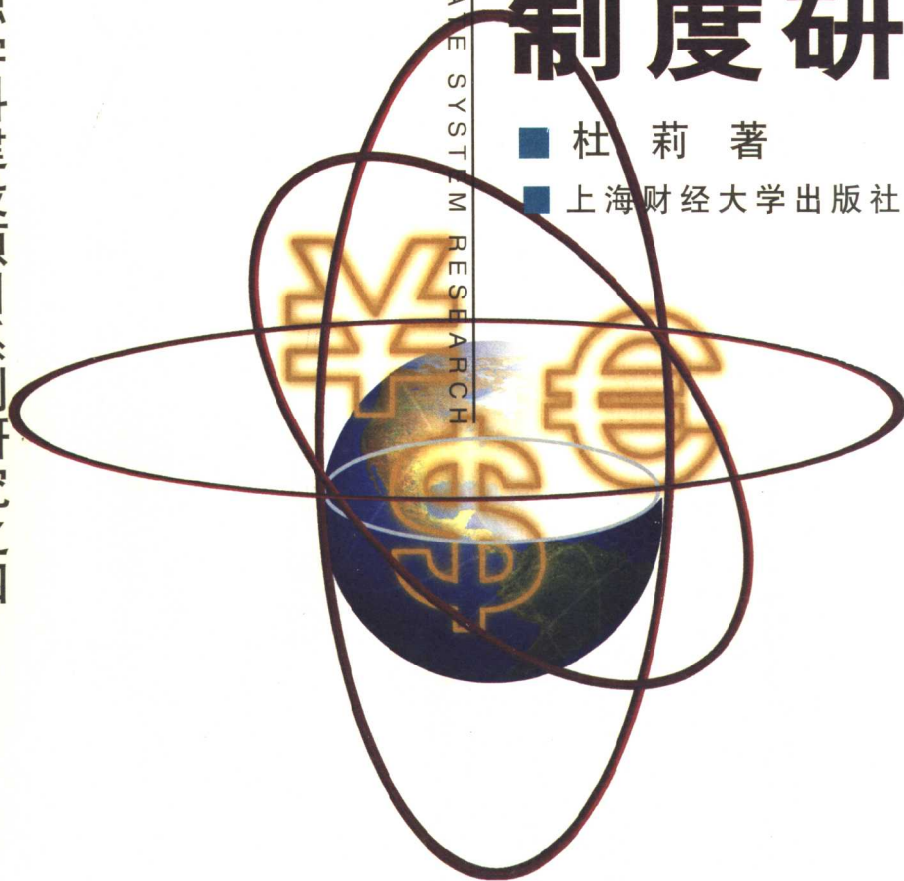


双重汇率 制度研究

■ 杜莉 著

■ 上海财经大学出版社

DUAL EXCHANGE RATE SYSTEM RESEARCH



■ 复旦大学金融学科建设项目系列研究之四

复旦大学金融学科建设项目系列研究之四

双 重 汇 率 制 度 研 究

Dual Exchange Rate System Research

杜 莉 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

双重汇率制度研究/杜莉著. —上海:上海财经大学出版社, 2003. 2
(复旦大学金融学科建设项目系列研究之四)
ISBN 7-81049-855-X/F · 739

I. 双… II. 杜… III. 双重汇率-研究-中国 IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 110500 号

☐ 责任编辑 谷 雨

☐ 封面设计 周卫民

SHUANGCHONG HUILÜ ZHIDU YANJIU

双 重 汇 率 制 度 研 究

杜 莉 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市译文印刷厂印刷

上海市浦江装订厂装订

2003 年 2 月第 1 版 2003 年 2 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 10.75 印张 210 千字

印数: 0 001—2 000 定价: 22.00 元

内容提要

本书通过理论分析及对欧洲、拉丁美洲部分国家相关实践的考察,研究了双重汇率制下国际资本流动对一国汇率、价格、产出、利率、外汇储备等宏观经济变量的影响以及货币政策的独立性,探讨了双重汇率制这种间接的资本管制措施的效果,并利用双重汇率理论分析了我国的资本外逃及人民币走向资本账户的可兑换等现实问题。

总 序

“复旦大学金融学科建设项目系列研究”是复旦大学金融学科建设“三年行动计划”中支持的重要项目。从 2000 年开始,金融学科被列为复旦大学学科建设的“重中之重”学科,确定要用三年左右的时间使得复旦大学的金融学科取得进一步发展。为了达到这一目标,我们选择汇率问题作为重点研究内容之一,因为汇率是国际金融中的核心问题,要想在国际金融领域研究中有作为,是离不开对汇率问题作深入研究的。从这个意义上讲,我们确定进行这一项目的研究,就是要在学科研究的主战场上进行一次攻坚战。

该系列研究丛书比较深入地对汇率问题的若干重要方面展开了研究,包括汇率基础理论、人民币实际汇率、人民币汇率史、复汇率、金融危机和汇率制度、外汇市场微观结构等,这其中的许多选题都是国内研究所较少涉及的。在项目组织中,我们对原创性提出了较高的要求,一定要有自己的探索和思考,能够在这些专题的研究中做出独到的贡献,从而提高我国国际金融学科的研究水平。

以上是我们组织这套丛书时的主要设想。这些目标是否达到,就只有请广大读者来评判了。我们期待着来自各方面的批评指正。

姜波克

绪 论

国际投机性资本的频繁流动,会对有关国家的国内经济造成剧烈的冲击,直至引发经济金融危机。为了抵御资本流动可能带来的负面影响,许多国家的政府对资本国际流动实施管制。其基本做法有两类,一是直接的数量管制,即对资本账户的货币自由兑换进行数量限制;二是实施正式的双重汇率制等间接的资本管制措施。

在典型的双重汇率制下,一国的经常账户和资本账户交易适用分离的汇率。经常账户的外汇交易在官方市场进行,适用商业汇率,而资本账户的外汇交易在自由市场进行,适用金融汇率。中央银行往往在官方市场进行干预,保持商业汇率的稳定,对金融汇率则任其自由浮动。金融汇率的浮动可对资本账户的余额进行调节,使一国一定时期的净国际资本流动为零,减轻官方储备的压力,而由于商业汇率不变,一国的对外贸易就可以免受汇率波动的干扰,国内经济的稳定也较少受到外部冲击的影响。

正式的双重汇率制在宏观经济影响方面与直接进行数量限制的资本项目外汇管制有许多相似之处,但这一制度可以更多地发挥市场机制的作用,较少受到政府决策程序和特殊利益集团的影响,因此在理论上更受推崇,在实践中的应用也不乏其例。

由于我国已将人民币资本项目可兑换作为外汇管理体制改革的既定目标,长期看我国也难免受到国际资本流动的冲击,因此,正式的双重汇率制这种意在抵御资本流动冲击的汇率制度对我国也有一定的借鉴意义。但国内涉及这种特殊汇率制的文献相当少,只在一些教材或关于外汇管理的著作中有一些概念性的简单介绍。就笔者掌握的情况看,目前还没有对这种制度的详细论述,当然更谈不上专门针对双重汇率制的研究。这与正式的双重汇率制在隔绝国际资本流动对国内经济的冲击方面可以发挥的作用以及国外在理论研究和政策实践中对这一制度的重视程度是极不相称的。

国外已有不少研究双重汇率制的文献,但众所周知,汇率理论和政策是国际金融领域一个相当复杂的问题,双重汇率制下的经济运行与统一固定或统一浮动汇率制下的情况相比又有许多新的特点,现有的研究往往基于不同的前提假定和不同的研究方法,侧重点和结论都不尽一致,尚未见有对双重汇率制的系统完整的论

11.07/06

述。

首先,本书将在充分掌握现有文献的基础上,对双重汇率制进行综合的考察,从而形成对这一特殊汇率制度的全面深入的认识。其次,将结合对中国当前的直接资本管制政策的效果以及人民币走向资本项目可兑换进程中的过渡性汇率制度安排的分析,探讨关于双重汇率制度的研究对我国的借鉴意义。鉴于国内外关于双重汇率制研究的现状,本书的研究填补了国内汇率理论与政策研究的一项空白,在国际上也是对相关的研究的一种推进。

本书的结构拟作如下安排:

第一章为双重汇率制理论与实践概览,介绍国际资本流动对一国经济的影响、双重汇率制的基本特征以及部分国家实施双重汇率制的概况。

第二章为市场完全分割的双重汇率制下的宏观经济运行,考察“典型的双重汇率制”使一国的宏观经济运行发生了哪些变化。

第三章为市场不完全分割的双重汇率制下的宏观经济运行,在对双重汇率制应用中出现的市场不完全分割现象进行考察的基础上,引入市场不完全分割假定下的双重汇率制模型,分析造成市场不完全分割的因素对宏观经济运行的影响。

第四章为双重汇率制的隔绝效应,分析双重汇率制下本国的扩张性货币政策和外国利率、外国价格上升等来自国内和国外的引起国际资本流动的冲击对本国宏观经济造成的影响。

第五章为双重汇率制在实践中的经济影响,分析实行双重汇率制的国家汇率差异的变化情况,以及这些国家外汇储备、本国利率、本国价格水平等重要经济变量隔绝于外部冲击的程度。

第六章为双重汇率的统一,利用理论模型以及对有关国家汇率统一的实践经验的分析讨论在双重汇率统一进程中外汇储备和汇率的波动情况及汇率统一对价格、产出等实际经济变量的影响。

第七章为双重汇率理论对中国的启示,结合双重汇率制的相关理论考察我国当前实施的对外资项目外汇交易的直接数量管制政策,并讨论正式的双重汇率制能否作为我国走向人民币资本项目可兑换进程中的过渡性的汇率制度安排。

目 录

总序	1
绪论	1
第一章 双重汇率制的理论与实践概览	1
第一节 国际资本流动与双重汇率制	1
第二节 发达国家和发展中国家实施双重汇率制的实践	15
本章小结	22
第二章 市场完全分割的双重汇率制下的宏观经济运行	25
第一节 流量分析	25
第二节 存量—流量分析	28
第三节 跨时均衡分析	36
本章小结	40
第三章 市场不完全分割的双重汇率制下的宏观经济运行	43
第一节 双重汇率制下市场不完全分割的表现	43
第二节 市场不完全分割双重汇率模型	46
第三节 考虑非法套汇行为的双重汇率模型	52
本章小结	55
第四章 双重汇率制的隔绝效应	57
第一节 双重汇率制下货币政策的有效性	57
第二节 双重汇率制下外部冲击的影响	69
本章小结	77
第五章 双重汇率制在实践中的经济影响	80
第一节 各国平行市场的外汇升水	80
第二节 平行外汇升水的形成原因	86
第三节 双重汇率制的隔绝效果	91
本章小结	98
第六章 双重汇率的统一	100
第一节 基本的理论模型	100

第二节 统一双重汇率的宏观经济影响·····	103
第三节 部分国家统一双重汇率的经验分析·····	107
本章小结·····	112
第七章 双重汇率理论对中国的启示·····	113
第一节 我国的非正式双重汇率制及其隔绝国际资本流动冲击的效果·····	113
第二节 正式的双重汇率制与人民币资本项目可兑换·····	135
本章小结·····	143
总结·····	145
附录·····	147
参考文献·····	148
名词概念索引·····	154
后记·····	155

图目录

- 图 1—1 20 世纪 70 年代以来发展中国家和转型经济国家的资本流动情况/2
- 图 1—2 IS-LM-BP 模型及不同资本流动程度下 BP 线的形状/6
- 图 1—3 固定汇率制下资本流动对货币政策的影响/7
- 图 1—4 浮动汇率制下资本流动对货币政策的影响/7
- 图 2—1 经济体系的动态特征/31
- 图 2—2 资产组合平衡模型中双重汇率制下的短期均衡和长期均衡/34
- 图 2—3 浮动汇率制下经常账户盈余后的长期均衡调整/35
- 图 2—4 资产组合模型中固定汇率制下的短期均衡和长期均衡/36
- 图 3—1 考虑非法套汇行为的双重汇率制下的动态调整/55
- 图 4—1 统一浮动汇率制下扩张性货币政策的影响/59
- 图 4—2 双重汇率制下扩张性货币政策的影响/60
- 图 4—3 未预期到的公开市场买入证券的影响/61
- 图 4—4 预期到的公开市场买入证券的影响/63
- 图 4—5 资产组合平衡模型中固定汇率和双重汇率制下货币政策的效果/64
- 图 4—6 考虑非法套汇行为的双重汇率制下扩张性货币政策的效果/69
- 图 4—7 外部利率冲击的影响/70
- 图 5—1 比利时—卢森堡、法国、意大利双重外汇市场的汇率差异(1971~1974 年)/82
- 图 5—2 比利时双重外汇市场的汇率差异(1971~1989 年)/83
- 图 5—3 墨西哥双重外汇市场的汇率差异(1982~1987 年)/83
- 图 5—4 阿根廷双重外汇市场的汇率差异(1981 年)/84
- 图 5—5 哥斯达黎加双重外汇市场的汇率差异(1981~1983 年)/84
- 图 5—6 多米尼加双重外汇市场的汇率差异(1982~1984 年)/85
- 图 5—7 萨尔瓦多双重外汇市场的汇率差异(1982~1985 年)/85

- 图 5-8 危地马拉双重外汇市场的汇率差异(1984~1988 年)/86
- 图 5-9 墨西哥的实际汇率(1982~1983 年)/96
- 图 6-1 市场不完全分割的双重汇率体制下的稳定状态均衡/102
- 图 6-2 官方储备和金融汇率在宣布汇率制度改革前后的调整情况/104
- 图 6-3 双重外汇市场统一和汇率的动态过程/105
- 图 6-4 统一双重汇率和产出、价格、工资、贸易余额的调整/106
- 图 7-1 秘鲁官方外汇市场和外汇黑市的汇率差异(1985~1987 年)/117
- 图 7-2 香港特别行政区无本金交割远期交易(NDF)一年期美元兑人民币汇率/120
- 图 7-3 我国对国内居民开放 B 股市场前后的经常账户和外汇储备变化/125
- 图 7-4 对外贸易信贷额、存款货币银行国外净资产变动与总体资本外逃额的变动趋势/129
- 图 7-5 中美利率差和我国资本外逃相对额的变动对比/132
- 图 7-6 我国资本外逃规模和通货膨胀率变化的对比/133
- 图 7-7 亚洲金融危机前后泰国、韩国、马来西亚的汇率变化情况/134
- 图 7-8 亚洲金融危机前后泰国、韩国、马来西亚的通货膨胀率/134
- 图 7-9 亚洲金融危机前后泰国、韩国、马来西亚的 GDP 增长率/135

表目录

- 表 1—1 国际货币基金组织成员国资本管制情况/2
- 表 1—2 韩国、印度尼西亚、泰国 1990~1998 年的部分经济指标/3
- 表 1—3 双重汇率制的分类(部分国家)/8
- 表 1—4 比利时—卢森堡、法国、意大利双重汇率制下的市场分割情况/16
- 表 1—5 拉美国家双重汇率制的基本特点/21
- 表 1—6 拉美国家双重汇率制下的市场分割情况/22
- 表 3—1 贸易和服务账户漏出程度的变化与经济体系的动态稳定性/51
- 表 4—1 贸易和服务账户漏出程度与未预期到的国内信贷扩张政策的效果/67
- 表 4—2 处罚成本的变化与本国信贷扩张的影响/68
- 表 4—3 不同汇率制度下外国利率变化(δi^*)的效应/71
- 表 4—4 不同汇率制度下外国价格变化($\delta P_i^*/P_i^*$)的效应/73
- 表 4—5 贸易和服务账户漏出程度的变化与预期到的外国价格变化的影响/76
- 表 4—6 贸易和服务账户漏出程度的变化与未预期到的外国价格变化的影响/77
- 表 5—1 世界部分国家的平行市场外汇升水情况/80
- 表 5—2 关于汇率差异决定因素的实证分析结果(I)/88
- 表 5—3 关于汇率差异决定因素的实证分析结果(II)/89
- 表 5—4 欧洲国家国库券利率隔绝于外国利率变化的实证分析/92
- 表 5—5 欧洲国家的货币市场利率隔绝于外国利率变化的实证分析/93
- 表 5—6 法国、意大利以贸易信贷形式发生的投机性资本流动(1970~1974 年)/95
- 表 5—7 墨西哥实行双重汇率制期间汇率冲击造成通货膨胀率变化的情况(1982 年 8 月~1987 年 12 月)/97
- 表 5—8 墨西哥的资本外逃(1975~1987 年)/98
- 表 6—1 部分国家平行汇率的财政效应/111

-
- 表 7-1 部分国家的平行市场外汇升水/116
- 表 7-2 部分国家官方市场汇率和平行市场汇率的变化(1974~1986 年)/117
- 表 7-3 我国利用外资的总额和结构情况(1994~1999 年)/118
- 表 7-4 我国国家外债余额的结构情况/119
- 表 7-5 采用直接法估计的我国资本外逃额/127
- 表 7-6 采用间接法估计的我国资本外逃额/128
- 表 7-7 对进出口伪报货值的估计/128
- 表 7-8 经过调整的资本外逃额/129
- 表 7-9 我国资本外逃占实际利用外资的比重/130
- 表 7-10 中国和墨西哥资本外逃情况的对比/130
- 表 7-11 20 世纪 90 年代中国和美国的利率差/131
- 表 7-12 我国中央银行对外净资产和基础货币的变化/132

第一章 双重汇率制的理论与实践概览

第一节 国际资本流动与双重汇率制

国际投机性资本的频繁流动,会对有关国家的国内经济造成剧烈的冲击,直至引发经济金融危机。为了抵御资本流动可能带来的负面影响,许多国家的政府对资本国际流动实施管制,双重汇率制就是资本管制措施之一。

一、关于资本管制的争论

因为双重汇率制是一种试图将经常账户和资本流动隔绝的外汇管制措施,因此有关国家是否采用这种制度,首先取决于该国是否决定采用某种形式的资本管制政策。

资本管制的必要性是一个可追溯到布雷顿森林体系确立以前的老问题。当时凯恩斯认为,所有国家均应对资本流动实施管制,而怀特只是从防止国际货币基金组织(IMF)的资源用于给资本外逃提供资金的目的出发,支持一定限度的资本管制。在布雷顿森林体系确立以来的相当长的一段时期中,绝大多数西方经济学家认为,资本管制成本高昂,难以达到预期的效果,也不利于本国最大限度地吸引资本内流以促进经济发展。

20世纪70年代以来,国际资本流动日益频繁(图1-1表明了发展中国家和转型经济国家的资本流动情况),多次引发金融经济危机。尤其是近年来东亚、东南亚金融危机的发生促使经济学家关于资本管制的观点发生了明显分歧,反对管制的学者坚持认为,为使经济免受金融危机的影响,应采取适当的宏观经济政策,限制与大规模资本流动相联系的国内需求;同时应改革银行系统,避免管理不善和坏账。有些学者甚至认为大幅度的本币贬值也可以是调整过程的一个组成部分。支持管制的学者则指出,即使宏观管理较好的经济体也可能遭遇金融危机,近年来的危机呈现出明显的区域传染的特征,一些放开了证券和外汇市场的国家,虽然避免了财政赤字和膨胀性货币政策,也取得了IMF等方面的外部信贷承诺,却未能摆脱金融危机。金融危机对这些国家的打击是沉重的。实施资本管制固然会带来种种的效率成本,但这些成本远远不及危机导致的衰退、失业、价格扭曲等造成的

损失。因此,应换一种眼光来看待资本管制,将其视为减少一国易受危机冲击的程度,以及缓和危机影响的一种手段。

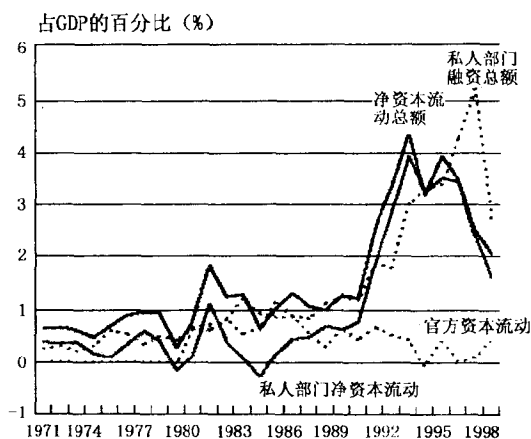


图 1-1 20 世纪 70 年代以来发展中国家和转型经济国家的资本流动情况

资料来源:转引自 Mussa and others(2000)。

从实践方面看,为了消除资本流动带来的不利影响,许多国家实行了不同程度的资本管制措施。据统计,目前 70% 以上的国际货币基金组织成员国在直接投资、不动产交易和资本市场证券交易等方面存在限制,参见表 1-1。

表 1-1 国际货币基金组织成员国资本管制情况

管制内容	成员国个数	管制内容	成员国个数
商业信贷	108	个人资本流动	90
金融信贷	113	保证、担保和金融备付安排	93
资本市场证券	125	直接投资	147
货币市场工具	110	直接投资的清盘	54
集体投资证券	103	衍生工具和其他工具	83
不动产交易	136		

资料来源:国际货币基金组织,《各国汇率安排和汇兑管制年报》,2000 年。

二、资本流动对一国经济的影响

(一) 资本流动对一国经济影响的基本机制

为了理解资本管制的必要性,这里首先简要分析一下资本流动对一国经济可

能造成不利影响的基本机制。

由国际收支平衡表,资本流动^①、经常账户和官方储备之间有如下关系:

经常账户赤字(CAD)等于净资本内流(NCI)减去官方储备变化(ΔR),即

$$CAD = NCI - \Delta R \quad (1-1)$$

经济账户盈余(CAS)等于净资本外流(NCO)减去官方储备变化(ΔR),即

$$CAS = NCO - \Delta R \quad (1-2)$$

可见,净国际资本流动要求一国的经常账户或官方储备进行相应的调整。

在浮动汇率制下,净国际资本流动一般导致经常账户的变化,总体上说,净资本外流一般对应着经常账户盈余,而净资本内流一般对应着经常账户赤字。在净资本内流时,储备趋于上升,从而经常账户余额的上升小于净资本内流,在净资本外流时,储备趋于下降——其程度体现政府支持本币的程度——从而经常账户盈余小于净资本外流。

表 1-2 列出的韩国、印度尼西亚、泰国 1990~1995(平均值)、1996、1997、1998 年的有关经济指标,印证了上述基本关系。在 1997 年下半年开始的金融危机中,这三个国家都发生了大规模的资本外流,而经常账户赤字均从 1997 年开始下降,1998 年转为正值。

表 1-2 韩国、印度尼西亚、泰国 1990~1998 年的部分经济指标

		1990~1995 年 (平均值)	1996 年	1997 年	1998 年
实际 GDP (增长率,%)	印度尼西亚	8.0	8.0	4.6	-15.3
	韩国	7.8	6.8	5.0	-5.8
	泰国	9.0	5.5	-0.4	-8.0
实际国内总需求 (增长率,%)	印度尼西亚	9.3	8.6	6.8	-20.4
	韩国	8.4	7.8	-0.8	-18.7
	泰国	10.1	6.2	-7.6	-21.9
经常账户 (占 GDP 的比重,%)	印度尼西亚	-2.5	-3.3	-1.8	3.0
	韩国	-1.2	-4.7	-1.8	13.3
	泰国	-6.6	-7.9	-2.0	11.4
外汇储备 (亿美元,期末值)	印度尼西亚	—	183	215	238
	韩国	—	294	91	485
	泰国	—	387	270	295

资料来源:IMF. *Annual Report*. 1999.

① 这里的资本流动排除官方储备变化。

经常账户的调整一般是通过汇率的波动来实现的,在这个过程中,净资本流动就对一国的国内经济造成影响。

首先,大规模的资本外流导致有关国家货币的大幅度贬值,本币贬值通过提高进口商品的价格将使本国价格水平上升。

其次,就本币贬值对产出的影响而言,如果马歇尔—勒纳条件^①成立,本币贬值通过价格效应改善贸易账户从而使经常账户出现盈余(或赤字下降),这时不会发生经济增长率的下降。然而,短期内马歇尔—勒纳条件往往并不成立,于是本币贬值促进进口需求的下降,却不能大幅度增加出口,这时对净资本外流作出的经常账户调整主要通过本国实际收入的下降来实现,即贬值通过贸易商品进口价格的上升引起本国总体价格的大幅上升,居民实际收入下降,从而进口下降,经常账户转为盈余。但在这个过程中,由于总需求下降,经济增长率随之下降,经济出现衰退。

1997年几个亚洲国家爆发金融危机之后经常账户从大规模赤字转为盈余恰恰是国内总需求大幅度下降的结果。1996~1997年韩国和印度尼西亚本币汇率下降了50%,泰国本币汇率下降40%,1998年泰铢和韩元部分恢复,而印度尼西亚盾持续下跌。大幅度货币贬值只是使进口大幅度下降,并未显著增加出口。但贬值后居民实际收入下降,消费减少,贬值还通过提高进口投入品、资本品和运营资本的成本减少供给,因此,经济陷入衰退。如表1-2所示,1997年三个国家的增长率在经常账户赤字下降的同时下降,1998年当经常账户转为正值时,经济增长率降为负值。

可见,在浮动汇率制下,发生资本外流时,将通过本币贬值使经常账户作出适应性的调整,而经常账户本币贬值将对国内经济造成不利影响。

当然,政府亦可以保持汇率固定,及经常账户余额不变,动用官方储备来应付资本外流,从而避免本国货币的贬值及其对价格和产出的不利影响。但是,受到本国外汇储备拥有量的限制,一国政府不可能持续地利用储备支持本国货币,因此,以上所述的本币贬值过程终究会发生。而且,大多数国家的政府是不会容忍本国的外汇储备消耗殆尽的。表1-2的数据表明,三个国家1997~1998年间外汇储备都上升了,可见三国政府并未采取利用储备积极支持本币的政策。

资本内流同样会对一国的国内经济造成冲击,在单一的固定汇率制下,资本内流将导致外汇储备的增加和本国货币供应量的增长,从而通货膨胀率上升。在单一的浮动汇率制下,资本内流导致本币升值,本国商品的出口竞争力下降。当然,

^① 马歇尔—勒纳条件指本币贬值改善贸易账户的条件,即进口商品国内需求和出口商品国外需求的价格弹性之和大于1。