

欧元 货币一体化 与国际资本市场 研究

兼论欧元与国际货币
和外汇市场以及建立亚元

OUYUAN
HUOBI YITIHUA
YU
GUOJI ZIBEN
SHICHANG
YANJIU

许崇正 等著



中国财政经济出版社

国家社会科学基金项目

省跨世纪学科学术带头人项目经费资助

欧元货币一体化与 国际资本市场研究

——兼论欧元与国际货币和
外汇市场以及建立亚元

许崇正 等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

欧元货币一体化与国际资本市场研究：兼论欧元与国际货币和
外汇市场以及建立亚元/许崇正等著. —北京：中国财政经济出
版社，2003.9

ISBN 7 - 5005 - 6757 - X

I. 欧… II. 许… III. ①欧元 - 研究②货币 - 研究 - 东亚
IV. F821

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 082345 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@dr.c.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 16.375 印张 392 000 字

2004 年 3 月第 1 版 2004 年 3 月北京第 1 次印刷

定价：32.00 元

ISBN 7 - 5005 - 6757 - X/F·5894

(图书出现印装问题，本社负责调换)

目 录

第一部分 引论

第一章 欧元启动与货币市场	(3)
第一节 高度融合的货币市场与欧元.....	(3)
第二节 欧元区货币市场一体化的推动因素.....	(7)
第三节 欧元启动与对货币市场的影响效应.....	(19)
第二章 欧元与汇率制度选择	(28)
第一节 汇率制度的分类和演进.....	(30)
第二节 影响汇率制度选择的因素.....	(43)
第三节 固定和浮动之争及理论新发展.....	(62)
第四节 关于我国的汇率制度选择之我见.....	(76)
第三章 欧元与国际外汇市场	(85)
第一节 欧元正式流通前的国际外汇市场.....	(85)
第二节 欧元正式流通后国际外汇市场的变化、特 征及原因.....	(101)
第三节 未来国际外汇市场的欧元命运决定.....	(113)
第四章 欧元与国际支付体系	(120)
第一节 欧元对国际支付体系的影响.....	(121)
第二节 欧元在未来外汇储备格局中的地位.....	(130)

- 第三节 欧元支付系统…………… (133)
- 第四节 未来国际支付体系中欧元地位展望…………… (137)

第二部分 欧元与国际资本市场

- 第五章 欧元与国际资本市场…………… (143)**
- 第一节 欧元启动对欧盟及全球股票市场的影响…………… (144)
- 第二节 欧元启动对欧盟及世界债券市场的影响…………… (149)
- 第三节 欧元启动对金融衍生品市场的影响…………… (157)
- 第六章 欧元与国际中长期信贷市场…………… (160)**
- 第一节 欧元启动前的国际中长期信贷市场…………… (160)
- 第二节 欧元启动对国际中长期信贷市场的影响…………… (163)
- 第三节 欧元启动后欧元区银行业的变化…………… (169)
- 第七章 欧元与国际股票市场…………… (179)**
- 第一节 欧元启动使国际股票市场呈现出的新特点…………… (180)
- 第二节 欧元启动对欧洲股票市场的影响…………… (182)
- 第八章 欧元与国际债券市场…………… (192)**
- 第一节 当今国际债券市场的新发展…………… (193)
- 第二节 欧元启动对国际债券市场的影响…………… (208)
- 第三节 欧元区债券市场发展的判断：规模与一体化程度…………… (211)
- 第九章 欧元与国际基金市场…………… (217)**
- 第一节 欧元启动前的国际基金市场…………… (217)
- 第二节 欧元启动后的国际基金市场…………… (227)
- 第三节 国际基金市场的发展趋势及对我国的启示…………… (239)

第十章 欧元与国际资本流动	(244)
第一节 欧元出现前国际资本流动的特征.....	(244)
第二节 欧元出现后国际资本流动的现状.....	(248)
第三节 欧元与国际资本流动的未来趋势.....	(257)
第十一章 欧元与金融深化	(262)
第一节 金融抑制与金融深化.....	(263)
第二节 国际性金融深化促成欧元的诞生与运行.....	(278)
第十二章 欧元对全球金融风险的影响及其防范	(287)
第一节 欧元的稳定性与非稳定性分析.....	(288)
第二节 欧元诞生对全球金融风险的影响.....	(296)
第三节 对欧元产生全球金融风险的防范.....	(307)

第三部分 欧元对亚洲和中国的影响

第十三章 欧元与建立亚元	(317)
第一节 货币一体化的理论基础.....	(319)
第二节 东亚货币一体化的现实意义.....	(327)
第三节 东亚货币一体化的可行性分析.....	(334)
第四节 东亚货币一体化的路径选择.....	(346)
第十四章 欧元与中国金融市场证券化	(362)
第一节 金融市场证券化的潮流和趋势.....	(362)
第二节 中国金融市场证券化的现状分析.....	(373)
第三节 推进中国金融市场证券化的思路.....	(382)
第四节 再论加快推进中国金融市场证券化.....	(389)
第十五章 欧元与中国资本项目开放	(400)
第一节 中国目前的资本项目管理状况和对资本 外逃流入的危害.....	(400)

第二节	放松资本管制的国际经验·····	(405)
第三节	中国资本项目管理的策略选择：加快资本项目开放·····	(409)
第十六章	欧元启动与中国加快推进利率市场化·····	(415)
第一节	中国现行管制利率机制下的利率刚性及其危害·····	(416)
第二节	中国利率机制改革创新理论依据·····	(422)
第三节	中国利率市场化的实施思路·····	(440)
第十七章	中国加入 WTO 金融业的九大冲击和对策·····	(443)
第一节	中国银行业在国际竞争环境中面临的弱势及九大冲击·····	(444)
第二节	中国银行业在国际竞争环境中发展的对策·····	(449)
第十八章	发展完善中国的外汇市场·····	(454)
第一节	东南亚金融危机原因分析·····	(454)
第二节	目前中国外汇管理中存在的主要问题·····	(456)
第三节	中国外汇管理体制改革的发 展前景问题·····	(460)
第十九章	欧元与中国的对外开放·····	(469)
第一节	欧元与中国的经贸发展·····	(470)
第二节	欧元与中国金融调整·····	(480)
第三节	欧元与中国产业结构调整及跨国公司并购·····	(491)
第四节	欧元与中国的社会保障·····	(502)
参考文献	·····	(510)
后 记	·····	(516)

第一部分

引 论



第一章

欧元启动与货币市场

第一节

高度融合的货币市场与欧元

现今，世界各国都在发展程度不同的货币市场来支持本国的经济发展。货币市场是指与资本市场相对的短期资金借贷的市场，它在经济体系中具有两个重要的作用：第一，它提供了经济主体管理流动性的场所。发生临时资金盈余的经济主体通过货币市场向发生临时赤字的经济主体融资，降低了持有现金的机会成本。第二，货币市场是中央银行货币政策传导机制的重要环节。央行通过各种政策工具控制货币供应量、利率来达到货币政策最终目标，

首先即反映为货币市场上各种金融资产的调整及对政策效应的传递。在欧洲经济货币联盟内部，各国的货币市场趋于成熟，但仍处于分割状态，货币市场结构存在差异，短期资金借贷形式仍以银行贷款为主。欧元诞生以后，它作为一种催化剂，进一步打破各国货币市场的分割，推动欧盟内部货币市场向一体化、证券化方向发展，并同时为区内及国际金融市场的结构、规模产生重大影响。高度融合的货币市场对欧元区的稳定作用体现在：

一、使三种调节机制有效配合，实现内外均衡

欧元区永久的固定汇率制下，成员国原来面临的货币冲击被成员国之间实际经济因素差异引发的贸易冲击或来自区外的不对称冲击所取代。整个欧元区实行同一的货币政策，各成员国作为代价失去了实现内部平衡和外部平衡的货币政策、汇率政策手段。那么，如何调整成员国因经常项目逆差出现的国际收支不平衡，将直接影响到货币区的稳定。理论上有下列几种调节机制：（1）通过富有弹性的价格和工资调整，缓解经济压力，避免在一个地区出现失业的同时，另一个地区产生通货膨胀。但这一机制不具现实性，因为价格粘性的存在使市场不能完全出清。（2）通过生产要素的内部流动减轻国内生产要素实际价格的变动压力，熨平供给和需求的扰动。这里由于生产要素尤其是劳动力跨界流动缓慢，该机制调节长期的永久性需要转移造成的收支失衡有效。（3）财政政策和其他成员国的转移支付。（4）通过包括货币市场在内的高度融合的金融市场，为地区间的收支不平衡融通资金。当欧元区成员国发生经常项目逆差时，该国货币供给的减少引起利率的上升，利率上升又吸引一体化的货币市场上短期套利资金流入，因此，能够有效解决地区间暂时的、可逆的国际收支赤字，并且对于长期性的逆差，也可以缓冲真实经济的调整过

程。从另一角度看，货币市场的一体化放大了财政政策 and 财政转移支付的效应。蒙代尔—弗莱明模型表明（图 1-1），在固定汇率制下，EF 曲线越平坦，即欧元区内金融市场上短期资金流动性越大，相同的扩张财政政策效果越明显，越能有效解决本国的逆差与失业。只有在一体化的货币市场，以上三种调节机制才能相互配合，应对货币区的非对称性冲击，而高度融合的欧洲货币市场恰恰发挥了这一作用。

二、货币政策传导机制反应更快

由于各国金融结构的差异和金融监管的不同，造成了各国货币政策传导机制的不同，甚至一国在不同时期内传导机制也会不同。由表 1-1 的数据可知，欧盟各国的货币政策向市场贷款利率的传导速度存在很大差异。在本国货币市场与国际货币市场高度融合的英国，货币市场对官方利率的调整反应速度最快，近 80% 的调整在 1 个月内完成。而欧元区新成员国希腊 3 个月内的调整为 40%。这一问题在欧盟进入第三阶段以后更为突出，因为统一货币政策应在各国取得相似的效果，否则会出现政策引致经济分化的风险。货币市场是传递货币政策的第一环节，那么，各种市场利率对货币政策的不同反应方式也就成为效果偏差的首要原因了。这里货币市场一体化的作用在于，随着各地区货币市场的一体化，分割局面被打破了，新的金融产品不断被开发出来，从而加强了各地区和不同种金融产品价格之间的相互联系，消除了各国货币市场结构的异质性。例如，法国和意大利 20 世纪 80 年代的金融自由化，产生了很多直接融资金融产品（CDs，商业票据等），直接将政策利率的变动传递到非金融部门。此外，当欧洲央行的货币政策造成某一国货币供应过度时，单一货币市场降低了这一不利影响。根据货币主义理论，如果资本在欧盟两

国之间完全流动，当 A 国突然出现过度货币供给时，在原来的利率水平上，A 国对 B 国的资产需求上升，导致 B 国资产价格上升，利率下降。那么，B 国国内货币需求增加，国内居民出售资产换取货币，使 B 国货币供应量增加。通过金融市场上两国居民的资产调节可以使各国的货币市场重新达到均衡，并且一国出现的通货膨胀可以迅速均匀传递开来，促使各国经济状况趋同，欧洲央行实施货币政策时，只要把握区内通货膨胀的总体发展趋势，而无需担心货币政策在某一国的失误。

表 1-1 政策利率对货币市场三个月贷款利率的影响 (%)

国 家	一个月后	三个月后	六个月后	长期
德 国	38	67	83	104
比利时	21	61	81	103
荷 兰	52	97	103	104
法 国	43	45	51	74
意大利	11	40	61	122
西班牙	35	80	98	112
葡萄牙	28	77	97	103
爱尔兰	32	80	96	103
英 国	82	102	104	104
丹 麦	7	25	38	71
芬 兰	13	20	27	60
希 腊	0	40	74	105

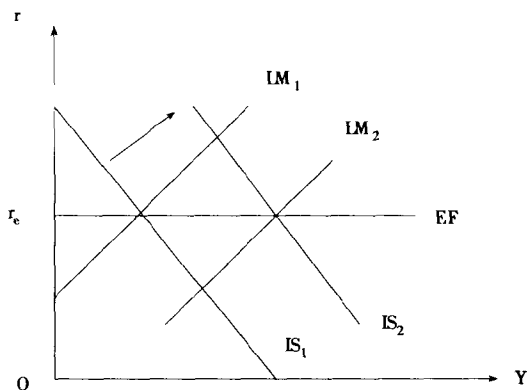


图 1-1

第二节

欧元区货币市场一体化的推动因素

一般而言，货币市场一体化是指一价定律在整个货币市场范围内发生作用，跨界资金流动的套利机会消失。影响充分套利的因素有政府的金融管制、汇率风险、信息不足、本土偏见、各国不同的经济状况和货币财政政策。从这几个方面出发，衡量欧盟货币市场一体化程度可以采用以下几种方式：（1）利率平价测量。在高度融合的货币市场上，一价定律要求不论在何处进行交易，同类金融资产的价格应该相同。在欧元区，名义利率平价表示为 $i_a - i_b = 0$ (i_a , i_b 为同类金融产品在美国、德国的名义利率)。另一种从一价定律出发的方法是考察金融产品价格运动的同步性，即价格是否朝着同一方向运动。（2）储蓄—投资的相关性数量指标。该指标建立的依据是在一体化的市场内，资金可以

自由流动，国民投资也不受国民储蓄的限制。公式为 $(I/Y)_t = a + \beta (S/Y)_t + \epsilon_t$ (I 表示投资，S 表示储蓄，Y 表示 t 国的 GDP)。(3) 区域风险分散的程度衡量。在一体化的货币市场上，对于某个地区发生的冲击引起收益的非预期性变化，微观经济主体可以选择由不同地区的金融产品构成的证券组合来消除。区域金融资产风险分散的程度越低，说明跨界资产组合的程度越低，投资者越偏好于本国的证券。(4) 跨界银行的经营活动。金融中介通过跨界业务的开展，将各个分割的市场连接起来，那么商业银行提供跨界服务的意愿和能力就可反映一国金融市场对外来竞争的开放程度。一个重要的指标是一国金融资产总额中有多少被外来金融机构持有。

欧元启动以后，下述因素推动欧盟区内货币市场向一体化发展。

一、单一货币制在欧盟货币市场一体化进程中扮演了重要的角色

1. 一国每日外汇供求的变化会带来汇率非常频繁的变化，而且一般情况下，由于外汇供给曲线是缺乏弹性的，所以这种频繁汇率变化的幅度也较大。汇率波动性和不可预期性越大，因货币不同而引起的交易成本，包括货币兑换的手续费，因汇率风险而丧失的贸易机会的收益以及为规避汇率风险而采取的措施所引发的成本也就越高，这直接干扰和降低了生产专业化程度和国际贸易与资本的流动。因此，汇率不确定性是造成各国货币市场分割的重要因素。有关数据显示，欧元区各成员国的货币对原德国马克的汇率波动大于对美元的汇率波动，并且也大于非欧元区国家的货币对原德国马克的波动。另据测算，欧元启动前，就经常项目而言，非银行部分中本币兑换另一欧盟国家货币的成本约为

总交易额的 0.3% ~ 0.35%，资本项目中这种货币兑换成本约为 0.15% ~ 0.2%。那么，欧元启动后，成员国货币间的汇率风险及其引起的交易成本基本消除了。一方面，国际贸易总量的增加将促使货币市场上短期贸易融资需求增加，跨国资金流动增加；另一方面，抵补外汇风险的套利成本减少促使欧盟货币市场上短期套利资金的流动，从而加速货币市场的一体化。

2. 单一货币直接减少了阻碍机构投资者跨界投资的壁垒，促成了一个广大的欧元投资者基地。欧盟成员国为了限制机构投资者的外汇风险，规定了养老基金和保险公司持有外币资产的上限，其中关于保险公司的资产匹配原则规定，某一外汇负债的 80% 必须有同种货币资产与之相匹配。欧元产生以后，只要机构投资者的负债以欧元计值，它们就可以将其资产投资于欧元区内的任何一个国家。此外，欧元直接消除了许多欧洲中央银行倡导的“锚定原则”——要求国内的金融机构牵头债券的发行工作，使投资银行服务形成跨界竞争的局面。

二、真实经济的趋同也是推动欧盟内部货币市场高度融合的重要因素，因为利率反映了一国商业周期和通货膨胀的状况

从商业周期看，与经济状况相联系的一个显著的利率、证券价格的变动模式是：当经济处于扩张期时，就业率上升，收入增加；当经济衰退时，产出下降，失业率增加；随着商业周期循环，可贷资金的供求也呈现周期性起伏，利率在经济衰退时呈下降趋势，在经济扩张时显著上升。一般情况下，与长期债券利率和其他资本市场利率相比，短期资金市场利率对商业周期循环的反应更为敏感（见图 1-2）。当经济迅速增长时，长短期利率都上升，但短期利率上升的速度、幅度更大，并且在扩张期的某一时点，尤其在即将进入繁荣时期，短期利率超过了长期利率。这

主要是因为证券价格是由其未来现金流入的现值决定，在利率变化相同时，长期证券价格的变动大于短期证券价格的变动。那么来看一下欧元区的状况，如果欧元区内各成员国处在不同的商业周期循环阶段，各国短期利率曲线变动的切线率也就不同。假如欧元区 A、B 两国分别处于经济扩张期的前期和后期（可贷资金需求都在增加），两国的短期市场利率将出现很大差异，从而引起跨界资金流动缩小利差的范围。结果是 A 国利率上升，B 国利率下降。经济刚刚起动的 A 国被迫放慢经济增长的速度，而 B 国的通货膨胀率上升加快。A、B 两国政府为了阻止这种状况的出现，必然是采用税收政策和限制性商业政策来阻止资金的跨界流动，或 B 国从国际货币市场上借款，这样 B 国承担的经济增长成本增大了。可见，欧元区内商业周期的趋同在促使各国利率变化一致的同时，也使各国政府不能根据自己的偏好实施限制资金流动的政策。从通货膨胀看，费雪效应指出，资金供给者所要求的名义利率等于他期望的真实收益率减去贷款期限内的预期通货膨胀率。这里，费雪认为投资者能够充分预期通货膨胀率的变化。但现实生活中，投资者根据以前通货膨胀率做的是适应性预期，而非理性预期。那么，在已签订的金融合同中，资金供给者的真实收益率就受到预期不到的通货膨胀率变动的的影响。另外，通货膨胀还会引起收入税收效应，即预期不到的通货膨胀发生后，税后的真实收益率由于税率的作用下降更多，真实收益的损失更大。为了避免通货膨胀风险，投资者就必须像避免外汇风险一样付出交易成本，因而，各国通货膨胀率的变动差异，尤其再加上各国税率的不同，将阻碍投资者购买外国货币市场上的金融产品。在欧盟内部，除了德国严格控制通货膨胀以外，历史上各国的通货膨胀率波动都较大。通货区的建立，一方面各国将本国的货币与低通胀国的货币联系起来，严格执行趋同标准，改善了