

后危机时期

国际金融的变革与稳定

HOU WEIJI SHIQI

GUOJI JINRONG DE BIANGE YU WENDING

岳 华 著

本书获上海市哲学社会科学规划课题资助

后危机时期

国际金融的变革与稳定

HOU WEIJI SHIQI GUOJI JINRONG DE BIANGE YU WENDING

岳 华 著

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

后危机时期国际金融的变革与稳定/岳华著. —上海:学林出版社, 2012. 8

ISBN 978-7-5486-0374-0

I. ①后… II. ①岳… III. ①国际金融-研究 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 152419 号



后危机时期国际金融的变革与稳定

作 者——岳 华

责任编辑——齐 力

特约编辑——刘益民

封面设计——周剑峰

出 版——上海世纪出版股份有限公司

学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)

电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——上海世纪出版股份有限公司发行中心

(上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

照 排——南京展望文化发展有限公司

印 刷——启东市人民印刷有限公司

开 本——640×978 1/16

印 张——14.5

字 数——15 万

版 次——2012 年 8 月第 1 版

2012 年 8 月第 1 次印刷

书 号——ISBN 978-7-5486-0374-0/F. 24

定 价——28 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

前 言

战后国际金融体系经历了两个时代：布雷顿森林体系和后布雷顿森林体系时代。曾经给世界经济营造了稳定与和谐的布雷顿森林体系，终因无法破解“特里芬难题”而崩溃。现今的后布雷顿森林体系特征可以归结为美元主导下的自由浮动汇率制度、与金融创新推动下的监管缺失并存的“无体系”时代，正是这一无体系的体系，成为 20 世纪 90 年代以来金融危机不断爆发的温床。虽然危机爆发的根源在于国际金融体系制度性的缺陷，但金融参与者力量的变革却是导致危机的罪魁祸首，参与者们的力量大到足以在金融市场上呼风唤雨的程度。每一次危机或者战争，都会塑造新的全球金融结构，危机过后往往会出现一个金融帝国的衰落，另一个或一些国家金融力量的上升，致使金融控制权的平衡发生长期的根本改变。始自 2008 年的国际金融危机，正在改变着以美元—华尔街体系为核心的金融结构力量。

在全球化时代，金融稳定的重要内容之一就是选择既稳健又灵活的汇率制度，以推动世界经济的发展。纵观过去二十多年，国际汇率制度发生了巨大变化。从现状来看，欧洲由原先的欧洲货币体系变为了统一的欧元区；新兴市场国家在经历了

若干金融危机后,由固定汇率制度走向了更富弹性的汇率制度安排,并适时重新考虑资本账户开放的时序和步骤。可以断言,未来国际汇率制度最理想的终极状态是全球实现统一货币,建立世界中央银行,但是,就目前的具体情况看,采用中间汇率制度以加强区域货币合作,是防范金融不稳定的最佳途径之一。

在国际金融大动荡的背景下,十年来人民币汇率走势发生了戏剧性的变化,贬值与升值似乎就在一瞬间,人民币汇率比任何历史时期都备受国际社会关注、更能影响世界经济发展。当1998年亚洲金融危机肆虐之时,“人民币必贬值,否则中国经济将面临灭顶之灾”的论断占据主导。然而,人民币兑美元汇率却保持了超稳定的1:8.2。事后来看,人民币不贬值起到了非同寻常的意义。中国借此树立了大国形象,对亚洲金融体系的稳定以及亚洲地区经济的恢复,发挥了积极作用。贬值压力的影子尚未散去,自2002年以来,人民币汇率再度成为世界关注的焦点,不过,这次面对的却是异常猛烈的升值压力。人民币自2005年7月“汇改”至今,踏上了升值之路,至2012年6月人民币兑美元汇率已升至1:6.2。在遭遇2008年国际金融危机之后,人民币仍然处于升值进程中。根据国际经验,一个经济大国的崛起,往往伴随着货币升值。中国如何利用这一历史机遇,在保持金融稳定和经济发展的同时,不失时机地推进人民币国际化进程,在改革国际货币体系的谈判中,亮出中国牌。正是基于上述背景,本书选择了后危机时期国际金融的稳定与变革这一课题。

全书共分六章:

第一章全球化背景下金融不稳定的经济学解释。从全球化视角剖析金融稳定与不稳定的概念,分析金融不稳定的市场运行本源,指出金融不稳定造成的社会经济后果很严重,会引起金融危机,导致实体经济衰退和社会局势的动荡。因此,维护金融稳定需要采取全球策略,如国际经济政策协调、推进区域货币一体化进程等。

第二章后危机时期金融结构力量的重塑。所谓金融结构力量就是指通过“非暴力”的无形掠夺和“合法”的金融渗透、金融竞争、资本投资和信息干扰等手段达到控制世界的目的,并且表现出无国界性。进入 21 世纪以来,大国的博弈已经全面进入到金融领域。霸权思想的盛行、金融资本的集中分配、信贷评级机构的角色以及媒体的推动都是影响金融结构力量变迁的驱动因素。金融危机后,美国、欧盟、日本等发达国家之间发生着金融结构力量的变化,同时新兴市场国家崛起为新的制衡力量。

第三章后布雷顿森林体系时代金融参与者的力量变革。进入后布雷顿森林体系,金融全球化和自由化的加速发展促成了金融参与者力量的变革。他们利用金融创新和技术进步对市场资源再开发,加快了社会资源从非金融领域流向金融市场的进程,他们凭借新自由主义经济学思维的庇护,演绎了极端短期主义和投机的盛行,从而引致金融危机的爆发。

第四章后危机时期国际货币基金组织治理机制改革的新设计。全球金融危机爆发以来,改革国际货币基金组织的呼声日益高涨。近期国际货币基金组织推进的旨在提高新兴市场化国家地位和话语权的份额改革,得到了国际社会的赞同,被

认为是迈出了改革的“实际步伐”。国际货币基金组织作为布雷顿森林货币体系的产物,其治理机制已不能适应当今世界经济发展的新形势。本章针对国际货币基金组织治理机制的缺陷,从公司治理视角提出新的治理框架设计,并建议我国应牢牢把握国际货币基金组织改革的中国机遇。

第五章后危机时期加强国际金融监管的理论及其运用。如何管理危机,曾经就金融市场加强监管与放松监管的两派争论各执一词,国际社会热点偶然又必然地重新聚焦托宾税,期待它真正发挥“往金融市场飞快运转的轮子里撒把沙子”的功效。目前,托宾税已成为全球金融监管的理论依托,只在技术层面有待完善。本章阐述了托宾税实施细则与步骤,提出解决托宾税避税问题与效率问题的路径,并设计出我国开征托宾税的技术运作框架。

第六章稳定国际金融秩序的汇率制度安排。金融稳定的重要内容之一就是选择既稳健又灵活的汇率制度,中间汇率制度恰恰符合要求。中间汇率制度经历了百年的演进,并且仍处于理论争辩之中。各国在现实的汇率制度选择方面,一般会遵循开放经济中的三元悖论,兼顾资本账户开放和货币政策独立。发达国家偏向于浮动,而发展中国家倾向于固定。

第七章改革国际货币体系的中国力量:人民币国际化。随着新兴市场国家的崛起,世界经济出现了多极化的新格局,而国际货币体系却没有体现更多新兴市场国家的利益,依然是美元主宰天下的霸权特征。这种矛盾关系必然导致全球经济的失衡和金融危机的频发。现行国际货币体系表现出强烈的美元主导特征,并在内部存在诸多的缺陷和不公,最终成为当前

世界经济一系列矛盾的根源。改革现行国际货币体系的可行方案是建立多元化国际货币体系,推进人民币国际化进程。本章主要分析人民币国际化的内生基础和外在条件,运用最优货币区理论指数模型对人民币国际化进行了可行性检验,最终提出人民币国际化的路径选择。

作 者

2012 年 6 月

前

言

目 录

前言	1
第一章 全球化背景下金融不稳定的经济学解释	1
一、金融不稳定的概念诠释	2
二、金融不稳定的市场运行本源	5
三、金融不稳定引发金融危机的社会经济影响	8
四、维护金融稳定的全球策略	16
第二章 后危机时期金融结构力量的重塑	25
一、金融结构力量的内涵及变革背景	27
二、当代金融结构力量的大国博弈	31
三、金融结构力量变迁的驱动因素	49
四、金融结构力量重塑中新兴市场国家的作用	55
五、结论及对中国的启示	58
第三章 后布雷顿森林体系时代金融参与者的力量变革	61
一、后布雷顿森林体系时代金融业发展趋势的演变	62
二、后布雷顿森林体系时代金融参与者的构成及变革	69

三、金融参与者行为决策的新自由主义认知与短期主义	78
四、国际金融组织对金融参与者的政策主张	83
五、结论	86
第四章 后危机时期国际货币基金组织治理机制改革的新设计	89
一、为什么治理机制成为国际货币基金组织改革的关键问题	90
二、国际货币基金组织治理机制的基本框架与内容	92
三、国际货币基金组织治理机制存在的缺陷	96
四、改革国际货币基金组织治理机制的总体设计	101
五、国际货币基金组织改革的中国机遇	105
第五章 后危机时期加强国际金融监管的理论及其运用	108
一、国际金融监管的最新理论争辩	109
二、国际金融监管的托宾税思想内涵	111
三、国际金融监管中托宾税的技术运用	114
四、托宾税思想的理论超越与现实局限	121
五、资本异常流入时我国开征托宾税的意义及设想	123
第六章 稳定国际金融秩序的汇率制度安排	129
一、开放经济的“三元悖论”	130
二、中间汇率制度演进及理论争辩	134
三、各国汇率制度选择的现状及趋势	141

四、汇率制度选择与资本账户开放的协调·····	145
五、新兴市场国家汇率制度的选择·····	149
六、结论·····	151
第七章 改革国际货币体系的中国力量：人民币国际化	
·····	153
一、现行国际货币体系的特征与改革趋势·····	154
二、人民币国际化对多元国际货币格局形成的作用	
·····	167
三、人民币国际化的内生基础与外在条件·····	171
四、人民币国际化的可行性检验·····	178
五、人民币国际化的路径选择·····	187
参考文献 ·····	194
后记 ·····	214

第一章 全球化背景下金融不稳定的经济学解释

过去三十多年来,全球化主导的国际金融得到快速发展已是不争的事实,金融业从外延到内涵,从形式到内容都发生了深刻的变化,并影响和改变着全球经济的发展。由于放松监管、自由化、全球化及信息和计算机技术的发展,金融市场经历了剧烈转变和快速发展。表现为跨国资本流动大幅增长,新的金融工具不断推出,金融合约执行更为简单快捷。尽管这些变化更能发挥金融的功效,使资本配置合理有效,但是,金融过度膨胀造成全球经济出现虚拟化甚至泡沫化,全球金融持续失衡,金融不稳定性增强,金融危机频发。这些结果也成为造成全球经济衰退的隐患。金融不稳定主要是由成熟资本市场的金融波动、新兴市场的地区金融危机、“9. 11”后的金融混乱和公司管理层营私舞弊带来的风险。最近的美国次贷危机证明了信贷危机可以传染到整个银行业直至影响到实体经济。危

机后,全球把金融稳定放在了重要位置,并且展开了一场世界范围的政府“大救市”,中央银行常常扮演金融稳定“守护者”的角色,但货币政策有时无法降低市场风险,它只是起到减少宏观经济风险的作用。

金融稳定之所以重要,与几十年来金融全球化发展的趋势有关。第一,金融部门的扩张速度远快于实体经济。在发达经济体中,金融资产所占份额已是数倍于国内生产总值(GDP);第二,金融深化的进程伴随着金融体系的结构重组,非货币性资产份额增加,货币基础的杠杆效应愈加明显。第三,由于跨国跨行业的购并,国内和国际金融市场息息相关,增强了危机感染程度;第四,由于金融创新工具的复杂性,金融活动的多样性,金融风险的流动性,加大了整个金融体系的复杂程度。上述趋势反映了金融业对经济效率的提高所作的贡献,但它也改变了金融风险的本质及影响实体经济的途径,同时也影响着政府维持金融稳定的决策,在更大的程度上加剧了金融不稳定。

一、金融不稳定的概念诠释

(一) 金融稳定的含义

金融与生俱来就带有不稳定性,金融不稳定和金融稳定是相呼应的概念。国际货币基金组织经济学家加里·J. 席纳西(Garry J. Schinasi)认为,只要金融体系能够抗击内生或由于外

部未预料到的冲击造成的不平衡,继续履行提高实际经济运行效率的职能,金融体系就处于一系列不同层次的稳定状态中。欧洲中央银行的托马索·帕多-席奥帕(Tommaso Padoa-Schioppa)认为,金融稳定就是指金融体系能够抵御经济冲击,避免矛盾的积累,继续履行调动储蓄、投向高效率部门、支付清算等职能。

金融体系包括相互关联的三个部分:环境(法律、支付、结算和会计系统)、机构(银行、证券公司、机构投资者)和市场(证券市场、货币市场和衍生品市场等)。无论哪一部分出现不平衡都会影响整个体系的稳定。金融稳定并不要求金融体系的所有部分总处于最佳运行状态,但稳定的金融体系应该能在危机之前通过自我矫正机制来限制和解决不平衡,并保证一国货币能够执行交易手段、计价单位和储藏手段的职能。若金融体系的不平衡并未损害经济活动,则金融体系可视为稳定。适度的金融机构破产、金融价格的波动性和金融市场的重大调整体现了竞争性、新信息的获得,可以说是健康的标志。因此,评价金融体系的稳定需要全球视角。

(二) 金融不稳定的含义

在现实经济中,人们往往更关注金融不稳定。由于“金融稳定”的定义在学术界尚无统一的理解和概括,因此,许多学者和专家更多地是从“金融不稳定”和“金融脆弱”等方面进行分析。国际清算银行(BIS)金融稳定论坛的安德鲁·克罗克特(Andrew Crockett)认为,金融不稳定是指实际经济部门受到来自金融体系的负面影响,例如金融资产价格的急剧波动或金融

机构的倒闭产生的负面影响。哥伦比亚大学的弗雷德里克·米什金(Frederick Mishkin)分析金融不稳定的根源在于信息对金融体系的冲击,受到冲击的金融体系不能正常履行配置资金的能力,资金不能投入最有生产效率的投资项目。美联储前董事会主席罗杰·弗格森(Roger Ferguson)认为金融不稳定的特征有以下三个:一是重要的金融资产价格严重偏离实际;二是金融市场的正常运行及可贷资金量受到严重影响;三是金融的总需求明显偏离均衡水平,远高于或低于一个经济体的潜在总供给水平。最终,S.拉德特和J.萨克斯(S. Radelt and J. Sachs)把金融市场的内在不稳定性定义为国际资本市场容易发生“自我实现”的金融恐慌。可见,金融体系具有内在的不稳定性。金融波动是金融体系的固有特征,金融市场中的价格涨跌构成了金融体系运行的外在表现,金融产品的价格受到多种复杂因素的影响而上下浮动是必然规律。一般情况下,金融市场能够承受一定程度的波动;然而,当市场无法有效化解这种不稳定性时,波动就会演变成危机。

(三) 金融危机

金融危机首先是一种波动,同时又是波动发展积累过程中从量变到质变的转化,是金融不稳定的终极表现。“危机”一词起源于古希腊,其含义是区别、筛选和决断,表示病情发展到了或生或死的转折关头,也表示社会发展到了需要对不同的人 and 物的重要性进行权衡取舍的紧要时刻。17世纪后期,危机被用来指代一般市场不均衡这一条件。19世纪以后,危机在经济学中主要指社会经济和金融发展过程中出现的极度不正常的紧

急状况。查尔斯·P. 金德尔伯格指出：金融危机的定义是全部或大部分金融指标——短期利率、资产（证券、房地产、土地）价格、商业破产数和金融机构倒闭数——的急剧、短暂和超周期的恶化。金融危机的特征是基于预期资产价格下降而大量抛出不动产或长期金融资产换成货币；而金融繁荣或景气的特征则是基于预期资产价格上涨而大量抛出货币，购置不动产或长期金融资产。金融危机是社会的金融体系中爆发的危机，它集中表现为金融体系运行过程中发生的金融资产价格等金融指标在短期内急剧变化的现象，这些金融指标包括汇率、短期利率、证券价格、房地产价格、金融机构倒闭数目等。根据国际学术界的观点，金融危机按表现形式分为不同类型，主要有货币危机、银行危机、债务危机和系统性危机等。

二、金融不稳定的市场运行本源

（一）金融不稳定的市场运行外部条件

随着金融自由化的发展和深化，全球面临的金融交易不确定因素就会增加，使金融创新尤其是金融衍生工具成为分散和转移风险、投机获利的重要途径。20 世纪 70 年代初期，欧洲美元市场的形成、外汇管制的放松、国际资本流动的加速，使得国际货币体系由美元本位制度逐步向市场决定机制转变。20 世纪 80 年代之后，美国对以商业银行放松管制为主要特征的监管制度进行变革，通过废除存款利率限制，促使银行控股公司

业务多元化,废除设立分支机构和地域扩张限制等使商业银行具有更大的经营自主权和灵活性。至此,一个全球金融市场运转所应具备的资金供求、市场价格、竞争主体、产品工具等要素逐步形成。^① 由于国际货币体系的内在缺陷以及监管缺失,为金融市场运行的不稳定提供了外部条件。

(二) 金融不稳定的市场运行内在机制

1. 影子银行表外业务发展失控的潜在风险

金融创新行为失控、资产价格泡沫破裂,以及金融机构资产负债表恶化等都会加剧金融不稳定,引发金融危机。二十多年来,金融创新的一个重要方面是银行和整个金融业表外业务的高速扩张,导致非银行金融机构已赋予银行业信用资产发展衍生业务,产生了银行体系之外的影子银行系统。它包括投资银行、经纪商、对冲基金、私人股本、结构性投资工具、货币市场基金以及非银行抵押贷款机构。其运作模式为:借入期限短、流动性高的资金,然后从事期限长、流动性低的资产贷款和投资,典型的影子银行运作是结构性投资工具 SIV。^② 这种运作模式类似于在没有安全网的情况下走钢丝,对金融市场稳定构成巨大的潜在风险。在市场平衡发展时,风险被隐藏,一旦市场动荡,投资者丧失信心,这些机构风险就会迅速转化为损失。因为它们的资产具有长期性和低流动性,而资金来源具有短期

① 朱民等:《改变未来的金融危机》,中国金融出版社 2009 年版,第 24 页。

② SIV 是一种特殊意图实体,它和发起银行之间具有破产隔离的法律形式,不纳入发起银行的资产负债表。它是通过在货币市场按照接近 LIBOR 的利率出售短期资产抵押商业票据获得资金,然后将资金投向利率更高的长期债券,获取基点的利差。