

资本流动下的汇率安排 与资本管理

—— 新兴国家货币危机与我国金融改革开放

ZIBEN LIUDONG XIADÉ
HUILU ANPAI YU
ZIBEN GUANLI

李方 著



中国对外经济贸易出版社
CHINA FOREIGN ECONOMIC RELATIONS
AND TRADE PUBLISHING HOUSE

资本流动下的汇率安排 与资本管理

——新兴国家货币危机与
我国金融改革开放

李方 著

中国对外经济贸易出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本流动下的汇率安排与资本管理：新兴国家货币危机与我国金融改革开放 / 李方著 .—北京：中国对外经济贸易出版社，2003.2

ISBN 7-80181-064-3

I. 资… II. 李… III. ①货币危机—研究②金融—经济体制改革—研究—中国 IV. ①F820.5②

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 006231 号

资本流动下的汇率安排与资本管理
——新兴国家货币危机与我国金融改革开放

李方 著

中国对外经济贸易出版社出版

(北京市安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码：100710

电话：010—64269744 (编辑室)

010—64220120 (发行二部)

Email: cfertph@Caitec.org.cn

网址: www.cfertph.com

新华书店北京发行所发行

北京朝阳经纬印刷厂印刷

850×1168 毫米 32 开本

7.5 印张 195 千字

2003 年 3 月 第 1 版

2003 年 3 月 第 1 次印刷

印数：3000 册

ISBN 7-80181-064-3

F·595

定价：14.00 元

内 容 摘 要

本书以国际资本流动的根本性变化作为主线，贯串了跨世纪新兴国家以及我国的汇率深化改革和资本项目开放两大主题的研究。本书的主要内容是：(1) 以跨世纪全球范围内的资本流动、跨世纪新兴市场的资本流动和新兴国家开放国际资本流动的风险作为起点，揭示国际资本流动在 20 世纪 80~90 年代以来出现的根本性变化，其特征、成因以及在新兴国家的表现；对新兴国家经济金融的影响以及开放国际资本流动的风险。(2) 分别从长期资本流动、短期资本流动与新兴市场货币危机的关系的角度，分析 90 年代在新兴市场上国际资本的流动所产生的效应与新兴国家不断爆发的货币危机的关系，并进一步揭示国际资本流动对危机国际扩散的作用。(3) 在国际资本流动的根本性变化方面首先触及全球汇率安排变革这一国际金融领域的重大现象方面进行述评，着重对新兴国家汇率安排的有效性作以分析，并进一步对资本项目管理与汇率安排的不同配合进行成本收益比较。(4) 从汇率渐进式改革的特点和我国汇率安排的取向出发，对我国汇率安排的目标及其实现，以及我国汇率深化改革中的经济政策配合及有效性作针对性的阐述。(5) 对国际资本流动的根本性变化同时引发的全球汇兑管理变革这又一个国际金融领域的重大现象进行述评，着重对新兴国家资本项目管理的有效性进行分析，并得出资本项目渐进式开放是跨世纪新兴国家的选择的结论。(6) 论述资本项目开放的条件并对东亚货币危机前典型新兴国家与我国的资本项目管理进行国别比较，提出我国资本项目渐进式开放的进程和次序，阐述我国资本项目开放的取向与汇率改革的配套，以及政策的选择和配合。

本书具有较强的理论性和现实针对性，可作为大专院校经济学科各类学生的教学参考书，或供经济金融界相关人员阅读。

本书由上海对外贸易学院入世研创学会资助出版。

目 录

导 论	1
一、问题的提出	1
二、论题的界定	5
三、研究及论述	11
第一章 跨世纪的国际资本流动	14
第一节 跨世纪全球范围内的资本流动	14
第二节 跨世纪新兴市场的国际资本流动	22
第三节 新兴国家开放外资流动的收益与风险	33
第二章 国际资本流动与新兴市场危机	48
第一节 长期外资流动与新兴市场危机	48
第二节 短期外资流动与新兴市场危机	58
第三节 资本流动与危机的国际扩散	70
第三章 跨世纪新兴国家的汇率安排	80
第一节 国际资本流动下的汇率安排	80
第二节 新兴国家汇率安排的有效性的分析	88
第三节 跨世纪新兴国家的汇率改革与资本 项目开放	99
第四章 新世纪初期中国汇率的深化改革	111
第一节 汇率渐进式改革的特点和中国汇率 改革的取向	111
第二节 人民币汇率的目标区及其实现	121
第三节 中国汇率改革中的政策配合及有效性	135

第五章 跨世纪新兴国家的资本项目管理	145
第一节 国际资本流动下的资本项目管理	145
第二节 新兴国家资本项目管理有效性的分析	156
第三节 资本项目渐进式开放：跨世纪新兴国家的选择	170
第六章 新世纪初期中国的资本项目开放	185
第一节 资本项目开放的条件和国别比较	185
第二节 中国资本项目渐进式开放的进程	202
第三节 中国资本项目开放的战略和政策配合	212
参考文献	225
后 记	228

导 论

一、问题的提出

(一) 资本流动与汇率改革、资本项目开放

20世纪60~70年代,随着世界经济金融的飞速发展,经济全球化、金融国际化、自由化来势迅猛。在国际金融领域,国际资本市场的突飞猛进,使得国际资本流动出现了根本性的变化,这一变化摧毁了以固定汇率为特征的布雷顿森林体系,引发了一场持续的、全球性的汇率改革;动摇了以封闭管理为特征的国际收支调节,促进了一轮不断的、国际性的经常项目开放和资本项目开放。国际资本流动的变化、经常项目开放和资本项目开放以及汇率改革,已经成为新时代国际货币体系中的三个关键组成部分。其中,汇率改革和资本项目开放又成了新兴国家跨世纪金融改革开放的两大主题。

80~90年代新兴市场的崛起、新兴国家的振兴,以及新兴市场不断爆发的货币危机无不和国际资本流动、所在国的资本项目开放和汇率安排有紧密的关系。面对国际资本流动发生的根本性变化,发达国家在具备了相当的条件和坚实的经济金融的基础的情况下,已经基本完成了适应性的汇率改革和经常项目和资本项目的开放。而新兴国家在这方面的改革开放中困难重重,问题不少。1994年在墨西哥、1997年在东亚国家、2001年在土耳其、2002年在阿根廷接二连三地爆发货币危机正是这些困难和问题在以一种更强烈的形式表现出来。新兴国家正处于国际经济金融关系中的不平等地位上,这种状况已经影响到新兴国家的持

续、稳定的发展。

迈入新世纪，新兴国家，特别是我国如何进行进一步的汇率改革和资本项目开放是我们这项课题研究的重心。新世纪初，我国正式加入世界贸易组织，使中国的改革开放走向一个新的阶段。虽然 WTO 金融服务协议并不直接针对一国的汇率改革和资本项目可兑换，但是，其协议所要求的金融业开放，以及入世后带来的贸易和投资的根本性变化会促使国际资本在我国的流动加大，进而使得我国的国际收支的变化加大，这些必然促动我国的汇率改革深化和资本项目进一步开放。现在我们把资本流动、汇率安排和资本项目管理这三部分内容结合起来系统研究，其目的在于揭示出仅就其中某一内容或某两内容研究所不能得出的结论。很多时候，对资本流动、汇率安排和资本项目管理三者的讨论是分开进行的，这样容易忽略这三者之间的内在联系，以及汇率安排和资本项目管理的搭配问题。本研究将涉及的问题大致有：汇率改革和资本项目开放的动因及其与国际资本流动变化的内在关系；新兴国家，特别是我国面对国际资本流动的根本性变化，如何进行进一步的汇率改革和资本项目开放；汇率改革与资本项目开放之间的关系如何，它们各自在改革开放进程中的效应及相互作用的效应以及两者如何配合；汇率改革和资本项目开放进程中的风险和风险防范、经济政策设计及其效应分析，等等。

讨论我国经济在不断开放条件下的汇率深化改革和资本项目开放，这不仅对我国保持国际收支平衡和经济内外平衡有重要意义，而且在当今世界经济金融环境下对我国更具有新的战略意义。汇率安排和资本项目管理，从某种意义上讲，它们是一种武器，一种远离战场而杀人不见血的、威力无比的现代化武器。在一国经济融入全球经济的过程中，可以通过汇率杠杆调节货币价值，以及通过开放资本项目利用国际资源，有效壮大自己、保护自己，打败竞争者。自然，对武器掌握不当，也会伤及自家性命。汇率上的以及利用国际资源上的“国际战争”已经成为或必

将成为新世纪国际经济金融战争的重要形式。因此，我国必须要积极深化汇率改革，稳步推进资本项目开放，努力赢得新世纪“国际金融战争”的全面胜利。

（二）有关权威性文献中存在的疑惑

在理论上，对于发展中国家如何选择与进行汇率安排及资本项目管理等问题一直存在着争论。有关权威性理论文献，从汇率安排、资本项目管理的方式和措施等方面形成了不同的理论观点和政策主张，大致可以分为三大类：一是保守性理论，即赞成实行固定汇率安排和资本管制的理论和政策；二是激进性理论，即赞成实行激进式的汇率改革和资本项目开放的理论和政策；三是赞成实行渐进式汇率改革和资本项目开放的理论和政策。与此相对应，在实践上形成了不同国家所实行的不同的汇率安排及资本项目管理。

在20世纪末，发展中国家的汇率安排和资本项目管理无论在理论上，还是在实践上都仍是一个需要解决的跨世纪的大难题，留下了众多的困惑。这或许可以从国际货币基金组织的表现上略见一二。

在东亚金融危机爆发之前，国际货币基金组织正在积极推动各国资本项目的进一步开放。虽然国际货币基金组织曾经对泰国的问题提出过警告^①，但当时依然认为东亚总体情况是健康的，并认为东亚的“宏观经济环境支持更稳定的金融市场”。^②国际货币基金组织在1997年年报中赞扬“韩国的宏观经济表现继续给人好印象”，也赞扬“泰国经济表现出色，宏观经济一贯健全”，并认为韩国和泰国是资本主义模范。然而正是在这样的评

① 参见 Fischer, Stanley (1998): *The Crisis: A View from the IMF*, Jan. 22, 1998.

② 参见伊藤隆敏 (1997)。

价作出后不久就发生了震撼全球的东亚金融危机。

东亚危机爆发后，国际货币基金组织的支持计划往往不受欢迎，其主要原因是：基金组织只是在所在国政府没有及早采取措施而发生危机时才出现，而对受危机打击国家采取严峻措施时却不承担责任。东亚货币危机爆发前后，泰国国际收支逆差很大，占国内生产总值的8%，韩国的国际收支逆差则已经不可收拾。当它们在危机的不同时期向基金组织呼吁时，基金组织对这些国家的要求是一致的，即大幅度地提高利息，制止币值大幅度下跌；健全金融制度的基础，改善金融领域的监督；对外开放市场，增加透明度。^① 萨克斯也评价道：“国际货币基金组织加深了人们的恐慌心理，这不仅是因为它的悲观的公开声明，而且还因为它建议开的药方——提高利率，削减预算和立即关闭银行——使市场人士相信，亚洲的确即将进入一个严重的紧缩时期。”

托宾更一针见血地指出根本问题在于：这些国家对国际金融交易、货币的兑换、银行存款和提款以及证券的买卖应该开放到什么程度？货币基金组织和美国财政部认为，让国际交易有更大自由，让银行和其他金融机构（不问它们在哪里，也不问它们在哪里成立）到世界各地运作，总是好事。可是，这样的政策的一个可以预见的结果是，无论美元是否跟当地货币挂钩或一起浮动，它都会成为计算单位和交易媒介。有关国家会因此丧失货币主权。如果美元成为韩国的有效货币，韩国的利率基本上将由纽约来制定。其缺点是，联邦储备局和美国国会可以不理睬汉城（曼谷或吉隆坡）的工人和商业，有关国家会对美国的支配地位和其对自己毫不关心而感到不满。^②

由于一国的汇率改革和资本项目开放不仅直接影响到本国的

① 斯坦利·费希尔在《国际货币基金组织应从救援亚洲危机中吸取的教训》一文中有专门论述，可参见《国际金融研究》1998年第8期。

② 托宾原文可参见《国际金融研究》，1998年第2期。

利益取向，而且也涉及国家间的利益调整，其尖锐性、复杂性和敏感性不言而喻，在理论上、实践上出现纷争和对立也实属正常。问题的关键是，一国要根据本国的国情，创立符合国际潮流的制度、政策和规则，使自己在汇率安排和资本项目管理上达到本国可获得的利益最大化、成本最小化。

二、论题的界定

(一) 论题概念的分别界定

1. 国际资本流动

国际资本流动 (International Capital Flows)，简单地说，就是资本在不同国家或地区之间的转移。它是各国居民出于谋取资本较高收益的动机或其他的什么动机而参与国际投资所引起的资本在全球范围内的流动。对一国而言，一定时期内同其他国家或地区之间的资本流动的情况主要反映在该国国际收支平衡表的资本金融账户中，另外还反映在经常账户中的单方面转移项目和平平衡账户中的官方储备项目中。

国际资本流动可以由直接投资引起的，即一国（或地区）的投资者在另一国（或地区）开办新企业，或收购、兼并当地的企业，或在境外再投资等。由直接投资引起的国际资本流动的主要动因在于比较优势，即在相对有利的条件下（如较低的资源成本或相对便利的市场准入等），与当地的企业相比，投资方拥有更高超的生产经营技术水平、管理水平和更广泛的信息资源。这种优势使投资方在国外的投资中能获得高于在国内投资的收益。由直接投资引起的国际资本流动，其主要特征表现为它在东道国的驻留具有相对的长期性和稳定性。

国际资本流动可以由证券形式的国际投资引起的，即一国（或地区）的投资者买卖国外有价证券（作为一种资产，它包括股权资产、债权资产和货币资产等）及其衍生品，引起资本在境

内外双向流动。由证券投资引起的国际资本流动的主要动因在于获利机会，即证券投资的参与者利用全球范围内金融资产价格变化中产生的机会，获取价差利益或持有分散化证券以避免风险。由证券投资引起的国际资本流动，其主要特征表现为资本在国际市场上频繁的流动性。

国际资本流动还可以是由国际中长期贷款、国际贸易的短期资金融通和结算、不同货币的利差和预期汇率的变动等因素而引起。

关于新兴市场上的国际资本流动，世界银行、国际货币基金组织、经济合作委员会等国际组织由于在资本划分及所涉及的不同国家分类等统计口径上的不同，因此在其相应刊物公布的数据上也有较大出入。本研究主要以世界银行、国际货币基金组织定期公布的统计数据为依据，对跨世纪的、新兴市场上的国际资本流动进行分析。在这里，某新兴市场资本流动的实际情况是通过所在国的国际收支平衡表上的私人及公共部门的净国际资产负债反映出来的。

本研究所论及的国际资本流动主要是指由长期证券投资和短期投机性投资等国际投资引起的，为了叙述上的简便，没有特别需要加以区分的部分，所涉及之处一般以国际资本、国际投资、国际资本流动等用词而一概而论。

2. 汇率安排

汇率安排，在这里主要包含两层涵义：

一是汇率制度（Exchange Rate System）安排或原有意义上的汇率安排（Exchange Rate Arrangement），即指一国（或地区）货币当局对本国货币汇率变动的基本方式所作的基本安排和规定。汇率制度安排可以是某国（或某地区）对汇率变动基本方式的基本安排和规定在短时间里的突然变更，也可以是对此在一个相当长的时间里进行动态调整的进程。作者认为，对一个正处于转轨经济中的发展中国家来说，汇率制度安排，或汇率制度改革

更是一个动态的调整过程，而不是一个即刻改变的决定（我们可以看到一些新兴国家在货币危机爆发时，迫不得已地作出放弃原有汇率制度安排的决定）。本书把中国的汇率制度安排放在中国经济改革开放的背景下，将此作为一种动态的调整进程来研究。在这个进程中，汇率制度安排不断适应中国经济市场化和金融国际化的进程，起到促进国内国外两种资源优化配置，调节内部外部两种经济总量平衡和经济结构平衡，保持国民经济可持续发展的作用。

二是汇率政策安排或原有意义上的汇率政策（Exchange Rate Policy），即指一国（或地区）货币当局为达到一定的目的，通过金融法令的颁布、政策的规定或措施的推行，把本国货币与外国货币比价确定或控制在适度水平而采取的政策手段。在这里的汇率政策安排，或汇率政策改革更强调其动态性，即与调整过程中的汇率制度安排之间的关系和配合。

3. 资本管理

资本管理，即资本项目管理，本书侧重于资本项目开放。资本项目开放，在这里主要是指一国（或地区）对资本项目下的对外收支逐渐解除管制（或限制）的进程。资本项目开放的目标是货币的资本项下可兑换，即是指一国（或地区）对资本项下的对外收支解除管制（或限制）。资本项目下的货币可兑换的主要内容是指国际资本交易本身及其支付和转移均不受限制，并且不仅支付和转移的作出不受限制，而且居民接受非居民的支付和转移也可自由进行。国际货币基金组织第6条第3节规定：“成员国对国际资本转移可以采取必要的管制，但除第7条第3节第（6）款及第14条第2节规定外，这种管制不得限制经常性交易的支付，或者不适当地阻碍清偿债务的资金转移……”由此可见，国际货币基金组织对资本项目的货币可兑换的定义不如经常项目的货币可兑换的定义那么严格。就资本项目具体内容而言，它包括长期和短期资本交易、金融服务及外汇兑换三个方面的内容。长

期和短期资本交易主要包括直接投资、有价证券投资、证券发行、无证券债权（如除外汇交易外的金融期权、期货、掉期和远期交易）。金融服务主要有资金划拨（如信汇和电汇）、支付工具（如支票和信用卡）、结算、信托和咨询等。外币兑换主要指有交易背景的本币买卖、套利目的的外币交易或远期交易等。本文把中国的资本项目开放置于中国经济市场化、金融国际化的过程中，以上述资本项目内容为基础，设计一个渐进开放的动态构架。

资本项目开放的讨论常常受到一些混淆，这方面主要的问题：一是资本项目开放意味着不存在对外交易的限制。实际上，资本项目开放并不意味着对贸易和国际资本流动不加任何限制。二是由于混淆不同形式货币的可兑换性而形成的误解。因此，在这项讨论中值得注意的是：在一国资本项目开放的进程中，本国货币兑换成外国货币的权力可能在某一时期受到限制，以及受到怎样的限制。

4. 新兴国家和新兴市场

为了相对简明和较为确定的表述，这里用“新兴国家”一词概括一些权威文献中经常可以看到的用词，诸如新兴市场经济国家、新兴市场国家和新兴市场经济体等，它既指发展中国家中那些率先进行改革开放的部分国家，也指那些转（轨）型经济中实行改革开放政策的部分国家，就这一意义来说，中国也是一个新兴国家。和绝大多数新兴国家属于小型新兴市场经济体不同，中国是一个巨型的新兴市场经济体。与此相对应用“新兴市场”一词概括新兴资本市场，既可以指某一新兴国家的市场，也可以指某一新兴国家集中地区的市场。

正文中避免使用发展中国家这个词，因为发展中国家这个词太宽泛，包含了世界上绝大多数的国家，而这些国家经济发展的程度，以及改革开放的程度彼此间差距甚大。由于这项研究的特定范围，我们只将着眼点放在一小部分特定的发展中国家上。

这里用“发达国家”一词概括一些权威文献中经常出现的用词，诸如工业国家、工业化国家和发达资本主义国家等，与此相对应应用“发达市场”一词概括发达资本市场、成熟资本市场或成熟市场等用词，它可以指某一发达国家的市场，也可以指某一发达国家集中地区的市场。

值得一提的是，在一些权威的国际经济组织统计资料中，对工业国家和主要工业国家、发展中国家和新兴国家，以及新兴国家和转轨国家的统计数据是分开的。这给我们引用资料带来了一定困难，难就难在有时不易分离这些数据。

5. 货币危机

货币危机 (Currency Crisis)，是指在国内外 (或区域内外) 多种因素、甚至是某一因素的作用下出现的对某种货币兑换价值 (Exchange Value) 的投机攻击导致该货币迅速贬值，或迫使当局投放大量外汇储备或急剧提高利率来保护本国货币的情形。当货币危机发展到一定程度时，会出现货币崩溃 (Currency Crash)，它被定义为“一年内货币名义贬值至少 25%，同时贬值率比前一年上升 10%” (Frankel and Rose, 1996)。货币危机不同于金融危机 (Financial Crisis)，后者是指一种系统性的 (Systemic) 危机，即整个金融体系遭到严重破坏，金融市场和银行系统的有效运作功能受到深度损害，从而对实际经济产生较大负面影响的情形。金融危机一般包括货币危机，除此还有银行危机等金融领域内的其他危机。

这里主要讨论的是货币危机，有些讨论也延伸到整个金融危机。

6. 金融改革开放

金融改革开放是一个涉及到整个金融领域，包括宏观层面 (如金融体制改革、金融体系对外开放等) 和微观层面 (如金融机构改革、金融市场开放等) 等层面的改革开放的大概念。

本书书名中出现的金融改革开放仅局限在一国特别是我国的

汇率改革和资本项目开放上，它属于一国宏观层面上的金融改革开放。将汇率改革和资本项目开放的内容用金融改革开放概括主要是为了标题上的简洁，在正文中这两者的用法还是被严格区分开来的。

（二）论题内容的总体界定

《资本流动下的汇率安排与资本管理》强调了作为国际货币体系的三个关键组成部分的资本流动、汇率安排和汇兑管理的关系以及在一国的（主要是新兴国家）汇率改革和资本项目开放的相互关系和协调。我们认为，这三者之间关系大致是这样展开的，国际资本流动的本质、规模、结构和流向、流量、流速决定了国际上汇率安排和汇兑管理的发展趋势；汇率安排和汇兑管理又在一定程度上影响国际资本流动。20世纪60~70年代国际资本流动发生了根本性的变化，这也就使得国际货币体系的另两大关键组成部分——汇率安排和汇兑管理也随之产生了根本性的变革。在汇率安排上，布雷顿森林固定汇率体系崩溃以后，趋向多样化，这一演变的过程没有停止过，并仍将展现在21世纪。在汇兑管理上，随着国际资本市场，特别是私人国际资本市场的迅猛发展，资本项目趋于开放化，这一潮流也将在21世纪席卷世界各国。

国际资本流动的根本性变化促动的汇率改革和经常项目、资本项目开放已形成为全球大趋势。进入90年代后新兴国家加紧进行了资本项目开放，一些国家在从中获得了吸引国际资本流动后的巨大效益的同时，又付出了极其昂贵的成本，不断爆发的货币危机所造成的社会经济巨大损失就是一种沉重的代价。货币危机有着众多的成因，然而一国在汇率安排和资本管理上的失策和失误不能不说是引发新兴市场货币危机的两大要因。

跨世纪的中国正在加紧进行金融改革开放，汇率改革和资本项目开放是其核心内容之一；也是难度大，复杂性、敏感性强的

重点内容之一，本论题将围绕这两者的关系及这两者在改革开放中的协调从理论上和政策上加以分析。

三、研究及论述

(一) 研究的思路和方法

本研究参阅了汇率安排和汇兑管理的相关国内外文献，包括理论性文献和经验性文献，运用效益-成本分析工具和最大化、最小化理念，比较分析汇率安排和汇兑管理的保守方式、汇率改革和资本项目开放的激进方式和渐进方式，以及两者改革开放设计、对策配合及有效性；剖析引发新兴国家货币危机的两大成因及其关系；侧重探讨中国的汇率改革和资本项目开放的成功条件、时机选择、进程次序、政策配套及有效性。随着我国经济市场化和金融国际化进程的加快，融入国际市场、及时获得全球化和新经济的好处的客观要求，使得汇率改革和资本项目开放成为我国所面临的极其重要而又十分严峻的任务。这里所涉及的是：处于转轨经济中的发展中国家如何把握汇率改革和资本项目开放的进程，怎么处理这两者之间的关系，以及这两项改革开放的进程与我国经济市场化、金融国际化的关系怎样，等等。这些问题都是在新兴国家，特别是东亚国家货币危机爆发以后亟待解决的理论与实践方面的问题。

讨论转型国家，即正在由计划经济向市场经济转变的国家实现货币可兑换问题时，往往把对货币可兑换性的限制和对贸易及资本流动的限制的分析分开进行，其主要原因可能是由于这两者在转型国家是独立发展的，而且各自形成的因素有所不同。然而，从经济角度来说，这两种限制的影响是类似的。这就是为什么我们在研究中既注重新兴国家进行汇率改革和资本项目开放中的共同性问题，又注重转型国家的特殊性问题；既关注改革开放进程中的小型开放性经济体出现的问题，又关注大型开放性经济