

## 基于资本流动控制角度的货币政策和汇率政策协调研究

文/于洋

### 一、问题的提出

1993年以前,在我国货币政策与汇率政策几乎完全分离,两种政策的协调几乎不存在。随着中国经济国际化程度的逐渐提高,货币政策与汇率政策的协调越来越频繁,两者之间的冲突多次出现。根据谢平、张小朴的研究(2002),1994年至今我国货币政策与汇率政策出现了三次明显的冲突;1994年至1996年外汇储备快速增长与高通货膨胀的冲突;1998年外汇储备增幅快速下降与物价持续下跌的冲突;1998—1999年汇率稳定与本外币利差倒挂的冲突都说明我国货币政策与汇率政策的协调上存在一定不足。而随着我国加入WTO,国际收支顺差大幅上升,与亚洲金融危机期间的形势大不相同,在这段时间,国内形势主要有以下两个特点:

#### (一) 国际资金大量流入中国,人民币升值压力巨大

由于我国劳动力要素和自然资源要素成本低廉,我国经常项目长年顺差。并且自中国加入WTO以来,经常项目顺差愈来愈大。2003年经常项目顺差459亿美元,2004年686亿,2005年1608亿美元,2006经常项目顺差更是达到2498亿美元。低廉的要素价格与欧美国家对中国的贸易逆差使得国际市场对人民币升值抱有很强的信心,大量国际资金流入中国,如表1所示

表1 2002-2005年金融与资本帐户(亿美元)

年份	2002	2003	2004	2005
数额	323	527	1106	629

从表中可以看到,资本帐户从02年的323亿美元,到04年1106亿美元增长速度超过300%,虽然05在加强调控后回落到629亿美元,但年平均60%多的增长速度说明了人民币升值所承受的外在压力。另外在这些国际资金中,以短期套利或赚取资产差价为目的的“国际”热钱”数量惊人,如表2。

表2 2003-2004年我国外汇储备来源(单位:亿美元,%)

年份	贸易顺差 (1)		外国直接投资 (2)		外汇储备增长 (3)	差额(4) = (3) - (1) - (2)	
	数量	比重	数量	比重		数量	比重
2003	446.5	38.2	535.1	45.8	1168.4	186.8	16.0
2004	589.8	28.5	531.3	25.7	2066.8	945.7	45.8

如表二,在2003年贸易顺差和国外直接投资共981.1亿美元,占84%,国际游资只占16%。然而到了2004年国际游资为945.7亿美元,占外汇储备增长的比例竟高达45.8%。这部分资金更看好包括汇率在内的国内价格与国际价格之间的差异,带有明显的炒作特征,对现有汇率形成较大压力。

#### (二) 严格的汇率管制导致央行对冲空间和效力越来越小

调控货币供应量是我国调控货币的主要方法,其主要渠道一是再贷款,二是外汇占款。由于我国实行的是严格的结售汇制,使得外汇占款不能成为央行主动调控的变量。所以当外汇占款越来越多时,为保证我国基础货币总量相对稳定,只能减少主动性较强的再贷款的数量。此时央行对货币供应量调控的余地越来越小。如表3所示:

表3 2000-2005年我国外汇储备,外汇占款与基础货币,货币供应量的关系  
(单位:亿美元,亿元人民币,%)

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005
外汇储备(1)	1655.7	2121.7	2864.1	4032.5	6099.3	8188.7
外汇占款(2)	14814.5	18850.2	22107.4	29841.8	45940.0	63339.0
基础货币(3)	36491.4	39851.7	45138.2	52841.4	58856.1	103676.0
(2)/(3)	40.6	47.3	48.9	56.4	78.1	61.1
货币供应量 M2	134610	158302	185007	221223	253208	298755

由表3可见,自2000年以来外汇占款在基础货币的比重从40.6%逐步上升到2004年78.1%。尽管2005年后比重下降,但仍高达61.1%,数量上比2004年多出17399亿人民币。因此央行对货币供应量的调控难度加大,再加上近期央行频繁上调存款准备金率和发行央行票据,使得央行操作成本越来越高,央行被动投放基础货币在所难免。基于以上对当前形势的分析,如何协调货币政策和汇率政策,使其有效地发挥宏观调控的作用仍是货币当局所面临的严峻考验。

## 二、相关文献综述

国内关于外汇储备对货币政策和汇率政策的影响的研究不多,主要集中于外汇占款作为基础货币投放的一种方式,影响一国货币,汇率政策的选择。强结汇制和人民币有控制的升值使得我国在国际收支顺差时基础货币投放量增大。为了消除基础货币总量的过度投放,不可避免地削减信贷渠道投放的货币,从而丧失了货币政策的有效性,同时加剧了国际市场对人民币的升值预期,导致货币政策目标和汇率政策目标的冲突。康立(2006)认为,尽快废除结售汇制可以有效缓解这一问题。王素君(2006)也指出,逐步扩大用汇自由是解决当前问题的有效手段。另外李新功(2006)则认为应大力完善国内资金外流的渠道,也是缓解当前矛盾很好的思路。

总之,关于货币政策目标和汇率政策目标协调的研究大致可分为两类:一是如何堵住国外资本流向国内,二是如何帮助国内资金投资国外市场。但是大多研究都过于偏重其中一种解决方式,忽略了方法之间的协调,也没有对方法在理论上的本质特征进行深入的阐述。本文通过改进的蒙代尔弗莱明模型,从理论上说明了如何通过控制资本流动来协调货币政策和汇率政策,并按照疏堵结合的思想,对我国外汇储备过高的问题阐述了一些建议和意见。

## 三、基于改进的蒙代尔弗莱明模型的货币政策和汇率政策协调研究

通过以上分析,巨额外汇储备对我国货币政策和汇率政策造成很大冲击。正如克鲁格曼在1999年所阐述的“三元悖论”,固定汇率,资本的自由流动,货币政策独立性三个目标不可兼得。在国际收支平衡表中的经常项目完全开放,资本项目部分开放条件下,要使汇率按照货币当局的意愿稳步地上升,货币政策便要付出牺牲独立性的代价。从长期来看克鲁格曼‘三元悖论’是肯定的趋势,只有同时实现内部经济与外部经济的平衡,才能根本性的解决两种政策目标的冲突。而沿着什么样的路径走到这种均衡状态才是当下最有意义的问题。根据“三元悖论”,在新的经济环境下采取新的方法控制国际资金流动才是我国货币当局保持政策独立性和有效性的最佳途径。

本文的研究方法主要是根据我国现实情况改进的蒙代尔弗莱明模型。蒙代尔弗莱明模型主要是研究在不同的资本流动环境下IS, LM, BP曲线之间的变动关系。为了让模型更能代表我国的经济环境,在原有模型上进行了以下改进:

1、对我国来说,由于经常项目的完全开放,资金的流入和流出的限制条件较少。但随着国际市场对中国经济的看好大量投资性资本的流入稀释了经常项目资金的比例,而我国对资本项目也只是部分开放,根据夏斌(2007)研究,国际热钱能过真正绕过管制进入国内的甚少,所以我国属于资本不完全流动的经济环境。在这种经济环境下,BP曲线向上倾斜。

2、在原有的模型中 $r$ 代表利率,在这里我们将其理解为国内各种资本的综合报酬率。

3、为了治理现阶段国内投资过热的问题,我国采取了稳健的财政政策,据此我们假定蒙代尔弗莱明模型中的IS曲线不发生移动。

基于以上改进的蒙代尔弗莱明模型的前提假设,根据蒙代尔弗莱明模型的分析思路,初始时LM, BP, IS曲线交于一点E。为防止国内经济过热,货币当局采取紧缩性货币政策,LM向左移至LM'。由于IS与LM'交于左边的点E',国民收入 $y$ 减少的同时,综合资本收益率 $r$ 提高。随着 $r$ 的提高,国外一部分资本流入国内,本币需求增加,BP左移至BP',与LM' IS交于E',本币升值。

(如图一所示)其升值幅度决定于LM曲线的变化幅度。由此可以预计本币升值的幅度是由货币政策收缩的程度决定的,而人民币升值的速度是可以被调整的。

### 图一

根据BP曲线公式:

变形得: )

其中 $y$ 代表国民收入,  $r$ 代表综合收益率,是汇率,  $\gamma$ 是国内进口倾向,  $\delta$ 是国内外资本收益率差额的敏感系数,既当国内外资本收益率发生变化时多少资金发生流动。是指国外的综合资本收益率。

根据变形的公式,货币升值与国民收入呈反向变化关系,而与国内综合资本收益率呈正向变化关系。由于LM移动到LM'时,就已经确定了 $y$ 与 $r$ 的取值。而进口边际倾向是长时间一国居民形成的,所以不会变动。所以调控汇率的变化速度 $\delta$ 是必然的选择。所以通过上述理论分析,我们发现调控资本流动量的重要意义。

今年以来,央行多次提高存款准备金率,发放央行票据,或提高存贷款基准利率,这些调控操作带来的融资成本的提高会造成国内资本要求的回报率提高,也造成了国内与国外资本回报率的差异加大。资本的逐利性会使数额庞大的国际资金涌向中国资本市场,此时央行采取有效的措施控

制这部分炒作性极强的资金，便能减缓它对我国经济的冲击，为我国金融市场扩张和发展争取时间，而且也能为货币当局的宏观调控留下更多的空间和时间。在当下这种中国金融大变革的时代是非常宝贵的。我国金融业也逐步与世界接轨，以前接近行政命令式的调控方式已经不适合当前的局势，如何采取更有效更科学的方式控制国际游资的流入是非常需要深究的。

#### 四、关于资本流动控制的相关建议和对策

##### （一）提高外国资本的投机成本

提高了国际游资的准入成本，缩小国内与国外资本收益率差额是阻挡投机性资本的重要方法。一方面可以通过开征资本利得税控制降低国外游资投资股市，房地产等高收益部门的收益，防止股价房价攀升引起的经济泡沫，遏制这类高收益部门利润大幅上升冲销货币政策效果的现象；另外一方面，政府应出台法规规定自然资源要素，劳动力要素的使用成本。另外由于非常低廉的要素价格是推动中国经济的重要驱动力，但现在已成为重大隐患。通过征取自然资源使用租金，出台法规提高劳工工资，会使我国出口产品价格提高，缩小贸易顺差，拉动内需经济的发展，削弱货币政策的内生性。

##### （二）疏通资本外流渠道，转移国内过剩流动性

如果说提高国际游资进入国内的门槛是度的话，那么将国内过剩的资本向国外投资便是疏导了。其中通过外汇投资公司发行特别国债和完善推广QDII制度是两个非常有价值的疏导方式。发行特别国债强调从国经济稳定，战略发展，外汇安全角度出发，通过外汇投资公司回笼剩余流动性；而QDII通过健全法规帮助国内资金者投资国外市场，吸引包括国有企业，私有企业，甚至普通民众投资外国资本市场，分享其成长收益。虽然两者形式不同，但对缓解巨额外汇储备对货币政策和汇率政策的压力有着良好的效果。外汇投资公司一次便可吸纳2000亿人民币的流动性，效果必然立竿见影。而QDII制度的确立便允许越来越的经济实体能够从西方规范完善的资本市场中获得良好收益，从而对流动性过剩产生长期的影响（作者单位：山东财政学院）

#### 相关链接

[基于DEA模型的区域技术效率评价与实证研究](#)  
[边际函数与弹性函数及其商业应用](#)  
[浅谈经济数学模型的建立](#)  
[中国农业保险的问题及措施](#)  
[实物期权中的等待期权及其应用](#)  
[列宁《帝国主义论》与经济全球化](#)  
[资本资产定价模型在资产定价中的应用](#)  
[一类带干扰风险过程破产概率的指数不等式](#)  
[用供应链观点看技能实训与课程体系的互动](#)  
[我国地质公园生态旅游开发的系统研究](#)  
[基于资本流动控制角度的货币政策和汇率政策协调研究](#)

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心