

为什么反复爆发货币危机？
本币升值会诱发货币危机吗？
中国会爆发货币危机吗？
如何防范和化解货币危机？

CURRENCY CRISIS PUZZLE

货币危机之谜

张伟 著

 中国金融出版社

为什么反复爆发货币危机？
本币升值会诱发货币危机吗？
中国会爆发货币危机吗？
如何防范和化解货币危机？

CURRENCY CRISIS PUZZLE
货币危机之谜

张伟 著

 中国金融出版社

责任编辑：李 融

责任校对：孙 蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

货币危机之谜 (Huobi Weiji zhi Mi) / 张伟著. — 北京：中国金融出版社，2010. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5521 - 0

I. ①货… II. ①张… III. ①货币危机—研究 IV. ①F820. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 095201 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 18. 5

字数 193 千

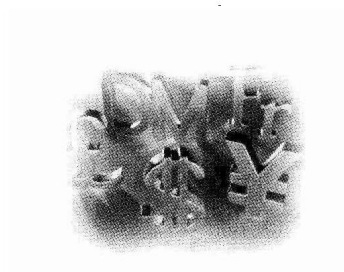
版次 2010 年 8 月第 1 版

印次 2010 年 8 月第 1 次印刷

定价 39. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5521 - 0/F. 5081

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947



反思货币危机之谜

(自序)

从2000年开始，我一直跟踪研究货币危机方面的问题。掐指算来，已经有十年的时间了。十年，就人生而言，不算太长，但对于研究一个经济问题而言，着实不短了。在这十年当中，我对货币危机的认识是曲折的：从简单到复杂，从复杂到困惑，从困惑到清晰，从清晰再到简单，从简单再到复杂……研究越深入，我越发地感觉到，就连什么是货币危机这样最基本而又看似简单的问题，至今都难以找到令人信服而准确的答案。正如本书的书名——《货币危机之谜》，关于货币危机，还有很多问题仍然是难解之谜，有待深入研究和分析。

拿到《货币危机之谜》一书的清样时，我再次通读了全书。读罢全书，反思当前世界经济之怪现状，中国经济之内忧外患，我觉得还有几点感想需要写下来，与读者一起分享。

进入21世纪以来，世界经济最大的特征是高波动性。汇率、利率、通货膨胀、石油价格、黄金价格、粮食价格、经济增长率等一系列市场因子都在剧烈地波动。波动程度之大、频率之高、危害之深，是1929年经济大萧条以来空前的。剧烈波动的市场因子，容易引发经济主体，无论是政府、机构，还是企业、个人，在生产、投资、消费、交易等经济活动中出现财务困境，进而酿成金融危机。譬如，2007年美国次贷危机的爆发，直接原因在于美国房地产价格的高波动：先是房地产价格高涨，形成泡沫，然后停止上涨甚至是下跌，房地产泡沫破灭。深层次原因在于美联储高波动的利率政策。2001年以来为消除网络泡沫破灭和“9·11”事件的负面影响，美国以房地产作为经济增长点，美联储连续13次降息，利率被降低至1%，促使美国甚至是全世界房地产和经济一片繁荣。然而随后美联储从2004年开始，又连续17次升息，利率被升高至5.25%，导致美国房地产价格上涨乏力，甚至下跌，进而导致次级抵押贷款的借款人无力偿还贷款，诱发次贷危机。

经济的高波动导致经济政策的高波动。特别是2008年全球金融危机爆发以来，全世界主要中央银行集体降息，实施扩张的货币政策，其力度之大、速度之快，令人咂舌，同时全世界主要国家的政府当局以极快的速度出台了救助措施，纷纷实施扩张的财政政策。中国也不例外，例如，2008年上半年为了防止经济过热和防范通货膨胀，严格控制信贷，实施从紧的货币政策；而在下半年，突然180度大转弯，为了全力确保经济增长，短期内多次降息，急剧地放松信贷，并实施极度宽松的财政政策，致使2009年全年新增贷款达到9.6万亿元的历史最高纪录。经济政策的高波动又进而加剧了经济的高波动。

在匆忙应对危机的过程中，更为重要的是要深思，全球经济为什么会高波动？到底是什么力量主宰全球经济的发展与波动？回顾国际货币体系140年变革与发展的历史，我们不难发现，在一种旧的国际货币体系被一种新的国际货币体系取代的过程中，新旧两种国际本位货币之间的“斗争”总是不可避免地导致汇率的高波动，而汇率的高波动，最终导致其他市场因子的高波动，扰乱原有的经济格局，最终引发货币危机、金融危机甚至是政治危机和战争，直至“重新洗牌”和新的经济格局确立。一旦新的国际货币体系被确立，新的国际本位货币为其他货币确定了稳定的“名义锚”，在相当长的一段时间内会促使全世界经济平衡发展。例如，1947年布雷顿森林体系的建立，标志着以美元为中心的金汇兑本位制取代以英镑为中心的金汇兑本位制，是美元战胜英镑成为新的国际本位货币的具体体现。在布雷顿森林体系建立之前长达50年的时间里，正是因为美元与英镑之间的“斗争”（映射出美国与英国在经济、政治方面的竞争），最终引发了两次世界大战和大战之前的经济、金融危机。不可否认的是，在布雷顿森林体系建立之后，全世界主要经济体的经济取得了快速而稳定的发展。然而，布雷顿森林体系与第二次世界大战前的金汇兑本位制，仅仅是美元取代了英镑，并没有根本的区别，其天生的缺陷决定了其崩溃是自然而然的事情。

1973年布雷顿森林体系崩溃之后，汇率浮动合法化，导致石油价格、黄金价格、利率等经济变量剧烈波动，诱发了20世纪70年代末80年代初拉美债务危机以及局部地区军事斗争。正如本书中描述的，自布雷顿森林体系崩溃之后，货币危机在全世界范围内反复爆发，而且越来越频繁，越来越严重。随着1999年欧元诞

生，21世纪以来中国经济日益崛起，欧元、人民币在国际经济交往过程中逐步向美元发起挑战，美元的国际地位令人担忧，引发世界经济主体不得不对到底持有哪种货币标价的资产更安全这个问题进行重新思考。由于对持有美元信心不足，导致美元近十年来总体上呈现走弱的态势。美元指数由2001年“9·11”恐怖袭击事件之前最高的120点，下跌至当前的85点左右。自欧元1999年问世以来，1欧元兑换美元最低跌至0.82美元左右，而最高可以升至1.60美元左右，目前维持在1.20美元左右。自2005年7月21日人民币汇率制度改革以来，人民币整体趋势趋于升值，如果按1人民币兑换多少美元来计算，人民币相对美元已经升值了22%。随着2010年新一轮汇率制度改革的实施，人民币将继续维持相对于美元升值的走势。上述事实表明，一方面，汇率在剧烈波动，另一方面，从大趋势而言，美元在持续走弱。

最近十余年，无论是非美元货币危机还是美元危机，都爆发得越来越频繁，危害越来越严重，根本原因在于当前的国际货币体系存在制度缺陷，即以美元这种一国主权货币作为国际本位货币，与世界经济发展不平衡存在不可调和的矛盾。由于美元作为国际本位货币，因此，美联储拥有了国际本位货币的垄断发行权。之所以说美联储拥有全球货币的垄断发行权，这是因为，很多国家或地区实行固定汇率制度，这些国家或地区形式上虽然投放本币，但这种货币的背后或多或少存在美元的影子。比如，就中国香港而言，其实行的是联系汇率制度，有多少美元，就按照1美元兑换7.8港元的中间价投放多少港币，港币背后真正的货币是美元。就中国而言，最近几年外汇储备增长迅速，即使通过发行了央行票据“冲销”购买外汇而投放的货币，但是，通过外汇

资产这个渠道投放货币已经成为人民币基础货币投放的主渠道。根据我国货币当局资产负债表的数据计算，国外资产占总资产的比例由1999年末的41%提高到2009年末的81%，这充分表明，我国货币当局目前投放货币主要依赖于外汇储备这个渠道，而基于国内信贷（主要指是中央银行对政府、存款性金融机构、其他金融性机构等的债权）投放基础货币这个渠道被逐步削弱了。我国中央银行的货币独立性受到严重挑战。为了解决这个问题，必须对经济发展战略、货币政策目标、汇率形成机制进行调整。同样地，其他实行盯住美元汇率制度的国家或地区，在一定程度上都存在这个问题，这些国家和地区的中央银行越来越像美联储的一个分行。

如果美国经济在世界经济中始终占有40%~50%的份额，那么，其国际货币垄断发行权能够基本维持。然而，由于国际经济发展总是存在地区不平衡的问题，如果美国经济持续走弱，那么，美联储拥有的国际货币的垄断发行权以及美元作为世界货币的国际地位将难以维持。根据世界银行公布的数据计算，2009年美国GDP为14.3万亿美元，约占全世界GDP的24.6%，欧元区GDP为12.5万亿美元，约占全世界GDP的21.5%，中国GDP为4.9万亿美元，约占全世界GDP的8.43%。尽管欧元的地位有所提高，人民币也已经迈开了国际化的步伐，但是，美元目前在国际结算和国际储备中的比例仍然维持在60%~70%左右，这与其经济占比是极不相称的。当今世界经济不平衡，最大的而且最根本的不平衡在于货币不平衡，即美元是世界中心货币，而美国经济在世界经济中的地位却无法维持美元的中心地位。正是因为这种货币不平衡，导致了世界经济的高波动和货币危机的反复爆发。

在这里，我们要深刻反思，凭什么美元可以横行全世界？美元横行全世界会产生哪些经济问题？在1947年布雷顿森林体系建立时，美国作为绝对的超级大国，足以支撑美元作为世界中心货币的地位。然而，现在的美国，其经济的相对地位已经不足以维持这样的局面了，但是，美元却还是国际中心货币。这或许是多年形成的一种习惯，导致国际经济往来时首先想到的就是美元，抑或是没有新的标的物能够取代美元，人们不得不选择美元罢了。通过分析，笔者认为，这两个方面的原因都有。对于第一个原因，可以通过人民币跨境结算试点的效果来说明。2008年12月，国务院决定，将对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与亚细安的货物贸易进行人民币结算试点。从最近一年多的试点情况来看，效果并不理想，至少没有预想的那么好。最初可能有税收、海关、结算等政策措施不配套的原因，但是，在相关措施配套之后，效果还不理想，这只能说明，微观经济主体（既包括中国的进口商、出口商，也包括国外和境外的出口商、进口商等）可能不愿意选择人民币作为计价、结算货币，也有可能是不知道或不习惯选择人民币作为计价、结算货币。第二个原因更加明显。从各国外汇储备资产、主权财富基金等在资产配置方面的实践可以看出，相比美元而言，欧元、英镑、瑞士法郎等货币标价的资产数量有限且质量并不更好，因此，不得已需要对美元标价资产进行高比例配置。尽管美元仍然被作为世界货币，似乎这种局面还将维持下去，但是，各个经济主体心知肚明，美元当前的国际地位并不牢固，但又不得不持有美元标价的资产，因此，态度非常暧昧。正是这种心理和经济局面，导致汇率和一系列经济变量剧烈波动，引发货币危机或其他相关联的经济、金融危机。

从以上分析可以看出，货币危机爆发的根源在于当前国际货币体系——美元本位制存在根本性缺陷。按照周小川2009年在《关于改革国际货币体系的思考》一文中阐述的观点，国际货币体系改革的理想目标是创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷。周小川（2009年）认为，一种标的物能否充当国际储备货币，必须满足三个条件：首先，应有一个稳定的基准和明确的发行规则以保证供给有序；其次，其供给总量还可及时、灵活地根据需求的变化进行增减调节；最后，这种调节必须超脱于任何一国的经济状况和利益。笔者在本书中阐述到，一种标的物能否充当国际储备货币，必须满足价值稳定性和数量非稀缺性两个条件。应该说，目前，美元越来越无法满足上述条件了。2007年次贷危机、2008年全球金融危机和2010年欧洲债务危机相继爆发，再次警示我们，必须创造性地改革和完善现行国际货币体系，推动国际储备货币向着币值稳定、供应有序、总量可调的方向完善，才能从根本上维护全球经济金融稳定。

正如本书所强调的，在弄清楚货币危机根源的基础上，还应该看清楚货币危机的本质属性。在美元本位制条件下，货币危机已经成为美国掠夺世界的一种手段，是美国政府挽救和强化其金融霸权的一种措施，同时也是美国政府惯用的一种赖账机制。美元作为世界货币，为美国掠夺世界提供了方便。为了说明这个问题，不妨假设只存在A、B两个国家。A国拥有国际货币发行权，即其发行的货币可以充当国际货币，B国没有这样的权利，因此，其发行的货币只能在其国内流通。A国由于垄断了国际货币的发行权，因此，可以毫无顾忌地高支出，乃至经常超过其

总产出，从而形成国家赤字，具体体现为居民负储蓄、政府预算赤字、国际贸易赤字等问题。而B国为了能顺利而安全地进行国际经济交往，必须通过国际贸易赚取A国发行的货币，向A国提供信用，形成高储蓄、高贸易顺差、高外汇储备的局面，这同时也成为了A国能够维持赤字的基本保证。B国对A的债权可能体现为持有A国货币现钞、存款、政府债券甚至是政府机构债券。如果A国能够约束自己，按照经济需求投放信用，那么，B国并不会被A国剥削太多，至多是A国会获得一定的铸币税好处。然而，“A国很好地约束自己”这一观点并没有任何激励机制作为保证。A国通过投放货币就能够从全世界购买商品和资源，而又不需要承担责任，因为当B国对A国的债权到期时，为了偿还，A国可以再给B国更多的A国货币现钞、存款、政府债券等即可，并不需要付出实际意义上的财富或价值，A国为什么要克制自己呢？因此，在某个主权货币充当国际本位货币的条件下，拥有国际货币发行权的国家完全可以通过投放过多的信用，制造通货膨胀和资产泡沫，向其他国家征收更加丰厚的通货膨胀税和资产泡沫税。对于通货膨胀税，只要A国投放更多的货币，引起全世界通货膨胀，那么，在B国持有A国货币名义数量一定的条件下，其购买商品的能力必然下降，这样，A国就隐性地向B国征收了通货膨胀税。此外，A国还可以通过先实行宽松的货币政策，吹大资产泡沫，使得B国对A国的债权深陷资产泡沫困境之中，然后，再通过实行紧缩的货币政策，主动刺破泡沫，使得B国对A国的债权大幅度缩水，从而减轻自己对B国的负债，这就是A国的赖账逻辑。在这个过程中，A国实际上隐性地向B国征收了一种资产泡沫税。资产泡沫税类似于通货膨胀税，只不过，通货膨

胀税发生在商品市场领域，而资产泡沫税发生在资产市场领域。

上述简单的理论分析实际上与当前世界经济实践十分吻合，其中，A国正如美国一样，拥有国际本位货币的垄断发行权，存在高消费、低储蓄、高预算赤字、高贸易赤字的经济问题，而B国正如中国一样，人民币还没有成为国际货币，存在高储蓄、高贸易顺差、高外汇储备的经济问题。最近十年，全球信用急剧扩张，这与美联储2001年以来实施极度宽松的货币政策紧密相关。全球信用扩张的程度之快，令人瞠目结舌。全球国际储备资产的高速增长说明了这个问题。国际货币基金组织（IMF）提供的数据显示，全球国际储备由2002年末18936亿份特别提款权（SDRs），增加到2009年11月末51010亿份SDRs，在短短的7年时间里，全球国际储备增加32074亿份SDRs，在原本已经很高的水平上又快速地增长了近170%。其中，新兴市场国家和发展中国家国际储备的增长速度远远高于发达国家，它们的国际储备由2002年末7474亿份SDRs，增加到2009年11月末31934亿份SDRs，增长了近330%。就中国而言，国际储备增长得更快。数据显示，就中国而言，国际储备由2002年末2148亿份SDRs，增加到2009年10月末14757亿份SDRs，增长了近590%。而这些国际储备资产中，近70%配置在以美元标价的资产上，包括投资于美国政府国债、政府机构债以及与次级抵押贷款相关的证券化产品。在2007年次贷危机爆发过程中，真正受伤害的不是次级抵押贷款的借款人，而是通过次级抵押贷款相关证券化产品向这些借款人最终提供资金的投资者，即美国的债权国。这个道理其实很简单，在资产泡沫破灭过程中，受伤害的不是债务人，而是债权人。

国外很多学者把2007年以来爆发的危机归结为全球不平衡。他们所谓的全球不平衡是指中国等国家高储蓄、高贸易顺差，导致全球流动性过剩，进而引发2007年次贷危机和2008年全球金融危机。为了解决这个问题，手段之一就是迫使人民币升值。根据以上分析，我们清楚地认识到，上述观点是错误的。首先，全球不平衡不仅仅体现为中国等国家的高储蓄、高贸易顺差，还体现为美国的负储蓄、高预算赤字、高贸易逆差。而之所以产生这种不平衡，根本原因在于美国拥有美元这种国际本位货币，无论是其政府机构，还是企业和居民，都可以毫无顾忌地透支未来，而中国等发展中国家则为了参与和融入国际经济一体化，政府部门必须保留巨额的国际储备，企业和居民必须保持结余，以应付未来不可预见的开支。因此，所谓的全球不平衡，根本在于货币的不平衡。如果非得要归咎责任的话，危机的罪魁祸首不在于中国等国家的高储蓄，而在于美国的高消费，在于美联储无节制地投放信用。

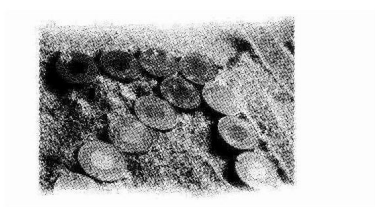
在看清楚货币危机根源和本质之后，我们应该做好准备，应对可能爆发的货币危机。就2010年而言，中国将经受“外患内忧”的双重夹击。从外部来看，欧洲债务危机爆发，美国国会议员重提人民币升值议案；从内部来看，通货膨胀逐步显现，劳动力市场问题突出，投资拉动经济增长难以持续。就长期而言，中国经济发展挑战与机会并存。我们必须深刻思考，中国是否会爆发货币危机？为了避免爆发货币危机，我们应该采取什么手段呢？在人民币升值过程中，有很多因素诱发货币危机。例如，如果人民币升值过快，将导致许多企业无法转嫁人民币升值带来的风险，可能出现财务困境，或者因为人民币升值到位之后，资本逆流而

引发人民币贬值风波以及国内生产紊乱。如果人民币升值过慢，经济主体持续预期人民币升值，将带来更多资金流入中国，导致货币当局更加缺乏独立性，以及货币政策执行和操作的难度更大。正如本书所强调的，为了根除货币危机，必须着手改革国际货币体系，寻找新的标的物——既具有价值稳定性，又具有数量非稀缺性的货币来替代美元，成为新的国际本位货币。然而，改革国际货币体系不是一朝一夕的事情。在目前条件下，当务之急是推进人民币国际化，增强人民币国际地位，摆脱现在依赖于美元参与国际经济交往、依赖于出口拉动经济增长的被动局面。

上述感想，一些观点已经反映在这本书当中，其余观点是我最新研究的成果。在自序中，我再次探讨这些看法，主要是希望读者能够更清楚地把握本书的中心思想。本书总结了我多年研究货币危机的主要成果，既有理论性的内容，又有实践性的话题。因此，对于不准备从事这方面研究的读者，在阅读这本书时，我的建议是，可以跳过公式、理论推导等理论性内容较多的章节，比如第三章和第五章，重点把握本书的核心思想。对于准备从事这方面研究的读者，我的建议是，应该通读全书，真正把握货币危机爆发的根源和本质。当然，限于研究的局限性，正如本书的书名，关于货币危机，笔者还有很多困惑没有得解，希望在今后的研究之中，能够更清楚地认识货币危机，真正地解开货币危机之谜。

张 伟

2010年7月7日于德国



目 录
Contents

引言	1
频繁爆发的货币危机	1
揭开货币危机之谜	2
防范和管理货币危机	4
中国防范货币危机的迫切性	6
第1章 货币危机发展史	9
货币危机的历史概况	11
20世纪70年代末80年代初拉美国家货币危机	14
1992—1993年欧洲汇率机制动荡	16
1994年墨西哥比索危机	18
1997年东南亚货币危机	19
美元危机	22

第2章	重新认识货币危机	29
	货币危机的传统观点	31
	重新审视货币危机	36
	货币危机概念的新外延	47
	货币危机的根源与本质	53
第3章	货币危机成因的传统视角	59
	第一代货币危机模型	61
	第二代货币危机模型	77
	第三代货币危机模型	93
第4章	货币危机成因的新视角	113
	从本币升值角度看货币危机	115
	人民币：稳定物价与稳定汇率的两难困境	120
	升值危机模型	131
第5章	防范和管理货币危机	139
	货币危机预警机制	141
	防范货币危机的意义	149
	货币危机预警方法	155
	概率模型	169
	信号分析法	177
	体制转换模型	203
第6章	中国爆发货币危机的可能性	219
	对当前货币危机预警系统的评价	221
	构建升值层面的货币危机预警系统	231

第7章	根除货币危机	241
	国际货币体系历史沿革	243
	国际货币体系与货币危机的关系	253
	重建国际货币体系的紧迫性	255
	充当国际本位货币的条件	256
	国际货币体系重建思路	257
	中国在国际货币体系重建中的对策	263
参考文献		267

中国会爆发货币危机吗？
如何防范和化解货币危机？