

☆现代金融管理系列☆

货币国际化

主 编：周 林 温小郑

副主编：陆伟刚 李 敏 刘振芳

上海财经大学出版社



周林 男，1951年5月出生，经济学博士，研究员，深圳发展银行行长。长期从事经济金融理论研究和银行实际工作，多次参与国家重点课题，主持、参与了对国家的投资与金融决策有直接重大影响和作用的有关宏观经济预测、金融政策、产业政策、企业组织结构政策的研究工作，一些成果在国家政策制订过程中发挥了重要作用。参与主持的课题曾获国家科技进步一等奖，并在全国性刊物上发表论文多篇。



温小郑 男，1954年11月生。1996年7月在中国社会科学院研究生院获经济学博士学位。曾任陕西省丹凤县副县长、中国社科院研究生院办公室主任，现任西安邮电学院副院长。已发表（出版）《货币兑换论》、“改革的目标与路径”等经济学论（译）文、论著50余篇（部）；为《人民日报——市场报》、《中国改革报》等撰稿多篇；参加多项国家社科重点研究课题，对国有大中型企业改革进行理论与实践研究，曾接受中央电视台“焦点访谈”的采访和“商务电视”的专访。

目 录

导 言	(1)
第一章 英镑国际化	(30)
第一节 垂直分工转向水平分工:英镑国际地位变化分析 基础	(30)
第二节 英镑在国际货币体系中的地位演变	(33)
第三节 英镑由硬趋软进而重新转硬的原因分析	(37)
第二章 美元国际化	(53)
第一节 美国经济实体的增长与波动:美元国际地位的 国内经济因素	(53)
第二节 汇率制度安排与美元国际地位	(56)
第三节 国际收支状况与美元汇率波动	(67)
第四节 金融自由化对美元国际化的影响分析	(72)
第三章 马克国际化	(83)
第一节 马克在国际货币体系中的地位:历史的回顾.....	(83)
第二节 马克国际化的特征分析	(91)
第三节 马克国际化对经济转型国家的启示.....	(105)

第三节	分阶段逐步推行人民币的自由兑换·····	(205)
第四节	人民币自由兑换的环境与配套政策·····	(211)
第五节	国际货币体系演变格局与人民币国际化·····	(222)
主要参考文献·····		(228)
后 记·····		(230)

导 言

一、货币国际化的研究对象、目的与方法

1. 研究对象

货币国际化研究专门以某国货币迈向国际化的过程、方式、状态为其对象。从世界各国货币国际化的进程来看,都存在着一个从低级开放向高级开放演进的过程。根据国际货币基金组织第八条条款的规定,经常项目的支付不得以任何方式予以歧视,它并没有规定资本项目也同时放开。可见,货币国际化是一个复杂的过程,它与成员国经济的状况、经济的开放程度、金融体系演变的趋向相关。在我们看来,初级形态的货币国际化是指:一国货币与他国货币的汇价关系;就其中间状态而言,它应是在经常项目或资本项目中以适当的方式开放;而高级形态应成为世界其他国家储备资产的主要形态。本书所研究的即是这样一个国际化的过程。在这个转换中,各个国家所采用的方式由于其整个经济状况的差异而有所不同。一些国家如东欧较多采用的是激进的方式,东南亚国家也在其中,而另外一些国家如中国则采用了较为渐进的方式。这两种开放形式,现在看来,以后种方式更为适宜。这在本文的第六章、第七章中将会进行比较详细的讨论。

传统理论认为:实体与非实体经济存在着高度的关联。这种理论由来已久,最早可以追溯到早期重商主义。该理论认为,一国的财富来自于黄金的大量流入。在凯恩斯以前,有一些学者将早

期重商主义的上述理论进行了一次革命,认为实体经济与非实体经济是两个截然不同的系统,遵循着不同的规则。凯恩斯又对其进行了一次革命,这体现在他的货币需求方程式中。凯恩斯认为,货币的投机需求只与利率有关而与收入无关,这表明凯恩斯的理论并没有解决古典理论中的两分法问题。因此,传统两分法的问题一直存在着。在当代,麦金农在《经济市场化的次序》与《日元与美元——化解美、日两国的经济冲突》这两本书中又对此问题重新进行了评估。在他看来,实体经济与非实体经济虽存在着一定的关联,但两者的联系并没有像凯恩斯认为的那么紧密。他的这些主张在对日元升值的分析中得到了详细的展开。美、日两国汇率的频繁波动来自于美对日贸易的巨额逆差。按弹性理论,当美、日两国的进出口弹性之和大于 1 时,汇率的调整有利于改善两国的国际收支状况。但这个理论并没有得到美、日两国近 30 年来强有力的实证支持。麦金农对传统理论不能解说现实状况这一现象作了新的理论探索。他认为,导致美、日两国贸易巨额逆差的原因在于两国劳动生产率上的差异与经济结构转换的速率及储蓄水平的不同,而不在于美元的贬值和日元的升值。麦金农这一理论的核心内容是:汇率是内生变量,它与其他宏观经济变量无多大关系。

我们认为:实体经济与货币经济两者之间存在着不可分割又相互区别的关系。巴拉萨所提出的国际经济一体化的 5 种形式是侧重于实体一体化的,因此,他只提经济理论而不提经济货币理论。欧盟的经验证明:货币一体化(货币国际化)以比较完整的形态呈现出来这只能是在实体一体化取得一系列重大进展之后,如欧元创始国 5 项趋同标准。在实体一体化初级阶段,为了推动实体一体化,货币一体化必须先呈现出单一货币的萌芽形态。进一步分析可以看到:一方面,国际经济的实体一体化按其内在规律呈现出自由贸易区→关税同盟→共同市场→经济与货币联盟那种从较低级到较高级阶段的演进轨迹;另一方面,货币一体化作为一个

相当长的过程,它伴随实体一体化演进,但作为一个目标,货币的一体化必须与实体一体化的最高阶段同时实现。国际经济、货币一体化的这些特点是根据国际货币一体化的性质来加以判断的。一体化的关键在于消除各成员国之间的差别待遇。在自由贸易区和关税同盟内部,各成员国之间消除了关税;在共同市场内部,各成员国之间消除了商品、服务、资本、劳动力流动的差别性待遇;在经济与货币联盟内部,各成员国之间达成了经济政策的统一或协调,也实现了单一货币。跟单一货币相平行的、不可改变的固定汇率制只能跟单一货币一同问世,最终以单一货币完全取代了成员国货币而终结,它不可能存在于实体一体化较前的阶段,而只能存在于经济与货币联盟这一阶段中。国际经济货币一体化的这些特点是由货币的性质所决定的,货币作为最特殊的一种商品,其使用价值是最广泛而又是最简单的。正是货币的这种特殊性,才使货币一体化不可能像实体一体化那样从某些方面分别进行。

2. 研究目的

本书的研究旨在通过对各有关国家货币历史的动态考察,从实证的角度来支持实体经济与非实体经济之间所存在着的上述关系;进而通过对这一关系的把握帮助人们理解世界各个国家货币一体化过程中的经验与教训,并为那些将要实行货币国际化的国家提供一些可行的借鉴。同时,我们研究货币一体化(国际化)进程的目的还在于揭示出金融一体化与货币一体化的内在联系与区别。国外的现有文献虽已把金融现象与货币现象作了区分,如麦金农所著的《金融理论中的货币》和麦克唐那所著的《国际货币与金融》等,但并没清楚地显示金融的发展对货币的影响。麦金农的《金融结构与金融发展》一书,也只是从金融工具存量结构对金融发展的影响方面作了分析,而没有揭示出两者的互动关系。之所以如此,在我们看来主要是因为麦金农等人并没有对金融体系与货币体系作出清晰的界定。

我们所言的金融服务业的开放,便是指取消资本管制和提高市场准入透明度;而国际货币体系则是指对世界本位币的选择与对世界汇率体系的安排。就这两者而言,也并非构成一一对应的关系,而是交叉重叠的。金本位可以有固定汇率制度安排,也可以有浮动汇率制度安排;信用本位既可以有浮动汇率制度安排,也可以有固定汇率制度安排。就这两者主从关系而言,本位币是主,因为它的变化清楚载录了国际货币体系的变化。指出国际金融与国际货币的上述区别,在我们看来是一个很重要的问题;揭示金融中的货币与货币中的金融这两者的关联,则对我们分析金融结构的变化对货币国际化的影响十分重要,尤其是对于国内教科书的编写体系与研究对象的确定很有帮助。否则,学了一个学期的国际金融课,学到的都是有关汇率方面的内容,而不知道国际金融为何物的感叹不仅会发自学生也会出自某些学者和教师。当然,我们并没有忽略金融与货币的关联。强调金融中的货币与货币中的金融的内在关联是要指出:资本流动的不同方式会对一国的货币供给与需求机制发生影响(见第一章、第三章),不同的银行制度安排,其货币供给与需求的生成方式也会有差异(见第一章、第二章);金融市场结构(金融体系集中度)对金融工具的创新从而对货币的冲击同样也存在(见第四章、第六章)。在一个金融体系集中度较高的体制格局中,金融工具的创新因缺乏竞争而显不足,表现为各种金融工具相互替代性程度较低。例如,作为中介机构的银行处在这种结构安排下,金融工具的存量结构也就主要以货币的形态出现,特别是以 M_2 的形态出现。在需求引致金融变迁的背景下,银行由中介变成万能,如无确实可靠的真实票据的信用活动就必然导致货币供给的充斥,特别是游资对汇市的冲击具有不可低估的作用。另一方面,国际货币体系也会对资本流动方式产生影响。最为明显的是:关键性的或称核心国的本位币成为国际资本流动的追捧对象(见第五章);汇率制度安排的缺陷也会吸引资

本流动的注意力,这一点在自 1995 年以后国外资本大量流入东南亚的现实中可找到类似的实证记录。上述关系在本书研究各国货币国际化案例中将反复提到。

3. 研究方法

本书采取个案的实证分析方法,在实证分析的基础上,对一些相关的理论作出一些与规范性分析相联系的判断与评说。读者可以通过本书了解其中的思维进程。另外,本书采用了与史论相结合的方法,书中的论述建立在大量的史料基础之上,并引用现有国际经济研究中的有关统计资料来加以展开。

二、货币国际化:历史的回顾与展望

1. 历史的回顾

一国货币走向国际化的关键在于他国对该货币的需求。按凯恩斯货币需求的分类,他国对一国货币的需求可以分成:交易需求、投机需求、预防需求。这种货币需求学说大致刻划出了一国货币走向国际化的进程。日常的交易需求在货币国际化的进程中表现为他国对该国出口商品的需求,而他国持有该国货币或持有该国所能接受的第三国货币,其目的在于平衡两国进出口收支中的赤字,这时,国与国的货币关系处在短期、瞬时、偶发的状态上。因此,交易需求代表着相关国家货币国际化处在较为低级的形态上。投机需求,这表明着他国投资者持有一国货币,其目的在于投资收益,这时,一国货币与他国货币的联系就处在较为长期的状态中。投机需求可以分为证券投资与实质性的长期直接投资,后者则在资本项目上构架起了一国货币与他国货币的稳定关系。因此,由投机需求所引致的货币国际化处于较高级的形态。预防需求表明他国居民持有某一国货币,目的在于把该国货币作为贮藏手段,该国货币成为他国居民的储备资产,构成他国居民清偿对外债务的最后手段。显然,当一国货币处在这一形态时,其国际化即达到了

高级的程度。

虽然上述的形态划分在现实生活中相互交织在一起,但对不同时期 3 种交易需求相对值的比较仍可再现出理论分析是可取的。

现在先来看直接投资的变化。对外直接投资(FDI),也称生产资本的输出,是投资者向国外投入生产领域的资本,用以购买生产资料和劳动力。一般是输出资本在海外开办工商企业、开采矿山、建筑铁路和公路、兴办技术研究中心和各类学校等。这些企业由投资者进行直接经营和管理。而在资本输出中,FDI 的增长速度最快。在美国,全部资本输出中,对外直接投资已占一半以上。它主要借助于跨国公司来进行。跨国公司(Transnational Corporation)是资本主义国家的大型垄断企业,以本国为基地跨越国界,通过对外直接投资在其他国家和地区设立众多的分支机构和子公司,如西门子、摩托罗拉、索尼、松下、福特、麦当劳、汇丰银行等从事国际化生产、销售和其他业务经营活动的国际化垄断组织。在第二次世界大战前,跨国公司的规模不大,发展速度也较慢。以跨国银行为例,主要是英国的银行在海外的分支机构。

第二次世界大战后,特别是 20 世纪 50 年代以来,主要资本主义国家的生产、资本进一步集中,垄断进一步加深。在国际垄断组织的发展中,跨国公司是其中最主要的和最基本的形式,根据联合国跨国公司中心统计,到 1996 年初,世界上有 3.7 万家跨国公司,拥有 20 万家海外子公司,分布在全球 190 多个国家和地区。对外直接投资是跨国公司的主要活动内容,战后,资本主义国家的对外直接投资发展非常迅速:(1)总额变化。1960 年,总额为 580 亿美元。1981 年,则达到了 5 250 亿美元,增加了 8 倍多。到 1985 年,又增加到 6 500 亿美元,累计增长 10.2 倍。这些对外直接投资有 95% 是由跨国公司来进行的。在对外直接投资中,日本 1961 年为 4.47 亿美元,1985 年为 834.98 亿美元,增长了 185.8 倍。同期,

美国对外直接投资总额由 319 亿美元增加到 2 326 亿美元,增长了 7.3 倍,明显显示出日本增长速度已超过美国。从发达国家之间的直接投资来看,美对欧盟投资为 2 320 亿美元,欧盟对美投资为 2 490 亿美元,美对日投资为 310 亿美元,日对美投资为 960 亿美元,日本对欧盟投资为 100 亿美元,欧盟对日投资为 250 亿美元。美国对外投资总额共计 2 630 亿美元。日本、欧盟对美投资为 3 450 亿美元,美对外净投资额为 -820 亿美元。而日本对上述两个地区的净投资额为 810 亿美元。美国的投资净额的流入几乎与日本的流出净额相等。这同美国贸易逆差额恰好是日本的贸易顺差额相一致^①,同时也说明,日本已是世界上最大的对外直接投资国。(2)投资去向的变化。直接投资的产业领域已从原先的采掘业向着制造业、饮食业、金融服务业、地产业等方向转移,体现出了国际分工格局已从垂直型分工体系向水平型分工体系演变,同时,一国货币对他国货币的投机需求又主要出现在发达国家或经济结构相似的国家中。这也反映在汇率的波动主要是一些发达国家货币汇率的波动,如美元对日元、马克、荷兰盾、英镑等货币的兑换价格上,尤其是美元对日元的汇率波动最为激烈。如果以垂直分工为主的互补性商品贸易往来表示货币国际化的低级阶段,那么以水平型分工为主的替代性资本品贸易则可表示货币国际化的较高阶段。如前者尚不需强调国与国经济政策的协调,那么后者则必须加强国与国的货币与财政政策的协调。这是第二次世界大战后特别是进入 20 世纪 70 年代以来即“牙买加体系”成立以来在货币国际化进程中所反映出来的特点。

再看间接投资。间接投资包括资本借贷与有价证券投资两类。跨国公司在战后的进一步发展,无疑扩大了借贷需求。新兴市场国家本身的资本形成率低,经济的发展对海外资金的需求也

① 数据来源:《国际金融统计年鉴》,1995 年。

会迅速提升,而且投资者出于对资产流动性的考虑也倾向把资本投资于有价证券,而这3股合力有力地推进了间接投资的发展。1968年10月以后,设在新加坡的美国银行最先获准设立一个亚洲货币单位(ACU),主要业务是:吸收非居民的外币存款、为非居民进行外汇交易、从事资金借贷以及开立信用证、经营票据贴现等各种境外金融业务服务。1970年新加坡共批准花旗、华侨、麦加利、汇丰等16家银行经营境外货币业务,16家银行共吸收存款3.9亿美元。1987年新加坡亚洲货币市场(银行用境外美元和其他境外货币进行借贷、交易所形成的市场)单位资产总额已达25000亿美元。在贷款方面,新加坡于1972年第一次组织国际银团贷款,中国香港地区在1974年组织第一次美元银团贷款。自1979年至1980年,在中国香港地区安排的国际银团贷款总额为550亿美元。资本的流向绝对与赢利相伴,外国资本对中国的输出,从1845年算起,已经有155年的历史;1998年末期,我国的外债余额约为1350亿美元。

有价证券市场在战后也得到了高速的发展,欧洲债券市场是在20世纪60年代与欧洲美元市场同时发展起来的,第一笔欧洲债券是1961年2月1日在卢森堡发行的,欧洲债券市场在最初几年发展缓慢,但进入20世纪80年代以来,欧洲债券市场发展迅速,据摩根保证信托公司1988年《世界金融市场》的统计资料,欧洲债券发行的规模1982年已达5264.4亿美元。根据1988年末的数字,在英国国际证券交易所挂牌的外国公司共有526家,占整个交易所挂牌的全部公司的20%,东京证券交易所外国公司挂牌数占全部挂牌的比重为0.7%,纽约则为7%。1988年伦敦的外国股票交易额超过国际债券交易所全部交易额的1/4,其数字为全球数字的近半数,为纽约的1倍半,东京的10倍。有价证券市场的国际化促成了货币国际化过程中货币投机需求的发展,有价证券投资由于侧重于资产的流动性因而极易成为游资的攻击目

标,引起股市下挫,进而引发汇率波动。货币国际化过程中货币投机需求的增长,对国际金融市场的监管提出了更高的要求,从而使国与国的联系从单纯的政策协调进入到了市场体系的共同发展上。从商品市场的政策协调到要素市场的政策协调无疑刻画出了货币国际化程度的加深,使非实体经济领域的一体化要求离开了在商品贸易条件下从属于实体经济一体化的要求而成为一个相对独立的领域;并且,货币的国际化速度,由于货币本身的性质、法规的放松、交易技术条件的变动等因素而快于经济一体化的步伐。

在基础证券发展的基础上,金融衍生证券在 20 世纪 70 年代以来也得到了迅猛的发展。1972 年 5 月 16 日,美国芝加哥商品交易所的分支——国际货币市场(IMM)率先经营 6 种国际货币(即英镑、加拿大元、联邦德国马克、日元、瑞士法郎和澳大利亚元)的期货合约。世界上第一个买卖国际货币期货的有形市场得以成立。后来又增加了欧洲美元和欧洲货币单位(ECU)的期货交易。自芝加哥成立 IMM 以来,外汇期货业务在世界范围内迅速发展。1982 年伦敦国际金属期货交易所(LIFFE)与伦敦证券交易所也相继推出了英镑、美元(以联邦德国马克计价)的期权交易;在加拿大的多伦多期货交易所也开始经营有加元、瑞士法郎、联邦德国马克、英镑期货的期权交易;荷兰的阿姆斯特丹设立了欧洲期权交易所,主要经营荷兰盾、美元(以英镑计价)、联邦德国马克(以英镑计价)、英镑(以荷兰盾计价)期货期权交易。据国际清算银行(BIS)的统计,1993 年全球部分有组织的金融衍生工具按名义票面金额计算的发行量高达 78 393 亿美元,比 1992 年增加 31 988 亿美元,增长 68.9%,比 1986 年的 6 188 亿美元增长 11.7 倍,1986 年到 1993 年这 7 年间平均每年递增 167%。

表 0—1

全球部分金融衍生市场按
各主要面额计算的发行量

单位:亿美元

年 份 交易品种	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
总计	6 188	7 289	13 060	17 683	22 917	35 234	46 405	78 393
期货小计	3 950	5 199	9 348	12 581	15 402	22 522	30 074	51 094
利率期货	3 700	4 877	8 984	12 007	14 542	21 371	29 022	49 604
货币期货	100	141	116	156	143	178	245	298
股票价格数 期货	150	181	278	418	697	773	807	1 192
期权小计	2 338	2 099	3 712	5 102	7 516	12 717	16 331	27 309
利率期权	1 415	1 226	2 792	3 879	5 995	10 706	13 854	23 624
货币期权	392	595	480	501	561	612	801	811
股票价格指 数期权	381	218	440	722	960	1 374	1 676	2 864

资料来源:《国际资本市场》,中国金融出版社 1994 年版。

表 0—2

全球有组织交易所
交易的金融衍生工具年交易量

单位:10 万合约数

年 份 交易品种	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
总计	3 148	3 892	3 358	4 204	4 717	5 098	6 349	7 742
期货小计	1 391	2 026	2 080	2 586	3 208	3 121	4 128	5 257
利率期货	910	1 457	1 563	2 010	2 191	2 309	3 301	4 270
货币期货	197	208	221	275	291	292	307	380
股票指期货	284	361	296	301	394	546	520	607
期权小计	1 757	1 867	1 278	1 619	1 900	1 951	2 221	2 185
利率期权	223	293	305	395	520	508	648	829
货币期权	130	183	182	207	189	229	234	238
股票价格指 数期权	1 404	1 391	791	1 017	1 191	1 214	1 339	1 418

资料来源:《国际资本市场》,中国金融出版社 1994 年版。

除了场内交易外,场外交易在 20 世纪 80 年代以后也得到了发展。据统计,1992 年所有交易量的利率和货币互换未清偿的利率掉期值与货币掉期本金值高达 55 746 亿美元,比 1991 年增加 8 912 亿美元,增加 19.1%(而全球实体经济增幅仅为 2% 左右)。在 1987 年到 1992 年的 5 年间平均每年递增 86.26%,其中利率互换平均递增 92.72%,货币互换平均增长 74.31%。

2. 展望

(1) 出于货币交易需求的货币国际化会得到进一步发展。在 GATT 年代,国际贸易的发展无疑受到了来自关税与非关税壁垒的种种限制;发达国家与发展中国家不平等的交换、发达国家之间的贸易磨擦、发展中国家之间合作不够等因素阻碍了全球贸易的发展。关税同盟一方面推进了区域经济的发展,但另一方面也易导致贸易的转移,从而使得建立在比较劳动生产率基础上的国际化格局难以在全球范围内形成,这些人为阻滞国际贸易发展的因素,在经济发展缓慢时因各国政府力图从本国经济考虑而又会进一步加剧。20 世纪 80 年代初,发达资本主义国家的经济增长速度为 -0.4%,发展中国家的经济增长速度为 1.6%;1983 年到 1988 年的 5 年间,发达国家的年经济增长速度只达到 3% 左右,而发展中国家在此间的经济增长速度也只略高于 3% 的水平。经济发展的缓慢加上人为的贸易政策导致了国际贸易的缩减。国际贸易的缩减有两种情况:对发达国家而言,进口缩减大于出口缩减;对发展中国家而言,出口缩减大于进口缩减(见表 0-3)。

当时的 GATT 由于其本身条款的模糊性、仲裁的滞后性而缺乏有效的约束力,用以尽可能减少限制国际贸易发展的人为因素;金融领域的浮动汇率体制安排,尤其是日元升值带来的综合症也阻碍了全球贸易的发展;美元的大幅度贬值并未使美对日贸易逆差有多大的改善,而美对日进一步施加升值压力,导致日本经济的衰退。而 1995 年 1 月 1 日成立的世界贸易组织与 GATT 相比,