

开放经济条件下外汇政策与货币政策的协调研究

邓 雄

(西南财经大学, 成都, 610074)

内容摘要: 当前,我国外汇政策与货币政策面临“两难抉择”,货币政策一方面要抵抗国际上日益加大的人民币升值预期的政治经济压力,维持人民币汇率的稳定;另一方面又要在国际主要货币利率持续走低的大环境下,为减轻通货膨胀压力控制货币供应量。本文根据不同经济发展状态下各国两种政策协调组合的可能选择,并以始于泰国的亚洲金融危机、阿根廷金融危机、智利开放资本项目的成功经验为出发点,对我国两种政策协调组合进行了借鉴研究,并对中国改革开放以来两种政策的协调实践进行了分析,在此基础上,对如何构建我国外汇政策和货币政策协调框架提出建议。

关键词: 开放经济 外汇政策 货币政策 蒙代尔-弗莱明模型

改革开放以来,我国经济越来越广泛、深入地参与国际分工和合作,经济的外向度和对外依存度大大提高,而我国货币政策的制定、传导不可避免地受到了外部因素越来越大的冲击。人民币汇率稳定、国际收支改善和降低利率以刺激需求三者之间存在着相当程度的矛盾,央行通过控制再贷款投放、大量发行中央银行票据等进行冲销操作,虽然取得一定的效果,但是相比外汇储备的持续大量增加而言,央行陷入了对冲能力相对不足和对冲成本越来越大的困境,如何协调好外汇政策和货币政策,保持货币政策的有效性和独立性,实现国民经济的内外均衡发展,已成为目前和今后一段时期需要关注的重要课题。

一、文献回顾

英国经济学家詹姆斯·米德(J·Meade)于1951年在其名著《国际收支》中最早提出了固定汇率制下的内外均衡冲突和政策搭配思想。文中指出,在固定汇率制下,政府职能主要运用影响社会总需求的政策来调节内外均衡,这样,在开放经济运行的特定区间便会出现内外均衡难以兼顾的情形。在他看来,解决这样的冲突必须依靠政策的搭配。

随后,荷兰经济学家丁伯根论证了政策工具的数量不能少于政策目标的数量(1952),即为达到一个经济目标,政府至少要运用一种有效的政策;为达到几个经济目标,政府要用几种独立有效的政策。二十世纪60年代中期,蒙代尔在只知道各项政策工具的相对效应而不知道他们对个政策目标的确切效应值的前提下提出了政策指派规则。之后,蒙代尔提出并经弗莱明修正形成了蒙代尔-弗莱明模型(Mundell-Fleming Model)^[1]。M-F模型认为,浮动汇率可以自发地使经济恢复内外均衡。若汇率固定,则国际收支逆差只有用官方外汇储备来弥补,造成储备的损失,本币的回笼,既不能从根本上解决外部失衡,又抵消了扩张性货币政策的效果。当外汇储备耗尽时,本币仍将贬值^[7]。

20世纪70年代初,经济学家蒙代尔提出一个模型认为,假设资本是自由流动的,对一个中央银行来说,在货币政策完全独立和稳定的汇率两者之间只能实现其中之一,而不能兼备。另一著名经济学家克鲁格曼根据亚洲金融危机的经验,特别是马哈蒂尔对马来西亚进行资本管制案例,在1998年初发表文章认为,在蒙代尔这个模型里三者都是变量,货币当局可以自由选择是否允许资本自由流动,但提出三者只能取其二,不能兼备。学术界将上述成

果统称为蒙代尔—克鲁格曼“不可能三角形”模型。

二、二十世纪下半叶以来发展中国家外汇政策与货币政策协调的国际借鉴

从发展中国家在外汇政策和货币政策协调的实践来看，既有成功的经验也有失败的教训，其中值得我们深思的问题很多。

（一）亚洲金融危机—轻率放开资本项目管制的恶果

以外汇市场剧烈动荡为先导和主要特征的亚洲金融危机始于1997年7月的泰铢贬值，此次金融危机的共同特征是汇市和股市的暴跌，其直接原因是外汇资金在短期内的大量外流破坏了原来建立在外资流入基础上的资金平衡，形成巨额外汇资金缺口。从具体情况来看，导致金融危机发生的原因是多种多样的。但是，这些国家普遍采用了相对固定的汇率制度和比较宽松的资本流入管理制度，过早地开放了资本项目为国际游资带来的冲击提供了温床，是金融危机爆发很重要的一个共性原因。

从此次金融危机的惨痛教训中可以看出，资本账户的开放不仅便利了短期国际游资的流动。而且可能导致长期国际资本的大量流入，当一国存在着明显的经济结构失调、宏观经济政策失误以及金融监管不力等因素时，长期资本的大量流入同样是灾难性的，因为这意味着迅速增加的资金得不到有效的利用，不能对国民经济发展起到应有的推动作用，反而会成为将来需要偿还的沉重负担。而且，大量外资涌入，将使银行体系流动性大量增加很可能刺激金融资产价格的过度上涨，进而促使经济泡沫的产生，为金融危机的发生埋下伏笔。

（二）阿根廷金融危机—货币局制度的弊端

2001年末，阿根廷金融危机全面爆发，进而引致一场严重的国内政治危机。阿根廷危机爆发的原因是多方面的，作为本文研究的范围，主要是从货币、汇率方面进行分析，而这又主要源于其采用的比较独特的货币局制度。

阿根廷采用的货币局制度的主要目的是提高市场的信心和本国货币的稳定性。政府以法律的形式将比索与美元的比价固定下来，使公众对比索的信心增强，从而迅速控制了通货膨胀，在当时对稳定国内的经济起到了积极的作用。但是，从阿根廷金融危机的爆发，我们可以看到货币局制度的弊端，在货币局制度下，实行严格的“盯住”汇率安排，国内货币的发行取决于外汇储备，央行必须无条件地按照固定汇率兑换外汇。由于只能在货币市场上被动的吞吐本国货币，而不能自主地扩张或者收缩本国货币的供应量，因而在事实上已放弃了以货币政策主动影响本国经济发展的手段，无法通过自主增加货币供给来刺激经济。

在货币局制度下发展经济要求有比较好的、稳定的外部经济环境相配合，而1997年发生的亚洲金融危机和随后邻国古巴货币的贬值，以及同期美元的持续坚挺，通过利率和汇率机制传递到阿根廷国内，对其经济产生了巨大冲击，进而导致了金融危机的爆发。

（三）智利的成功经验—稳步开放资本账户

1982年9月底，智利开始实行爬行的盯住汇率制，以保持实际汇率的稳定，并加强了资本管制，关闭了央行外汇出售窗口，以阻止资本外逃，从此以后开始了一系列的相关金融改革，大致在1990年建立起了一个健全的金融体系框架，同时，为增强贸易部门的竞争力，使之适应开放资本账户带来的国际冲击，智利根据国际国内形势的发展，逐步下调关税，推行贸易自由化，进一步减少经常账户交易限制，增加了政策性金融支持扩大出口，同时采用比较灵活的汇率安排，使比索汇率朝着市场化和富有弹性的方向发展，逐步扩大了比索对美元汇率的每日法定浮动幅度。

在着手进行了国内金融体系和对外贸易改革的准备后，智利用比较长的时间稳步推进着资本账户的开放过程。随着鼓励外资流入各项措施的逐步实施，智利的资本流入稳步增长，同时，为减轻、实际汇率升值的压力，智利又开始了对于资本流出的谨慎开放。正是对资本流入流出开放进行了合理的配合，智利资本账户盈余在 1991 年之后就控制在了一个合理的水平上，减轻了本币升值的压力，并有效的保持了出口竞争力和经常账户的良好收支状态。

智利从 90 年代初以来，通过加强金融监管，增大汇率波动幅度，推行相对自由的贸易、投资政策，循序渐进地放开资本项目的管制，其相对成功的开放设计和运作，使经济保持了良好的增长势头，被许多经济学家视为比较成功的范例。

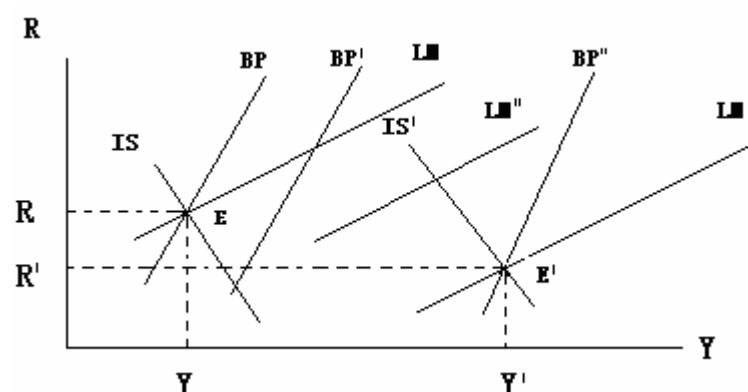
三、改革开放以来中国外汇政策与货币政策协调实践的分析

由于我国 1994 年以前的计划经济体制和严格的外汇管制使得汇率与国际收支同国内的经济运行保持了较大的独立性，所以货币政策与汇率政策的协调与冲突并没有在 1994 年以前的宏观经济运行中体现出来。但在此之后，这些我国货币政策与汇率政策所处的经济运行环境逐步发生了显著的变化，我国宏观经济运行也经历了 1994—1996 年间和 1998—2000 年间货币政策与外汇政策的几次冲突以及与此密切相关的中美利率倒挂和人民币汇率的相关矛盾、外汇储备的快速增长与控制货币供应量之间的矛盾^[5]。

（一）蒙代尔—弗莱明模型中的我国外汇政策和货币政策

蒙代尔—弗莱明模型对发展中国家是否适用，连其创始人蒙代尔先生也认为要小心。那么它能否运用于我国当前的经济政策分析，有不同的观点，但是，笔者认为尽管存在一定的差别，但是模型对我国政策制定的指导意义是不受影响的。下面利用它对我国经济形势的分析，就我国的货币政策和外汇政策进行探讨。

首先，讨论几种曲线的位置。先看 LM 线与 BP 线的位置，由于资本项目在目前还没有完全放开，所以 BP 线的斜率将大于 LM 线。再看 BP 线的位置，由于人民币汇率对不同国家有所低估，所以名义汇率 BP 曲线将低于位于均衡点 E 处 BP 线（实际汇率线）。同时近年刮起的人民币升值风带来了不少的投机资本，模型的外生变量汇率变化的预期 e' 增大使得 BP 线进一步降到 BP' 的位置。IS 与 LM 相交于 E 点，且不是一个经济内外均衡稳定点，国际收支却处于顺差的位置，主要的原因就是汇率的低估及对人民币升值的预期。同时，此点处的总产出低于充分就业时的产出，需要用宏观政策刺激总需求，即目标是使 IS、LM 线移到 IS' 、 LM' 处， BP' 在收入增长同时汇率不变移到 BP'' ，总收入 Y 移到 Y' 。



我国的经济在这种货币政策与外汇政策的指导下，出现了如下情况：

（1）在配合扩张性的财政政策的政策和外汇占款增加的双重作用下，货币供应量明显过快。由于在 E 点的持续顺差，我国外汇储备增长很快，尽管货币当局已经采取了一些紧缩货币量的措施以及其他的信贷管制措施，货币供应量仍然很快，货币供应量的过快增长极易带来低水平的重复建设和产品的积压，进而是大量的不良资产和通货膨胀风险。

（2）货币政策有效性不高。近些年对总需求的刺激没有起到很好的效果，有很多方面的原因，货币政策有效性不高也是其中之一。表现在几个方面：一是 LM 线的移动问题，没有移到意想中的 LM' 线处，而是在 LM'' 线处。二是对利率的敏感性不强，即 LM 线比较陡峭，这个问题一直都存在，目前与国外利率水平接近，然而投资和消费都没有很好地被拉动。

（3）在现行的汇率制度下货币政策内外目标之间冲突有所体现。在资本项目管制没有完全开放的情况下，货币政策是有一定的作用，但是国内外目标之间不协调是不可避免的，国内政策目标的独立性必将被弱化。在顺差与需求不足之下，冲突并不是很明显，然而随着对外开放度的扩大，汇率改革的不断深入，冲突的强度必将加剧。

由此可以得出，“蒙代尔三角”在中国外汇政策和货币政策协调中依然存在，人民币名义汇率稳定、国际收支改善和降低利率以刺激需求三者之间存在着相当程度的矛盾，在现实社会中，央行稳健货币政策操作的回旋空间越来越小，人民币对外升值压力沉重与国内通货膨胀压力增大并存的局面已经显现。

（二）我国外汇政策与货币政策协调实践的初步经验

应该说，自从人民银行专门行使中央银行职能以来，伴随着对外开放程度的不断提高和我国国际收支形势的变化，我国中央银行在外汇政策和货币政策的协调实践上的探索一直没有间断过，两种政策的协调和冲突永远处于一个循环往复的变化运动过程中，在这样一个运动变化的实践过程中，可以概括出这么多年来实践经验，这主要有：

（1）通过现行外汇管理体制加强资本流出的管制来维持汇率的稳定和货币政策的独立。在 1998 年，正是资本管制这道防火墙把中国经济与东南亚金融危机在某种程度上隔离开来，使得中国成功抵御了亚洲金融危机的冲击，维护了外汇市场平稳运行，继续保持了人民币汇率的稳定，对避免亚洲地区新一轮货币竞相贬值，稳定地区和世界经济，起到了重要的作用，赢得了广泛的赞誉。

（2）通过特殊的外汇市场安排和对外汇市场的频繁干预，实现了汇率的长期稳定。在日常实际操作中，央行几乎没有用足过波幅，并且通过公开市场操作实现了对汇率中期走势的严格干预。1994 年以来，人民币长期保持了稳中有升的走势。汇率的稳定对于实际经济部门的增长、物价的稳定、维持社会的信心等产生了积极的作用。

（3）通过回收商业银行再贷款、公开市场操作等政策工具创新，在一定程度上冲销了外部经济带来的冲击。在外汇储备快速增长、外汇占款大幅上升的 1994—1997 年间，央行通过收回对商业银行的再贷款来冲销外汇占款对基础货币的扩张作用。1998 年以来，央行加大公开市场操作，在一定程度上保证了外汇储备、基础货币和货币供给增长目标的实现。

（4）通过改进外汇管理制度，提高外汇管理水平，创造了一个宽松有序的经营环境，配合货币政策实施有力地支持了国民经济的平稳发展。面对新形势，外汇管理部门采取了一系列改革措施，支持银行和企业经营，便利和规范个人外汇收支。与此同时，加大外汇监管

力度,严厉打击非法买卖外汇、逃骗汇等各种外汇违法违规行爲,整顿和规范外汇市场秩序,有效的净化了外汇市场环境,促进了涉外经济活动的规范健康发展^[4]。

四、构建我国外汇政策和货币政策协调框架的思考

当前,要同时完成增加本币供给防止本币汇率升值与控制货币供应量减轻通货膨胀压力两个目标,是一个“两难抉择”。从宏观经济出发,第一个目标可采取直接增投基础货币、降息等增加本币供给以及刺激外汇需求的政策手段;第二个目标可采取提高利率、商业银行法定存款准备金率和超额准备金率等紧缩性货币政策手段。

现在,我国人民币汇率形成机制改革正在进一步的深入,在这种宏观经济背景下,可以在现有金融结构和制度安排下,货币政策应以稳定汇率、防止人民币过度升值为主。具体干预政策上应考虑结合使用扩大外汇需求的外汇措施和适量增加人民币供给的本币政策,在构建我国外汇政策与货币政策协调框架的操作上,可以从如下几方面来进行:

1、继续改革和完善现行人民币汇率形成机制和管理机制,在保持人民币汇率基本稳定的前提下,适度扩大汇率浮动幅度。首先,从国际实践来看,我们需要建立外汇市场监测、预警指标和体系,增强干预的有效性、准确度以及防范汇率风险,稳定市场预期。然后是以熨平而非控制汇率波幅为目的,实现汇率干预手段多元化。可以考虑减少直接干预外汇市场的频率,提高干预有效性,发展货币市场,推行利率市场化,协调利用本外币政策工具来影响汇率。利用中央银行言论等非传统工具,引导市场预期^[2]。

2、围绕“高效、规范”来完善外汇市场运行机制,增强市场流动性,充分发挥市场机制对汇率的调节作用^[7]。首先是要拓展市场交易主体的广度和深度,构建完整的外汇市场,引入“造市商”机制。这样既体现市场确定汇率,又为供求匹配提供一定保障。然后是丰富市场交易币种,满足对外经济发展的要求,并在此基础上逐步发展外币对外币的交易。再者是发展多样化的避险保值工具,提高市场流动性。在目前来看,远期外汇交易,然后适时推出外汇期货、外汇期权、套汇、套利等,促进外汇市场进一步发展。最后需要健全市场法规,规范交易行为。

3、对外汇管理的一些基本制度作出重大调整,释放外汇市场上被压制、扭曲的供求弹性。在这一点上,我们可以改革强制结售汇制度,逐步推行意愿结售汇制度。这样可以提升主动调控货币供应量的能力,增强货币政策有效性;放宽外汇指定银行结售汇周转外汇头寸浮动幅度,并最终允许银行根据资产负债状况和风险管理要求摆布本外币头寸;改革资本流动管理政策,从实需原则向风险管理需求原则过渡。调整“宽进严出”的外汇管理政策,实施促进外汇资金与资本均衡流动的政策,同时要围绕扩大内需与促进就业的长期战略,充分调动国内外汇资源,带动配套人民币资金,增强货币政策效果^[3]。

4、从国际化的视角,考虑更多的变量来制定和实施货币政策。在新的金融环境下,对协调本外币政策的要求更加突出,货币政策首先要为经济发展服务,要考虑如何在既定汇率政策和资本项目管制下实现效果的最优化,但同时也要适应经济对外开放的新形势及国际金融环境的变化,努力实现货币政策的内部和外部均衡。在这一点上,我们可以逐步实行本外币全口径的货币供应量统计方法;央行在以货币供应量为中介目标的同时,应关注利率、汇率和资产价格等辅助指标的变化,利率政策的导向不仅要顾及对内价值,还要注意对外价值。同时,适时建立应对资本异常流动冲击的应急制度也是需要在考虑之列,这样在一国资本流动出现异常时,可有助于使本国资本流动基本稳定在一定规模,而同时又不至于降低资本市场的效率。

五、小结

要在开放经济条件下实现国民经济的对内对外均衡，要求汇率政策和货币政策必须保持相对的独立性和灵活性，在不同的国际收支状况下，采用不同的政策组合，特别是具体措施的选择要更具有多样性。当前我国的人民币汇率形成机制改革正进一步深入，如何更加完善人民币汇率生成机制，改革外汇管理体制，做好外汇政策和货币政策的协调，是一个需要大家继续关注的问题。

参考文献

- [1] 何泽荣, 主译. [英] Lucio Sarno & Mark P. Taylor. 汇率经济学 [M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2006: 109-111
- [2] 金雪军, 王安安. 汇率政策和货币政策协调的理论对策 [J]. 金融研究, 1999 (7): 60-63
- [3] 马勇, 高翔. 现行汇率制度对我国货币政策的制约 [J]. 国际金融研究, 2003 (9): 68-72
- [4] 朱堰徽. 三元悖论、货币政策有效性与汇率制度改革 [J]. 农村金融研究 (9): 43-46
- [5] 汪洋. 再论中国货币政策与汇率政策的冲突 [J]. 国际经济评论, 2005 (1): 39-43
- [6] 邓雄, 蒋中其. 中国货币政策有效性的实证考察 [J]. 统计与决策, 2006 (1): 63-66
- [7] 夏斌, 陈道富. 国际货币体系失衡下的中国汇率政策 [J]. 经济研究, 2006 (2): 4-14

A Study on the Coordination of Exchange Policy and Monetary Policy under Opening Circumstance

Deng Xiong

(Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Exchange policy and monetary policy are facing “choices dilemma” in our country now. In one hand, monetary policy should fight back political and economic pressure of the increasing expectance of RMB appreciation; on the other hand, monetary policy should control money supply to alleviate the pressure of inflation in the background of declining of interest rate of important international currency. According to the possible choice of policy portfolio choices under different economical development condition, and taking the financial crisis origin from Thailand, the Argentina financial crisis, the success experience of Chile’s opening capital item as the starting point, this paper studies on the policy portfolio choices for reference, and analyzes the policies coordination practice since the reform and open policy, puts forward the proposal of constructing exchange policy and monetary policy coordination frame.

Key words: Opening economy; exchange policy; monetary policy; Mundell-Fleming model

收稿日期: 2006-9-27

作者简介: 邓雄, 男, 1979. 12-, 汉族, 四川泸州市人, 西南财经大学金融学院 04 级金融学硕士研究生
研究方向: 货币政策、银行理论
电话: 13982278386 028-87354476
邮箱: eekt2000@126.com
地址: 成都光华村街 55 号西南财经大学金融学院 2004 级研究生 2 班 邮编: 610074