

# 人民币汇率制度的选择:基于“M-F模型”视角的理论分析

何慧刚

(武汉大学商学院,湖北武汉 430072)

**摘要** 蒙代尔-弗莱明模型表明,固定汇率制下,财政政策有效,货币政策无效;浮动汇率制下,财政政策无效,货币政策有效。我国现行的汇率制度实质上是盯住美元的固定汇率制度,在货币政策独立性、外汇储备内生性、货币政策目标双重化、货币政策效力等方面对我国货币政策运行存在制约,影响我国货币政策有效性。实行更有弹性和灵活性的汇率制度是提高我国货币政策有效性的有效途径。我国现实经济条件决定了我国汇率制度改革的近期目标是建立汇率目标区,长期目标则是建立浮动汇率制。

**关键词** M-F模型;人民币汇率制度;货币政策效应;人民币汇率目标区

**中图分类号** F830.7

**文献标识码** A

**文章编号** 1671-4970(2005)03-0057-05

## 一、蒙代尔—弗莱明模型

20世纪60年代初期,蒙代尔以标准的IS-LM模型为基础,通过引入国际资本流动的影响,揭示出货币政策与财政政策的有效性受到国际资本流动极大地影响,并且,货币政策与财政政策效应还因不同的汇率制度而不同。后来,经过弗莱明和其他经济学家的补充和完善,演变成为现在的蒙代尔—弗莱明模型(以下简称M-F模型)。在西方的文献中,M-F模型被称为开放经济条件下进行宏观分析的工作母机(workhorse),在国际货币金融学中产生了重大影响,至今仍是短期均衡产出和汇率决定模型的理论基础。“固定汇率制度下,货币政策的稳定作用丧失而财政政策的作用增强;浮动汇率制度下,财政政策的稳定作用丧失而货币政策的作用增强<sup>[1]</sup>”就是M-F模型导出的著名结论,这也是国际经济学中最广泛接受的结论之一。

### 1. 固定汇率制度下货币政策和财政政策的经济效应

#### (1) 资金完全流动时货币政策的经济效应

假如中央银行实行扩张性货币政策,在货币市场上购买证券,这一措施将带来基础货币的增加,通过货币乘数作用使货币供应量增加。货币供应量的增加意味着更多的资金可用于提供信贷,从而导致利率下降。在资金完全流动的情况下,利率的下降将会导致资金迅速流出,资本与金融账户收支逆差,

本币迅速贬值。为维持固定汇率,货币当局售出外汇购买本币,外汇储备迅速下降,基础货币减少,扩张性货币政策效应抵消。因此,在固定汇率制下,当资金完全流动时,扩张性货币政策在短期内也无法对经济产生影响,货币政策是无效的。

#### (2) 资金完全流动时财政政策的经济效应

假如中央银行实行扩张性财政政策,增加对商品与劳务的支出,导致对本国商品的总需求的上升,从而国民收入提高,利率也相应地上升,而利率上升将会增加货币供应量,使利率恢复到期初水平。在财政扩张结束后,货币供给量相应地扩张了,经济同时处于长期均衡状态。此时,利率不变,收入不仅高于期初水平,而且较封闭条件下的财政扩张后的收入水平也增加了。因此,在固定汇率制下,当资金完全流动时,扩张性财政是非常有效的。此时,利率不变,收入不仅高于期初水平,而且较封闭条件下的财政扩张后的收入水平也增加了。

### 2. 浮动汇率制度下货币政策和财政政策的经济效应

#### (1) 资金完全流动时货币政策的经济效应

假如中央银行实行扩张的货币政策,货币供给量增加,利率下降,在资金完全流动的情况下,资本迅速流出,本币立即贬值,净出口增加,国民收入水平增加。因此,在浮动汇率制下,当资金完全流动时,扩张性货币政策会引起本币贬值、收入上升,此时的货币政策是非常有效的。

## (2) 资金完全流动时财政政策的经济效应

假如中央银行实行扩张性财政政策,利率上升,国内利率大于外国利率( $i > i^*$ ),资本迅速流入,本币立即升值,净出口下降,国民收支逆差,从而导致本币贬值,本币利率下降,直至国内利率等于外国利率( $i = i^*$ )。此时与期初相比,利率不变,本币升值,收入不变。此时,收入的内部结构发生变化,财政政策通过本币升值对出口产生了完全挤出效应,即财政支出增加造成了等量的出口下降。因此,在浮动汇率制下,当资金完全流动时,扩张性货币政策会引起本币升值,对收入、利率均不产生影响。此时的财政政策是完全无效的。

总之,M-F模型分析表明,在各国开放经济模型中,资本在国际间具有高度流动性这一条件下,在浮动汇率制下,货币政策有效;反之,在固定汇率制下,货币政策无效。

## 二、我国现行汇率制度货币政策和财政政策效应分析

从1994年1月1日起,人民币汇率实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。经过制度改革初期的大幅贬值后,人民币汇率(兑美元)在近10年的时间跨度里始终处于一种“超稳定”的状态中,人民币兑美元的汇率却始终维持在8.3:1左右,而且自1994年汇率并轨以来,人民币对美元波动幅度不足 $\pm 1\%$ 。<sup>[2]</sup>因此,人民币汇率名义上是“有管理的浮动汇率制”,在实际上已经变成一种盯住美元的固定汇率制。虽然我国尚不充分具备M-F模型等理论对固定汇率制度下财政货币政策效力分析的前提——利率市场化和货币自由兑换,但我国已经实现了人民币经常项目下可兑换,对外开放领域也不断扩大,因此,盯住美元的固定汇率制度对我国货币政策和财政政策的运行存在明显的影响。

### 1. 我国现行汇率制度的货币政策效应分析

(1) 外汇储备成为货币供应的主渠道,货币政策独立性降低

固定汇率制度使货币供给的内生性加强,中央银行控制货币供应量的主动性降低。随着对外开放程度的不断提高,货币供应越来越内生于国民经济运行。对外开放的程度越高,与对外经济活动相关的货币供应所占的比重越大,内生性越强,于是中央银行控制货币供应量的主动性就越低。20世纪90年代以来,我国经常项目和资本项目长期“双顺差”,外汇储备规模迅速扩张。到2004年9月底,我国外汇储备为5145.38亿美元。外汇占款随着外汇储备规模的扩张而越来越成为基础货币的重要渠道,外

汇储备的变化也成为货币政策和汇率政策的一个重要结合点。目前,中央银行一般性再贷款占全部资产的比例已从1993年底的72%降到30%左右,<sup>[3]</sup>这使中央银行控制货币供应量的主动性和回旋余地大大降低。

(2) 外汇储备的内生性增强和汇率风险加大,增加了货币政策的实施难度

在我国现行汇率制度下,外汇储备内生于国际收支,外汇储备的增减是国际收支的结果和存差项。外汇储备的内生性增加了制定货币政策的难度。因为央行在进行货币供应量的调控时,必须特别注意对外汇储备的变动进行预测,并尽可能按月预测,避免外汇储备波动带来基础货币投放的不稳定。外汇储备量的波动使人民币汇率出现贬值或升值压力,客观上也为货币政策的实施增加了难度。如1998年外汇储备仅增长50.69亿美元,远低于1994年以来年均300多亿美元的年增长幅度,因此,1998年以来的两年左右时间内,人民币承受着较大的贬值压力,这与当时扩张性货币政策相背。<sup>[4]</sup>到2004年9月底我国外汇储备为5145.38亿美元,人民币又面临升值的压力,这与当前从紧的货币政策相左。

央行持有大量的外汇储备集中了所有的汇率风险。中国的外汇储备以持有美元资产为主。最近的官方数据指出,中国的外汇储备中美元大约占60%。在美元可能持续贬值,主要国家货币汇率波动日益动荡的情况下,外汇储备的保值和增值格外值得关注。外汇储备的这种汇率风险同时也加大了货币政策执行难度,人民银行在进行货币供应量的调控时,除了要关注外汇储备运用中美元资产和其他资产的比例问题,更要关注美元和其他货币之间的汇率波动问题。

(3) 我国货币政策目标双重化,增加了实现政策目标的难度

《中国人民银行法》规定了我国货币政策的单一目标,即“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。但在现行汇率制度下,货币政策实际上有着维持币值对内对外稳定的双重目标,即对内维持物价的稳定,对外维持汇率的稳定。<sup>[5]</sup>物价是一国货币对内价值的体现,任何物价的变动都会带来实际汇率的变动,从而对外部经济与内部经济运行产生影响。人为地固定汇率最终只能固定名义汇率。但是,影响经济运行的是一些实际变量,而非名义变量。如当中央银行试图采取扩张性的货币政策拉动现时低迷的物价以刺激经济增长时,现时物价的上升与名义汇率的不变,使本币的实际汇率相对升值,本国出口产品竞争力下降,出口减少,进口增加,结果国内

商品市场供大于求,物价又趋下降。同时,外国的通货膨胀率不可能为0,在这种情况下,如果保证名义汇率的不变,则外国通货膨胀率的变化必然相对改变本币的实际汇率水平,本币实际汇率水平的变化又会引致本国物价波动,最终导致本国物价随外国物价的变化而变化,破坏国内均衡。

#### (4)我国货币政策效力减弱

首先,我国利率市场化程度低。盯住美元的固定汇率制度下,利率传导机制的效力大为降低。如当央行企图通过降低利率放松银根,以扩大企业投资和居民消费时,套利资金就会千方百计将人民币兑换成外汇资金并流往国外,引起外汇需求增大、汇率波动。为了维持汇率的稳定,央行往往会抛出美元买进人民币,从而减缓了降低利率所带来的信用扩张作用。虽然目前资本项目下人民币尚不能自由兑换,但国内外短期资金往往通过种种违规甚至违法手段混入经常项目套汇流进流出。1998年,人民币贬值预期强烈,资本外流加剧,我国国际收支顺差500亿美元,而外汇储备仅增加50.69亿美元,说明资本外逃的严重性,同时也说明了我国扩张性货币政策利率传导机制效率偏低的一个原因。<sup>[6]</sup>2003年3月以来,人民币升值预期强烈,大量套利资金流进我国,外汇储备大幅增加,为维持汇率的稳定,央行购买外汇,导致人民币货币供应量增长过快,从而在一定程度上减缓了中央银行的信用紧缩作用。

其次,盯住美元的固定汇率制使我国制定货币政策受到很大的限制。盯住美元的固定汇率制度要求中美两国经济周期存在比较大的一致性,否则将造成内外政策目标冲突。实际上,中美两国经济上有十分巨大的差异,尤其经济周期更是很少处于一致状态。因此,盯住美元的固定汇率制使中国付出了巨大代价。20世纪90年代以来美国经济持续向好,美元升值。1998年,在周边国家货币大幅度贬值的背景下,由于人民币不贬值,对美元汇率稳中有升,中国出口产品竞争力下降。我国1997年出口增长速度为20%,1998年降低为0.5%,1999年约为6.1%。<sup>[7]</sup>

第三,货币政策与汇率政策的严重冲突。我国盯住美元的相对固定汇率制度使得我国货币政策与汇率政策多次发生严重冲突。在1994~2000年期间,货币政策和汇率政策共发生了三次冲突。<sup>[8]</sup>第一次冲突发生在1994年至1996年。在这期间外汇存款占基础货币的比重由1993年的10.47%上升到1994年的24.24%,1995年的31.57%和1996年的35.25%,而同期居民消费价格上涨率分别为24.1%、17.1%和8.3%。由此可见,外汇储备的快速增长和较高的通货膨胀之间存在冲突。第二次冲

突发生在1998年。1998年我国国际收支顺差500亿美元而仅有50.69亿美元结汇,这就使中央银行发行的基础货币中的“外汇占款”部分减少了近450亿美元,折合成人民币约3700亿元,若再按三倍的货币乘数计,就少了1万多亿元的货币流通,从而加剧了通货紧缩,使物价下跌、失业增多的经济衰退更加严峻。该年我国居民消费价格上涨率由1997年的2.8%下降至-0.8%,因此,1998年外汇储备增幅快速下降和物价持续下降发生了冲突。第三次冲突为自1998年以来的汇率稳定和本外币利差倒挂之间的冲突。为避免东南亚金融危机带来的多米诺骨牌效应和维护大国的信誉,我国政府决定人民币不贬值。但由于中美经济周期不一致,人民币利率和美元利率出现倒挂,如自1997年10月23日起,6个月的人民币存款利率便一直低于美元,这导致逃汇、骗汇等非法行为急剧上升,外汇储备增幅下降,人民币贬值压力增大等负面效应。

#### 2.我国现行汇率制度的财政政策效应分析

按照蒙代尔的分析,固定汇率制度下,扩张性财政政策具有明显的刺激经济增长的作用。东南亚金融危机后,为了弥补货币政策效应的不足,我国采取了扩张性的财政政策,对外大范围大幅度地提高出口退税率,以增强固定汇率水平下的出口商品竞争力,扩大外需。对内扩大政府支出和投资,三年内公共支出达7500亿美元,以拉动内需。前者刺激了出口,增加了外汇供应,后者增加了银行配套贷款,扩大了国内信贷,从而拉动了经济增长。可以说,没有扩张性的财政政策相配合,货币供应量增长率难以达到现有的水平,经济增长速度也很难达到既定的目标。但是扩张性的财政政策并非能长期使用并保持高效力,其施展空间已经相当有限,主要表现在以下三方面。

1) 财政政策使我国财政赤字猛增。我国本来财政收入占国民收入的比重就不高,财政政策已捉襟见肘。过度的财政政策相当于超前投资,也会削弱今后的发展后劲,还会出现恶性通货膨胀,对我国处于攻坚阶段的国企改革将造成巨大的阻力。

2) 政府发行公债进行投资,无论是社会公众购买还是金融机构购买都会产生“挤出效应”,若是社会公众购买会直接减少其投资和消费,若是金融机构购买会减少其对企业的贷款,而银行对企业贷款会创造多倍的派生存款,比购买国债具有更大倍数的信用扩张功能。

3) 政府扩大支出和投资的资金来源主要是发行公债,而我国财政国债依存度已经相当高,如1998年为33.5%,远远超过了国际公认的15%~20%的

警戒线,继续通过增发国债来扩大政府投资的做法蕴含着一定风险。<sup>[9]</sup>财政政策虽然可以在一定程度上弥补固定汇率制度下货币政策效应的不足,但施展空间已十分有限,不能长期使用。从发达国家经验来看,更为灵活和更广泛地被采用的也是货币政策而不是财政政策。

### 三、改革现有汇率制度的基本取向及措施

以上分析表明,我国现行的实质上的固定汇率制对我国货币政策有效性具有明显的制约作用,因此,改革我国现行的汇率制度,增强汇率制度的灵活性,以提高我国货币政策的有效性是一种必然的选择。

#### 1. 我国汇率制度改革的长期目标应该是建立浮动汇率制

第一,中国已经加入WTO,从长期来看,贸易体制改革和资本自由流动是大势所趋。<sup>[10]</sup>第二,根据“不可能三角”,在资本自由流动的情况下,只能在固定汇率制度和货币政策独立性两者之间进行选择。从我国国情和国家利益考虑,我国不可能为保持汇率稳定而放弃货币政策的独立性,最有可能调整的只能是汇率制度。<sup>[11]</sup>第三,当前,大多数国家都采取浮动汇率制。因此,从长期来看,我国最佳的金融政策组合模式是克鲁格曼“不可能三角”的由B组合过渡到C组合(见图1),即由“货币政策独立性+固定汇率制+资本管制”组合过渡到“货币政策独立性+资本自由流动+浮动汇率制”组合。

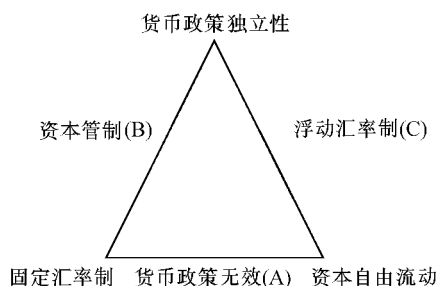


图1 开放经济条件下“三元悖论”图解

#### 2. 汇率目标区是中国汇率制度改革的中期目标和近期的现实选择

从我国现实的金融市场等条件看,我国目前尚不具备实行完全浮动汇率制的条件。因此,近期只能在固定汇率和浮动汇率制之间进行调和、折中,建立一种既有稳定性又有灵活性的汇率制度,可供选择的汇率制度也只能是介于固定与浮动的汇率两者之间的“混合”体制。“混合”体制除了“有管理的浮动汇率制”以外,还有一种“目标区汇率制”。比较而言,汇率目标区具有固定汇率制和浮动汇率制两种制度的优点,更适合进一步改革与开放中的中国汇率制度,是中国汇率制度改革的中期目标和近期的

现实选择,这是由以下几点意义所决定的。

1)明确、公开的汇率目标区优于有管理的浮动。在明确的游戏规则下,中央银行与市场参与者共同把汇率运动的轨迹置于区间内。明确、公开的游戏规则传递给市场参与者一个稳定的预期,而该稳定的预期保持了信心,使市场参与者行为方式与中央银行的目标趋于一致,共同将汇率限定在目标区内。在有管理的浮动汇率制下,由于缺乏有关波动区间明确的、公开的信息,市场参与者只能根据获得的信息作出预期,由于信息不对称(中央银行比市场参与者掌握更多的信息),其预期不确定性就越大,预期的不稳定将导致市场参与者反应过度,进一步导致汇率波动过度。

2)汇率目标区的建立可增强我国汇率政策的灵活性、有效性。一是中央银行控制汇率的运动有更大的自主性。在汇率目标区制度中,一国中央银行进行干预,使汇率朝着有利于本国经济发展的方向移动。而且,一国中央银行还可以在必要的时候改变中心汇率与波动区间,避免汇率高估所引发的外部投机冲击。二是央行能够最大限度地利用公众的“预期心理”来增强政策干预的有效性。在目标区内,央行的干预是不定期和不定向的,因而公众难以对央行的行为做出“完全理性”的预期,也就无法预先准确采取“逆向而动的对策”。而在目标区边界附近,虽然公众会预计到央行可能采取干预,但具体的干预时间、力度及预期效果无法知晓。因此,多数投资者会赶在央行干预前,顺应预计的干预方向进行市场交易,使现实汇率在央行干预之前就产生央行所希望的走势,从而在很大程度上减轻央行干预的压力。

3)汇率目标区的建立可增强我国货币政策的独立性、灵活性。一是实行汇率目标区制度后,汇率自由浮动的余地相对增大了,央行有了相机干预的自主权,在它认为无干预必要时就不采取类似购入外汇、抛出本币一类的行为,这样就不会为维持一个“内在固定”的汇率水平而被动的增加货币投放。即使进行强力干预时,由于汇率政策的有效性,货币总量也不会发生太大的波动。二是目标区汇率灵活性和稳定性兼顾的特点使汇率政策能够有效地调节国际收支,实现外部平衡。而汇率政策效率的提高有利于货币政策有效达到宏观经济内部平衡目标,不必过多受制于外部因素。

4)汇率目标区制度与中国金融进一步改革与开放的渐进式路径相吻合。我国经济改革与开放是渐进型的,金融的改革与开放也必然是渐进型的。在渐进式的改革与开放中,汇率制度的设计也应该是渐进式的,即以现存的汇率水平为中心汇率,确定一

定的波动区间,然后再逐步放开,最终过渡到与市场经济相适应的汇率制度。

### 3. 我国实施人民币汇率目标区制的具体措施

我国实施人民币汇率目标区制的具体措施为以下几点。

1) 确定人民币中心汇率。改变目前人民币盯住美元的单一汇率参照,将人民币汇率与一篮子货币挂钩,以一篮子货币来确定人民币中心汇率。在确定中心汇率时,根据我国经贸关系的实际情况,应盯住美元、欧元及日元与我国国际收支关系密切相关的一系列货币,如港元,由这个货币篮子产生一个加权中心汇率。

2) 确定汇率波动范围。围绕中心汇率,设定一个汇率的带状浮动区,即目标区。在目标区中,可以允许本币币值围绕中心汇率小幅波动。当汇率在允许的波动范围内时,货币当局不予干预;当汇率预期将超过目标区上下限时,货币当局通过在市场上买入/卖出本币进行对冲性干预;另外,中心汇率本身也是可以调整的,货币当局可根据本国国际储备状况或价格的近期变化定期地对中心汇率进行小额调整。

3) 实施汇率目标区制的配套改革。首先,取消强制性的结售汇要求,实行意愿结售汇制,改进中国人民币汇率的形成机制。2002年12月,中国人民银行规定,所有中资企业均可获得上限为去年外汇收入20%的留汇权,新企业则可获得一个5万美元的留汇额度。<sup>[12]</sup>这一举措不仅能减轻中央银行经常性以做市商身份入市干预的压力,而且有利于削减涉外企业因强制结售汇制度增加的额外经营成本。同时,扩大了企业用汇自主性和灵活性,并且给它们以控制管理外汇风险的压力,从而分散汇率风险,有利于其逐渐适应将来更大弹性的人民币汇率。随着今后中外经济规模的进一步扩大,企业的留汇额度仍可进一步放宽,直至变强制性结汇制为自愿结汇,使整个外汇供求有效地出清价格,使价格也能灵活地引导和调节需求。

其次,转变中央银行在外汇市场上的角色,扩大外汇银行持有外汇余额的比例。放松对外汇指定银行的外汇净头寸管制,中央银行只需依法实施监管和在必要的情况下进行适度干预,以免汇率过度浮动。这样就可以改变当外汇市场供大于求时中央银行是唯一买者,求大于供时央行又是唯一卖者,央行若不入市买卖,外汇交易就无法顺畅运行的局面,央行间歇入市干预才可能实现。

再次,加快人民币利率市场化改革,为人民币远期交易、期货交易及我国企业回避汇率风险奠定良好基础,使人民币汇率形成机制趋于完善。我国的利率改

革必须循序渐进,应制定未来5年内利率市场化的战略步骤,采取“先贷款后存款、先浮动后放开、先大额后小额、先农村后城市、先外币后本币”等措施。

第四,完善资本项目管理,积极推进人民币自由兑换进程。一要甄别资本项目交易,避免与经常项目交易发生混同,防止逃避管制。二要对资本项目交易所涉及的货币兑换、支付和转移加以管理,尤其要区分经常性交易和资本性交易。根据国际经验,建立外汇管理部门、外汇经营者和海关之间的信息交换系统是有效区分经常性交易和资本性交易的手段。

第五,培育健全的外汇市场。一是适当增加市场交易主体,让更多的企业和金融机构直接参与外汇买卖,以避免大机构集中性的交易对市场价格水平的操纵,防止汇率的大起大落;二是增加外汇交易工具,充分发展远期交易、调期交易、回购交易、外币期货期权等交易手段;三是逐步扩大外汇交易中心的交易会员数量;四是建立有形外汇市场和无形外汇市场相结合的、近期与远期相协调的外汇市场体系。

第六,加快短期货币市场建设。短期货币市场是货币政策和汇率政策有效调节内外均衡和稳定汇率的关键,因此,要加快短期货币市场建设。

### 参考文献:

- [1] 保罗·克鲁格曼,奥伯斯法尔德.国际经济学(第五版)[M].海闻译.北京:中国人民大学出版社,2002.473—474.
- [2] 杨胜刚,王惠文.论建立人民币汇率目标区[J].财经科学,2003(6):52—56.
- [3] 倪海燕.财政、货币政策的有效性与汇率制度选择[J].现代经济探讨,2000(2):18—22.
- [4] 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):69—71.
- [5] 黄燕君.我国现行汇率制度与货币政策的有效性[J].国际金融研究,2000(6):59—60.
- [6] 傅利平.我国汇率政策的效应及汇率制度的选择[J].南开学报,2003(1):45—48.
- [7] 苏平贵.汇率制度选择与货币政策效应分析[J].国际金融研究,2003(5):05—06.
- [8] 谢平,张晓朴.货币政策与汇率政策的三次冲突——1994—2000年中国的实证分析[J].2003(5):30—35.
- [9] 吴运迪.论人民币汇率的中长期决定和制度安排[J].国际金融研究,2000(5):11—12.
- [10] 王云龙.人民币汇率:制度选择与改革操作[J].经济动态,2003(7):38—42.
- [11] 姜凌,韩璐.汇率目标区理论与人民币汇率机制的改革思路[J].经济评论,2003(2):111—113.
- [12] 许文彬.三元悖论下我国汇率制度改革探析[J].财经问题研究,2003(7):44—47.