



国际贸易与经济发展系列丛书

GUOJI MAOYI YU JINGJIFAZHAN XILIECONGSHU

南开大学“985工程”社会科学创新项目资助

刘程 著

# 新兴市场的汇率 制度、**金融开放与经济增长**

Exchange Rate Regimes,  
Financial Openness and  
Growth of Emerging Markets



中国财政经济出版社

国际贸易与经济发展系列丛书

南开大学“985工程”社会科学创新项目资助

# 新兴市场的汇率制度、 金融开放与经济增长

---

刘程 著

---

中国财政经济出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

新兴市场的汇率制度、金融开放与经济增长/刘程著. —北京:  
中国财政经济出版社, 2009. 10

(国际贸易与经济发展系列丛书)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2173 - 1

I. ①新… II. ①刘… III. ①金融 - 经济自由化 - 研究②汇  
率 - 货币制度 - 研究 IV. ①F830②F820. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 063692 号

责任编辑: 涂 蕙

责任校对: 杨瑞琦

封面设计: 贾 林

版式设计: 董生萍

**中国财政经济出版社出版**

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 9.75 印张 224 000 字

2009 年 10 月第 1 版 2009 年 10 月北京第 1 次印刷

定价: 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2173 - 1 / F · 1721

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

---

# 序

---

佟家栋

1992年，我去加拿大做半年的访问，一个非常重要的工作是寻找南开大学国际贸易学科的发展和发展的方向。得到的比较肯定的结论是，中国的经济学如果跟在发达国家的后面从事理论和政策研究，那无异于跟在他们后面学步，不可能有创新，也不可能符合中国这样的发展中国家的经济学。因此，中国要真正追求经济学的创新，必须在研究对象和研究重点上找到自己的定位。

这个基本的定位就是，在深入理解西方经济学发展的脉络和最新发展的基础上，掌握和运用规范的经济学研究方法，研究发展中大国，特别是中国经济发展中的主要或主流的问题。我们坚信，只要进行持续不断努力，一定能够在发展中大国的研究中形成自己的特色，形成发展中大国研究方面的系列性成果。

发展中大国，顾名思义是那些工业化过程尚未完成，处于发展过程之中，人口比较多，国土面积也比较大的那些国家。按照库滋涅茨的观点，是那些人口在5000万以上的国家。到目前为止，这类国家有20多个。中国、印度、巴西、墨西哥、阿根廷等当然属于这类国家。尽管这些国家在经济发展中有各自的特点，但是它们的共同点也是明显的，以致到今天，我们都承认，有这样一个国家群体或专门名词——发展中大国。

毫无疑问，中国是发展中大国。但是，这个发展中大国与其他发展中大国不同的是，这个大国兼有经济发展和经济制度转型两个方面的艰巨任务，因此对她的研究要更用心，更务实，更强调经济学理论与实际的结合，从而探讨中国经济发展和转型中的诸多难题。

最早，我本人进行了一些研究，多带有框架性，主要是要回答该如何设定一个研究体系及其涵盖的问题。1997年起，我开始带博士研究生，终于加长了自己从事研究的手臂—由每一个博士生，一个专注研究的团队分工协作地展开对发展中大国问题的研究。周申教授专门研究了发展中大国国际收支平衡问题，涂红副教授研究了发展中大国的制度建设问题，张寒冰博士研究了发展中大国的政府作用问题，曹吉云副教授研究了发展中大国贸易政策的制定环境问题，王芳副教授研究了中印两国的经济发展与制度差异性问题，黄春媛博士研究了发展中大国的外包与经济利益问题。总之，已经毕业的博士们已对发展中大国问题分别地进行了专门研究，他（她）们发表了一系列的研究成果，并相继在他们的后续研究中申请到了国家级或省部级研究课题和项目资助，应该说这些研究是可喜可贺的。我们也从这些认可中获得了激励。

一直觉得不足的是，对发展中大国关于汇率制度选择的研究。关于这个问题，我们最早的认识是，发展中大国伴随着经济发展和对外依赖程度的变化，汇率制度也应该从相对固定的汇率走向相对灵活的汇率；而且，对于发展中大国而言，这种汇率制度的演进似乎应该伴随一国经济发展的阶段性，而逐步将汇率制度的选择从一种汇率制度转向另外一种；在相对固定和相对浮动的汇率制度之间一定会经历一些汇率制度的中间阶段，而不是从一个极端，跳跃到另一个极端。难题是，一个发展中大国选择一种汇率制度，从而是退出一种汇率制度的临界点在哪里？而且，理论的研究如果能够找

到，在现实中有无这样的参照案例，以致，我们可以说在理论和实证方面都得到可靠的印证。

这时候，有一个小伙子引起我的关注，这就是刘程博士。当时他还刚刚硕士毕业，他的硕士毕业论文是关于亚洲金融合作问题的。当时他要考我的博士生，我从他论文中所看到的是，他有着强烈的知识创新欲望，希望在硕士论文中就拿出自己过人的学术观点，其次，他对前人研究成果的认真了解和总结，表现出来的科学态度和扎实的学术功底。因此，在经过正常考试之后，成为我的博士研究生。半年之后我就将一直在思考中的发展中大国的汇率制度选择问题交给他来研究。这是一个非常难的问题。汇率制度选择问题不仅对发展中国家是难题，对各个国家都是个难题。因此，这个问题的研究论文不断出现在顶级经济学期刊上，人们也乐此不疲地研究、评价、修正、再出新成果、然后归纳、总结、评论、修改、再出现新的成果。因此，汇率制度问题首先是一个国际经济学的前沿问题，而发展中大国只是这种选择中的一种特例。尽管在20世纪末发展中国家的汇率制度还没有特别引人注目，但到了2005年以后，研究发展中国家汇率制度选择的文章在顶尖杂志上开始出现，特别是东欧巨变给转型国家或新兴市场经济国家跳跃式的汇率制度改革提供了机会，也提供了经济学理论研究的实验场。刘程的博士论文就是在这样的研究基础上开始启动他自己的研究的。

由于他的勤奋，使他阅读了大量的资料，综述了前人几乎所有代表性的研究成果，给出了自己的意见；在此基础上，他提出了汇率制度选择的理论模型和汇率制度退出的临界点，进而利用东欧及其他新兴市场经济国家的经验证明，这些转折出现的必然性。在此基础上，他的论文对中国的汇率制度选择及其汇率制度与相关金融制度进行了研究，指出了中国这样一个发展中大国，在经济制度转

型汇率制度及时调整的必要性和缺乏弹性的风险等等。答辩委员们认为，这是一篇优秀的博士论文。

每次学生们论文答辩后，我都要在课堂上做一个类似谈体会式的总结，以便鼓励和鞭策这样一个团队的学术研究，对答辩人而言，顺利通过答辩固然重要，但更重要的是，在吸收专家们的建议之后，进行修改、提升形成一部可以称之为“专著”的研究成果。以便铭记。

**佟家栋**

2009年9月28日于南开园

---

# 前 言

---

自全球货币体系的美元单极时代瓦解后，汇率弹性与金融开放度的政策选择历来是开放条件下发展中国家外部政策的两个关键性决策，同时也是国际经济学理论的重要研究对象。相关领域尽管已经积累了大量的有关研究，但理论与经验研究以及经验研究之间始终存在着巨大的背离与分歧。从更为严格的政策意义上来说，一国的汇率政策从属于宏观货币政策框架，而金融自由化进程又必然伴随着货币政策框架的重新设计以及名义锚的调整，因此，汇率机制调整和退出策略的选择实际上可以视为金融发展与自由化背景下的一个重要环节。过去 30 多年各国货币当局的政策实践充分印证了这一点。然而，相关领域已涌现出的大量文献多是单独平行分析两者与经济增长间关系，鲜有将此两者纳入统一框架内协同研究。尽管经典的 Mundell - Flemming 模型至今仍对各国的宏观经济政策起着重要的指导作用，由其引申得到的“三元悖论”理论也从宏观层面阐述了资本市场开放与汇率制度弹性间的大致关系，但“三元悖论”本身无法排除中间政策选择，而且从理论的角度而言，这一模型包含了过多的先验性假设，缺乏严格的微观基础，并且忽略了跨期预算约束的影响，同时也没有给出有效的福利评价标准，因而难以给出坚实的理论结论和较好实践意义的政策指导。在金融一体化的现实背景中，考察汇率制度演进与选择和各国经济绩效关系的文献更



为罕见。

本书认为，单一视角的平行性研究，且忽视不同国家群体间的经济结构与发展水平的差异，是产生这些矛盾的根本原因。金融开放与汇率制度选择的经济绩效并不存在简单的线性关系，而是依赖于政策环境的约束。本书以新兴市场经济体这一发展中国家的代表性群体为研究对象，依托于新开放宏观经济学的理论工具，利用事实汇率制度与金融开放指标数据以及最新的计量方法，对新兴市场经济体的汇率制度选择与金融开放绩效进行了较为系统的比较和分析，从而有效弥合和解释了已有理论与实证研究的分歧和矛盾。

本书的篇章结构如下：

第一章指出了选题意义、研究思路、结构安排与主要创新。

第二章首先回顾了不同经济群体尤其是新兴市场在汇率制度选择和金融开放这两个政策选择上的历史演进，以及与之相伴随的经济表现和相应的理论、实证分析，并特别分析指出了已有各种相关理论在解释和指导不同类型经济体政策实践方面的不同效果和各自局限。随后，通过一个能够将汇率制度选择与金融开放政策结合起来的比较静态的统一模型框架分析，指出了新兴市场在汇率制度上的困境与其金融市场的结构性缺陷的关联。在浮动制度下，由于缺乏本币债权债务的国际供给，逆向的经常账户与资本账户冲击所带来的汇率调整程度远远超过发达国家，同时债务的货币错配使得固定汇率制度在经历负面经济冲击时难以维持。这样在新兴市场的汇率制度绩效传导过程中，金融市场的结构就成为了一个重要的影响因素。该部分内容除了完成厘清新兴市场汇率体制与金融开放两方面政策的理论与实践历史的功能外，更为重要的是引出对于两者协同关系的一个初步思路框架。

第三章的主要目的在于探寻不同汇率制度对于实际经济冲击的吸收能力和经济表现。通过对已有的经典理论针对新兴市场特征

(实际冲击形式、贸易依存度、贸易条件外生)的修正,进行一般均衡框架下规范分析,进一步明确了浮动汇率制度对于实际冲击吸收和国内经济调整方面的优势,并对新兴市场的“浮动恐惧”现象作出了解释。在随后包含新兴市场与其他发展中国家样本经验分析中,对贸易条件内生性和汇率制度衡量问题进行妥善处理,通过使用面板向量自回归(PVAR)分析方法,对不同汇率弹性下的产出波动、价格与实际汇率表现进行了比较,证实了之前的理论模型的结论。浮动汇率制度通过名义汇率,进而实际工资的渠道,调节吸收冲击对产出波动的负面影响;固定汇率制度则由于双重刚性问题虽然可以在短期内抑制就业和价格波动,但却使得产出波动和长期的价格、就业调整更为剧烈。实证研究证实了在发展中国家群体中,这种冲击调整的模式依然是存在的。研究表明,新兴市场经济结构的外向依存度(贸易导向与直接投资依赖)是其以产出和实际价格波动为代价换取名义价格稳定根本原因,同时也造成了这一群体中实行钉住汇率制度国家频繁出现“急停”和经常账户逆转的经济特征。

第四章在第三章实际冲击吸收分析的基础上进行拓展,放松了冲击形式假设,纳入名义汇率冲击的影响,进一步对不同汇率制度下名义冲击与经济增长之间的联系进行了分析。作为本书的主要出发点,特别强调了金融发展、开放水平与汇率制度绩效的协同效应。结合新兴市场经济体的经济特征(存在汇率风险溢价、金融开放与金融发展水平有限),通过构建一个以金融约束条件为背景、以厂商技术进步为主要动力的跨期内生增长模型,将经济增长、汇率制度选择与金融环境紧密地结合起来。模型表明弹性汇率制度对于增长的促进能力可能存在非线性关系以及临界性特征。在随后包含的各种不同发展水平经济体的大样本经验分析中通过使用动态面板广义矩(PGMM)估计方法,对前面理论模型结论进行了实证考察,结

果进一步证实了汇率弹性与经济增长间的非线性关系，并且发现了这一关系中金融发展和金融开放程度的显著影响效应和临界特征。最后，以此为依据比较了新兴市场的实际汇率政策选择与相应金融指标关系。

第五章主要是对第四章中金融开放与金融发展简单线性关系假设的放松和深入分析，结合已有经验研究与理论之间的分歧，探求金融开放对于金融发展环境以及经济增长的非单调关系的影响因素和可能机理。首先，通过构建一个由封闭转向金融开放的小国模型，分析了东道国的金融约束和制度质量对于金融开放积极影响的可能制约机理；然后，通过经验研究的分类和梳理，确定了造成金融开放与经济增长间非单调性关系的主要影响因素（贸易依存度、金融发展水平、宏观政策与制度治理质量）；最后，结合第三、四章的汇率制度绩效的研究，指出了新兴市场开放政策中所面临的双重临界（开放临界与金融约束临界）问题，从理论和经验上解释了新兴市场的所谓浮动恐惧特征以及退出固定汇率制度后经济绩效收益不显著的原因。本章既是对第二章中比较静态分析微观基础的一般均衡化拓展，同时也有效弥合了汇率制度绩效领域已有经验研究的分歧。

第六章在前五章的理论模型分析基础上，转向了新兴市场的退出策略和货币政策转轨的政策实践问题。在总结已有退出时机的理论研究基础上，结合本书的主要结论，着重深入分析了这一整体政策转型期中的主要难点和阶段性特征，然后分析比较了从汇率锚退出后其他政策目标的优劣和可能影响，并针对这些难点，结合新兴市场经济体中的先行经验，提出了同时具备稳健性和可行性的渐进式改革的政策路径。外汇市场改革、爬行汇率制度和货币政策名义锚调整是新兴市场经济体顺利完成从钉住汇率制度向浮动汇率制度转型必经的三个主要步骤，有序而细致地完成每一步骤的前提准备工作，是决定退出成败的关键问题。在此过程中，将货币政策重心

由汇率锚向直接目标的转移，必须充分注意到本国金融市场发展与金融开放的程度水平，任何激进或保守的策略都有可能对整个宏观经济负面影响的产生。

第七章对我国当前的汇率制度调整以及金融开放政策进行了探讨。在分析现行人民币汇率制度的形成机制与维持成本的基础上，指出由于冲销成本急剧攀升造成的未来经常账户逆转与“急停”风险加大问题，同时，经济结构的外部依赖性日益增强使得固定汇率带来的产出波动与价格水平负向风险的不断积聚。研究阐明了制度改革的必要性和紧迫性，明确了当前政策调整中的主要障碍和改革路径，并指出金融市场缺陷和央行政策工具独立性不足是我国汇率制度改革和金融开放深化等政策实施前所面临的主要难题。随着我国金融市场发展与开放程度的不断加深，现行相对刚性的人民币汇率体制不但抑制了宏观政策的实施空间，更为值得警惕的是，由此带来的外部冲击风险与调整成本正日益堆积。本书的主要结论为政策当局的调整路径提供了有价值的参考。

第八章是本书的结论和对该领域未来研究的思考。

---

# 目 录

---

第一章 引 言 .....	( 1 )
第一节 问题的提出 .....	( 1 )
第二节 相关研究综述 .....	( 7 )
第三节 研究思路与篇章结构 .....	( 22 )
第二章 新兴市场经济体的汇率制度演进与金融开放 .....	( 29 )
第一节 新兴市场经济体汇率制度的历史实践与困境 .....	( 30 )
第二节 新兴市场经济体金融开放的经验研究 .....	( 51 )
第三节 新兴市场经济体汇率制度抉择的困境 ——金融市场的缺陷 .....	( 64 )
第三章 汇率制度选择、实际冲击与产出波动 ——基于冲击吸收差异的比较 .....	( 77 )
第一节 基于冲击吸收能力差异的汇率制度绩效模型 .....	( 79 )
第二节 汇率制度与冲击反应的经验分析 .....	( 87 )
第四章 汇率制度选择、名义冲击与经济增长 ——基于金融约束临界特征的微观解释 .....	( 97 )
第一节 基准模型 .....	( 98 )
第二节 汇率行为内生性、制度的比较与临界条件 .....	( 104 )

第三节	基于动态面板广义矩方法的经验研究 .....	(109)
第五章	金融开放与经济增长：政策环境与临界约束 .....	(122)
第一节	金融开放的增长收益：基于金融发展 与制度质量的解释 .....	(124)
第二节	金融开放和制度对金融发展的影响 .....	(129)
第三节	金融开放的增长收益：结构与作用机理 .....	(135)
第六章	新兴市场经济体的退出策略与名义锚转轨 .....	(148)
第一节	退出时机的理论分析 .....	(149)
第二节	“汇率锚”脱钩后的货币政策框架选择 .....	(155)
第三节	退出策略与货币政策转轨的执行 .....	(166)
第四节	新兴市场经济体退出各阶段经验的研究 .....	(187)
第五节	新兴市场经济体转轨的典型性经验——以色列 .....	(194)
第七章	我国汇率制度变革的必要性与货币政策转型路径 .....	(214)
第一节	人民币汇率制度沿革与目前的调整压力 .....	(214)
第二节	汇改后人民币汇率制度的变化趋势 .....	(225)
第三节	汇率制度调整的政策环境 .....	(240)
第四节	汇率制度转轨后的货币政策框架 .....	(256)
第八章	结论与前瞻 .....	(265)
第一节	主要结论与政策涵义 .....	(266)
第二节	未来研究的展望 .....	(269)
附录	新兴市场经济体事实金融开放度及其变化 .....	(271)
参考文献	.....	(280)
致谢	.....	(293)

## 第一章

## 引言

## 第一节

## 问题的提出

随着 1974 年布雷顿森林体系的崩溃，国际货币秩序在二战结束后再一次陷入了无序状态，并且迄今为止仍未能确立新的统一国际货币体系。在此 30 多年间，世界各国货币政策当局依据各国政治和经济条件，采取了从货币局到自由浮动等灵活程度由紧至松、政策特征迥异的汇率制度安排。同样是在这 30 多年内，人类历史上第二次规模波及全球的资本与金融一体化进程也步入历史的舞台<sup>①</sup>，至今

<sup>①</sup> 第一次资本与金融全球化浪潮持续期是在 1880 ~ 1914 年间，同样以大规模的国际间资本流动为特征。相关述评可参考 Bordo、Taylor and Williamson (2003)，Obstfeld and Taylor (2004)。

方兴未艾。

长期以来，在关于开放条件下的宏观经济学研究中，发展中国家中的汇率制度选择和资本金融开放政策取向一直是两个处于争论漩涡中的敏感问题。从更为严格的政策意义上来说，一国的汇率政策从属于宏观货币政策框架，而金融自由化进程又必然伴随着货币政策框架的重新设计以及名义锚的调整<sup>①</sup>，因此汇率机制调整和退出策略的选择实际上可以视为金融发展与自由化背景下的一个重要环节。过去30多年来各国货币当局的政策实践充分印证了这一点。然而，相关领域已涌现出的大量文献多是单独平行分析两者与经济增长间关系，鲜有将此两者纳入统一框架内协同研究。尽管经典的Mundell - Flemming模型至今仍对各国的宏观经济政策起着重要的指导作用，由其引申得到的“三元悖论”（Trilemma）理论也从宏观层面阐述了资本市场开放与汇率制度弹性间的大致关系，但“三元悖论”本身无法排除中间政策选择，而且，从理论的角度而言，这一模型包含了过多的先验性假设，缺乏严格的微观基础，并且忽略了跨期预算约束的影响，同时也没有给出有效的福利评价标准，因而难以给出坚实的理论结论和具有较好实践意义的政策指导。在金融一体化现实背景下，考察汇率制度演进与选择和各国经济绩效关系的文献就更为罕见。这两方面的理论和经验的分离性探索虽然已有很长时间的积累，但由于至今仍缺乏可靠而坚实的研究结论，所以直接导致了政策建议的莫衷一是。如在关于发展中国家汇率制度选择的研究中，一方面因长期坚持弹性较低的汇率政策，人民币的汇率政策近年来饱受非议；另一方面由于疏于干

---

<sup>①</sup> 事实上这也正是大量进行汇率体制绩效研究的文献所容易忽视和混淆的问题。很多研究往往是汇率制度分类体系孤立进行研究，或者是混合货币当局主体与汇率制度为一个对象，从而导致了分类体系的莫衷一是和相应的绩效研究的巨大分歧。Schuler (2005) 曾指出了这一问题。



预本币兰特的汇率，南非货币政策当局的管理模式也频遭学界抨击。与此类似分别采用渐进式和激进式金融自由化政策的韩国和阿根廷的货币政策当局也同样受到了不同理论的质疑，尤其是在两国货币危机爆发后。

尽管大多数学者普遍推测汇率制度对于长期经济增长有着重要影响，但理论与经验研究却几乎始终未能给出太多稳健的指导性结论。20世纪90年代中期兴起的新开放宏观经济学（New Open Macroeconomics）以开放条件下的宏观经济理论解决微观基础提供了规范的理论工具和政策指导<sup>①</sup>。然而，需要特别指出的是，这方面理论模型的设定通常以发达国家为原型（即假设较高质量的制度和市场发展水平为前提），并且几乎没有涉及到长期增长问题。以发展中国家为研究对象的理论虽然可以解释部分国家在一定时期的政策行为，但又大多缺乏坚实的一般框架基础（如两极论、浮动恐惧论、原罪论等），因而缺乏普遍适用性。大量的经验研究结论也认为，一国的汇率弹性程度对经济增长及其他宏观经济变量（除了实际汇率行为）几乎毫无影响。由此带来的困惑就是，为什么发达国家（部分欧元区国家除外）凭借良好的金融体系和以此为基础的独立货币政策可以充分获取浮动汇率带来的经济增长收益<sup>②</sup>，而发展中国家在种种压力下却始终难以割舍汇率锚这一政策工具？为什么发展中国家普遍倾向于固定角点的汇率制度，却又纷纷在危机爆发后以惨痛的代价被迫退出？为什么相似程度的金融冲击对发达国家造成的影响要远小于发展中国家？近年来的研究，尤其是事实汇率制度分类体系出现后，发现全球货币体系的确存在由固定汇率制

① Garber 和 Svensso (1995)、Obstfeld 和 Rogoff (1996) 关于“新开放宏观经济学”（New Open Macroeconomics）的经典文献框架是这方面理论模型的主要微观基础。

② A. Husain, A. Mody and K. Rogoff (2004) 通过事实汇率分类体系的分析对此给出了坚实的证据。