



您的位置：首页 - 文章选登

本外币政策协调：货币政策独立(文亮；3月15日)

文章作者：文亮

2004年以来，为抑制国内通货膨胀，美联储连续10多次加息，国际市场美元利率已高出人民币利率，且利差呈不断扩大趋势。这对于缓解当前人民币汇率的升值压力究竟是祸还是福呢？

确有缓解人民币升值压力之效

无疑，随着美元利率逐步走高，持有美元资产的收益率上升，这对于减轻我国境内美元的抛售压力是有好处的。实际上，在目前境内人民币储蓄存款利率较低的情况下，一些商业银行提供的外汇理财产品，以其回报率较高且免征利息税的优惠，吸引了客户踊跃购买。因为，这笔帐很好算。现在人民币储蓄存款利率2.25%，扣除20%的利息税以后，税后收益率为1.8%。如果购买银行外汇理财产品的年回报率在4.8%以上，只要人民币汇率今年升值幅度不超过3%，则买这种产品相比于做人民币储蓄仍是有利可图的。

对于银行来讲，也是同样道理。现在国内货币市场利率一直在低位徘徊，增加境外资产运用，投资境外高回报的美元金融产品自然更具吸引力。而人民银行去年起开始与商业银行进行的外币掉期操作，更是从锁定汇率风险的角度进一步支持了商业银行的这种资产运作。对中央银行来讲则在当前回笼了基础货币，增加了外汇对冲操作的工具。

其实，美联储连续加息，使得美元逐渐从一种低息货币转为高息货币，吸引了大量国际资本回流，这正是美元汇率去年在国内财政赤字与经常项目赤字继续恶化的情况下，对世界主要货币却出现较大幅度反弹的一个重要原因。而从国际上看，美元利率由低走高也是一些新兴市场国家和地区发生资本流动逆转，爆发债务危机、货币危机的一个重要诱因。现在，之所以我国仍对国际套利资金具有一定的吸引力，很大程度就是因为市场仍对人民币升值存在较强的预期。一旦这种预期消退甚至逆转，就有可能引起套利资金的大量抽逃，这是境内企业和个人不得不防范的风险。

尤其是目前我国短期外债的比重已达到50%多，个别企业的短债比重可能更高。如果出现债务集中偿还的情况，尽管从国家层面看，因为外汇储备比较充裕（外汇储备的规模已数倍于整个外债的余额），不存在总体的国家偿债困难，但对于那些高短债比例的企业来讲就有可能引发外汇流动性风险。即使不出现这种极端的情况，在国内企业选择举借外币还是人民币债务时，从财务成本控制的角度考虑，只要人民币升值的幅度不超过外币债务高出人民币债务的利息差异，那么，借人民币仍比借外汇合算。

从这个意义上讲，人民银行有关负责人所强调的美元相对人民币的正利差扩大有助于缓解人民币升值压力的说法是有其道理的。事实上，从去年外汇储备增加主要来自外贸顺差的情况看，在人民币升值预期挥之不去的情况下，套利资金的流入确有减缓的势头。这其中正是利率平价的机制在发挥作用。

当然，利率平价只是影响汇率走势的诸多因素之一，本外币的利差并不能决定未来汇率的实际变动幅度。那种把央行与商业银行外币掉期中通过利率平价确定的一年以后的远期价格，视同人民银行所能容忍的一年后人民币对美元升值的水平的理解，实在是失之毫厘、谬之千里。这也说明在汇率形成的市场化改革进程中，国内相关金融知识的教育和普及是多么重要。

重视汇改后的本外币政策协调

本外币利差的扩大令人民币升值压力有所减轻，并不是说对于人民币汇率形成机制改革面临的困难和挑战就可以掉以轻心。一谈到人民币汇率问题，人们时常用上世纪八十年代日本应对日元升值的做法为中国鉴。对于这个问题有很多看法，其中我认为中国最应该借鉴的是，如何汲取日本的教训，处理好本外币政策的协调。

日本当年为抑制日元过快升值，在“广场协议”之后采取了扩张性财政、货币政策的做法，令日元利率不断走低，导致国内资金过剩、信贷扩张，进而导致投资膨胀、资产泡沫，埋下了九十年代以来日本经济停滞、通货紧缩的隐患。中国在这方面目前也已经出现了一些令人担忧的苗头。

由于国际收支持续较大顺差，国内外汇供大于求，人民银行为了稳定汇率，干预外汇市场，增加外汇储备，投放基础货币，这造成了国内货币供应的较快增长。2004年以前，货币供应的较快增长伴随着银行信贷扩张，造成了国内投资膨胀，形成新一轮国内诸多产业的产能过剩局面。同时，由于国内资金充裕，而投资渠道狭窄、投资机会较少，大量资金涌向相对有利可图的房地产市场，导致近年来房地产价格的较快上涨，局部地区已经出现了泡沫化的迹象。

2004年以后国家加强宏观调控，银行信贷投放放缓，结果又形成了广义货币供应与狭义货币供应增长的背离，大量资金在银行体系“空转”。银行资金过剩，使得央行对外汇干预的对冲操作发行的票据规模虽然不断扩大，但发行利率却不升反降。现在，银行持有的央行票据资产收益率甚至低于银行吸收的定期存款的利息成本，这种利率倒挂对银行经营的负面影响不容忽视。如果将来市场利率持续走低，那就很可能陷入日本那样的零利率陷阱，这将严重影响我国银行配置信贷资源的主渠道的发挥。如果未来因国内通胀压力利率走高，则前期银行买进的两万多亿的低息央票据按市价重估后存在资产缩水的风险，这也会对银行的财务健康状况产生负面影响。

所以，如何处理好本外币政策协调的关系，是在汇率市场化过程中面临的一个重大挑战。汲取国际上的经验和教训，关键是要逐步增加汇率弹性的同时，提高货币政策独立性。逐渐让汇率在平衡国际收支中发挥越来越大的作用，而利率政策则主要应关注国内物价稳定目标。而且，在国内发展优先的前提下，国际收支平衡目标通常应服从于物价稳定目标。用利率政策来服务于汇率政策，是本末倒置的做法，在一

些国家的实践中已经产生严重的后果，应该引以为戒。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

IFB
中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所