

2023春季学期金融学本科选修课程

国际投资

第4讲 汇率危机

陈方豪 助理教授

经济学院 特区港澳经济研究所

2023年3月24日

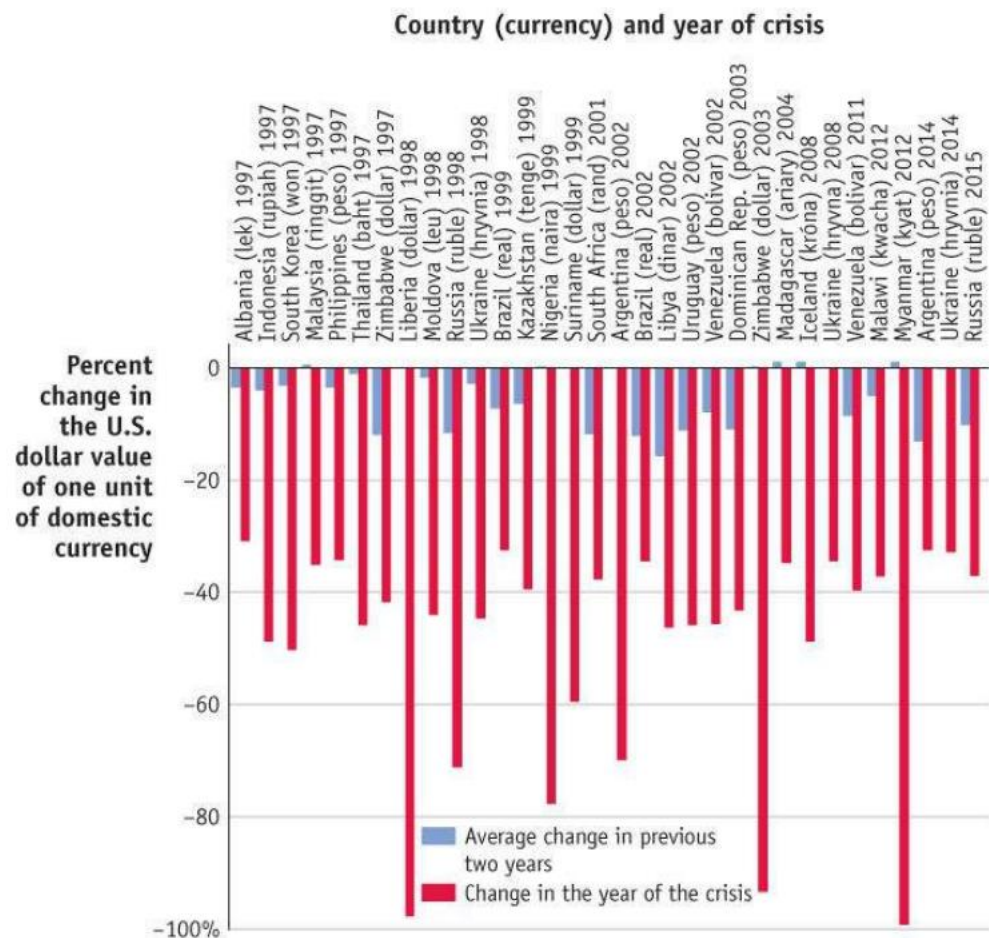


暨南大学
JINAN UNIVERSITY

回顾与展望

- ◆ 上一节课：各类型汇率制度的利和弊
- ◆ 这一节课：汇率制度带来的风险因素——汇率危机及其启示

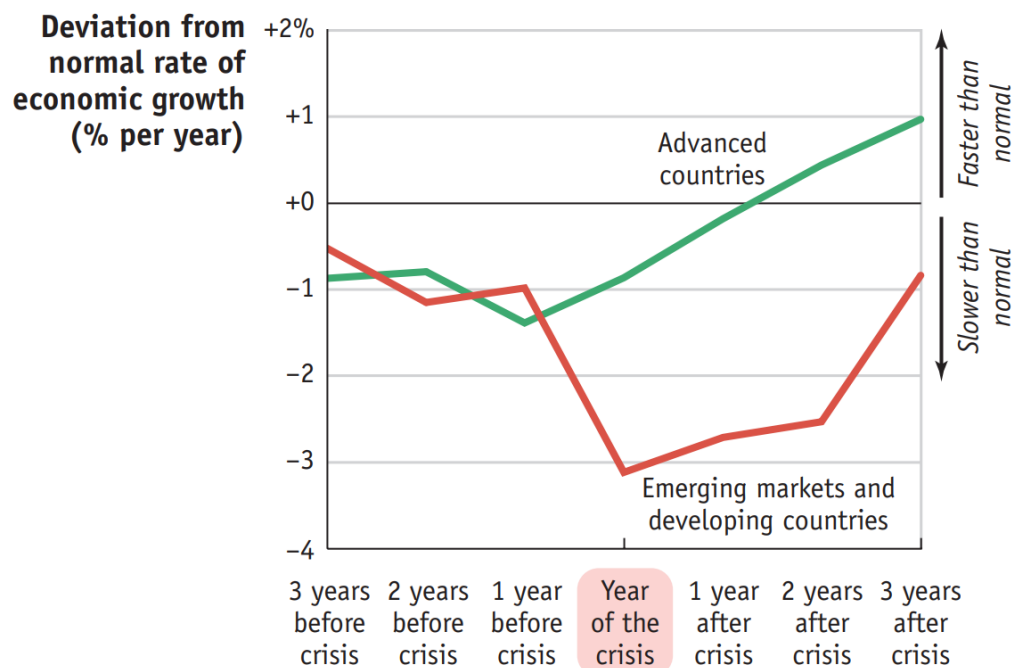
汇率危机的定义： 本币短期大幅度贬值，及其引发的后续一系列冲击



爆发汇率危机国家的几种类型

- ◆ 常客：阿根廷、巴西
- ◆ 战争阴影：俄罗斯、乌克兰、利比亚
- ◆ 滥发货币：津巴布韦
- ◆ 热钱炒作：亚洲金融危机

汇率危机对一国的经济增长带来长期的负面影响



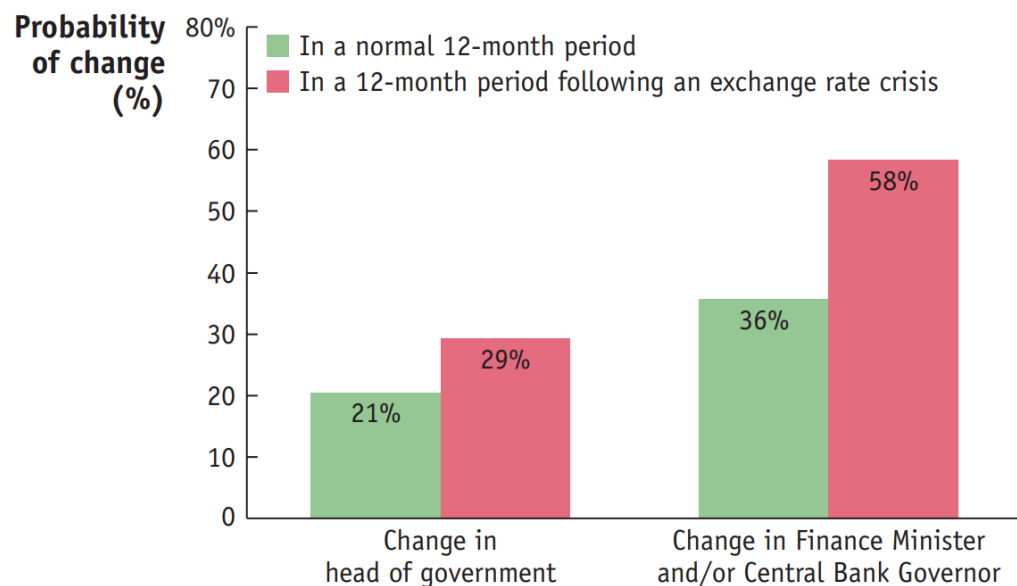
The Economic Costs of Crises

Exchange rate crises can impose large economic costs on a country. After a crisis, growth rates in emerging markets and developing countries are, on average, two to three percentage points lower than normal, an effect that persists for about three years. In advanced countries, a depreciation is typically expansionary, and growth is, on average, faster just after the crisis than it was just before.

Source: Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth* (New York: Cambridge University Press).



汇率危机会引发政治生态的洗牌，诱发政治风险



The Political Costs of Crises

Exchange rate crises usually impose large political costs on those in power. Compared with what is likely to happen during normal, noncrisis times, it is 22% more likely that one of the two main officials with economic responsibilities (the finance minister and the central bank governor) will be out of a job the year following a crisis. It is also 9% more likely that the head of government (such as a president, prime minister, or premier) will have to depart for one reason or another.

Note: Data on heads of government are from 1971 to 2003, and data on finance ministers and central bank governors are from 1995 to 1999.

Source: Jeffrey A. Frankel, 2005, "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries," IMF Staff Papers, 52(2), 149–192.

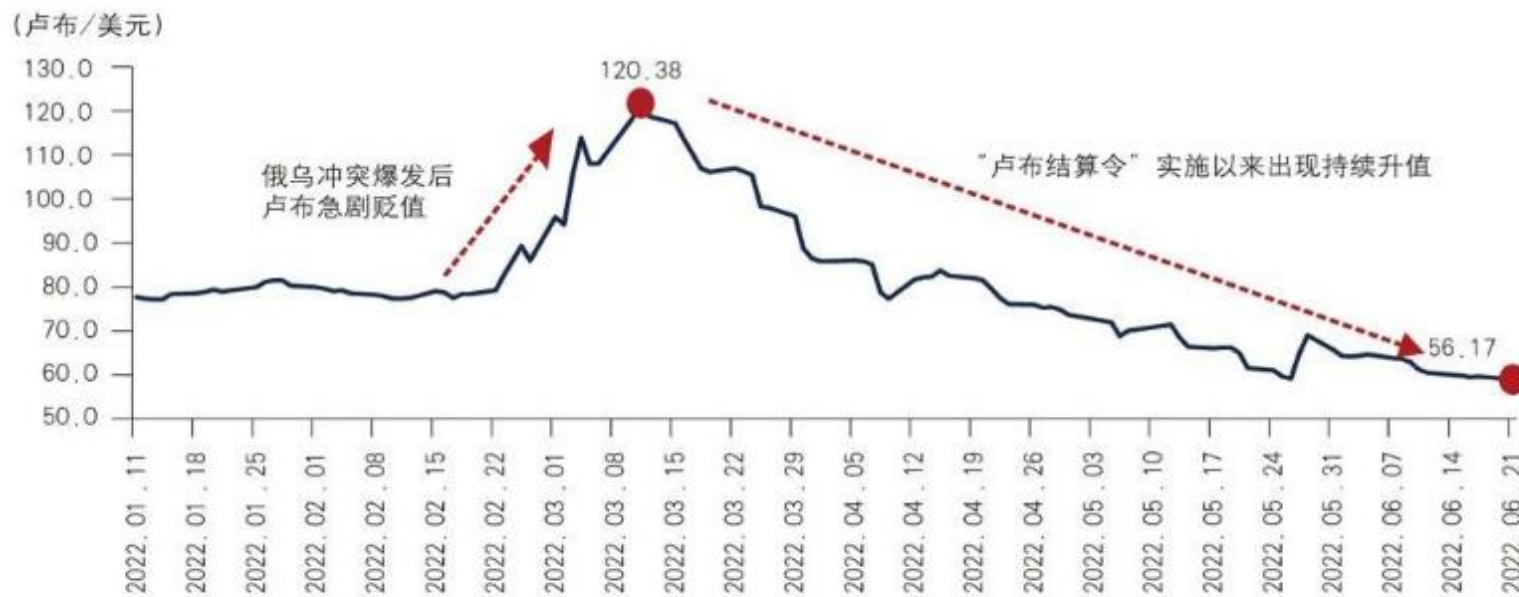


作为国际投资者， 需要特别注重评估一个投资国发生汇率危机风险

- ◆ 汇率危机短期内使一国货币大幅贬值，严重影响投资收益
- ◆ 汇率危机会给一个国家的经济增长带来持续性的负面影响
- ◆ 汇率危机会引发政治生态的洗牌，诱发政治风险

俄乌冲突与卢布汇率

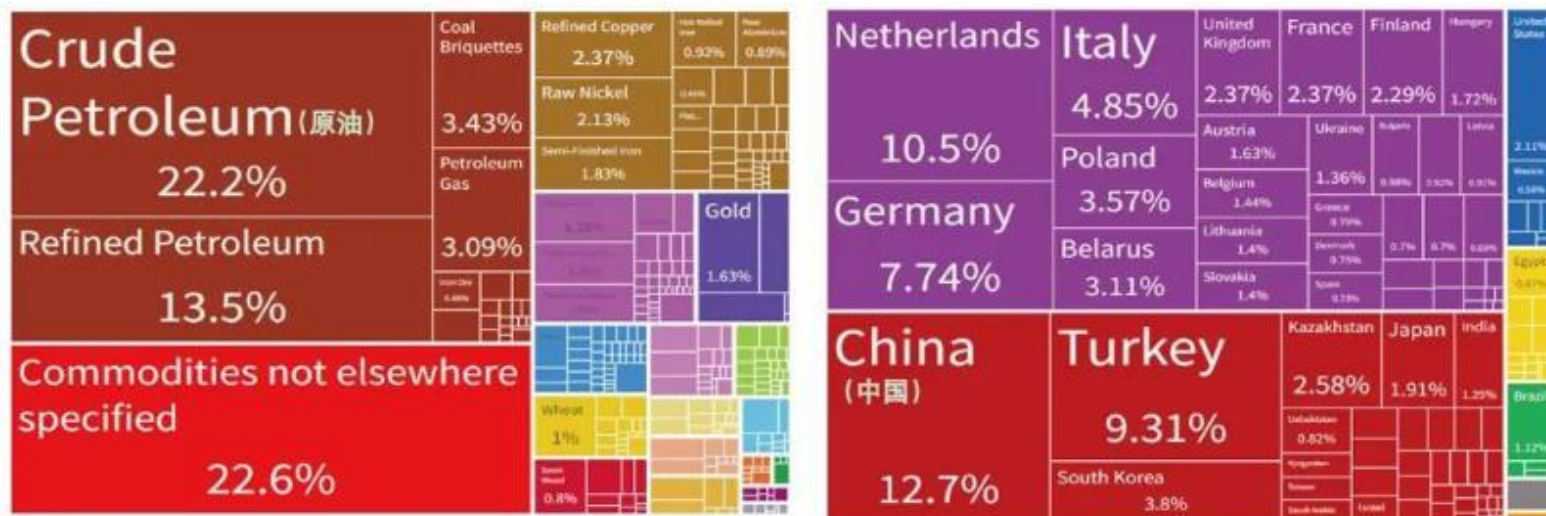
图3 2022年以来俄罗斯卢布汇率走势



数据来源：Wind。

俄罗斯的出口结构

图2 2022年1月俄罗斯出口商品占比和出口目的国总量占比



数据来源: GEC

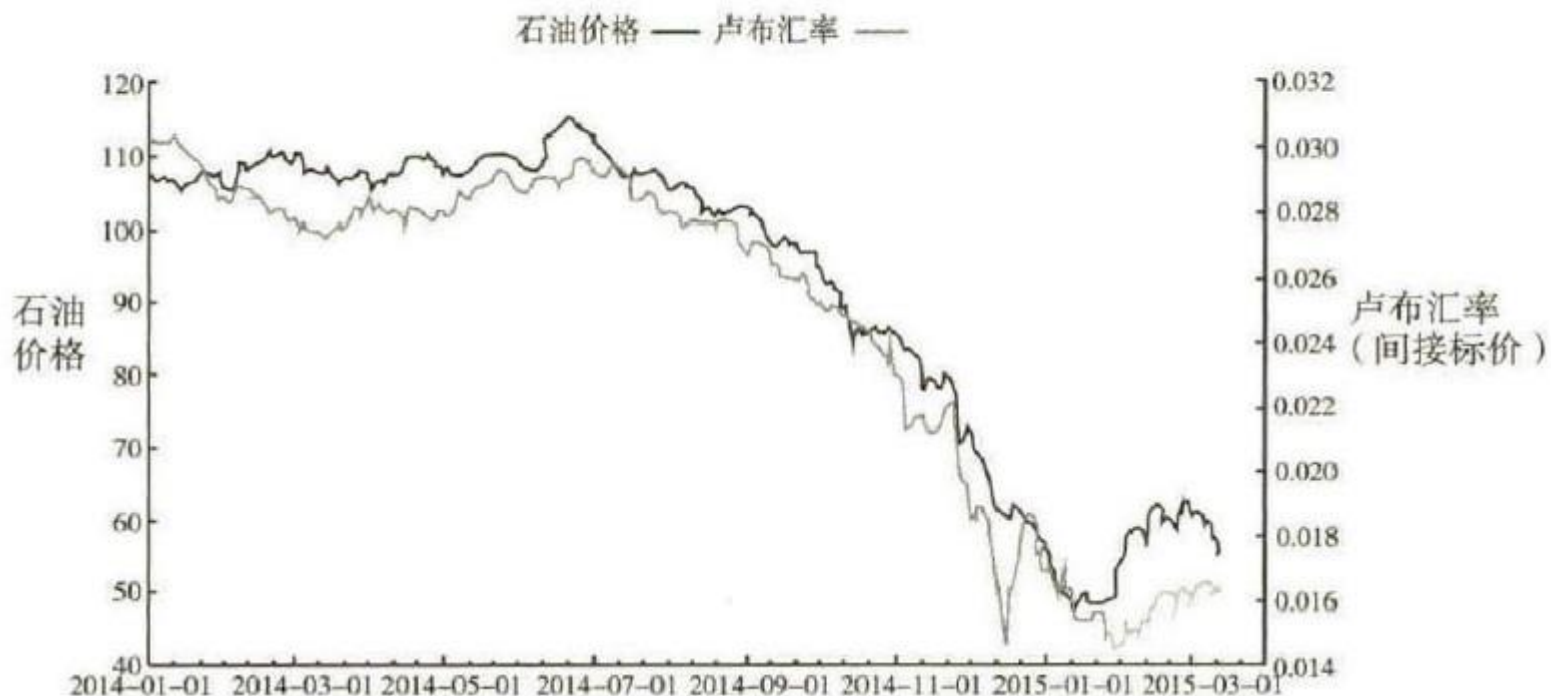


暨南大学
JINAN UNIVERSITY

卢布汇率与石油价格密切相关

图 1

卢布汇率与石油价格



图片来源：俄罗斯汇率制度的演进与卢布汇率危机，《欧亚经济》



恶性通货膨胀： 1948年上海发薪日



恶性通货膨胀： 21世纪，津巴布韦100万亿面额的纸币



议程

◆ 开放经济体的国民经济账户

两个恒等式

◆ 国民收入恒等式： $Y = C + I + G + CA$

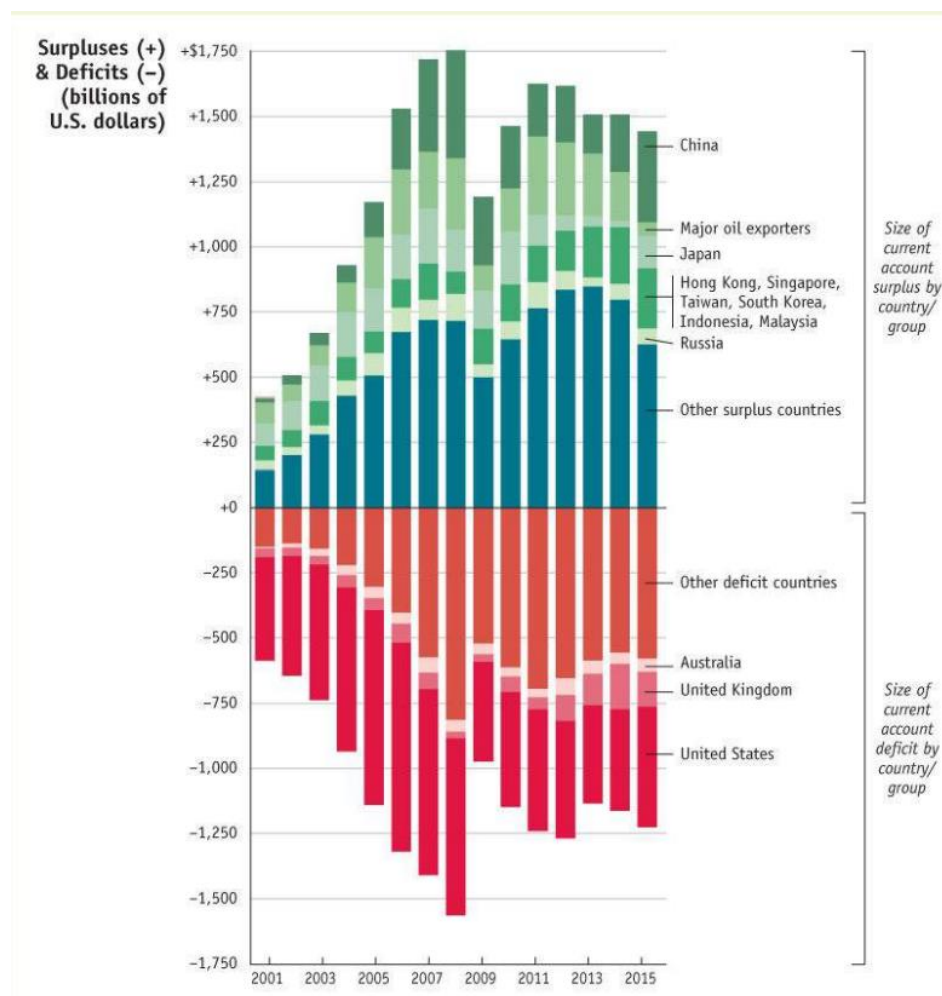
- Y: 收入/产出
- I: 投资
- G: 政府购买
- $CA = EX - IM$, 经常账户 (Current Account)
 - EX: 出口; IM: 进口
 - $EX > IM \Leftrightarrow CA > 0 \Leftrightarrow$ 顺差/经常账户盈余
 - $EX < IM \Leftrightarrow CA < 0 \Leftrightarrow$ 逆差/经常账户赤字

◆ 国际收支恒等式： $CA + FA + KA = 0$

- FA (Financial Account, 金融账户): 金融交易带来的资本流动
 - 非储备性质的金融账户
 - 储备资产净获得 (外汇储备、黄金、IMF储备头寸、SDR)
- KA (Capital Account, 资本账户): 非金融的资本流动业务 (如不动产买卖、赠予、债务豁免等等)
- 净误差与遗漏



经常账户的盈余国和赤字国



经常账户的两种解读

$$Y = C + I + G + CA$$
$$CA = Y - (C + I + G)$$

$\underbrace{\hspace{1.5cm}}$ $\underbrace{\hspace{3.5cm}}$
产出 内需

$$CA = S - I$$

$\underbrace{\hspace{1.5cm}}$ $\underbrace{\hspace{1.5cm}}$
储蓄 投资

经常账户和金融账户：一体两面

- ◆ 在现实中，与CA和FA的规模相比， $KA \approx 0$
- ◆ 这意味着： $FA = -CA = -(S-I) = I-S$
- ◆ 经常账户的赤字和金融账户的盈余是一体两面的
- ◆ 当一个国家长期处于逆差（内需过于强）时，本土储蓄的不足导致需要引入外部资本（外债）来满足本土的投资需求
- ◆ 这给一个国家的汇率水平带来了不稳定因素

议程

◆ 开放经济体的国民经济账户

◆ 亚洲金融危机



亚洲金融危机

- ◆ 视频（8'13"开始）：

[https://www.bilibili.com/video/BV1pJ411R7KZ/?spm_id_from=333.337
.search-
card.all.click&vd_source=2fc9771984678a6c06e224706c2c231b](https://www.bilibili.com/video/BV1pJ411R7KZ/?spm_id_from=333.337.search-card.all.click&vd_source=2fc9771984678a6c06e224706c2c231b)



国际收支危机

- ◆ 亚洲金融危机本质上是一次国际收支危机（**Balance of Payment Crisis**）
- ◆ 国际收支危机：经济体因无法偿付其外债而产生的经济和金融危机
 - 产生于持续的经常账户逆差而带来的大量外债
 - 资本流入的“突然终止”（**Sudden Stop**）让国内债务资金链断裂，国内爆发经济危机
 - 本币会因国际收支危机的爆发而快速大幅贬值——国际收支危机因而又被称为“货币危机”
 - 国际收支危机的爆发会让本国投资大幅萎缩，经济增长大幅下滑
 - 除美国之外，经常账户逆差国都面临着国际收支危机的约束



泰铢对美元大幅贬值，揭开了亚洲金融危机的序幕



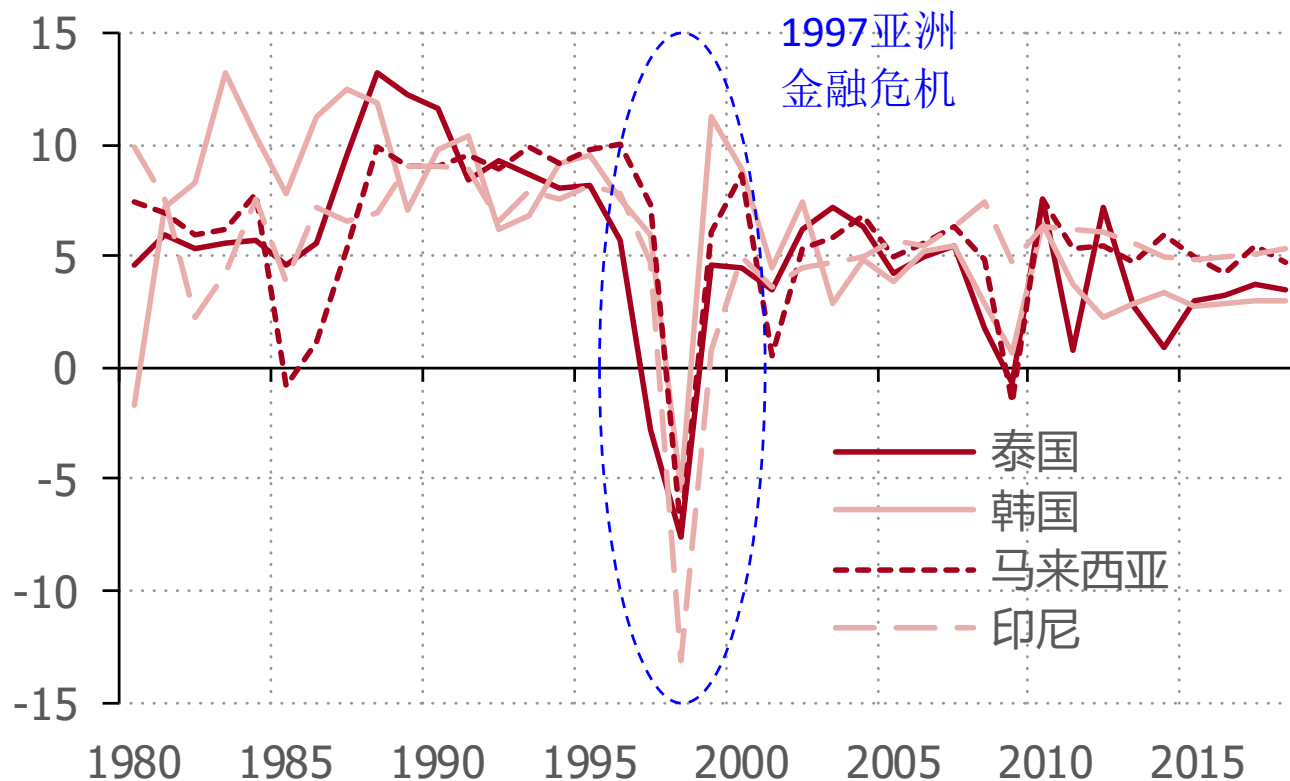
数据来源: Wind



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

1997年的亚洲金融危机重创了东亚经济体

GDP实际增速（%）



数据来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

1997年亚洲金融危机爆发后，大部分亚洲经济体的货币都相对美元大幅贬值

兑美元汇率指数（1995年1月=100，左右两轴）

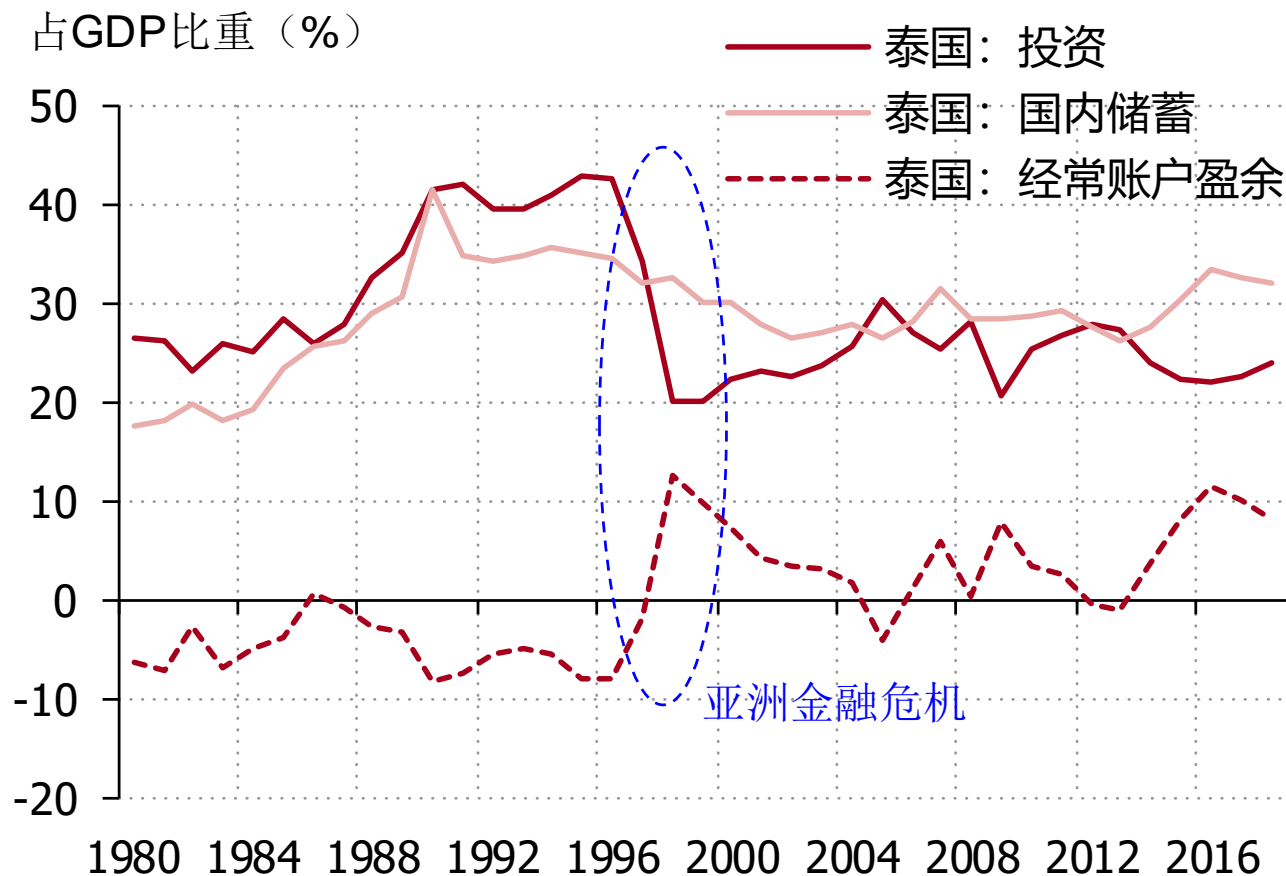


数据来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

亚洲金融危机：泰国

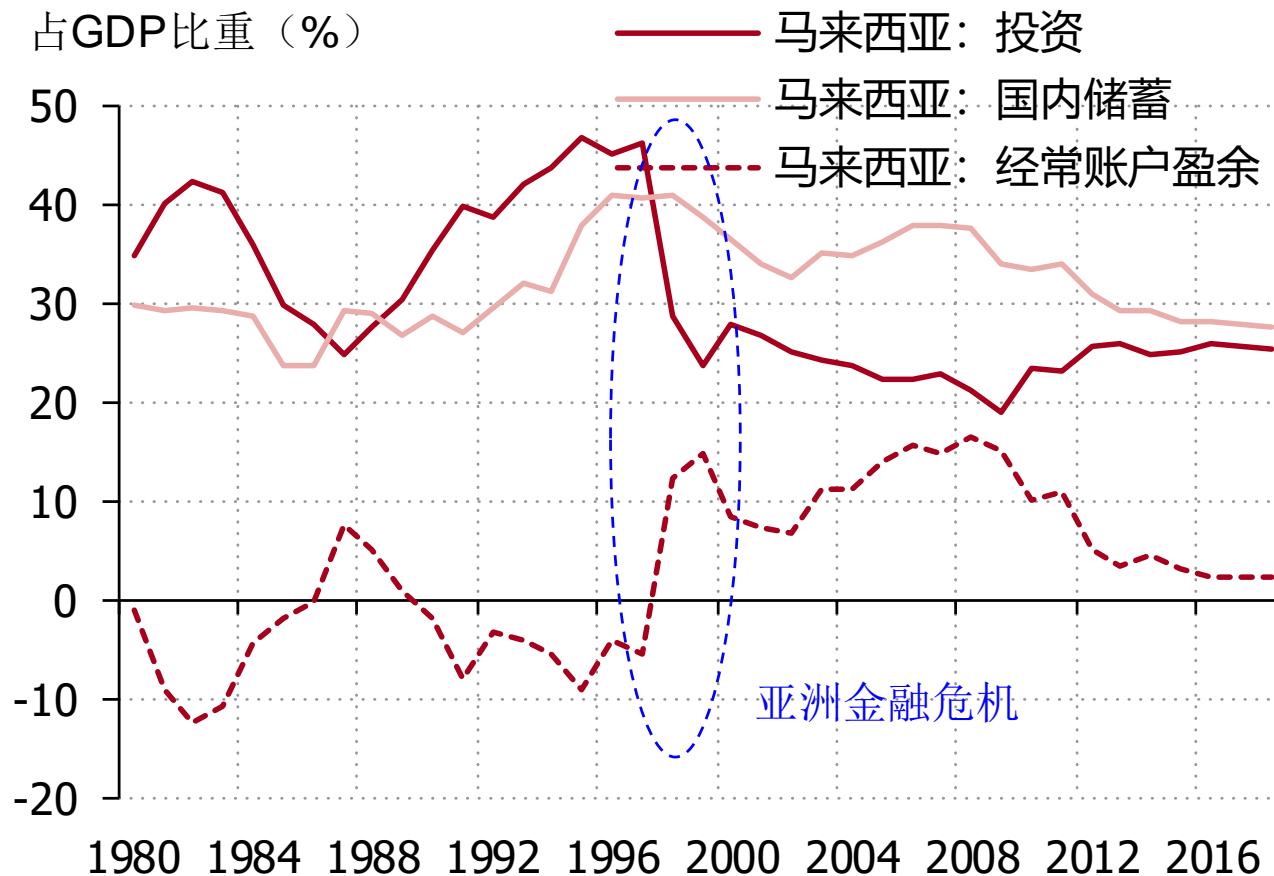


数据来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

亚洲金融危机：马来西亚

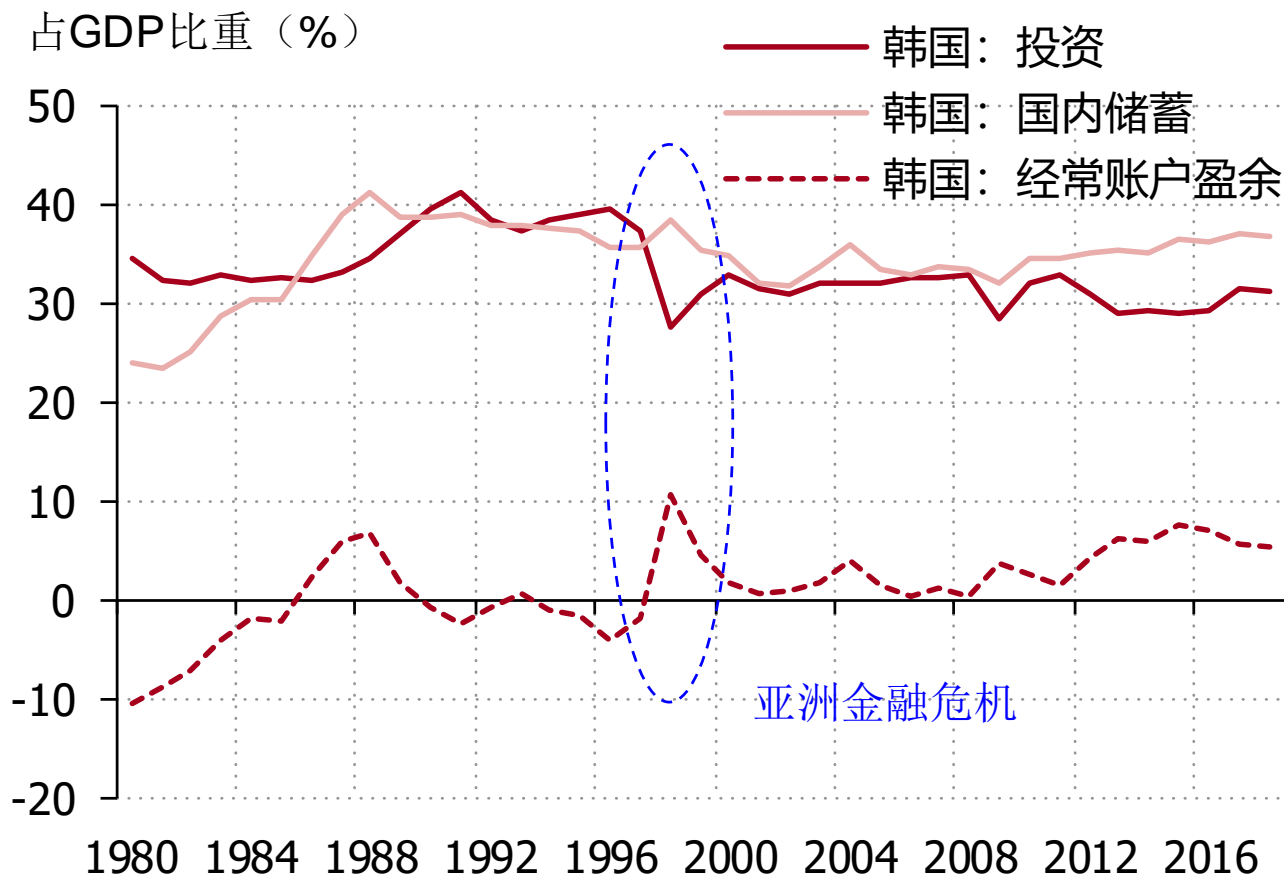


数据来源：Wind



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

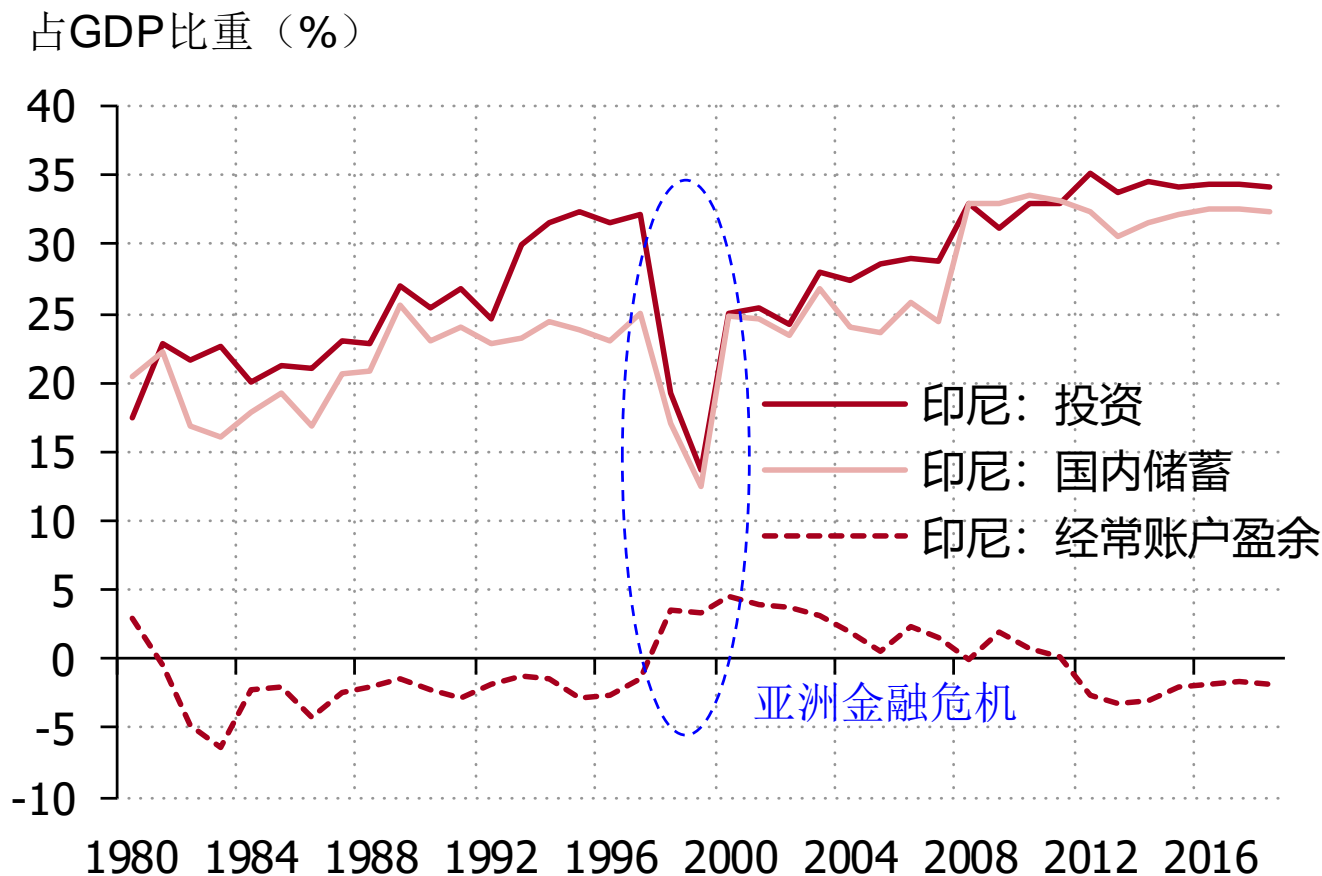
亚洲金融危机：韩国



数据来源：Wind



亚洲金融危机：印度尼西亚



数据来源：Wind



国际收支危机的一般模式：

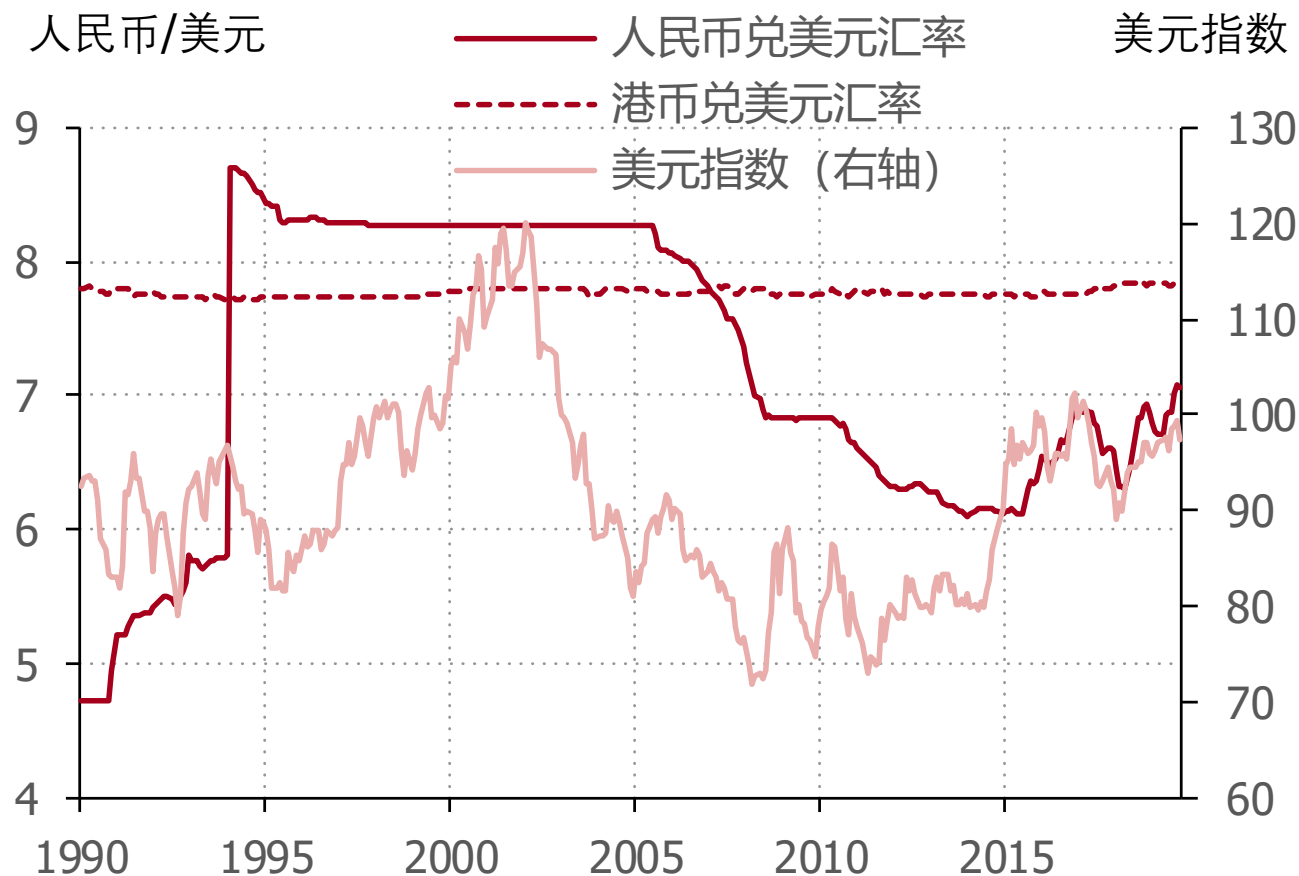
总结自《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》

- ◆ 经济繁荣
- ◆ 外资涌入，银行宽松信贷
- ◆ 汇率飙升、资产价格飙升
- ◆ 大量资金被挤占用于投机，汇率升值导致贸易逆差，需要外债来维持资金不足
- ◆ 债务增加
- ◆ 一个负面的外生冲击导致预期改变
- ◆ 外资撤出，银行收紧信贷
- ◆ 汇率暴跌，外债价值升高；为了偿还债务（内债和外债）债务人变卖资产，资产价格暴跌，引发资不抵债的连环被迫交易乃至挤兑
- ◆ 银行倒闭
- ◆ 经济衰退

为什么中国能够幸免于亚洲金融危机？



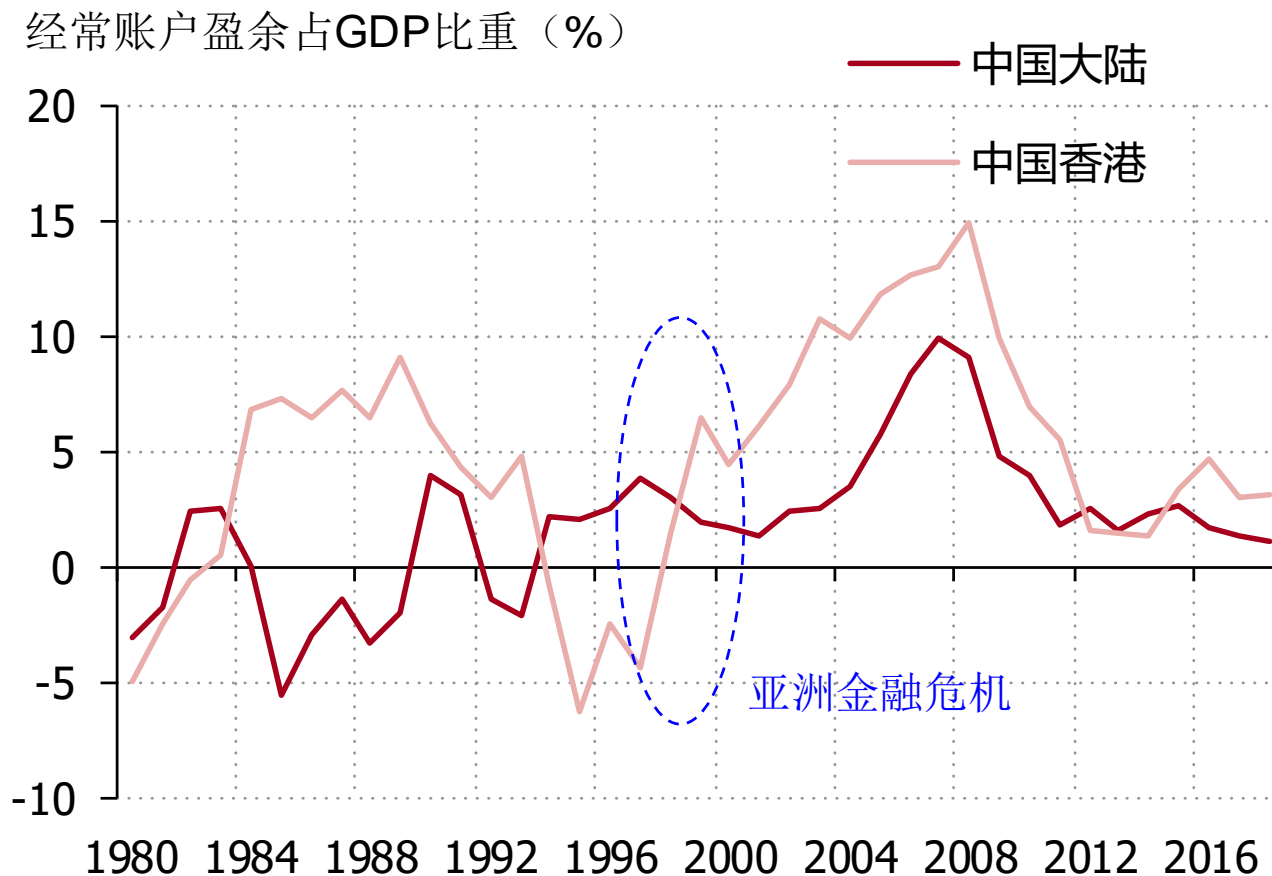
中国大陆与中国香港的汇率在亚洲金融危机中保持稳定



数据来源: Wind



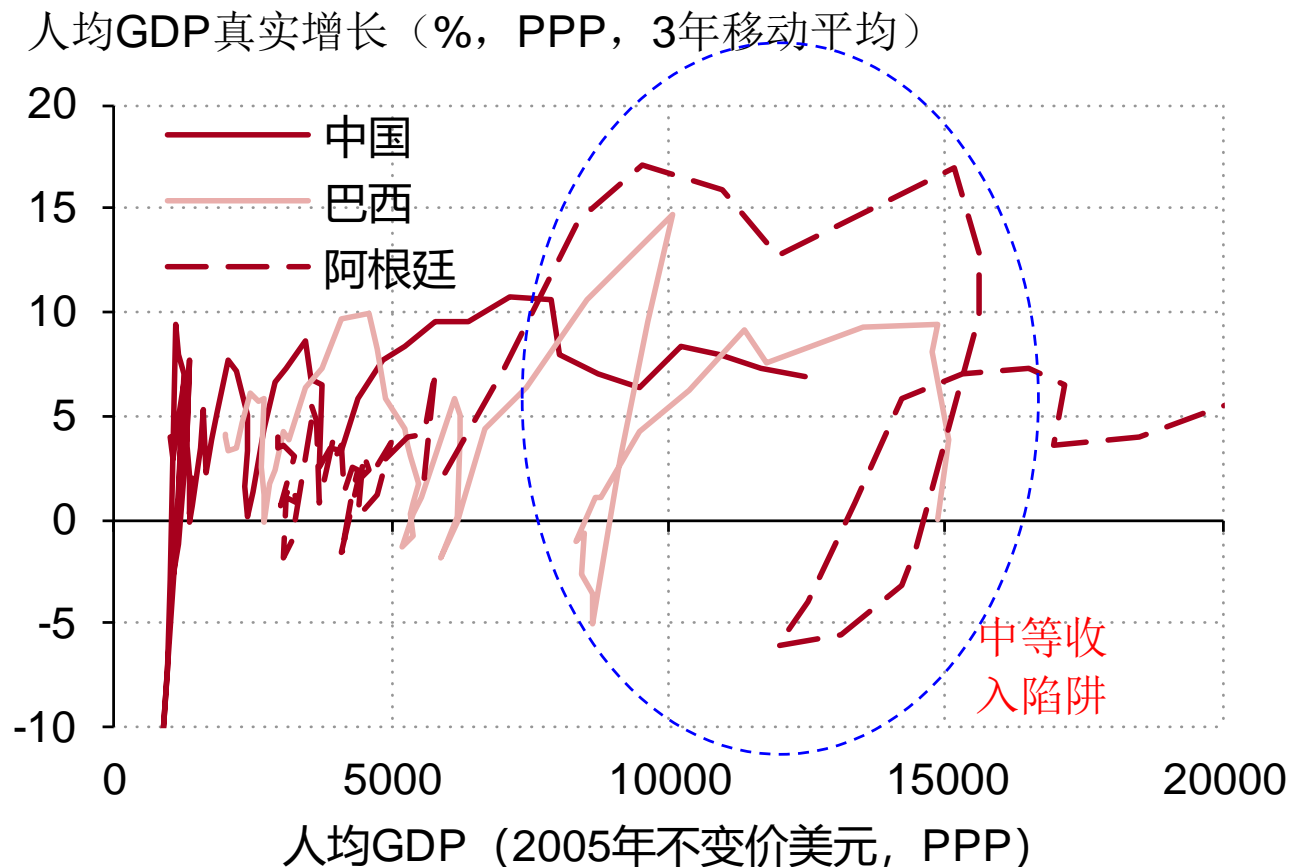
亚洲金融危机前中国大陆的经常账户盈余是大陆和香港应对亚洲金融危机冲击的后盾



数据来源: Wind



中国会像巴西和阿根廷那样落入“中等收入陷阱”吗？

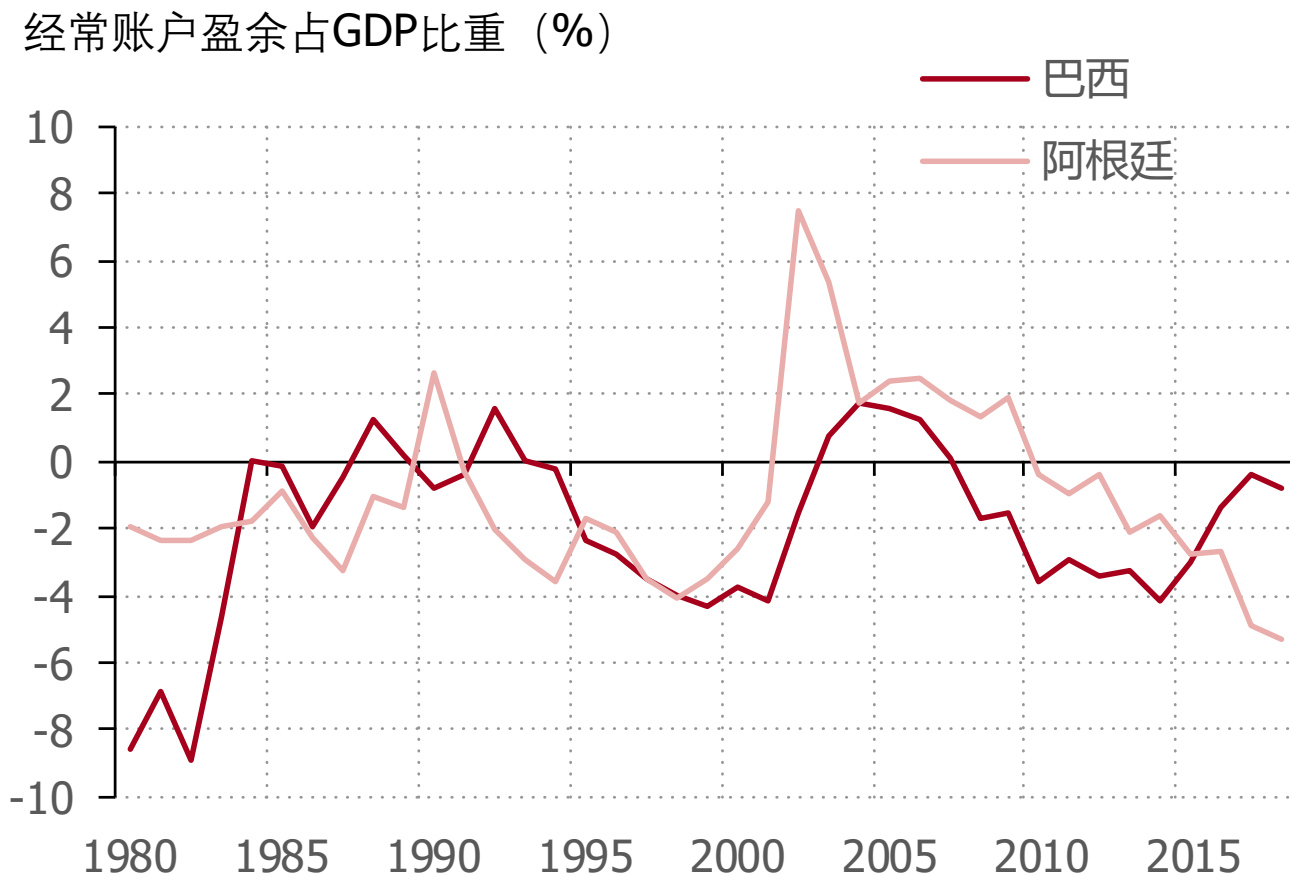


数据来源：PWT



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

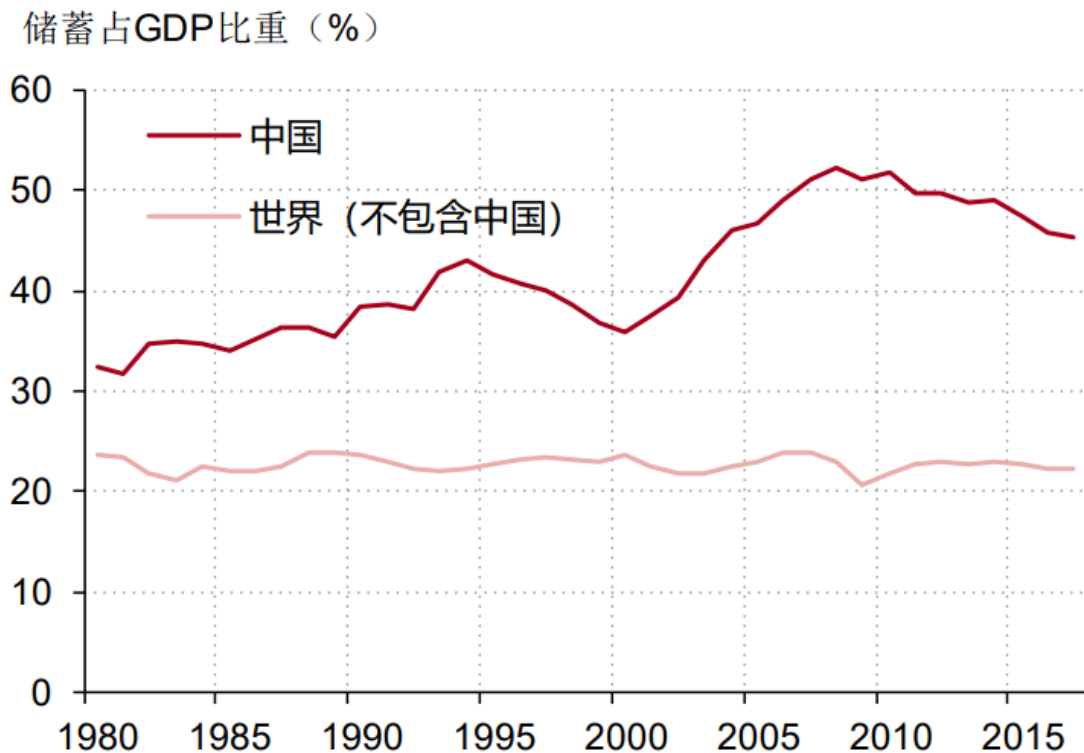
巴西与阿根廷经常性地会出现经常账户逆差，以及经常账户逆差带来的国际收支危机



数据来源: Wind



巴西、阿根廷落入“中等收入陷阱”的核心原因是它们国内的储蓄不足；中国不会重蹈其覆辙



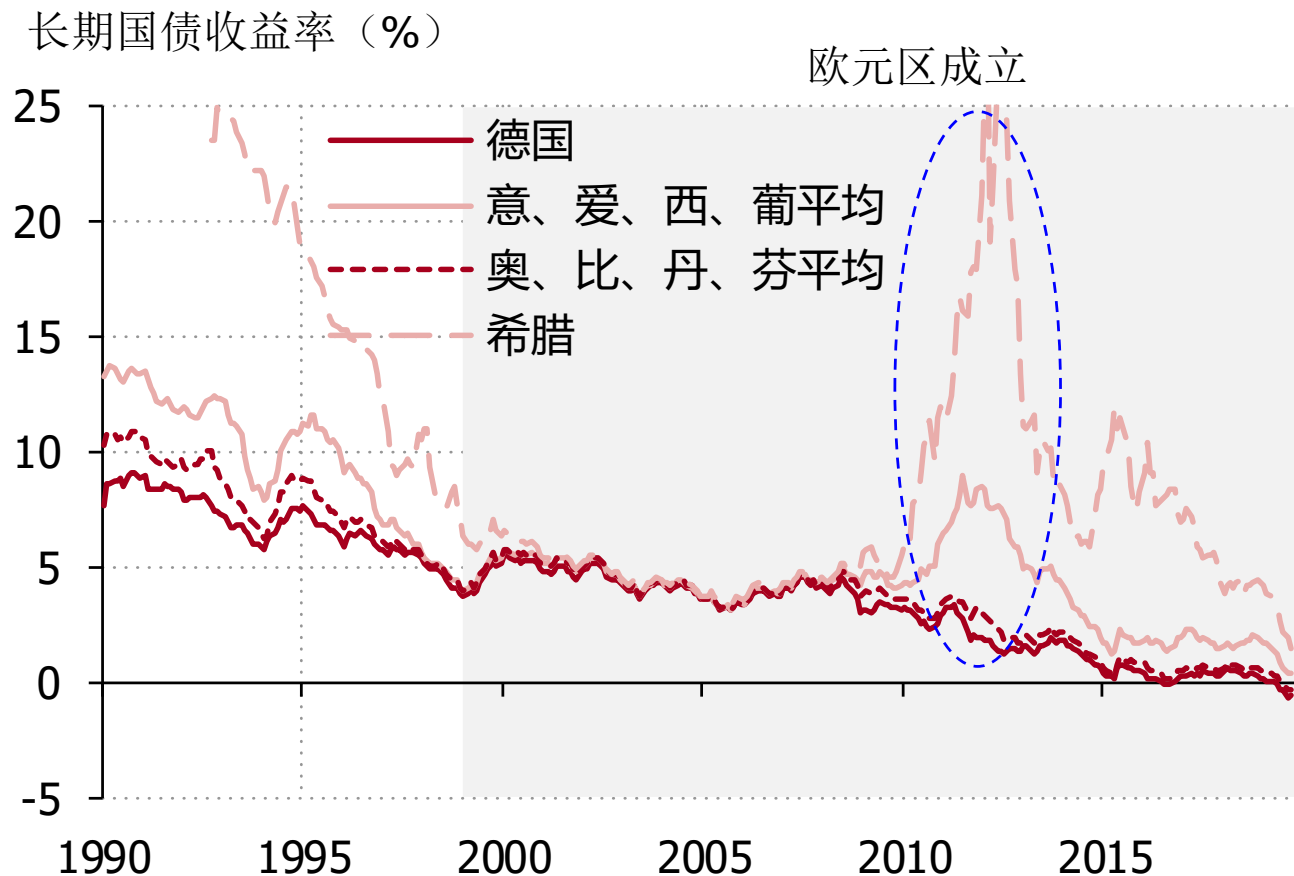
数据来源：PWT



议程

- ◆ 开放经济体的国民经济账户
- ◆ 亚洲金融危机
- ◆ 欧债危机

2011年欧元区爆发了“欧债危机”，“欧洲边缘国家”国债收益率大幅飙升



数据来源: Wind

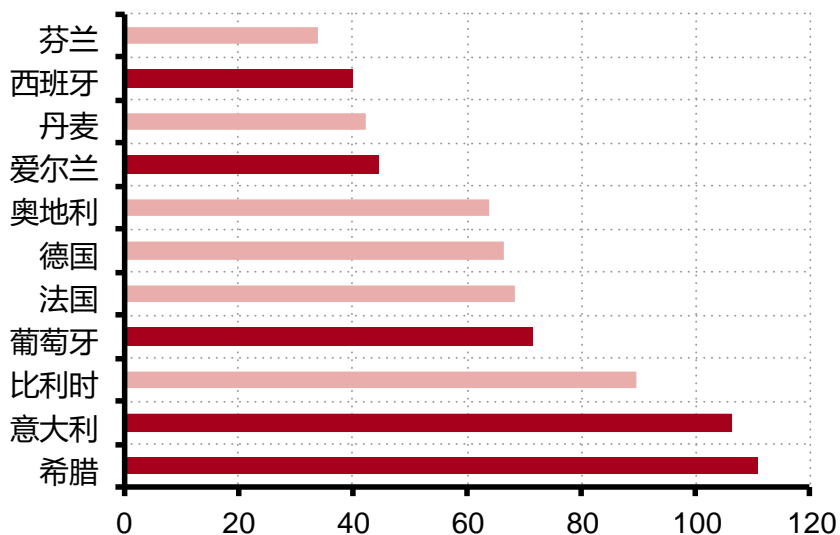


什么让“欧洲边缘国家”如此特殊？

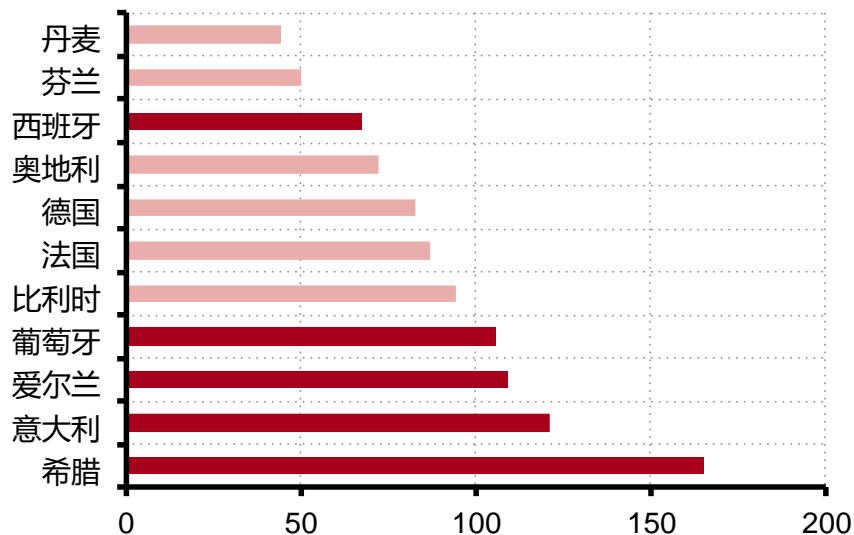
次贷危机前，西班牙、爱尔兰国债水平低于德国

“欧洲边缘国家”国债的膨胀是次贷危机的结果，而非原因

国债占GDP比重（2008年，%）



国债占GDP比重（2011年，%）



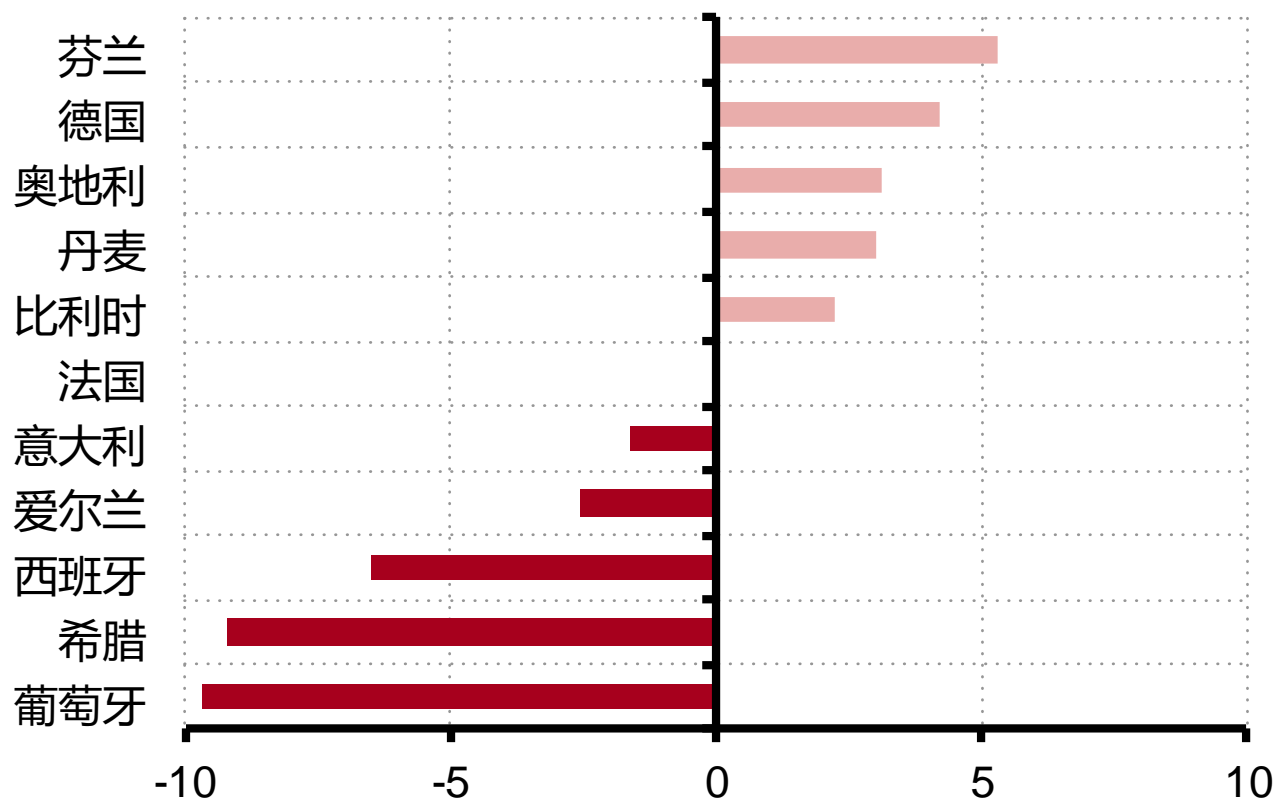
数据来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

经常账户的赤字才是“欧洲边缘国家”的共性

经常账户盈余占GDP比例（2001-08年均值，%）

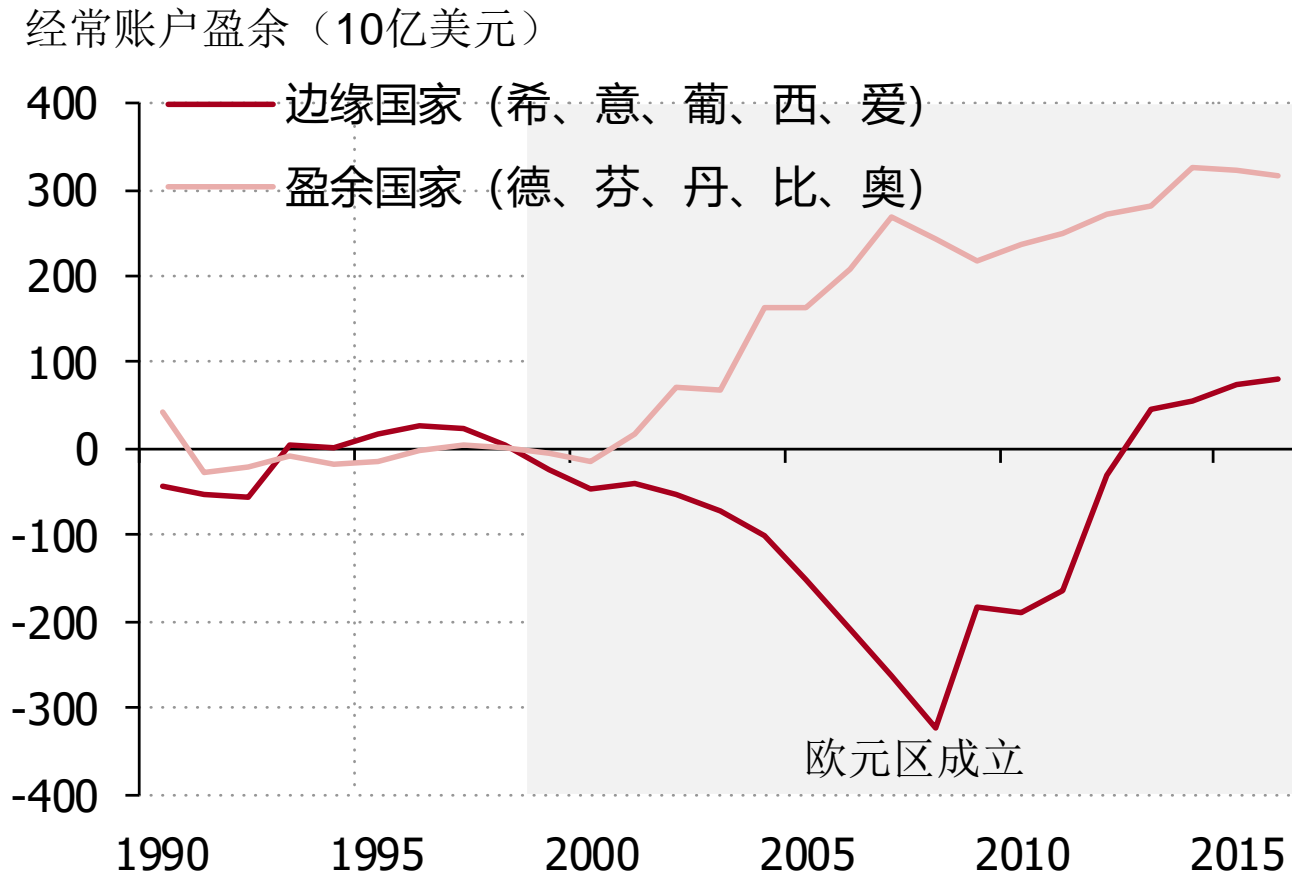


数据来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

欧元区成立之后，欧元区内部呈现出了愈演愈烈的失衡格局

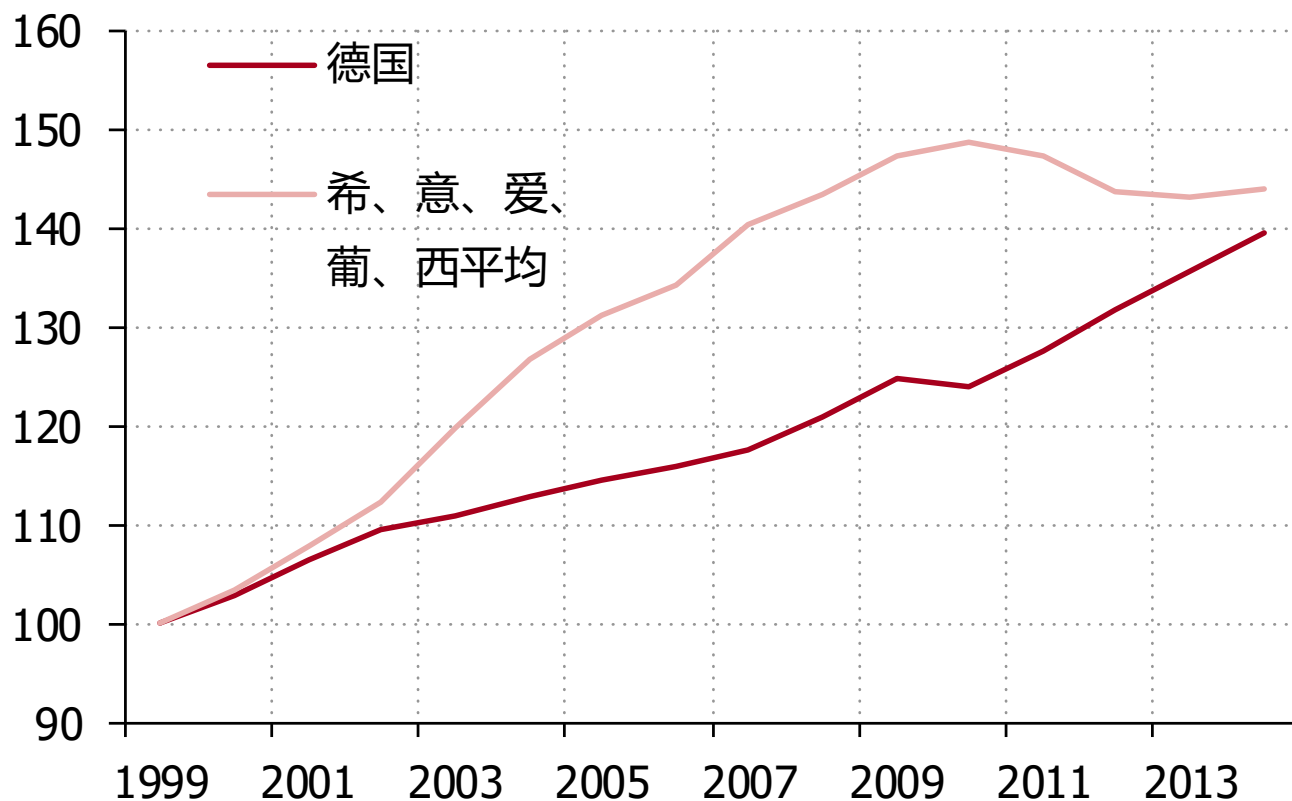


数据来源：IMF



从欧元区成立到次贷危机，德国相对欧元区边缘国家的劳动力成本优势日渐明显

工资指数（1999年=100）



数据来源：CEIC



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

欧央行为什么这么重要？

欧央行结算账户下隐藏了欧元区内部跨境转移支付

各国央行在Target2系统中的盈余（10亿欧元）



注：TARGET2 是Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System的缩写

资料来源：CEIC



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

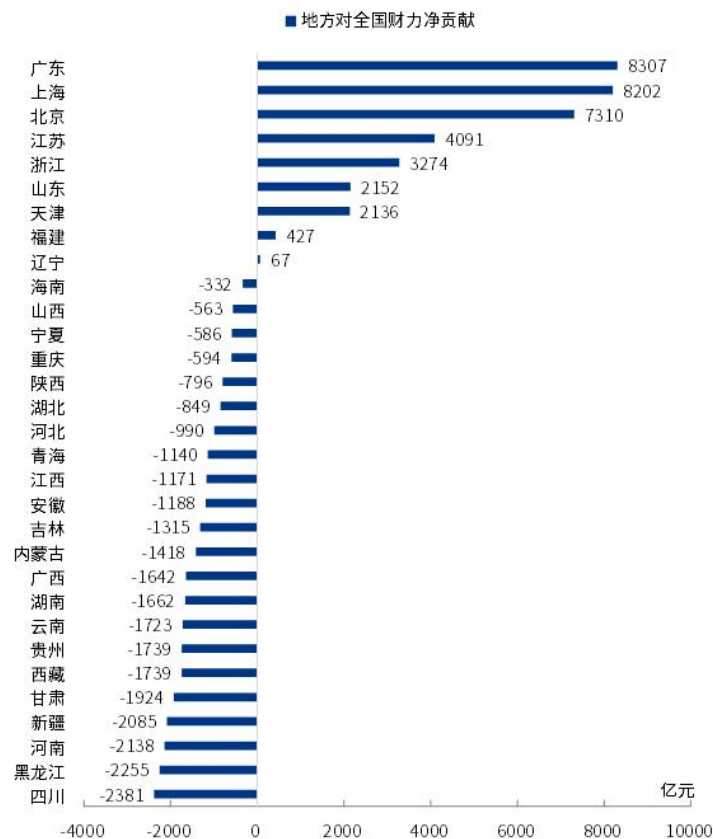
小结：

在国家间失衡的框架下才能透彻理解“欧债危机”

- ◆ “欧债危机”在“欧洲边缘国家”爆发是因为它们危机前债台高筑吗？
 - 不是，爱尔兰和西班牙的国债水平在次贷危机前并不高
 - 将“欧洲边缘国家”与其他欧元区国家区分开来的，是它们在次贷危机前累积的经常账户赤字
- ◆ 为什么说“欧债危机”实质上是“国际收支危机”？
 - 欧元区成立后，区内逐渐形成了国家间的不平衡问题
 - “欧洲边缘国家”国内需求大于国内产出，因而持续累积外债，直至难以偿还，而导致危机
- ◆ 欧元区的根本出路何在？
 - 不平衡的增长：德国等顺差国持续向逆差国融资。但这只有在一个统一的国家内部才能持续。因此需要成立欧洲国
 - 平衡的衰退：欧洲边缘国家需要做痛苦的经济调整，降低其生活和福利水平，重建国家的外部平衡，但这意味着欧元区内各国（包括顺差国）经济增长的大幅减速

中国省份间的“欧元区化”（陆铭）

图表：2019 年六省三市对全国财力有净贡献



资料来源：《中国财政年鉴2020》，《中国税务年鉴2020》，粤开证券研究院罗志恒、贺晨等

粤开志恒宏观



议程

- ◆ 开放经济体的国民经济账户
- ◆ 亚洲金融危机
- ◆ 欧债危机
- ◆ 美元霸权与中美共生

美元霸权的建立

- ◆ 视频（8'29"-15'16"）：

https://www.bilibili.com/video/BV1XV411B7tX/?spm_id_from=333.1007.top_right_bar_window_history.content.click

美元周期与发展中国家经济危机

- ◆ 在美元与黄金脱钩后，美国在历史上用相同的“宽松-加息”手法，炒作并亲手毁掉了好多个“经济奇迹”
 - 规律是十年走弱，六年走强
- ◆ 1971-1979：拉丁美洲和日本的黄金发展期
- ◆ 1980-1986：为应对“石油危机”疯狂加息，拉丁美洲受害；为“减轻财政赤字”与日本广场协定升值，日本陷入“失去的X十年”
- ◆ 1987-1997，亚洲四小龙金融繁荣，1997年，加息周期重启，爆发亚洲金融危机
- ◆ 1998-2008，中国经济繁荣，美国内部爆发危机，开启量化宽松

次贷危机之后的量化宽松以邻为壑

- ◆ 美元国际货币地位，使得美国的量化宽松可以获得“铸币税”收入。一手印钱，一手举债。其他国家投资美国的国债全部贬值，减轻外债压力
- ◆ 没有实质性引发通货膨胀
 1. 由于资本的自由流动，美国国内除了部分资产价格上升外，热钱并没有大量停留在美国炒作，而是流向了新兴国家(emerging market)——与之相对的是中国，缺乏资本的自由流动，而使得热钱无处释放，商品金融化趋势愈演愈烈，一定程度助长了中国的通货膨胀——而当QE停止，大量泡沫破灭
 2. 商业银行顺周期特性，使得在经济不好的时期审慎贷款。使得即使美联储投放了大量基础货币，银行系统的货币创造机制弱（货币乘数小）
- ◆ 货币贬值，促进美国本身的出口，带动制造业、降低失业率

“我们的美元，你们的难题”

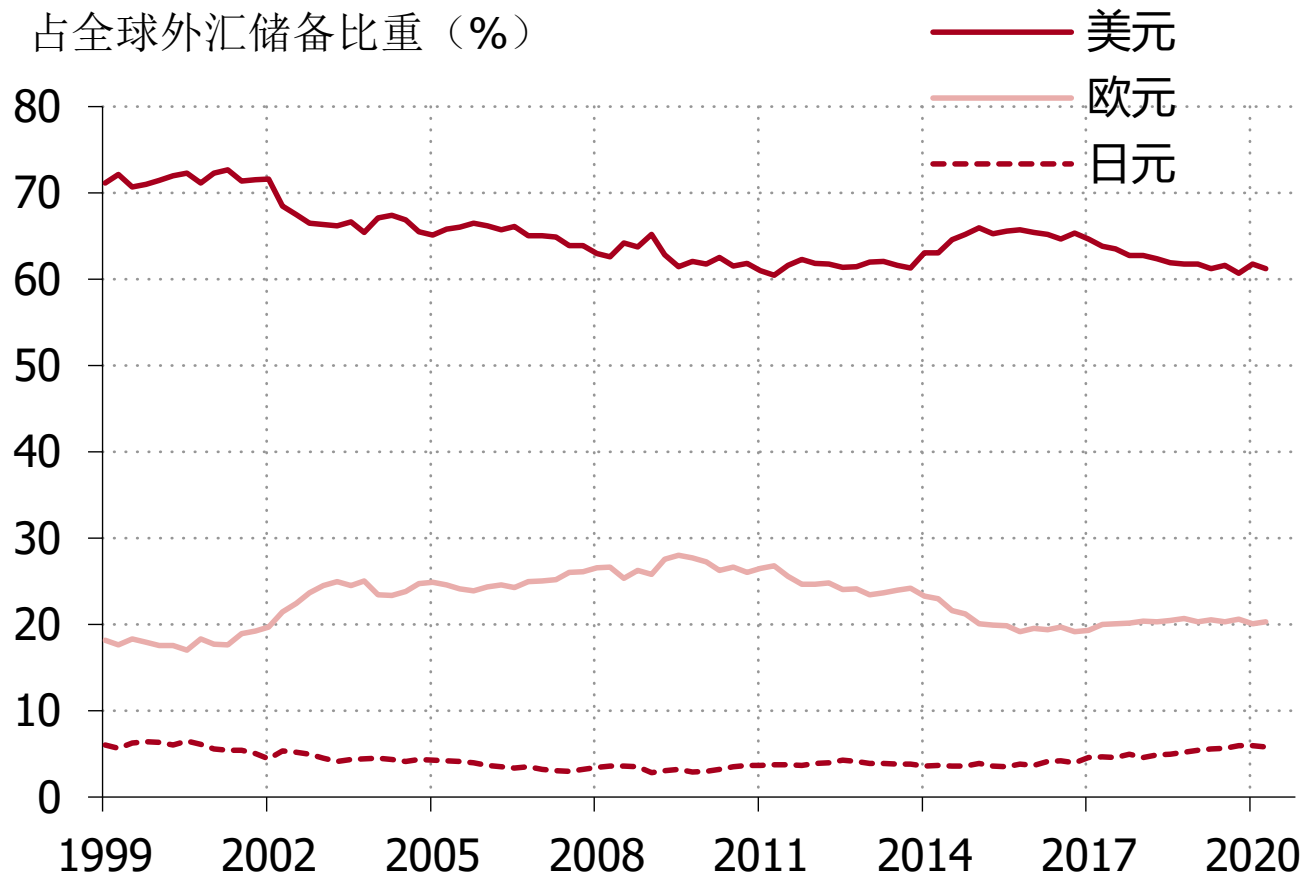
- ◆ “The dollar ”is our currency, but your problem.”

——John Connally, 美国前财长，
1971年11月，G10财长会议



全球外汇储备的绝大部分是美元资产

——美元是美国自己低成本印制的国际支付工具

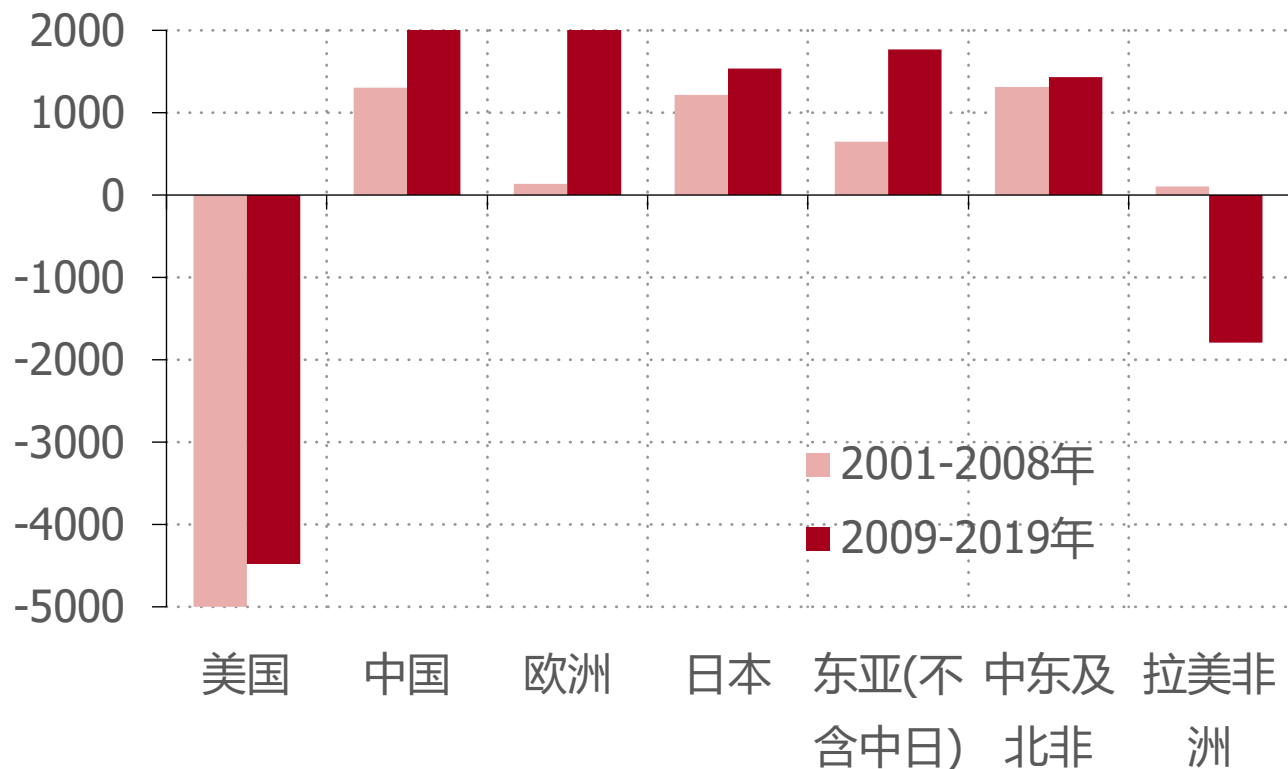


资料来源: Wind



因为美国是世界主要储备货币发行国，所以过去十几年只有美国持续大量积累经常账户逆差

累积经常账户盈余（10亿美元）

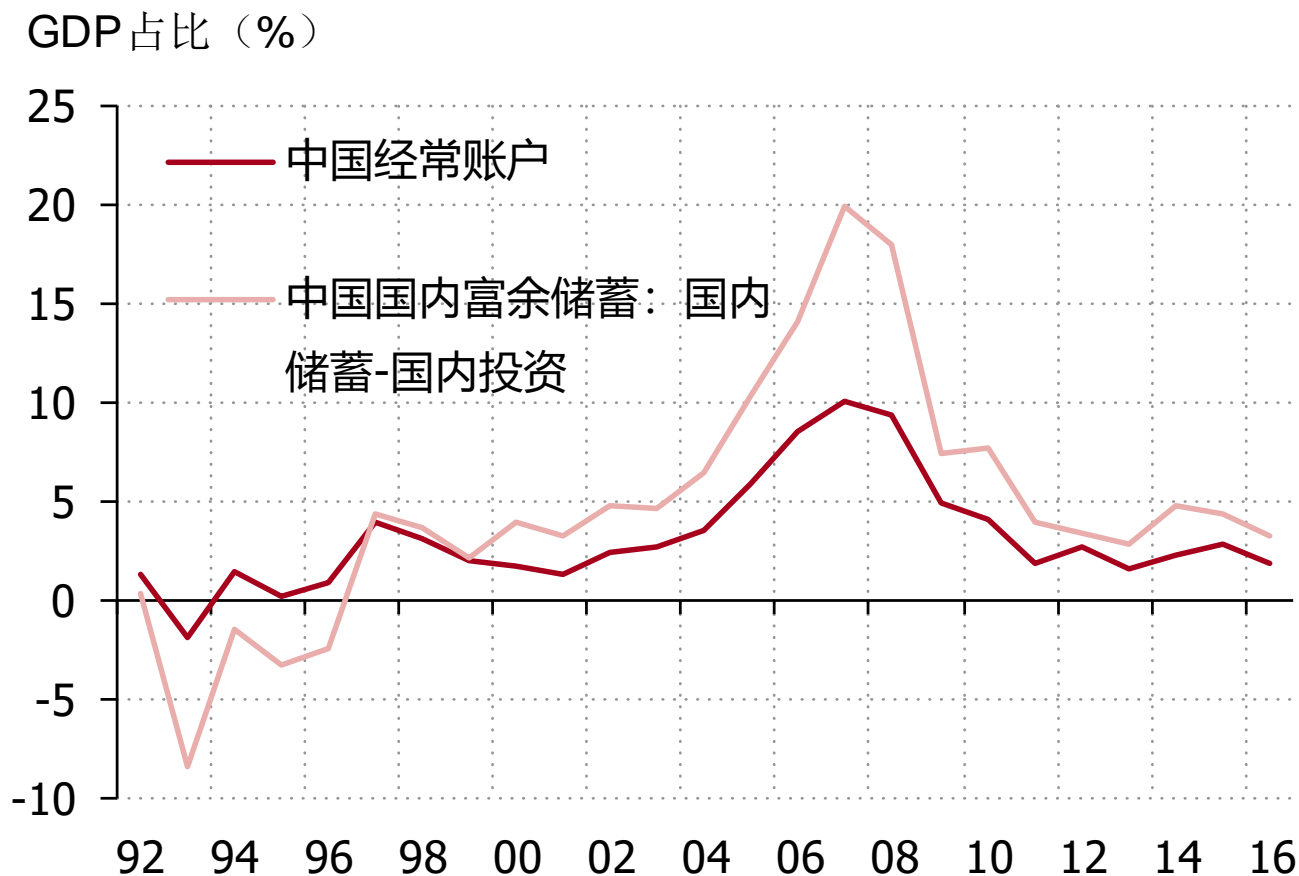


资料来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

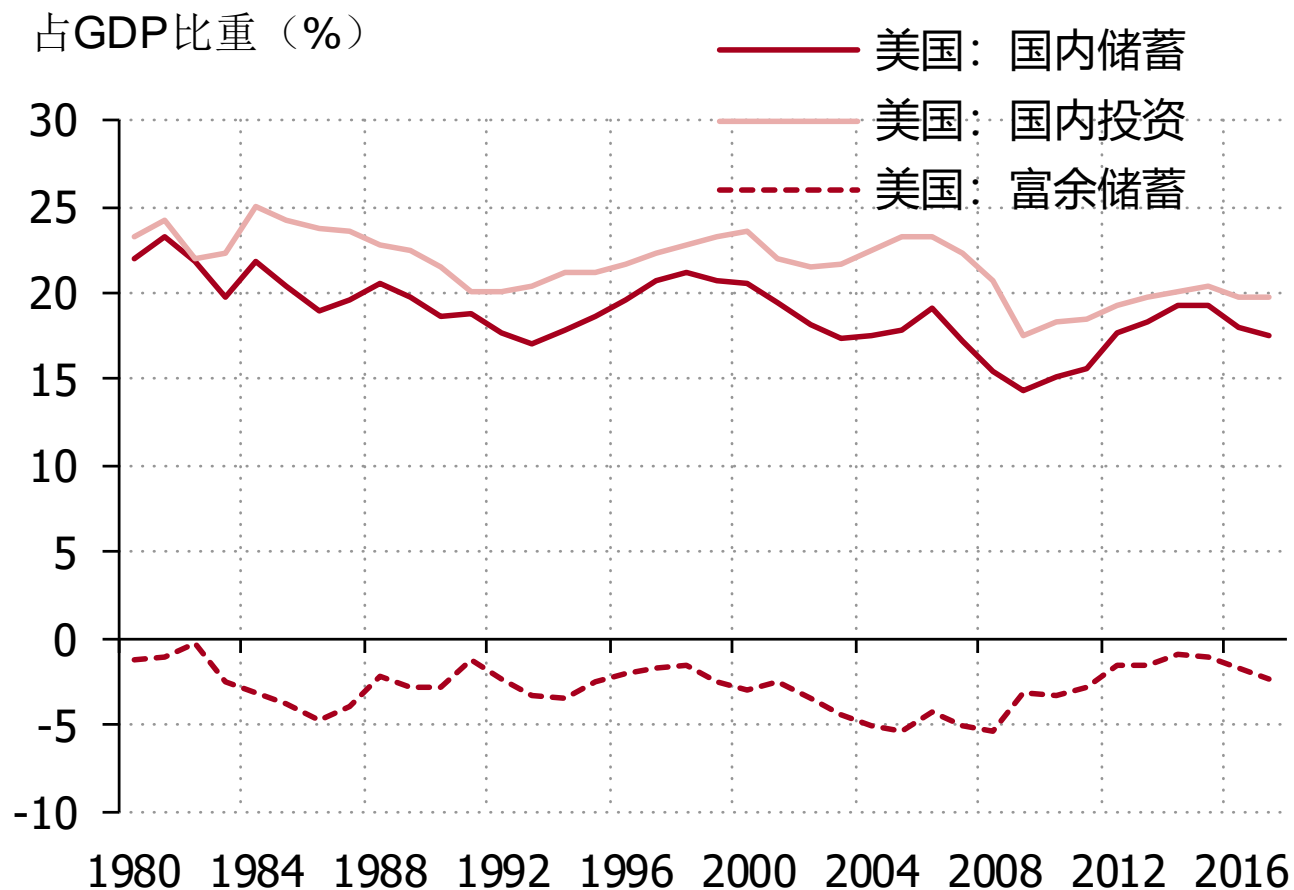
中国国内的富余储蓄转变成了经常账户顺差



数据来源：CEIC



美国国内储蓄长期少于其国内投资

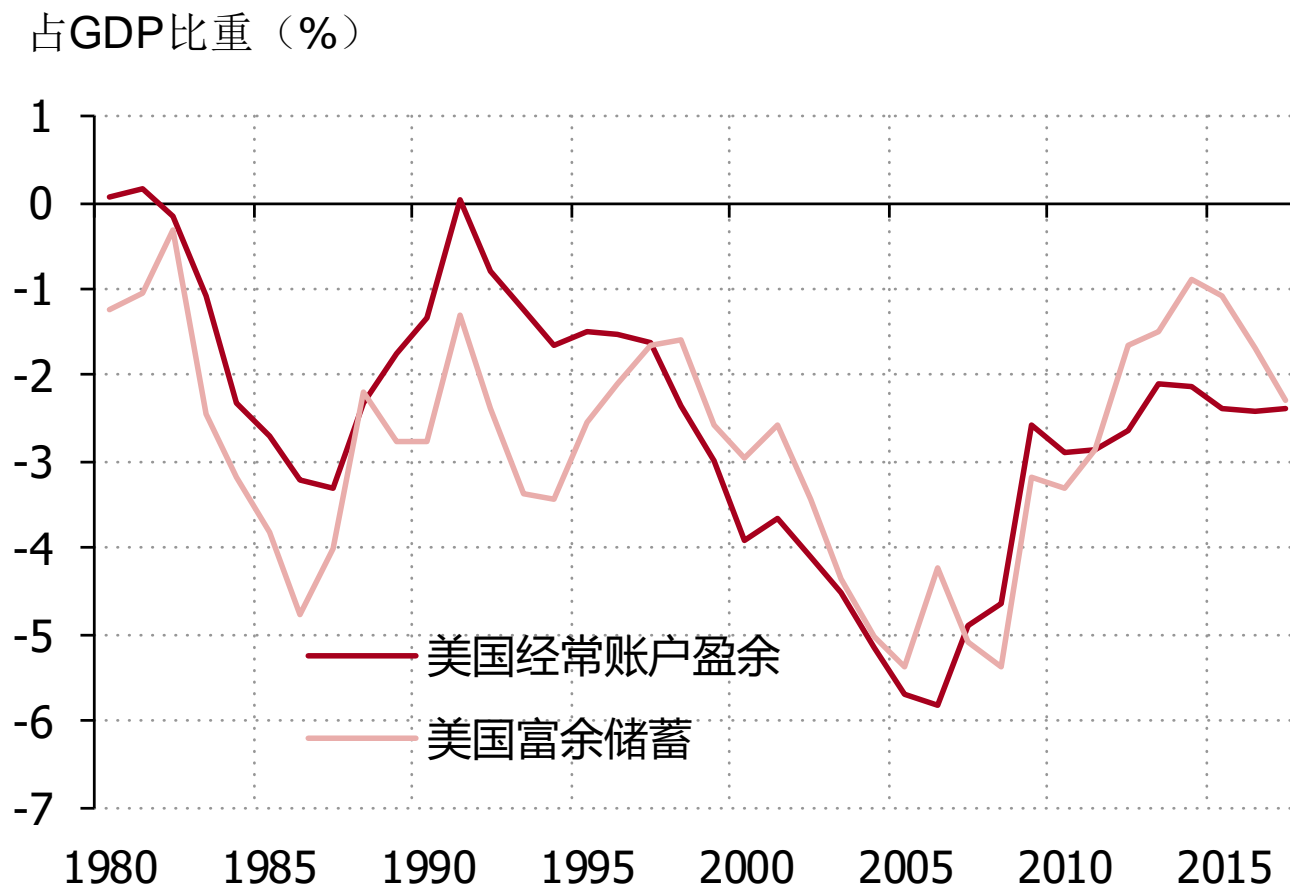


数据来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

美国国内储蓄的缺口由其经常账户逆差所弥补

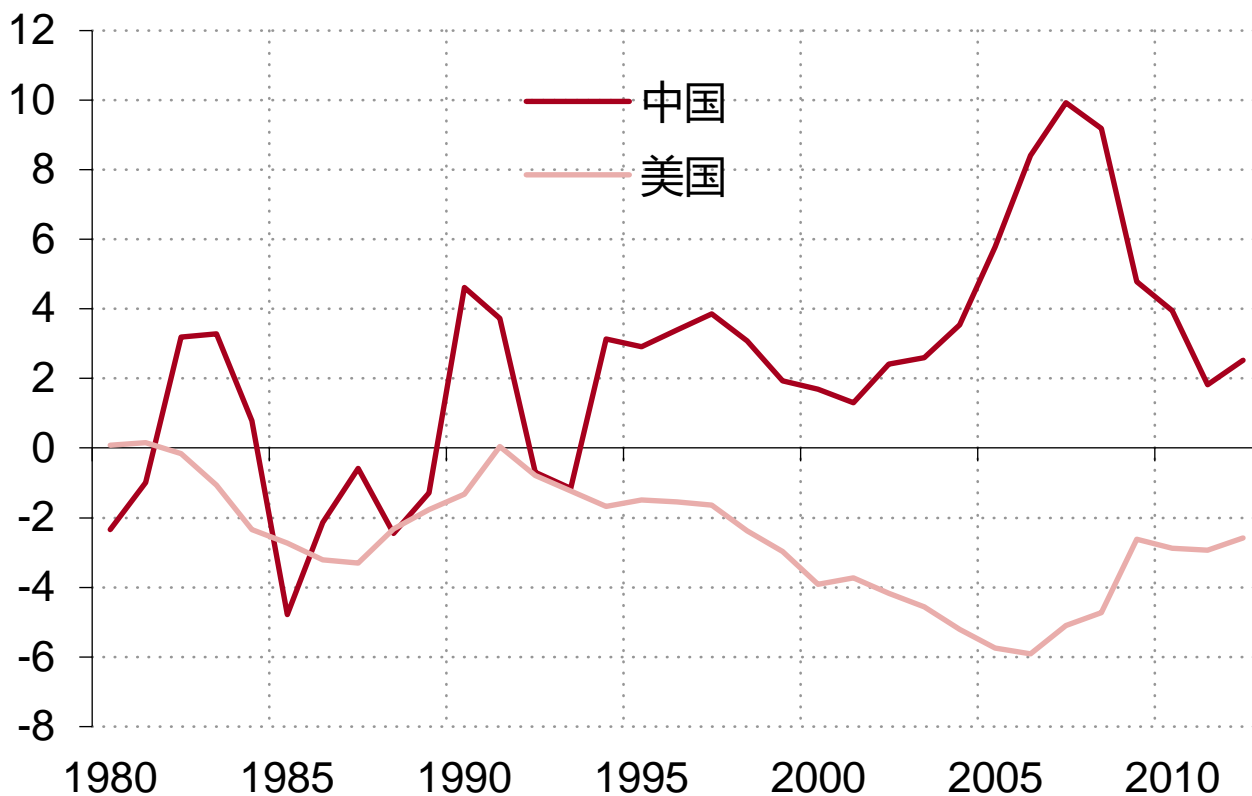


数据来源：IMF



近30年来中美经常账户的镜像走势，反映了“中国生产—美国消费”（中国储蓄—美国借债）的国际大循环机制

经常账户盈余占各自国家GDP比重（%）



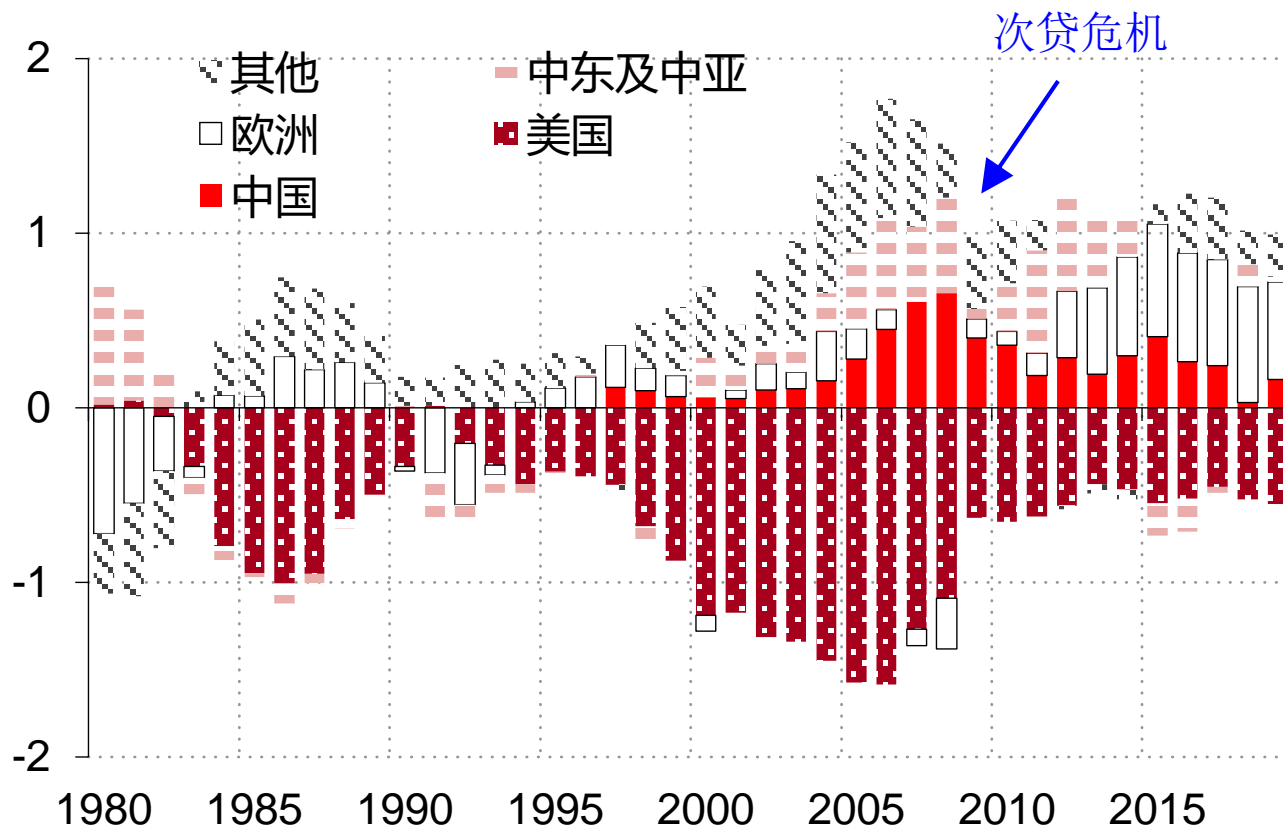
资料来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

中国的富余储蓄（对应我国的贸易顺差）在次贷危机前明显推升了全球失衡的水平

经常账户盈余（%，占世界GDP比重）



数据来源：IMF

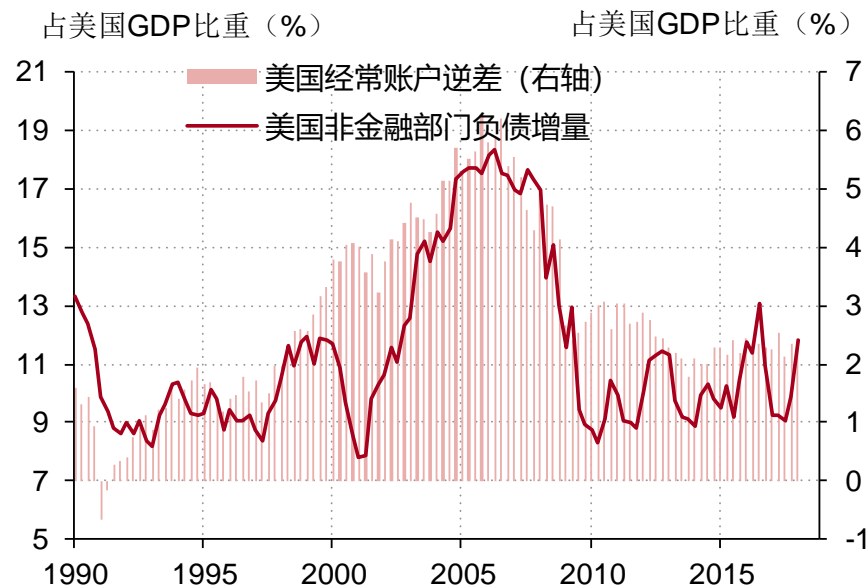
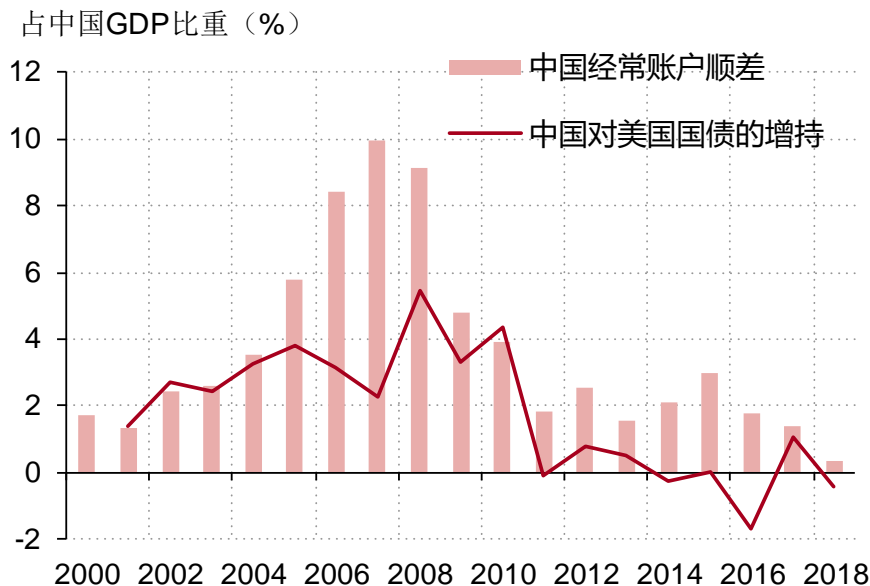


暨南大学
JINAN UNIVERSITY

全球失衡背后是全球资本流动的链条： 顺差国的储蓄流向逆差国（主要是美国）

中国的经常账户顺差大部分变成了对
美国金融资产的增持

美国的经常账户逆差对应其国内杠杆
率的上升



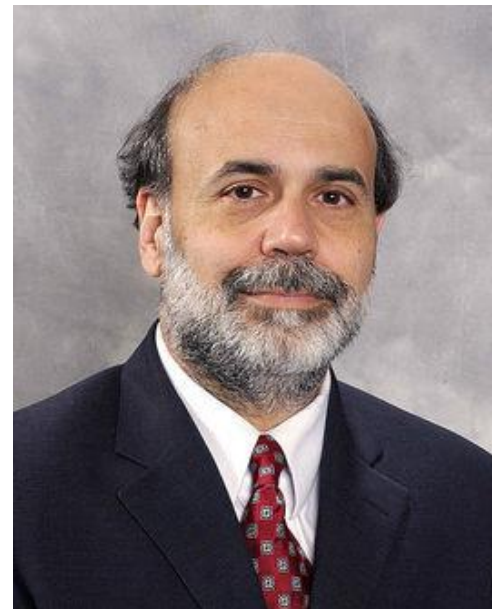
资料来源：万得



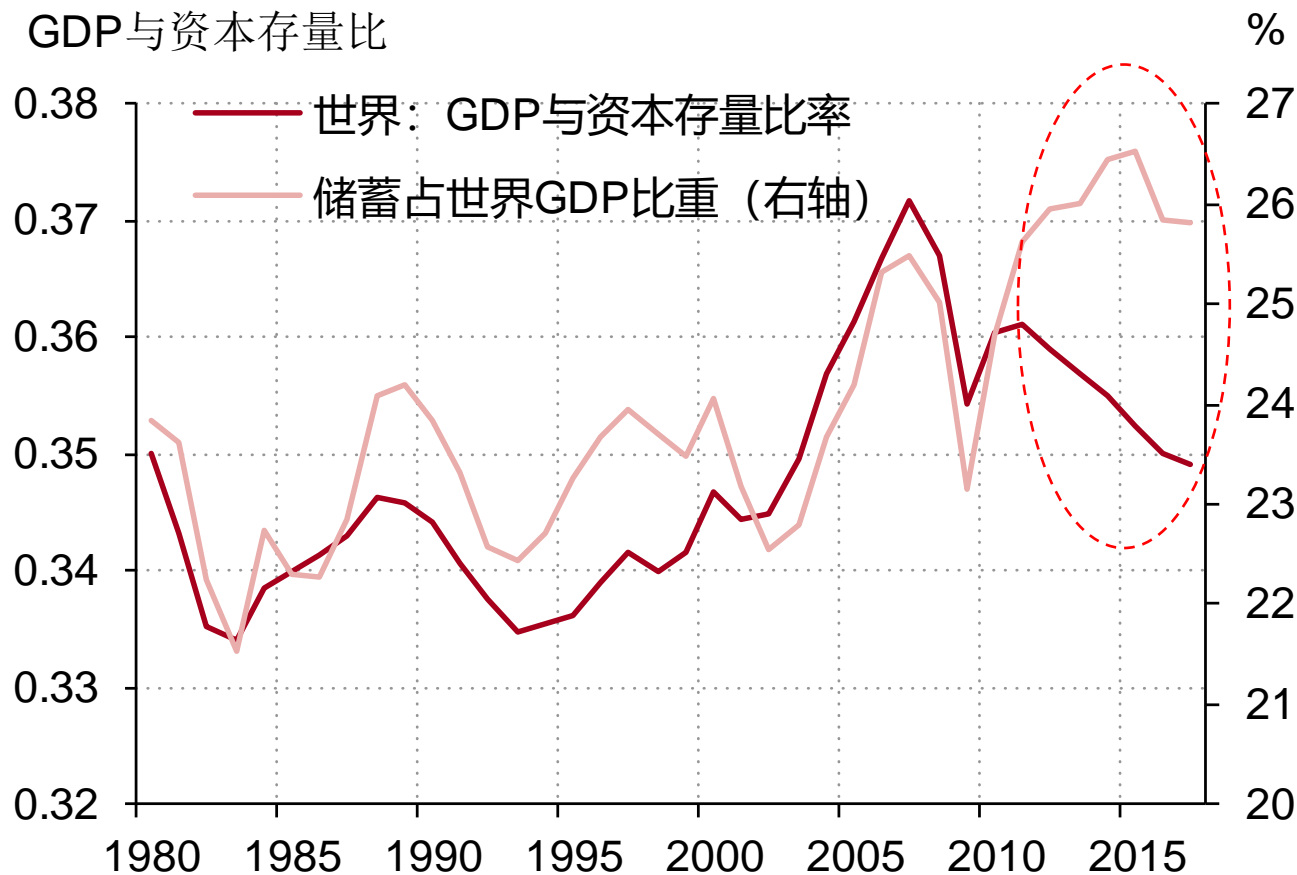
全球储蓄过剩（saving glut）

“在过去的十年中，几种不同力量合起来造成了全球储蓄供给的显著增加——全球储蓄过剩——可以解释美国经常账户赤字的增大，以及全球较低的长期利率水平……全球储蓄过剩的一个特别有趣的方面是之前流向发展中和新兴市场经济体的信贷流动发生的逆转，让这些国家从之前的国际资本市场的借款人变成了净借出者。”

——伯南克（Ben S. Bernanke），2005年



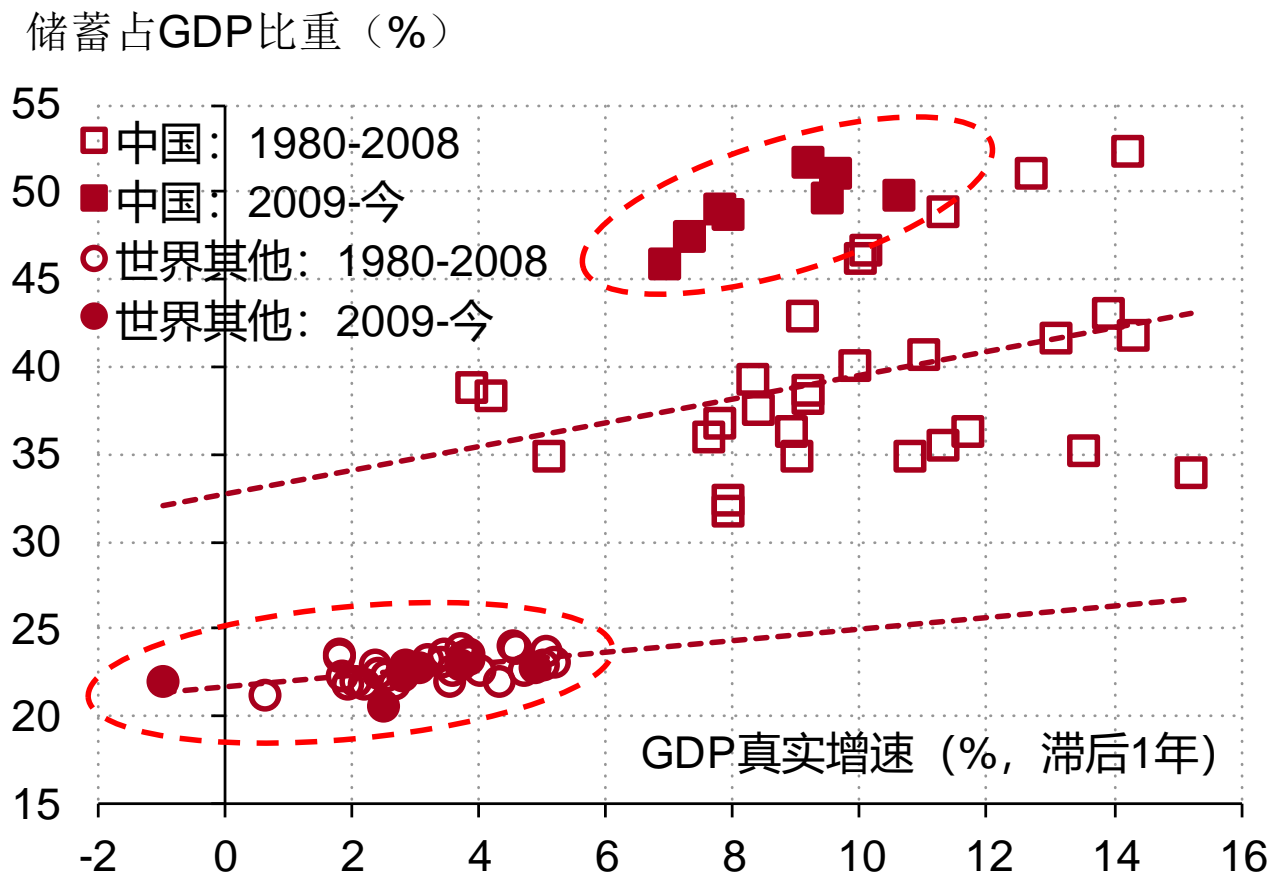
次贷危机后全球资本回报率大不如前，但全球储蓄率仍然处在高位——全球储蓄过剩



资料来源：IMF



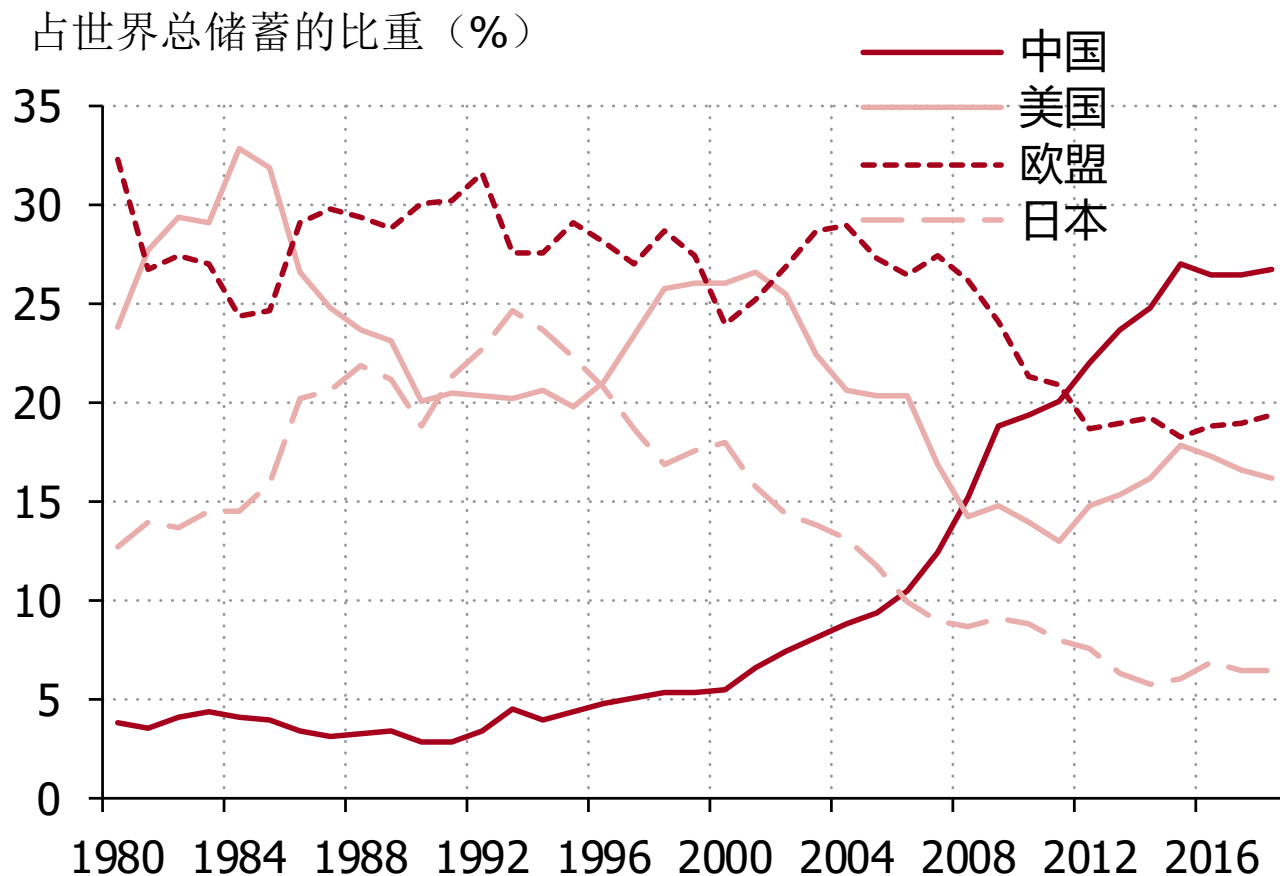
全球储蓄过剩的主要原因在于中国的高储蓄



资料来源: IMF



中国的储蓄超过了美国、欧盟和日本，中国的储蓄过剩就是全球的储蓄过剩



资料来源：IMF



小结：中美共生

- ◆ 在过去20年间
 - 中国是世界上最大生产国，美国是世界最大的消费国
 - 中国是世界上最大的顺差国，美国是世界上最大的逆差国
 - 没有中国，美国无法廉价地消费如此大量的商品
 - 没有美国，中国无法消化如此大规模的产能，短时间内实现工业快速发展
- ◆ 从这个意义上，中美是共生的关系，一体两面，相互成就
- ◆ 美元的货币霸权体系使得这样一种不健康的共生关系得以维持



议程

- ◆ 开放经济体的国民经济账户
- ◆ 亚洲金融危机
- ◆ 欧债危机
- ◆ 美元霸权与中美共生
- ◆ 启示与人民币的未来

“中美共生”模式已不可持续：中美贸易战的背景

- ◆ 中国的失衡经济结构已经对美国产生了难以忽视的负面外溢效应
 - 中国的储蓄过剩催生了美国资产价格泡沫，引发了次贷危机
 - 中国产能的快速扩张挤压了美国产能的空间（表现为美国企业因来自中国企业的竞争而倒闭）
- ◆ 美国国内收入不平等拉大，美国社会被撕裂
 - 全球化配置的资本与本土劳动者这二者间的收入差距拉大
 - 资本回报与工资收入差距的拉大（《21世纪资本论》的核心观察）
 - 高收入阶层（拥有资本和全球化能力）和低收入阶层（仅拥有低水平劳动力技能）间收入差距的拉大
- ◆ 中美贸易战的经济源头
 - 全球失衡令美国（资本家与劳工间）的阶级矛盾加剧
 - 资本主义的制度难以从内部调和资本及与劳工间加剧的矛盾
 - 减轻外部压力（贸易保护主义、逆全球化、中美脱钩）是美国的一个选择

中国应该推动人民币国际化，建立自己的小共生体系

- ◆ 世界的产业分工模式（周金涛）：
 - 消费（货币）核心国：赤字、负债
 - 制造核心国：盈余、债权
 - 资源核心国：石油、有色金属、黑色金属
- ◆ 消费（货币）国主导分工体系，而不是制造国
- ◆ 更加平衡的贸易关系有利于国际关系的稳定
 - “相互卡脖子”

顺差->逆差

俄罗斯央行报告显示：人民币在俄罗斯对外贸易结算中所占份额飙升

— 2023 —

03/11

18:03

华尔街见闻快讯

企鵝号

发布于
上海

— 分享 —



据今日俄罗斯电视台网站11日报道，俄罗斯央行最新发布的报告显示，人民币在俄罗斯对外贸易结算中所占的份额飙升，已经成为一个“主要玩家”；与此同时，美元和欧元在俄罗斯外贸结算中的使用比例大幅下降，占比已经不到一半。报告显示，人民币在俄罗斯进口结算中的份额从2022年1月的4%跃升至2022年底的23%，人民币在俄罗斯出口结算中的份额也从0.5%飙升至16%。（环球时报）



① 举报



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

顺差->逆差

伊朗石油用人民币结算！中国加速去美元，会被美国踢出SWIFT吗？

2021-04-29 13:01:32 来源: 金十新媒体

举报



102

分享至



本文为「金十数据」原创文章，未经许可，禁止转载，违者必究。



美国著名学者布热津斯基在其出版的《大棋局》一书中，曾提出了三个对美国霸权最大的潜在挑战，其中一个挑战便是中国、俄罗斯和伊朗的“联合”，如今这个“挑战”正在浮出水面。

都知道，美元、美军和科技是支撑美国霸权的三根支柱，美国在国际上动辄挥舞大



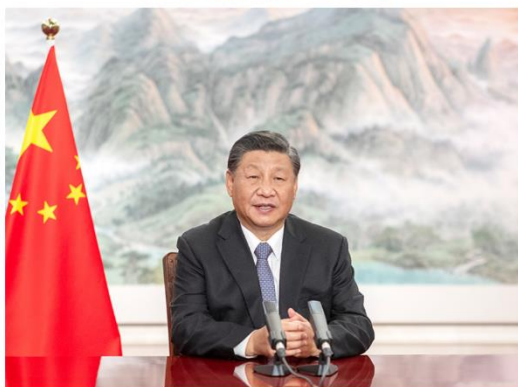
顺差->逆差

习近平在第五届中国国际进口博览会开幕式发表致辞

2022-11-04 20:17 来源：新华社

【字体：大 中 小】 打印 分享 更多

习近平在第五届中国国际进口博览会开幕式上发表致辞



11月4日晚，国家主席习近平以视频方式出席在上海举行的第五届中国国际进口博览会开幕式并发表题为《共创开放繁荣的美好未来》的致辞。新华社记者 李学仁 摄

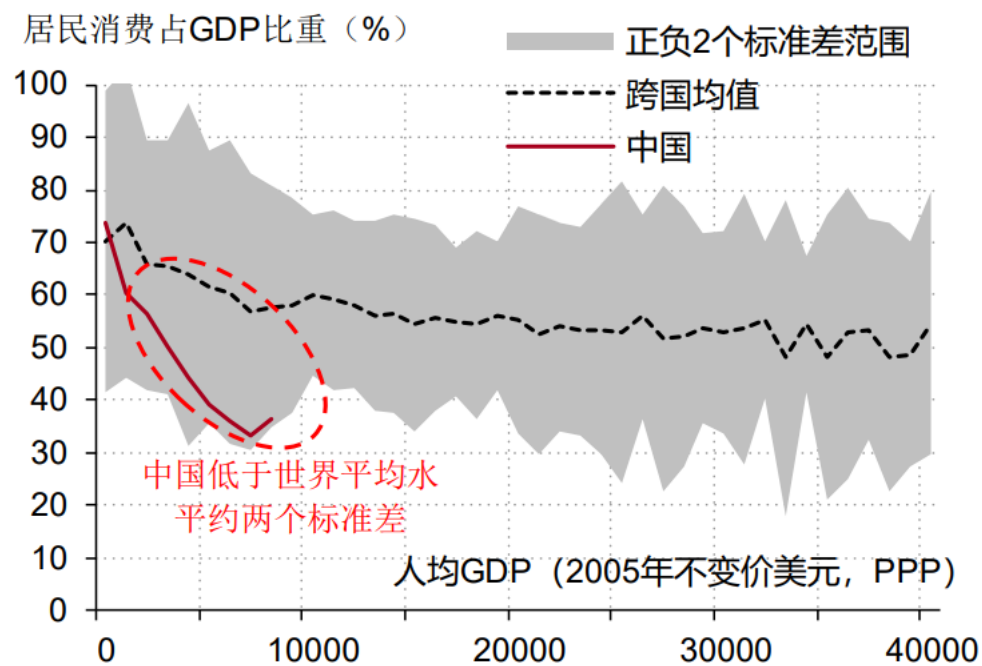
新华社北京11月4日电 11月4日晚，国家主席习近平以视频方式出席在上海举行的第五届中国国际进口博览会开幕式并发表题为《共创开放繁荣的美好未来》的致辞。

习近平指出，5年前，我宣布举办进博会，就是要扩大开放，让中国市场成为世界大机遇。现在，进博会已经成为中国构建新发展格局的窗口、推动高水平开放的平台、全球共享的国际公共产品。

习近平强调，开放是人类文明进步的显著动力，是世界繁荣发展的必由之路。当前，世界百年未有之大变局加速演进，世界经济复苏动力不足，我们要以开放纾发展之困、以开放汇合作之力、以开放聚创新之势、以开放谋共享之福，推动经济全球化不断向前，增强各国发展动能，让发展成果更多更公平惠及各国人民。



储蓄->消费



中企出海：两全其美之策？

- ◆ 过去：max GDP
- ◆ 未来：max GNP
- ◆ 过去：Made in China + Consumed by World (mostly U.S.)
- ◆ 未来：Made by China + Consumed by China
 - 反直觉：出海并不意味着出口产值的必然下降
- ◆ 过去：美元霸权
- ◆ 未来：人民币国际化
- ◆ 结局：中华民族的伟大复兴



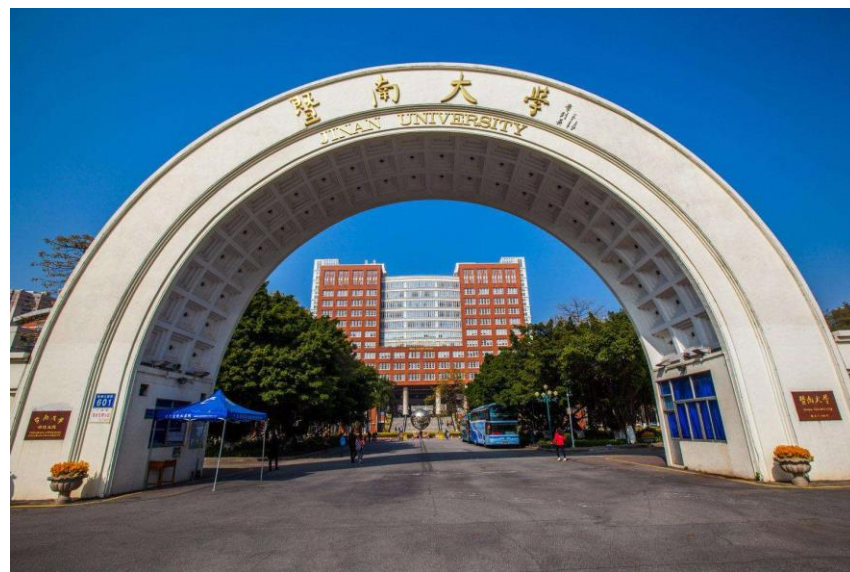
“暨南” 的含义

- ◆ “东渐于海，西被于流沙，朔南暨，声教讫于四海。”

——《尚书·禹贡》

- ◆ “面向南洋，将中华文明传播到世界各地”

- ◆ 与同学共勉！



谢 谢

- ◆ 陈方豪 助理教授
- ◆ 经济学院 特区港澳经济研究所
- ◆ 2022年毕业于北京大学国家发展研究院，获经济学博士学位，多伦多大学访问学者；主要研究领域为发展经济学、城市经济学与国际经济学；研究主线是中国的区域产业发展与全球市场的关系，中国在全球价值链中的位置，以及中国企业的国际化进程。当前的研究重心为海外华人华商与中国产业发展之间的联系。
- ◆ 邮箱：fhchen2017@nsd.pku.edu.cn
- ◆ 个人网页：<https://fanghaochen.github.io/homepage/>

