

新加坡汇率制度的经验借鉴

文/杨璐 编辑/任风远



新加坡金融管理局在上世纪八十年代初选择了以汇率政策为中心的货币政策,实施了有管理的浮动汇率制度,包括参考货币篮子调节汇率,汇率在一定区间内波动,中心汇率可以爬行调整等。新加坡实施的浮动汇率制度与小规模外向型经济体的特征相契合,并且以配套的宏观经济金融政策为保障,三十多年来运行良好,基本保持了汇率水平的合理稳定。笔者认为,新加坡提供了介于固定汇率制和浮动汇率制间其他汇率制度选择的成功经验,突破了中间汇率制度难以操作的实践困境,具有一定的借鉴意义。

新加坡汇率制度成因

一是外贸依存型小规模经济体对外部价格等因素高度敏感。新加坡高度依赖进出口,进口和出口成本将影响国

内物价走势、生产要素分配以及经济的增长。从这个意义上讲,汇率价格信号比其他价格信号对新加坡经济的影响更为显著。

二是新加坡政府立足保障居民财富和购买力不受侵蚀,所以将保持新币坚挺作为其长期首要任务;但同时也保留了在面临经济衰退和外部危机时货币贬值的选择权。事实上,新加坡政府设定了3%的年通货膨胀率上限,新元名义有效汇率设定的年均升值幅度也是3%左右。1994年来,新元汇率基本保持趋升态势。

三是金融的高度开放使新加坡金融管理局部分丧失了主动调节货币供应量和国内利率的能力。在货币供应量方面,在资本高度自由流动,特别是货币可兑换程度较高并且存在一定国际化程度的情况下,基础货币的乘数效应难以

估计。鉴此,新加坡金融管理局对货币供应量不设置目标,只通过公开市场操作来保持银行体系内合理的日间流动性水平。在利率方面,从利率平价角度看,新加坡国内利率不但遵循了抵补利率平价理论,也遵循了非抵补利率平价规律。这一方面印证了新加坡资金高度自由流动的自由港特征;另一方面,也说明了新元风险溢价水平较低,能够保持相对稳定的预期。在这种情况下,汇率和利率成了可以相互影响的内生变量,即在中长期内能够反映经济基本面,且具有透明度和纪律性的汇率政策,可以适当影响利率水平。从实际操作看,利率因受汇率影响而具备了自主调节的可能性。例如,在经济过热时期,新加坡金融管理局可以通过减少注入新元而使新元升值,更快引发利率上升,使得经济降温;在纯粹由外界冲击

四是多头管理监管力度有限。外方股权转让行为涉及商务部、税务、工商和外汇局等多个部门,外汇局作为最后汇兑环节的管理部门,对具有关联关系的出让外方和受让中方转股定价的合理性,监管难度较大。

加强监管的政策建议

一是加强对高频、大额股权转让的统计监测,防控大额资金波动风险。对企业转股后续直接投资项下的交易情况要加以持续关注,如果短期内发生大

额资金频繁进出,应进一步关注相关交易是否异常,可视情况采取约谈企业或现场核查等监管措施。

二是敦促银行落实“展业三原则”,加强真实性审核。加强对相关银行的指导,对于高溢价股权转让,可要求企业提供评级较高的资产评估公司所出具的报告,将股东情况追踪至出让股东和受让股东实际控制人层面,并保留相关材料备查。

三是完善法律法规,堵住监管漏洞。鉴于跨境关联交易定价比较随意,

监管难度大,容易成为大额资金跨境进出途径,建议尽快研究相关管理政策,防范企业出现规避管理要求的行为。

四是加强协同监管,形成有效合力。建议外汇局与商务、税务、工商等部门进一步加强沟通协调,形成信息共享和联合监管机制,完善外资企业转股各业务环节的监管规则。

作者兰淑娟单位:外汇局北京外汇管理部
作者宋谷予单位:外汇局中关村国家自主创新示范区中心支局

引起的资本流入期间,如果新元汇率稳定,则会引起利率下降,此时如果允许新元在区间内有所升值,则会缓解新元利率下降的幅度,反之则会有相反的效果。可以说,在资本高度自由流动的前提下,新加坡通过具有一定灵活性的汇率制度安排,使得利率也具有了一定程度的独立性。相较而言,中国香港在货币局制度下利率基本与美元利率保持一致,在非危机期间,新元与美元之间利率变动的相关性显著低于港元与美元之间利率变动的相关性,但在1998年亚洲金融危机期间,中国香港则比新加坡面临更高的利率溢价。

新加坡汇率制度配套措施

一是保持高度自律的财政状况。新加坡政府基本保持财政盈余,一方面使得货币政策不需要为财政赤字融资,另一方面使得公共部门不过度依赖对外举债,有利于减少外债压力。同时,通过较为稳定的汇率升值预期,使得国内利率低于国际利率,国内私人部门往往也不需要举借外债,进而减少了货币错配带来外部冲击的可能。

二是保持国际收支盈余。上世纪80年代以来,新加坡国际收支一直处于盈余状态。由于新加坡政局稳定,并且是全球财富管理中心之一,资金的持续流入有利于积累顺差和新元升值。

三是推行强制储蓄计划等吸收新元流动性。新加坡强制执行的中央公积金计划,加上政府部门财政盈余和政府债券净发行,降低了银行的信贷创造能力,产生了巨大的“流动性漏出效应”,造成新元一定程度上的短缺。这就为新加坡金融管理局提供了通过外汇市场自主调节新元供应量和升值速度的空间,克服了不能随意发行货币的困局。

四是浮动工资制。新加坡建立了

可变薪金制度,在特殊时期可通过降低劳动力成本而非货币贬值的方式来保持出口成本优势。这在一方面,可防止形成“货币贬值-进口价格上升-通胀上升-工资上升-出口成本上升-经济增长下滑”的恶性循环;另一方面,也有利于维持国际市场对新币的信心,削弱投机动机。此外,由于居民积累了大量公积金,对新元升值具有刚性需求,因而往往不愿接受新元贬值而愿意以牺牲工资刚性为代价。

五是谨慎的新元国际化策略。新加坡于1978年取消了外汇管制,但为防止外国投机本国货币,新加坡金融管理局出台了限制新元国际化的措施,主要是不允许本国银行向非居民金融机构发放超过500万新元的借款。2004年,新加坡金融管理局放宽了相关规定,但仍保持了一些关键性控制。例如,规定本国银行向非居民金融机构借款超过500万新元且用于国外时,需叙作货币掉期或直接兑换成外币使用;如果发现非居民金融机构有投机新币的可能性,则不允许本国银行对其借款;禁止非居民用从新加坡贷得的新元购买不动产等。

六是较高的政府信誉。通过多年的实践,新加坡政府保持了控制通胀和维持汇率稳定升值的良好记录,使得市场主体对货币政策有着稳定的预期。如果市场主体能够预见汇率波动范围的边界,就会避免将汇率推出范围以外而受到货币当局的干预。因此,汇率自发调整到合理水平的市场机制逐步形成,使得货币当局可以退出常态式干预。

新加坡汇率制度的启示

一是新加坡的实际汇率升值路径证明了“巴拉萨-萨缪尔森效应”。根据该假说,如果一国贸易部门生产效率迅速提高,该部门的工资增长率会较快提高;在贸易品价格受国外价格影响而

不能调整的同时,较高的工资增长水平会传导到非贸易部门;而在非贸易部门生产率没有显著提升的情况下,就会引起非贸易品涨价,造成物价上涨,最终导致实际汇率水平上升。据此而言,长期来看,一国的生产效率会对其实汇率水平产生较为显著的影响。

二是小型开放经济体更易受到外部冲击,因此汇率制度需要树立公信力。例如,新加坡和中国香港均以捍卫汇率稳定作为本国和本地区的重要政策目标,以期形成稳定的预期和信心,使得外向型经济得以繁荣发展。然而二者选择不同,中国香港选择了货币局制度,使得汇率更稳定、透明,但也造成了汇率在一定程度上的僵化,容易形成与经济周期的偏离。特别是在危机期间,投机者可能会预期货币当局无法维护货币局制度,导致汇率出现更大的风险溢价或波动性。新加坡汇率制度相较中国香港而言,尽管存在相对不透明和不确定性,但是保持了灵活性和吸附冲击的能力。从近30年来历次危机中中国香港与新加坡的表现来看,新加坡经济下滑的幅度相对较小。

三是名义汇率如果不能反映实际汇率走势,将最终通过国内物价或资产价格水平波动反映出来。新加坡通过使名义汇率水平基本反映经济基本面,一定程度上防止了汇率扭曲对通货膨胀水平产生的扰动。

四是宏观经济政策对汇率政策的实施具有重要作用。新加坡的经验表明,正确地选择汇率政策固然很重要,但是良好稳健的宏观经济政策和巩固健全的金融体系也同样关键。此外,具有公信力和透明度的政策沟通对维持货币政策的有效性也具有至关重要的作用。

作者单位:国家外汇管理局综合司