

麦金农经济学文集

第四卷(下册)

 中国金融出版社

麦金农经济学文集



第四卷

(下册)




博弈规则：国际货币与汇率

*The Rules of the Game:
International Money and Exchange Rates*

〔美〕罗纳德·I. 麦金农 著

覃东海 郑英 译

陈雨露 校

 中国金融出版社

目 录

第一章 导 言	1
第一部分 国际货币本位：从金本位制到美元本位制	16
第二章 博弈规则：国际货币的历史视角	16
第三章 汇率风险和利率波动的历史视角	71
第四章 没有黄金的国际金本位制	86
第五章 私人和官方国际货币：1969年的美元案例	106
第六章 主要贸易国、欧元货币区和美国的三维冲销	122
第七章 货币替代和世界美元本位的不稳定性	135
第八章 为什么美国的货币政策应该国际化	154
第九章 货币供给与汇率目标：美国和其他工业国家之间的 不对称性	163
第二部分 最优货币区和汇率弹性	179
第十章 最优货币区	179
第十一章 最优世界的货币安排和双重货币体系	188
第十二章 1973~1974年的浮动汇率制：皇帝的新装	201
第十三章 汇率和宏观经济政策：第二次世界大战后的观念 转变	216
第十四章 美国和日本的汇率不稳定、贸易失衡和货币政策	246
第十五章 货币控制和爬行钉住	256
第十六章 两种类型的国际货币替代	268
第十七章 浮动汇率为什么失败：重新思考流动性陷阱	283
第十八章 浮动汇率制和新地区保护主义：关税和配额	300
第三部分 国际货币改革	318
第十九章 欧洲采取共同货币本位还是共同货币：来自美国的 财政经验	318

第二十章 实现国际金融稳定的货币和汇率政策建议·····	339
第二十一章 第二次世界大战后的货币道路：马歇尔—道奇 计划还是布雷顿森林体系? ·····	356
第二十二章 从“广场—卢浮宫协议”到 21 世纪的共同货币 本位·····	360
附录：博弈规则的参考指南·····	383

第十二章 1973 ~ 1974 年的浮动 汇率制：皇帝的新装

只有当固定汇率制和浮动汇率制都能作为替代性的经济政策时，才能认真讨论它们的优点和缺点。例如，第二次世界大战后大部分时期，两种选择都在加拿大和美国的双边汇率中出现过。但是，现在主要工业国家之间的通货膨胀率出现了巨大差异，可能导致未来的初始价格预期和成本失调。因此，在商品和服务的国际贸易中，外汇交易清算需要不断改变货币的相对价值，以避免货币兑换中的过度流失。回到固定汇率制的平价体系已经不再可能，除非已经实现了国内货币改革和广泛的国际货币合作，这已经超出了本章讨论的内容，¹而且也可能超出了大部分货币当局的考虑范围。

尽管经济学家认可当前的浮动汇率制，1973 ~ 1974 年的实际情况仍然让人惊讶。20 世纪 50 年代和 60 年代发展起来的国际贸易和货币调节模式一方面表现出了连续的灵活性，另一方面主要的升值和贬值也给贸易平衡带来冲击，这种模式似乎严重失效了。在这里，主要是“评估浮动汇率制的最新实践”，文章内容上延续了目前的相关文献，集中关注主要货币之间每天、每月和每个季度的汇率波动。而这些文献得到的结果包括国际价格水平“错配”，购买力平价以及商品贸易的配置效率等。

但是，汇率波动对国内价格水平、实际产出和就业以及各国贸易平衡的宏观经济影响都被忽略了。因此，没有相关文献去回顾国际收支的弹性方法、吸收方法和货币方法（资产调整方法）的解释效力。因此，我更多关注汇率不稳定的直接宏观经济原因和结果。外汇交易在 12.2 节进行分析，从直接的交易参与者，包括银行、跨国公司以及个人视角出发，而不管它们基于对冲、商业交易还是投机目的。

在 20 世纪五六十年代，支持汇率自由浮动的代表包括弗里德曼

本内容最初发表于 *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, ed. K. Brunner and A. Meltzer (North - Holland, 1976), pp. 79 - 114。原文稍长，经允许重新印。

感谢 Sven Grassman 和 Allan Melzer 的有益评论。

1 这些作者（1974，1977）已经探讨过成功重建平价体系的货币条件。

(1953)、索曼 (Sohmen) (1961)、约翰逊 (Johnson) (1972) 和马克洛普 (Machlup) (1972)。但是，他们也没有预期到目前 (1974) 浮动汇率制度的一些特性：

1. 目前的即期汇率波动中，季度波动幅度为 20%，每周波动幅度为 5%，每天波动幅度为 1%。尽管从历史标准²看，波动幅度不是特别巨大，但这种幅度也已相当反常。

2. 与之相伴，和 20 世纪 60 年代相比，即期汇率的买卖差价已经显著放大。

3. 远期市场的买卖差价上升得更加迅速，特别是在长期合约的买卖差价，这种长期合约交易已经出现了消失倾向。尽管银行和客户间的远期交易没有下降，银行间远期交易已经下降了。浮动汇率制并未促使各种货币对之间的远期交易，或者说长期合约交易的显著扩张。

4. 远期汇率不能预测未来的即期汇率。³

5. 某些商业银行出现了严重的外汇流失，少数甚至宣布破产。

6. 官方干预继续存在，而且和以前固定汇率时期相比，干预程度并未减轻甚至加强了。⁴

上述要点多多少少表述出了《史密森协议》崩溃后，1973 年到 1974 年间的国际市场状况。尽管汇率的小时变动和每天变动难以用图形描绘，芝加哥的国际货币市场提供了 1973 年 2 月以来马克的美元价格的每周报价（图 12.1）。不仅是每周和季度变化幅度很大，而且周期性变动看不出任何明显趋势。

我们可以把 1973 ~ 1974 年外汇交易的波动性和高成本同马克洛普 (1972, p. 70) 的陈述进行对比。在他看来，弹性汇率制度下的调整过程应该非常平稳。

在更具灵活性的汇率制度下，这种严重的汇率错配永远不会，或者说几乎不会出现，预期变动将被限制在微调范围内。如果利差相对较小，汇率小幅变动带来的收益很小，因而很少投机，也容易阻止汇率投机行为。

不止是马克洛普，其他一些著名的经济学家，诸如弗里德曼、约翰逊和索曼都表达了类似观点。在他们看来，浮动汇率制下的调整是逐步进行的。

2 现货市场上更为详细的短期变动统计分析见 Hirsch and Higham (1974 年 6 月)。

3 例如，美元—马克汇率变动的主要转折点，包括 1973 年 2 月、1973 年 7 月、1974 年 1 月以及 1974 年 5 月都无法从远期汇率上进行预测。

4 对官方储备流量的详细统计见威廉姆森 (1974)。

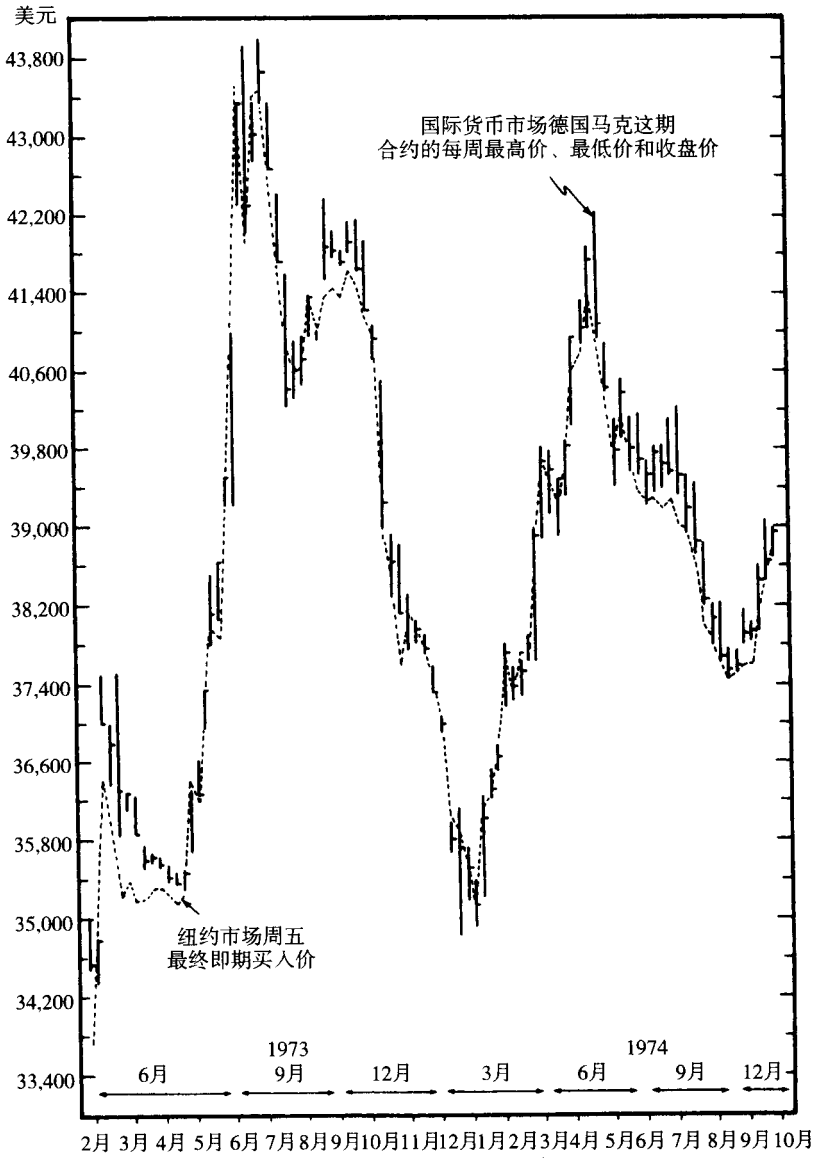


图 12.1 国际货币市场 1973 ~ 1974 年德国马克远期合约的每周最高价、最低价和收盘价

而原来的钉住汇率制下，汇率往往都是间断性的剧烈变动，而且是单向的投机狂潮。浮动汇率制下，他们设想远期市场和对冲机制能够抵消未来的不确定性；私人投机将稳定住现期和远期市场。然而，1973~1974年的市场实践完全是相反的情形。

尽管现在认为浮动汇率制是必需的，为什么过去的理论不能解释上面(1)到(6)描述的市场“混乱”以及外汇市场的高成本状态呢？最容易的解释就是现实世界遭遇了许多未能预期的冲击，包括来自美国的通货膨胀、迟到的美元贬值、粮食危机、石油危机等。不断出现的这些冲击以及随之而来的困难产生了严重的经济影响，使得平稳的、低成本的外汇操作不可能出现。

另外，如果某位纯粹主义者把官方储备流通量作为政府干预指标（Williamson, 1974），可能会认为无平价体系根本还没有建立，因为政府仍在继续干预。由于官方干预如此不可预期，私人预期也遭到了破坏，本来他们的预期能够正确反映汇率变动。因此，目前这种肮脏浮动下，很难进行纯粹的检验来考察自由浮动汇率制应该如何运行。

无论是“外生冲击”还是“纯粹主义者”的解释都是同马克洛普、弗里德曼以及其他作者论证不受约束的浮动汇率制和合理性是一致性。事实上，两种解释都有其正确性。但是，在我看来，这些对浮动汇率制的早期辩护都忽略了一项重要的制度要素，其重要性只是到了现在才凸显出来。就是说从来没有强调过谁会成为稳定的投机者；对这种投机者而言，他们的私人资本来源如何。而且，这一特殊问题被他们混乱的争论取代了，他们争论的焦点在于，私人投机行为有助于稳定呢还是会破坏稳定。已经暗含的共识认为，私人投机资本的大规模获取已经不存在任何限制。

在这里，相反的假设认为，无论是远期市场还是即期市场，私人资本的供给，即保持净头寸都是不充分的。于是，商人们每天外汇需求的随机波动都会导致汇率的急剧变动。由于某些暂时扰动，汇率水平一旦开始变动，没有哪个前瞻性的投机者愿意持有敞口头寸，来对抗未来汇率的反向变动，特别是汇率的每日和月度变化巨大，而且买卖差价很高时。市场参与者通常不愿在近期市场变动的相反方向持有净头寸，结果演变成普遍流行的投资心理。

因此，问题不仅仅是破坏稳定的过度投机，而是在投机期限上缺乏超过1天或2天的投机行为。

12.1 银行风险与货币风险

传统的弹性汇率理论可能暗含了一个假定，商业银行是天然的候选人，扮演稳定的投机者角色。毕竟，主要的即期和远期外汇市场都是银行间市场。外汇市场专家大部分都是大银行的雇员，还有一小部分受雇于跨国企业。⁵但是，无论做出什么样的投机努力，在损失方都出现了大量的银行倒闭，从而打断这种稳定的投机过程。现在，政府和中央银行已经强制商业银行更加严格地平衡它们的外汇净头寸。因此，商业银行被禁止持有投机头寸，这种规定也可能是正确的。

官方对商业银行持有外汇净头寸的限制，类似于对它们国内贷款组合和流动性准备金的限制，这些方面的限制早已制定完善。大部分银行方面的教科书中强调了这种权衡困难：一方面商业银行需要提供可靠的支付手段，这是商业银行的一个特殊角色；另一方面，商业银行作为储蓄者和投资者中间的金融中介，要求更为积极的投资和货币市场操作，这是商业银行更一般性的角色。商业银行通过发行货币容易吸收到资本——法定货币通常得到国家担保。反过来，政府认为限制它们在资本市场上的野心是合适的，设计出安全第一的管制措施确保货币作为支付手段。当然，也可能降低了经济体内直接的真实收益。另外，法定准备金要求使得政府可以控制名义基础货币，并最终控制名义价格水平。

从国际层面看，外汇市场上过度的投机风险也会损害到纯粹国内货币存款的安全性。因此，中央银行最好限制其商业银行的净外汇头寸，比如说自有资本的20%。设计这种限制以及其他方面的管制都是为了降低“银行风险”，即作为国内货币供给托管人的破产可能性。

但是，正如国内贸易一样，国际范围内充满了银行风险。中央银行很大程度上已经从给定平价基础上的货币交易中抽脱出来。但是商业银行清算外国货币的责任仍在：一旦存款人提出要求，就要为其提供货币；或者出现国内外币交易时，履行它们的远期承诺要求。货币相对价值的大幅转变，或实施未预期的外汇管制都会影响到这种规避风险的观点，即确保银行间的国际货币支付，不至于出现拖欠行为。非银行个人或企业持有未对冲的外国货币是一方面：这种“货币风险”受到浮动汇率支持者的重视，被看成国际商务的一项真实社会成本。然而对于非银行企业还有另外一层担心，持有外币

5 浮动汇率制下，熟练外汇交易员的相对工资显著抬高了。

债权的银行出现破产的可能性。以前的文献中预知了这种货币风险，但是没有预知银行风险。因此，可以给出非常严格的例子，专门从事外汇交易的银行必须维持平衡的外币头寸，限制他们的投机行为，从而降低对其他企业和个人的银行风险。

这种观点已经得到主要商业银行的管理认可，但是中央银行的认可稍微延后一些。1973年开始，美国的大型银行很快对货币波动形成反应，要求它们的外汇交易商在每一个交易日结束时，更为严格地限制任何外币的净敞口头寸。除了这种一般性限制外，平衡头寸的要求被推广到即期和远期市场上所有到期日的交易中；而且，同种货币的远期空头不能用即期多头来平衡。但是，联邦储备银行还没有正式规定美国商业银行的外汇头寸要求。

另一方面，只要是服务于更大交易量的外汇交易，欧洲的商业银行传统上更愿意持有净外汇头寸。外汇交易被某些人视为一项“艺术”，欧洲的金融机构中有一些特别伟大的专门技术。但是，少数商业银行的倒闭以及其他重大外汇损失出现后，欧洲的中央银行已经公布了一系列指示，正式限制其商业银行的净外汇头寸。随着时间的推移，商业银行并未学到浮动汇率制下如何进行成功的投机，而是越来越成为保守的非投机者：反向的干中学。因此，中央银行部分地从市场中抽脱出来，持有平衡的外汇头寸也就不足为怪了，尽管它们已经不再承担汇率平价责任。

从这一角度，可以看到中央银行通过“投机”来维持官方平价可以产生一点更好的社会效益，正如它们在布雷顿森林体系下的实际表现那样。即便中央银行最终被迫对钉住汇率水平进行间断性调整，从而带来重大的账面损失，商业银行可以自己解救出来，并且得到他们需要的外汇，按照已知价格履行它们的承诺。类似地，出现间断性升值或贬值时，跨国公司也容易采取行动持有保护性头寸。因此，在连续基础上，私人外汇头寸并没有完全平衡。布雷顿森林体系下，政府承担重大损失的意愿的确保证了支付机制的安全性，甚至超过了这些学院派经济学家的认知。事实上，过去由中央银行承担的一些损失现在已经转移到了商业银行和企业身上。对于银行破产的担心已经损害到银行间国内和国际业务的货币清算信心。

总之，中央银行从它们的平价承诺中抽脱出来后，已经把汇率变化的货币风险转移到了私人投机者身上，这一点是预期到的。同时，也带来了增加的银行风险（破产），这一点是没有预期到的。银行风险的增加已经降低了用于货币投机的资本供给的可获得性。

12.2 远期交易和资本约束

银行风险与有关浮动汇率制的文献中的另一个共同主题相关，即一旦中央银行从它们的平价承诺中抽身出来后，私人的远期市场外汇交易将会扩张。但是，浮动汇率制下，远期交易的大部分需求增加已经转移到即期市场上。企业只是在需要之前，简单地对冲性买进（或卖出）外币，并且以欧洲货币市场的附息资产形式在即期市场上持有。远期交易工具本身并没有像预期那样出现扩张趋势。⁶

许多学术论文已经强调了对冲商品贸易的远期市场上这一枝节问题，因为交易商通常购买外币现货，并且一直持有到需要时为止。但是，在支付不确定以及害怕企业或银行在远期合约上违约时，就会出现显著的不对称性。为了做出远期承诺，银行客户都有暗含的或明确的保证金要求，通常都有货币风险方面的担心，即汇率可能出现未预期到的波动。由于保证金要求带来的成本可能很高（除非被不附息的活期存款带来的铸币税所抵消），企业需要进行对冲，可能发现持有外币现货更为有利。这样就意味着100%的保证金，但是所有的利率溢价已经支付。尽管标准教科书中没有解释持有现货比购买远期合约更受偏好的具体原因，远期合约中的货币风险提高了保证金成本，使得非银行企业转而持有现货。另外，各家商业银行对各种货币在各个到期日的远期合约都采取平衡策略的意愿，使得远期交易安排更难使用。

另一方面，企业也质疑银行的远期支付能力。因此，除了远期合约成本更高之外，银行风险导致企业偏向于持有外币现货。还有另外一个好处，一旦银行出现问题，外币活期存款容易解脱出来；然而提供远期合约的银行一旦处于破产边缘，而远期合约还有几个月才能到期，持有远期合约的公司就束手无策了。

总之，无论是货币风险还是银行风险带来的拖欠威胁，都有效缩短了远期外汇融资的期限结构。期限缩短本身表明了远期报价上更高的买卖差价，但是更重要的是导致企业行为的改变，通过持有外汇现货对冲这些风险，当然主要是在欧洲货币市场上完成。

那么这种行为产生了什么差别呢？标准教科书的分析不会给出任何建

6 根据上述这些文献，得到一个重要告诫。Sven Grassman 具有这方面的直接信息，1972~1974年间瑞典银行同其非银行零售客户之间的远期合约大致翻番了（以现货交易的比例进行衡量）。然而，这一结论同 Krul 的分析并不一致，按照 Krul 的分析银行间远期交易会干涸。

议：远期合约和持有外汇现货被认为是完全等价的。但是，目前的形势变化下，资本约束问题变得更加尖锐了。希望在未来获得外币的公司必须在当前的现货市场上寻找到 100% 的资本。而过去的远期合约只要求 5% ~ 10% 的保证金即可。因此，必须在对冲性现货市场要么利用更多的公司股权，要么利用更多的借款能力。因此，公司在其他方面的冒险行为以及寻找其他可盈利的投资机会能力被削弱了。

融资期限缩短对商业银行面临的资本约束会产生什么影响呢？如果不采用这些相对长期的远期承诺，经过深思熟虑后，应该采取什么样的融资方式呢？银行体系发现自己的业务扩展主要是非常短期的信用服务，为客户提供活期外汇存款服务（这种存款可以根据需要随时抽身），否则这些客户应该持有流动性更差的远期头寸。因而，对银行“自有”资本的压力反映了它们的流动性问题；银行能够从事的具有吸引力的融资期限的业务量下降了。简言之，不确定性的提高增加了银行和银行客户的资本要求，并且限制了他们的操作范围。同过去的文献中对外汇远期市场的论述不同，从远期向即期转变的社会成本产生了一些相应后果。

当然，为了满足客户需求，银行能力上的资本约束被石油“热钱”的循环需要加剧了，出现了大量的过于短期性的外汇现货需求。因此，石油危机进一步降低了商业银行作为稳定投机者的能力。这种不幸的并发症极大地增加了本就困苦的金融市场的不确定性，并且威胁到国际商品贸易结构，这在过去有关弹性汇率和远期交易的文献并未曾预料过。因此，石油问题是这里主题的一次外生性冲击，我们不会进一步分析。

12.3 跨国公司和其他非投机者

那么，固定汇率制下的投机大鳄——跨国公司的表现如何呢？的确，对这些具有无穷国际财富和权力的公司巨头而言，如果市场上出现严重的汇率“失调”（马克洛普的术语），毫不犹豫就会持有这种或那种货币的净头寸。但是，劳动分工对它们似乎相当重要：它们更愿意扮演商人和制造商，而不是外汇投机者的角色。许多公司就明确规定，反对公司在外汇市场上的投机行为。

更为有力的证据可能是，跨国公司资产负债表上各个项目存在的过度对冲现象。由于公司具有各种货币计价的资产负债表，现有的大量文献都在关注这种货币换算问题，目标似乎都是为了完全规避风险。然而，无论是货币非货币折算法还是现行汇率折算法，要严格遵循这两种主要的会计换算规

则，从正式的会计意义上，都会产生对冲外汇损失的意愿。从而在不经意中加剧了未来真实经济意义上的外汇风险，削减公司利润。

迄今为止，由于上述这些原因，跨国公司不愿持有净外汇头寸。为了对冲未来商品和服务的进口或出口，要求它们持有即期外汇头寸。因而，必须提供完全的融资支持，从而给跨国公司施加了严重的资本约束。给定股票市场的目前状态以及日常业务的融资需要，大公司不会把资本优先使用在外汇市场上的投机，因为这些公司的长期生存依赖于在制造业或商业上的专业技能。

由于商业银行和跨国公司最小化其净外汇头寸，也没有证据表明私人有足够的资本、知识或闲暇进入外汇市场充分利用这些资源。个人不是主要的存款人，商业银行也从来没有让个人容易获得投机头寸。芝加哥商品交易所的国际货币市场确实满足了个人需要，但是也没有出现急剧膨胀的情形。实际的外汇合约责任相当复杂，外汇交易并非普通人能够玩的游戏。

12.4 没有国际货币的投机

除了对商业银行、跨国公司和个人的这些制度约束，在当前环境下，还有更深层次的原因难以获得充分的私人投机资本。我把这些原因归结为“无风险资产”问题、“国内货币”问题和“国际货币”问题。

我们首先区分套利和投机，因为在浮动汇率制下，前者似乎没有呈现出什么困难。套利被定义为某个时点上，交易商（主要是银行）简单地买卖外汇，使得 $n-1$ 种货币之间的交叉汇率同 $n-1$ 种货币和第 n 种货币之间的双边汇率相一致。第 n 种货币可以随意选择，不需要具有国际货币的特性。众所周知，在 n 国世界中，可套利的汇率总数为 $n(n-1)/2$ ，当然，为了实现跨货币的多边精确套利，一个必要条件就是商品和服务的多边贸易是有效的。但是，一旦考虑跨期国际资源配置后，就不是充分条件了。

在对称性的浮动汇率体系下，套利者似乎能够有效操作了。1972年到1974年间，外汇买卖价差增加了，似乎说明了现在的浮动汇率体系比原来钉住汇率体系的成本更高，这些成本包括外汇交易员的薪水、银行资本等。但是，现货市场上并未出现显著的跨国间的不一致性。各国政府在外汇市场上的不断干预，似乎并未导致国际经济政策出现任何明显冲突。⁷当然，任

7 这一点有些出乎我的意料。在更早的论文中（McKinnon 1969 及第五章），我曾经指出，在无平价体系下，可能出现相互分歧的官方干预。

何一个国家出现商业银行大面积倒闭，或者对外汇自由兑换进行官方限制都将阻碍套利行为，不过这种情形尚未出现。

我们首先把“投机”定义为用一种货币去购买另一种货币（现货或远期），其目的是预期该货币的相对价格上升，并且在上升期间持有该货币的敞口头寸。在套利中，我们强调的是某一时点上的跨境货币交易。⁸因此，投机行为的风险和收益主要来自于某一时间段的汇率变化路径，时间段可能很长。为了使投机行为既能实现个人利益，又能满足整体汇率水平的稳定，需要有外汇市场的专门技巧，各国经济政策知识以及进入金融市场的机会。

最近，外汇市场出现了剧烈的反向变动，乍看起来似乎意味着缺乏稳定的投机行为。⁹如果确实如此，在目前普遍的浮动汇率体系以及各国间通货膨胀存在差异的情形下，即便不能控制成功的跨国套利，又有什么办法可以缓解成功的跨期投机呢？显然，商业银行净外汇头寸的官方限制是可供选择的方案；私人对未来货币政策的不确定性是另外一种选择。在后一种情形，如果没有一种国际货币作为稳定的和流动性的国际储值货币，私人投机将更为困难。投机者需要避风天堂，需要一种可操作的无风险资产。

为了理解上述分析结果，国际货币的概念可以分为无约束的国际货币和有约束的国际货币。黄金可以在国际间自由流通，其交换价值简单地依赖于重量和成色，这是无约束的国际货币例子。另外，如果某国规定本法定货币严格按照国际货币的固定平价发行，也就简单地消除了汇率问题，本国货币的相对价值也就完全固定下来。因此，无约束的国际货币概念不能用在分析目前的浮动汇率体系。我们可以想象（虽然有些困难）欧洲货币联盟收回成员国的所有国别货币，发行自己的纸币和存款，并且在欧洲内作为唯一合法的货币：这就是在有限国家间的无约束国际货币形式。

然而，第二次世界大战以来的国际货币形式更为有限，在大多数的重要国家的国内交易中，美元不是法定货币，也不是交易媒介。事实上，货币可自由兑换的这些国家中，国内货币本身在某种程度上扮演了国际货币的角色，非银行企业和个人可以通过签发本国活期存款支票满足国际支付。作为国内居民的个人和企业基本上不需要持有外国货币的海外支票账户。而且，只要国内货币可以自由兑换成外币，持有这种海外账户并不方便。只要本币

8 然而，进行任何套利交易都需要有限的时间段。

9 “完全市场”理论可能反对这种理由：外汇市场能够有效吸收显著的，但是矛盾的关联信息。

可自由兑换，出口商的海外销售通常用本币计价。¹⁰

但是，银行头寸却完全不同。银行作为中介人，需要为它们的非银行客户把本国货币兑换成各种各样的外币。为了方便货币兑换，商业银行通常在其代理行中广泛持有各种外国货币的支票账户组合。为了限制分散账户的数量，以及满足外汇承诺的多样化，例如在瑞典的商业银行可能把它们在海外支票账户集中在认可的国际货币，例如美元账户上，这些国际货币交易占据着银行间交易的很高比例。因此，并不需要通过持有澳大利亚元支票账户满足在澳大利亚从事业务的客户需求，瑞典的商业银行可以持有美元存款作为对澳大利亚元的中介权益。这样，第二次世界大战后即便非银行企业和个人不持有美元，美元也扮演了“银行货币”的角色（英镑也有类似作用）。

在远期交易中，使用中介货币，比如美元的做法甚至更为流行。事实上，因为交易量不够，瑞典克朗和澳大利亚元之间的远期市场不可能存在，即便是非常短的远期交易也不会存在。因此，如果瑞典的进口商想用瑞典克朗购买远期澳大利亚元，首先需要卖远期瑞典克朗买远期美元，然后卖远期美元买同一到期日的远期澳大利亚元。当然，瑞典的进口商很有可能不会直接进行这种双重交易：他的代理人，即瑞典的商业银行可以用买澳大利亚元对远期美元，同时卖瑞典法郎对远期美元。因此，商业银行在银行间外汇市场上具有双重承诺，同时，瑞典进口商具有远期义务，向自己的银行代理人卖瑞典克朗买澳大利亚元。

因此，我们已经看到，具有一种相对无风险的资产，比如美元扮演“银行”货币有多重要了。事实上，在 n 种可兑换货币体系中，具有 $n(n-1)/2$ 种汇率，不可能所有交叉汇率都存在发展完善的现货市场，更别说各对货币之间各个到期日的远期交易市场了。那么，美元作为相对无风险的资产扮演这种中介角色的表现如何呢？从1950年到1966年，用国际可贸易商品和服务衡量的美元价值得到了很好维持（McKinnon, 1971）。就较长期的国际交易而言，美元作为价值贮藏和计价标准的吸引力很强。而且，在促进私人经常项目和资本项目的国际交易中，美元具有完全的流动性，而且美元资产的利息收益也具有吸引力。对钉住汇率的官方干预以及获得外汇储备而言，美元也是最方便的载体货币，因为官方平价都建立在美元之上。然而，20世纪60年代后期以来，美国通货膨胀率上升，而且高度波动，美元

10 见 Sven Grassman (1973, 第三章) 的经验证明：来自可兑换货币国家的出口商通常用其货币进行计价。

作为“无风险”的银行间外汇资产的作用下降了，但是银行间市场上的中介角色并没有下降到被其他货币代替的程度。

我们暂且不考虑美元波动这一重要的经验问题，而是考虑存在稳定的国际货币条件下，我们狭义理解的私人投机行为如何操作。尽管可能仍然生活在一个 n 种波动货币的世界，无论是银行还是非银行，投机者只要专注于本币之外其他货币与国际货币之间这种特殊的双边关系即可。因此，对任何一个交易者而言，所需信息大幅缩减了。国际货币成为投机者方便的知识库（无风险资产），用来定义他们的股本和利润。

我们看看常被引用的两个稳定浮动汇率的案例：1879 年到 1892 年间奥匈帝国的荷兰盾；1950 年到 1962 年间的加拿大元。第一个案例中，¹¹ 英镑扮演着国际货币角色，可以自由进入伦敦资本市场；第二个案例中，美元是国内货币，纽约资本市场为加拿大经济提供了融资来源。

如果某个投机者想持有荷兰盾短仓，可以方便地通过在伦敦市场上持有英镑长仓实现。当然，投机者可能不得不关注有关奥地利农作物方面的天气预报、跟踪奥地利的货币供给、明白奥地利的关税政策，以及从外交和战略视角了解奥地利的众多军事纠葛。掌握了这些知识后，就可以安全的获取英镑利润了，而不用经常担心持有英镑长仓的风险。投机者不需要直接关心荷兰盾同其他英镑之外 $n-2$ 种货币之间的汇率水平。因此，存在这种安全的国际货币使得投机者可以专心研究奥地利即可，这项任务本身已经相当艰巨了。结果降低了 1979 ~ 1992 年间为了持有荷兰盾敞口头寸，而获取资本上的信息不确定性。类似的，在 1950 ~ 1962 年，投机者可以方便地持有美元相对加拿大元的敞口头寸。

因此，正确阐释奥地利和加拿大经验中的投机行为并非那么直接，因为它们自身是浮动的，而世界其他国家主要是固定汇率。即便大部分国家在 1879 ~ 1992 年或 1950 ~ 1962 年间实行浮动汇率制，由于存在英镑和美元这种安全的国际货币，能够节约信息成本（提供了无风险资产），使得投机者可以专注于某种货币，通常持有该货币相对国际货币的头寸。

与之相区别，在多种货币相互浮动的条件下，比如里拉、马克和美元，投机者通常会持有“最弱”货币短仓，同时持有“最强”货币长仓吗？答案是否定的。因为基本的时机选择问题以快速变动的市场信息为准。在研究了意大利的情形后，投机者可能发现一个特定的时机，持有里拉相对美元的

11 更为有趣的细节描述见 Leland Yeager (1969)。

远期短仓。其中，存在美元对所有其他货币完全的远期市场。过了一段时间以后（可能从来不会出现），德国的情形变得非常有利了（根据投机者的研究），可能想持有马克相对美元的远期长仓。现在他的净美元头寸为零了。但是，投机者确实在很长一段时期内持有美元长仓敞口头寸，在里拉交易之后，美元长仓准确的持有时间并不确定。放到更为极端的情形，在每日交易中，或甚至在平滑汇率随机波动的小时交易中，投机者如果对特殊国家具有专门信息，如果认为中介货币是安全的，将倾向于只是同中介货币进行交易。

通过上述分析已经知道，1973~1974年间美元作为稳定的国际货币时，平滑汇率波动的投机资本的潜在供给大大下降了。例如，为了持有一年的法郎短仓，那么在结束时应该持有什么货币的长仓呢？在这区间，美国的货币政策可能出错，美元相对其他平均篮子货币或者代表性可贸易商品集出现急剧贬值的情形。这些潜在的外币投机者为了正确对冲法郎短仓，需要有其他诸多货币的操作技巧。不确定性的增加削弱了投机者动用自有股本的意愿，限制了用于投机目的的借款能力。

简言之，只有第 n 种货币是稳定的，外汇交易市场才能容许 $n-1$ 种分散化的国别货币政策，同时投机资本的供给也不会干涸。（当然，任何一个 $n-1$ 国的货币政策越不确定，对该国货币进行投机时的资本约束越严重。）另一方面，如果对稳定的国际货币没有达成共识，将会出现无休止的从一种货币向另外一种货币的兑换风潮，来寻找稳定的“家”。无论是跨国公司还是阿拉伯人带来的热钱流动，实质上是保护性质的而非投机性质。它们会放大而不是抑制货币相对价值的波动。

12.5 无平价体系下的中央银行作用

总之，为什么“稳定的”投机者行为和以前弹性汇率制的文献描述不同呢？甚至是每小时交易行为都不一样，更不用说季度交易了。在这里，我们提供了两种解释。在超短期内，商业银行是仅有的私人机构，可以方便地进入外汇市场，作为交易商持有过渡性的敞口头寸。但是，它们不愿承担能够危害到作为支付机制托管人头寸的银行风险，这种风险越来越成为中央银行应该承担的风险。中央银行的这种基本货币功能预防了商业银行高潜在利润的可能性，使得它们从平滑外汇交易的短期波动转向在每小时或每天基础上成为稳定的做市商。但是，除了非常保守的金融机构为国际支付或国内支付负责清算以外，还需要其他清算人吗？