

中国资本账户、汇率制度与金融体系改革匹配问题的研究

崔红宇◇著



 中国金融出版社

中国资本账户、汇率制度与 金融体系改革匹配问题的研究

崔红宇◎著



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂

责任校对：孙蕊

责任印制：裴刚

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本账户、汇率制度与金融体系改革匹配问题的研究 (Zhongguo Ziben Zhanghu、Huili Zhidu yu Jinrong Tixi Gaige Pipei Wenti de Yanjiu) / 崔红宇著. —北京：中国金融出版社，2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9569 - 8

I. ①中… II. ①崔… III. ①资本—金融开放—研究—中国②汇率—货币制度—研究—中国③金融体系—金融改革—研究—中国
IV. ①F832. 21②F822. 1③F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 092445 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15

字数 187 千

版次 2018 年 6 月第 1 版

印次 2018 年 6 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9569 - 8

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

2015 年 10 月 29 日，中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议明确表示：推进我国的资本账户开放，扩大金融业双向开放。有序实现人民币资本项目可兑换，与汇率制度改革“推进汇率市场化改革，使人民币汇率主要由市场供求决定”，以及加快金融体系改革“构建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系，着力加强对中小微企业、农村特别是贫困地区金融服务”。由此，我国在宏观层面面临着资本账户开放、汇率制度与金融体系改革，那么一个重要的问题是，我国应如何推进三项改革，三项改革有无先后次序，即三项改革如何匹配是一个重要而急需解决的问题。

本书通过拓展原有的新凯恩斯 DSGE 分析框架，引入资本账户开放、汇率制度与金融体系改革因素，通过数值模拟与福利分析，利用比较的方法，探讨了三项改革的最优的匹配，得到如下结论：

1. 资本账户开放与汇率制度改革的匹配。随着汇率制度从相对固定转化为浮动，福利损失不断下降，且随着资本账户开放速度的提高福利损失下降的幅度降低；在设定的各种汇率制度下，资本账户开放都是有助于福利提高的，特别是在资本账户开放速度提高的初始阶段，福利会有显著地提高；资本账户开放要循序渐进地进行，同时进行汇率制度改革才能实现本国的福利最优。

2. 资本账户开放与经济发展水平的匹配。在资本账户开放过程中，本国的经济发展水平提高有助于提高本国福利，当资本账户开放速度较慢时，这一现象更加显著；资本账户的开放速度影响本国的福利损

失，适当的开放速度能显著降低福利损失；一国在资本账户开放过程中，适当增加汇率弹性，有助于本国福利的提高。

3. 资本账户开放与金融系统改革。一国可先进行资本账户开放，再进行金融体系改革，这样可实现本国福利最优；由于在资本账户开放速度较快的情况下，金融体系改革速度对福利的影响较小，如果考虑到多项改革的存在，本国只要把握资本账户开放速度不宜太慢即可。在资本账户开放与金融体系改革过程中进行汇率制度改革，提高汇率弹性会有助于本国福利的提高。

4. 均衡汇率与汇率波动区间。我们发现：2002 年前人民币存在一定的高估；2003—2008 年，人民币存在小幅的低估或高估；但 2009 年之后，人民币存在严重的高估。这是非常值得货币当局关注的。接下来，我们利用三种方法进一步测算了人民币汇率适宜的波动区间：（1）通过对均衡汇率表达式的求解，测算各变量的方差得到人民币汇率适宜的波动区间应该在 4% ~ 5%；（2）利用经典模型得到：最优汇率波动区间随着外生冲击的增加而增大，随本国央行对通货膨胀厌恶程度的提高而降低，结合中美两国的数据，计算了人民币对美元汇率适宜的波动区间，得到在不同政府偏好下，最优汇率波动区间的值；（3）利用新凯恩斯模型，得到汇率最优波动区间随着外生冲击的增加而增大，设定汇率波动区间的汇率制度优于固定或浮动汇率制度。

5. 汇率制度选择与经济发展水平。在一定的经济发展水平下，实行相对浮动汇率制度有助于本国福利的提高，这种作用在经济发展水平较高时尤为明显；随着经济发展水平的提高，相对固定的汇率制度会增加本国的福利损失，且在越为固定的情况下，这种福利损失越为明显；与此不同的是，在相对浮动的汇率制度下，福利损失随着经济发展水平的提高而降低，且随着汇率弹性的增加，这种降低更为明显。

6. 汇率制度选择与金融发展水平。预期利率规则下，福利随着金融发展速度的提高而降低，且福利损失最小值出现的位置随着金融发

展速度的提高而趋向相对固定的汇率制度；非预期利率规则下，福利随着金融发展速度的提高而降低，且福利损失最小值出现的位置随着金融发展速度的提高而趋向相对浮动的汇率制度，同时，当金融发展速度较快汇率制度较为固定时，本国福利会有显著降低。

本书的结论不但丰富了“三元悖论”理论，而且对我国的资本账户开放、汇率制度与金融体系改革的实施提供一定的指导。

目 录

第一章 导言	1
第一节 研究背景与意义	3
第二节 相关概念界定	6
第三节 资本账户、汇率制度与金融体系改革历程	14
第四节 研究目的、结构安排与创新	37
第二章 新凯恩斯分析框架	41
第一节 新凯恩斯框架的历史沿革	43
第二节 新凯恩斯的基本分析框架	44
第三节 模型参数校准	50
第三章 资本账户开放下汇率制度的选择	53
第一节 资本账户开放与汇率制度选择的文献综述	56
第二节 新凯恩斯模型中资本账户开放与汇率制度的引入	63
第三节 不同资本账户开放速度与汇率制度下的脉冲响应	66
第四节 不同资本账户开放速度与汇率制度下福利分析	72
第五节 资本账户开放典型事实分析	77
第六节 本章小结	79
第四章 资本账户开放与经济发展水平	81
第一节 新凯恩斯模型中资本账户开放与经济发展水平引入	84

第二节	不同资本账户开放速度与经济发展水平下的脉冲响应	86
第三节	不同资本账户开放速度与经济发展水平下福利分析	93
第四节	本章小结	99
第五章	资本账户开放与金融体系改革	101
第一节	资本账户与金融改革的文献回顾和述评	103
第二节	新凯恩斯模型中资本账户开放与金融体系改革的引入	107
第三节	不同资本账户开放速度与金融发展速度下的脉冲响应	110
第四节	不同资本账户开放速度与金融发展速度下福利分析	116
第五节	本章小结	121
第六章	人民币均衡汇率与波动区间测算	123
第一节	人民币均衡汇率的测算	126
第二节	人民币汇率波动区间	143
第三节	本章小结	165
第七章	汇率制度选择与经济发展水平	167
第一节	新凯恩斯模型中汇率制度与经济发展水平的引入	173
第二节	不同经济发展水平与汇率制度下的脉冲响应	175
第三节	不同汇率制度与经济发展水平下的福利分析	181
第四节	汇率制度选择经验分析	187
第五节	本章小结	189
第八章	汇率制度选择与金融发展速度	191
第一节	新凯恩斯模型中汇率制度与金融发展速度的引入	195

第二节 不同汇率制度与金融发展速度下的脉冲响应·····	198
第三节 不同汇率制度与金融发展速度下的福利分析·····	204
第四节 本章小结·····	209
第九章 结论·····	211
参考文献·····	216

Chapter One

导 言 | 第一章

“十三五”规划中明确提出我国将进一步开放资本账户，并进行汇率制度与金融体系改革，此为本书的研究背景，而三项改革如何匹配进行是本书所要探讨的问题，该问题的研究有着重要的理论意义与实践意义。本部分首先详细叙述本书的研究背景与意义，然后界定资本账户开放与汇率制度的基本定义，回顾世界范围与中国的资本账户开放和汇率制度改革历程，最后概述本书的研究框架与创新。

第一节 研究背景与意义

（一）研究背景

2015年10月29日，中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议明确表示：“推进我国的资本账户开放，扩大金融业双向开放。有序实现人民币资本项目可兑换，转变外汇管理和使用方式，从正面清单转变为负面清单。放宽境外投资汇兑限制，放宽企业和个人外汇管理要求，放宽跨国公司资金境外运作限制。推进资本市场双向开放，改进并逐步取消境内外投资额度限制”，与汇率制度改革“推进汇率市场化改革，使人民币汇率主要由市场供求决定”，以及加快金融体系改革“构建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系，扩大民间资本进入银行业，发展普惠金融，着力加强对中小微企业、农村特别是贫困地区金融服务。推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”。

由此，我国在宏观层面面临着资本账户开放、汇率制度与金融体系改革，那么一个重要的问题是，我国应如何推进三项改革，三项改革有无先后次序，即三项改革如何匹配是一个重要而急需解决的问题。

关于资本账户开放与汇率制度选择匹配的最早研究要追溯到“三元悖论”理论。19世纪60年代，经济学家蒙代尔与弗莱明把凯恩斯的

IS-LM 模型应用于开放的小型经济体，推演出了国际金融领域著名的理论之一——“三元悖论”。其主要内容是，对于一个开放的小型经济体，资本账户开放、固定汇率制度与独立货币政策三者只能同时选择其中两者，而不能同时达到三个政策目标。该理论因其简单明了地概括了一个开放经济体的政策制定所面对的限制，而被广泛地认可与接受。近期的研究也普遍支持三元悖论的结论，代表性的研究如：Obstfeld et al (2005)、Eichengreen 与 Leblang (2003)、Henry (2006)、Prasad 与 Rajan (2008) 等。但是，在该理论中的资本账户开放只考虑完全开放与完全不开放，汇率制度选择只包括完全固定与完全浮动，货币政策也只考虑完全独立与完全不独立六种选择组成的条件的情况。除了少数发达国家或地区满足条件外，大多数国家均处于中间状态，即资本流动受到一定的管制，汇率弹性受到一定限制，且一国享有一定程度的货币政策独立性。Aizenman et al (2008, 2010, 2011) 发展了一套指数研究了 170 多个国家 1970 年至 2007 年三元悖论的选择情况，发现新兴市场国家相对于发达国家与发展中国家近年来经济普遍发展迅速，而它们的一个共同特征就是政策选择处于三元悖论的中间状态。

近年来，我国一直进行着资本账户开放与汇率制度改革。资本账户方面，从 1996 年人民币经常账户可自由兑换，到 2003 年与 2006 年引进合格境外 (QFII) 与境内 (QDII) 机构投资者，再到 2013 年上海自贸区这一资本账户开放试验田的成立，直至 2015 年 9 月沪港通的推出，可以看出，我国正稳步地推进资本账户的开放进程。但总体来看，目前我国的资本账户还处于一定的管制状态。在汇率制度方面，从 1994 年的官方汇率与调剂汇率并轨，到 2005 年 7 月确定参考一篮子有管理的浮动汇率制度，再到 2015 年 8 月汇率中间价形成机制的重大变革，人民币汇率向更具弹性的方向迈进。但总体来看，人民币汇率波动区间只有 2%，人民币汇率还处于窄幅波动阶段。在金融体系改革方面，从 2003 年 3 月，中国金融监管的“一行三会”制度形成，到 2007

年1月,上海银行间同业拆借利率正式运行,再到2014年3月10日,银监会经报国务院同意,确定了5家民营银行试点方案,直至2018年的银监会与保监会合并,金融体系的改革正不断地深入与发展。

随着我国加入WTO,进一步开放贸易部门与金融市场的承诺使得资本账户管制处于越来越无力的境地,且我国正在不断地推动人民币国际化的进程,人民币国际化必然导致人民币回流,迫切要求资本账户开放。同时,随着我国经济不断融入到世界经济全球化中,为了抵制内部和外部的冲击,我国的货币政策需要具有独立性。依据三元悖论理论,人民币汇率必然浮动。但是,过快的资本账户开放、汇率制度改革势必会引发大的经济波动,甚至会导致危机的发生。因此,我国的资本账户开放与汇率市场化改革应该循序渐进地进行。那么,我国资本账户开放与汇率市场化改革如何与本国的经济发展水平与金融体系改革相协调?且资本账户开放与汇率制度改革如何匹配?资本账户开放与金融体系改革有无先后次序之分?这些问题的研究不但关乎我国经济的长治久安,而且具有重要的战略意义,因此,这些问题都是重要而且迫切需要解决的。

(二) 研究意义

1. 理论意义

本书的理论意义在于丰富“三元悖论”选择理论。本书结合中国的经济发展水平、金融体系改革与典型外部冲击构建新凯恩斯DSGE理论模型,分析不同条件下,中国的资本账户开放、汇率制度和金融体系改革的匹配关系,为当前与今后中国“三元悖论”的解提供理论基础,是对“三元悖论”理论的丰富与发展。

2. 实践意义

本书通过构建理论模型得到不同条件与阶段下中国资本账户开放、汇率制度与金融体系改革的匹配情况,将有效地引导中国资本账户开

放、汇率制度改革和金融体系改革的实践，从而为我国当前以及今后经济发展营造适宜的宏观环境，以保证我国经济平稳高效地运行。

第二节 相关概念界定

（一）资本账户的概念界定

资本账户的定义

资本账户又称资本项目，是反映一定时期一国同其他国家（或地区）进行的全部经济往来收支流量情况的记录，是国际收支平衡表中重要组成部分。与之相联系的国际收支平衡表中另一个重要账户是经常账户又称经常项目，经常项目记录了一国同其他国家（或地区）之间的实际资源转移，具体包括货物贸易、服务贸易和单方面转移支付等。我们通常关注的进出口就记录在经常账户。经常账户的交易必然涉及国家间资金的往来，因此，资本账户通常是针对经常账户而言，记录国家间资本的流动情况，主要包括国家间的金融资产交易、资本的流入与流出等内容，从而有效反映一国对外金融资产与负债的变动，以及国家间资本的流动。1993年，国际货币基金组织在其出版的《国际收支手册》中，为了更准确地表示其构成把国际收支平衡表中资本账户项改称为资本与金融账户，但学术界还普遍用资本账户来表示。

资本账户与经常项目一样是国际收支平衡表中的一级账户，其下设资本项目、直接投资、证券投资和其他投资四项内容。其中，资本项目记录跨境房地产投资与私人资本转移等资金的流动；直接投资记录外商直接投资，以及本国企业对外直接投资，如通过海外设立分支机构、合资创办企业或通过收购海外公司等形式的投资，即我们通常所说的FDI；证券投资指跨境的股本证券类投资和债务证券类投资，如外国股票市场、外国债券以及外国货币工具与衍生工具等；其他投资是指贸

易信贷、贷款、货币和存款构成，其中跨境贷款占主要部分。

（二）资本账户开放的国际规定

国际货币基金组织在《汇率安排和外汇管制年度报告》中，按照资本账户管制的领域，把资本管制划分为 13 个类别，分别为资本市场证券、货币市场工具、集体投资证券、衍生工具及其他工具、商业信贷、金融信贷、保函及担保和金融支持工具、直接投资、直接投资的清盘、房地产交易、私人资本流动、针对商业银行和其他信贷机构的规定、针对机构投资者的规定。

关于资本账户开放的规定，主要有两个，一是国际货币基金组织 IMF 的规定，另一个是经济合作与发展组织（OECD）的规定。下面，我们分别对其加以说明。

1. 国际货币基金组织的规定

国际货币基金组织在其协定的第八款中对经常项目开放进行了规定，要求 IMF 成员国实现经常账户下的货币自由兑换，且进一步要求各成员国不得对其他成员国实施歧视性货币政策，同时对国际收支经常账户的支付不得加以限制。但是，对资本账户的规定却没有对经常项目的规定那样严格且统一，只是对资本流动的范围进行了限制。国际货币基金组织协定的第六款中指出，各成员国可以对国际资本流动采取必要的控制，但这类管制不得限制经常性交易的支付或资金的转移。20 世纪 90 年代，随着全球化的发展，国际间资本流动加大，经济理论界普遍得到资本账户开放促进资金流动，有助于一国经济增长的结论。因此，国际货币基金组织开始大力支持和推动其成员国实行资本账户开放，并将各国的资本账户开放情况作为主要的监管对象。1997 年，在国际货币基金组织协定的修订中，临时委员会将原来的加快资本账户开放升级为促进资本账户开放是国际货币基金组织的一个特定目标，赋予国际货币基金组织关于资本流动的适当的司法权。之后，临时委员

会在世界银行和国际货币基金组织的第 52 届年会上,提出把资本账户开放纳入国际货币基金组织的管辖权,并力争订立资本账户自由化的严格定义,明确各成员国的相应义务,以此来使国际货币基金组织的管辖权利得到确立,但至今未具体实施。

2. 经济合作与发展组织(OECD)的规定

经济合作与发展组织(OECD)制定了《资本流动自由化通则》,用以保障各成员国间跨境资本自由流动。该法规要求经济合作与发展组织各成员国必须逐步取消各项资本自由流动的限制,对跨境资本流入与流出,所有成员国不得施加外汇管制,成员国法律法规不得对资本流动的相关交易加以限制。1989 年,经济合作与发展组织对《资本流动自由化通则》进行了修订,进一步加强了对跨境资本自由流动的保障,并把货币市场业务、同业市场业务、短期借款等各项短期资本流动也包括在资本流动的管辖范围内。同时还对居民赋予了非居民相同的权利,即组织内各国居民在境外进行的各种资本交易活动不能被加以限制。在这样严格的规定下,经济合作与发展组织成员国的资本账户基本全部实现了开放。

以上介绍了国际货币基金组织和经济合作与发展组织(OECD)对资本账户开放的相关规定与演化,从中不难看出,相较于国际货币基金组织,经济合作与发展组织对资本账户开放的规定更为严格,且促成了其成员国资本账户开放的全部实现。这与两个组织的成员结构是分不开的。经济合作与发展组织的成员普遍经济发展水平较高,实行的是完全市场化经济,而国际货币基金组织的成员构成则较为复杂,既包括先进的发达国家也包括相对落后的发展中国家以及一些欠发达国家,其经济发展水平参差不齐,实行的经济制度也不统一。那么,一国的经济发展水平是否决定着该国的资本账户开放程度的选择?即较高的经济发展水平是否要求较高的资本账户开放水平与之相匹配才能进一步促进经济的增长?同时,资本账户的开放是否也能够促进一国经济发展水