

金融与经济发展研究文丛

# 国际游资 ▶▶▶ 与国际金融体系

GUOJI YOUZI  
YU  
GUOJI JINRONG TIXI

梅新育 / 著

人民出版社

金融与经济发展研究文丛

# 国际游资 ▶▶▶ 与国际金融体系

GUOJI YOUZI  
YU  
GUOJI JINRONG TIXI

梅新育 / 著

人民出版社

责任编辑:陈 登

装帧设计:肖 辉

### 图书在版编目(CIP)数据

国际游资与国际金融体系/梅新育著.

-北京:人民出版社,2004.10

ISBN 7-01-004368-X

I. 国… II. 梅… III. 国际金融-金融体系-研究 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 048557 号

## 国际游资与国际金融体系

GUOJI YOUZI YU GUOJI JINRONG TIXI

梅新育 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市双桥印刷厂印刷 新华书店经销

2004 年 10 月第 1 版 2004 年 10 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:17.625

字数:420 千字 印数:1-3,000 册

ISBN 7-01-004368-X 定价:35.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

# 序

自从全球性金融体系形成以来，国际游资（hot money，或称“热钱”）就对一国汇率制度安排、宏观调控以及国际货币体系的演变产生了巨大影响。20世纪90年代以来，经过1992年欧洲货币体系危机、1994~1995年墨西哥危机和1997~1998年东亚金融危机，国际游资的影响力得到了充分显示，正如加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）评价的那样：“在我们这个时代，经济领域的任何发展，就其后果的震撼力和不为人所了解而言，没有什么能与在国际间巨大而不可预测的金融资本流动相媲美。”而国际游资与国

际金融体系之间又存在复杂的相互影响，正是在现行国际货币体系下，发达国家与新兴市场在国际游资流动中的利益分享与负担分担不平衡，新兴市场更加深切地承受了国际游资的冲击。

对世界经济产生了如此巨大影响的事物自然不可能游离于学者们探询的目光之外，国际学术界对国际游资的研究起源甚早。1929~1933年的大萧条以及在此期间国际游资冲击下金本位制的崩溃曾经推动国际游资研究登上第一个高峰，金德尔伯格(C. P. Kindleberger)的《国际短期资本流动》(1937年)、纳克斯(R. Nurkse)的《国际货币的经验》(1944年)等著作成为这一时期国际游资研究的代表作。自从1992年欧洲货币体系危机以来，尤其是1997~1998年东亚金融危机之后，国际游资及其冲击再次成为国内外经济学界的最热门研究主题之一。在国内，2003年以来，随着人民币汇率问题升温，国际游资问题受到了全社会的关注，成为大众传媒报道的经济热点之一。近10年来，国内外有关国际游资问题的研究成果相当丰富，覆盖了货币危机机制、危机早期预警体系、国际游资宏观调控与防御、汇率制度等众多领域，对国际金融体系的研究也非常深入，本书就是其中的一本力作。

本书的最大特点是内容全面、引证资料丰富。纵览全书，作者对国际游资从内涵、行为主体、来源、存在形态、历史演变、微观运行机制、宏观调控、跨国监管等方面进行了全面的阐述，对国际金融体系的分析也覆盖了国内与国际政治、经济等多个领域。本书作者没有就国际游资而论国际游资，而是把它放在广阔得多的历史、社会环境上加以分析考察，看到了制度变迁背后人的利益动机，从而大大增强了其论述的说服力，实现了宏观分析与微观分析的结合。字里行间，能够感受到作者知识面相当广博，且分析相当深入，颇见功力。

在对国际游资和国际金融体系及其相互关系进行全面分析的基础上，本书表现出了广阔的历史视野。对于一个青年学者而言，这一点尤为可贵。任何事物、任何现象都不可能是无源之水、无根之木，国际游资、国际金融体系同样如此，“时尚”的国际游资实际上是一个古老的话题，尽管人们对它的称呼在不同国家、不同历史时期有所不同。尽管国际金融市场上的具体操作可能只要几天甚至几分钟、几秒钟就能够决定胜负，但当我们分析国际游资、国际金融体系存在的问题时，仅仅盯住近几年、近10年的情况是不可能抓住要害所在的，本书作者有意识地在这方面作了努力。

创新是研究的生命，作为一本学术著作，本书不乏创新之见。如在分析金融霸权主义的过程中对发展中国家国内政治基础的分析，以及对金融霸权主义的组织基础的剖析，等等，都颇能给人耳目一新之感。作者的某些具体论断未必不可商榷，他的探索精神却值得肯定。

多数人在心目中常常给学术著作与枯燥画上了等号，但一部理想的学术著作应当是最生动的语言表述最深刻的思想。本书篇幅较长，原稿总字数接近40万，由于作者文笔流畅，相信读者读来不会感到乏味，有许多地方甚至可以说得上是可读性相当好。

我与本书作者梅新育同志直接交往并不多，但从本书引证资料的丰富和深入程度上，能够感觉得到作者用功之勤。据说作者开始本课题研究时，为了给自己增加一点“实时”的感性认识，每天都要记录美、欧、日和主要发展中国家股市指数的变动，思考一下其中有无游资的作用。如此持续3年不辍。本书作者具有良好的国学根底，他对“经济”的解释是“经邦济世”，自称追求的是面向应用的理论研究；加之先后在人民银行系统和外经贸系统工作，目前供职于商务部研究院，毫不奇怪，他把自己的下

一步研究目标指向了中国国际游资问题。有了本书所奠定的基础，我们有理由期待梅新育同志日后向我们提供更新更好的研究成果。

李坤

二〇〇四年九月

# 目 录

序/李 翀 1

## 1 国际游资：定义、主体与存在形式概述 1

1.1 国际游资内涵探讨 2

1.2 国际游资的行为主体 9

1.2.1 集体投资机构（投资基金） 10

1.2.2 保险公司 27

1.2.3 投资银行和证券公司 28

1.2.4 商业银行 29

1.2.5 工商业跨国公司 34

1.3 国际游资资本来源的地域分布 40

1.3.1 国际游资资本重要来源：发展中国家和富裕  
石油输出国 40

1.3.2 资本外逃和洗钱：发展中国家和经济转轨国家  
游资跨国流动的突出特点 43

1.4 国际游资存在形态 48





## 国际游资与国际金融体系

- 1.4.1 政府债券 49
- 1.4.2 企业债券 53
- 1.4.3 商业票据 55
- 1.4.4 股票 57
- 1.4.5 大宗初级商品期货合约 61

## 2 国际游资的发展与国际金融体系演变 67

- 2.1 1918~1941: 古典金本位制的崩溃与国际游资 68
  - 2.1.1 古典金本位制的动摇与崩溃 68
  - 2.1.2 从国际金融体系缺陷看 1918~1941 年国际游资冲击问题 73
- 2.2 布雷顿森林体系后期国际游资的重新兴起 84
  - 2.2.1 布雷顿森林体系对短期国际资本流动的限制 84
  - 2.2.2 布雷顿森林体系的崩溃与国际游资的再度兴起 86
  - 2.2.3 布雷顿森林体系时代的国际游资冲击 96
- 2.3 布雷顿森林体系崩溃后国际游资的发展 105
  - 2.3.1 调整国际收支不平衡、保证国际金融体系运行的作用上升 106
  - 2.3.2 规模空前膨胀, 对国际金融体系冲击力剧增 106
  - 2.3.3 私人资本流动取代官方援助成为发展中国家主要外资来源 108
  - 2.3.4 证券化深入发展, 国际游资流动性提高 111
  - 2.3.5 国际货币/金融危机频繁爆发 115

## 3 国际游资扩张的根源 119

- 3.1 金融资本膨胀是资本主义经济的基本特征之一 120
- 3.2 无限扩张: 金融资本的内在本性 124

3.3	世界性金融自由化潮流的产物	130
3.3.1	金融自由化的理论基础	130
3.3.2	世界性金融自由化进程	133
3.4	证券化趋势推动了国际游资的发展	150
3.4.1	各国国内金融市场和国际金融市场 证券化的表现	150
3.4.2	国际融资证券化：金融体系发展的 必然结果	156
3.5	资本市场基础设施的进步便利了资本流动	158
3.5.1	信息技术的发展	159
3.5.2	金融配套服务市场日趋完备	164
附录	主要西方国家的放松管制、金融创新和 技术进步	170
<b>4</b>	<b>国际游资对市场稳定性、危机的影响及其微观分析</b>	<b>177</b>
4.1	国际游资是否加剧了市场易变性？	178
4.1.1	机构化、证券化对新兴市场金融体系 稳定性的影响	180
4.1.2	机构投资者的不稳定投资策略与新兴 市场稳定性	189
4.1.3	内在效率与外部冲击：外国机构投资者加剧 新兴证券市场易变性的机制	203
4.1.4	对外国机构投资者对新兴证券市场稳定性影响的 经验检验	211
4.1.5	效率、易变性和市场组织的关系	219
4.2	国际游资货币攻击	220
4.2.1	国际游资攻击模型	221
4.2.2	货币/金融危机的国际传染	232

- 5 国际游资宏观调控与攻击防御 242
- 5.1 国际资本流动宏观调控理论与实践：冲销干预 243
  - 5.2 货币危机事前防范机制 247
    - 5.2.1 市场准入 251
    - 5.2.2 提高交易成本与托宾税 256
  - 5.3 金融/货币危机早期预警系统 268
    - 5.3.1 主要早期预警系统模型 270
    - 5.3.2 金融/货币危机早期预警系统表现评议 275
    - 5.3.3 金融/货币危机早期预警系统发展方向 280
  - 5.4 投机性攻击下的货币危机管理 287
    - 5.4.1 外汇市场干预 287
    - 5.4.2 利率防御 297
    - 5.4.3 货币局制度与美元化 301
    - 5.4.4 新投机攻击方式及其干预 306
- 6 国际游资跨国监控理论与实践 310
- 6.1 国际游资跨境监管 311
    - 6.1.1 跨境监管概述 311
    - 6.1.2 支柱之一：资本充足监管的发展 317
    - 6.1.3 支柱之二：消除监管“盲区”，协调监管要求，强化外部监管 322
    - 6.1.4 支柱之三：金融监管手段市场化 331
    - 6.1.5 是否应当设立国际安全网？ 346
  - 6.2 国际货币政策协调 352
    - 6.2.1 国际货币合作概述 352
    - 6.2.2 国际货币政策协调的形式与发展 358
    - 6.2.3 国际货币政策的逆效合作问题 362
  - 6.3 东亚金融合作 369

- 6.3.1 东亚金融合作的来龙去脉 369
- 6.3.2 当前东亚金融合作的实质内容 372
- 6.3.3 前途与障碍并存的东亚金融合作 376
- 7 国际游资冲击与国际金融体系改革 380**
  - 7.1 现行国际金融体系缺陷之一：国际储备货币安排不合理 381
  - 7.2 现行国际金融体系缺陷之二：利益分配和负担分担不公平 386
    - 7.2.1 金融全球化利益分配不平衡 387
    - 7.2.2 金融/货币危机调整的负担没有得到公正的分担 395
  - 7.3 现行国际金融体系缺陷之三：金融霸权主义大行其道 410
    - 7.3.1 金融霸权主义把持国际金融组织 410
    - 7.3.2 金融霸权主义在“边缘”国家的国内政治基础 418
    - 7.3.3 “财政部—华尔街共同体”与“芝加哥弟子”：金融霸权主义的组织储备 421
    - 7.3.4 “霸权稳定论”思辨 427
  - 7.4 国际金融体系改革走向 432
    - 7.4.1 储备货币多元化 433
    - 7.4.2 国际货币基金组织的职能改革设计 435
    - 7.4.3 强化游资监管新思路：诱导胜于强迫 443
    - 7.4.4 冷静看待国际金融体系改革 451
- 附录 7-1 Jeanne-Wyplosz 双重危机模型 457
- 附录 7-2 金融霸权主义的组织储备 463

**8 国际游资与中国** 469

- 8.1 背景：中国金融自由化进程 472
  - 8.1.1 中国外汇管制的放松 472
  - 8.1.2 中国金融服务业市场的开放 476
- 8.2 中国市场国际游资的特点、流动途径与  
投放领域 487
  - 8.2.1 中国市场国际游资的特点 488
  - 8.2.2 中国市场国际游资流动的主要渠道 489
  - 8.2.3 中国市场国际游资投向 499
  - 8.2.4 中国违规、变相资本流动的规模 510
- 8.3 国际游资对中国经济的冲击及应对  
政策选择 513
  - 8.3.1 国际游资对中国经济的冲击 513
  - 8.3.2 应对游资冲击的国内政策 517
  - 8.3.3 人民币国际化：应对游资冲击和改革国际金融  
体系的战略抉择 526

**参考文献** 530

## 图表索引

- 表 1-1 1990~2002 年美国共同基金业资金净流入、年末资产  
总额和基金数 12
- 表 1-2 主要发达国家机构投资者的发展 13
- 表 1-3 美国共同基金与对冲基金的区别 22
- 表 1-4 各国/地区股市与美国股市价格变动的相关系数  
(1981.12~1992.12) 25
- 表 1-5 若干工业化国家机构投资者持有的非居民发行证券  
占总资产百分比 26
- 表 1-6 若干工业化国家银行总负债中可转让负债  
所占比重 32
- 表 1-7 若干工业化国家银行总资产中可交易证券  
所占比重 33
- 表 1-8 国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 成员利率与货币  
掉期余额的名义价值 35
- 表 1-9 若干国家资本外逃与外债增量的比较 44
- 表 1-10 部分重债发展中国家的资本外逃规模 45

## 国际游资与国际金融体系

表 1-11	1990~1997 年新兴市场国及收支平衡表中的“误差与遗漏”项目	47	
表 1-12	1993 年至 2003 年第三季度国际债务存量、净发行额	50	
表 1-13	2002 年第三季度世界债券存量及其分布	51	
表 1-14	非居民持有的国债占国债总量的百分比	52	
表 1-15	若干工业国家跨境债券与股票交易占 GDP 百分比	58	
表 1-16	1990~2003 年中国石油天然气产品进口量、金额、价格	63	
表 2-1	1914~1941 年间美元对主要货币汇率变动	71	
▼			
▼	表 2-2	1945~1970 年美国黄金储备与美元短期债务	101
▼	表 2-3	1960~1973 年美国与外国的货币黄金	
2		交易净额	102
表 2-4	1992~1999 年间私人资本净流入占新兴市场东道国 GDP 的比例	110	
表 2-5	1989~1993 年部分新兴市场股票投资总回报率	112	
表 2-6	20 世纪 70 年代以来新兴市场国际资本流动	113	
表 2-7	私人部门流向新兴市场私人部门的净资本流入与金融危机	116	
表 3-1	主要发达国家金融资产的规模扩张	122	
表 3-2	部分国家和地区实际产出与金融资产年均增长率的差异	123	
表 3-3	主要国家金融相关率（金融资产/GDP）	124	
表 3-4	五种主要动力因素对一国金融资本国际化的解释能力（ $R^2$ ）	128	
表 3-5	若干国家对机构投资者海外投资的限制规定	145	

- 表 3-6 美国证券的外国净购买 152
- 表 3-7 主要工业国家证券的净购买 154
- 表 3-8 主要工业国家外国直接投资与证券投资  
总额及净额 155
- 表 3-9 若干工业国跨境债券与股票交易占 GDP 百分比 155
- 表 3-10 美国、欧洲、亚洲市场资产支持证券 (ABS)  
公开发销量 157
- 表 4-1 美国共同基金股东特征比较 202
- 表 4-2 1989~1995 年新兴股票市场周回报的方差  
比率检验 213
- 表 4-3 新举市场基金季度净卖出比例最高案例 216
- 表 4-4 新兴市场基金净卖出与市场下跌 10% 以上  
同步案例 216
- 表 4-5 新兴市场基金净买入与市场下跌 20% 以上  
同步案例 217
- 表 5-1 部分国家冲销干预政策组合 243
- 表 5-2 KLR 模型单项指标有效性判断矩阵 272
- 表 5-3 1992 年 1~11 月部分欧洲汇率机制成员国  
外汇储备 290
- 表 5-4 1992 年欧洲汇率危机期间部分遭受货币攻击国家  
发行主权债务记录 291
- 表 5-5 部分运用高利率抵御货币攻击案例 300
- 表 7-1 世界储备资产构成 381
- 表 7-2 美元在全部官方外汇储备中所占比重 382
- 表 7-3 20 世纪 90 年代新兴市场储备水平 391
- 表 7-4 1970~2002 年美国国库券的境外持有情况 394
- 表 7-5 贷款博弈支付矩阵 398
- 表 7-6 国际货币基金组织按发展中国家和工业国家



	划分的工作人员分布	411
表 7-7	西方七国在国际货币基金组织的份额和投票权	416
表 7-8	双币储备体系支付矩阵	435
表 8-1	中外证券公司与证券投资基金合资、合作一览表	483
表 8-2	1982 年至 2003 年上半年中国国际收支平衡表“净误差与遗漏”项目变动	511
图 7-1	双重危机均衡	460