

高等院校金融专业教材系列

外汇管理概论

许少强 庄后响 主编



格致出版社
上海人民出版社

高等院校金融专业教材系列

外汇管理概论

许少强 庄后响 主编



格致出版社
上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

外汇管理概论/许少强,庄后响主编. —上海:格致出版社:上海人民出版社,2008.1

(高等院校金融专业教材系列)

ISBN 978-7-5432-1405-7

I. 外… II. ①许…②庄… III. 外汇管理—高等学校—教材 IV. F820.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 204983 号

责任编辑 谷 雨

特约编辑 刘映霞

封面设计 钱宇辰

高等院校金融专业教材系列

外汇管理概论

许少强 庄后响 主编

出版 世纪出版集团 格致出版社
www.ewen.cc www.hibooks.cn
上海人民出版社
(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

发行 世纪出版集团发行中心
印刷 上海商务联西印刷有限公司
开本 787×1092 毫米 1/16
印张 9.5
插页 1
字数 193,000
版次 2008 年 1 月第 1 版
印次 2008 年 1 月第 1 次印刷
ISBN978-7-5432-1405-7/F·036
定价 20.00 元

内容简介

这是一本系统介绍外汇管理的专业教科书。本书从货币的自由兑换与货币国际化开始，讨论了外汇的管理与放松理论，并围绕着外汇市场培育展开进一步论述；同时，以阐述汇率变动的原因和影响为起点，对汇率的调整与汇率制度选择进行了详细的介绍，进一步论述了国际收支调控的重要性。最后，通过叙述对汇率变动的规避及预测方法，引出外汇管理的思路、方法和体制。

本教材内容丰富、结构严谨，同时避免了与传统国际金融教科书的内容重叠，是一本有相对独立特色的教材。本书适合于高等院校金融专业本科教学。

作者简介

许少强，1986年3月毕业于日本大阪市立大学研究生院，获工商管理硕士学位。1998年8月～2000年8月任上海财经大学金融学院副院长。2006年6月至今任复旦大学经济学院副院长。

研究领域为：国际金融、外汇理论与政策，发展中国家外汇管制与汇率政策，人民币汇率政策与中国国际收支。

庄后响，复旦大学经济学院博士生。

前 言

从一般的国际金融教科书看,最重要的内容无疑是国际收支与汇率等,外汇管理往往不被重视。究其原因,其一是主要在于美英等国外的国际金融教科书是以他们所遇问题作为讨论对象,为此较少关注外汇管理这类发展中国家的事情。我国的教科书传承了这种特点,没有以我们所遇的问题作为主要讨论对象。其二是外汇管理及其放松以动态内容为主,需要追踪分析。

改革开放近 30 年了,但在国内出版的、以外汇管理为题的教科书与著作不多。其中,影响较大的是吴晓灵主编的《中国外汇管理》(中国金融出版社,2001 年版),距今也已六年多了。由此,本人颇感遗憾。为此,无论如何,本人将直面外汇管理这个课题,为我国的学术与专业研究出点力。

考察一般的国际金融教科书与吴晓灵主编的《中国外汇管理》可知,外汇管理有狭义与广义两种概念。国际金融教科书大多采用狭义的概念,其内容主要是关于外汇收付、经常项目与资本项目的管理;而吴晓灵主编的《中国外汇管理》则采用了广义的概念,其内容涉及以下诸多方面:货币兑换与汇率、国际收支、经常项目、资本项目、外汇储备、外汇市场、外汇业务、外汇风险、信息系统、外汇法制及与宏观经济的关系等,将与外汇有关的内容全部纳入外汇管理的范围。本人认为,这种思路自有其合理性,但在一定程度上免不了要与国际金融的内容形成重叠。为此,本书的目标是:尽可能地避免与国际金融教科书相重叠,形成相对独立的有特色的研究体系。

基于上述目标,本书的框架如下。

第 1 章以货币的五个层次为主线展开讨论。其中,考虑到人民币今后的主要问题在于自由兑换与国际化,所以该章的重点在于货币自由兑换与货币国际化。具体地说,第一节以货币的可兑换性为题,论述不可兑换货币与可兑换货币两个层次;第二节详细分析货币自由兑换,包括定义与意义、影响、条件与顺序、自由兑换后的问题及人民币自由兑换;第三节讨论货币

国际化,先论述其定义与利弊、国际货币职能与货币国际化评估,然后涉及人民币国际化;第四节讨论美元的世界货币作用,包括国际货币的定义与条件、美元本位制及美元霸权等分析视角不同但密切相关的问题。

第2章进入外汇管理与放松分析。先论述外汇管理的一般理论,包括外汇管理的目标与类型、外汇管理的成本、管理工具的有效性。此后,研究各国的实践。主要工业国家的外汇管理选择19世纪30年代的德国与第二次世界大战结束后至90年代后期的日本。发展中国家的外汇管理分三个层次,着重考察基本放弃外汇管理的案例。最后讨论我国的外汇管理放松。

第3章围绕外汇市场培育展开。从外汇市场,主要是外汇市场形成理论切入,再叙述国际外汇市场的规模与特征。外汇投机是最重要的、最复杂的交易,为此予以单独分析。而作为其对立面,外汇市场干预既是交易的一种,又是货币当局的政策体现,也进行专门的研究。最后,讨论我国外汇市场和外汇交易。

第4章对汇率调整与汇率制度选择进行分析。先从一般理论论述汇率变动的原因和影响,其中,重点探讨货币升值对经济的正反两方面的影响。以此为基础,历史地分析人民币汇率调整的原因等。先对汇率制度选择进行一般分析,再讨论人民币汇率制度的选择,尤其关注人民币实施管理浮动汇率制的历史与现状。

第5章是关于国际收支调控。先从一般理论着手叙述国际收支及其调节,并探讨国际收支与经济增长、汇率的关系。接着,涉及我国国际收支的分析,分四个阶段展开。由于我国外汇储备现已升为世界第一,所以国际储备管理也成为关注的问题。该分析从传统思路出发,论及适度外汇储备量及储备管理原则,并在最后探讨我国的外汇储备管理。

第6章是关于外汇风险管理。先概述外汇风险的概念及其规避方法,再叙述对汇率变动的预测方法,最后介绍外汇风险管理的思路、方法和体制。

目 录

第 1 章 货币自由兑换与货币国际化	1
第一节 货币的可兑换性	1
第二节 货币自由兑换	6
第三节 货币国际化	13
第四节 美元的世界货币作用	19
复习思考题	34
第 2 章 外汇管理与放松	36
第一节 外汇管理的一般理论	36
第二节 主要工业国家的外汇管理	42
第三节 发展中国家的外汇管理放松	47
第四节 我国的外汇管理放松	56
复习思考题	61
第 3 章 外汇市场培育	62
第一节 外汇市场	62
第二节 外汇交易	72
第三节 外汇投机	76
第四节 外汇市场干预	81
第五节 我国外汇市场和外汇投机	87
复习思考题	94
第 4 章 汇率调整与汇率制度选择	95
第一节 汇率变动的原因和影响	95
第二节 人民币汇率的调整	103
第三节 汇率制度选择的一般分析	107
第四节 人民币汇率制度的选择	111
复习思考题	113

第 5 章 国际收支调控	115
第一节 国际收支的一般分析	115
第二节 对我国国际收支的分析	123
第三节 国际储备管理	127
复习思考题	134
第 6 章 外汇风险管理	135
第一节 外汇风险及其规避方法	135
第二节 汇率变动预测	141
第三节 外汇风险管理的思路、方法和体制	142
复习思考题	143
主要参考文献	145
后记	147

货币自由兑换与货币国际化

从货币的自由兑换与国际化视角出发,货币可被分为五个层次:不可兑换货币、可兑换货币、自由兑换货币、国际货币、世界货币。^①我们认为,尽管可能有局部的重叠,但基本上这五个层次是递进的关系,很难同时过渡或跨越。

由于 1996 年 12 月 1 日人民币已实现了从不可兑换货币向可兑换货币的过渡,过去的 10 年间以及今后要讨论的问题主要是向自由兑换货币过渡。并且,由于人民币国际化的问题已被提出,所以我们介绍的重点将集中于货币自由兑换与国际化。

第一节 货币的可兑换性

货币从不可兑换过渡到可兑换,通常是一个经济在从封闭走向开放,同时从非常落后走向快速发展的过程中实现的。对于大多数发展中国家而言,这是个漫长的过程。

下面,我们先阐述基本理论,再简述人民币从不可兑换到可兑换的过渡。

一、不可兑换货币

(一) 货币不可兑换的定义

根据 IMF(国际货币基金组织)协定第十四条款的规定,成员国可以暂时保留“国际经常性往来的付款和资金转移”的限制。于是,保留严格的外汇管理的成员国被称为“第十四条款国”,这类国家的货币是不可兑换货币。考虑到国情的不同,IMF 没有统一规定“暂时”保留外汇管理是指多长时间,但从下面叙述的 IMF 协定的宗旨可知,IMF 希望成员国尽快地放松外汇管理。

^① 根据经验,这五个层次中,前两个层次的分类不会有争议,但后三个层次可能存在如下不同见解:将自由兑换货币等同于国际货币,将国际货币等同于世界货币。

(二) 货币不可兑换的原因

从经验看,货币不可兑换有两大原因:其一是经济非常落后,经典的经济理论认为其特征是存在“资金缺口”与“外汇缺口”。因为外汇需求远大于供给,外汇显得非常宝贵,政府通常希望通过外汇管理来提高外汇使用的效益。具体的做法是外汇统收统支,即将外汇收支全部纳入计划,外汇收入上交政府,外汇支出由政府配给,这种制度常被称为“外汇集中制”。其二是货币可兑换意味着经济的开放,政府担心经济开放会对其经济造成全方位的冲击。例如,经济开放后,国内企业没有达到国外竞争的实力,但外国资本则会乘势而入,收购国内企业、抢夺国内市场,使民族经济难以获得发展的空间。^①

(三) 货币不可兑换的弊端

从国际分工理论到现实,无不证明严格的外汇管理将阻碍经济的起飞与发展。^②为此,作为一个世界性的趋势,各国经济越来越开放,货币不可兑换的国家越来越少。

二、可兑换货币

(一) 货币的可兑换性(convertibility)

在第二次世界大战之前,货币的可兑换性表现为纸币与金银的兑换关系。例如,美国南北战争期间(19世纪60年代前期),美钞(greenback)虽然能兑换为他国的纸币,但由于不能按含金量兑换为黄金而被视为不可兑换货币。又如,第一次世界大战以后,只有少数国家的货币在一定条件下(大额)可以与金银(金块)相兑换,大多数货币由于不能兑换黄金而被称为不可兑换货币。

一国维持货币与金银的兑换关系的主要意义在于:各国货币当局为了维持这种兑换关系不可能过度发行货币,这保证了货币价值的稳定。为此,在成功地维持了货币可兑换的国家,物价和汇率一般是比较稳定的。并且,历史证明货币与黄金的自由兑换促进了国际经济贸易的发展。同理,如果货币不可兑换,货币发行不再受到约束,货币价值的稳定便失去了保障,物价和汇率就可能出现剧烈波动,并可能影响经济的正常发展。

第二次世界大战结束后,IMF对货币的可兑换性做了新的解释。其要点是:第一,将货币的可兑换性规定为不同纸币间的兑换;第二,将不同纸币间的兑换限定于国际收支经常项目的范围。这种新解释具体体现在其协定第八条:(1)“避免限制经常性支付”(第2款);(2)“避免施行歧视性货币措施”(第3款);(3)保证“兑付外国

^① 在此,我们仅考虑经济开放与货币可兑换在经济方面的意义与影响,实际上影响还会涉及文化、观念、政治体制等各个方面。

^② 下节论述的货币可兑换的意义及IMF成员货币大多实现了可兑换即是个反证。

持有的本国货币”(第4款)。满足以上这三个条件的国家称为“第八条款国”,其货币就是可兑换货币。当一国大幅度放松外汇管理,基本上满足了其货币在经常项目范围内的可兑换后,就可以通知 IMF,得到 IMF 的认可后就可以宣布已完成向第八条款国的过渡。

(二) 货币可兑换的意义

IMF 协定第八条规定:“一旦成员国自信取消此种外汇限制后已经能解决本身国际收支问题,而不致过分依赖 IMF 的普通资金时,应即取消本节规定下所维持的各种限制。”并且,IMF 的宗旨是:(1)设立专门的机构,促进国际货币合作;(2)促进国际贸易和各国经济的发展;(3)维持汇率稳定;(4)建立多边的支付体系,让各国放弃外汇管理;(5)向逆差国家贷款。其中,“建立多边的支付体系,让各国放弃外汇管理”就是货币可兑换,而货币可兑换的目的则是“促进国际贸易和各国经济的发展”。下面,我们利用假设来阐述货币可兑换和不可兑换分别会产生多边和双边两种不同的结算体系,并由此会对国际贸易产生重大的差异。

如果货币可以相互兑换,国家间的贸易和结算关系是多边的。如表 1.1 所示,有 A、B、C、D 四国,且均用 A 币计价结算的场合,假定 A 国对 B、C 两国分别有 300 亿($=700-400$)、400($=680-280$)亿 A 货币的出超,而对 D 国有 700($=810-110$)亿 A 币的入超,那么,A 国就可以用出超支付入超,其对外贸易收支总体是平衡的。这样,A 国不会有支付困难,对外贸易可以顺利地发展,当年 A 国与其他三国的贸易总额达到 7 410 亿 A 币。

表 1.1 多边结算体系下的国际贸易

单位:亿 A 币

进口 出口	A 国	B 国	C 国	D 国	合计
A 国	—	700	680	110	1 490
B 国	400	—	650	970	2 020
C 国	280	1 000	—	570	1 850
D 国	810	420	820	—	2 050
合计	1 490	2 120	2 150	1 650	7 410

反之,如果各国存在外汇管理,货币不可兑换,那么国家间的贸易和结算关系将只能是双边的。如果 A 国对 B 国、C 国有出超,而出超不能以自由兑换货币结算或用于向第三国的进口,只能以账面资产的形式积累起来,以用于今后对 B 国、C 国的进口的话,那么,从贸易收支平衡的视角看,A 国对 B 国、C 国的出口将分别减少到与进口相同的水平,对 C 国的进口也会下降到出口的水平。于是,A 国与其他 3 国的贸易总额将减少到 4 860 亿 A 币,仅相当于多边贸易和结算体系下的 66%(参见表 1.2)。

表 1.2 双边结算体系下的国际贸易

单位:亿 A 币

进口 出口	A 国	B 国	C 国	D 国	合计
A 国	—	400	280	110	790
B 国	400	—	650	420	1 470
C 国	280	650	—	570	1 500
D 国	110	420	570	—	1 100
合计	790	1 470	1 500	1 100	4 860

再者,双边的贸易和结算体系因为排斥了第三国的竞争,会产生多种负面效应。例如,双边贸易中的价格确定可能不反映市场供求,双边汇率的确定也许被扭曲;又如,造成对第三国的歧视,等等。

(三) 货币可兑换的现状

从表 1.3 可知,2003 年已有 134 个新兴市场经济体完成了向“第八条款”的过渡。其中,到 20 世纪 80 年代末为止,此类成员仅 45 个;但在 90 年代增加了 75 个成员,这充分说明了货币可兑换是一个总趋势。

表 1.3 134 个新兴市场经济体向 IMF 协定“第八条款国”过渡的时间表

1979 年前 (33 个)	萨尔瓦多(1946. 11. 06)墨西哥(1946. 11. 12)巴拿马(1946. 11. 26)危地马拉(1947. 01. 27)洪都拉斯(1950. 07. 01)多米尼加(1953. 08. 01)海地(1953. 12. 22)秘鲁(1961. 02. 15)沙特阿拉伯(1961. 03. 22)牙买加(1963. 02. 22)科威特(1963. 04. 05)尼加拉瓜(1964. 07. 20)哥斯达黎加(1965. 02. 01)圭亚那(1966. 12. 27)玻利维亚(1967. 06. 05)阿根廷(1968. 05. 14)新加坡(1968. 11. 09)马来西亚(1968. 11. 11)厄瓜多尔(1970. 08. 31)斐济(1972. 08. 04)巴林岛(1973. 03. 20)卡塔尔(1973. 06. 04)南非(1973. 09. 15)巴哈马(1973. 12. 05)阿拉伯联合酋长国(1974. 02. 13)阿曼(1974. 06. 19)新几内亚岛(1975. 12. 04)委内瑞拉(1976. 07. 01)智利(1977. 07. 27)塞舌尔(1978. 01. 03)苏里南(1978. 06. 29)所罗门群岛(1979. 07. 24)多米尼加岛(1979. 12. 13)
1980~1989 (13 个)	乌拉圭(1980. 05. 02)圣卢西亚(1980. 05. 30)吉布提(1980. 09. 19)圣文森特和格林纳丁斯(1981. 08. 24)瓦努阿图(1982. 12. 01)伯利兹(1983. 06. 14)冰岛(1983. 09. 19)安提瓜和巴布达(1983. 11. 22)圣基茨和尼维斯(1984. 12. 03)基里巴斯(1986. 08. 22)印度尼西亚(1988. 05. 07)韩国(1988. 11. 01)斯威士兰(1989. 12. 11)
1990~1999 (75 国)	土耳其(1990. 03. 22)泰国(1990. 05. 04)塞浦路斯(1991. 01. 09)汤加(1991. 03. 22)马绍尔群岛(1992. 05. 21)圣马力诺(1992. 09. 23)突尼斯(1993. 01. 06)摩洛哥(1993. 01. 21)冈比亚(1993. 01. 21)密克罗尼西亚联邦(1993. 06. 24)黎巴嫩(1993. 07. 01)以色列(1993. 09. 21)毛里求斯(1993. 09. 29)巴巴多斯(1993. 11. 03)特立尼达和多巴哥(1993. 12. 13)格林纳达(1994. 01. 24)加纳(1994. 02. 21)斯里兰卡(1994. 03. 15)乌干达(1994. 04. 05)孟加拉(1994. 04. 11)立陶宛(1994. 05. 03)尼泊尔(1994. 05. 30)拉脱维亚(1994. 06. 10)肯尼亚(1994. 06. 30)巴基斯坦(1994. 07. 01)爱沙尼亚(1994. 08. 05)印度(1994. 08. 20)巴拉圭(1994. 08. 22)萨摩亚(1994. 10. 06)马耳他(1994. 11. 30)津巴布韦(1995. 02. 03)约旦(1995. 02. 20)吉尔吉斯斯坦(1995. 03. 29)克罗地亚(1995. 05. 29)波兰(1995. 06. 01)萨尔多瓦(1995. 06. 30)菲律宾(1995. 09. 08)斯洛文尼亚(1995. 09. 01)捷克(1995.

续 表

1990~1999 (75 国)	10.01)斯洛伐克(1995.10.01)文莱(1995.10.10)博茨瓦纳(1995.11.17)几内亚(1995.11.17)马拉维(1995.12.07)塞拉利昂(1995.12.14)匈牙利(1996.01.01)蒙古(1996.02.01)多哥(1996.06.01)贝宁(1996.06.01)布基纳法索(1996.06.01)喀麦隆(1996.06.01)塞内加尔(1996.06.01)中非(1996.06.01)科摩罗(1996.06.01)加蓬(1996.06.01)刚果(1996.06.01)俄罗斯(1996.06.01)哈萨克斯坦(1996.07.16)马达加斯加(1996.09.18)纳米比亚(1996.09.20)乌克兰(1996.09.24)中国(1996.12.01)也门(1996.12.10)格鲁吉亚(1996.12.20)几内亚比绍(1997.01.01)莱索托(1997.03.05)亚美尼亚(1997.05.29)阿尔及利亚(1997.09.15)帕劳(1997.12.16)罗马尼亚(1998.03.25)马其顿(1998.06.19)保加利亚(1998.09.24)卢旺达(1998.12.10)毛里塔尼亚(1999.07.19)巴西(1999.11.30)
2000~2003 (9 国)	白俄罗斯(2001.11.05)柬埔寨(2002.01.01)赞比亚(2002.4.19)塞尔维亚和黑山(2002.5.15)东帝汶(2002.07.23)利比亚(2003.6.2)刚果(2003.2.10)乌兹别克斯坦(2003.10.15)苏丹(2003.10.29)

资料来源:IMF, *International Financial Statistics*, 各期。

三、人民币可兑换

我国于1980年加入IMF,由此执行IMF协定第十四条款,有严格的外汇管理。1996年12月1日我国完成了向“第八条款”的过渡,从此人民币成为经常项目可兑换货币。在这16年的过渡期间,我国有过两次较重要的外汇管理体制变革。

第一次改革是在1980年,颁布了外汇管理暂行条例。此次改革的主要内容是允许企业和个人的外汇收入可以在规定的额度内留成,外汇留成可以在特定的市场内调剂,在后期调剂价格基本上由场内供求决定。外汇留成制打破了外汇集中制,产生了计划内外汇与计划外外汇的双轨制。

第二次改革是在1994年,改革的主要内容是:(1)采用结售汇制。在结售汇制下,企业等的外汇收入必须全部卖给外汇指定银行,外汇支出要向银行买。(2)创建银行间外汇市场。银行间外汇市场有以下三个功能:第一是为结售汇服务,银行与客户间外汇交易的余缺在银行间市场上抛补;第二是形成市场汇率;第三是为中央银行提供了干预汇率的平台。(3)汇率并轨。1993年底人民币官方汇率与外汇调剂市场价格并存,在翌年初合并为一个汇率,^①并在1994年4月18日变为银行间市场汇率。

经过了这两次改革,1996年1月我国颁布了新外汇管理暂行条例。并且,宣布在同年12月1日人民币经常项目可兑换。

^① 1993年底人民币官方汇率为1美元兑5.80元人民币,外汇调剂市场价格为1美元兑8.70元人民币,翌年初合并为一个汇率1美元兑8.70元人民币;即,人民币贬值33%。

第二节 货币自由兑换

自人民币可兑换后,其自由兑换问题被广泛关注。但由于1997年7月发生了亚洲金融危机,该问题被束之高阁,直到进入21世纪,又被提上议事日程。我们仍先介绍基本理论,再论及人民币。

一、货币自由兑换的定义与现状

如果一国不仅在经常项目,而且在资本项目也实现了货币可兑换,其货币就是自由兑换货币。^①所以,一般认为货币自由兑换即资本自由流动。此外,我国的研究人员还提出,除了经常项目和资本项目以外,货币自由兑换还应该包括国内货币可兑换。因为经常项目和资本项目的货币可兑换是针对居民与非居民而言的,国内货币可兑换则是指居民之间,例如个人与银行间的货币兑换。

值得一提的是,关于资本项目货币可兑换,IMF协定并没有做具体的规定。在1997年9月的香港年会上,IMF临时委员会曾发表了“关于修改基金组织协定、实现资本自由流动的声明”,试图推动其成员的资本项目货币可兑换。由于此时正处于亚洲金融危机期间,反对资本自由流动的声音较大,于是IMF在1998年3月主办了专题研讨会听取意见。会上,与会者鉴于亚洲金融危机的教训,大多对资本自由流动持谨慎态度,这阻止了IMF协定的修改,使IMF试图推行资本项目货币可兑换的计划成为泡影。^②

另一方面,OECD(Organization for Economic Co-operation and Development,经济合作与发展组织)规定其成员有义务实现资本项目的货币可兑换,所以其成员均基本上放弃了对资本流动的管制。此外,一些经济发展较快,或者外汇收入充裕的国家也相继实现了资本自由流动,这类国家遍及东南亚、东欧、中东、拉美乃至非洲。

二、货币自由兑换的意义和影响

(一) 货币自由兑换的意义

货币自由兑换对一国的经济意义主要在于以下三点。

第一,促进内外资金流动。国际间资本的流动可分为以下两类:一类是国际直接投资资本流动,这类资本流动是以掌握经营管理权为前提的,实体经济中要素禀赋分布和规模效应等是其主要影响因素,货币自由兑换可以促进这类资本自由流动。另一类是

① 按照1995年后IMF的规定,“资本项目”改为“资本与资本项目”,但IMF自身仍然使用“资本项目可兑换”这个术语,且由于资本项目更清楚地表现了资本流动的概念,所以本书依然用“资本项目”这个专业术语。

② 参见国际货币基金组织编:《国际货币基金组织概览》,中国金融出版社,1999年版,第4页。

与实体经济中的生产和交换没有直接联系的金融性资本流动,影响这类资本的流动的主要因素为国际收益率与风险的差异。货币自由兑换后,由于存在金融资产的收益率与风险差异,资金必然在全球范围内流动,这有利于提高投资收益和降低融资成本。

第二,有利于市场机制形成。在货币自由兑换条件下,培育外汇市场、完善汇率形成机制等将被充分重视;同时,资本自由流动会促进市场竞争,使内外经济接轨,加快市场一体化进程,最终会促进国民经济的发展。

第三,提高货币的国际地位。

(二) 货币自由兑换产生的影响

货币自由兑换对一国经济发展也有负面影响,主要在于以下两点。

第一,不利于政府调控。在货币自由兑换后,市场规模扩大了,资金进出自由了,会影响外汇市场与资金市场上的供求,进而可能会使政府对于国际收支平衡与汇率稳定乃至利率与货币供给等的调控变得困难,换言之,调控的效果将减弱。

第二,容易引起外来冲击。从1994年墨西哥、1997年泰国及1998年俄罗斯等的经验可知,货币自由兑换可能带来的后果之一是货币危机。因为,国际上闲置资金极为庞大,它们总是在寻找盈利的机会。如果一个经济长期存在某种问题,使汇率出现明显的高估或低估,^①国际资金会蜂拥而至,可能形成对该国货币汇率与经济等各方面的冲击。

三、货币自由兑换的条件和顺序

考虑到货币自由兑换带来利益的同时也会带来风险,为此,研究人员提出一个经济要实现货币自由兑换,需要满足一定的条件和遵循一定的顺序。

(一) 货币自由兑换的条件

基本上已达成共识的条件如下。

1. 宏观经济稳定

货币自由兑换后,商品与资本的跨国流动会对宏观经济形成各种形式的冲击,这就要求宏观经济在自由兑换前保持稳定以及具有在自由兑换之后能对各种冲击进行及时调整的能力。这些表现在:第一,宏观经济形势的稳定,包括不存在严重的通货膨胀,不存在经济萧条,财政赤字控制在适度的范围内,金融领域不存在巨额不良资产和巨大泡沫。第二,在货币自由兑换的进程中及其实现后,政府必须拥有强有力的宏观调控能力,包括足够多的政策工具和对政策工具效力的充分理解,这样才能应对开放经济复杂的经济运行。

2. 市场机制和企业竞争力

货币自由兑换将促进国际经济来往,并通过内外市场的价格联动来反映资源的稀

^① 在货币高估的情况下,国际资金会抛售货币;低估的情况下国际资金会抢购货币。

缺,优化资源的配置。如果存在大量的价格管制和微观主体进出市场的管制,货币自由兑换可能会导致资源更进一步流入扭曲的经济部门,或流向国外。另一方面,货币自由兑换后,经济更加开放,一国的企业将面临来自国外同类行业的激烈的竞争,所以企业的竞争力决定了它们的生存和发展状况,也直接决定了货币自由兑换的可行性。在此,企业的竞争力主要是指:第一,企业有参与竞争的动力,即必须是自负盈亏、自我约束的利益主体,有强烈的追求利润最大化的理性行为;第二,在技术上具有较高的生产效率,产品价格或质量在国际范围内有一定的竞争力。

3. 汇率合理

合理的汇率水平不仅是货币自由兑换的条件,也是货币自由兑换后保持汇率稳定的重要条件。汇率的高估和低估极易引起投机,从而破坏宏观经济和金融市场的稳定。汇率水平保持合理与汇率制度密切相关。一般来说,在资本可以自由流动时,选择具有更多浮动汇率特征的汇率制度更为合适。

4. 外汇储备充足

货币自由兑换可能会产生大量的兑换要求,为维持外汇市场和汇率的相对稳定,政府必须保有充足的国际储备,尤其是外汇储备。根据对已实行货币自由兑换国家的研究和通行的国际储备需求理论,充分的外汇储备是指外汇储备额占年进口额的比重至少不得低于25%,一般应维持在30%~40%上下。但20世纪90年代以来频发的货币危机表明这种传统理论未必经得起实践的检验。

5. 金融市场与金融制度的发达和完善

金融市场主要包括外汇市场、货币市场和资本市场。市场发达和制度完善主要表现为丰富的交易品种、众多的交易主体、自由的交易机制及有效的监督制度。具备这些条件,就能维持市场的稳定,便于货币政策的实施,打击短期投机资金的投机行为,以及维持货币自由兑换。发展中国家效率低下的信贷市场可能导致资本项目开放后资本的外流,最终妨碍资本项目可兑换的实现。

尽管上述条件得到了认可,但仍有少数人或国家予以反对。其一是认为条件无法定量,解释弹性很大;其二是,从现实看,部分新兴市场经济体希望较快地实现经济开放。^①

(二) 货币自由兑换的顺序

从麦金农教授的著作《经济自由化的顺序》问世以来,对外开放的顺序便成为一个重要的议题。他提出:(1)首先最明显的需要就是平衡中央政府的融资。财政的控制应该先于金融的自由化。(2)按照经济自由化的顺序,第二个要开放的是国内的资本市场。(3)对经常项目所有交易的汇率的统一应该先于放松对进出口商的控制。(4)贸易管制取消后,进出口货币自由兑换就能实现了。(5)在允许企业或居民向国际资本市场

^① 例如前捷克的经济部长20世纪90年代中期来华时就提出:只要当局宣布一下,货币自由兑换就可以实现了。

借钱或存钱之前,国内的资本市场应该完全放开。实现资本项目的外汇可兑换性应该是经济自由化最佳次序中的最后一步。^①

现在经济学家日益意识到最优的经济改革顺序是最终成功实现货币的自由兑换的关键问题之一。经济改革必须按最优顺序进行的理论基础为:(1)当一个经济体从存在扭曲的状态转型到最优状态的最优改革顺序是一下子同时实行所有的改革,但由于实践中存在一系列复杂的因素,短期内同时实行所有的改革是不可行的;(2)在上述情况下,次优理论认为这个时候采取一定的顺序逐步地、分别地进行改革,才是合理的选择。大爆炸式的改革在东欧和拉美效果令人失望就证明了这点。得到多数人支持的顺序安排原则^②具体如下。

1. 先国内改革,后对外开放

在大部分情况下,应首先处理财政上的重大失衡,以便在改革开始之初就达到最低程度的宏观稳定。

在资本项目可兑换之前,应在有效的银行监管框架下进行国内金融改革。控制财政赤字有助于营造一个稳定的通货环境。如果通货环境不稳定,价格易受到扭曲,传递要素稀缺程度信号的功能就会受到干扰,贸易部门的资源配置和资本流动的有效性也将受到干扰,而资本的高速流动会对宏观经济造成冲击。在实践中,亚洲金融危机的教训是,在一个刚刚自由化的环境中,如果金融监管不到位,银行在政府隐含担保下存在严重的道德风险:首先是过度借入国外长短期借款,然后贷给高风险的项目。过度借贷会导致实际汇率的升值,使得出口部门的竞争力下降,并恶化国际收支结构。当高风险项目的违约率风险显露时,国内外投资者的短期资本由于预期到国际收支的不可维持而大量外逃,导致汇率和银行的双重危机。所以,资本项目货币可兑换在国内金融体系尚未完善之前进行是有风险的。

2. 先经常项目货币可兑换,再资本项目货币可兑换

(1) 资本项目的开放应在经常项目开放之后,以避免不必要的资源转移。

(2) 资本项目的开放,可能导致过度的资本流入与实际汇率升值,这会使国内企业的竞争力下降,此时再开放经常项目是不可维持的。

(3) 经常项目开放时,往往伴有贬值政策,以抵消关税降低或外汇管理放松对国际收支的不利影响,而且由于商品市场的调节速度比资本市场要慢得多,经常项目先开放可以给予其充分的时间化解机制的扭曲并增强企业的适应能力,这将使随后的资本项目开放带来的资本流动更有效率,国际收支也会更健康。

(4) 在缺乏公信力的情况下率先开放资本项目,会因实际汇率升值而发生过度的

① 罗纳德·I. 麦金农:《经济自由化的顺序》中国金融出版社 1993 年版,第一章序言。

② 麦金农认为,不同国家的最优改革顺序因初始条件不同而有所不同,这是正确的。我们这里受到篇幅限制,忽略对因为初始条件的细微差异可能造成的具体顺序上细微差别,而只论述更原则的顺序安排,一些特殊的初始条件可能无须遵守这里的顺序安排原则。此外,由于属于当前研究的前沿,下述论述随着研究展开有所修正也是可能的。