

浮動匯率之研究

周大中著



金融叢書 楊志希主編

浮動滙率之研究 周大中著

浮動滙率之研究

66.1.0159

中華民國六十六年三月初版
保有版權・翻印必究

定價新臺幣一百元

著 者 周 大 中
發行人 王 必 成

出版者 聯經出版事業公司
臺北市忠孝東路四段555號
電 話：7683708・7678738
郵政劃撥帳戶第 103559 號

行政院新聞局出版事業登記證局版臺業字第 0139 號



金融叢書序

近年以來，國人對金融問題的研究，興趣日漸濃厚。青年學子，選擇研習商學科系並以此作為終身職業者，亦大有人在。若就銀行一門而言，誠如我國金融界前輩張絃園先生所云，它是一種職業，也是一門學問。以此為業的人，不僅需要從事有關基本理論的探討，同時還要具備高尚的品德，深入了解各項實際問題，以期提高職業性水準。聯經出版事業公司有鑒及此，乃決定編印一套出版物，名曰「金融叢書」，其主旨在闡述有關金融理論，兼及銀行實務之介紹，藉供大專商學相關科系學生閱讀研習，同時便利工商各界參考應用。

貨幣與銀行二者關係密切，勿庸贅言。近代貨幣理論，內容浩如烟海，美國芝加哥學派以弗里曼（Milton Friedman）為代表，特別重視貨幣供給額（money supply）變動對經濟發展的影響。是故本叢書由貨幣供給論開始，逐步及於銀行存款和融資問題。股票市場交易與銀行業務亦有關聯，從業人員對股價起落情況，不可茫無所知，乃有股價分析之撰述。我國採行的是自由開放經

145/1

濟 (open economy)，國內外經濟金融互通聲氣，因此國際金融、國際收支，以及近年流行的浮動匯率，概屬不可忽視的問題，本叢書均將有綜合性探討。各書作者，對其撰寫的主題，都具備專門的理論和實際經驗，行文遣字，力求深入淺出，務使理論與實際密切配合，相得益彰。深信讀者在閱畢掩卷之餘，定有融會貫通的感覺。

各書作者有一共同特徵，即他們多供職金融機構，包括公民營銀行和證券交易所，並且還在大專院校講授相關課程，既非專談理論，亦非僅辦實務，而是兼有二者之長。

本叢書各作者在百忙中抽暇執筆，合作無間，充份發揮了團隊精神，使本叢書得以順利出版問世，藉此敬致誠摯的謝意。

楊志希

中華民國六十六年三月於臺北

前言

1930 年代全球性的經濟危機與大不景氣時期，促使曾盛行一百多年金本位制的崩潰及導致第二次世界大戰早日的來臨。1950 年代到 70 年代，由於自由世界有一個生產力龐大、資源富庶、經濟發達、國力強大的美國為中心，造成戰後近 30 年間國際持續的繁榮，與國際金匯兌本位的穩定、國際收支的清算、各國外匯的儲備、國際貨幣制度的支持，都藉美元為其工具。但降至 60 年代後期，由於美國龐大的軍、經援助，美元地位逐漸動搖；而美、法兩國間國際貨幣戰爭的對立；馬克、日元強值貨幣的衝擊，造成美國黃金的不斷流出，使美國黃金存量劇降到警戒線，迫使美國尼克森總統於 1971 年 8 月宣布一項防衛美元的新經濟政策，停止美元與黃金互換。

由於美國實行其新經濟政策以後，加速布萊頓森林城（Bretton Wood City）國際貨幣體制（International Monetary System）之解體，各主要國家的通貨先後實行浮動匯率，雖於同年 12 月 18 日勉強達成史密松寧（Smithsonian）協定，擴大中心匯率，回復到固定匯率制，但為時甚暫，如同曇花一現，到 1972 年 2、3 月以後，各主要國家的通貨更普遍浮動；接着 1973 年 10 月石油危機發生，通貨膨脹益發不可收拾，使得國際貨幣體制遭受困難，形成為 1930 年代以來持續最久、危機最深的時代。

關於匯率浮動的爭議，可說由來已久，各學者亦難有一致的看法。本書的撰寫，旨在闡述浮動匯率理論、實務及現行實行浮動匯率國家之實際現況，以利學生自修時之閱讀研習，並同時提

供工商人士及金融當局之參考。

本書共分六章：第一章簡單說明浮動匯率的意義，由民間在自由市場依據供需原理來決定一國貨幣的真正價位；第二章浮動匯率分類，就其內容逐一說明；第三章浮動匯率理論之爭辯，亦為20世紀70年代爭論最多的問題，為使讀者瞭解浮動匯率與固定匯率兩個最極端的理論，將反對與贊成浮動匯率的理由，分別介紹其得失；第四章為期貨外匯市場的建立，為避免浮動匯率對進出口商人所帶來的不利，運用遠期外匯的「補拋」，不會受到匯率隨時變動的風險；第五章實行浮動國家的現勢，就已實行浮動匯率國家個別檢討其得失，實行以來，並非如想像中那麼多缺失。聯合浮動的國家認為：「效能令人滿意」；第六章浮動匯率國家正採行新的調整辦法，已經實行浮動匯率的國家，並不是完全自由浮動，為了防止每天過度的變化，各國中央銀行照常在公開市場購買或拋售，以謀求安定性的兌換匯率制度。

誠以，任何制度沒有絕對的利或弊，浮動匯率自有缺失，但鑑於如恢復固定匯率制度仍有許多問題存在，故IMF 20國委員會首先為浮動匯率制定一套指導準則；1975年11月佔非共世界國民生產總額60%的6個國家——美、英、法、西德、日本、義大利——集會於法國巴黎的蘭波利特宮討論當前自由世界經濟利害的調和問題，就美、法多年來的爭端，終於達成折衷性協議，透過各主要國家中央銀行每日磋商進行市場的干預操作，以阻止不規則的波動或匯率的大幅波動，並同意在基金協定(International

Monetary Fund Agreement)第四條內增加有關浮動匯率的規定；隨即於1976年1月7、8兩日在牙買加京斯敦所召開的國際貨幣基金的臨時委員會中，正式承認通貨浮動匯率制，通貨的價格由市場情況決定，但強調達成穩定的重要性。

就純外匯的觀點而言，如果各國的通貨膨脹能趨於穩定，則採取浮動匯率制，實質上與固定匯率無殊。若各國通貨膨脹率彼此間有極大差距時，甚或競相貶值，則局限於在極小平價上下限的「布萊頓森林城協定」所謂「可調整的」固定匯率制亦失去其意義，且徒使平價漲跌預測的投機將更趨劇烈。故各國如何剋制其通貨膨脹率才是重大課題。

本文僅從學理上予以研討，及已實行浮動匯率國家之現況予以介紹，政策性之決定，則係主管當局之權衡，更無意介入應否推行浮動匯率之爭。固然君子之見未盡相同，然真理則愈辯愈明，且事實亦勝於雄辯。即使所見未盡相同，甚或有稚牾之處，只要有利於國家，當必能獲得學人、政府當局及國人之諒解與支持也。

筆者學庸識淺，承聯經出版事業公司諸君子及主編人楊志希教授的邀請，撰寫本書，愧未作詳盡介紹，而遺漏疵謬，自所難免，尚冀碩學先進多賜指正。

周大中

中華民國六十六年二月十日

目錄

金融叢書序	1
前言	1
第一章 浮動滙率的意義	1
第二章 浮動滙率的分類	7
一 完全自由波動性的滙率制	7
二 較寬波動幅度的滙率制	10
三 徐緩移動的釘住平價或滑動的釘住平價制	14
四 複合方式的滙率制	16
第三章 浮動滙率理論的爭辯	19
一 反對浮動滙率的理由	20
二 贊成浮動滙率的理由	25
第四章 期貨外滙市場的建立	31
一 結滙證制度的實施	31
二 外滙市場的操作	36
第五章 實行浮動滙率國家的現勢	51
一 加拿大	52
二 英國	55
三 美國	61

四	聯合浮動的國家	64
五	法國	69
六	日本	71
七	星元與馬元	75
八	港幣	79
第六章	浮動匯率國家正採行新的調節辦法	83
一	導論	89
二	指標	91
三	註評	92
附錄		105
	因應外匯資產猛增之正確金融對策	蔣碩傑 107
	實施機動匯率	劉大中 費景漢 顧應昌 119 邢慕寰 蔣碩傑 鄒至莊
	論浮動匯率	施建生 127
	浮動匯率制推行之效果如何?	施建生 133
	論開發中國家與浮動匯率	潘志奇 139
	論匯率之伸縮性	潘志奇 149
	浮動匯率	孫 震 155
	浮動匯率制的時代意義	周大中 161

第一章

浮動滙率的意義

各種貨物的價格取決於需要與供給的原理 (Principle of Demand and Supply)，外滙也是一種商品 (Commodity)，各種的外滙滙率也可由供給與需求來決定，在需要與供給的支配下，外滙滙率雖曾時常變動，但會反映一國貨幣的真正價值，既不會「高估」 (Appreciation)，也不會「低估」 (Depreciation)。這種隨自由市場依據供需原則而升降所形成的滙率就叫浮動滙率 (Floating exchange of Rates)，或如某些人所稱的機動滙率 (Flexible exchange Rates)，是與固定滙率 (Fixed Rate) 制之相對而言。有人稱為彈性滙率制，又稱自由波動滙率制度。

一般說來，在自由滙率下，由民間在自由市場依據供需原則來決定。如外滙的需要增加而供給不變，則外滙滙率上升；但如需求減少而供應不變，則滙率將下跌；反之，外滙供給增多，而需求保留不變，則外滙滙率下降，但如供應增加而需求保留不變，則滙率將有下降趨勢。由於國際間貿易頻繁，外滙的需求及供給時有變動，因而外滙滙率亦不時發生波動，供需兩方數量相等的一點，便是成交的滙率，或稱均衡價格 (Equilibrium Price)，

亦即供應的數量，恰等於需要的數量。所以在未實行外匯管制的國家，任何時間所能成交的匯率，乃決定於外匯供需平衡的水準。

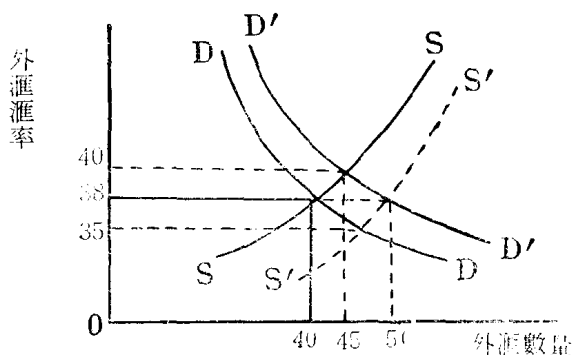
經濟學上所稱需求，乃指某一特定商品、在一定時間、一定地點的市場上，在各種不同的價格下可能被購買的數量。換言之，需求與價格間存有一種函數關係 $D=f(p)$ ，即價值變動時，需求亦隨之發生變動。

從外匯的需求方面來看，大部份外匯的需要者多源於從海外購買物資的進口商人，其次為勞務的輸入、出國旅行者，或使領人員、留學生等。而外匯的供給者，主要來自貿易以外的勞務收入，有些為外資的流入等。而銀行兼為外匯的供給者與需要者從中牟利。實際交易的時候，二國的貨幣供給者不只一人，需要者亦不只一人，二國貨幣的供需數量，也不一致，且供給數量，又隨匯率的高低而變動。在正常情形下，匯率上升，外匯的供給量增加，匯率下落，外匯的供給量減少。至於需要方面，也有無數的需要者，對於所願購買的某國外匯的需要價格也不相等。需要數量也各不相同，且需要量常隨匯率的高低而變動。在正常情形下，匯率上升，外匯量的需要減少，匯率下落，外匯的需要量增加。同時尚須記住中國人可在本國、英國或世界其他國家從事購買或出售；同樣，其他國家亦可在本國、英國或其他國家從事購買與出售。此種買賣的決定，各受市場比較價格的影響，而購買者或出售者所要求的價格，部份視匯率而定。

在自由外匯制度下的主要特色，是政府不施任何干涉，更不實施外匯管制，也不採取釘住匯率，或雖干預而聽任匯率按照自由市場的供需量予以決定。則匯率的水準只有在需求量恰等於供給量時才達於平衡。此時既無過剩的需求，亦無過剩的供給，稱為均衡匯率 (Equilibrium Rate of Exchange)。例如：目前美元與新臺幣的匯率為 1:38，不經政府干涉，臺灣地區的國際收

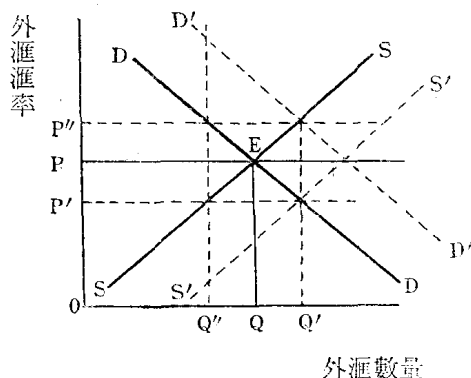
支恰能平衡，則在 1:38 的匯率當為穩定的均衡匯率。

但如國民所得提高，在此匯率下，需要與供給並不相等，如需要增為 50 億元，而供給仍只有 40 億元。最初銀行只能動用其外匯資金，但因資金耗盡的壓力，不得不提高匯率，假如提高至 1:40。提高匯率的結果，改變本國輸出品在國外的市場價格，及輸入品在國內市場的價格，進而改變外匯的供給與需要，即供給增加，需要減少。此種增減變更，將一直到新的匯率能恢復供需平衡時為止。如圖的匯率，1:40 的匯率恰足使供需均達到 45 億元的水準，即為新的均衡匯率。



一般而言，均衡匯率是一國在一定期間以內根據前述之購買力平價所定的匯價，以維持國際收支達於均衡狀態的匯率，其一定期間，必為一相當長的時期，通常以二、三年為妥，太短則受季節性的變化，短期性的盈餘與不足，可用黃金移轉、外匯調撥或國際貸款來因應；太長則因國際往來變化愈大，所需調節的外匯基金也愈多。由於一國所保有的外匯基金愈多，匯價變動的可能性也就愈少。一國為控制國際收支，可用限制進口、或降低國民所得抑制進口的需要，以維持國際收支的假平衡，這種方法顯

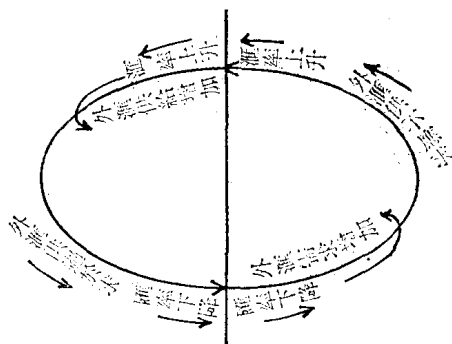
然不是一種均衡匯率。在均衡匯率下，政府以人為方法限制國際往來正常發展的種種方策，應不准其存在。因此，一種均衡匯率必須符合下列幾個原則：



1. 對外收支，能在一相當時期內維持平衡而不變更原有黃金或外匯基金總值；
2. 非以人為方法藉進口管制所達成者；
3. 非以失業或通貨膨脹為代價所換取者。

如上圖所示，SS 曲線代表外匯供給，DD 曲線代表外匯需求，供求平衡所定的匯率為 OP 與 OQ 相交點 E ，這就決定了外匯匯率。如其他情形不變，則外匯匯率就不會高於或低於該一均衡水準。但是如因某些原因，致供給增加，SS 移至 $S'S'$ ；而需求不變仍在 DD ，則外匯匯率必然下跌，降至 OQ'' 水準。這表示本國貨幣對外價格提高，稱為升值 (Appreciation)。反之，如 DD 上升移至 $D'D'$ ，而 SS 未變，則外匯匯率必然上漲至 OP'' 水準。這表示本國貨幣對外價格降低，稱為貶值 (Depreciation)。

下圖所示，則為說明外匯匯率的升降與外匯供求變動相互間的關係。



茲以國際間主要貨幣 (Key Currency) 美元、英鎊為例，當英鎊與美元匯率為 1:2.40。在上述情形下，DD 及 SS 均衡匯率只有在 1 英鎊等於 2.40 美金時才出現。在任何高於此一匯率，對英鎊的供給就會超過英鎊的需求，由於英國出口貨用英鎊表示價格將較昂貴，對於英鎊的需求量就減少；由於英國進口貨用英鎊表示價格較廉，英鎊的供給量就較多。另一方面，在任何低於此一匯率，對英鎊的需求就會超過英鎊的供給；由於英國的進口貨用英鎊表示價格昂貴，英鎊的給供量就較少。簡言之，只要 SS 與 DD 的函數保持不變，美元與英鎊的均衡保持在 1 英鎊等於 2.40 美元，但任何因素 SS 及 DD 的函數發生變動，則均衡匯率亦因而移動。

在此制度下，外匯匯率在自由市場中常隨外匯的供需關係而自由變動。同時，使外匯投機者的投機活動對於匯率亦發生制衡作用，當匯率上漲時予以賣出，促成匯率下降；匯率下跌時則予買進，促成匯率上升。通常投機活動往往造成匯率短期內極大的波動，其漲跌也無固定範圍。不過，在金本位制度下，匯率漲跌

的幅度始終不能超過黃金輸出點與輸入點*，其匯率較為穩定。但在紙幣本位下的匯率應為一種自由變動的外匯匯率 (Freely flexible Rate)，或稱浮動匯率 (Floating Rate)。不過，所謂浮動不是毫無限度，當外匯匯率上漲時，人們就會感到該國進口貨物上漲了，不願買進，自會對該國的貨幣需求自行減少，自然就會制止該國匯率的不斷上漲；下跌時亦然。

* 黃金輸出點 (Gold Export Point) 是指在金本位制下，各國貨幣匯率是以其所含有的黃金份量加以比較。例如在 1914 年以前，1 英鎊含純金 113.0016 grains，而美元則合 23.22 grains，因此 1 英鎊的黃金價值為 4.866 美元。這種基本匯率亦稱底銖達平價匯率 (Mint of Exchange)。不過，黃金運送需要運費、保險費與包裝費以及利息負擔，假定輸送 1 英鎊黃金紐約倫敦之間，運費約需美金二分，因此英鎊上漲如不漲出 $4.866(=4.866+0.02)$ 美元，黃金尚不致輸出。這就是所謂黃金輸出點 (Gold Export Point)；反之，英鎊下降如不降到 $4.846(=4.866-0.02)$ 美元以下，尚不必將黃金運進。如果在此之下必將輸入，這點即黃金輸入點 (Gold Import Point)。匯率波動也就在此兩間而不致發生過大的變化。

** 本節多係取材周大中著「貨幣銀行學」第八版 pp. 327-331。

第二章

浮動滙率的分類

一般而言，倡導浮動滙率的學者，按其所主張的內容，可概分為四大類。

一 完全自由波動性的滙率制

這是指一國金融當局對其通貨不設定平價（或中心滙率），亦不限制貿易、管制資本與干預外滙市場，而任令外滙在市場上由供（應）需（求）的原理來決定其滙率。因此，官方自不必操心儲備外滙以干預外滙市場，且可使經濟資源充分發揮其用途；而個人亦可不受法令限制，隨心所欲買賣外滙，發揮自由市場經濟調劑之功能。

倡導此說的學者很多，如芝加哥學派富德曼（Milton Friedman）教授*就主張滙率機能之有效運用，滙價應在公開市場上，由私人交易自由決定。滙率如同其他商品的價格一樣，隨時變

* Milton Friedman: *the Case for Flexible Exchange Rate in Essay in Positive Economics*, Chicago University, 1953, pp. 163-203.