

汇率制度改革对宏观调控影响几何

短期内,有管理的浮动汇率制度不会是一种弹性较大的浮动汇率制度。这意味着,中国货币当局不会因此而减轻外汇市场干预任务,中国宏观经济调控也不会轻易动用大幅调整汇率水平这一工具

汇率将在多大程度上拓展宏观调控空间

□中国社会科学院金融研究所 余维彬

编者按
人民币汇率制度改革无疑将对中国经济的影响意义深远,并很可能成为我国经济发展的分水岭。其中,汇率制度改革对宏观经济调控的影响尤其值得关注。以前,汇率在宏观经济调控中是一个常量,宏观调控主要依赖货币、财政以及其他调控手段。而今,改革很可能把汇率制度这个常量转化成变量。那么,汇率制度改革对其他宏观调控手段将产生怎样的关联影响?原有的宏观调控思维模式和手段会否就此改变呢?

中国已经正式启动了人民币汇率机制弹性化改革。应当说,人民币汇率机制弹性化改革的根本目的是释放中国货币政策的自主性,并以此扩大中国宏观调控的政策空间。从主流观点看,布雷顿森林体系崩溃后的汇率制度选择实际上是在货币政策自主性与汇率稳定性之间的权衡。也就是说,更为固定的汇率制度意味着更为稳定的汇率和削弱的货币政策自主性。在学术界,支持人民币汇率机制弹性化改革的观点大多源于这一思路。例如,格伦斯潘强调,继续实施盯住美元的固定汇率制度,可能会破坏中国国内货币体系的功能。这一结论的逻辑是:为维持盯住美元的固定汇率制度,中国已经积累了大量外汇储备;外汇储备增长意味着,中国货币当局从外汇占款渠道投放的基础货币增加;2003年第4季度以来,中国经济出现过热苗头,中国货币当局面临收缩货币供应的任务;在缺乏有效对冲工具(主要是指货币当局持有的国债)的情况下,货币当局非常规冲销手段(例如,调整存款准备金率)会扭曲中国金融体系;如果不实施冲销干预,中国将面临沉重的通货膨胀压力。

粗略一看,对扩大中国宏观调控政策空间而言,人民币回归有管理浮动似乎能产生立竿见影的积极效果。管理浮动汇率制度并不宣布官方汇率平价,但货币当局或多或少地干预、管理汇率。从管理标准看,这种制度失衡,从而对整个金融体系产生巨大冲击。从

中国的情况看,人民币成为国际货币还时甚远,因而中国的“原罪”特征在相当长时期内难以消除。事实上,中国目前已属货币错配比较严重的国家之一。截至2004年底,中国居民持有的外币资产占M2的比重已达27%;如果再考虑到中国外债余额在2004年底已经高达2285.96亿美元的现实,货币错配矛盾显然更为突出。

笔者认为,上述看法值得商榷:它既忽视了人民币汇率制度改革应遵循的主要原则,也忽略了中间汇率制度的脆弱性,此外,它还没有注意到中国金融环境的特点。

作为大国,中国对货币政策调控有高度依赖性;在固定汇率制度下,不可逆转的金融全球化浪潮又势必对其产生重大干扰;上述矛盾难以调和,人民币汇率机制应该向更富弹性的方向转换。问题的棘手之处在于,同广大发展中国家一样,中国经济一时难以承受汇率的剧烈波动。众多研究表明,20世纪90年代以来,发展中国家普遍患有由“原罪”导致的“浮动恐惧”。在Eichengreen and Hausmann(1999)提出的“原罪”概念中,国内货币不能在国际借贷中使用(“国际原罪”),国内货币甚至也不能在国内信贷中使用(“国内原罪”)。在资本输入型发展中国家中,“原罪”导致本币贬值浮动恐惧。由于发展中国家金融市场不完全,其国内投资者面临期限错配,即长期项目是通过短期借贷来融资资金;与此同时,其国内投资者还面临币种错配,即产生本币现金流的项目是用主要外币来融资。“原罪”导致资本输入类型发展中国家不愿让本币剧烈贬值;当大量负债用外币定值时,本币贬值会使负债企业和金融机构违约,从而对整个金融体系产生巨大冲击。在资本输出型发展中国家中,“原罪”导致本币升值浮动恐惧。与资本输入类型发展中国家相映的是,“原罪”也使不能用本币进行国际借贷的资本输出型发展中国家累积货币错配矛盾;有“美德”的高储蓄率发展中国家不断累积外币定值债权,这被称为“高储蓄两难”(McKinnon,2004)。“原罪”使资本输出型发展中国家不愿让本币剧烈升值;当大量债权用外国货币定值时,本币升值会使债权企业和金融机构蒙受重大损失,从而对整个金融体系产生巨大冲击。从

制度后,对人民币汇率进行投机的国际游资变得更为活跃。

需要指出的是,在各种中间汇率制度中,管理浮动汇率制度可以更为有效地抵御国际投机资本冲击。这是因为,一方面,由于不宣布明确的汇率目标区,国际投机资本较难获得“单向性”货币冲击结果;而投机风险的增大,将显著减小国际投机资本对管理浮动汇率制度国家实施货币冲击的兴趣。另一方面,由于不宣布明确的汇率目标区,国际投机资本较难获得该体系不能维持的精确信息,这进一步阻碍了一致性冲击的形成。因而,从实际的效果看,管理浮动汇率制度将使一国货币当局在与国际投机资本的博弈中从“明处”走向“暗处”,从“被动”走向“主动”。此外,管理浮动汇率制度势能为一国实施宏观经济调控提供相机抉择的充分空间。

此外,关于汇率弹性化使货币当局利率政策通过汇率渠道得以传递的看法也是不正确的。经过长达20余年的调整和改革,中国的利率体系目前呈现双轨制的特征。根据市场化程度的高低,中国利率可以划分为被严格管制的利率、正在市场化的利率和已经基本市场化利率三种。利率双轨制的存在,使中国的利率政策对经济的影响与发达市场经济国家有很大的不同。其一,在发达市场经济国家,利率的调整通常是针对基准利率进行的。由于全部利率都是密切联系的,所以中央银行对基准利率所采取的行动将全面影响到全社会的各种利率。但中国的情况不是这样,由于存在比较市场化、半市场化以及基本上没有市场化的领域,也由于中央银行手中掌握着诸种利率工具之间的关系尚未完全理顺,则正在消失或应当消失。“中间汇率制度消失论”的提出是基于这样一种认识:即日益增长的资本流动,使得政府对汇率的承诺变得更加脆弱;由于金融市场一体化的发展难以阻挡,因而一国政府实际能做的,要么是选择汇率稳定而放弃货币主权,要么放弃汇率稳定而坚持货币独立。尽管“中间汇率制度消失论”目前还缺乏有力的实证依据,但其关于中间汇率制度因政府承诺下降而易遭受攻击的观点还是很有借鉴意义的。事实上,中国目前的情况一定程度上验证了这一看法:各种社会消息表明,中国宣布回归管理浮动汇率率

不确定性,这势必会干扰货币政策在汇率渠道的传递。例如,中国货币政策扩张时,固定收益工具收益率有可能不降反升,由此引发的人民币升值与扩张货币政策的初衷就会相悖。

将上述分析概括起来,可以得到这样一种看法:符合中国经济特点的人民币汇率机制弹性改革方式决定了,在相当长时期内,以扩大货币政策自主性为目标的人民币汇率机制弹性化改革并不会获得理想效果;当人民币汇率机制弹性化改革的主要意义在于,促使微观企业逐步重视和适应汇率风险,促进用于避险的外汇衍生市场发展。可以说,对当前政策制定者和执行者而言,人民币机制弹性化改革是一项为后人栽树的光荣任务。

最后,就如何使中国货币当局少受国际投机资本干扰这一问题,笔者提出如下两条建议。

第一,中国应保持较高水平外汇储备。较高水平的国际储备是抵御国际投机资本冲击的重要保证。20世纪90年代以来,货币危机的威胁促使发展中国家迅速增加国际储备。发展中国家国际储备管理的调整揭示了国际储备功能的转变。传统国际储备管理目标的一个明显特点是,十分强调国际储备的“务实”功能,即实实在在地用“真金白银”去满足进口、支付债务和干预汇率的需要;现在国际储备管理的重心在于“保持信心”,这很大程度上带有“务虚”的特点。从“保持信心”的新精神看,国际储备水平越高,其“引而不发”的“威胁”作用就越大,国际投机资本对中间汇率制度就越不敢造次。

不仅如此,采用中间汇率制度作为过渡的渐进式汇率机制弹性化还可能更易引发国际投机资本的冲击,这会对手动货币当局造成极大的干扰。这一看法源于20世纪90年代兴起的“中间汇率制度消失论”。该理论的核心观点是:完全自由浮动汇率制度或具有强硬承诺机制的固定汇率制度(如货币局制度)是可持久的,介于两者之间的中间汇率制度,则正在消失或应当消失。“中间汇率制度消失论”的提出是基于这样一种认识:即日益增长的资本流动,使得政府对汇率的承诺变得更加脆弱;由于金融市场一体化的发展难以阻挡,因而一国政府实际能做的,要么是选择汇率稳定而放弃货币主权,要么放弃汇率稳定而坚持货币独立。尽管“中间汇率制度消失论”目前还缺乏有力的实证依据,但其关于中间汇率制度因政府承诺下降而易遭受攻击的观点还是很有借鉴意义的。事实上,中国目前的情况一定程度上验证了这一看法:各种社会消息表明,中国宣布回归管理浮动汇率率

不确定性,这势必会干扰货币政策在汇率渠道的传递。例如,中国货币政策扩张时,固定收益工具收益率有可能不降反升,由此引发的人民币升值与扩张货币政策的初衷就会相悖。

将上述分析概括起来,可以得到这样一种看法:符合中国经济特点的人民币汇率机制弹性改革方式决定了,在相当长时期内,以扩大货币政策自主性为目标的人民币汇率机制弹性化改革并不会获得理想效果;当人民币汇率机制弹性化改革的主要意义在于,促使微观企业逐步重视和适应汇率风险,促进用于避险的外汇衍生市场发展。可以说,对当前政策制定者和执行者而言,人民币机制弹性化改革是一项为后人栽树的光荣任务。

最后,就如何使中国货币当局少受国际投机资本干扰这一问题,笔者提出如下两条建议。

第一,中国应保持较高水平外汇储备。较高水平的国际储备是抵御国际投机资本冲击的重要保证。20世纪90年代以来,货币危机的威胁促使发展中国家迅速增加国际储备。发展中国家国际储备管理的调整揭示了国际储备功能的转变。传统国际储备管理目标的一个明显特点是,十分强调国际储备的“务实”功能,即实实在在地用“真金白银”去满足进口、支付债务和干预汇率的需要;现在国际储备管理的重心在于“保持信心”,这很大程度上带有“务虚”的特点。从“保持信心”的新精神看,国际储备水平越高,其“引而不发”的“威胁”作用就越大,国际投机资本对中间汇率制度就越不敢造次。

不仅如此,采用中间汇率制度作为过渡的渐进式汇率机制弹性化还可能更易引发国际投机资本的冲击,这会对手动货币当局造成极大的干扰。这一看法源于20世纪90年代兴起的“中间汇率制度消失