

市场变革与体制 选择

关于国际货币金融新秩序
的思考

王 益 著

SHICHANG
BIANGE
YU
TIZHI
XUANZE

中国财政经济出版社

F831.6
1

市场变革与体制选择

——关于国际货币金融新秩序的思考

王 益 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

市场变革与体制选择：关于国际货币金融新秩序的思考/王益著. - 北京：中国财政经济出版社，1999.12

ISBN 7-5005-4448-0

I. 市… II. 王… III. ①国际金融-金融体制-体制改革-研究 ②国际金融-国际经济关系-研究 IV. F831.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 72728 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码：100010

发行处电话：64033095 财经书店电话：64033436

财经图书发行中心电话：82626429 82626430 (传真)

北京市密云县印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 6.75 印张 131 000 字

1999 年 12 月第 1 版 1999 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—2 500 定价：15.00 元

ISBN 7-5005-4448-0/F·4016

(图书出现印装问题，本社负责调换)

目 录

第一章 20 年国际金融市场的变革	(1)
第一节 机构成为市场投资主体	(2)
一、共同基金	(5)
二、对冲基金	(8)
第二节 创新主导市场发展	(10)
一、金融创新的主要形式	(10)
二、衍生产品市场的产生	(11)
三、市场变化的六大趋势	(16)
第三节 资产证券化	(21)
一、资产证券化发展状况	(21)
二、住宅抵押贷款证券化	(23)
三、国际融资方式证券化	(26)
第四节 金融国际化	(28)
一、资本流动的全球化	(28)
二、金融机构的国际化	(34)
三、金融市场的一体化	(37)
四、经济货币化向经济金融化的转变	(40)
第二章 市场变革的经济和技术原因	(43)

第一节 经济全球化的进程·····	(43)
一、全球贸易自由化·····	(44)
二、全球生产体系的形成·····	(46)
三、直接投资和跨国公司的发展·····	(48)
第二节 金融自由化的发展·····	(51)
一、全球金融自由化的本质·····	(52)
二、发达国家的金融自由化·····	(55)
三、发展中国家的金融自由化·····	(58)
第三节 不稳定的汇率制度·····	(60)
一、布雷顿森林体系的瓦解·····	(61)
二、牙买加协议后的国际货币体系·····	(63)
三、欧元诞生后的国际金融体系·····	(67)
第四节 信息技术的广泛应用·····	(75)
一、信息技术的发展·····	(76)
二、对银行业务的影响·····	(77)
三、对证券市场的影响·····	(81)
 第三章 现行国际金融体系的缺陷·····	(85)
第一节 主要货币汇率的波动·····	(85)
一、主要工业国家汇率变动情况·····	(86)
二、汇率波动对世界经济的危害·····	(89)
第二节 现行国际金融体系的特点·····	(91)
一、牙买加体系及其内在逻辑·····	(92)
二、国际货币基金组织的功能·····	(96)
第三节 现行国际金融体系的不平衡·····	(102)

一、储备实力的不平衡	(102)
二、发行利润的单方转移	(105)
三、清偿手段的不平衡	(107)
第四节 现行国际金融体系与发展中国家	(114)
一、大量资本流入发展中国家	(114)
二、资本流动对发展中国家的冲击	(117)
三、钉住汇率制与经济发展	(123)
第五节 现行国际金融体系的内在冲突	(127)
一、实质经济和符号经济的深刻矛盾	(127)
二、现行国际金融体系的五个弊端	(128)
 第四章 国际金融新秩序的特征	(134)
第一节 建立汇率目标区制度	(135)
一、克鲁格曼汇率目标区基本模型	(138)
二、几种主要汇率目标区管理形式	(141)
三、建立三大货币汇率目标区管理机制	(143)
四、小货币与大货币间的汇率目标区	(149)
五、建立汇率目标区的利弊分析	(150)
第二节 加强国家间的政策协调	(153)
一、宏观经济的相互依赖性	(153)
二、政策协调的潜在收益	(155)
三、国家间的政策协调	(156)
第三节 强化国际金融管理体系的职能	(159)
一、金融市场中的国际标准	(162)
二、增强国际金融领域的透明度	(165)

三、增强金融监管制度的有效性	(167)
四、有秩序地推进市场开放	(168)
五、建立危机预警与危机化解机制	(170)
第四节 加强对金融创新和对冲基金的监管	(172)
一、对金融衍生品的监管	(172)
二、加大对对冲基金的监管力度	(173)
第五节 提高发展中国家在新体系中的地位	(178)
一、现行国际金融体系中发展中国家的不公正待遇	(179)
二、在现行国际金融体系中发展中国家更易受到冲击	(184)
三、提高发展中国家在新的国际金融体系中的地位	(185)
第六节 中国应在新体系中发挥重要作用.....	(187)
一、把银行办成真正的银行	(189)
二、推进人民币的国际化	(193)
后 记	(208)

第一章

20 年国际金融市场的变革

自 70 年代以来, 国际金融市场迅速发展, 不论是规模、结构, 还是交易的方式、规则和技术手段都发生了巨大变化。进入 90 年代后, 相对较低的通货膨胀水平, 各国普遍的财政紧缩, 区域经济和货币联盟的发展, 以及金融市场自由化程度的不断提高, 使得国际金融市场的变化, 呈现加速发展的态势。这种发展和变化主要体现在以下几个方面:

1. 随着养老基金、保险基金和各种投资基金的迅速膨胀, 机构投资者在国际金融市场中的地位日益突出, 这在很大程度上改变了市场的微观结构, 也影响其他市场参与者的行为方式。

2. 金融创新和金融产品衍生化的发展, 导致金融市场的产品结构更加复杂, 尤其在衍生产品市场中, 在交易所集中交易的规模处于停滞状态, 而场外合同量则持续增长, 从而使金融市场的形态发生了很大变化。

3. 从本世纪 70 年代末开始, 金融市场出现了全球一体化趋势, 至今仍在继续。金融市场国际化的结果, 对各国国内金融市场正产生着巨大影响, 有的国家因此受益, 有的国家则因此受到严重冲击。不论效果如何, 金融市场对经济的影响力越来越大。

4. 商业银行、投资银行及其他金融中介业务相互渗透, 市场重叠程度加深。例如, 回购协议正逐步代替传统的简单的银行同业存款业务, 这使得更多的机构能够参与市场交易; 银行业务和证券业务之间的界限正在被拆除, 混业经营成为很多发达国家目前金融改革的主要内容之一。随着衍生交易的迅猛发展, 资产抵押证券、结构票据以及资产掉期等工具的流行, 各类市场的相互渗透进一步加强。在金融资产证券化趋势的压力下, 商业银行通过更加积极的资产负债管理, 提供新的表外服务, 收购证券公司和投资基金, 来维持着它们在金融系统的主导地位。与此同时, 投资银行进入了迄今为止商业银行主导的几乎所有领域, 例如银团贷款和信用风险的管理, 加剧了商业银行和投资银行的业务交叉。

这些变革和发展, 深深地影响着经济生活的每一个方面, 使今天的金融市场与从前大不相同。

第一节 机构成为市场投资主体

80 年代以来, 随着西方国家社会保险制度的不断完

善，金融证券化和自由化的推进，以及交易品种和技术的日益复杂化，个人投资者不断将其证券投资委托给专业基金公司管理，如养老基金、人寿和其他保险基金、共同基金、对冲基金、信托基金、基金会等，使得机构投资者在西方发达国家获得了迅速发展，并在国际金融市场上发挥着主导作用。

机构投资者的迅猛发展，首先表现在其资产额的巨幅增长上。根据经济合作与发展组织（OECD）金融事务部的 1996 年的统计，在 1981 到 1995 年的 15 年间，经合组织国家机构投资者的资产总额已从 3.2 万亿美元猛增到 24.3 万亿美元，扩大了近 8 倍，其中美国的机构投资者拥有的资产总额就达到了 11.8 万亿美元，而同期全球股市的总市值为 18 万亿美元左右，主要工业国家的外汇储备却只有 7000 亿美元。由此可见机构投资者实力之强大。其次，若以资产额占 GDP 的比重来衡量，机构投资者的地位也迅速提高。1995 年，主要发达国家机构投资者资产总额占 GDP 总值的比重已达到 106.5%，而在 1981 年，这一数据还只有 38%，这表明机构投资者的扩张速度要远远高于各国的经济增长率。在各类机构投资者中，保险公司和养老基金拥有的资产额仍然最大，其所占比例分别达到 36% 和 25%，投资基金占有 23%，其他类型的基金则占有 16%。^① 值得一提的是对冲基金（Hedge Fund）的资产规模增长极为迅速，其资产额已从 1991 年

① 以上数据均来自：经合组织（OECD），1996 年统计年报。

的 400 多亿美元增加到目前的约 3000 亿美元^①。由于对冲基金可以运用高比率的财务杠杆（最高比率可达自身资产额的 100 倍），因此它们的实际运用资金量，要远远大于其资产额（见表 1-1）。

表 1-1 西方七国机构投资者资产额占 GNP 的比重 (%)

	1980	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995
美国	59.3	88.1	127.4	139.6	145.7	155.2	153.5	170.8
英国	64.1	115.3	114.5	126.2	115.3	163.8	149.6	162.3
日本	23.1	50.3	81.7	79.3	78.1	81.4	84.9	77.4
德国	20.3	37.1	36.5	38.3	33.8	38.3	44.2	46.1
法国	23.4	46.1	52.9	60.1	58.3	69.7	72.5	75.3
加拿大	35.2	52.2	58.6	64.2	66.9	76.9	80.9	87.9
意大利	6.2	10.6	13.3	15.3	12.5	17.7	19.6	20.6

以上数据和资料来源于：经济合作与发展组织 1996 年年报。

在资产总额急剧增长的同时，机构投资者逐渐成为金融市场上的主导力量。在美国，机构投资者已持有 50% 以上的股票，占有纽约证券交易所 3/4 的交易额，而在场外市场、债券市场特别是新金融产品市场中，机构投资者占据着绝对的主导地位。1985 年美国 10 大投资机构管理的资产，其价值约为 9690 亿美元，10 年后的 1995 年，这 10 大投资机构所管理的资产达到了 2.4 万亿美元。近年来，出于分散投资风险和分享别国市场较高投资收益率

① 资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计 (IFS)》，1998 年。

的双重目的，机构投资者的国际组合投资活动也日益增加，西方七国机构投资者资产中用于国际投资的比重从 1989 年的 7% 增至 1995 年的 15%，极大地推动了资本的跨国界流动。^①

机构投资者凭借雄厚的资金实力、人才优势和先进的投资技术进行各类金融投资活动，对整个国际金融市场的结构和运行机制产生了深远影响。如机构投资者具有的储蓄转化功能推动了国际金融的证券化；对流动性的需求促使第三市场、第四市场及各类专门交易系统（PTS）的相继出现；对规避风险的内在需求推动了金融产品和交易策略的创新。然而，由于信息技术的进步和投资管理业内部竞争的加剧，机构投资者的信息来源和投资策略趋于同一化，因此它们更倾向于同时进出同一个市场，使金融资产的价格在短期内出现巨幅波动，从而对国际金融市场的稳定运行带来了巨大的威胁。

一、共同基金

在美国，在总资产中占比重最大的机构投资者是养老金、保险公司和共同基金，这三者在 1993 年所管理的资产规模超过 8 万亿美元。养老金和保险公司传统上一直是发达国家金融市场上的主要投资者。70 年代以来，在许多发达国家中，随着金融业的开放和居民家庭储蓄行为结构的变化，基金管理逐渐成为金融界最具活力的行业。

^① 资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计（IFS）》，1996 年。

虽然养老金和保险公司仍然控制着相当规模的证券投资，但共同基金的发展同前两者相比则非常迅猛。美国共同基金资产自 1970 年以来一直保持两位数的增长速度，当时总价值仅为 480 亿美元，之后得到了迅速发展。表 1-2 给出了 1984—1997 年美国共同基金管理的各种金融资产的情况。1984 年管理的资产总量为 3706 亿美元，其中股票 831 亿美元，债券 540 亿美元，货币市场资产 2336 亿美元。到了 1997 年，美元共同基金管理的总资产达到 36870 亿美元，是 1984 年的 10 倍，其中管理的股票资产增长得最快，达到 18547 亿美元，是 1984 年的 22 倍多，债券增加到 8976 亿美元，货币资产增加到 9347 亿美元。

表 1-2 美国共同基金管理的资产 (单位: 10 亿美元)

	资产总量	股票	债券及收益	货币市场
1984	370.6	83.1	54.0	233.6
1985	495.5	116.9	134.8	243.8
1986	716.2	161.5	262.6	292.2
1987	769.9	180.7	273.2	316.1
1988	810.3	194.8	277.5	338.0
1989	982.0	249.0	304.8	428.1
1990	1066.8	245.8	322.7	498.4
1991	1395.5	411.6	441.4	542.4
1992	1646.3	522.8	577.3	546.2
1993	2075.4	749.0	761.1	565.3
1994	2161.5	866.4	684.0	611.0
1995	2820.3	1269.0	798.3	753.0
1996	3539.2	1750.9	886.5	901.8
1997	3687.0	1854.7	897.6	934.7

资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计 (IFS)》，1998 年。

从 1970 年到 1997 年 4 月, 美国的共同基金数目从 361 个增加到大约 6500 个, 投资于共同基金的个人账户从 1100 万个增加到 1.51 亿个。其他发达国家也存在类似的趋势, 预计今后共同基金发展趋势还要加快。^①

基金的组成千变万化, 风险结构各不相同, 受到的监管也不一样。例如在美国, 有很多投资基金, 绝大多数是共同基金, 它们都要受到美国投资公司法的监管, 对这些投资基金可以募集资金的对象、可以投资的资产对象、可以持有的公司股数等, 都有明确的规定。另外有一些投资基金, 并没有登记注册为投资基金, 通常被称为私人基金。这种基金由于没有受到美国相关法规的限制, 因此其可选择的投资工具以及投资方法的余地是比较大的。当然, 并不能绝对地说, 根据投资公司法登记的基金的风险就一定小。因为投资股票市场, 风险总是比较大的, 但由于这些基金的投资方法受到一定限制, 例如, 一定要分散投资, 不可以透支借贷, 必须定期公布净资产以及组合等, 都使得这些资金的风险性相对降低, 至少透明度是较高的。而未登记的私人基金就不受到这些规定的约束, 只要基金的投资人同意, 其操作者可以较自由地进行各种投资或投机。当然, 也并不是所有的私人基金都具有高风险, 主要还要看其操作者的策略。不过, 也确有相当数量的私人基金往往采用一些高风险的投资策略, 以期获得较高的回报。

① 资料来源: 国际货币基金组织, 《国际金融统计 (IFS)》, 1996 年。

二、对冲基金

在机构投资者中，近年来最具活力的是在国际金融市场上兴风作浪的对冲基金。对冲基金的英文为“Hedge Fund”，照字面翻译的话，就是“套利避险基金”。目前，全世界约有超过 3000 个对冲基金，管理着超过 3000 亿美元的资产，其投资涉及包括股票、债券、期指、股指等领域。

一般而言，今天所说的对冲基金，主要指的是一种新的投资模式，根据不同市场的状况，采用各种投资工具的组合，以复杂的理论计算为基础，利用各种衍生产品的杠杆效应，承担高风险，追求高收益。对冲基金的投资活动表现出了以下重要特征：第一，各类复杂的金融衍生产品，成为对冲基金的主要操作工具。第二，利用各种信用工具和杠杆借贷，成倍地扩大投资基金，从而达到最大程度地获取回报的目的。第三，组织结构一般采取合伙人制，基金投资者以资金入伙，提供大部分资金但不参与投资活动，基金管理人以资金和技能入伙，负责基金的投资决策。一般来说，由于对冲基金在操作上要求高度的隐蔽性和平共处灵活性，在美国对冲基金的合伙人通常控制在 100 人以下，而对冲基金的操作必须达到一定的资金规模，每个合伙人的出资历额都在 100 万美元以上。第四，由于对冲基金的高风险性和复杂的投资机理，许多西方国家都禁止其向社会公众公开招募资金，以保护普通投资者的利益。另一方面，对冲基金的私募性质，也规避了美国

法律对公募基金信息披露的严格要求。第五，对冲基金与共同基金具有很大的不同，两者不仅在基金投资者、资金募集方式，信息披露要求和受监管程度上存在很大差别，在投资活动的公平性和灵活性方面也存在很多差别。例如，证券投资基金一般都有较明确的资产组合定义，在投资工具的选择和比例上有确定的方案，如平衡型基金的投资在股票和债券上大体各半，增长型基金指侧重于高增长性股票的投资。又例如，共同基金不得利用信贷资金投资，而对冲基金则宝剑没有这些方面的限制。

对冲基金的最初起源，是从集中资金炒股票开始的。后来随着各种衍生工具的问世，对冲基金所涉及的领域也越来越广，资金量也越来越大。90 年代以后，国外对冲基金的数量和规模都有较大增加，很大程度就是因为有像索罗斯这样的对冲基金运作者，使此类基金产生了丰厚的回报。尽管对冲基金由来已久，但在欧美证券市场上，它一直处于配角的地位，因为相对规模庞大的共同基金阵营，其能量还比较小。最近几年来，对冲基金名声大噪，几次在国际外汇市场上呼风唤雨，大出风头。这些基金一般都是在美国、英国或者其他一些监管相当宽松、开放的国家或地区注册的一个合伙人或有限公司，其资金来源可以是一些其他的基金或金融机构或个人投资者。然后它可以通过一些跨国的银行或证券机构，很容易地将这些资金在国与国之间转换，买卖各种证券。

很多衍生产品是为对冲风险而设计的，但因其成本低、回报高、风险难以估计，反而成为许多对冲基金进行

投机的得力工具。对冲基金管理者将各种复杂的衍生工具进行组合设计,根据市场状况进行投资,在预测准确时获取超额利润,在预测失误时也能有效地控制风险。但是,对冲基金的这种高额收益,并不直接来自生产活动的增加,在短期内主要是一种财富的重新分配,其对金融市场效率的提高,具有一定的促进作用,但由于其投机性强,又缺乏有效的监管,其破坏性往往大于建设性,是造成和加剧金融风险的一个重要因素,应引起高度重视。对冲基金投资效应的高杠杆性,筹资方式的私募性,操作的隐蔽性和灵活性,增加了对其实施有效监管的难度。但是,只要下决心进行一些相应的制度改革和建设,这总是不难解决的。

第二节 创新主导市场发展

金融创新是指金融工具、金融机构和金融交易技术的创新活动。国际范围的金融创新活动于 70 年代开始迅速发展,80 年代中期达到了高潮,90 年代继续向前发展。

一、金融创新的主要形式

金融创新首先是金融工具的创新,而最主要的金融工具创新至少包括以下几个方面:第一,货币互换和利率互换。这是一种从平行信贷基础上发展起来的最重要的国际金融创新,其基本原理是利用互换双方在不同的金融市场