



湖北经济学院学术文库

资本控制与汇率制度选择研究

ZIBEN KONGZHI YU HUILV ZHIDU
XUANZE YANJIU

何慧刚◎著



湖北长江出版集团
湖北人民出版社



湖北经济学院学术文库

资本控制与汇率制度选择研究

何慧刚◎著

湖北长江出版集团
湖北人民出版社

鄂新登字 01 号

图书在版编目(CIP)数据

资本控制与汇率制度选择研究/何慧刚著.
武汉:湖北人民出版社,2010.9

ISBN 978 - 7 - 216 - 06451 - 4

I. 资…

II. 何…

III. ①资本结构—经济控制论—研究

②人民币(元)—汇率—货币制度—研究

IV. ①F270②F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 127662 号

资本控制与汇率制度选择研究

何慧刚 著

出版发行: 湖北长江出版集团
湖北人民出版社

地址:武汉市雄楚大街 268 号
邮编:430070

印刷:武汉贝思印务设计有限公司

经销:湖北省新华书店

开本:787 毫米×1092 毫米 1/16

印张:21

字数:365 千字

插页:1

版次:2010 年 9 月第 1 版

印次:2010 年 9 月第 1 次印刷

书号:ISBN 978 - 7 - 216 - 06451 - 4

定价:40.00 元

本社网址:<http://www.hbpp.com.cn>

总 序

说起大学，许多人都会想起教育家梅贻琦校长的名言：“所谓大学者，非谓有大楼之谓也，有大师之谓也。”大楼是一砖一瓦盖起来的，大师是如何成长起来的呢？

大师的成长，当然离不开种种主客观条件。在我看来，在诸多的因素中，一个十分重要甚至是不可或缺的就是学术思想、学术观点的充分展示与交流。纵观历史，凡学术繁荣、大师辈出时期，必有一个做学问者有可以互相炫技、彼此辩论、各显神通的大舞台。古代春秋战国时代诸子百家争鸣，离不开当时的客卿、门客制度，为不同的观点、流派彼此公开竞争并得到君主的采纳搭建了平台；学者阿英在论及晚清以来中国新思想、新艺术的繁荣时，列举了三条原因，其中的第一条原因“当然是由于印刷事业的发达，没有前此那样刻书的困难；由于新闻事业的发达，在应用上需要多量的产生”。北京大学之所以能成为中国新思想新文化的发源地，社团与杂志在其中发挥了巨大作用：1918年，《北京大学月报》成为中国最早的大学学报，加之《新青年》、新潮社等杂志、社团为师生搭建了一个有声有色的大舞台，开启了自己近一个世纪的辉煌。国外名牌大学的发展，无不伴随着一次又一次思想的激烈交锋、学术的充分争鸣，并且这些交锋和争鸣的成果都得到了最好的展示与传播，没有这些交锋与争鸣，就没有古老的牛津、剑桥，也没有现代的斯坦福、伯克利。近代以来的印刷技术、新的出版机制、文化传播业的发达，为新的思想、学术之间彼此的炫技和斗法提供了可能的舞台：伟大的舞台造就了伟大的演员。

在现代的大学中，如果说大楼是基础、大师是灵魂，那么大舞台就应该是机制——它意味着研究冲动的促动、言说欲念的激发、交流碰撞的实现。在这样的机制中，精神、灵魂得到孕育！思想、学术实现成长！大学本身就应该成为一个众声喧哗的大舞台，一个为大师成长提供基础和机制的场所。因此，大学出版自己的学术文库，运用现代传媒、现代出版为自己的教师提供思想碰撞、学术交流的平台，其意义绝不仅限于资金的支持和个人成果的发表，它的意义更在于通过这种方式营造学术氛围、彰显学术精神，在学校

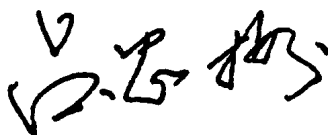
形成言说、表达、交流的习惯和风尚，激励教师为了“台上一分钟”，做好“台下十年功”，凝聚大学理念、大学精神、大学风格。

湖北经济学院是一所年轻的大学，湖北经济学院的教师大多都还年轻，正逢为一所初创不久的大学承担奠基、开拓之责的难得人生机遇。我们中还没有大师，或者说在我们这里产生大师还有很长的路要走。然而，这并不等于我们不期待大师的产生，更不意味着我们不去为大师的成长做出努力、不去为大师的产生构筑平台。大师的成长是大学成长的永恒动力，对学术的追求是大学能够逾千年而长青的不竭源泉。现在，我们的平台也许还不够高，还不够大，但我们坚信：这个小平台也许就是未来大师的第一次亮相！因此，我们在这里鼓励每个人以充分的自信发出自己的声音，可以在众声喧哗中更加大声喧哗，在交流与碰撞中实现批判、被批判与自我批判，能够在这个平台上得到成长，收获乐趣，实现价值！

“湖北经济学院学术文库”就是这样一个为大师成长搭建的交流与对话的平台。每一本著作，都是我们的教师在各自学术领域中富有心得而最想表达的内容——他们渴望得到承认，也不怕获得批评；他们充满自信地言说，也将谦虚自谨地倾听。

愿“湖北经济学院学术文库”和湖北经济学院一同成长，愿它能成为一个大师初成的舞台，从中诞生出不朽的学术和永恒的大学精神！

湖北经济学院院长：



2009 年 8 月

目 录

内容摘要	1
Abstract	4
绪 论	8
第一章 资本控制理论	23
第一节 资本流动理论	23
一、资本流动的动因分析	23
二、资本流动的经济效应分析	27
第二节 资本控制理论	38
一、有关资本控制机理的不同论点	38
二、资本控制的理论依据	39
三、资本控制的类型和手段	46
四、资本项目自由化	50
五、资本控制与资本项目自由化的关系	55
第三节 资本控制的成本与收益分析	56
一、资本控制的成本与收益——基于汇率和总产出变动视角的 分析	56
二、资本控制的成本与收益——基于产出一通胀权衡视角 的分析	63
三、资本控制对经济调整成本的影响小结	67
第二章 汇率制度选择理论	69
第一节 汇率制度的分类及发展趋势	69

一、汇率制度的分类	69
二、世界各国汇率制度发展趋势和特点	75
三、汇率制度选择理论的发展脉络	76
第二节 汇率制度的经济绩效	86
一、汇率制度选择的经济标准	86
二、IMF 对汇率制度选择的建议	89
三、汇率制度的经济绩效	90
第三节 资本流动、汇率制度和货币危机	105
一、资本流动与汇率制度	105
二、资本流动与货币危机	111
三、汇率制度与货币危机	128
第三章 资本控制与汇率制度的理论研究	130
第一节 资本控制与汇率制度——基于经济冲击视角的分析	130
一、Mundell-Flemming 模型的理论框架	130
二、浮动汇率制下金融冲击与实际冲击的分析	132
三、固定汇率制下金融冲击与实际冲击的分析	134
四、浮动汇率制与固定汇率制在不同冲击下的比较分析	136
第二节 资本控制与汇率制度配合模式	143
一、实际冲击时资本控制与汇率制度配合	143
二、金融冲击时资本控制与汇率制度配合	147
第三节 汇率制度选择中的资本控制决策	152
一、产出和通胀的基本决定	154
二、决定不引用资本控制后的结果	154
三、引用资本控制后的结果	155
四、资本控制的政府决策	156
第四章 我国资本控制有效性的实证分析	157
第一节 我国资本控制强度的测度	157

一、资本控制强度的测度研究·····	157
二、我国资本控制强度的测度·····	165
三、我国资本控制的现状·····	176
第二节 我国资本控制有效性的目标和评价标准·····	179
一、我国资本控制的目标·····	179
二、我国资本控制有效性的评价标准·····	181
第三节 我国资本控制有效性研究·····	182
一、资本控制有效性研究述评·····	182
二、资本控制有效性的分析方法·····	185
三、我国资本控制的有效性——基于资本控制目标的实证分析 ····	187
四、我国资本控制有效性——基于 F-H 模型的实证分析 ·····	202
五、结论和启示·····	207
第五章 放松资本控制与人民币汇率制度 ·····	209
第一节 我国放松资本控制的改革选择·····	209
一、放松资本控制的内在动因·····	209
二、我国放松资本控制的前提条件分析·····	213
三、放松资本控制的路径选择·····	218
第二节 放松资本控制与利率—汇率联动协调联动机制·····	225
一、资本流动、利率、汇率联动协调关系·····	226
二、利率—汇率联动协调机制的模型·····	229
三、我国利率—汇率联动协调机制的现实检验·····	236
四、人民币利率—汇率联动协调机制——基于 M-F-D 模型的实 证分析·····	240
五、我国偏离 M-F-D 模型的原因分析 ·····	246
六、利率—汇率联动协调模型的修正·····	248
七、加强人民币利率—汇率的联动协调机制的对策·····	249
第三节 放松资本控制、汇率制度弹性化与人民币国际化·····	252
一、资本项目自由化、汇率制度与人民币国际化·····	252

二、人民币国际化的模式选择和路径安排·····	260
第四节 放松资本控制与外汇冲销干预有效性·····	271
一、中央银行冲销干预有效性的理论分析·····	271
二、我国中央银行冲销干预实践及其特点分析·····	275
三、我国中央银行冲销干预的效应和可持续性分析·····	282
四、我国外汇储备、冲销干预与货币政策独立性分析·····	288
五、增强央行冲销干预效力和提高货币政策独立性的政策建议 ···	293
第五节 放松资本控制与人民币汇率制度弹性化·····	298
一、人民币汇率制度的运行效果·····	298
二、资本控制对人民币汇率制度弹性化改革的影响·····	302
三、资本控制与人民币汇率制度弹性化改革的协调模型·····	303
四、放松资本控制进程中的人民币汇率制度弹性化改革模式选择 和路径安排·····	305
参考文献 ·····	314
后 记 ·····	329

内 容 摘 要

20 世纪 60—70 年代, 国际资本流动飞速发展, 摧毁了以固定汇率制为特征的布雷顿森林体系, 引发了全球性的汇率制度改革; 动摇了以封闭管理为特征的国际收支调节, 促进了国际性的资本项目开放。资本控制和汇率制度是开放经济面临的两个重要的宏观制度选择。不同程度的资本控制和不同弹性的汇率制度有多种不同的配合形式, 不同程度的资本控制会对汇率制度选择有不同影响, 不同弹性的汇率制度对资本控制安排也具有不同作用。不同的配合形式使开放经济经受各种冲击的能力大不一样, 经济体系的稳定程度也就有所差别。

传统的研究将资本控制和汇率制度分开进行, 这样容易忽略两者之间的内在联系, 以及两者的协调问题, 而且大都是从静态角度展开的, 没有考虑到汇率制度与资本控制的动态协调, 同时, 也没有仔细讨论资本控制对汇率制度运行的影响渠道, 因此, 在系统性、动态性与综合性等方面显得不足, 理论与实证研究更显得滞后。

目前, 国际资本在我国的流动加大, 而且我国加入 WTO 后带来了贸易和投资根本性的变化, 如何进行进一步的汇率制度改革和资本项目开放, 建立资本控制和汇率制度协调机制是我国面临的重大课题。本书的研究将资本控制和汇率制度结合起来, 建立资本控制与汇率制度的协调模型, 研究两者之间的协调机制, 并提出政策建议, 具有重大的理论和现实意义。

本书的研究将资本控制和汇率制度结合起来, 即研究资本控制时考虑汇率制度的影响, 研究汇率制度时考虑资本控制的作用, 从理论、实证和对策三个层面上, 研究资本控制和汇率制度之间的内在联系和相互作用效应, 探寻资本控制和汇率制度协调的最优政策设计。

首先研究资本控制和汇率制度理论, 以构建该研究的理论体系; 然后分析资本控制与汇率制度的不同配合模式; 再对我国资本控制有效性进行分析, 认为我国资本控制有效性不断减弱, 放松资本控制是资本流动的内在要求和必然趋势; 最后, 提出我国资本控制和汇率制度协调的对策, 包括建立资本控制和汇率制度协调模型, 放松资本控制进程中的汇率制度选择, 提高

放松资本控制进程中利率—汇率联动协调机制效力，提高放松资本控制进程中冲销干预有效性和货币政策独立性。研究分五个部分进行。

第一部分是资本流动理论。第一，资本流动理论，主要研究资本流动的动因和资本流动的经济效应。第二，资本控制理论，主要研究有关资本控制机理的不同论点；资本控制的理论依据；资本控制的类型和手段；资本项目自由化；资本控制与资本项目自由化的关系。第三，资本控制的成本与收益分析，主要从汇率和总产出变动视角和产出一通胀权衡视角进行分析。

第二部分是研究汇率制度选择理论。第一，汇率制度的分类及发展趋势。第二，汇率制度的经济绩效，首先研究汇率制度选择的经济标准；其次论述 IMF 对汇率制度选择的建议；最后研究汇率制度的经济绩效。第三，资本流动、汇率制度和货币危机。

第三部分是资本控制与汇率制度的理论研究。第一，资本控制与汇率制度——基于 M-F 模型的分析，主要研究 M-F 模型的理论框架；浮动汇率制下金融冲击与实际冲击的分析；固定汇率制下金融冲击与实际冲击分析；浮动汇率制与固定汇率制在不同冲击下的比较分析。第二，资本控制与汇率制度配合模式，首先研究实际冲击时的配合模式，包括资本控制与固定汇率制的配合、资本项目开放与固定汇率制的配合、资本控制与浮动汇率制的配合和资本项目开放与浮动汇率制的配合等；其次研究金融冲击时的配合模式，包括资本控制与固定汇率制的配合、资本开放与固定汇率制的配合、资本控制与浮动汇率制的配合和资本项目开放与浮动汇率制的配合。第三，汇率制度选择中的资本控制决策。主要研究产出和通胀的基本决定；决定不引用资本控制后的结果；引用资本控制后的结果；资本控制的政府决策。

第四部分是我国资本控制有效性的实证分析。第一，我国资本控制强度的测度研究，主要研究资本控制强度的测度研究和我国资本控制强度的测度。第二，我国资本控制有效性的目标和评价标准。第三，我国资本控制有效性的实证分析，首先是基于资本控制目标的实证分析；其次是基于 F-H 模型的实证分析。

第五部分是放松资本控制与人民币汇率制度。第一，我国放松资本控制的改革选择，包括放松资本控制的内在动因；我国放松资本控制的前提条件分析和放松资本控制的路径选择。第二，放松资本控制与利率—汇率联动协调联动机制，主要研究资本流动、利率、汇率联动协调关系；利率—汇率联动协调机制的模型；我国利率—汇率联动协调机制的现实检验；人民币利率—汇率联动协调机制——基于 M-F-D 模型的实证分析；我国偏离 M-F-D 模

型的原因分析；利率—汇率联动协调模型的修正；加强人民币利率—汇率的联动协调机制的对策。第三，放松资本控制、汇率制度弹性化与人民币国际化，主要研究资本项目自由化、汇率制度与人民币国际化；人民币国际化的模式选择和路径安排。第四，放松资本控制与外汇冲销干预有效性；第五，放松资本控制与人民币汇率制度选择，主要研究人民币汇率制度的运行效果、资本控制与人民币汇率制度弹性化改革的协调模型和放松资本控制进程中汇率制度弹性化改革。

关键词：资本控制；汇率制度；资本控制与汇率制度协调；利率—汇率协调机制；冲销干预

Abstract

In the 1960s-1970s, international capital flows increased rapidly, toppling the Breton Woods System characterized by fixed exchange rate regime, igniting a global exchange rate regime reform; changing the balance of payments adjustment characterized by closed management, and promoting international capital account liberalization. In open economy, capital controls and exchange rate regime are the two important macroeconomic regime choices. There exist different combinations of capital controls of different intensity and exchange rate regimes of different flexibility. Capital controls of different intensity have different influences on exchange rate regime choice, and exchange rate regimes of different flexibility have different effects on capital controls. Different combinations have led to different effects on the economy's ability to withstand shocks and stability of the economy system.

Traditional research studied capital controls and exchange rate regimes independently, ignoring the intrinsic link and coordination between them. Researches were carried out statically, without consideration of dynamic coordination between exchange rate regimes and capital controls, and with no discussion about the channels of capital controls exerting influence on exchange rate regimes. Therefore, the systematic, dynamic and comprehensive studies are scarce, so theoretical and empirical studies lag behind.

Presently, international capital flows in China are increasing rapidly, and China's accession to the WTO brings about fundamental changes of trade and investment. How to deepen the exchange rate regime reforms and capital account liberalization and establish coordination mechanism of capital controls and exchange rate regime is a big issue for China. The research in this academic book combines capital controls and exchange rate regime together, setting a coordination model of capital controls and exchange rate regimes, studying the coordination mechanism and putting forward policy suggestions, which is of great theoretical and policy significance.

The research combines capital controls and exchange rate regimes, that is, studying capital controls with consideration of exchange rate regime, and studying exchange rate regimes with consideration of capital controls. On theoretical, empirical and strategic levels, the research studies the intrinsic link and interactive effects between capital controls and exchange rate regimes, exploring optimal policy strategies for capital controls and exchange rate regimes.

Firstly, this research studies the theories of capital controls and exchange rate regimes in order to construct theoretical system of the research. Secondly, it analyzes various cooperative models of capital controls and exchange rate regimes. Thirdly, it analyzes the effectiveness of China's capital controls, assuming that the effectiveness of China's capital controls is continuously decreasing and loosening capital controls is the intrinsic requirement of capital flows, and it is an inevitable trend. Lastly, the research proposes strategies to coordinate the capital controls and exchange rate regimes, including establishing a model to coordinate capital controls and exchange rate regimes; the choice of exchange rate regimes in the process of loosening capital controls; improving the effectiveness of interest rate and exchange rate coordinative mechanisms while loosening capital controls, and improving the effectiveness of offsetting intervention and independence of monetary policy. This research consists of five parts.

The first part analyzes the theory of international capital flows. Firstly, it mainly discusses microeconomic reasons and economic effects of international capital flows. Secondly, it analyses capital controls theory, including different theories about capital controls motives; theoretical foundations of capital controls; types and measures of capital controls; capital account liberalization; relationship between capital controls and capital account liberalization. Thirdly, it discusses the costs and benefits of capital controls, first from the perspectives of fluctuation of exchange rate and output, then from the perspective of output-inflation tradeoff.

The second part makes comments on theories of exchange rate regime choices. Firstly, it discusses classification and development trend of exchange rate regimes. Secondly, it analyses economic performance of exchange rate regimes, including economic criterion of exchange rate regime choice; IMF's proposals on exchange rate regime choice and economic performance of exchange rate regimes. Thirdly, it analyzes the relationship between capital flows, currency crisis and exchange rate re-

gimes.

The third part explores theoretically coordination of capital controls and exchange rate regimes. Firstly, it analyses capital controls and exchange rate regimes from the angle of M-F Model, including the theoretical framework of M-F Model; financial shock and real shock under floating exchange rate regime; financial shock and real shock under fixed exchange rate regime, and comparative analysis on floating exchange rate regime and fixed exchange rate regimes under different shocks. Secondly, it studies coordination modes of capital controls and exchange rate regimes, including coordination modes under real shock and financial shocks. Thirdly, it discusses capital controls in exchange rate regime choice, including determination of output and inflation; economic effects without capital controls; economic effects with capital controls; and finally government decision of capital controls.

The fourth part makes researches into the effectiveness of capital controls empirically in China. Firstly, it studies the measure of China's capital controls intensity, including the measures of capital controls and the measures of capital controls in China. Secondly, it analyses the effectiveness of China's capital controls, including the situation of capital controls in China; the goals and criterion of capital controls; and China's capital controls effectiveness from the perspectives of capital controls' goals and F-H Model.

The fifth part probes into the issue of relaxing capital controls in China and RMB exchange rate regime. Firstly, it discusses the reforms of relaxing capital controls, including the motives, the premises and the path choice of relaxing capital controls in China. Secondly, it studies relaxing capital controls and interest rate-exchange rate coordination mechanism, including the relationship between capital controls, interest rate-exchange rate; the model of interest rate-exchange rate coordination mechanism; the realistic testimony and empirical studies of RMB interest rate-exchange rate mechanism, etc. Thirdly, it explores relaxing capital controls, exchange rate regime flexibility and RMB internationalization. Fourthly, it discusses relaxing capital controls and sterilized intervention of the central bank. Fifthly, it analyses relaxing capital controls and RMB exchange rate regimes, including the operation effects of RMB exchange rate regime; the coordination model of capital controls and RMB exchange rate regime reform; the mode selection and

specific path for RMB exchange rate regime reform.

Keywords: Capital Controls; Exchange Rate Regimes; Coordination of Capital Controls and Exchange Rate Regimes; Interest Rate-Exchange Rate Coordination Mechanism; Sterilized Intervention

绪 论

一、研究背景和意义

(一) 选题背景

20 世纪 60—70 年代, 国际资本流动飞速发展, 摧毁了以固定汇率制为特征的布雷顿森林体系, 引发了全球性的汇率制度改革; 动摇了以封闭管理为特征的国际收支调节, 促进了国际性的资本项目开放。资本控制和汇率制度是开放经济面临的两个重要的宏观制度选择。不同程度的资本控制和不同弹性的汇率制度有多种不同的配合形式, 不同程度的资本控制会对汇率制度选择有不同影响, 不同弹性的汇率制度对资本控制安排也具有不同作用。不同的配合形式使开放经济经受各种冲击的能力大不一样, 经济体系的稳定程度也就有所差别。

传统的研究将资本控制和汇率制度分开进行, 这样容易忽略了两者之间的内在联系, 以及两者的协调问题, 而且大都是从静态角度展开的, 没有考虑到汇率制度改革与资本项目安排的动态协调, 同时, 也没有仔细讨论资本控制安排对汇率制度运行的影响渠道, 因此, 在系统性、动态性与综合性等方面显得不足, 理论与实证研究更显得滞后。

中国资本控制效力降低是一个难以避免的趋势。首先, 自 20 世纪 90 年代中期以来中国国际收支一直处于双顺差状态, 从长期来看这种外部失衡的国际收支状态具有不可持续性, 国际资本不大可能持续大规模流入, 未来某一时刻可能出现反转, 2008 年底短期资本的流动逆转迹象已开始显现; 其次, 受风险收益原则驱动的微观主体的资产替代和资产组合行为日益明显和便捷, 资本管制的难度和成本将越来越大。尤其是我国加入 WTO 以后, 贸易和投资根本性的变化。WTO 扩大了中国企业的外贸经营权, 这使更多企业能通过经常项目渠道来逃避资本控制, WTO 扩大了跨国公司在华的经营领域, 这使通过价格转移逃避资本控制变得更为便利, WTO 加强了中国与世界的金融联系, 这降低了逃避资本控制的直接汇兑成本。因此, 如何进行进一步的汇率制度弹性化改革和放松资本控制, 建立资本控制和汇率制度