



湖北经济学院学术文库

国际资本流动下

东亚汇率制度选择与协调研究

何慧刚 著

GUOJI ZIBEN LIUDONG XIA
DONGYA HUILV ZHIDU XUANZE YU XIETIAO YANJIU



中国财政经济出版社

湖北经济学院学术文库

国际资本流动下东亚汇率制度

国际资本流动下东亚汇率制度 选择与协调研究

◎ 何慧刚 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际资本流动下东亚汇率制度选择与协调研究/何慧刚著.
—北京:中国财政经济出版社, 2007.8

(湖北经济学院学术文库)

ISBN 978-7-5095-0107-8

I. 国… II. 何… III. ①汇率-货币制度-研究-东亚②人民币-汇率-货币制度-研究 IV. F823.101 F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 112535 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: 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: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 10.375 印张 237 000 字

2007 年 9 月第 1 版 2007 年 9 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 000 定价: 22.00 元

ISBN 978-7-5095-0107-8/F·0093

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



总 序

一个世纪以前，当大学研究之说被德国人洪堡提出之后，大学的新理念便一变欧洲中古的学术传统，逐渐成为全世界所接受的办学指归。蔡元培先生融中外于一体，铸古今为一炉，登高而眺远，振臂开风气，铿锵作声曰：“所谓大学者，非仅为多数学生按时授课，造成一毕业之资格而已也，实以是为共同研究学术之机关。”普罗米修斯的火种从此点亮了中国现代大学的方向。时至今日，教学与科研，犹如车之两轮，鸟之双翼，正鼓动着我们的大学在富国康民的大道上奔腾前行。

即如经济在竞争中发展一样，高校也是在竞争中提升自己的实力。“赤橙黄绿青蓝紫，谁持彩练当空舞？”国之兴，在科教，校之兴，在科研。睽睽事实，谁能否认？

蹶踪而述往，溯本以追源，历经数十载的艰苦奋斗，依靠数代人的不懈努力，我校科研收获颇多，学术优势亦较明显，应该说，薪火



代代传，如今尤为盛。但合并重组之后，学校层次提高，办学要求亦相应提高，如何顺时应势，做大做强湖北经济学院，以为本地乃至全国的经济建设做出更大贡献呢？学校立足现实，着眼未来，将科研强校写进了学校发展的战略宏图，这实是挈领之措，抓纲之举！

提升科研水平，需要个人的勤奋努力，亦需要团体的协同作战；需要老师的精力投入，更需要学校的鼎力扶助。这次由学校资助出版的《湖北经济学院学术文库》即是学校实施的战略计划之一。这项计划，旨在推介我校的学术成果，扩大我校的学术优势，营造我校的学术氛围，凝集我校的学术团队，因而它面向全校学人，尤其是奋发上进的中青年学者；它欢迎一切著作，尤其是思想新颖、见解独到的学术专著，“开明开放，优中择精”，是之谓也。

学术之道，一则立高，一则守静。立高才能紧跟前沿，把握动态；守静方可于喧闹中求真知，于细微处成大境界。学术文库是一块放飞思想的田野，之所以为“田”，是希望我们大家共同耕耘，春种而秋收；之所以为“野”，是希望我们的思想不囿于陈见，不拘于一端，有超迈之气象，有博取之视野。这当然是比较高的要求，但我相信，只要我们于高处放眼，在静中下手，我们的这块田野一定会绽满思想的鲜花，结出智慧的硕果！

许建国

2004年5月30日



前言

一、问题的提出

20 世纪 90 年代以来, 国际资本流动空前发展, 货币危机此起彼伏。90 年代来发生的危机表明新兴工业化经济体的货币更容易受到国际资本流动的冲击。1997 年的东亚货币危机是二战以来最严重的全球性危机, 其主要特征是危机国家的货币贬值, 甚至在一些国家货币危机演变成了政治危机。而且, 危机传导的地区范围不断扩大, 其间各种跨国传导效应交织在一起, 集中体现了国际资本流动背景下货币危机国际传导的复杂局面。

东亚货币危机暴露出东亚各经济体在货币合作领域, 尤其是汇率合作领域缺乏区域协调这一弊端。东亚各经济体对日本和美国的特定贸易结构决定了当日元对美元汇率大幅度波动时, 严格钉住美元的汇率制度造成了钉住国家真实汇率的不稳定, 继而造成对国际收支的不良影响。国际收支的恶化会破坏投资者对于钉



住汇率水平的信心,在国际资本自由流动背景下,货币投机行为造成了钉住汇率体制的崩溃。由此可以看出,国际资本流动、货币危机和汇率制度三者之间存在着密切关系,国际资本流动和汇率制度是货币危机爆发的必要条件。

危机前,东亚地区的贸易和投资合作取得了相当大的进展,但在货币与汇率协调方面却是一片空白。危机后,东亚各经济体达成了一些共识:实现持续的经济增长所需要的经济和金融的稳定发展离不开区域货币合作,尤其是汇率制度选择和协调。区域货币与汇率协调不仅有助于维护宏观经济和金融市场稳定,而且每个经济体对于美元外汇储备的需求也将大大下降,进而为东亚保留宝贵的国内储蓄资源。另外,区域货币与汇率协调不仅有利于在整体上维护东亚的利益和推动全球国际收支平衡,同时还有助于防止区域内经济体之间“以邻为壑”的货币贬值政策。再有,从长期来看,初期的汇率合作将为汇率合作的最高形式——东亚单一货币奠定基础,从而推动东亚区域经济一体化、削弱美元霸权、重建全球金融秩序。

到目前为止,东亚各经济体一直在积极地对可能的货币合作进行广泛的讨论和磋商,减少分歧并共同努力来建立一个自助的货币合作机制,努力防范未来危机。经过多方的努力,东亚货币和金融合作已经取得了阶段性的成果。东亚各方在信息交流、资本流动监管、紧急援助机制和宏观金融政策协调方面取得了一定共识。《清迈协议》的签订和实施成为东亚货币合作的里程碑,反映了东亚经济体进一步促进合作的强烈愿望,并鼓舞东亚经济体加快贸易和投资等方面的合作步伐,为东亚更广泛的货币合作准备条件。

汇率作为一个外生的相对价格指标,其变动直接决定着一国



涉外经济交易的价格水平，决定着实际有效汇率的波动。汇率制度选择与协调是货币合作进程中的关键环节。如果不能在东亚建立有效的汇率协调机制，不仅容易出现“以邻为壑”式的汇率波动或是被迫回归到某种形式的“实际钉住美元制度”，而且各种融资便利安排的实施以及区域债券市场的发展也将受阻。因此，建立货币合作区域制度安排，必然涉及汇率制度的合作协调，正如 Eichengreen (2005) 指出的：“在亚洲，任何问题最终都会归结到汇率制度。”

目前，东亚经济体面临的问题是：在经济全球化、区域经济一体化日益发展和国际资本流动不断加强的国际背景下，在欧盟和北美自由贸易区已经形成了自己的区域货币体系，新的世界货币体系中出现欧元与美元“二元化”的国际环境中，东亚经济体要么成为两个货币区的附庸；要么独来独往，承受两大货币区的挤压；要么建立一个自己的货币区。首先，东亚各经济体不会甘心成为附庸。其次，构建独立的东亚货币区不仅符合自身的经济发展的需要，也有利于国际货币格局的平衡与协调。因此，建立东亚货币区完全应该成为东亚货币体系改革的一个远期目标。东亚汇率协调是东亚货币合作的高级阶段，也是实现东亚单一共同货币区的关键阶段。东亚各经济体致力于加强汇率协调，从低级到高级稳步推进汇率协调机制的完善是现实的、自然的、理性的选择。东亚经济体应该选择什么样的合意的汇率制度以避免国际资本流动对经济金融的冲击？东亚经济体如何进行汇率协调？如何构建东亚固定汇率区，以实现东亚单一货币的终极汇率协调目标？因此，研究国际资本流动下东亚汇率制度选择与协调，对国际区域货币合作的发展具有重要理论和实践价值。



二、研究对象和研究思路

本书涉及的东亚区域是在地缘相近的基础上,综合经济关系和政治影响等多重因素,进行区域一体化问题研究的专门概念,具体范围包括:中国(包括香港、台湾和澳门地区)、日本、韩国、加上目前的东盟10国(泰国、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、文莱、新加坡、越南、老挝、缅甸和柬埔寨)共13个国家。

本书以国际资本流动视角下的东亚汇率制度选择与协调研究为主线,从国际资本流动的趋势特征、微观动因和经济效应入手,通过国际资本流动、货币危机、汇率制度三者之间的相互关系的理论和实证分析,在探讨国际资本流动下东亚汇率制度最优安排的基础上,研究国际资本流动下东亚汇率协调的可行性,进而分析构建东亚汇率协调的选择方案和现实路径,最后对中国资本项目开放和人民币汇率制度选择问题进行研究,提出中国资本项目可兑换进程中人民币汇率制度改革的模式选择和路径安排。本书除前言部分外,包含六章内容。

第一章主要对国际资本流动、货币危机和汇率制度选择之间的相互关系进行理论和实证分析,从而为国际资本流动下东亚汇率制度选择与协调研究奠定理论和现实背景。首先,分析当代国际资本流动的基本态势、特征、趋势、微观动因和经济效应;其次,论述国际资本流动与货币危机的关系;再次,论述国际资本流动与汇率制度的关系;最后讨论汇率制度与货币危机的关系。通过分析,得出结论:资本流动、汇率制度虽然不是货币危机发生的根源,却是货币危机发生的必要条件。

第二章研究国际资本流动下东亚汇率制度选择问题。首先,



对汇率制度选择理论进行评析；其次，讨论汇率制度选择的经济标准，包括汇率制度选择的经济标准、IMF对汇率制度选择的建议、汇率制度的经济绩效；最后，研究国际资本流动下东亚最优汇率制度选择，包括东亚汇率制度的现状、东亚汇率制度选择的两难困境和东亚汇率制度选择的最优安排。分析认为，在近期和中期，钉住一篮子货币汇率制度是东亚最优汇率制度选择，次区域汇率协调将是东亚汇率协调的突破口；在长期，共同单一货币是相对合理的选择。

第三章研究国际资本流动下东亚汇率协调的理论基础。首先，讨论开放经济下国际金融政策协调理论，包括国际金融政策协调的内涵、政策溢出和市场溢出理论、Hammada 图像；然后，论述东亚汇率协调的理论依据，包括霸权稳定论、博弈论、汇率扰动冲击模型、效应论等。

第四章研究国际资本流动下东亚汇率协调的经济基础。首先，分析东亚汇率协调的经济基础，包括东亚经济合作的运行机制和东亚经济合作的发展模式；然后，研究东亚汇率制度协调的可行性，包括东亚汇率协调的 OCA 标准检验、东亚汇率协调的成本—收益、东亚汇率协调的制约因素。分析表明东亚汇率协调仅能在较浅的层次上进行，要达到构建东亚固定汇率区，实现东亚单一货币区的目标还任重道远，必须先易后难，循序渐进，分层次，分阶段，分区域，逐步推进。

第五章研究东亚汇率协调的选择方案及现实路径。首先，分析东亚汇率协调的可供选择的方案；其次，对东亚汇率协调的可能方案进行比较；第三，提出东亚汇率协调的现实路径；最后，对东亚汇率协调进行实证分析。

第六章研究中国资本项目可兑换进程中的人民币汇率制度选



择。首先,分析国际资本流动下人民币资本项目可兑换,包括中国资本项目可兑换的现实动因、现状、前提条件、顺序、时机和政策建议;然后,分析中国资本项目可兑换进程中的人民币汇率制度选择,包括人民币汇率制度的特征、运行效果及汇率制度改革的选择模式和具体路径。

三、主要创新之处

本书立足于国际资本流动、汇率制度和货币危机的理论和现实背景,将OCA理论、国际金融政策协调理论、汇率制度选择理论、汇率协调理论和东亚货币制度选择、东亚汇率协调、人民币资本项目可兑换、人民币汇率制度改革等问题统一起来,作为一个整体进行研究和分析,在研究中进行了一些创新,得出了一些新的结论。

1. 建立了3个国家的一般均衡理论模型,证明东亚经济体对美元或者日元的单一钉住不如钉住篮子货币。钉住货币篮子可以缓冲美元对日元汇率变动对各国宏观经济的冲击。在区域经济一体化过程中,对东亚新兴市场经济体来说,钉住单一美元或者单一日元是纳什均衡,即如果一个国家钉住美元,那么,另一个国家的最优选择也是钉住美元。但是,通过区域货币合作钉住以贸易为权重的篮子货币同样也是纳什均衡。

2. 在分析当代国际资本流动的特征、趋势、微观动因和经济效应的基础上,对国际资本流动、货币危机和汇率制度安排进行了理论和实证的分析,认为三者之间存在密切关系。认为国际资本流动和固定汇率制度是货币危机发生必不可少的条件。如果说东亚经济体是一个炸药包,固定汇率制度则是导火线,国际资本流动则是点火。东亚货币危机的真正根源在于东亚经济体宏观



经济层面存在的问题。

3. 运用汇率制度选择的基本理论，通过对东亚实际经济指标的分析，提出东亚经济体应采用比较固定的汇率制度。本书比较了3种汇率制度的可行性，认为单一钉住美元的固定汇率制具有内在缺陷，钉住一篮子货币汇率制度符合东亚近期的经济实际情况；严格的单方面固定汇率制度（包括货币局制度或“美元化”）因其成功运转要求一系列严格条件，而这些条件往往是东亚经济体难以实现的；固定汇率制具有内在缺陷，不适于东亚经济体，自由浮动汇率制度因其过高的经济条件更不适于东亚经济体。因此，东亚汇率制度选择已陷入两难困境，应从动态角度进行分析，必须考虑近期、中期和长期安排。在近期和中期，钉住一篮子货币汇率制度是最优选择，次区域汇率协调将是东亚汇率协调的突破口；从长期来看，共同单一货币是相对合理的选择。

4. 运用OCA理论提出的一系列判断标准分析了东亚汇率协调的可行性，即东亚各经济体的经济现实是否支持东亚经济体进行汇率协调。同时，利用OCA理论提出的一些判断标准，检验东亚哪些经济体可以构成汇率协调的合作伙伴。通过OCA标准分析，东亚经济体初期的汇率协调已经具备客观经济条件，但是经济上和政治上的制约使东亚汇率协调不能在短期内完成。因此，目前，东亚汇率协调仅能在较浅的层次上进行，要达到构建东亚固定汇率区、实现单一货币区的汇率协调目标还任重道远，必须先易后难，循序渐进，分层次，分阶段，分区域，逐步推进。

5. 比较分析了共同钉住美元、BBC规则等6个东亚汇率协调方案的利弊，在此基础上，提出了东亚汇率协调应综合考虑多方面的因素，遵循“由易到难，循序渐进”的原则，提出了东亚

汇率协调更为可行的方案，具体方案可分四个不同阶段予以实现：加强东亚各经济体汇率政策协调，维持区域内双边汇率的相对稳定；建立次区域的钉住共同货币篮子汇率制度，促进“次区域”汇率稳定；建立3个次区域之间的固定汇率制，实现次区域货币一体化；建立整个东亚区域钉住共同货币篮子，构建东亚固定汇率区。

6. 提出在中国资本项目可兑换进程中人民币汇率制度选择的战略对策。在探讨人民币资本项目可兑换的顺序、时机的基础上，认为人民币资本项目可兑换进程中的人民币汇率制度改革变迁应是个动态过程，必须结合我国市场化进程、资本项目的开放程度、货币政策目标、国内金融体系完善程度来进行，具体路径可从近期、中期和长期进行安排。近期内实行“较严的资本项目管制+相机抉择的货币政策+一篮子爬行目标区汇率制度”政策组合；中期内实行“较松的资本项目管制+通货膨胀目标制的货币政策+浮动幅度较大的管理浮动汇率制”政策组合；长期内实行“资本项目基本开放+通货膨胀目标制的货币政策+独立的浮动”组合。

目 录

第一章 国际资本流动、货币危机与

汇率制度…………… (1)

第一节 国际资本流动的趋势特征、 微观动因及经济效应………… (1)

第二节 国际资本流动与货币危机 …………… (31)

第三节 国际资本流动与汇率制度 …………… (44)

第四节 汇率制度与货币危机………… (68)

第五节 国际资本流动、汇率制度 与货币危机关系的实证分析 ——以东亚货币危机为例 …………… (78)

第二章 国际资本流动下的东亚汇率

制度选择…………… (91)

第一节 汇率制度选择理论………… (91)

第二节 汇率制度选择的经济标准



.....	(112)
第三节 国际资本流动下的东亚汇率制度选择.....	(120)
第三章 国际资本流动下东亚汇率协调的理论基础.....	(148)
第一节 开放经济条件下国际金融政策协调理论.....	(148)
第二节 东亚汇率协调的理论依据.....	(154)
第四章 国际资本流动下东亚汇率协调的经济基础.....	(161)
第一节 东亚汇率协调的经济基础.....	(161)
第二节 东亚汇率协调的可行性.....	(178)
第五章 东亚汇率协调的选择方案及现实路径.....	(220)
第一节 东亚汇率协调的方案选择.....	(220)
第二节 东亚汇率协调的方案比较.....	(229)
第三节 东亚汇率协调的现实路径.....	(242)
第四节 东亚汇率协调的实证分析.....	(252)
第六章 中国资本项目可兑换进程中的人民币汇率制度 选择.....	(265)
第一节 国际资本流动下的人民币资本项目可兑换	(265)
第二节 中国资本项目可兑换进程中的人民币汇率 制度选择.....	(283)
参考文献.....	(301)
后 记.....	(315)



第一章

国际资本流动、货币危机 与汇率制度

第一节

国际资本流动的趋势特征、 微观动因及经济效应

一、当代国际资本流动的基本态势

(一) 国际资本流动空前发展

20 世纪 90 年代以来，世界上大多数国家对资本的管制都在



逐步地放松，许多国家都实现了经常项目的自由兑换，有条件的国家还在逐步实现资本项目的自由兑换。在汇率制度方面，1990年以来国际货币汇率体系表现出更大的灵活性和自由浮动性，实行自由浮动和有管理的浮动汇率制国家不断增加。同时，新技术革命加速了对金融信息的收集、处理以及在全世界的传播，国际金融市场的不断发展与完善，金融创新的大量使用及各类金融衍生工具的开发和普及，极大地降低了资金在国际间的调拨成本，大大提高了国际资本的流动速度。再者，金融工具多样化、金融衍生产品迅速发展、金融自由化改革和技术的进步，使国际资本流动的期限转化更为方便。因此，国际资本流动的规模日益增大、速度日益快捷、流动期限日益模糊。主要体现在：第一，国际资本流动量远远超过了世界各国 GDP 和固定资本形成的增长率。即使 1990—1993 年期间，世界经济发生周期性衰退，世界出口贸易量出现下降或徘徊之时，国际资本流动却未受影响，保持了持续高速增长的势头。1997 年以后，国际资本流动出现明显下降，2002 年陷入低迷，2004 年开始复苏。跨国并购在 2004 年的前 6 个月里比 2003 年同期增长了 3%，并创下了新的纪录。第二，根据国际清算银行对全球外汇市场的名义交易额的调查，到 1998 年 4 月，该交易额已经超过 1.5 万亿美元，相当于国际贸易总额的 25 倍。这一数额比上次统计的 1995 年的同一交易额又增长了近 50%，3 年间的年平均增长率是 14%。第三，金融衍生工具的未偿数额增长率下降，交易期限缩短。在交易总规模持续上升的情况下，未偿还本金增长率的下降，表明资金以更快的速度在衍生工具市场流动。第四，国际资本流动的期限日趋模糊。