

从“三元悖论”看中国汇率制度的理性选择

江承金, 赵亮

(厦门大学国际贸易系, 福建 厦门 361005)

[摘要] 作为WTO的新成员, 中国的经济金融将进一步向世界开放, 这意味着中国的金融自由化也将是一个必然的趋势。在新的形势下, 中国的汇率制度将面临着新的选择。从“三元悖论”出发, 结合中国的实际, 从长期来看应该选择放弃固定汇率制度, 保持货币政策的独立性的政策组合, 而从短期来说应从现行汇率制度所存在的问题入手, 形成真正意义上的管理浮动汇率制度, 再向完全的浮动汇率制度过渡。

[关键词] 三元悖论; 金融开放; 汇率制度

[中图分类号] F830.7

[文献标识码] B

中国加入世界贸易组织后, 经济也将越来越融入世界经济全球化的轨道。经济的进一步开放意味着中国金融也必将逐步向世界开放, 将在更深更广的程度上参与经济金融全球化的过程。在这种背景下, 人民币汇率制度如何进行重新调整以及朝何种趋势调整以适应经济金融全球化的要求, 成为世人关注的重大问题。

一、“三元悖论”

分析开放条件下财政政策、货币政策效力的主要工具是蒙代尔-弗莱明模型。该模型反映的主要观点如下:

1. 在固定汇率制度下财政政策是有效的, 但是这种有效性也受到资本项目开放度的影响, 开放程度越大, 财政政策的有效性也就越明显。而在固定汇率制度下, 货币政策的有效性并不明显, 甚至在长期内几乎完全无效。因为固定汇率制使得政府有义务通过调整外汇储备来维持汇率, 因此, 实际上无法控制货币供给。

2. 在浮动汇率制度下货币政策一般都是有效的。因为此时一国可以自主控制货币供给, 货币政策会通过汇率的影响而加强其效果。而在浮动汇率制下, 财政政策一般是相对低效的。财政政策的有效性受到挤出效应的影响, 而且挤出效应在资本项目开放度越高的情况下越明显。但是, 在不存在资本流动时, 财政政策非常有效。

根据蒙代尔-弗莱明模型的分析, 货币政策的独立性、资本完全流动和固定汇率三者不可兼得,

只能选择其二。这就是著名的“三元悖论”。

二、我国目前的政策组合及将面临新的长期的政策选择

我国目前实行的是货币政策的独立性与固定汇率搭配的政策组合, 并在货币自由兑换的问题上, 只允许经常项目下可自由兑换, 对资本项目下仍实行严格的限制。由于我国货币当局对各种跨国界的资本流动实行严格管制, 所以就避免了国际游资对国内利率水平的影响。同时, 也有效排除了货币投机冲击国内资本货币市场的可能性。这样我国政府便可以在维持人民币汇率稳定、实现实际上的固定汇率制度的同时, 自由的运用货币政策来解决国内宏观经济问题, 对国内经济运行进行有效的宏观调控。资本项目下的人民币可自由兑换必将成为现实, 目前的这种固定汇率制配合资本管制和货币政策独立的政策组合必将随着金融的进一步开放被打破。在这种情况下, 就只剩下两种组合可供选择: 一种是固定汇率制度与资本自由流动、货币政策失去独立性的组合; 另一种是放弃固定汇率制, 选择资本自由流动与浮动汇率制的组合。我们先来讨论前一种组合的特点以及它将产生的问题:

1. 固定汇率制度下, 国内经济容易遭受国际投机资本的干扰。随着中国金融的进一步开放, 对资本的管制必然逐渐放松。如果人民币汇率变动仍然缺乏弹性, 在国内外存在利差的情况下, 必然吸引国际短期资本进入。在资本还没有实现完全自由流动时, 各种境外资金通过各种政策“灰色”地带

[收稿日期] 2003-09-16

[作者简介] 江承金, 福建南平人, 厦门大学国际贸易系, 硕士研究生。

赵亮, 福建南平人, 厦门大学国际贸易系, 硕士。

或黑市渠道将资本汇入境内,以合法的贸易结汇方式套息。因此,除非实行完全资本管制,否则,固定汇率制度将成为一国遭受经济冲击的潜在诱因。

2. 资本逐步流动下固定汇率制度使货币供给的内生性加强。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。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、内生性越强,于是中央银行控制货币供应量的主动性就越低。因为中央银行为了维持汇率的稳定而被动吸纳外汇储备,由此增大的货币投放是造成通货膨胀率急剧上升的重要原因。目前,中央银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。这使中央银行控制货币供应量的主动性和回旋余地大大降低。

3. 固定汇率制度安排使货币政策缺乏独立性。根据蒙代尔-弗莱名模型,固定汇率制下,一国的货币政策在长期来看无效。因为假设一国为拉动经济增长,实行扩张性的货币政策,降低利率,增加货币供给,国内的投资和消费需求上升,但进口也随之上升,从而对外汇的需求也跟着增加,此时外汇就存在升值的压力,本国货币就存在贬值的压力。为了维持固定汇率制度,货币当局就必须动用外汇储备,实行反向冲销干预,卖出外币,买进本币,回收本国基础货币,这样又使货币供给回到原先的水平,从而抵消了原先货币政策的扩张性效应。

4. 均衡汇率的确定存在很大的操作难度。在短期资本流动更为迅速的背景下,一国货币当局无法真正能做到它所确定的汇率水平就是均衡汇率水平。因为,均衡汇率水平主要决定于汇率参与者的预期,预期则主要决定于信息。而不同的投资者由于掌握的信息不同导致预期也有差异。这样,不可能对人们所做出的这种复杂而又差异性很大的预期进行准确的计算。同时,由于货币当局与汇市参与者之间的信息不对称,一方面使得货币当局无法获得准确确定均衡汇率所需的完全信息,另一方面由于供求变化而导致汇率变动的不确定性亦使得货币当局确定汇率的时间滞后,甚至判断失误。所以,货币当局根本不可能计算出一个汇市出清的均衡汇率水平。

5. 金融开放下固定汇率制度的维持成本巨大,容易导致金融危机。在金融自由化的前提下,如果仍然维持固定汇率制,国际资本的大量流入流出就会形成巨大的金融冲击力,在本币和外币供求关系严重失衡的情况下,一国政府勉强维持汇率的稳定性会造成国家支付风险或国际支付风险。比如,在资本大量外逃的情况下,货币当局不得不动用外汇储备,而一国的外汇储备总是有限的,当外汇储备耗尽时,就会造成国际支付风险,最终导致固定汇率制度的崩溃。面对庞大的国际资本,固定汇率制度显得日益脆弱。

从以上分析可知,固定汇率制与资本自由流动的政策搭配可能是最不稳定的一种组合。从长期来看,放弃固定汇率制度,选择资本自由流动,保持

货币政策的独立性这种组合将是一个必然的趋势。

三、中国短期和中期现实的汇率政策选择

中国目前是否应该马上放弃这种实际上的固定汇率制,实现汇率的完全浮动呢?事实并非如此。浮动汇率制度的有效运行需要一系列严格的条件,在尚未具备条件的情况下实行浮动汇率,不仅理论上的优点无法变为现实,汇率的过度波动还可能导致经济秩序的混乱。中国经济和金融体系中目前仍存在很多危机隐患:

1. 宏观经济环境和市场经济体系不完善。从宏观经济环境来看,总需求不旺而引起的经济不景气,还没有从制度上建立起有效防范各种不稳定状况的制约机制。另外,我国经济自由化程度并不太高,金融市场发育不完善,货币市场不发达,利率还没有成为主要的调控手段,利率工具尚不足以依赖。贸易领域、投资领域存在很多管制,诸多管制形成的各种价格并不能代表真实的市场供求。

2. 微观市场主体不健全。我国的金融企业和国有企业还没有真正成为市场竞争的主体,防范风险的能力还很低,经营效益不高。国有商业银行缺乏内控制度,缺乏激励和约束机制,创新的动力不足,与外资银行相比,盈利能力较差。而国有企业改革还存在很多问题,企业经营机制转换效果不明显,经营效益低下,亏损严重,普遍负债率高,对财政收入的贡献很少。

3. 防范金融风险的体系还未完全建立。汇率自由浮动所引起的汇率剧烈波动会给经济贸易活动和企业中的经济个体造成冲击和影响,所以如果要实行浮动汇率制,就必须建立防范风险的体系。中央银行、证监会、保监会分立使得我国缺乏统一的金融监管机构,风险防范和监管体系不健全。

中国目前的汇率制度是有管理的浮动汇率制。然而,这种汇率制度在中国实际执行中却与该制度的制定者们的初衷大相径庭,演变成了事实上的固定汇率制。但是,中国目前还不具备放弃固定汇率制度,让之完全自由浮动的条件。短期内不应该立即实行完全的浮动汇率制,以避免人民币汇率制度的跳跃性改革使经济陷入混乱。目前的改革可以先从现行汇率制度所存在的问题入手,使之先成为真正意义上的有管理的浮动汇率制度,再逐步向完全的浮动汇率制度过渡。

【参考文献】

- [1] 姜波克. 国际金融学 [M]. 高等教育出版社, 1999.
- [2] 唐建伟, 万宏伟. 三元悖论与我国金融开放的策略安排 [J]. 新金融, 2002, (10).
- [3] 薛勇. 开放经济对我国货币政策的影响及其对策 [J]. 济南金融, 2001, (11).
- [4] 高建良. 经济、金融全球化背景下的人民币汇率制度选择与调整趋势 [J]. 锦州师范学院学报, 2002, (3).
- [5] 杨静波, 贾秀玲. 开放经济下的汇率选择和资本账户开放 [J/OL]. 国研网, 2002, 3

[责任编辑: 王凤娟]