

夏建伟/著



新兴市场货币错配的成因、 影响及控制

——兼论中国的货币错配问题

The Causes, Effects and Controlling Measures of
Currency Mismatches in Emerging Markets
——And Study on the Problem of Currency
Mismatches in China



经济科学出版社
Economic Science Press

江西财经大学学术文库

新兴市场货币错配的 成因、影响及控制

——兼论中国的货币错配问题

**The Causes, Effects and Controlling Measures of
Currency Mismatches in Emerging Markets**

——Study On the Problem of Currency Mismatches in China

夏建伟 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴市场货币错配的成因、影响及控制：兼论中国的货币错配问题 / 夏建伟著. —北京：经济科学出版社，2009.6

(江西财经大学学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8231 - 7

I. 新… II. 夏… III. 货币政策 - 研究 - 中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 086316 号

责任编辑：白留杰 白 炜

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：李长建

新兴市场货币错配的成因、影响及控制

——兼论中国的货币错配问题

夏建伟 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：100142

第三编辑中心电话：88191354 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮箱：esbj3@ esp. com. cn

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

880 × 1230 32 开 8.25 印张 210000 字

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8231 - 7 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

“大学之道，在明明德，在亲民，在止于至善”。早在 2000 多年前，儒家典籍《大学》就曾对大学的使命和功能做出如上论述，其中就蕴涵着昌明学术、探求真知之意。不过，在相当长的一段历史时期中，“大学”的学术研究，主要集中在经国治邦的政治理念与修身养性的道德哲学领域。时过境迁，大学的内涵与职能早已发生了重大变化。特别是自 19 世纪初，德国人洪堡提出大学研究之说后，大学的形态与功能也随之发生了深刻的变化。如今，科学研究与人才培养、社会服务作为大学的三大基本职能已被人们广泛认同，大学学术研究的内涵和领域也因时而进，不断丰富和充实，由只关注哲学和人文社会科学的研究，发展到注重自然科学的探索，进而追求科学与人文的融合；由只注重基础研究，发展到兼顾理论、知识的应用和技术的开发、推广上。可以说，高等院校已日益成为我们这个时代理论创新、知识创新和技术创新的重要基地。

江西财经大学是一所以经济、管理类学科为主，理、工、法、文、等学科协调发展的多科性教学研究型大学。历经数十载的孜孜以求，凭借数代江财人的不懈努力，我校科研成绩颇丰，学术优势较明显，已培育出了一支创新能力较强和学术水平较高的科研队伍。科研水平的提升，需要老师的精力投入，需要团队的紧密协作，亦需要学校的鼎力扶助。为进一步落实科研强校战略，营造学术氛围，凝集学术团队，推介学术成果，扩大学术优势，学校定期资助出版《江西财经大学学术文库》。该文库主要收录的是我校部分专家学者潜心研究的具有一定创新性和前沿性的学术成果，包括

国家社会科学基金项目和国家自然科学基金项目的优秀研究报告，还有一些青年学者的力作。这些学术成果虽然由于作者的年龄、阅历、所处的时代背景不同，学术视野、价值取向各异，甚至著述中所反映的某些学术观点和理论判断还有值得进一步斟酌和商榷的地方，但它们重视历史与传统，关注现实与未来，追求创新与发展，遵从学术的严肃性，坚持严谨理性的科学精神，这些无疑可以给读者和学界同仁以有益的启迪。

学术文库是一块放飞思想的田野。我相信，只要我们坚守学术之道，于高处放眼，在静中下手，潜心研究、敢于创新，就一定会有更多、更优秀的学术成果入选文库，我们这块田野就一定会绽放出思想的鲜花，结出智慧的硕果，成为我国学术百草园中的一片沃土。

真诚地感谢经济科学出版社社长孔和平先生及各位编辑与相关工作人员的大力支持和辛勤劳动。

江西财经大学校长 王乔

二〇〇九年五月

摘要

在开放经济条件下和经济全球化的背景下，对于经济发展进程中的新兴市场来说，不可避免地要面对资产与负债和收入与支出计值货币不同所造成的货币错配。然而，货币错配的大规模积累会对新兴市场宏观经济的稳健运行和金融安全造成严重的负面影响，甚至引发金融危机。本书在已有研究的基础上，相对全面地和系统地深入研究了新兴市场货币错配的成因、影响及控制，并探讨了中国的货币错配问题。

对新兴市场的货币错配状况进行国际比较分析和经验分析表明，净外币负债形式的货币错配与货币危机的发生具有较高的相关性，同时新兴市场的货币错配问题具有普遍性、必然性、复杂性、区域性和严重危害性等特性。从发展特征来看，部分新兴市场货币错配性质发生变化，新兴市场的货币错配问题在总体上有所改善，但是仍存在着恶化的可能性，并且将会长期存在。

新兴市场货币错配的形成是国内因素和国际因素共同作用的结果。国内因素主要包括金融市场（尤其是债券市场）发展程度不高、制度不健全、固定汇率制度安排和政策制定不合理等方面，国际因素则包括经济全球化和现行国际货币体系的缺陷等方面。

货币错配的大规模积累，不管表现为哪一种形式，都可能对一国宏观经济的稳健运行和金融安全造成巨大的负面影响，表现在导致经济主体的投资收缩和产出下降、对汇率制度的选择和汇率政策的实施带来困难、削弱财政货币政策的有效性、与国际收支相互影响、导致银行危机和货币危机等方面。

考虑到货币错配对宏观经济和金融安全的不利影响，新兴市场应针对货币错配的内外成因，从国内方面和国际方面积极采取措施控制货币错配的不断积累。同时，本书提出了货币错配容忍度的概念和探讨了货币错配风险早期预警体系的构建。

中国作为新兴市场之一，同样长期面临着货币错配问题的困扰，目前货币错配的性质表现为巨额净外币资产，这具有有利的一面，但是也给我宏观经济稳健运行造成了严重的负面影响。因此，中国也应通过国内和国际两方面积极采取措施在近期内有效控制货币错配快速积累和在长期内从根本上解决货币错配问题。

Abstract

For emerging markets during their processes of economy development, it is inevitable to face the problem of currency mismatches caused by differences in the currencies in which their assets and liabilities or/and their income and payout are denominated in a situation of open economy and economic globalization. However, a country with large currency mismatches will suffer their adverse effects on stability of its macro-economy and financial security, even a currency or financial crisis. Based on existed research, this dissertation has comprehensively and systemically studied the causes, effects and controlling measures of currency mismatches in emerging markets. It has also researched the problem of currency mismatches in China.

With the internationally comparative and empirical analysis of the status of currency mismatches in emerging markets, the conclusions can be made that there is high correlativity between currency mismatches with the form of net foreign liability and the outcome of currency crisis and the problem of currency mismatches is the characteristics of universality, inevitability, complexity, endangerment and regionality. As to the developing trends of currency mismatches in emerging markets, I conclude that the situations are much better than ever in all, but they will be longstanding and possible to exacerbate.

Currency mismatches in emerging markets are the outcome of co-action of domestic and foreign facts, which the former includes underde-

velopment of domestic bond markets, fixed exchange rate arrangement and the weakness of economic policy and institution, while the latter may be the economic globalization and the weakness of existing international monetary system.

In emerging markets, if there are large currency mismatches, no matter which forms they would behave, they would result in adverse effects on stability of emerging markets' macroeconomy and financial security, such as investment contraction and outcome decrease, effectiveness of monetary policy, dilemma in the choice of exchange rate regimes, even a banking or currency crisis, and so on.

Therefore, measures must be taken from both domestic and foreign aspects to control the accumulation of currency mismatches for emerging markets. In addition, this dissertation has put forward the conception of tolerance of currency mismatches and discussed the construction of the early warning system of currency mismatches risks.

As an emerging market, China has been long facing the problem of currency mismatches too. Currently, the attribute of currency mismatches in China is substantive net foreign assets, which have some advantages at the same time have resulted in seriously passive affects on the stability of its macroeconomy. Therefore, measures must be taken from both home and foreign aspects for China to control the quick accumulation of currency mismatches in the short time and to settle ultimately the problem in the long time.

目 录

第1章 绪 论	(1)
1.1 选题背景及研究的目的和意义	(1)
1.2 相关概念及辨析	(8)
1.3 文献综述	(13)
1.4 本书研究的内容、方法及技术路线	(25)
1.5 本书的创新点	(29)
第2章 新兴市场货币错配的国际比较、特性及 发展特征	(31)
2.1 新兴市场的选取	(31)
2.2 货币错配的分类	(35)
2.3 货币错配的衡量	(40)
2.4 新兴市场货币错配的国际比较	(47)
2.5 新兴市场货币错配的特性及发展特征	(58)
2.6 本章小结	(64)
第3章 新兴市场货币错配的成因分析	(66)
3.1 新兴市场国内金融市场不健全与货币错配	(66)
3.2 新兴市场国内制度不健全与货币错配	(72)
3.3 新兴市场国内汇率制度与货币错配	(76)

3.4	新兴市场国内政策不合理与货币错配	(78)
3.5	经济全球化与货币错配	(88)
3.6	国际货币体系与货币错配	(95)
3.7	新兴市场货币错配成因的综合分析	(102)
3.8	本章小结	(103)
第4章	新兴市场货币错配的经济影响	(106)
4.1	货币错配对投资及产出的影响	(107)
4.2	货币错配对汇率制度选择及汇率政策 实施的影响	(120)
4.3	货币错配对货币政策和财政政策的影响	(127)
4.4	货币错配与国际收支	(133)
4.5	货币错配与金融危机	(135)
4.6	本章小结	(151)
第5章	新兴市场货币错配的控制	(153)
5.1	货币错配风险早期预警	(153)
5.2	控制货币错配的国内措施	(160)
5.3	控制货币错配的国际性措施	(175)
5.4	本章小结	(187)
第6章	中国货币错配问题的实证研究	(189)
6.1	中国货币错配的状况	(189)
6.2	中国货币错配问题的实证分析	(193)
6.3	中国货币错配问题对宏观经济的影响	(202)
6.4	中国控制货币错配的政策建议	(212)
6.5	本章小结	(223)

第7章 结论与展望	(225)
7.1 主要结论	(225)
7.2 研究展望	(228)
参考文献	(230)
后记	(251)

第 1 章

绪 论

20 世纪后期以来,随着信息技术和交通技术的迅速发展,经济全球化和国际金融一体化的进程明显加快。经济全球化给世界经济带来了一系列的重大影响,其最直接的影响在于使各国经济的相互依赖程度不断加深、各国宏观经济政策的相互影响也日益明显,从而导致国家决策主权降低;而金融资本全球化在带来全球福利增进的同时,也带来了频繁的区域金融动荡,国际金融体系不断被突发性的货币金融危机所困扰,内在脆弱性不断加深。基于此,经济全球化的影响和货币危机的成因成为国际经济学领域的研究热点。

1.1

选题背景及研究的目的和意义

1.1.1 选题背景

1. 国际背景。

从 20 世纪 90 年代以来,随着经济全球化进程的加快,国际经济领域的金融危机发生得也越来越频繁,在短短的 10 多年间就经历了数次影响较大的货币危机:^① 1992 ~ 1993 年的欧洲汇率体系

① 货币危机是金融危机的一种最为典型的形式,以汇率的剧烈波动为主要特征。

(ERM) 危机, 1994 ~ 1995 年的墨西哥比索危机, 1997 ~ 1998 年的东南亚货币危机, 1998 年的俄罗斯卢布危机, 1998 ~ 1999 年的巴西雷亚尔危机, 2000 ~ 2001 年的土耳其里拉危机, 以及 2001 ~ 2002 年的阿根廷比索危机 (金洪飞, 2004)。货币危机不仅在数量上引起学者和政策制定者的注意, 而且更重要的是它们往往会造成很大的 (除外汇储备流失以外的) 经济成本。根据 IMF 的估计, 53 个国家的 158 次货币危机造成的平均经济损失为 GDP 的 4.3%, 其中工业化国家为 3.1%, 新兴市场国家为 4.8%。而且每次危机平均持续时间为 1.6 年。墨西哥在危机前 (1994 年) 的 GDP 的增长率超过 4%, 而 1995 年的 GDP 增长率为 -6%; 在东南亚危机中, 泰国、马来西亚、韩国和印度尼西亚的 GDP 增长率都从危机前的超过 5% 降为危机后的 -5% 以下, GDP 增长率的降幅都大于 10%。

货币危机的频频发生、货币危机造成的沉重经济代价以及它的传播蔓延使得货币危机成为学术界、各国政府部门、金融界等所关注的热点。同时, 货币金融危机也凸显了经济全球化过程中发展中国家防范和化解货币金融危机的重要性和迫切性。研究人员对货币金融危机产生的原因、后果以及解决方法进行了广泛的探讨, 出现了大量关于货币危机的研究文献。尽管对国际货币危机的本质和起因还存在不同的观点, 然而经济学家普遍赞同短期外币债务是引发和加重货币危机的一个因素, 因为这种融资形式会导致新兴市场资产负债表上严重的期限错配和货币错配 (Bunda, 2003)。这种错配会造成国内私人部门的金融脆弱性, 并且暴露于外国贷款人自我实现 (Self-Fulfilling) 的信心危机之中, 进而导致新兴市场中资本流入不稳定。很多学者分析了这些危机国家的资产和负债情况, 发现在危机爆发前夕和爆发时, 这些国家的确都存在较为严重的货币错配现象, 因此认为货币错配可能是危机爆发的最直接原因之一, 尤其是在新兴市场中。

2. 国内背景。

1999 年以来, 我国的国际收支保持了经常项目和资本项目的

双顺差，外汇储备规模迅速大幅攀升。2006年2月末，我国外汇储备规模为8 537亿美元，超过日本的8 501亿美元，位居世界第一。根据中国人民银行统计数据，2006年末我国外汇储备已达10 663.44亿美元，在2005年末8 188.72亿美元的基础上，再增2 474.72亿美元，增幅达30.2%；从2001~2006年末，我国的外汇储备年均增速为38.1%。外汇储备的大幅增加使得我国货币当局和银行机构的国外净资产也迅速增加，见表1-1和图1-1。而且，我国经济总体层面的净对外头寸从2003年开始转为正值（见表1-1），根据国家外汇管理局公布的数据，2004年和2005年我国净国际投资头寸分别为1 203亿美元和2 875亿美元，这说明我国已成为资本净输出国。在人均收入水平不高、资本相对稀缺的情况下出现对外净资产，且数额不断扩大，与国际经验有较大差距，表明中国经济存在着深层次的矛盾和问题（王信，2006）。

表 1-1 1991 年以来中国的外汇储备和对外资产 单位：10 亿美元

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
外汇储备	21.71	19.44	21.20	51.62	73.58	105.03	139.89	144.96
国外净资产	26.79	29.30	38.33	59.96	76.77	110.90	164.99	181.70
净对外头寸	13.33	-24.47	-62.71	-67.49	-102.58	-122.88	-106.77	-88.08
年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
外汇储备	154.68	165.57	212.17	286.41	403.25	609.93	818.87	1 066.34
国外净资产	205.67	243.12	319.26	383.53	455.89	668.76	937.98	
净对外头寸	-83.44	-45.75	-51.78	-0.36	26.69	131.66		

注：国外净资产指我国货币当局和银行机构的国外净资产之和；净对外头寸指我国经济总体层面的净对外头寸。

资料来源：外汇储备的数据来自于中国国家外汇管理局网站，国外净资产的数据来自于 IMF 的《国际金融统计》，净对外头寸的数据来自于 Lane & Milesi - Ferretti (2006)。

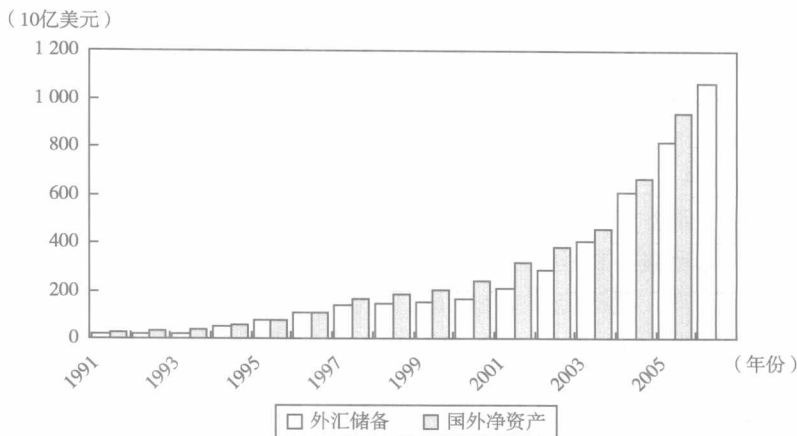


图 1-1 1991 年以来我国外汇储备和国外净资产的增长情况

2002 年以来, 在中国经济持续快速增长、经常项目盈余不断扩大和外汇储备激增的背景下, 人民币汇率继 1997 年亚洲金融危机以来再度成为国际社会关注的焦点, 人民币也因此一直面临着巨大的升值预期和压力。在坚持人民币汇率改革的主动性、可控性和渐进性原则的基础上, 中国人民银行于 2005 年 7 月 21 日宣布, 自即日起, 中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 并将美元对人民币交易价格调整为 1 美元兑 8.11 元人民币。从汇率制度改革后的运行情况来看, 人民币汇率总体上相对稳定, 但保持着小幅升值趋势。在近年来美元持续走弱的情况下, 2007 年 2 月 7 日, 人民币对美元汇价收于 7.7496 元, 以汇改确定的 8.11 元推算, 人民币升值了 3 604 点, 升值幅度为 4.44%; 人民币对日元的汇率也表现了较强的升值趋势, 最大升值幅度为 12.57%; 相对而言, 人民币对欧元和英镑的汇率则呈升值和贬值交替存在的状况 (见图 1-2)。这表明, 人民币汇率的弹性在增加, 但是国际社会对人民币汇率依然存在着较强的升值预期, 因而人民币一直面临着升值压力。在目前中国经济基

本面良好的状况下,人民币升值压力具有内在性,人民币将面临长期升值趋势(夏建伟、史安娜,2006)。^①

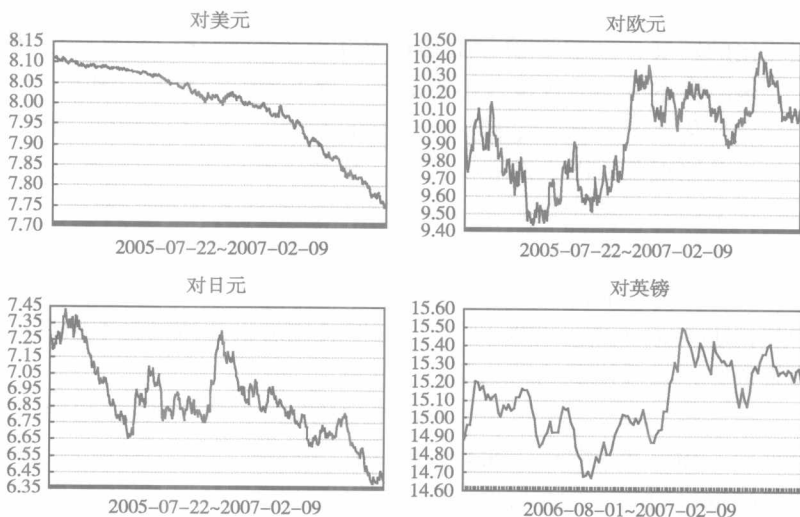


图 1-2 汇改后人民币汇率中间价

资料来源:中国人民银行网站。

巨额外汇储备和国外净资产的存在表明我国面临着严重的货币错配问题,并直接导致人民币升值的巨大压力。著名学者李扬(2005)在分析了我国的外币资产、外币负债和外币收入状况后指出,作为发展中国家,我国的货币错配问题同样十分严重。同时,他还指出,鉴于中国的货币错配状况,在汇率制度改革后将是主要的风险来源,因此必须密切关注这一问题。

① 决定一个国家货币汇率水平的经济基本面因素(Economic Fundamentals)主要包括经济增长率、通货膨胀率、财政收支状况、经济结构、消费偏好、贸易品部门的劳动生产率、贸易条件、非贸易品与贸易品的相对价格比、净对外资产等方面,其中经济增长率、净对外资产和贸易品部门的劳动生产率是决定或影响汇率水平最为主要的因素。