



BRIC

金砖四国

资本项目货币可兑换研究

斯琴图雅◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



BRIC

金砖四国

资本项目货币可兑换研究

斯琴图雅◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

金砖四国资本项目货币可兑换研究/斯琴图雅著

北京: 中国经济出版社, 2012. 9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1702 - 4

I. ①金… II. ①斯… III. ①货币兑换—研究—世界 IV. ①F831. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 157789 号

责任编辑 贺 静

责任审读 霍宏涛

责任印制 石星岳

封面设计 华子设计

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京市人民文学印刷厂

经 销 者 各地新华书店

开 本 880mm × 1230mm 1/32

印 张 8.75

字 数 200 千字

版 次 2012 年 9 月第 1 版

印 次 2012 年 9 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1702 - 4/F · 9388

定 价 25.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序

中国的改革开放进入了第 33 个年头了。毋庸置疑，在此期间中国经济取得了令世人刮目相看的巨大进步，例如 2010 年中国的 GDP 超过了日本，居世界第二。与此同时，中国的外汇储备余额在 2011 年 3 月底超过了 3 万亿美元，这既说明了中国经济实力的强盛，同时又面临着外汇储备可能因外汇贬值而遭受巨大损失的风险。在这样的背景下，2009 年 7 月国务院启动了人民币跨境结算试点，掀起了国内讨论人民币国际化的热潮。

笔者认为，人民币国际化的前提是人民币自由兑换。中国未来无论在较短的时期内还是在相当长的时间后实现人民币自由兑换，都是一个艰难的抉择。这在一定程度上是因为 1997 年亚洲金融危机的发生。近在咫尺的东亚各经济体遭受重创，无论其原因何在，经济金融的开放肯定是其原因之一。这使得在 1996 年年底实现了人民币经常项目可兑换，原来打算在 2000 年前实现人民币自由兑换（当时的新闻媒体已明确提出）的中国变得谨慎了。从此，国家经济金融安全得到了高度重视。其结果是，人民币可兑换以来的近 15 年间，尽管在外汇管制放松方面有了诸多的进展，如 2007 年 8 月结售汇制撤销了，2010 年 12 月人民币开

始在外国（俄罗斯莫斯科）的银行间外汇市场上交易，以及2011年6月央行允许外商用人民币直接投资（人民币FDI），但在笔者看来，人民币距离自由兑换仍然很遥远。例如，人民币利率还没有市场化，金融交易管制还有很多，个人、企业及金融机构还不能自由地对外投资与融资，外汇市场尚既不允许投机也不允许自由开发新产品，非居民更不能自由地参与国（境）内的资金、证券、外汇等交易。

也许，在理论上或有些国家的实践中，上述问题并不一定会妨碍货币自由兑换，因为货币自由兑换的宣布可能反过来会推动这些问题的解决。为此，从某种意义上说，人民币自由兑换何时实现更关键的因素在于中国在货币金融方面大力推进改革开放的战略乃至勇气。

以上所述，实际上已说明斯琴图雅副教授选择人民币自由兑换而非人民币国际化作为本书的研究课题有着重要的现实意义与学术价值。而且，本书以金砖四国为主要讨论内容，这在国内是较为罕见的，可谓研究视角有独特性。再者，其研究方法（包括模型）及论点等均有诸多新颖之处。这些成绩的获得，足以证实斯琴图雅副教授在本书写作方面作出的努力、多年的专业积累及很强的科研能力。本人相信，本书可以给读者诸多启示，也将有益于相关部门的决策参考。

另一方面也借此机会，作为斯琴图雅副教授的博士生导师，本人祝愿她在今后的教学方面培养出更多优秀的金融人才，在科研方面展示出更多创造性的学术成果，为祖国的强盛贡献自己的一份力量。

许少强

2011年7月9日于复旦大学邯郸校区

摘 要

在经济全球化的背景下，实现资本项目货币可兑换在很多国家已经呈现明显的趋势。但是，考虑到发展中国家所经历的经济或货币危机，其资本项目货币可兑换问题一直是学术界长期关注的热点，尤其是发展中国家中被认为最有发展潜力的金砖四国。这四个国家在1994—1999年间先后实现了经常项目货币可兑换，并实现了不同程度的资本项目货币可兑换。本书对金砖四国资本项目货币可兑换的相关过程和政策效果进行了详细比较和研究，试图为今后人民币资本项目可兑换中的政策选择提供一些有价值的借鉴和启示。具体而言，本书从如下四个角度展开了研究：

（1）在对金砖三国（不包括中国）资本项目货币可兑换的背景、进程进行系统研究的基础上，测定三国资本项目货币可兑换程度。结果表明，资本项目货币可兑换的进程与其背景有着紧密联系。在没有制度保障的情况下，起步早并没有意义。相较之下，在有制度保障的情况下，资本项目货币可兑换的发展阶段与本国经济发展阶段之间的协调性很重要。从货币可兑换程度看，俄罗斯基本实现了资本项目货币可兑换；巴西存在管制的项目很少，且指令性条款基本被撤销；印度的资本项目普遍存在限制，

但严格管制的子项目已经很少。

(2) 从“三元悖论”角度进一步观察金砖三国资本项目可兑换过程中的政策选择。对三国汇率政策的调整特点和货币政策的独立性进行定量分析的结果表明，三国所实施的政策符合“三元悖论”原则，即在加快资本项目货币可兑换进程的同时，逐步增加汇率浮动性，从而增加了货币政策的独立性。这也意味着“三元悖论”对发展中国家资本项目货币可兑换进程具有重要的参考意义。

(3) 从宏观经济政策目标的内外均衡视角考察金砖三国资本项目货币可兑换政策的总体效果。结果表明，资本项目货币可兑换的效果与其约束条件的改善程度有很大的关系，而在不同阶段，其所面对的约束条件有所不同。在起步阶段宏观经济环境是最主要的约束条件，因而在此阶段资本项目货币可兑换的进度取决于前提条件的改善程度；进入扩展阶段之后，政策协调性逐渐转为主要的约束条件，在此阶段，资本项目货币可兑换的进度与汇率弹性化的进度之间的协调性显得更重要。

(4) 用研究金砖三国资本项目货币可兑换的框架对中国的资本项目可兑换进行研究。结果表明，中国的资本项目可兑换进程比较缓慢。从汇率政策和资本项目货币可兑换政策的调整目标看，中国的政策方向是符合“三元悖论”的，但在实施过程中存在政策缺乏连贯性的问题。从内外均衡的角度看，中国宏观经济表现要比以上三国好很多，但在一些影响资本项目货币可兑换效应的因素，如金融成熟度和企业竞争力等方面则明显落后于其他三国。

目 录

CONTENTS

摘 要 / 1

第一章 绪 论 / 1

第一节 选题背景与选题意义 3

第二节 相关文献综述 4

一、资本项目货币可兑换 4

二、金砖四国资本项目货币可兑换 13

三、人民币资本项目可兑换 17

第三节 研究的问题、方法及思路 19

一、研究的问题 19

二、研究的方法及思路 20

第二章 发展中国家资本项目货币可兑换的一般讨论 / 22

第一节 资本项目货币可兑换的含义及理论基础 22

一、资本项目货币可兑换的含义及其不同阶段的划分 ... 23

二、发展中国家资本项目货币可兑换的理论基础 25

第二节 发展中国家资本项目货币可兑换的利弊分析 32

一、发展中国家资本项目货币可兑换的利益 32

二、发展中国家资本项目货币可兑换的弊端 36

第三节 发展中国家资本项目货币可兑换的条件与效应 ... 38

一、资本项目货币可兑换条件与效应之间的演变过程 ... 38

二、资本项目货币可兑换过程的评价视角 39

第三章 金砖三国资本项目货币可兑换的背景与进程 / 43

第一节 巴西资本项目货币可兑换的背景与进程	43
一、雷亚尔资本项目可兑换的背景	44
二、雷亚尔资本项目可兑换的进程	48
第二节 俄罗斯资本项目货币可兑换的背景与进程	54
一、卢布资本项目货币可兑换的背景	54
二、卢布资本项目可兑换进程	59
第三节 印度资本项目货币可兑换的背景与进程	64
一、卢比资本项目可兑换的背景	64
二、卢比资本项目可兑换的进程	68
第四节 金砖三国资本项目货币可兑换进程的比较	72
一、研究方法和数据	72
二、金砖三国资本项目货币可兑换程度的测量	74
三、金砖三国资本项目可兑换程度的比较	84

第四章 金砖三国资本项目货币可兑换中汇率政策的调整 / 87

第一节 资本项目货币可兑换与汇率制度的关系	87
一、资本项目货币可兑换对汇率制度的影响	88
二、汇率制度对资本项目可兑换的影响	89
第二节 巴西汇率政策的调整	91
一、雷亚尔汇率制度演变与政策目标	92
二、巴西外汇市场的培育	93
三、雷亚尔汇率变动与汇率管理	95
第三节 俄罗斯汇率政策的调整	104
一、卢布汇率制度演变与政策目标	105
二、俄罗斯外汇市场的培育	106
三、卢布汇率变动与汇率管理	107
第四节 印度汇率政策的调整	115

一、卢比汇率制度演变与政策目标	116
二、印度外汇市场的培育	117
三、卢比汇率变动与汇率管理	118
第五节 金砖三国汇率政策调整的比较	125
一、汇率政策目标	125
二、外汇市场培育	126
三、汇率管理	127
第五章 金砖三国资本项目货币可兑换中货币政策的独立性 / 130	
第一节 货币政策独立性的测量方法	130
一、国际上常用的方法	131
二、本书采用的研究方法与数据	132
第二节 金砖三国货币政策独立性的估计结果	134
一、变量的平稳性检验及格兰杰因果关系检验	134
二、模型回归结果	138
第三节 金砖三国货币政策独立性的比较	139
第六章 金砖三国资本项目货币可兑换中的内部均衡 / 142	
第一节 巴西资本项目货币可兑换中的内部均衡	142
一、宏观经济环境	143
二、金融体系	146
三、微观交易主体	149
第二节 俄罗斯资本项目货币可兑换中的内部均衡	150
一、宏观经济环境	151
二、金融体系	152
三、微观交易主体	154
第三节 印度资本项目货币可兑换中的内部均衡	157
一、宏观经济环境	157
二、金融体系	159

三、微观交易主体	163
第四节 金砖三国资本项目货币可兑换中的内部均衡比较	165
一、宏观经济环境	165
二、金融体系	168
三、微观交易主体	169
第七章 金砖三国资本项目货币可兑换中的外部均衡 / 170	
第一节 巴西资本项目货币可兑换中的外部均衡	170
一、巴西国际收支与外汇储备变化	171
二、巴西国际收支结构的可维持性	174
第二节 俄罗斯资本项目货币可兑换中的外部均衡	179
一、俄罗斯国际收支与外汇储备变化	179
二、俄罗斯国际收支结构的可维持性	183
第三节 印度资本项目货币可兑换中的外部均衡	187
一、国际收支与外汇储备	187
二、印度国际收支结构的可维持性	188
第四节 金砖三国资本项目货币可兑换中的外部均衡比较 ...	192
一、金砖三国国际收支相互弥补性比较	192
二、金砖三国国际收支结构可维持性的预警指标检验	193
第八章 人民币资本项目可兑换 / 202	
第一节 人民币资本项目可兑换的背景与加快进程的必要性 ...	202
一、人民币资本项目可兑换的背景	202
二、加快人民币资本项目可兑换的必要性	205
第二节 人民币资本项目可兑换的进程	212
一、人民币资本项目可兑换进程	212
二、人民币资本项目可兑换程度的测算	216
第三节 人民币汇率政策的调整	219
一、人民币汇率制度与政策目标的变迁	219

二、中国外汇市场培育	222
三、人民币汇率的变动与汇率管理	224
第四节 中国货币政策的独立性	232
第五节 人民币资本项目可兑换过程中的中国经济表现	235
一、内部均衡视角	235
二、外部均衡视角	241
第九章 全书总结 /	250
附 录 部分国家（地区）资本项目管制程度系数的估计 情况 /	253
参考文献 /	255
后 记 /	267

第一章

绪论

“金砖四国”（BRIC），这一概念是由美国高盛集团首席经济学家吉姆·奥尼尔在2001年11月20日发表的题为《全球需要更好的经济之砖》中首次提出。是指四个新兴市场经济体——巴西、俄罗斯、印度和中国。这四个国家包括了全球人口最多的两个国家和自然资源最为丰富的两个国家，奥尼尔和他的高盛同事们在2003年、2004年继续发表报告，描绘了“金砖四国”巨大的发展潜力，并很快被国际社会接受。2008年的全球金融危机中“金砖四国”显示出各自的优势，成为世界经济复苏的重要推动力量。这次危机也为四国提供了合作的机会，“金砖四国”首脑于2009年和2010年分别在俄罗斯和巴西举行了两次峰会，形成了会晤机制。2010年12月，四国接受了南非的申请，决定吸收南非为其正式成员，BRIC变成了BRICS，扩展了“金砖四国”的概念，中文转用“金砖国家”这一名字，这也意味着将来可能会有更多的国家加入。“金砖四国”这一昔日国际经济领域的概念，正在演变成一个合作团体。2011年4月14日在中国的三亚举行了第三次峰会，也是“金砖四国”扩展后的第一次峰会。

2009年金砖四国经济总量在全球的排名分别为第8、11、12、3位（见表1-1），平均经济增长率为7.6%，远远高于世界平均

增长率。世界经济论坛的原主角 8 国集团也被 20 国集团取代^①，20 国集团的新增力量代表就是“金砖四国”。不同于以往以“亚洲四小龙”^②、“亚洲四小虎”^③ 为代表的发展中国家群体的起飞，“金砖四国”的崛起被看做是大国崛起。根据 2009 年的统计数据，占全球土地面积 26% 的“金砖四国”，人口占全球人口的 42%，四国 GDP 占全球 GDP 的 15.6%。到 2010 年四国对外商品贸易额占全球商品贸易额的 15%，四国的外汇储备额达到 2.48 万亿特别提款权，约占全球各国外汇储备额的 41.5%。这些数据足以表明，“金砖四国”的发展对全球秩序的意义是巨大的，从而四国的崛起之路备受世界各方关注，而资本项目货币可兑换问题作为四国经济改革与融入全球化的关键步骤，也一直是学术界研究的热点问题。

表 1-1 2009 年金砖四国 GDP 排名以及竞争力比较

	GDP 及世界排名		人均 GDP 及世界排名		国际竞争力 排名（世界 经济论坛）	国际竞争力 排名（复旦 大学）
	亿美元	排名	美元	排名		
巴西	15734	8	8121	61	56	19
俄罗斯	12318	12	8684	60	63	15
印度	13101	11	1134	141	49	22
中国	49854	3	3744	100	29	2

资料来源：根据世界银行数据库；世界经济论坛 2009 年度报告；谢识予：世界竞争力报告（2009—2010）[M]．上海：复旦大学出版社，2010. 数据编制。

① 9 月 25 日，20 国集团会议在美国匹兹堡发表联合声明，宣布 20 国集团取代 8 国集团，成为国际经济合作与协调的首要全球性论坛，参见 2009 年 11 月 1 日新华网理论频道 [www. news. cn](http://www.news.cn)

② “亚洲四小龙”是指 20 世纪 70 年代崛起的新兴市场经济体，包括新加坡、中国台湾、中国香港和韩国。

③ “亚洲四小虎”是指 20 世纪 80 年代崛起的新兴市场经济体，包括泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾。

第一节 选题背景与选题意义

在推进资本项目货币可兑换的过程中许多发展中国家遭遇到金融危机,导致相关国家或地区的经济社会稳定受到了不同程度的影响,因此发展中国家是否应该实施资本项目货币可兑换的问题也曾引起学术界的激烈争论。然而各国放松外汇管制的行动并没有停止的迹象,这一事实说明,虽然资本项目货币可兑换增加了一国宏观经济的波动性,但相比之下他们参与国际生产链中获取的全球化生产和消费带来的福利更多。

“金砖四国”都是后发的发展中大国,20世纪90年代初开始的改革开放政策,为他们在21世纪的崛起打下了基础。针对四国经济发展的研究文献已经相当丰富,不过对四个国家经济进行比较的研究并不多,对四国资本项目货币可兑换进行系统、全面比较的研究更是罕见。这是因为21世纪以前,四国之间无论是政治、经济制度还是社会文化传统方面都有着较大的差异性,经济规模也不大,对世界经济的影响微不足道。进入21世纪以来,随着四国经济逐渐融入全球化以及快速增长,他们的发展方向越来越趋同,而且有了共同的对话平台和合作前景,其对世界经济的影响变得举足轻重。这使得他们以往走过的不同模式和经历对彼此今后的发展来讲,也就越来越有相互对照和借鉴的意义。“金砖四国”货币可兑换的经历和进度差异较大。巴西和俄罗斯虽然在实施过程中遭遇了不同程度的反复,但两国在2006—2007年间大幅度放松了外汇管制,其中俄罗斯于2006年7月1日宣布实现资本项目完全可兑换,按国际货币基金组织(IMF)2009年版《各国汇兑安排与汇兑限制》(Annual Report on Exchange Ar-

rangements and Exchange Restrictions, AREAER) 的报告内容, 俄罗斯已经实现了资本项目货币可兑换; 巴西资本项目可兑换的限制基本转化为运用间接手段; 印度有了时间表, 目标是 2011—2012 年间基本实现; 中国虽然逐步在放松资本项目外汇管制, 但没有具体时间表, 进度相对缓慢。所以其他三国资本项目货币可兑换进程、汇率政策调整情况及其效果等, 对中国资本项目货币可兑换过程中的政策选择具有较大的参考意义。

第二节 相关文献综述

一、资本项目货币可兑换

(一) 关于资本项目货币可兑换效应

文献主要集中在资本项目可兑换如何影响经济增长、宏观经济政策和金融稳定等方面的研究。

Bartolini 和 Drazen (1997) 强调了资本项目开放所具有的信号传递功能。在资本管制的情况下, 政府可以采取赤字财政政策或创造通货膨胀, 以获得更多的收入; 但是在资本项目开放的情况下, 政府如果采取以上政策, 就会导致资本外逃和货币替代, 所以他们认为, 资本项目开放具有传递政府未来经济政策走势的信号功能。

Obstfeld (1999) 通过实证研究发现, 资本项目开放对一国的经济增长和人均福利的改善有明显的促进作用。因为它能增强该国吸引国际资金的能力, 引导资金注入各种支柱产业, 并为该国的资产配置提供多种选择方式, 分散风险; 同时促进市场竞争、改善金融资源的配置效率。

Edwards (2001) 则得出, 资本账户较为开放的国家经济增长表现, 要好于对资本账户实行严格控制的国家, 但只有当一国的经济发展达到了某种程度以后, 开放资本账户才对经济增长有积极的影响。

Pepinsky (2006) 通过对亚洲金融危机期间的泰国、韩国、新加坡和马来西亚的情况进行实证研究发现, 短期内三个在危机中仍然保持资本项目开放的国家 (泰国、韩国、新加坡) 的经济复苏没有马来西亚迅速, 但长期内经济复苏比马来西亚更稳定, 由此得出资本项目应当开放、但在必要时刻政府可以选择管制的结论。

吴信如 (2006) 在黄金律稳态模型基础上运用动态最优化方法分析资本项目开放的跨期福利效应, 发现资本项目开放对于发达国家和发展中国家人均福利的不同影响。对于富裕国家, 尽管开放后资本和产出水平相对下降, 但人均消费和最大化福利高于开放前; 对于资本稀缺国家, 开放可以增加产出, 但因为外债突增, 人均福利短期内会下降, 一段时间后才逐步增加, 而且增长幅度与全要素生产率增长程度成正比。

普拉萨德等 (2004) 对 20 世纪末到 21 世纪初, 关于金融开放与经济增长间关系的研究文献及成果进行了全面的分析和总结, 得到的结论 1 是, 不同类别的资本流动对经济增长的影响不同, 股票投资和直接投资与经济增长有正相关关系。结论 2 是, 金融开放对宏观经济波动的影响表现为, 对发达国家来讲有减少产出和消费波幅的作用; 却使发展中国家产出和消费波幅增加。总结 3 是, 有“阈值效应”, 即金融开放与经济增长的关系与本国吸收能力有关, 一国吸收能力取决于其人力资本、国内金融市场深度、公共治理、宏观经济政策组合等。

以上文献从不同角度分析了资本项目货币可兑换的效应, 几