

国际资金流动 造成我国货币、汇率政策冲突

李华军 杨 昀

(兰州大学经济学院 兰州 730000)

【摘要】 克鲁格曼“三元悖论”告诉我们,一国要想获得独立的货币政策,必须放开资本市场并实行浮动的汇率政策。但在放松资本管制的情况下,汇率经常会遭受各种投机热钱的冲击,这同样会使一国独立的货币政策效果大打折扣。本文结合我国的经济特征及实践经验,从理论上阐释了独立的货币政策受到干扰的原因。

【关键词】 国际资金流动 投机 预期收益率

一、我国目前宏观经济背景综述

2007年以来,我国居民消费价格指数(CPI)持续走高。其中2007年全年CPI上涨4.8%,而在2008年的2月、3月、4月三个月CPI同比增长均超过8%,这远超过3%的警戒线。为了应对日益凸现的通货膨胀压力,央行采取了一系列从紧的货币政策,2007年以来,央行已经连续14次上调人民币存款准备金率,上调后的存款准备金率达到16.5%的历史高位。在此期间,央行还6次上调利率。此外,受次贷危机影响,美联储已将联邦基准利率连续降低至2%,而央行2008年10月以前一年期存款基准利率则为4.14%,二者之间的这种利差也给了国际热钱一定的想象空间。有关数据见表1。

表1 2005~2008年中国主要经济指标

年月	2005.12	2006.6	2006.12	2007.6	2007.12	2008.6
居民消费价格指数增长率	1.6	1.5	2.8	4.4	6.5	7.1
货币供应量(M2)(亿元)	298 755.48	322 756.35	345 577.91	377 832.15	403 401.3	443 141.02
外汇储备(亿美元)	8 188.72	9 411.15	10 663.44	13 326.25	15 282.49	18 088.28

2005年央行宣布人民币汇率制度改革后,人民币便开始了稳定的升值进程,而2007年以来升值似乎有加速趋势,并迅速突破了人民币同美元比值的“7元”大关,累计升值幅度达20%左右。与此同时,我国外汇储备也在以惊人的速度不断增加,截止到2008年3月底,外汇储备余额已经达到16 821.77亿美元。看来,我国人民币的升值政策并没能阻止国际热钱的流入,反倒提高了人民币升值的预期。为了缓和人民币快速升值对我国出口产业的影响,以及大量国际资金的流入流出给我国经济运行带来的波动,央行不得不通过增减外汇储备的方法来控制人民币升值的幅度,而外汇储备的快速增加似乎也说明了这一点。人民币升值的汇率政策依然改变不了外汇储备增加的事实,换句话说,央行仍然要向国内市场投放大量的基础货币,这使得从紧的货币政策大打折扣。尽管央行采取了发行国债和央

行票据等冲销干预措施,但2007年货币供应量增长率还是达到了18%以上,超出2006年2个百分点。

当前经济形势下,汇率制度已经有了很大的改变,但人民币升值的政策不仅没能抑制通货膨胀,反而使国际热钱的流入加快,从而使得我国从紧的货币政策遇到了较大的阻力,效果很不理想。

二、基于我国经济事实的理论新解

1. 模型选择。对宏观经济政策冲突的经典分析是蒙代尔-弗莱明模型,但传统分析给出的结论并不适合一些金融市场不发达或者体制不健全的国家,很多类似于我国的发展中国家都属于这种情况。传统理论给出的解释都是一种非此即彼的理由,要么使得汇率完全自由浮动,要么使得资本完全自由流动,要么跟随汇率盯住国的货币政策,但现实中很少有国家能做到这样。比如我国,汇率制度和资本流动性就处于一种中间状态。我国的经济特征和发展水平决定了不可能让资本完全自由进入的制度安排;而为了保护一些正处于发展阶段的出口产业,央行也不可能放任人民币升值。那么,对我国的这种中间制度安排下宏观经济政策之间的冲突,有没有别的模型可以解释呢?在分析了我国的历次实践之后,本文认为利用预期扰动模型或许能够解释这一冲突。其公式如下:

美元存款的人民币预期收益率 $R' = R + (E_0 - E) / E$

其中,R代表人民币的存款利率,E代表目前的汇率水平, E_0 代表了预期的汇率水平,如图1所示。在美元存款的人民币预期收益率不变的条件下,本币利率上升,将导致预期汇率下跌,本币升值;同理,本币利率下降,将导致预期汇率上升,本币贬值。当市场上对本币产生升值预期时,图1中预期收益率曲线将向左移动;当市场对本币产生贬值预期时,预期收益率曲线向右移动。此时,美元存款的人民币预期收益率会受到市场对人民币预期价值的影响而左右移动。

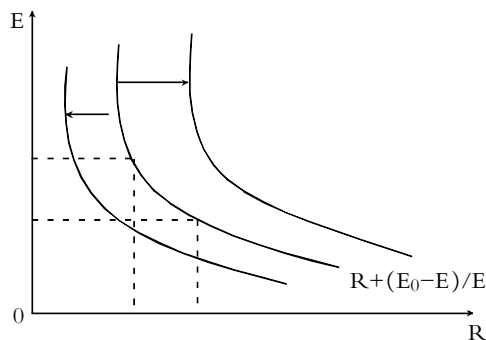


图 1

那么,人民币预期价值对收益率曲线的影响又是如何传导到货币市场上的呢?

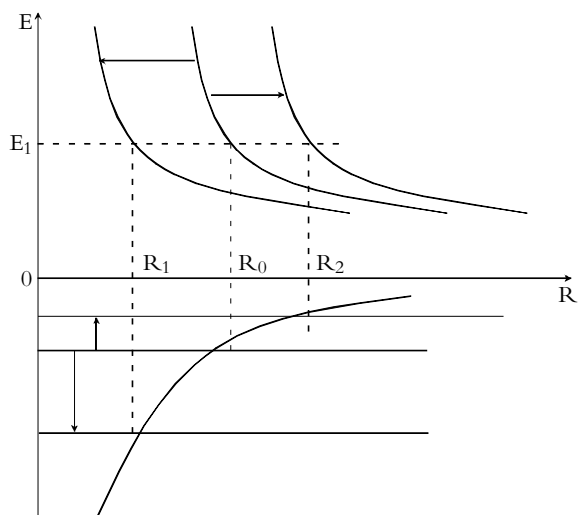


图 2

从图 2 可以看出,货币市场的供给受到了预期价值的影响,货币政策的独立性受到了限制,当预期本币升值时,外币存款的本币收益率曲线向左移动,在维护固定汇率 E_1 的情况下,央行不得不投放基础货币,并降低利率。而当预期本币贬值时,外币存款的本币收益率曲线向右移动,同样为了维护固定汇率 E_1 ,央行必须减少货币供给,并提高利率。这样,央行的货币政策的独立性受到很大的影响,完全受制于市场对本币的预期价值。很显然,央行为了维护外部的均衡,不得不对货币政策进行调整,其独立的货币政策受到了干扰。

2. 经验分析:2007 年以来的宏观经济运行状况。我们基于现实情况所设定的这种假设模型在我国的适用性如何呢?我们选取 2007 年以来我国宏观经济政策的执行情况进行检验,通过分析目前经济环境下所要求的及央行所实行的货币和汇率政策的执行情况,来分析预期回报率变动对我国货币政策所带来的影响。

我国人民币汇率制度改革以来,人民币一直处于升值状态,从而给外币资产一种超稳定的预期价值,同时随着人民币升值速度的加快,人民币自身的预期价值也在不断提高。人民币升值预期使得美元存款的人民币预期收益率不断提高,从而导致大量美元资产的涌入。而央行为了稳定人民币的升值

幅度,不得不大量增加外汇储备(见表 2),从 2007 年 3 月到 2008 年 6 月底,我国外汇储备增长了 60%左右。

表 2 2007~2008 年度外汇储备 单位:亿美元

年月	2007.3	2007.6	2007.9	2007.12	2008.3	2008.6
外汇储备	12 020.31	13 326.25	14 336.11	15 282.49	16 821.77	18 088.28

注:资料来源于中国人民银行网站。

同时,国内居民消费价格指数(CPI)则不断创出近年来新高,2008 年以来工业品价格指数开始逐步上扬,通货膨胀压力日渐凸现。为了控制通货膨胀,央行开始实施适度从紧的货币政策,2007 年以来已经连续 14 次上调存款准备金率,使之达到 16.5%的历史高位,并连续 6 次上调利率。此外,央行还不断地发行央行票据及国债以冲销过多的外汇占款。但是从实际的货币供给上来看,银根紧缩的效果并不是很明显,2007 年货币供应量增长率还是达到了 18%以上(见表 3)。这是由于央行所实行的货币政策和实际执行的效果发生了偏差,是汇率政策和货币政策发生冲突的结果。为什么会出现这种状况呢?根据上面的分析,2005 年人民币汇率制度改革以来,国内经济形势发展良好,一直保持着 10%以上的高增长速度,而国际收支上也一直保持双顺差的格局,这使得人们对人民币升值的预期不断提高,美元存款的人民币预期收益率大幅提高,从而导致大量的美元资产涌入我国。与此同时,国内利率也在不断上调,这也增加了美元存款的人民币预期收益率,同样造成了大量美元资产的涌入。

表 3 2007 年度货币供应量(M2) 单位:亿元

月份	1	3	5	7	9	11
货币供应量(M2)	351 498	364 104	369 718	383 884	393 098	399 757

反观我国的资本市场,由于严格的资本市场管制,则较少受到国际热钱的控制,而随着资金链的不断紧缩便开始了下跌之路。在房地产市场,一些大城市比如深圳、北京、上海等地的房地产市场已经提前降温;而证券市场,自 2007 年 10 月份上综指 6 124 点见顶后,至今最深跌幅达 72%,与之相伴的便是成交量的不断萎缩,充分显示了资金量的不足。

综上所述,我们发现 2007 年以来的宏观经济政策之间的冲突基本符合预期扰动模型,即由于美元存款的人民币预期收益率大幅上升吸引了大量的国际投机资金,从而给独立的货币政策带来了较大的干扰。

三、小结

通过引入预期扰动模型并结合我国的实践经验,我们发现,对类似于我国这样中间制度安排的国家来说,预期收益率的变动很容易招致国际热钱的投机行为,而一旦遭受投机冲击,宏观经济政策之间就会产生冲突。就现阶段的国情来说,人民币的稳定升值以及中美之间正在形成的利差带来的就是一种稳定的预期收益率,而在金融管制不断放松的情况下,必然导致国际资金不断涌入,外汇储备不断增加,而这正是汇率

电子商务模式下现行税制面临的挑战

刘元兵

(湖南文理学院 湖南常德 415000)

【摘要】 电子商务对建立在传统贸易方式和有形交易对象基础之上的现行税收政策带来了巨大的挑战。本文从税收原则、税制要素、税种、税收征管、国际税收五个方面分析了电子商务形式下税收面临的挑战,以为制定相关政策提供参考。

【关键词】 电子商务 税收原则 税制要素 税种

一、税收原则面临的挑战

1. 税收公平原则面临挑战。税收公平原则是指境况相同的纳税人应承担相同的税负,境况不同的人承担不同的税负,它具体包括普遍征税和平等征税两个方面。按照税收公平原则要求,电子商务与传统贸易应适用相同的税法,负担相同的税负。然而,由于电子商务贸易的流动性、隐匿性及交易的数字化特征,使得税务机关获取信息的能力和税收征管水平还难以适应,导致电子商务贸易企业与传统贸易企业之间的税负不公平。其表现在:①由于现行税制是以有形交易为基础制定的,因而使得从事电子商务贸易企业可以轻易地逃避纳税义务,导致从事网上贸易企业的税负明显低于传统贸易企业的税负;②一些国家和地区为了避免大量的税收收入不致轻易地流失,便对网络传送和实物传送的数字化产品实行税率区别对待的政策,造成在贸易实质相同但形式不同的企业中,其税负在横向上实际上不公平。

2. 税收中性原则面临挑战。税收中性原则是指税收设置以不干预市场机制的有效运行为基本出发点,促使社会现有的资源得到合理配置,从而增加社会效益。电子商务作为

政策和货币政策发生冲突的根本原因。

对于我国这样一个经济规模比较大的国家来说,保持货币政策的独立性至关重要。但以上分析告诉我们,在目前的汇率制度安排下,若要我国宏观经济政策之间不发生冲突,必须有效控制国际投机资金的流入。对此,本文认为可以从以下几个方面入手:

1. 从控制预期收益率入手,增加国际资金的交易成本,减少其最终收益。

2. 加强监管。尽管我们在资本项目上并没有放开,但国际资金可以通过诸如高报出口价格、低报进口价格等多种途径流入,所以应当严格控制各种渠道的资金流入。

3. 慎重实施人民币缓慢升值的策略。目前控制人民币缓慢升值不仅没能让国际资金获利了结,反而增强了人民币升值预期。这种汇率政策使得人民币汇率处于超稳定的状态,投机热钱几乎是在进行一种无风险的套利,因此大量涌入。

一种新型的商业贸易形式,与传统的贸易在本质上是相同的,但现行税制是以有形贸易为基础的,现行税制因为没有规定对电子商务交易征税的合法依据及对其进行管理的有效手段,导致传统贸易与电子商业贸易在税负上的不公,这种不公会导致企业实际的盈利和发展能力出现差异,扭曲市场经济的功能,进而影响到资源的有效配置。

3. 税收效率原则面临挑战。税收效率原则是指税收的征收和缴纳应尽可能确定、便利和节约,尽可能避免产生额外的负担,从而促使市场经济有效运行。具体来说它包含两层意思:一是征税过程本身的效率,即较少的征收成本、便利的征收方式等。二是对经济运转效率的影响,它必须有利于促进经济效率的提高,有效地发挥税收的经济调节功能。在电子商务中,产品或服务的提供者可以绕过传统的中间代理商、批发商、零售商而直接将产品提供给最终的消费者。中间人的消失会使许多原来无经验的纳税人加入到电子商务中来,使税务机关工作量增大。并且税务机关对电子商务交易必须运用高科技手段征管,要投入大量的人力、物力和财力,会导致税收的征管成本增加,以致征税的宏观和微观效率降低。

主要参考文献

1. 国家统计局编.中国统计年鉴 2006.北京:中国统计出版社,2006

2. Frederic S.Mishkin 著.郑艳文译.货币金融学.北京:中国人民大学出版社,2007

3. 谢平,张晓朴.货币政策与汇率政策的三次冲突.国际经济评论,2002;3

4. 易纲,范敏.人民币汇率的决定因素及走势分析.经济研究,1997;10

5. 孙建平.货币政策和汇率政策的冲突:中国的实践及理论新解.国际金融研究,2002;12

6. 谢多.国际资本流入下的汇率政策选择.国际经济评论,1996;6

7. 李平,杨清仿.人民币汇率——理论、历史、现状及其发展趋势.北京:经济科学出版社,1999