

MECHANISM
OF CURRENCY

国际货币制度视角下的 货币危机机理研究

The Study on the Mechanism of Currency Crises
with the Perspective of the International Monetary System

王立荣/著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书受到以下基金资助：

2011 年度教育部人文社会科学研究一般项目——青年基金项目（项目编号：11YJC790181）

东北师范大学哲学社会科学校内青年基金项目（项目编号：2010QN009）

东北师范大学哲学社会科学校内青年基金项目（中央高校基本科研业务费专项资金资助）

（项目编号：12QN037）

国际货币制度视角下的 货币危机机理研究

**The Study on the Mechanism of Currency Crises
with the Perspective of the International Monetary System**

王立荣/著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际货币制度视角下的货币危机机理研究/王立荣著.
—北京: 经济科学出版社, 2012. 12
ISBN 978 - 7 - 5141 - 2768 - 3

I. ①国… II. ①王… III. ①货币危机 - 研究 -
世界 IV. ①F821. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 298717 号

责任编辑: 杜 鹏 王 丹
责任校对: 王肖楠
版式设计: 代小卫
责任印制: 邱 天

国际货币制度视角下的货币危机机理研究

王立荣/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.625 印张 180000 字

2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2768 - 3 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

20 世纪 70 年代以来，随着金融全球化、自由化趋势的不断推进和国际资本流动的加剧，全球范围内货币危机频繁发生，货币危机的性质和形成机理发生着变化，货币危机理论也在此时开始形成比较独立和完整的体系。货币危机理论不断“升级换代”，从强调宏观经济基本面因素的第一代货币危机模型，发展到强调货币危机自我实现性质的第二代模型——随机、预期模型；随后，亚洲金融危机的爆发为新一代货币危机模型的建立提供了很好的研究平台，存在争论的第三代货币危机理论出现了多种形式，如道德风险说、双危机理论、资产负债表理论，等等。

通常对货币危机理论的梳理主要依据时间顺序，将货币危机理论归纳为三代货币危机模型。但本书拟从国际货币制度演变的视角，对货币危机形成机理予以重新阐述和分析。将货币危机的发生纳入国际货币制度演变的框架下，这将有助于重新理解国际货币体系演进的内在规律——其遵循着否定之否定的原则，新视角也有助于更好地理解目前出现的国际经贸合作的高级形态——新型区域货币合作体系建立的必要性和必然性。

国际货币制度的演进历程和发展方向是贯穿本书的主线，本书围绕该主线展开了一系列对不同类型货币危机发生机理的分析。也正是基于国际货币制度演变的视角，因此，本书中涉及的货币危机，主要是针对具体的汇率制度而言，实行某种程度固定或盯住汇率制度的国家或经济体，出于某种原因不得不放弃固定汇率或盯住

汇率，转而实行波动幅度更大的汇率制度（如货币局制度下不得不重新调整盯住汇率的比率）时，就认为发生了货币危机。至于采取浮动汇率制度的国家或经济体，由于汇率本身就是自由浮动的，因此需要思考的是汇率为何大幅波动以及是否“过度”波动的问题。谈及“过度”波动，应首先定义什么是合理波动，然而，在经济形势瞬息万变的背景下，对汇率波动“合理范围”的界定，在理论上可谓仁者见仁智者见智。因此，退而求其次，对浮动汇率制度下汇率波动性的考察，主要研究引发汇率大幅度波动的因素，这将更有实际意义。

无论在何种汇率制度下，汇率频繁地大幅度波动对实体经济的发展都有害无益。反映两国货币交换比率的汇率，最本质的作用是为国际贸易和国际投资带来换算上的方便，然而在目前虚拟经济愈加繁荣的情况下，汇率同实体经济的联系却显得愈加疏离。厘清汇率波动的机制既具有理论意义，又具有现实意义。这也正是本书致力于解决的问题。

作 者

2012 年 12 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景	1
第二节 主要内容和结构安排	2
第三节 创新之处	3
第二章 相关概念界定及研究文献综述	5
第一节 相关概念界定	5
第二节 货币危机理论研究综述	11
第三章 国际货币制度的历史演进	26
第一节 国际金本位货币制度的历史演进	29
第二节 两次世界大战间货币制度的高度无序	33
第三节 布雷顿森林体系的建立与崩溃	37
第四节 牙买加体系的建立及内在矛盾	44
第四章 固定汇率制度与货币危机	56
第一节 国际金本位制度与货币危机	56
第二节 布雷顿森林体系与货币危机	59
第三节 欧洲货币体系 (EMS) 与货币危机	66

第五章 浮动汇率制度与货币危机	76
第一节 研究背景	76
第二节 浮动汇率波动机制之理论模型	
——对 Dornbusch 汇率超调模型的扩展	78
第三节 汇率“过度”波动的检测	89
第六章 中间汇率制度与货币危机	92
第一节 区域美元本位与货币危机	92
第二节 货币局制度与货币危机	111
第七章 新型区域货币合作模式对货币危机的规避	126
第一节 国际区域货币合作的理论基础	126
第二节 现行的国际区域货币合作模式及	
各模式下对货币危机的规避	137
结语	150
参考文献	154

第一章 导 论

第一节 研究背景

布雷顿森林体系崩溃后，国际货币制度进入“牙买加体系”时代，从本质上说，牙买加体系是以国际协定的方式正式承认了各国在汇率方面的行动自由。在这种体系下，汇率长时期地大幅度波动，并且越来越不能用实体经济的基本面因素来解释。汇率水平的剧烈波动增加了国际贸易的风险，导致国际贸易的波动，对国际间长期投资也造成不利影响，对宏观经济的稳定运行产生冲击。另外，汇率水平的剧烈波动也影响到银行的资产负债表，致使银行体系不能正常进行资金配置，从而间接地对实体经济造成危害。

面对汇率的剧烈波动，不同国家采取了不同的汇率制度。发达国家普遍采取放任自流随机干预的浮动汇率制度，而广大发展中国家则纷纷采取资本项目管制和加强中央银行干预等手段来稳定汇率，并广泛实行盯住某种货币或货币篮子的盯住汇率制度。然而 20 世纪 90 年代以来，频繁发生的货币危机证实了汇率的内在的不稳定性。

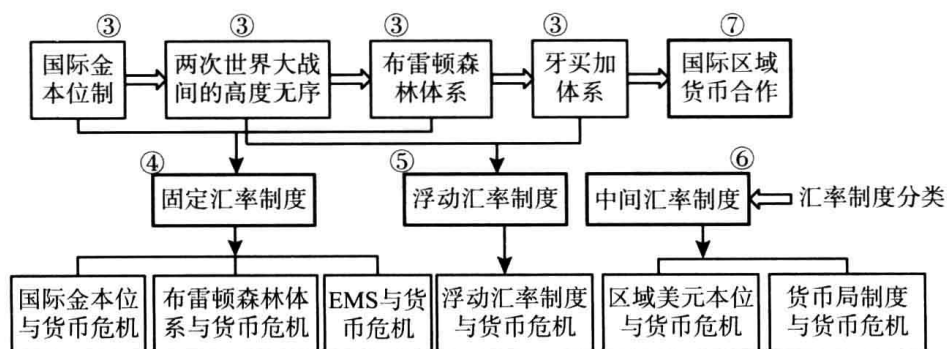
另外，中国正式加入世贸组织以后，面临着逐渐放松资本管制的境况，为了提升人民币的国际地位，2008 年 12 月中国政府提出在中国国内特定地区与周边特定国家和地区试点实行以人民币为贸易结算货币，并于 2009 年 7 月正式在上海等 5 个城市开展人民币

结算试点；2010年6月，跨境贸易人民币结算试点扩展到全国20个省（自治区、直辖市），人民币正在向国际化道路迈进。实体经济方面，中国与世界其他国家的经济联系愈加紧密，国际贸易成为促进中国经济增长的重要因素，国际资本也成为中国资本品积累的重要来源，种种因素使中国经济发展面临一个更为复杂的国际环境，而开放发展的道路使人民币汇率成为影响中国经济发展的重要变量之一，如何维持人民币汇率的稳定，显得更为迫切。鉴于此，研究不同汇率制度下汇率波动的原因，对于进一步制定汇率政策至关重要。

第二节 主要内容和结构安排

研究内容主要包括五大部分：第一，对国际货币制度历史演进的回顾。这里包括对国际金本位制度、两次世界大战之间货币制度的高度无序、布雷顿森林体系及牙买加体系下，各种国际货币制度成立的背景和内在矛盾的分析。另外，这一部分还对20世纪90年代以来发生的重要货币危机事件，如1992~1993年欧洲汇率体系危机、1994~1995年的墨西哥比索危机、1997~1998年的东南亚金融危机、2001~2002年的阿根廷比索危机等发生的过程进行了详细的回顾。第二，对固定汇率制度下货币危机机理的研究。在国际货币制度历史上，全球范围内的固定汇率体系包括国际金本位制和布雷顿森林体系，前者的形成过程属于自发形成，后者则是人为地建立起各国国际政策协调的制度规则。另外，欧元的前身——欧洲货币体系（European Monetary System, EMS）的汇率机制（Exchange Rate Mechanism, ERM），按照IMF的划分虽然是属于波幅盯住制度范畴的，但是，如果抛开其整体对外浮动的因素，仅从内部看，EMS是一种与“布雷顿森林体系”相似的固定汇率制，而固定汇率体制僵化的弊端，恰好是EMS出现危机直至被欧元取代的制度因素。因此，这一部分将分别分析国际金本位制度、布雷顿森林体系以及EMS下货币危机发生的

机理。第三,浮动汇率制度与货币危机。这里主要关注自由浮动汇率制度下汇率的过度波动问题,探讨引发汇率过度波动的原因。第四,中间汇率制度与货币危机。这一部分的分析主要包括区域美元本位的瓦解——主要是指东南亚金融危机,以及联系浮动的货币局制度的不稳定性。第五,在分析了固定汇率、浮动汇率以及中间汇率制度下汇率不稳定性根源的基础上,全书的落脚点放在国际区域货币合作问题上,探讨国际区域货币合作模式出现的必然性,以及各模式下如何规避货币危机。本书的基本思路和主要内容如图1-1所示。



注：①图中③代表本书第三章内容；其他情况类推。

②粗线条方框中是各章内容；细线条方框中是相应章次中的小节。

图 1-1 本书的基本思路和主要内容

第三节 创新之处

本书的创新点主要体现在以下两个方面：

1. 从国际货币制度演变的视角对货币危机发生机理予以总结和梳理,以货币危机发生机制为基础,进一步探索国际货币制度历史演变的必然性和内在的逻辑性,从而有利于更好地理解现行的国际区域货币合作模式的有效性及存在的问题。在此基础上,指出未来国际货币制度的变革趋势。

2. 对浮动汇率制度下,汇率大幅波动的原因给出新的解释。

在传统多恩布什（Dornbusch）汇率超调（Exchange Rate Overshooting）模型的基础上，加入反映一国金融资产规模的变量，重新分析汇率波动的原因。得出这样的结论：虚拟经济规模的大小及开放的金融市场上金融工具的专业化程度的提高，使货币这种特殊的金融资产在被有效配置的同时，也为货币对外币值的波动性或稳定性提供了多种可能。在面对外部冲击时，一国汇率是否超调以及超调的幅度大小，在很大程度上依赖于该国虚拟经济的繁荣程度。

第二章 相关概念界定及研究文献综述

第一节 相关概念界定

有关汇率制度的安排主要可以分为两种：固定汇率制度和浮动汇率制度。但实际上很少有完全的固定和完全的浮动汇率制度。即使是在全球范围内的固定汇率体系——国际金本位制度和布雷顿森林体系下，各国之间的固定汇率也是可调整的固定汇率制度^①，在目前的牙买加体系下，声称实行自由浮动汇率制度的国家，其中央银行也是适时地进入外汇市场进行干预。

下面就根据 IMF 对汇率的分类：盯住或固定的汇率安排、浮动汇率安排和介于两者之间的有限浮动汇率安排，分别给出各种汇率的定义^②。

一、固定汇率制度

固定汇率制度是指政府或货币当局用行政或法律手段确定、公布、维持本国货币与某种参考物之间固定比价的汇率制度。充当参考物的东西可以是黄金，可以是某一种外国货币，也可以是某一组货币。根据国际货币体系发展的历史，最初形成的国际金本位制度

① 国际金本位制度下，各国间汇率波动的上下限受到黄金输出、输入点的限制。

② 根据 IMF 官方网站：<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.html>。

以及后来的布雷顿森林体系，都可以看做是全球范围内的固定汇率制度。在目前的牙买加体系下某些国家采取的相对固定的汇率制度，严格来讲是盯住汇率制，是有固定因素的浮动汇率。

固定汇率制度大致可分为以下几类：

1. 无独立法定货币 (Exchange Arrangements with No Separate Legal Tender)

无独立法定货币是将另一国家的货币作为唯一的法定货币在本国流通（如美元化），或者该成员国隶属于某一货币联盟，在该联盟内，各成员国采用同一种法定货币（如欧元区）。采取了这种汇率制度的国家其货币当局就完全放弃了对国内货币政策的控制权。

2. 货币局制度 (Currency Board Arrangements)

该货币体系以法律形式承诺本国货币同另一指定外币以固定比率兑换，并对货币发行当局实行一系列限制以保证货币当局完成其法律义务。这意味着本国货币的发行必须有完全的外汇资产作支撑，因此也失去了传统的中央银行功能，如货币控制和最后贷款人；货币局制度也使货币当局失去了使用斟酌决定的货币政策的权利。在货币局制度下，货币政策完全从属于汇率政策，基础货币供给的扩张和收缩取决于外汇的流入和流出。

当然，该体制下货币汇率也可以适时调整，这依赖于制度设计时规则的设定。货币局制度由于有法律作保证，因此通常是一种可信性比较高的固定汇率制度。

3. 其他传统的固定的盯住汇率安排 (Other Conventional Fixed Peg Arrangements)

本国货币以某一固定比率盯住某一外币或货币篮子，该货币篮子由本国的主要贸易伙伴或金融伙伴国家的货币构成，其权重反映了该国的贸易、服务或资本流动的地理分布。该货币篮子也可以标准化（如 SDR）。在此汇率制度下，并没有强有力的承诺表明本币会永久保持该平价。名义汇率可以围绕中心汇率在一个比较窄的范围内波动，通常是少于 $\pm 1\%$ ；或者汇率的波动幅度要小于 2% 且至

少维持 3 个月。货币当局会随时通过直接干预（比如，在外汇市场上买卖外汇）或间接干预（如利率政策、约束外汇交易的道德规劝等）以保证这一固定平价比率。选择该种汇率安排的货币当局，其货币政策有了一定的灵活性，尽管有限，但仍然比无独立法定货币和货币局制度下的货币政策要灵活得多。

二、浮动汇率制度

汇率波动幅度比较大，相对更灵活自由的汇率制度可以分为以下两类：

1. 无确定路径的管理浮动（Managed Floating with No Pre-determined Path for the Exchange Rate）

货币政策当局试图影响汇率，但没有确定的路径或目标。汇率管理的目标大体上基于对某些指标的判断（如国际收支头寸、国际储备、平行市场发展程度），而且汇率调整不是自动的，货币当局会通过直接或间接的方式干预。

2. 自由浮动（Independently Floating）

汇率由市场决定，任何官方的对外汇市场的干预，目的在于缓和汇率的变动速率、阻止汇率的过度波动，而非建立一个汇率水平。

由此可见，即使是汇率变动灵活性最大的自由浮动汇率制度，也不存在完全“干净的浮动”，仍然存在货币当局的随机干预。从某种意义上说没有纯而又纯的自由浮动。

三、中间汇率制度

依据汇率波动幅度的灵活性大小，以下几种汇率制度是介于固定汇率和自由浮动汇率之间的汇率制度。

1. 波幅盯住（Pegged Exchange Rates within Horizontal Bands）

货币的价值围绕某一固定的中心汇率上下波动幅度至少为 $\pm 1\%$ （即波幅超过 2%）。欧洲货币体系（European Monetary System，

EMS) 下的汇率机制 (Exchange Rate Mechanism, ERM) 即属于这一范畴^①。在波幅盯住汇率制度下, 货币政策的灵活性受到一定限制, 与波幅大小有关。

2. 爬行盯住 (Crawling Pegs)

币值以固定速率定期小幅调整, 或者根据选定的数量指标, 如本国和主要贸易伙伴国之间的历史通胀水平之差、主要贸易伙伴国的通胀率目标值和期望通胀率之差等定期小幅调整。爬行的速率可以根据调整过的通货膨胀率 (事后) 指标或事先宣告的固定比率, 或根据预期的通胀变化 (事前)。维持爬行盯住对货币政策施加的约束类似于固定的盯住汇率安排。

3. 波幅爬行盯住 (Exchange Rates within Crawling Bands)

币值围绕中心汇率在固定的波动幅度内波动, 波幅至少是 $\pm 1\%$ (即波幅超过 2%); 中心汇率或波幅以固定比率或依据选定的数值指标定期调整。汇率的灵活程度是波幅的函数。波动带对于爬行的中心汇率平价是对称的, 或者由于汇率不对称的向较高和较低的方向波动而被加宽 (后者的情形对应于无事先宣布的中心汇率)。维持波幅爬行盯住汇率的承诺约束了货币政策, 货币政策灵活程度依赖于波幅宽度。

以上是 IMF 对各种汇率制度的划分标准。但如果仅从固定与浮动两种制度因素共存的角度看, 还有区域货币合作的联合浮动制、阶段性调整的管理浮动制、联系浮动的货币局制等。

由于本书是基于国际货币制度的视角探索货币危机的机理, 因此笔者认为, 国际货币制度历史上, 真正意义上的固定汇率制度仅包括国际金本位制和布雷顿森林体系, 浮动汇率制度仍然是指自由浮动汇率制度, 其他情形均属于中间汇率制度。因此, 对货币局制度下货币危机发生机理的分析, 将被放入第六章——“中间汇率制度与货币危机”。另外, 欧元的前身——欧洲货币体系 (EMS) 的

① 但 ERM 已于 1999 年 1 月 1 日被 ERM II 所代替。

汇率机制 (ERM), 按照 IMF 的划分是属于波幅盯住制度范畴的。EMS 作为牙买加体系下的国际区域货币合作体系, 既有固定因素亦有浮动因素: 在货币联盟区内部实行固定汇率、对外实行自由浮动, 所以也被看成是中间汇率。但是, 如果抛开其整体对外浮动的因素, 或者说仅从内部看, EMS 又是一种与“布雷顿森林体系”相似的固定汇率制, 所不同的是货币合作区域内各国货币不同黄金挂钩, 盯住的不是区域内的强国货币, 而是共同创造的欧洲货币单位 (ECU), 并且是可调整的。即便如此, 固定汇率体制僵化的弊端, 仍然是 EMS 出现危机直至被欧元取代的制度因素。基于上述原因, 对欧洲货币体系以及该体系下货币危机发生机理的分析, 我们将放入第四章——“固定汇率制度与货币危机”的框架下做进一步讨论。

四、货币危机

对于货币危机的定义, 不同学者给出了不同的定义。Frankel 和 Rose (1996) 将货币危机定义为: 若某货币的名义汇率年贬值率超过 25%, 且该贬值率比前一年的贬值率高 10% 时, 该国当年就发生了货币危机。另外一些学者 (Eichengreen et al., 1995; Moreno, 1995; Kaminsky, Reinhart, 1999) 对货币危机的定义中除了包括名义汇率大幅贬值这种情况外, 一国货币面临投机压力也属于货币危机, 也就是说, 汇率并非必须做出调整, 这是因为货币当局通过干预外汇市场或提高国内利率成功抵御了投机攻击。其他文献中对货币危机的定义则关注于识别“大”的汇率变动或相对于“正常”状态的贬值压力。一些研究引入某一外生的贬值率门槛值作为判别标准, 在对所有国家的分析中都使用这一门槛值 (如 Frankel, Rose, 1996); 另外一些研究中则以某一特定国家的某些时刻的汇率变动来定义门槛值 (如 Kaminsky, Reinhart, 1999; Kaminsky, Lizondo, Reinhart, 1998; IMF, 1998; Esquivel, Larrain, 1998; Glick, Moreno, 1999; Moreno, 1999)。

Eichengreen 等 (1996) 在对投机攻击、货币危机的传染等问题作经验分析时,通过汇率变动、国际储备变动及利率变动的加权平均来衡量货币危机的发生。Glick, Hutchison (1999) 的研究中,用货币(贬值)压力指数之“大”的变动作为衡量货币危机发生与否的标准,压力指数定义为月度实际汇率变动和月度(百分比)储备损失的加权平均^①;每一成分的权重同其本身变化的方差成反向关系;汇率压力的“大”的变动定义为压力指数的变动超过均值两个标准差。

除了从定量的角度给货币危机定义以外,还有学者定性地描述了什么是货币危机。陆前进(2003)在总结了开放经济下货币危机的根源、背景、特点之后,认为开放经济下货币危机可以定义为:在世界经济全球化和金融自由化特别是资本跨国流动的前提下,由于一国经济基本因素出现了恶化,或者是人们对本币币值的预期发生了突然性的逆转,引发金融市场上针对该国货币的投机行为,造成其名义汇率的大幅下降,进而波及整个宏观经济的一种现象。

笔者认为,定量地对货币危机给予界定,难免存在着过于僵化的弊端。采取不同汇率制度、有着不同经济结构的经济体,对其名义汇率(相对)变动的反应是不同的,而且汇率变动造成的经济后果在不同经济体内的表现形式也有很大差异;另外,从时间维度上看,同一个经济体在不同的时间段可能需要改变其汇率调整方式,以适应经济形势的变化。定性描述货币危机,一定程度上会避免过于僵化的弊端,但也可能面临过于笼统而难于判断是否发生了货币危机的困境。

由于本书的目的旨在研究不同汇率制度下货币危机的发生机理,因此,本书中谈及的货币危机主要是从制度的视角。针对具体的汇率制度而言,实行某种程度固定或盯住汇率制度的国家或经济

^① 此处的压力指数构造中不包括利率的大幅上升,这是因为在很多发展中国家,由市场决定的利率数据很难获取。