

如何协调货币政策与汇率政策？*

一、“不可能三角”假说及其面临的挑战

在开放经济的条件下，一国央行必然会面临货币政策与资本流动的冲突问题。例如，当一国经济过热时，该国本应该实施从紧的货币政策。然而，国内利率的上升可能导致国际资本大举流入，从而使得该国经济因为流动性过剩而进一步过热。反之，当一国经济趋冷时，该国本应该实施宽松的货币政策。然而，国内利率的下降可能导致本国资本大举外流，从而使得该国经济由于流动性不足而进一步趋紧。

如果再加入汇率变动，问题将变得更加复杂。如果一国央行实施的是缺乏弹性的固定汇率制或准固定汇率制，那么上述货币政策与资本流动的冲突将依然存在，换言之，该国央行将会缺乏货币政策的独立性。而如果一国央行实施的是富有弹性的汇率制度，那么该国的货币政策独立性可以显著提高。例如，当经济过热而本国央行加息时，本币汇率一次性大幅升值一方面将会抑制国际资本持续流入，另一方面将会通过进出口渠道抑制总需求，从而达到总量收缩的目的。反之，当经济衰退而本国央行降息时，本币汇率一次性大幅贬值一方面将会抑制本国资本持续外流，另一方面将会通

* 本文即将发表于《债券》。

过进出口渠道刺激总需求，从而达到总量宽松的目的。

上述货币政策、汇率政策与资本流动三者之间的权衡关系被称之为三元悖论或不可能三角 (Impossible Trinity)，是由加拿大经济学家蒙代尔最早提出的。他指出，一国不可能同时拥有开放的资本账户、固定的汇率水平以及独立的货币政策，而是只能在三者之间择其二而弃其一。例如，美国拥有独立的货币政策与资本自由流动，从而不得不实施自由浮动的汇率制度。又如，香港完全开放了资本流动且长期实施盯住美元的联系汇率制度，这意味着香港只能被动输入美国的货币政策。

然而，不可能三角假说从提出之后迄今，一直饱受争议。

争议之一，是中国央行过去 10 余年所走的道路。根据央行官员自身的说法，中国经济是同时实现了部分的汇率弹性、部分的资本账户开放以及部分的货币政策独立性。央行副行长易纲先生及其合作者曾经在早年的一篇文章中指出，中国央行选择的不是不可能三角的“角点解”，而是选择了“中间解”。这看似的确也符合中国改革一直以来所走的渐进式折衷道路。然而，选择这条道路并非没有成本。中国在 21 世纪前 10 年积累的大量外汇储备所面临的机会成本、汇率风险、冲销成本与国内流动性过剩引发的资产价格泡沫，就是相关成本的明证。

争议之二，是法国经济学家 Helene Rey 提出的不可能两难 (Impossible) 假说。她在美联储杰克逊霍尔的研讨会上指出，在资本自由流动的条件下，即使一国实施浮动汇率制度，该国也不能维持独立的长期利率。这意味着，一国央行事实上只能在资本流动管制与货币政策独立性之间二者择其一，也即不可能三角蜕化为不可能两难。这显然强调了资本流动管理的重要性，而弱化了弹性汇率制度的重要性。

二、不可能三角假说依然适用于当前的中国经济

尽管如上所述，不可能三角假说在近年来受到争议，然而，2015 年 8 月以来中国经济面临的现状，充分地表明了不可能三角的适用性。

第一，随着中国资本账户的逐渐开放与人民币国际化的推进，跨境资本自由进出中国的程度已经显著加深。自 2009 年中国央行开始推进人民币国际化以来，至少在人民币跨境贸易与投资项下，本币计价的资本流动面临的障碍已经显著降低。自 2012 年中国央行表态要加快资本账户开放之后，各类资本流动面临的管制也显著下降。换

言之，尽管迄今为止中国央行还未全面开放资本账户，但跨境资本流动已经显著加强。

第二，当前中国宏观经济所处的境况需要中国央行进一步放松货币政策。其一，尽管中国经济的潜在增速的确在下降，但若干证据表明，当前的宏观经济增速已经显著低于潜在经济增速，也即出现了为负的产出缺口。最重要的证据，就是无论 GDP 缩减指数还是 PPI 同比增速，已经出现了持续的负增长，这意味着出现了通货紧缩。要应对通货紧缩，意味着中国政府应该出台积极的需求管理政策；其二，受制于地方债高企、房地产市场收缩造成地方政府预算外收入显著下降，以及美国次贷危机后四万亿政策的副作用等因素，目前中国的财政政策并不太积极，这就使得中国央行面临更大的放松压力。目前中国一年期人民币存款基准利率仍有 1.5%，大型金融机构法定存款准备金率仍有 17.5%，这意味着无论降息还是降准都仍有空间，且降准的空间远大于降息。

第三，当前人民币兑美元汇率面临显著的贬值预期。市场上的人民币兑美元汇率贬值预期始于 2014 年第二季度，这表现为从 2014 年第二季度起，人民币兑美元汇率的市场价持续低于中间价。人民币兑美元贬值预期产生的原因，在于 2013 年至 2015 年期间，人民币跟随美元兑其他主要货币快速升值，这严重背离了中国经济的基本面。2015 年 8 月 11 日的人民币汇改非但没有纠正、反而加剧了市场上的人民币贬值预期。自 2015 年 11 月人民币被纳入 SDR 篮子之后，中国央行一度放松了对人民币汇率中间价的管理，导致人民币兑美元汇率中间价显著贬值，这进一步激发了市场上的人民币贬值预期。

把上述三方面的分析结合起来，就不难看出当前中国央行面临的困局。

如果央行不收紧对资本流动的控制，那么央行就会面临放松货币政策与维持人民币兑美元汇率稳定的两难。如果通过进一步降息与降准来刺激宏观经济，人民币兑美元汇率就会因为利差的缩小而继续贬值，且汇率贬值会与资本外流之间相互强化。而如果央行试图维持人民币兑美元汇率的稳定，那么央行就不得不推迟甚至放弃降准或者降息，进而中国经济的下行就可能变得难以抑制。

如果央行既想放松货币政策，又想维持人民币兑美元汇率的基本稳定，央行就必须加强对资本流动的管制，但这一方面可能导致人民币国际化的退步，另一方面可能遭致国际社会的非议。这是因为，正是中国央行承诺会继续开放资本账户，才使得人民币被纳入 SDR 货币篮。

当前中国央行是如何选择的呢？首先，鉴于目前中国高层官员已经多次重申人民币汇率不具备持续大幅贬值的基础，似乎中国央行已经不得不努力维持人民币兑美元汇率的稳定。（当然，如果中国官员强调维持的是人民币有效汇率的稳定，这可以创造一些人民币兑美元汇率温和贬值的空间。）其次，目前中国央行事实上已经收紧了对外汇兑换与资本外流的控制。例如，投机者已经很难在香港离岸市场上借到人民币，离岸人民币拆借利率已经显著上升。又如，零散换汇并集中汇至海外特定账户的行为已经受到明显遏制等。再次，为了稳住汇率，目前央行已经多次对抗市场预期，推迟降息降准，而仅仅通过逆回购、SLF 与 MLF 等短期流动性调节措施来补充流动性。事实上，2016 年 1 月的股市大跌，尽管与人民币贬值预期、引入不成熟的熔断机制等高度相关，也与央行没有及时降息降准密切相关。

换言之，央行再度回到了不可能三角的中间道路上来，它被迫再度选择了较为稳定的人民币汇率与部分的资本账户管制，但代价是货币政策的独立性再度被削弱。

三、如何协调当前的货币政策与汇率政策？

笔者认为，作为全球第二大经济体，中国经济已经是一个不折不扣的大国经济。对大国经济而言，内部平衡的重要性要高于外部平衡。而要在开放条件下实现内部平衡，就必须维持货币政策的独立性。而要提高货币政策的独立性，就必须增强汇率制度的灵活性，并且维持必要的资本账户管制。

首先，为了消除负向产出缺口，中国政府实施积极的需求管理政策，其中积极的货币政策不可或缺。目前中国的政策重心似乎放在了“供给侧改革”。然而供给侧改革只能改变中长期的潜在增速，对提振短期经济增速没有太大帮助，甚至可能压低短期经济增速。更重要的是，如果不能维持短期经济增速的稳定，如果中国经济发生硬着陆，供给侧改革根本难以推动。因此，当前中国经济需要实施积极的需求管理政策，这包括积极的财政政策与积极的货币政策。而积极的货币政策，意味着降息与降准并举。考虑到当前的政策空间，未来中国央行应该把降准作为主要的货币政策工具。

其次，为了给宽松货币政策打开空间，必须增强人民币汇率形成机制的灵活性。这就意味着要降低央行对外汇市场的干预，让汇率在更大程度上由市场供求来决定。在当前形势下，央行放松对人民币汇率的干预，必然意味着人民币兑美元汇率在短期

内会显著贬值。然而，只要贬值幅度不是过大（也即没有出现汇率超调），那么市场力量下的贬值是利大于弊的。这既有助于缓解有效汇率升值过快对出口造成的冲击，也有助于释放贬值压力、消除市场上持续的贬值预期。我们认为，建立人民币有效汇率的年度宽幅目标区机制，是当前人民币汇率形成机制的最佳选择（具体可参见余永定、张斌与张明在《财经》杂志上发表的文章）。

再次，为了控制人民币兑美元汇率的贬值幅度，以及提高宽松货币政策的有效性，中国央行应该保持适当的资本账户管制，而非继续开放资本账户。一方面，如果资本流动没有障碍，那么汇率贬值预期与资本外流之间可能形成相互强化的恶性循环，这可能导致汇率发生超调。另一方面，如前所述，如果资本流动没有障碍，那么宽松货币政策将会导致资本外流，由此可能造成流动性不松反紧，这会削弱货币政策的有效性。从这两方面出发，维持必要的资本账户管制都是中国央行的必然选择。这又意味着，其一，中国央行短期内不应出台进一步放松资本外流的措施，例如 QDII2 等；其二，中国央行应该加强现有资本账户框架下资本管制的有效性，例如加大对虚假贸易、贸易项下转移定价以及地下钱庄的打击等。此外必须指出的是，加强资本管制的有效性，并不意味着违背市场的规律进行蛮干。例如，为了维持人民币兑美元汇率的稳定，人为地提高离岸人民币市场的利率以及人为地压缩离岸人民币的供给，这并不是适宜的管制做法，而且这样做会显著削弱央行的信誉，并最终扼杀人民币离岸市场。

总之，作为一个事实上的经济大国，我们必须遵循大国的行为逻辑。当国内经济形势要求货币政策放松时，我们应该毫不迟疑地放松货币政策，而不要被汇率维稳束缚了手脚。为了提高宽松货币政策的效力以及防止汇率向下超调，我们应该坚决加强资本流动管制。资本流动管制应该采用市场各方能够接受的方式，避免过于简单粗暴的做法。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。