学校的理想装备

电子图书·学校专集

校园网上的最佳资源

国际金融新编

BOOK

内部资料 非卖品

前言

本教材旨在为从事国际金融理论、政策和实务工作的同志提供一个比较有系统、有力度、且又相对简洁明了的国际金融宏观背景知识。国际金融学，也可称为开放宏观经济学，它的萌芽可追溯到二百多年前。它是在国际贸易学的基础上产生的。但作为一门独立的学科，它形成于本世纪 60 年代。第二次世界大战以后，生产和资本国际化迅速发展，与之相适应，国家之间的货币金融关系也日益发展。在此情况下，产生出日益增多的独立于国际贸易学的国际货币金融问题，国际金融遂发展成为一门相对独立的有系统的学科。

国际金融学的研究对象

首先，国际金融学是研究国与国之间的货币关系的。对外经济交往必然涉及货币的国际运动。外国货币的收入、外国货币的支出、外国货币收支差额和本国货币涉外收支差额的形成原因及其对经济的影响、以及调节办法，是国际金融学的一大研究对象。

其次，两种不同货币发生关系，必然要涉及到它们之间的相互兑换问题以及兑换的比价问题。比价的确定、比价的调整、比价高低对本国经济的影响等等，是国际金融学研究的第二个对象。

第三，国际经济往来的加强，要求有一种“世界”货币，来媒介世界贸易和经济的发展。世界货币的作用是什么，成为世界货币的条件是什么，世界货币的来源和运动规则是什么，本国货币、外国货币与世界货币的相互关系及各种不同类型的世界货币之间的相互关系是什么，是国际金融研究的又一重要对象。

除此之外，国际金融学的研究对象和范围还包括国与国之间货币金融政策的协调、国际货币金融机构的功能、货币同盟、国际金融市场的运作、以及其它一些相关问题。

概括起来说，国际金融学的研究对象是不同货币之间的静态和动态关系、从货币角度出发的国内宏观经济与国际经济的相互关系、以及从货币角度出发的世界经济及其相关问题。

本教材的特点

我国大约是从 80 年代初开始开展比较有系统的国际金融研究和教学的。自 1983 年复旦大学创办国际金融专业以来，全国范围内各种类型的国际金融教材相继出版了许多种。每一种教材都有自己特定的层次和阅读对象。本教材是作者自 1985 年开讲国际金融学课程以来多年讲课的累积，为适应形势的发展，在最后成稿的过程中，又添加了世界国际金融领域和我国对外金融领域中的若干重大新发展。根据我们对学科改造的设想，国际金融作为国际经济学（含国际金融、国际贸易、国际投资三大组成部分）的一个次级学科，教材不宜太厚，尤其不应当与国际贸易和国际投资教材的内容重复。根据这个原则，本教材编写得比较简洁和紧凑，但是，它基本上包括了国际金融学的所有重大理论、政策、制度等内容。具体来讲，本教材的主要特点是：

第一，全书较少介绍国际金融历史、实务和做法方面的内容，尤其是整章删除了与国际投资学相重复的国际资本流动这一章，而把重点放在国际金融理论、政策和制度方面，目的是提供一个高层次的背景知识，适应培养高层次人才的需要；同时，也是为了减少课程重复，缩短学时，让学员有更多的时间选学其它课程。

第二，本书注重提高学员的分析能力、掌握国际金融的分析方法。为达此目的，书中引进了其它教科书中不多见的一些分析方法和概念。考虑到学员、尤其是第二学位和在职干部学员在基础知识方面可能存在的缺陷，本书在叙述一些难解的概念和理论问题时，尽量地采用了由浅入深、数字说明的方法，力求做到简洁明了和条理清楚。

第三，为适应形势发展和推动学科建设，本书增加了近几年来国内外的若干重大金融问题的介绍和分析。在国际方面，扼要介绍和分析了债务危机的慢性化问题，国际货币基金组织政策重点的调整，原经互会成员国在经互会和转帐卢布区瓦解状态下溶入国际货币体系的问题，以及欧共体从欧洲货币体系走向欧洲经济与货币联盟的问题。在国内方面，扼要介绍和分析了外汇留成制度的演变，人民币汇率并轨问题，人民币汇率波动的经济影响，中国宏观经济运行与国际收支和国际货币体系的关系，以及人民币自由兑换和人民币国际化问题，并表达了我对这些重大问题的初步看法和分析。

本教材适用于重点高等院校经济类专业本科生以及从事涉外金融工作的干部作进一步培训和参考之用。根据在全国各地反复多次使用的情况看，本教材的效果是十分良好的。当然，对于其它类型的学员来讲，也可以以本教材作为教科书或教学参考书。应当指出，无论针对哪类学员开课，在使用木教材时，教师都应当根据自己的情况和学员的情况，作一些额外的准备，这是保证讲课成功，也是保证使用本教材成功的前提。

本书难免存在错误和不足，期望读者提出宝贵意见，以帮助我们把教材建设工作搞得更好。

姜波克

1993 年 11 月 26 日

国际金融新编

第一章国际收支

第一节国际收支和国际收支平衡表

随着世界经济一体化的发展，国与国之间的经济往来日益增多，形式也越来越多样化。经济往来过程中，必然会产生货币支付问题。另外，非经济性的国际交往，比如文化、体育、军事、政治的国际交往，也会产生支付问题，由此导致国际收支及其相关问题。

一、国际收支的概念

一国对外往来会产生货币支付，但不是所有的往来都涉及支付问题，比如，对外国以实物形式提供的无偿援助，以实物形式对外国的投资，等等。这种不涉及货币支付的国际往来在今天已占有相当重要的的地位。因此，为了全面反映一国的对外往来情况，根据国际货币基金组织的定义，各国均采用广义的国际收支概念。所谓国际收支，即一国在一定时期内全部对外往来的系统的货币记录。这个定义，既包括了涉及货币收支的对外往来，也包括了未涉及货币收支的对外往来。未涉及货币收支的往来须折算成货币加以记录。这就是“系统的货币记录”的含义。而“一定时期”通常是指一年。从这个概念可知“系统的货币记录”显然是个事后的概念，它是对已发生事实进行的记录。

二、国际收支平衡表

国际收支平衡表就是国际收支按特定帐户分类和复式记帐原则表示出来的会计报表。复式记帐法是国际会计的通行准则，其要点有：（1）任何一笔交易发生，必然涉及借方和贷方两个方面，即有借必有贷，借贷必相等。（2）所有项目可分为资金来源项目和资金运用项目两大类。资金来源项目（比如出口）的货方表示资金来源（收入）增加，借方表示资金来源减少。资金运用项目（比如进口）的贷方表示资金占用（支出）减少，借方表示资金占用增加。（3）归纳起来，凡有利国际收支顺差增加或逆差减少的资金来源增加或资金占用减少均记入贷方；反之，凡有利国际收支逆差增加或顺差减少的资金占用增加或资金来源减少均记入借方。

除复式簿记这——般原则外，国际收支平衡表区别于其它各种各样资产平衡表的主要特点在于它的帐户设置和分类。各国在国际收支平衡表的帐户设置和分类上有众多细微差别，我们采用国际货币基金组织的规定，将国际收支平衡表的帐户设置和分类作一简单介绍。

1.国际收支平衡表的帐户设置和分类

国际收支平衡表中的所有帐户可分为三大类：经常项目帐户、资本项目帐户和平衡项目帐户。

经常项目帐户（Current Account）包括贸易帐户（Trade Ac-count）、无形贸易帐户（Invisible Account）和单方面转移帐户（Unrequited Transfer Account）3 个二级帐户。

资本项目帐户（Capital Account）包括长期资本帐户（Long 一 term Capital Account）和短期资本帐户（Short—term Capital Ac-count）2 个二级帐户。

平衡项目帐户（Ba1ancing Account）包括官方储备帐户（Re-serve Account）和错误和遗漏帐户（Errors and Omissions Ac-count）2 个二级

帐户。

在每项二级帐户下，又包括若干个三级帐户。比如：储备帐户包括黄金储备、外汇储备等等 6 个三级帐户。再比如：单方面转移帐户下，又包括国外私人捐款、国外官方捐款、侨民汇款、劳务人员汇款等等若干个三级帐户。按国际货币基金组织的分类，国际收支平衡表中的三级帐户达 112 个。在此，我们仅列出一、二级和若干个最重要的三级帐户，供学员参考。

经常帐户
（有形）贸易（含进口和出口）
（无形）贸易
单方面转移
资本帐户
长期资本帐户
私人对外直接投资
私人对外间接（证券）投资
银行国际借贷
短期资本帐户
} 基本帐户[①]

平衡帐户
储备帐户
黄金储备
外汇储备
错误和遗漏

2.国际收支的记帐方法和各帐户之间的相互关系

我们以甲国为例，列举 5 笔交易，来说明国际收支的记帐方法及各帐户之间的相互关系。

[例 1]甲国企业动用其在国外银行的存款进口设备 100 万美元，记

借：进口 100 万

货：对外国私人银行的短期债权 100 万

进口系资金占用项目，借方记 100 万表示资金占用（支出）增加 100 万。对外国私人银行的短期债权也是资金运用项目，贷方记 100 万表示资金占用减少 100 万。

[例 2]外国人在甲国旅游花销 30 万美元，甲国旅游企业将所得 30 万存入银行，记

借：对外国私人银行的短期债权 30 万

贷：旅游收入 30 万

对外国私人银行的短期债权是资金运用项目,借方记 30 万表示资金占用增加 30 万。旅游收入属无形贸易，是资金来源项目，贷方记 30 万表示资金来源增加 30 万。

[例 3]外国以价值 1，000 万美元的设备投入甲国，兴办合资企业，记

借：进口 1，000 万

贷：外国对甲国的长期投资 1，000 万

[①] 基本帐户主要是一个经济帐户，而不是一个会计帐户，它的意义将在稍后作专门介绍。

进口是资金占用项目，借方记 1，000 万表示资金支出增加 1，000 万。外国对甲国的长期投资是资金来源项目，贷方记 1，000 万表示资金来源增加 1，000 万。

[例 4] 甲国政府动用外汇库存 40 万美元向某外国提供无偿援助，另提供相当于 60 万美元的粮食药品援助，记

借：官方无偿援助 100 万

贷：官方储备 40 万

出口 60 万

官方无偿援助是资金占用项目，属于单方面转移帐户，借方记 100 万表示资金占用（支出）增加 100 万。官方储备属平衡帐户，也是资金占用项目，货方记 40 万表示资金占用（储备）减少 40 万；而出口属资金来源项目，贷方记 60 万表示出口增加 60 万。

[例 5] 甲国某企业在海外投资所得利润 150 万美元，其中，75 万用于在当地的再投资，50 万购买当地商品后运往国内，25 万调回国内结售给政府以换取本国货币，记

借：进口 50 万

官方储备 25 万

对外长期投资 75 万

贷：海外投资利润收入 150 万

进口、官方储备和对外长期投资，都是资金运用项目，记在借方，分别表示资金运用的增加。海外投资的利润收入属于无形贸易帐户，是资金来源项目，贷方记 150 万，表示收入增加 150 万。

现将上述 5 笔交易的有关数据编成一张国际收支表。

从上表中我们可以看到这样几个现象：

第一，储备帐户借方和贷方所表示的含义与经常项目帐户和资本项目帐户正好相反。储备帐户借方增加，既不意味国际收支逆差增加，也不意味国际收支顺差减少，而是表示储备增加。同样，储备帐户贷方增加，既不意味国际收支顺差增加，也不意味国际收支逆差减少，而是表示国际储备减少。储备帐户之所以同其它帐户不同，是因为它是平衡帐户的一种，其数字的增减正好同其它帐户的数字相互对冲，从而起到平衡的作用。

第二，国际收支平衡表的最终差额恒等为零，这是由国际收支平衡表的复式记帐方法所决定的。那么，我们平时经常听见国际收支逆差或顺差这样的术语，既然国际收支平衡表的最终差额恒等为零，什么才叫国际收支差额或国际收支不平衡呢？我们将稍后来讨论这个问题。

第三，国际收支平衡表中的每项帐户，都反映着一定性质的经济行为。从表中可知，不同帐户之间有着密切的联系，换言之，不同性质的经济行为之间有着密切的联系。我们举的例 2，既反映了劳务的输出，又反映了短期资本的输出，前者属经常项目，后者却属资本项目。而例 3 既反映了商品的进口，又反映了外资的引入，前者属经常项目帐户中的贸易帐户，后者则属资本项目帐户中的长期资本帐户。一个（类）帐户的差额，可以有另一个（类）帐户的差额来部分地或全部地弥补，一笔交易有时可以同时涉及 3 个或 3 个以上的帐户。由于从事国际交往的行为主体成千上万，统计时难免发生差错，

因而，一切统计上的误差均归入错误和遗漏帐户。

三、国际收支不平衡的概念

到底什么叫国际收支不平衡，在国际收支的研究中，有许多种说法，在习惯上，也有许多种不同的含义。在国际收支的理论研究中，按交易发生的动机不同而将所有交易分为自主性交易（au-tonomous transactions）和补偿性交易（compensatory transactions）。所谓自主性交易，是指个人和企业为某种自主性目的（比如追逐利润、追求市场、旅游、汇款赡养亲友等）而从事的交易。国际收支的差额或不平衡即指自主性交易的不平衡。而补偿性交易，是指为弥补国际收支不平衡而发生的交易，比如为弥补国际收支逆差而向外国政府或国际金融机构借款，动用官方储备等等。这种识别国际收支不平衡的方法，从理论上看是很有道理的，但在统计上却很难加以区别，在概念上也很难精确区别自主性交易与补偿性交易。按交易动机识别国际收支差额仅仅提供了一种思维方式，迄今为止，还无法将这一思维付诸于实践。

按照人们的传统习惯和国际货币基金组织的做法，国际收支不平衡可以按下述口径来加以观察。

1.贸易收支的不平衡

贸易收支即商品进出口收支差额，这是传统上用得比较多的一种方法。即使在战后出现的许多新的国际收支调节理论中，有的也将贸易收支作为国际收支的代表。贸易帐户实际仅仅是国际收支的一个组成部分，在国际经济往来日益频繁的今天，贸易收支绝对不能代表国际收支的整体。但是，对某些国家来说，贸易收支在全部国际收支中所占的比重相当大（中国的这一比例在 80 年代约为 70%），因此，出于简便，可将贸易收支作为国际收支的近似代表。另外，贸易收支在国际收支中还有它的特殊重要性。商品的进出口情况综合反映了一国的产业结构、产品质量和劳动生产率状况。因此，即使像美国，资本帐户交易比重相当大，仍十分重视贸易收支的差额。

2.经常项目收支的不平衡

经常项目包括贸易收支、无形贸易收支和单方面转移收支。前两项构成经常项目收支的主体。国际货币基金组织特别重视各国经常项目的收支状况。虽然经常项目的收支也不能代表全部国际收支，但它综合反映了一个国家的进出口状况（包括无形进出口，如劳务、保险、运输等），因而被各国广为使用，并被当作是制定国际收支政策和产业政策的重要依据。

3.基本项目收支的不平衡

基本帐户包括经常帐户和长期资本帐户。长期资本相对于短期资本来讲是一种比较稳定的资本流动，它不是投机性的，而是以市场、利润为目的，反映了一国在国际经济往来中的地位和实力。把经常收支和长期资本收支合在一起，能反映出一国国际收支的基本状况。因此，基本项目帐户便成为许多国家、尤其是那些长期资本进出规模较大的国家观察和判断其国际收支状况的重要指标。

除了上述三项判断国际收支不平衡的方法外，有些金融市场特别发达、国内金融市场和国际金融市场联系特别紧密的国家，还把短期资本中的某些项目也包括进来。这是因为这些国家的短期资本流动规模大、频率高，对政府的国际收支政策具有重大影响。还有的国家，则把短期资本中的私人部分和官方部分加以区别，用基本收支加私人短期资本收支来判断国际收支状况，其形成的差额叫官方结算差额。官方结算差额由官方的短期借贷和储备

变动来予以平衡。因此，官方结算差额实际上反映的是对官方自有国际储备和借入储备的影响，同时也比较综合地反映了自主性国际收支的状况。

从上述介绍可以看到，国际收支不平衡的概念有许多种。不同国家往往根据自己的不同情况选用其中一种或若干种，来判断自己在国际交往中的地位和状况，并采取相应的对策。比如，某个国家的基本帐户长年来基本保持平衡，但仔细分析一下，它的贸易帐户连年发生巨额赤字，而长期资本帐户则连年盈余。这样的国家，虽然其基本帐户处于平衡，但从长期看，国际收支状况不容乐观。因为长年的贸易赤字反映了该国产业的国际竞争力低下，国际收支的长久平衡没有坚实的基础，其眼前的平衡是依靠利用外资来维持的。这样的国家，极可能存在严重的外汇短缺和结构性国际收支不平衡。这就需要采取措施来加以纠正。

从上面的介绍还可以看到，按贸易收支、经常收支、或基本帐户收支衡量，国际收支的不平衡是会经常发生的。有的国家发生的频率高、程度严重，有的国家发生的频率低、程度较轻；有的国家按这个定义经常发生国际收支逆差，有的国家按这个定义经常发生国际收支顺差。国际交往的主体（企业、居民、政府）成千上万，影响交往的因素也成千上万，在一定时期内，所有的国际收入正好等于国际支出，是不可能的。既然国际收支的不平衡是绝对的，就有必要采取措施来减少不平衡的程度和方向。巨额的连续的国际收支逆差或巨额的连续的国际收支顺差，对经济的稳定和发展都是不利的，这就产生了国际收支调节问题。在下一节中，我们将着重讨论国际收支逆差的调节问题。

第二节国际收支不平衡的调节

一、国际收支不平衡的性质

在讨论国际收支调节问题以前，有必要先说明国际收支不平衡的性质。一国的国际收支不平衡，可以由多种原因引起。不同原因引起的国际收支失衡，应采用不同的办法来加以调节。国际收支失衡可分为以下几种：

1.临时性不平衡

临时性不平衡，是指短期的、由非确定或偶然因素引起的国际收支失衡。这种性质的国际收支失衡，程度一般较轻，持续时间不长，带有可逆性，因此，可以认为是一种正常现象。在浮动汇率制度下，这种性质的国际收支失衡有时根本不需要政策调节，市场汇率的波动有时就能将其纠正。在固定汇率制度下，一般也不需要采用政策措施，而只须动用官方储备便能加以克服。

2.结构性不平衡

结构性不平衡是指国内经济、产业结构不能适应世界市场的变化而发生的国际收支失衡。结构性失衡通常反映在贸易帐户或经常帐户上。结构性失衡含有两层含义。第一层含义是指因经济和产业结构变动的滞后和困难所引起的国际收支失衡。比如，一国的国际贸易在一定的生产条件和消费需求下处于均衡状态。当国际市场发生变化、新产品不断淘汰老产品、新款式高质量产品不断淘汰旧款式低质量产品、新的替代品不断出现的时候，如果该国的生产结构不能及时根据形势加以调整，那么，其原有的贸易平衡就会遭到破坏，贸易逆差就会出现。像这种含义的结构性不平衡，在发达国家和发展中国家都有发生；另一层含义的结构性不平衡，是指一国的产业结构比较单

一、或其产业生产的产品出口需求的收。入弹性低、或出口需求的价格弹性高而进口需求的价格弹性低所引起的国际收支失衡。这层含义的结构性不平衡，在发展中国家表现得尤为突出。结构性不平衡与暂时性不平衡不一样，它具有长期的性质，扭转起来相当困难。

3.货币性不平衡

货币性不平衡，是指一定汇率下国内货币成本与一般物价上升而引起出口货物价格相对高昂、进口货物价格相对便宜，从而导致的国际收支失衡。在这里，国内货币成本与一般物价上升的原因被认为是货币供应量的过份增加，因此，究其根源，国际收支失衡的原因是货币性的。货币性失衡可以是短期的，也可以是中期的或长期的。

4.周期性不平衡

周期性不平衡是指一国经济周期波动所引起的国际收支失衡。当一国经济处于衰退期时，社会总需求下降，进口需求也相应下降，国际收支发生盈余。反之，如果一国经济处于扩张和繁荣时期，国内投资与消费需求旺盛，对进口的需求也相应增加，国际收支便出现逆差。周期性不平衡在二次大战前的发达资本主义国家中表现得比较明显。在战后，其表现经常得到扭曲。比如，1981—1982 年发达资本主义国家在衰退期普遍伴有巨额国际收支逆差。再比如，美国在 1990—1992 年衰退期中，就伴有对日本的贸易逆差（日本当时还没有进入衰退期）。

5.收入性不平衡

收入性不平衡是一个比较笼统的概念，它统称一国国民收入相对快速增长而导致进口需求的增长超过出口增长所引起的国际收支失衡。国民收入相对快速增长的原因可以是多种多样的，可以是周期性的、货币性的，或经济处在高速增长阶段所引起的。

国际收支不平衡是指一国对外经济活动的不平衡，简称对外不平衡或外部不平衡。由于一国的对外经济活动与国内经济活动是密切相联的，因此，把国际收支平衡同国内经济的均衡联系起来考察，便产生了国际收支均衡这一更深刻的概念。所谓国际收支均衡，是指国内经济处于均衡状态下的自主性国际收支平衡，即国内经济处于充分就业和物价稳定下的自主性国际收支平衡。国际收支调节的目的，从简单和直接的意义上讲是要追求国际收支的平衡；从更深一层的意义上讲、尤其是当国内经济处于不均衡的情况下，是要追求国际收支的均衡。

二、国际收支不平衡的自动调节

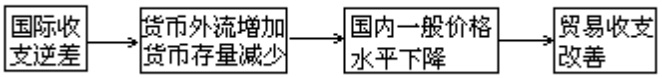
在讨论国际收支的调节政策之前，还有必要先介绍一下国际收支的自动调节机制。

我们知道，国际收支失衡，其表现形式为对外支付大子收入，或对外支付小于收入。前者为国际收支逆差，后者为国际收支顺差。国际收支的逆差或顺差，会引起国内某些经济变量的变动，这些变动反过来又会影响国际收支。换言之，国际收支自动调节，是指由国际收支失衡引起的国内经济变量变动对国际收支的反作用过程。下面我们选择几个重要的变量加以介绍。需要说明的是，国际收支自动调节只有在纯粹的自由经济中才能产生理论上所描述的那些作用。政府的某些宏观经济政策会干扰自动调节过程，使其作用下降、扭曲，或根本不起作用。

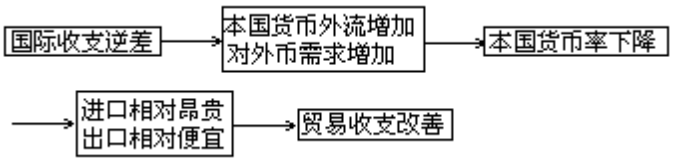
1.货币—价格机制

货币—价格机制的较早阐述者是 18 世纪英国哲学家和经济学家大卫 休漠，其论述被称为价格—现金流动机制。货币一价格机制与价格一现金流动机制的主要区别是货币形态。在休漠的时期，金属铸币参与流通，而在当代，则完全是纸币流通。不过，这两种机制论述的国际收支自动调节原理是一样的。

当一个国家国际收支发生逆差时（顺差情况正好相反），意味着对外支付大于收入，货币外流，在其它条件既定下，物价下降，贸易差额因此而得到改善。货币—价格自动调节机制的过程可描述如下：

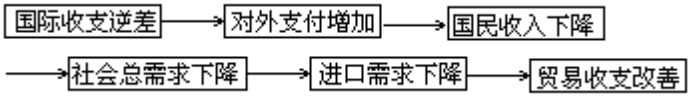


上述过程描述的是国内货币存量与一般物价水平变动对国际收支的影响。货币一价格自动调节机制的另一种表现形式是相对价格（而不是一般价格）水平变动对国际收支的影响。当国际收支发生逆差，对外支出大于收入，本国货币的汇率下降，由此引起本国出口商品价格相对下降、进口商品价格相对上升，从而出口增加进口减少，贸易收支得到改善。这一过程可描述如下：



2.收入机制

收入机制，是指当国际收支逆差时，表明国民收入水平下降。国民收入下降引起社会总需求下降，进口需求下降，从而贸易收支得到改善。收入机制的自动调节过程可描述如下：



国民收入下降不仅能改善贸易收支，而且也能改善经常项目收支和资本项目收支。国民收入下降会使对外国劳务和金融资产的需求都程度不同的下降，从而整个国际收支得以改善。

3.利率机制

利率机制与货币—价格机制和收入机制一样，也是在自由经济的假定下存在的。金融资产、货币与利率的关系如下：

金融资产的需求增加	利率下降
金融资产的需求减少	利率上升
金融资产的供应增加	利率上升
金融资产的供应减少	利率下降
货币需求增加	利率上升
货币需求减少	利率下降
货币供应增加	利率下降
货币供应减少	利率上升

当国际收支发生逆差时，本国货币的存量（供应量）相对减少，利率上

升；而利率上升，表明本国金融资产的收益率上升，从而对本国金融资产的需求相对上升，对外国金融资产的需求相对减少，资金外流减少或资金内流增加，国际收支改善。在浮动汇率条件下，利率与本国货币的汇率具有交替作用。本国利率上升，本国货币汇率则下降。本国货币汇率下降使外国金融资产的价格相对昂贵，从而对本国金融资产的需求相对上升和对外国金融资产的需求相对下降，国际收支得以改善。

三、国际收支不平衡的政策调节

1.国际收支调节政策的分类

按对需求的不同影响，国际收支的各种调节政策可分为支出增减型政策和支出转移型政策两大类。区分国际收支调节政策的这两种类型，具有很重要的意义，它有助于国际收支调节政策的正确使用和搭配，以便当国际收支失衡时，能以较小的代价来达到国际收支的平衡和均衡。

支出增减型政策（Expenditure-Changing Policy），是指改变社会总需求或国民经济中支出总水平的政策。这类政策旨在通过改变社会总需求或总支出水平来改变对外国商品、劳务和金融资产的需求，从而达到调节国际收支的目的。这类政策主要指财政政策和货币政策。紧缩性的财政政策和货币政策，具有压低社会总需求和总支出的作用。当社会总需求和总支出下降时，对外国商品、劳务和金融资产的需求也相应下降，从而国际收支得以改善。反之，扩张性的财政货币政策具有增加社会总需求和总支出的作用。当社会总需求和总支出增加时，对外国商品、劳务和金融资产的需求也相应增加，从而国际收支逆差增加（或顺差减少）。

支出转换型政策（Expenditure-Switching Policy），是指不改变社会总需求和总支出而改变需求和支出方向的政策。这类政策主要有汇率政策、补贴和关税政策以及直接管制。所谓改变支出方向，是指将国内支出从外国商品和劳务转移到国内商品和劳务上来。汇率的下浮或贬值，对进口商品和劳务课以较高的关税或减少补贴，都会使进口商品和劳务的价格相对上升，从而使国内居民将一部分支出转移到购买进口替代品或国内劳务上来。许多教科书上把直接管制列为一种单独的国际收支调节政策，它既不属于支出增减型政策，也不属于支出转换型政策。实际上，直接管制也是一种支出转换型政策。汇率和关税政策是通过改变进口商品和进口替代品的相对价格来达到支出转换的目的的，而直接管制则是通过改变进口品和进口替代品的相对可获得性来达到支出转换目的的。直接管制包括外汇管制、进口许可证管制等等形式。国际经济组织和经济学理论多半不赞成采用直接管制，但在国际收支发生困难时，发达国家和发展中国家都程度不同地采用过直接管制。

以上是从需求的角度来讨论国际收支政策分类的。一个国家的国内宏观经济能否达到均衡，国际收支能否达到平衡或均衡，还同社会总供给状况有关。把国际收支问题纳入国内宏观经济及社会总供给和总需求的相互关系中来讨论，便形成“开放宏观经济学”（Open Macroeconomics），这是经济学发展的一种新趋势。

从供给角度讲，调节国际收支的政策有产业政策和科技政策。产业政策和科技政策旨在改善一国的经济结构和产业结构，增加出口商品和劳务的生产，提高产品质量，降低生产成本，以此达到增加社会产品（包括出口产品和进口替代品）的供给，改善国际收支。

支出增减型和支出转换型政策都是调节需求的政策，与之对应的不仅有

调节供给的产业政策和科技政策，还有资金融通政策，简称融资政策。融资政策包括官方储备的使用和国际信贷便利的使用。融资政策与支出政策相互之间具有一定的互补性和替代性。比如，当国际收支发生逆差时，一国政府既可以采取支出型政策来加以调节，也可以采用融资的办法或两者相结合的办法来加以调节。在逆差额既定的情况下，较多使用资金融通，便可较少使用需求调节。反之，较多使用需求调节，便可较少使用资金融通。

由此可见，在所有类型的国际收支调节政策中，至少存在以下这样几对互为可替代的搭配：

（1）支出增减型与支出转换型政策

（2）支出型政策与融资政策

（3）支出增减型与供给型政策

每类政策的直接作用对象如下表：

1	支出增减型	需求和支出增减
2	支出转换型	需求和支出方向转移
3	供给型	供给增减
4	融资型	中性

国际收支政策调节的全部目的在于：当国际收支失衡时，正确使用并搭配各种不同类型的调节政策，以最小的经济和社会代价达到国际收支的平衡或均衡。

2.国际收支失衡的政策调节

采用什么样的政策来调节国际收支，首先取决于国际收支失衡的性质，其次取决于国际收支失衡时国内社会和宏观经济结构，再次取决于内部均衡与外部平衡之间的相互关系。

一般来说，对不同性质的国际收支失衡要采用不同的调节方法。比如，以资金融通来纠正暂时性的国际收支不平衡，以紧缩性的预算和货币政策来纠正货币性不平衡。但有时候，情况并不这样。比如，由预算赤字和货币宽松引起的货币性收支失衡，可采用下述几种方法加以调整：

方法一	方法二	方法三
1.减少预算赤字和收缩货币供应量	1.减少预算赤字和收缩货币供应量	1.减少预算赤字和收缩货币供应量
	2.资金融通	2.货币贬值

方法一是支出增减型，它要求较大幅度地削减财政赤字、减少货币供应量。其结果是，在纠正国际收支失衡的同时，有可能同时引发失业增加、经济活动活力降低、社会动荡。

方法二是支出增减型与融资型的搭配。与方法一相比，它要求较小程度地削减财政赤字和收缩银根，但同时要求动用官方储备或使用国际信贷便利。其结果是，在纠正国际收支逆差的同时，引发的失业和社会动荡程度较

轻，但官方储备流失或债务增加。

方法三是支出增减型与支出转换型的搭配。与方法一相比，它要求较小程度地削减财政赤字和收缩货币供应量，但同时要求货币贬值。其结果是，在纠正国际收支逆差的同时，失业和社会动荡程度较轻，但货币贬值可能引起外汇市场混乱和未来的通货膨胀。

由此看来，正确的政策搭配，是国际收支成功调节的核心。从上述例子可看到，对某种性质的国际收支失衡，采用不同的调节政策搭配会导致不同的调节成本或代价。较大程度的失业或许是许多国家都不能容忍或无法承受的，因此，即使是货币性失衡，也必须配以资金融通型或支出转换型政策，才能使调节的总代价相对减少。下面，我们专门介绍一下内部均衡和外部平衡之间可能产生矛盾的几种情况以及相应的调节政策搭配。

四、内部均衡与外部平衡的矛盾及政策搭配

内部均衡和外部平衡的矛盾及政策搭配，是英国经济学家詹姆斯·米德（James. Meade）于 1951 年在其名著《国际收支》中首先提出来的。米德认为，开放宏观经济的运行，有时会使内部均衡与外部平衡产生相互矛盾的情况。要解决这个矛盾，同时实现两个均衡，就要采用两种独立的政策，进行适当的政策搭配。一种政策用于实现内部均衡；另一种政策用于实现国际收支平衡。一种政策工具只能用来对付一种目标。一种政策工具若用来同时对付两个相互独立的政策目标，则两个目标都不能充分实现。因此，要充分实现多少种相互独立的政策目标，就要有多少种不同的政策工具。内部均衡与外部平衡的矛盾关系可举例如下：

	内部经济状况	外部状况
一	经济衰退、失业增加	国际收支逆差
二	经济衰退、失业增加	国际收支顺差
三	通货膨胀	国际收支顺差
四	通货膨胀	国际收支逆差

按我们已学到的知识，当经济处于衰退时，社会总需求下降，进口需求也相应下降，国际收支应朝有利顺差的方向变化。当经济处于通货膨胀时，国内货币成本和商品价格上升，出口相对困难，进口则相对便宜，国际收支应朝恶化的方向发展。因此，上述第一和第三种情况即为相互矛盾的情况。在这两种相互矛盾的情况下，要同时达到内部经济的均衡和外部收支的平衡，就必须采用两种政策并进行适当的搭配。这就是政策搭配的基本思想。

根据政策搭配的这一基本思想，西方经济学家在以后的研究中提出了各种不同的政策搭配方法[①]。其中，罗伯特·蒙代尔（Robert.Mundell）提出用财政政策和货币政策的搭配来解决内部均衡和外部平衡的矛盾；索尔特（W.Salter）和斯旺（T.Swan）提出用支出转换政策和支出增减政策的搭配

[①] 米德是诺贝尔经济学奖的获得者。他本人在《国际收支》一书中也提出了政策搭配的方法，我们将在更专门的场合介绍他的搭配方法。有兴趣的读者可阅米德所著《国际经济政策理论》（TheoryoflrtternationalEconomicPolicy）第一卷《国际收支》（BalanceofPayment），牛津大学出版社，1951 年版。

来解决开放宏观经济中的这对矛盾。现将这两种比较有影响的搭配方法介绍如下，以开拓我们的视野。

1.财政政策与货币政策的搭配

蒙代尔是以预算作为财政政策的代表（用横轴表示），以利率作为货币政策的代表（以竖轴表示），来论述其搭配方法的。

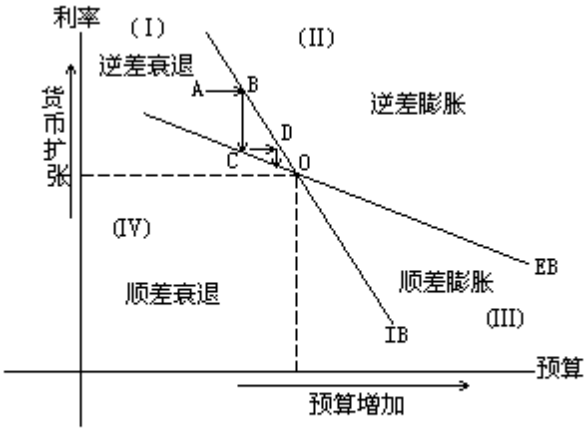


图1-1 财政与货币政策的搭配

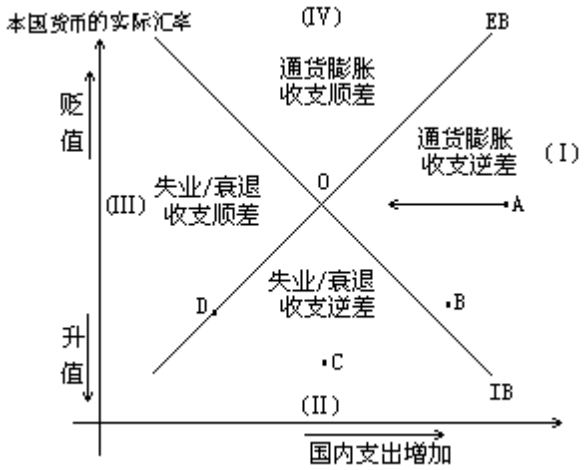
在财政与货币政策的搭配图中，IB 曲线表示内部均衡，在这条线上，国内经济达于均衡。在这条线的左边，国内经济处于衰退和失业；在这条线的右边，国内经济处于膨胀。EB 曲线表示外部平衡，在这条线上，国际收支达于平衡。在这条线的上边，表示国际收支逆差；这条线的下边，表示国际收支顺差。沿预算轴线向右移动，表示财政政策的扩张、预算增加；向左移动，表示财政政策的紧缩、预算削减。沿利率（货币政策的代表）轴线向上移动，表示货币政策的扩张，银根放松；向下移动，表示货币政策紧缩，银根收紧。IB 曲线和 EB 曲线的斜率都为负，表示当一种政策扩张时，为达到内部均衡或外部平衡，另一种政策必须紧缩；或一种政策紧缩时，另一种政策必须扩张。IB 曲线比 EB 曲线更陡峭，是因为蒙代尔假定，相对而言，预算对国民收入、就业等国内经济变量影响较大，而利率则对国际收支影响较大。

在上述假定条件下，蒙代尔认为，当国内宏观经济和国际收支都处于失衡状态时（比如在区间 I 的点 A 时），应采用财政政策来解决经济衰退问题，扩大预算，使点 A 向点 B 移动。同时，应采用紧缩性货币政策来解决国际收支问题，使点 B 向点 C 移动。扩张性财政政策与紧缩性货币政策的如此反复搭配使用，最终会使点 A 切近点○。在○点上，表示国内经济达于均衡和国际收支达于平衡，即国际收支均衡。

上述政策搭配的原理可同样推广到区间II、区间III和区间IV。由此，我们得到如下几种搭配：

财政政策与货币政策的搭配

区间	经济状况	财政政策	货币政策
I	失业、衰退/国际收支逆差	扩张	紧缩
II	通货膨胀/国际收支逆差	紧缩	紧缩
III	通货膨胀/国际收支顺差	紧缩	扩张
IV	失业、衰退/国际收支顺差	扩张	扩张



2.支出转换政策与支出增减政策的搭配支出转换政策与支出增减政策的搭配，按斯旺的见解，可用上图来加以说明。

上图中，横轴表示国内支出（消费、投资、政府支出），政府的支出增减型政策可以明显影响国内支出总水平。竖轴表示本国货币的实际汇率（直接标价法），单位外币折合的本市数上升，表示本市贬值。

IB 线（内部均衡）代表实际汇率与国内吸收的结合，以实现内部均衡（充分就业与价格稳定）。该线从左到右向下倾斜，因为汇率上升（下降）将减少出口，增加进口，所以要维护内部均衡就必须增加国内支出。在 IB 线的右边，有通货膨胀压力，因为在一定的汇率下，国内支出大于维持内部均衡所需要的国内支出；在 IB 线的左边，有通货膨胀紧缩压力，因为国内支出比维护内部均衡所需要的国内支出要少。

EB 线（外部均衡）表示实际汇率与国内支出的结合以实现外部均衡，即经常项目的收支平衡。该线从左到右向上倾斜，这是因为汇率贬值会增加出口，减少进口，所以要防止经常项目收支出现顺差，就需要扩大国内支出，抵销进口的增长。EB 线的右边，国内支出大于维持经常项目平衡所需要的国内支出，结果出现经常项目收支逆差，EB 线的左边，就会出现经常项目收支顺差。

当开放宏观经济处于失衡时，比如在区间 I 的点 A 时，削减国内支出，压缩总需求，通货膨胀和国际收支逆差的压力同时下降，点 A 遂向点 O 方向切近。但若开放宏观经济的失衡不是对称地处于 EB 和 IB 之间，而是在区间

[①] 本节摘引自马之驷教授著《当代世界货币与金融》，复旦大学出版社，1992 年。

Ⅰ的点 B 上或区间Ⅱ的点 C 上，政策搭配就变得十分必要。在点 B 上，为达到经常项目收支平衡，就须大幅度削减支出，使 B 点向 D 点移动。这样，虽说外部失衡趋于减少，内部经济却进入衰退和失业。同理，在 C 点上，单单使用支出增减型政策，无法使 C 点向点 O 方向切近。由此，我们得到政策搭配的这样几种情况：

支出增减型政策与支出转换型政策的搭配

区间	开放宏观经济情况	实现内部均衡的政策	实现外部平衡的政策
Ⅰ	通货膨胀 国际收支逆差	紧缩(减少国内支出)	贬　值
Ⅱ	经济衰退 国际收支逆差	扩张(扩大国内支出)	贬　值
Ⅲ	经济衰退 国际收支顺差	扩张(扩大国内支出)	升　值
Ⅳ	通货膨胀 国际收支顺差	紧缩(减少国内支出)	升　值

财政政策与货币政策搭配，以及支出增减型政策与支出转换型政策的搭配，仅仅是政策搭配的两个范例。实际上，经济生活远远比理论上的论述要复杂得多；在决定政策取向时，不仅要考虑本国经济的需要，还要顾及外国可能作出的反映。比如，我们在前面的论述中，假定了经济衰退与通货膨胀是两种独立的情况，但实际上，它们有可能同时存在，即所谓“滞胀”（意指停滞膨胀 Stagfla-tion）。这时，政策搭配的任务就要复杂得多，政策工具的数目也可能超过两个。再比如，货币贬值可能引起外国的报复，因此，理论上应采用贬值与实际上能否采用贬值，有时并不一致，这也给国际收支的政策调节带来复杂性。

第三节国际收支调节理论

国际收支调节理论，是国际金融学的重要组成部分。最早的国际收支调节理论，可追溯到 18 世纪的休漠的物价一现金流动机制学说。到本世纪，在微观经济学和宏观经济学的基础上，出现了众多的国际收支调节理论。现在我们分别加以介绍。

一、国际收支调节的弹性分析法（弹性论）

弹性论（ElasticityApproach）主要是由英国剑桥大学经济学家琼·罗宾逊（Joan.Robinson）在马歇尔微观经济学和局部均衡分析方法的基础上发展起来的。它着重考虑货币贬值取得成功的条件及其对贸易收支和贸易条件的影响。

1.关于弹性的基本概念

价格变动会影响需求和供给数量的变动。需求量变动的百分比与价格变动的百分比之比，称为需求对价格的弹性，简称需求弹性。供给量变动的百分比与价格变动的百分比之比，称为供给对价格的弹性，简称供给弹性。在进出口方面，就有四个弹性，它们分别是：

（1）进口商品的需求弹性（E_m），其公式为

$$E_m = \frac{\text{进口商品需求量的变动率}}{\text{进口商品价格的变动率}}$$

（2）出口商品的需求弹性（E_x），其公式为

$$E_x = \frac{\text{出口商品需求量的变动率}}{\text{出口商品价格的变动率}}$$

（3）进口商品的供给弹性（S_m），其公式为

$$S_m = \frac{\text{进口商品供给量的变动率}}{\text{进口商品价格的变动率}}$$

（4）出口商品的供给弹性（S_x），其公式为

$$S_x = \frac{\text{出口商品供给量的变动率}}{\text{出口商品价格的变动率}}$$

从上述四个公式可见，所谓弹性，实质上就是一种比例关系。当这种比例关系的值越高，我们就称弹性越高；反之，比例关系的值越低，就称弹性越低。

2.马歇尔-勒纳条件（Marshall-Lerner Condition）

货币贬值会引起进出口商品价格变动，进而引起进出口商品的数量发生变动，最终引起贸易收支变动。贸易收支额的变化，最终取决于两个因素。第一个因素是由贬值引起的进出口商品的单位价格的变化；第二个因素是由进出口单价引起的进出口商品数量的变化。马歇尔-勒纳条件研究的是在什么样的情况下，贬值才能导致贸易收支的改善。现举例说明，在这个例子中，我们假定中国为本国，美国为外国，人民币汇价从＄1￥7 贬值到＄1￥8，由此引起出口商品美元单价和出口数量变化的一组数据。

表 1-1 不同弹性条件下贬值对出口收入(美元)的影响

	出口商品的国内单价	汇价	出口商品的美元单价	出口数量	出口的外币(美元)收入	价格变动率(%)	出口数量变动率(%)
0	￥7	$1/￥7	$1	10,000	$10,000	-	
1	￥7	$1/￥8	$0.875	11,000	$9,625	14.29%	10%
2	￥7	$1/￥8	$0.875	12,000	$10,500	14.29%	20%

从上表中看到，在第 1 种情况下，人民币从＄1/￥7 贬值到＄1/￥8，折算成美元的出口商品单价相应地从 1 美元下降到 0.875 美元。由于价格的下降，我们假定出口数量从 10，000 增加到 11，000，但是，出口的美元收入不但没有增加，反而从 10，000 美元下降到 9，625 美元。只有在第 2 种情况下，出口数量从 10，000 增加到 12，000 时，出口的美元收入才从 10，000 美元增加到 10，500 美元。这个例子说明，当出口数量的变动率小于贬值引起的价格变动率时（出口需求弹性小于 1，第 1 种情况），出口的美元收入不能增加；而当出口数量的变动率大于贬值引起的价格变动率时（出口需求弹性大于 1，第 2 种情况），出口的美元收入才能增加。

马歇尔-勒纳条件是指：货币贬值后，只有出口商品的需求弹性和进口商

品的需求弹性之和大于 1，贸易收支才能改善，即贬值取得成功的必要条件是：

$E_m + E_x > 1$

3.贬值与供给反应-J 曲线效应

在实际经济生活中，当汇率变化时，进出口的实际变动情况还要取决于供给对价格的反应程度。即使在马歇尔。勒纳条件成立的情况下，贬值也不能马上改善贸易收支。相反，货币贬值后的头一段时间，贸易收支反而可能会恶化。为什么贬值对贸易收支的有利影响要经过一段时滞后才能反映出来呢？这是因为，第一，在贬值之前已签订的贸易协议仍然必须按原来的数量和价格执行。贬值后，凡以外币定价的进口，折成本币后的支付将增加；凡以本币定价的出口，折成外币的收入将减少，换言之，贬值前已签订但在贬值后执行的贸易协议下，出口数量不能增加以冲抵出口外币价格的下降，进口数量不能减少以冲抵进口价格的上升。于是，贸易收支趋向恶化；第二，即使在贬值后签订的贸易协议，出口增长仍然要受认识、决策、资源、生产等周期的影响。至于进口方面，进口商有可能会认为现在的贬值是以后进一步贬值的前奏，从而加速订货。

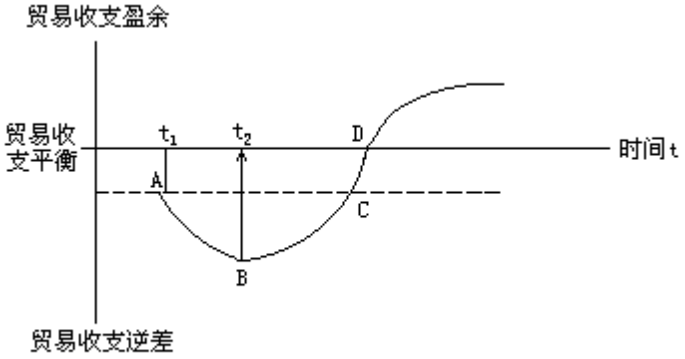


图1-3 J曲线效应

图 1-3J 曲线效应

在短期内，由于上述种种原因，贬值之后有可能使贸易收支首先恶化。过了一段时间以后，待出口供给（这是主要的）和进口需求作了相应的调整后，贸易收支才慢慢开始改善。出口供给的调整时间，一般被认为需要半年到一年的时间。整个过程用曲线描述出来，成字母 J 形。故在马歇尔-勒纳条件成立的情况下，贬值对贸易收支改善的时滞效应，被称为 J 曲线效应。

在 J 曲线图中，$Bt_2 > At_1$，表示贬值后贸易收支首先恶化，逆差扩大，然后，随时间的推移，再经过 C 点和 D 点得到改善。

4.贬值对贸易条件的影响

贸易条件（Term of Trade）又称交换比价，是指出口商品单位价格指数与进口商品单位价格指数之间的比例，用公式表示：

$$I=P_X/P_m$$

其中，T 为贸易条件，P_X 为出口商品单位价格指数，P_m 为进口商品单位价格指数。贸易条件表示的是一国对外交往中价格变动对实际资源的影响。当贸易条件 T 上升时，我们称该国的贸易条件改善，它表示该国出口相同数量的商品可换回较多数量的进口；当贸易条件 T 下降时，我们称该国的贸易条件恶化，它表示该国出口相同数量的商品可换回较少数量的进口。因此，当贸易条件恶化时，实际资源将会流失。

贬值带来相对价格的变化，它究竟是改善还是恶化贸易条件，取决于进出口商品的供求弹性。如果：

$S_xS_m > E_xE_m$，贸易条件恶化；

$S_xS_m < E_xE_m$，贸易条件改善；

$S_xS_m = E_xE_m$，贸易条件不变；

上述结论是同这样四种假定情况有关的：(1) 在供给弹性趋于无限大时，以本市衡量进口价格上涨，出口价格不变，以外币衡量进口价不变出口价下降，贸易条件将恶化；（2）在供给弹性无限小时（等于零时），进口价格不变，出口价格上升，贸易条件可以改善；（3）当需求弹性趋于无限大时，出口价格上升，进口价格不变，贸易条件可以改善；（4）当需求弹性无限小时，出口价格不变，进口价格上升，贸易条件可以改善。需要指出的是，货币贬值对贸易条件的上述影响，是理论推导的结果，它有待更充分的实证检验。事实上，货币贬值对贸易条件的影响，在不同的国家是不一样的，很难作出一般的判断。一般说来，贬值或使一国的贸易条件不变，或使一国的贸易条件恶化，贬值改善一国贸易条件的例子是极其罕见的。

以上我们介绍了国际收支调节的弹性分析法所包括的主要内容。对弹性论的批评主要在于弹性论是建立在局部均衡分析法的基础上的，它仅局限于分析汇率变化对进出口市场的影响，而忽视了汇率变化对社会总支出和总收入的影响，因而具有很大的局限性。实际上，我们的研究表明：弹性论的上述局限是同历史发展的背景有关的。弹性论出现在 30 年代，当时，宏观经济学体系尚未建立，因此，弹性论以微观经济学为基础是在所必然的。弹性论的主要缺点是，未明确区分不同货币可能带来的不同结果，结果常常使人迷入歧途。为了说明这个问题，我们举一例。

表 1-2 贬值对美元和人民币出口收入的影响

	出口商品的国内单价	汇价	出口商品的美元单价	出口数量	出口的美元收入	出口的人民币收入	价格变动率	出口数量变动率	出口需求弹性
0	￥7	$1/￥7	$1	10,000	$10,000	￥70,000	-	-	-
1	￥7	$1/￥8	$0.875	11,000	$9.625	￥77,000	14.29%	10%	10%÷14.29%=0.7(小于 1)
2	￥7	$1/￥8	$0.875	12,000	$10,500	￥84,000	14.29%	20%	20%÷14.29%=1.4(大于 1)

从上表中看到，在第 1 种情况下，出口需求弹性小于 1，以美元衡量的出口收入减少了 375 美元。但是，以人民币衡量的出口收入却增加了 7，000 元。这就是说，不论出口需求弹性是否大于 1，以本国货币和外国货币来衡量出口收入，结果可能是相反的。这是指出口收入。

表 1-3 贬值对美元和人民币进口支付的影响

表 1-3 贬值对美元和人民币进口支付的影响

	进口商品的美元单价	汇价	进口商品的国内单价	进口数量	进口的美元支出	进口的人民币支出	价格变动率	进口数量变动率	进口需求弹性
0	￥5	$1/￥7	￥35	10,000	$50,000	￥350,000	-	-	-
1	￥5	$1/￥8	￥40	9,000	$45,000	￥360,000	14.29%	11.1%	1.1%÷14.29%=0.78(小于1)
2	￥5	$1/￥8	￥40	8,000	$40,000	￥320,000	14.29%	25.0%	25%÷14.29%=1.68(大于1)

从上表中看到，在第一种情况下，进口需求弹性非常低，仅为 0.78，进口的人民币支出增加 10，000 元，但是，进口的美元支出却减少厂 5.000 美元。因此，在进口方面，我们也同样看到，不同的货币衡量贬值对进口支付的影响，会有不同的相反的结果。

如果我们把出口收入和进口支付结合起来考察，就还会发现弹性论的进一步的缺陷。弹性论假定，在进出口需求弹件之和大于 1 时.贬值可以导致出口收入增加、进口支付减少、贸易收支可以改善。从表 1-2 和表 1-3 的结合可以看到，在第 1 种情况下，进出口需求弹性之和等于 1.48（0.7+0.78），大于 1。然而，以美元衡量，出口收入没有增加，反而减少了 375 美元，进口支付减少了 5，000 美元。两秆合计，贸易收支改善了 4，625 美元。但若以人民币衡量，出口收入增加了 7，000 元，进口支付增加了 10，000 元。两秆合计，贸易收支恶化了 3，000 元。

如果我们把上例中的出口商品的国内单价改为 70 元,把进口商品的美元单价改为 1 美元，在进出口商品需求弹性之和不变的情况下，以美元衡量的贸易收支是改善呢还是恶化呢？另外，就贬值对贸易条件的影响而言，以不同货币衡量的贸易条件是否会发生程度不同甚至方向相反的变化呢、我们把这两个比较深奥的问题留给学员们自己去思考。

二、国际收支调节的吸收分析法（吸收论〕

吸收论（AbsorptionApproach）又称支出分析法，它是当时在国际货币基金组织工作的西德尼·亚历山大（SidneyStuartAlexander）在凯恩斯宏观经济学的基础上于 1952 年提出的。它从凯恩斯的国民收入方程式人手，着重考察总收入与总支出对国际收支的影响，并在此基础上，提出国际收支调节的相应政策主张。

1.基本理论

按照凯恩斯的理论，国民收入与国民支出的关系可以表述如下：

（1）国民收入（Y）＝国民支出（E）

在封闭经济的条件下：

（2）国民支出（E）＝消费（C）＋投资（1）＝国民收入（Y）

在开放经济条件下，把对外贸易也考虑进去，则：

（3）国民收入（Y）＝消费（C）十投资（1）＋（出口（X）－进口（M）。

移动恒等式两边，得

（4）X－M＝Y－C－1＝Y－（C＋1）

上式中，X-M 为贸易收支差额，以此作为国际收支差额的代表。C＋1 为国内总支出，即国民收入中被国内吸收的部分，用 A 来表示。由此，国际收支差额实际上就可由国民收入（Y）与国内吸收（A）之间的差额来表示。设国际收支差额为 B＝X-M，则有：

（5）B＝Y－A

当国民收入大于总吸收时，国际收支为顺差；当国民收入小于总吸收时，国际收支为逆差；当国民收入等于总吸收时，国际收支为平衡。

2.政策主张

根据上述理论公式，吸收论所主张的国际收支调节政策，无非就是改变总收入与总吸收（支出）的政策，即支出转换政策与支出增减政策。当国际收支逆差时，表明一国的总需求超过总供给，即总吸收超过总收入。这时，就应当运用紧缩性的财政货币政策来减少对贸易商品（进口）的过度需求，以纠正国际收支逆差。但紧缩性的财政货币政策在减少进口需求的同时，也会减少对非贸易商品的需求和降低总收入，因此，还必须运用支出转换政策来消除紧缩性财政货币政策的不利影响，使进口需求减少的同时收入能增加。这样，使贸易商品的供求相等，非贸易商品的供求也相等；需求减少的同时收入增加；就整个经济而言，总吸收等于总收入，从而达到内部平衡和外部平衡。

吸收论特别重视从宏观经济的整体角度来考察贬值对国际收支的影响。它认为，贬值要起到改善国际收支的作用，必须有闲置资源的存在。只有当存在闲置资源时，贬值后，闲置资源流入出口品生产部门，出口才能扩大。其次，出口扩大会引起国民收入和国内吸收同时增加，只有当边际吸收倾向小于 1，即吸收的增长小于收入的增长，贬值才能最终改善国际收支。比如，出口扩大时，出口部门的投资和消费会增长，收入也会增长。通过“乘数”作用，又引起整个社会投资、消费和收入多倍地增长。所谓边际吸收倾向，是指每增加的单位收入中，用于吸收的百分比。只有当这个百分比小于 1 时，整个社会增加的总收入才会大于总吸收，国际收支才能改善。

3.结论

从上面的分析中，我们可以对吸收法进行以下几点归纳：

第一，吸收法是从总收入与总吸收（总支出或总需求）的相对关系中来考察国际收支失衡的原因并提出国际收支的调节政策的，而不是从相对价格关系出发，这是它与弹性论的重大差别。就理论基础和分析方法而言，吸收论是建立在凯恩斯的宏观经济学之上的，采用的是一般均衡分析方法；而弹性论则是建立在马歇尔等人建立的微观经济学基础之上的，采用的是局部均衡分析方法。

第二，就货币贬值的效应来讲，吸收论是从贬值对国民收入和国内吸收的相对影响中来考察贬值对国际收支的影响的，而弹性论则是从价格与需求的相对关系中来考察贬值对国际收支的影响的。

第三，吸收论含有强烈的政策搭配取向。当国际收支逆差时，在采用货币贬值的同时，著国内存有闲置资源（衰退和非充分就业时），应采用扩张型财政货币政策来增加收入（生产和出口）；若国内各项资源已达充分就业、经济处于膨胀时，应采用紧缩型财政货币政策来减少吸收（需求），从而使内部经济和外部经济同时达到平衡。

第四，吸收论的主要缺点是假定贬值是出口增加的唯一原因，并以贸易收支代替国际收支，因此，从宏观角度看，它具有不够全面和自相矛盾的地方。不过，吸收论在国际收支调节理论的发展过程中，具有一种承前启后的作用。一方面，它指出了弹性论的缺点，吸纳了弹性论的某些合理内容，是在弹性论基础上的一大进步；另一方面，它指出了国际收支失衡的宏观原因和注意到国际收支失衡的货币方面。因此，吸收论成为 70 年代出现的国际收支调节的货币分析法的先驱。

三、国际收支调节的货币分析法（货币论）

货币论（Monetary Approach）的创始者主要是美国芝加哥大学和英国伦敦经济学院的哈里·约翰逊（Herry. Johnson）和他的学生雅各布-弗兰柯（Jacob.Frenkel）。货币论的出现同 60 年代在美国兴起的货币主义学说有关系，它是建立在货币主义学说基础上的。它从货币的角度而不是从商品的角度，来考察国际收支失衡的原因并提出相应的政策主张。

1.货币论的假定前提

货币论有三个基本假定：

（1）在充分就业均衡状态下，一国的实际货币需求是收入和利率等变量的稳定函数。

（2）从长期看，货币需求是稳定的，货币供给变动不影响实物产量。

（3）贸易商品的价格是由世界市场决定的，从长期来看，一国的价格水平和利率水平接近世界市场水平。

2.货币论的基本理论

在上述各项假定下，货币论的基本理论可用以下公式表达：

（1）MS＝MD

其中，MS 表示名义货币的供应量，MD 表示名义货币的需求量。从长期看，可以假定货币供应与货币需求相等。

（2）MD＝pf（y·i）

其中，P 为本国价格水平，f 为函数关系，y 为国民收入，i 为利率（持有货币的机会成本）。pf（y·i）表示对名义货币的需求；f（y·i）表示对实际货币存量（余额）的需求。

（3）MS＝m（D+R）

其中，D 指国内提供的货币供应基数，即中央银行的国内信贷或支持货币供给的国内资产；R。是来自国外的货币供应基数，它通过国际收支盈余获得，以国际储备作为代表；m 为货币乘数，指银行体系通过转碾存贷创造货币、使货币供应基数多倍扩大的系数。货币基数又称强力货币。若将 m 忽略，可得：

（4）MS＝D＋R

（5）MD=D+R

（6）R=MD-D

上述第 6 式，是货币论的最基本方程式。这个方程式告诉我们（1）国际收支是一种货币现象；（2）国际收支逆差，实际上就是一国国内的名义货币供应量（D）超过了名义货币需求量。由于货币供应不影响实物产量，在价格不变的情况下，多余的货币就要寻找出路。对个人和企业来讲，就会增加货币支出，以重新调整它们的实际货币余额；对整个国家来讲，实际货币余额的调整便表现为货币外流，即国际收支逆差。反之，当一国国内的名义货币

供应量小于名义货币需求时，在价格不变的情况下，货币供应的缺口就要寻找来源。对个人和企业来讲，就要减少货币支出，以使实际货币余额维持在所希望的水平；对整个国家来说，减少支出维持实际货币余额的过程，便表现为货币内流，国际收支盈余；（3）国际收支问题，实际上反映的是实际货币余额（货币存量）对名义货币供应量的调整过程。当国内名义货币供应量与实际经济变量（国民收入、产量等）所决定的实际货币余额需求相一致时，国际收支便处于平衡。

3.货币论对贬值的分析

货币论的一个重要贡献是从开放经济的角度把货币供应的来源区分为国内部分和国外部分。这个原理，我们以后将多次用到。另外，货币论的基本原理后来成为汇率决定的货币供求说的基础。货币论在考察贬值对国际收支的影响时，有如下基本公式

7.MD＝EPf（y·i）

上式中，E 为本市衡量的外币价格（直接标价法）。当本国货币贬值时，E 值上升，由此引起国内价格 P 上升。E 和 P 同时上升，为使等式两边相等，f（y·i）相应地下降，这表明对实际货币余额的需求　下降。或者，f（y·i）不下降，则 MD 相应地上升，从而使国际收支发生顺差（或逆差减少）。由此，货币论关于贬值的上述公式可归结为：贬值引起贬值国国内价格上升、实际货币余额减少，从而对经济具有紧缩作用。货币贬值若要改善国际收支，则在贬值时，国内的名义货币供应不能增加。因为 R＝MD-D，或 D 与 MD 同时增加，则贬值不能改善国际收支。

4.货币论的政策主张

货币论的政策主张，归纳起来有以下几点：

第一，所有国际收支不平衡，在本质上都是货币的。因此，国际收支的不平衡，都可以由国内货币政策来解决。

第二，所谓国内货币政策，主要指货币供应政策。因为货币需求是收入、利率的函数，而货币供应则在很大程度上可由政府操纵，因此，膨胀性的货币政策（使 D 增加）可以减少国际收支顺差，而紧缩性的货币政策（使 D 减少）可以减少国际收支逆差。

第三，为平衡国际收支而采取的贬值、进口限额、关税、外汇管制等等贸易和金融干预措施，只有当它们的作用是提高货币需求、尤其是提高国内价格水平时，才能改善国际收支，而且这种影响是暂时的。如果在施加干预措施的同时伴有国内信贷膨胀，则国际收支不一定能改善，甚至还可能恶化。

总之，货币论政策主张的核心是：在国际收支发生逆差时，应注重国内信贷的紧缩。

5.对货币论的评价

对货币论的评价可以分三个方面来进行。

第一是对它的假定前提进行评价。货币论认为货币需求是收入和利率的稳定函数，但如果它不是稳定的，那么国际收支就不能仅仅从货币供应的变化中预测出来。另外，货币论假定货币供应对实物产量和收入没有影响，也不尽切合实际。

第二是对它有关贬值效应的论述的评价。弹性论认为：在进出口需求弹性之和大于 1 时，贬值能改善贸易收支，从而对经济具有扩张性影响。吸收论认为，当存在闲置资源时，贬值能扩大出口，增加国民收入，从而对经济

具有扩张性影响。尽管弹性论和吸收论都给出了一定的条件，但它们都认为成功的贬值对经济增长具有刺激作用，但货币论不同，货币论认为贬值仅有紧缩性影响，贬值能暂时性地改善国际收支，是因为它减少了对实际货币余额的需求和增加了对名义货币的需求。这是货币论与弹性论和吸收论的一个明显区别。实际货币余额需求减少，意味着消费、投资、收入的下降，这无法解释为什么许多国家把贬值作为刺激出口和经济增长的手段。

第三是对它政策主张的基本含义进行评价。货币论认为：国际收支逆差的基本对策是紧缩性的货币政策。这个政策结论的一个重要前提是价格不变，通过紧缩性货币政策来消除货币供应大于货币需求的缺口。然而，事实上，当名义货币供应大于货币需求时，价格必然会上升，从而名义货币需求 pf（Y·i）也会上升。在这种情况下，降低名义货币供应，在价格刚性的条件下，只能导致实际货币余额需求的下降；另外，货币论还提出当采用贬值来改善国际收支时，必须结合紧缩性的货币政策。因此，无论从哪个方面看，货币论政策主张的含义或必然后果，就是以牺牲国内实际货币余额或实际消费、投资、收入和经济增长来纠正国际收支逆差。这一点，曾受到许多国家，尤其是发展中国家经济学家的严厉批评。

四、国际收支调节的结构分析法（结构论）

结构论（Structural Approach）的有关分析，散见在 50 年代和 60 年代的西方经济学文献中。作为比较成熟和系统的独立学派，结构论是作为国际货币基金组织国际收支调节规划的对立面于 70 年代形成的。赞成结构论的经济学家，大多数来自发展中国家或发达国家中从事发展问题研究的学者。因此，结构论的理论渊源同发展经济学密切相关。结构论在英国十分活跃。英国萨塞克斯大学发展研究院院长保尔·史蒂芬爵士（Pau1.Stephen），英国海外发展署(Overseas Development Association,ODA)的托尼·克列克(Tonv.klick），英国肯特大学的瑟沃尔（A.Thirwall），以及英国曼彻斯特大学的一批经济学家，都是结构论的积极倡导者和支持者。

1.基本理论

在国际收支调节的货币分析法流行的 70 年代中期,国际货币基金组织的理论权威、研究部主任波拉克（J.J.Polak）将货币论的主要精神结合到了国际货币基金组织的国际收支调节规划中，使货币论成了基金组织制定国际收支调节政策的理论基础。当成员国国际收支发生困难而须向基金组织借用款项时，成员国必须按基金组织国际收支调节规划的要求制定相应的调节政策，基金组织则帮助制定并监督调节政策的实施。由于货币论的政策核心是紧缩需求，以牺牲国内经济增长来换取国际收支平衡，因此，在国际收支发生普遍困难的 70 年代，众多成员国在执行了基金组织的国际收支调节规划后，经济活动普遍受到压制，有的甚至因过度削减预算和货币供应而导致国内经济、社会甚至政治动荡。

在这种情况下，结构论针对性地提出：国际收支失衡并不一定完全是由国内货币市场失衡引起的。货币论乃至以前的吸收论，部队需求角度来提出国际收支调节政策，而忽视了经济增氏供给方面对国际收支的影响。就货币论未讲，它主张的实际上是通过压缩国内名义货币供应量来减少实际需求。就吸收沦而言.它实际上主张的是通过紧缩性财政货币政策来减少国内投资和消费需求。结构论认为，国际收支逆差尤其是氏期性的国际收支逆差，即可以是长期性的过度需求引起的，也可以是氏朗性的供给不足引起的，而长

期性的供给不足往往是由经济结构问题引起的。引起国际收支长期逆差或长期逆差趋势的结构问题有以下表现形式：

（1）经济结构老化

这是指由于科技和生产条件的变化及世界市场的变化，使一国原来在国际市场上具有竞争力的商品失去了竞争力，而国内因资源没有足够的流动性等因素，经济结构不能适应世界市场的变化，由此造成出口供给长期不足，进口替代的余地持续减少，结果是国际收支的持续逆差（或逆差倾向）。

（2）经济结构单一

经济结构单一从两个方面导致国际收支的经常逆差：其一是单一的出口商品，其价格受国际市场价格波动的影响，因而国际收支呈现不稳定现象。在出口多元化的情况下，一种出口商品的价格下降，会被另一种出口商品价格的上升所抵消，整个国际收支呈稳定现象。而在出口单一的情况，价格任何程度的下降，都会直接导致国际收支的恶化；其二是经济结构单一，经济发展将长期依赖进口，进口替代的选择余地几乎为零。比如一个只生产锡矿的国家，其经济发展所需要的采矿机械、电力设备、交通工具等等，只能依靠进口。经济发展的速度和愿望越高，国际收支逆差或逆差倾向就越严重。

（3）经济结构落后

这是指一国产业生产的出口商品需求对收入的弹性低和需求对价格的弹性高，进口商品的需求对收入的弹性高和需求对价格的弹性低。当出口商品的需求对收入的弹性低时，别国经济和收入的相对快速增长不能导致该国出口的相应增加；当进口商品的需求对收入的弹性高时，本国经济和收入的相对快速增长却会导致进口的相应增加。因此，在这种情况下，只会发生国际收支的收入性逆差，不会发生国际收支的收入性顺差，即国际收支的收入性不平衡具有不对称性。当出口商品需求对价格的弹性高时，本国出口商品价格的相对上升会导致出口数量的相应减少；当进口商品需求对价格的弹性低时，外国商品价格的相对上升却不能导致本国进口数量的相应减少。在这种情况下，货币贬值不仅不能改善国际收支，反而会恶比国际收支。同时，由货币和价格因素引起的国际收支不平衡，也具有不对称性。

国际收支的结构性不平衡，既是长期来经济增长速度缓慢和经济发展阶段的落后所引起的，又成为制约经济发展和经济结构转变的瓶颈，如此形成一种恶性循环。发展经济改变经济结构需要有一定数量的投资和资本货物的进口，而国际收支的结构性困难和外汇短缺却制约着这种进口，从而使经济发展和结构转变变得十分困难。由于国际收支的结构性失衡的根本原因在于经济结构的老化、单一和落后，在于经济发展速度的长期缓慢甚至停滞和经济发展阶段的落后，因此，支出增减型政策和支出转换型政策不能从根本上解决问题，有时甚至是十分有害的。

2.政策主张

既然国际收支失衡的原因是经济结构导致的，那么，调节政策的重点应放在改善经济结构和加速经济发展方面，以此来增加出口商品和进口替代品的数量和品种供应。改善经济结构和加速经济发展的主要手段是增加投资，改善资源的流动性，使劳动力和资金等生产要素能顺利地从传统行业流向新兴行业。经济结构落后的国家要积极增加国内储蓄，而经济结构先进的国家和国际经济组织应增加对经济结构落后的国家的投资，经济结构落后的国家通过改善经济结构和发展经济，不仅能有助于克服自身的国际收支困难，同

时也能增加从经济结构先进的国家的进口，从而也有助于经济结构先进的国家的出口和就业的增长。

3.对结构论的批评

结构论既然是作为传统的国际收支调节理论特别是货币论的对立面出现的，它自然会受到许多批评。批评者认为：结构性失衡的原因同进出口商品的特点及现实与愿望之间的差距有关。如果一国的出口商品没有能满足国际市场需求的特点，那么，出口商品需求对收入的弹性就会低。这种问题与其说是缺乏价格竞争力，不如说是缺乏非价格因素的竞争力。比如，产品质量低劣、售后服务质量太低、产品包装和款式不能满足消费心理、等等。对于经济结构单一和经济结构落后引起的的国际收支困难，结构论的批评者认为：所谓国际收支结构性失衡，实际上是愿望与现实之间的失衡。国际收支困难有两种不同的概念，一种是事先的概念，另一种是事后的概念。事先的概念是指国际收支失衡的压力，而不是指失衡本身。只要财政与货币政策适当，就能避免失衡本身的发生。批评者认为：国际收支制约力是到处存在的，它的存在，对于维持一国经济长期均衡的发展和世界货币金融秩序是十分必要的。结构论讲的实际上是经济发展问题，而不是国际收支问题。经济发展政策对国际收支失衡的调节，常常是行之无效的或收效甚微的。另外，要求以提供暂时性资金融通为主的国际货币基金组织向经济结构落后的国家提供长期性国际收支贷款而同时又不施予必要的调节纪律和恰当的财政货币政策，尤如把资金填入一个无底洞，既不利有关国家经济的均衡发展，又违背了基金组织本身的性质和宪章，同时也是基金组织在客观上无力做到的。

以上介绍了国际收支调节的四种分析方法，前三种方法相互之间不是排斥的，而是互为补充的，只不过它们各自的出发点不同，因而政策结论也不同。至于结构论，实际上同前三种理论也有互补的地方。有人把结构论比喻为处在调节理论的极左端，把货币论比喻为处在调节理论的极右端，把弹性论和吸收论放在两者的中间。这种比喻实际上并不恰当。吸收论、货币论和结构论都十分强调政府的作用，都主张以政府干预来解决国际收支失衡问题，因此，它们都是“干预派”而不是“自由派”。总之，我们在运用上述各种方法分析具体问题时，要注意它们的异同，吸收正确的部分，摒弃不合理的成份，灵活地加以综合运用，才能使我们的决策和分析更切合现实。

本章思考题

1.划线上帐户包括哪些内容？划线下帐户包括哪些内容？

2.影响国际收支的因素有哪些？

3.试总结各派国际收支调节理论的异同。

4.国际收支调节政策的分类和政策搭配的核心精神是什么？

5.我国国际收支与宏观经济运行之间有什么关系？

第二章外汇与汇率

第一节一些基本概念

外汇，是外国货币或以外国货币表示的能用来清算国际收支差额的资产。不是所有的外国货币都能成为外汇的。一种外币成为外汇的前提条件有两个，第一是自由兑换性，第二是普遍接受性。自由兑换性是指这种外币能自由地兑换成其它货币，普遍接受性是指这种外币在国际经济往来中被各国普遍地接受和使用。只有这样的的外币及其所表示的资产（各种支付凭证和信用凭证），才是外汇。

国家不同，使用的货币也不同。当一种商品或劳务参与国际交换时，就有一个把该商品或劳务以本国货币表示的价格折算成以外币表示的国际价格问题。这种折算是按汇率来进行的。所谓汇率，就是两种不同货币之间的折算比价。用公式表示：

汇率＝A 货币/B 货币

或

汇率＝B 货币/A 货币

假定 A 货币是本国货币，B 货币是外国货币，如果固定外国货币的单位数量，以本国货币来表示外国货币的价格，这种方法称为外币的直接标价法。这是我国目前采用的方法。反之，如果固定本国货币的单位数量，以外国货币金额的增减来表示外币的价格，称为外币的间接标价法。如英国就采用这种方法。

在直接标价法下，当本国货币数量增加时，称为本国货币币值（或本国货币汇率）下浮或贬值，外国货币币值（或外国货币汇率）上浮或升值。反之，当本国货币数量减少时，称为本国货币汇率上浮或升值，外国货币汇率下浮或贬值。在间接标价法下，情况正好与直接标价法相反。

汇率上浮（下浮）或升值（贬值）的主要区别在于汇率变动是发生在什么货币制度下。当汇率变动发生在固定汇率制度下时（即政府规定本国货币的法定价格时），我们称这种变动为升值或贬值。反之，当汇率变动发生在浮动汇率下（即政府并没有规定本国货币的法定价格时），我们称这种变动为上浮或下浮。上浮与升值，下浮与贬值，所表明的汇率运动方向是一致的。它们之间只有定性上的差别，没有定量上的差别。因此，人们往往用贬值来替代下浮，用升值来替代上浮，或反之。

以 1993 年我国人民币为例，它的贬值或下浮可以用这样一组数字来说明（在直接标价法下）：

5 月 7 日	5 月 21 日	6 月 6 日
1 美元＝7 元人民币	1 美元＝7.5 元人民币	1 美元＝8 元人民币

从上述例子可以看到，我们固定了外币（美元）的单位数量（1 美元），以人民币单位数量的变动来表示美元的价格。当人民币从 5 月 7 日的 7 元增加到 6 月 6 日的 8 元时，我们称美元升值（上浮），人民币贬值（下浮）。

学员们可以根据已知的概念，再设计出三组不同的数字来表示直接标价法下人民币的升值（上浮）和间接标价法下的人民币贬值（下浮）和升值（上浮）。

在以后的叙述中，我们将不再严格区分贬值（升值）与下浮（上浮）之间的区别，而仅根据方便选择其一来表示汇率的运动方向。

汇率的种类极其繁多，在这里，我们选择与理论、政策和货币制度有关的种类进行介绍。

即期汇率和远期汇率。即期汇率和远期汇率是按时间来划分的。即期汇率是指目前的汇率，用于外汇的现货买卖。远期汇率是指将来某一时刻的汇率，比如一个月后的、三个月后的或六个月后的汇率，用于外汇期货买卖。即期汇率与远期汇率通常是不一样的。以某种外汇汇率为例，当远期汇率高于即期汇率时，我们称该种外汇的远期汇率为升水，反之，当远期汇率低于即期汇率时，我们称该外汇的远期汇率为贴水。升水或贴水的幅度为远期汇率与即期汇率的差。

基本汇率和套算汇率。设有 A、B、C 等多种外币，一国在折算其本国货币汇率时，若先计算出本币与某一种外币（假定为 A 币）之间的汇率，再根据 A 币与 B 币、C 币的汇率折算出本市与 B 币、C 币的比价，则我们称本币与 A 币之间的汇率为基本汇率，本币与 B 币、C 币等等之间的汇率为套算汇率。我国在计算人民币汇率时，曾长时间使用美元为媒介来折算人民币与其它外币（比如英镑、日元等等）之间的比价。因此，人民币与美元的汇率为基本汇率，而人民币与英镑、日元等等之间的汇率为套算汇率。为了避免汇率风险，反映外汇市场汇率波动的实际状况，我们在确定了人民币与美元之间的基本汇率后，按天折算人民币与其它货币的套算汇率。

固定汇率和浮动汇率。固定汇率是指政府用行政或法律手段选择一基本参照物，并确定、公布和维持本国货币与该单位参照物的固定比价。充当参照物的东西可以是黄金，也可以是某一种外国货币，也可以是某一组货币。当一国政府把本国货币固定在某一组货币上时，我们称该货币钉住在一篮子货币上或钉住在货币篮子上。固定汇率不是永远不能改变的。在纸币流通的条件下，当经济形势发生较大变化时，就需要对汇率水平进行调整，或升值或贬值。因此，纸币流通条件下的固定汇率制度实际上是一种可调整的固定汇率制，或称为可调整的钉住（Adjustable Peg）。浮动汇率是指汇率水平完全由外汇市场上的供求决定，政府不加任何干预的汇率制度。在当今世界上，由于政府力量的强大和对经济生活日益加深的干预，各国政府同样也或多或少地对汇率水平进行干预和指导。有干预有指导的浮动汇率，我们称之为管理浮动汇率。依干预程度的大小，又可分为较大灵活性的管理浮动汇率或较小灵活性的管理浮动汇率。在可调整的固定汇率制与管理浮动汇率制之间，又有许多形形色色的折衷的汇率制度，我们将在以后的章节中分别介绍这些汇率制度的概念及产生的原因。

单一汇率与复汇率。单一汇率是指一种货币（或一个国家）只有一种汇率，这种汇率通用于该国所有的国际经济交往中。复汇率是指一种货币（或一个国家）有两种或两种以上汇率，不同的汇率用于不同的国际经贸活动。复汇率是外汇管制的一种产物，曾被许多国家采用过，它的影响和利弊，我们将在以后的有关章节中进行分析。双重汇率是指一国同时存在两种汇率，它是复汇率的一种形式。

实际汇率和有效汇率。实际汇率和有效汇率是国际金融研究和决策中的

两个重要概念。这两个概念被我国绝大多数国际金融研究和教材所忽视。实际汇率和有效汇率是相对于名义汇率而言的。名义汇率是指公布的汇率。我们知道，各国政府为达到增加出口和限制进口，经常对各类出口商品进行财政补贴或减免税收，对进口则征收各种类型的附加税，实际汇率便是名义汇率与这些补贴和税收的之和或之差，用公式表示：

实际汇率＝名义汇率±财政补贴和税收减免

实际汇率在研究汇率调整、倾销调查与反倾销措施、考察货币的实际购买力时，常常被用到。

实际汇率的另一种概念是指名义汇率减去通货膨胀率。第二种概念的实际汇率旨在解答通货膨胀对名义汇率的影响；同时，它在货币实际购买力的研究中也常被用到。

有效汇率是指某种加权平均汇率。目前，国际货币基金组织定期公布 17 个工业发达国家的若干种有效汇率指数，包括劳动力成本、消费物价、批发物价等等为权数的经加权平均得出的不同类型的有效汇率指数。以贸易比重为权数的有效汇率所反映的是一国货币汇率在国际贸易中的总体竞争力和总体波动幅度。我们知道，一国的产品，出品到不同国家可能会使用不同的汇率。另外，一国货币在对某一种货币升值时也可能同时在对另一种货币贬值。即使该种货币同时对所有其它货币贬值（或升值），其程度也不一定完全一致。因此，从 70 年代末起，人们开始使用有效汇率来观察某种货币的总体波动幅度及其在国际经贸和金融领域中的总体地位。有效汇率的公式如下：

$$\text{A 币的有效汇率} = \sum_{i=1}^{n} \text{A 国货币对 i 国货币的汇率} \times \frac{\text{A 国同 i 国的贸易值}}{\text{A 国的全部对外贸易值}}$$

第二节外汇市场

外汇市场是从事外汇买卖、外汇交易和外汇投机活动的系统。我们讲系统，是指在当今世界上，外汇业务活动并非一定有一个固定的场所，或在一个固定的有形的场地进行。无数从事外汇业务的机构（银行、外汇经纪、客户等），通常是通过计算机网络来进行外汇的报价、询价、买进、卖出、交割、清算的。因此，外汇市场实际上就是这样一个包含无数外汇经营机构（和个人）的计算机网络系统。当世界货币制度从固定汇率制走入多种汇率制度，浮动汇率在世界范围内占据主导地位后，这个庞大的覆盖全球的外汇交易系统内，因时间、地点、信息、主观判断等等因素，不同时间不同地点的汇率必然发生差异，汇率必然经常性地发生变动，由此导致外汇市场的风险及其相应的反风险措施。

一、外汇市场风险

外汇风险，是指因未预料到的汇率或相关因素的突然变动，给外汇持有者带来的损失。其主要表现形态有：

1.交易风险

交易风险指以外币计价成交的交易，因该外币与本国货币的比价发生变化而引起的亏损的风险。这些交易包括：

（1）以延期支付为条件的进出口中的汇率风险

以出口为例，成交日与支付日之间有一段时差。如果在支付日外币汇率上升了，出口商所得收入以本国货币衡量便有所增加。反之，如果支付日外

币汇率下降了，出口商所得收入以本国货币衡量便减少。

（2）以外币计价的国际投资和借贷活动中的汇率风险

国际投资系指资金流出、投资于某种外币资产，若今后该外币汇率下降了，则投资的本息收入折成本国货币衡量就会减少。国际筹资和借债是指外币资金的流入，流入货币与实际使用货币（比如借入美元，换成日元使用）以及流入货币与本国货币之间的汇率变动，也可能导致损失。

2.经济风险

经济风险是指因汇率变动而导致的实际收入的不确定性。这种不确定性，是由汇率变动对产品成本、价格、产量的影响所带来的。经济风险直接影响企业的生产、销售和资金融通，因此，它对企业至关重要。

3.储备风险

储备风险是指企业特别是政府将其外汇以不同币种存放银行、不同币种汇率的变动所导致的收入亏损的风险。70 年代后，储备货币开始多元化，不同储备货币之间的汇率以及储备货币与本国货币之间的汇率经常发生变动，由此引起某种市种的储备资产实际价值（以另一种币种或本国货币衡量）的损失。（详见第二章第四节）。

二、外汇保值业务

外汇风险，可以用多种多样的方法来予以防范、转嫁和对冲。在这里，我们仅介绍几种与本教材以后发展有直接联系的保值业务。

1.远期外汇、外汇期货与期权

远期外汇交易（Forward Exchange Transactions）是相对于即期外汇交易（Spot Exchange Transactions）而言的。即期外汇买卖是指交易双方以当天汇价成交并在隔天交割的交易。而远期外汇买卖则是以约定的汇价在将来某一约定的时间进行交割的交易，约定的时间可以是 1 个月，也可以是 3 个月或 6 个月。由于远期外汇买卖使用的是远期汇率，它与即期汇率之间便有一个差额。当远期外汇汇率高于即期汇率时，其高出的部分就称为“升水”（Premi-um）；反之，当远期汇率低于即期汇率时，其低的部分就称为“贴水”（Discount）。如果远期汇率恰巧等于即期汇率，没有升水也没有贴水，就称为“平价”（at Par）。

为什么会有远期外汇交易呢？原因主要有以下两种：

第一，是为了避免风险。我们知道，一笔交易比如进口的成交有一个过程。为了避免这个过程中因汇率波动而带来的损失或不确定性，有时就需要进行远期外汇买卖。例如某一英国进口商从美国进口一批货物，价值 1 亿美元，3 个月后货到付款。按当时汇率计算，1 英镑等于两美元，该批货物合 5，000 万英镑。那么，3 个月以后的汇率到底是多少呢？目前并不知道，因为汇率是在经常变动的。如果 3 个月后汇率为 1 镑等于 1.7 美元，那么英国商人就要支付 5，882 万英镑。如果汇率变成 1 镑等于 1.6 美元，则要支付 6，250 万英镑。该英国进口商为了确定自己的进口成本，避免风险和不确定性，他在与美国出口商签订合同前夕，便询问了 3 个月的远期汇率，看看它是否在自己的承受能力之内。如果是，他在与美国出口商正式签订合同的同时，便向银行按该约定的远期汇率买进 3 个月后的美元，这样，他便事先把 3 个月后的进口成本确定下来了。这种远期外汇买卖叫做抵销（Cover）或抵补保值（hedging），其目的是为了避免风险和不确定性。所以，抵补保值的交易者，即是那些想要避免风险的人。在浮动汇率的今天，外汇市场上的抵补保值是

一种常见的业务。

第二，是为了投机以赚取利润。投机者根据自己的专业知识和各方面信息判断，若预计某种货币的汇率将要下降，便预先出售该种货币，称为抛出或做空头，待今后价格下跌后再买进以抵补空头。反之也同样，当预计某种货币汇率将上升，便预先买进该种货币，称为购进或做多头，待今后价格上升后再出售。经过这样的贱买贵卖，投机者从中便可能赚得一笔利润。投机交易与保值交易的区别在于：第一，投机交易没有实际的商业或金融义务为基础，其交易的目的不是为了这些商业或金融义务，而单纯是为了赚钱。第二，投机交易在买进卖出时，并非真有实际数额的资金。第三，投机交易在远期外汇市场上起着一种微妙的平衡作用。

在这里，我们需要区别外币期货交易（futures）与外汇远期业务。它们都有四个组成部分，即（1）交付数量，（2）交付价格，（3）交付日期，（4）交付地点。这是共同的地方，因此人们往往混为一谈，实际上，两者是有许多差别的：

（1）外币期货交易是一个有组织的市场，它是在交易所里进行的。而远期交易并没有一个有形的具体市场，它是在银行间进行的。

（2）期货合约的规格标准化，交易双方只谈合约份数和价格，交易方便，流动性强，而远期业务则不同，交易条件要通过双方谈判解决。

（3）期货市场是三方协议，清算公司为第三方，而外汇远期交易则是两方协议，参加者都了解对方。

（4）期货交易范围广泛，银行、公司和一般平民都可参加，只要缴纳保证金，每天结算损益。远期业务则不同，由于交易数额大，资信要求高，中小企业和一般平民不敢问津。

（5）期货市场保值的费用是由不同的利率所决定，而远期外汇市场保值则是远期汇率牌价的函数。

总之，期货市场的优点是交易集中，信息灵通，风险较小；远期市场的优点是比较灵活，资金流动性大，数额及交货期不受整数的限制。所以这两个市场是并行不悖，相辅相成的。

近年来，世界各地的金融期货交易发展迅速，主要是因为金融期货买卖方便，流动性强，简单快捷；另一方面，远期外汇市场上期权（option）交易的发展也很迅速。所谓期权就是在一特定时期内按一定汇价买进或卖出一定数量外国货币的权利，也可以叫做外币期权交易。例如一个出口商品在货物运出后将在 3 个月内收到他的货款，但他不知道收款的确切日期。为了避免汇率变动的风险，他可以与银行订立期权合约，卖出 3 个月期的外币收入，约定 3 个月内将这种货币按双方同意的汇率卖与银行，至于在 3 个月内哪一天交割，完全由他选择最方便的日期，所以期权交易给予购买人一种选择的权利。期权合约也可以定在第二个月或第三个月。在合约有效期内，购买人可随时根据现货市场上的汇率情况决定是否履行合约，它是一种灵活规定，不像期货合约那样死板，到期时非按当时汇率交割不可。因此购买人既可避免汇率波动可能带来的损失，又可保留汇率波动可能带来的好处，代价是要付给签约银行一笔费用，即保险费。保险费是期权合约的价格，它随时涨跌以保持供需平衡。

外币期权有两种基本形式：买方期权和卖方期权。买方期权使签约一方有权在合约期满时或在此以前按规定的汇率购进一定数额的外币。卖方期权

是使一方有权在期满时或在此以前按规定的汇率出售一定数额的外币。作为避免汇率风险的一种手段，外币期权同期货或远期交易相比有很多优点：(1)它比现有的期货或远期外汇市场具有更大的灵活性，因为期权不一定要执行。不管汇率如何变动，期权持有者的损失不可能超过保险的费用，而期货或远期合约则规定签约双方必须按照规定的汇率买进或提供规定的外币。（2）外币期权可以选择不同的协定汇率，而期货或远期合约规定只能选择照现货汇率按一定的贴水或折扣买进或出售。(3)在外汇交易不肯定的情况下，期权可以避免汇率方面的风险。例如一家公司投标生产一套供出口的设备，但是不能肯定是否中标，它就可以用一项卖方期权进行保险。如果没有中标，期权就不必执行，只是付一笔保险费而已；如果投标被接受，卖方期权就保证这家公司能把获得的外币按协定汇率出售，从而防止了汇率发生不利变动的风险。由此看来，外币期权对我国在国际市场上避免金融风险是很有作用的。

2.套利、套汇与套利保值

各国货币种类繁多，因此在外汇市场上就有许多汇率。由于外汇供求关系，各国汇率往往发生不一致的情形，在同一时间内，两地同一货币汇率发生差异到一定程度时，对一种货币在汇价较低的市场买进，在汇价较高的市场卖出，就可获得差额利益，这就是所谓套汇（arbitrage）。

套汇可分为直接套汇与间接套汇两种。直接套汇是利用两国间汇率的差异，将资金由一国转移到另一国，以获取差额利益的交易，这又叫做两角套汇。间接套汇是利用三国间汇率的差异，在三国之间转移资金，以赚取差额利益的外汇交易，这又叫做三角套汇。套汇可以调节不同地区的外汇供需，使各地汇卒保持相对的均衡关系。这种资金流动实际上都是短期的，投资者通常要从远期外汇市场上买回本国货币，以免发生损失。目前由于国际通讯设备的高度发展，世界各金融中心随时都保持着密切的联系，因而各地汇价越来越趋于一致。例如，欧洲货币主要以美元标价，美元对英镑的汇率，不但在伦敦报出，而且在所有其它主要金融中心报出，因而美元对某种货币的汇价各地相同，或相差极微，原来意义的套汇就不再可能了。我国外汇管理条例中提到的“套汇”有不同的含义，凡在我国境内的企业或个人采取各种方式，用人民币或物资非法换取外宾的外汇或侨民的侨汇，从而攫取国家应收的外汇，也属于套汇活动。

与套汇交易密切相关的是套利或利息套汇。所谓套利，是指利用两国短期利率的差异，调动资金以赚取利息差额的活动。例如，伦敦的 3 个月的英镑资产（如英国政府的短期国库券）的利率为 8%，纽约的 3 个月的美元资产利率为 6%，持有美元的套利者发现，如果他们将手中的资金购买美国的短期资产，3 个月后本金加利息总计可得：

$$X\ (1+6\%\div 4)$$

其中，X 为本金额，6%除以 4 表示一个季度的利息率。若将手中的资金换成英镑，购买英镑短期资产，3 个月后将所得本息再换成美元可得本息为：

$$\frac{X\cdot r_0\ (1+8\%\div 4)}{r_1}\qquad \text{（间接标价法）}$$

其中，r_0为即期汇率，r_1为 3 个月后的远期汇率。套利者在将手中的美元换成英镑的同时，就购进一笔相应数额的远期美元外汇，以便确保其今后的收入。这种套利与套期保值结合在一起的交易，称为套利保值。

当 X（1＋6%÷4）小于 X·r_0（1＋8%÷4）/r_1时，上述套利保值活动将持续下去。其结果是，即期外汇市场上美元的供应和英镑的需求同时增加；而 3 个月后的远期外汇市场上，美元的需求和英镑的供应同时增加，导致美元远期汇率上升，英镑远期汇率下降。英镑远期汇率下降或美元远期汇率上升，使 Xr_0（1＋8%÷4）/r_1倾向于最终等于 X（1＋6%÷4），套利保值遂最终倾向于停止。因为当这两者相等时，套利保值已无利润可赚。

三、利率平价论

利率差异以及由此而引起的套利保值交易，对短期汇率具有影响作用。即期汇率和远期汇率的差价（升水或贴水），近似等于两国利率的差异。用上式例子演变为一般公式可得：

$X(1+i_a\div4)=Xr_0(1+i_d\div4)/r_t$ （1）

$(1+i\div4)=r_0(1+i_d\div4)/r_t$ （2）

为方便起见，假设期限延长至 1 年，可得：

$(1+i_a)=r_0(1+i_d)/r_t$ （3）

其中，i_a为 A 国一年期资产的利率，i_d为 B 国一年期资产的利率。

$$\frac{1+i_a}{1+i_d}=\frac{r_0}{r_t}$$ （两边各减 1 得 5 式） （4）

$$\frac{i_a-i_d}{1+i_d}=\frac{r_0-r_t}{r_t}$$

由于 i_d是一个很小的百分数，故取近似值得：

$$i_a-i_d=\frac{r_0-r_t}{r_t}$$

上式表示，即期汇率 r_0和远期汇率 r_t，之间的差异，近似等于两国利率 i_a和 i_d的差异。这种由利率差异决定汇率的理论，我们称它为利率平价论（Interest Rate Parity）。

利率平价论，主要讲的是短期汇率的决定。它的一个基本条件是，两国的金融市场须高度发达并紧密相联，资金可以在两个不同市场之间自由移动，缺此条件，利率平价论就难以成立。

第三节影响汇率变动的因素

汇率，作为一国货币对外价格的表示形式，受很多因素影响。它既要受国内因素的影响，又要受国际因素的影响。因此，汇率的变动常常捉摸不定，汇率的预测十分困难。除经济因素外，货币作为国家主权的一种象征，也常常受政治和社会因素的影响。在这里，我们仅限于经济因素，选择七个最常用的变量来分析它们对汇率的影响。

一、国际收支

国际收支，非严格地说，是指一国对外经济活动中所发生的收入和支出。当一国的国际收入大于支出时，即为国际收支顺差。表现在外汇市场上，可以说是外汇（市）的供应大于需求，因而本国货币汇率上升，外国货币汇率下降。与之相反，当一国的国际收入小于支出时，即为国际收支逆差。表现在外汇市场上，可以说是外汇（币）的供应小于需求，因而本国货币汇率下降，外国货币汇率上升。

必须指出，国际收支状况并非一定会影响到汇率，这主要要看国际收支

顺（逆）差的性质。短期的、临时性的、小规模的国际收支差额，可以轻易地被国际资金的流动、相对利率和通货膨胀率、政府在外汇市场上的干预和其它等等因素所抵消。不过，长期的巨额的国际收支逆差，一般必定会导致本国货币汇率的下降。

二、相对通货膨胀率

货币对外价值的基础是对内价值。如果货币的对内价值降低，其对外价值即汇率则必然随之下降。自从纸币在全世界范围内取代金属铸币流通后，通货膨胀几乎在所有国家都发生。因此，在考察通货膨胀率对汇率的影响时，不仅要考察本国的通货膨胀率，还要比较它国的通货膨胀率，即要考察相对通货膨胀率。一般来说，相对通货膨胀率持续较高的国家，由于其货币的国内价值下降持续地相对较快，则其货币汇率也随之下降。

三、相对利率

利率作为使用资金的代价或放弃使用资金的收益，也会影响到汇率水平。当利率较高时，使用本国货币资金成本上升，在外汇市场上本国货币的供应相对减少；与之同时，当利率较高时，放弃使用资金的收益上升，吸引外资内流，使外汇市场上外国货币的供应相对增加。这样，从两个方面，利率的上升会推动本国货币汇率的上升。

但是，如前所述，我们在考察利率变动的影响时，也要注意比较。一是比较外国利率的情况，二是比较本国通货膨胀率。如果本国利率上升，但其幅度不如外国利率的上升幅度，或其幅度不如国内通货膨胀率的上升，则不能导致本国货币汇率的上升。利率对长期汇率的影响是十分有限的。与国际收支、通货膨胀、总需求等等因素不同，利率在很大程度上是属于政策工具的范畴，它具有一种被动性，因而，它对短期汇率产生较大的影响。

四、总需求与总供给

总需求与总供给增长中的结构不一致和数量不一致，也会影响汇率。如果总需求中对进口的需求增长快于总供给中出口供给的增长，本国货币汇率将下降。如果总需求的整体增长快于总供给的整体增长，满足不了的那部分总需求将转向国外，引起进口增长，从而导致本国货币汇率下降。当总需求的增长从整体上快于总供给的增加时，还会导致货币的超额发行和财政赤字的增加，从而间接导致本国货币汇率下降。因此，简单地说，当总需求增长快于总供给时，本国货币汇率一般呈下降趋势。

五、心理预期

心理预期有时候能对汇率产生重大影响。心理预期有多种多样，包括经济的、政治的和社会的。就经济方面而言，心理预期包含对国际收支状况的预期，对相对物价水平和通货膨胀率的预期，对相对利率或相对的资产收益率的预期，以及对汇率本身的预期等等。心理预期通常是以捕捉刚刚出现的某些信号来进行的。因此，有意地或无意地发出一些与之相对冲的信号，有时可以改变心理预期的方向。

六、财政赤字

财政赤字的增加或减少，也会影响汇率的变动方向。财政赤字往往导致货币供应增加和需求增加，因此，赤字的增加将导致本国货币汇率的下降。但犹如国际收支等其它因素一样，赤字增加对货币汇率的影响并非绝对的。如果赤字增加同时伴有利率上升，则其对货币汇率的影响就很难说了。

七、国际储备

较多的国际储备，表明政府干预外汇市场、稳定货币汇率的能力较强，因此，储备增加能加强外汇市场对本国货币的信心，因而有助于本国货币汇率的上升。反之，储备下降则会引诱本国货币汇率下降。

以上我们列举了影响货币汇率的七大因素。这里必须指出：第一，上述七条因素对汇率的影响不是绝对的孤立的。它们本身可能反方向地交叉起来对汇率发生影响，加之汇率变动还受其它许多因素（包括政治的和社会的因素）的影响，从而使分析汇率变动的任务困难化和复杂化。上述七条因素对汇率的实际影响，只有在假定“其它条件都不变”的情况下，才能显示出来。第二，从根本上讲，劳动生产率才是决定本国货币对外价值的基础。劳动生产率的相对快速增长，使单位货币包含的价值相对增加，从而使本国货币的对外价值相应上升。不过，劳动生产率对货币汇率的影响是缓慢而长期的，它不易被马上察觉出来。

第四节汇率变动的经济影响

汇率变动的经济影响是多方面的。汇率下浮与上浮的方向相反，作用也正好相反。我们现以汇率下浮为例，从一般理论到中国实情来分析汇率变动的经济影响。

一、汇率下浮与物价水平

货币下浮的一个直接后果是对物价水平的影响。传统的理论认为，在需求弹性比较高的前提下，货币下浮可以提高进口商品的国内价格和降低出口产品的国外价格，通过这种相对价格的变化，进口可以减少，从而生产进口替代品的国内产业得以扩张；出口可以增加，从而生产出口商品的产业得以扩张。从这两个方面，下浮可以带动国内产量和就业的增长。但是，在实践中，下浮不一定真能达到上述良好的理想的结果。下浮通过货币工资机制、生产成本机制、货币供应机制和收入机制，有可能导致国内工资和物价水平的循环上升，并最终抵消它所可能带来的全部好处。（1）从货币工资机制来讲，进口物价的上升，会推动生活费用的上涨，从而导致工资收入者要求更高的名义工资。更高的名义工资又会推动货币生产成本和生活费用的上升，如此循环不已，最终使出口商品和进口替代品乃至整个经济的一般物价水平上升，抵消货币下浮可能带来的好处。（2）从生产成本机制来讲，当进口商品构成出口产品的重要组成部分时，下浮会直接导致出口商品价格的上升，并可能最终恶化本国的贸易收支。（3）从货币机制来讲，下浮后，由于货币工资机制和生产成本机制的作用，货币供应量有可能增加。另外，在外汇市场上，下浮后，政府在结汇方面，将被迫支出更多的本国货币，也会导致本国货币供应的增加。（4）从收入机制来讲，如果因为国内对进口商品的需求弹性较低从而汇率下浮不能减少进口总量（或减少的总量不足以抵消价格的上升），外国对本国出口产品的需求弹性较低从而汇率下浮不能增加本国出口总量（或增加的总量不足抵消价格的下降），在这种情况下，本国的收入会减少，支出会增加，并导致贸易收支恶化和物价水平上涨。

从上述分析可以看到，下浮会不会引起国内物价水平的上涨，并不像传统理论所说的那样，仅仅取决于进口商品和出口商品的需求弹性，还取决于国内的整个经济制度、经济结构和人们的心理。我们只能这样说，只有当进出口商品的需求弹性都比较好，并且从总体上讲，工资收入者和企业对生活

费用和生产成本的上升反映不灵敏，政府采取必要的措施来抵消进口物价上涨的影响时，货币下浮对物价的影响才能较有效地得到控制。然而，在改革日益深入和经济日益开放的条件下，期望货币工资收入者及企业对生活费用的上涨反应不灵敏，是不现实的。在中国恢复关贸总协定的席位后，政府也将更难以采取非货币性措施来抵消进口物价上涨的影响。换言之，我们可以这样推论：在今后，任何较大程度的货币下浮，都将对国内物价起到程度不等的推动作用。

二、汇率下浮与外汇短缺

经济发展过程中外汇短缺的原因是多种多样的。在这方面，有许多争论和观点。在国际货币基金组织制定的国际收支调节政策中，一直把货币原因放在首位。货币主义学派倾向于从短期和需求的角度来分析经济发展过程中产生外汇短缺的原因。他们认为：从长期看，一国对货币存量的需求是相对稳定的，它由一国实际经济规模和经济活动决定，比如实际国民收入和物价水平等。而货币供应则在较大程度上可由经济政策来决定。在货币供应衡等式 MS＝m（D＋R）中，货币总供应量 MS 由国内供应部分（D），国际储备（R）和货币乘数（m）决定。如果货币需求上升而 D 不变，则增加的货币需求由国际储备 R 的增加来满足，这时，国际收支为盈余。反之，如果货币需求不变而 D 增加，国际收支就发生逆差。由此，国际收支逆差或外汇短缺反映的问题实际上是国内货币需求（MD）与国内货币供应 D 之间的一种不均衡。国内货币供应 D 在很大程度上由政策决定。因此，货币学派认为，急于发展经济而过度发行货币，是导致外汇收支失衡和外汇短缺的主要原因。

但是，必须指出，货币论在考察外汇短缺原因时，偏重政策因素，其结论是通过控制货币供应量来控制外汇需求，从而忽略了发展经济，改善产业结构，提高创汇能力这一途径。从这一意义上讲，外汇短缺的货币分析法，有失全面。事实上，发展中国家包括中国的外汇短缺，其根本原因在于劳动生产力率低，经济结构和技术水平落后。经济发展要求投入大量技术、装备和原材料。在发达国家，相对价格的变化可以改变对进口货物和国内替代品的选择。然而，在中国，由于经济结构落后和技术水平低下，进口品与国内产品之间的可替换程度相当低。世界银行的一份报告指出：中国工业技术大部分都停留在 50 年代和 60 年代的水平上，在能源和其它投入要素的使用上效率常常十分低下，生产出的产品或质量低下或款式陈旧，改进技术因而已成为中国经济从以投资积累为基础的外延型增长走向以劳动生产率和产品质量提高为基础的集约型增长的关键。世界银行及西方国家学术研究表明：经济增长的源泉，很少完全来自于外延性投资积累，更重要的是来自于投入要素（资本，劳动力）的使用效率，即劳动生产率的提高。

导致外汇短缺的第三个原因，是中国对经济高速发展的愿望。在技术相对落后和劳动生产率相对较低的情况下，要维持经济的高速增长，就必须从国外进口相应的原材料、设备和技术。由于中国在技术装备，经济结构及劳动生产率方面与先进国家相比还有相当大的差距，赶上并弥补这些差距的既定目标将使我国的外汇短缺长期存在。发展经济的愿望与外汇短缺之间的关系，可以用一个很简单的模式来加以说明。外汇短缺是一个事前的经济概念，而不是一个事后的统计概念。在一个单一产品的经济中，比如玉米，社会生产出玉米，储蓄玉米并输出到国外以换回耕作机械，再将耕作机械投资于玉米生产。如果经济发展的目标是增加投资以取得更多的玉米收成和更快的经

济发展，那就意味着该国必须进口更多的耕作机械。如果政府不能征得更多的玉米税以增加玉米出口和耕作机械的进口，外汇短缺就会形成。反之，如果政府能征得更多的玉米税以增加玉米出口，但世界市场对玉米的需求弹性低，外汇收入同样也不能增加。虽然在前者外汇短缺的直接原因是国内的储蓄瓶颈，在后者外汇短缺的直接原因是需求问题，但两者反映了经济增长目标与经济增长能力之间在外汇方面的差距，即外汇短缺，或称外汇瓶颈。

外汇短缺的根本原因不是货币性的，但货币下浮会影响外汇短缺的扩大或缩小。通过货币供应机制，下浮导致国内一般物价水平的上涨，货币发行增多，使人们预期货币的进一步贬值，出于保值，转而将资金投向外币，从而加剧外汇市场的缺口。这是货币供应一预期机制。从更深层次看，货币贬值过度还会起到保护落后企业，不利国内企业劳动生产率和竞争力的提高，不利改善产业结构，从而从根本上不利消除外汇短缺，这是劳动生产率一经济结构机制。货币供应一预期机制对汇市场供求的影响，可能会立即显示出来，也可能要经过一段时滞才能显示出来。在经济发展和宏观金融秩序稳定的情况下，货币供应一预期机制多半要经过一段时间才会显示出其效应，劳动生产率一经济结构机制也同样如此。但是，在人民币自由兑换的条件下，相对价格机制则能立即影响外汇市场的供求。当货币下浮发生时，尤其是当货币汇率大幅度下降时，人民币价格一下子高扬，对外汇的需求相应地下降。1993 年初，许多中小企业不敢问津外汇，其原因就在于以人民币衡量的借汇成本上升过猛，从 1992 年 10 月底的约＄1/￥7 上升到 1993 年 6 月底的近＄1/￥11（按当时对公调剂价计），8 个月上升了约 70%！从上述分析可以看出，在人民币不能自由兑换的条件下，由于更新技术装备而对进口的依赖，由于产业结构落后和劳动生产率低下而导致的进口品一国产品替代程度低下，由于追求高速经济增长而经常超额发行货币等因素对外汇需求的影响，可得到一定程度的压制。但一旦人民币可以自由兑换，人民币可以自由地在国内市场和外汇市场之间移动，我国外汇短缺的问题势必将更明显化尖锐化，而人民币汇率的下浮，尤其是大幅度下浮，可在一定时期内缓和外汇市场的需求压力。但是，通过货币供应一预期机制和劳动生产率一经济结构机制，它的缓和作用会逐渐消失，并可能进一步加剧外汇短缺。

三、汇率下浮与货币替代和资金逃避

货币替代是经济发展过程中因对本国货币币值的稳定失去信心或本国货币资产收益率相对较低时而发生的货币兑换并进而发生资金外流的一种现象。从理论上讲，货币替代和资金外流是两个不完全相同的概念。但是，单方面的货币替代便是资金外流或资金逃避。当国内通货膨胀率或预期通货膨胀率提高而本国货币资产的相对利率不足以抵补因通货膨胀而损失的收益，货币替代就会发生。但货币替代的一个重要前提是货币的自由兑换。没有货币的自由兑换，货币替代只能在外汇黑市上进行，其规模和影响自然小得多。

货币替代和资金外流的最重要经济后果是导致国内金融秩序的不稳定，削弱政府运用货币政策的能力，并且破坏国内的积累基础。货币替代的强化给政府对宏观经济主要变量进行预测和估价带来了风险因素。这种风险虽可做一定程度的调整，但并不能从根本上加以消除。这就从两个方面加强了国内金融上的不稳定性：一是外币的流入与流出扰乱了国内货币的供需机制，会程度不同地妨碍国内经济目标的实现；二是货币替代使得利率的决定更为

复杂。由于货币替代的存在，使得政府对居民所需外币的数量没有一个精确控制，这就削弱了中央银行对信贷和货币流通总量的控制能力，使得中央银行在货币政策的设计和操作时，出现许多始料未及的难题。

货币替代的上述负影响，只有在货币自由兑换的情况下才会发生。当货币不能自由兑换时，大规模的货币替代和资金外流便难以发生。反之，当货币自由兑换时，任何非稳定因素（包括政治因素）及其相关的心理预期，必然会引起货币替代和资金逃避。

就币值风险和收入风险而言，精确地说，决定货币替代的因素不仅仅是相对通货膨胀率和金融资产的相对名义收益率，还取决于本国货币的汇率，用简单公式表示：

（本国金融资产名义收益－通货膨胀率－本国货币的预期高估率或＋预期低估率）－（外国金融资产名义收益率—外国通货膨胀率）

在上述公式中，预期高估表示预期汇率将贬值，故用负号表示。预期低估表示预期汇率将升值，故用正号表示。当左项小于右项时，货币替代便会发生，因为这时本国货币资产的（预期）实际收益率小于外国金融资产的（预期）实际收益率。由此可见，在名义收益率和通货膨胀率既定的前提下，货币汇率的水平能影响货币替代的程度。在不考虑国家风险和其它非经济因素的前提下，汇率的低估有助于减低货币替代的程度。当汇率发生低估时，外币资产持有者在投机等因素的驱动下，卖出外币资产，买入本币资产，这时，便出现货币反替代。但是，汇率低估缓和货币替代的作用有一定的局限性。如前所述，汇率低估通过货币供应—预期机制和劳动生产率—经济结构机制，最终会导致物价水平的上涨，从而是终抵消对货币反替代的影响。

四、汇率下浮与进出口贸易收支

货币下浮对贸易的影响，主要取决于三个因素：一是进出口商品的需求弹性；二是国内总供给的数量和结构；三是“闲置资源”（IDLERESOURSES），即能随时用于出口品和进口替代品生产品的资源存在与否。

表 2-1 中国贸易收支的演变（1976 — 1991）

单位：10 亿美元

年份	出口	进口	差额	货币贬值幅度(%)
1976	6.9	6.6	+0.3	
1977	7.6	7.2	+0.4	
1978	9.8	10.9	-1.1	
1979	13.7	15.7	-2.0	
1980	18.3	19.6	-1.3	
1981	22.0	22.0	0	80%
1982	22.3	19.3	+3.0	
1983	22.2	21.4	+0.8	
1984	26.1	27.4	-1.3	
1985	27.4	42.3	-14.9	14%
1986	30.9	42.9	-12.0	16%
1987	39.5	43.2	-3.7	
1988	47.5	55.2	-77	
1989	52.5	59.1	-6.6	27%
1990	62.1	53.4	+8.7	11%
1991	70.5	62.6	+7.9	

说明：1981 年人民币贬值是指内部结算价的采用。

资料来源：国际货币基金《国际金融统计》1992 年年鉴，ChinaPages，

可以这样设想，当货币下浮后，国内更多产品可在保本或赢利的条件下出口。只要外国市场对这些产品在原来的价格较低的价格上继续有需求，而国内又有能力扩大这些产品的供给，出口就可能增加。从进口方面讲，货币下浮使进口货物的国内价格上升，要求部分需求从进口产品转向进口替代产品。在实际中这部分需求转移能否最终实现以及实现的程度有多少，还取决于国内总供给的数量和结构，即国内能否生产并向社会提供相应的进口替代产品。广义来讲，闲置资源不仅包括原材料，还包括资金、土地、劳动力，甚至科学技术力。没有这些可供随时调用的闲置资源，出口和进口替代品的增加是不可能的。

考察中国 1981—1991 年的贸易收支状况可以发现，经过一年时滞后，几乎每次货币汇率下调后，或贸易帐户盈余增加或赤字减少（请将表 2-1 中 1982 年与 1981 年的数据进行比较，1986 年与 1985 年比较，1987 年与 1986 年比较，1990 年与 1989 年比较。1991 年的盈余虽没有增加，但仍维持在很高的水平）。再进一步分析可见，1981 年至 1991 年的 10 年间，人民币的 5 次贬值，就对进出口的分别影响来看，出口增加的有 5 次，进口减少的只有 2 次。我们可以得出结论，货币下浮对我国贸易收支的有利影响，主要是通过促进出口来达到的。进口不能相应减少，是因为我国对进口品的需求弹性较低，还因为我国的土地、劳动力素质、高科学技术力量等资源的制约而使得进口产品与进口替代品之间的互换程度较低。出口能够增长是因为我国出口商品的结构中，中低档商品劳动密集型商品为主（见表 2-2），我国熟练劳动力队伍宠大，中低档科技力量也资源广大。另外，经济体制的改革，也释放了

一部分生产力。这些对贬值后我国出口商品的增长，起着明显的推动作用。

表 2-2 中国四类主要出口商品在全部出口中的百分比

	1985	1986	1987	1988	1989
食品及食用动物类	19.31	14.38	12.12	12.39	11.70
其它农产品	10.19	9.77	9.47	9.11	8.18
纺织品及相关产品	11.86	13.64	14.68	13.58	13.31
服装和鞋类	8.44	10.48	10.74	11.78	13.76
百分比合计	44.00	48.27	47.01	46.86	46.95

资料来源：《1987 年中国统计年鉴》第 592 页，《1989 年中国统计年鉴》第 634 页；《1990 年中国统计年鉴》第 642 页。

五、汇率下浮与国际贸易交换条件

所谓国际贸易交换条件（以下称贸易条件）是指出口商品单位价格变动率与进口商品单位价格变动率之间的比率。当比率上升，称为贸易条件改善，它表示由于进出口相对价格的有利变动而使相同数量的出口能换回较多数量的进口；反之，当这一比率下降，称为贸易条件恶化，它表示由于进出口相对价格的不利变动而使相同数量的出口只能换回较少数量的进口，这意味着实际资源的损失。当贸易条件改善（或恶化）时若进出口数量依旧不变，则贸易收入必将改善（或恶化）。货币汇率的变化会引起进出口商品价格的变化，从而对贸易条件发生影响。但贸易条件恶化不一定是货币贬值或货币下浮的必然结果。贸易条件的衡量可以用本国货币来衡量，也可以用外币来衡量。两种方法可能导致不同的结果。在考察对实际资源的影响时，以外币来衡量更有意义。在下述情况下货币下浮对贸易条件的负影响可以十分有限。

第一，一国的进出口在世界市场上所占的份额非常小，其进出口商品的外币价格便可以不受其进出口数量的影响。

第二，货币下浮的宗旨在鼓励出口商品的生产，而不在于降低其出口商品的外币价格。货币下浮后，出口商品的外币价格仍保持不变。

第三，出口商品的需求弹性较高而出口商品的供给弹性较低，也能阻止货币下浮后贸易条件的恶化。

国际货币基金组织没有公布中国总的出口商品单位价格指数和进口商品单位价格指数，因此，我们自行选择中国进出口商品中各排行前十位的 10 类商品的单位美元价格作为样本，来考察 1981 年和 1985 年人民币两次贬值后中国贸易条件的变化状况。我们假定货币下浮的影响需要一年的时差。1982 年和 1986 年这 10 类进出口商品各自在全部进出口商品中所占的比重均为 50 %左右，因此，运用它们作为样板，是有代表性的，也不影响总体分析的正确性。在运用上述方法进行分析时，我们没有发现明显的迹象

表 2-31982 年中国 10 类最大出口和 10 类最大进口
商品单位美元价格的变动率

出口	变动率	进口	变动率
服装	+11.47%	钢板	+16.42%
食品	+3.20%	羊毛	+7.06%
棉布	+7.40%	化肥	-0.85%
水产品	+8.97%	棉花	-12.45%
罐头	+12.25%	糖	-24.91%
涤棉	+14.77%	聚乙烯	-13.97%
煤炭	+19.25%	合成纤维及长丝	+15.81%
丝绸	+4.44%	小麦	+6.79%
原油	+3.65%	木材	-8.46%
石油制品	+6.22%	精纺用合成纤维	+10.52%

说明：单位美元价格＝每类商品（进）出口总值/同类商品（进）出口总量。

资料：《中国统计年鉴》（英文版，1983 年），第 412—419 页。

能表明人民币下浮引起了我国贸易条件的恶化。从表 2-3 中我们看到，人民币下浮（下浮 83%）一年后的 1982 年，在出口方面，10 类商品的单位美元价格均告上升；在进口方面，5 类商品的单位美元价格下降，另 5 类商品的单位美元价格上升。从表 2-4 中可以看到，1985 年人民币下浮后（下浮 14%），1986 年中 10 类出口商品的单位美元价格，6 类上升，4 类下降；在进口方面，5 类进口商品的单位美元价格下降，5 类上升。从表 2－5 中可以看到，总起来看，1981 年和 1985 年人民币两次贬值后，经过一年的时滞，1982 年和 1986 年中国 10 类主要进出口商品的单位美元价格，共计发生 40 次变动，其中，计有 14 次的价格发生了不利中国贸易条件的变化，计有 26 次的价格发生了有利中国贸易条件的变化。不管上述计算的准确性怎样，至少没有证据可以证明人民币下浮会导致中国贸易条件的恶化。

表 2-41986 年中国 10 类最大出口和 10 类最大进口商品单位美元价格的变动率

出口	变动率	进口	变动率
服装	+2.7%	生铁和钢板	+1.5%
食品	-4.7%	车辆及汽车底盘	+49.2%
棉布	+3.9%	化肥	-29.4%
羊毛	+0.5%	有色金属及其合金	+0.8%
肉类	+15.4%	电视机	+12.6%
罐头	-6.1%	化工原料	-2.0%
涤棉	-4.4%	合成纤维及长丝	-4.1%
煤炭	+3.2%	食品	-15.7%
丝绸	+8.4%	原木	+1.4%
原油	-52.0%	精纺用合成纤维	-3.3%

说明：单位美元价格＝每类商品（进）出口总值/同类商品（进）出口总量。

资料：《中国统计年鉴》（英文版，1987 年），第 525—529 页。

另外，在上述变动中，我们注意到，有些商品的单位美元价格在贬值后发生了相互矛盾的变化，即在一次贬值后上升，在另一次贬值后却下降。这样的情况，在出口方面有 4 对，在进口方面也有 4 对。这进一步说明人民币下浮与中国进出口商品的美元价格之间，没有明显的联系。

表 2-5 表四和表五的总结

	不利的变动次数	有利的变动次数	矛盾的变动对数	
82 年出口	0	10	出口*	进口**
82 年进口	5	5	4	4
86 年出口	4	6		
86 年进口	5	5		
总计	14	26	4	4

*：食品，罐头，涤棉，原油的单位美元价格，在 1986 年下降，在 1982 年上升。

**：合成纤维及长丝，精纺用含成纤维，食品的单位美元价格在 1982 年上升，在 1986 年下降（此处，以小麦近似代替食品），而原木的单位美元价格在 1982 年下降，在 1986 年上升。

六、汇率下浮与总需求

货币下浮对总需求的影响究竟是扩张性的还是紧缩性的，一直是个有争议的问题。比较传统的理论认为，成功的汇率下调对经济的影响是扩张性的。在乘数作用下，它通过增加出口，增加进口替代品的生产，使国民收入得到多倍增长。根据对 80 年代中国经济运行的观察，人民币下浮确实具有推动出口的作用，也具有推动物价上涨的作用，从这两个角度讲，它确实具有扩张

性作用。

但是，汇率变动与总需求的关系比较复杂。贬值在对经济产生扩张性影响时，也有可能同时对经济产生紧缩性影响。其原因在于：

第一，随着我国经济建设的发展和农村耕地面积的减少，高新技术和设备以及粮食等需求弹性很低的进口商品，越来越必要。1993 年 6 月国家计委一次性宣布，在 2000 年前计划为 210 项工程进口 300 亿美元的高新技术，并且公布了项目指南。这 300 亿美元进口并不包括中央和地方的全部高新技术进口。它们几乎是没有需求弹性的。货币下浮后我国货币购买力的较大部分将转向这些进口商品（和粮食），从而导致对本国产品的需求下降。这实际上是货币下浮加在社会总需求上的一种赋税，可称为“贬值税”。在人民币自由兑换后，这种贬值税有增加的可能，其原因在于：（1）国内外劳动生产率和产品质量之间存在巨大差异，(2) 我国对进口商品的需求弹性较低，(3) 我国社会长期以来存在着较高的进口倾向。在上述情况下，开放自由兑换，很可能引起需求转移和国内总需求的下降，并进而导致部分企业破产，除非出口收入的增长超过进口支出的增长。这是“贬值税效应”。

第二，货币下浮可使出口行业利润增加，进口商品成本增加，两者都会推动一般物价水平上升。为控制物价上涨及在存有货币幻觉的前提下，实际工资的增长可能滞后于物价的增长。在我国，就货币幻觉而言，已经变得淡薄，在沿海大中城市尤其如此，因此，我觉得第一个因素即控制物价上涨的企图，对总需求的影响更大。此外，我们设想企业的边际进口倾向大于工资收入者的边际进口倾向，收入有利于出口行业的再分配，意味着对国内产品的需求将相对下降，从而总需求相对下降，这是“收入再分配效应”。

第三，从货币理论和金融资产的角度来看，货币低估使本国货币购买金融资产尤其是外币资产的能力下降，它把较多的本国购买力转移到了相同数量的外币资产上，从而也会导致总需求的萎缩，这是“货币资产效应”。

第四，最后，“债务效应”也会导致总需求的萎缩。货币低估或贬值后，偿还相同数额的外债需要付出更多的本国货币。当外债还本付息额较大时，货币下浮必会引起国内总需求下降。

由此可见，货币汇率变化对总需求的影响是双重的，既有扩张性影响，又有紧缩性影响，由于数据的严重欠缺，我们目前还无法断定到底哪种影响占据主导地位。不过，我们现在就必须认识到这种双重影响的存在及其重要性。

七、汇率下浮与民族工业、劳动生产率和经济结构

货币下浮无论从理论上还是在实践中，都可以被看成是一种税赋行为。它是对出口的一种补贴，对进口的一种征税。在单一汇率制度下，货币下浮的税赋效应，具有统一性这样一个特点。它不甄别单个企业或单项进出口商品的具体情况，对所有出口进行补贴，对所有进口进行征税。这是它的优点，即操作简便，没有歧视性；又是它的缺点，即过于简单，会导致各种问题。

货币汇率下浮，具有明显的保护本国工业的作用。货币下浮通过提高进口商品的价格，削弱了进口商品的竞争力，从而为本国进口替代品留下了生存和发展的空间。

但货币的过度下浮，使以高成本低效益生产出口产品和进口替代品的那些企业也得到鼓励，因此，它具有保护落后的作用，不利企业竞争力的提高同时也使社会资源的配置得不到优化。

货币的过度下浮，使本该进口的那些商品尤其是高科技产品或因国内价格变得过于昂贵而进不来，或进来了，但加重进口企业的成本。它不利于我国经济结构的改组和劳动生产率的提高。

第五节汇率决定的基础

一、货币制度的演变

在讨论汇率决定的基础之前，有必要先简单回顾一下货币制度的历史演变。

总体上看，货币制度的演变大致经历了以下这么几个阶段，即金本位、金汇兑本位和纸币本位制度。金本位是指以黄金为货币制度的基础、黄金直接参与流通的这样一种货币制度。金本位制度发展到后期，由于黄金产量跟不上经济发展对货币日益增长的需求，黄金参与流通、支付的程序下降，其作用逐渐被以其为基础的纸币所取代。只有当大规模支付需要时，黄金才出马，以金块的形式参与流通和支付。这种形式的货币制度，我们又称它为金块本位制。金块本位制依然是一种金本位制，因为在这种制度下，纸币的价值是以黄金为基础，代表黄金流通，并与黄金保持固定的比价。黄金仍在一定程度上参与清算和支付。以后随着经济的发展，黄金的流通和支付手段职能逐渐被纸币所取代，货币制度演变为金汇兑本位。金汇兑本位制也是一种金本位制，但属比较广义的范畴；在金汇兑本位制度下，纸币成了法定的偿付货币，简称法币（LegalTender）；政府宣布单位纸币的代表金量并维护纸币黄金的比价；纸币充当价值尺度、流通手段和支付手段，并能同黄金按政府宣布的比价自由兑换。黄金只发挥储藏手段和稳定纸币价值的作用。第一次世界大战期间以及 1929—1933 年资本主义经济大危机期间，各主要资本主义国家为筹集资金以应付战争和刺激经济，大量发行纸币，导致纸币与黄金之间的固定比价无法维持，金汇兑本位制在几经反复后终于瓦解，各国普遍实行纸币本位制度。从第二次世界大战之前各国货币制度的演变史中可以看出：

第一，货币制度史的发展就是一个纸币不断取代金属铸币的过程。

第二，货币有四大职能，即价值尺度、流通手段、支付手段和储藏手段。其中，最主要的是价值尺度和流通手段（也可称交换媒介）。纸币取代黄金的过程不是一贼而就的，而是从流通手段职能的扩大开始，逐步地实现的，其流程及各阶段的区别可用表 2-6 来概括。

第三，纸币取代金币不仅仅是因为黄金产量的不足，同时也因为纸币（乃至以后出现的电子货币）作为流通手段和支付手段，有许多天然的优越性，适应了国际经贸高速发展的需要。

表 2-6 各阶段货币制度的特征概括

■

二、汇率决定的基础

1.金币本位制度下汇率的决定基础

不同货币制度下汇率的决定基础是不一样的。在金币本位制度下，各国都规定金币的法定含金量。两种不同货币之间的比价，是由它们各自的含金量对比来决定。例如在 1925—1931 年期间，1 英镑的含金量为 7.3224 克，1

美元所含纯金则为 1.504656 克，两者相比等于 4.8665（7.3224÷1.504656），即 1 英镑等于 4.8665 美元。这种以两种金属铸市含量之比得到的汇价被称为铸币平价（MintParity）。铸币平价是金平价（GoldParity）的一种表现形式。所谓金平价，就是两种货币含金量或所代表金量的对比。

在金币本位制度下，汇率决定的基础是铸币平价。实际汇率则因供求关系而围绕铸币平价上下波动，但其波动的幅度受制于黄金输送点（GoldPoints）。在金币本位制度下，黄金可以自由输出入。如果汇价涨得太高，人们就都不愿购买外汇，而要运送黄金进行清算了。恩格斯说："众所周知，汇兑率是货币金属的国际运动的晴雨计。如果英国对德国的支付多于德国对英国的支付，马克的价格，以英镑表示，就会在伦敦上涨；英镑的价格，以马克表示，就会在汉堡和柏林下跌。如果英国多于德国的这个支付义务，比如说，不能由德国在英国超额购买来恢复平衡，向德国开出的马克汇票的英镑价格，就必然会上涨到这样一点，那时不是由英国向德国开出的汇票来支付，而是输出金属——金币或金块——来支付变得合算了。这就是典型的过程。"[①]但运送黄金是需要种种费用的，如包装费、运费、保险费和运送期的利息等。假定在英国和美国之间运送一英镑黄金的费用为 0.02 美元，那么，铸币平价 4.8665 美元加上运送费 0.02 美元就等于 4.8865 美元，这是美国对英国的黄金输出点。如果 1 英镑的汇价高于 4.8865 美元，美国债务人觉得购买外汇不合算，不如直接向英国运送黄金有利，于是美国的黄金就要向英国输出。铸币平价 4.8665 美元减去运送费 0.02 美元等于 4.8465 美元，就是美国对英国的黄金输入点。如果 1 英镑的汇价低于 4.8465 美元，美国的债权人就不要外汇，而宁肯自己从英国输入黄金。黄金输入的界限，叫做黄金输入点；黄金输出的界限，叫做黄金输出点。汇价的波动，是以黄金输出点作为上限，以黄金输入点为下限，它总是以金平价为中心，在这个上限和下限的幅度内摇摆。黄金输出点和黄金输入点统称为黄金输送点。

以上说明，铸币平价加上黄金运送费，是汇价上涨的最高点；铸币平价减去黄金运送费，是汇价下跌的最低点。这是汇率变动的界限。由于黄金输送点限制了汇价的变动，所以汇率波动的幅度比较小，基本上是稳定的。

2.金块本位和金汇兑本位制度下汇率的决定

在金块本位制度下，黄金已经很少直接充当流通手段和支付手段的作用，金块的绝大部分为政府所掌握，其自由输出入受到了影响。同样，在金汇兑本位制度下，黄金储备集中在政府手中，在日常生活中，黄金不再具有流通手段的职能，输出入受到了极大限制。在上述两种货币制度下，货币汇率由纸币所代表的金量之比决定，称为法定平价。法定平价也是金平价的一种表现形式。实际汇率因供求关系而围绕法定平价上下波动。但这时，汇率波动的幅度已不再受制于黄金输送点。黄金输送点存在的必要前提是黄金的自由输出入。在金块本位和金汇兑本位下，由于黄金的输出入受到了限制，因此，黄金输送点实际上已不复存在。在金块本位和金汇兑本位这两种削弱了的金本位制度下，虽说决定汇率的基础依然是金平价，但汇率波动的幅度则由政府来规定和维护。政府通过设立外汇平准基金来维护汇率的稳定。当外汇汇率上升，便出售外汇；当外汇汇率下降，便买进外汇。以此使汇率的

[①] 《马克思恩格斯全集》第 25 卷，人民出版社，第 650—651 页。

波动局限在允许的幅度内。显然，与金市本位制度时的情况相比，金块本位和金汇兑本位下汇率的稳定程度已降低了。

3.纸币本位制度下汇率的决定

纸币是价值的符号，在金本位制度下，因黄金不足而代表或代替金币流通。在与黄金脱钩了的纸币本位下，纸币不再代表或代替金币流通，相应地、金平价（铸币平价和法定平价）也不再成为决定汇率的基础。

那么，在纸币本位下，汇率决定的基础是什么呢？按马克思的货币理论，纸币是价值的一种代表，两国纸币之间的汇率便可用两国纸币各自所代表的价值量之比来确定。马克思的这一观点，至今依然正确。纸币所代表的价值量或纸币的购买力，是决定汇率的基础。

在实际经济生活中，由于各国劳动生产率的差异，由于国际经济往来的日益密切和金融市场的一体化，由于信息传递技术的现代化等等因素，使纸币本位制度下的货币汇率决定，还受其它多种因素影响。自世界金本位制瓦解后，汇率动荡不已，我国和西方经济学家纷纷著书立说，来探讨纸币同黄金脱钩后货币汇率的决定，形成了形形色色的汇率理论。为开拓眼界，我们在这里分别加以介绍。

三、纸币本位下的 7 种汇率决定理论

1.国际借贷说（Theory of lnternational Indebtedness）

国际借贷说是英国学者葛逊（G.L.Goschen）于 1861 年提出来的。实际上，葛逊在他的著作《外汇理论》中，并没有明确指出国际借贷说的货币制度背景。出于方便和相近性，我们把它放在纸币本位下来加以介绍。

国际借贷说，实质上讲的是汇率由外汇市场上的供求关系决定。他认为，外汇供求是由国际收支引起的。商品的进出口、债券的买卖、利润、捐赠和旅游的收支、资本交易等等，都会引起国际收入和支出。而只有已进入支付阶段的国际收支，才会影响外汇的供求。当一国进入支出阶段的外汇支出大于进入收入阶段的外汇收入时，外汇的需求大于供应，因而本国货币汇率下降；反之，则本国货币汇率上升。当进入收支阶段的外汇供给相等时，汇率便处于均衡状态。这种进入支出的外汇支出又称为流动债务，进入收入阶段的外汇收入又称为流动债权。故此，葛逊的理论被称为国际借贷说。很明显，他的理论实际上就是汇率的供求决定论。它只能用来解释短期汇率的形成，并不能用来解释长期汇率的决定。但因葛逊的理论提出时间较早，所以，在汇率理论史上，占据较重要地位。

2.汇兑心理说（Psychological Theory of Exchange）

汇兑心理说是法国学者阿夫达里昂（A.Aftalion）于 1927 年提出的。他认为，人们之所以需要外币，是为了满足某种欲望，如支付、投资、投机等等。这种主观欲望是使外国货币具有价值的基础。人们依据自己的主观欲望来判断外币价值的高低。根据边际效用理论，外汇供应增加，单位外币的边际效用就递减，外汇汇率就下降。在这种主观判断下外汇供求相等时所达到的汇率，就是外汇市场上的实际汇率。

汇兑心理说，后来被演变成心理预期说，即外汇市场上人们的心理预期，对汇率的决定产生重大影响。汇兑心理说和心理预期说虽引进了唯心论的成份，有偏面之处，但是，它们在说明客观事实对主观判断产生影响、主观判断反过来又影响客观事实这一点上，有其正确的一面。汇兑心理说和心理预期说在解释外汇投机、资金逃避、国际储备下降及外债累积对未来汇率的影

响时，尤其值得重视。1993 年上半年我国人民币在外汇调剂市场上大幅度下降，就同人们的复关预期、开放人民币自由兑换预期、以及通货膨胀预期有关。但是应当指出，汇兑心理说和心理预期说，讲的都是对短期汇率的影响。应该说，它们是影响汇率变动的因素，而不是汇率，尤其不是长期汇率的决定基础。

3.利率平价论（InterestRateParity）

见本章第三节“利率平价论”。

以上国际借贷说，汇兑心理说，利率平价论，都是关于短期汇率的理论。它们实质上阐述的是影响汇率变动的因素，而不是汇率决定的基础。我们接下去从长期的角度来介绍汇率决定的理论。

4.购买力平价说（TheTheoryofPurchasingPowerParity）

购买力平价说，有时又被称为三 P 说，是瑞典经济学家卡塞尔（G.Cassel）在总结前人零星研究的基础上于 1922 年系统提出的。自卡塞尔发表其名著《1914 年以后的货币与外汇》（MoneyandForeignExchangeafter1914）后，购买力平价说在激烈的争论中得到了很大发展，它已成为当今汇率决定理论中最有影响的一种。

（1）购买力平价说的基础

货币的基本功能是价值尺度和支付手段。从根本上讲，货币的价值由单位货币在国内的购买能力来决定，即国内购买力决定货币的价值。国内购买力的倒数为物价水平，因此，货币的价值又可以用一般物价水平来表示。货币的价值同货币的购买力成正向关系，同物价水平则成反向关系。一个 A 国居民之所以愿意持有 B 国货币，是因为他想并且能够用 B 币购买到 B 国生产的“相同量”的商品和劳务。同样 B 国居民愿意持有 A 国货币，也是因为他想并且能够用 A 币购买到 A 国生产的“相同量”的商品和劳务。如耶格总结到：“人们判断货币的价值，主要是为了他们所要进行的购买。在没有控制的市场上，人们趋向于按货币的大致相对购买力来进行货币的互换。”[①]换言之，货币的对外价值是以其对内价值为基础的。如果某种商品在美国的价格是 10 美元，在英国的价格是 2 英镑，则英镑与美元的购买力平价就是 2/10 或 1/5。按购买力平价求得的汇率为 1 英镑等于 5 美元。由于货币的对内价值是物价水平的倒数，故购买力对比可以用一般物价水平的对比来表示。

（2）购买力平价的形式

购买力平价的形式，按静态和动态可以分为绝对的购买力平价和相对的购买力平价。所谓平价，实际上就是指对比。绝对的购买力平价，是用两国物价水平的静态对比获得的，其公式为：

$$\text{绝对的购买力平价} = p(b, t)/P(a, t) = R \quad (1)$$

上式中，P（b，t）表示 B 国在 t 时期中的一般物价水平，而 P（a，t）表示 A 国在 t 时期中的一般物价水平。R 为购买力平价。

一般物价水平是指所有商品和劳务的平均物价水平，这是一个很难测定和表示的量。因而，用绝对的购买力平价来计算汇率，其实用性和可操作性均较低。相对购买力平价克服了绝对购买力平价的这些缺陷，它从动态的角

[①] 耶格（LelandB.Yeager），“给购买力平价说复名”（ARehabilitationofPurchasingPowerParity），载《政治经济学杂志）（JournalofPoliticalEconomy）1958 年 12 月号，第 516 页。

度来考察汇率的决定，其公式为：相对的购买力平价=$\frac{I(b,t)}{I(a,t)}$ ·R_0=R_1上式中，I（b，t）为 B 国在 t 时期中的物价上涨率，I（a，t）为 A 国在 t 时期中的物价上涨率，R_0为基期的双边汇率，R_1为计算期的购买力平价。

相对的购买力平价还有另一种变相的表现形式，称为成本平价。成本平价说认为：货币的购买力归根结底取决于劳动生产率和工资水平。成本与商品的价格不一样，它较少受基期汇率变动的影响。同时，成本也不像商品价格那样，它排除了利润波动的影响，因而，它能较真实地反映长期物价水平（相对于绝对购买力来讲）和通货膨胀率水平（相对于相对购买力平价而言）。成本平价用公式表示为：

成本平价=$\frac{w(b,t)}{W(a,t)}$ · $\frac{PR(a,t)}{PR(b,t)}$ ·R_0=R_t　　（3）

上式中，W（b）为 B 国的货币工资在 t 时期中的增长率，W（a，t）为 A 国的货币工资在 t 时期中的增长率；PR（b，t）为 B 国劳动生产率在 t 时期中的增长率，PR（a，t）为 A 国劳动生产率在 t 时期中的增长率。R_0为基期汇率，R_t为计算期的汇率（成本平价）。

成本的对比与物价水平的对比，在本质上没有太大区别。成本与价格之间所相差的仅仅是利润（和税收）。但是，成本平价论中的成本表示形式，过于局限。成本不仅仅是由工资构成，还包括租金等等。另外，成本本身也受价格影响，因为成本中包括各项生产资料的价格。鉴于此，成本平价论的影响相对较小。不过，成本平价论指出劳动生产率对汇率具有长期影响，这一点是很正确的。

（3）购买力平价说的两个假设和两个含义

购买力平价说的第一个假设是，单位货币的购买力是由货币的发行数量决定的。在社会可供商品总量已定的情况下，货币的供应量越多，单位货币的购买能力就越低；由于货币购买力的倒数是物价水平，因此，货币供应量越多，物价水平就越高。第二个假设是按购买力平价折算后，一种商品的价格在任何国家都是一样的。比如说，某种商品在 A 国的价格为 A，在 B 国的价格为 B，扣除各种运费、保险等，有恒等式 A＝RB。其中，R 为 A 币与 B 币之间的购买力平价。这个假设，被称为“一价定律”，它是购买力平价说的一个重要前提。

购买力平价说的两个含义分别是：（1）短期均衡汇率是长期均衡汇率的函数，前者趋向于接近后者或围绕后者上下变动；（2）购买力平价或者本身就是一种长期均衡汇率，或者是长期均衡汇率的主要决定因素。所谓长期均衡汇率，是指使国际收支在长期中达于平衡的这样一种汇率。

从上述假设和含义可见，购买力平价说的理论基础是货币数量说。货币数量决定货币购买力和物价水平，从而决定汇率。它区别了短期均衡汇率和长期均衡汇率这两个不同的概念，明确表示了它是关于长期均衡汇率决定的理论。它从货币的发行、货币的基本功能即价值尺度职能和流通手段职能，到货币的交换这样一个过程来论述汇率的决定，简洁明了，符合逻辑，易于理解。

（4）购买力平价说的问题和争议

购买力平价说有种种优点，它同时也存在许多问题，从而引起众多争议。

从技术上讲，主要的问题包括：①物价指数的选择不同，可以导致不同的购买力平价。比如国内生产总值消胀指数（GDP deflator），是覆盖面最广的物价指数；批发物价指数（Wholesale Price Index），则是偏重覆盖内外贸商品价格的指数；而消费物价指数（Consumer Price Index），是仅仅覆盖消费品价格的一种物价指数。采用何种指数最为恰当，是个悬而未决的问题。不同国家的不同经济家，对此存有争议。②商品分类上的主观性可以扭曲购买力平价。运用购买力平价来计算汇率，要求不同国家在商品的分类上做到一致和可操作性，否则，就会缺乏可比性。商品分类包括进口、出口、贸易、非贸易等等。不同国家由于价格体系、经济体制、统计口径上的差异，由于人们知识、信息和主观解释上的差异、使商品分类的一致性很难做到。③在计算相对购买力平价时，基期年的选择至关重要。因为相对购买力平价说实际上隐含地假定了基年的汇率 R0 是均衡的汇率。因此，准确选择一个汇率达于均衡或基本均衡的基年，是保证以后一系列计算结果正确的必要前提。研究人员一般很难做到这一点。或因主观判断、或因观察能力和技术、或因数据不足、或因各取所需之需，使基年的正确选择变得十分难。

除了技术上的种种问题外、购买力平价说还存在种种理论上的问题和缺陷，比如，它假定货币数量是影响货币购买力和物价水平的唯一因素。事实上，物价水平并非仅受货币数量的影响，生产禀赋条件、投资、储蓄、资本流动等等，都会影响物价水平。更重要的是，购买力平价假定存在一价定律，不论国际贸易商品还是非国际贸易商品，按购买力平价折算，其在世界各地的价格都是一致的。国际贸易商品的价格在世界市场上形成，故各国的国际贸易商品价格中存在一价定律。而非国际贸易商品，则通过与非国际贸易商品的种种联系，也存在一价定律。换言之，“各国的一般物价水平，通过国际贸易商品价格而联系在一起，是购买力平价说的基础”[①]。然而事实上是，各国非国际贸易的商品价格，虽通过国际贸易商品的价格而相互有一定的联系，但其价格形成的基础乃在各国国内市场，而不是在国际市场。对世界绝大多数国家来讲，国际贸易商品在它们各自的国民生产总值中所占比重小于非国际贸易商品所占的比重，因此，包含国际贸易商品和非国际贸易商品价格在内的一般物价水平，便不可能保持一致。换言之，一价定律不可能在所有商品的价格中存在。西方学者在检验购买力平价说是否正确的研究工作中，绝大部分人都把主要注意力放在检验一价定律上。据美国密歇根州立大学的克来茵和奥菲瑟所作的一个总结，1971—1978 年期间（当时正值世界货币体系从固定汇率的金汇兑本位制转入浮动汇率的纸币本位制），19 个采用不同技术的有影响的实证检验，3 个肯定了一价定律，6 个否定了一价定律，10 个得不出明确结论。由此可见，一价定律既得不到理论上的支持，又得不到实证上的支持[①]。

一价定律不存在的理由是非常容易理解的。由于国家主权的存在、由于

[①] 见哈伯勒（G.Haberler）“通货膨胀作为一种世界现象”，载梅索门（D.I.Meiselman）和拉弗（A.B.Laffet）主编《世界通货膨胀现象》（ThePhenomenonofWorldwideInflation）第 24 页，美国企业公共政策研究所，1975 年。

[①] 克雷宁（M，E.Kreinin）和奥菲瑟（L.H.Officer）著，“国防收支的货币分析法概览”，《普林斯顿国际金融研究》第 43 号，第 22-23 页’1978 年。（TheMonetaryApproachtotheBalanceofPayments：ASurvey，载 PrincetonstudiesinlnternationalFinance，N0，43）。

经济开放程度差异的存在、由于各国生产条件差异的存在，使非国际贸易商品的价格、从而一般物价水平不能保持一致。波士顿的房租与东京的房租，上海的房租与伦敦的房租，不论按绝对价格还是按在工资中的比例，都是不一样的。由此，购买力平价说就为自己留下了一个进一步发展的余地。

5.换汇成本说

换汇成本说是中国原经贸部和理论界的学者，结合购买力平价说和中国的国情于 70 年代未发展出来的一种汇率决定学说。它把购买力平价说中的非贸易商品加以剔除，而用国际贸易商品的价格对比来考察汇率的决定，这显然比购买力平价说更切合中国的实情，因此，可以说它是对传统的购买力平价说的一种进步。

（1）换汇成本说的表达形式

换汇成本可以用两种方式来表达，第一种是在国际市场上换得 1 美元所支出的人民币成本（加上适当的利润）；第二种是在国内市场出售 1 美元的进口物品所能获得的人民币收入（也包括适当的利润）。第一种换汇成本实际上是指出口换汇成本，第二种换汇成本实际上是指进口换汇成本。它们的表达方式分别是：

$$\text{出口换汇成本} = \frac{1+p}{ED} \cdot EY = \frac{EY}{ED} + \frac{P \cdot EY}{ED} \qquad (1)$$

$$\text{进口换汇成本} = \frac{(1+P)MD}{MY} = \frac{MD}{MY} + \frac{P \cdot MD}{MY} \qquad (2)$$

在等式 1 中，P 是预期的利润率，EY 是一定时期中以人民币衡量的中国出口总值，ED 是一定时期中以美元衡量的中国出口总收入，EY 与 ED 之比表示的是狭义的中国出口成本平价，表明中国在国际市场上赚得 1 美元所需支出的人民币代价。P · EY 与 ED 之比表示的是预期的总利润，在我们的理论探讨中，它没有意义（但是它对我国经贸公司来讲，有重要的实际意义）。在等式 2 中，

表 2-7 中国出口换汇成本及官方汇率走势（1980 — 1993）

人民币/美元（直接标价法）

	狭义出口换汇成本	利润率	广义出口换汇成本	人民币牌价汇率
1980	2.31	10%	2.54	1.53
1981	2.48	10%	2.73	1.75
1982	2.73	10%	3.00	1.92
1983	3.12	10%	3.43	1.98
1984	2.80	10%	3.08	2.80
1985	3.10	10%	3.41	3.20
1986	4.12	10%	4.53	3.72
1987	4.56	10%	5.02	3.72
1988	5.00	10%	5.50	3.72
1990	-	10%	-	5.22
1991	-	10%	-	5.43
1992	7.20	10%	7.92	5.75
1993(10 月底)	8.20	10%	9.02	5.77

资料来源：人民币牌价汇率指年底值，摘自《国际金融统计》1992 年年鉴和 1993 年 2 月号,其余数据系作者根据国家外汇管理局及有关资料所作的个人估计。

MD 是以美元表示的一定时期中的中国进口总值,MY 是以人民币表示的一定时期中中国进口商品在国内市场的销售总收入。MD 与 MY 之比表示在国内市场销售 1 元人民币所需支出的美元成本。因此，这个比例表示的是狭义的进口成本平价。同样，P · MD/MY 是预期的进口总利润，它没有理论意义，只有经营意义。等式 1 和等式 2 的整体，分别表示了广义的出口成本平价（出口换汇成本）和进口成本平价（进口换汇成本）。说它们是广义的，是因为它们都包括了利润在内。

（2）两种换汇成本的选择

出口换汇成本和进口换汇成本都是改进了的购买力平价。选择哪种换汇成本作为汇率决定的基础。取决于政府的政策取向和两种成本平价之间的相互关系，如果出口换汇成本与进口换汇成本是相等的两个值，那么，取哪一个的结果都是一样的。反之，如果出口换汇成本与进口换汇成本不相等，那就要依经济运行状况和政府的政策取向来选择其一了。在我国，由于国内外价格体系的差异，出口换汇成本和进口换汇成本是两个不等的值，而鼓励出口又是我国汇率政策的主要目标，因此，我国长期来一直采用出口换汇成本作为依据来指导人民币汇率的决定。表 2-7 列出了作者根据国家外汇管理局及有关报刊资料所估计的我国狭义出口换汇成本和广义出口换汇成本的数据，以供大家参考。

（3）换汇成本和传统的购买力平价的异同

换汇成本说和购买力平价说的异同，可用一张表（表 2-8）来加以归纳。从表 2-8 的比较中可以看出，两者的理论基础是基本一致的。但是，换汇成

本缩小了货币购买力的对比范围和一价定律的适用范围，它仅仅从国际贸易商品这一范围来进行货币购买力的对比和承认一价定律的存在。同时，换汇成本没有假定货币的购买力仅仅由货币的数量来决定，这也是它的一个特征。

6.货币供求说（简称货币论）（MonetaryApproachtotheEx-changeRateDetermination）

货币论是于 70 年代迅速成熟发展起来的一种汇率决定学说,其代表人物是英国伦敦经济学院和美国芝加哥大学教授约翰逊（HarryJohnson）和他的同事们及学生，比如蒙代尔（Mundell），弗兰科（Frenkel），以及国际货币基金组织的学术权威波拉克（Polak）。货币论与其它汇率决定学说的重大区别之一在于它具有

表 2-8 换汇成本与购买力平价的主要特征比较

	换汇成本	购买力平价
广义基础	单位货币的购买力	单位货币的购买力
狭义基础	单位货币对国际贸易商品的购买力	单位货币对一般商品的购买力
假设前提	一价定律存在于国际贸易商品价格之中	一价定律存在于所有商品价格之中
购买力的决定	货币数量、劳动生产率等等	货币数量

强烈的政策性和可操作性，这同 60 年代和 70 年代西方兴起的实证研究大潮有关。在 70 年代和 80 年代西方各国普遍陷入恶性通货膨胀的背景下，货币论走红起来，成为决策的重要依据之一。

（1）货币论的理论基础和表达形式

货币论认为，汇率是货币相对价格的一种表现形式。一国的货币需求是相对稳定的，它不受货币市场存量的影响，只受一国实际经济活动的影响，比如国民收入、利率、公众持有现金余额的愿望等等。当货币供应相对于货币需求而过份增加时，以汇率表示的货币相对价格就会下降。用最简单的公式表示：

$$R=\frac{MS_d / MD_d}{MS_f / MD_f}$$

上式中，MS_d是指本国的货币供应，MD_d是指本国的货币需求：MS_f是指外国的货币供应，MD_f是指外国的货币需求；R 是指汇率（直接标价法）。在其它条件不变情况下，本国货币供应 MS_d 增加，本国货币汇率下降。反之，若本国货币减少或外国货币供应 MS_f增加，本国货币汇率便上升。

（2）货币论与购买力平价说的异同

货币论实际上可以被看作是购买力平价说的一种翻版，因为货币论在两个重大理论前提上与购买力平价说是一致的。第一，汇率由货币数量决定。第二，货币论隐含了一价定律。货币论虽然没有公开以一价定律为前提，但

它假定实际货币需求是稳定的，MS/MD 这一比例所表示的实际上就是一国的一般物价水平。经改写，货币论的基本公式便成为：

$$R=\frac{P(d)}{P(a)}$$

这与绝对购买力平价便完全一致了。这样，两国的物价水平便通过货币市场联结在一起了。但是，货币论与购买力平价说也有区别。第一个主要区别是货币论把供求学说融入了货币数量说，来讨论汇率的决定。第二个主要区别是货币论强调了货币政策的重要性。并且，由于货币政策的重要性，人们对货币政策的预期也会影响汇率，尤其是短期汇率。这样，货币论不但论述了长期汇率的决定，也部分解释了短期汇率的波动。它同时还把心理预期学说结合到货币汇率的讨论之中。第三个主要区别是强调了货币合作的重要性。因为汇率是由两国货币供应量共同决定，而货币供应是由政府决定的。因而，货币政策的协调可以改变汇率水平或起到稳定汇率的作用。以上这些区别，都是货币论的贡献，也是它对购买力平价说的发展。

但是，货币论也有缺点。它无法解释为什么有些发展中国家的货币汇率持续下跌。在 70 年代和 80 年代，有些发展中国家因国际收支和国内经济问题而采取紧缩性货币政策时，仍不能从根本上阻止其货币汇率的下降。在这里，货币论忽视了劳动生产率差异的影响。因此，它在发展中国家遭到比较多的反对。

7.资产市场说（Assets Market Approach to the Exchange Rate Determination）

70 年代初期，在全球性固定汇率制度崩溃和各国金融市场已高度发达的背景下，不少经济学家发展出了一种新的汇率决定学说。由于这种学说侧重于从金融市场均衡这一角度来考察汇率的决定，因此，被称为资产市场说或金融市场投资组合说（Portfolio Balance）。

资产市场说的理论渊源可以追溯到 50—60 年代，但在 70 年代众多资产市场说的论述中，美国普林斯顿大学教授布朗森（W.Branson）可称是最早、最系统和最全面地阐述了资产市场说。因此，他可以被看作是资产市场说的主要代表人物之一，尽管他的学说本身并不十分成熟。

（1）资产市场在短期汇率决定中的作用

汇率既是商品和劳务的相对价格，又是货币的相对价格。但商品和劳务市场的调整速度较慢，汇率变化只有通过一段时滞后，才反馈到贸易和投资（商品和劳务的生产、流通和交换）的决策中。因此，在考虑汇率的决定时，有益的做法是将汇率与利率归为一类，视为货币的价格来加以对待。

资产市场说借用了传统的利率决定学说的基本原理，来讨论汇率的决定。私人投资者可持有货币（货币是一种不生利息的资产），也可用货币购买并持有某种资产（如政府债券）。在某种资产供应量既定的情况下，供求相等决定该种资产的均衡价格或收益率（利率）。如果某种资产的利率不在均衡点上，投资者将买或卖该种资产，直到均衡利率的达到。这种利率决定的模式，同样可以被引用到汇率的决定上。

一国的资产种类，经归纳后可以分为三大类：货币（M）、本国货币表示的有收益的资产（B）、外国货币表示的有收益的资产（F）。一国私人投资者在某一时点上的财富（即资产总量）总量（W），可用 $w=M+B+eF$ 来表示。其中 e 为直接标价法表示的外币价格，即汇率。外币资产（F）的累积，是通

过国际收支中经常帐户的顺差达到的。本市资产（B，以政府债券为代表）的累积，主要通过政府债券的发行来达到。而货币（M）的累积，主要通过中央银行购买政府的债券或融通政府的财政赤字来达到。

在任一特定时刻，若本国货币、本市资产和外币资产的供应量既定，本市资产的利率 r 和外币资产的汇率 e 由各自的需求所决定。外币资产的利率 $\bar{r}$因不受本国货币、本市资产和本国居民的外币资产需求所影响，故 $\bar{r}$为固定不变。在本国金融市场上，对各种资产的需求，在其它条件不变的假定下，取决于 r、$\bar{r}$和 W 的水平。对本市资产和外币资产的需求同该种资产的利率和 W 成正相关关系，同它种资产的利率成反相关关系。而对货币的需求则同两种利率（r 和 $\bar{r}$）均成反相关关系。对三种资产的需求共同决定汇率 e。由此我们可得资产市场说的基本模式。

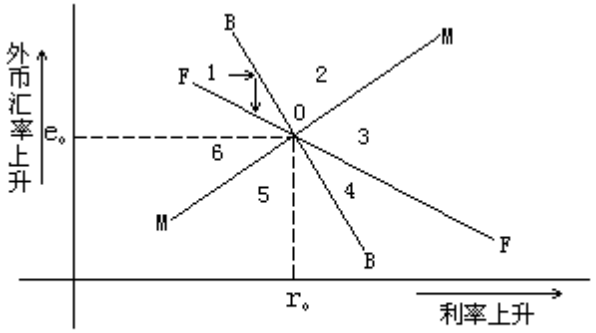


图2-1 资产市场均衡的基本模型

设纵轴表示汇率 e，横轴表示本市资产的利率 r。又设 MM 表示货币需求等于供应的曲线，BB 为本币资产需求等于供应的曲线，FF 为外币资产需求等于供应的曲线。从每种资产的需求与利率（r）的关系可得 MM、BB 和 FF 曲线的斜率。货币需求中升，维持货币需求等于供应的利率也上升，得 MM 曲线的斜率为正。本市资产需求上升，其价格上升或收益率下降，碍 BB 曲线斜率为负。当本市资产利率（r）上升，对本市资产的需求上升而对外币资产的需求下降，得 FF 曲线的斜率为负。又因为本币资产需求对利率的反应相对更灵敏，而外币资产需求对汇率的反应相对更灵敏，故 BB 曲线比 FF 曲线更陡峭一些。从图 2-1 中可以看到，由于 MM、BB 和 FF 是三条分别表示货币需求等于供应、本市资产需求等于供应及外币资产需求等于供应的曲线，故它们的交点 0 既表示均衡利率，又表示均衡汇率。在这一点上，我们称资产市场达于均衡。

资产市场怎么会达于均衡呢？即均衡利率和均衡汇率是怎么达成的，又为什么会同时达成呢？在回答这个问题前，我们要指出资产市场说未加说明但实际却隐含着的三个重要前提。第一是三种资产市场均有相当程度的发育，对利率和汇率的变动十分敏感。第二是三个市场具有紧密的联系，资金可以在三个市场之间自由移动，在市场进入方面没有限制。第三是货币可以充分自由兑换。在这三个前提下，如果交易日之初的利率和汇率均不在点 0 上，比如在区域 1 中（或区域 2、3、4、5、或 6 中，请自行类推），表示利率偏低汇率偏高。在利率偏低的情况下，私人投资者将改变他们的投资组合，出售本市资产以换取贷市，从而将利率右椎到 BB 曲线。在汇率偏高的情况下，投资者将出售他们的外币资产以换取货币，从而使汇率下移 FF 曲线。在

共有三种资产市场的条件下，由于 W＝M＋B＋eF，因此，任何两种资产市场达于均衡时，第三种市场也必同时达于均衡。故此，投资者在资产市场上调动资金对其资产结构进行重新组合的行为，使利率和汇率达于均衡。

（2）资产供应和利率及汇率的变动

以上分析仅限于从需求方面来讨论均衡利率和均衡汇率的达到，而假定供应是不变的。现在我们分析供给量变动对利率和汇率的影响。供给量变动有两种情况，一种是“绝对量”的变动，另一种是“相对量”的变动。绝对量变动是指一种（或两种）资产的供给量增加（或减少）而其它资产的供给量不变，相对量变动是指两种不同资产之间的互换，从而使一种资产的供给量增加而另一种资产的供给量相应地减少，私人投资者的资产总量不变。这两种情况所产生效应分别为总量效应和替换效应。下面先以供给量增加为例来逐一讨论总量效应。

①货币供应量增加。货币供应量增加是因为中央银行融通了政府的财政赤字

随着货币供应增加，投资者将会用增加的（部分）货币来购买本币资产和外币资产，以便重新平衡他们的资产组合。若本币资产和外币资产供给量既定，则由货币供给增加而导致的本外币资产需求上升，会推高本外币资产的价格，使汇率 e 上升和收益率 r 下降。

②本币资产供应量增加

本币资产供应的增加是政府增发债券以弥补财政赤字的结果。本币资产供应增加的后果之一是其价格下跌、收益率上升。至于对汇率的影响，具有两重性。一方面，本市资产供应的增加具有扩大财富 w 的作用，导致总需求增加，对外币资产需求亦相应增加，从而汇率 e 上扬；另一方面，其收益率 r 上升又会相对削弱对外币资产的需求，从而使 e 下降。因此，本市资产供应增加对汇率的影响比较难以判断。

③外币资产供应增加

外币资产供应增加来自于经常帐户盈余，它倾向于推低外币资产价格，使 e 下降。经常帐户盈余若结售给政府，将引起货币供应量增加，从而利率 r 受其影响。但是在这里，我们的假定是经常帐户的盈余仅仅导致外币资产存量的增加，故利率 r 不变。

替换效应大多由中央银行的货币政策操作引起。现以扩张性货币政策操作为例，中央银行在公开市场上售出货币，买进本市资产或外币资产，则本市资产需求增加、价格上扬、利率 r 下降；相应地，外币资产需求增加、价格上扬、汇率 e 上升。

以上讲的是资产市场上短期均衡汇率的达到以及资产供求变化对汇率的影响，我们把这些叙述的结果归纳一下可得表 2-9。从短期来讲，均衡汇率由三种资产市场供求相等的交叉点决定。汇率同利率有密切的联系。资产总量和货币政策可以改变汇率和利率，引起汇率和利率的反向运动，这是要点一。其次，货币供应量通过金融市场对汇率的影响要比通过相对物价和购买力平价对汇率的影响快得多。因此，从短期看，汇率是资产选择决定的，而不是相对物价或购买力的对比决定的。最后，经常帐户盈余导致外币资产存量增加，进而导致外币汇率下降。反之，经常帐户赤字导致外币资产存量减少，外币汇率上升，本市汇率下降。这三点，既是短期均衡汇率决定学说的

概括，又是长期均衡汇率决定学说的基础。

表 2-9 资产存量变动对短期均衡汇率和短期均衡利率的影响

	总量的增长(总量效应)			扩张性货币政策(替换效应)	
	货币存量	本币资产存量	外币资产存量	买进本币资产	买进外币资产
利率	下降	上升	不变	下降	下降
汇率	上升	?	下降	上升	上升

（3）资产市场对短期汇率的动态调节

以上论述的是短期均衡汇率的决定。但资产市场说关于汇率决定的学说，并没有到此为止。在某一特定的时点上，当汇率 e 和利率 r 达于均衡时，经常帐户可能为顺差，也可能为逆差。在浮动汇率制度和政府不干预外汇市场的情况下，经常帐户的顺差（逆差）意味着资本帐户的逆差（顺差），同时又意味着外币资产存量的增加（减少），这反过来又影响到汇率，使汇率下降（上升）。这种不断的反馈过程，对汇率产生不间断的影响，从而形成对汇率的动态调节，直到外币资产存量不再增加（减少），即经常帐户差额为零。这样，资产市场说便从短期汇率决定的学说延伸到了长期汇率决定的学说。

所谓长期均衡汇率，即经常帐户达于平衡时的 MM 曲线、BB 曲线和 FF 曲线的交叉点。资产市场选择能否使短期均衡汇率切近长期均衡汇率，关键在于外币资产增加（减少）能否减少（增加）经常帐户盈余。如前所述，外币资产增加（减少）会导致汇率 e 下降（上升），那么，当马歇尔一勒纳条件（参阅本教材国际收支章国际收支调节理论节）成立时，经常帐户盈余将减少，从而资产市场对短期均衡汇率的动态调节能最终使它切近长期均衡汇率。这里要指出的是，在马歇尔。勒纳条件成立的情况下，资产市场通过外币资产存量变动对短期均衡汇率的动态调节，与相对物价对比和购买力平价调节有两点区别。第一，相对物价对比和购买力对比是指物价水平调节汇率，使汇率达于均衡；而资产市场的动态调节是指短期均衡汇率调节经常帐户，使经常帐户达于平衡从而短期均衡汇率切近长期均衡汇率。第二，资产市场的动态调节会使短期均衡汇率暂时性地调节过头，称为 Overshoot。产生暂时性调节过头的原因是资产选择中存在的惯性。

以上介绍的各种汇率决定学说，并不是相互排斥的。它们各有优劣，相互补充，是从不同的角度来考察汇率的决定。因此，在实际运用中，要根据具体情况来加以选择。

本章思考题

1.汇率的基本概念和派生概念是什么？
2.影响汇率水平的主要因素是什么？
3.汇率变动的宏观经济影响及其传导机制是什么？
4.各汇率决定理论的主要内容及其相互之间的异同？

5.影响我国人民币汇率水平的主要因素有哪些？中央银行应当如何运作来调控人民币的汇率水平？

6.试理解黄金货币作用的演变。

第三章外汇管理

第一节外汇管理的目标和对象

一、外汇管理的含义和目标

外汇管理是指一个国家通过法律、法令、条例等形式对外汇资金的收入和支出、汇入和汇出、本国货币与外国货币的兑换方式及兑换比价所进行的限制。外汇管理的主要目标是维持本国国际收支的平衡，保持汇率的有秩序的安排，维持金融的稳定，促进本国的竞争能力和经济的发展。外汇管理作为上层建筑的范畴，经常会同实际经济的发展产生相矛盾的情况。在经济高速发展、涉外经贸往来不断频繁、国内外经济金融情况发生较大变化的时候，尤其如此。因此，改进外汇管制，使之不断适应形势的发展，就成为国际金融研究的一个重大课题。

外汇管理，通常由各国专设的外汇管理机构或中央银行负责。比如中国，外汇管理由中央银行中国人民银行的外汇管理局负责。实际上，许多国家专设的外汇管理机构（比如我国的外汇管理局），主要负责外汇管理的日常事务、执行外汇管理的法令条文、提出外汇管理的政策建议。许多重大的外汇管理法令条文，是由更高层次的行政机构和立法机构作出的。由此可见外汇管理的重要性。

二、外汇答理的对象

就对象而言外汇管理可分为：对人、对物、对地区、对行业和对国别这样五个层次。

对人的管理，是将人划分为居民和非居民、普通个人和法人。居民（Resident）是指长期定居在本国的任何普通人和法人，包括本国公民、外国侨民、在本国境内依法注册的中外机构和单位。非居民（Non—resident）是指长期居住在本国关境之外的任何个人，包括外国人和本国侨民，和依法设立在本国关境之外的机构和单位，依法注册在外国的国内外机构和单位以及外国外交使团。一般来讲，对居民的管理较严，对非居民的管理较松。

对物的管理，是区别外汇的不同形式来加以管理。用外币表示的有价证券如债券、股票、汇票、存折及外币支付凭证如信用卡、支票等。在我国，就规定了丙种现汇帐户下的外币存款可汇往国外，而丙种现钞帐户下的外币存款则不准汇往国外。这就是一种典型的区别管理。对贵金属及本国货币的输出入的管理，也属对物管理的范畴。

对地区的管理，是指对本国不同地区实行不同的管理政策。比如，通常各国对出口加工区、保税区、经济特区等等，实行比较宽松的管理政策。

对行业的管理，是拉美地区一些新兴工业化国家常采取的一种办法。我国也是如此。对传统出口行业采取比较严的管理，对高新技术和重工业出口采取相对优惠的政策。对高新技术和人民生活必须品的进口采取较优惠的政策，而对生活奢侈品行业的进口则采取较严的政策。我国曾经执行过的外汇留成制度，就是一种典型的行业差别政策。

对国别的管理，是指针对不同国家、不同地区的情况采取不同的汇管政策。

第二节外汇管理的主要内容

一、外汇资金收入和运用的管理

1.外汇资金收入的管理

外汇资金的收入，是指贸易出口、非贸易出口和资本输入引起的外汇收入。就管理的程度而言，一般依次为贸易出口、非贸易出口和资本输入。对贸易和非贸易的管制相对较松，对资本流动的管制相对较严。对贸易和非贸易的出口收汇，管理的主要内容可分为两大类。第一类是出口收汇的集中，通常规定出口收汇必须交售给政府或政府指定的机构。第二类是对出口收汇的鼓励，允许出口收汇中的部分收入归企业留成，或按较优惠的汇率结售给政府，以使出口企业得到更多的本国货币收入。除此之外，许多国家还采取非汇管性措施来鼓励出口，比如信贷、税收等等。出口收汇管理的主要目标是集中外汇收入、增加外汇收入，以保证进口需要和国际收支平衡。对资本输入的管理，主要集中在两个方面。第一是对长期资本输入实施期限结构、投入方向等输入条件的管理。还款期限不宜过份集中，投入方向要符合本国经济发展的需要，资金换市场的比重要适当，资本来源不宜过份集中在某一国家，利润的返回方式要适当等等，都是要考虑的因素。第二是对短期资本输入的管理。在这方面，各国（包括发达国家）大都采取比较严厉的管制措施。

2.外汇资金运用的管理

外汇资金的运用主要在于贸易和非贸易的进口付汇及资本输出。经济发展程度较低的国家，大都实行比较严格的用汇管理。用汇管理的目的也是为了保证用汇和促进经济发展。因此可以说，外汇管理是经济不发达的一个直接附产品。此外，国内外价格体系的不联结以及宏观经济金融秩序的不稳定，也是导致外汇管理的重要原因。根据国际货币基金组织的分类，世界上实施较严外汇管制的国家（和地区），或者是经济不发达国家，或者是原计划经济国家。这些国家和地区，出口创汇能力低，外汇资金匾乏，国内外价格体系严重脱节，为保证国内经济改革的有秩序进行，集中地有优先次序地使用外汇，大多实行较严格的外汇管理。

在进口付汇方面，实施严格外汇管理的国家，通常采用进口许可制。只有获准进口，才能申请进口外汇。进口许可证的签发，通常要考虑进口总量、进口商品的结构、进口品的生产国别、进口支付的条件等等。有些国家还对某些进口品（如烟、酒）实行专营。

在资本输出的管制方面，发展中国家大都实施严格的管制，一般不允许个人和企业自由输出（或汇出）外汇资金。但是近年来，随着区域经济一体化和贸易集团化趋势的出现，不少发展中国家开始积极向海外投资，以期通过直接投资来打破地区封锁，带动本国出口贸易的增长。拉美国家、韩国、东盟各国、中国近年来的海外投资都十分活跃，这就为外汇管理和国际金融的研究带来了一个新课题。

二、货币兑换管理

1.自由兑换的定义和分类

外汇资金收入和运用的管制，归根结底是依靠货币兑换管制来进行的，或者是以货币兑换管制为基本前提的。如果一国的货币可充分自由地兑换成另一国货币，那么，外汇收入和运用的管制便难以进行。货币自由兑换按范围可以分为：贸易帐户下的自由兑换，非贸易帐户下的自由兑换，资本帐户

下的自由兑换。按对象又可分为企业用汇的自由兑换和个人用汇的自由兑换。按程度可分为完全的自由兑换和局部的有限的自由兑换。所谓自由兑换，是指在外汇市场上，能自由地用本国货币购买（兑换）某种外国货币，或用某种外国货币购买（兑换）本国货币。按照国际货币基金组织的定义，一国若能实现贸易帐户和非贸易帐户（即经常帐户）下的货币自由兑换，该国的货币就被列为可兑换货币。截止 1992 年底，被基金组织列为可兑换货币的已达 72 种。

2.管制货币兑换的原因

外汇管制最基本最主要的内容即为货币兑换管制。第二次世界大战结束后的初期，世界上除美国等极个别国家外，所有其它国家均实施程度不等的兑换管制。从 60 年代起，西欧及日本诸国开始放松兑换管制，但时至今日，大多数国家仍多少保留着某种程度的兑换管制。比如意大利，个人将里拉换成美元，就有某种程度的限制。至于发展中国家，实施兑换管制的国家就更多，管制程度也更严格。综合发达国家和发展中国家实施货币兑换管制的情况看，实施货币兑换管制的原因可归纳为以下几条：

（1）外汇短缺。外汇短缺是指外汇供应小于外汇需求的趋势。引起外汇短缺的原因是多种多样的。比如西欧和日本，在 40 年代后期和 50 年代的外汇短缺，是因为第二次世界大战的破坏，工业生产能力未完全恢复。再比如，大多数发展中国家的外汇短缺，是因为经济发展阶段落后，创汇能力低于用汇需求。

（2）金融秩序的混乱或失控。金融秩序的混乱和失控，也会引起外汇管制。美元是世界公认的可充分自由兑换的货币。但在历史上，美国曾在 1968 年和 1971 年两度管制美元同黄金的自由兑换。在当时的货币制度下，美元的自由兑换既指美元同其它各国货币的自由兑换，又指美元同黄金的自由兑换，而美元同黄金的自由兑换更主要。但由于当时国际货币制度的缺陷，导致对美元的投机，美国无力控制这种混乱局面，从而不得不中断美元同黄金的自由兑换。类似的情况在其它国家也有发生。比如意大利里拉，因经不起投机浪潮的冲击，被迫于 70 年代初实行双重汇率。金融秩序的混乱是由多种原因引起的，追究其国内方面的原因，一般与货币的长期高估有关，而货币的高估又与货币发行量的过度增加有关。货币高估诱发人们对该种货币的贬值预期，从而引起人们抛售该种货币。当抛售达到一定规模，该国政府的外汇储备耗尽到一定程度时，管制便应运而生了。

（3）经济体制及价格体系的差异。国内经济体制及价格体系与外部世界的差异，也是阻碍开放货币兑换的重要原因。货币自由兑换意味着国内市场与国际市场、国内价格体系与国际价格体系联结得更紧密了。这种联结自然会对国内经济的运行及各种比价关系形成冲击。因此，在经济体制和价格体系与外部世界存有巨大差异的情况下，开放货币兑换是很困难的。

三、汇率的管理

汇率管理是外汇管理的又一重要内容。汇率管理涉及汇率水平的管理、汇率种类的管理和汇率制度的管理这样三个方面的内容。

汇率水平的管理，是指在管理浮动汇率制度或固定汇率制度下，对本国货币与外国货币的比价水平进行的管理，包括比价水平的确定和比价水平的调整。汇率水平管理中要考虑的主要因素是（1）汇率水平的决定基础是什么，

（2）汇率政策的主要目标是什么，（3）汇率水平变动的经济影响是什么这样三个问题。由于这三个问题在前面的章节中已作了较多的讨论，故在这里，我们把注意力集中在汇率种类和汇率制度的管理上。

1.汇率种类管理

汇率种类管理指实行单一汇率、或双重汇率、或多重汇率。一国实行两种或两种以上的汇率，称为复汇率。因此，双重汇率和多重汇率都属于复汇率范畴。复汇率按其适用对象可分为经常帐户汇率和资本帐户汇率，前者又称为贸易及非贸易汇率，后者又称为金融汇率。在这样一种形式的复汇率下，贸易和非贸易汇率通常相对稳定；而金融汇率通常听任市场供求关系决定，政府对此不加干预。实行这种形式的复汇率，通常是由金融秩序混乱、短期资本流动过于频繁而引起的。为了稳定进出口和物价，政府便对贸易和非贸易汇率实施干预以便让其稳定在一个理想的水平。复汇率按其适用对象还可按行业或商品种类来加以划分。比如传统出口商品用一种汇率，高新技术出口采用另一种汇率；生活必须品进口用一种汇率，奢侈品进口采用另一种汇率；如此等等。采用这种形式复汇率的主要理由是：（1）需求弹性不可能在所有进出口商品的种类中完全一致，有的高，有的低，故根据不同种类进出口商品的需求弹性差异而采取不同的汇率，能使汇率真正起到政策杠杆的作用；（2）采用多种汇率的另一目的是要对某些行业或商品的生产给予特殊鼓励，而对另外的某些行业的生产或商品进口予以限制。

复汇率按其表现形式有公开的和隐蔽的两种。隐蔽的复汇率又有多种表现形式。第一种形式是对出口按商品类别给予不同的财政补贴（或税收减免），由此导致不同的实际汇率；或者对进口按类别课以不同的附加税，这同样导致不同的实际汇率。第二种形式是采用影子汇率。影子汇率实际上是附在不同种类进出口商品之后的一个不同的汇率系。比如，某类商品的国内平均单位生产成本是 8 元人民币，国外售价是 1 美元，官方汇率为美元等于 6 元人民币，通过官方汇率只能弥补该单位产品的 6 元生产成本。为鼓励出口，就在该类产品的官方汇率之后附加上个 1.34 的折算系数（1.34×6＝8.04）。这样，当该产品出口后，1 美元的收入便可换到 8 元人民币。由于不同种类的进出口商品因成本不同往往具有不同的影子汇率，故影子汇率构成实际上的复汇率。复汇率的第三种隐蔽的表现形式是一国已存在官方汇率和市场汇率两种汇率的条件下，对不同企业或不同的出口商品实行不同的收汇留成比例。允许企业将其留成外汇在平行市场或调剂市场上按市场汇率换成本国货币，这等于变相地给予补贴。留成比例高的企业所得变相补贴就多，留成比例低的企业所得变相补贴就少，没有留成的就得不到补贴（见表 3-1）。从表 3-1 中可见，有多少留成比例，实际上就有多少种汇率。

复汇率的最大缺点是：第一，管理成本较高。由于汇率种类繁多，势必涉及大量的人力成本。管理人员主观知识上的缺陷，官僚褥文，信息不通，都会导致复汇率的错误运用，使经济运行的整体效益下降。第二，扭曲价格。汇率是商品价格的表现形式。众多的汇率，导致众多的价格，使价格关系变得复杂和扭曲。第三，不公平竞争。复汇率实际上又是一种变相的财政补贴，它使不同企业处在不同的竞争地位，不利于公平竞争关系的建立和透明的市场关系的形成。另外，复汇率容易引起国际社会的非异甚至报复，不利国际经济合作的发展。从战后世界各国的历史看，复汇率被采用的频率相当高，

但是，被中止的频率也相当高。换言之，复汇率被经常性地作为一种权宜之计或过度措施来加以利用，较少有国家长期地使用某种特定形式的复汇率制度。

表 3-1 收汇留成比例与复汇率的关系

	出口收汇	留成比例	按官方汇率$1/￥4 折算的本币收入	按市场汇率$1/￥6 折算的本币收入	本币收入总计	实际平均汇率
甲	100 美元	50%	200 元	300 元	500 元	$1/￥5
乙	100 美元	20%	320 元	120 元	440 元	$1/￥4.4
丙	100 美元	0%	400 元	0	400 元	$1/￥4.0

2.汇率制度的管理

汇率制度管理是指采用浮动汇率（Floating Exchange Rate），还是国家汇率（Fixed Exchange Rate），还是介于两者之间的某种汇率制度，比如有管理的浮动汇率（Managed Floating Exchange Rate）[①]，爬行钉住的汇率（Sliding 或 CrawlingPegExchangeRate），较大波动幅度的固定汇率（WideBand），等等[①]。各种汇率制度，就两极来说，一极是完全浮动的汇率；另一极是完全固定的汇率。在现实世界中，采用完全浮动或完全固定的汇率制度，是没有的。但在学术研究中，关于汇率制度的争论主要集中在浮动汇率和固定汇率孰优孰劣这一焦点上。其主要原因有两个，一是学术讨论的抽象性，二是其它中介汇率制度的优劣探讨可从浮动汇率和固定汇率的争论中延伸出来。

浮动汇率和固定汇率孰优孰劣是国际金融领域中一个长期争论不休的问题。一大批著名学者均卷入了这场争论。比如，赞成浮动汇率的经济学家有哈伯勒（G，Haberler）、约翰逊（H.Johnson）、弗里德曼（M.Friedman）等，赞成固定汇率的有蒙代尔（R.Mundell）和金德伯格（C.Kindleberger）等。

赞成浮动汇率的主要理由有：

第一，汇率由供求关系决定，能真实地反映国际经济交往的实际状况。当外汇供大于求时，外汇汇率下降，本国货币比率上升，相应地，本国进口增加出口减少，外汇需求上升，国际收支得以恢复平衡；反之，当外汇求大于供时，本国货币汇率下降，进口减少出口增加，外汇供求增加。因此，浮动汇率可以自行调节国际收支，其效率远比行政干预高得多，从而有利国际贸易的发展。

第二，在浮动汇率下，内部平衡和外部平衡不会发生矛盾，各国有推行本国政策的较大自由，因为在浮动汇率下，国际收支平衡的目标可由汇率自行调节，各国不必采取紧缩性的或膨胀性的财政货币政策去应付外部平衡这一目标。

第三，浮动汇率能减少通货膨胀和经济周期的国际传递。在固定汇率下，

[①] 管理浮动汇率又称为肮脏浮动（DirtyFloating）。

[①] 汇率制度管理的另一内容是关于货币同盟的。在同盟内，各成员国货币彼此问实行固定汇率，对同盟外，实行集体浮动。货币同盟问题，将在第七章中单独讨论。

两国的货币和商品市场通过固定汇率紧紧地联结在一起。一国的物价上涨必引起另一国物价的上涨。而在浮动汇率下，汇率的变动则可抵消这种传递影响，浮动汇率因而犹如一堵堤墙，对通货膨胀和经济周期的传播起到一种隔绝作用。

第四，浮动汇率因由供求关系决定，还能预防外汇市场上因贬值预期而导致的大规模投机冲击，自动调节短期资金的移动，消除因汇率长期固定而引起的国际收支巨额逆差和长期不平衡的严重后果。

赞成固定汇率的主要理由有：

第一，汇率的波动导致价格的波动，并进而导致国际贸易的不确定性。外贸风险的增加不利国际贸易的发展。

第二，浮动汇率容易使各国滥用汇率政策，通过干预外汇市场，形成货币竞争性下浮，或者，听任货币汇率朝有利于本国的方向变动，形成以邻为壑的汇率政策。浮动汇率放松了一国的国际收支纪律，从而最终不利国内经济的稳定和发展，也不利国际经济的合作。

第三，浮动汇率制度具有通货膨胀倾向，这种倾向来源于两个方面。第一是国际收支纪律的放松，使各国在采取膨胀性财政货币政策时可不必考虑国际收支和汇率纪律。第二是浮动汇率下通货膨胀的传递具有不对称性。当本市汇率下浮，进口成本上升，物价上升；当本市上浮时，进口成本则因价格刚性而不容易下降或下降不足，其净效应便是物价的上涨。扩大到两个国家的相互关系来看，一国货币的上浮便是另一国货币的下浮。下浮国家的物价上升幅度要超过上浮国家物价下降的幅度。其净效应便是世界物价水平的上升。这称之为不对称效应或凸轮效应。

第四，浮动汇率还容易造成短期资金的频繁移动和投机。汇率的下浮或预期下浮会导致资金外流，汇率的上浮或预期上浮会导致资金内流。资金的频繁移动使货币政策的操纵变得复杂化，使财政货币政策的国内目标受到干扰，使金融市场的稳定受到影响。

实际上，浮动汇率和固定汇率孰优孰劣是一个很难从抽象上加以判断的问题。两种汇率制度各有其优点，各有其缺点。归根结底，一国采取什么样的汇率制度要考虑下述因素：

第一，国内外金融和经济秩序的稳定状况。

第二，国内外价格体系的差异状况。

第三，对外经济贸易往来的密切程度、国别分布状况以及商品结构（参阅第七章）。

第四，本国政府对汇率的干预能力。

第五，经济发展的阶段差异和周期差异。

上述这些因素与汇率制度选择的关系，大致可以表述如下：

经济金融状况稳定	宜采取较稳定的汇率
国内外价格体系差异较大	同上
与某(些)国家的经贸往来密切	对该(些)国家货币保持较稳定的汇率
出口商品结构比较单调	宜对主要贸易对象国的货币保持固定比率
外汇市场干预能力较弱	以行政管制的办法采取固定汇率或其它中介汇率
经济发展的阶段差异和周期差异小、政策合作状况好	宜采取较稳定的汇率

第三节我国外汇管理中值得总结和研究的问题

一、外汇留成制度和调剂价格

1979 年，国务院决定实行贸易外汇和非贸易外汇额度留成的办法。所谓额度留成，即当一企业通过商品和劳务的出口获得外汇收入后，可按一规定的比例获得外汇留成归其所支配。但是，留成外汇并不采用外币现金留成的办法，而是采用额度留成的办法。在这里，额度就是一种外汇所有权的凭证。比如，一企业出口所得外汇为 100 万美元，留成比例是 20%，当该企业将全部出口收汇 100 万美元结售给政府时，它便获得 20 万美元的留成额度。今后，当该企业需要用汇时，可凭此留成额度向政府买回等值的美元（20 万）。外汇额度留成制的主要目的在于调动各方面的创汇积极性，使外汇管理既集中又分散，既保证国家对外汇的宏观控制又使地方、部门和企业在外汇使用上有一定的机动余地和自主权。

外汇额度留成是当时我国外汇管理中的一个重大举措。实施至 1993 年 12 月底，它在调动各方面的出口积性上，起到了明显的作用。但是，它也导致了我国外汇管理的复杂化，具体表现在以下几个方面。

第一，在外汇额度留成制度下，企业和地方留成的是额度而不是外汇现金本身，因此，产生了外汇所有权和使用权相分离的情况。历年来在留成额度名义下结售给政府的外汇，被国家用汇计划所安排掉，导致企业和地方的留成额度总额不断上升（见表 3—4），具有超过国家外汇储备的趋势。为扭转这一问题，有人曾提出用现汇留成取代额度留成[①]。在现汇留成制下，企业出口创汇后所得的留成，不是额度，而是外汇本身。现汇留成的好处，除可避免外汇使用权与所有权相脱节外，还可减少人民币信贷资金的投放（因为现汇留成部分不必结售给国银行），并且，存放在银行的现汇留成，构成银行的外汇资金来源，银行可转贷给急需用汇的单位，加速外汇资金的周转使用。但是，现汇留成也有引起争议的地方。实行现汇留成后，国家外汇库存将减少；如果允许将留成现汇存入任何专业银行或商业银行，国家可支配的外汇储备也将减少。

第二，外汇留成制的原意是调动各方面的积极性，以增加我国的外汇收

[①] 1993 年，额度留成改现汇留成曾在上海、深圳、海南试行。

入。但自 1979 年以来，外汇留成比例的种类越来越多，地

表 3-2 上海贸易外汇留成比例表（1988 年下半年）①

出口商品种类		中央所得(%)	地方				
			地方留成(%)	地方留成分配(%)			
				地方政府	外贸公司	企业主管局	企业
一般商品(承包)		75	25	12.5*			12.5*
三个改革行业(轻工、服装、工艺品)		20	80	12.5	55		12.5
机电商品(承包)		35	65	7	30(进口原料) 4.9(经办费)	2.1	21.0
电子集团,汽车集团,军工产品,议价成品油							100.0
船舶		10	90				90.0
来料加工装配业务	企业直接承接加工	10	90			10	80.0
	外贸委托企业加工	10	90			60	30.0
	中央直属企业直接加工	10	90		中央主管 10		80.0

*各返回外贸公司 1%的留成

资料来源：程怀日、王昌栋编著《国际金融》第 91 页，浙江大学出版社 1989 年版。

区与地区之间，部门与部门之间，企业与企业之间，实行着五花八门的留成比例。由于留成外汇（额度或现汇）可按调剂价进行买卖，这就使外汇留成制失去了公平竞争的原则，它不利于全国统一市场的形成和发展，成了价格扭曲的一大根源。

第三，种类繁多的外汇留成比例之所以会产生不公平效应，前提条件是外汇调剂价格的存在及其与官方汇价的差异。我国外汇调剂业务几乎与外汇留成制同时产生，外汇调剂业务是外汇留成制的直接后果，而外汇调剂市场实际上主要是留成外汇的调剂（还包括三资企业投入外资的调剂）。在 1980 年，国家规定了留成额度的调剂办法。当时的调剂中介机构是中国银行，调剂价限制在高于牌价的 10%。当时由于对调剂业务的行政措施太严、限价太死，因此，调剂业务不很活跃。直至 1987 年下半年和 1988 年上半年，深圳和上海建立了外汇调剂中心，实行竞价买卖，允许价格自由浮动，中国的外汇调剂业务才迅速发展起来。至 1992 年底，全国已有约 100 个外汇调剂中心，调剂金额分别如下：

表 3-3 调剂市场业务规模

1988 年	1989 年	1990 年	1991 年	1992 年
64 亿美元	85.5 亿美元	131.6 亿美元	204.4 亿美元	250.0 亿美元

资料来源：国家外汇管理局及有关报刊资料

调剂市场在促进外汇的互通有无，改外汇的计划分配为市场分配，加速外汇资金的周转流通方面，贡献是巨大的。但是，调剂市场和调剂价格也为我国外汇管理带来了问题。首先，在调剂价与官方汇价并存的情况下，形成了双重汇率；通过调剂价与官方汇价的差异及外汇留成比例的多样化，又形成复汇率。这种实际上的复汇率，曾多达几十种。其次，调剂价的波动较大。在 1989 年中，调剂价与牌价的差距曾达 2 元人民币，1990 年缩小到 0.8 元，1991 年又缩小到 0.5 元；1992 年扩大到 2 元，1993 年 6 月高达 5 元人民币。调剂价格的剧烈波动使许多企业无所适从，因而对外贸的正常发展和宏观金融的稳定带来了一定程度的负面影响。最后，全国约 100 个外汇调剂中心，曾长期处在分离状态，全国统一的外汇调剂市场在 1994 年之前一直没有形成。这不利于外汇资金的横向流动，也不利外汇市场的发育。

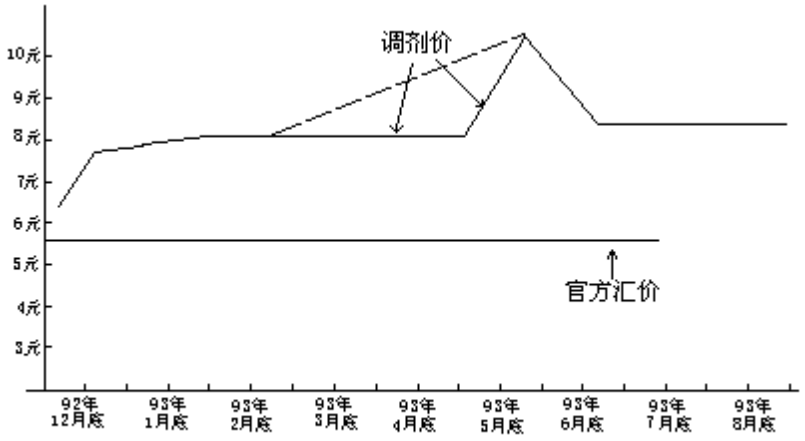


图3-1 上海外汇调剂价格的波动（1992年底到1993年7月30日）

图 3-1 上海外汇调剂价格的波动（1992 年底到 1993 年 7 月 30 日）注：图中虚线为场外交易加价的大致趋势。

资料来源：上海国家外汇管理局。

二、汇率的统一和汇率水平的确定

1.汇率的统一

外汇留成比例多样化导致的实际复汇率，前提在于调剂价与牌价的差异。如果统一了调剂价与牌价，汇率统一便完成了关键性的一步。从建立社会主义统一市场、扩大对外开放的角度看，汇率统一也势在必行。无论是关税与贸易总协定组织，还是国际货币基金组织，都反对歧视性的汇率政策，其中包括复汇率。

怎样实行汇率的统一？大多数学者主张采取逐步缩小牌价在分配外汇方面的作用，扩大调剂价的作用，使牌价慢慢形同虚设以致最后自动消亡，这是平行统一。与此同时，使牌价向调剂价靠拢，使两者的差距逐步缩小，最后达成一致，这是垂直统一。

按照上述模式，今后全国外汇分配的主要任务将由调剂汇率来承担[1]。因此，调剂汇率的水平及其波动，势必对我国经济产生更大的影响。像 1993 年上半年调剂汇率的巨大波动，今后是绝不容许再出现的。这就涉及到怎样确定一个合理的指导汇率，以及当调剂汇率过份偏离指导汇率时对调剂汇率进行干预的问题。此外，当汇率统一后，外汇留成制将失去其原来的意义，企业不再能通过出售留成外汇来取得额外的利润。其可能产生的问题，也是今后外汇管理工作所要予以解决的。

2.汇率水平的确定

确定一个合理的指导汇率，关键在于三点。第一点是汇率的基础，第二点是影响调剂汇率水平的因素，第三点是汇率政策的主要目标。国内外许多学者和机构，运用一般购买力或生活费用的对比来测算人民币与美元的比价，结论为 1 美元约等于 1—2 元人民币。而按照中国的出口换汇成本计算，1992 年底的比价为 1 美元约等于 7—8 元人民币。这两种计算方法所得的结果之间存在巨大差异。由此可见，选择正确的方法来确定人民币对外价值的基础，是找到适当的指导汇率的先决条件。但是，找到了汇率基础，并不等于不允许实际汇率偏离它，也不意味汇率基础本身就是指导汇率。许多因素都会影响汇率，使市场汇率偏离汇率基础。确定指导汇率的任务实际上就是要确定偏离的合理界限。当市场汇率的偏离超越此界限时，才实施干预。从最近几年情况看，我国人民币汇率除受供求关系影响外，还在很大程度上受货币供应和信贷投放、心理预期以及人民币利率水平的影响。在汇率政策的主要目标这一问题上，以前传统的看法一直是，“有利于经济体制的改革，有利于对外开放，鼓励出口，适当兼顾进口，充分发挥汇率的经济杠杆作用。”这实际上是说，汇率政策的主要目标是外贸（出口）。然而，当汇率统一后，尤其是在人民币逐步走向自由兑换的过程中，汇率对宏观经济的众多方面均有重大影响。外汇政策不应当继续是外贸政策的一种简单依附，而应当成为一项独立的宏观经济政策。与之相适应，汇率政策的主要目标应依据宏观经济的阶段运行状况来确定，而不应将其永久性地固定在鼓励出口上。

三、1994 车外汇管理制度的改革

如前面所述，长期以来，人民币官方汇率与调剂汇率并存、多种多样的留成比例、以及人民币与外汇券（Foreign Exchange Cer-tificate，FEC）同时流通，使我国外汇管理制度变得极其复杂，也造成了许多问题，与建立一个高效、透明、易干操作的外汇体制相悖。为了彻底扭转这种局面，加速我国外汇管理体制的改革，中国人民银行总行于 1993 年 12 月 30 日公布了我国外汇管理体制的新方案。这是一次力度很强的改革，归纳起来，主要有以下几方面的内容：

（1）汇率并轨，取消人民币官方汇率，人民币汇率由市场供求关系决定，政府只在必要时予以干预和调控。

（2）实行结汇制，取消对国内企业实行了长达 15 年的外汇留成制，企业出口所得外汇收入须于当日结售给指定的经营外汇业务的银行。以后需要用汇时，凭合法进口单据再向银行买汇，无须再经外汇管理当局批准，供求关系由汇率调节。

（3）银行向持有合法进口单据的用汇需求者提供（出售）外汇。为确保

---

[1] 见新增补的下文

供汇，建立银行间外汇市场，中心设在上海（即全国外汇交易中心），联网全国，相互调剂头寸，形成银行市场决定的汇率，外汇调剂中心的原有功能将逐步消退。

（4）取消外币和外汇券计价，经过一段时间过度后，取消外汇券。

上述方面的改革，将使我国外汇管理体制进入一个全新的阶段，其主要特征是汇率统一、以结汇制取代留成制、以全国联网的统一的以银行间外汇市场取代以前的官价市场和分散割离的调剂市场、以管理浮动汇率制取代以前的官价固定调剂价浮动的双重汇率制、以单一货币流通（人民币）取代以前的多种货币流通和计价。这些重大改革，无疑将使我国外汇管理体系进入一个更加透明、更加市场化、更加统一和高效的新时期。由于改革的内容广泛、力度强、又刚刚开始，因此，其中必定会带来的问题尚不十分清楚。初步看来，有以下几个问题值得重视：

第一，在实行结汇制后，银行能否做到凭合法单据保证供汇。换言之，人民币汇价下浮可不可能成为调节外汇供求的一种手段呢？从理论上讲，人民币汇价下浮使外币价格上升，对外币的需求相对减少，因此，汇价变动可以起到调节外汇供求的作用。但在中国，人民币汇价下浮的可允许幅度是有限度的。前面已经分析到：在 1978—1992 年时期，人民币汇价下浮对中国经济至少具有八个方面的影响，其中，汇价下浮对我国经济带来的不利影响主要有：

1、人民币下浮将助长我国的通货膨胀。人民币下浮后，通过货币工资机制、生产成本机制、结汇和货币供应机制和收入机制，对我国物价的上涨具有明显的推动作用。在今后一个相当长的时期内，货币稳定将是我国经济政策的主要目标之一。因此，从控制物价上涨的角度讲，人民币汇价的大幅度下浮是不能允许的。

2.不利于提高劳动生产率和改善经济结构。国际货币基金组织最近发表了一份研究报告指出：在计划经济向市场经济转变的过程中，高利率会压制投资需求，但却能提高使用资金的效率，因为高利率迫使企业更有效地利用资金。这个原理同样地适用于汇率。货币下浮实际上是对进口的征税和对出口的补贴，具有保护落后的出口商品生产企业和进口替代品生产企业的作用。目前我国出口商品结构仍然比较落后，高附加值的出口商品数量不多，高附加值产业基本上处于起步阶段，需要引进大量的先进技术和设备。人民币下浮无疑会滞呆我国经济结构的调整和资源的优化配置。

3.由于人民币下浮既不利物价稳定，又不利提高劳动生产率和改善经济结构，那么，从长期看，它也就不能从根本上解决我国的外汇短缺问题。反之，由于通货膨胀和劳动生产率长期得不到提高，使人们预期人民币的不断贬值，由此会导致严重的资金逃避。

4.人民币下浮还会对国内的总需求带来紧缩属性影响。虽然人民币下浮可以有利于出口，从而有利于收入和总需求的扩大。但在此同时，货币下浮使进口相同数量的外国商品和金融资产需支出更多数额的国内购买力，这就是货币下浮加在社会总需求上的一种赋税，称之为贬值税效应。货币下浮还会增加外债还本付息的人民币支出，从而使对国内商品和劳务的需求相应下降，这是债务效应。在我国，人民币下浮的净效应究竟是扩张的还是紧缩性的，目前还很难作定量的分析。从 80 年代的情况，我倾向于认为扩张效应超过紧缩效应。但随着我国外债的不断增加以及商品、劳务和金融资产国际交

流的扩大，在稳定货币供应量的前提下，汇价下浮的紧缩性效应必将不断扩大。

上述分析表明，利用人民币汇价下浮来调节对外汇的需求，作用是极其有限的。以人民币汇价下浮来保证在经常帐户下的用汇需求，是很困难的。

第二，实行结汇制和建立银行间外汇市场后，对各家银行的外汇经营管理和新品种带来了更高的要求。每家银行在营业日结束时，需轧平外汇头寸。在西方发达国家，由于国内外外汇市场的联网，加之发达的通讯和娴熟的技术，轧平当日外汇头寸的工作可以在世界的范围内来进行。我国由于外汇市场的相对封闭性和外汇的短缺性，使各家银行只能在一国的范围内甚至是一市的范围内来进行此项工作，这就具有较大的局限性。实行结汇制后，客户对银行经营的外汇品种的需求也将增加，要求银行不断开发新的经营品种，提供更全面的服务，只有这样，才能使银行间外汇市场不断完善和活跃。从中央银行角度讲，将从以前以行政为主导的管理转向以市场为主导的调控，尤其是当外汇市场受到较大冲击时，如何进行调控也是一个新问题。

四、人民币自由兑换问题

人民币自由兑换是近年来讨论得比较多的一个话题，也是国家宣布的外汇管理体制改革的最终目标之一。人民币自由兑换呼声的高涨，同人民币在边境贸易中以及在部分周边国家内通用有关，也同我国经济发展和经济体制的改革有关。货币自由兑换的好处是能促进国内外价格体系的接轨，通过价格接轨，促进国内外市场的接轨，有利于资源的合理配置，提高企业的竞争能力，改善产业结构，提高劳动生产率等等。但是，货币自由兑换在带来好处的同时也带来风险或问题。货币自由兑换是有前提条件的，在条件尚不具备时强行推广货币自由兑换，只会带来灾难性后果。

1.人民币自由兑换的条件

人民币自由兑换有几种不同的含义。第一种是指在经常项目交易中实现人民币的自由兑换，第二种是在资本项目交易中实现人民币的自由兑换，第三种是指对国内公民个人实现的人民币自由兑换。根据国际货币基金组织关于货币自由兑换的定义，经常项目交易中实现了货币自由兑换，那么，这种货币就是可兑换货币[①]。

人民币成为可兑换货币的第一个条件是政府必须要有充足的国际储备。在实现人民币自由兑换后，为了应付随时可能发生的兑换要求、维持外汇市场和汇率的相对稳定，政府必须保有较充分的国际储备尤其是外汇储备。保有多少外汇储备才算充分呢？根据对已实行货币自由兑换的若干国家的研究和通行的国际储备需求理论[①],充足的外汇储备是指外汇储备额占年进口额的比重最少不得低于 20%，一般应维持在 30%上下。根据这一口径，我国的外汇储备可以说是比较充分了（见表 3—4）。但是，如果我们作进一步的分析，就会发现一些问题。在 1993 年底以前，我国的外汇储备由三块内容构成：第一块是中国银行的营业结存，第二块是所有权不属于中央政府的企业和地方留成外汇，第三块才是真正的中央政府外汇储备。从表中可见，中央政府自有外汇储备占年进口额的百分比相当低。中国银行是国家外汇很行，其营业结存当然可以被政府用来支持汇率。但随着银行体制的改革，中国银行的国

[①] 参阅本教材“国际货币基金组织”章（第 5 章）。

[①] 这些国家是：日本、韩国、马来西亚、新加坡、印度尼西亚。

家色彩将逐步淡化。特别是，中国银行作为一家巨型跨国银行，保留必要的营业结存是商业经营的需要，因此，中国银行的营业结存的绝大部分，实际上是不可能被用来支持人民币汇率的。至于以额度形式或

表 3-4 中国外汇储备充分性分析

单位：亿美元

	1981	1985	1992
年进口额	220.00	423.00	700.00 ①
外汇储备	47.83	119.13	452.29 ②
其中,中行营业结存	20.73	92.69	198.70
留成外汇	10.90	160.00	95.00
余额	16.20	-133.56	+158.59

说明：①1992 年进口额为估计数。②1992 年外汇储备为年中数。

资料来源：年进口额和外汇储备额来自国际货币基金《国际金融统计》1993 年 2 月号第 155 页和 156 页，中国银行营业结存和留成外汇额来自中国国际金融学会有关材料。

以现汇形式的企业留成外汇，是企业存放在中国银行的外汇；政府过份使用这部分外汇，将破坏企业对国家外汇管理政策和人民币自由兑换的信心，从而加剧外汇市场动荡和资金逃避。因此，在估计外汇储备充分性时，也不能将这部分外汇完全考虑在内。

外汇储备充分性这一条件的延伸，是外汇收支（供应和需求）在趋势上的大体平衡。在人民币兑换限制开放以前，我国贸易和经济项目的收支平衡在很大程度上是靠管制达成的。放开兑换后，经济意义上的外汇短缺很可能会演变成统计意义上的外汇收支失衡，并引发资金逃避。结合考虑到这一点，可以得出这样的结论：外汇储备充分性的要求还没有达到。在我国目前的外汇储备及创汇能力条件下强行实行人民币自由兑换，只能导致扭曲的自由兑换或带有其它新的变相的限制措施的自由兑换，并甚至可能最终退回到兑换管制。

人民币成为可兑换货币的第二个条件是我国经济的规模和开放程度。货币自由兑换必须有强大的国力予以支持。弱小的经济通过货币自由兑换把国内市场与国际相联结，风险是很大的。国力越强大，经济结构和产品结构越多样，抵御货币兑换所带来的风险的能力就越大，货币兑换可能造成的负面影响就越小。衡量经济规模可以用国民生产总值总额或人均额。测算国民生产总值可以用汇率，也可以用货币的实际购买力。用牌价汇率测算，我国的人均国民生产总值在 1991 年时约为 400 美元；用人民币的实际购买力测算，世界银行、国际货币基金组织以及外国民间研究机构和情报机构得出的结论略有差异，但大体上是在 2000 美元左右。由于中国对外交往的主要是集中在沿海富裕地区，受外部经济影响的也主要是沿海富裕地区，因此，取其折衷，我国沿海富裕地区的人均国民生产总值在 1000 美元应该是没有问题的。从这个意义上讲，人民币在沿海地区实行自由兑换的经济规模条件已基本达到。但中国是一个统一的市场，人民币不可能在一个地区可以自由兑换而在另一个地区不能自由兑换。另外，“人民币的实际购买力”是一个模糊不清的概念。我国物价便宜，但其中蕴含着大量的政府补贴；同类商品的价格相当便

宜，但质量很差。如果把中国三室一厅的房租与波士顿的三室一厅的房租加以比较来求得人民币的实际购买力，那就会犯绝大的错误。因此，从全国范围看，经济规模条件与人民币自由兑换的要求之间，还存在一定的差距。

经济开放程度是实现货币自由兑换的一个软条件，它带有双重性。货币自由兑换应该是双向的，即既要有本币兑换外币以获取外国商品的需求，又要有外币兑换本市以获取本国商品的需求。前音构成外汇需求，后者构成外汇供应，外汇市场上有供有求，才能维持货币自由兑换。从这个意义上讲，一定程度的对外经济往来，是形成外汇市场的必要前提。所谓市场，就是无数人从事交易的场所。但是从另一方面讲，开放程度越高，货币自由兑换可能带来的风险也越大。如果以出口占国民生产总值的比重来衡量，中国目前的开放程度已经相当高。1991 年，中国的这一比重为 16.86%，1992 年为 19.6%。相比之下，在实现货币自由兑换的前一年，日本的这一比重仅为 8.0%（1963 年），意大利为 9.8%（1960 年），印度尼西亚为 21.9%（1987 年）[①]。

人民币自由兑换的第三个条件是宏观金融的稳定。货币问题是金融问题的一个重要方面，外汇市场是金融市场的一个重要组成部份，没有宏观金融的稳定，就没有汇率的稳定，就没有外汇市场的稳定。宏观金融的稳定包括多层含义，其中，最主要的是货币供给增长和物价的稳定。这种稳定，不是指实现货币自由兑换前一瞬间的稳定，而是指实现货币自由兑换前相当长的一段时间内的稳定，货币供应中的超经济发行量已被基本消除，通货膨胀的潜在压力已被基本消除，金融领域中的乱集资、随意突破存款准备金比例和信贷规模、乱用利率等等混乱现象不仅要得到控制，而且要从制度上建立起防止它们重演的制约机制。我国目前在这方面存在的差距特别大。现以物价为例，我国的物价水平在最近几年中经历了三次波动，并且幅度相当大（见图 3-2），这不仅反映了宏观金融的稳定性不够，而且也反映了金融制度建设的滞后。克服这些差距是需要相当长的时间的。

图3-2 中国消费物价的增长率（1985k-1993）

资料来源：《中国统计年鉴》1992 年第 235 页，国家统计局公报 1993 年有关各期。

现在的情况是，中央讲抓住机遇发展经济，各地就一哄而上，千方百计

[①] 资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》1988 年年鉴，1992 年年鉴。

突破指标，争资金，争投资，因为投资能加快本地经济发展，增强经济实力，又没有相应的风险约束。于是，货币的超额发行和各种金融混乱便应用而生。10 多年前就已指出的“一放就乱”现象，经 10 年改革后依然存在，在金融领域甚至更加严重。在这种情况未得到彻底纠正之前就开放兑换，外汇市场的稳定是不可能的。事实上，在 1992 年下半年和 1993 年上半年的金融混乱中，外汇市场已经深受其害，人民币对美元的调剂价从 1992 年 9 月下旬的 6.9 元一路直升，急攀到 1993 年 6 月下旬的约 10.9 元高点，引起国内外舆论的一片哗然。

实现宏观金融稳定的一个重要机制是利率政策。我国目前在利率政策的运用上仍有欠缺，突出表现在（1）实际利率经常为负，由此鼓励了滥用资金和乱集资，不利于劳动生产率的提高，也不利于正常储蓄的发展和资本积累；（2）利率的运用不够灵活，尤其是短期利率的运用不够灵活。一般认为，中长期利率对投资和经济发展的影响较大[①],而短期利率则对货币市场和金融业的影响较大。灵活运用短期利率是实现金融宏观调控的重要方法。短期利率应该经常变动，可低于中长期利率，也可高于中长期利率。我国的短期利率始终是低于中长期利率的，不仅存款如此，贷款也如此。短期利率运用不够灵活同贯彻短期利率的金融工具品种稀少有关。在金融比较稳定和发达的国家，中央政府经常利用短期国库券来贯彻其货币调控意图。由于短期国库券期限短，可不断地收不断地发，因而为灵活运用短期利率提供了物质基础。我国目前还没有发行短期国库券、灵活运用短期利率就失去了一个有效的途径。

实现宏观金融稳定的另一重要机制是进行银行制度改革，这包括两方面的内容。一是专业银行商业化，二是增强人民银行的独立性，使其不再依附于各级财政。增强人民银行的独立性有两种做法，一是使其独立于政府之外，直接受人大常委会管辖，这种做法的可能性比较小。二是使其独立于政府之内[②]。独立于政府之内必须要有相应的保障措施，否则就是一句空话。有人建议撤销各省市自治区的人民银行，改按大区建立人民银行，类似美国的联邦储备体系。这样，可削弱人民银行对各地政府的依附性，为强有力的中央宏观金融调控扫除基层碍障。但要做到这一点，也需要花费相当多的时间。

实现人民币自由兑换的第四个条件是金融市场要有一定程度的发育和完善。金融市场既包括外汇市场，又包括短期货币市场。在外汇市场方面，目前约 100 个外汇调剂中心处于隔离状态，但应予以统一，只有统一才可能形成一个统一的高效的外汇市场，外汇市场统一还有利于中央宏观调控的实施。另外，为了使人民币自由兑换后的外汇市场趋于活跃，外汇供求相对平衡，还必须要增加外汇市场交易工具的品种，并允许外汇投机。外汇投机能起一种平衡作用，使各个时点上的外汇供求趋于相等，使汇率趋于一致。外汇投机存在的必要前提是短期货币市场，包括资金拆借市场和短期国库券市场。当外汇供大于求时，投机者从短期货币市场上获取人民币资金，购人外汇；当外汇供小于求时，投机者抛出外汇，并用所得的人民币再投回于短期

[①] 基金的一篇研究报告指出：较高的实际利率虽然可能使经济增长速度放慢，但却能提高劳动生产率，因为高利率迫使企业更有效地利用资金。见《基金工作报告》93 年第 7 月号：卡皮斯“金融自由化下实际高利率是个问题吗？”华盛顿。

[②] 1994 年将建立的中央货币政策委员会就是一项具体措施。

货币市场。政府则可通过短期货币市场上的操作（买卖短期国库券、变化短期利率来影响汇率和货币流通量。当人民币汇价下浮和通货膨胀压力较大时，在短期货币市场上出售高利率的短期国库券，把资金从外汇市场吸引到短期货币市场上来，把居民个人、企业、集团手中的资金回笼起来，由此达到稳定货币汇价和货币供应量的目的。当人民币价格上浮和银根紧张时，则作反向操作。根据日本、台湾、泰国的经验，短期货币市场是成功维持货币自由兑换的重要条件。

人民币自由兑换的第五个条件是微观经济方面的。货币自由兑换将使国内价格体系与国外价格体系更紧密地联系起来，世界市场价格的波动将反映得更直接频繁，国内外价格体系的差异对国内经济的影响将更巨大。为了减少价格体系差异和价格波动的冲击，一方面要继续理顺国内的比价关系，通过扩大开放使国内价格体系更接近世界市场的比价体系；另一方面要加大企业经营机制转变的力度。使企业对价格的反应更灵敏；加速企业、尤其是亏损的大中型企业（占全部大中型企业的 2/3 左右）的技术改造、产品换代，以提高它们抗衡价格波动的能力和市场竞争能力。

人民币自由兑换的第六个条件是实现人民币自由兑换时的人民币汇率水平要适当。汇率水平适当不仅是人民币自由兑换的前提，也是人民币自由兑换后保持外汇市场稳定的重要条件。在“汇率变动的经济影响”这一节中，我们已经看到：人民币汇率下浮有利于出口，有利于暂时性地压制外汇市场上的过度需求和资金逃避，但不利于国内物价的稳定，不利于劳动生产率的提高，同时还会构成对社会总需求的额外负担。人民币汇率水平直接影响宏观经济和微观经济稳定的条件。在人民币自由兑换后的一段时间内，比较理想的汇率制度是管理浮动汇制，为此需要寻求一个指导汇率，当实际汇率过份偏离指导汇率时，政府就应当进行干预。

五、人民币自由兑换的过渡安排——内部自由兑换问题研究

人民币内部自由兑换，是指中华人民共和国境内的个人和家庭可以自由买卖外汇，个人所买得的外汇只准存在中国境内的银行，不能汇往国外，也不能用于对外支付。自 1992 年底，国内有些学者和专家曾讨论过把人民币内部兑换作为一种过渡安排，最终实现人民币的全面自由兑换。

人民币内部兑换为个人增加了一种人民币保值和投资渠道，并且能在一定程序上打击外汇黑市，但是在目前和今后的几年中，实施人民币内部兑换的风险极大。据国家统计局数字，1992 年底，我国城乡居民的储蓄存款总额已达近 10000 亿人民币，而到 1993 年底，估计已达甚至超过 13000 亿人民币。这个数字还没有包括各种三产公司、乡镇企业、中外合资企业和公司的存款和可调动资金。这些资金极易转入私人名下，形成炒汇资金。若加上这些形形色色企业公司的存款及可调动资金，再加上流通中货币约 5000 亿元，估计总额达 25000 亿元人民币以上。相比之下，我国政府的外汇储备目前约在 200 亿美元左右。即使 25000 亿元中只有 1/10 用来搞内部兑换，也必定会引起人民币内部兑换价的大幅度下降。波兰在实行其货币兹罗提的内部兑换时，仅仅两个月中（1989 年 11 月初到 1990 年 1 月初），兹罗提与美元的比价就从 2000 兑 1 美元猛跌到 9500 兑 1 美元。

近十多年来，人民币的市值一直不稳定，我国公民对人民币值的信心已受到很大打击，他们有内在动机去用人民币兑换美元或其它外国硬通货以期达到保值的目的。另外，从人民币利率水平来看，我国目前的存款利率大致

维持在 6—14%之间，而 1993 年的通货膨胀率与利率水平的上限大致相同，在全国 35 个大中城市，通货膨胀率甚至超过储蓄存款利率的上限，使实际利率为负[①]，这是促使个人用手中的人民币去兑换外币的又一个原因。

目前我国公民对通货膨胀和人民币币值问题十分敏感，数额巨大的储蓄存款随时可能会酿成货币危机，并进而导致社会和政治动荡。当储蓄存款（及形形色色企业和公司手中的资金）和流通中货币冲击人民币内部兑换市场时，内部兑换价必定大幅度下降。

当内部兑换价大幅度下降的压力产生时，若听其自然，则在 1994 年金融改革方案规定的调剂价与牌价并轨后又会出现新的双重汇率，即企业价与内部兑换价。这样就会引发一系列问题。个人内部兑换价的下降会通过心理预期及政府外汇储备的流失而引起企业汇价下降，企业价的下降又会导致通货膨胀并反过来使个人内部兑换价进一步下降，如此循环不已，陷入波兰的困境，并破坏货币稳定的目标。如果我们模仿波兰采用过的方法，即在实现货币内部自由兑换的同时大幅度提高储蓄存款的利率以稳住储蓄存款，那么银行货款的利率也要随之提高。在目前我国企业尤其是大中型国有企业经营状况不佳情况下，贷款利率的大幅度提高势必造成企业破产的压力。我们曾多次强调短期货币市场和短期利率对人民币自由兑换的重要性，作为它的并列条件，是企业经营机制的转化和劳动生产率的提高。否则，中央银行不能在短期货币市场上实施有效的操作。

六、结束语

外汇管制主要包括三大方面的内容：1.外汇收入和运用的管制；2.汇价制度和汇价水平的管制；3.货币兑换管制。其中，货币兑换管制是外汇管制的核心内容。我认为在从计划经济向市场经济转变的过程中，外汇管制是不能取消的，尽管管制的方法应不断加以调整和改进。美国斯坦福大学教授、世界著名的货币金融问题专家罗纳德·麦金农教授 1993 年春来华时曾讲过，在经济改革的过程中，宏观金融调控必须予以坚持。我赞同这一观点。人民币自由兑换当然是我国外汇管理体制改革的最终目标，但目前，我们离这个最终目标还有相当大的差距。一切经济问题最终都会表现为货币问题，货币问题又是一切经济问题的集中体现。占今中外历史表明：经济问题会导致货币危机，而货币危机又会反过来加强经济问题，甚至最终导致社会和政治动荡。事实上，波兰和俄罗斯等东欧国家在饱尝货币自由兑换和金融自由化先行的恶果后，已认识到外汇和金融管制的长期性。货币作为实现资源配置、产品交换和宏观调控的媒体，其自由化在经济改革顺序中至少应当列在搞活企业经营机制（货币自由兑换的微观基础）、搞好国内价格体系改革（货币自由兑换的必要前提）、健全货币稳定机制（货币自由兑换的宏观基础）和健全汇价调控体系之后。在此之前，国家必须运用金融的力量来动员储蓄，动员外汇，进行资源的配置和宏观调整，否则，国家将失去一项有力的也是最后的杠杆。

本章思考题

1.为什么有些国家要实行外汇管制？

[①] 实际利率为负和利率变动不灵活，被称为利率压制，利率压制对资金使用效益、金融市场发育、以及投资资源的增加通常具有负面影响。

2.外汇管制的主要内容和政策工具是什么？

3.复汇率的表现形式有哪些？复汇率的好处和代价是什么？

4.引起货币兑换管制的主要原因是什么？人民币自由兑换可否在近期内实现？

5.当前我国外汇管理中存在的主要问题是什么？

6.货币替代和资金逃避的负面影响应如何才能有效地加以消除？

7.固定汇率制和浮动汇率制各有什么理论上的优劣？我国经济逐步开放的情况下应取哪种制度？

8.人民币走向全面自由兑换的顺序和步骤应是什么？

第四章国际储备

第一节国际储备和国际清偿力

国际储备（International Reserve），是指一国货币当局能随时用来干预外汇市场、支付国际收支差额的资产。按照这个定义，一种资产须具备三个特性，方能成为国际储备。第一个特性是可得性，即它是否能随时地、方便地被政府得到。第二个特性是流动性，即变为现金的能力。第三个特性是指普遍接受性，即它是否能在外汇市场上或在政府间清算国际收支差额时被普遍接受。按照国际储备的定义和特性，国际储备可以划分为自有储备和借入储备。自有储备和借入储备之和又称为国际清偿力（International Liquidi- ty）通常我们讲的国际储备，是指自有储备，其数量多少反映了一国在涉外货币金融领域中的地位。而自有储备和借入储备之和的国际清偿力，则反映了一国货币当局干预外汇市场的总体能力。虽然借入储备多半是短期的，但因为引起汇率波动的因素有许多是短期因素，因此，包含自有储备和借入储备的国际清偿力，常常被经济研究人员和外汇市场交易者视作一国货币金融当局维持其汇率水平的重要依据。

一、自有储备

自有储备即国际储备，主要包括一国的货币用黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备地位，以及在国际货币基金组织的特别提款权（Special Drawing Rights）余额。

1.黄金储备

自 1976 年起，根据国际货币基金组织的《牙买加协议》，黄金同国际货币制度和各国的货币脱钩，黄金不准成为货币制度的基础，也不准用于政府间的国际收支差额清算。但是，基金组织在统计和公布各成员国的国际储备时，依然把黄金储备列入其中。主要原因是黄金长期以来一直被人们认为是一种最后的支付手段，它的贵金属特性使它易于被人们所接受，加之世界上存有发达的黄金市场，各国货币当局可以较方便地通过向市场出售黄金来获得所需的外汇，平衡国际收支的差额。

自黄金与国际货币体系脱钩以来，由于金价的波动，基金组织在公布各国黄金储备时，采用了三种方法。一种是公布数量（以盎司为单位），一种是按每盎司 35 特别提款权公布黄金储备的金额，最后一种是按各种口径（比如年底的或年平均）的市场价格公布各国的黄金储备金额[①]。既然黄金已经同货币制度脱钩，因此，按 35 特别提款权这一官价来计算各国的黄金储备已没有什么意义。只有黄金储备的数量和市场价格，才能对宏观经济分析和微观经营决策产生实际的影响。

表 4—1 给出了国际货币基金组织成员国的黄金储备总量、分布以及黄金的年底市场价格。从表中可以看出，绝大多数的黄金储备为发达的国家所有，其中美国一家就占有 27%多。另外，我们还可以看到，黄金的市场价格高低不等。从理论上讲，美国年年有通货膨胀率，因此，以美元表示的黄金市价应该不断上升，但实际中却并不是这么回事。表中资料显示，黄金市价自 1987

---

① 从 90 年代初期，国际货币基金组织不再公布按市价折算的黄金储备额。

年起一直下降。这样，便留给我们这样三个思考题：

第一，影响世界市场黄金价格的因素是什么？

第二，黄金是不是依然是抵御通货膨胀的一种最佳保值手段？第三，中国建立黄金市场后，世界金价的波动会否影响中国金价的波动，并进而影响中国国内的黄金供求和货币供求？

以上问题，请读者思考后自行作出答复。

表 4 — 1 黄金储备数量、价格及分布

单位：百万盎司（年底数）

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992(11 月)
基金所有成员国	953.17	953.15	947.46	948.05	942.66	940.55	939.45	931.20
工业国家	810.84	809.12	804.79	801.12	797.88	795.90	793.77	785.29
发展中国家	142.32	144.03	142.67	146.93	144.78	144.65	145.68	145.91
中国	12.70	12.70	12.70	12.70	12.70	12.70	12.70	12.70
美国	262.65	262.04	262.38	261.87	261.93	261.91	261.91	261.92
黄金市价*	327.0	390.9	481.7	410.3	401.0	385.0	352.6	334.2

*黄金市价按伦敦黄金市场单位盎司的年底美元价格计算。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》1993 年 2 月号，第 28 页，第 540—541 页。

2.外汇储备

外汇储备是当今国际储备中的主体。说它是主体，首先是因为，就金额而言，它超过所有其它类型的储备。以 1992 年 11 月底的数字为例，基金组织所有成员国的黄金储备按市价计算约为 3，112 亿美元，而外汇储备则高达 9，786 亿美元。在基金组织的储备地位和特别提款权余额分别只有 395 亿美元和 236 亿美元。第二，更重要的是，外汇储备在实际中使用的频率最高，规模最大，黄金储备几乎很少使用（见表 4—1）；储备地位和特别提款权因其本身的性质和规模，其规模和作用也远远小于外汇储备。1985 年以来基金组织成员国外汇储备总额及其分布情况见表 4—2。

表 4 — 2 基金组织成员国外汇储备总额及其分布

单位：百万特别提款权（年底数）

	所有成员国	工业国家	发展中国家	中国	单位特别提款权折合的美元数
1985	348,273	189,236	159,037	10,846	1,0984
1986	364,136	212,080	152,056	8,596	1,2232
1987	456,124	287,383	168,741	10,740	1,4187
1988	494,498	315,933	178,565	13,040	1,3457
1989	545,173	344,970	200,203	12,953	1,3142
1990	593,704	376,476	217,228	20,099	1,4227
1991	625,657	360,406	265,251	29,826	1,4304
1992(11 月)	709,654	402,625	307,029*	30,709	1,3790

*中国外汇储备为 1992 年 8 月底数字

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》1993 年 2 月号，第 24 页，第 544—545 页。

由于外汇储备是国际储备中的主体，因此，就全球而言，外汇储备供给状况直接影响世界贸易和国际经济往来能否顺利进行。供给太少，很多国家将被迫实行外汇管制或采取其它不利于国际经贸活动顺利开展的措施；反之，若供给太多，又会增加世界性通货膨胀的压力。因此，外汇储备的供应如何在总体上保持适量，是国际金融研究的一个重要课题。

在 70 年代以前，外汇储备的供应主要依赖于美元。美国通过其国际收支逆差，使大量美元流出美国，形成一种世界性货币，其中一部分被各国政府所拥有，成为各国的美元储备。自 70 年代初期起，由于美元市值的相对不稳定，由于其它一些国家如日本、原联邦德国在经济上的崛起以及在世界经贸领域中作用的扩大，储备货币的供应开始出现多样比。目前，虽然美元在世界外汇储备中所占的比重仍然最大，但与 70 年代初期比，其重要性已大大下降。我们将在“国际货币体系”这一章中，详细分析储备货币多样化的优劣。

表 4 — 3 基金组织成员国外汇储备的货币构成（百分比）

	1973	1980	1984	1987	1991
美元	84.6	68.6	65.1	67.1	55.6
英镑	7.0	2.9	2.9	2.6	3.6
马克	5.8	14.9	12.0	14.7	18.3
法国法郎	1.0	1.7	1.1	1.2	3.3
日元	-	4.3	5.2	7.0	10.4
其它	略	略	略	略	略

资料来源：《国际货币基金组织年报》1988 年。

《国际清算银行第 62 届年报》1992 年。

3.在基金组织的储备地位

国际货币基金组织犹如一个股份制性质的储备互助会。当一个国家加入基金组织时，须按一定的份额向该组织缴纳一笔钱，作为入股基金，我们称之为份额。按该组织现在的规定，认缴份额的 25%须以可兑换货币缴纳，其余 75%用本国货币缴纳。当成员国

表 4 — 4 在基金组织的储备地位及可能的借入储备

成员国在基本的储备地位	向基金组织提供的可兑换货币货款余额		成员国在基金的普通提款权。提用条件逐档严格
	第一档（储备部份）提款权：	占份额 25%	
成员国在基金的可能的借入储备	第二档（信用）提款权：	占份额 25%	
	第三档（信用）提款权	占份额 25%	
	第四档（信用）提款权	占份额 25%	
	第五档（信用）提款权	占份额 25%	

发生国际收支困难时，有权以本国货币抵押的形式向该组织申请提用可兑换货币。提用的数额分五档，每档占其认缴份额的 25%，条件逐档严格。由于第一档提款额就等于该成员国认缴的可兑换货币额，因此，条件最宽松。在

实践中，只要提出申请，便可提用这一档。我们称这一档提款权为储备部分提款权，其余四档为信用提款权。所谓储备头寸，是指一成员国在基金组织的储备部分提款权余额，再加上向基金组织提供的可兑换货币贷款余额（见表 4—4）。

4.特别提款权贷方余额

特别提款权是相对于普通提款权之外的又一种使用资金（可兑换货币）的权力。特别提款权产生的背景，请见“国际货币体系”这一章。基金组织于 1969 年创设特别提款权，并于 1970 年按成员国认缴份额开始向参加特别提款权部的成员国分配特别提款权。迄今为止，基金组织共分配约 214 亿特别提款权，其分配情况见表 4—5。

表 4 — 5 特别提款权分配情况　　单位：SDR

第一期(70 — 72)	93.148 亿	SDR	资料来源：国际货币基金《国际金融统计》1993 年 2 月号，第 8 页。
第二期(79 — 81)	121.182 亿	SDR	
合计	214.33 亿	SDR	
其中：美国	48.99 亿	SDR	
英国	19.13 亿	SDR	
德国	12.11 亿	SDR	
法国	10.80 亿	SDR	
日本	8.92 亿	SDR	
中国	2.37 亿	SDR	
其中：发达国家	145.95 亿	SDR	
发展中国家	68.38 亿	SDR	

（1）特制提款权的运作。

基金组织设有特制提款权部，参与的成员国均设有一特别提款权帐户。当基金组织向成员国分配特别提款时，将一成员国分到的数额记录在该国特别提款权帐的贷方。当该成员国发生国际收支困难而需动用特别提款权时，基金组织按有关章程通过协商指定一国（通常是国际收支处于强势的国家）接受特别提款权。以 A、B 两国为例，设 A、B 两国分别分配到 10 亿特别提款权，当 A 发生国际收支逆差而需动用 2 亿特别提款权、B 被指定接受特别提款权时，在 A 的特别提款权帐户借方记录 2 亿，在 B 的帐户贷方加上 2 亿，同时，B 的中央银行将相等值的可兑换货币转入 A 国的中央银行，A 国中央银行遂可用所得到的这笔可兑换货币来平衡国际收支差额。

A国特别提款权帐户

借方	贷方
2亿	10亿
余额	8亿

B国特别提款权帐户

借方	贷方
	10亿 2亿
余额	12亿

（2）特别提款权的定价

在创始之初，特别提款权的定价方法为：一美元等于一特别提款权，或 35 特别提款权等于一盎司黄金。随着 70 年代初黄金与国际货币制度的脱钩以及美元币值的动荡不定，基金组织采用了一种加权平均的方法来确定特别

提款权的价值。基金组织选择了世界贸易中的 5 个主要国家（美国、德国、日本、英国、法国），以 5 国各自对外贸易在五国总贸易中的百分比作为权数，分别乘以五国货币计算日当日（或前一天）在外汇市场上对美元的比价，来求得特别提款权的当天的美元价值。然后再通过市场汇率，套算出特别提款权同其它货币的比价。

特别提款权价值的计算权数

美元:42%	马克:19%	日元:15%	英镑:12%	法郎:12%

特别提款权价值计算公式如下：

以美元表示的 SDR 价值＝1×42%＋美元/马克比价×l9%＋美元/日无比价×15%＋美元/英镑比价×12%＋美元/法郎比价×12%。

从特别提款权价值的上述计算方法中可知，它的价值相对来讲是比较稳定的。因为任何一种货币汇率的波动，经过权数（小于一）化后传导给特别提款权的影响大大缩小了。此外，这 5 种货币是当前世界上的主要货币，一种货币汇率的下浮，必有其它一种（或几种）货币汇率上浮，不同货币汇率的不同方向运动，可以彼此抵销对特别提款权的影响，从而使特别提款权的价值相对稳定。因此，价值稳定是特别提款权的一大特征。

（3）特别提款权的利率和用途

由于特别提款权的价值是用 5 种主要货币汇率加权平均后求得的，因此，与之对应，特别提款权资产的利率也是用这 5 种货币的市场利率经加权平均后求得的。目前，除基金组织中加入特别提款权部的成员可以持有并使用特别提款权外，还有基金组织本身、国际清算银行等。总之，能持有特别提款权的机构必须是政府或政府问的机构，特别提款权的使用仅限于政府之间。这是特别提款权的第二特征。

在基金组织范围内，特别提款权有以下用途：

①以划帐的形式获取其它可兑换货币（见前述）

②清偿与基金组织之间的债务。

③缴纳份额。

④向基金捐款或贷款。

⑤作为本国货币汇率的基础（1993 年 2 月，有五个成员国的货币与特别提款权保持固定比价）。

⑥成员国之间的互惠信贷协议。

⑦基金组织的记帐单位。

⑧充当储备资产。

根据以上分析可知，一国国际储备中的特别提款权部份，是指该国在基金组织特别提款权帐户上的贷方余额。同时，通过分析我们还知道，特别提款权是一种依靠国际纪律而创造出来的储备资产。它的分配是无偿的，它具有价值尺度、支付手段、贮藏手段的职能，但没有流通手段的职能，不能被私人用来直接媒介国际商品的流通，因此，它还不是一种完全的世界货币。

二、借入储备

随着各国经济相互依存性的提高和金融往来的日益密切，国际货币基金组织现在已把具有国际储备资产三大特性的借入储备统计在国际清偿力范畴之内。借入储备资产主要包括：

1.备用信贷

所谓备用信贷，是一成员国在国际收支发生困难或预计要发生困难时，同基金组织签订的一种备用借款协议。这种协议通常包括可借用款项的额度、使用期限、利率、分阶段使用的规定、币种等等。协议一经签订后，成员国在需要时便可按协议规定的方法提用，无需再办理新的手续。对于未使用部分的款项，只需缴纳约 1%的管理费。备用信贷协议中规定的惜款额度，有时并不被完全使用。有的成员国在与基金组织签订了备用信贷协议后，甚至根本不去使用它。凡按规定可随时使用但未使用的部份，计入借入储备。备用信贷协议的签订，对外汇市场上的交易者和投机者，具有一种心理上的作用。它一方面表明政府干预外汇市场的能力得到了扩大；另一方面又表明了政府干预外汇市场的决心。因此，协议签订的本身，有时就能起到调节国际收支的作用。

2.互惠信贷和支付协议

互惠信贷和支付协议是指两个国家签订的使用对方货币的协议。在这种协议下，当其中一国发生国际收支困难时，便可按协议规定的条件（通常包括最高限额和最长使用期限）自动地使用对方的货币，然后在规定的期限内偿还。这种协议同备用信贷协议一

表 4 — 6 备用信贷一览表（1992 年 12 月 31 日）

单位：百万特别提款权

成员国名称	安排日期	终止日期	协议金额	未使用金额
阿尔巴尼亚	1992 年 8 月 26 日	1993 年 8 月 25 日	20.00	10.31
巴布达	1992 年 2 月 7 日	1993 年 5 月 31 日	23.89	9.22
巴西	1992 年 1 月 29 日	1993 年 8 月 31 日	1,500.00	1372.50
保加利亚	1992 年 4 月 17 日	1993 年 4 月 16 日	155.00	62.00
捷克斯洛伐克	1992 年 4 月 3 日	1993 年 4 月 2 日	236.00	200.00
多米尼加共和国	1991 年 8 月 28 日	1993 年 3 月 27 日	39.24	1.86
埃及	1991 年 5 月 17 日	1993 年 3 月 1 日	278.00	130.80
萨尔瓦多	1992 年 1 月 6 日	1993 年 3 月 5 日	41.50	41.50
爱沙尼亚	1992 年 9 月 16 日	1993 年 9 月 15 日	27.90	20.15
加蓬	1991 年 9 月 30 日	1993 年 3 月 29 日	28.00	24.00
危地马拉	1992 年 12 月 18 日	1994 年 3 月 17 日	54.00	54.00
印度	1991 年 10 月 31 日	1993 年 6 月 30 日	1,656.00	462.00
约旦	1992 年 2 月 26 日	1993 年 8 月 25 日	44.40	22.20
立陶宛	1992 年 10 月 21 日	1993 年 9 月 20 日	56.93	39.68
拉脱维亚	1992 年 9 月 14 日	1993 年 9 月 13 日	54.90	29.74
摩洛哥	1992 年 1 月 31 日	1993 年 3 月 31 日	91.98	73.58
尼加拉瓜	1993 年 9 月 18 日	1993 年 3 月 17 日	40.86	23.83
巴拿马	1992 年 2 月 24 日	1993 年 12 月 31 日	93.68	58.83
菲律宾	1991 年 2 月 20 日	1993 年 3 月 31 日	264.20	56.60
罗马尼亚	1992 年 5 月 29 日	1993 年 3 月 28 日	314.04	52.34
俄罗斯	1992 年 8 月 5 日	1993 年 1 月 4 日	719.00	-
乌拉圭	1992 年 7 月 1 日	1993 年 6 月 30 日	50.00	34.03
		总计	5,789.52	2,779.16

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》1993 年 2 月号，第 7 页。

样，从中获得的储备资产是借入的，可以随时使用的。但两者的区别是：互惠信贷和支付协议不是多边的，而是双边的，它只能用来解决协议国之间的收支差额，而不能用作清算同第三国的收支差额。美国在 60 年代分别同 10 多个国家签订过双边互惠信贷协议，以期减缓当时外汇市场上对美元的压力。据国际货币基金组织公布的材料，中国政府在支付协定下保有的国际清偿力数额如下（见表 4—7）。

表 4 — 7 中国政府在支付协定下可动用的借入储备　　单位：亿美元

1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992(9 月)
9.43	11.08	14.50	13.99	11.27	20.06	15.75	17.62

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》1993 年 2 月号，第 154 页。

3.本国商业银行的对外短期可兑换货币资产

本国商业银行的对外短期可兑换货币资产，尤其是在离岸金融市场或欧洲货币市场上的资产，虽其所有权不属于政府，也未被政府所借入，但因为这些资金流动性强、投机性强、对政策的反应十分灵敏，故政府可以通过政策的、新闻的、道义的手段来诱导其流动方向、从而间接地达到调节国际收支的目的。故这些资产又可被称为诱导性储备资产。

最后我们归纳一下。

第一，国际清偿力系自有国际储备、借入储备及诱导储备资产之和（见图解）

第二，自有国际储备中的主体是外汇储备。自有储备仅仅反映一国货币当局干预外汇市场、平衡国际收支逆差的部份能力，借入储备和诱导储备也可被用来干预外汇市场、平抑汇率波动尤其是短期性的汇率波动和收支逆差。

第三，所有的储备资产均须具备流动性，使用方便性或可得性，以及普遍接受性三大特性。除特别提款权外，它们通常以可兑换货币来表示。

第四，不是所有可兑换货币表示的资产部可以成为国际储备。只有当该种可兑换货币价值相对稳定、在国际经贸领域中被广泛使用、以及该可兑换货币发行国在世界经济中具有特殊地位等条件得到满足时，它才能成为储备货币（或称为关键货币、世界货币），其发行国称为储备货币发行国。

第二节国际储备的作用

国际储备的作用，可以从两个层次来理解。第一个层次，是从世界的范围来考察国际储备的作用。随着世界经济和国际贸易的

发展，国际储备也相应增加，它起着媒介国际商品流动和世界经济发展的作用。第二个层次是具体到每一个国家来考察。各国持有国际储备的主要目的如下：

第一，清算国际收支差额，维持对外支付能力。当一国发生国际收支困难时，政府需采取措施予以纠正。如果国际收支困难是暂时性的，则可通过使用国际储备予以解决，而不必采取影响整个宏观经济的财政货币政策来调节。如果国际收支困难是长期的、巨额的、或根本性的，则国际储备可以起到一种缓冲作用，它使政府有时间渐进地推进其财政货币调节政策，避免因猛烈的调节措施可能带来的社会震荡。

第二，干预外汇市场，调节本国货币的汇率。当本国货币汇率在外汇市场上发生变动或波动时，尤其是因非稳定性投机因素引起本国货币汇率波动时，政府可动用储备来缓和汇率的波动，甚或改变其变动的方向。通过出售储备购入本币，可使本国货币汇率上升；反之，通过购入储备抛出本币，可增加市场上本币的供应，从而使本国货币汇率下浮。由于各国货币金融当局持有的国际储备总是有限的，因而外汇市场干预只能对汇率产生短期的影响。但是，汇率的波动在很多情况下是由短期因素引起的，故外汇市场干预能对稳定汇率乃至稳定整个宏观金融和经济秩序，起到积极作用。

第三，信用保证。国际储备的信用保证作用，包含几层意思。第一是可以作为政府向外借款的保证；第二是可以用来支持对本国货币价值稳定性的信心。比较充足的国际储备有助于提高一国的债信和货币稳定性的信心。

第三节国际储备的来源

国际储备的来源，从一个国家讲，主要通过其国际收支顺差、货币金融当局的国外借款、外汇市场干预（出售本币、，购入外币）、基金组织分配的特别提款权、货币金融当局收购的黄金等渠道获得。从世界的角度讲，国际储备主要来源于：（1）黄金的产量减非货币用金量；（2）基金组织创设的特别提款权；（3）储备货币发行国的货币输出。长期以来，黄金的产量一直跟不上世界经济的增长，因此，黄金已经不再是当今国际储备的主要来源。以绝对数量计，基金组织成员国的黄金储备，在 1970 年是 10.6 亿盎司，到 1992 年 11 月底下降到 9.3 亿盎司。22 年期间，基金组织成员国数量增加了，但黄金储备反而减少了 1.3 亿盎司。这一方面反映了世界黄金产量增长缓慢；另一方面反映了世界非货币用金量的增长快于黄金产量的增长，导致官方黄金储备总量的下降。至于特别提款权，虽说基金组织迄今为止已分配了两期，总额达 214 亿特别提款权单位（按 1992 年年底汇率计算，约合 297 亿美元），但其在世界储备总额中所占的百分比很小，而且在整个 80 年代呈明显下降趋势。

综观战后国际货币关系的发展可见，世界储备的主要来源是储备货币发行国通过国际收支逆差输出的货币。输出的货币一部份进入各国官方手中成为它们的外汇储备；另一部份进入国外银行业成为它们对储备货币发行国的债权。如果各国官方和银行机构未将储备货币发行国输出的货币直接存入发行国的银行，而是将它们存入国际金融市场，则通过国际银行业的转碾存贷和信用扩张，又可创造出部份派生储备，以美元为例，美国国际收支逆差与世界美元储备的关系可用下图（图 4—1）表示。

储备货币发行国特别是美国为什么持续不断地保持其国际收支逆差和输出货币呢？一种理论认为，美国的国际收支逆差，是因为别国希望增加储备、追求国际收支顺差所造成的。另一种理论认为，美国国际收支逆差是因为美国国内信贷膨胀，其国际经济地位相对下降造成的。这两种说法均有一定道

理。从更深的层面看，主要有以下原因：

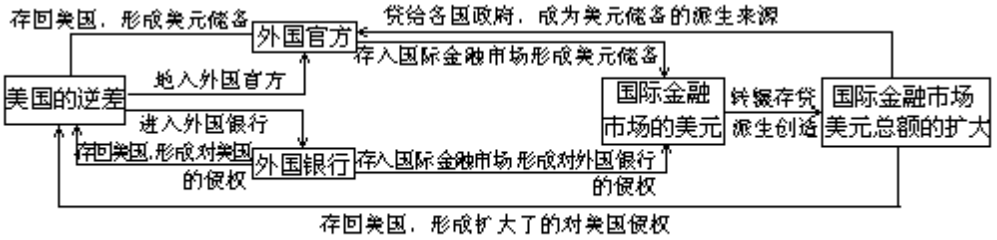


图4-1 国际金融市场对美元储备的派生创造

第一，从世界货币史看，货币史的发展就是一个纸币不断代替金币的过程。在当今世界上，既然没有一个统一的世界性中央银行，没有统一的世界货币，美国及其它储备货币发行国的纸币凭其发行国的实力，自然而然地发挥世界货币的作用，以满足世界经济发展的需要。

第二，储备货币发行国与非发行国都从储备货币发行国的国际收支逆差中获得巨大利益。对于发行国来讲，由于其货币发挥着世界货币的作用，其在国际货币金融领域中就居于支配地位。此外，通过输出纸币，发行国还可以获得巨大的铸币税。所谓铸币税，是指货币发行者凭借其发行特权获得的货币面值与发行成本之间的差额。100 美元的纸币，其印刷和发行成本几乎为零，但通过输出这 100 美元，美国便可获得相当于 100 美元的实际财富。战后以来，美国通过其国际收支逆差来维持其在全世界的政治、经济、和军事存在，攫取实际利益，就是铸币税运用的一个例子；另一方面，作为其它国家来说，储备货币输出到这些国家，使它们获得了世界货币，便利了国际经贸的发展，促进了国内经济的发展。

储备货币发行国通过国际收支逆差输出货币，取得在世界货币金融领域中的支配地位和铸市税。与此同时，它们也须承担一定的义务，或付出一定的代价。储备货币发行国的货币政策，常常受到外界的干扰，其货币政策的自主性和独立性常常受到世界各国对储备货币需求波动的影响，也受到外汇市场上投机性因素的影响。以美国为例，如果美国货币当局因国内通货膨胀而抽紧银根、提高利率，那么，很可能因美元资产收益率的提高而导致大量资金流入美国（即在外汇市场上，人们购买美元，抛出其它货币，美国货币当局被迫增加美元供应），从而达不到预计的政策目标。从非储备货币发行国来讲，它们通过获取储备货币而便利和扩大了本国的国际经济交往，但与此同时，也须为之承担义务。当它们与储备货币发行国之间的国际收支发生不平衡时，它们必须首先承担起调节的任务，并承受较多的调节成本。以一国货币充当世界货币会导致国际收支调节的不对称性。如何解决这种不对称性，长期来一直是个争论不休的问题。调节不对称性不利于非储备货币国家，这种不对称性往往迫使它们有时不得不采取引起社会震荡和经济萎缩的措施来纠正其国际收支逆差。但同时，它们又获得了以一国货币表示的世界货币，便利了其国际经贸往来的发展。对于储备货币发行国而言，调节不对称是对它们有利的，但另一方面，它们为此而损失了货币政策的部分主权。

第四节国际储备的需求管理

国际储备的来源，是偏重从世界的角度来研究储备供应的。与之相反，国际储备的需求，则是偏重从一国的角度来研究储备的需求管理。储备的需

求管理，主要涉及两个方面，第一是数量管理，第二是币种管理。数量管理讲的是一国应保持多少储备才算合理，币种管理讲的是怎样搭配不同种类的储备货币，才能使风险最小或收益最大。

一、储备需求的数量管理

美国耶鲁大学教授罗伯特·特里芬（Robert.Triffin）在 1960 年出版的《黄金和美元危机》（GoldandDollarCrisis）一书中，总结了第一次世界大战和第二次世界大战之间以及二战后初期（1950—1957 年）世界上三、四十个国家的储备状况，并结合考察了外汇管制情况，得出结论说，一国国际储备的合理数量，约为该国年进口总额的 20～50%。实施外汇管制的国家，因政府能较有效地控制进口，故储备可少一点，但低线在 20%；不实施外汇管制的国家，储备应多一点，但一般不超过 50%。对大多数国家来讲，保持储备占年进口总额的 30—40%是比较合理的。特里芬的这项研究，开创了有系统研究国际储备的先例。自此以后，国际储备需求的研究得到了很大发展[①]，综合起来，在决定一国的最佳储备量时，需考虑下列因素。

1.进口规模

储备是一个存量，进口是一个流量。为克服这一差别，一般采甲年进口额这一指标，以它为分母，以储备为分子，采用比例法来推算一国的最佳储备量。比例法虽然比较简单，但正是由于其简单、易操作，至今仍然是国际储备需求研究中最常用最重要的方法之一。一般认为，20—50%这一比例范围依然适用于世界上大多数国家。

2.进出口贸易（或国际收支）差额的波动幅度

采用比例法，应结合考察本指标。因为比例法中的进口，仅仅表示资金的一种单向流动（即支出），而进出口或国际收支差额，则反映了资金的双向运动及对储备的实际需求。但对一个国家来说，每年的差额是不一样的，有时大，有时小；有时顺差，有时逆差；即有一个波动的幅度问题。幅度越大，对储备的需求就越大；反之，波动幅度越小，对储备的需求就越少。一般可用经济统计或数理统计的方法来求得或预测一段时期中的平均波动幅度，以此作为确走储备需求的参考。

3.汇率制度

储备需求同汇率制度有密切的关系。如前所述，国际储备的一大作用就是干预汇率。如果一国采取的是固定汇率制，并且政府不愿意经常性地改变汇率水平，那么，相应他讲，它就需要持有较多的储备，以应付国际收支可能产生的突发性巨额逆差或外汇市场上突然的大规模投机。反之，一个实行浮动汇率制的国家，其储备的保有量就可相对较低。

与这个概念有关的是外汇管制情况。实行严厉外汇管制的国家，储备保有量可相对较低；反之，则较多。

4.国际收支自动调节机制和调节政策的效率

一国发生国际收支逆差时，该国的自动调节机制和政府调节政策的效率，也影响储备需求。比如，“国际收支”这一章讲的物价—现金流动机制，是一种自动调节机制。我们极端地假定它的效率为零，则国际收支的全部逆差将不得不依靠国际储备（或政府的政策）来解决。在这种情况下，储备需求自然就高。调节政策一般包括财政政策、货币政策、汇率政策和管制政策。

[①] 参阅姜波克“西方国际储备需求理论和方法评介”，载《金融研究》1984 年第 1 期，第 49—53 页。

这些政策调节国际收支差额的效率越高，储备需求就越小：反之，这些政策的效率越低，储备需求就越高。

5.持有储备的机会成本

一国政府的储备，往往以存款的形式存放在外国银行。将获取的储备存放在国外，会导致一定的成本。举例来说，若动用储备进口物资所带来的国民经济增长和投资收益率，高于国外存款的利息收益率，其差额就构成持有储备的机会成本。再如，持有储备而导致国内货币供应量增加、物价上升，也构成持有储备的一种成本。因此，持有储备的相对（机会）成本越高，则储备的保有量就应越低。

6.金融市场的发育程度

发达的金融市场能提供较多的诱导性储备，并且，对利率、汇率等调节政策反应比较灵敏，因此，金融市场越发达，政府保有的国际储备便可相应越少。反之，金融市场越落后，调节国际收支对政府自有储备的依赖就越大。

7.国际货币合作状况

如果一国政府同外国货币当局和国际货币金融机构有良好的合作关系，签订有较多的互惠信贷备用信贷协议，或当国际收支发生逆差时，其它货币当局能协同干预外汇市场，则该国政府对自有储备的需求就少。反之，该国政府对自有储备的需求就越大。

8.最后，一国承爱国际收支政策调节的能力以及与之相关的政府采用政策调节的意愿，也会影响对储备需求的估计

如前所述，国际收支逆差的政策调节，往往会改变货币供应量、收入水平、就业水平等等，带来调节负担。猛烈的调节还可能导致经济萎缩、失业猛增。因此，承受调节负担的能力，有时会严重影响一国对储备需求的判断。

上述我们列举了影响一国最佳储备量的种种因素。这些因素有政治的、社会的，也有经济的。这些因素交织作用，使最佳储备的确定复杂化。一般来讲，最佳储备量是指这样一种储备量，这种储备量能满足应付正常的国际收支差额波动和汇率波动，再加上一个最低储备量。比如，一国的年进口额为 1，000 亿美元，考虑国际货币合作、金融市场等等因素后确定的最低储备为年进口额的 20%，过去 5 年平均的国际收支差额波动为 X 亿，则该国的储备宜保持在 200＋X 亿左右。

二、储备资产的币种管理

储备资产币种管理的必要性和重要性，则由国际货币制度的演变所引起的。70 年代初期以前，世界外汇储备基本上都是美元储备，各国货币同美元保持固定的比价，储备资产币种管理的任务也就未成为国际金融管理的一个组成部分。当时的储备资产品种管理，主要在于处理美元储备与黄金储备的关系上。

自 70 年代初期，国际货币制度发生了重大变化。这种变化主要表现在：（1）单一的固定汇率制度转变为多种的管理浮动汇率制度。储备货币的汇率波动频繁，各国金融当局被迫注意货币汇率的变动，采取相应的措施，以避免本国储备资产的损失。（2）储备货币从单一的美元转变为美元、马克、日元、英镑、法郎等多种储备货币同时并存的局面。不同储备货币汇率的走势与波动不一样外，其利率水平也高低不等，时常变化。（3）不同的储备货币除汇率不一致、利率不一致外，还有通货膨胀率的不一致。汇率的下浮、利率的下降、或通货膨胀率的上升，会损耗一种储备资产的价值。在这方面，

疏忽就会导致损失。币种管理的任务就是要在研究不同国家汇率、利率、通货膨胀率的基础上，恰当调度和搭配储备资产的币种构成，以减少损失，增加收益。（4）随着国际货币制度发生重大变化，国际金融市场也获得长足的发展。各种新的金融工具和投资工具层出不穷，银行国际经营的风险也随国际债务问题和信用膨胀而增加，这也部份地加强了储备资产市种管理的必要性和重要性。

币种管理应遵循的主要原则是：

1.币值的稳定性

以什么储备货币来保有储备资产，首先要考虑币值的稳定性或称保值性。在这里，主要要考虑不同储备货币之间的汇率以及相对通货膨胀率。一种储备货币汇率的下浮（或预期下浮），必然有另外一种（或几种）储备货币汇率上浮。其次，不同储备货币的通货膨胀率也是不一样的。管理的任务就是要根据汇率和通货膨胀率的实际走势和预期走势，经常地转换货币，搭配币种，以达到收益最大或损失最小。

作者以亲身经历编出如下一案例，从中可见币种管理的重要性。

自 1992 年开春以后，外汇市场英镑和里拉一直对美元上浮。到 1992 年 9 月 9 日，英镑与美元的比价已高达一镑等 1.9725 美元，里拉与美元的比价也从 3 月份的＄1/L1300 上升到 9 月份的＄1/L1，060。外汇市场各种流言纷起，纷纷预测英镑和里拉即将对马克和法郎贬值，因为英镑和里拉是欧洲货币体系的两个成员，它们同欧共体其它成员国货币保持固定的比价。英镑和里拉只有首先对马克、法郎等其它欧共体国家货币贬值，才能对美元下浮。否则，它们对美元的比价将因欧洲货币体系的固定汇率制度而被马克、法郎共同拉高。在当时，欧洲各国、尤其是西欧各国，正在紧张地进行或准备有关《马市条约》（MaastrichtTreatv）的全民宣传、全民公决、全民辩论。《马市条约》的实质就是要在西欧建立一个政治经济货币同盟。在这种背景下，欧洲货币体系的稳定对《马市条约》在各国议会的成功通过具有重要作用。英国和意大利政府的负责人在 9 月 9 日和 9 月 10 日多次发表讲话，表明了两国政府保卫本国货币平价的决心。这时，有甲、乙两个储备货币持有者。甲持有 2，200 亿里拉，乙持有 6，000 亿里拉。乙认为，在法国、丹麦等国举行全民公决《马市条约》之际，欧共体不会轻易破坏欧洲货币体系的稳定，它们必将联合起来干预当时外汇市场上对英镑和里拉的投机，英国政府和意大利政府也宣布了自己的决心，因而，英镑和里拉还会继续与马克和法郎一起对美元上浮，故没有必要改变币种，将里拉换成马克或美元。甲的观点与乙相反。乙认为，欧共体国家货币对美元上浮，同德国的高利率政策有关，德国不会轻易牺牲本国利益去谋求欧洲货币体系的稳定。更重要的是，英、意两国政府宣布要保卫本国货币的平价，预示着英镑和里拉的贬值已迫在眉睫。于是，甲在 9 月 11 日将其所有里拉资产按＄/L1，100 换成美元，并借入 2，200 亿里拉一并换成美元。两天后，9 月 13 日星期日，经过一夜的电话紧急磋商，英国和意大利政府终于被迫突然宣布英镑和里拉退出欧洲货币体系，任其浮动，外汇市场一片混乱，人们拼命抛售英镑和里拉，两周后，它们对美元的汇率分别跌到＄15/￡1 和＄1/L1，400 左右。这就是欧洲货币体系史上著名的 9 月危机，又称“黑色的 9 月”。两周后，甲将两周前换得的 4 亿美元换＄1/L1，400 又换回成美元，得 5，600 亿里拉，归还所借的 2，200 亿里拉，余 3，400 亿里拉，净赚 1，200 亿里拉。而甲则损失惨重，约

达 1.2 亿美元。

2.盈利性

不同储备货币资产的收益率高低不同，它们的名义利率减去通货膨胀率再减去汇率的变化，即为实际收益率。币种管理的任务不仅仅是要研究过去，更重要的是要预测将来，预测利率、通货膨胀率、汇率的变化趋势，以决定自己的市种选择。另外，同一币种的不同投资方式，也会导致不同的收益率。有的投资工具，看上去收益率较高，但风险较大。有的看上去收益较低但风险较小。盈利性要求适当地搭配币种和投资方式，以求得较高的收益率或较低的风险。

3.国际经贸往来的方便性

方便性管理是指在储备货币币种的搭配上，要考虑对外经贸往来的地区结构和经常使用清算货币币种。如果一国在对外经贸往来中大量使用美元作为支付手段和清算手段，则该国需经常性地保持适当数量的美元储备。如果该国在其对外交往中大量使用日元，则它必须经常性地保持一定数量的日元储备。在当今世界上，由于外汇市场的发达和货币兑换的方便性大大提高，方便性在决定币种选择中的重要性已大为降低。但在实际生活中，一国对外贸易的地区结构及其所使用的支付和清算手段，依然是币种搭配和币种选择中要考虑的一个因素。

第五节国际储备与世界性通货膨胀

70 年代后半期和 80 年代上半期，出现了一种新的货币理论，向传统的常识提出了挑战。这种新的理论被称为国际货币数量说或世界货币数量说，主要代表人物有当时国际货币基金组织的高级研究员罗伯特·海勒（Robert.Heller）和美国斯坦福大学教授罗纳德·麦金农（Ronald.Mckinnon）。海勒明确提出，世界物价水平与国际储备和国际清偿力的水平有紧密的关系，国际储备构成世界货币总量的重要组成部分。麦金农认为，多年来，经济学家和政策制定者被国内货币数量说引入了歧途，只盯住一国内部的货币供应，而经济增长和物价水平的稳定主要取决于世界货币供应量。世界货币供应量预告了 70 年代的两次世界性通货膨胀以及 80 年代初的世界性衰退。同时，世界货币供应量还比美国货币供应量更准确地预告了 1990 年以来美国经济和物价水平的消长。麦金农认为：这绝不是统计上的偶然巧合。以此出发，他提出，在各国经济相互依存性日益加深。经济国际化高度发展的今天，应当用世界货币供应量来解释美国的和世界的物价变动和经济消长，并认为测量美国货币供给状况的指标是美元汇率，而不是国内货币学派所说的物价水平或凯恩斯学派所说的利率。

一、理论假定

我们知道，在金本位制度下，纸币随其数量的增加而减少其所代表的金量，随其数量的减少而增加其所代表的金量，可以说其代表的价值由数量所决定。马克思曾经讲过：“纸票的量决定于它们在流通中所代表的金货币的量，而因为它们只有代表金货币才成为价值符号，所以它们的价值只是决定于它们的量。可见，流通的金量决定于商品价格，相反，流通的纸票的价值

则完全取决于它自身的量。”[1]如果说，在金本位（金铸市本位或金汇兑本位）制下，商品价值总额决定了流通的金量，流通的金量又决定了作为其价值符号的纸币的量，纸币的过多发行，单位纸币所代表的金量便减少，则我们可以推论：在黄金已退出流通领域并且不再是币值基础的今天，流通中商品价值总额直接决定了纸币的量。纸币发行过多，单位纸币所代表的价值量就降低。从这个意义上说，流通的纸币所代表的价值量仍然决定于它自身的量。

国际储备不仅有很大一部份是由纸票形式的货币（即纸币）来充当，而且，停留在各国政府手中的这部份货币还是一种强力货币。西方的货币理论认为：一国货币存量是强力货币与信用扩张倍数的乘积。强力货币是中央银行的负债，它等同于与之对应的中央银行的资产净额。用国际货币基金组织的公式表示：

强力货币总额＝国内资产净额十国外资产净额。

国际储备的变化基本上能反映国外资净额的变化。这可以从两个方面来说明。第一，国外资产净额等于国外资产总额减国外负债总额。国外资产总额就是一国政府持有的国际清偿力和其它国外资产。在国外负债总额既定的前提下，国际储备增加，国外资产净额也就增加。第二，更重要的事实是：大多数主要国家的其它国外资产和国外负债总额一般是两个很小的量，因此，国际清偿力同国外资产净额就非常接近，请参看表 4—8。

因此，简单地说，信用扩张倍数越大，国际储备每增加一个单位，货币供给量的增量相应地也越大。在流通商品量既定的情况下，国际储备过度增加，中央银行若没有或无力采取有效的冲销措施（SterilizationPolicy），强力货币的供给势必过度增加，货币供给量也势必过度增加，这无疑会助长或导致该国的通货膨胀。战后历史证明，在绝大多数场合，各国中央银行或不愿意或无能力采取有效的冲销措施。究其原因，从客观上讲是金融市场高度一体化和经济依存性不断加强；从主观上讲是战后各国都程度不同地奉行凯恩斯的教义，常常用人为扩大有效需求的办法来刺激生产。

表 4-8 国外资产净额占国际储备的比重

	1970 年	1975 年	1980 年
美国	0.94	0.97	0.98
日本	1.01	1.00	1.00
原联邦德国	1.00	1.02	0.84
法国	0.77	0.94	1.06

资料来源：国际货币基金组织：《国际金融统计年鉴》1982 年。

一国国际储备的过度增加，引起强力货币和货币供给量的过度增加，进而助长或导致通货膨胀,并可通过各种传递机制[1]把通货膨胀的瘟疫散播到其他国家。

特里芬认为：通过扩大强力货币，国际储备过度增加的扩张性影响倾向于提高国内需求，并把越来越多的扩大了的需求投向进口商品市场和本国生产的可供出口的商品市场；在这两个市场可提供的商品量既定的前提下，就

---

[1] 马克思：《政治经济学批判》第 100 页，人民出版社 1976 年出版。

[1] 关于通货膨胀的国际传递机制，西方经济学家已有较系统的研究，可归纳为：价格机制，需求机制，清偿力机制，预期和示范机制，汇机制。

会引起贸易商品价格的上涨。进口和出口商品价格的上涨，通过各种机制又会引起整个物价水平的上涨[②]。奥克鲁斯特（Aukrust）等北欧经济学家建立的关于通货膨胀传递的模式（即著名的斯堪的纳维亚模式）也认为，一个小国的经济可以分为开放部分和非开放部分，首先受外国通货膨胀影响的是开放部分[①]。在通货膨胀特别是国际储备剧增引起的通货膨胀传递中，国际贸易商品价格首当其冲或者说是更加明显地受到影响。

综上所述，一国国际储备过度增加，会助长或导致该国的通货膨胀；一国的通货膨胀通过各种传递机制，又会助长或引起他国的通货膨胀；在国际储备过度增加引起的通货膨胀传递中，国际贸易商品的价格首当其冲地上涨或更明显地受到影响。这样的证明还是不充分的，正如塞兰特（WalterS.Salant）所说："只有许多国家的需求同时持续地扩张，才能导致（世界）通货膨胀，个别一二个国家的持续扩张，对于（世界）通货膨胀并不十分重要，就如拥有极多买者和卖者的某种商品的价格一样，只有他们的共同行动才会迫使该商品价格上涨，若一部分人采取相同的行动是不会导致相同的结果的。"[②]各国国际储备同时持续增加的必要前提是整个国际储备的供应持续充分地增长；在调节惰性和对国际储备采取"重商主义"态度普遍存在的前提下，国际储备的供应持续充分地增长，又成为各国国际储备同时持续增加的充分条件。所以，整个世界国际储备供应持续地过于充分地增长，必然助长或导致世界货币供给量大于稳定物价所需要的量，而多余的货币量最终只能并且必然反映到世界的物价水平上，"单位纸币所代表的价值量降低"，世界通货膨胀自然不可避免地会发生。

另外，国际储备的过度增长，还会间接地引起世界物价的膨胀。它首先有助于扩大欧洲货币市场创造信用的规模，其次会助长国际储备创造的私人化，第三又会放松国际收支逆差的调节纪律。

二、实证检验

为了进一步证明上述理论，我们采用统计方法来检验和分析以下三个问题：

1.以美、原联邦德国、英、法、日 5 国为典型代表，检验世界强力货币过度增长的主要源泉是否在于国际储备的过度增长。

上述 5 国在世界货币供给总量中占有相当高的份额，在世界通货膨胀中起着领导作用，因此，我们以这 5 国为代表，检验世界强力货币构成变化的源泉。见表 4—9：

[②] 特里芬：《我们的国际货币体系》，1986 年英文版，第 71 页。

[①] 《经济学文献杂志》1977 年 12 月号，第 1306 页。

[②] 塞兰特：《世界范围通货膨胀分析的超国家方法》，载克劳斯和塞兰特等编《世界范围的通货膨胀》，1977 年英文版，第 637 页。

表 4 — 95 国强力货币的增长及其构成变化①（%）

年份	通货膨胀率(A)②	实际经济增长率(B)	强力货币增长率(C)	差异(C-B)	国外资产净额在强力货币中占的比重(D)	国外资产净额的增长率(E)	进口量的增长率(F)
1970	5.6	2.2	10.0	7.8	18.35 ③	79.9	8.7
1971	5.2	8.1	14.5	6.4	30.77	92.0	6.3
1972	4.7	6.0	15.7	9.7	31.48	18.3	11.5
1973	7.7	17.3	19.5	2.2	29.16	10.7	11.5
1974	13.3	0.8	9.0	8.2	26.26	-1.9	-1.3
1975	11.1	-3.1	-1.0	2.1	31.23	17.7	-8.0
1976	8.3	5.2	8.6	3.4	30.90	7.5	15.4
1977	8.4	11.6	17.6	6.0	35.39	34.7	5.0
1978	7.2	13.4	23.9	10.5	35.18	23.2	7.7
1979	9.2	1.3	3.6	2.3	36.61	7.8	7.1
1980	12.0	4.4	5.4	1.0	42.92	23.5	-2.3

①按年底汇率折合成美元计算。②用《国际金融统计年鉴》中 20 个工业国家的通货膨胀率作为代表。③ 1969 年为 11.22 %。

资料来源：国际货币基金组织：《国际金融统计年鉴》1982 年年鉴。

从表 4—9 可以看出：①除受石油涨价影响较大的 1974 年和 1980 年外，5 国当年的实际经济增长率加后一年的通货膨胀率，大致等于当年的强力货币的增长率。这就可以说明强力货币的过速增长（长期超过实际经济的增长），确实会反映到物价水平的上涨中（大约有一年左右的时滞）。②在强力货币的增长源泉中，5 国国外资产净额在强力货币中所占比重从 1969 底的 11.22%上升到 1980 年底的 42.92%。特别重要的是：在 1970～1980 年这 11 年内，5 国国外资产净额的增长远远超过它们国际贸易（以进口量作代表）的增长，按传统的国际储备需求理论，这清楚说明了国外资产净额的过度增长。

从以上两点又可以推论，既然相对于实际经济增长而言，强力货币有了过度的增长，并因此而导致了较高的通货膨胀率；既然相对于国际贸易量增长而言，按传统国际储备需求理论衡量的国外资产净额有了过度的增长，并且它在强力货币中所占的比重迅速提高，我们必然可以得出这样的结论：强力货币过度增长以及由此而导致的较高的通货膨胀率，在很大程度上是因为国外资产净额的过度增长——即国际储备的过度增长。

这里我们进一步运用一些数理统计技术来区别国外资产净额和国内资产净额对通货膨胀率的不同影响，所得到的有关统计结论可以进一步支持我们在前面所作的推论。

（1）分别求 $\sum_{j=1}^{11}\{A_{j+1}-b_0-b_1E_j-b_2G_j\}$ 关于 b_0、b_1 和 b_2 的偏导。

（2）E_j：国外资产净额的年递增率。G_j：国内资产净额的年递增率。A_{j+1}：通货膨胀的年递增率。

（3）有关统计结果如表 4—10。

现对以上统计作一简单说明：①回归系数指平均影响程度，统计结果是：国外资产净额对通货膨胀的影响比国内资产净额要略高一些。②相关系数表明因果联系的密切程度，统计结果是：国外资产净额和通货膨胀率之间的相关系数更大一些，因而因果联系更密切一些（已经经过显著检验）。③增长率的标准差越大，越说明它的增长忽高忽低，反复无常，也就越不利于通货和物价的稳定。统计结果表明：国外资产净额增长率的标准差大大高于国内资产净额增长率的标准差。

表 4 — 10 统计结果

b_0=0.4b(b_0 为常数)		国外资产净额	国内资产净额
通货膨胀率关于各种资产净额增长率的回归系数	b	0.22 (b_1)	0.19 (b_2)
通货膨胀率关于各种资产净额增长率的相关系数	δ	0.97 (δ_1)	0.93 (δ_2)
各种资产增长率的标准差	S	1.41 (S_1)	0.44 (S_2)

2.以国际货币基金全体成员国为总体，来进一步考察迅速增长的国际储备同迅速增长的世界货币存量和奔腾式通货膨胀之间到底存在着何种程度的因果联系。

这里，我们把国际货币基金组织成员国作为一个整体，用数理统计方法来进一步检验国际储备与世界物价水平之间的关系。以下分两步进行检验：①检验国际储备与世界货币供应量之间的关系；②检验世界货币供应量与世界物价水平之间的关系。有关的结果均归入表 4—11。

在依表 4—11 数据作出结论之前,我们应当牢记 70 年代世界通货膨胀率较高的这一事实。因此，虽然我们在表 4—11 中没有检验国内资产净额在引起世界物价昂腾中所起的作用，但表中的数据至少能够说明：70 年代世界物价之所以昂腾，国际储备肯定是重要原因之一。

表 4 — 11 国际储备与世界通货膨胀之间的关系（1970 — 1980 年）

	后者关于前者回归系数	后者与前者的相关系数	后者与前者相关的可靠性程度
国际储备增长指数与世界货币供应量增长指数	0.755	0.992	0.999
世界货币供应量增长指数与世界消费物价增长指数	0.717	0.998	0.999

国际货币基金组织著名专家罗伯特·海勒曾经得出这样的统计结论：①1951—1974 年，世界货币供应量变化的原因，有 54%来自于国际储备的变化，两者之间相关的显著性水平为 99%，后者对前音的影响大约有 3.8 个季度（即约一年）的时滞。②世界货币存量的增长，又在 58%的比例上构成了一年半以后世界物价水平上涨的原因。如果我们假定海勒的结论是基本可信

的，那可以想象，在国际储备增长远远超过国内资产净额增长的 70 年代，是一幅什么样的情景[①]。

3.世界物价上涨的结构有何重大变化，这种变化说明了什么。

在表 4—12 中，我们以进出口商品价格代表国际贸易商品价格，以按加权平均计算的世界消费物价代表非贸易商品价格，可以看到，在 50 年代和 60 年代，贸易商品价格比非贸易商品价格要稳定得多；到了 70 年代则一反往常，非贸易商品价格比贸易商品价格要更稳定一些。特别是从 1969—1972 短短的 3 年中，整个世界的国际储备增加了 1 倍，同期内，世界物价上涨结构发生了戏剧性的变化,国际贸易商品价格的上涨幅度从 60 年代未起突然一跃而超过了非贸易商品价格的涨幅。当时，世界石油价格还相当稳定，并不明显存在引起贸易商品大幅度涨价的其它触发器，因此，不能不说它同国际储备力的剧增有关。

表 4-12 世界物价上涨结构的变化（递增率）

年　份	国际储备(按 SDR 计)	整个消费物价	出口物价	进口物价
1950-1959(平均)	2.3	3.5	1.2	0.5
1960-1969(平均)	3.1	4.4	0.6	0.6
1970	18.4	6.2	6.4	5.3
1971	29.9	5.9	4.0	6.0
1972	21.3	5.9	8.7	6.6
1973-1980(平均)	12.0	12.3	16.6	14.1

资料来源：国际货币基金《国际金融统计年鉴》1980 年，1982 年。

此外，还可以从以下几个角度来进一步证明我门的结论。

第一，国际储备的供应十分充分，一般会导致政府放松外汇限制和外贸限制，对国际贸易商品的需求就会首先或加倍上升。根据国际货币基金组织《外汇限制问题年报：1970—1973》资料，在国际储备迅速增长的 1969 年到 1972 年期间，实施外汇限制的国家从 72 个减少到 59 个，未实施外汇限制的国家从 35 个增加到 50 个。

第二，“当政府售出本市换取外币时，他们实际上是运用了他们创造货币的权力向那些将其货币积累起来作为储备的外国提供了信贷。这会对他们本国经济产生受人欢迎的扩张效应或不受人欢迎的通货膨胀效应。另一方面，将先前积累起来作为储备的外国货币售出，会产生相反的效应。它取消了先前提供给外国人的信贷，并且抹掉了一笔同等数额的国内货币供应量。”[①]可见，如果一国的国际储备增加，这意味着用本市向别国提供的信贷也增加，国际支付手段双倍增加，对国际贸易商品的需求就会首先或较大幅度地增加。

第三，在国际储备供应十分充裕时，外汇限制放松，资金在国际间移动的自由程度提高，又会给国际储备的创造（特别是私人创造）提供方便。结

[①] 海勒：《国际储备和世界范围的通货膨胀》，载《国际货币基金工作人员论文集》，1976 年第一期第 70—79 页。

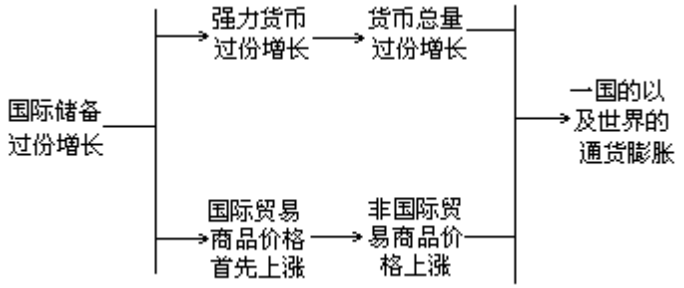
[①] 特里芬：《我们的国际货币体系》，1968 年英文版，第 79 页。

果，私人手中的资金流入外国政府手中成为国际储备，政府能源源不断获得国际储备，又便利了私人资金在国际间的大规模移动，如此循环不已，使国际贸易商品价格首当其冲地上涨。

总之，通过强力货币来源的典型检验，发现 70 年代世界强力货币的过度增长在极大程度上是由于国际储备的过度增长，它导致了世界通货膨胀；通过国际储备增长与奔腾式在世界通货膨胀率相互关系的总体检验，发现两者之间存在高度显著的因果关系；通过世界物价上涨结构的分析，发现贸易商品价格的上涨率一反往常而超过非贸易商品价格的上涨率。这一切证明了我们在前面所提出的观点，即国际储备和各国的乃至世界的物价水平，确确实实存在着紧密的因果关系。

三、小结

通过上述理论分析和实证检验，我们的结论是显而易见的；它可以用下图加以归纳：



据此，我们可以对国际货币数量说作出以下两点粗浅的评价：

第一，在国际经济一体化高度发展、国际信贷市场规模日益庞大的今天，仅从一国国内来寻找一国通货膨胀的根源显然是不充分的。同理，仅以通货膨胀的各种传递机制来解释通货膨胀的世界化也是不够的。因为国际储备和世界货币过于充分的增长，并非完全是哪一国政府能单独决定的。况且，在理论上，储备机制在自由浮动汇率下并不起作用。至于汇率机制，虽则存在着所谓“棘轮效应”，即不对称效应（指浮动汇率在传递通货膨胀的过程中，压低一国物价水平的作用较小，而抬高另一国物价水平的作用较大），但这种“棘轮效应”并未得到充分的统计证明，因此其实际作用究竟如何尚难断定。

第二，世界货币供应量是通过一国国内的机制（如通过一国的强力货币）来影响一国的物价水平和经济消长的。因此，我们说：世界货币供应量是影响各国物价水平和经济消长的超国家原因，而强力货币等等则是世界货币供应量实现上述影响的途径。

附录：人民币国际化问题探讨

一、问题的提出

众所周知，我国与周边国家的边境贸易中，已大量使用人民币作为结算货币和支付货币，人民币同这些国家和地区的货币能自由兑换，在某些国家（如越南，缅甸）甚至全境通用，更有些国家，甚至在官方的层面上，正式承认并公开宣布人民币为自由兑换货币，并逐日公布人民币与本地货币的比价。

从已发表的众多文章来看，对人民币在边境地区的流通，喜忧掺半，根

据我国金融管理的有关规定，人民币是不准携往国外的，但是另一方面，充许人民币在边境中自由流通，又有利于边贸的发展。

现在，我们提出，要从新的战略高度来评价人民币的输出，跳出金融管理的传统框框，超越有利边贸发展这一初级阶段，来重新评估人民币输出的意义，以及我们需要为此采取的相应措施。

1978 年以来，中国开始执行利用外资的政策，15 年来，外资确实成为中国经济发展的部分资金来源，但是，时到今日，以直接投资形式进来的外资，在档次上徘徊不前，在条件上各种优惠层层加码，相当多数投资用于低档产品的生产，而销售却是高档产品的价格，抢占了一大批国内市场，以批租非再生资源土地来利用外资，迟早也会走到尽头，所以现在，我们必须研究如何打开一条利用资金的新渠道。

二、人民币国际化的好处

输出人民币以换取实际资源是一条利用资金的新渠道，人民币出口之际，就是实际资源进口之时，以纸钞换物资，这就是我们的思路，也是英美等国所走过的或正在走的路，截止 1992 年底，美国输出的纸币毛额已达 7009 亿美元，这一笔钱，成为美国维持其在全世界的政治，军事和经济霸权的重要资金来源，我们应当努力挤进世界货币发行国的行列，这不仅能为我国打开一条利用资金的渠道，而且也能提高我国在世界事务中的地位和影响。

那么，我们通过输出人民币能利用多少资金呢？这里，我们对今后十年（至 2003 年为止）的情况作一个纯假定性的估算。

我们将亚洲国家分为三类：

第一类，在边境贸易中已经使用人民币，或人民币已全境或局部通用的国家和地区，包括缅甸，越南，泰国，朝鲜，澳门，蒙古，俄罗斯，巴基斯坦等。

第二类，已接受人民币存款或将来（10 年中）有希望接受人民币的国家和地区，包括香港，台湾，孟加拉国，马来西亚，印尼，菲律宾，新加坡。

第三类，其它国家和地区

1991 年，中国对上述第一类和第二类国家和地区的出口值分别为 46.6 亿美元和 361.5 亿美元，中国的出口就是对方的进口，按国际金融公认的理论和通行的做法，一国官方一般必须储存占年进口额 20—30%的外汇储备以便应付支付需要，上述第一类国家因在经济上对中国的依存较大，或人民币已经全境或局部通用，故我们可按 20%的比例来计算 10 年后这类国家和地区官方所需保有的人民币储备总额，第二类国家和地区对中国经济的依存相对较低（香港是例外，但香港是个国际性城市，且其货币与美元挂钩），故我们可按 10%的比例来计算 10 年后这类国家和地区官方所需保有的人民币储备总额，贸易额按年增长率 10%这一中等速度计算，我们将有关数据和假定的计算结果列入表 4—13

表 4 — 131993 — 2003 年人民币输出总额的预测（对官方）

单位：亿

	1991 年自中国的进口	进口年均递增率	2003 年自中国的预测进口额	人民币储备比率	以美元计算的人民币储备额	折合成人民币 ($1=￥10)
第一类	$46.6	10%	$133	20%	$26.6	￥266
第二类	$361.5	10%	$1135	10%	$113.5	￥1135
合计	$408.1	-	$1268	-	$140.1	￥1401

从上述分析中可以看到，假如人民币区域国际化的进程能顺利地进行下去，那么，随着对外贸易的发展，到 2003 年时，上述两类国家和地区政府所持有的人民币储备可达 1，400 亿元，这还不包括：①第三类国家和地区所可能持有的部分人民币储备；②尤其是民间（企业，居民）所持有的人民币资产，这第二项的金额在理论上应不少于官方人民币储备，如果将这些因素考虑进去，那么，到 2003 年时，我国人民币的累计输出总额应达到或超过 2，000 亿元，年均 200 亿元，接近我国每年国库券的发行额，它们长期循环在外，而与之对应的实际资源却进入我国为我永久使用，随着贸易的发展，经济往来的加强，以及因通货膨胀而导致的人民币币值下降，人民币的输出必将不断增加。

三人民币国际化的条件

人民币区域国际化的进程能否顺利地发展，取决于许多条件，目前，除越南和蒙古外，人民币的使用和流通基本属民间性质，但人民币的民间接受为人民币的官方接受奠定了基础，要使人民币的区域国际化能继续顺利地进行下去，我们至少要做以下几个方面的工作。

第一，中国经济必须继续保持在亚洲的领先增长，同时，人民币的币值要相对稳定，这是人民币国际化的基础，如果人民币的通货膨胀率较高，就会导致其名义汇率的贬值和不确定性，因而影响人民币作为国际价值尺度和计帐单位的作用，另外，通货膨胀率较高，会增加持有人民币的风险，国际上持有人民币的愿望就会下降。

第二，根据国际货币基金组织对日元，马克国际化进程的研究和对国际贸易报价方式的研究，他们发现：在发达国家之间的贸易往来中，主要是以出口商所在国家的货币来报价，在发达国家和发展中国家之间的贸易往来中，主要是用发达国家的货币来报价，一国货币在世界上的地位，与该国出口在世界贸易和投资中所占的份额有直接关系，强有力的出口和国际投资地位，可以直接推动该国货币在国际上的广泛使用。因此，要加强对周边国家和地区的直接投资和贸易，这是带动人民币区域国际化的最重要力量。

第三，人民币的国际化最终必须以人民币的可兑换性（包括经常帐户和资本帐户下的可兑换）为前提，这个要求来自于人民币持有者须以人民币兑换其它货币以应付该国其它市种的支付需要和资金流动需要，以人民币兑换其它货币以避免汇率波动的风险和套汇套利活动，如果人民币不能自由兑换，人民币的国际使用范围就被大大缩小，它便成为一种具有高度风险的货币，它的国际化进程就不可能顺利发展下去，从这个意义上讲。由于人民币自由兑换，尤其是资本帐户下的自由兑换还须经过一个相当长的时间才能完成，人民币的国际化进程只能非常缓慢地进行。

第四，要在周边国家和地区开设我国银行的分支机构，接受人民币存款，为各国政府，企业和居民的人民币提供一个存放渠道，银行是货币经营的主体，是货币流通的主要中介，开设大量的海外分支行，不仅是人民币国际化的需要，而且也能推动我国海外投资和对外贸易的发展，在这方面，我国还十分落后，从表 4—14 数据可以看到，日本，美国，欧洲经济共同体中任何一个（组）国家在纽约，伦敦，或东京三地中任何一地的分支机构和代表处数目，都超过我国全国各类银行在海外的分支机构和代表处数目之总和。

第五，要鼓励中国企业在与周边国家和地区的贸易中使用人民币结算和支付，以此推动人民币的大规模国际化，使用人民币结算和支付，看上去会导致我国外汇收入减少，但如果在进出口中都同时使用人民币结算和支付，则非但不一定会导致外汇收入的减少，反而会明显地有利于人民币的国际化和实际资源的内流。

第六，中国政府和银行应适当地向周边国家和地区的政府机构和企业提供中短期人民币出口信贷，这不仅能带动人民币的国际化，而且也能带动中国对外贸易的发展。

第七，人民币国际化还必须以一个发达的与世界有密切联系的金融市场为前提，金融市场是资金融通和信用授受的场所，贷币是信用授受的媒体，没有一个国际化（开放）的发达的金融市场，货币的国际化（媒介信用的国际授受和资金的国际移动）是不可想象的，一个发达的国际性的金融市场将使一国（及其货币）处于国际金融业的中心，可为一国货币的国际使用（负债业务，资产业务，及中介业务）提供必不可少的条件，为一国货币的国际兑换和移动提供渠道，发达的国际性的金融市场是使一国货币（存款）转换为国际清偿力的重要机制。

表 4 — 14 日本，美国，欧共体在三大金融中心的分支机构和代表处数目（1989）

	日本				美国				欧共体			
	分行	附属行	代表处	小计	分行	附属行	代表处	小计	分行	附属行	代表处	小计
纽约	37	1	12	50	-	-	-	-	69	10	33	112
伦敦	23	8	18	49	32	13	7	52	70*	5*	29*	104*
东京	-	-	-	-	21	6	10	37	28	1	41	70
总计	60	9	30	-	53	19	17	-	167	16	103	-

注*：不包括英国的银行。

资料来源：普林斯顿大学《国际金融系列论文》第 182 号，1991 年 5 月第 25 页。

四、人民币国际化的代价

输出人民币纸币，换取实际资源进口，我们把从中得到的好处称为铸币税（Seigniorage）。铸币税就是货币发行者凭借其发行地位所获得的纸币面值超过其发行成本的差额，一张百元人民币的面值为 100 元，但其印刷和发行成本则几乎接近零，但是，更严格地讲，发行成本不仅仅包括印刷费用，人民币的输出会对国内货币政策的制定和执行带来许多始料未及的问题和制约。国际外汇市场上可能发生的对人民币的投机会扰乱我国的金融秩序，人民币作为一种国际货币，以其为直接媒介的资金国际移动（正常移动和投机

性移动）会影响中国的利率，汇率和物价，这些都是人民币国际化的代价，但是在这方面，我们已经有许多别国的经验教训可以借鉴，这里因篇幅限制，不再讨论，总之，通过输出人民币来利用资金（实际资源），政治和经济上的好处肯走大于代价。

本章思考题

1.国际储备和国际清偿力的区别是什么？各自包含哪些具体内容？

2.特别提款权的性质和特点是什么？

3.国际储备的作用是什么，在我国目前的情况下，影响储备需求的主要因素是什么？

4.一种货币成为储备货币并能不断输出的原因是什么？好处和代价是什么？人民币有无可能在未来的 10—20 年内实现区域国际化？

5.储备货币输出如何能成为各输入国的强力货币？

6.对货币已经充分国际化、金融市场已经充分国际化的国家，可否用汇率而不是货币供应量来更准确地预测其通货膨胀？

第五章国际货币基金组织

第一节概述

在第二次世界大战尚未结束时，美国就开始考虑战后的国际经济秩序问题了。鉴于两次大战之间国际经济领域的混乱给各国部带来了损失，美国当时就决心凭借自己在战争中膨胀起来的实力，在第二次世界大战后建立一个以美国为主导的稳定的多边的国际贸易和金融秩序。战后国际经济领域的三大全球性机构——国际货币基金组织（IMF）、世界银行集团（包括国际复兴开发银行，1BRD；国际开发协会，IDA；和国际金融公司，IFC），以及关税和贸易总协定（GATT），就是美国贯彻实施其意图的产物。

国际货币基金组织（InternationalMonetaryFund，IMF）是根据 1944 年 7 月 44 个国家在美国新罕布什尔州布雷顿森林镇达成的《国际货币基金协定》而于 1946 年 3 月正式成立的。它与世界银行集团和关税与贸易总协定共同构成战后国际经济秩序的三大支柱。国际货币基金组织负责货币金融事务，世界银行集团负责财政援助与经济开发事务，关税与贸易总协定负责国际贸易事务。前两个组织的总部设在美国的华盛顿特区，隔街相望；关贸总协定的总部设在瑞士的日内瓦。

国际货币基金组织的宗旨是：

第一，促进成员国在国际货币问题上的磋商与协作；

第二，促进汇率的稳定和有秩序的汇率安排，藉此避免竞争性的汇率贬值；

第三，为经常项目收支建立一个多边支付和汇兑制度，努力消除不利世界贸易发展的外汇管制；

第四，在临时性的基础上和有保障的条件下，向成员国提供资金融通，使它们在无需采取有损于本国和国际经济繁荣的措施的情况下，纠正国际收支的不平衡；

第五，争取缩短国际收支不平衡的持续时间和程度，促进国际贸易的均衡发展，实现就业和实际收入水平的提高及生产能力的扩大。

根据上述宗旨，基金组织目前负有三项职能：第一项职能是就成员国的汇率政策，与经常项目有关的支付，以及货币的兑换性问题确立一项行为准则，并实施监督；第二项职能是向国际收支发生困难的成员国提供必要的资金融通，以使它们遵守上述行为准则；第三项职能是向成员国提供国际货币合作与协商的场所。

到 1993 年 3 月底为止，基金组织成员国已达 175 个国家和地区。只有首先成为基金的成员，才有资格成为世界银行集团的成员，中国是国际货币基金组织的创始国之一。我国的合法席位是 1980 年 4 月 18 日恢复的。

基金组织的最高决策机构是理事会（BoardofGovernors），其成员由各国中央银行行长或财政部长组成，每年秋季举行定期会议，决定基金组织和国际货币体系的重大问题，比如接纳新成员、修改基金协议、调整基金的份额等。日常行政工作由执行董事会（ExecutiveBoard）负责，执行董事会由 24 名成员组成，它们的产生办法是：出资最多的美国、英国、法国、日本、德国、沙特阿拉伯各指派一名；中国和俄罗斯为单独选区，所以各自可以单独选派一名执董；其余 16 名包括若干国家和地区的 16 个选区各选派一名，

分别代表各自选区进入执行董事会工作，每两年改选一次。执行董事会另设主席一名，主席即为基金组织总裁，每 5 年选举一次。总裁在通常情况下不参加执行董事会的投票，但若双方票数相等时，总 裁可投决定性一票。通常，总裁由西欧人士担任，而世界银行集团总裁则由美国人担任，这是权力分配中的一种默契。

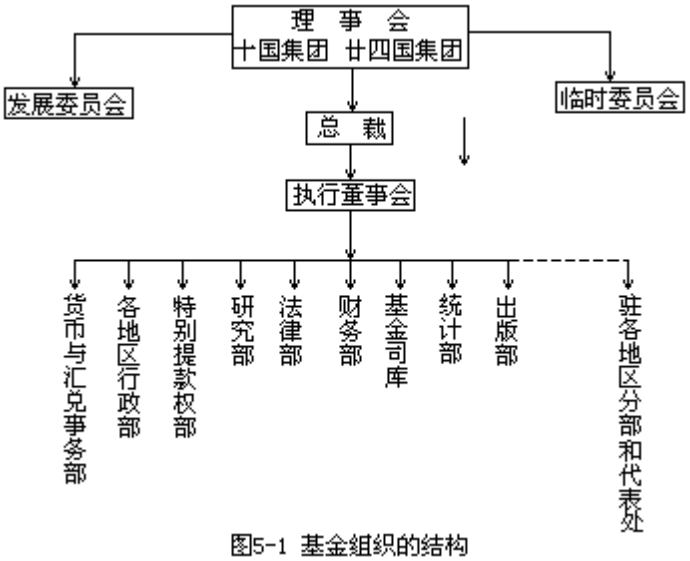


图5-1 基金組织的结构

执行董事会是一个常设机构，在它和理事会之间还有两个机构：一个是“国际货币基金组织理事会关于国际货币制度的临时委员会，”简称“临时季员会”（InterimCommittee）；另一个是“世界银行和国际货币基金组织理事会关于实际资源向发展中国家转移的联合部长级委员会”，简称“发展委员会”（DevelopmentCom-mittec）。这两个委员会都是部长级委员会，每年开会 2—4 次，讨论国际货币体系和开发援助的重大问题。由于委员会的成员政治级别高，又大都来自主要国家，因此，委员会的决议最后往往就是理事会的决议。

基金组织除理事会、执行董事会、临时委员会和发展委员会外，其内部还有两大利益集团——“十国集团”（代表发达国家利益）和“廿四国集团”（代表发展中国家利益），以及许多常设职能部门。基金组织的结构可以图 5—1 列示。

第二节基金的份额

份额（Quota），是指一成员国参加基金组织时所要认缴的一定数额的款项。基金组织犹如一家股份公司”，份额犹如“股份”，需要认缴的份额大，权利也大。份额一旦认缴后，就成为基金组织的财产。成员国认缴的份额构成基金组织的主要资金来源，被基金组织用于对成员国的资金融通。按基金组织的规定，成员国的份额应每 5 年左右调整和扩大一次，1946 年基金组织成立之初的份额总额为 76 亿美元,到目前为止,已经过 9 次调整和扩大,1992 年份额总计为 1420，203 亿特别提款权，约合 1，700 亿美元。

一、份额的确定

基金组织成员国的份额，是根据一套比较复杂的办法计算出来的。基金组织成立之初时，份额的计算公式为：

份额＝（0.02Y＋0.05R＋0.10M＋0.10V）（1＋X/Y）在上式中，Y 表示1940年的国民收入，R表示1943年时的黄金和美元储备，M为战前1934—1938年期间的年平均进口额，V为同时期中出口的最大变化额，X为同时期中的年平均出口额。这个公式反映了一国的份额是由该国的经济规模、进出口规模以及国际收支状况所决定的。按上式公式计算所得数字后，还要乘以 90%，才得一国确切的份额。余下的10%，作为基金组织的机动份额，用于追加小国的份额或向某些国家提供特别追加份额。对于基金组织使用的上述份额确定方法，发展中国家和部分发达国家一直持有异议，其关键之点在于该公式偏重了经济规模在份额确定中的作用，而轻视了国际收支波动的作用。基金组织的主要职能之一是用份额向国际收支发生困难的国家提供资金融通，因此，份额的确定应与各国的国际收支状况更紧密地联系在一起。基金组织为此作了部分妥协，于60年代和70年代分别对上述公式作了某些修正。综观起来，修正的主要之处在于：①把进出口额改为经常项目的支出和收入；②扩大了经常项目收支波动的作用，缩小了国民收入和国际储备的作用。

二、份额的认缴和分布

当成员国被批准加入基金组织时，就应按规定缴纳（Sub-scription）份额。在“牙买加协议”生效以前，份额的 25%是以黄金缴纳的，其余的 75%以本国货币缴纳。“牙买加协议”生效后，25%改用特别提款权或可兑换货币，其余75%仍为本国货币。

表 5 — 1 基金份额的主要国别分布（1992 年 12 月 31 日）

单位：亿特别提款权

国家名称		份额金额	占总份额的比重
发达国家		884.217	62.26%
发展中国家		535.986	37.74%
1	美国	265.268	18.68%
2	德国	82.415	5.80%
3	日本	82.415	5.80%
4	法国	74.146	5.21%
5	英国	74.146	5.21%
6	意大利	45.908	3.23%
7	加拿大	43.203	3.04%
8	俄罗斯	43.131	3.04%
9	荷兰	34.442	2.43%
10	中国	33.852	2.38%
合计		1420.203	—

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》1993年2月号，第8页。

截止 1992 年 12 月底为止，基金总份额的主要国别分布情况如表 5—1所示。从表中可以看到，中国是国际货币基金组织的第十成员国，拥有的份额次于美国、德国、日本、英国、法国、意大利、加拿大、俄罗斯和荷兰，这显然与我国这样一个世界人口和政治大国的地位不大相称。

三、份额的作用

一国在参加基金组织时，须按份额向基金组织缴纳入伙资金。它构成基

金组织最主要的资金来源。基金组织向成员国提供各种类型的贷款，其资金来源可分为自有资金和借入资金。自有资金包括成员国按份额缴纳的款项、捐赠、利息和盈利收入。对于一个成员国来讲，份额不仅决定了它加入基金组织时应认缴的款项数额，还决定了它在基金组织的投票权、借款权和特别提款权分配权。

基金组织的投票权是这样确定的：每个成员国都有 250 票基本投票权，另外，每缴纳 10 万美元增加一票投票权。如果一国的份额是 1 亿美元，那么，它的总投票权就有 1250 票（250＋1000）。按基金组织协议规定，重大问题须经全体成员国总投票权的 85%通过才能生效。在基金组织成立之初，美国拥有的投票权达约 23%，目前，仍达 18%，因此，任何重大问题不经美国同意都无法予以实施。针对美国的这种否决权，西欧工业国家曾以建立“十国集团”予以抗衡，而发展中国家则以建立“廿四国集团”来抗衡。目前，“十国集团”（除美国之外）和“廿四国集团”的投票权均已超过 15%，故它们的集体行动也构成对重大提案的否决权。

成员国在基金组织的借款限额是与其份额密切相联系的。份额越高，可借用的款项就越多。从 1992 年 11 月 30 日起，一成员国在一般情况下的借款限额为每年不超过其份额的 110%，3 年累计不超过其份额的 330%，总累计净额不超过其份额的 440%（不包括临时贷款和缓冲库存贷款项目下的借款）[①]。此外，份额也决定了特别提款权的分配权。份额越多，所分得的特别提款权也越多。由此可见，份额是个十分重要的东西，它决定了基金组织的融资能力，决定了各成员国在基金组织的义务、权利和地位。这也是为什么发展中国家在国际货币改革过程中一再要求基金组织改变份额的确定办法，增加发展中国家的份额比例，扩大基金的总份额的原因之所在。

第三节汇率监督

汇率监督是基金组织的一项重要职能。根据该组织协议第二次修正案，基金组织实行汇率监督的根本目有在于保证有秩序的汇兑安排和汇率体系的稳定，消除不利于国际贸易发展的外汇管制，避免成员国操纵汇率或采取歧视性的汇率政策以谋取不公平的竞争利益。基金组织在实施汇率监督时所奉行的主要原则是：

一、宏观经济政策与汇率的关系问题

基金组织在实施汇率监督时，要同时对一国的财政货币政策实施监督，因为财政货币政策直接影响汇率的波动，并且财政补贴和税收减免又直接导致实际汇率与名义汇率的差异。基金组织反对利用宏观经济政策、补贴或任何其它手段来操纵汇率以谋取不公平的竞争利益。

二、复汇率的问题

基金组织原则上反对复汇率（包括双重汇率）或任何其它形式的差别汇率政策，但在两种情况下可以有所例外。一是在加入基金组织时已采用并正在采用复汇率制的国家，可以有一个过渡胡。在过渡期内，基金组织将与该成员国密切磋商以尽快恢复单一汇率制。二是在特殊情况下并事先获得基金组织的同意，也可采用复汇率作为一种过渡办法。在基金组织的协议中，根

[①] 国际货币基金组织《国际金融统计》1993 年 2 月号，第IX II 页。

本没有对“特殊情况”的定义作出说明。从目前基金组织的实践看，从外汇计划管制向市场调控转变的过程中，复汇率是允许的，因为基金组织本身就是建立在市场经济的价值原则之上的，它鼓励计划经济向市场经济的转变。

三、货币兑换与稀缺货币问题

基金组织协议第八条对货币自由兑换有如下定义：任何成员国对其它成员国所持有的本国货币，当其它成员国提出申请时并在满足下列条件的情况下予以购回：（1）此项货币结存系最近从经常项目往来中所获得。（2）此项兑换是为支付经常项目往来所必需。凡符合上述条件的国家，其货币就被基金组织定义为可兑换货币。截止 1992 年底，基金组织成员中，己有 71 种货币被认可为可兑换货币。显然，关于自由兑换的定义是以经常项目的范围来圈定的。同样，基金组织有关外汇管制的监督，其范围也是经常项目往来之内。

当某可兑换货币因国际收支大量盈余而使基金组织感到该种货币的需求日益难以满足时，便宣布该货币为稀缺货币。在这种情形下，基金组织将根据自己该项稀缺货币的来源和有关成员国的需要来实行分配，同时授权各成员国对该项稀缺货币的兑换实施暂时性的限制。换言之，已实行货币自由兑换的国家，对其货币与稀缺货币的兑换实施限制，并不影响其货币自由兑换性的地位。

基金组织在实施汇率监督时采用的办法通常有三部份内容组成。第一是要求成员国提供经济运行和经济政策的有关资料，包括政府和政府以外机构持有的黄金和外汇资产、黄金产量和黄金买窦（输出入）、进出品值及国别分布、经常帐户和和资产帐户收支的详细分类收支情况、国民收入、物价指数、汇率、外汇管制情况，等等。第二是在研究这些资料的基础上与成员国在华盛顿或成员国国内举行定期和不定期磋商。定期磋商每年举行一到二次，不定期磋商视情况需要而定，向成员国提出有关政策建议和劝告。第三是对各国及全球汇率和外汇管制情况进行评价，评价的内容包括汇率安排、汇率的确定、外汇管制状况、财政货币政策的运行状况、引起汇率变动的原因及汇率变动的影响等等，并每年就评价的内容汇集出版《外汇限制及外汇管制年报》。

第四节资金融通

一、资金融通的种类

向成员国提供资金融通，是基金组织的又一主要职能。自基金组织成立之日起，开设了各种各样类型的贷款。总的来看，基金组织贷款的年限有延长的趋势，成员国向基金组织借款的限额有增加的趋势。下面，对基金组织的各类贷款作一简单介绍。

1.储备部份贷款（Reserve Tranche Drawings）

储备部份贷款与信用部份贷款，构成基金组织的普通贷款，是基金组织最基本的贷款。储备部份贷款与信用部份贷款的最重要区别在于：在储备部份贷款下向基金组织借用款项[①]，实际上并未构成对基金组织的债务，因为储

[①] 向基金组织借款时，须用本国货币向基金组织购买（Purchase）所需要的外币款项。还款时，再用外币款项购回（Repu，chase）本国货币。购买贷款又称为提款，即用本国货币提取所借用的特别提款权或可竞兑

备部份贷款的限额为成员国份额的 25%，正好等于成员国用特别提款权或可兑换外币向基金组织缴纳的份额。正因为如此，储备部份贷款是无条件的，成员国只须事先通知基金组织便可借用。因此，储备部份贷款中未使用的部分，又被视为一国政府的自有储备，列入该国政府的国际储备之中。

2.信用部份贷款（Credit Tranche）

信用部份贷款是储备部份贷款之上的普通贷款，其最高限额为份额的 100%，共分四档，每档 25%，贷款条件逐档严格，利率逐档升高；年限 3—5 年，多采用备用信贷的形式提供。

除普通贷款外，基金组织还设立了许多长期性的或临时性的专门贷款，用于成员国特殊情况下的国际收支需要。

3.进出口波动补偿贷款（Compensatory Financing Facility）

这项贷款设立于 1963 年，当初级产品出口国由于市场价格下跌、出口收入减少，或谷物进口国因谷物价格上升、进口支付增加而发生国际收支困难时，可向基金组织在普通贷款外申请这项贷款。贷款的最高限额分别为份额的 83%（出口收入减少时或进口支付增加时），两项合计不超过份额的 105%。该贷款于 1988 年 8 月改名为“进出口波动补偿与偶然性收支困难贷款”（Compen- satory and Contingency Financing Facility），它反映了基金强调该项贷款资助的国际收支困难必须具有临时性、偶然性和不可控制性。

4.缓冲库存贷款（Buffer Stock Financing Facility）

1969 年 6 月为帮助初级产品出口国家维持库存从而稳定物价的一种贷款。国际缓冲库存是一些初级产品生产国家按照国际商品协定建立一定数量的存货，如锡、糖、可可和橡胶。当国际市场价格波动时向市场抛售或买进该项产品以稳定价格，从而稳定生产国的出口收入。此项贷款最高可惜到会员国份额的 45%，期限 3—5 年。由于此项贷款与上述出口波动补偿贷款在目的上有密切关系，因此规定两项贷款总额不得超过借款国份额的 105%。

5.石油贷款（Oil Facility）

这是用于解决因石油涨价而引起国际收支困难的贷款，1974 年 6 月和 1975 年 4 月在临时性的基础上设立的。资金数额为 38 亿特别提款权，由石油输出国组织提供。1976 年 5 月，这项贷款已全部承诺完毕，贷款业务告一结束。

6.延伸贷款（Extended Financing Facility）

这是为了解决特殊情况下的国际收支困难而提供的贷款，是信用贷款的延伸和扩充，两项合计不得超过份额的 165%。延伸贷款由于期限较长，故又称为“中期贷款”。这是基金组织的一项非常重要的专门贷款。这项贷款是 1974 年 9 月 13 日设立的，用于解决长期的、结构性的收支不平衡，最高借款额可达借款国份额 140%，借款期限 4—10 年，采用分阶段提款形式提供。基金组织对这项贷款控制较严，它不仅规定了行为准则，而且规定了借款国必须分阶段实施的具体政策措施和达到的政策目标等。如果借款国不能达到其要求，基金组织有权停止贷款，所以惜款国的经济政策受到基金组织的影响较大。

7.信托基金贷款（Trust Fund Facility）

这项贷款设立于 1976 年，用于援助发展中国家。基金组织将其持有黄金

换外币。由此可见，向基金组织购买（借用）外币将使基金组织持有的本国货币增加。

的 1/6（2500 万盎司）在 1976 年 7 月至 1980 年 6 月的 4 年内按市价拍卖，以所获利润（市价超过 35 美元官价的部份）建立一笔“信托基金”，按优惠条件向较穷的发展中国家提供贷款。拍卖分两个阶段进行，第一阶段共售出黄金 1250 万盎司，利润总额为 13 亿美元。此项贷款从支付后第六年起到第十年的 5 年内分 10 次偿还。贷款的条件是 1973 年按人口平均国民收入低于 300 美元的国家和 1975 年平均国民收入低于 520 美元的国家。1981 年我国获得这项贷款 3.1 亿特别提款权。

8.补充贷款（Supplementary Financing Facility）

这项贷款又称“韦特文基金”,设于 1979 年 2 月，总计 100 亿美元，是对“延伸贷款”的一种补充。其中石油输出国提供 48 亿，有顺差的 7 个工业国家提供 52 亿，帮助成员国解决持续的巨额国际收支逆差问题。在成员国遭到严重国际收支不平衡，需要更大数额的资金时，可以申请“补充贷款”，贷款期限为 3 年半到 7 年，每年偿还一次，分期还清，贷款采用备用信贷安排的方式，备用期为 1—3 年，最高借款额可达会员国份额的 140%。该贷款于 1980 年承诺完毕后，基金组织于 1981 年 5 月又设立“扩大借款政策”（En-larged Access Policy），作为对“补充贷款”的一种继续，其目的和内容与补充贷款相似。1985 年规定一年的贷款额度为份额的 95～115%。3 年的限额为份额的 280～345%。目前，限额已改为由基金组织视情况逐个确定。

9.结构调整贷款（Structural Adjustnient Faciliy）和加强的结构调整贷款（Enhanced Structrural Adjustment Facility）

“结构调整贷款”和“加强的结构调整贷款”是分别在 1986 年 3 月和 1987 年 12 月建立的，用于帮助国际收支发生持续性逆差的低收入国家的国际收支调节。前者最高限额为份额的 70%；后者最高限额在一般情况下为份额的 250%，在特殊情况下可超过此限额。最终决定一国借款数额的因素除国际收支和收入水平外，还取决于一国本身与基金组织的合作程度以及作出的调节努力。借款期限为 10 年，还款必须以分阶段归还的形式进行，从第五年半开始，每半年归还一次，10 年还清。这两项结构调整贷款的资金来源不是成员国认缴的份额，而是信托基金贷款的还款、基金组织的利息收入以及基金组织借款。这两项结构贷款也是基金组织的重要的专门贷款。

10.制度转型贷款（Systemic Transformation Facility）

为了帮助前苏联和东欧国家克服从计划经济向市场经济转变过程中出现的国际收支困难以及其它同这些国家有着传统的以计划价格为基础的贸易和支付关系的国家克服因贸易价格基础变化而引起的国际收支困难，基金组织于 1993 年 4 月设立这项贷款，旨在帮助解决以下性质的国际收支困难。

第一，由计划价格向市场价格转变引起的收支困难；

第二，由双边贸易向多边贸易转化引起的收支困难；

第三，由游离于国际货币体系之外到融入国际货币体系之内的过程引起的收支困难。

表 5 — 2 基金组织的贷款活动（1962 — 1991）

单位：亿特别提款权

	62	65	70	75	80	85	91
利用普通资源提供的	3.95	19.40	9.49	39.36	33.94	40.14	73.87
贷款总额①其中:发	1.38	14.31	6.35	19.74	0	0	0
达国家,发展中国家	2.57	5.09	3.14	19.62	33.94	40.14	73.87
利用特殊资源提供的	-	-	-	-	12.56	-	7.82
贷款总额②其中:发	-	-	-	-	-	-	-
达国家,发展中国家	-	-	-	-	12.56	-	7.82
扣除还款后的上述两	10.03	30.24	32.32	74.35	111.09	376.50	266.82
类贷款余额其中:发	1.38	19.37	24.40	34.88	12.16	5.93	0
达国家,发展中国家	8.53	10.80	7.92	39.47	98.93	370.57	266.82

①指利用成员国缴纳的份额提供的贷款，但不包括储备部份贷款。

②指利用借入资金、基金组织的盈利和利息收入等提供的贷款，包括信托基金、补充贷款和两项结构贷款。

资料来源：国际货币组织基金《国际金融统计年鉴》1992 年，第 13—27 页。

贷款的最高限额为份额的 50%，期限为 4—10 年。贷款分两次拨给，第一次为贷款批准后某个商定时间（必须在 1994 年 12 月 31 日前），第二次为第一次提款后 4—12 个月之内。基金组织认为：今后二、三年是原经互会国家在国际收支方面的的最困难时期，因此，希望申请该贷款的国家，必须尽早申请并在 1994 年 12 月底之前使用第一部份贷款。在申请时，申请国必须制定一项经济稳定与制度改革方案，内容包括财政货币制度改革及货币稳定计划、阻止资本外逃计划、经济结构改革计划、市场的培育与完善等等。第一批贷款拨出后，如果借款国在上述各方面作出了切实有效的努力并与基金组织充分合作，基金组织才提供第二批贷款。

以上介绍了基金组织提供的贷款种类。该组织提供贷款时，要收取手续费或利息。储备部份贷款、信托基金、两项结构调整贷款，以及补充贷款和扩大借款政策，是以优惠的利率（或仅收取手续费）提供的，其余贷款的利率一般在 4—7%之间，取决于当时国际市场的利率水平和成员国借款数额的多少。总体上讲，基金组织贷款的利率比商业银行的利率要优惠得多，贷款的金额及分布情况如表 5—2。

二、资金融通的结构和条件

从表 5—2 中可以看到，从 70 年代中期起，基金组织贷款的地区流向有了十分明显的变化，贷款开始明显地倾斜于发展中国家。从 1980 年起，基金组织向发达国家提供的贷款几乎为零（1982—1984 年期间曾向发达国家提供过总计 6.2 亿特别提款权的贷款）。在所欠基金贷款这一栏中，发达国家也于 1991 年时还清了所有贷款。从贷款的结构看，利率较低的特殊资源贷款的比重有所下降，其金额从 1980 年的 12.56 亿特别提款权下降到到 1991 年的 7.82 亿特别提款权，这反映了基金组织特殊资源的稀缺。应该说，基金组织在组织资源提供贷款以帮助各国尤其是发展中国家克服国际收支困难方面，是作出不少贡献的。自 70 年代起，对基金组织贷款活动的批评，主要是集中

在它的条件问题上。基金贷款条件的中心原则是贷款必须与国际收支前景相结合，这一原则是没有异议的。基金组织宪章规定的职能之一是提供国际收支贷款，而不是提供发展贷款，这就决定了基金组织贷款的短期性、临时性和周转性。为了贯彻贷款条件的总原则，基金组织要求受贷国必须制定经济稳定规划和国际收支调节计划，并且制定出分阶段实施的目标。相应地，基金组织也采用分阶段拨款和备用信贷的办法，以确保稳定规划和调节计划中规定的总目标能分阶段地达到。从 1979 年重新评估了它的条件原则和实施方法后，基金组织现在已经较多注意到国际收支失衡的不可控原因、结构原因和制度原因，但因其资金的性质，仍然十分注重需求控制在国际收支调节中的作用。在货币方面，基金组织通常要求受贷国约束货币增长，使货币供应量的增长与实际经济增长保持一致，在财政方面，通常要求受贷国削减财政赤字和增加税收；在利率方面，通常要求受贷国的实际利率不得低于零；在汇率方面，通常要求受贷国的货币贬值。对基金组织的这些做法，批评者认为：基金组织没有区别国际收支失衡的原因和性质，把调节负担单方面强加给逆差国。发展中国家国际收支失衡的原因，有的是短期因素造成的，有的是长期因素造成的；有的是可控的（内因），有的是不可控的（外因）；有的是需求过度引起的，有的则不是的。基金组织用简单的模式来套用一切，难免导致不少受贷国经济活动的萎缩。看来，关于基金组织贷款条件的争论将会长期存在下去，这不仅是因为基金组织的资源有限，还因为基金组织一向认为自己是个货币管理机构，而不是开发援助机构。尽管它已经注意到了发展中国家国际收支失衡的不可控原因、结构原因和制度原因，并设立了相应的贷款种类，但基金组织不会从根本上改变其贯彻和实施条件原则的立场和方法的。

本章思考题

1.试总结国际货币基金组织的基本组织框架、运作机制以及宗旨。

2.如何评价国际货币基金组织的活动？

3.国际货币基金组织的三大功能是什么？其汇率监督的主要内容是什么？

第六章国际货币体系

第一节概述

b

国际货币体系，是指国际货币制度、国际货币金融机构及由习惯和历史演革形成的约定俗成的国际货币秩序的总和。所谓体系，是指某种有规则有秩序的整合体。国际货币体系，就是这样一种整合体，它既包括有法律约束力的有关货币国际关系的规章和制度，也包括具有传统约束力的各国已经在实践中共同遵守的某些规则和做法，还包括在国际货币关系中起协调、监督作用的国际金融机构——国际货币基金组织和其它一些全球性或地区性的多边官方金融机构。

国际货币体系是历史的产物。可以说，它与以货币为媒介的国际经贸往来是同时产生的，只不过在早期，货币体系不是主要依靠法律的强制力，而是更主要地依靠约定俗成的做法形成的。以后，随着国际经贸往来的不断增长，货币的国际往来越来越频繁，参与的国家及货币种类也越来越多，国际货币体系的法律和行政色彩也相应增加、内容覆盖面也日益广阔。一种体系可以是习惯缓慢发展的结果，也可以是某些法律文件和行政命令的结果，也可以是两种的联合后果。战后的国际货币体系，就是习惯与法律的联合产物。

货币主权是国家主权的一个重要组成部分。世界上有 170 多个主权国家，相应地，也有 170 多种主权货币。具有法律约束力的国际货币制度，往往同各国的货币主权有这样或那样的矛盾和冲突，因此，具有法律约束力的国际货币制度只能是在讨价还价的基础上，依据各国在国际经济中的相对实力而建成。它不可避免地具有一种“被动性”，即对事实和已有做法的承认。它的权威性不断受到各国相对实力变化的挑战；另一方面，国际货币制度一经建立，又能在一定程度上影响国际货币关系的进程和有关做法，从而影响国际货币制度本身的未来发展。传统的约定俗成的国际货币惯例与做法是基础，具有法律约束力的国际货币制度是传统做法与惯例的法律反映，而国际货币机构则是一种协调与监督。如此三位一体的国际货币体系，对世界经济的发展和各国的国际货币行为规范，起着重要的影响和制约。

二、国际货币体系的作用

如同一国国内的经济一样，世界经贸往来自以货币为媒介起，世界经济的发展与稳定就与货币问题紧紧地联系在一起。国际货币体系的主要任务就在于促进世界经济的发展和稳定，促进各国经济的平衡发展。具体来讲，国际货币体系有三大任务：

第一，确定国际清算和支付手段来源、形式和数量，为世界经济的发展提供必要的充分的国际货币，并规定国际货币及其同各国货币的相互关系的准则。比如，当确定黄金或特别提款权为世界清算和支付手段的来源时，国际货币体系还须就黄金或特别提款权与其它国际货币和各国货币的比价关系和兑换方式作出规定。此外，黄金或特别提款权本身的定价方式，运动范围和方式等等，也要作出具体的规定。

第二，确定国际收支的调节机制，以确保世界经济的稳定和各国经济的平衡发展。调节机制涉及三个方面的内容：一是汇率机制，二是对逆差国的资金融通机制，三是对国际货币（储备货币）发行国的国际收支纪律约束机

制。在固定汇率下，一国将不得不经常性地采用财政政策、货币政策和管制政策来维持国际收支的平衡。因为国际收支的逆差，尤其是大幅度的逆差，将导致本国货币汇率的贬值；而国际收支的顺差，尤其是大幅度的顺差，将导致本国货币的升值。汇率已经失去调节国际收支的功能。为了维持汇率的固定，政府将不得不采取其它措施来维持国际收支的平衡。在浮动汇率下，汇率的波动本身具有调节国际收支的功能。汇率的波动既反映了国际收支的状况，又能调节国际收支。国际货币体系的任务之一便是根据世界经济形势和各国经济的状况，确定世界范围的汇率制度。确定资金融通机制，是指确定当某国发生国际收支逆差时，能在什么样的条件下从何处获得资金及资金的数量和币种，以弥补其国际收支逆差，避免采取不必要的调节措施或有损别国的政策。资金融通可在一定的程度上替代国际收支调节，或缓和调节的程度。资金融通的数量大、条件松，则国际收支政策调节的必要性就下降。反之，可供融通的资金数量小、条件严，则国际收支政策调节的必要性就增加。国际货币体系的任务就是要确定恰当的资金融通机制，使融资数量和融资条件相宜，以避免不必要的国际收支政策调节或拖延必要的国际收支政策调节。当一个国家的主权货币能充当国际货币（或储备货币）时，它就能够用输出货币（纸币）的方式来弥补其国际收支逆差。如果对国际货币发行国没有适当的约束机制，那么，它可能为达到某种本国的目的而持续性地保持国际收支逆差和输出纸币。国际货币供应的持续增长，可能会引起世界性的通货膨胀，破坏国际货币金融领域的稳定。因此，确定一项机制来约束国际货币发行国的国际收支行为，也是国际货币体系的任务之一。

第三，确立有关国际货币金融事务的协商机制或建立有关的协调和监督机构。在早期，有关国际货币金融的事务，多半通过双边协商。随着战后各国间经济联系的加强，参与国际货币金融业务的国家日益增多，形式日益复杂，程度日益加深，范围日益广阔。因此，双边磋商已不能解决所有的问题，有必要建立多边的带有一定权威性的国际货币金融机构，以监督各国的行为，提供磋商的场所，制定各国必须共同遵守的基本行为准则，并在必要时提供资金帮助。

三、国际货币体系的类型

历史上，有过各种不同类型的国际货币体系。确定一种货币体系的类型，主要依据三条标准。第一条是货币体系的基础即本位市是什么；第二条是参与国际流通、支付和交换媒介的主要货币是什么；第三条是主要流通、支付和交换媒介的货币与本位市的关系是什么，包括双方之间的比价如何确定、价格是否在法律上固定，以及相互之间在多大程度上可自由兑换。

历史上第一个国际货币体系是国际金本位。国际金本位是在英国、拉丁货币联盟（含法国、比利时、意大利、瑞士）、荷兰、若干北欧国家及德国和美国实行国内金本位的基础上于 19 世纪 80 年代形成的。它在盛行了约 30 年后，于第一次世界大战爆发时崩溃。

国际金本位的特点是，黄金不但是国际货币体系的基础，而且可以自由输出入，一国的金铸市同另一国的金铸币或代表金币流通的其它金属（比如银）铸币或银行券可以自由兑换，在金币流通的国家内，金币还可自由铸造。金币的自由输出入，保证了各国货币之间的比价相对稳定；金币的自由兑换，又保证了黄金与其它代表黄金流通的金属铸币和银行券之间的比价相对稳定；金币的自由铸造或熔化，则具有调节市面上货币流通量的作用，因而保

证了各国物价水平的相对稳定。因此，国际金本位制是一种比较稳定的货币制度。在当时条件下，它对汇率的移定、国际贸易和资本流动的发展及各国经济的发展，起了积极的作用。

但是，国际金本位制也有它的缺点。从最根本上讲，它过于“刚性”，这表现在（1）国际间的清算和支付完全依赖于黄金的输出入；（2）货币数量的增长主要依赖黄金产量的增长。由于各资本主义国家发展的不平衡和经济实力的悬殊差异，较发达的国家通过贸易顺差的持续积累和其它特权，不断地积累黄金。结果，到 1913 年，英国、美国、法国、德国、俄国五个国家的黄金存量达到了世界黄金存量的 2/3，这就使其它国家国内的金本位制难以继续维持。另一方面，世界经济的发展，要求世界货币的数量也相应的增长，然而，世界黄金产量跟不上世界经济的增长，这就使世界金本位制的物质基础不断削弱。于是，在第一次世界大战爆发前的几年里，国际金本位制便出现了崩溃的苗头。银行券的发行日益增多，黄金的兑换趋于困难，黄金的输出入也受到越来越多的限制。在战争爆发前夕，各国为筹集战争资源，又增加了银行券的发行。战争爆发时，各国便中止银行券与黄金的兑换，禁止黄金的出口，国际金本位遂宣告瓦解。

大战结束后，世界货币体系的重建问题又受到各国的重视。1922 年，在意大利热那亚召开了世界货币金融会议，讨论重建国际货币体系问题。热那亚会议吸取了战前国际金本位的教训，确定了一种节约黄金的国际货币制度——即国际金汇兑本位制。这个货币制度的特点是：（1）黄金依然是国际货币制度的基础，各国纸币仍规定有含金量，代替黄金执行流通清算和支付手段的职能；（2）本国货币与黄金挂钩或通过另一种同黄金挂钩的货币与黄金间接挂钩，即与黄金保持直接或间接的固定比价；（3）在间接挂钩的情况下，本国货币只能通过购买挂钩货币（即外汇）来获取黄金，并须在直接挂钩的国家存入一定数量的外汇和黄金作为维持汇率的平准基金；（4）黄金只有在最后关头才充当支付手段，以维持汇率的稳定。自热那亚会议后，除英国、法国、美国等国实行与黄金直接挂钩的货币制度外，其它欧洲国家的货币均通过间接挂钩的形式实行了金汇兑本位，国际金汇兑本位遂于 1925 年建立起来。

国际金汇兑本位是一种既以黄金为基础，又节约黄金的货币制度。纸币代替黄金流通，充当国际间的清算和支付手段当国际收支发生逆差时，一般先动用外汇储备。如果仍然不能平衡，就要使用黄金作为国际清算的最后手段。从节约黄金的角度讲，这个货币制度在一段时期内是成功的。但从根本上讲，国际金汇兑本位制下，黄金数量依然满足不了世界经济的增长和维持稳定汇率的需要。世界经济增长使黄金显得相对不足；运用黄金来干预外汇市场以保持固定汇率，又使黄金显得相对不足，尤其是当汇率发生频繁波动时更是如此。黄金的不足发展到一定程度时，国际金汇兑本位制就会变得十分虚弱，经不起任何冲击。于是，当 1929—1933 年资本主义经济大危机到来时，国际金汇兑本位制便瓦解了。

国际金汇兑本位制崩溃后，资本主义世界的货币金融便一直处于混乱状态。各国纷纷加强外汇管制，实行竞争性贬值和外汇倾销，这就是当时所谓的以邻为壑的货币战。大危机过去以后，英美法三国为了恢复国际货币秩序，于 1936 年 9 月达成了一项“三国货币协议”（Tripartite Agreement），力图减少汇率的波动。维持货币关系的稳定。这个协议后因第二次世界大战的

来临和爆发，很快便瓦解了。因此，自 1929 年至 1939 年大战爆发时的这 10 年，国际货币金融领域的基本特征是无政府无秩序状态。当时的混乱及其对世界经济的冲击，为以后建立布雷顿森林体系提供了经验和教训。

第二节布雷顿森林体系

一、布雷顿森林体系的建立

第二次世界大战后，资本主义世界建立了一个以美元为中心的国际货币体系，即布雷顿森林体系，这个货币体系是英美两国在国际金融领域争夺主导权的产物。

二次大战使帝国主义国家之间的实力对比发生了巨大的变化。英国在战争期间受到了巨大的创伤，经济遭到严重破坏。1945 年，英国工业生产缩减，民用消费品生产只达到 1939 年水平的一半，出口额还不到战前水平的 1/3，国外资产损失达 40 亿美元以上，对外债务则高达 120 亿美元，黄金储备降至 100 万美元。尽管如此，英镑区和帝国特惠制仍然存在，国际贸易的 40%左右仍用英镑结算，英镑仍然是一种主要国际储备货币，伦敦依旧是国际金融的一个重要中心。因此，英国还想竭力保持它的国际地位；另一方面，战争结束时，美国的工业制成品占世界制成品的一半；对外贸易占世界贸易总额的 1/3 以上；国外投资急剧增长，它已成为资本主义世界最大的债权国；黄金储备从 1938 年的 145.1 亿美元增加到 1945 年的 200.8 亿美元，约占资本主义世界黄金储备的 59%。美国已成为资本主义世界最大的债权国和经济买力最雄厚的国家，这为建立美元的霸权地位创造了必要的条件。事实上，早在 40 年代初,美国就积极策划取代英国而建立一个以美元为支柱的国际货币体系，改变 30 年代资本主义世界货币金融关系的混乱局面。

美英两国政府都从本国的利益出发，设计新的国际货币秩序，于 1943 年 4 月 7 日分别发表了各自的方案，即美国的“怀特计划”和英国的“凯恩斯计划”。

“怀特计划”是美国财政部官员怀特提出的国际稳定基金方案。这个方案采取存款原则，建议设立一个国际货币稳定基金，资金总额为 50 亿美元，由各会员国用黄金、本国货币和政府债券缴纳，认缴份额取决于各国的黄金外汇储备、国民收入和国际收支差额的变化等因素，根据各国缴纳份额的多少决定各国的投票权。基金组织发行一种国际货币名为“尤尼他”（Unite），作为计算单位，其含金量为 1371/7 格令，相当于 10 美元。“尤尼他”可以兑换黄金，也可以在会员国之间相互转移。各国要规定本国货币与“尤尼他”之间的法定平价。平价确定后，非经基金组织同意，不得任意变动。基金组织的任务主要是稳定汇率，并帮助会员国解决国际收支不平衡，维持国际货币秩序。会员国为了应付临时性的国际收支逆差，可用本国货币向基金组织申请购买所需要的外币，但是数额最多不得超过它向基金组织认缴的份额。基金组织的主要任务是稳定汇率，并对会员国提供短期信贷以解决国际收支不平衡问题。美国设计这个方案的目的，显然是由美国一手操纵和控制基金组织，从而获得国际金融领域的统治权。

“凯恩斯计划”是英国财政部顾问凯恩斯制订的。他从英国的立场出发，主张采取透支原则，设立一个世界性的中央银行，叫做“国际清算联盟”，由该机构发行以一定量黄金表示的国际货币“班柯”（Bancor），作为清算

单位。“班柯”等同于黄金，各国可以黄金换取“班柯”，但不得以“班柯”换取黄金。会员国的货币直接同“班柯”联系，并允许会员国调整汇率。各国在“国际清算联盟”中所承担的份额，以战前 3 年进出口贸易的平均额计算，会员国并不需要缴纳黄金或现款，而只是在上述清算机构中开设往来帐户，通过“班柯”存款帐户的转帐来清算各国官方的债权债务。当一国国际收支发生顺差时，就将盈余存入帐户，发生逆差时，则按规定的份额申请透支或提存，各国透支总额为 300 亿美元。实际上，这是将两国之间的支付扩大力国际多边清算，如清算后，一国的借贷余额超过份额的一定比例时，无论顺差巨或逆差国均需对国际收支的不平衡采取措施，进行调节。“国际清算联盟”总部设计在伦敦和纽约两地，理事会会议在英美两国轮流举行，以便英国能与美国分享国际金融领域的领导权。这一方案反对以黄金作为主要储备，还强调顺差国和逆差国共同负担调节的责任。这对国际收支经常发生逆差的英国是十分有利的。

“怀特计划”与“凯恩斯计划”有一些共同点：（1）都只着重解决经常项目的不平衡问题；（2）都只着重工业发达国家的资金需要问题，而忽视了发展中国家的资金需要问题；（3）探求汇率的稳定，防止汇率的竞争性贬值。但在另一些重大问题上，这两个计划是针锋相对的，因为两国的出发点不同。美国首先考虑的是要在国际货币金融领域处于统治地位，其次是避免美国对外负担过重。由于战后各国重建的需要异常庞大，美国无法满足，因而坚持存款原则，货币体系要以黄金为基础，“稳定基金”只有 50 亿美元，以免产生无法控制的膨胀性影响。英国显然考虑到本国黄金缺乏，国际收支将有大量逆差，因而强调透支原则，反对以黄金作为主要储备资产，“清算联盟”要能提供较大量的清偿能力（约 300 亿美元）。另一方面，怀特方案建议由“稳定基金”确定各国汇率，而反对“清算联盟”所设想的汇率弹性。

不难看出，这两个计划反映了美英两国经济地位的变化和两国争夺世界金融霸权的斗争。1943 年 9 月到 1944 年 4 月，两国政府代表团在有关国际货币计划的双边谈判中展开了激烈的争论。由于美国在政治上和经济上的实力大大超过英国，英国被迫放弃“国际清算联盟”计划而接受美国的方案，美国也对英国作了一些让步，最后双方达成协议，又经过 30 多个国家的共同商讨，于 1944 年发表了《专家关于建立国际货币基金的联合声明》。同年 7 月，在美国新罕布什尔州的布雷顿森林城召开有 44 国参加的“联合和联盟国家国际货币金融会议”，通过了以“怀特计划”为基础的：《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称布雷顿森林协定，从而建立起布雷顿森林体系。该协定的宗旨是：（1）建立一个永久性的国际货币机构以促进国际货币合作；（2）促进汇率稳定，防止竞争性的货币贬值，建立多边支付制度，以促进国际贸易的发展和各国生产资源的开发；（3）向成员国融通资金，以减轻和调节国际收支的不平衡。根据上述宗旨，协定还就战后国际货币制度的具体内容作了规定。

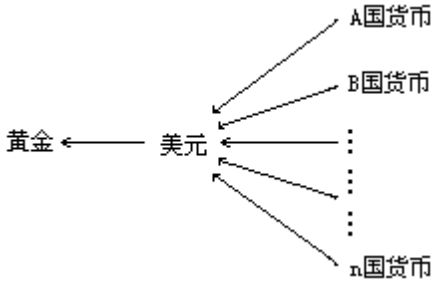
二、布雷顿森林体系的主要内容和作用

布雷顿森林体系的主要内容可概括为两个方面，第一个方面是有关国际货币制度的，涉及国际货币制度的基础、储备货币的来源及各国货币相互之间的汇率制度。第二个方面是有关国际金融机构的，涉及国际金融机构的性质、宗旨以及在国际收支调节、资金融通和汇率监督等国际货币金融事务中的作用。相对而言，第一个方面的内容是主要的，是区别于以后的牙买加体

系的主要特点之所在。本章将着重讨论第一个方面的内容，从货币制度的角度来讨论布雷顿森林体系的运行、缺陷、拯救、崩溃、经验教训及改革。第二个方面的内容已在第五章“国际货币基金组织”中简单作过介绍。

根据《布雷顿森林协定》的规定，布雷顿森林体系下的国际货币制度是以黄金一美元为基础的，实行黄金一美元本位制。在这个制度下，规定美元按 35 美元等于一盎司黄金与黄金保持固定比价，各国政府可随时用美元向美国政府按这一比价兑换黄金。各国货币则与美元保持可调整的固定比价，称为可调整的钉住汇率（adjustablepeg）。各国货币对美元的波动幅度为平价上下各 1%，各国当局有义务在外汇市场上进行干预以保持汇率的稳定。只有当一国发生二根本性国际收支不平衡”时，才允许升值或贬值。平价的变动要得到基金的同意。但在实践中，平价变动若小于 10%，一般可自行决定。只有当平价变动大于 10%时，才须基金的批准。由于各国货币均与美元保持可调整的固定比价，因此，各国货币相互之间实际上也保持着可调整的固定比价，整个货币体系就成为一个固定汇率的货币体系，在这种情况下，平价的单方面变动就显得比较困难。

布雷顿森林体系的上述内容又被称为“双挂钩”，即美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩，以一图形表示，即为：



在这个货币制度下，储备货币和国际清偿力的主要来源依赖于美元，美元成了一种关键货币。它既是美国本国的货币，又是世界各国的货币，即国际货币。这就是布雷顿森林体系的根本特点。因此，布雷顿森林体系下的国际货币制度实质上是黄金一美元为基础的国际金汇兑本位制。

但布雷顿森林体系下的国际金汇兑本位同第二次世界大战前的国际金汇兑本位不完全相同，其主要差别在于（1）战前的国际金汇兑本位下，英国、法国、美国几种货币均处于主导地位，其主导作用取决于各国的势力范围。而布雷顿森林体系下的主导货币仅美元一家；（2）战前的国际金汇兑本位缺乏一个协调机构，而布雷顿森林体系下的国际金汇兑本位有国际货币基金来加以维持；（3）与战前比，布雷顿森林体系下的国际金汇兑本位制中，储备货币即美元的作用得到了突出和加强。

布雷顿森林体系的建立，是符合当时世界经济形势的。二战结束后，各国急需建立和恢复一个多边支付体系和多边贸易体系，以促进贸易的发展和各国经济的恢复和发展。当时，只有美元才有能力在全球范围向这样一种多边体系提供所需要的多边支付手段和清算手段。因此，布雷顿森林体系促进了战后经济的恢复和发展，促进了国际贸易的发展和多边支付体系多边贸易体系的建立和发展。美元等同黄金，作为黄金的补充，源源不断地流向世界，一定程度上弥补了当时普遍存在的清偿能力和支付手段的不足，因而，也有利于外汇管制的放松和贸易的自由化，并对国际资本流动和 60 年代的国际金融一体化起到了积极的推动作用。

三、布雷顿森林体系的根本缺陷及崩溃过程

尽管布雷顿森林体系曾对当时世界经济的发展起到了积极作用，但这个体系存在着一些根本的缺陷，在世界经济发生变化的过程中，体系的根本缺陷最终导致了它本身的崩溃。

1.布雷顿森林体系的根本缺陷

布雷顿森林体系是建立在黄金一美元基础之上的，美元既是一国的货币，又是世界的货币。作为一国的货币，美元的发行必须受制于美国的货币政策和黄金储备；作为世界的货币，美元的供应又必须适应世界经济和国际贸易增长的需要。由于规定了双挂钩制度，由于黄金产量和美国黄金储备的增长跟不上世界经济和国际贸易的发展，于是，美元便出现了一种进退两难的状况；为满足世界经济增长和国际贸易的发展，美元的供应必须不断地增长；美元供应的不断增长，使美元同黄金的兑换性日益难以维持。美元的这种两难，是美国那鲁大学教授罗伯特·特里芬（Roberb.Triffin）于 50 年代首先提出的，故又被称为特里芬两难（Triffin Delimma）。特里芬两难指出了布雷顿森林体系的内在不稳定性及危机发生的必然性和性质。这个性质就是：美元的可兑换性危机，即美元无法按固定比价维持同黄金的兑换性。随着流出美国的美元日益增加，美元同黄金的可兑换性（按固定价格）必将日益受到人们的怀疑，美元的可兑换性信誉必将受到日益严重的削弱。换言之，布雷顿森林体系的根本缺陷是美元的双重身份和双挂钩制度，由此导致的体系危机是美元的可兑换性危机或人们对美元可兑换的信心危机。

美元危机的程度，同流出美国的美元数额有关。流出的美元超过美国黄金储备的余额，被称为“悬突额”（Overhang）。悬突额是预测美元危机的一个很好指标，也是以后许多国际货币改革建议所力图解决的问题之一。随着美元悬突额的不断增加（见表 6—1），美元危机终于爆发。

表 6 — 1 美元输出的增加和黄金储备的下降（1962 — 1972）

单位：亿美元

	黄金储备	美元输出	美元悬突额
1962	160.0	115.3	+45.3
1963	156.0	131.6	+24.4
1964	154.7	160.8	-6.1
1965	140.7	172.7	-32.0
1966	132.4	209.6	-77.2
1967	120.7	233.2	-112.5
1968	108.9	264.5	-155.6
1969	118.6	376.6	-258.0
1970	110.7	312.7	-202.0
1971	102.1	269.1	-167.0
1972	96.6	344.3	-247.7

（1）黄金储备按每盎司合 35 美元计算。

（2）美元输出以美国对外短期流动负债衡量，指累计额。

（3）美元悬突额等于黄金储备减美元输出额，负号表示该部份美元输出额已失去了美国黄金储备的保证。

（4）1949 年美国的黄金储备为 246 亿美元，1945 年美国的黄金储备为

201 亿美元。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计年鉴）1992 年，第 716—717 页。

2.布雷顿森林体系的瓦解过程

布雷顿森林体系的瓦解过程，就是美元危机不断爆发→拯救→再爆发直至崩溃的过程。美元危机是一条中心线索，通过历次美元危机的爆发及拯救措施，不但能加深对布雷顿森林体系内在缺陷的认识，还能认识到布雷顿森林体系的一些其它缺陷，有助于我们从总体上加深对国际货币体系的认识和预测它今后的发展方向。

（1）第一次美元危机及其拯救。

第一次比较大规模的美元危机是 1960 年爆发的。在危机爆发前，资本主义世界便出现了相对性的美元过剩，有些国家用自己手中的美元向美国政府兑换黄金，美国的黄金储备开始外流。1960 年，美国对外短期债务（衡量美元外流的重要指标）首次超过了它的黄金储备额。人们纷纷抛售美元，抢购美国的黄金和其它经济处在上升阶段的国家的硬通货（如马克）[①]。为了维持外汇市场的稳定和金价的稳定，保持美元的可兑换性和固定汇率制，美国要求其它资本主义国家在国际货币基金组织的框架内与之合作来稳定国际金融市场。到 1962 年为止，美国分别与若干主要工业国家签订了“互惠信贷协议”（SwapAgreement），以及在基金组织的框架内建立了“借款总安排”（GeneralArrangementtoBorrow）和“黄金总库”（GoldPool）。

“互惠信贷协议’是指美国与其它 14 个国家签订的彼此间在规定的期限和规定的金额幅度内利用对方货币来干预外汇市场和稳定汇率的一种协议。比如，当美元对马克的汇率遭到贬值压力时，美国可按协议规定的金额幅度向前联邦德国借用马克，然后抛出马克收购美元，由此平抑马克资金对美元的投机性冲击和稳定美元与马克的比价，从而间接稳定美元与黄金的比价。然后，在规定的期限内，美国再一次或分批地归还所借用的马克。1962 年 3 月该协议签订时的总额为 117.3 亿美元，1973 年 7 月又扩大为 197.8 亿美元。

“借款总安排”是国际货币基金组织与 10 个工业国家（美国、英国、法国、加拿大、前联邦德国、日本、意大利、荷兰、比利时、瑞典）1961 年 11 月签订并于 1962 年 10 月生效的借款协议。当时签订该项借款协议的主要目的是从美国以外的另外 9 国获取借入资金以支持美元，缓和美元危机，维持国际货币体系的正常运转。因此，当时向“借款总安排”借用款项的主要是美国。“借款总安排”当时的资金总额为 60 亿美元，其中，美国出 20 亿，英国和前联邦德国出 10 亿，法国和意大利各出 5.5 亿，日本出 2.5 亿，荷兰和加拿大各出 2 亿，比利时出 1.5 亿，瑞典出 1 亿。后几经扩大，目前资金总额已达 180 亿。“借款总安排”的 10 个出资国，也就是“十国集团”的成员，又称“巴黎俱乐部”。瑞士不是基金组织的成员，但于 1964 参加了“借款总安排”，出资 2 亿美元。

“黄金总库”是美国、英国、法国、前联邦德国、意大利、荷兰、比利时和瑞士 8 国中央银行于 1961 年 10 月达成的共同出金以维持金价稳定和布雷顿森林体系正常运转的一项协议。该协议规定，8 国共同出资相当于 2.7

[①] 在流通领域中，人们较多使用质量相对较低的（软）通货而把质量相对较高的（硬）通货贮藏起来，形成劣市驱逐良市的现象，这种现象称为“格来辛定律”。

亿美元的黄金以建立黄金总库，其中美国出 50%，德、英、法、意各出 9.3%，瑞、荷、比各出 3.7%。黄金由英国中央银行英格兰银行代为管理，当金价上涨时，就在伦敦市场抛出黄金；当金价下跌时，就买进黄金，以此来调节市场的黄金供求，稳定金价。由于国际市场黄金吞吐量巨大，2.7 亿美元的黄金实在是杯水车薪，无济于事。“黄金总库”实际上在 1968 年美国实行黄金双价制后就解体了。

上述拯救布雷顿森林体系的几大措施都是操作性的，而不是制度性的，它们的目标全都集中在一点上，即双挂钩引起的美元的两难。由于这些措施的局限性，布雷顿森林体系的内在缺陷根本就不可能得到纠正。

（2）第二次美元危机及其拯救。

第二次较大规模的美元危机是 1968 年爆发的。60 年代中期，因侵越战争的扩大，美国的财政金融状况明显恶化，国内通货膨胀加剧，美元对内价值不断贬值，美元同黄金的固定比价又一次受到严重怀疑。受 1967 年英镑危机的影响，外汇市场上的投机浪潮于 1968 年初转向美元，于是爆发了第二次较大规模的美元危机。当时的投机浪潮十分猛烈，仅仅在半个月内，美国就流失了 14 亿美元的黄金储备，凭“黄金总库”和美国的黄金储备，已无力维持美元与黄金的固定比价，于是，在 1968 年 3 月，美国不得不实行“黄金双价制”（Two—tierGoldPriceSystem）。所谓黄金双价制，就是指两种黄金市场实行两种不同价格的制度。在官方之间的黄金市场上，仍然实行 35 美元等于一盎司黄金的比价；而在私人黄金市场上，美国不再按 35 美元等于一盎司黄金这一价格供应黄金，金价听凭供求关系决定。这样，私人市场上的金价就随风上涨，逐渐拉开了与黄金官价的距离。黄金双价制实际上意味着黄金一美元为中心的布雷顿森林体系的局部崩溃。

第二次美元危机爆发后，各国已经认识到布雷顿森林体系的缺陷和危机的性质。为了摆脱这一困境，经过各国的长期讨论，基金组织于 1969 年创设了特别提款权，被称为“纸黄金”。特别提款权既是对黄金的一种节约，又是对美元的一种补充。在基金组织的范围内，成员国可用特别提款权来履行原先必须要用黄金才能履行的义务，又可用特别提款权充当国际储备资产，还可以特别提款权取代美元来清算国际收支差额。特别提款权的价格为 35 个特别提款权等于一盎司黄金。从当时的情况和特别提款权的性质来看，基金组织创设和发行特别提款权的根本目的不是要用特别提款权本位来最终取代黄金一美元本位，而是以特别提款权来补充黄金一美元本位，特别提款权在更大的程度上是对美元的一种补充，使国际货币体系从黄金一美元本位转向黄金一美元/特别提款权本位。

黄金双价制和特别提款权是国际货币史上的两个重大事件。黄金双价制不仅意味着布雷顿森林体系崩溃的开始，它还表明，在黄金产量增长落后的情况下，维持固定金价的任何企图都是短暂的，并不可避免地会带来金融市场的混乱；以黄金这一单一商品作为全球货币体系的基础，虽具有短期稳定这一优点，但终究将因金价本身无法稳定而使货币体系走向混乱和崩溃。特别提款权是人类历史上首次由国际协调和国际纪律而产生的一种国际信用储备资产，它表明各国政府对货币发行的干预已经走向国际化。尽管特别提款权还不是一种真正的国际货币，但它是人类历史上首次以国际通货补充乃至最终取代国家通货来充当国际货币的尝试。它同时也表明了把国际货币体系建立在某一国货币基础上的内在不稳定性以及人们企图改变这种状态的努

力。

（3）第三次美元危机及其拯救。

第三次美元危机是 1971 年爆发的，比以往任何时候都激烈，外汇市场上抛售美元、抢购黄金和其它硬通货的风潮在 5 月和 7 月两度迭起。当时，美国对外短期负债与黄金储备的比率已达到战后历史上的最高点（见下表）。面对猛烈的危机，尼克松政府不得不于 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”，停止美元与黄金的兑换，限制美国的进口，对进口商品增收 10%的临时附加税，并压迫前联邦德国和日本等国实行货币，以图改善美国的国际收支。在国际金融市场极度混乱的情况下，10 国集团经过 4 个月的讨价还价和磋商，于 1971 年 12 月 18 日达成一项妥协方案，由于该协议是在华盛顿特区的史密森氏研究所签定的，故又称为“史密森氏协议”（SmithsonianAgreement）。“史密森氏协议”的主要内容有：

第一，美元对黄金的比价贬值 7.89%，从 35 美元等于一盎司黄金贬到 38 美元等于一盎司黄金。美元对黄金贬值的目的在于人为提高美国的黄金储备额，消除或减少“美元悬突额”，以恢复人们对美元的信心。

第二，一些国家的货币对美元升值，其中：日元升值 16.9%，前联邦德国马克升值 13.6%，瑞士法郎升值 13.9%，荷兰盾和比利时法郎各升值 11.6%，英镑与法国法郎各升值 8.6%，里拉和瑞典克朗各升值 7.5%。这次汇率调整的意义不在于汇率调整的本身，而在于它适应了战后各国经济发展不平衡的客观情况，反映出美元地位的下降。这次汇率调整是战后国际货币体系从布雷顿森林体系走向牙买加体系的一个转折点，也是储备货币多样化的正式开始。

第三，将汇率波动的允许幅度从原来的平价上下各 1%扩大到各 2.25%，其意图是增加货币制度的灵活性和弹性。

第四，美国取消 10%的进口附加税。

“史密森氏协议”虽然勉强维持了布雷顿森林体系下的固定汇率，但美元同黄金的可兑换性则从此中止了，从这个意义上讲，布雷顿森林体系的核心部分已经瓦解，国际货币制度已经不再是以黄金一美元为基础了。另外，“史密森氏协议”完全是国际货币体系危机的一种仓促产物，它没有涉及到国际货币制度的根本变革，平价的调整也是在非常小的幅度内进行的，反映了各国的矛盾和斗争。于是，当 1973 年 2 月外汇市场上再度爆发美元危机时，这个协议便寿终就寝，布雷顿森林体系也随之彻底崩溃。

（续表）

第一次危机的拯救	①借款总安排 ②互惠信贷协议 以上两项措施旨在以其它货币补充美元，来维持布雷顿森林体系的固定汇率，是今后出现的多种储备货币体系的萌芽 ③黄金总库 旨在用其它国家的黄金来补充美国的黄金，维持黄金一美元本位制
↓	
第二次危机的拯救	①黄金双价制 旨在拯救黄金一美元为中心的布雷顿森林体系，但同时又意味着该体系的局部崩溃 ②特别提款权 旨在节约黄金和美元，补充黄金和美元，使黄金一美元本位向黄金一美元特别提款权本位转度
↓	
第三次危机的拯救	①中止美元与黄金的兑换，该措施实际上意味着布雷顿森林体系的崩溃 ②史密森氏协议挽救固定汇率制度的最后一次尝试

3.布雷顿森林体系崩溃后的国际货币形势

1973 年 2 月布雷顿森林体系彻底崩溃后，国际货币金融领域曾一度陷于混乱和无秩序的状态。外汇市场上抢购马克、日元等硬通货使美元汇率大幅度下浮，美元对马克和日无的比价分别从 1972 年底的 DM3.2/＄1 和￥302/＄1 下跌到 1973 年底的 DM2.7/＄1 和￥280/＄1；金融的混乱和长期压制的金价放开使金价节节上升，到 1974 年年底，伦敦市场的金价已达到每盎司 186.5 美元的高点；在汇率安排方面，单一的全球性的固定汇率制度被五花八门的汇率安排所取代；马克、日元等硬通货迅速崛起，开始成为各国的储备货币，以美元为中心的货币体系开始被多种储备货币体系逐渐取代；此外，60 年代席卷全球的民族解放运动，使一大批发展中国家获得了政治上的独立，由此带来的追求民族经济的发展使许多发展中国家遇到严重的国际收支问题；1973 年 10 月和 1974 年 1 月石油输出国组织将油价提高近 4 倍，使全球性的国际收支问题更加严重化。布雷顿森林体系下的国际货币制度虽已崩溃，但国际货币基金组织依然存在，国际货币改革和维持国际货币金融稳定的任务，厦部分地落到了基金组织的身上。

表 6 — 2 伦敦黄金市场的金价变动（1965 — 1974）

单位：每盎司黄金的美元价格

（年底价格）

1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
35.12	35.19	35.20	41.90	35.20	37.37	43.63	64.90	112.25	186.50

资料来源：国际货币基金《国际金融统计年鉴》1992 年，第 712 页。

四、布留顿森林体系崩溃原目的进一步分析

布雷顿森林体系崩溃的原因是多种多样的，若作深入研究和细致的分类，大致可归为两大类：一类是布雷顿森林体系确定的国际货币体系不能反映资本主义国家经济发展不平衡的规律；另一类是制度本身的缺陷，即双挂钩及其引起的国际收支调节机制和储备货币供应机制的刚性和缺乏效率。

当初，在签署布雷顿森林协议时，美国在世界经济中处于绝对领先的地位，不仅占有世界绝大多数黄金储备，而且其工业生产、对外贸易均独占世界鳌头。但是 20 年以后，情况发生了变化。支 撑美国国际货币霸权地位的各项条件，有的削弱了，有的消失了，有的正在逐步恶化。以出口贸易为例，日本和前联邦德国的出口贸易在战后初期几乎为零，1962 年，分别上升到占美国出口贸易的 23.4%和 63.1%（见表 6—3）。到 1968 年，日本和联邦德国的出口贸易之和已经超过了美国。这表明，日、德两国在国际经济领域中已经可以与美国分庭抗礼了。随着日、德、法以及其它一些工业国家经济实力的增强和对外贸易的发展，世界上对这些国家货币的需求自然相应增长，这些国家货币的国际地位和声誉也相应提高。但布雷顿森林体系不能适应这种形势变化，它依靠货币制度的力量来试图强行把其它货币排除在储备货币之外，必然会获得适得其反的结果。货币问题是经济问题的综合反映。其它国家经济实力的相对加强，对美元独占鳌头的地位提出挑战，也就势在必然了。

布雷顿森林体系下的国际货币制度的根本缺陷有两个：第一个是美元与黄金挂钩，当黄金产量跟不上美元的增长时，美元与黄金的挂钩便无法维持；第二个是各国货币与美元挂钩，当资本主义各国发展不平衡导致美国的国际经济地位相对衰落时，各国货币与美元的挂钩也无法维持。除此之外，布雷顿森林体系下的国际货币制度还存在着一些其它缺陷，它们分别是：

国际收支调节机制的效率不高。所谓调节效率，是指调节成本要较低，调节成本的分配要较均匀，调节要有利经济的稳定与发展。在布雷顿森林体系的固定汇率制下，虽说汇率是可以调整的，但因固定汇率的多边性而增加了调整平价的困难，并且，汇价的波动只允许在平价上下的各 1%，从而使汇率显得过于刚性。当一国发生国际收支逆差时，往往不得不采用国内财政货币政策来进行调节，这样，就使得各国特别看重国际储备的增长，以避免不必要的调节成本发生；而当一国发生国际收支盈余时，又倾向于积累储备以防今后不测；减轻调节成本的意图使美元悬突额持续增长。另一方面，美国与其它国家之间，美国可不必采取国际收支逆差的调节措施，只须通过输出美元便可弥补其国际收支逆差。美国通过输出美元，从国际社会获得了大量铸币税。对铸币税问题，当时的法国总统戴高乐曾予以过尖锐批评，并要求法国中央银行法兰西银行尽可能地用法国持有的美元向美国兑换黄金，以加强对美国的国际收支纪律，迫使其减少国际收支逆差。在其它国家相互之间，由于盈余国可以积累美元储备并用它向美国换取黄金，因此，国际收支调节的负担基本上都落在逆差国身上。从总需求与总收入的关系看，盈余是需求相对小于收入而导致的，逆差是需求相对大于收入而造成的。单方面地要求逆差国调节，就是要求压缩逆差国的需求，因而，布雷顿森林体系下的国际货币制度对各国经济具有某种紧缩性倾向，这种倾向是不利世界经济的发展的。通常所说的调节不对称，就是指美国与其它国家之间的调节不对称，以及逆差国与顺差国之间的调节不对称。

储备货币的供应缺乏有效的调节机制。从世界经济和国际贸易发展的角度看，储备货币的供应不能大少，大少将限制国际贸易和世界经济的发展；从物价和货币稳定的角度看，储备货币的供应又不能大多，大多会引起世界性通货膨胀和货币混乱。在浮动汇率和多种储备货币体系下，一种储备货币的过多供应，会导致该种储备货币汇率下浮，需求下降，由此可调节该种储备货币的供应。在布雷顿森林体系的刚性汇率制度下，世界其它国家为减轻调节成本而倾向不断积累美元，而美国又可以不断地输出美元。对美元供应的唯一限制在于用美元兑换美国的黄金储备。于是，当美元供应相对不足时，各国拼命积累美元，诱发美元的不断输出；当美元供应相对过多时，又抛售美元，换取美国的黄金储备，从而直接威胁到体系的生存。

归纳起来，汇率制度过于刚性，调节不对称，储备货币供给的调节机制过于缺乏弹性，是布雷顿森林体系所规定的国际货币制度的另外三大缺陷[①]。从根本上讲，这三个缺陷仍然是双挂钩制度缺陷的反映，是双挂钩制度缺陷的另外一种描述方法。这些缺陷，在以后论述的国际货币改革建议中都得到程度不同的反映。

表 6 — 3 美、日、德三国国际贸易地位的变化（1962 — 1991）

	日本出口占美国出口的百分比(%)	前联邦德国出口占美国出口的百分比(%)
1962	23.4	63.1
1965	31.7	67.1
1968	38.1	73.1
1971	55.4	89.7
1974	55.8	89.9
1977	65.8	95.9
1980	57.8	75.5
1983	71.5	82.4
1986	92.8	107.1
1989	75.3	93.8
1991	74.6	95.4

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计年鉴》 1992 年，第 108 — 109 页。

第三节国际货币改革

布雷顿森林体系的种种缺陷，实际上早就被各国学者所发现。美国那鲁大学特里芬教授在 1959 年就发表文章，指出布雷顿森林体系的根本缺陷和内在不稳定性。此后，许多学者纷纷就布雷顿森林体系的缺陷提出了自己的改革建议，基金组织的专家也于 60 年代上半期开始了改革研究，并且在 1968 年第二次美元危机爆发后，采取了创设特别提款权的具体措施，组成了“国防货币制度改革及有关问题专门委员会”（简称二十国委员会，成立于 1972 年 7 月）和“临时委员会”（成立于 1974 年 9 月基金组织第二十九届年会），开始了在基金组织框架内的货币改革的历程。

一、改革建议

[①] 西方经济学家认为：国际货币制度有三大问题，第一是调节机制的效率，第二是国际清偿力的适量，第三是对储备货币的信心。见本章第五节“牙买加体系面临的主要问题和困难”。

针对布雷顿森林体系的缺陷而提出的种种改革方案和改革建议，可分为两类。第一类是最主要的，是关于本位货币和储备货币（即国际货币）问题的，第二类是关于汇率制度的。关于本位货币和储备货币问题的改革建议主要包括：

1.世界中央银行建议

世界中央银行建议是特里芬在其名著《黄金与美元危机》一书中提出的。特里芬在分析了各国国际储备的需求趋势和布雷顿森林体系的内在缺陷后指出，世界黄金的产量无法满足各国储备需求的增长，而依靠美元作为中心货币或关键货币来满足世界对国际清偿力的需求，又会导致美元的两难和货币体系的危机，摆脱这种危机的根本办法是把国际货币体系转移到一种国际性的货币上来。根据两次大战之间国际货币史的经验教训，特里芬提出让国际货币基金组织向世界中央银行的方向转化，由它来创造并发行一种有国际管理的国际货币，为此满足世界各国对清偿力增长的需求。这一建议又被称为“国际管理的通货本位制度”。

2.主张恢复金本位制度

法国经济学家吕埃夫（J.Rueff）他建议将金价提高两倍，以此刺激黄金的生产，保证世界黄金储备的增长。与此同时，吕埃夫认为必须废除美元的特权地位。金价提高后，美国便可以用黄金兑换各国的美元，以后各国的国际收支逆差全部用黄金清算，世界货币体系便又回复到金本位时代。

3.改进金汇兑本位制建议

改进金汇兑本位制建议，包括几种不同的方案。英国学者哈罗德（R.Harrod）提议经常性地提高金价来维持世界清偿力的增长和金汇兑本位制。瑞士学者拉兹（F.A.Lutz）建议以黄金为基础的多种储备货币制度来取代单一的黄金—美元制，使国际清偿力和储备货币的来源多样化，以此摆脱对美元的过份依赖。基金组织研究部主任伯恩斯坦（E.M.Bernstein）主张由基金组织设立一种新的储备单位来补充美元，以此限制美国的国际收支逆差和满足国际储备增长的需要。这种储备单位的价值是以黄金为基础的，可用于国际清算和支付。

4.建议实行美元本位制

美国学者金德伯格（C.P.Kindleberger）、麦金农（R.Mckin-non）和德斯普雷斯（E.Despres）建议实行美元本位制，即美元与黄金脱钩，让市场力量决定世界各国美元量的增长。美国在国内推行稳定的财政货币政策。一国想增加其美元持有量，就应对美元贬值；一国想减少其美元持有量，就应对美元升值。

5.建议实行商品性储备通货本位制

上述建议由英国学者卡尔多（N.Kaldor）和丁伯根（J.Tin-bergen）提出。把储备货币的价值固定在黄金这一种商品上，具有内在的不稳定性。因此，他们建议，选用一组在世界贸易中有代表性的商品，经某种加权平均的数学加工后，来确定储备货币与这组商品的比价。这种方法的优点是：普通商品的产量增长比黄金快，一组商品的加权平均价比黄金价格更稳定。这样，货币体系便从黄金—美元汇兑本位转向了一组商品—美元（或多种储备货币）汇兑本位制。

以上是关于本位制和储备货币的改革建议。关于汇率制度的改革建议主要有：

（1）原美国芝加哥大学经济学家弗里德曼（M.Friedman）、素门（E.Sohmen）和约翰逊（H.Johnson）认为固定汇率制度具有调节刚性的缺点，它使一国在国际收支发生逆差时，缺少了一种可供选择的重要调节手段——汇率变动。为维持固定汇率制，不仅一国的国内经济目标与国际收支目标会发生冲突，而且从世界范围讲，固定汇率制也倾向于使国际储备需求过度增长。因此，他们主张实行浮动汇率制，以汇率浮动来代替储备运用，由此不但可减少美元的输出，还有利于自由竞争和国际贸易的发展。

（2）英国学者威廉姆逊（J.H.Williamson）建议实行爬行钉住的汇率制度（CrawlingPeg）。爬行钉住的汇率制度实际上是一种短期稳定、长期灵活的汇率制度，由此延伸出来的滑动钉住汇率制度（SlidingPeg）和微调的汇率制度，都属于这一制度的范畴。这是一种介于固定汇率和浮动汇率之间的汇率制度，其图形表现是蠕动式的钉住（见图 6—1）。

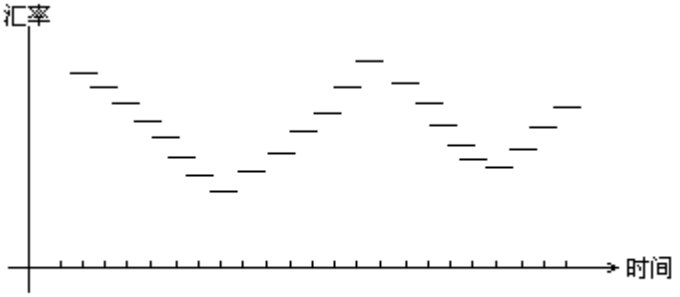


图6-1 爬行钉住

这种汇率制度的优点是：从长期看，汇率随宏观经济和国际收支状况阶段性地调整，以避免汇率制度的刚性和国际收支的持续逆差。从短期看，汇率又有相对稳定性，由此可避免汇率剧烈波动对国际贸易和资本流动的不利影响。威廉姆逊还特别强调了这种汇率制度对发展中国家的适用性。这是一种比较有影响的汇率改革建议。

（3）美国学者马克路普（F.Machlup）和哈伯勒（G.Haberler）提议实行复合汇率制。所谓复合汇率制，就是多种汇率制。各国根据自己的情况采用恰当的汇率制度，就世界而言，就有多种多样的汇率制度。与这一建议有关的是采用固定汇率制条件的讨论，这些讨论又被称为最适度通货区理论（OptimalCurrencvArea），主要代表人物有美国的蒙代尔（R.Mundell）、凯南（P.Kenen）和麦金农（R.Mckinnon）等[①]。

(4)英国学者威廉姆逊等人还提出了两个介于固定汇率和浮动汇率之间汇率改革建议。一个是汇率目标区方案，一个是宽幅波动方案。汇率目标区是指通过协商规定主要货币之间汇率波动的目标幅度，幅度可达 10%，当汇率波动超越目标区时，就实行干预，宽幅波动方案是指允许各国将汇率波动的幅度从原来的平价上下各 1%扩大到更大的幅度，比如 10%。这两种建议都旨在既扩大汇率的灵活性，从而增加汇率在调节国际收支和储备需求方面的作用；又保持汇率的相对稳定性，在一定程度上维持汇率对各国国际收支和财政货币政策的约束力，以保证世界货币金融领域的稳定。

以上是关于汇率制度的改革建议。60 年代末和 70 年代初，在国际货币基金组织讨论改革的过程中，还出现过两个有影响的扩大基金和特别提款权

[①] 请参阅本书第七章“区域性货币同盟与欧洲货币体系”。

作用及把特别提款权分配与发展援助相联系的改革方案，前者称为“替换帐户”方案（SubstituteAccount），后者称为“联系制”方案（Aid—Linking）。

替换帐户是指基金组织开设一个特别提款权存款帐户，各国将各自“过剩”的美元按特别提款权与美元的比价折成特别提款权后存入该帐户，它们的美元储备便变成了特别提款权储备，基金组织则将所得到的美元投资于美国，购买美国政府的债券或国库券，使这部份美元重新回流到美国。替换帐户方案的意图在于扩大基金组织的作用，使特别提款权逐渐成为一种主要的储备资产，限制美元的外流，使世界清偿力的增长能通过替换帐户得到调节和控制。这个方案提出后，曾得到许多国家包括部分美国政府官员的赞同，因为这个方案还有助于压制美国的通货膨胀和稳定美元的汇率。但后因种种原因，这个方案未能加以实施，其中最主要的原因是美国政府的态度。当美元泛滥、美国货币政策和美元汇率受到冲击时，美国政府赞同考虑实施替换帐户方案；当美元汇率稳定时，美国又反对替换帐户方案。由于美国在国际货币基金组织拥有足够的否决权，因此，没有美国的同意，替换帐户是不可能通过的。另外，从技术上讲，实行替换帐户也有些困难。比如，在替换帐户方案下，美元同特别提款权是可以相互兑换的，基金组织负有特别提款权兑换的义务。当一成员国需要美元时，它可从其特别提款权替换帐户中取出存款，向基金组织兑换成美元，这就涉及到汇率风险，即存入特别提款权与取出特别提款权时的汇率差异，由谁来承担这个汇率风险在技术上讲是个很难处理的问题。另外，特别提款权存款的利率与美国的利率也不相等，利率风险也是一个难以处理的问题。1979—1980 年第二次石油提价后，石油进口国的国际收支又发生巨额赤字，各国对美元的需求又纷纷增加，讨论了数年的替换帐户方案便被束之高阁了。

“联系制”方案，全称为“特别提款权分配与发展援助相联系”方案，是指基金组织把新创造的特别提款权通过下列某一种方法用于对发展中国家的开发援助（1）把新创造的特别提款权直接分配给需要援助的发展中国家；（2）把新创造的特别提款权转拨给多边开发机构，然后再由多边开发机构援助给发展中国家；（3）仍按各国在基金组织的份额进行分配，然后发达国家把分到的特别提款权以“自愿”的形式转赠给发展中国家。

发展中国家和部分发达国家的经济学家是联系制的积极赞成者，他们的主要理由是：（1）联系制有利于收入在发达国家和发展中国家之间的均等分配，有利于国际收支调节的对称性。（2）从经济依存性角度讲，发展中国家收入增加和经济发展，有利于发达国家实现其国际收支目标。发达国家为了保证充分就业，一贯追求贸易收支的盈余，扩大发展中国家的进口支付能力，有利于发达国家实现这一目标，从而也有利于发达国家的经济增长，使发展中国家和发达国家都能以较小的代价达到内部经济和外部收支的平衡。

但是，联系制也遭到一些经济学家特别是美国经济学家的反对。反对的主要理由是：（1）特别提款权属国际清偿力的范畴，与开发援助是两码事，它的创造和分配必须遵循中性的原则，否则，以开发援助来决定清偿力的创造，必然导致特别提款权的过度发行，由此会破坏特别提款权的稳定和导致世界性的通货膨胀。(2) 联系制会造成实际资源在国与国之间的永久性转移，不但破坏了国际清偿力创造的中性原则，而且会改变援助负担在发达国家之间的分配，使援助负担的分配超过一国政府的控制能力，导致负担的不公平。（3）联系制不利于提高国际货币体系的效率，助长调节惰性。获得特别提款

权的国家可以拖延调节，在使用完分配到的特别提款权后国际收支将依然处于逆差。因此，联系制具有松懈国际收支纪律的作用。

由于上述种种反对理由，联系制自 60 年代末 70 年代初提出后，经过十来年的争论，最后终究未能被国际货币基金组织所采纳。

二、改革过程

国际货币体系的改革过程，最早可以追溯到特别提款权的产生过程。自从特里芬于 1960 年发表了《黄金和美元危机》一书后，货币改革问题就在学术界引起了热烈的讨论。稍后，基金组织及“十国集团”[①]于 1963 年开始了有关的研究。当时，基金组织和“十国集团”的主要注意力是放在解决国际清偿力不足和关键货币信誉下降的问题上。1964 年 8 月，“十国集团”建立了以意大利代表奥索拉为首的研究小组，该小组于 1965 年 8 月提出了“建立新储备资产的报告”（又称奥索拉报告）。尽管该文件因各国意见分歧而未能提出实质性的改革建议，但它表明在基金组织框架内国际货币改革的开始。

国际货币改革的整个过程，充满着各种各样的矛盾。首先是美国与其它国家的矛盾，这对矛盾的核心问题是美元在未来国际货币体系中的作用及美国在世界货币金融事务中的领导权问题。其次是发达国家与发展中国家之间的矛盾，这对矛盾的核心问题是发展中国家在世界货币金融事务上的发言权及改革如何同建立公正的国际经济新秩序相联系的问题。自奥索拉报告之后，“十国集团”的代表继续研讨有关国际货币体系的改革问题，并于 1966 年 8 月发表了一份报告，提议创设一种新的储备资产。根据这项报告，1966 年 9 月的国际货币基金组织年会广泛讨论了建立新储备资产的问题，并决定由基金组织的执行董事会与“十国集团”的代表举行联席会议进行研究。在 1967 年 9 月基金组织的年会上，正式通过了“国际货币基金组织特别提款权大纲”，并决议责成执行董事会将该大纲列入基金组织协定的修正案，连同修订基金组织的章程，于 1968 年 3 月底以前向基金组织的理事会提出。同年 4 月，执行董事会通过基金组织协定的修正案，并经会员国代表的投票，正式通过特别提款权的建立及基金组织协定的修正案。1969 年，该修正案正式生效，特别提款权也正式建立。至此，国际货币改革的第一阶段结束，不久以后，随着美元危机的深化，国际货币体系的改革迈入了一个新的阶段。

当然，在建立特别提款权的问题上，是有矛盾和斗争的。以美英两国为一方，为了缓和美元和英镑的困境，防止美国黄金的流失，强调国际清偿力不足是主要问题，主张创建新的储备资产，作为美元、英镑和黄金的补充，以适应世界贸易增长的需要。另一方面，以法国为首的西欧大陆国家，认为国际支付手段并没有不足的现象，而是美元过多。因此强调美国应消除国际收支逆差，特别是法国还提出要建立一种以黄金为基础的储备货币单位来取代美元和英镑，这当然受到美英两国的抵制。而美国还坚持任何国际货币体系的改革，不能影响到美元作为“关键货币”的立场。经过多年的斗争和讨价还价，最后法国表示让步，终于达成建立特别提款权的协议。

国际货币体系改革的第二阶段是从 1971 年底的“史密森氏协议”开始

[①] “十国集团”是 1961 年 11 月由基金组织成员中十个发达国家成立的。建立“十国集团”的目的一方面在于加强十国之间的磋商和协调，另一方面在于通过“十国集团”加强对基金组织的控制。事实上，当时基金组织就是在“十国集团”控制下的。

的，直到基金组织协定的第二次修正案和“牙买加协议”签订为止，历时约4 年。“史密森氏协议”具有几个明显的特点。第一，协议表现了维护美元关键货币地位的意图，但却不能也没有解决美元与黄金的兑换性；第二，协议表现了要建立一个新的货币体系的意图，却未能在要建立什么样的货币体系上达成共识。因此，“史密森氏协议”并没有从根本上解决改革问题。1972年 9 月，基金组织执行董事会提出了一份“国际货币体系的改革”报告，提出了国际货币体系改革应遵循的原则：第一，汇率的变动应具有对称性，汇率制度仍采用固定汇率制，在一定幅度内上下波动。在个别国家被迫实行浮动汇率时，基金组织将实行监督。第二，货币的兑换性。美元将同其它货币处于同等地位，并提出资产清算制度，用资产的转移而不用增减债务的办法，来解决国际收支的不平衡。第三，关于储备资产问题，以特别提款权作为国际上接受并受到控制的储备资产，黄金和“关键货币”的作用减少。第四，资本移动必须加以管制。第五，发展中国家的主要问题是特别提款权与经济发展之间的联系问题，即把特别提款权的发行与对发展中国家的援助联系在一起。

为了解决“史密森氏协议”未能解决的问题，推动国际货币体系的改革，基金组织决定在其理事会下成立一个“国际货币体系改革及有关问题专门委员会”来进一步研究国际货币改革及有关问题。该委员会由“十国集团”、澳大利亚、以及 9 名发展中国家的代表[①]组成，又称“廿国委员会”，从 1972年 9 月开始活动。在国际货币改革的问题上，讨论和争论的焦点是国际清偿力及本位币问题，汇率及国际收支调节机制问题，以及特别提款权与发展援助的联系问题。

在国际清偿力及本位货币的分歧上，矛盾主要集中在黄金的非货币化、取消储备货币及采用特别提款权这些问题上。美国主张实行黄金非货币化，即削弱或取消黄金在国际货币体系中的地位和作用。而西欧国家尤其是法国则主张维持黄金的中心地位。关于储备货币，发行储备货币的国家和大量拥有储备货币的国家，都主张继续维持储备货币的作用，前者不愿意承受兑换已流出的储备货币的负担，后者不愿意用持有的储备货币兑换成特别提款权，因为它们担心特别提款权的利息收入会低于美国国库券的利息收入。

在汇率和调节机制问题上，美国和西欧国家也存在着矛盾和斗争。双方都同意维持稳定但可调整的固定汇率的原则，可是西欧国家在变动汇率前，先在国内采取一些经济措施，认为主要用国内的经济政策来维持国际收支的均衡。美国方面则认为：第一，在维持固定汇率制发生困难时，可以放弃固定汇率；第二，国际收支平衡问题不会对国内政策发生影响。

汇率问题的争论也引起清算机能上的分歧。西欧国家主张一种严格的资产清理制度，规定一种固定的国际储备数量，国际收支的不平衡只能通过转移国际储备的办法加以解决，这样，逆差国家就能被迫在最初阶段采取一些纠正措施。这种主张显然是要防止发生持久逆差的美国利用积累债务的方式来解决国际收支的不平衡。美国则认为，西欧国家提出的办法必然使逆差国，特别是作为储备中心的国家承受很大的负担。即在储备缩减的情况下，就要立即调节国际收支的不平衡，而顺差国家则可以继续积累储备，不受改变政策的压力。所以，美国主张逆差国和顺差国都要调节其国际收支的不平衡，

[①] 他们分别来自阿根廷、巴西、埃塞俄比亚、印度、印度尼西亚、伊拉克、摩洛哥、墨西哥、扎伊尔。

即所谓调节的“对称性”。美国还主张，对估计储备资产要订立一个客观标准，也就是对持有的储备额，订立一个标准定额，上下限有一个幅度，当一国持有的储备数量离开上下限时，必须采取纠正措施。

至于在特别提款权分配与发展援助相联系的问题上，主要有三种不同的观点。一种是大多数发展中国家的观点，他们主张把创造出来的特别提款权直接分配给发展中国家；第二种观点是某些发达国家的观点，他们主张把特别提款权先分配给一些国际性的多边开发机构（如世界银行），然后再由这些机构依据具体情况和要求确定接受特别提款权的国家和援助数额；第三种是美国和联邦德国的反对意见，他们坚决反对把开发经济的目的与货币目的混为一谈。主张坚持国际清偿力和世界货币创造的资源中性原则，并且宣称联系制诺付诸实施，必将导致其它形式的官方援助的减少。

在一系列矛盾和争论中,加之 1972—1974 年这段时期国际金融形势发生了重大变化，使得“甘国委员会”无法就国际货币改革的一系列重大问题作出实质性的决策。从 1972 年起，世界金融领域发生了这样几件大事。一是英镑和里拉从 1972 年年中起实行浮动汇率；二是 1973 年 2 月美无再度发生危机，迫使美国政府再度宣布将美元贬值 10%，以后，在 1973 年 9 月到 1974 年 1 月之间，美元汇率先升后降又波动了几次，这些动荡使“史密森氏协议”无法实行；三是自 1973 年起，资本主义发达国家发生了比较严重的通货膨胀和经济衰退，进入了所谓“停滞”时期，经济政策的目标重点也因此而转移；四是 1973 年 10 月石油输出国组织（OPEC，简称欧佩克）大幅度提高油价，使各国的国际收支都受到严重影响，石油进口国纷纷发生巨额国际收支逆差；五是金价发生剧烈波动，伦敦市场的金价从 1971 年底的 43.63 美元/盎司急升到 1974 年底的 186.5 美元/盎司（见表 6—2）。在这样的背景下,“廿国委员会”于 1974 年 6 月在华盛顿召开完最后一次会议并向基金组织递交了一份报告后，就宣告结束了。“廿国委员会”向基金组织递交的报告被称为《第一次改革大纲》，包括三个组成部分。第一部分反映了委员会有关国际货币体系今后发展方向的一致建议和看法；第二部分列出了委员会一致同意的应立即采取的步骤；第三部分列出了委员会讨论中尚有分歧的 10 个方面的问题。

《第一次改革大纲》认为，今后国际货币体系的演进方向的总原则应当是：

第一，实行稳定但可调整的汇率制度，但在特殊情况下也允许采用并承认浮动汇率制；

第二，加强国际合作，以应付扰乱性资本流动和维持汇率的稳定；

第三，国际收支的调节具有对称原则，逆差国有责任限制逆差，顺差国有责任限制储备的增长；

第四，逐步使特别提款权成为主要储备资产，逐步削弱黄金和储备货币的作用；

第五，货币体系改革应考虑到发展中国家的特殊需要，促进实际资源向发展中国家流动。

至于应立即采取的步骤，《第一次改革大纲》建议如下：第一，建立石油贷款，以帮助石油进口国度过眼前的国际收支困难；

第二，鉴于已有众多国家采用了浮劝汇率，因此，有必要加强对浮动汇率的监督，确立一套监督指导方针；

第三，使特别提款权币值与美元和黄金脱钩，采用货币篮子的办法来确定它的币值；

第四，设立延伸贷款（ExtendedFacility），向发展中国家提供中期国际收支融资，并考虑特别提款权与发展援助相联系问题；第五，在国际收支，多边贸易和支付，全球清偿力的管理和黄金问题，进一步加强国际间的合作和研究；

第六，设立一个临时委员会，来继续研究和落实国际货币改革的各项问题。

《第一次改革大纲》构画了国际货币体系的大致演进方向和为达此目的而应立即采取的某些具体步骤，第一次正式承认了发展中国家在国际货币改革中的特殊利益，强调了布雷顿森林体系崩溃后国际货币合作的重要性，在国际货币改革史上占有重要地位。

三、发展中国家的改革态度

国际货币体系改革的过程中，不仅充满着发达国家相互之间的矛盾和斗争，也充满着发展中国家与发达国家之间的矛盾和斗争。发展中国家在货币改革中的一切努力，归根到底是为了在货币金融领域方面建立一个更加公正的国际经济新秩序。发展中国家为了协调彼此的立场，于 1972 年成立了一个“廿四国集团”[①]，专门研究发展中国家在国际货币改革中的立场和利益。综观“廿四国集团”的有关报告，发展中国家对国际货币改革的一般立场和观点

第一，加强基金组织的作用和权威，但这必须同基金组织的公正和广泛代表性相联系。发展中国家认为国际货币基金组织应当在汇率监督、援助、清偿力的供应等方面发挥更多的作用，但目前基金组织受少数大国支配，较少考虑发展中国家的利益。因此，发展中国家要求改变基金组织的份额分配和投票权分配，扩大发展中国家的份额比例和投票权比例，使发展中国家能有效地参与国际货币改革和基金的日常活动。

第二，建立比较稳定的有一定灵活性的汇率制度。发展中国家因其经济基础薄弱、进出口商品结构单调、地区依附性强，因此，承受汇率波动的能力较小，稳定的汇率符合发展中国家的利益。

第三，国际收支调节机制要公平、对称。发展中国家反对由逆差国单方面地承担调节负担，而认为顺差国也应公平地分担调节负担，发展中国家认为，它们长期的国际收支逆差是过去长期殖民统治的结果，因此，发达国家和基金组织应当从根本上帮助发展中国家提高收入能力，开放发达国家的市场力，增加对发展中国家的援助，把特别提款权分配与发展援助相联系。

第四，削弱美元的作用，逐步加强和扩大特别提款权的作用，使今后国际清偿力的增长能逐步摆脱一国的影响，这有利于建立公正合理的国际经济新秩序。

第五，扩大特别提款权的分配、扩大基金的份额、重新安排和减免发展中国家的债务。

从上可以看到，发展中国家的货币改革要求主要集中在扩大特别提款权作用、扩大援助、扩大发展中国家在货币改革中的作用、以及要求发达国家在国际收支调节方面承担更大的责任这四点上。这些要求同美国的利益有着

[①] 廿四国集团成员由亚、非、拉三洲各 8 个国家组成。

最直接的冲突。美国反对以特别提款权来威胁和彻底取代美元的国际地位和作用，反对把特别提款权与发展援助相联系，不愿放弃自己在国际货币事务上的领导权，也不愿在国际收支逆差的调节方面承担更大的责任。由于美国在世界经济中的特殊地位以及在国际货币基金组织中拥有否决权，因此，发展中国家要实现自己的改革目标，还需要作出艰巨的努力。

四、牙买加协议

“廿国委员会”的工作结束后，基金组织根据其建议于 1974 年 9 月成立了一个专门研究和实施国际货币改革的“临时委员会”来接替它的工作。这个“临时委员会”由 20 个国家的代表组成，经过一年半时间的讨论和讨价还价，于 1976 年 1 月在牙买加首都金斯顿达成了一个协议，称为“牙买加协议”。在“牙买加协议”达成后，基金组织即着手进行第二次国际货币基金协议的修正活动，并于 1976 年 4 月经理事会表决通过，从 1978 年 4 月 1 日起生效，从此，国际货币体系进入了一个新的阶段——牙买加体系，货币改革遂告一段落。

牙买加体系不是完全摒弃了布雷顿森林体系，它放弃的是布雷顿森林体系下的国际货币制度，即双挂钩制度，但继承了布雷顿森林体系下的国际货币基金组织，并且，基金组织的作用还得到了进一步的加强。“牙买加协议”的主要内容有：

第一，汇率安排多样化。成员国可根据自己的情况选择汇率制度，但必须事先取得基金组织的同意。基金组织有权对成员国的汇率进行监督，以确保有秩序的汇率安排和避免操纵汇率来阻止国际收支的必要调节和谋取不公平的竞争利益。

第二，黄金非货币化。黄金与货币彻底脱钩，它不再是平价的基金，也不能用它来履行对国际货币基金组织的义务，成员国货币不能与黄金挂钩；基金组织将其持有的黄金总额的 1/6（约 2，500 万盎司）按市场价格出售，其超过官价的部分成立信托基金，用于对发展中国家的援助，另外 1/6 则按官价归还各成员国。

第三，扩大特别提款权的作用。未来的国际货币体系应以特别提款权为主要储备资产，成员国可用特别提款权来履行对基金组织的义务和接受基金组织的贷款，各成员国相互之间也可用特别提款权来进行借贷。

第四，扩大基金组织的份额，以原有的 290 多亿特别提款权扩大到 390 亿特别提款权，增加 34.48%。另外，在增加总份额的同时，各成员国的份额比例也有所调整，前联邦德国、日本及某些发展中国家的份额比例有所扩大，美国的份额比例略有减少。

第五，增加对发展中国家的资金融通数量和限额，除用出售黄金所得收益建立信托基金（TrustFund）外，“协议”还扩大了信用贷款（又称普通信用贷款，GRA）的限额，由占成员国份额的 100%增加到 145%，“出口波动补偿贷款”（CompensatoryFinancingFa-cility）从份额的 50%扩大到 75%。

牙买加体系是在保留和加强基金组织作用的前提下对布雷顿森林体系的一种改革，其改革的主要内容集中在黄金、汇率和特别提款权这三点上，事实上，“牙买加协议”在很大程度上（尤其是在黄金和汇率问题上）是对事实的一种法律追认，有许多问题在“协议”中并没有得到反映和解决。在“协议”签订后的近 20 年中，国际货币体系也没有完全按“协议”构勒的方向发

展，因此，对“牙买加协议”的评价，就出现了多种多样的说法。

第四节当前国际货币体系的主要特点及评价

一、牙买加体系的几个主要特点

自 1978 年 4 月 1 日“牙买加协议”生效后，国际货币体系便进入了牙买加体系。牙买加体系除保留并加强了国际货币基金组织的作用外，它同布雷顿森林体系有着许多重大差别。这些差别的主要特点在于：

第一，黄金非货币化。黄金既不再是各国货币的平价基础，也不能用于官方之间的国际清算。

第二，储备货币多样化。虽然“牙买加协议”规定了未来的国际货币体系要走向特别提款权本位，但事实上，特别提款权在世界各国国际储备中的比重不但没有增加，反而有下降的趋势[①]。基金组织在 1981 年以后再也没有分配过新的特别提款权。以前美元一技独秀的局面被以美元为首的多种储备货币本位所取代。

第三，汇率制度多样化。据基金组织统计，1992 年 9 月 30 日，基金组织 167 个成员国共实行 11 种汇率安排。在这 11 种汇率安排中，又可分为（1）可调整的钉住汇率（87 种货币），分别钉住在美元（26 种）、法郎（14 种）、印度卢比（5 种）等货币上；（2）有限浮动的汇率（13 种）和较大浮动的汇率（65 种）[②]。

我们知道，国际货币体系是人类历史和经济发展到一定历史阶段的产物，因此，对牙买加体系这些主要特点的估价，应当结合历史和世界经济当前发展的背景来进行。

二、黄金作用的演变与估价

30 多年来，各国官方和基金组织关于黄金货币作用的观点经历了四个发展阶段。

第一阶段从 1960 年到 1968 年，其特征是努力维持黄金的货币作用。西方主要大国之间达成了一系列正式的和非正式的协议来保护美国的黄金储备，例如 1961 年建立的黄金总库，1962 年签署的互惠信贷协议，1967 年达成的美国一前联邦德国默契等等。到了 1968 年，由于英镑危机的影响、越南战争的升级等等一系列因素，爆发了挤兑美国黄金的风潮，迫使美国实行了黄金双价制，黄金总库也被迫宣布解散，这些都说明了各国对黄金态度的变化。

1969 年至 1979 年是各国采取措施使黄金非货币化的阶段。1969 年基金组织创设了特别提款权，它在一定程度上具有代替各国黄金储备的作用，所以被称为纸黄金；1971 年停止美元同黄金的兑换；1976 年基金组织的牙买加协议废除了各国的黄金义务，美国和基金组织开始定期拍卖黄金；许多国家中止了本国货币同黄金的联系；虽然自由市场上黄金价格不断上涨，但在基金组织和许多国家公布的国际储备中却得不到反映。

从 1979 年起，随着西方保守思潮的兴起，各国对黄金的态度也发生了新

[①] 特别提款权在非黄金国际储备中的比重，1971 年为 6.75%，1981 年为 4，98%，1991 年为 3.06%。资料来源：《国际金融统计年鉴》1992 年。

[②] 国际货币基金组织《国际金融统计》1993 年 2 月号。

的变化。在这个阶段中，黄金非货币化的进程出现了徘徊。1979 年成立的欧洲货币体系要求各成员国向共同基金履行黄金义务；1981 年里根上台后，美国甚至出现了一股力图恢复金本位制的浪头。基金组织和许多国家开始按市价公布各国的黄金储备；美国和基金组织停止了黄金拍卖。

从 80 年代中期起，黄金货币化的呼声又逐渐平息了下去。基金组织除公布各国的黄金储备外，最终并没有就黄金的货币化达成任何协议或采取任何措施。

黄金作用经历了上述四个阶段的演变，反映了世界经济的变化和国家垄断资本主义超国家调节要求的变化。60 年代，虽然布雷顿森林协议规定的金汇兑本位制遭到了越来越严重的怀疑，但当时世界经济的发展比较稳定，在各国的协作下，美国还能勉强维持美元同黄金的兑换。到了 60 年代末 70 年代初，西方发达国家相继陷入停滞膨胀，资本主义世界经济发展中的矛盾深化，离散趋势占据了主导地位，以黄金作为各国货币制度的共同基础显得缺乏弹性，它即不能使世界清偿力得到充分增长，又不能适应各国不同的调节需要，于是，提出了黄金非货币化的要求。然而 70 年代中，黄金非货币化非但没有把西方世界从停滞膨胀的困境中解救出来，反而不利于货币纪律，助长了通货膨胀。当西方世界在 70 年代末又陷入了一次严重的停滞膨胀危机时，加强黄金货币作用的观点又得到了某种程度的加强。从 80 年代中期起，主要工业国家的经济开始进入相对繁荣时期，与此同时，通货膨胀率开始明显下降，于是，要求黄金重新货币化的呼声逐渐地又低了下去。

我们知道，黄金的货币化是历史发展到一定阶段的产物，它的非货币化也是历史发展的必然结果。近 100 年来的国际货币史，就是纸币日益补充乃至取代金币的历史。但是，犹如黄金的货币化一样，它的非货币化也要随历史的发展而逐步完成，决不可能一蹴而就。黄金无非就是不锈不蚀、内在价值比较稳定的一种物品，它无论是与纸币共存还是完全取代纸币发挥世界货币的职能，都会导致国际货币体系的根本性缺陷。尤其是 70 年代以来，世界经济的相互依存性急剧加深，国际贸易急速增长，各国的国际收支也出现了前所未有的不平衡，迫切需要一种比较灵活的清偿力供应机制和调节机制来适应形势发展的需要，在这种情况下，中止黄金的货币作用，使其朝非货币化的道路上走去，从总体上讲，是符合历史发展规律的，也是符合世界经济形势需要的。这是牙买加体系较之布雷顿森林体系前进了的一步。

三、多种储备货币本位的演变与估价

评价多种储备货币本位及特别提款权作用的演变，关键是紧紧抓住美元。国际货币改革建议曾提出了三种信用储备货币本位制：美元本位制、国际管理通货本位制、多种储备货币本位制。实际上，美元是关键。只要美元是一种强有力的国际货币，用国际货币基金组织发行的信用货币或其它的国家货币取代美元的可能性很小。因此，为了简单起见，本文将从美元作为国际货币的历史演变为主线来展开论述。

自 1960 年以来，美元的国际货币作用也经历了三个发展阶段。第一个阶段从 1960 年到 1968 年，其间美元不断排挤英镑，它的国际货币作用不断扩大，各国对维持美元的国际货币地位也采取了以合作为主的态度；但另一方面，信用储备货币多样化已经萌芽，美元的统治地位开始面临威胁。第二个阶段从 1969 年到 70 年代末，其最显著的特征是信用储备货币迅速多样化。美元在各国官方外汇储备中所占的比重从 1971 年的 65%下降到 1979 年的 45

%（不包括欧洲美元），而特别提款权、前联邦德国马克、日元等等成了较重要的信用储备货币。西方各国（甚至包括美国）不少学术界和官方人士都赞成限制和缩小美元的国际货币作用，美元的统治地位遭到了明显的削弱。第三阶段从 70 年代末开始直到现在，这个阶段明显的特征是信用储备货币多样化的过程明显放慢，美元的国际货币地位得到了一定的恢复。

美元的国际货币作用为什么经历这样一个曲折的发展过程呢？我认为应从美元是信用储备货币的性质中去寻找主要原因。当美元的信誉上升时，各国就会愿意接受美元，美元的国际货币作用便会得到扩大；反之，若美元的信用下跌，美元的上述作用就会遭到削弱。从长期看，决定美元信誉的主要因素是美国的政治经济实力、美国的国际投资地位和美国的对外清偿力地位。60 年代中，美国在政治经济实力方面具有无可辩驳的优势，但前联邦德国和日本等国的经济发展速度远远超过美国；表明美国净债权地位的国际投资地位十分强大，但却在徘徊中逐渐恶化；尤其是美国的对外清偿力地位（反映美国官方干预美元汇率的能力）则有了较明显的下降。因此，美元的国际货币作用一方面在继续扩大，另一方面又开始面临潜在的威协。到了 70 年代，前苏联政治经济实力已大大加强，在军事上同美国平起平坐；西欧国家政治经济实力也得到进一步发展；发展中国家反对美国霸权主义的斗争达到了一个更高的阶段，并且出现了一批新兴的工业国家。美国再也不能象 60 年代那样操纵世界政治经济事务了。与此同时，美国的国际投资地位进一步下跌，对外清偿力地位严重恶化。因此，70 年代美元的国际地位大大削弱，信用储备货币多样化的过程发展得比较快。但从 70 年代后期起，情况又发生了变化。1979—1992 年期间，发达资本主义国家先后经历了两次经济衰退（1980—1982 年和 1990—1993 年），相对西欧各国而言，美国经济承受衰退的能力比较强，尤其是海湾战争、前苏联解体、德国统一等事件，使美元的国际地位又得到了相对加强。1977 年到 1985 年这段时间，美国商业银行的海外投资活动也十分活跃，其对外资产总额超过了对外负债总额（见表 6—4），这对美元的国际作用也有正面影响。

表 6 — 4 美国商业银行的国际投资地位①

单位：亿美元

1962	64	66	68	70	72	74
-54.8	-70.7	-109.6	-166.5	-194.7	-164.4	-215.8
1976	78	80	82	84	86	88
+150.3	+175.0	+254.6	+1059.9	+717.6	-69.3	-851.1

①正号表示对外资产超过对外负债，处于净债权地位，负号表示对外资产小于对外负债，处于净债务地位。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计年鉴》 1992 年，第 716 页。

特别提款权本质上是一种信用资产，它要成为主要的储备资产，必须具备三个条件。一个基金组织的权威要进一步加强。纸币是依靠政府的强制力而流通的，特别提款权作用的进一步扩大，也需要基金组织的权威相应地扩大。二是美元的作用要进一步下降。美元是人们已习惯了的一种世界货币，如果它的质量、信誉和作用未能下降，则特别提款权成为主要储备资产就会遇到强劲的障碍。三是世界性通货膨胀要得到控制。在世界通货膨胀未得到控制的前提下增加特别提款权的发行，不仅会助长世界性通货膨胀，也会破坏特别提款权本身价值的稳定。由于国际清偿力的主要来源是美元，因此，当世

界物价水平得到控制的时候，往往也是美元坚挺的时候，由此构成对特别提款权作用的负面影响，但是另一方面，世界物价水平和国际清偿力增长处于稳定的时候，又为特别提款权的增加提供了条件。自 80 年代末期起，主要发达国家的物价水平都得到了程度不同的控制，因此，基金组织目前正在酝酿特别提款权的第三次分配。基金组织总裁康德苏在 1993 年 4 月 20 日陈述了增发特别提款权的三条理由：第一，目前，40%的基金组织成员国的储备不足其商品和劳务年进口额的 20%，有些小的低收入国家的储备不足 15%，前苏联各国的储备甚至只有 10.8%。第二，世界物价水平已达到历史上的低点，而世界经济的复苏缓慢而乏力，增加国际清偿力和特别提款权以加速世界经济的复苏已十分迫切。第三，自 1979 年第二次分配特别提款权以来，基金组织的成员国数量有了很大增加，到目前为止，尚有 37 个成员国从未分配到过特别提款权[①]。

虽然基金组织很有可能在未来的一、二年内就第三次特别提款权分配问题达成协议，但它在国际储备体系中的从属地位不会因此而得到改变。究其原因，一是如我们已经分析过的美元的地位和作用仍相当稳固。犹如基金组织的专家指出，在未来至少 5 年的时间内，没有一样货币可以挑战美元的地位和作用[②]。二是基金组织的权威性仍然不够，它离世界性中央银行的距离还相当遥远，这就使特别提款权很难成为一种占主导地位的国际货币。

多种储备货币体系虽不是“牙买加协议”的本意所在，但在美元与黄金脱钩、汇率安排多样化以及日德等国经济实力迅速增长的情况下，有其产生的必然性。它对美元是一种制约，在调节不同储备货币的供应方面，具有一定的灵活性。多种储备货币体系使世界清偿力的增长能摆脱对美元的过份依赖，从而使世界清偿力有比较充分的来源。但储备货币的多样化也使国际金融市场上的汇率风险增大，汇率风险增大又使短期资本移动频繁，这增加了各国国际金融和储备资产管理的复杂性，也使国际清偿力总量供应的调控更加困难。

四、汇率制度的演变与估价

从全球角度看，1960 年以来的汇率制度经历了两个演变阶段。第一阶段是从 1960 年到 1973 年初的可调整的钉住汇率制度，第二阶段是从 1973 年到现在的多种汇率制度。目前多种汇率制度的主体是管理浮动汇率制（ManagedFloating），又称肮脏浮动制（DirtyFloating）。虽然可调整的钉住汇率制度遭到了不少经济学家们的批评，实践证明它确实存在不少缺陷，但直到 60 年代末和 70 年代初，在许多国家官方和国际货币基金组织的改革议程中，主要的还是如何改进可调整的钉住汇率制，实行浮动汇率制的建议完全不在讨论之列。管理浮动汇率制虽然在 1973 年起就盛行了，但直到 1976 年才得到基金组织的正式承认。

管理浮动汇率制的主要缺点一向被认为是汇率的频繁和大幅度波动，因而不利于国际贸易的发展。对“牙买加体系”下汇率制度的评价，因而也就集中在汇率与贸易的相互关系上。根据国际货币基金组织的统计，自 1973 年实行管理浮动汇率制后，世界出口贸易从 1972 年的 3，900 亿美元增加到 1982 年的 17，314 亿美元，10 年共增加了 344%；从 1982 年的 17，314 亿

[①] 《国际货币基金概览》（IMFSurvey）1993 年 5 月 3 日，第 135 页。

[②] 《国际货币基金概览》（IMFsurvey）1993 年 1 月 25 日，第 18 页。

美元增加到 1992 年的 37，000 亿美元，10 年共增加了 114%；相比之下，世界出口贸易在 1962 年到 1972 年的这 10 年中，共增加了 201%[1]。为什么在管理浮动汇率下，世界贸易仍然能够较高速增长呢？主要原因有三条。第一条是各国经济依存性的加深和跨国公司的发展。须知，推动国际贸易发展的最主要动力是海外投资、国际分工以及经济依存性的加深。据世界银行统计，70 年代后半期（1975—1979）全世界的年国际直接投资总额比 60 年代后半期增长了近 300%（见表 6—5）。

表 6 — 51965 — 1983 年的国际直接投资（年平均值流量）①

（亿美元）

	1965 — 1969	1970 — 1974	1975 — 1979	1980 — 1983
工业国家	52	110	184	313
发展中国家	12	28	66	134
其它国家及对未报告投资额的估计	2	-10	6	48
合计	66	128	256	494

①据《江苏国际金融》 1993 年 3 月号资料， 1989 年，全球范围的国际投资总额已增长到 1320 亿美元。见该期第 18 页。

资料来源：《 l985 年世界发展报告》第 126 页。

其次，自 70 年代起，国际金融业防范汇率风险的技术有了长足的进展。随着计算、通讯、办公设备的现代化，国际银行业创造了多种多样新型的防范汇率风险的技术，比如外汇期权买卖、货币掉期业务等等，这些新技术减少了国际贸易中的不确定因素。

第三，在全球范围的管理浮动汇率制下，还存在着许多汇率相对稳定的小区域。比如美元与法郎相互之间是浮动的，但与美元保持固定汇率的有 26 种货币，它们相互之间的汇率是稳定的。与法郎保持固定汇率的有 14 种货币，它们相互之间又形成一个汇率稳定区。即使在实行浮动汇率的几种主要货币之间，实际汇率的波动也不如名义汇率的波动幅度大。表 6—6 显示：从双边的名义汇率看，汇率确实大幅度波动。但是，双边名义汇率在浮动汇率制下已不再能代表货币汇率的全部和真实变动。若剔除通货膨胀，并以贸

[1] 国际货币基金组织《国际金融统计年鉴》1992 年，第 108—109 页，1993 年 2 月号，第 56 页。

表 6 — 6 美、日、前联邦德国实际有效汇率波动情况
和经常帐户收支情况

年份	美国		日本			前联邦德国		
	实际有效汇率指数	经常帐户差额	美元—日元双边汇率指数	实际有效汇率指数	经常帐户差额	美元—马克双边汇率指数	实际有效汇率指数	经常帐户差额
1973	95.1	+7.1	96.5	106.6	-0.1	105.2	105.6	+4.6
1974	97.7	+4.1	89.8	90.2	-4.7	109.3	104.7	+10.1
1975	102.5	+18.3	88.3	84.8	-0.7	114.9	97.4	+3.9
1976	101.1	+4.5	88.3	88.4	+3.7	112.2	103.8	+3.6
1977	98.2	-14.1	97.6	99.0	+10.9	121.8	104.8	+4.0
1978	94.9	-14.3	124.4	108.0	+17.6	140.6	105.2	-8.7
1979	96.5	-0.6	119.5	86.9	-8.7	154.3	105.9	-6.3
1980	99.7	+0.1	124.8	100.8	=10.8	143.4	98.9	-15.0
最高点比最低点上升了	+8%	-	+41.34%	+27.36%	-	+46.67%	+8.73%	-
期末比期初上升了	+4.84%	-	+29.33%	-5.44%	-	+36.31%	-6.53%	-

说明：(1)实际有效汇率指数已知扣除通货膨胀因素；(2)实际有效汇率指数的计算以 1973 年=100 为基础；

(3)经常帐户差额的单位为 10 亿美元。

资料来源：库珀（R.N.Coopetr）等编《灵活汇率下的国际货币体系》，1982 年英文版，第 7 — 8 页。

易为权数计算实际有效汇率，我们可以看到：1973 年到 1980 年整整 8 年中，美元的实际有效汇率指数的最高值比最低值仅上升了 8%；日元相应的实际有效汇率指数上升了 27.36%；前联邦德国马克相应的实际有效汇率指数上升了 8.73%。美元的实际有效汇率指数的期末值比期初值仅上升了 4.8%，日元下跌了 5.44%，前联邦德国马克下跌了 6.53%。这就说明，从长期看，反映美元、日元、前联邦德国马克全部汇率变动的实际有效汇率是相当稳定的。表 6—6 上的数据表明的一个更重要的事实是：美元和日元的实际有效汇率的上升和下跌很好地调节了经常帐户差额。实际有效汇率上升，经常帐户盈余就增加；实际有效汇率下跌，经常帐户盈余就减少。前联邦德国马克的情况也是如此，但两者间的密切程度远比美元和日元的要差，这或许是前联邦德国马克参加欧洲货币蛇形浮动的结果。如果真是这样，就说明管理浮动汇率的调节效率远比可调整的钉住汇率制要高。还有，从世界贸易看，从 1972 年底到 1980 年底，美国、日本、前联邦德国的出口贸易值分别增长了 3.4 倍、3.5 倍和 3.1 倍，而整个世界的出口贸易值增长了 3.9 倍。按贸易出口量计，整个世界 50 年代的年平均增长率为 6，2%，60 年代的年平均增长率为 8。4%，70 年代是世界经济遭到严重困难的年代，而年平均增长率仍达到 6.4/。

因此，我们不能不承认，管理浮动汇率制的出现是世界经济形势发生重大变化的产物，它符合世界经济发展的需要。只要世界经济中的离散因素仍占有相当的优势，它就将继续存在下去。

五、管理浮动汇率是否导致世界经济的离散

除了对国际贸易的影响外，牙买加体系下的管理浮动汇率是否助长或导致了世界经济的离散化，也是一个有争议的问题。在固定汇率制度下，各国货币相互之间保持固定的比价，从而有利国际贸易的发展和各国经济依存性的加强。同时，在固定汇率制度下，经济周期和通货膨胀，通过商品和货币的流动，能较轻易地传播到它国，因而固定汇率亦能有助于各国经济周期和物价水平的一致化变动。在牙买加体系下，货币汇价动荡，汇率犹如一堵高墙，阻碍了商品的国际流通和经济周期及通货膨胀的国际传递，从而助长了世界经济的离散化。这是反对浮动汇率的人所持有的观点。

那么，牙买加体系下的管理浮动汇率制究竟有没有助长世界经济的离散化呢？我们可以用以下几组数据来回答这个问题：

第一组，以国内生产总值增长率为代表的经济周期对比，来分析 1973 年前和 1973 年后各主要发达国家经济周期的离散化或一致化。

第二组，以消费物价增长率为代表的通货膨胀率变动方向对比，来分析 1973 年前和 1973 年后各主要发达国家物价走势的离散化或一致化。在这里，我们选用的是通货膨胀率的变动趋势（方向），而不是绝对水平。

第三组，以出口值占国内生产总值的比重，来分析各主要发达国家对外经济依存性的减弱或强化。

第四组，以短期和长期利率的走势对比来分析国际金融市场和国际经济的离散化或一体化，因为短期资金对汇率的反映十分灵敏，而长期资金对国际分工的反映更灵敏。如果各国的利率变动趋于一致，则表明资金流动频繁，国际分工深化，从而把各国的利率推向一致（关于利率的分析，详见第八章）。

表 6—7 数据显示：自 70 年代起，美国、日本、前联邦德国、法国、英国 5 个世界货币的主要发行国，并没有因为彼此问汇率的动荡而使它们的经济周期出现离散化趋势。相反，它们的经济周期自 1973 年起反而出现了更加同步化的趋势，这说明：浮动汇率根本不能阻碍经济周期的国际传递。

表 6—8 数据显示：从 1963 年到 1972 年的 10 年中，上述 5 国通货膨胀率的增减变动中，仅有两个年份呈完全一致（1968 年和 1969 年，5 国的通货膨胀率都上升），4 个年份呈基本一致（1964，1965，1967，1970），4 个年份呈不一致。相反，1973 年起，头一个 10 年中（1973—1982）5 国通货膨胀率变动完全一致和基本一致的年份达 9 个；第二个 10 年中（1983—1992），完全一致和基本一致的年份也达 8 个。这就是说：在牙买加体系的管理浮动汇率下，实行浮动汇率的五个主要国家，其通货膨胀（及物价水平）的变动方向不仅没有出现离散化，反而更加一致了。

表 6 — 7 五国经济衰退的起止年份

美国	日本	前联邦德国	法国	英国
1948 — 1949				
		1952	1952 — 1953	1951 — 1952
1953 — 1954	1954			
1957 — 1958	1957 — 1958	1958	1958 — 1959	1957 — 1958
1960 — 1961	1962			
		1966 — 1967	1964 — 1965	1966
1969 — 1970	1970 — 1971	1971		1971 — 1972
1974 — 1975	1974 — 1975	1974 — 1975	1974 — 1975	1973 — 1975
1980 — 1982		1980 — 1982	1980 — 1982	1980 — 1982
1990 —		1991 —	1991	1990 —

说明：经济衰退是以实际国内生产总值的增长率来衡量的

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》 1968 年年鉴， 1992 年年鉴

表 6 — 85 国消费物价上涨率的变动方向①

	美	日	前联邦德国	法	英	
63	+	+	-	-	-	C
64	0	-	-	-	+	B
65	+	+	+	-	+	B
66	+	-	-	+	-	C

说明：（1）正号表示通货膨胀率与上一年相比上升，负号表示与上一年相比下降，0 号表示相同

②A 表示五国通货膨胀率的变动方向完全一致，B 表示基本一致（即有 4 国相同），C 表示不一致。

③0 号在计算变动方向时，按同年中其它 4 国中的多数方向计。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计年鉴》1992 年，1993 年 2 月号。

表 6—9 数据显示：以出口贸易占国内生产总值的比重来衡量，美国经济的对外依存性从 1973 年起是一直增加的，前联邦德国也同样如此。日本、法国和英国经济的对外依存性，从 1973 年到 1983 年这段时期中，是不断增加的。但到了 1991 年，英国尤其是日本的对外依存性有明显的下降。引起英国出口相对下降的原因不是汇率问题，而是英国的工业结构问题。70 年代期间，英国开发了北海油田，加之当时世界市场上油价高居，对英国的出口起到了一支强心针的作用。然而在 80 年代，油价迅速下跌，加之英国因调整国内工业结构，关闭了不少老煤矿，石油出口量下降，因此，英国的出口贸易尤如英国的经济一样，自 80 年代后半期起出现了走走停停的局面，引起日本出口相对下降的原因有许多。自 1990 年起美国、前联邦德国、英国、法国相继进入衰退，而日本没有，这是一。

表 6 — 95 国出口贸易占国内生产总值的比重（%）

	1963	1973	1983	1991
美国	3.72	4.92	6.04	7.44
日本	7.82	8.92	12.39	9.35
前联邦德国	16.16	19.45	25.91	27.49 ①
法国	10.00	14.38	18.05	18.03
英国	14.28	16.25	19.87	18.22

①指两德统一前前联邦德国 1990 年的数字，以确保前后口径一致。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计年鉴》1992 年。

其次，西欧各国和美国对日本产品的进口采取日益加强的保护主义措施，也使日本的出口日益困难。再次，日元的升值，削弱了日本出口商品在价格上的竞争力。1989 年年底，日元对美元的比价是￥143/＄1，到 1990 年年底便上升到￥134/＄1，到 1991 年年底又进一步上升到￥125/＄1。总之，综合 1973 年到 1983 年和 1983 年到 1991 年这两段时期中所有国家的情况看，很难得出结论说管理浮动汇率有碍于各国经济依存性的加强。

六、牙买加体系和中国开放宏观经济的运行

自 1978 年改革开放以来，中国经济有了相当大的发展。从 1978 年底到 1991 年底，中国大陆的国民生产总值从 3，588 亿元人民币增长到 19，855 亿元人民币，年均名义增长率高达 34.9%。同期，出口贸易值从 168 亿元人民币增长到 3，831 亿元人民币，年均名义增长率高达 167.72%。在高速增长的总趋势中，存在着两个比较明显的经济周期。从表 6—10 中可以看到，从 1978 年开始的经济高速增长，在 1981 年有所国落：国民生产总值的增长率从 7%以上下降到 4.4%；反映经济活动和投资的重要指标——固定资产积累呈负增长；货币供应量也开始回笼，并于 1982 年达到了自 1979 年以来的最低点；经济波动对进口的影响一般有一段时滞，1982 年，进口呈负增长，贸易收支出现多年来的第一次盈余。类似的周期在 1989 年再次出现。这一年中，国民生产总值、固定资产积累和货币供应量的增长率均降到 1982 年以来的最低点，经过一年时滞，通货膨胀率大幅度下降，贸易收支则出现自 1984 年以来的首次盈余。

仔细分析一下，可以看到在经济的中期波动之间，还存在一些小波动。比如 1986 年，国民生产总值、固定资产积累、货币供应量的年递增长率比 1985 年和 1987 年都低，反映在进口和贸易收支上，1987 年的进口增长率和贸易收支逆差也比 1986 年和 1988 年低。

中国经济的频繁波动，有其制度性原因。另外，在对外开放的过程中，国内价格体系与国际价格体系的接轨也需要相当长的时间才可能完成。这就在客观上需要对人民币的汇价不断地作出调整。从 1981 年到 1991 年的这 10 年中，人民币汇价是钉住在一篮子货币上，共作了 5 次调整，从＄1/￥1.5 下调到＄1/V￥5.4。从 1992 年起，人民币汇价进入小幅度频繁调整的阶段，即“微调”阶段从＄1/￥5.4 下调到 1993 年 8 月底的＄1/￥5.8。人民币汇价的这些调整，反映了国内宏观经济的运行（请参见通货膨胀率）和开放经济的运行（请参见贸易收支和换汇成本）。如果国际货币制度是全球性的固

定汇率制度，必将使我国丧失部分货币政策主权和运用汇率调节国际收支的自由。人民币在布雷顿森林体系的年代也有过变动，有的年份中，人民币汇率调整的次数还相当多。比如，全国解放初期，国内物价上升，人民币汇率在 1949 年 1 月 18 日到 1950 年 3 月 13 日期间，共调整了 49 次，其同美元的比价，从＄1/￥80 下调到＄1/￥42，000（旧人民币）。再如，从 1950 年 3 月 13 日起，因国内价格日趋稳定甚至下跌，人民币汇率开始上调，到 1951 年 5 月 23 日，人民币与美元的比价已上调到＄1/￥22，380，期间共调整过 15 次。当时，人民币汇率如此频繁地大幅度地变动，有其客观必然性，它反映了战争结束后中国经济的运行。人民币汇率之所以能够如此变动，一个重要的原因是当时中国不是国际货币基金组织的成员，人民币汇率制度不受双挂钩制度的约束。当前，中国经济正处在转折时期，需要保持运用汇率政策的自由，最大限度地利用汇率来调节开放宏观经济的运行。从这个意义上讲，牙买加体系是符合我国需要的。

第五节牙买加体系面临的主要问题和困难

一、债务问题及牙买加体系

国际债务问题是牙买加体系面临的一个重大问题。1982 年爆发的债务危机，使全世界为之震动。据国际货币基金组织统计，债务危机爆发后的 10 年中，关于外债的著作超过 400 册，关于外债的研究文章和工作报告多达约 3000 篇[①]。债务危机爆发后，债权国、债务国、商业银行以及国际货币基金组织和其它国际金融组织都作出了相应的努力，使债务危机的高峰得以渡过。但是，债务危机并没有彻底消失，严重的急性的债务危机已转向慢性和持久化。1982 年危机大爆发时，发展中国家的外债总额为 8，266 亿美元，到 1990 年，这个数字已增加到 12，463 亿美元。更重要的是，引起债务危机的根源没有消失，有的反而更加严重。许多欠有外债的发展中国家的劳动生产率、投资效益、外债管理、人均国民生产总值、国际收支和贸易条件、宏观经济政策等等引起债务危机的因素，在 80 年代均有恶化的趋势[②]。

债务危机的发生和转入慢性化持久化，同牙买加体系的缺陷有关。历史的经验告许我们：建立一个有效的国际货币体系需要解决三个问题：一是要建立有效而又对称的国际收支调节机制；二是国际清偿力的供应要保持适量，这需要有一个相应的机制；三是要维持国际间对储备货币的信心。对储备货币的信心，是指对充当国际清偿力的某一储备货币能按稳定比价同其它储备货币随时自由兑换的信心。在牙买加体系下，充当国际清偿力的储备货币绝大多数是主要大国发行的纸币，另外少数是特别提款权。由于纸币所代表的价值取决于它的发行量，所以，对某种储备货币的信心又取决于它的发行量。这样，建立一个有效的国际货币体系需要解决的问题便可归结于两个：建立有效而又对称的国际收支调节机制和维持国际清偿力供应的适量。

在牙买加体系下，国际清偿力适量供应的问题显得更加重要。因为第一，根据国际货币基金组织协议第二次修正案，汇率和调节机制的选择余地已大大扩大，并且选择何种调节机制在很大程度上已成为各国政府自己就能决定

---

① 马之驷著《当代世界货币与金融》第 114 页，复旦大学出版社，1992 年。

② 同上书，第 115—119 页。

的事。第二，从国际清偿力供应同国际收支调节的关系看，前者的重要性突出地表现在两个方面：首先，国际清偿力的供应数量决定了政府融通而不是调节国际收支差额的能力；其次，一旦进行调节，国际清偿力的供应数量又影响着政府对调节政策的选择。从这两个方面，国际清偿力的供应数量又都影响着纠正国际收支逆差的效益和各国经济的运行效率。

“牙买加协议”生效以来，国际清偿力供应中存在的主要问题是商业银行提供的国际清偿力增长极快，商业银行不仅提供传统的贸易融资，也提供越来越多的与基金组织业务交叉的国际收支贷款。然而，商业银行在提供国际收支贷款时，没有贯彻国际货币基金组织的条件原则（Conditionality）。所谓条件原则，就是指国际货币基金组织向有关国家提供国际清偿力时，要求它们执行经济稳定规划、结构改造计划或国际收支调节计划。基金组织的法律专家们把这个要求称之为条件性。它的基本精神或原则是：贷款必须同提高国际收支调节能力相结合，或称必须同可行的国际收支前景相结合。可行的国际收支前景是指资本帐户的盈余和经济发展的前景确能支持经常帐户的赤字，无须采取进一步恶化现行不均衡的贸易限制措施。进一步明言，条件原则实际上就是贷款必须同削弱或消除国际收支逆差的根源相结合。然而，商业银行在提供国际清偿力时所奉行的是商业标准和商业目标，片面追求利润和市场，并不要求受贷国采取结构调节措施或其它纠正国际收支逆差、提高劳动生产率的措施。结果，接受商业贷款的发展中国家积累了外债，却未能改善自己的经济结构，未能从根本上提高它们的调节能力，反而不得不借债还债，借债还息，使债务问题持久化。

现在，基金组织已经认识到这样一种反差现象：一方面，商业银行有能力提供大量的国际清偿力，但它没有同国际收支的有效调节相结合；另一方面，基金组织因资源匮乏，因而无力以积极的方法来贯彻条件的原则和精神，不得不偏重于压缩需求勒紧裤带的做法，从而招来发展中国家的一片批评。基金组织缺乏切实有力的手段来影响商业银行的国际贷款，这不能不说是牙买加体系的一大缺陷。1983 年联大第六届贸发会议明确指出：“国际货币体系能够吸收过剩资金，居间融通，证买了它的活力。但也度指出：该体系还有待于完成这一任务，因为目前很缺乏吸收并重新调配过剩储蓄的适当的制度安排。

“70 年代跨国银行作为国际间融资机构的扩展确实引人注目。私人银行除了履行传统的发放出口信贷和短期贷款的职责外，已成为国际收支方面的重要资金来源。……私人融资活动在官方渠道之外的持续开展，开始带来了某些问题。首先，如上所说，它排斥了国际货币体系对正在形成的全球调整模式的影响；而且，它对国际清偿力的分配是依照本身的商业标准、按照银行对借款国信用的评价进行的。如果国际货币体系有办法适当地补充私人部门的贷款，或能够对正在形成的调整模式起较大作用的话，这本来并不成为什么问题。因为它可以发挥所谓中央银行的补差（即调节——作者注）作用，即不承担筹资的全部责任，只是引导这一活动的进行，填补私人市场的空白，并在困难的局面下提供保障。”[①]

“牙买加协议”在引导私人资金运动的问题上没有作出任何制度方面的安排和规定。为了弥补这一缺陷，基金组织（以及世界银行）曾试图以联合

[①] 《联大第六届贸发会议报告》中译本第 31 页，1983 年 6 月 6 日，贝尔格莱德。

融资（Co—financing）的方法来引导商业银行的国际收支贷款。联合融资，就是指基金组织与商业银行共同提供贷款。由于基金组织的强大信誉，联合融资对商业银行会有一些吸引力。但实践证明，联合融资在引导商业银行的国际贷款方面，作用极小。联合融资并不能使商业银行放弃本身的价值和标准，这就必然使得联合融资难以成为一项经常性的大规模的业务。世界银行在这方面有过经验教训。1973—1976 年的 4 年间，同世界银行结合的所有联合融资中，来自私人的份额仅 6.6%[①]。从国际货币体系的前景看，联合融资也不是个发展方向。联合融资把基金组织放在与商业银行同等的地位，不符合国际货币体系改革的长远发展。基金组织应当向全面指导世界货币金融事务的方向发展，尽管基金组织本身还存在不少缺陷，但它毕竟代表着世界上 178 个主权政府，因此，官不能仅仅局限于同商业银行保持平行的合作，而是应当向凌驾于商业银行上的方向去进行指导。

二、经互会货币区的解体与牙买加体系

在 1990 年苏联解体之前,原苏联和东欧国家不是国际货币基金组织的成员，它们自己以经互会（经济互助委员会，CMEA）为范围，以转帐卢布为中心，形成一个独立的货币合作区。经互会货币合作区的主要特点是：

第一，成员国之间的货币比价是固定的，汇率主要发挥记帐而不是调节的功能。

第二，转帐卢布是一种帐面的资产，它不是卢布本身，也不能同西方国家的货币相兑换。它的主要功能是用于成员国之间的多边国际收支清算。当一国发生国际收支盈余时，其帐面上的转帐卢布就增加；反之，当发生逆差时，转帐卢布就减少。

第三，经互会货币区设有国际经济合作银行，由 10 个成员国共同出资建立，专门负责多边结算和向成员国提供转帐卢布的国际收支贷款和其它一些与扩大贸易商品流通有关的贷款。因此说。在经互会货币区内，转帐卢布资产是一种国际储备资产，国际经济合作银行是国际清偿力的供应机构。

在经互会存在的时候，其成员国在同西方的贸易中已经欠下了庞大的硬通货债务。苏联和经互会解体后，它们的国际收支问题变得更加严重，由此造成原经互会各国空前的国际金融危机。现在看来，造成这些困难的原因可以分为三类：

第一，经互会货币区还存在的时候。转帐卢布还能发挥国际清算的功能，由此可减少对硬通货的需求。而现在，原成员之间越来越多的贸易开始采用硬通货清算，由此增加了对硬通货的需求。另一方面，国际经济合作银行也不再能以转帐卢布的形式提供国际清偿力，使这些国家失去了国际清偿能力的一个来源。

第二，经互会不仅是一个关于支付问题的区域性国际组织，更主要是关于生产和贸易问题的一个国际组织，它通过协商而达成指令性计划，规定各国在区域性国际分工中承担的角色和贸易商品的结构、流量和地区流向。在当时苏联的统治下，东欧国家对自己承担的角色已经不满，离心倾向日渐严重。经互会崩溃后，它们纷纷转向同西方国家（和中国）做生意，对硬通货的需求也由此而上升。

第三，经互会解体后，它们纷纷实行经济改革，有的甚至采取一步到位

[①] 世界银行《联合融资——世界银行活动的评价》，1976 年 12 月英文版，第 17 页。

的所谓“休克疗法”（Shock—therapy）。由于政策不妥，很多国家的经济出现负增长，通货膨胀如脱缰之马，汇率一落千丈，造成对国际金融体系的冲击。

据欧洲复兴开发银行资料，1992 年，东欧国家的实际国内生产总值下降了 5%。独联体的实际国内生产总值下降了 20%。从 1988 年年底到 1993 年年中，因严重的通货膨胀和生产下降，原经互会成员的货币汇率都程度不同的下降，波兰的兹罗提从一美元合 503 兹罗提下降到合 13512 兹罗提；罗马尼亚的列伊从 14.37 合一美元下降到 304 合一美元：苏联卢布从约 0.9 卢布合一美元下降到 1000 多卢布合一美元。自 1990 年起，原经互会的成员陆续加入了国际货币基金组织，成了牙买加体系的成员，由此便冒出了这样一个新问题：即怎样帮助这些国家克服因制度转型和政策失误而引起的国际金融混乱。这不仅仅对这些国家十分重要，而且对世界经济和国际货币体系的稳定也十分重要。基金组织总裁康德苏把这个任务称为是国际货币体系和基金组织有史以来面临最严重的挑战之一[①]。

基金组织为了克服目前这一困难，采取了这样一些措施：

第一，派出众多专家前往独联体和东欧国家，帮助它们制定经济稳定规划、国际收支调节计划和改革计划。从 1991 年 10 月到 1993 年 4 月，基金组织共派出过 270 个专家小组或代表团，前往协助解决上述问题以及解决前卢布区遗留的问题和人员培训。基金组织共有工作人员 2300 名左右，计划于 1993 年中派出 828 人次前往独联体和东欧各国执行各项技术援助任务，占基金组织技术援助的近一半（45%）[②]。

第二，1992—1996 年期间，基金组织将向独联体各国提供约 250—300 亿美元的资金援助。与此同时，基金组织执行董事会于 1993 年 4 月 16 日决定设立一项新的贷款项目，称为“制度转型贷款”（SystemicTransformationFacility，STF），专门用于独联体和东欧地区因经济制度转型而引起的国际收支困难（详见第五章：国际货币基金组织）。

第三，为了把独联体和东欧各国更紧密地纳入牙买加体系的轨道，基金组织还打算进行第三次特别提款权分配。在基金组织的协助下，一个专门从事地区金融业务和开发的机构——欧洲复兴与开发银行（EuropeanBankforReconstructionandDevelop-ment）也于 1992 年成立。

基金组织在显示其雄心勃勃的计划时，也露出了其为完成推动经互会货币体系向牙买加体系靠拢这一任务时所会面临的困难。大体来说，困难主要有两个方面，其一是基金组织资源有限，由此迫使它不得不在提供贷款时附加严厉的条件，这将影响到两大体系的合轨进程。其二是基金组织的价值标准和政策主张，在大多数情况下很难为独联体和东欧各国所接受，由此导致双方在经济改革和国际收支调节方面存在一系列看法上的差异。基金组织抱怨独联体和东欧国家的货币金融混乱是由于政策失误、法制不全等等因素引起的，因而坚持贷款必须与相应的纠正措施相结合；而独联体和东欧各国则认为基金组织的要求过于苛刻。犹如基金组织总裁所说：将独联体和东欧各国纳入国际货币体系的轨道，稳定那儿的经济和金融，需要相当多的年数才能完成，需要更多的资金才能对付。

[①] 《国际货币基金概览》1993 年 1 月 11 日，第 4 页。

[②] 同上书，1993 年 5 月 3 日，第 131 页。

本章思考题

1.国际货币体系的主要内容和作用是什么？一个稳定的货币体系必须具备哪些条件？

2.什么叫特里芬两难？布雷顿森林体系除了特里芬两难外还有什么其它重大缺陷？

3.储备货币多样化的优缺点是什么？

4.发达国家和发展中国家在国际货币改革上争论的焦点有哪些？你认为特别提款权分配与发展援助相联系现实吗？

5.牙买加体系的根本特点是什么？储备货币多样化和汇率制度多样化对中国的利弊？

6.你预测计划经济国家向市场经济过渡的过程中，在货币、支付、汇价制度方面会遇到的主要问题是什么？

7.请结合本书以后各章的全部内容，对债务问题对国际货币体系演变前景及其解决前景提出你的分析和看法？

第七章区域性货币同盟与
欧洲货币体系

第一节概述

一个货币集团内，如果各成员国的货币相互之间保持严格的固定汇率，并且不同货币之间可以充分自由兑换，那么，这个货币集团实际上就是一个通货区。这种情形犹如英国一样。英国是一个独立的通货区，但在英国国内，苏格兰中央银行也具有发行钞票的权力，苏格兰中央银行发行的一镑等值于英格兰银行发行的一镑，两者相互间可充分自由兑换。扩大到世界范围看，上述严格意义的通货区并不存在。但随着世界经济尤其是区域经济一体化的发展，区域性的货币合作、货币同盟或相对广义的通货区，确实引起众多国家的兴趣。比如：1961 年中美洲一些国家成立了中美洲经济一体化银行；1962 年西非 6 国成立了西非货币联盟；1968 年和 1977 年拉美 5 国分别成立了安第斯开发公司和安第斯储备基金；1972 年 21 个阿拉伯国家建立了阿拉伯货币基金；1963 年原苏联和东欧诸国建立了以转帐卢布为中心的经互会货币区；1972 年西欧诸国实行的货币汇率联合浮动（蛇形浮动）、并进而演变为较紧密的欧洲货币体系；如此等等，都是区域货币合作、区域货币同盟和通货区的表现。

严格意义上讲，适当区分区域货币合作、区域货币同盟以及通货区是有益的。

区域货币合作是一个最广义的概念，它覆盖所有有关货币合作的形式和程度，既可以是松散的，也可以是紧密的；既可以是暂时的，也可以是长久的；既可以局限在某个方面，也可以是全面的。因此，区域货币合作实际上是指有关国家在货币问题上实行的协商、协调乃至共同行动。

区域货币同盟是区域货币合作的一种表现形式。它是指通过法律文件（共同遵守的国际协议）就货币金融的某些重大问题进行的合作。通货区就是区域货币同盟的一种高级表现形式。

通货区（也可称货币区）具有 5 个显著特征：一是成员国货币之间的名义比价相对固定，二是具有一种占主导地位的货币作为各国货币汇率的共同基础，三是这种货币与成员国货币相互间可充分地自由兑换，四是有一个适当的协调和管理机构，五是成员国的货币政策主权受到削弱。

从通货区的上述特征中可见，加入通货区可以带来不少益处，也会带来一定的代价。从益处方面讲，通货区内实行固定汇率，因而可避免汇率波动对贸易和物价的不利影响，从而有助于商品的流通和物价的稳定；通货区内实行以主导货币为中心的货币自由兑换，因而有利于多边贸易和多边支付制度的建立，有利于资金在区域内的自由移动，从而有助于国际分工、投资机会和生产空间的扩大；通货区有一个协调与管理机构，还有助于加强各成员国之间在货币问题上的合作，获取资金融通，减少摩擦。从代价方面讲，通货区内的固定汇率制度使成员国运用汇率政策的自由受到了限制；对非稳定性资本流动的控制能力也下降；当本国利益与区域整体利益（或另一成员国的利益）发生矛盾时，运用货币政策加以调节的能力也下降。由于有了这些矛盾，就需要将好处与代价进行比较，由此产生了最适度通货区理论（OptimalCurrencyAreaTheo-ry）。最适度通货区理论所研究的问题，就是

在什么样的条件下加入通货区是利大于弊，是应该的；在什么样的条件下，加入通货区是利小于弊，是不应该。或者说，该理论研究的是具有什么样特性的国家相互之间可以结合成为一个通货区。由于汇率问题、主导货币问题、货币兑换性问题都是国际货币体系中的重大问题，因此，最适度通货区理论实际上就是国际货币体系理论的一个组成部分。

第二节最适度通货区理论

西方的最适度通货区理论是进入 60 年代后才兴起的关于汇率机制和货币一体化的理论，在于说明什么样的情况下实行固定汇率和货币同盟或货币一体化是最佳的。布雷顿森林体系建立不久，西方经济学界就围绕这一体系下可调整钉住汇率制的理论上的优劣展开了争论。1953 年，米尔顿·弗里德曼就鼓吹浮动汇率的理由。素门是灵活汇率论的集大成者，他在 1961 年出版的《灵活汇率》一书，系统地总结了灵活汇率的优点，批判了钉住汇率的缺点。另外，以金德尔伯格为代表的另一些学者则竭力推崇固定汇率。在这样的背景下，西方有些学者认为：不能笼统地抽象地谈论汇率制度的优劣，应当结合某种经济特征来判断汇率制度的优劣，于是产生了最适度通货区的理论。

一、生产要素的高度流动

首先明确提出最适度通货区理论的是罗伯特。蒙代尔。1961 年，他提出用生产要素的高度流动作为确定最适度通货区的标准。他认为，一个国家国际收支失衡的主要原因是发生了需求转移。假定有 A、B 两个区域，原来对 B 产品的需求现在转向对 A 产品的需求；若 A 正巧是 A 国，B 正巧是 B 国，则 B 国货币汇率的下跌将有助于减轻 B 国的失业，A 国货币汇率的上升有助于降低 A 国的通货膨胀压力；但若 A、B 是同一国家内的两个区域，则汇率变动无助于解决 A 区域的通货膨胀和 B 区域的失业，除非这两个区域使用自己的区域货币。蒙代尔指出：浮动汇率只能解决两个不同通货区之间的需求转移问题，而不能解决同一通货区内不同地区之间的需求转移；同一通货区内不同地区之间的需求转移只能通过生产要素的流动来解决。因此，他认为：若要在几个国家之间保持固定汇率并保持物价稳定和充分就业，必须要有一个调节需求转移和国际收支的机制，这个机制只能是生产要素的高度流动。

蒙代尔的理论是把需求转移放在等式的一方，把生产要素的流动放在等式的另一方，试图通过生产要素的流动适应需求的转移来保持同一通货区内各国经济的平衡发展。但是，资本主义各国发展是不平衡的，生产要素的高度流动反而可能使货币同盟中的富国越富，穷国越穷，因为穷国在经济增长上得到的坏处可能会超过贸易上得到的好处。其次，蒙代尔没有认识到区分资本流动和劳动力流动的重要性。比如，当上述例子中 A 区域正巧是 A 国，B 区域正巧是 B 国，A 和 B 结成一个保持固定汇率的通货区时，B 国国际收支的恶化会造成 B 国经济收缩，A 国国际收支的盈余会造成 A 国物价的上涨；于是，对投资的刺激将在 B 国下降而在 A 国上升，资本反而可能从 B 国流向 A 国，从而更加恶化 B 国的失业和 A 国的通货膨胀。至于劳动力流向，情况同资本流动不一样。B 国发生国际收支逆差，要求劳动力从 B 国流动到 A 国，

---

[1] 更详细的论述，可参阅拙著“西方最适度货币区理论评介”，载《世界经济文汇》，复旦大学 1985 年第 3 期。

迁移到可能具有不同气候、不同生活习惯、不同文化和道德风俗的遥远地区。这种迁移即便发生，数量肯定是不多的，迁移费用肯定是大的，调节效应肯定是在很久以后才发生的。劳动力迁移只能影响一国经济长期发展，而不能成为解决国际收支短期波动的一个机制。总之，当国际收支发生失衡时，资本高度流动很可能是非均衡性的。至于劳动力的高度流动，由于迁移费用很高、时效滞长、数量少，因而也不能成为调节收支的一个机制。因此，我们不能仅凭此标准来判断最适度通货区。

二、经济高度开放

1963 年，罗纳德·麦金农指出，应当用经济高度开放作为最适度通货区的一个标准。他把一个社会的总产品区分成可贸易商品和不可贸易商品，经济开放性是指可贸易商品在社会总产品中的比重，这个比重越高，经济越是开放。麦金农指出了一个经济高度开放的小国难以采用浮动汇率的两条理由：第一，由于经济高度开放，市场汇率稍有波动，就会引起国内物价的剧烈波动；第二，在一个进口在消费中占有很大比重的高度开放的小国中，汇率波动对居民实际收入的影响是如此之大，以致存在于封闭经济中的货币幻觉会消失，由此，汇率变动在纠正对外收支失衡方面会失去作用。麦金农强调：假定一国经济完全开放，汇率波动就会引起国内成本和物价的同比例变动，汇率的调节功能就会全部失效。换句话说，在经济高度开放的国家中，实现国际收支一定程度的改善要求比相对封闭的经济实行更大幅度的贬值，形成进口物价（并导致全部物价）的猛涨，这显然会遭到居民们的反对，从而实行起来是相当困难的。

麦金农理论的缺陷首先在于他以世界其它各国普遍具有物价稳定为前提来考察汇率变动的后果。事实上，世界经济稳定的假设是缺乏活力的；即便在 60 年代中期以前相对稳定的情况下,发达国家也可通过固定汇率向外传递通货膨胀和经济不稳定性。如果这个前提颠倒一下，经济高度开放的国家恰恰应用浮动汇率隔绝外来的不稳定影响。其次，麦金农考察的主要是经济高度开放的小国，如果小国的贸易伙伴主要是一个大国从而钉住该大国的货币，或几个小国彼此在贸易上有密切联系而结成货币同盟，麦金农的标准是有意义的；若一个小国的贸易分散于几个大国而大国之间的货币又彼此浮动，则麦金农的经济开放性指标就失去了意义。第三，麦金农的重点仅放在贸易帐户上，忽略了资本移动对汇率制度和国内经济的影响，因此，麦金农的这个指标也不能成为判断最适度通货区的唯一指标。

三、低程度的产品多样化

彼得 凯南在 1969 年提出以低程度的产品多样化作为确定一个最适度通货区的标准。凯南的建议同蒙代尔一样，也是建立在国际收支失衡的主要原因是宏观经济的需求波动这一假设上的。他认为：一个产品相当多样化的国家，出口也将是多样化的。在固定汇率下，某一种出口商品的需求下跌了，由于它在整个出口中所占的比重不大，因而对国内就业影响也不会很大。相反，如果外国对本国出口商品的需求曲线下降了，低程度产品多样化（因而出口产品种类也是不多的）的国家，势必要更大幅度地变动汇率，才能维护原来的就业水平。由于出口的多样化，外部动荡对内部经济的影响经过平均化后变小了，出口收益可以相当稳定。因此，产品多样化国家可以容忍固定汇率的后果；而产品非多样化的国家难以容忍固定汇率的后果，它们应当是一个采用灵活汇率的独立（最适度）的通货区。

凯南的基本出发点在于按国际货币的被动性权力（不受别人制约的能力）来划分最适度通货区。在这一点上，他同麦金农是一致的。但凯南没有考虑国际货币的主动性权力（迫使别人采取符合自己愿望的行为的能力）在汇率制度选择中的作用。在复杂的世界经济中，各国必须综合权衡自己的国际货币被动性权力、主动性权力和阻止性权力（阻止别人采取不符合自己愿望的行为的能力），才能确定汇率制度的选择。例如，英国是一个产品多样化的国家，但英国却不拥有足够的国际货币主动权力，因此它没有加入 1972 年西欧的联合浮动；甚至于在英国加入共同体约 30 年后的今天，英国也仅仅维持住参加欧洲货币体系的共同基金，而没有能够维持住参加它的平价体系。其次，凯南同麦金农一样，忽视了资本移动对国际货币被动性权力的影响，从而使他的被动性权力建立在一种片面的基础上。凯南同麦金农相对应，他的理论是以世界经济不稳定为前提的，他没有考虑国内经济比世界经济具有更大不稳定性的情况，因而犯了同麦金农类似的错误。

以上评论的三个最适度通货区标准都是一种真实的经济特征，都注意从经常帐户下来考察货币汇率的选择，但它们彼此之间存在着严重的矛盾。这些矛盾主要表现在：对于资本帐户，重视第一个标准而忽视后两个标准；对于最适度通货区标准的选择，蒙代尔是从固定汇率的维护机制来考虑的，麦金农是从汇率变动对国内经济的影响来评判的。而凯甫则是从抵制汇率变动影响的能力这一角度出发的。稍加分析便知，麦金农和凯南的标准有可能导致相反的结论。因为产品越是多样化，国家的规模可能就越大，对外贸易占整个经济的比重就可能越低；按照凯南的理论，这类国家应实行固定汇率，而按麦金农的理论，这类国家应实行浮动汇率。这些矛盾表明了单一标准的最适度通货区理论的片面性和局限性。无论按照上面哪一种标准，都不能对区域性货币合作作出完满的理论上的解释和说明。

四、国际金融高度一体化

在上述情况下，詹姆斯·伊格拉姆在 1969 年指出：为了决定通货区的最优规模，有必要考察经济社会的金融特征（而不是真实的特征），并在 1973 年提出用国际金融高度一体化作为一个最适度通货区的标准。他认为，一个区域内各国国际收支的不平衡，同资金的移动有关，尤其同缺乏长期证券的自由交易有关。如果国际金融市场的一体化是不充分的。那么，外国人大部会主要买卖短期外国证券，因为买卖短期证券的外汇风险可以通过远期市场抛补来避免，这样，各国长期利率的结构就会发生明显差异。但假如国际金融市场高度一体化（尤其是长期资本市场高度一体化），只要国际收支失衡导致利率发生小量变动，就会引起足够的均衡性（非投机性短期）资本流动，从而汇率的变动就可以避免。

伊格拉姆的金融高度一体化标准，同蒙代尔的要素高度流动的标准有点类似，只不过他只强调了资本要素的流动。因此，他的理论同蒙代尔的理论具有相似的缺陷（即资本要素的流动不一定能成为国际收支的一种有效调节机制）。有趣的是：他还犯了同麦金农和凯南相似的、但方向不一样的错误，后两人忽视了资本帐户，而伊格拉姆忽视了经常帐户。更重要的是：伊格拉姆没有区别调节和融资对平衡国际收支差额的不同意义。伊格拉姆实际上同蒙代尔一样，是从固定汇率的维护机制来考虑最适度通货区的标准的。但是，他把资金融通看成是平衡国际收支的唯一方法。事实上，在这个现实世界中，即使在货币同盟中（如欧洲货币体系中），盈余国是不愿意无止境地向赤字

国提供融资的。因此，伊格拉姆理论的这一重大缺陷足以否定由他提出的国际金融高度一体化成为最适度通货区的唯一标准。

五、政策一体化

1970 年，爱德化·托尔和托马斯·威莱特指出：一个具有不太完善的内部调节机制的成功通货区，最重要的或许在于各成员国对通货膨胀和失业增长的看法，以及对达成它们两者之间交替的能力具有一种合理的一致性；一个不能容忍失业的国家是难以同另一个不能容忍通货膨胀的国家相处的。从而，提出了用政策一体化作为确定最适度通货区的标准。

政策一体化标准的明确含义到底是什么？或许托尔和威莱特本人对此都模糊不清。我们一看便知：这个建议是以政策合作来作为国际收支的平衡机制，这就要求建立一个超国家的统一的中央银行和一个统一的财政制度，这显然是困难的。退一步说，即使建立了这样的机构和制度，各国不平衡的问题仍然不一定能得到解决，反而可能恶化。通过区域中央银行实现的银行业务集中化，不一定能促进短期利率的均衡化和全通货区的均衡性资本流动。某些发达国家中长期存在非常不发达的地区就是一个证明。

六、通货膨胀率的相似

1970 年和 1971 年，G·哈伯勒和 G·M·弗莱明确提出用通货膨胀率的相似性作为确定最适度通货区的标准。采用这一标准的理由是：国际收支失衡最经常可能的原因是由于各国发展结构不同、工会力量不同和货币政策不同所引起的通货膨胀的离散趋势，它除了会造成国际收支基本帐户（经常帐户加长期资本帐户）的失衡外，还会引起短期资本的投机性移动。因此，这个标准不再注重宏观经济的需求和供应条件的波动，而是注重宏观经济的现象。

这个标准的实际含义是：通货膨胀率差异是国际收支失衡和汇率波动的主要原因。因此，如果区域中各国的通货膨胀率趋于一致，便可避免汇率的波动。

这种理论实际上同当时正在形成之中的国际收支货币分析法有关。货币分析法认为：国际收支失衡本质上是一种货币现象，因此，需要运用货币理论来分析国际收支失衡的原因。如果以 X 和 M 分别代表出口和进口，以 g、s、m 分别代表商品、证券和货币，以 B 表示国际收支差额，则有下列恒等式：

$$B=(Xg-Mg)+(Xs-Ms)$$
$$=(Mm-Xm)$$

货币分析法以西方经济学中的瓦尔拉定律为基础，即在一个经济社会中，对商品（g）、证券（s）和货币（m）的超额需求的总和必等于零，来考察国际收支失衡和国内货币存量的关系。也就是说，把国际收支状况与国内货币市场的均衡与否联系起来。货币分析法认为：在固定汇率下，如果国内的实际货币余额大于预期的货币余额时（如货币当局创造了更多的新货币从而发生通货膨胀压力时），这部分超额货币必然形成额外支出，除了购买本国货物外，还会增购进口货物和外国证券，于是，货币的出口便大于货币的进口（$Xm>Mm$），进而引起商品进口大于商品出口（$Mg>Xg$）或证券进口大于证券出口（$Ms>Xs$），这就意味着国际收支（B）的恶化。

我们不否定通货膨胀会使国际收支恶化，但同时必须指出：把通货膨胀说成是国际收支失衡的最经常最主要的原因是不完全符合现实的。首先剖析货币分析法，可以发现它关于货币需求函数的稳定及具有完善的传递超额需

求的市场机制等等假定前提是令人怀疑的；它颠倒了货币流通和商品流通的关系，把货币流通从属于商品流通歪曲为商品流通从属于货币流通。其次，事实也证明：通货膨胀不一定是国际收支失衡的主要原因，以它作为最适度通货区的唯一标准是令人怀疑的。例如，50 年代和 60 年代，美国、加拿大和西欧的通货膨胀率差异非常小，但加拿大几次对美元实行浮动汇率，而西欧在 60 年代则经常对美国发生巨额国际收支顺差。

由此可知，国际收支逆差是由滥用国际货币发行特权、各国经济结构差异、国际交换中的不平等、劳动生产率差异、利率差异和通货膨胀率差异等等因素共同造成的，前面几项因素有时甚至更加重要。

国际金融高度一体化标准、政策一体化标准和通货膨胀率相似标准同前三个标准一样，仍然是按单一标准来考察最适度通货区的。实际上，经济高度开放性标准是从货币流通手段职能来考察最适度通货区的；国际金融高度一体化标准则又从货币的支付手段职能来考察最适度通货区；政策一体化标准却把货币视作一种政策工具；而通货膨胀率相似性标准则立足以货币的价值由货币的数量决定这一货币数量论之上。尽管上述各项标准都片面地理解了货币的职能和本质，但我们也应承认：所有这些标准，每一个或多或少都反映了国际经济形势的客观变化。生产要素高度流动和经济高度开放标准无疑反映了国际经济高度依存的事实；国际金融高度一体化则是诞生于 60 年代大量短期投机性资金对固定汇率的冲击之中；通货膨胀率相似性标准显然是 1968 年后奔腾式通货膨胀的产物；而政策一体化标准则反映了国家垄断资本主义对国际经济关系的巨大影响。因此，我们在否认它们各自成为最适度通货区唯一标准的同时，承认它们的结合将有助于说明最适度通货区。例如：用国际货币基金组织发表的 1970—1980 年的统计数据考察实行货币同盟的欧洲经济共同体和未实行货币同盟的东盟，可以发现上述 6 项标准中，没有一项标准能单独完满地同时说明为什么欧洲经济共同体实行货币同盟而东盟却不实行，但若把这 6 项标准综合起来，就能同时较完满地说明之。因此，只有把这 6 项标准综合起来，才能对区域性货币一体化作出较完满的解释。进一步说，某一地区只有基本具备或大部分具备了上述各项标准的国家，才可能或才适宜实行货币同盟。

第三节货币同盟的演进及欧洲货币体系

一、货币同盟的演变

货币区和货币集团的第一个阶段是从 1960—1968 年。从历史上看，判断货币区是否存在的主要标准有两条，一是有关国家的汇率制度，二是有关国家的主要储备资产的形式。按照这两条标准，在国际货币基金组织范围内，1960—1968 年实际上继承了 50 年代就已存在的三个跛行的货币区。第一个是较正式的英镑区。英镑区内各成员国储备资产的形式主要是英镑，各国的货币也钉住英镑。但是英镑本身却又钉往美元，所以，英镑区是一个破行的货币区。1967 年爆发了英镑危机，意味着英镑区实际上崩溃了。只是由于 1968 年“巴塞尔协议”对英镑区国家持有的全部英镑储备给予了美元价值的担保，才使英镑区在名义上存在下来。第二个是由西欧各国组成的不太正式的黄金集团，黄金集团各成员国的主要储备资产是黄金。1957—1967 年，成员国黄

金储备的增长额占到全部储备资产增长额的 3/4 强，而外汇储备的增长还不到 1/4。但是，黄金集团各国的货币又同美元保持着固定比价，所以，它也是一个跛行的货币区。到了 1967 年，前联邦德国同美国达成一项协议，规定前联邦德国不再用手中的美元向美国兑换黄金，而美国则继续保持对前联邦德国的军事支持。这个协议表明，前联邦德国为了获得美国的军事支持而被迫退出了黄金集团。1968 年，美国实行黄金双价制，黄金集团各国兑换美国黄金的可能性遭到严重削弱。1967—1971 年 8 月，各成员国的黄金储备反而减少了 8.6 亿美元，外汇储备则猛增了 71.93 亿美元。美国一前联邦德国协议和黄金双价制标志着黄金集团走上逐步解体的道路。除了英镑区和黄金集团外，还存在另一个跛行的货币区——法郎区。由于法郎区不太重要，这里从略。

货币区和货币集团的第二阶段是从 1969 年到现在，这个阶段是货币区分化和重组的阶段，表现在：黄金集团迅速解体而代之以西欧货币的联合浮动乃至发展到欧洲货币体系，英镑区从名存实亡发展到名实俱亡，英国自己也部分地参加了欧洲货币体系；不少发展中国家的区域合作组织纷纷出现。

货币区的演变，首先是本位制演变的结果。从历史上看，任何一种主要的储备货币，必然有其一定的活动领域，这个领域就是一个以该种储备货币为中心的货币区或货币集团。因此，60 年代末和 70 年代初以来货币区的分化和重组同信用储备货币多样化基本保持着一致，同黄金和英镑的国际货币作用的变化也保持着一致。货币区和货币集团的演变又是区域经济一体化的产物。现代国际货币和收支问题，在很大程度上是由于法律上各自独立而经济上又相互依赖的各国所采取的政策不同，以及政策目标的优先次序不同，而引起的目标及手段的不和谐而产生的。为了在上述问题上减少矛盾和冲突，就要求在各国政府间建立较为固定的协作关系。但是这个过程不可能在世界所有国家中步调一致地进行，因此，更紧密的政治和经济合作便在彼此高度依赖的区域范围内首先开始。

二、欧洲货币体系

1.从联合浮动到欧洲货币体系（1972—1979）

在区域货币合作上，最令人瞩目的演进是西欧各国的货币合作。1971 年布雷顿森林体系瓦解之际，欧洲经济共同体有关国家为了减少世界货币金融不稳定对区内经济的不利影响，同时也是为了实现西欧经济一体化的整体目标，于 1972 年开始实行货币汇率的联合浮动。所谓联合浮动，是指参与国货币相互之间保持可调整的钉住汇率，即相互之间保持稳定的汇率，而对外则实行集体浮动汇率。按当时的规定，参与联合浮动的西欧 6 国，其货币汇率的波动不超过当时公布的美元平价的上下各 1.125%，这样一来，6 国货币汇率便在基金组织当时规定的上下各 2.25%幅度内形成一个小幅度，实行集体浮动，犹如“隧道中的蛇”，故又被称为蛇形浮动。

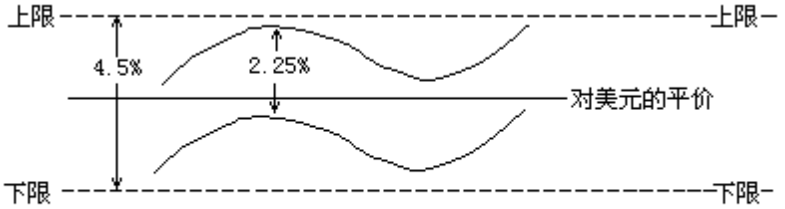


图7-1 欧洲货币的联合（蛇形）浮动

1973 年布雷顿森林体系崩溃后，西欧各国货币与美元脱钩，基金组织规定的 4.5%的幅度也不复存在，但西欧货币的蛇形浮动依然存在，不同之处在于其对美元的平价被实际上的对马克和以后的对欧洲货币单位的平价所取代，4.5%的幅度（隧道）瓦解了，“蛇”走出了隧道。西欧各国继续维持蛇形浮动的意图在于抵制汇率波动的不利影响，促进区域内商品和资本的流动。但蛇形浮动极易受美元汇率波动的冲击。为了强化联合浮动，西欧各国于 1979 年 3 月将联合浮动发展成了欧洲货币体系（EuropeanMonetarysystem）。

2.欧洲货币体系的主要内容

（1）欧洲货币单位（EuropeanCurrencyUnit）

欧洲货币单位，类似于特别提款权，由欧共体成员国中的 10 种货币组成，每种货币按该国在欧共体内部贸易中所占的比重和国民生产总值确定一个权数，然后计算出欧洲货币单位的价值。以这种方式计算出来的欧洲货币单位具有价值比较稳定这一特点。由于德国在欧共体中的实力最强，因此，马克在欧洲货币单位中所占的最大，1984 年时，马克的比重占 32.3%，其它货币所占的比重都在 20%以下。根据这样一个权数结构，马克汇率的上升或下降，对欧洲货币单位的升降往往具有决定性影响。这一点是研究欧洲货币体系时必须牢记的。

欧洲货币单位的主要作用有三种；①确定成员国货币汇率的依据，各参与国的货币与欧洲货币单位保持固定的比价，然后再据此套算出同其它成员国货币的比价：②进行汇率干预的手段；③用于官方之间的清算和信贷手段。

（2）稳定的汇率体系

欧洲货币体系实行稳定的汇率体系。参与国都使自己的货币同欧洲货币单位保持某一水平的（可调整的）固定比价，称为中心汇率，并据此套算出各参与国相互之间的货币比价，比价允许波动的幅度是中心汇率的上下各 2.25%，意大利里拉为上下各 6%；英镑于 1990 年 9 月才正式加入欧洲货币体系的汇率体系，其允许波动的幅度也是中心汇率上下各 6%。在汇率体系中，欧洲货币单位是中心，当成员国货币与欧洲货币单位的偏离达到一定程度时，就要进行干预。为了确定干预的时间，欧洲货币体系确定了一套偏离界限指标，当偏离达到偏离界限时，就进行干预。凡在欧洲货币单位中所占权数越多的货币，其允许的偏离界限就越小；反之，则相对越大。在欧洲货币体系成立之初，马克的偏离界限仅为±1.1325%，而丹麦克朗和爱尔兰镑的偏离界限则分别为±1.635%和±1.665%。实施这套偏离界限指标的意图是，主要货币的汇率应该相对稳定，才能有助于整个汇率体系的稳定。当偏离界限无法通过外汇市场干预和其它相关的调节政策加以维持时，就对整个平价体系作出调整。截止 1992 年 9 月为止，欧洲货币体系

表 7-1 欧洲货币体系的中心汇率网

货币名称	对欧洲货币单位的中心汇率(单位 ECU 折合的各国货币数)	
	1979 年 3 月 19 日	1990 年 1 月 31 日
比利时法郎	39.46	42.67
卢森堡法郎	39.46	42.67
丹麦克朗	7.09	7.89
德国马克	2.51	2.04
荷兰盾	2.72	2.30
法国法郎	5.80	6.93
希腊德拉克马	-	190.90
爱尔兰镑	0.66	0.77
意大利里拉	1148.15	1515.00
葡萄牙埃斯库多	-	179.10
西班牙比塞塔	-	131.80
英国英镑*	-	0.72

说明：英镑汇率是指英镑正式加入欧洲货币体系汇率机制前的参考汇率。

资料来源：1979 年数据来自英国《金融时报》1979 年 3 月 19 日，1990 年数据来自普林斯顿大学《国际金融系列论文》1990 年第 178 号，“转向欧洲货币联盟”，第 17 页。

的中心汇率和平价体系已调整了 21 次。1992 年 9 月中旬，里拉机英镑甚至“暂时”退出了中心汇率体系，而变成了独立浮动的货币。

（3）欧洲货币共同基金

为了保证欧洲货币体系的运转；欧洲货币体系还设立了欧洲货币共同基金，各参与国缴纳各自黄金外汇储备的 20%作为共同基金的资金来源，并以此作为发行欧洲货币单位的准备。由于各国储备的变动以及美元和黄金价格的变动，欧洲货币共同基金每隔一段时间便要重新确定其金额。欧洲货币共同基金的主要作用是干预汇率和向成员国提供相应的贷款，以稳定外汇市场，渡过暂时性的国际收支困难。

3.德洛尔报告和《马斯特里赫特条约》

欧洲货币体系对欧洲经济共同体的一体化建设确实起到了很大的促进作用。到过欧洲的人都知道，西欧各国的经济依存性已相当深，边界也变得越来越模糊，穿越边界上下班的人车水马龙。货币汇率的稳定不仅是宏观经济稳定的需要，也是人们日常生活的需要。为进一步加强各国经济的一体化，欧共体首脑们于 1991 年 12 月在荷兰小镇马斯特里赫特（Maastricht）就欧共体政治、经济和货币同盟的进一步强化达成了一个协议，称为《马斯特里赫特条约》（MaastrichtTreaty，以下简称“马约”）。这是欧洲货币史上的一个重要事件，也是国际货币体系发展演变史上的一个重要事件。

《马约》是在德洛尔报告的基础上形成的。1989 年，欧共体发表了“经济与货币同盟研究委员会报告”，简称“德洛尔报告”（Delors’Report）。该报告在列举了经济和货币联盟（EMU）将给共同体带来的好处后，建议采取渐进和平行的办法使欧共体各国的货币更加一体化。具体来讲，该报告提出了如下设想和建议：（1）货币一体化将给欧共体各国带来更多的好处；（2）

为达到货币联盟，必须建立一套新的货币管理制度和机构，以取代分散的各国中央银行各行其事的做法；（3）达到货币联盟的条件之一是各国在经济上的差异要缩小；（4）一种新的统一的货币能减少不确定性和交易成本，从而能增加货币一体化的潜在好处。在“德洛尔报告”发表后，欧共体于 1990 年又发表了一份背景报告，声称经济和货币联盟能使欧共体的实际国民生产总值增加 10%，其中，0.5%来自于交易成本的下降，其余来自于货币的更大稳定和汇率风险的消除。“德洛尔报告”的起草者为欧共体 12 国的中央银行总裁，该报告于 1989 年稍后时期在欧共体马德里会议上获得通过，从而为以后的《马约》奠定了理论上和文件上的准备。

《马约》关于货币联盟的最终要求是在欧共体建立一个负责制定和执行欧共体货币政策的欧洲中央银行并发行统一的货币。为实现上述目标，《马约》要求分三步走，第一阶段，从 1990 年 7 月 1 日到 1993 年底，主要任务是实现所有成员国加入欧洲货币体系的汇率机制；实现资本的自由流动，协调各成员国的经济政策；建立相应的监督机制。第二阶段从 1994 年 1 月 1 日到 1997 年，进一步实现各国宏观经济政策的协调；建立独立的欧洲货币管理体系，称为“欧洲中央银行体系”（EuropeanSystemofCentralBanks，ES-CB），作为欧洲中央银行的前身；各国货币汇率的波动要在原有的基础上（上下 2.25%，意大利、西班牙和英国的幅度为上下 6%）进一步缩小并趋于固定。第三阶段从 1997—1999 年 1 月 1 日之间开始，其目标是在这段时间内最终建立统一的欧洲货币和独立的欧洲中央银行。在 1996 年底的时候，由欧共体理事会对各国的经济状况按加入第三阶段的条件进行一次评估。如果至少有 7 个（不包括英国）国家达标，并且当时欧共体的情况允许，则这些达标的国家将首先进入阶段三，其余国家则等到以后条件成熟时再加入。如果到 1997 年 12 月 31 日，达标的国家仍少于 7 个，或者欧共体理事会认为于 1997 年实施阶段三不合宜，则改为于 1999 年 1 月 1 日起将已达标的国家先进入阶段三，其余国家待以后条件成熟时再加入。这就是说，到 1999 年 1 月 1 日，不管有多少国家达标，阶段三都将开始。在阶段三中，将建立独立的欧洲中央银行和发行统一的欧洲货币。进入阶段三的条件是：（1）通货膨胀率不能高于欧共体 3 个最低国家平均水平的 1.5%；（2）政府长期债券的利率不能高于欧共体 3 个通货膨胀最低国家平均水平的 2%；（3）财政赤字占国内生产总值的比重必须小于 3%；（4）公共债务的累计额必须低于国内生产总值的 60%；（5）货币汇率必须维持在欧洲货币体系规定的幅度内，并且至少有两年未发生过贬值；（6）其中央银行的法则法规必须同《马约》规定的欧洲中央银行的法则法规相兼容。

4.欧洲货币一体化的前景

实现《马约》所规定的货币一体化，最关键的是上述 6 项条件。《马约》之所以规定了以渐进的方式来达成货币联盟，主要原因是为了让所有有关国家能有时间让其经济运行逐步向货币联盟的要求靠拢。根据《马约》的要求，我们可以对欧洲货币一体化的前景及实现《马约》的前景作一个大概的估计。表 73 列出了欧共体 12 个国家在 1990 年时与《马约》要求之间的差距。从表中可以看到：在 1990 年时，达标的国家有 4 个（丹麦、德国、法国、卢森堡）；基本达标（即满足三个条件）的国家有两个（爱尔兰和英国），满足两条标准的国家有两个（比利时和荷兰）；满足一条标准的国家只有西班牙一国；希腊、意大利和葡萄牙四个标准均没有达到。根据《马约》规定，必须至少

有 7 个国家（其中还不包括英国）全部达标，经济与货币联盟才能干 1997 年 1 月 1 日进入阶段三。假定丹麦、德国、法国和卢森堡能在未来的几年中继续维持它们的达标，那么，扣除英国，最有希望达标的另外 3 个国家自然是爱尔兰、比利时和荷兰，因为它们在 1990 年时已经达到了三个或两个标准。然而，从表中的数据看，爱尔兰和比利时的公共债务与国内生产总值的比重实在太高，很难指望它们在 1996 年以前把这个比例降到《马约》所要求的 60%。如果要在 1996 年达到 60%这个比例，那么，从 1992 年起，爱尔兰的名义国内生产总值年均增长率要比其公共债务年均增长率高 9.1%；而比利时的名义国内生产总值年均增长率要比其公共债务的年均增长率高 11.1%。如果在未来的几年中，通货膨胀率不变，公共债务的增长为零，那么，爱尔兰的实际国内生产总值的年均增长率须达到 5.8%,而比利时须达到 7.6%，才能在 1996 年时把公共债务与国内生产总值的比重降到 60%。这似乎是不可能的。另一种可能就是将进入阶段三的时间推迟到 1999 年 1 月 1 日，这样，爱尔兰的名义（实际）国内生产总值的年均增长率只要达到 6.5%（3.2%），而比利时的名义（实际）国内生产总值的年均增长率只要达到 7.9%（4.5%），它们就能满足进入阶段三的债务要求。

意大利代表团曾在马斯特里赫特会议上提出一个所谓“动态解释”方案，即在 1996 年欧共体首脑会议评估各国是否达标时,以动态趋势取代静态水平来评估各国是否有条件进入阶段三。所谓动态趋势，是指各项指标的变化趋势是否多年来一直朝向《马约》规定的绝对值标准。如果是朝向这个标准，就有资格进入阶段三。意大利的“动态解释”方案已被《马约》所采纳。

根据上述分析归纳，大致可以说，在 1997 年初，进入欧洲经济与货币一体化的最关键阶段一阶段三的可能性不大,但于 1999 年 1 月 1 日进入阶段三的可能性则较大。因为到 1999 年 1 月 1 日，达标的国家有可能达到 7 个，再说，即使达不到 7 个，根据《马约》的“动态解释”方案，也有可能使有资格进入阶段三的国家人为地扩大到 7 个。最后，根据《马约》规定，即使达标或有资格进入阶段三的国家不到 7 个，只要其它条件允许，欧共体中已达标的和有资格进入阶段三的国家也将率先进入阶段三。这就是所谓“平行主义”或“两种速度的欧洲”的构想。这里需要指出的是：在阶段三中，将建立一个独立的欧洲中央银行和发行统一的欧洲货币，但《马约》并没有就具体的时间表作出明确规定。

表 7-2《马约》规定的进入阶段三的指标及合成员国实际经济状况与这些指标的差异（1990 年，括号内数字表示差异）

	通货膨胀率	长期债券利率	财政赤字占国内生产总值的比重	公共债务占国内生产总值的比重
比利时	3.4	10.1	5.5(2.5)	130.2(70.2)
丹麦	2.6	11.0	1.6	58.9
德国	2.7	8.9	2.5	41.2
希腊	20.4(16.3)	n.a	20.2(17.2)	81.6(21.6)
西班牙	6.7(2.6)	14.7(3.1)	4.0(1.0)	
法国	3.4	9.9	1.7	46.5
爱尔兰	3.3	10.1	2.3	115.2(55.2)
意大利	6.5(2.4)	13.4(1.8)	10.7(7.7)	101.1(41.1)
卢森堡	3.7	8.6	-3.3	7.8
荷兰	2.4	9.0	5.3(2.3)	79.3(19.3)
葡萄牙	13.4(9.3)	16.8(5.2)	6.0(3.0)	67.8(7.8)
英国	9.5(5.4)	11.1	0.7	35.8
三个最低国家的平均	2.6	9.6	-	-
《马约》的要求	4.1	11.6	3.0	60.0

说明：通货膨胀率以消费物价上涨率表示。

资料来源：普林斯顿大学《国际金融系列论文》1992 年第 187 号，“通向经济和货币联盟的马斯特里赫斯特之路”，第 22 页。

表 7-3 欧洲货币体系危机发生前夕的德国经济状况（1989 — 1992 年 6 月）

	1989	1990	1991	1992(6)月
贷币供应量的增长率(%)	6.5	13.4	15.7	n.a.
消费物价的上升率(%)	2.8	2.7	3.5	4.5①
财政赤字(亿马克)	36.0	395.5	667.3	n.a.

①与前一年度同期相比。

资料来源，《国际金融统计年鉴》1993 年 6 月号，有关各页

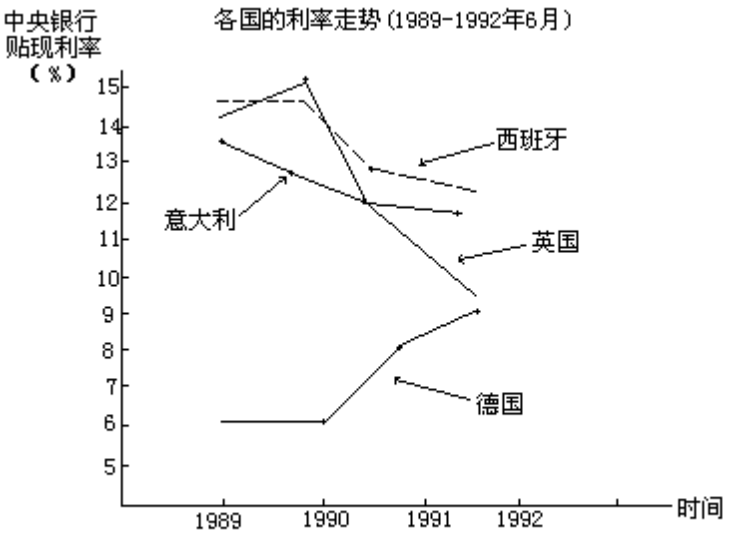


图7-4 欧洲货币体系危机发生前夕各国的利率走势(1989—1992年6月)

说明：英国为货币市场利率

资料来源：《国际金融统计年鉴》1993 年 6 月号，有关各页。

目前，横在欧洲货币一体化进程道路上的主要困难实际上并不是达标问题，而是以数量指标无法衡量的经济和货币政策的协调问题，以及各国是否肯最终交出货币主权的问题。在这个问题上，英国一向持保留态度。1992 年，丹麦就是否接受《马约》举行全民公决时，反对的人竟占多数。后来，在欧共体的“劝说”下，丹麦又重新举行全民公决，才勉强通过。法国的全民公决也是十分勉强地通过了《马市条约》。尽管欧共体国家中，至今为止还没有出现正式拒绝《马约》的国家，但是，1992 年，就在丹麦和法国举行全民公决后不久，欧洲货币体系爆发了有史以来的最大的一次危机。造成这次危机的主要原因，是各国政策的不协调。我们知道，德国在欧洲货币体系中占有举足轻重的地位，德国的政策在很大程度上会影响欧洲货币体系的运行。自 1990 年以来，当时的联邦德国政府为实现两德统一和复兴东德地区的经济，投入了巨额资金，财政赤字和货币发行明显增加（见表 7—4），由此使通货膨胀的压力显著加强。尽管当时德国与西欧其它国家一样，也处在经济萧条之中，失业率很高，经济增长率很低，罢工浪潮迭起。但德国政府历来把通货膨胀作为头号敌人，因此，德国的物价一直十分稳定。从有据可查的 1960 年起，除受两次世界石油提价的冲击外，当时联邦德国的通货膨胀率在大多数年份一真保持在 3%以下。这一点，是德国与法国、英国、意大利等其它西欧国家的差别之处。为了压制通货膨胀的压力，德国政府不顾其它国家的强烈反对，于 1991 年起开始调高中央银行的贴现率，经过几次调整，贴现率从 1990 年底的 6%上调到 1992 年 6 月底的 8.8%,这对其它西欧国家造成很大压力。当时其它西欧国家处于经济萧条之中，各国为刺激本国经济复苏，先后调低利率，结果，资金从其它国家流入德国，马克坚挺。其它国家于是便面临一种选择：若要维持它们的货币与马克和欧洲货币单位的固定比价，从而维持欧洲货币体系的汇率机制，它们就必须调高利率；若要刺激本国经济复苏，它们就必须降低利率，但这将迫使它们的货币对马克贬值。经过一段时期的挣扎、协商、协调干预，英国和意大利终于首先抵挡不住外汇市场的强大压力，不得不于 1992 年 9 月 13 日宣布英镑和里拉“暂时”退出欧洲货币体系的汇率机制，由此酿造欧洲货币体系历史上著名的“九月危

机”。这场危机因德国的高利率的延续而一直延续到 1993 年夏天，西班牙货币比塞塔和法国法郎也先后遭到冲击，不得不“暂时”退出欧洲货币体系的汇率机制或对马克大幅度贬值。这样，欧洲货币体系的汇率机制便处于一种半瓦解的状态。

很多经济学家在分析欧洲走向经济与货币联盟的问题时，都把注意力集中在各国经济发展的差异上。而“九月危机”则告诉我们实现欧洲经济与货币联盟的主要障碍在于各国经济政策目标的差异上，以及交出货币主权、听命于以马克为主导的联盟能带来多少净利益的问题上。欧洲人对经济与货币联盟的心态是复杂的。这一点在几次全民公决中已明显地表现出来。“九月危机”无疑增加了走向经济与货币联盟的困难。但是，若经济与货币实力较强的若干国家能坚定地遵守《马约》的要求，于 1999 年率先进入阶段三，那么，那些未进入阶段三的国家又会被排斥在经济和货币联盟之外，从而蒙受经济上的损失。“九月危机”爆发后不久，德国、荷兰、卢森堡、比利时等国首脑于 1992 年 9 月 25 日在布鲁塞尔召开过一次紧急会议，会上，首脑们明确表示将格守《马约》规定的各项指标，继续坚定地走向欧洲经济与货币联盟。看来，如果有 5、6 个国家（包括德国和法国这两个重要国家）能坚持初衷，更紧密型的欧洲经济与货币联盟是有希望的[①]。

本章思考题

1.货币合作、货币同盟、货币区（通货区）的异同之处是什么？产生的原因是什么？

2.试总结最适度通货区各派理论的异同。

3.欧洲货币体系的主要内容是什么？

4.《马约》的主要内容及欧洲经济与货币联盟的前景是什么？

[①] 如果瑞典、挪威、奥地利以及瑞士、芬兰这 5 国于 1995 年加入欧洲经济共同体，欧洲经济与货币联盟的步伐下一定会放慢，反而可能更顺利。因为这 5 国的有关经济指标距《马约》的要求比某些共同体国家反而更小。仍以 1990 年为例，奥地利已经达标，挪威、芬兰、瑞士除通货膨胀率距《马约》的规定有微小的差异外，其余指标都已达标。详见姜波克、邵洁著“欧洲货币与经济联盟的前景分析”，载《欧洲经济共同体研究》，1994 年第一期，中国欧洲经济共同体学会出版。

第八章国际金融市场

第一节国际金融市场的发展和构成

一、国际全融市场的发展

国际金融市场是指资金国际借贷、不同货币之间相互买卖及其有关活动的领域。所谓金融，其原本的含义是指资金的融通，即资金的借贷和头寸的调剂。在一国范围内的资金融通是国内金融的范畴，当资金融通跨越国界时，便属于国际金融的范畴。

国际金融市场是随着国际贸易的发展、资本输出和生产的国际化而发展起来的。有关国家的政策法令和通讯技术手段的日益现代化也是国际金融市场发展的重要原因。国家纸币取代黄金充当世界货币也是国际金融市场得以迅速发展的原因。

国际贸易的发展要求银行提供相应的国际贸易资金融通（比如出口信贷、进口信贷、票据抵押贷款等等）和有关的中介业务（比如国际结算、资金划拨、外汇买卖、信用证等等）；资本输出和生产的国际化则要求银行和其它金融机构提供全面的金融服务；政府放松资本移动的政策可以促进资金的国际化，优惠的政策可以吸引资金内流，如此等等；而通讯技术的现代化又为国际金融活动提供了必要的管理手段。

在国际金融市场发展的诸多原因中，特别值得分析的是私人对外直接投资的发展、国家纸币作用的国际化、以及有关国家的政策法令。

1.对外直接投资与国际金融市场的发展

银行是国际金融业务的主要载体，国际金融市场的发展可以用银行国际化的进程来描述。私人对外直接投资的发展就是跨国公司的发展，它所导致的资本国际运动包含三种基本形式：（1）从跨国公司的母国流向国外；（2）从国外流向母国；（3）在其它国家之间对流。这三种形式的资本运动，不仅数量大，而且地区范围广，往往涉及好几个国家好几种货币，这就需要相应的国际银行业务来为之服务。下面，分几个方面来讨论跨国公司与银行国际化的关系。

（1）对外直接投资增长与银行海外分支行资产增长的一致性

我们以美国的情况来分析。从表 8-1 可看出，1950 年到 1966 年期间（外国在美国的情况稍后几年），美国对外私人直接投资和外国对美私人直接投资增长率超过了分支行数目的增长率。而

表 8-1 美国在外国及外国在美国的直接投资与海外分支行数目的相互关系表

年份	美国在外国		年份	外国在美国	
	私人对外直接投资(亿美元)	海外分行数(家)		私人对美国直接投资(亿美元)	在美分支行数(家)
1950 年	118 亿	95	1950 年	34 亿	10
1966 年	520 亿	221	1972 年	148 亿	26
1977 年	1488 亿	738	1977 年	341 亿	88

资料来源：《国际银行业务动态》 1980 年英文版。

1966—1977 年间，情况正好相反，分支行的增长超过了私人对外直接投资。这正好说明：海外分支的增长是随着对外直接投资的增长而发展起来的，跨

国公司的发展导致银行国际业务的发展。这就是所谓“跟随顾客法则”。美国是海外金融扩张的主力，美国商业银行海外分支行资产增长的趋势也说明了这一点。1967 年以前，美国商业银行海外分支行资产总额的增长比较慢，1957 年到 1967 年的 10 年间,从 60 亿美元增长到 153 亿美元,共增加了 1.55 倍，慢于私人对外直接投资的增长。而 1967 年到 1977 年的 10 年间，从 153 亿美元增长到 2589 亿美元，增加了近 16 倍。

（2）对外直接投资与海外分支行地理分布的一致性。

1977 年，美国私人对外直接投资总额为 1488 亿美元，其中，分布在西欧的达 606 亿美元，占 40.7%，在拉美的达 277 亿美元，占 18.6%。而 1978 年 6 月底美国海外分支行资产总额中，48.8%在西欧，23.5%在拉美。再考察 1958—1975 年美国对外直接与海外分支行机构地理分布情况,除加勒比地区因境外美元业务而有较多分支机构外，两者基本也是一致状况。考察其它国家，情况也大致如此。正如《银行家》杂志 1982 年 2 月号指出：美国有较多的银行在拉美和西欧，英国有较多的银行在英联邦。地理分布状况的一致性，正是“跟随顾客法则”的具体体现。

（3）对外直接投资与国际银行业资金来源和运用的密切关系

对外直接投资的发展形成了大量跨国公司，跨国公司是国际银行业的主要顾客，对此，可以从两个角度来分析，首先，从资产负债业务来讲，跨国公司和国际银行业具有十分密切的联系。从跨国公司的角度讲，为了维持生产的正常进行和在竞争中立于不败之地，需要获得短期资金以融通生产和贸易，需要获得长期资金以更新设备和对外扩张，这就需要国际银行业的支持，尤其需要本国跨国银行的支持。另外，跨国公司也需要经常将手头的盈余投入短期市场追逐利润，而国际银行业正好为此提供了有利条件。从银行角度讲，也十分欢迎跨国公司这样的大主顾，因为它们信誉好，对它们贷款十分安全。以 1975 年为例，国际银行业为跨国公司发放的中短期贷款达 2850 亿美元之巨。再从中间业务角度讲，跨国公司遍布全球的销售业务，跨国公司的子公司之间，各跨国公司相互之间的资金调动，都需要银行的国际业务来为之服务。据称，在私人对外直接投资方面，美国跨国公司海外子公司得自美国输出的资本和在当地筹措的资本（包括银行借款，利润再投资，通过银行发行债券等）之比是 1：3—4[①]。外国在美国的子公司情形也大致如此。就是说，美国跨国公司海外子公司的直接投资中有 75—80%要依靠国际银行业的资产负债业务或中间业务来取得。即便是剩下的 20—25%，也需要银行的国际中间业务进行资金的国际转移。

以上我们从三个不同的角度分析了对外直接投资和银行国际化的关系，数理统计分析有时比逻辑推理更具有说服力。现仍以美国为例来分析私人对外直接投资，出口贸易额与海外分支行资产额之间的相关系数。根据 1966—1975 年 10 年的数据，运用线性回归法，得美国对外直接投资与海外分支行资产增长额之间的相关系数为 0.98。而出口贸易与海外分支行资产增长之间的相关系数仅为 0.9。这就说明，尽管出口贸易对银行国际化有巨大的促进作用，但其作用不如对外直接投资来得大。0.98 的相关系数表明对外直接投资与海外分支行资产增长额之间存在着近乎 100%的正强相关系数。按统计学的角度，海外分支行资产完全受对外直接投资所影响。《西欧经济共同体

[①] 同表 8—1。

各国银行制度和货币政策》一书作者维克多·摩根等人对银行国际化和对外直接投资的关系作了如下的表述：银行建立遍及世界范围的分支机构是“由于国际贸易的迅速发展；更由于在许多不同国家中经营各种生产的大厂商日趋重要，这样做也就越来越受人们的欢迎。这些跨国的厂商并不是什么新东西；……但这些厂商经营规模如此之大，发展如此之快，都是新现象。在石油、汽车、化工、计算机及其它领域，生产被极少数几家巨型跨国厂商控制的情况日益增多。这些厂商不仅需要世界规模的那种传统的银行服务，而且需要银行对国际金融、外汇管制以及诸如此类的问题，提供老练的意见。

表 8-2 私人直接投资额、出口贸易额与
海外分支行的资产额

单位：亿美元

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
海外分支行资产额	124	153	228	353	465	598	782	1219	1519	1765
私人对外直接投资额	518	565	620	682	755	830	905	1037	1188	1332
出口贸易值	304	316	347	380	432	442	498	714	986	1081

资料来源：出口贸易值来自《国际金融统计年鉴》1982 年，其它两项数字来自《国际银行业务动态》1980 年版。

2.国家纸币的世界货币作用与国际金融市场的发展

货币经营是国际金融业务的主要内容。借款、贷款、外币买卖、国际结算等等活动，无一不涉及到货币。第二次世界大战后的布雷顿森林体系规定了美元的国际作用，美元等同黄金，以至取代黄金在全世界范围内发挥世界货币的职能，促进了经营货币业的国际金融市场的发展。首先，纸币提供了充足的世界货币的来源。其次，纸币流通加速了各国经济的货币化，从而为世界经济的货币化和国际金融市场的发展准备了前提。第三，纸币便利资金的国际移动，使国际结算、国际借贷的成本下降。第四，纸币的使用为电子划拨、电子转帐、电子取款等现代手段的采用提供了条件。最后，多种纸币的使用活跃了外汇市场，从而促进了整个国际金融市场的发展。

3.管制政策与国际金融市场的发展

国际金融市场发展的另一个主要原因是政策性的。50 年代末期起，西欧各国开始陆续放松货币兑换管制和资本移动管制，从而使资金的国际移动开始活跃起来。与此同时，英国为了维持伦敦的国际金融中心地位，制定一系列优惠政策以吸引境外货币来伦敦进行交易；在 60 年代和 70 年代，其它一些西欧国家，中东和加勒比海地区的一些国家以及香港地区和新加坡，也纷纷以优惠政策吸引境外货币来本地进行交易，从而在这些国家和地区形成了从事境外货币交易的中心。由于美国银行是国际金融市场的主体，美元是主要的世界货币，因此，美国的政策对国际金融市场的形成和发展尤为重要。1963 年美国政府实行 Q 项条例。规定银行对储蓄和定期存款支付利息的最高限额，由于这项措施不适用于境外银行，这就鼓励了许多美国银行在国外金融中心（如伦敦）建立分支机构，逃避 Q 项条例的约束，这也给国际金融市场的发展提供了资金来源。另外由于美国政府长期来限制美国银行在国内的地理经营范围，这就在某种程度上限制了银行的多样化经营。随着客户走向国际，商业银行也跟踪而至。这样，不仅能获得较大的市场，扩大经营，而且还能使资金来源和运用多样化，从而分散了风险。这一点，可以从美国 13 家大跨国银行资产收益率的标准差要小于纯粹国内银行资产收益率的标准差

的统计事实中得到证明。统计结果表明：从事国际经营的银行比单纯从事国内经营的银行更能分散风险的可能为 99%，前者的收益远比后者稳定。关于银行国际业务的风险问题，南开大学的陈荫仿教授曾有过精辟的论述：“国际银行业务的风险是不是是比国内银行业务的风险大呢？实践证明除了极个别的例子外，一般并不如此。以美国跨国银行为例，据报道，1971—1975 年 7 家美国最大银行在国际银行业务方面的损失只是国内损失的 1/3，甚至在 1975 和 1976 年各种损失剧烈增多时，国际银行业务损失依然大大低于国内损失。反之，从事国际银行业务的跨国银行都获得丰厚的利润。国际银行业务损失较少而获利较多的一个重要原因，就是业务经营的多样化，把风险分散了。……这方面，跨国银行要比纯国内银行有更大的灵活性和选择性。”[①]

由于风险分散，收益增长就更稳定。下面是一张美国银行国内外资产收益率比较表。

表 8-3 美国商业银行海内外资产收益率比较（百比分）

年份	1970	1971	1972	1973	1974	1975
美国所有保过险的商业银行资产收益率	0.86	0.79	0.75	0.79	0.69	0.66
美国商业银行海外分支行资产收益率	0.17	0.36	0.35	0.34	0.34	0.64

资料来源：同表 8-1 。

根据表中数据，海外分支行的资产收益率低于国内资产收益率。怎样解释这个现象呢？作进一步的分析可以证明：这个现象同资本追求利润的原理并不矛盾。银行由于进入了国际市场，其资产负债大幅度增加。美国跨国银行现在的资产对资本之比一般已达 30 倍左右。由于资产总额的大幅度增加，尤其是海外资产的大幅度增加，利润总额也大幅度增加。据门德尔森估计，1977 年国际长期资本市场提供给银行的收入达 40—50 亿美元。再以美国 13 家最大的商业银行为例作进一步分析，情况会更明了。在 1970 年，这 13 家银行全部资产额为 1652.8 亿美元，其中海外资产占 20%，到 1975 年，资产总额增加到 3394.43 亿美元，其中，海外资产增加了 2.65 倍，占总资产的比重上升到 35.9%，而国内资产仅增加了 0.65 倍。换言之，5 年间新增的资产共 1746.62 亿美元，其中有一半以上来自海外。营业额的扩大，自然导致利润总额的激增。1975 年 13 家银行的收益几乎有一半来自海外。以收益增加的速度来看，国内收益 5 年间只增加了 4%，而海外收益则增加了 368%，后者是前者的 92 倍。

二、国际金融市场的构成

国际金融市场的构成内容可以依据不同的标准进行分类。通常，从时间上区分，期限在一年或一年以下的资金融通业务划入货币市场（MoneyMarket）的范畴，而期限在一年以上的业务则划入中长期资本市场（CapitalMarket）的范畴。从货币和授受者的身份来讲，把非居民的境外货币（非存贷发生地所在国的货币）存贷业务划入离岸金融市场（OffshoreFinancialMarket）的范畴，把非居民的境内货币（存贷发生地所在国的货币）存贷业务和居民的境外货币存贷业务划入在岸金融市场

[①] 《南开经济研究所季刊》1982 年第 1 期。

（ForeignFinancialMarket）的范畴。通常所指的欧洲货币（Euro-currency）市场，主要是指离岸金融市场。由此可见，离岸金融市场是指非居民的境外货币存贷市场。

1.国际货币市场

国际货币市场的主要业务包括银行短期信贷、短期证券及票据贴现市场。由于资本主义各国的传统和习惯不同，短期信贷的中介机构及其地位和作用也不同。在美国，短期货币市场以银行短期信贷和短期债券为主，商业银行占有重要地位。而在伦敦，短期货币市场以贴现业务为主，贴现行占有重要地位。一般来说，国际货币市场的中介机脆括商业银行、票据承兑行、贴现行、证券交易商和证券经纪人。

（1）短期信贷市场

这是银行对客户提供一年或一年以内短期贷款的市场，目的在于解决临时性的资金需要和头寸的调剂。贷款的期限最短为一天，最长为一年，也可三天、一周、一月、三月、半年等等。利率以伦敦银行同业折放率（LondonInter-bankOfferedRate，Libor）为基准，交易通常以批发形式进行，少则几十万英镑，多则几百万英镑，交易简便，不需担保和抵押，完全凭信誉和电话电传进行。

（2）短期证券市场

这是国际间进行短期证券交易的场所，期限不超过一年。交易对象有短期国库券（TreasuryBills），可转让的银行定期存单（TransferableCertificateofDeposit，CDs），银行承兑汇票（Bank AcceptanceBills）和商业承兑汇票（CommercialBils）。

国库券是西方各国财政部为筹集季节性资金需要或进行短期经济和金融调控而发放的短期债券，期限一般为 3 个月或半年，利率视情况而定，通常以票面金额打折扣的方式和拍卖（Auction）的方式推销。

银行存单是存户在银行的定期存款凭证，可以转让和流通。60 年代初，美国开始发行这种存单，定额为 100 万美元或 100 万美元以上，最少也有 50 万美元；英国于 60 年代末发行这种存单，金额从 5 万到 50 万英镑不等。存单的利率与伦敦银行同业拆放利率大致相同，到期后可向发行银行提取本息。

银行承兑汇票和商业承兑汇票都是一种信用支付工具，前者由银行承兑，后者由商号或个人承兑，承兑后可“背书”转让，到期可持票向付款人取款。由于银行信誉较高，银行承兑汇票比商业承兑汇票的流动性要强。

（3）贴现市场

这是对未到期票据按贴现方式进行融资的场所。贴现是指将未到期的信用票据打个折扣，按贴现率扣除从贴现日到到期日的利息后向贴现行（DiscountHouses）换取现金的一种方式。贴现交易使持票人提前取得票据到期时的金额（扣除支付给贴现行的利息），而贴现行则向要求贴现的持票人提供了信贷。贴现业务是货币市场资金融通的一种重要方式。贴现的票据主要有国库券、银行债券、公司债券、银行承兑票据和商业承兑票据。贴现率一般略高于银行利率。经贴现后的票据，贴现行或从事贴现的银行可以用它们向中央银行要求再贴现（Rediscount）。中央银行利用这种再贴现业务来调节信用、调节利率、进而调控宏观金融。

2.国际资本市场

资本市场是指一年以上的中长期借贷市场。市场参与者有银行、公司、证券商及政府机构。资本市场的主要业务有两大类：银行贷款和证券交易。

（1）信贷市场

信贷市场是政府机构（包括国际经济组织）和跨国银行向客户提供中长期资金融通的市场。政府贷款的基本特征是期限长、利率低、附有一定的条件。政府贷款的期限最长的可达 30 年，利息最低的可低到零。附加条件一般有限制贷款的使用范围，规定贷款只能用于购买授贷国的商品，规定受贷国必须在经济政策或外交政策方面作出某此承诺或调整。因此，政府贷款属于一种约束性贷款。

银行贷款一般是一种无约束的贷款，贷款利率视市场行情和借款人的信誉而定。对于数额比较巨大的贷款，银行一般采用联合贷款或辛迪加贷款的方式进行以分散风险。所谓联合贷款或辛迪加贷款（SyndicateLoans），是指几家甚至十几家银行共同向某一客户提供贷款，由一家银行做牵头行，若干家银行做管理行，其余银行做参与行。牵头行通常也是管理行，收取牵头费和管理费，并与其它管理行一起承担贷款的管理工作，辛迪加贷款在 80 年代上半期因债务危机而一度下降，但自 1986 年起走出低谷，其规模在以后的几年里得到迅速增长（见表 8—4）。

表 8-4 新发放的中期辛迪加贷款

单位：亿美元

	1985	1986	1987	1988
新的辛迪加中期贷款额	396	486	794	1,159

资料来源：经合组织（OECD）《金融市场趋势》1988 年 11 月号和 1989 年 5 月号。

（2）证券市场

证券市场主要由债券业务构成。债券发行人可以是政府机构、国际组织，也可以是企业、公司或银行。大多数债券的发行都由银行或证券商作为中介，承销债券的发行。债券发行作为一种直接融资的方式在 80 年代上半期曾迅速发展。但随着债券融资成本的相对上升和许多在欧洲债券市场上涉足不深的公司纷纷进入国际银行业，债券市场从 1987 年起开始徘徊（见表 8-5）。

表 8-5 国际长期债券发行额（1985 — 1988）

单位：亿美元

	1985	1986	1987	1988
直接债券	948	1,415	1,213	1,617
浮息债券	587	512	130	219
股权联系债券	113	269	430	350
合计	1,648	2,196	1,773	2,186

资料来源：同表 8-4 。

以上简要介绍了国际货币市场和国际资本市场的构成。无论是货币市场还是资本市场，都含有在岸业务市场和离岸业务市场这两种内容，前者称为外国市场，后者主要为欧洲货币市场。在这里，“欧洲货币”是一个特定的名称，它用来指境外货币，因此，欧洲货币市场既包括短期货币市场，又包括长期资本市场。比如：外国债券是指由一国政府、企业、公司、银行或其它金融机构以。及国际组织，在另一国的债券市场上以该国货币为面值所发行的债

券。这种债券的发行人属于一个国家，而债券面值和债券发行地点则同属于另一个国家。例如：英国的机构在美国的债券市场上，以美元为面值发行的债券，就称为外国债券。一国的机构在外国债券市场上发行债券，其目的是要在该市场所在国筹措该国的货币资金，但必须经发行地的金融当局批准，受其影响，并遵守该国的法律和规章制度。欧洲债券是指一国政府或企业在另一国的债券市场上，以第三国的货币为面值所发行的债券。这种债券的发行人、发行地以及债券面值货币分属三个不同的国家。例如，英国的机构在美国的债券市场上发行以日元为面值的债券，这种债券就是欧洲债券。发行欧洲债券，由于是以第三国货币进行的，因此，受发行地金融当局的管制较少。

3.外汇市场

外汇市场是从事外汇买卖的场所，它的参与者由买卖货币的所有机构和个人组成，主要包括中央银行、商业银行、外汇经纪人、经营外汇的公司等。外汇市场交易包括即期交易、远期交易、期货交易、期权交易。据估计，伦敦是世界外汇贸易的最大中心，1984 年的日交量近 490 亿美元，占世界外汇交易总额的 1/3。全世界外汇交易年交易额是世界贸易额的 10 多倍。纽约、苏黎世、法兰克福、东京、香港、新加坡等是世界重要的外汇市场所在地。随着电子通讯技术的发展，外汇买卖越来越多地通过传真和电话来进行，交易主要发生在银行之间，因此，外汇市场实际上主要是银行之间的货币买卖市场。外汇交易的绝大多数是投机活动，利用异地异时微小的汇率差异，进行赢利性交易。通过电子手段，全世界各大时区的外汇市场已紧密地联系在一起，24 小时不间断地运作。伦敦是世界最大的外汇交易中心，大多数银行都从事外汇买卖。中国银行伦敦分行也参与外汇交易。英镑的汇率由英国中央银行英格兰银行通过其管理的英国财政部外汇平准基金进行管理。英格兰银行一般通过商业银行进行外汇市场干预，自己不公开出面，如要出面，它通常给经纪人指示一个汇率，经纪人会按这汇率做一定数量的交易。这对远期市场的干预是很有限的。英格兰银行也代表它的客户——政府部门、中央银行、其它国外货币机构从事外汇交易。

美国的外汇市场是多样化和复杂化的。美国的黄金和外汇储备由外汇平准基金控制，外汇平准基金由美国财政部拥有，财政部长法律上负责稳定美元的汇价。联邦储备系统在外汇市场上进行调节性操作，但它不能长时间脱离财政部。美国约有 1.4 万家银行，只有 1%活跃于外汇市场，银行的外汇活动不受管制，但受联储及州银行部门的监督。外汇市场的官方干预由纽约联邦储备银行处理。联储的干预可以直接以自己名义，或通过商业银行中介。联邦储备局还为往来中央银行买卖外汇。这样的操作往往同外国中央银行在它们的国内市场的操作同时进行，以帮助它们干预。

前联邦德国银行系统约有 6000 家银行,只有约 100 家在外汇市场上是活跃的，以最大三家为主：德意志银行、德累斯顿银行和商业银行。德国没有类似的外汇平准基金，由德意志联邦银行掌管国家外汇与黄金储备。一般外汇市场不受外汇管制，银行能自由交易外币。

前联邦德国外汇市场有两个部分：每日官方“定价”和常规市场。每日汇率确定是由官方任命的担任主席的经纪人在下午 12 时 45 分在法兰克福宣布的，这位责任经纪人收到从法兰克福交易所、以及柏林、杜斯多夫、汉堡和慕尼黑等交易所发来的订单，在这基础上确定汇率。如果订单不平衡、便

变动汇率，直至平衡，或者由德意志联邦银行干预，吸收或供应其差额。

法国外汇市场主要由 15 家大银行组成，还有一些国内和国际的经纪人。汇率每天在巴黎交易所确定，经过拍买系统定下价格。如有必要，法兰西银行会出面干预定价。

法国的黄金和外汇储备由外汇平准基金掌管，由财政部控制，但外汇市场的逐日操作由法兰西银行管理。法国多年来主张黄金作为国际货币资产，80 年代初有 8.185 万盎司黄金储备，至 1992 年底依旧未变。法国在传统上实行保护法郎，有较严的外汇管制。但法国银行可以做美元/马克或美元/英镑的交易。事实上，这种交叉交易量要比法郎交易量大得多。

法郎的货币市场要受外汇管制。向非居民贷出法郎是禁止的，这可以切断向欧洲法郎市场供应资金，防止投机者借入法郎再抛出。这限制了使巴黎成为重要的国际外汇交易中心。

4.国际租赁市场

所谓租赁，是指出租人提供不具法律所有权的资产使用权的一种安排。许多制造企业不仅出售设备，还从事日常租赁。银行也大量从事租赁，租赁实际上是一种资金融通技术。当租赁跨越国界时，便成了国际间资金融通的一种方式。它使承租人不必购买短期或季节性需要使用的设备，从而变相为企业提供了资金融通。从另一意义上讲，租赁费用一般是分阶段（比如每月一次或每半年一次）支付的，这等于出租人向承租人提供了信贷。国际租赁的形式是多种多样的，主要有操作租赁（OperatingLeases），金融租赁（FinancialLeases），货币加成租赁（Money-Over-MoneyLeases），减税租赁（TaxCreditLeases），杠杆租赁（LeveragedLeases）和双重租赁（DoubleLeases）。自 70 年代以来，国际租赁业务发展十分迅速。租赁物小到办公用品，大到商用飞机，包罗万象。美国、英国和德国是世界上主要的租赁市场所在地，租赁公司大部分由银行经营或控制。据估计，70 年代末和 80 年代初时，美国公司使用的耐用设备中有 30%采用租赁设备，英国所有资本开支的 15—20%是通过租赁来实现资金融通的[①]。

国际金融市场除包括短期货币市场、中长期资本市场、外汇市场和租赁市场外，还包括黄金市场。虽然国际货币基金组织在 1976 年时已开始了黄金非货币化的过程，但由于黄金同货币的传统联系以及人们的传统观念，黄金市场还是被广泛地看作是金融市场的一个组成部分。另外，按交易者及其交易货币的国别属性，国际金融市场还包括欧洲货币市场。由于黄金市场和欧洲货币市场的内容较多，我们将分别在第二节和第三节中单独加以介绍。

三、国际金融市场的新发展

自 70 年代起，国际金融市场的发展出现了一些新特点。

1.国际金融市场的发展与世界贸易的流向及世界经济的发展不同步、不一致

国际金融市场的发展与世界贸易的流向及世界经济的发展不同步不一致可以从几个方面来加以证实。从发展速度上讲，国际金融市场和银行国际贷款的增长远远快于世界贸易的增长（见图 8-1）。银行国际贷款的规模从 1977 年的约 7，000 亿美元增加到 1992 年的 70，000 多亿美元，而同期内世界贸易（以出口衡量）从约 10，000 亿美元仅增加到 30，000 多亿美元。从地区

[①] 关于国际租赁，详见陈建梁《国际融资技术与金融市场》第 9 章，复旦大学出版社，1991 年。

流向看，一大

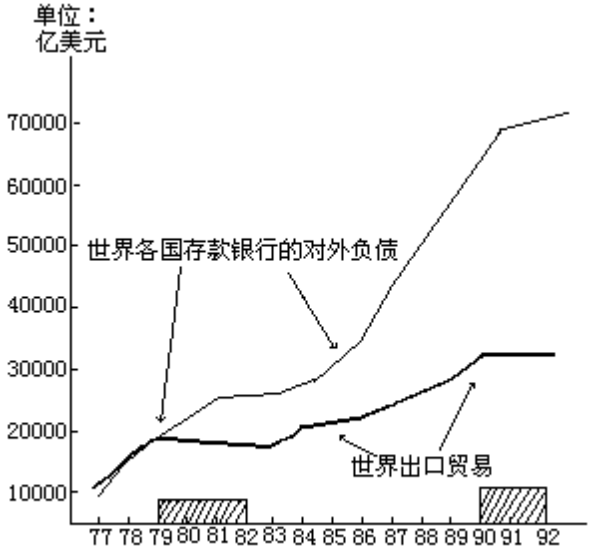


图8-1 国际金融市场发展趋势和规模

注：阴条年份（1979—1982 和 1990—1993）表示世界经济不景气的年份。

资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计年鉴》1992 年第 60 页和第 109 页。

批离岸金融中心出现在经济和贸易都不太发达的国家和地区。据国际货币基金组织资料，分布在巴哈马、巴拿马、巴林、开曼群岛、智利、香港、以色列、韩国、黎巴嫩、荷属安的列斯、菲律宾、沙特阿拉伯、新加坡、阿联酋、台湾以及泰国等地的金融市场，对外资产和对外负债的规模在 1991 年底时已分别达 14，861 亿美元和 14，233 亿美元[①]。从周期波动上看，从 1977——1992 年的 15 年期间，世界出口贸易在 1981—1983 年连续三年下降，而在 1984 年，1985 年和 1986 年则呈现徘徊趋向，但以银行对外贷款或对外负债衡量的国际金融市场规模在上述两个时期却未受影响，保持了持续高速增长的势头。再比如，从 1977—1992 年期间，主要发达资本主义国家的经济出现了两次周期性的衰退，第一次在 1979—1982 年阶段，第二次在 1990—1993 年阶段，工业生产呈现不同程度的停滞甚至下降，但国际金融市场的规模却并没有因此而出现相同的情况（如图 8-1）。总之，国际金融市场的发展不再完全依赖世界贸易的流向和速度，也同主要发达国家的经济周期相离散。

2.国际金融创新和表外业务迅速增长

金融创新和表外业务（FinanciallnnovationsandOff-balanceSheetActivities）的增长是 70 年代以来国际金融市场的一大特点。金融创新是指资金融通和金融中介的技术以及工具的创新，还指金融服务的品种的创新。表外业务是指银行资产负债业务以外的中介业务，这些业务不被作为银行的资产或负债而记入资产负债表，故称表外业务。金融创新和表外业务一方面减少了银行的风险，拓展了银行的经营范围、推动了国际银行业的不断发展，另一方面又使国际金融市场的各个构成部分相互交叉，彼此间的界限变得模糊，联系变得紧密。

票据发行便利（NoteIssuanceFacility）是 70 年代出现的一种金融创

---

① 《国际金融统计》1993 年 2 月号，第 32 页和 33 页。

新。它是指借款人以自己的名义发行短期票据（或债券），期限一般为 3—6 个月，到期可以循环。而包销银行承诺购买借款人不能出售的那部分票据余额或承担备用信贷责任，承诺期一般可长达 5—7 年。这种新的金融品种就使得短期货币市场与中长期资本市场的业务紧密地结合起来了。

表 8-6 发展中国家债务的市场价格①

单位：折扣率 国家名称

挂牌时间 / 国家名称	86/8/18	87/2/20	87/7/13	88/4/4	89/4/13
阿根廷	66.5	65.0	47.0	28.0	16.8
玻利维亚	6.0	9.0	10.0	11.0	11.5
巴西	74.0	69.0	57.0	49.5	37.5
智利	66.0	68.0	68.0	58.0	58.9
哥伦比亚	84.0	86.0	81.0	65.0	缺
厄瓜多尔	65.0	64.0	45.0	31.5	缺
象牙海岸	75.0	77.0	60.0	30.0	缺
墨西哥	57.0	57.0	54.0	51.0	42.9
摩洛哥	70.0	69.0	65.5	50.0	缺
菲律宾	66.0	70.5	68.0	51.0	47.0

①不打折扣为 100.0。

资料来源：摘引自陈彪如、马之駉、姜波克等编《国际金融学》第 11 章，表 11-2，西南财经出版社 1993 年。

货币互换是 70 年代以来的又一种金融创新。货币互换有时也可称贷款互换（MoneySwap）。交易双方筹借不同币种的贷款所需支付的成本不同，为使双方获利，同意在期初交换两种不同货币的一定数额，经过一段时期后，再根据预先规定的条件支付利息和交换回本金。货币互换由此涉及到货币市场（或资本市场）交易以及外汇市场交易这样两种交易。

债务——股权转换（Debt-EquitySwap）也是 70 年以来因发展中国家的债务危机而出现的一种金融创新。它是指将所欠银行债务转换成股权的一种行为。与此相类似的还有将所欠银行债务转换成债券在二级债券市场上公开拍卖。在将发展中国家所欠的银行债务转换成股权或债券时，通常会打一个很大的折扣（见表 8-6）。通过债务一股权转换，欠债的发展中国家减少了债务，贷款银行减轻了资金负担。通过债务—债券的转换，欠债国又获得了新的资金融通，贷款银行则同样减轻了资金负担。债务转换由此把存贷市场与证券市场连结了起来。

3.筹资证券化

筹资证券化在 80 年代上半期有比较大的发展，其过程在 1986 年达到高峰后开始转入疲软。引起 80 年上半期筹资证券化的一个重要原因是发展中国家拖欠银行国家贷款现象的严重，这不仅削弱了跨国银行进一步发行新的国际贷款的能力，也严重动摇了它们的信誉。这样，一方面使得许多有信誉的公司和国家转向证券市场，通过直接在证券市场上发行债券来筹资，另一方面使得许多银行开始在二级证券市场上出售自己对发展中国家的债权，形成债务一债券的转换。国际银行业在筹资证券化的过程中起了积极的作用。它们或者直接购买某些债券，或者负责某些债券的承销。国际资本市场上的证

券融资，在 1986 年高峰时达到 2388 亿美元[①]，其后开始下降，但有大银行支持的证券发行却不见削弱。

第二节世界黄金市场

自从美国实行黄金双价制以后，世界私人黄金市场开始发展起来并在最近几年成熟了。当黄金价格被货币当局控制时，黄金市场只起分配机制的作用。从 1968 年 3 月 15 日双重黄金市场建立以来，市场力量才真正地起作用，黄金在国际货币体系中所起的关键性作用逐渐消失，一个以黄金作为一种资产的全球市场逐渐形成了。这个市场上的黄金价格高度不稳定，曾经从 1980 年 1 月的最高点每盎司 850 美元跌至 1985 年 2 月的每盎司 285 美元。自此，金价在每盎司 330 美元上下波动。

一、黄金市场的结构和工具

黄金市场可以分为实物黄金市场和期货期权市场两部分。前者买卖金条、金块和金币，后者买卖对黄金的要求权。两个市场由套利活动紧密联系在一起，期货期权的价格归根结底是由实物黄金市场上供求关系的变化决定的。

1.实物黄金市场的结构和工具

实物黄金主要以金条和金块的形式进行买卖，官方或民间铸造的金币、金质奖章、珠宝首饰也在市场上买卖。金条（Bullion）的形式有两种，纯度为 80%的砂金和经提炼纯度为 99.5—99.9%的条状黄金。金条市场是黄金批发商（生产商、提炼商、中央银行）同小投资者及其它需求者之间的联系纽带。实物黄金市场基本上是即期市场，为套期保值而作的远期交易是它的补充。交易在室内或场内进行，价格一般由买卖双方决定（但在金价定盘时，代理们一起商定一个价格）。市场参与者由三部分组成，黄金交易商在市场上买入或卖出黄金，经纪人从中牵线搭桥，赚取佣金和差价，以便结清他们的头寸，银行为这些活动融通资金。

与金融工具相比，投资和持有黄金有两个缺陷，即巨额的贮藏和安全费用，以及待有黄金不能带来利息。因此，许多持有大量黄金的机构想通过暂时转让所有权来更好地利用黄金的经济价值。一种方法是在即期市场上售出黄金，然后在未来的某个时候在同一市场上购回，由于金价波动不定，这种方法风险较大。另一种方法是在卖出即期的同时买入远期进行套期保值交易，该方法可以保护免受回购前价格上升的影响。这些方法的缺点是必须转让黄金的所有权，而黄金持有者，尤其是中央银行，希望在不转让所有权的前提下利用他们的黄金。于是，从 80 年代中期以来黄金贷款市场发展起来了。黄金贷款的贷方可以获得一笔利息（利率通常比普通贷款低），借方可以得到黄金，然后按预约的期限（一般是 4—6 年，有 1—2 年的宽限期）把实物黄金还给贷方。另外，有一种短期黄金贷款市场，黄金交易商有时为了轧平买卖之间的时间差，也向银行借黄金。

一些黄金的巨额持有者，由于他们直接进入即期市场会对价格产生负效应，就选择了黄金互换（GoldSwaps）这样一种交易方式。黄金互换交易是指黄金持有者把金条转让给交易商，换取货币，在互换协议期满时（一般为 12

[①] 陈建梁：《国际融资技术与金融市场》第 19 页，复旦大学出版社，1991 年。

—13 个月）按约定的远期价格购回黄金。前苏联和南非储备银行尤其喜欢采用这种交易方式。黄金互换交易与在卖出即期黄金的同时购入远期的交易方式在净效应上是相似的，区别是前者为两方交易，可以不通过交易商，因而对市场无直接影响。黄金互换交易亦指交易商之间不同成色或不同地点的黄金互换，它可以减少交易成本，满足不同客户的需要和不同市场的要求。

2.黄金期货期权市场

黄金期货期权交易大多出于授机或保值目的，很少有实物黄金的实际过户。例如，在 1986 年，纽约商品交易所（COMEX）买卖了 8，400，000 笔（每笔 100 盎司）的黄金期贷合同，但是只有 1.2%的黄金实际转手。下面介绍几种主要的黄金期货期权工具。

黄金期货交易是指在合同规定的那个月的某个时间承诺交割或者接受和购买特定数额的黄金。期货合同由相关的交易所制定，其价格由竞价达成。期货买卖者可以做一个在同一个月交割的相反交易停止（或放弃）期货。指令经纪人冲销原来的合同。没有被任何一方清算的合同被称为处于未清算（Open）状态，这些合同的总和叫做未清算权益（Openlnterest）。市场参与者把未清算权益看作市场状况的指示器。

黄金期权交易是指期权购买者在协议价格（或实施价格）上买卖实物黄金或黄金期货合同的权利。与期货合同不一样，期权是指实施的权利，而不是执行的义务。买入期权（CallOption）的购买者有权从期权签发人处购得黄金，而卖出期权（PutOption）的持有者有权售出黄金。最近期权方面的创新有两种。一种叫做平均期权（AverageOption），它指在期权的有效期内，当平均价格高于（低于）买入期权（卖出期权）的协议价格时，期权购买者将得到一笔补偿；另一种叫做回顾期权（Look—BackOption），它把合同有效期内出现的最优价格作为协议价格，即买入期权的最低价或卖出期权的最高价。

黄金担保（GoldWarrants）通常是一种黄金期权交易，尤其是买入期权交易。它由黄金存贷担保，通常跟采金企业发行的股票或债券有关。

黄金交易工具的创新还有黄金杠杆合同（GoldLeverage Contracts）、黄金券（GoldCertificate）、黄金存单（DepositoryOr-ders）等等。

二、黄金市场的供给和需求

理论上，黄金市场的每年供给应等于需求，但实际上难以估计成交量，更不用说供给量。因此，分析家只估计每年新黄金供给以及黄金存量构成的主要变动。传统上，每年新黄金供给被看作是西方国家黄金产量与非市场经济国家净销售之和。80 年代，新黄金供给稳定增长，估计 1985—1991 年间每年平均供给量为 1，822 吨。其中，南非占 33%，前苏联占 15%，美国占 10.3%。如果加上年均 407 吨从金币和首饰回炉的黄金（Goldscrap），那么私人部门的净黄金供给在 1985—1991 年间每年平均为 2175 吨。其中，2026 吨被黄金加工行业吸收，其余 149 吨为私人贮藏。黄金的工业用途主要是在电子、牙医、首饰、金牌奖章、金币的制造业等行业。1985—1991 年，首饰用金占工业用金的比重达 78%。意大利拥有世界上最大的黄金加工业，1991 年占世界工业用金总量的 17%强。这种市场净供给和净需求的分类经常被用来预测市场价格的变化。但是，这种分类方法忽略了一些因素，特别是私人囤积与出售和净官方转移，而这两个因素对日常交易有明显影响。如果加上这两个因素,那么 1985—1991 年平均每年的市场供给和需求量为 2530 吨(见

图 8—2）。

图8-2 金条的供给和需求（1968—1991年）

资料来源：《黄金》（《Gold》）。

在 1800 年，世界上的黄金存量只有 4200 吨，到 1968 年底，黄金存量上升到大约 70，000 吨，其中 52%属于官方金融机构。到 1991 年底，估计世界累计黄金产量超过 100，000 吨，其中 1/3 仍为中央银行和其它官方机构持有，总存量是当年新黄金产量的 60 倍。大多数官方的黄金存放在美国，外国和国际金融机构把大约 10,000 吨黄金存放在纽约联邦储备银行。美国的 8147 吨黄金储备贮存在肯塔基州的诺克思堡（FortKnox）和纽约州的西点（WestPoint）。若按每盎司 350 美元的市场价格计算，官方黄金持有总额约值 4000 亿美元,但是大约一半的金融机构以远低于市场价格的官价计算他们持有黄金的价值。尽管黄金在国际货币体系中的作用有所下降，黄金储备仍然是国际储备的重要组成部分。在 1991 年底，以市价计算的黄金储备占中央银行储备总额的 28%，1980 年曾达到 58%的高峰。

表 8-7 世界黄金存量分布

单位：公吨

黄金持有量		占总量的比重（百分比）
各国中央银行持有量	29,226	27.2
发达国家	24,690	
发展中国家	4,536	
其他官方机构持有量	6,330	5.9
前苏联黄金储备	290	0.3
首饰用金	33,740	31.4
私人部门存量	25,360	23.6
工业用金及损耗	12,595	11.7
总计	107,541	100.0

资料来源：《CPM 集团》（CMP Gruoup）1990 年年报《国际金融统计》1993 年 2 月。见表 8-8 注。

三、金条金块市场及其价格决定机制

伦敦是传统的黄金市场。它由罗斯柴尔德父子公司（Roth-schild＆sons)、莫卡特公司(Mocatta＆Goldsmid)、赛缪尔蒙塔古公司(SamuelMontagu＆Co.）、梅斯威斯派克（MaseWestpac）和夏普斯庇克斯利公司

（SharpsPixley）五大金行组成。伦敦黄金市场曾经由于二战爆发在 1939 年关闭，直到 1954 年才重新开放。布雷顿森林体系建立后，英格兰银行代理南非储备银行，按每盎司 35 美元的官价在市场上买卖黄金。1960 年 10 月第一次美元危机爆发后，金价猛涨至每盎司 45.50 美元，为平抑金价，西方七国与美国达成建立“黄金总库”的协议，英格兰银行代表总库买卖黄金，使金价维持在每盎司 35 美元。1968 年抢购黄金特大风潮爆发后，伦敦黄金市场于 3 月 15 日被迫关闭，黄金双价制因此出笼，英格兰银行不再干预金价定盘。为了吸引美国的投资者，伦敦黄金市场建立了一个以美元标价的下午定价定盘（AfternoonFixing）。

伦敦黄金市场有 14 个交易商,是所有世界黄金交易市场中交易商最多的一个。自 1986 年起，英格兰银行开始监督市场，1987 年成立的伦敦黄金市场公会（LBMA）与它一起管理。LBMA 的现货委员会（PhysicalCommittee）规定“合格交货”的金条纯度为 99.5%，重量为 400 盎司，交货与支付必须在两个工作日内完成。伦敦市场的正式营业时间是周一至周五的 9：00—17：00，但交易商通常在 7：15—19：15 之间进行非正式交易。

很大比例的伦敦市场成交量（大约每天 100—200 吨）以金价定盘标价。每天上午 10：30 和下午 3：30，五大金行的代表在罗斯柴尔德父子公司的定盘会议室举行秘密会议，会议由罗斯柴尔德的代表主持，并由他开价，所有参加者通过电话与自己的交易行联系，以获知本公司在该价格上是买进还是卖出，他们把决定与主席交流。主席会轧平头寸并变动价格，直到各方都满意（以放下各自桌上的英国国旗为号）。然后，最终确定的价格作为当天的金价定盘公布出去（见图 8-3）。

尽管瑞士本身没有黄金供给，由于它提供了特殊的银行制度和辅助性的黄金交易服务体系，为黄金买卖创造了一个既自由又保密的环境，因此，瑞士在世界实物黄金交易中保持了独特的优势。瑞士 3 大银行——瑞士信贷银行（CreditSuisse）、瑞士联合银行（UnionBankofSwitzerland）和瑞士银行（SwissBankCorpora-tion）组成了苏黎士黄金总库（ZurichGoldPool）。在伦敦黄金市场暂时关闭期间，总库同南非协商将以前运往伦敦的黄金直接运往苏黎士。这项协议建立在三个基础上：（1）他们通过伦敦购买南非黄金已有好多年了；（2）他们保证交易的机密性；（3）他们报出的最低价为每盎司 40 美元。图 8-4 表明瑞士不仅成了世界上新黄金的最大中转站，也成了目前（1993 年）世界最大的私人新黄金的存贮中心，1991 年底瑞士黄金存量为 3406.1 吨。瑞士年均黄金进口量占世界新黄金供应量的 60%，其中年均 15%的进口量留在瑞士国内，这表明每年大约 9%的世界新黄金供应量流入了瑞士的金库。而英国在 1960—1990 年间的年均黄金净进口量（进口量与出口量之差）只占年均进口量的 0.6%。从 1968 年起，苏黎士成为实物黄金的主要中转站，苏黎士黄金总库取得了南非和前苏联在世界市场上买卖黄金的代理权（1989 年合计有 970 吨黄金是两国通过总库售出的）。

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300520_0286_1.bmp}

资料来源：世界黄金理事会（WorldGoldCouncil）。

苏黎士黄金总库的成员在市场上占统治地位，不管在提供新黄金方面，还是在冶炼黄金方面。当然，许多小银行也冶炼、运输黄金，充当生产者与投资者之间的经纪人。大多数苏黎士签发的合同要求实际交割，金融机构也为投资者提供黄金存贮服务。苏黎士市场对金条规格（成色和重量）的要求

与伦敦市场相同，这使苏黎士的金条可以用伦敦市场价格标价，反过来也一样。交货和支付必须在两个工作日内完成。苏黎士黄金市场的营业时间是：周一至周五的 9：30—12：00 和 14：00—16：00。

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300520_0287_1.bmp}

资料来源：瑞士联邦统计局，《AnnuarieStatistiquedelaSuisse》。

苏黎士黄金市场没有正式的组织机构。除黄金总库成员以外，交易商可以独立地讨价还价。合同一般以美元标价，也可以用其它货币，假如另有要求的话。黄金总库建立在 3 大银行的非正式协商基础上，不受政府管辖，它作为交易商联合与清算系统的混合体在市场上起中介作用。苏黎士市场无金价定盘制度。银行的个别头寸是不公开的，联合清算系统对银行的不计名头寸进行加总，并每天按这些头寸的变动设定一个价格。这个联合定价被当作苏黎士黄金的官方价格。官对总库的成员具有约束力，也给市场上的其它银行起了指导作用。

苏黎士黄金市场的黄金出口目的地主要是意大利的首饰加工业和欧洲其它黄金加工中心，以及中东、远东。1989 年，苏黎士市场对上述 3 个目的地分别供给了 360 吨、200 吨和 350 吨黄金。

虽然大部分世界新黄金供应量流经瑞士，但这对伦敦作为世界黄金定价中心的地位没有太大的影响。因为虽然瑞士的黄金进出口流量是世界最大的，但黄金市场交易规模不如伦敦。世界上主要黄金交易商的账户集中在伦敦，以及每天两次的金价定盘制度，促使伦敦黄金价格成为世界黄金市场上最有影响力的价格。几乎所有其它黄金市场，除了以当地价格标价，还以伦敦交易价格（Loco—LondonPrice）标价。

香港黄金市场在 1910 年非正式开业，从 1974 年 1 月政府撤销黄金进口管制后获得迅速发展。目前是远东主要的黄金分销和结算中心。对于中东和远东的交易者来说，当纽约市场已关闭而伦敦和苏黎士市场还没开张时，香港是唯一重要的黄金市场。欧洲市场的开盘价以香港市场收盘价为基础。估计香港 1989 年进口 430 吨黄金，其中 330 吨再出口至周边国家，65 吨为中国大陆的首饰加工业所吸收。中国台湾省是它的主要出口地，1989 年吸收了 240 吨黄金。

香港金银贸易场（ChineseGoldandSilverSociety）是由 195 个固定华人成员组成的交易所，其中包括冶炼和制造标准金条的 33 名成员。香港市场的营业时间是周一至周五的 9：30—12：30 和 14：00—16：00 以及周六的 10：30—12：00，香港是唯一在星期六营业的黄金市场。

香港即期市场买卖有两类合同：香港交易合同（Loco—HongKong）和伦敦交易合同（Loco—London）。两者都是不标明具体交割日的远期合同，交易者可以在不特定的远期日交割。大部分香港交易合同和所有伦敦交易合同都没有实际交割，而是通过对冲交易从中赚取差价。香港交易合同的即期价格以港元/司两为单位（一司两等于 37.429 克，合 1.203370 金衡制盎司），它的金价定盘时间在周一至周五的 11：30，周六提早 1 小时，定盘时停止交易。

纽约黄金市场在 1975 年美国撤销对持有黄金的管制后才发展起来。投资者和投机者注重金市和派生的黄金工具的交易，金条从未成为投资的主要目标。近几年，美国是世界第二大产金国，1990 年和 1991 年分别生产了 294 吨和 300 吨黄金。1991 年，美国的黄金加工业位居世界第四（前三名分别是

意大利、印度和日本）。因此，纽约黄金市场成为采金企业和黄金加工业之间的联系纽带。纽约黄金市场没有正式的组织结构和公开竞价制度，它由进行场外交易的市场交易者组成，买卖没有时间限制。市场上可买卖任意数量的黄金，但是最常见的交易数量是 400 盎司和 100 盎司（纯度皆为 99.9%）的金条。

新加坡黄金市场成立于 1969 年，也没有正式的组织机构和公开竞价制度。新加坡市场是伦敦黄金市场和远东其它国家（尤其是印度尼西亚）之间的转口港。1989 年新加坡进口的 227 吨黄金中，只有约 28 吨用来满足国内需求。最流行的交易标准重是 1000 克（32.15074 盎司）、纯度为 99.9%的金条。所有实物黄金的买卖都以新加坡交易价格（Loco—Singapore）标价。

除上述世界主要实物黄金市场以外，在欧洲大陆、印度、中东、远东、中南美洲等地也有一些小市场，限于篇幅，这里不一一介绍。

四、黄金期货期权市场

从 70 年代早期以来，黄金期货期权市场发展起来了。最早的期货交易合同产生于 1972 年的温尼伯商品交易所（WinnipegCommodityExchdange）。当 1974 年 10 月 31 日美国撤销黄金管制后，美国的 5 大商品交易所（两个在纽约，3 个在芝加哥）开始买卖黄金期货。纽约商品交易所（COMEX）在黄金期货市场上居主导地位（见表 8-8）。黄金期货交易在 1981 年达到顶峰，成交量达 46，000 吨，几乎是当年新黄金供给的 44 倍，但是 1991 年降至 21，000 吨，只有当年新黄金产量的 10 倍。虽然其它国家（包括英国和瑞士），也有黄金期货交易，但是只有少数比较活跃。东京工业品交易所（TOCOM）从 1982 年开始买卖黄金期货，成交量逐年增长。其它比较活跃的期货交易市场是芝加哥商品交易所，中美洲商品交易所和香港期货交易所。

最早的黄金期权合同也产生在温尼伯商品交易所。纽约商品交易所在 1982 年 10 月开创了自己的期权合同，巴西的圣保罗也从事大量的期权交易。纽约商品交易所和圣保罗的期权交易增长很快，成交量从 1984 年的 4460 吨增加到 1989 年的 6790 吨，1991 年为 6198 吨。中美洲商品交易所的期权交易也比较活跃。

1989 年，世界黄金期货期权交易总量为 40836 吨，相当于当年新黄金供给的 21 倍，其中纽约商品交易所占 90%。1991 年成交总量为 31888 吨，纽约商品交易所占 80%。虽然该数目可与伦敦黄金市场的成交量相媲美，但只有不到 1%的黄金进行了实际交割。1991 年底，纽约商品交易所和东京工业品交易所的年末黄金库存只占合同未清算权益的 12%和年成交量的 0.25%。然而，期货期权交易的重要性不在于实物黄金的过户，而在于投机者可以藉此进行大规模买卖。

纽约商品交易所座落在纽约城的世界贸易中心（WorldTradeCenter）。它的营业时间在周一至周五的 9：00—14：30。纽约商品交易所的黄金期货、期权合同都以美元/盎司标价，合同规格为每份 100 盎司（成色 99.5%），合同的最小价格变化（TickSize）为每盎司 0.1 美元或每份合同 10 美元。期货期权合同买卖可以在当月交割，也可以在接下来的两个月内交割，甚至可达 22 个月。月底交割时，必须办理纽约商品交易所栈单的过户手续。

表 8-8 1991 世界黄金期货和期权交易

交易所及 合同规格	交易的 合同数(份)	成交量 (公吨)
纽约商品交易所		25,414.9
期货:份/100 盎司	6,799,917	21,079.7
期权:份/100 盎司	1,398,451	4,355.2
芝加哥商品交易所		20.4
期货:份/1 千克	17,873	17.9
份/100 盎司	825	2.6
中美洲商品交易所		21.3
期货:份/100 盎司	6,785	21.0
份/32.2 盎司	254	0.3
东京工业品交易所		
期货:份/1 千克	4,567,630	4,567.6
圣保罗商品交易所		
期权:份/250 克	7,453,543	1,863.4
总计		31,877.7

注：CPM 为特定资产管理人（CertificatePropertyManager）。

资料来源：《黄金》（《Gold》）1992 年和《CPM 集团》（《CPMGroup》）1992 年。

纽约商品交易所的成员分三种：代理其他成员买卖的场内经纪人；为自己买卖的驻场交易员；为公众买卖的代办行。从 1986 年 11 月起，悉尼期货交易所开始买卖 COMEX 的期货合同，并通过 COMEX 的清算所协会清算，这使黄金期货交易可以昼夜进行。

其它商品交易所是纽约商品交易所的补充，它们的黄金期货期权交易的方式差不多。

黄金期货和期权交易也可以离开交易所进，但是流动性要弱得多。美国的交易商发展了一种场外交易期权（Over—the—CounterOption），它由商品期货代办行作担保。

五、中央银行的黄金操作

黄金市场的互换交易和抵押交易的出现加强了黄金流动性。这两个方法也是中央银行以黄金作为储备获取流动性资产的方法。十国集团的财长在 1974 年 6 月赞成使用黄金作为抵押的安排。1974 年 8 月，意大利从前联邦德国借入 20 亿美元，便用黄金作抵押，可避免黄金以不利价格出售。中央银行为了不转让黄金所有权，它们利用黄金贷款市场获得流动资产。黄金贷款的利率比普通贷款低，估计总共有 30 个中央银行参加了黄金贷款。由于借款人违约的风险，中央银行会面临坏帐的损失。例如，1990 年德雷克斯尔金融服务集团（DrexelBurhamLambertFinancialServicesGroup）倒闭事件，使葡萄牙、南斯拉夫的中央银行分别损失了 1 亿美元和 0.7 亿美元。

黄金互换技术使中央银行可以在短期内获得外汇，不必出售大量黄金，因此不会压低黄金价格。前苏联和南非联邦储备银行在市场上特别活跃。估计前苏联 1990 年上半年用约 300 吨黄金调换外汇。国际清算银行常常从事黄金互换，为中央银行服务。

欧洲货币体系也使用黄金互换技术。这个体系创造了新的国际储备资产

——欧洲货币单位（ECU）。为建立开头的 ECU 的储备，共同体拿出 20%的黄金和美元储备放在欧洲货币基金。这个调拨是采用对 ECU3 个月展期调换的方式。欧洲货币基金通过这种调换媒介而持有大量黄金。这保证了每个中央银行调拨给欧洲货币共同基金的黄金储备仍占 20%。

六、结束语

从 1968 年起，世界黄金市场逐步发展成为完全成熟的全球性市场，并创造了一系列派生金融工具，可以用于套期保值和期权交易。这种发展趋势同其它国际商品和资产市场的金融创新趋势相一致，黄金市场的许多特征也开始演化。

黄金的不可消费性和易分割性，以及大量黄金存货留在市场上，市场参与者对存货变化的敏感性，促使市场交易以最保密的方式进行。然而一笔大买卖不可能对其它市场参与者保密。黄金市场对这个难题的解决可以用伦敦和苏黎士之间的市场功能分割来解释。瑞士 3 大银行组成的黄金总库的巨额黄金售量，使苏黎士成为新黄金供给的最大转口基地。由于伦敦黄金市场清算系统的有效性，它的定价定盘被认为是真正的市场价格。

黄金期货期权交易集中在纽约市场。由于市场的公开性要求，它的市场参与者类型与实物黄金市场有很大区别，一般出于投机目的。尽管期货市场有完善的套期保值措施，然而大部分套期保值是通过远期交易和黄金互换协议进行的。

第三节欧洲货币市场

一、定义和分类

欧洲货币市场是指非居民相互之间以银行为中介在某种货币发行国国境之外从事该种货币借贷的市场，又可称为离岸金融市场。国际金融市场的主体是欧洲货币市场。欧洲货币市场最早发源于 50 年代末的伦敦，后逐步扩散到世界其它许多地方，包括东京、香港和新加坡等亚洲城市，形成众多的离岸金融中心。在亚洲的欧洲货币市场又称亚洲货币市场。在亚洲货币市场交易的美元被称为亚洲美元，马克被称为亚洲马克，如此等等。据国际货币基金组织资料，当今世界上主要的欧洲货币交易中心——即离岸金融中心有 35 个，分布在欧洲、亚洲、中东、美洲等地区，其中，最重要的是伦敦，其它重要的中心还有纽约、东京、香港、法兰克福等。交易货币中，欧洲美元占有绝对高的比重，约在 60%上下，其它币种还有欧洲马克、欧洲日元等等。

欧洲货币市场按其境内业务与境外业务的关系可以分为三种类型。第一种是一体型，即境内金融市场与境外金融市场的业务融为一体。离岸资金可随时转换为在岸资金和国内资金，而在岸资金可随时转换为离岸资金。现以香港为例，一香港居民将一笔美元存入某香港银行属于在岸交易；当该银行将此笔美元转贷给新加坡时，则又属离岸交易。离岸业务与在岸业务之间没有严格的分界，伦敦和香港即属此型。第二种是分离型，即境内业务与境外业务分开，居民的存贷业务与非居民的业务分开。分离型的市场有助于隔绝国际金融市场资金流动对本国货币存量和宏观经济的影响。美国纽约离岸金融市场设立的国际银行业务措施（InternationalBankingFacility—IBF），日本东京离岸金融市场上设立的海外特别帐户，以及新加坡离岸金融市场上设立的亚洲货币帐户，均属此类。第三种是走帐型或簿记型，即这类市场没

有或几乎没有实际的离岸业务交易，而只是起着其它金融市场资金交易的记帐和划帐作用，目的是逃避税收和管制。中美洲和中东的一些离岸金融中心即属此类。

二、经营特点

欧洲货币市场是一种完全国际化的金融市场。由于它经营的是境外货币，因此具有许多与国内金融市场和对外金融市场所不同的经营特点。这些特点可归纳为以下几点：

第一，市场范围广阔。不受地理限制，交易币种繁多，交易规模巨大（通常以批发为主进行交易），竞争激烈。

第二，交易品种繁多，有银行短期贷款，也有中长期贷款；有固定利率贷款，也有浮动利率贷款；有短期证券交易，也有长期证券交易，等等。

第三，同外汇市场交易紧密地联系在一起。

第四，由于是从事非居民的境外货币借贷，所受管制较少。

第五，有自己独特的利率结构，欧洲货币市场的利率体系的基础是伦敦银行同业拆放利率（Londonlnter—BankofferRateLi-bor）。伦敦银行同业拆放利率同各国的利率有一定的联系，但又不完全相同。它除与各国货币市场利率相互影响外，还受欧洲货币市场上供求关系的影响。一般来讲，欧洲货币市场上存贷款的利差比各国国内市场存贷款的利差要小，这主要是因为欧洲货币交易的金额大，税率低，允许小利差，由此吸引了大批客户将资金投放于欧洲货币市场或从欧洲货币市场上借取款项。

第六，手续简便，借款条件灵活。

三、欧洲赁币市场的信用扩张

欧洲货币市场的资金来源最初是政府的外汇（美元）储备。1957 年，因东西方冷战，前苏联政府因害怕美国冻结其在美国的美元储备而将它们调往欧洲。存入伦敦，由此导致了欧洲美元的产生。其后，随着跨国公司的发展和石油输出国组织（OPEC）因两次大幅度提高油价而获得巨额收支盈余，欧洲货币市场的资金来源越益充分。这些进入欧洲货币市场的最初存款，经过银行之间的转碾贷放而使信用得到扩大，银行贷给公司和政府的贷款，若被公司和政府又存回欧洲货币市场，则构成欧洲货币市场派生的资金来源，用其再贷放出去则形成欧洲货币市场派生的信用创造。至于欧洲货币市场的信用倍数究竟有多大，一直是个有争议的问题。比如：长里（G.Carli）算出 1964 年—1970 年欧洲美元市场的乘数在 2.3 至 5.5 之间[①],马金(J.H.Makin)测算出 1964 年至 1970 年期间的欧洲美元市场的短期信用扩张倍数为 10.3，长期倍数为 18.5[①]。据我看来，长里的分析比较切近实际，因为欧洲货币市场漏损（Leakage）较大，波动不定，平均来讲，信用扩张倍数就不会很大。但既使是 2.3—5.5 的倍数，其导致的信用扩张规模及其影响，也已经很可观了。

第四节国际金融市场的影响

[①] G.Carli,“ Eurodollars,APaperPyramid？”, in《BancaNazionaledelLauoroQuar-terlyReview》,Vol.3.1971.P95.

[①] j.H.Makin，DemandandSupplyFunctionsforStocksofEuro-DollarDeposits：AnEmpiricalStudy，”in《TheReviewofEconomicsamdStatistics》，Vol，54，1972，P381。

一、国际全融市场对国际收支调节的影响

国际金融市场对国际收支调节的影响主要表现为跨国银行国际贷款的影响。跨国银行的国际贷款究竟是否有助于各国进行国际收支逆差的有效调节，是研究国际金融市场与国际货币体系相互关系及国际货币改革方向的一个重要内容。这里我们选择 1974—1981 年这段时间为代表，来研究国际贷款对国际收支调节的影响。选择这段时间是出于以下几个原因。第一，1974—1981 年期间，世界经历了两次石油提价、两次全球性的经济衰退，以及两次严重的全球性的国际收支不平衡；第二，这段时期国际贷款的增长速度极其迅速，特别是国际收支贷款（即对主权国家政府而不是对跨国公司或贸易公司的贷款）达到了史无前例的水平；第三，国际贷款对各国国际收支调节的影响需要经过一段时滞（一年或几年），才能显示出来。

国际贷款问题和国际收支调节问题是国际货币体系中的两个重要问题。我们知道，国际贷款同国际收支调节之间存在着依存关系。如果一国能方便地获得国际贷款，那么，在不影响国内经济正常运转的前提下，其平衡国际收支逆差的能力就较强。反之，如果一国很难获得国际贷款，那么，只要发生大量的国际收支逆差，该国为了达到外部均衡，就得马上进行政策调节。因此，从更深一层的含义来讲，充足的国际贷款使一国具有较强的国际收支平衡能力，能使一国获得较充分的时间，以便制定和实施适当的调节政策，减轻调节痛苦。但是，充足的国际贷款，也可以使一国在发生国际收支结构或根本性逆差时，拖延必要的调节。这对于单个国家来讲，或许不失为一种必要的权宜之计，但从整个国际的角度讲，显然不利于国际货币体系的稳定。从表 8-9 可看出：自 1973 年起新的银行国际贷款净额增长迅速。因此，研究银行国际贷款究竟是否能促进各国国际收支的有效调节，可以帮助我们加深认识现行的国际经济关系。

表 8-9 1973 — 1981 年新的银行国际贷款增长净额

（亿美元）

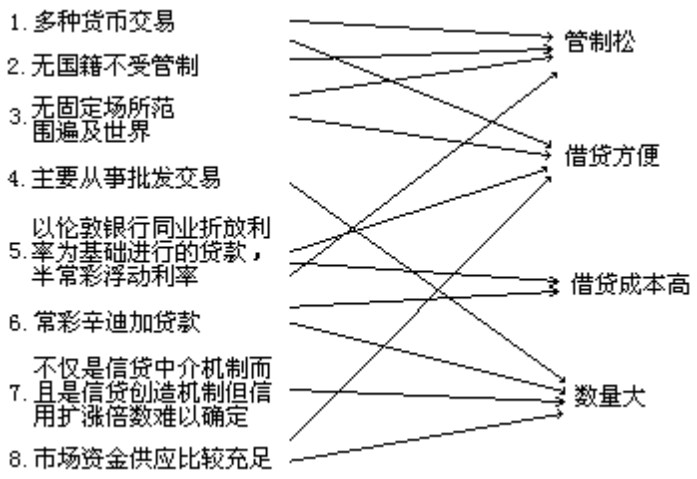
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
新的银行国际贷款增长净额（亿美元）	3300	5000	4000	7000	6800	9000	12500	16000	16500
年增长率(%)	24	29	18	27	21	21	24	25	21

资料来源：国际货币基金组织概览， 1982 年第 33 页。

这里，有必要就几个概念作一说明。第一，国际收支不平衡，是指包括经常帐户和资本帐户在内的国际收支不平衡。第二，国际收支不平衡的纠正，主要有下述三种方法：（1）动用国际清偿力；（2）实行外汇管制和外贸管制；（3）非管制性的其它经济措施，如改变国内货币供应量，汇价调节，经济结构调整，财政调整等等。上述方法中，（1）和（2）都不是严格意义上的调节。因此，我们讲的调节，是指（3）。

讨论银行国际贷款的特点，首先就要涉及到欧洲货币市场的特征（因为欧洲货币市场在银行的国际贷款活动中占据重要地位）。归纳欧洲货币市场有关特征，可列关系如下：

欧洲货币市场特征和欧洲货币市场贷款特点



从上图可以看出，欧洲货币市场的八个有关特征导致欧洲市场贷款（银行国际贷款也大致一样）具有数量大、利率高、借款易、管理难等特点。

银行国际贷款的上述特点，对国际收支的有效调节会产生什么影响呢？

自 1973 年起，不少非石油生产国，尤其是不产石油的发展中国家，都把向国际银行业借款作为平衡国际收支的一种重要方法。产生这种现象的原因，同银行国际贷款的上述特点是密切相关的。1973 年以后，非石油生产国经常帐户巨额赤字的形成，既有价格因素，也有结构原因。但在实际生活中，价格因素和结构原因相互纠缠在一起，你中有我，我中有你，不能分开。因此，单纯运用调节政策来纠正这种巨额的不平衡，显然十分痛苦。尤其是 70 年代各国经济普遍不景气，通过收缩国内经济来达到外部平衡，在政治上和经济上都是不可能的。于是，人们自然指望石油美元的回流。由于石油美元的回流主要是通过国际银行的存放款活动进行的，因此，它对发生国际收支困难的借款国来讲，除了借款成本比较高这一缺点外，在政治上和经济上都比较方便可行，在数额上也不像官方援助那样隔靴搔痒。下面，是根据国外有关材料整理所得的一张银行国际贷款与国际收支调节的关系表（见表 8-10）。

国名	国际收支危机日期	政策(融资与调节的搭配)	后果	结论	按国际贷款对国际收支调节的影响而分类
扎伊尔	75	承诺 IMF 的经济稳定计划，获得支持该项计划的银行债务再按排	国内经济和国际收支恶化	同秘鲁	C
意大利	74 — 76	采取严厉的调节措施，以取得优惠的官方贷款时间近三年	国际收支改善，但国内经济停滞。	官方贷款虽也能改善国际收支,但附加条件太苛刻、增加了调节成本	反例:长期不进入国际银行业市场也会提高调节成本。

资料来源：本杰明·柯恩《跨国银行与国际收支》（英文版）,1983 年。

这张表格告诉我们下列结果：A：银行国际贷款促进有效调节为两例，B：以后逐步降低了调节效率有两例，提高调节成本一例，C：不利调节为 3 例，此外，尚有意大利这一反例，说明长期不进入国际银行市场也会增加调节成本，现将上列结果列表如下：（见表 8-11）

表 8-11 表 8-10 的总结

A:两例	贷款有利调节
B:3 例	↓
C:3 例	贷款不利调节

对表稍加分析就可看出，从整个国际角度来讲，它显然是不利于国际收支的有效调节。第一，B3 例虽然暂时成功地促进了调节，但却降低了以后的调节效率；第二，即便是 A 两例，也可能会因商业借款过多，还本付息负担加重而导致偿债困难。因此，上述两种情况从长期来讲，都是不利于国际收支的有效调节。至于 C，其害处更是不言而喻。

银行的国际贷款对发展中国际收支调节的不利影响更为明显。从跨国银行角度讲，其国际贷款本来就是一种商业性贷款，它必然会尽力地追求高额利润。尤其是从 1973 年以来，随着世界通货膨胀的恶化，国际贷款的利率更是扶摇直上。并且，为了避免通货膨胀而造成损失，跨国银行在发行国际贷款时，还常常采用浮动利率，使贷款利率随物价上涨而节节升高。这样，就使发展中国家的国际借款成本高昂。

在发展中国家方面，自 1973 年起，由于进口物价上涨超过出口物价上涨，又由于发达资本主义国家经济进入滞胀阶段并因此采取了不少保护贸易的措施，使不产石油的发展中国家经常帐户年年出现巨额逆差。不少发展中国家为了平衡收支，被迫向利率高昂的国际银行业借款。在经常帐户持续逆差，借款成本居高不下的情况下，发展中国家陷入了借新债还旧债的困难境地。现在，发展中国家每年借款的一半左右要用来还旧债，其中，利息的支付比重不断上升。1973 年，发展中国家债务偿还中，支付的利息占 30%，偿还的本金占 70%；到 1980 年，支付的利息上升到 40%，偿还的本金下降到

60%。显然，大量利率高昂的国际贷款给发展中国家收支调节增加了沉重的负担。

综上所述，70 年代跨国银行国际贷款的迅速增长及其特点，从长远来讲，对国际收支的调节带来了不利影响，这种不利影响主要表现在：（1）银行国际贷款不利于提高许多国家的国际收支调节效率，拖延了必要的政策调节。（2）银行国际贷款给许多发展中国家的国际收支增加了压力。分析表明：从单个国家来讲，必须提高经济管理效率，将调节政策和贷款适当搭配，这样，才能更好地利用国际贷款。从国际角度讲，必须调整和改革现行的国际经济关系、改变发展中国家在国际货币关系中的不平等地位，并对银行的国际业务活动进行监督和指导，使它们的贷款真正起到帮助发展中国家经济发展的作用。只有这样，才能从根本上有利于各国国际收支的平衡。显然，这是两个困难的任务。但是，在各国经济发展过程中，在国际货币体系的改革过程中，这都是必须正视的问题。

二、国际金融市场发展对各国金融市场一体化的影响

国际金融市场是随着国际贸易的发展、私人对外直投资的发展，以及纸币国际作用的扩大等因素而发展起来的。它的发展反过来又使各国的货币市场和资本市场更紧密地联系在一起。所谓一体化，就是指“若干部分按一定的方式有机地联系在一起。”导致各国金融市场有机地联系在一起的机制就是资金的流动，而衡量各国金融市场一体化程度的标志则是资金的价格-利率。在被管制的金融市场上，由于各管制区内资金供求关系不同，因此，利率水平和走势也必将不同。在取消管制的情况下，由于资金可以自由流动，从而各个金融市场的利率水平和走势将趋于一致。在衡量各国金融市场一体化程度时，利率的趋势比利率的水平更重要。由于各国通货膨胀不同，税率不同，利率的水平因而也不可能完全相同，然而利率变动的趋势则不一样。国际金融市场的发展使资金能在更大的范围内进行配置，当某一国国内金融市场上的资金需求大于供应时，资金将流入（通过国际借款）；当资金需求小于供应时，资金将流出（通过国际贷款），从而，各国金融市场的利率水平变动趋势逐渐一致。

图 8-5 给出了美国、英国、德国和日本货币市场上 3 个月证券的平均利率（已折算成年利率），它描述了这些国家利率水平的走势，从图中可见、美国、英国、德国、日本短期利率走势相当一致，反映了 4 国货币市场上短期资金供求关系的变化趋势大体一致。除了货币市场外，资本市场上中长期资金的供求关系对比更为重要。短期资金具有较大的流动性，而中长期资金则相对稳定，它的利率

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300520_0303_1.bmp}

{ewc MVIMAGE,MVIMAGE, !06300520_0303_2.bmp}

资料来源：图 8-5 和图 8-6 均来自国际货币基金组织《国际金融统计》1992 年年鉴第 4 页和第 713 页。

水平能较准确地反映一国资金供求的基本状况，亦能反映各国金融市场一体化的深度。图 8-6 给出了美、英、德、日 4 国长期资本市场政府长期债券的利率。从图中可见，除美国在 1983—1985 年期间与其它各国出现离散外，其余时期中，4 国政府长期债券利率水平的变动都保持着较一致的趋势。这说明，国际金融市场的发展和资金的国际流动，已使金融市场发达和开放的各国国内金融市场紧密地联系在一起了。可以说，在这些国家中，政府的货币

政策和金融政策自由度已受到国际资金的冲击。没有娴熟的技术、有效的政策工具及其实施机制，以及专业水平高超的管理人员，实施金融开放的风险将是很大的。

三、国际金融市场与发展中国家的债务危机

80 年代初期，爆发了一场世界性的债务危机。所谓债务危机，是指一系列非产油发展中国家无力偿还到期的外债（通常是欠国际银行业的债务），由此不仅导致发展中国家的债信严重下降，而且也使国际银行业陷入了资金危机，严重影响了国际金融业乃至整个国际货币体系的稳定。

1、债务危机的原因

造成债务危机的原因是多种多样的。从根本上讲，第一，旧殖民统治使发展中国家经济结构落后，在此情况下，发展中国家试图通过外债来弥补国内储蓄的不足和资金短缺以发展经济，但却因国内经济结构落后和基础设施不足而不能得到相应的产出。第二，国际市场上的比价体系长期被发达国家所左右。发展中国家因结构落后而以出口农产品、原材料、初级产品为主，这些产品在国际市场上的价格十分低廉，使发展中国家在国际交换中处于不利地位，影响了它们的出口收入。第三，发展中国家因教育水平低下，专业人才不足，加之政局动荡，在国内宏观经济管理和外债管理上常有不当，由此导致外债的使用效益不尽理想。第四，除了这三条根本原因外，石油输出国组织在 1973—1974 年期间和 1979—1981 年期间两次将石油价格大幅度提高，导致非产油发展中国家出现巨额的国际收支逆差，是债务危机的直接导火线（见表 8-12）。石油价格从 1973 年 10 月的每桶 3.01 美元，增至 1974 年 1 月的每桶 11.65 美元，提高了约 3 倍。然后，从 1979 年 1 月份的每桶 14.327 美元提高到 1981 年 10 月的每桶 34 美元。从 1973 年 10 月到 1981 年 10 月的 8 年间，油价上涨了约 11 倍，致使石油输出国组织出现巨额的国际收支盈余（见表 8-7）。这些盈余被存放入国际金融市场，形成所谓的“石油美元”（因为石油一般是以美元标价和交易的）。

表 8-12 出口石油和非产油发展中国家的贸易收支（1973 — 1982）

单位：亿美元

	出口石油的发展中国家	非产油发展中国家
1973	+67.0	-113.0
1974	+683.0	-371.0
1975	+544.5	-375.0
1976	+657.4	-237.4
1977	+608.9	-215.2
1978	+449.9	-311.1
1979	+1150.0	-426.1
1980	+1712.5	-609.5
1981	+1227.1	-701.7
1982	+615.5	-405.5

注：1973 年和 1974 年系指经常帐户收支。

资料来源：《国际金融统计年鉴》1992 年，第 127 页。

2.国际银行业在债务危机形成过程中的作用

除了上述四条原因外，国际银行业对发展中国家贷款的盲目性和商业标准，也助长了债务危机的爆发。第一次石油提价后，大量石油美元流入国际金融市场，国际金融市场资金充裕，各跨国银行纷纷为各自手中的资金寻找出路，于是，非产油发展中国家便成了贷款对象。70 年代银行国际贷款的最大特点是对主权国家贷款。由于往往有政府担保，于是，大量贷款进入非产油发展中国家，形成这些国家对外国私人（银行）的负债（外债）。从表 8-13 中可见，从 1973 年到 1984 年，非产油发展中国家的外债增加了约 5 倍，其中，对外国官方的债务增长了约 4 倍，而对外国私人的债务增长了约 6 倍。据世界银行资料，从 1973 年到 1982 年，私人银行的贷款平均按年 19.4%的速度增长，而官方贷款的年均增长率只有 14.5%。

表 8-13 国际货币基金组织非产油发展中国家的外债及偿债能力

单位：亿美元

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
外债总额	1300	1610	1910	2280	2910	3430	4060	4900	5780	6550	6942	7310
其中:长期外债	1120	1380	1640	1950	2380	2830	3400	3960	4640	5230	5800	6270
欠官方	510	600	700	820	1000	1190	1360	1580	1770	1980	2210	2410
欠私人银行	610	780	950	1150	1380	1640	2040	2390	2870	3250	3590	3850
偿债率(%)①	16	14	16	15	16	19	20	18	22	25	22	22

①偿债率指年还本付息总额与商品和劳务出口收入之比。②外债总额减长期外债等于短期外债。

资料来源：国际货币基金组织《不定期文集》（OccasionalPapers）第 40 期，转引自陈彪如：《国际金融概论》华东师范大学出版社 1988 年第 387 页。

国际银行业贷款的盲目性不仅表现在数量多，而且还表现在地区分布过于集中和贷款归还期分布不当。巴西、委内瑞拉、墨西哥等国家接受银行贷款的速度远远高于表 8-13 所列出的平均速度。并且，由于期限安排不当，许多贷款的还款期过份集中在相同的时期，由此导致许多国家无法在短期内同时归还几笔借款。

衡量一国的外债承受能力和外债偿付能力，可以用一套指标体系来进行。（1）负债率是外债余额与国内生产总值的比率，通常应低于 10%。（2）债务出口比率是外债余额与当年商品与劳务出口收入的比率，通常应低于 100—150%。（3）还本付息与总产值比率是每年还本付息总额与国内生产总值之比。一般不应超过 5%。（4）外债清偿率（又称偿债率）是每年还本付息总额与年商品和劳务出口收入之比，一般不应超过 20%。

以上四个指标中，第一和第二个指标表示一国的外债承受能力，第三和第四个指标表示一国的外债偿还能力。其中，外债清偿率被认为是衡量一国债信和偿付能力的最直接最重要的指标。这个比率的 20%为警戒线，超过 20%，该国的债信和偿还能力就将受到严重怀疑。然而，在 70 年代，国际银行业为牟取利润，常常以，政府担保取代客观分析，不顾某些非产油发展中国家的债信下降，持续地向这些国家提供贷款并附以苛刻的商业条件。据美国摩根信托保证公司资料，到 1983 年，除非产油发展中国家的外债清偿率普遍

突破警戒线外（见表 8-13），某些国家的外债清偿率突破了 100%。其中，已西为 117%，墨西哥为 126%，阿根廷为 153%，委内瑞拉为 101%，波兰为 94%，扎伊尔为 83%，秘鲁为 79%。

除贷款数量过多，地区过份集中，还款期过于集中外，国际银行业在提供商业贷款时还运用了一些新的金融工具和技巧，附以较苛刻的商业条件。突出的表现有两点。第一，浮动利率贷款所占的比重从 70 年代初的 10%上升到 1980 年的 40%，发展中国家的借款成本由此而相对上升，第二，为减少风险，短期贷款的增长快于长期贷款的增长，使债务国不得不借新债还旧债，造成债务使用的短期行为。

3.国际银行业在缓解债务危机中的作用

虽然国际银行业本身助成了债务危机的爆发，但由于债务危机也涉及到银行本身的信誉和稳定，因此，危机爆发后，国际银行业会同国际金融机构和有关国家政府，积极设法缓和债务危机，以维持国际金融业的稳定。国际银行业在缓和债务危机过程中采取的措施主要有：

（1）增加对重债国的贷款，并把这种贷款同国际货币基金组织的条件性（Conditionality）结合起来，使贷款同受贷国的国际收支调节政策和经济稳定政策结合起来。

（2）债务再安排，即对已到期债务重新安排偿还期和宽限期。债务再安排不仅仅是贷款银行与受贷国之间双边的事，而是多边谈判，例如，1981 年和 1983 年，参加债务再安排多边谈判的债务国分别达 13 个和 25 个，重新安排的银行债务总额分别达 45 亿和 521 亿美元。

（3）利用新的金融工具来缓和债务危机，包括债务回购（DebtBuyback），债务转换（DebtSwap），以及债务交换（DebtExchange）。债务回购是指允许一些债务国按一定折扣以现金购回其债务，债务回购常常同债务再安排结合在一起进行。债务转换是指将债务转换成债券或股权加以出售（前面已有论述）。债务交换是指两种或多种不同债务工具的交换。例如，1987 年底，在美国政府和摩根银行的安排下，墨西哥政府以 20 亿美元的现金向美国财政部购买了 100 亿美元、利息为零、期限 20 年的国库券，并将其存入纽约联邦储备银行，作为墨西哥发行 100 亿美元新债券的担保，同时，债权银行再按 50%的折扣，将墨西哥原有的 200 亿美元旧债务转换成新债务，这样，墨西哥仅以 20 亿美元现金换回了 200 亿美元的债务。

总之，国际银行业的行为具有双重性。一方面，其贷款的盲目性和商业性是导致债务危机发生的原因之一；另一方面，它又积极参与了债务危机的缓解，从而为削弱债务危机的负面影响作出了贡献。

四、国际金融市场发展和金融创新带来的风险及国际银行业务的监督—巴塞尔委员会

1.巴塞尔委员会产生的背景

在 60 年代，资本主义国家银行国际化有了迅速发展。迅速发展的银行国际化给传统的银行经营带来了巨大的变化。许多国家的银行越出国界，在国外设立了分支机构或附属机构（见表 8-14）。为逃避各国金融当局的监督和管制，产生了许多境外市场；各跨国银行对外国货币的依赖日益严重；银行的国际竞争日益激烈。所有上述情况，再加上 1973 年布雷顿森林体系固定汇率制度的瓦解，使得银行国际经营的风险增大了。1973 年和 1974 年，国际银行业出现了一系列银行破产事件。继 1973 年美国圣地亚哥国民银行破产

后，跻身于美国最大 20 家银行之列的富兰克林国民银行和前联邦德国赫斯塔特银行于 1974 年又相继破产。此外，瑞士的联合银行，前联邦德国的西德意志土地银行，英国的劳埃德银行，分别发生 1 亿美元左右的亏损[①]。这一系列事件，酿成了二次大战后西方第一次重大的银行危机。这次危机的显著特点就在于它的国际性，这些银行的破产或损失均同其国际交易有关。因此，它引起了国际金融界的严重不安。1974 年 9 月，西方 10 国在巴塞尔举行会议，发表了一项声明，其大意是：为支持清偿能力遭到困难的银行而事先制订一个详尽的规则及程序是不现实的，但是，在必要时提供支持的办法是会有的，并且是会被采用的，正式表明了支持银行国际活动的意向。在此背景下，经英格兰银行总裁查理森提议，于 1975 年 2 月，在国际清算银行主持下，成立了监督银行国际活动的协调机构—巴塞尔委员会。

巴塞尔委员会是由 12 国金融当局的银行监督官组成的，它是一个常设组织，每年召开三次例会，讨论有关银行国际监督的事宜。巴塞尔委员会的成员国包括美、英、法、日、比、卢、加拿大、前联邦德国、意大利、荷兰、瑞典及瑞士。该委员会第一任主席是英格兰银行的乔治·布鲁顿。自 1977 年以后，该委员会的主席一直由英格兰银行银行业务监督处主任彼得·库克先生担任，所以，国际上又把巴塞尔委员会称为库克委员会。

2.巴塞尔委员会工作的进展

当时，委员会面临的两项主要任务是：第一，需要改革各个国家国内的监督系统以便使它们能适应国际银行业务迅速发展这一事实。第二，就监督本国银行海外分支行、附属机构、会员银行以及一切在境内的外国银行分支机构的活动方面，促进国家当局之间的紧密合作。

巴塞尔委员会成立初期的工作主要集中在制定国际监督合作的基本原则。其优先考虑的事情是在各国当局之间就监督责任的划分达成一个适当分配的协议。1975 年 12 月由各国中央银行总裁在巴塞尔签署的一项“协议”，就是这种责任划分的体现。对于《协议》的作用我们不能高估，但它至少为以后的合作打下了基础。这个时期委员会所注重的另一个问题是怎样才能在各国银行系统内，建立起对潜在问题的早期预警系统。对此，巴塞尔委员会的结论是：这种问题实际上是不可能由一个国际机构操纵的监督系统来处理的，因为各国的制度不同，方法也不同。应付潜在危机的活动，应当由各国当局在与其他国家进行适当协商的情况下进行。

巴塞尔委员会第二阶段（1976-1978 年）的工作主要集中在解决监督工具和有利于贯彻《协议》，进一步发展合作所需要的安排上面。这个阶段所取得的一个重要成就是确立并推广了统一的“综

合资产负债表”。它的含义是指一跨国银行的总行、海外分支行、附属机构等交易情况，必须按统一标准综合地反映于资产平衡表上，以便让各国银行当局能大致了解本国银行在海外的交易情况，有利于它们对海外交易的监督。这一阶段另外的工作还包括确定了银行国际活动的若干非正式的指导准则，如提出了外汇交易的准则、判断海外分支行资本充分性的原则、国家风险的衡量和监督等等。

巴塞尔委员会在其第三阶段（1979 年起）的工作中，作出了巨大努力使

[①] [英]《经济学家》1974 年 9 月 7 日。

更多国家的银行监督官参加国际监督合作。巴塞尔委员会认为，银行国际监督合作只有尽可能全面，才能真正取得成效。因此，在 1979 年，委员会决定设立一个论坛以供更多的监督官所组成的监督团体讨论银行国际监督事宜。因而，在 1979 年 7 月，在伦敦举行了一个由英格兰银行组织的银行监督官国际会议，来自 80 多个国家和地区的银行监督官参加了会议，这些国家代表着西欧、东欧、北美、中美、南美、非洲、中东、印度次大陆和太平洋地区。会议讨论的各种问题涉及到当时为止的委员会工作的主要领域，包括监督职责的分配、银行监督官之间的合作、资本充分性问题、外汇管制、资产负债表的综合化问题以及海外金融中心的作用。这次世界范围的会议第一次为银行监督官提供了广泛交换意见、建立个人联系的机会。1981 年 9 月，在华盛顿又举行了一次类似的会议。除了这两次规模较大的世界性会议以外，不少地区性的或规模较小的会议也常常在巴塞尔委员会的倡议下举行。如 1980 年 10 月，来自“十国集团”和主要海外中心的国家在巴塞尔举行了联合会议，并达成了若干协议。至此，巴塞尔委员会的影响已远远超过原 12 国的范围，它的文件已在全世界范围内流通，它实际上已成了一个世署性的国际监督协调机构。

3.巴塞尔委员会的活动领域

综合巴塞尔委员会成立 16 年来所做的工作，大致可以划分为以下几个领域：

（1）监督责任的分配——《巴塞尔协议》

监督责任的分配，主要体现在 1975 年 12 月达成的《巴塞尔协议》上。该协议并不是关于国际银行体系危机时最后债权人的规定，也不是要在监督职责和充当最后债权人之间建立自动联系。《巴塞尔协议》的目的是通过监督职责的划分，尽可能地维持现存结构的健全和安全。该协议并没有提出一旦危机发生时怎样进行控制和恢复的问题。《巴塞尔协议》的主要内容是：

a.对银行在国外建立业务的监督，应当由所在国和母国当局共同负责。

b.任何银行国外业务的建立，都不应逃避监督。各国应当保证这种建立受到监督，并且这种监督的适应性须由所在国和母国共同判断。

c.既然外国银行须和所在国对清偿力的管理要求相一致并应遵守当地法令，所以，清偿力和资本充分性的监督应由所在国负主要责任。

d.对国外分支行偿付能力的监督首先应是母国当局的职责。至于附属银行，监督的职责主要在所在国，但是母国当局应考虑其本国银行海外附属银行和联合银行的风险，因为母行在这方面负有道义责任。

e.各国当局应当密切协作，包括信息的交流，允许以母国当局的名义派出代表对所在国的母国银行分支机构进行检查等。应当作出各种努力消除以职业保密和国家主权形式出现的各种障碍。

对于《协议》的上述条款，1979 年伦敦会议作了仔细审查，各国承认了《协议》的主要原则。1980 年 10 月的巴塞尔联合会议也认为《协议》在原则上是可接受的。但是，由于职业保密、国家主权等问题，《协议》至今尚未在世界范围内得到正式认可，也不可能得到完全的贯彻和实施。

（2）综合化

巴塞尔委员会工作的另一个主要方面是委托国际会计标准委员会研究制订了各国会计和查帐标准，在此基础上，于 1978 年确认了“综合资产负债表”的概念并付诸推广。1978 年，委员会首次向各国总裁介绍了在综合化基础上

进行国际监督的优点，认为这样能在世界的范围内对一家银行的资本充分性、面临的风险、偿付能力等进行全面的监督。综合化实际上为银行所承受的全部风险提供了一幅比较清晰的图画，它不仅有利于国际监督，而且也有利于各母国当局在此基础上用它们自己的标准去管理它们自己的银行业务。因此，综合化对各国履行《协议》所规定的职责无疑是一个有价值的帮助。

自 1978 年以后，综合化的概念已陆续在各国得到了推广。美国、加拿大、荷兰等国的银行最早被要求采用综合化的资产负债表。日本银行一开始被要求将其海外分支行、以后又进一步被要求将其全部海外附属机构均列入综合化之列。英国于 1979 年，瑞士于 1980 年 12 月，联邦德国于 1981 年均分别采取措施，开始实行帐户的综合化。已经采取或正在采取综合化措施的还有比利时、瑞典等国。欧洲经济共同体咨询委员会在 1980 年底发表声明，打算建议共同体所有国家采用综合化措施。该委员会还认为，在帐户综合化方面的进展虽然不小，但还有许多事情要做，尤其是要改善统计资料的收集方法，力求统计资料准确、一致。

（3）指导准则

对银行国际业务提出非正式的指导线是巴塞尔委员会工作的又一个重要方面。随着国际银行业务的扩张，资本短缺、偿付能力下降、存放款期限差的不恰当、外汇交易风险、到期货款的过多转期等成为国际监督中亟需解决的问题。巴塞尔委员会为此作了不少工作。巴塞尔委员会除了提出有关上述问题的指导准则外，还通过以下工作来改善国际银行业的清偿力问题

对于偿付能力和资本充分性问题，巴塞尔委员会着重通过改进综合资产负债表，使该表能全面正确地反映一家银行经营状况来加以解决。

对于存放款期限差和到期贷款过多转期问题，委员会在各国银行当局的支持下和国际清算银行的赞助下，正着手在连贯一致的基础上建立一个二年制的报告系统，以收集这方面详细的数据，包括一天到七年的转期数据，收集的范围包括国际清算银行报告区的所有银行。这个二年制的报告系统已于 1981 年开始运行，但还有待于进一步完善。

（4）国家风险

国家风险的定义大致可以这样表述：一个特定国家的借款人，可能由于政府为保存外汇或其它原因而采取某些行动，不能或不愿履行它们的外汇义务。这种风险，既包括主权风险（指对政府当局的贷款风险），又包括贷款给外国商业机构的风险。传统的看法认为，国家不是企业，不会陷于破产，因此，对国家贷款没有最后风险。但近年来，随着国际贷款的迅速扩张和波兰、古巴、阿根廷、巴西、墨西哥、扎伊尔等国相继出现支付危机，国家风险（特别是主权风险）受到巴塞尔委员会的特别重视。巴塞尔委员会认为：国家风险，作为一种信用风险，是各商业银行自己在事实基础上决策和判断的问题。同时，巴塞尔委员会又认为：各监督当局应协助银行正确估价国家风险，提供尽可能全面的资料，保证银行有充分的内部评价和控制程序，改善咨询报告方法和监督体系。在巴塞尔委员会推动下，各国采取了一系列措施。1977 年，国际清算银行开始在“十国集团”和其它金融中心范围内收集银行债权期限结构的两年数据，并于 1979 年发行了国家债务的综合手册以指导银行确定国家风险。在巴塞尔委员会的推动下，许多国家衡量和控制国家风险的系统得到了改善。如美国，在衡量国家风险方面做了许多开拓性的工作。美国各监督机关，联合提出了一系列估价银行监督和控制国家风险能力

的指标。最近，联邦德国、比利时当局要求审计员在他们关于银行问题的年报中，加入对银行控制国家风险方法的评介。英国也正在综合化基础上收集国家风险的信息。

（5）资本/资产比率

由于国家风险、信用风险、外汇风险，以及表外业务扩大而导致的各种潜在风险日益扩大，巴塞尔委员会于 1987 年 12 月在巴塞尔召开会议，讨论加强对国际商业银行的风险资产监管问题，发表了《巴塞尔建议》。《建议》要求统一确定国际银行业的资本标准以及与资产的比率,提出到 1992 年分阶段实现国际银行业的资本标准。《建议》要求到 1990 年前各国银行的资本风险资产比率应至少达到 7.25%，1992 年达到 8%，其目的是限制银行过份扩充资产业务，提高应付风险的能力。此外，巴塞尔委员会还提出，一家银行对单一客户的贷款如超过该银行自有资本的一定百分比，应受到该行所在国金融当局的监督。

（6）其它领域

除了上述主要领域以外，巴塞尔委员会还广泛检查了影响国际银行业务的其它事项。每次会议都给成员国以总结自己监督经验的机会，并听取有关存在的问题及解决这些问题方法的意见。已经涉及到或打算涉及的课题有：各国监督系统的比较、外汇管制各个方面的比较、官方有关条例与监督官的作用、银行托拉斯业务的监督、辛迪加贷款方面的咨询联系、信息交流等等。

4.困难和前景

毫无疑问，巴塞尔委员会的上述工作，对于预防国际银行业的危机是有一定作用的。然而，对于这种作用我们不能高估。首先，就巴塞尔委员会工作的本身来讲，还存在着许多漏洞。《巴塞尔协议》提出的监督责任的划分是比较含糊的。该协议规定监督银行偿债和清偿能力的责任主要在于所在国，同时又规定母国对本国银行国外附属机构负有道义上的监督责任，这样一来，就模糊了监督责任。1978 年采用综合资产负债表后，这个问题又进一步混淆了。因为综合资产负债表的采用，实际上等于说，母国负有监督本国银行一切国外分支机构、附属机构的责任。其次，《巴塞尔协议》的原则并没有在世界范围内得到正式认可，除了伦敦、纽约等金融中心以外，尚有一大批重要的海外金融中心对《巴塞尔协议》不负法律上的责任，这些海外金融中心的银行一旦发生危机，就会波及整个国际银行业。如日本第一劝业银行在新加坡的分行，1981 年就因外汇投机失败损失 0.36 亿美元，而影响了不少银行。即便是巴塞尔委员会所属的 12 个国家，由于各自利益的不同，因而也并未完全实施《巴塞尔协议》。第三，国际监督技术尚未成熟。如美国花旗银行，在公布其外币交易时，仅仅以一笼统方法来表示，使股东和存款者无法确定国家风险。这显然是国际监督技术不成熟的标志。此外，各国在银行管理方面存在的差异、时间区差异、加勒比、中东、远东等管制较松的海外金融中心，均为国际银行业的冒险活动提供了机会。由此看来，巴塞尔委员会要缝合国际监督体系的缺口，还有很长的路要走。

本章思考题

1.国际金融市场发展的主要原因是什么？

2.请根据本书和你阅读过的其它材料，总结国际金融创新的最新现状，

以及对国际金融市场发展和我国银行国际业务扩大的意义。

3.国际金融市场的构成及其发展的特点是什么？

4.我国应如何利用国际金融市场？

5.结合你看过的其它材料总结我国外债的现状及潜在的问题，提出你的对策。

6.对在华外国银行以及我国在外银行的管制和监督应如何进行？对在华开展离岸金融业务应如何进行监督？

7.我国黄金市场是否应当开放，其与货币市场的关系和对货币政策的影响

是什么？

8.结合全书理解短期货币市场和灵活运用短期利率对人民币汇价、金价、及宏观金融和经济的重要性。

9.对外资银行开放人民币业务是否可行，是否会使我国的利率和货币供应量受国际金融市场的影响，是否会引起资金逃避？

参考书目

1.陈彪如著《国际金融概论》，华东师范大学出版社，1988 年。
2.马之駉著《当代世界货币与金融》，复旦大学出版社，1992 年。
3.钱荣堃主编《国际金融专题讲座》，中国金融出版社，1986 年。
4.陈建梁编著《国际融资技术与金融市场》，复旦大学出版社，1991 年。
5.陈岱孙、厉以宁主编《国际金融学说史》；中国金融出版社 1991 年。
6.吴念鲁、陈全庚著《人民币汇率研究》，中国金融出版社（内部发行），1992 年。
7.饶余庆著《现代货币银行学》。
8.陈彪如、马之駉等编《国际金融学》，西南财经大学出版社，1993 年。

作者后记

在我国经济体制改革不断深入，从计划经济向社会主义市场经济逐步转轨的过程中，复旦大学经济学院为适应形势的发展也开始了学科改造和教材改革。在此背景下，我校经济学院领导希望我能将在国外攻读博士学位和从事博士后研究期间获得的知识用于学科改造和教材建设，结合中国国情，写出一部能反映当前国际金融和我国涉外金融领域中重大问题的有特色的新教材，以推动学科建设和教材建设。根据这个要求，我在本教材的写作过程中，比较注重宏观理论和政策分析，而把与其它教材有重复的内容都省略了（比如，国际资本流动的内容都归到“国际投资学”中去，金融业务大部分都归到“融资技术”和“金融市场”这两类教材中去，外汇经营都归到“外汇交易学”中去）。虽然本教程在成稿前和成稿过程中已在各种不同场合计过多次，但作为教材精简和改革的初步尝试，缺点错误在所难免，恳请读者批评指正。

姜波克

1993 年 11 月