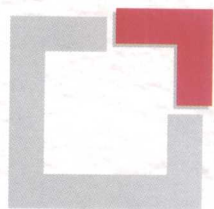


郎晓龙◎著

Currency Crises
and
Capital Controls



货币危机 与 资本管制



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

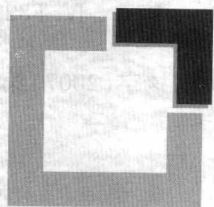
北京联合大学学术专著出版基金资助

F821.5/4

2007

郎晓龙◎著

Currency Crises
and
Capital Controls



货币危机 与 资本管制



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

货币危机与资本管制/郎晓龙著. —北京: 中国经济出版社, 2007. 11

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8238 - 3

I. 货… II. 郎… III. ①人民币—货币危机—研究②金
融资本—经济管理—研究—中国 IV. F822. 5 F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 163770 号

出版发行: 中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 余静宜(010-68359421, E-mail: Jingyi_v@126.com)

责任印制: 张江虹

经 销: 各地新华书店

承 印: 潮河印业有限公司

开 本: A5

印 张: 9.25

字 数: 220 千字

版 次: 2007 年 11 月第 1 版

印 次: 2007 年 11 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 8238 - 3/F · 7233

定 价: 32.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

前 言

自从金本位制在第一次世界大战期间崩溃以来,世界经济就不断受到货币危机的困扰。20世纪90年代以来,大规模的货币危机频繁发生,如1992年到1993年欧洲货币体系的英镑、法郎危机,1994年的墨西哥比索危机,1997年的亚洲金融危机,以及2001年阿根廷比索危机等。这些危机引起了各国学者的广泛关注,对于货币危机的成因、作用机制,以及应对政策进行了深入地研究。对于如何预测和预防危机的发生,以及在危机发生时如何采取有效措施加以控制,学者们提出了不同的见解。随着世界经济的不断发展,货币危机的特点也在不断地发生变化。货币危机理论和政策的研究对于解决“开放经济的三难选择”问题,处理内部均衡与外部均衡的关系,具有重要意义。

资本管制作为预防与控制货币危机的政策工具,正逐渐得到各国,特别是发展中国家的重视。发展中国家普遍存在的问题是金融体系不够完善,资本的大量流动会对经济和金融产生严重的冲击,加大经济的不稳定性。同时,目前的国际金融市场也不完善,缺乏协调的国际货币体系,国际金融市场的监管还存在着很大的漏洞,这就使资本自由流动具有很大的风险性。利用资本管制抑制短期资本的流动,对于促进经济和金融的稳定发展具有积极作用。大量的经验表明,资本管制对于预防与控制货币危机具有一定的作用。考察资本管制在货币危机中的影响及其潜在的成本,研究如何实施资本管制抑制资本流动对经济的不利影响,具

有理论和应用上的价值。

我国加入 WTO, 与国际市场接轨是必然的发展趋势。人民币实现资本项目条件下的可自由兑换在不久的将来将会实现。目前, 我国实行有管理的浮动汇率制, 但在实际操作上已相当于盯住美元的盯住汇率制。资本项目实现自由兑换, 资本流动的程度将大大提高, 货币危机问题可能成为我国必须面对的问题。研究如何控制资本流动的程度, 降低货币危机发生的可能性, 以及在危机发生时如何采取应对措施, 对于保障我国经济的持续、健康增长, 具有重要的现实意义。

1. 现有的研究成果

目前, 关于货币危机问题的理论成果较为丰富, 对于如何应对货币危机, 各国学者也提出了许多政策建议, 这都为全面、系统地研究货币危机理论与政策提供了坚实的基础。

对货币危机的理论研究可以分为三个阶段。第一代货币危机理论是由 Krugman (1979) 最早提出的, 随后由 Flood 和 Garber (1984) 等人进一步完善。Krugman 根据 Stalant 和 Henderson (1978) 关于黄金定价模型的思想, 提出政府实行持续性的财政扩张政策, 将使固定汇率制无法维持, 个体的理性行为将导致投机攻击和外汇储备的耗尽, 货币危机将是必然发生的。Flood 和 Garber 将 Krugman 的模型进一步简化, 用“影子浮动汇率”的概念较为直观地解释了货币危机发生的原因与时间。第一代货币危机模型研究的对象是经济基础的不均衡所引起的投机攻击和货币危机。这类危机的特点是政府实行相互冲突的宏观经济政策, 使固定汇率制在长期无法维持, 固定汇率制的崩溃是必然发生的, 在不考虑不确定性的条件下, 理论上可以准确地预测危机发生的时间。第一代货币危机模型对于解释 20 世纪七八十年代发展中国家经常发生的货币危机, 特别是拉美国家的货币危机是比较成功的。

20 世纪 80 年代后期以及 90 年代, 货币危机的特点发生了一些新的变化。一些经济基础较为良好, 宏观经济政策适当的国家也发生了货币危机。例如 1992 年到 1993 年 EMS 成员频繁发生的货币危机, 包括英镑危机、法郎危机、意大利里拉危机等。为了对这种新的货币危机现象做出解释, 一些经济学家提出了危机“自我实现”的概念, 建立了第二代货币危机模型。第二代货币危机理论认为, 对于一些经济基础较为良好的国家, 由于公众预期政府在面对投机攻击和货币危机时出于社会总体福利水平的考虑, 会实行某种政策的改变, 这种对政策变更的预期就会引发投机攻击, 形成货币危机, 迫使政府实行新的政策, 从而使对危机的预期自我实现。由于预期直接决定经济运行的结果, 不同的预期就会产生不同的结果, 因而最终的经济均衡不再是确定性的、唯一的均衡, 而是多重均衡。政府的理性抉择、自我实现的预期, 以及多重均衡是第二代货币危机模型的特征。

第二代货币危机理论中, 还有一种观点认为, 即使在经济基础完全良好的情况下, 纯粹的“自我实现”的预期也会引发货币危机。这种机制可以用“羊群行为”来解释。在信息不对称情况下, 市场参与者的非理性行为导致金融市场不完全有效, “羊群行为”使得市场的波动超出合理的范围。由于各个国家之间存在着广泛的经济联系, 一国的危机会通过“传染效应”扩散到其他国家, 并相互加强, 使危机的发生具有区域性的特点。

第三代货币危机理论并不是一种统一的理论, 而是在亚洲金融危机发生后, 学者们对货币危机的发生机制提出的各种新的解释。由于亚洲金融危机具有不同于其他危机的许多特点, 经济学家们提出了不同的看法。Krugman (1998) 提出了道德风险说, 认为政府担保导致企业和金融机构过度借债是危机发生的主要原因。Radelet 和 Sachs (1998a, 1998b) 提出了银行挤兑说, 认为危机是由于投资者的恐慌导致的流动性危机, 而东亚国家的经济

基础是良好的。随着亚洲金融危机的进一步发展, Krugman (1999) 又提出了企业债权说, 认为货币贬值导致企业外债负担加重是危机深化的重要原因。

对于资本管制在货币危机中的作用, 以及公众对政府实行资本管制的预期本身对货币危机的影响, 已经有许多学者进行了探讨。Wyplosz (1986) 对同时实行固定汇率制和通货膨胀政策的情况进行了探讨, 指出通过实行永久性的资本管制, 可以控制投机攻击的最大能量, 从而控制市场波动所造成的不利影响。Dellas 和 Stockman (1993) 讨论了暂时性资本管制的作用及其影响。他们指出, 人们对于政府可能实行资本管制的预期将使货币危机更早、更容易发生。Bacchetta (1990) 分析了可预期的暂时性资本管制对货币危机的影响, 指出投机攻击可能就在管制将实施前发生, 但也可能会引起资本流入。并且, 政府的财政赤字越小, 外汇储备水平越高, 发生投机攻击的可能性就越小。Gros (1992) 对资本管制的作用进行了探讨, 认为即使存在着资本管制, 也可能发生货币危机, 资本管制具有自身的局限性。如果政府实行了适当的宏观经济政策, 投资者对本币具有信心, 那么不实行资本管制, 也不必然会发生危机。还有许多其他经济学家也从不同的角度对资本管制的作用与影响提出了各自的见解, 他们所做的工作为全面深入地研究这一问题提供了丰富详实的资料。

对资本管制的效果和成本的经验分析, 也已取得了较多的成果。包括 Gregorio, Edwards 和 Valdés (2000) 对智利实行资本流入管制的效果分析, Kaplan 和 Rodrik (2001) 对马来西亚实行资本管制的经验分析, Cardoso 和 Goldfaju (1997) 对巴西控制资本流动的效果的研究等。这些经验分析工作为研究如何有效地实行资本管制, 达到政府的政策目标提供了很好的借鉴。

2. 本书的结构安排

本书研究的主题是在预防与应对货币危机的过程中,资本管制作为政府考虑采用的一种政策工具,可以发挥哪些作用,以及在具体操作中,如何有效地实行资本管制,达到政府预期的政策目标。

本书在结构上分为七章:

第一章主要是概念的界定和相关问题的简要介绍。

第二章通过对三代货币危机理论的比较,分析利用资本管制防治货币危机的必要性,也就是解决为什么要实行资本管制的问题。由于本书研究的主题是从防治货币危机的角度考察实行资本管制的理由和方式。首先分析货币危机发生的原因,以及资本流动在货币危机中所起的作用就是必需的,是第三章进一步分析资本管制对于防治货币危机的作用的理论基础。

第三章承接第二章,第一节仍是讨论为什么实行资本管制的问题,但是从另一角度,即国际金融体系不完善的角度来讨论采用固定汇率制的发展中国家实行资本管制的必要性。第三章的第二、三节则是进一步从理论上分析资本管制对于防治货币危机的作用和影响,也就是研究资本管制是否有效的问题。第二节讨论永久性资本管制的影响:长期的资本管制能够限制参与投机攻击的资本的最大数量;对资本流入进行管制有利于抑制本币升值的货币危机;套利活动的存在会降低管制的效果;管制也可能对社会福利水平产生不利影响。第三节讨论暂时性资本管制的影响,指出对资本管制的预期会削弱管制的效果。本书在理论上的创新主要是:在第三章第二节中,对于管制的福利效果的分析;在第三节后两小节中,通过对第二章货币危机理论中的KFG模型进行修正,分析暂时性资本管制的作用以及公众对管制的预期对于货币危机和管制效果的影响。

第四章是对有关国家的经验分析，与第三章中对于资本管制作用的分析相互印证。中国在亚洲金融危机中的表现，证明了长期资本管制对于改善资本流入结构，提高经济稳定性的作用，与第三章第一节关于永久性资本管制能够限制投机攻击能量的结论相一致。智利对资本流入管制的经验和阿根廷实行资本流动自由化的经验则从正反两方面验证了第三章第一节中关于对资本流入实行管制以防治本币升值危机的必要性的结论。巴西的经验反映了套利活动对于管制效果的不利影响。泰国、俄罗斯在实行管制初期取得的效果在一定程度上验证了第三章第三节中暂时性管制能够延迟固定汇率制崩溃时间的结论。马来西亚成功地控制资本流出的经验证实了暂时性管制对于消除多重均衡的作用，与第三章第三节中三小节的结论相吻合。由于马来西亚的经济基础较为良好，面临投机攻击主要是受市场情绪变化的影响，管制的实行有效地避免了市场预期的自我实现。此外，本章结合各国实行资本管制的具体经验，分析如何实行管制才能取得满意的效果。

第五章分析国际投机资本对一国货币体系进行攻击的具体方式，以及政府的对策。伴随着金融市场的全球化，国际投机资本的攻击方式日益呈现多样化的趋势，除了直接抛售该国的弱势货币之外，综合使用各种金融衍生工具，利用不同市场之间的内在联动性，发动投机攻击。1992年的英镑危机，以及亚洲金融危机中国际投机资本对港元联系汇率制度的投机攻击都体现了这种特点。投机资本攻击方式的多样化和复杂化，使得实行资本管制更加必要，并需要在其他金融市场采取综合性措施。

第六章主要是根据我国的实际情况，考虑到我国在实现人民币完全自由兑换后可能面临的货币危机问题，提出政策建议。在短期内，我国实现人民币资本项目可自由兑换的时机还不成熟。对资本流出管制的放开有潜在负面作用，未来可能存在恢复资本管制的必要性。目前我国面临本币升值的货币危机问题，需要强

化对资本流入的管制。由于国内目前很少有这方面的研究，本书中所提出的政策建议也是尝试性的，尚有待于进一步的分析论证，以及实践操作的检验。

第七章探讨港元联系汇率制度在未来可能面临的问题并提出一些建议。港元联系汇率制度作为货币局制度的一种形式，有其内在的局限性。但目前香港特区仍不宜放弃实行联系汇率制度。提升香港经济的发展潜力，增强市场对未来香港经济的信心，是预防和抵御国际投机资本攻击的最有力措施。未来针对可能发生的投机攻击，可以考虑实行一些间接性的资本管制措施。

目 录

前 言

第一章 导 论

- 第一节 货币危机的状况分析 (1)
 - 一、货币危机的定义 (1)
 - 二、20 世纪 90 年代以来主要的货币危机 (3)
- 第二节 国际投机资本与货币危机 (8)
 - 一、国际投机资本的定义及特点 (8)
 - 二、国际投机资本的影响 (9)
- 第三节 资本管制的有效性及其成本 (11)
 - 一、资本管制的定义 (11)
 - 二、资本管制的方式 (12)
 - 三、资本管制的理论依据 (14)
 - 四、资本管制的有效性与潜在的成本 (15)

第二章 货币危机理论的比较分析

- 第一节 第一代模型：KFG 模型——宏观经济的失衡 (17)
 - 一、Krugman 的非线形模型 (18)
 - 二、Flood 和 Garber 的线形模型——影子浮动汇率 (25)
- 第二节 第二代模型——政府的抉择 (30)
 - 一、自我实现的预期与多重均衡 (31)

二、传染效应	(36)
第三节 第三代模型——对亚洲金融危机的解释	(42)
一、道德风险	(43)
二、银行挤兑	(45)
三、企业债权	(52)
第四节 三代货币危机理论的比较分析	(55)
一、三代危机理论的比较	(55)
二、资本流动与货币危机	(59)
第三章 资本管制对货币危机的作用与影响	
(1) 第一节 实行资本管制的制度基础	(63)
(1) 一、资本流动与资本管制	(63)
(2) 二、国际货币体系的问题	(65)
(3) 三、国际金融监管体系的不完善	(68)
(4) 四、最后贷款人的缺位	(70)
(5) 第二节 永久性资本管制的影响	(72)
(6) 一、投机能量与货币危机	(72)
(7) 二、资本管制对社会福利的影响	(80)
(8) 三、套利与资本管制	(84)
(9) 第三节 暂时性资本管制的作用与影响	(85)
(10) 一、对资本管制的预期与货币危机	(85)
(11) 二、经济基础的失衡与资本管制	(89)
(12) 三、自我实现的预期、多重均衡与资本管制	(95)
第四章 资本管制的经验分析	
(13) 第一节 永久性资本管制	(100)
(14) 一、长期广泛的资本管制	(100)
(15) 二、取消资本管制——资本流动的自由化	(102)
(16) 第二节 暂时性资本管制	(106)
(17) 一、对资本流入的管制	(106)

二、对资本流出的管制	(109)
第三节 资本管制的案例分析	(114)
一、智利对资本流入实行管制的经验	(114)
二、马来西亚对资本流出管制的经验	(124)
三、泰国对资本流入管制的经验	(139)
附 录 无偿准备金的隐含税率	(145)
第五章 投机资本攻击的方式与对策分析	
第一节 1992 年英镑危机中的投机攻击与政府	
对策	(148)
一、英镑危机的背景	(148)
二、对英镑的投机攻击和英国政府的对策	(150)
三、英镑危机的政策含义	(152)
第二节 对港元联系汇率制度的投机攻击和防御	(153)
一、国际投机资本对港元联系汇率制度的	
攻击	(154)
二、香港特区政府的应对措施	(158)
三、对香港特区政府干预政策的分析	(174)
第六章 资本管制与人民币的自由兑换	
第一节 我国外汇政策的变革	(178)
一、我国外汇管理体制的演变	(178)
二、人民币资本项目的可自由兑换	(183)
第二节 资本项目自由化与资本管制	(201)
一、资本项目自由化的制度安排——利用资本	
管制防治货币危机	(201)
二、其他防范货币危机的政策措施	(207)
第三节 当前我国面临的本币升值的货币危机	
问题	(211)
一、我国面临的人民币升值货币危机	(211)

(101)	二、本币升值货币危机的潜在危害	(212)
(111)	三、对策建议	(216)
(141)	第四节 有效管制短期资本流入是当务之急	(221)
(151)	一、境外短期资本流入的主要渠道	(221)
(161)	二、短期资本过度流入的不利影响	(227)
(171)	三、管制短期资本流入以防范本币贬值的 货币危机	(230)
第七章 港元联系汇率制度下实行资本管制的可行性分析		
(181)	第一节 港元联系汇率制度的局限性	(233)
(191)	一、港元联系汇率制度的产生	(233)
(201)	二、港元联系汇率制度的运行机制	(235)
(211)	三、实行联系汇率制度的现实意义	(238)
(221)	四、联系汇率制度存在的问题	(240)
(231)	第二节 新形势下的政策矛盾与对策	(243)
(241)	一、1997 年以来香港经济发展情况	(243)
(251)	二、未来联系汇率制度可能面临的挑战	(246)
(261)	三、香港的经济发展战略	(248)
(271)	第三节 实行部分资本管制的可行性分析	(251)
(281)	一、关于香港未来面临投机攻击时实行资本 管制的思考	(251)
(291)	二、可以考虑采取的管制措施	(254)
(301)	参考文献	(257)
(311)	后 记	(280)

第一章

导 论

第一节 货币危机的状况分析

一、货币危机的定义

货币危机，又称国际收支危机、汇率危机。狭义的货币危机是指在一国在实行固定汇率制或某种形式的盯住汇率制时，在允许资本进行某种程度自由流动的条件下，由于市场预期本币将发生贬值，纷纷抛售本币，购买外币，引起资本外逃，造成该国外汇储备剧减，利率上升的经济现象。如果投机攻击耗尽了该国的外汇储备，将使该国被迫放弃干预外汇市场，实行汇率的自由浮动。广义的货币危机还包括由于市场对本币升值的预期造成资本大量流入，外汇储备剧增的情况。这种资本的过度流入会引起通货膨胀和本币升值的压力。由于狭义的货币危机对经济的不利影响更大，因此受到人们更多的关注。

根据利率平价条件，要实现外汇市场的均衡，必须满足

$$i = i^* + (S^e - S)/S$$

其中, i 和 i^* 分别表示本国和外国的利率, S 表示名义汇率, S^e 表示对名义汇率的预期。

如果一国实行固定汇率制并具有足够的“信誉”, 使公众相信政府愿意并且有能力维持这一汇率制度, 预期的汇率 S^e 就会与固定汇率制下的汇率 $\bar{S}$ 保持一致, 即 $S^e = \bar{S}$, 则利率平价条件可以表示为:

$$i = i^*$$

一旦市场对政府维护固定汇率制的意愿或能力表示怀疑, 预期本币将会贬值, 就会发生投机攻击和货币危机。此时, $S^e > S$, 因此有 $i > i^*$ 。资本外逃引起外汇储备剧减, 利率上升, 在缺乏政府有力干预措施的情况下, 会使总需求下降, 经济的产出水平下降, 失业率上升。同时, 利率的上升会增加对本国银行系统的压力, 加剧银行系统的脆弱性。一旦固定汇率制被放弃, 本币发生贬值, 还会引起外债负担的加重以及资产价值的损失。汇率的剧烈波动还会严重地妨碍国际贸易与投资的进行, 进一步减少对本国产品的需求和对本国的投资, 使经济陷入萧条。

货币危机发生的原因是多方面的: 可以是由于经济基础存在着失衡, 包括国内信贷的过度扩张造成外汇储备的耗尽, 通货膨胀使实际汇率升值从而引起经常项目的恶化, 银行危机引发的资本抽逃等; 也可以是市场公众预期到最优化的政策制定者为实现社会福利最大化将改变汇率政策而引发的, 市场的纯粹的自我发生机制也可能引起货币危机。此外, 道德风险、企业和银行的过度举债也会加大金融体系和经济的脆弱性, 成为货币危机发生的诱因。

不论货币危机是由何种原因引起的, 危机一般都具有爆发性, 一旦发生就迅速加剧, 引起对经济的剧烈冲击。危机的自我加强性质是由市场参与者追求个人效用最大化的理性行为造成

的。信息的不完全是造成危机自我加强现象的重要因素。

由于货币危机会给经济发展带来诸多不利的影响,如何预防和缓解、平息货币危机就成为各国政府和经济学家关心的重要问题。防治货币危机的政策措施可分为两大类别。第一类是预防性的政策措施,即研究应采取何种政策,减少危机发生的可能性。第二类是应急性政策措施,即考虑在危机发生时,如何通过采取适时、有效的政策,迅速减缓、平息危机,以及通过基础性政策的调整,最终消除危机。

二、20 世纪 90 年代以来主要的货币危机

1. 欧洲货币体系 (EMS) 的危机 (1992 ~ 1993)

1990 年,东西德国重新统一,为了促进东德的经济建设,德国政府向东德投入了大量资金。为了防止通货膨胀,德国中央银行实行紧缩性货币政策,把利率调到了历史最高水平。德国的货币紧缩政策使英国、法国和 EMS 其他成员国面临着实行货币紧缩以维持利率平价和本币进行贬值以维持内部均衡的两难选择。出于对即将建成的欧洲经济与货币联盟的考虑,各国政府都尽量避免对货币币值进行重新调整,上调了利率来抵制本币贬值。但是,对 EMS 汇率平价的保护加重了德国以外的欧洲各国经济的衰退,外汇市场的参与者认为各国政府会为维持内部均衡而对本币进行贬值。EMS 的两个准成员国芬兰和瑞典的货币首先遭受投机攻击,芬兰马克于 1992 年 9 月 8 日大幅度贬值,其后,意大利里拉和英镑在投机压力下被迫实行浮动,从 EMS 汇率机制中退出。法国尽管通货膨胀率较低,也遭受了投机攻击。法国中央银行和德国中央银行共同进行干预,并大幅上调了法国的利率,最终使法郎的币值回升。欧洲货币危机延续到 1993 年上半年,这一期