

# 人民币汇率政策改革对我国货币政策机制的影响

赵林夫

(厦门大学经济学院 金融系,福建 厦门 361005)

**内容提要:**2005年7月21日我国宣布汇率政策改革后,人民币汇率的形成机制得到进一步完善,这一改革将对我国宏观经济的各个层面产生深远的影响。本文试从我国的实际经济情况出发,运用汇率政策与货币政策之间相互冲突的经济学原理,来分析汇率政策改革对我国货币政策机制的影响,并提出了完善货币政策机制的几点政策建议。

**关键词:**汇率政策;货币政策;开放经济

**中图分类号:**F822.0

**文献标识码:**A

**文章编号:**1007-8576(2006)02-0017-04

人民币在经受了长期的升值压力之后,经国务院批准,中国人民银行于2005年7月21日开始实行以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。这说明人民币汇率不再盯住单一美元,并且将更富有弹性。配合人民币汇率形成机制改革,中国人民银行对银行间外汇市场交易汇价和外汇指定银行挂牌汇价管理的有关事项进行了调整,此次人民币汇价管理的进一步改善,将给人民币汇率形成机制带来积极的影响。正如蒙代尔所说,人民币不再和美元一种货币挂钩,一篮子货币中有欧元、美元、日元、韩元等。实行有管理的浮动汇率制,这样会使人民币汇率更具有透明度,有利于了解通货紧缩率和膨胀率。一篮子货币还消除了人们对中国经济发展的顾虑,但人民币的自由浮动还需要一定时间。我国汇率形成机制的调整对经济的方方面面必然会带来各种影响,本文仅分析其对我国货币政策机制产生的影响。

## 一、货币政策与汇率政策相互冲突的经济学原理

汇率政策包括汇率制度的选择和汇率水平的确定,它是一国外汇政策的重要组成部分。而货币政策是中央银行采用各种工具调节货币供求以实现宏观经济调控目标的方针和策略的总称,是

国家宏观经济政策的重要组成部分。其内容包括货币政策目标(最终目标与中介目标)、货币政策工具和货币政策传导机制及效果。

在我国,1995年颁布的《中国人民银行法》第三条明确规定:“货币政策的目的是保持币值稳定,并以此促进经济增长。”由货币政策工具启动到货币政策目标实现的传导运行过程就是货币政策传导机制。尽管各学派对于货币政策的传导机制有不同的见解,但是货币政策变动对宏观经济发生影响的基本过程都基本相同,综合各学派观点,可将货币政策的传导机制概括为资产结构调整效应、财富效应、信用供给可能性效应、预期效应以及汇率传递效应。汇率传递效应是在经济全球化条件下,货币政策通过汇率对净出口进而对一国国内经济所产生的影响。这一传递效应同时也包括利率效应,因为当国内实际利率下降时,国内货币存款相对于外币存款会变得更没有吸引力,即本币贬值,国内较低的币值又使国内商品比外国商品更便宜,这将导致净出口及总产出的上升;反之亦然。可见,汇率效应实际考查的是开放经济条件下的货币政策传导机制的实现,这是本文分析的重点。

在现代金融学理论中,探讨开放经济条件下货币政策比较经典的文献是20世纪60年代由罗

收稿日期:2006-02-24

作者简介:赵林夫(1979-),男,河北人,厦门大学经济学院金融系硕士研究生,研究方向:公司投融资。

伯特·蒙代尔 (Robert Mundell) 和 J·马库斯·弗莱明 (J. Marcus Fleming) 发展的蒙代尔 - 弗莱明 (MF) 模型。它以标准的 IS - LM 模型为基础,从货币金融角度构建了对开放经济进行宏观分析的基本框架,即 IS - LM - BP 模型。MF 模型分析了在不同汇率制度与资本流动性的假设条件下的一国货币政策效应:即在完全固定汇率制度下,市场机制作用的最终结果是货币政策无效,并且与国际资本流动的自由度无关;而在浮动汇率制度下,货币供应量扩张(紧缩)的效果会使货币贬值(升值)效应放大,因而单独执行货币政策仍是强有力的宏观经济调控工具。在 MF 模型的基础上,克鲁格曼 (Krugman, 1999) 进一步提出了所谓的“三元悖论”,即认为汇率的稳定性、资本的自由流动性和货币政策的独立性三者之间不可兼得,它们是一国不可调和的政策目标,各国充其量只能实现这三个目标中的两个。MF 模型与“三元悖论”都隐含了固定汇率制度安排对一国货币政策有效性制约的观点,即都分析并阐述了一国汇率政策与货币政策的冲突关系。

早在 1951 年英国经济学家詹姆斯·米德 (J. Meade) 就提出了固定汇率制度下内外均衡冲突问题,即米德冲突。针对米德冲突,一些学者进行了深入的分析,成果主要有丁伯根原则 (Tinbergen Law, 1952) 与斯旺模型 (T. Swan, 1955), 1962 年蒙代尔提出并解决了任务分配问题,即有效市场指派原理:在面临几个政策目标时,如果一个政策工具可以影响几个政策目标,那么,应该选择该政策工具来实现它能够发挥最大优势的政策目标。实际上,就是按照各个政策工具的比较优势来确定其运用的范围。

## 二、我国货币政策与汇率政策相互冲突的表现

从中国的实际来看,货币政策的独立性或者说货币政策与汇率政策的冲突从 1994 年到现在呈现出不同变化。

(一) 从 1994 年到 1996 年,表现为以抑制通货膨胀为目标的紧缩性的货币政策与人民币汇率缓慢升值之间的矛盾

货币政策与汇率政策的矛盾在于这两者只能实现其中的一个目标。如果以抑制通货膨胀为首要目标,必须采取紧缩性货币政策,同时为避免资本的流入,只能放开人民币汇率。如果不希望人民币汇率升值过快影响外贸出口为首要目标,

那么控制通货膨胀的目标就无法实现。

(二) 从 1997 年到 2000 年,表现为降低利率以刺激内需和解决通货紧缩与稳定人民币汇率之间的矛盾

这一时期的货币政策与汇率政策的组合在于扩张性货币政策和稳定人民币汇率政策的政策组合使得资本外逃加剧,起因在于政府当局既想遏制住通货紧缩,又想稳定人民币汇率。但是,这两个目标只能选其一,而不能兼得。

(三) 从 2001 年到目前,表现为控制通货膨胀和人民币汇率稳定之间的矛盾

在 2001 年,美联储连续下调联邦基金利率 11 次,表明美国进入了新一轮的利率下降周期,中国的利率水平在 2002 年 2 月第八次降息后保持不变,直到 2004 年 10 月提高利率,中美利差出现反转,中国利率水平开始高于美国的利率水平,“人民币升值”的论调开始出现。2002 年以来,中国经济的高速增长以及房地产等行业出现局部过热,中国经济出现明显高涨。从 2004 年 1 月到 2005 年 7 月,我国货币供给量指标  $M_1$  从 83805.90 亿元人民币逐渐增长到 97674.10 亿元,并且从 2004 年 6 月开始,中国的消费物价指数 (CPI) 连续超过 5%,通货膨胀日益威胁着中国货币当局稳定物价的目标。面对通货膨胀的重新抬头,中国政府不得不采取紧缩性的货币政策,但不是直接采用提高利率的方法,而是两度提高法定存款准备金率、实施差别存款准备金率和窗口指导等措施,这些政策直接或间接地提高了我国利率,拉大了中美的利差,外国资本大规模流入,进而造成人民币升值的压力有增无减。

不论是从“三元悖论”还是从“米德冲突”原理来看,我国货币政策与汇率政策的冲突都客观存在,内外均衡目标难以同时实现。所以,在我国汇改后,货币政策机制也需要得到相应的完善,以扩大其操作的空间,提高其政策的效应。

## 三、汇改后完善货币政策机制的政策建议

汇改 7 个多月来,人民币汇率呈现有升有贬的双向波动,但总体稳中有升,企业适应能力逐渐增强,符合中国改革的预期。中国外汇管理部门的人士指出,汇改下一步的重点是继续提高汇率形成的市场化程度,不断增强人民币的弹性。目前,人民币对美元汇率中间价为 8.0380:1,较 2005 年 7 月汇改前已升值约 2.88% (数据来自中

国新闻网财经版)。温家宝总理在两会上作政府工作报告时表示,2006年要完善有管理的浮动汇率制度,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。在“十一五”规划纲要(草案)中提到今后五年要“完善有管理的浮动汇率制度,逐步实现人民币资本项目可兑换”。可以看出,我国政府在日益完善人民币汇率的形成机制并以实现其市场化改革为目标。在汇改及其人民币汇率形成机制不断完善的条件下,要充分发挥我国货币政策的有效性,就必须完善货币政策机制。本文从以下几个方面来分析改进我国货币政策机制的政策选择。

### (一)改进货币政策中介目标

在长期内,应将货币政策的中介目标逐渐从货币供应量过渡到利率。1990年代初金融失控的背景下,我国中央银行采用了货币供应量作为货币政策的控制目标,从而标志着我国开始引入货币政策中介目标。近年来,调控货币供应量的实践表明,作为中介目标的货币供应量在指标可控性、可测性和与最终目标的关联度上与当初的预期相去甚远。因此,随着我国经济的发展和经济环境的逐渐演变,人民币汇率制度的完善,货币政策中介目标的选择也应随之改进。笔者认为,在短期内仍以货币供给量为中介目标,完善货币供给量统计口径,同时逐渐引入利率作为中介目标,并逐步推进利率市场化改革。利率和汇率作为货币市场和外汇市场调节的两个有力工具,同属于中央银行货币政策的主要手段,在运用和传导过程中具有较强的联动制约关系,所以,两者的改革应同步进行。

从货币政策的传导机制来看,要达到对中介目标操作的预期效果,首先要有科学、有效的货币政策工具。在逐步转向以利率为中介目标和人民币汇率弹性日益增强的过程中,央行对于汇率波动总是需要进行程度或轻或重的干预。外汇市场的公开操作主要是通过吞吐外汇投放或回笼基础货币,但实体经济可能并不需要基础货币的增减,那么,这部分增加或减少的基础货币就需要通过银行间债券市场进行消化。所以,公开市场操作的重点依然在于银行间债券市场而不是外汇市场。制约我国银行间债券市场进行有效公开市场操作的主要问题在于央行缺乏足够可供操作的金融产品,所以要努力创新用于公开市场操作的金

融工具,丰富金融产品。

### (二)引入货币状况指数作为货币政策操作的参考指标

货币状况指数(monetary condition index, MCI)即中央银行操作目标变成控制短期名义(或实际)利率和名义(或实际)汇率变化的线性组合,就是将汇率因素纳入到货币政策操作目标中,它是1980年代由加拿大银行首先提出。随着改革开放的深入,中国经济对外开放的依存度不断提高,外部冲击对国内经济的影响也越来越大,除了国际收支以外,国外因素还通过汇率水平的变动对国内经济产生冲击和影响。在这一背景下,把汇率纳入操作目标的建议应运而生。通过MCI,可以更好地协调开放经济下的我国货币政策和汇率政策。

我国的这次汇改,表明了人民币汇率市场化步伐和我国金融开放步伐的加快,汇率作为货币政策的重要金融变量之一,作用日益凸现。在这种趋势下,以MCI作为货币政策操作的参考变量将会更好地协调我国货币政策和汇率政策。具体体现在:有效地稳定通货膨胀、利率和汇率水平;使人民币对外价值(人民币市场汇率)和对内价值(国内物价水平)在一定范围内保持一致变动。从长远角度看,随着我国资本账户开放的稳步推进,我国借鉴MCI并充分利用MCI提供的信息内涵,可以帮助我们判断汇率冲击的来源,以利于货币政策最终目标的实现。

### (三)加强国际收支与国内经济的协调

在IS-LM-BP模型的基础上,综合钱纳里的“双缺口”模型(H. B. Chenery, 1966)分析,我国国际收支的连年顺差导致了“双缺口”双双为正。对国内净储蓄来说, $S(\text{储蓄}) > I(\text{投资})$ 意味着部分国内资金出现闲置;对于国外净储蓄来说, $BP(\text{国际收支}) > 0$ 增加了本国的外汇储备和中央银行的基础货币投放。根据国际收支的货币分析法,一国的货币供给是由国内信贷与国际储备共同决定的。要解决“双缺口”问题,前者取决于国内的消费倾向和投资意愿,而后者则可通过适当地渠道加以利用和消化。这就使国际收支在一定条件下会与货币政策的调控目标产生冲突,从而抵消货币政策的有效性。因此,如何科学、合理地消化过多的外汇储备就成为缓解“双缺口替代”的关键。在实际操作中,可以在增加进口、扩大对外

直接投资和减少对外债务等方式中选择较优的方式,以使国际收支政策与国内的货币政策更好地相配合。

#### (四) 积极促进我国货币政策的国际协调

在开放经济条件下,通过商品与资本要素的国际流动,一国的国内市场与国际市场紧紧联系在一起,一国经济与他国经济之间存在相互依存性,这样,一国的经济政策便会通过各种机制对他国产生“溢出效应”、“反馈效应”,反之亦然。所以,一国货币政策实施的有效性还要考虑到与本国有着经济联系的其他国家的经济政策的实施,这便产生了货币政策国际间相互协调的问题。我

们应该在坚持货币政策独立性的原则下,积极参与国际间的经济合作,协调与周边国家的货币政策,使我国的货币政策效应最大化。中国货币政策的国际协调应采取规则协调与随机协调相结合,也就是通过多次国际与地区经济会议上的协商,以长期协议的形式确定一个中国与周边国家进行政策协调的机制,协议中最好采用汇率等重要的经济指标,以便日后在这些指标发生不利变动的时候,相关国家能够及时、有效的就有关问题展开磋商,并就某一阶段的具体问题达成临时的协议。

#### 参考文献:

- [1] 钱荣堃,陈平,马君潞. 国际金融 [M]. 天津:南开大学出版社,2002.
- [2] 姜波克. 国际金融新编 [M]. 上海:复旦大学出版社,2001.
- [3] 胡庆康. 现代货币银行学教程 [M]. 上海:复旦大学出版社,2001.
- [4] 陈雨露,边卫红. 开放经济中的货币政策操作目标理论——纳入汇率因素的货币状况指数(MCI). 国际金融研究 [J]. 2003,(10).
- [5] 陈全功,程蹊. 开放条件下我国货币政策的国际协调 [J]. 财经研究,2003,(11).
- [6] 上海财经大学金融学院与现代金融研究中心 [M]. 2004 年中国金融发展报告,上海:上海财经大学出版社,2004.
- [7] 国家统计局网站 [DB/OL]. <http://www.stats.gov.cn>. 2005-10-6.
- [8] 和讯网站 [DB/OL]. <http://www.hexun.com>. 2005-10-6.
- [9] 中国新闻网 [DB/OL]. <http://www.chinanews.com.cn>. 2005-10-7,2006-3-6.
- [10] 谢平. 新世纪中国货币政策的挑战 [J]. 金融研究,2000,(1).

## On the Effect of the Exchange - rate of RMB Policy Reform upon the Monetary Policy Mechanism in China

Zhao Linfu

(Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** After Chinese government announced the exchange - rate policy reform on 21 July, 2005, the formation mechanism of exchange - rate of RMB has been perfected, which will affect the macro and micro economy in China. Based on the current economic situation in China, the paper analyzes the effect of the exchange - rate of RMB policy reform upon the monetary policy mechanism with the economic theory of the restriction between exchange - rate policy and monetary policy. And some suggestions are offered as well.

**Key Words:** Exchange - rate Policy; Monetary Policy; Opening Economy

(责任编辑:汪爱琴)