

国际金融参考资料

赵尚质 编

中央广播电视大学出版社

国际金融参考资料

赵尚质 编

中央广播电视大学出版社

60267/10

国际金融参考资料

赵尚质 编

中央广播电视大学出版社出版

新华书店北京发行所发行

国营五二三厂印装

开本 787×1092 1/32 印张 16.25 千字 365

1987年1月第1版 1987年4月第1次印刷

印数 1—18,500

书号 4300·221 定价 2.35元

目 录

试论国际浮动汇率制下汇率的变动·····	钱荣堃 (1)
多重汇率制度的格局与发展前景·····	师玉兴 (20)
西方汇率理论在浮动汇率制下的作用及其评 价·····	吴开祺 (29)
论发展中国家的货币贬值·····	朱章国 (39)
人民币的汇价政策和制订汇价问题的商榷 ·····	王烈望 (48)
制订人民币汇价的理论依据和定值方法的设 想·····	殷梅生 (54)
关于制订人民币汇价的理论依据和计算模式 ·····	景学成 (61)
试论人民币汇率定值方法的改革·····	周八骏 (67)
人民币汇价制度改革的中期对策·····	张志超 (79)
社会主义国家的汇率政策及中国的选择···	V·皮莱 (88)
汇价指数及其应用·····	王传纶 (98)
美元汇价上升对我进出口贸易的影响·····	姚盛祥 (105)
外汇风险和国外企业避免风险的方法·····	羊子林 (108)
外汇管理的几个问题·····	陈文林 (115)
国际货币基金组织的四十年 ·····	玛格丽特·加里特森·弗莱思 (120)
布雷顿森林制崩溃后的国际货币基金组织··	李 平 (129)
国际货币基金组织借款总协定的形成及其影 响·····	晓 卫 (134)

欧洲货币体系的重大发展

.....〔西德〕霍斯特·昂格勒 (139)

欧洲货币单位近年来的发展.....曹贻予 (150)

特别提款权和当前国际货币金融制度的改革

.....周 林 (157)

从黄金非货币化的历史必然性看特别提款权

在国际货币体系中的地位 and 前景.....徐学峰 (172)

战后国际储备的重大变化及其未来趋势.....郭世贤 (181)

西方国际储备的变化及其发展趋势.....马之骥 (193)

国际货币体系的发展和变化.....陈彪如 马之骥 (200)

关于国际货币体系的演变与改革.....姜波克 (231)

浮动汇率制的 10 年和国际货币改革的方向

.....〔日〕铃木秀雄 (245)

发展中国家债务及其对国际金融体系的影响

.....宗 源 (257)

欧洲货币市场的发展及其国际影响.....余开祥 (267)

欧洲货币市场之谜

.....英《经济学家》编辑部特辑文章 (283)

跨国公司与欧洲美元.....石景云 (289)

国际金融市场的远期外汇交易.....蒋 辑 (303)

亚洲美元市场及其发展前景.....黄银柱 (307)

亚洲离岸金融市场的展望.....赵尚质 (321)

战后跨国银行活动的发展、特点和影响.....徐基新 (329)

八十年代以来的国际债券市场.....刘 锐 (342)

欧洲债券市场概述.....于志强 (347)

试论战后资本输出的基本原因.....李述仁 (352)

世界经济发展趋势与国际金融中心的转移.....陈彪如 (376)

战后各国对外投资的发展·····	金泓汎 (387)
石油资金盈余国的对外投资及其发展趋势和 影响·····	陈招顺 翁全龙 (393)
海外直接投资浅议·····	潘祖永 (402)
对日本企业向我直接投资的基本估计·····	金凤德 (409)
世界资金流动的新动向与我国利用外资的若 干问题·····	滕茂桐 (417)
试论跨国公司投资环境和我国的利用外资政 策·····	李青原 (426)
正确引导外资的使用方向·····	周树德 (436)
出口信贷的政策意义·····	陈琦伟 (441)
项目管理者须知·····	(448)
办好合资企业 进一步贯彻对外开放政策·····	项楚生 (454)
西方国际收支调节理论简介·····	马之骧 林连连 (464)
资本主义国际收支调节与国际货币制度·····	周八骏 (482)
论对外开放中的国际收支失衡与调节·····	王东民 (491)
简评关于国际收支平衡与不平衡的三种观点 ·····	周八骏 (503)
国际收支平衡应作为我国货币政策最终目标 之一·····	张 颖 (508)

试论国际浮动汇率制下汇率的变动

钱 荣 堃

一、当前国际汇率制度的格局

战后实行了 25 年之久的布雷顿森林协议的国际货币体系在资本主义各种基本矛盾不断激化和深化的条件下，在 1971 年到 1973 年崩溃了。这个国际货币体系有两个重要原则。一个是美元可以按照 35 美元等于一盎司黄金的官价向美国联邦储备银行自由兑换黄金。这个原则在 1971 年 8 月 15 日由尼克松总统宣布美元停止兑换黄金而被抛弃了。第二个原则是各国货币与美元维持固定平价，也就是说实行固定汇率制，但平价可以调整。这个原则在 1973 年 3 月由于各国普遍实行浮动汇率制而被放弃了。

早在 1970 年 5 月加拿大首先宣告加元汇率浮动。接着英国于 1972 年 6 月宣告英镑汇率浮动。1973 年 1 月瑞士宣告瑞士法郎汇率浮动。1973 年 2 月日本和意大利宣告日元和里拉的汇率浮动。1973 年 3 月，联邦德国、法国、比利时、荷兰、卢森堡、瑞典、丹麦、挪威等国宣布它们的货币的汇率浮动或联合浮动。至此，主要资本主义国家的货币的汇率都实行了浮动制。但是当时许多国家的专家、学者和政府官员都认为实行浮动汇率不过是临时的权宜之计，不久还会回到固定汇率制。

1973 年末，中东发生战争，石油大涨价，接着又爆发

了1974——1975年的严重的经济危机，资本主义各国的通货膨胀率达到了双位数字，在这种条件下，要回到固定汇率制显然是不可能的了。

1976年1月在牙买加举行的国际货币基金组织的临时委员会上达成的协议，使得浮动汇率合法化了。根据牙买加协议，各国可以自由选择汇率方面的安排。各国货币的汇率可以单独浮动，也可以联合浮动；可以钉住其他一种货币，也可以钉住一揽子货币，也可以钉住特别提款权。

根据国际货币基金组织的材料，1983年6月30日各国汇率的安排大致情况是这样的^①：

在基金组织认为是工业国的20个国家中，有8个国家的货币的汇率实行单独浮动，这些国家是澳大利亚、加拿大、冰岛、日本、新西兰、西班牙、英国和美国。此外，瑞士是非会员国，但也实行单独浮动汇率制。另外有8个工业国加入欧洲货币体系，实行联合浮动汇率制，这些国家是比利时、丹麦、法国、联邦德国、爱尔兰、意大利、卢森堡和荷兰。还有4个国家是把货币钉住自己选择的一组货币，这些国家是奥地利、芬兰、挪威、瑞典。

在125个发展中国家里，36个国家的货币钉住美元，13个国家的货币钉住法郎，5个国家的货币钉住其他一种货币，14个国家的货币钉住特别提款权，21个国家（包括中国）的货币钉住自己选择的一组货币，5个国家的货币按一组指标调整汇率，31个国家的货币实行单独浮动的汇率制。

从以上材料中可以看到，在发展中国家中，有54个国家的货币钉住工业国的货币，钉住特别提款权和一揽子货币

① 《国际货币基金组织1983年年报》第54、66页。

实际上也是钉住工业国家的货币。由此可以看到主要资本主义国家的货币、特别是美元的重要地位。

有人把目前的国际汇率制称作为固定汇率制与浮动汇率制并存的混合制度 (mixed system)。也有人把这种体制称为“无制度 (nonsystem)”，因为各国可以自由安排汇率，谈不到制度。

我们认为目前的国际汇率体制可以说是浮动汇率制。虽然实行单独浮动汇率的国家不多。但是其中有些国家如美国、日本、英国、瑞士等国的货币在国际贸易、国际结算和投资以及国际储备中占有重要地位。欧洲货币体系 8 国之间虽然实行可调整的固定汇率制，但它们对外贸易总额中有一半左右是与实行浮动汇率制的国家进行的，那些钉住一种货币、主要是美元的货币也是跟着美元一起浮动。并且所谓钉住一种货币，汇率也不是固定不变的，而是可以调整的。特别提款权本身的价值是随五种主要货币即美元、联邦德国马克、日元、英镑、法郎一起浮动的，其中美元、日元、英镑是浮动的，联邦德国马克和法郎是联合浮动的，所以所谓钉住特别提款权也是实行浮动汇率制。钉住一组货币浮动也是如此。

目前这种国际汇率体制，称它为混合制度也好，称它为“无制度”也好，看来将长期存在下去。在可预见的将来，不至于改变。在世界经济动荡不定的形势下，回到金本位、实行固定汇率制，或回到布雷顿森林体系，实行可调整的固定汇率制是根本不可能的。牙买加协议希望世界经济出现稳定局面后，基金组织经过总投票权 85% 的通过，实行稳定的可调整的汇率制度。在今后若干年内也是难以实现的。发展中国家 77 国集团为了国际货币改革而建立的 24 国集团，在

1979年起草的《国际货币改革行动计划大纲》中主张采用一种灵活而又足够稳定的汇率制度，但是没有提出具体方案，看来也不易实现。所以目前这种浮动汇率制的格局将长期化。各国货币的汇率将经常发生波动。这对于我们制定人民币的汇率、发展对外贸易、利用外资，关系极大。所以我们对浮动汇率制下汇率变动的因素，应该认真地进行研究，以便对主要货币的汇率变动，能够进行预测，作出正确的判断，为我们的对外开放的各项政策服务。

二、十年来主要资本主义国家的汇率的变动

1973年3月以来，西方国家主要货币的汇率变动可以分为两个阶段。第一个阶段从1973年夏起到1976年为止，其中发生过三次上下波动，波动的幅度不算太大。第二个阶段从1977年起到1983年，其中发生了1977年到1978年的美元汇率大跌和1980年到1983年的美元汇率节节上涨。现在把这两个阶段内的五次汇率变动简述如下：

（一）第一次汇率上下波动（1973年5月—1974年1月）

1973年5月到7月，美元的有效汇率即美元对美国主要贸易伙伴国的货币按贸易的重要性加权平均计算的汇率，下跌了7.7%。同一时期联邦德国马克的有效汇率上升了17.1%，法郎上升6%，瑞士法郎上升8%，日元、里拉、英镑的有效汇率都下降。^①美元的有效汇率虽然只下降7.7%，但对西欧共同体的货币的汇率的跌幅远超过7.7%。

① 本节所引数字除特别注明来源者外，均引自美国《国际货币制度1945—1981》一书，R.梭罗门著。

所以在1973年6月当时的法国总统蓬皮杜说：“我们看到了美元的第三次贬值。”^①

这次美元下跌的直接原因有政治因素如水门事件，但更重要的是经济因素，其中联邦德国的紧缩性的货币和财政政策起了重要的作用。联邦德国联邦银行的紧缩性的货币政策使利息率大大提高，5月和6月份贴现率都上升了一个百分点。法兰克福6月份的日折利息率平均达到15.75%。紧缩性的财政政策使国内的需求下降，从而削减了进口。紧缩性的货币和财政政策使马克的地位大为加强。6月份，美元对联邦德国马克的汇率下跌了11%。

1973年10月，由于中东产油国实行石油禁运，油价猛增，当时一般人都认为美国比西欧和日本受石油禁运的影响要小。同时美国对外收支经常性项目由逆差转为顺差，所以在11月份美元汇率开始回升。1974年1月美元的有效汇率上升到1973年2月美元贬值前的水平。

（二）第二次汇率上下波动（1974年1月到9月）

美国于1974年1月29日废除了对资本外流的限制，一些石油进口国向美国银行大量借款来弥补逆差，结果美国资金大量外流。同时联邦德国由于出口增加和进口减少，发生了较大的经常性项目顺差。这样，从1974年1月底到5月底，美元的有效汇率下降了9%。

联邦德国、美国和瑞士的中央银行在外汇市场上进行干预、支持美元。美元汇率回升到了9月份，美元、联邦德国马克、瑞士法郎的有效汇率都超过了1973年3月的水平。

^① 1971年12月和1973年2月美元有过两次贬值蓬皮杜的话，见美国《华盛顿邮报》1973年6月6日。

日本则由于通货膨胀率较高和发生经常性项目逆差，日元的有效汇率下跌了12%，里拉汇率的跌幅更大。

在这一段时间里，有些银行因从事外汇投机而倒闭。其中包括两个大银行，一个是联邦德国科隆的赫斯塔特银行于1974年6月25日倒闭，另一个是美国富兰克林国民银行宣告清理，由另一家银行合并。这在国际金融界引起了极大的震动。

（三）第三次上下波动（1974年10月到1975年底）

1974年经济危机爆发后，美国的反危机措施使利息率下降。美国利息率的下降比其他国家要早而且跌幅大。同时石油出口国对外汇储备实行分散化的政策，即把手中的英镑和美元转为联邦德国马克和瑞士法郎等。这样，1975年1月后期，美元的有效汇率从1974年9月的高峰下跌了8%，美元对瑞士法郎的汇率下跌了22%，对联邦德国马克的汇率下跌了15%。

1975年2月，联邦德国、瑞士和美国的中央银行负责人在伦敦开会决定进行干预。从2月到6月，汇率一直比较平稳。这时美国经济走上复苏阶段，利息率急剧上升，美元开始坚挺，有效汇率在1975年下半年上升了9%，比1973年3月的水平还高4%。

（四）1977年到1979年的美元大跌

1977年9月到1978年10月，美元有效汇率下跌17.3%。联邦德国马克的有效汇率上升了11%。瑞士法郎的有效汇率上升了35%。日元的有效汇率上升了29%。法郎的有效汇率上升不过1.1%，但它对美元的汇率却上升了17%。英镑的有效汇率并无变动，但对美元的汇率上升了15%。

这次汇率的大波动是1973年3月以来最大的波动，引起了各方面的震动。主要的问题是美元大跌，原因何在呢？

1975年危机过后，在1976年到1977年，西欧、日本的经济停滞不前，而美国的经济却增长得很快，因而进口大增，同时美国进口石油的成本却增加了100亿美元。这两个因素使美国的对外收支中的经常性项目发生巨大逆差，而联邦德国、日本和瑞士却发生了大量顺差。1976年美国经常性项目的顺差有44亿美元，而在1977年1978年两年却连续发生了140亿美元的逆差。联邦德国、日本、瑞士在1977年和1978年，对外收支经常性的顺差却连年增加。这三个国家的顺差的增加，是由于它们国内的经济停滞，国内需求不旺，进口增加得很少。^①

美国虽然有经常性项目的逆差，如果能有大量资金流入，美元汇率就不至于大跌。在1977年到1978年，美国的利息率上升，而联邦德国、日本、瑞士的利息率则下降，因此存在着利息率的差异，可以期望大量资金流入美国。但是这时有一个重要因素在发生作用，即市场上预期美元汇率将进一步下跌，这是因为大家看到美国的巨大经常性项目的逆差不能消除，卡特总统对石油进口问题束手无策，同时美国的通货膨胀率在上升而联邦德国、日本、瑞士三国的通货膨胀率却下降。结果，市场上预期美元汇率下跌这个因素大大抵消了利息率差异这个因素的作用，美元汇率急剧下降。

卡特总统在1978年11月1日宣布了三项紧急措施来挽救美元汇率的跌势：（一）动员300亿美元的马克、日元和瑞士法郎，包括向国际货币基金组织借款30亿美元，出售

① 《国际清算银行1978年年报》有较多描述。

20亿美元的特别提款权，增加了联邦储备银行与外国中央银行的互助性贷款协议150亿美元，发行100亿美元的外币票面的债券；（二）美国财政部出售黄金每月不少于150万盎司；（三）联邦储备银行把贴现率提高一个百分点而达到9.5%等等。这可以说是前所未见的大规模的干预措施。

这些措施起了作用。美元对马克的汇率上升了7%，对瑞士法郎的汇率上升了7.5%，对日元的汇率上升了5%。但是干预并不能完全扭转跌势。1979年5月到9月底，美元有效汇率又下跌了5%，美元对联邦德国马克的汇率又下跌了9%。

（五）1980年到1983年美元汇率持续上涨

1980年初石油再次涨价。第一季度美国的消费物价上涨率达到17%。3月14日卡特总统提出了反通货膨胀措施。联邦储备银行严格控制信用，利息率猛升，商业银行优惠利率高达19.5%。国外资金大量涌入美国，美元汇率上升，马克的美元汇率下跌，但升降的幅度都不算大。1980年第二季度美国经济剧烈下降，危机严重，利息率也随之下降，于是在6月下旬美元汇率又下跌。但1980年第三、第四季度经济又回升，而通货膨胀率却很高。1980年全年通货膨胀率高达13.5%，是70年代所没有的高水平。所以里根总统上台后把反通货膨胀作为宏观经济政策的头号目标。

从1980年7月到1981年8月，美元有效汇率上升了34%，这是汇率浮动以来最大的一次涨风。各种主要货币对美元的汇率都下跌。欧洲货币体系的货币的汇率下跌了30%—33%，瑞士法郎的汇率下跌了26%，但日元的汇率下跌不过5%。从1982年到1983年，美元汇率持续上涨。美元在70年代后期原来是最软的货币，80年代以来成了最硬的货

币。联邦德国马克在 70 年代原来是最硬的货币，但在 1983 年末联邦德国马克对美元汇率降到了 10 年来最低水平。美元最疲软时，1979 年底，1 美元只能兑换 1.73 联邦德国马克。^①到了 1984 年 1 月 9 日 1 美元能够兑换 2.84 联邦德国马克。这是一个很大的变化。

这次美元汇率的持续上涨与里根的宏观经济政策是分不开的。里根政府把反通货膨胀作为宏观经济政策的主要目标。但是却采取了放松的财政政策。一方面进行减税，另一方面政府开支却不能减少，造成了庞大的财政赤字。1981 年度联邦财政赤字不过 500 多亿美元，1982 年度达到 1106 亿美元，1983 年度预计达 2077 亿美元（实际数字为 1954 亿美元）。^②赤字预算成倍成倍地增加而通货膨胀率却从 1980 年的 13.5% 逐年下降，到 1983 年底降到 3% 左右。其中的奥妙在于联邦储备系统采取了严厉的货币政策，控制货币供应的增长率。在这种情况下，巨大的财政赤字只有通过向市场借款的办法来弥补，结果造成了实际利息率的上升。由于美国的实际利息率高于其他西方国家，导致了大量资金从外国涌入美国，美元汇率持续上涨。

美国 1982 年的贸易逆差高达 427 亿美元，1983 年达到 606 亿美元，但是美国有大量来自国外的投资收入和服务收入可以抵消这部分贸易逆差，所以 1983 年的经常性项目逆差，估计不过 265 亿美元^③。世界银行估计 1983 年美国资金流入量可达 400 亿美元，可以抵消美国对外收支经常性项目

① 根据《国际金融统计年报》1981 年。

② 1984 年度《美国预算概要》第 8 页。

③ 英国《银行家》杂志 1984 年 1 月号第 15 页。

的逆差而有余。这就必然造成美元汇率的上涨。^①

三、浮动汇率制下汇率变动的因素

浮动汇率基本上取决于外汇市场上对各国货币的供求，而影响供求的因素是很多的。同时，目前的浮动汇率是有管理的而不是自由浮动，各国中央银行在认为有必要时可以在市场上进行干预，通过买卖来影响汇率。而更重要的是各国政府的宏观经济政策可以影响到汇率，宏观经济政策会影响到通货膨胀率，利息率、对外贸易以及市场预期心理等因素，所以对汇率必然会有影响。现在我们根据十年来的汇率变动的实际情况，把影响汇率浮动的主要因素论述如下：

(一) 通货膨胀率的差异

西方所谓通货膨胀率的差异，实际上也就是物价上涨率的差异。过去许多学者认为一国物价上涨率超过另一国的物价上涨率，该国货币的汇率就要下跌，反之就要上涨。有些西方学者认为1973年3月汇率浮动以来的事实证明通货膨胀率差异已不再是影响汇率变动的重要因素了。有人认为购买力平价理论在70年代宣告破产了。^②最明显的证据是在1980年和1981年，美国的通货膨胀率大大高于联邦德国和日本，美国的通货膨胀率为13.5%和10.4%，联邦德国为5.5%和5.9%。日本为8.0%和4.9%，但美元对联邦德国马克和日元的汇率却大涨。当然，也可以找到证据来证明通货膨胀率的差异仍然是影响汇率变动的重要因素。例如在1977年、

① 关于80年代美元汇率上涨的情况和资料参见拙作“美国宏观经济政策与美元汇率的变动”《南开大学学报》1984年第1期。

② J·A·富兰克林：“70年代购买力平价理论的破产”，《欧洲经济评论》1981年5月号第145—146页。

1978年和1979年，美国的通货膨胀率是6.5%、7.7%和11.3%。联邦德国是3.7%、2.7%和4.1%。日本是8.1%，3.8%和3.6%。在这段时间里，美国的通货膨胀率大大超过了联邦德国和日本（1977年除外），三年内美元汇率也大跌。^①但我们在上文中已经说过，1977年到1979年美元大跌价的直接原因是美国对外收支经常性项目发生大逆差，联邦德国、日本、瑞士三国则发生持续的顺差，这样，通货膨胀率差异似乎对汇率的变动没有什么作用了。

我们认为通货膨胀率仍然是影响汇率的一个重要因素，不过，它的作用不是直接地明显地表现出来的，而是经过间接的渠道长期地发挥出来的。国内外物价上涨率的差异可以影响进出口从而影响一国对外收支的经常性项目。国内外物价上涨率的差异还会影响到国内外的实际利息率的差异从而影响到一国对外收支的资本项目。一国国内物价上涨率长期超过其他国家，会引起资金的外流，还会影响到市场上对今后物价和汇率的预期，所有这些都会对汇率的变动产生影响。

在70年代，联邦德国的通货膨胀率一直比其他资本主义国家低，这是70年代联邦德国马克成为最硬的货币的一个重要原因。反之，英国、法国、意大利在70年代通货膨胀率一直高于联邦德国、日本和美国，所以英镑、法郎、里拉在70年代经常处于软弱状态。80年代以来的美元坚挺，主要是利息率差异造成的。这说明影响汇率的因素很多，并不能因此而否认通货膨胀率差异的作用。

（二）对外收支经常性项目的顺差和逆差

① 数字见《OECD经济概览》1982年7月31日第151页。