



Huì Lǜ Zhì Dù Ān Pái Yǔ Guó Jiā Jīn Róng Ān Quān

汇率制度安排与国家金融安全

HUILU ZHIDU ANPAI YU GUOJIA JINRONG ANQUAN

王叙果 著



经济科学出版社
Economic Science Press

汇率制度安排与国家金融安全

王叙果 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率制度安排与国家金融安全/王叙果著. —北京:
经济科学出版社, 2006. 12

ISBN 7-5058-6031-3

I. 汇... II. 王... III. ①汇率-货币制度-研究
②金融-风险管理-研究-中国 IV. ①F820.2
②F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 165229 号

责任编辑：周秀霞
责任校对：徐领柱
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

汇率制度安排与国家金融安全

王叙果 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

海跃装订厂装订

880 × 1230 32 开 10.25 印张 250000 字

2006 年 12 月第一版 2006 年 12 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7 - 5058 - 6031 - 3/F · 5292 定价：21.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



作者简介

王叙果，女，1967年出生，经济学博士，南京审计学院金融学副教授、江苏省高校“青蓝工程”优秀青年骨干教师、江苏省“青蓝工程”优秀学科梯队成员。近年来在《经济学动态》、《金融研究》、《财贸经济》、《农业经济问题》等国家级权威期刊发表金融经济学论文20多篇，主持并完成国家审计署、江苏省教育厅等部门立项资助的多项省部级课题。主要研究方向为国际金融理论与实务。

封面设计：王 坦

HUILU ZHIDU ANPAI YU GUOJIA JINRONG ANQUAN



序

自 20 世纪 90 年代经济全球化加速发展以来，国际金融危机频频发生，先后肆虐于西欧、墨西哥、东亚、俄罗斯、巴西、土耳其、阿根廷等国家或地区，沉重打击了这些地区的实体经济，出现以经济衰退、失业上升为特征的严重经济危机，并波及到世界其他地区，严重影响到世界经济和金融的安全与发展。而所有这些危机的发生，无一例外都与汇率制度有关。汇率是开放条件下联系内外经济的非常关键的宏观经济变量，不同的汇率制度本身意味着政府为实现内外均衡目标的过程中需要遵循不同的规则。汇率的特定水平及其调整的安排，不仅影响一国的经济绩效，更重要的是对一国的金融安全产生重大影响。就中国而言，随着对外金融开放步伐的加快，金融风险也日渐突出，国家金融安全问题也日益成为人们关注的焦点之一；同时，进入 21 世纪以来，人民币汇率及其制度成为国际社会和国内政界及学界讨论的热门话题。人民币汇率制度安排对中国的金融安全有何影响，它们之间的关系如何，这些问题都亟待回答。因此，从汇率制度安排的视角来研究国家金融安全具有很强的理论和现实意义。王叙果博士所著的《汇率制度安排与国家金融安全》一书，在该领域内进行了有益探索，并提出了自己独到的见解。作者对理论创新和实用价值的追求使本书具有以下特色：

首先，作者锚定金融安全这一具有全球性又具有国别性的经济理论热点，从汇率制度这一特定的视角进行了系统广泛的学术探讨和深入细致的实证分析，表现出较为强烈的创新意识。

长期以来,汇率制度一直是国际金融领域中最富有争议的话题之一。人们热衷于研究汇率制度安排和经济增长、通货膨胀等宏观经济绩效间存在何种关系,研究频繁爆发的金融货币危机与汇率制度安排之间的关系,某类汇率制度是否有利于避免或更易诱发金融危机,所有这些问题的分析首先涉及的就是对汇率制度的分类。不同的研究者在不同条件下,根据自己的研究目的,提出各自的分类方法和程序。作者对这一传统论题作出了新的解释,即汇率制度实际上是一国政府调节承诺和强制结合程度的一种安排,按照强制和承诺程度的轻重,现行的各类汇率制度可以划分为三大类型,即强制性和承诺性最严格的固定汇率制(硬钉住型的汇率制度)、不存在强制和任何承诺的汇率制度即浮动汇率制度(不事先确定汇率变动途径的管理浮动和独立浮动)、强制和承诺程度介于两者之间的汇率制度即中间汇率制度(水平浮动带、爬行钉住汇率、爬行浮动带、汇率目标区)。在不同的强制和承诺下,实际上表现了政府的不同政策信誉,而不同的政策信誉又会影响公众的不同预期,从而出现不同行为,如果是单向的投机行为,则会导致货币危机。

在不同汇率制度安排对金融安全影响分析中,多处表现出其理论创新,比如,将巴罗—戈登模型引入到汇率制度的选择上,将政策信誉论引入到货币危机发生机制的分析中,指出政策信誉和公信力在货币危机发生中的独特作用,固定汇率制或汇率目标区内的承诺的公信力不足都会影响投机者的预期,并导致投机攻击,从而出现货币危机。在汇率制度安排对银行安全影响机制分析中,作者从行为主体出发,认为道德风险有“债务人道德风险”和“债权人道德风险”之分,将国际债权人道德风险引入到银行危机的分析中,指出由于这两种风险的同时存在,使过度的放贷由可能变成现实,而不同的汇率制度对过度借贷综合症会产生不同影响,从而也使银行经营的风险加大,进而也就会对银行安全带来不同影响。这些创新丰富了相关理论的内涵,有助于推动理论研究的发展。

其次，巧妙地运用了制度经济学的分析框架，即从“影响分析”到“变迁分析”，分析特定国际经济环境下汇率制度安排对金融安全的影响机制，以及基于金融安全的汇率制度变迁机制。这种分析框架的搭建，从整体上形成了分析问题、解决问题的系统和动态的特点。作者运用比较静态的方法，较为系统地阐述了汇率制度安排对金融安全各子系统的影响机制；当环境发生变化，金融安全受到威胁乃至发生金融危机时，必须进行汇率制度变迁。此时的分析就由比较静态变为动态分析。汇率制度变迁实际上是当局的一种权衡决策过程，即在承诺与灵活性之间的最优转换点的确定。对于现存制度应当保持的临界点，作者运用了汇率制度转换的动态模型，指出由承诺性强的固定汇率制转向灵活性强的浮动汇率制或者由灵活转向承诺的时机取决于非均衡的随机过程以及体制转换的成本。当然，无论是在比较静态还是动态的分析过程中，大量的实证为理论分析提供了充分的依据，也增强了全文的说服力。

最后，好的研究成果，不仅能诠释现实，而且能更好地服务于实践。作者在对汇率制度对金融安全的影响机制以及基于金融安全的汇率制度变迁机制作一般性分析之后，对于人民币汇率制度及其变迁对中国金融安全的影响进行了务实性研究。根据人民币汇率制度在强制与承诺方面的表现，将其大致划分为四个不同时期，着重分析第三个时期即1994年1月1日至2005年7月21日的汇率安排及其对金融安全的影响，运用多种实证方法综合判断，人民币汇率大部分年度是处于钉住且低估状态。这种钉住且低估一方面促进了进出口贸易的发展，有利于吸引外资流入，带来了我国外汇储备的大幅度上升，使我国维护金融安全的能力进一步提升，尤其是在对付外来投机冲击方面。长期固定的汇率制度使政府获得良好的政策信誉，而良好的政策信誉是避免投机攻击和维护金融安全的重要条件。但另一方面，超额的外汇储备，损害了经济增长潜力，导致经济结构失衡；中国货币政策自主权遭到极大的挑战；同时中国超稳定固定汇率制下的货币错配状况严重，汇率波动风险增加了危机

的可能性。作者转而从维护金融安全的角度，提出应适时对人民币汇率制度进行变迁。这种变迁必须分阶段分步骤进行，同时应在相关条件具备时，由短期内保持相对稳定逐步过渡到中长期真正的有管理的浮动汇率制，这样才能切实维护国家金融安全。其总体思路符合中国的实际情况，政策建议也具有较强的实践意义。

本书的出版，对于促进我国理论界对汇率制度安排和金融安全问题的研究尤其是对人民币汇率制度和中国金融安全问题的研究、构建一个能切实维护金融安全的汇率制度和相关政策体系具有积极的意义。作为作者的博士生指导教师，衷心希望她在国际金融研究领域再接再厉、深入探索，取得更大成绩。

朱延福

2006年12月

目 录

导论	1
第一章 国家金融安全内涵及理论评述	12
第一节 国家金融安全内涵	12
第二节 金融安全理论发展及评述	22
第二章 汇率制度及其模式划分	36
第一节 制度及其分析框架	36
第二节 金融制度、金融管制和外汇管制	41
第三节 汇率制度及其模式划分	44
第三章 汇率制度选择	53
第一节 汇率制度选择的理论争论及其发展	53
第二节 汇率制度选择理论的模型分析	60
第三节 发展中国家汇率制度的选择	68
第四章 汇率制度安排对货币安全影响机制分析	77
第一节 汇率制度安排与金融危机关系的经验事实	77
第二节 汇率制度安排对货币安全的影响机制	87

第三节	汇率目标区内的投机攻击·····	102
第四节	对货币危机实现机制的比较及实证考察·····	108
第五章	汇率制度安排对银行安全的影响机制·····	115
第一节	银行危机的影响·····	115
第二节	银行危机理论研究回顾·····	118
第三节	固定汇率制度安排对银行安全的影响机制·····	122
第四节	浮动汇率制度下的内外冲击对银行安全的 影响·····	130
第六章	货币危机与银行危机相互传导机制·····	134
第一节	货币危机与银行危机的共生性·····	134
第二节	货币危机与银行危机相互传导机制·····	136
第三节	货币危机的国际传导机制·····	141
第四节	货币危机与银行危机之间的国际传导·····	145
第五节	货币危机、银行危机对金融市场安全 (证券市场)的影响机制·····	147
第七章	金融危机的防范和管理·····	150
第一节	金融危机的防范·····	151
第二节	金融危机的预测及早期预警系统·····	157
第三节	金融危机的管理·····	164
第八章	基于金融安全的汇率制度变迁分析·····	173
第一节	制度变迁的理论:框架和原因·····	173
第二节	国际汇率制度的变迁·····	175
第三节	两种模式的汇率制度变迁的国际比较: 以中国台湾和泰国为例·····	181
第四节	汇率制度变迁的具体路径及时机选择·····	190

第五节 对东亚国家（地区）汇率制度变迁后的 现状考察·····	202
第九章 人民币汇率制度变迁与中国金融安全·····	223
第一节 人民币汇率制度变迁分析·····	223
第二节 对人民币汇率是否低估的判断·····	232
第三节 超稳定且低估汇率制度下的金融安全·····	239
第十章 稳步推进人民币汇率制度改革 确保国家 金融安全·····	274
第一节 人民币汇率制度的战略变化·····	274
第二节 现行人民币汇率制度改革对金融安全的 影响·····	279
第三节 进一步推进人民币汇率制度弹性化改革 维护国家金融安全·····	289
主要参考文献·····	302
后记·····	315

导 论

一、选题的背景和依据

在一个很长的时间里，经济学家们一直认为金融全球化（本质上是金融资源在全球的自由流动）有利于各国经济和世界经济的发展。但是，20 世纪 90 年代以来频频发生的国际金融危机，例如，1994 年墨西哥金融危机、1997 年的东南亚金融危机、2001 年的拉美金融危机，打破了这一观念。尽管没有两次危机是相同的，但总能从其中做到鉴别大多数危机的共同特征：如危机前这些国际资本流动尤其是短期的以外币形式为主的私人资本流动激增、银行系统出现脆弱性、通货与偿还期的错配、宏观经济的恶化，等等。诚如斯坦·费希尔（Stan Fischer）2000 年在 Meltzer 委员会作证时指出的那样，所有遭受主要的国际性危机的国家实行的都是固定汇率制，例如在 1997 年东南亚金融危机前，大多数东亚国家和地区选择了钉住美元的汇率制度（Peg to the dollar），而且在经历这次危机后，这些国家大部分都出现了汇率下跌和货币贬值，进而导致收入与支出减少，私人资本流向急剧逆转，银行大量倒闭，证券、房地产价格下跌，最终，这些国家被迫放弃了固定汇率制，转而实行浮动汇率制。与这些国家形成对照的是：实行联系汇率制的香港、实行相对浮动汇率的中国台湾和新加坡以及有管理浮动的中国却基本上扛住了金融危机的冲击，并且基本上维持了现行汇率制度。这些现象提出了一系列问题：固定汇率制度与金融危机之间有

必然联系吗？固定汇率制会对一国的金融安全造成极大的压力并成为金融危机的根源吗？放弃固定汇率制度转而实行浮动汇率制度就能够减少一国金融安全的压力并有助于消除金融危机吗？为什么有些国家和地区能够在维护固定汇率制度的同时维护了金融安全？更一般地讲，一国的汇率制度安排和金融安全之间究竟存在什么关系？

就中国而言，也面临如何处理汇率制度安排和金融安全之间关系的重大挑战。中国的金融安全正面临一个与以往截然不同的环境。一般认为，在 1997 年的东南亚金融危机中，中国作为惟一没有真正受到冲击的国家，其主要的也是根本的原因在于中国对资本流动的严格管制，以至于国际投机资本无法“自由”地进出中国国内的金融市场。但是，已经加入 WTO 的中国正在履行对 WTO 组织的承诺，逐步对外开放商品市场以及金融服务贸易市场，对资本流动的管制越来越松。而与此同时，中国的汇率制度虽然已于 2005 年 7 月 21 日变为“以市场供求为基础的、参照一篮子货币定价的、有管理的浮动汇率制”，但和以前的钉住单一美元的有管理的浮动汇率制之间无根本性的区别，只不过是钉住对象的细微差别。因为一篮子货币里权重最大的依然是美元，这和钉住美元依然本质相同；而且汇率形成的机制没有改变，央行依然将每天波动的幅度控制在 $\pm 0.3\%$ ，事实上仍然是较为严格管理的浮动汇率制。日益放松的资本管制、钉住一篮子货币的汇率制和独立的货币政策三者之间构成了蒙代尔“不可能三角”的典型，如何在三者之间寻求一个平衡点，成为摆在中国经济理论工作者以及政策制定者面前的一道难题，因为不解决这个问题，就可能重蹈亚洲金融危机的覆辙，严重影响中国的国家金融安全。例如，由于中国国际收支出现双顺差，在现行的外汇管理体制下（结售汇制）和汇率制度下形成了庞大的外汇储备（截至 2005 年 12 月底，已超过 8000 亿美元），这导致了央行货币市场上为收购外汇而增加基础货币投放；为避免基础货币的过度投放，央行又被迫在公开市场上进行回购冲销。但庞大的外汇储备使得央行无法在公开市场上进行等量的金额

回购冲销，这势必会造成一定程度的通货膨胀，汇率政策与货币政策之间的矛盾与冲突是否会对国家金融安全构成威胁？该如何协调？再例如我国的金融市场特别是资本市场日益对外开放，尤其是已推出了 QFII 制度，现行汇率制度对金融市场的稳定与发展产生何种影响，是否会产生极大的安全隐患，如何去及时判断，如何构造新的制度来规避风险，以保障金融市场的安全稳健发展？还有些学者指出，目前银行体系尤其是国有商业银行系统的巨额不良资产以及不健全的治理结构是最大的风险源，也是最大的安全隐患。那么，随着汇率制度的变化，是否会给银行系统带来更大风险，单个银行的倒闭是否会引起国家层面的金融安全问题？所以，如何在日益放松的资本管制、独立的货币政策以及钉住一篮子货币的汇率制度三者之间寻求一个均衡点事关国家金融安全，而这三者之间均衡点最终取决于汇率制度的选择与变革。

本书正是在上述有关国际大背景以及中国的特殊情况下，开展对汇率制度安排与国家金融安全关系的研究。

二、研究思路和方法

（一）研究思路

本课题遵从制度经济学分析问题的思路，从而构造一个制度分析框架。研究以世界经济及金融全球化、自由化和中国经济转型及金融开放的现实为背景，从金融安全的基本理论出发，遵循以下的思路进行研究，即“金融安全的环境分析→汇率制度对金融安全各子系统之间的影响分析→汇率制度的变迁分析→基于金融安全的中国汇率制度的影响分析与变迁分析”。

因本书研究的是汇率制度与金融安全的关系，而汇率制度是属于制度中正式制度的一种。制度的分析一般包括影响分析与变迁分析，我们在研究汇率制度与国家金融安全的关系时，遵从制度分析中的 SSP 框架即：

状态 (Station)→制度结构 (Structure)→绩效 (Performance)

具体到我们的研究,则状态为某段时期特定的经济、金融环境,包括国内外经济、金融的稳定状况、国内外价格体系差异状况、对外贸易状况、政府对汇率的干预能力、政府信誉、经济发展的阶段差异及周期差异、宏观经济冲击的性质、资本管制状况等;制度结构即为各种类型的汇率制度(固定或浮动),而绩效则为我们所要研究的金融安全状况。

制度分析的第一个层次为影响分析,即在一定的状态下,制度结构如何影响绩效,也即在给定的宏观、微观环境下,各类汇率制度如何对一国的金融安全产生影响。

制度分析的另一个层次为变迁分析。在变迁分析时,制度成为因变量,我们要分析外在经济金融环境的变化如何改变现有汇率制度的绩效,从而导致现有汇率制度的变迁,以适应安全与发展的需要。而把制度的结构、状态和绩效有机地联系在一起的则是人们的行为规则,“理性预期”的观点始终会贯穿整个的影响分析和变迁分析。我们对于“汇率制度安排与金融安全”的分析可纳入“状态→结构(制度)→绩效”的分析框架下,而这个框架贯穿全书。

(二) 研究方法

1. 宏观分析与微观分析相结合。金融安全本身就是宏观金融运行的一种状况,对它的分析既涉及到一国所处的国际经济、金融环境,又涉及到一国国内的政治、经济、文化等因素,同时与一国金融系统内的各种制度诸如银行制度、资本市场制度、监管制度、汇率制度等的发育完善程度密切相关。所以,对金融安全的分析首先必然是一种宏观分析。但本书是从汇率制度角度来研究它与金融安全的关系,具体体现在汇率制度与构成国家金融安全的各模块如银行安全、货币安全和金融市场安全之间的关系上,而这种分析又必须是以微观分析为基础。全书都体现了这种宏观分析框架与微观研究相结合的方法。