出口;另一方面,自1992年以来^⑤我国在关税下调、进口非关税措施削减的条件下,进口没有出现之前一些研究者预料的暴涨现象,相反,进出口的良性循环正逐步形成,商品结构升级加快。可见,在加入WTO后我国对外贸易差额将呈现继续上升(如果不是加速上升)的基本态势。(2)在外国直接投资方面,随着WTO的加入,我国对外开放的领域将前所未有地被扩大,外商投资企业出口产品能在更大范围享受最惠国待遇和普惠制待遇;与此同时,我国各种经济法规的透明度将继续提高,为外资提供一个更稳定的经济环境,从而增强外商来华投资的信心。据此,入世后将有更多的外资流入^⑥,从而使资本项目也出现持续顺差。以上分析说明在加入WTO后我国在经常项目和资本项目都将继续出现大额顺差。在现行的结售汇制度下,如欲继续维持人民币汇率相对美元的稳定,这部分顺差带来的外汇最终都将转化为中央银行的外汇储备^⑦,这就给货币供应的持续单边扩大带来压力^⑧,原本作为货币政策操作工具的货币供应于是丧失了(至少是部分的)独立性。

三、改革措施的搭配和目标选择

通过上面的分析,我们看到,在利率市场化的改革进程中,货币政策的独立性将受到损害;而在汇率制度调整,摒弃目前人民币对美元的超常稳定态势的维持努力,实现人民币真正管理浮动的过程中,货币政策独立性则将获得增强。在我国加入WTO后,上述两种变革都是必须进行的,如能适当对两种调整相互结合,则其对货币政策的相反方向的影响将能得到销抵(Trade-Off),于是整体经济得以在一个比较稳定的框架下进行外向型过渡。具体而言:

1、规划好利率市场化进程安排。

据中国人民银行原行长戴相龙表示,在未来几年

内,国内利率市场化进程将稳步推行:首先是扩大利率的浮动幅度,规定贷款利率上浮的最低限或存款利率下浮的最高限;其次是大力发挥公开市场操作的作用,以此及时调整货币供应量,影响市场利率,为将来的央行市场调控做好准备^⑨。根据这一框架,以及先此提出的“先外币后本币,先贷款后存款,先农村后城市”的原则,合理规划、妥善安排利率市场化进程。我国的利率市场化进程始于1996年^⑩,六年来已取得相当的阶段性成果^⑪。在十五期间,要基本完成利率市场化任务,笔者认为仍应坚持渐进式市场化过渡思路,通过不断扩大浮动区间,逐渐形成基准利率的过程来最终实现利率的完全市场化。要实现这一目标,关键在于推动科学合理的市场基准利率的产生。一般来说,同业拆借利率是国际公认的一国基准利率,但目前我国的同业拆借利率还没能对整个金融市场的资金价格和投融资者的行为产生影响和调节作用,这主要是因为我国的金融市场尚处于发育和形成中,各种金融市场(如货币借贷、资金融通、票据抵押与贴现、证券发行与流通以及信托、投资、保险等)还处于相互分割状况,各个金融市场之间的利率关联度各不相同,基准利率发挥作用的条件还不完备;另外,虽然我国的同业拆借市场已建立,但规模还小,参与的机构也比较少,同业拆借利率还不能及时可靠地反映资金市场信息。鉴于此,我国今后的利率市场化改革重点应放在以下两个方面:(1)稳步扩大同业拆借市场规模,逐步放开其进入限制,扩大拆借市场利率的影响,增强其反映真实市场利率的可信度;(2)在逐步规范各金融子市场的前提下加强彼此间的联系,促进真正意义上的货币统一市场的成长。具体措施已有不少建议见诸各种刊物,兹不赘述。

2、合理安排人民币汇率的放开进程,逐步改变人民币对美元的僵硬稳定。

如上文分析的,继续维持僵硬的人民币/美元汇率对我国加入WTO后整体经济的发展和货币政策的独立性维持是十分不利的,因此,在稳健推进资本项目自由流动的长期目标前景下应首先实现人民币/美元僵硬钉住汇率制度的修正,真正实现管理浮动汇率制度。具体而言,应从以下几方面着手:(1)改革现行的银行结售汇制,使企业成为银行间外汇市场的间接参加者,使外汇市场的供求关系能真正反映外贸企业的供求意愿,促进市场供求决定的人民币汇率形成机制的建立。(2)改革外汇银行结售汇头寸限额管理制度,使外汇银行得以自主决定其持有的外汇头寸。(3)改变钉住美元的单一汇率参照,根据我国经贸关系的实

际情况合理选择、确定货币篮子,减低人民币币值随美国经济波动的相关性。(4)加快外汇市场的发展和完善。适当增加外汇交易中交易币种,逐步扩大外汇交易中心的交易会员数量;建立有形外汇市场和无形外汇市场相结合的、近期与远期相协调的外汇市场体系。(5)改善中央银行在外汇市场进行操作干预的手段和机制。逐步减低央行入市干预频度,考虑建立外汇平准基金,实现调控手段多样化和市场化。

3、改革措施的相互搭配和货币政策独立性的维持。

在进行利率市场化改革和人民币汇率放开的过程中,应尽量使二者对货币政策独立性的影响得以销抵,从而维持货币政策独立性的基本稳定,增大政策制定的可预见性、提高政策实施效果,促进内外均衡分别(而非同时)实现。具体而言笔者认为应从几方面着手:(1)继续以货币供应量为货币政策操作的中介目标。有的研究者认为鉴于近年来以货币供应量为中介目标的积极货币政策未能实现预期的政策效果,认为应重新确定利率为中介目标。笔者认为在一个利率决定机制远未充分市场化的环境下选择利率为货币政策中介目标必然导致利率市场化改革和货币政策效果之间的尖锐矛盾:要充分实现央行的货币政策,则利率必须是可充分操纵的,这必然要求央行继续保持其利率决定的权力,这就与利率市场化改革的方向背道而驰了。另一方面,若在继续推进利率市场化的同时仍以利率为货币政策中介目标,则一来对央行调控利率的要求提高,其政策的效果将更难预期,再则由于基准利率目前的影响还不够大,因此央行即使能有效调控同业拆借利率,其对整个市场利率体系的影响也仍是值得怀疑的,鉴于以上原因,货币政策的有效性将很难得到保证。相反,以货币供应量为货币政策操作的中介目标,一方面可以使利率工具从政策手段中解脱出来,实现其单目标(市场化)演变和运作;另一方面,央行通过改变外汇储备等手段调控货币投放,既可增加央行调控货币供应量的手段,又可充分发挥汇率政策效果,使其与人民币汇率机制调整相结合。而将调控货币供应作为汇率政策目标之一,也有利于打破人民币/美元汇率的僵硬稳定,这是因为目标的多重性必然使维持单一僵硬稳定汇率成为十分困难的任务,从而汇率政策参与调控货币供应客观上成为改变人民币汇率机制的推进力之一。(2)协调本外币利率关系。在我国实现利率市场化的过程中必然要涉及的一个问题是本外币利率的确定及其相互关系问题。一般说来,在一个日益一体化的世界经济体系里,二者关系及相互影响会日

益密切。但就我国目前情况看,由于我国与世界经济远未融为一体,与发达国家经济周期并不相同,更重要的是人民币资本项下还未放开,因此本外币利率常常处于不同的运行通道^②,这就对协调二者提出了要求。关于这一问题,笔者认为可考虑在充分顾及国际市场货币利率的前提下将外币利率的调整与人民币汇率机制的改革相结合,譬如为改变目前外汇交易中心美元交易比重畸大的现状,可适当调高其他币种利率,吸引套利资金进入,增大欧元、日元等货币的市场需求,这将有利于科学合理的人民币挂钩货币篮子的形成。另外,在充分考虑本外币利率存在的必然差异的同时还应认识到其相互影响甚至相互趋同的一面,在逐步放松本外币藩篱的同时密切关注外币利率对本币利率的影响,为合理的基准利率水平确定和将来的调整参数选择做好准备。(3)推进发达、规范、统一的金融市场,尤其是货币市场的形成。利率市场化要求有一个相互融通、规范统一的金融市场体系作为其运作背景和建立基础,而人民币汇率机制的调整同样要求健全、完善、发达的外汇交易市场作为其运作基础,在构建、规范本外币货币市场的同时应积极考虑二者相互融通的时机和可能性,并为之创造条件。当然,在考虑到交易工具和交易范畴的相互重叠甚至相互融合所能带来的相互促进、加速彼此演变步伐的同时还应充分认识到因其重叠和融合而带来的内外均衡的相互影响及由此引起的所谓“米德悖论”问题。有鉴于此,在积极寻求利率改革和汇率改革的相互作用和良性互动途径的同时,应继续推行内外分隔政策,谨慎实行本外币市场融合,以期实现国内均衡稳定和对外开放并行不悖,——这也是继续维持货币政策独立性的要求。

注释:

①国际货币基金组织对成员国汇率制度的统计分类不是根据各成员国官方申报的汇率安排进行统计分类,而是根据成员国汇率的实际波动幅度进行分类。由于人民币兑美元汇率年波动幅度不足±1%,所以IMF将我国汇率安排归属到固定钉住汇率制范畴,这恐怕也比较切合我国的现实情况。

②如1999年外汇交易中心美元交易比例约占97%、日元占1.7%、港元占1.3%。

③参见邓乐平、冯用富、晋重文《浮动汇率制度下货币政策的独立性》,载《金融研究》2002/3。

④参见易纲《汇率制度的选择》,载《金融研究》2000/9。

⑤1992年起我国先后5次调低关税,取消了170多项非关税壁垒;1996年4月1日,再一次对4960多个项目进行大幅度降税。参见邓乐平、冯用富、晋重文《浮动汇率制度下货币政策的独立性》。

⑥据美国高盛公司估计,中国加入WTO后外商对华直接投

资将从1998年的450亿美元增加到2005年的1000亿美元。

⑦结售汇制度使这部分外汇流入外汇交易指定银行,在外汇交易市场因外汇过剩将给人民币带来升值压力,央行如欲继续维持人民币对美元的汇率,则必须入场买入多余的外汇,从而增加自身持有外汇储备,扩大本币投放。

⑧如我们所知,在开放经济条件下,外汇发挥了本币替代效应,本国货币供应由以下公式决定: $M=a(C+F)$,其中a为货币扩张系数,C为本国基础货币供应,F为外汇储备。

⑨见戴相龙《中国今后几年的货币政策》,载《国际金融研究》2002/4。

⑩1996年6月1日银行间同业拆借市场利率的放开是其标志。

⑪1998年3月改革再贴现利率及贴现利率的生成机制,放开了贴现和转贴现利率,使再贴现利率第一次成为中央银行独立的货币政策工具,实际上放开了贴现和转贴现利率;1998年银行间债券市场债券发行利率全面放开;1999年9月开始,国债在银行间债券市场也成功实现了利率招标发行;而自央行决定于1998年10月30日起扩大对中小企业贷款利率的浮动幅度以来,商业银行、城市信用社对小企业的贷款利率的最高上浮幅度由原来的10%扩大为20%,最低下浮10%;农村信用社贷款利率最高上浮幅度由40%扩大为50%,这标志着向利率市场化的方向迈出了实质性的一步,也揭示了央行通过扩大浮动区间实现渐进市场化的改革思路。

⑫关于这个问题,戴相龙曾举过一个很有说服力的例子:1998年我国防止通货紧缩、刺激有效需求,降低了利率;而美国正防止通货膨胀,要提高利率。参见戴相龙《中国今后几年的货币政策》,载《国际金融研究》2002/4。

参考文献:

- [1]戴相龙.中国今后几年的货币政策[J].国际金融研究,2002,(4).
- [2]邓乐平,冯用富,晋重文.浮动汇率制度下货币政策的独立性[J].金融研究,2002,(3).
- [3]冯用富.我国金融进一步开放中汇率制度选择的方向[J].金融研究,2000,(7).
- [4]傅利平.我国汇率政策的效应及汇率制度的选择[J].南开学报,2002,(1).
- [5]傅桃生.关于推进利率市场化的几个问题[J].当代经济科学,2002,(3).
- [6]郭庆旺,赵志耘.不同汇率制度下的财政货币政策的有效性[J].财贸经济,2000,(2).
- [7]李宏瑾,项卫星.“入世”与我国利率市场化[J].金融研究,2001,(2).
- [8]魏巍贤.管理浮动汇率制度下货币政策目标模型及应用[J].系统工程理论与实践,2000,(9).
- [9]易纲.汇率制度的选择[J].金融研究,2000,(9).

(作者单位:厦门大学 福建 厦门 361005)

(责任编辑:自然)