

金融市場透視

恆銀課編

MONEY MARKET
CLAIRVOYANCE

萬源財經事業公司

7531
1407 復本

金融市場透視

恆銀課編譯

萬源財經事業公司

© 1983, M. Y. E. (books) COMPANY

金融市場透視

出版 ■ 萬源財經事業公司 香港皇后大道中 234 號十三樓

印刷 ■ 經囊印刷公司 香港官塘興業街 42 號十四樓

一九八三年二月版

本地是世界上一個主要的金融中心，金融市場的一舉一動，不但被金融業人士深刻關注，其所帶動的影響也日益受工商業注目，因為現代國際金融的動向，對各項經濟活動都俱有一定程度的牽動功能。

國際金融的普遍知識，就成為今日商界必備的專業知識，這也就是本書的寫作動機。本書以金融市場的形成及其功用為點，釋析金融市場對世界經濟影響為綫，縱橫探索金融市場的種種認識及其基本專業知識。

本書內容以闡述國際貨幣供應與金融建制起點，陸續分析國際主要金融組織與金融市場的功用與其影響，較深入探討現代金融中心的特色及其功能、對某些黃金、貨幣投資知識；外匯市場或信用市場……等等的金融市場專業學識，用深入淺出地寫作手法，一一替讀者細緻析說及共同探討。

本書不但與金融業有關人士必讀，也適宜其他從事商業活動的讀者參考。

萬源財經 專業智囊

如何做轉口貿易
應用貿易英文
商用英文範例大全
貿易實務百問百答
商業信用狀應用
外匯實務入門
海外市場報告
貿易理論問答
驚變中的經濟世界
挑戰的管理藝術
松下精神
日本市場透視
國際專利制度
海外創業指引
出入口實務大全
會計實務技巧
貨幣投資須知
銀行實務初階

其他財經書刊
即將陸續出版

11/17

萬源財經 專業智囊

銀行實務百問百答
金融實務百問百答
國際金融須知
國際貨幣須知
銀行理論問答
上市、收購、合併
股票投資百解
股票買賣入門
期貨買賣百解
銀行經營管理
銀行財務入門
財務管理問答
市場情報處理
市場調查初階
商業談判 163
何謂動態經濟
秘書實務入門
金融市場透視

其他財經書刊
即將陸續出版

篇 次

國際金融理論

第一節 物價、黃金流入出入機能	• 1
-----------------	-----

第二節 國際金融理論的發展	• 3
---------------	-----

國際貿易與國際收支

第一節 國際貿易與支付	• 14
-------------	------

第二節 國際收支的內容	• 18
-------------	------

第三節 國際收支失衡的調節	• 21
---------------	------

國際準備

第一節 功能	• 28
--------	------

第二節 構成	• 29
--------	------

第三節 國際準備的需求	• 35
-------------	------

第四節 準備通貨國家的基本特質	• 36
-----------------	------

戰後國際金融概況

第一節 第一次世界大戰後的貨幣措施	• 38
-------------------	------

第二節 1930年代的國際金融紛擾	• 39
-------------------	------

第三節 第二次世界大戰後國際經濟情勢	• 41
--------------------	------

國際貨幣制度的演變

第一節 國際金本位制的興起與殞落	• 45
------------------	------

第二節 國際金融建制的擬議	• 49
---------------	------

國際貨幣基金

第一節 成立	• 56
--------	------

第二節 目的	• 57
--------	------

第三節 基金的分配與投票權	• 57
---------------	------

第四節 基金的內部組織	• 60
-------------	------

第五節 會員國外匯平價	• 61
-------------	------

第六節 基金的各項融資與技術協助	• 63
第七節 借款總協定	• 75
第八節 國際貨幣問題及其解決方案之擬議	• 77
國際銀行金融組織	
第一節 國際復興開發銀行	• 87
第二節 國際金融公司	• 103
第三節 國際開發協會	• 107
歐洲經濟合作組織	
第一節 歐洲經濟合作組織	• 111
第二節 經濟合作開發組織	• 114
歐洲共同市場	
第一節 成立經緯	• 126
第二節 歐洲煤鋼社會	• 127
第三節 組織	• 132
第四節 經費與會址	• 136
第五節 共同市場建立的基礎	• 137
第六節 各國共同政策	• 141
第七節 邁進「第二階段」的共同市場	• 146
第八節 經濟意義與影響	• 147
第九節 英、丹、愛三國的加盟	• 148
歐洲自由貿易協會	
第一節 成立經緯	• 152
第二節 成就	• 153
國際金融市場興起	
第一節 時代背景及其形成	• 162
第二節 歐洲通貨市場	• 165
第三節 歐洲債券市場	• 177
第四節 浮動利率本票	• 194

第五節 歐洲信用市場	199
第六節 檢討與改進	201
歐洲貨幣制度	
第一節 背景	207
第二節 內容	209
第三節 干預協定	211
第四節 信用制度	214
第五節 影響	218
亞洲金融市場	
第一節 形成	220
第二節 貨幣市場	227
第三節 黃金市場	231
第四節 外匯市場	234
第五節 資本市場	238
現代黃金制度變遷	
第一節 黃金的搶購、兩價制度	243
第二節 黃金貨幣機能的廢除	253
第三節 黃金貨幣制度的展望	254
第四節 結論	256
特別提款權	
第一節 由來與性質	259
第二節 主要內容	260
第三節 實施	261
第四節 擴大特別提款權使用範圍的意義	263
第五節 擴增特別提款權使用範圍的項目	264
第六節 擴增特別提款權使用範圍的影響	270
第七節 特別提款權利率監問題	272
第八節 特別提款權變得像真正的「通貨」	273

國際貨幣金融制度展望

第一節	概述	276
第二節	布萊頓森林制度以後的 IMF	277
第三節	現行的滙率制度	281
第四節	第二次條款修正案下的滙率	283
第五節	黃金特別提款權和通貨	286

國際金融理論

第一節 物價、黃金流出入機能

國際金融理論可溯自 18 世紀古典經濟學人休姆 (David Hume) 的貢獻，他在其論文 (註一) 中提出有名的「黃金—物價流動機能」 (Gold—Specie flow mechanism)。

因在金本位制度下，兩國外匯匯率，決定於兩國貨幣所含純金量，是為法定平價 (Legal parity)，但由於外匯的供給與需求不一定相等，所以各國實際匯率與交換平價亦不一定完全相等，但其間的差額不會超過輸出或輸入黃金的費用 (包括運費、保險費、包裝費及檢驗費等)，此項國際匯票的最高價格稱為黃金輸出點 (gold export point)，最低價格則稱為黃金輸入點 (gold import point)，國際匯票的最高價與最低價祇能在其上下點 (2%) (註二) 移動，此所以具有穩定匯率作用之機能。

在固定匯率 (Fixed exchange rate) 或金本位制下，國際收支透過輸出入的變化所引起的國內物價的變動而達成。收入多於支出 (順差) 國家，黃金流入，金準備增加，則貨幣增加；反之，支出多於收入 (逆差) 的國家黃金流出，金準備減少，則貨幣減少。根據貨幣數量學說，物價變動是黃金移動的結果。亦即黃金存量減少，通貨量縮減，影響物價下跌；結果輸出有利，輸入受阻，國際收支逆差消失；反之，黃金存量增加，導致物價上漲，結果輸出不利，輸入增加。在貿易不加管制情形下，黃金遂由高物價國家流向低物價國家。黃

金由高物價國家流出，將迫使該國物價下降，直至各國之間物價水準重新平衡為止。這種透過物價變動而引起黃金移動的調整過程，稱為「黃金與物價流入機能」(Gold-Specie flow mechanism)。或稱「遊戲規則」(Rules of game) 由此可見，透過黃金流出及流入的循環過程，金本位制可使各國物價維持密切的聯繫，國際收支可獲得自動的調整。

茲以最簡單圖式說明如次：

甲國國際收支逆差 → 黃金流出 → 央行採行通貨緊縮 → 物價

下跌 → 出口成本降低 → 出口增加
 進口利益減少
 國民所得減少 → 國際收入增加 → 逐漸轉為順差

乙國國際收支順差 → 黃金流入 → 央行採行通貨膨脹 → 物價

上漲 → 出口成本增加 → 出口減少
 進口利益增加
 國民所得提高 → 國際收入減少 → 逐漸轉為逆差

此種局限於黃金輸送點上下限的匯率制確有其優點，然按照實際的情形，所謂「遊戲規則」的作用，似乎並不最為重要。在國際金本位制之下，世界的收支得維持均衡，主要賴先進工業國家之對開發中國家的投資。例如當時在經常帳上英國每年有巨額盈餘，而各開發中國家（如其時的美國、阿根廷、澳洲等）則有相當赤字。英國以經常帳的盈餘，向此等開發中國家，輸出资本，結果世界收支得保持平衡，而國際金本位制亦得順利運營。

其次，當時英倫為國際金本位的中心，世界貿易的結算，亦集中於倫敦。而事實上倫敦乃世界的黃金市場，全世界新生產的黃金，集中於該處。英國的貿易關係遍及全世界，具備高度發達的信用制度，

即使第三國間的貿易，幾乎均需英國信用的介入。英國且亦為長期資本市場，乃對外資本輸出的源泉。因英鎊地位的鞏固，結果英鎊與黃金維持不變的關係，故固定匯率制乃能維持。不過，由於經濟發展結果，亦證明有無可補救的缺點，蓋以貨幣的供給量，應隨時配合經濟發展的需要，黃金產量遠不足以配合市場上的需要，且因以黃金作為國際貿易的支付極不方便，故在 1939 年代全球性的大不景氣後，金本位終告崩潰，各國相繼採行浮動匯率制，其對外匯率自不受國際市價變動的影響，可基於本國的需要，作機動而獨立的措施，為有效的應變。國際收支不平衡時，則以匯率的變動或管制為手段，而不必經由國民所得與物價的變動。

第二節 國際金融理論的發展

休姆的理論模型既然不能說明國際收支的實際調節過程，益以 30 年代經濟大不景氣所帶來的衝擊，國際收支理論乃不得不改弦更張，另闢新的溪徑，以期解決國際經濟交易的根本課題。國際經濟交易，不僅是一國民間企業與另一國民間企業的交易，而且也是一國民間企業與另一國的政府以及兩國政府間的交易。因此國際金融當為國與國間政府與民間的經濟交易行為。30 年代的經濟學人為配合此一轉捩點，提出各種不同的學說、理論，而各種名著均在此一時代相繼問世，儘管觀點不同，但有一個共同的特色，即為政府當局如何運用何種政策以調整其國際收支，而非金本位制時代的自動調整機能。

近代國際金融理論對當代國際經濟問題貢獻最大的當推凱因斯（J. M. Keynes）的「一般理論」（The General Theory of Employment、Interest and Money）、羅伯森夫人（Joan Robinson）「論外匯」（The Foreign Exchanges essays in the Theory of Employment）、亞歷山大（Sidney Alexander）的

貶值對於貿易差額的影響(Effects of a Devaluation on a Trade Balance, IMF Staff Papper)、米德(James Meade)的國際貿易政策的原理：國際收支(The Balance of Payments)。

凱因斯的「一般理論」於1936年問世，就業問題乃成為經濟學的主要課題。在國際貿易方面，重視國內經濟與國際貿易的關係，而分析國際貿易的變動對國內所得水準的影響，亦即國內就業水準。人類的經濟生活因追求更高的生活水準而須更高的生產效率，凱氏的理論與傳統的經濟理論不同，而具有革命的新意義。吾人細加研究，凱氏的理論體系具有以下特徵，即(1)以流動性偏好理論代替貨幣數量說；(2)貨幣工資的伸縮性不能保證充分就業，重視貨幣政策為經濟政策重要的一環；(3)以所得儲蓄決定儲蓄投資的理論，代替利率儲蓄投資的理論。其分析方法的特色，不以價格為經濟過程的中心，而以所得把握經濟，並以消費傾向、乘數、流動性偏好等概念發揮其理論體系。

凱氏的乘數計算方程式(Accounting equation)為：

$$\left. \begin{array}{l} (1) \quad Y(t) = C(t) + I(t) \\ (2) \quad Y(t) = S(t) + C(t+1) \end{array} \right\} S(t) = I(t) \cdots \cdots \text{靜態}$$

$$(3) \quad K(t+1) = K_t + K_1 \cdots \cdots \text{動態}$$

而某一時期的消費為 $C(t) = aY(t-1)$

某一時期國民所得 $Y(t) = aY(t-1) + I$

上述中的 $Y(t)$ ：國民所得 $C(t)$ ：消費

$S(t)$ ：儲蓄 $I(t)$ ：投資

t ：時間

k ：資本

a ：消費傾向，而以統計方法尋求 $\frac{\Delta C}{\Delta Y}$ (a) 變數

如以圖解，則(1)(2)兩式爲： $S(t) = I(t)$

方程式(1)(2)顯示投資增加，則所得勢必增加，直至因所得的增加而引起儲蓄的增加與增加的投資相等時爲止。相反的，如果投資減少，則所得勢必亦將減少，直至因所得的減少而引起的儲蓄減少與減少的投資相等時爲止。

羅伯森氏首先開「彈性學說」(the Elasticity Approach) 的先河，這派學說的重點在於探究何種條件可使藉貶值(devaluation) 以改善其貿易差額。我們知道，一個開放經濟的商品通常可以分爲三類：一類是出口性商品(export goods)，本國的生產除供本國支用外尚有盈餘可供輸出；另一類是進口性商品(import goods)，本國的生產不足以供本國支用，需要靠輸入來彌補；第三類是非貿易商品(nontradable goods)，本國生產供本國自用，既不輸出也不輸入。前兩類商品又可合稱爲貿易商品(tradable goods)。貿易商品的價格與國外市場的情況有密切的關聯，非貿易商品的價格則否。一國貨幣的貶值其實就是外幣的升值，所以一國如施行貶值，則該國的貿易商品的價格將隨著上漲；非貿易商品的價格亦可能受到牽動而上漲，但上漲的程度不如前者。

貿易商品的價格相對於非貿易商品的價格上漲，不論在支出或生產方面，都會引起貿易和非貿易商品的相互替代。在支出方面，大眾將多買非貿易商品，少買貿易商品。輸入因而減少，輸出也因而增加，因爲輸入不外乎是進口性商品的本國購用量減去本國生產量，而輸出則不外乎是出口性商品的本國生產量減去本國購用量。在生產方面也一樣。貿易商品的價格上漲將提高生產者的利潤，從而刺激進口性商品和出口性商品的國內生產。前者促使輸入減少，後者則促使輸出增加。

但是，我們知道，所謂貿易差額是一種值的概念，並不是量的概

念。換句話說，它是輸出值與輸入值之差額，不是輸出量與輸入量之差額。因此，要判定貶值是否能改善一國的貿易差額，必須考慮本國和外國的輸出入的供需彈性。有名的「馬歇爾－李納條件」（Marshall-Lerner）（註三）即由此產生。依照這項條件，貶值能否改善一國的貿易差額，要看該國的輸入需要彈性和外國的輸入需要彈性兩者之和是否大於一而定。換句話說，貶值以後輸入量的減少和輸出量的增加必需足夠抵銷因輸出品外幣單價下跌所引起的外匯收入之損失，貿易差額才能獲得改善。「Marshall-Lerner」條件的成立是基於幾項相當牽強的假定：(1)貶值前貿易平衡；(2)原料並非進口；(3)本國和外國的輸出供給彈性都是無限大（本國的出口性商品在本國的價格和外國的出口性商品在外國的價格都是固定不變的）。廢棄這幾項假定將使分析趨於繁雜，但基本的道理仍然相同。

二次大戰以後，經濟的復興把許多國家帶進了充分就業或超充分就業的境地，而彈性學說的缺陷乃充分的暴露出來。要使貶值產生改善貿易差額的效果，必需有部分的資源和人力閒置未用；有了這些投閒置散的資源和人力，才能加以動員，增加出口性貨品和進口代替品的生產以供應貶值所引起的對於本國產品的需要之增加。但是人力的雇用和資源的利用如果已經達到飽和，則貶值的結果將徒使物價上漲，而無補於貿易差額的改善。

1952年 Sidney Alexander 發表了一篇影響深遠的論文：「貶值對於貿易差額的影響」（註四）。他在這篇論文裏提出了吸收學說（Absorption Approach），批評彈性學說之不當。他的基本主張是：要改善貿易差額，一定要擴大總生產與總支出之間的差額才能達成。我們知道，一國的總支出（ E ）有兩個來源：一部分來自總生產（ Y ）扣除輸出（ X ）以後的餘額，另一部分來自輸入（ M ）。用符號表示，可寫成 $E = Y - X + M$ 。移項以後成為： $X - M = Y - E$

。這個恒等式的左邊代表貿易順差，右邊則代表國民總生產超出國民總支出的差額。從這個程式可以看出，惟有增加生產，減少支出，擴大兩者之間的差額，才能增進貿易順差。人力和資源如未充分利用，自可設法增加生產；否則惟有減少支出。當一個的經濟已達到充分就業的狀態時，不管輸出入的彈性是高是低，除非設法削減支出，貿易餘額是不可能獲得改善的。

吸收學說取代彈性學說崛起以後，曾引起了相當激烈的爭論和試圖調和這兩種學說的一番努力。其實這兩種學說，相輔相成，不可偏廢。

Harry Johnson 曾經指出：充分就業的經濟社會不能光靠貶值來消彌對外收支的逆差，必需雙管齊下，一方面藉貶值（devaluation）來調度本國和外國的生產與支出的結構，使之能符合平衡國際收支的要求，另一方面藉緊縮（deflation）使本國的總需要配合本國的總供給。換句話說，必需適當的運用「減少支出」（expenditure-reducing）的政策，如緊縮性的財政和貨幣政策，以及「轉移支出」（expenditure-switching）的政策，如貶值或貿易管制，才能成功地改善貿易差額（註五）。

在 Alexander 的論文問世的前一年，James Meade 把他的精心傑作，「國際貿易政策之原理：國際收支」公諸於世（註六）。這本著作及其數學附冊被譽為現代國際金融理論的里程碑，迄今仍然支配國際金融理論的主流。從 Meade 的書名可以看出，Meade 的理論體系是一種政策本位的理論體系。Meade 體系的基本原理是這樣的：一國必需有兩種政策工具才能達成兩項政策目標。兩項政策目標是國內經濟的均衡（internal balance 亦即充分就業和物價的安定）和對外收支的均衡（external balance）；兩種政策工具則是所得（支出）的調整與價格的調整。所得的調整可透過財政或貨幣政策來