



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2006 年第 18 期(总第 130 期)

2006 年 5 月 28 日

## 国际货币体系演变及其背景（下）<sup>\*</sup>

中国银监会 宋李健

### 二、布雷顿森林体系解体后国际经济的运行情况

布雷顿森林体系解体以后，直到现在没有产生新的国际货币体系的安排。发达国家之间的汇率制度是围绕购买力平价波动的浮动汇率制度，这种制度安排不再依靠政府之间的协议实现，而是通过成熟外汇市场的套利机制实现。但发展中国家的汇率安排多数选择了盯住美元或货币篮子，这与发展中国家没有发达的外汇市场有很大关系。没有发达的外汇市场就没有可靠的机制保证汇率围绕购买力平价波动，

---

<sup>\*</sup>本文系宋李健博士 5 月 17 日在金融所主办的第 98 期《金融论坛》上的演讲。

这是问题的一个方面；另外一方面则是发展中国家的“崛起战略”。本部分内容就从发展中国家的崛起开始阐述。

## 1. 亚洲、拉美经济的崛起

从 20 世纪 70 年代开始，一些发展中国家发现，它生产的工业品在国际竞争中有优势了，能卖得出去了，这些国家开始向世界供应衬衫、钮扣等一些附加值比较低的工业产品。发展中国家突然具有的这些比较优势来源于哪里很难讲清楚，也不是我们此次的论题；总之，经济全球化在 70 年代开始了。发展中国家利用国际贸易的收入进一步改善了本国的经济环境和投资环境，生产资本开始向发展中国家转移，亚洲和拉美的经济进入起飞阶段。

### (1) 发展中国家崛起的共同特点

一是这些国家的经济增长率之高是前所未有的。二是政府干预在经济起飞中起到非常重要的作用。三是生产率的提高不是很明显。发展中国家经济起飞的这三个特点之间是有联系的。增长速度如此之快，是因为发展中国家有模仿的对象，可以很快地引进发达国家的生产模式扩大生产规模，迅速实现向工业化的转型。在模仿过程中，政府是有优势的。政府可以组织大规模的考察，学习国外的先进经验，私人资本很难做到这一点的。所以政府干预在经济起飞过程中发挥了巨大作用。

然而，政府干预在带动经济迅速增长的同时，但却对生产率带来负面的影响。生产率是产出增长高于投入增长的部分，创新才是生产率提高的真正源泉。而政府干预降低了一个经济体的创新能力。

### (2) 亚洲经济和拉美经济的不同

新兴市场国家集中在亚洲和拉美，但这两个地区的经济有不同的特点，这些特点也决定了它们各自不同的命运。

储蓄率：亚洲各国的储蓄水平保持在 30%~40%左右，而拉美国家在 20%左右，这导致亚洲的投资主要依靠本国储蓄提供，而拉美国

家存在储蓄缺口，需要外资弥补。

发展战略：亚洲各国多采用出口导向型发展战略，鼓励国内企业参与国际竞争；拉美国家则主要采用进口替代发展战略，国内部门少有国际竞争的经验。

利用外资形式：亚洲各国倾向于使用 FDI 形式引资；拉美国家倾向于使用外债。

严重依赖国际资本（而且是流动性强的外债）和国内部门的脆弱性是拉美国家经济波动频繁（80 年代的债务危机、90 年代的金融危机）的主要原因。与此形成对比的是亚洲经济的持续发展。即使在经受 1997 年和 1998 年严重的金融危机后，亚洲各国经济也很快回归到稳定增长之路上。因此，尽管亚洲和拉美都是作为新兴市场国家登上世界经济舞台的，但进入 21 世纪后，亚洲已经成为一支独立的经济力量，而拉美似乎还停留在美国的附庸位置上。

## 2. 21 世纪的经济力量与国际货币体系均衡

进入 21 世纪后，世界经济大的格局可以划分为三部分：美国、欧洲和亚洲。我们主要从国际资本流动的角度考察这三部分经济体之间的关系。

在这部分内容的开始，我们已经介绍了美国与欧洲的货币安排方式——围绕购买力平价的浮动汇率制度，这种制度安排能够保证美国与欧洲之间国际收支的长期平衡。因此，我们不打算过多讨论美国与欧洲的问题，事实上，我们从金本位开始一直到布雷顿森林体系就一直在讨论美国与欧洲的汇率安排问题，经过几百年的不断试验，这种以购买力平价为核心的浮动汇率制度战胜了其它各种汇率安排，为世界经济的平稳运行发挥作用。

目前，亚洲与美国、欧洲（我们将后面的讨论中把美国与欧洲看作一个整体）之间存在规模巨大的失衡现象。主要表现是，美国经常账户赤字庞大、债务增长迅速，而日本、中国和亚洲其他主要新兴市

场国家对美国持有大量贸易盈余。那么，原因何在呢？

通过对历史的回顾，问题的答案已经显现，那就是亚洲在经济崛起过程中采用的出口导向型战略。这种战略导致其国内经济布局严重依赖全球市场。在储蓄率很高的亚洲国家，国内消费市场远远落后于其生产能力，出口一旦滑坡就会引发经济衰退，这已经成为亚洲国家普遍的心病。亚洲国家是典型的竞争性国家，他们生产的产品结构相对类似，供应的市场也有很大的雷同，为了保持本国产品的竞争能力，没有那个国家希望本国的货币升值。这种心理导致各国干预汇率的动机十足，而在干预过程中，亚洲国家积累了大量外汇储备。这是失衡的一方——亚洲的情况。

我们再看失衡另一方的情况，主要是美国。到目前为止，美国容忍了亚洲国家对自己的巨幅贸易赤字，尽管这的确意味着工作岗位的流失。但美国同样从中获益，美国人通过美元对亚洲货币的高估，提高了美国消费者的生活水平。同时，巨幅的贸易赤字被亚洲国家的货币当局持有，他们通过购买美国国债，使这部分资金重新回流到美国。美国即便希望通过贬值挽回流失的工作岗位，也存在投鼠忌器的考虑：一旦亚洲国家集体抛售美国国债，将使美国利率水平迅速上升，这可能会引发一系列不可确知的冲击。

有人提议亚洲国家向浮动汇率转型，这种提议短期内看来还难以成行。首先，浮动汇率安排需要发达的外汇市场，通过套利机制使汇率不断回归购买力平价。在亚洲国家，经过长期的政府干预，市场信号早已偏离了供求的均衡点，谁知道在这个价格扭曲的市场会把浮动汇率安排带到哪儿去呢。其次，实行浮动汇率需要亚洲国家的集体行动，否则没有那个国家甘愿冒着衰退的危险单独行动。然而在目前的协调机制下，亚洲国家集体行动的可能性不大。

尽管各方都有维持目前失衡状态的动力和手段，但是如果失衡的规模进一步扩大又会怎样呢？有关各方还有能力继续调整本国的经

济来适应失衡的扩大吗？这些问题还没有答案，我们对此需要进一步深入研究。

### 附录 1：美国金融自由化

美国在 20 世纪 30 年代金融危机后，一直实行严格的金融管制。金融自由化出现在 70 年代。受石油冲击以及越战赤字的影响，美国在 70 年代末出现两位数的通货膨胀，它逼迫金融机构必须金融创新，因为存款利率已经低于通货膨胀了，实际利率已经成为负值。

金融创新从 70 年代中期出现了，证券公司推出货币市场基金（MMF），它不受 Q 条款存款利率上限的限制，该产品推出后，银行资金大量流向证券公司。在这时出现第一批金融机构倒闭浪潮，主要原因是在资金转移过程中，部分银行的流动性出了问题。银行面对竞争也不断开发新的金融产品，如 NOW 账户（Negotiable Order of Withdrawal）等，因为它不叫存款了，所以它也突破了 Q 条款的限制。这个时候银行的监管机构已经是睁一眼闭一只眼了，因为他看到银行大规模倒闭，所以就不敢再管了。美国的金融自由化完全是创新导致的自由化。

金融自由化导致了大规模的金融机构的倒闭，除刚刚提到的流动性问题引发的倒闭外，金融自由化还导致利率水平上升，特别是实际利率水平在迅速上升，利率上升则导致美国储蓄机构的大规模破产。

80 年代的美国储蓄机构，主要经营的是固定收益的住房抵押贷款。而它资金来源——存款的利率是随市场利率浮动的。利率水平上升导致储蓄机构的资金缺口扩大，最终因资不抵债而倒闭。1988 年有 205 家金融机构倒闭，占美国加盟联邦保险体系家数的 7%，这个比率已经接近了 1932 年金融危机时的倒闭率（1932 年为 7.8%，1933 年为 28.3%）。但美国的情况并没有向 30 年代那样进一步恶化。事后来看，政府的救助起到了关键性作用<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup>20 世纪 30 年代的金融危机，很大程度是由于“羊群效应”造成的，很多经营很好的金融机构被金融恐慌所击倒，历史再次证明，政府救助是防止恐慌蔓延的有效手段。

尽管如此，大规模的金融机构倒闭依然造成 80 年代后期的经济萧条。

## **附录 2：日本经济泡沫的形成与破灭**

日本泡沫经济的形成过程共分为三个阶段。

第一阶段：日本的经济泡沫产生阶段（1983 年~1987 年）。经济泡沫的产生和日本金融自由化有很大关系。但是日本的金融自由化美国不一样，主要受外部压力的影响。80 年代美国里根政府推行的是高利率政策，贸易赤字很大。美国宣传把日本的金融管制看作赤字的根源以减轻国内舆论压力。在美国的逼迫下，1984 年日本开放了资本项目。1985 年广场协议以后，日元迅速升值。

日本同样是采用出口导向型发展战略的国家，日元升值影响到整个战略的实施，日本政府非常不希望看到日元的快速升值，所以当时日本政府就频繁地干预外汇市场。干预的手段就是不断购入美元，在这个过程中投放了大量日元，造成市场流动性过剩，压低了国内的利率水平，跟我们现在的情况很像。在一个市场化国家，利率水平降低后，存量资产的价格必然要上升，因为资产的价格就是收益资本化，利率下降得越快，资产价格上升的就越快。这个时候日本的股价、地价迅速上升，这是事情的一方面。

另一方面，在日元升值的过程中，日本放松了对金融机构对外投资的管制。1986 年日本政府允许金融机构进行国外投资，类似于我们刚刚公布的商业银行境外理财，这种开放本无可非议，但是开放没有遵循循序渐进的原则，开放的规模很大。这些金融机构几乎同时到国外去投资了，1986 年日本金融机构的海外投资余额比 1985 年几乎上升了一倍，从 6000 多亿日元上升到 1.1 万亿日元。这么大规模的购买一下子把国外的资产价格抬起来了，所以当年国外投资的收益率还是非常高的。尽管当年日元大幅升值，但是国外资产价格的上升幅度超过了日元的升值幅度，总体算下来还是盈利的。这就是日元升值

的过程中日本金融机构是如何积累大量的对外债权的过程，这些对外债权在经济泡沫破灭时进一步放大了萧条的影响。

第二阶段：日本的经济泡沫膨胀阶段（1987年~1989年）。在1987年的时候，日本经济泡沫已经非常明显了。这个时候有一个机会刺破泡沫，但是当局害怕泡沫破灭的短期阵痛，而丧失了这次机会。

1987年，美国的贸易赤字进一步扩大。持有大量美元债权的日本投资者非常担心美元的贬值，这种担心很快导致行动，日本人开始大量抛出持有的美国债权，主要是美国国债。受此影响，美国国债价格走低，导致利率迅速上升，达到了10%左右。这个时候股票的收益率也就在2%~3%之间（为了应当80年代末期的萧条，美国政府已经调低了国内利率）。债市与股市之间形成巨大的套利空间，这直接导致了1987年美国股市暴跌。很快，东京股市也被波及，东京股票市场的帐面损失在4800亿美元左右。与此同时，受抛售美国债权的影响，日元再次出现大幅升值。所以这个时候日本机构面临三重压力，一个是外币价格在下跌，一个是本国的资产在下跌，还有一个是对外债权价格在下跌，这造成日本企业的严重亏损，特别是重仓持有外币债权的金融机构。

到1988年披露1987年年报的时候，大面积的亏损就会浮出水面，看起来泡沫的破灭时机已经到来。然而，大藏省推出了救市政策，允许亏损严重的机构不使用成本与市价孰低法原则披露经营成果，这样金融机构就可以把亏损掩盖掉。

危机被掩盖后，日本市场的投机行为更加活跃了。银行企业之间的相互持股行为，权益融资手段（认股权证、附权债券等），派生出大量流动性，这个时候日本实体经济的增长已经放缓，好的投资项目非常稀缺，只能继续炒作价值已经很高的房产和股票，在这个时期推出的“买空机制”进一步推波助澜。所以在1988年到1989年是日本经济泡沫的膨胀时期。

第三阶段：泡沫的崩溃（1990年）。泡沫崩溃发生在1990年，到10月份的时候，东京股指从近4万点的峰值已经跌破2万点。日本经济泡沫破灭的影响大家都很清楚，金融机构的大量不良资产主要是泡沫破灭后产生的，这成为日本经济复苏的最大包袱。

此外，在这个时期，我们发现金融市场的联动性。1990年3月13日、30日和4月2日，东京市场曾经三次出现了“三重下跌”，所谓三重下跌，就是日元贬值、股票下跌、债券下跌，这意味着资金从股票、债券市场撤离后，没有留在日本本国，而是转移出去了。在日本出现“三重下跌”的同时，对应的是法兰克福市场的“三重上扬”，这就代表着有大量资金从日本转到欧洲去了。转移的原因是什么？我想应当是德国的重建，就是在90年代初期的时候，柏林墙拆除后的德国需要大量重建资金。

我们在这里要说明的是，从这个时候开始，已经形成了规模巨大的国际流动资本。而且这类流动资本往往同日本有这样或那样的关系，因为日本国内利率很低，他们开始到国际市场上寻找投资机会。国际流动资本对90年代的国际经济产生很大影响，无论在墨西哥金融危机，还是东南亚危机中，都能看到它的身影。

### **附录3：国际资本流动与20世纪90年代的金融危机**

20世纪90年代初期，美国、日本等发达国家均处于经济衰退中，政府为刺激经济普遍采用低利率政策，这个时期就产生了在全球范围寻找投资机会的国际流动资本。据估算，1991年国际流动资本在400亿美元左右，到97年扩大到2560亿美元。其中，大家关注很多的就是对冲基金，对冲基金是利用买空机制扩大资金调度能力的高杠杆基金。

从历史上来看，对冲基金第一次引起世人关注是在1992年的欧洲货币危机中，东南亚金融危机的时候它最为风光，但到1998年基本上是全军覆没了。对冲基金的滑铁卢是俄罗斯，当时俄罗斯为吸引

国际资本的流入，把利率水平提升到 150%。尽管对冲基金同样预计卢布早晚会上贬值，但它赌博汇率不会下跌 150%。但实际情况出乎对冲基金的预料，卢布的价值只剩下几分之一。对冲基金的损失非常惨重，甚至在美国、日本等国家引发恐慌。对冲资金需要变现持有的资产去偿还债务，然而它们持有的资产往往是流动性比较低的资产，大量卖盘压低市场价格，导致整个金融市场的紊乱。这个时候美联储出手了，救助了其中亏损最严重的“长期资本管理公司”，遏止了恐慌的蔓延，但对冲基金从此就销声匿迹了。

90 年代新兴市场国家的金融危机是从墨西哥开始的，1994 年墨西哥金融危机与国际流动资金有很大关系。1990 年墨西哥加入了北美贸易区，国际资本看好其经济而大量涌入。1994 年 12 月 19 日，墨西哥爆发农民起义，外国投资者撤出了 30 亿美元资本。这个时候官方储备已经很低了，墨西哥政府主动宣布扩大比索浮动范围，导致比索贬值，引发进一步的资本外逃，形成危机。

从墨西哥撤离出来的资金很大一部分转移到泰国，引发泰国一系列的连锁反应。

外资流入→本币投放增加→资产存量价格上涨→财富效用消费增加→贸易赤字→本币贬值压力→危机爆发

泰国危机以后，对冲基金观察到马来西亚、印尼等东南亚国家与泰国的经济结构比较相似，他们就开始沽空这些东南亚货币，冲击东南亚国家的汇率体系，后来又转战到香港，但最终在俄罗斯那儿亏掉了。

应当讲，90 年代的金融危机与其说是这些国家的经济本身出了问题，不如说是国际流动资本的无序流动引发的更为准确。进入 21 世纪已经 6 年了，新兴市场国家没有再爆发过大规模的金融危机。一方面，新兴市场国家积累了对付国际流动资本的经验；另一方面，发达国家国内的利率水平已经回升，随着国内投资机会的增加，国际流动资本的规模有了减少的迹象。（全文完）

## 本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊已于 2006 年发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

---

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn