

我国汇率制度对货币政策有效性的影响

周 任

摘 要 现行汇率制度对我国货币政策的效力发挥既有积极影响,又存在一些制约因素,它在一定程度上提高了我国货币政策的有效性,但货币政策效应的发挥仍受到很大的制约;我国货币政策工具的运用对货币供应量的调节作用整体上并不明显,这在某种程度上说明我国货币政策效应并不显著。加强汇率政策与货币政策、财政政策的相互协调和配合;加强货币政策的国际协调;完善汇率形成的市场机制。

关键词 汇率制度 货币政策 有效性

影响货币政策有效性的因素很多,既有经济金融运行及宏观操作过程中存在的矛盾,又有金融体系本身不完善的因素。在开放经济条件下,货币政策不仅需要关注经济的内部均衡,而且要注重经济的外部平衡,因而,汇率制度对货币政策的影响存在于多个方面。一方面,从理论上说,货币政策的传导通常有利率、信贷配给和国际经济等三种途径。这三种传导途径在货币政策传导过程中发挥作用的大小,由开放经济的发展和对外经济开放程度决定。在经济开放度较低条件下,起主要作用的是信贷配给途径和利率传导途径。在目前我国经济发展水平和对外开放水平条件下,利率传导途径所起的作用非常显著。另一方面,汇率制度是连结本国货币与其它货币的关系纽带,其他货币利率的变动通过汇率制度影响本国货币利率,从而对本国货币政策起作用。因此,在我国经济快速发展和对外开放程度不断提高的情况下,研究现行汇率制度对我国货币政策的影响,具有很强的现实意义。

一、我国汇率制度的演变与选择

新中国成立以来,我国的汇率制度经历了一个由严格管制到逐步放宽限制的市场化演变过程。特别是改革开放 30 年来,我国的汇率制度经历了两次重大的改革。

我国汇率制度的第一次改革是 1994 年的双轨合一。1994 年 1 月 1 日,人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨,我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。企业和个人按规定向银行买卖外汇,建立了全国统一的银行间外

汇市场——外汇交易中心。中央银行设定一定的汇率浮动范围,并运用经济、法律等两种手段实现对外汇和国际收支的调控,通过调控市场保持人民币汇率稳定。此后的一段时期内,人民币对美元保持固定比价,尤其是亚洲金融危机期间,人民币汇率一直保持稳定,实际上是盯住美元的固定汇率制度。^①从某种意义上讲,此次汇率制度改革仍是在政府主导下进行的汇率制度改革。

我国汇率制度的第二次改革是 2005 年转为参考一篮子货币。2005 年 7 月 21 日,我国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。人民币不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。2005 年 7 月 21 日人民币(兑美元)汇率一次性升值 2%,中央银行每日公布人民币收盘价,作为次日外汇交易的中间价格,其中美元汇率浮动的空间是中间价上下 0.3%,其他货币则限制在中央银行规定的范围内。此阶段,人民币汇率改革主要目的在于缓释升值压力,淡化汇率引发的外部矛盾,为人民币汇率制度市场化、国际化改革奠定基础。此次汇率制度改革可以算是市场推动的汇率变迁。

总的来说,我国的汇率制度改革经历了由双重到单一、由官方到市场、由固定到浮动的过程。汇率制度改革取得了巨大的成就,对中国商品国际竞争力的提高、中国产业结构的调整、中国经济实力和国际地位的提升都起到了很大的作用。

然而,当前我国实施的有管理的浮动汇率,并不是实质意义上的浮动汇率。因为人民币汇率并不是完全由货币市场的供求关系决定的,政府意志在其

中仍发挥着重要的作用。一国货币的汇率能否真正反映货币市场的供求关系,从而达到调整该国经济外部均衡的目的,是判断该汇率制度是否为浮动汇率最根本的条件。所以,从根本上来说,人民币汇率仍然是一种目标区间内的固定汇率。

关于我国汇率制度的未来选择,笔者以为,在短期内,我国汇率制度应坚持参考一篮子货币的汇率制度。这能够有效降低金融危机发生的可能性,避免金融危机带来的巨大的经济成本和社会成本,从而维护我国的金融安全。另外,从长期看,随着我国经济实力和金融实力的进一步提高,资本账户开放条件的成熟,以及中央银行调控能力的进一步加强,我国汇率制度可以逐步由管理浮动汇率制度向单独浮动汇率制度转变。^②

二、现行汇率制度下我国货币政策的有效性分析

货币政策有效性的内涵指的是货币政策产出等真实经济变量能否产生实际而有效的影响,即货币政策目标的实现程度。具体而言,货币政策一般是“逆风向行事”,因而其有效性要看其反周期作用的大小及熨平周期的程度,即在经济运行的过热时期抑制需求、平抑物价的作用大小,而在经济衰退时期刺激需求、防止通货紧缩作用的大小。

(一)现行汇率制度对我国货币政策有效性的影响。

我国现行的汇率制度,是2005年改革后实行的以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。通过改革后近几年的实际情形看,现行汇率制度对我国货币政策的效力发挥既有积极影响,又存在一些制约因素,它在一定程度上提高了我国货币政策的有效性,但货币政策效应的发挥仍受到很大的制约。

1 货币政策运行的独立性得到增强,但仍受制约。

经过汇率制度改革后,我国货币政策的独立性得到了增强。根据“蒙代尔三角”,一国的经济目标有三种,即货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的完全流动性。这三种经济目标,一国只能三选其二,而不可能三者兼得。因此,随着我国汇率波动区间的变宽,意味着我国在对外开放程度不断扩大、资本自由流动程度逐渐提高的背景下,可以通过适当放弃汇率稳定目标而增强货币政策的独立性。在当前以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度下,我国中央银行的稳定人民币汇率的经济目标有所降低,可以在人民币汇率波动区间内进行适度微调,从而使人民币汇率逐渐趋

向均衡,使中央银行调控货币供应量的主动性得到增强,并有了更多的回旋余地。

但是,从本质上说,我国现行的汇率制度仍然是一种固定的盯住汇率制度,汇率浮动区间扩大并不意味着可以放弃对汇率的监管,货币政策的独立性仍然受到很大的制约。我国的货币政策在很大程度上仍然必须维持汇率的相对固定,货币供给受到维护固定汇率的官方干预的影响。结售汇制度使资本流动呈现单向自由化,人民银行外汇储备增长以人民币等值投放为代价。在保持人民币汇率稳定的政策目标约束下,外汇占款已不是中央银行可以主动调控基础货币的手段,从而引发巨额货币投放,大量挤占国内信贷形式的货币投放,使中央银行货币调控陷入被动。外汇储备增长成为本币投放的主要闸门,这相当于中央银行被动执行货币政策,货币政策的独立性被严重削弱。

2 货币政策的效力得到增强,但对国民经济的负面影响仍然存在。

我国汇率制度的第二次改革虽未造成汇率制度的根本性改变,但进行了一些局部性的、关键性的改革,对我国货币政策效应的发挥起到了积极作用。汇率浮动区间扩大提高了利率政策的有效性。通过调节利率对国际收支产生的影响,可以通过汇率波动进行反向平衡,从而增强利率政策的有效性。例如,当采取紧缩货币政策而上调利率时,导致资本项目顺差,从而增加外汇储备,但同时可以通过人民币升值影响经常项目,抵消资本项目顺差,以达到平衡国际收支的目的。可见,汇率浮动提高了利率政策的有效性。^③

但是,由于我国现行汇率制度下的货币政策的独立性仍受制约,外汇储备的增长是以人民币等值投放为代价的,货币超量供给导致了经济运行中的流动性过剩,给整个国家经济运行带来了很大的负面影响^④;导致商业银行流动性过剩,盈利能力较差,商业银行风险加大。充裕的外汇储备,在增强国际清偿能力、防范金融风险、维护国家安全的同时,也意味着资源浪费严重,加剧了经济结构的不平衡。

3 货币政策传导机制仍受制约。

我国货币政策效力得到一定程度增强的同时,货币政策的利率传导机制仍受制约。

货币政策的传导可用图1表示:

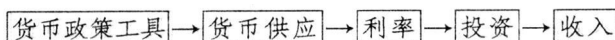


图1

开放经济条件下的货币政策传导机制比较复杂,传导的渠道繁多,利率因素在传导中的作用越来越大。由图1可见,利率是货币政策效力传导的重要一环。反观我国,我国汇率未完全实现独立浮动,

限制了利率波动,影响了利率的市场化改革。官定利率严重限制了利率对资金合理配置的作用,未能实现金融资源的优化配置。^⑤

(二)现行汇率制度下我国货币政策有效性的实证分析。

1 货币政策中介目标与宏观经济变量的关系。

货币政策的目的是实现经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡,而货币供应量是货币政策

表 1 2005年~2008年广义货币供应量 M_2 及部分宏观经济变量指标数据表

年份	M_2 (亿元)	M_2 增长率 (%)	GDP 总额 (亿元)	GDP 增长率 (%)	外汇储备总额 (亿元)	失业率 (%)	CPI (%)
2005年	298800	18.1	182321	9.9	8189	4.2	1.8
2006年	346000	15.8	209407	10.7	10663	4.1	1.5
2007年	403000	16.5	246619	11.4	15282	4.0	4.8
2008年	475000	17.9	300670	9.0	19460	4.2	5.9

分别对表 1 中的数据进行相关性分析,得出广义货币供应量 M_2 与 GDP 总额、外汇储备总额、失业率和 CPI 等宏观经济变量指标的相关系数分别为 0.9983、0.9971、-0.0454、0.9314。由此可知,广义货币供应量 M_2 与 GDP 总额、外汇储备总额和 CPI 呈高度正相关。这表明,在现行汇率制度下,货币供应量的大小能够对 GDP 增长、外汇储备额的大小和物价水平产生较大的影响。但是,广义货币供应量 M_2 与失业率的相关系数 (-0.0454) 较低,且呈微弱负相关。这说明,在现行汇率制度下,我国货币政策能够对促进经济增长、调控价格水平产生一定的正面作用,但其对解决就业效果并不明显。同时,广义货币供应量 M_2 与外汇储备总额的相关系数为

表 2 2005年~2008年货币政策工具与广义货币供应量 M_2 数据表

年份	M_2 (亿元)	存款利率 (%)	贷款利率 (%)	再贴现率 (%)	存款准备金率 (%)
2005年	298800	2.25	5.58	3.24	7.5
2006年	346000	2.52	6.12	3.24	9.0
2007年	403000	4.14	7.47	3.24	14.5
2008年	475000	2.25	5.31	1.80	15

分别对表 2 中的数据进行相关性分析,得出广义货币供应量 M_2 与存款利率、贷款利率、再贴现率、存款准备金率等货币政策工具的相关系数分别为 -0.009、-0.158、-0.828、0.935。

通常我们认为,存款利率、贷款利率、再贴现率以及存款准备金率的提高都会在一定程度上减少社会上货币的流通量,故其应该和货币供应量呈反比。^⑥通过对 2005年~2008年货币政策工具与广义货币供应量 M_2 的相关性分析,我们发现:存款利率、贷款利率与广义货币供应量 M_2 的相关系数分别为 -0.009、-0.158,存在微弱的负相关,说明存款利率、贷款利率的调整对货币供应量大小有一定影响,但效果有限;而再贴现率与 M_2 的相关系数为

最重要的中介目标。因此,对货币供应量与代表货币政策目标的宏观经济变量的相互关系进行分析,看货币供应量的变化是否能够显著引起宏观经济变量的变化,这能够在一定程度上说明货币政策效应的大小。笔者选取了 2005年~2008年广义货币供应量 M_2 、GDP 总额、外汇储备总额、失业率和 CPI 等宏观经济变量指标进行分析,其具体数据及相关指标数据见表 1:

0.9971,呈高度正相关,这说明我国外汇储备的增长是以人民币等值投放为代价的。

2 货币政策工具对中介目标的影响。

因为货币政策总是通过特定的货币政策工具对货币供应量进行调节,以达到社会总供求平衡的目的,所以,通过观察货币政策工具与货币供应量的相互变动关系,可以进一步对货币政策的效应进行评价。本文选取 2005年~2008年存款利率、贷款利率、再贴现率和存款准备金率等货币政策工具对广义货币供应量 M_2 的影响进行分析。2005年~2008年各年末我国存款利率、贷款利率、再贴现率、存款准备金率和广义货币供应量 M_2 的具体数据见表 2:

-0.828,呈高度负相关,说明再贴现率的调整对货币供应量的影响较大,即可说明再贴现率货币政策工具的运用较为有效;而存款准备金率与广义货币供应量 M_2 的相关系数为 0.935,呈高度正相关,即可说明存款准备金率货币政策工具的运用对货币供应量的调节基本无效。

综上所述,2005年~2008年,我国货币政策工具的运用对货币供应量的调节作用整体上并不明显,这在某种程度上说明我国货币政策效应并不显著。究其原因,一方面在于我国汇率政策、货币政策和财政政策之间缺乏必要的协调和配合;另一方面在于我国现行汇率制度的不完善,这主要体现在汇率形成机制仍主要由政府控制,其市场化程度还有

待加强, 外汇管理体制存在问题。

(三)完善汇率形成的市场机制。

三、提高我国货币政策效力的建议

(一)加强汇率政策与货币政策、财政政策的相互协调和配合。

首先, 要加强汇率政策与货币政策的协调和配合。长期以来, 我国在确定货币政策时, 在制度安排上和实践中都没有将汇率政策纳入到货币政策的大框架下, 两者的内在联系被割裂了。因此, 必须稳步推进市场结构改革, 实现各类市场的良好衔接, 在调控目标和操作手段上加强汇率政策与货币政策的配合。其次, 要加强货币政策与财政政策的协调和配合。我国走向独立的浮动汇率是大势所趋, 为了防止汇率浮动对国民经济造成严重冲击, 应采取适当的财政政策予以配合, 发挥财政政策的调控作用。从搭配模式、调控重点、操作手段、议事机制等四方面着手, 全面、系统地建立货币政策与财政政策两大政策体系的协调配合机制。深化财政和金融体制改革, 完善政策的传导机制和市场环境。完善宏观调控体系, 建立健全中央银行与财政部之间的协调机制。

(二)加强货币政策的国际协调。

改革开放和经济发展使中国与国际社会的相互依存程度越来越深、越来越广, 经济全球化对中国经济的持续快速发展起到了非常重要的作用。但是, 在开放经济条件下, 中国货币政策的独立性也受到了影响。随着经济全球化程度的进一步加深, 客观上要求我国货币政策加强国际协调。应健全协调机制, 建立定期会晤机制, 建立多种层次、多个部门共同参与的货币政策协调, 组成层次丰富的协调机制, 充分发挥货币政策的效能。

伴随着人民币汇率弹性逐渐增强, 必须建立由市场力量对汇率进行定价的新机制。改革人民币汇率形成机制, 有利于贯彻以内需为主的经济可持续发展战略, 优化资源配置, 改善贸易条件, 增强货币政策的独立性, 维持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。因而应进一步发挥市场供求在汇率形成中的基础性作用, 增强人民币汇率的灵活性。鼓励金融机构积极进行金融创新, 为企业和居民提供更丰富的避险工具。逐步放宽外汇管理, 方便企业和居民持有、使用外汇, 进一步理顺外汇供求关系, 真正做到“藏汇于民”。同时, 根据当前国际经济发展的多极化趋势, 在人民币汇率参考的一篮子货币中, 应适当减少美元比重, 增加欧元、英镑、日元等货币比重, 减少汇率大幅度波动风险。

注 释:

①李成、蔡达建、刘佳:《对我国汇率制度变迁的经济绩效分析》[J],《上海金融》2007年第7期,第6页。

②张细松:《人民币汇率制度选择研究》[J],《金融教学与研究》2009年第1期,第11页。

③黄婧、梁爱文:《略论汇率制度改革对货币政策的积极影响》[J],《中国民营科技与经济》2006年第1期,第81页。

④李成、姜柳:《当前汇率制度对货币政策影响的效应分析》[J],《上海金融》2007年第3期,第7页。

⑤高新宇:《我国汇率制度的选择与货币政策有效性分析》[J],《社会科学辑刊》2007年第1期,第128页。

⑥孙云峰:《不同的汇率制度下我国货币政策有效性因素研究》[J],《金融理论与实践》2007年第4期,第45页。

(作者简介: 四川大学经济学院 2006级博士研究生)

(责任编辑: 君 敏)

(上接第 25页)

其次, 从文化旅游资源开发的主体看, 要调动起各级主体的积极性, 使各级主体都能够从自己的角度为文化旅游资源开发作贡献。各地州、市、县作为当地的文化旅游资源开发者, 要统一思想, 切实挖掘本土旅游资源的文化底蕴和内涵作为本地旅游经济开发和可持续发展的重点, 切实提到日程上来, 要监督和规范企业的文化旅游开发和经营, 使之始终在合理、合法并符合可持续发展的轨道上运行。同时, 政府应该调动特色民族文化资源创造主体的积极性, 使其分享到文化旅游开发的利益, 唤起其民族文化的自觉意识, 积极主动地挖掘本民族文化的特色。

再次, 在文化资源挖掘和开发过程中要注重相关文化服务的提升。(1)要充分利用现代科学技术, 提升文化资源的科技含量, 比如, 在丝路文化游

中, 为了使游客能深刻体验到楼兰的神秘和人与自然的的关系, 可以运用四维动画的手段, 把学术界关于楼兰消失之谜的猜测, 用动画形式再现, 使游客亲身体验到沙漠的广袤无垠、静谧、沙漠胡杨的雄壮与坚韧, 以及飞沙走石的情形。(2)要提升导游的文化含量, 着重培养一批精通民族文化的少数民族导游, 提升整个导游服务的文化含量, 使游客在旅游过程中不仅仅停留在表面的走马观花的游览中, 而且能够深刻体味到蕴含于文化旅游资源中的那些新疆独特的文化内涵。

说明: 本文系国家社科基金资助项目《新疆旅游文化开发中的少数民族传统文化传承与保护研究》的阶段性成果。

(作者简介: 张春霞 新疆财经大学马列部讲师、新疆大学政治与公共管理学院 2009级博士研究生, 女

王 琦 新疆财经大学马列部副教授, 女)

(责任编辑: 君 敏)