

国际货币体系的最新发展

华东师范大学 陈彪如

战后国际货币体系的一个重要问题就是国际储备问题，所谓国际储备就是一个国家可以用于国际结算的流动资产，它包括黄金、外汇，国际货币基金组织分配给会员国的特别提款权以及会员国在基金组织的储备头寸（会员国向基金组织所缴份额中25%的外汇部分与基金组织用去的本国货币持有量部分以及会员国对基金组织的贷款），国际储备体系的根本问题是用什么作为货币体系的中心。从1945年到现在大体上经历了三个发展阶段：美元—黄金本位、美元本位和多种货币储备体系（A multi-currency reserve system）。

在1944年7月建立的布雷顿森林体系下，美元直接与黄金挂钩，其他国家的货币则与美元挂钩，由于美元等同黄金，所以西方国家把它叫做美元—黄金本位制。1971年美元连续爆发危机，尼克松政府宣布停止美元兑换黄金，布雷顿森林体系崩溃了。从此，美元—黄金本位变成成为疲软的美元本位。但美国经济实力的削弱，是同美元作为广泛使用的国际结算手段和支付手段极不相称的，这种情形在国际金融领域里引起了严重困难，于是国际储备出现了分散化的趋势。

一、向多种货币储备体系过渡

在七十年代，国际储备体系出现了从美元本位向多种货币储备体系发展的趋势，这是有种种原因的，如因国际清偿能力的迅速扩大，对储备资产缺乏适当的国际管理，国际信贷和资本市场的巨大发展和主要资本主义国家汇率的经常变化，等等。但从根本上讲，多种货币储备体系的出现，是美国和其他国家的相对经济地位发生变化的结果。由于美国经济实力相对下降，竞争能力逐渐削弱，所以国际收支经常发生大量逆差，美元购买力很不稳定。1971年12月和1973年2月美元两次贬值，对许多国家特别是发展中国家造成了重大损失：（1）各国美元储备的购买力下降了；（2）以日元和西德马克等升值的通货为票面的债务负担增加了；（3）相对发展中国家出口货的美元收入来讲，从货币升值国家进口的货物变得昂贵了。1973年石油提价后，美元汇价再次猛跌，美元不断贬值的结果，美元的平均总收益成为负数（见表1）。

一般选择储备资产，要权衡货币汇价和利息的关系，这就是托宾的“投资组合选择理论”。从表1可以看到，在1975年到1979年期间，美元利息虽然高，但不能抵偿汇价下跌的损失，所以它的实际收益是负数。虽然利息与外汇风险的交换（Trade-off）不易确定，没

表1 各种储备资产的平均收益
(1975年第1季度到1979年第4季度)

	平均汇率年 变动率(%) ^①	平均利息 收入(%)	平均总收 益(%)
特别提款权	-8.26	5.54	-2.72
美 元	-9.48	7.36	-2.12
西德马克	-2.69	4.74	2.05
瑞士法郎	1.68	1.93	3.61
日 元	-3.88	7.29	3.41
黄 金	15.18	—	15.18

① 按加权平均世界消费物价指数计算。

资料来源:《欧洲货币》1980年9月号,第135页。

有一个现成的公式或标准来断定一国储备资产的构成是不是最好的,但我们至少可以假定,各国中央银行在安排其储备资产时都希望做到以下两点:(1)收益是正数;(2)风险比较小。从左表看来,美元的平均总收益是-2.12,西德马克是2.05,瑞士法郎是3.61,日元是3.41,黄金是15.18。因此,许多国家唯恐美元储备因跌价而遭受损失,便将储备中的美元换成西德马克、瑞士法郎和日元等硬通货,甚至抢购黄金,使储备分散化,以便储备中各种货币的升值和贬值可以互相抵销,从而保持外汇储备的价值。这就是说,不要把所有的鸡

蛋放在同一个篮子里,以免稍有差错,全盘遭受损失。在浮动汇率制度下,各国金融当局把有价证券管理(Portfolio management)的原则应用到管理外汇储备方面来了,它们要分散汇率变动的风险,来保持外汇储备对进口货的购买力。输入资本的国家也力图调节外汇储备的构成,来减少外债的汇率风险。尽管多年来,美元在世界储备中所占的份额稳定在75-80%左右,但自1973年后,储备分散化的趋势还是很明显的。一些国家美元储备的比例下降,几个发展中国家美元储备的比例减少很大。到1978年,国际储备分散化更加显著。这一年,美国国际收支逆差只有200亿美元,而主要西方国家的中央银行在外汇市场上共买进500亿美元来支持美元汇价。这说明,大量资金从美元流到其他货币和黄金上面。储备分散化是引起1977-78年货币危机的原因之一。1979年石油第二次提价后,石油输出国的外汇储备大量增加,这又加速了国际储备分散化的过程。同年11月美国冻结伊朗财产又增加了一个动力,储备分散化的进程加快了,各国官方外汇储备中美元和英镑的比重下降,西德马克、瑞士法郎和日元的比重增加。总起来看,各国外汇储备结构的变化还是相当大的。

根据表2,美元在官方外汇储备中所占的比重从1973年第一季度的84.6%下降到1979年第四季度的65.1%,而同一时期,西德马克从5.8%增加到10.7%,变化是很大的,而实际情况要更严重些。第一,近一、二十年,美国通过国际收支赤字流出大量美元,美元储备持续增长,所以美元在世界储备总额中仍占有相当大的比重,因为国际储备分散化的发展赶不上美元储备增长的速度,否则美元比重还要低些。第二,美元是最主要的干预货币。前几年中,西德、瑞士和日本等国为了防止本国货币对美元的汇率提高太快,需要干预外汇市场,所以这些国家的美元储备增加,如果从前一时期世界美元储备总额中扣除上述三国为实行货

表2 官方外汇储备中的各国通货

	占特别提款权总值的百分比份额	
	1973年第一季度	1979年第四季度
美国美元	84.6	65.1
英 镑	7.0	1.9
西德马克	5.8	10.7
法国法郎	1.0	0.9
荷兰盾	0.3	0.7
瑞士法郎	1.2	2.8
日 元	0.0	3.3
欧洲货币单位	0.0	14.7

资料来源:1980年国际货币基金组织年报,第64页。

币干预而积累的美元资金,那么,目前美元作为外汇储备的部分将大为减少。第三,美元仍然是最广泛使用的支付手段和记帐单位,使用时比别的货币方便得多。为避免外汇风险而将美元全部转换为其他货币,是不现实的。这就限制了国际储备分散化的进程。总之,在七十年代,国际储备分散化有不断加强的趋势。这主要是美元汇率风险太大的关系,但主要资本主义国家的态度转变,也是一个重要原因。

战后美国一直坚持美元的霸权地位,后来由于美元危机日益恶化,美国的态度软化了。美国当局屡次表示,它不打算人为地长期保持美元的储备作用,在各国协作的情形下,它准备使美元的支配地位长期下降,并同各国分享储备中心的利益和负担。另一方面,西德马克、瑞士法郎和日元长期以来一直是硬通货,但最初西德、瑞士和日本都不愿使它们的货币成为储备货币,因为:第一,储备中心通常要发挥“国际银行家”的作用,这包括外国人可以不受阻碍地进入国内资本市场,所以担任储备货币的国家很难控制它们的国内货币政策。第二,世界范围内资金流动的突然变化会影响到本国的经济。例如,在1980年头几个月西德马克和美元的相对地位发生变化时,在短短的两个半月内,西德中央银行就因资金外流而损失了其货币储备的五分之一,这对国内经济产生了强烈的影响。第三,它们的货币坚挺时储备作用就增加,疲软时储备作用就减少,这种储备作用的变化会引起汇率的变动,从而增加汇率的不稳定性。从英国和美国作为储备中心的经验来看,储备货币确实带来不少困难。因此,这些国家控制资本流动来限制外国人持有西德马克、瑞士法郎和日元,反对本国货币国际化,1979年西德财政部长马迪荷弗公开声明:“西德是一个中等大小的国家,不想在国际货币事务中居领导地位,这一地位理所当然地应属美国。”^①现在西德当局由于国际收支赤字的压力,已经改变他们的调子了。西德国际收支经常项目在13年连续顺差之后,1979年变为逆差,1980年预计逆差为15亿美元。在马克跌价,资金外流的情形下,西德除提高中央银行贴现率并抛售美元干预市场外,还打破常规,从1980年3月中旬开始实行鼓励外资流入的政策。在这个过程中,马克的储备地位有所加强。尽管现在由于美国提高利率,美元相当坚挺,西德马克依然疲软,但西德经济还是相当强大的,美国高利率所造成的经济困难,不会从根本上影响马克的吸引力。

瑞士政府自1974年以来,一向不准商业银行对外国人的存款支付利息,借此限制外资流入。现在也改弦易辙,取消了一些限制付息的规定,并鼓励外国中央银行增加瑞士法郎的储备。1980年瑞士法郎占世界货币储备的5%^②。

日本也有类似情形。在过去,日本国内外都有日元国际化的要求。这是有种种原因的:(1)日本经济发展较快,而且比较稳定;(2)出口规模很大,而且国际收支长期顺差;(3)日本拥有大量的外汇储备,东京逐渐成为国际金融中心。但日本政府却不愿意让日元用作储备货币。后来因为日本经济受到石油的冲击比较大,国际收支出现大量逆差,日元汇价下跌,他们不得不改变态度,同意日元储备作用有控制的增长,放松资金管制,鼓励外资流入,结果1980年夏天有大量石油资金流入日本债券市场。

从以上看来,西德马克、日元,英镑和法国法郎几种货币与美元同时并存的格局已经形

^① 《金融时报》1979年10月4日。

^② 《欧洲货币》,1981年1月号,第105页。

成。主要资本主义国家对多种货币储备体系的发展采取放任政策。美国对这种发展是感到满意的，因为它没有兑换美元的负担。其他国家也很赞成，它们不再需要为美国填补差额了，因为在美元本位下，美元储备增长的速度取决于各国愿意持有美元储备的数量。在多种货币储备体系下，美元同其他储备货币的竞争，将会限制美元储备的创造。这就是说，货币竞争将会加强货币纪律，美国不能再对其国际收支逆差抱着漠不关心的态度了。

总起来说，国际货币体系正处在以美元为主要储备资产过渡到以多种货币为储备的时期，这对世界经济和国际金融是有重大影响的。

二、多种货币储备体系的经济影响

多种货币储备体系具有内在的不稳定性，我们可以从五个方面来说明这个问题。

第一，国际储备分散化以后，可以调换的资金就越多，因而国际货币体系的稳定，就不仅取决于美国的经济的发展，而且取决于其他储备中心的经济情况。一种依赖几个储备中心的经济和政治稳定的制度是更加脆弱的。如果一个储备中心管理不好，整个体系就将遇到巨大的困难。

第二，影响一国货币币值的因素是很多的。从长期讲，一国货币的强弱决定于一国的经济实力。在短期内，它要受到国际收支状况、通货膨胀、利率高低和政治局势的影响。由于这些因素不断变动，软通货和硬通货就经常发生变化。一国货币坚挺时，国际游资就会流入，在没有任何一种稳定的国际通货的情形下，大量资金没有止境地从一种货币涌向另一种货币，以便找到一个比较可靠的归宿。这种资金流动往往给各国经济带来巨大的困难。

第三，在多种货币储备体系下，各国有关货币数量和利息水平的金融政策更加难于贯彻。如一国为了控制通货膨胀而采取紧缩信贷措施，但利率提高后，大量资金涌入国内，这就削弱甚至抵销了本国政府经济政策的效力。所以多种货币储备体系会破坏一些国家的经济稳定和发展。

第四，储备分散化，对通货膨胀也会产生严重的影响，它是加剧世界性通货膨胀的一个重要因素。随着国际贸易的发展，国际储备也要增加，但应保持适当的数量，过多会加剧世界性通货膨胀，过少又会导致世界经济紧缩，所以控制国际储备是稳定世界经济的一个重要因素。但在多种货币储备体系下，一些硬通货和传统的储备资产一道被广泛地用作国际储备，国际流通手段正以一种无计划的方式在不断增长。例如，当西德马克趋于坚挺时，许多国家就将美元换成马克，西德为了防止马克汇价上涨过高，就要干预外汇市场，抛出马克吸收美元，从而产生新的储备。所以七十年代储备分散化，使世界储备增加很快。它从1949年底的460亿美元增加到1969年底的970亿美元，每年复比增长2.75%，而在以后的10年中，它以每年增加17.5%的速度增长，到1979年底达到3,980亿美元（黄金按官价计算）^①。世界储备的增长，主要是由于外汇储备的大量增加，黄金的增加是微不足道的，因而产生外汇储备过多的不合理现象。1976年3月国际货币基金组织的一份研究报告指出：“在国际储备的变化和世界价格的变化之间存在着一种关系。国际储备的变化对世界货币的供给有着直接和间

^① 《银行家》杂志1980年6月号，第61页。

接的影响，而世界货币供给的变化又随即影响到世界范围的通货膨胀率。”^①这就是说，世界性通货膨胀决定于各个国家货币数量的增长率，而国际储备的增加又是同各国货币数量的增长相联系的。事实完全证明了这一点。经济合作与发展组织（OECD）各国的通货膨胀率在六十年代平均不过2-3%，到七十年代平均增加到两位数。不可否认，通货膨胀同储备分散化有着十分密切的关系。

第五，储备分散化也加剧了外汇市场的动荡。自1973年资本主义各国普遍实行浮动汇率以后，外汇市场波动很大。这是有种种原因的，如国际收支的严重失调，短期资本的流动，通货膨胀率的差异和各国金融政策的不同，等等，但储备分散化也大大增加了外汇市场的不稳定性，因为外汇储备从一种货币转向另一种货币，势必加剧金融市场的混乱。1980年初，美国利率的大幅度变动引起大规模资本流动，先是流向美元，后又流出美元，从而对外汇市场产生重大影响。最近美国实行高利率政策，大量资金内流，美元汇价急剧上涨。1981年6月底同1980年9月底相比，美元对西欧各国货币平均升值25%以上。一些国家为了防止资金外流或吸引资金内流，也纷纷提高利率，于是主要国家展开了利率战。这不仅对世界经济产生紧缩性后果，而且引起资本不断流动，资本流动又引起外汇变动，外汇变动又加剧了外汇投机，使外汇市场更加混乱。

有趣的是，从前美元的汇率是不稳定的，许多国家力图把国际储备分散化，用其他硬通货代替美元，而西德、瑞士和日本政府则千方百计地限制其货币的储备作用。现在美元暂时趋向坚挺，这些国家不得不采取相反的措施，极力促进本国货币国际化的进程，以解决本国金融领域的困难。现在储备分散化的发展缓慢了。但是，尽管现在美元坚挺，储备分散化还是要继续下去的，因为：（1）近年来，美国经济的相对重要性已经减少，10年前它占工业国家产量的二分之一，现在它仅占三分之一；（2）美国资本市场的相对重要性也降低了；（3）从长期看，美元仍然是虚弱的。如果储备分散化继续发展下去，一切储备资产的价格都将变动无常，尤其是各国通货的汇价。而且，促使国际储备分散化的压力，还要扩大储备分散化的范围，将会有更多的货币成为储备资产。储备货币愈多，汇率就愈难稳定；储备资产的风险愈大，储备分散化的趋势也就愈强，这将形成一种恶性循环的局面。

三、储备分散化与“替换帐户”

从复本位制的经验来看，以一种以上的货币建立的体系是不可能持久的。早在布雷顿森林体系崩溃以前，基金组织就打算设立特别提款权以防止多种货币储备体系的发展。它的最终目的是要使特别提款权成为唯一的世界货币，建立特别提款权本位，以取代美元本位。在黄金“非货币化”的条件下，特别提款权体系是一种很有希望的革新，1974年6月二十国委员会在讨论国际货币制度改革时，曾探讨“替换帐户”问题，即用新发行的特别提款权从会
员国购买自己所不需要的美元，存入这个帐户，于是债权国对美国的权利要求就转移到基金组织，而美国的美元债务也就转变为基金组织的美元债务。其主要目的是：（1）加强特别提款权作为主要储备资产的作用；（2）消除储备分散化对外汇市场的影响，因为各国可以

^① 《国际货币基金组织概览》，1976年4月5日，第110页。

将美元储备分散化而毋须将美元倾注于外汇市场。1979年10月2日临时委员国在贝尔格莱德召开的年会上原则上通过了这个方案。1980年4月在汉堡召开的临时委员会会议原来打算解决有关“替换帐户”的一些具体问题，但由于各国意见分歧，结果被搁置起来了。美国认为，从长期看，“替换帐户”是符合美国利益的，它认为这是通过国际力量来稳定美元的一个途径。问题是，它会不会构成对美元的威胁，因为国际金融市场可能将它看成对美元异常缺乏信心的标志。西德在原则上同意这个计划，不过计划成功需要几个先决条件：（1）参加要完全自愿，不能强制或施加压力；（2）“替换帐户”中的特别提款权应支付市场平均利率，使之具有充分的吸引力；（3）这个计划要建立在长期的基础上，以便将来在商业界可以买卖转让；（4）将各国持有的大部分美元冻结起来，不应使美国看作是创造美元填补真空的机会；（5）在最终清算时，谁来负担美元的汇价风险。所以在几个问题上，西德比较固执，其次是法国和比利时。美国基本上是同意的，但是现在美元地位相对稳定，因而也表现出消极态度。至于发展中国家，它们担心设立“替换帐户”后基金组织不再分配新的特别提款权，从而减少对它们的资金援助。只有石油国家比较赞成，因为它们今后还将获得大量盈余，“替换帐户”可使国际货币体系前进一步，减少从美元储备向其他储备货币的转移，将不稳定因素减到最低限度。不过它们在汉堡会议上对“替换帐户”计划并没有表示大力支持。

“替换帐户”可以提供一种可以替代储备分散化的方案，但由于各国态度不同，所以迟迟没有成立。从目前情形来看，实行特别提款权本位是不切实际的。首先，如果基金组织没有资金作为“替换帐户”的保证，那么，各国中央银行将多余的美元折成特别提款权存入“替换帐户”以后，基金组织则将吸收的美元投资于美国国库券或其他政府发行的有价证券，当收支不能相抵或美元跌价时，无人承担美元与特别提款权之间因汇价变动而发生的亏损，“替换帐户”的清偿能力就要发生问题。其次，由于私人不能持有和买卖特别提款权，各国中央银行不能用来干预外汇市场，它们必须在特别提款权储备资产以外，保持一部分各国通货作为干预市场之用。但在以特别提款权为基础的货币体系下，任何通货都是不能用作干预货币的，这是一个矛盾。而用特别提款权作为干预货币，在理论上是可以想象的，在实际上却是很遥远的事情。最后，只要参加“替换帐户”是自愿的，特别提款权在多样化的官方储备资产中所占的比例不会很大，除非大大提高它的收益。单单特别提款权价值的相对稳定，并不足以保证它能成为主要储备资产，它在国际储备总额（黄金除外）中所占比重不过7%。现在特别提款权的收益等于金融市场加权平均的短期利率，但它依然没有很大的吸引力。总之，以特别提款权作为储备基础，防止储备分散化，还有不少实际困难。在美国金融界甚至有人认为“这个帐户的作用将是微乎其微，它对于汇价的稳定不可能作出什么重大的贡献。”^①

四、将来的发展

汇率保持稳定，是世界经济和国际贸易能够不断发展的一个重要前提。要保持各国汇率

^① 《世界金融市场》1979年10月号。

的相对稳定，必须解决多种货币储备体系问题。现在基金组织提出的“替换帐户”方案已经搁浅了，即使将来设立起来，它必须有相当大的存款额，才能解决问题。但基金组织是一个容易瘫痪的国际机构，各国不会过份信赖特别提款权的兑换义务，把它当做一种绝对可靠的基本储备资产。在这种情形下，这一帐户的存款额不会很大，它对解决多种货币储备体系问题并没有什么帮助，所以基金组织希望各国外汇储备逐渐向国际标准化和集中化的方向发展一时是难以实现的。另一种可能是继续维持美元本位。但这在理论上和实际上都很困难。从理论上讲，国际货币体系不能建立在一国货币的基础上，因为，当美元坚挺时，美元储备的供给来源就会断绝，而当美元疲软时，对美元储备的需求就会大大减少，很难保持一个恰当的数量，来促进国际贸易的发展。从实际情形来看，美元仍将是不稳定的，而且今后美元的增加超过各国愿意持有的数量的风险依然存在。因为从长期看，美元地位依然是虚弱的，各国对美元的不信任感不会完全消失。据1980年6月号《银行家》杂志预测，到1985年，世界各国储备总计将增加到8,000亿美元，其中，美国美元的份额将从36%下降到25%，欧洲美元的份额将从15%上升到20%，西德马克和欧洲马克将从10%上升到15%，日元和欧洲日元将从3%上升到10%，由于美国经济实力的相对削弱，美元很难恢复到它的传统地位，美国也认识到，它不再能强大到足以恢复其过去的地位了。既然美元本位难以长期维持，特别提款权本位一时难以实现，那么多种货币储备体系就仍将继续发展，这个趋势是不可避免的。

前面讲到，多种货币储备体系是很不稳定的，这就需要各国中央银行之间进行适当的安排，以免它造成更大的不稳定性与破坏性。1979年10月，三十国集团在“储备资产与替换帐户”的报告中指出，任何安排必须满足发行储备货币与持有这种货币的两国政府的合法需要与选择，而这么做，“将大大有助于使人们为保持这个体系的稳定性而承担责任，并由此而放慢和更能预测在证券选择方面的变化。”这类安排采取什么方式才好，需要进行仔细考虑。这是一个困难的任務。但为了保证国际货币体系的顺利运行，至少要做到以下两点。第一，各国中央银行，特别是承担储备中心的中央银行要担负起协调地管理多种货币储备体系的责任，它们必须采取协调的行动，来促进有条不紊的储备分散化。欧洲货币体系就是各个中央银行实行多种通货干预的最好安排。第二，主要资本主义国家要适当地承认非储备中心国家特别是石油国家的利益和要求，争取它们的合作，使它们愿意为这个储备体系的正常运转而分担一部分责任。除非这些方面达成协议并付诸实施，否则即使经济基础雄厚的国家也将遭受严重的损失与风险。