

金融时报

FINANCIAL TIMES

《金融时报》工商管理经典 MBA 必读

FINANCIAL TIMES

外汇市场的驱动力

—— 欧元的启动与金融市场新革局

布莱恩·凯特尔 / 著

项卫星 李宏瑾 / 译

吉林人民出版社



金融时报
FINANCIAL TIMES

F830.9

104

FINANCIAL TIMES

《金融时报》
工商管理经典

外汇市场的驱动力

—— 欧元的启动与金融市场新革局

布莱恩·凯特尔/著
项卫星 李宏瑾/译

北方工业大学图书馆



00494083

吉林人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

外汇市场的驱动力/()凯特尔著;项卫星,李宏瑾译. —长春:吉林人民出版社,2001.8
(金融时报工商管理经典)
书名原文:What Drives Currency Markets
ISBN 7-206-03854-9

I. 外… II. ①凯…②项…③李… III. 企外汇市场—研究 IV. F830.92

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 058011 号

外汇市场的驱动力

著 者	布莱恩·凯特尔	封面设计	张 迅
责任编辑	刘文辉	责任校对	阎 勇

出 版 者	吉林人民出版社 0431—5649710 (长春市人民大街 124 号 邮编 130021)
发 行 者	吉林人民出版社
制 版	吉林人民出版社激光照排中心 0431—5637018
印 刷 者	长春市东新印刷厂

开 本	850 × 1168 1/32	印 张	9.75
版 次	2001 年 8 月第 1 版		
印 次	2001 年 8 月第 1 次印刷		
字 数	210 千字	印 数	1—6 000 册
标准书号	ISBN 7-206-03854-9/F·795		
定 价	15.00 元		

如图书有印装质量问题,请与承印工厂联系。

中文版序言

20 世纪 80 年代以来，金融全球化的进程不断加快。金融全球化作为经济全球化的重要组成部分，是世界经济和金融发展的必然趋势。金融全球化作为一个历史过程，并不是均匀地展开的：在时间的推进上，它有缓有急；在空间的扩张上，它有深有浅，这正是一切历史运动所共有的特征。资本跨国流动和金融衍生工具市场自 80 年代以来的迅速发展，构成了金融全球化进程的时间上的阶段性；而欧元区和美元化在 90 年代的发展，则体现了金融全球化进程的空间上的区域性，或者说，金融全球化进程中的金融区域化。

有关外汇市场的著述很多。而布莱恩·凯特尔（Brian Kettell）的《外汇市场的驱动力》则是一部很有特色的著作。该书不仅以大量的最新统计数据对 80 年代以来资本跨国流动和金融衍生工具市场的迅速发展作了比较深入的论述和分析，而且还从外汇市场的角度，对 90 年代以来欧元区和美元化的发展进行了比较详尽的介绍、分析和预测。此外，该书还对货币局制度这一汇率制度安排和货币危机的预测，分别作了比较深入的理论阐述和实证分析。译者认为，它是一部可供研究国际金融的理论工作者和具有一定专业基础知识的实际工作者学习和参考的理论性和现实性都很强的著作。

布莱恩·凯特尔毕业于伦敦经济学院，曾先后供职于美国

著名的花旗银行 (Citibank) 和运通公司 (American Express), 并曾担任过阿拉伯银行公司 (Arab Banking Corporation) 和谢尔森—莱赫曼公司 (Shearson Lehman) 的副总裁。依靠这些经历, 他先后为大通曼哈顿银行 (Chase Manhattan Bank)、巴克莱资本公司 (Barclays Capital)、野村证券公司 (Nomura)、摩根—斯坦利公司 (Morgan Stanley)、克雷恩沃特—本森公司 (Kleinwort Benson) 以及法国兴业银行 (Banque Indosuez) 等多家著名金融机构和法国“欧洲货币研究所” (The Euromoney Institute of France) 开设有关国际金融市场的培训课程。布莱恩·凯特尔现任伦敦大学高级讲师和法国的几所商学院的访问教授。此外, 他还在金融市场这一领域进行了大量的案例研究。

本书的原著于 2000 年由英国《金融时报》出版公司出版。英文版书名为《WHAT DRIVES CURRENCY MARKETS》。欧元的诞生是世纪之交的国际金融领域里所发生的最重大事件, 本书是第一部把对欧元的介绍贯穿于每一章的著作。由于本书的内容新, 涉及面广, 翻译这本书对我们来讲, 是一项具有挑战性的工作。在翻译过程中, 吉林大学经济学系副教授马春文同志为我们提供了难能宝贵的帮助; 本书的责任编辑刘文辉同志也为我们做了许多具体工作, 在此表示由衷的感谢。

最后还要说明, 由于我们的水平所限, 在翻译过程中时有难以驾驭之感, 译文肯定会有不妥之处, 在此, 敬请专家学者不吝赐教。

译 者

2001 年 5 月

原版序言

20 世纪 90 年代，先后爆发了严重程度不同的货币危机。从 1992 年的英国、意大利、西班牙和瑞典的货币危机到 1995 年的墨西哥和阿根廷的货币危机，1997 年的泰国、马来西亚、印度尼西亚和韩国的货币危机，1998 年的俄罗斯和 1998 年至 1999 年的巴西货币危机。然而，到目前为止，现有的关于外汇市场的教科书还没有反映这些货币危机（其中有许多根源于严重的经济动荡）的教训。除了这些变化以外，欧洲于 1999 年 1 月 1 日引入了一种新的货币——欧元。

有关外汇市场的著述甚多，但任何一部新著都必须证明它的地位。本书特别基于两个考虑：第一，它是该领域里第一部把对欧洲的新货币即欧元的介绍贯穿于每一章的著作。至于那些在各章和实例中引用 11 种前欧洲国家货币（如德国马克、法国法郎以及意大利里拉等）的著作，现在已成为历史。第二，本书从读者的角度，探讨了有关外汇市场的许多热门的、有时是争论性的问题。在本书出版以前，这些问题大多在学术刊物或其他场合讨论过，但也不一定易于最认真的读者所理解。本书各章所讨论的有关问题证明了这一点。

布莱恩·凯特尔 (Brian Kettell)

作者简介

布莱恩·凯特尔毕业于伦敦经济学院。曾先后供职于美国著名的花旗银行 (Citiband) 和运通公司 (American Express), 并曾担任过阿拉伯银行公司 (Arab Banking Corporation) 和谢尔森—莱赫曼公司 (Shearson Lehman) 的副总裁。依靠这些经历, 他先后为大通曼哈顿银行 (Chase Mankattan Bank)、巴克莱资本公司 (Barclays Capital)、野村证券公司 (Nomura)、摩根—斯坦利公司 (Morgan Stanley)、克雷恩沃特—本森公司 (Kleinwort Benson) 以及法国兴业银行 (Banque Indosuez) 等多家著名金融机构和法国欧洲货币研究所 (The Euromoney Institute of France) 开设有关国际金融市场的培训课程。布莱恩·凯特尔现任伦敦大学高级讲师和法国几所商学院的访问教授。

目 录

中文版序言	(1)
原版序言	(1)
第一章 外汇市场的发展及其在金融	
全球化进程中的作用	(1)
一、早期的历史	(1)
二、国际资本市场的发展及其作用	(3)
三、全球金融一体化的新动向	(9)
第二章 全球汇率体制	(23)
一、一国应该采用的理想汇率体制	(23)
二、汇率体制的宏观经济特征	(26)
三、关于汇率体制选择方面的教训	(27)
四、为什么货币会面临投机性攻击	(31)
五、国际货币基金组织的汇率安排	(35)
六、处于变革之中的发展中国家汇率制度模式	(43)
七、外汇市场的“欧元化”	(46)
八、新的欧洲汇率机制—ERMII	(48)
附录 英国的外汇市场和场外衍生工具市场	(58)
第三章 外汇市场的波动	(81)
一、波动	(81)
二、历史波动	(82)
三、当日波动	(83)

四、内在波动·····	(83)
五、布莱克—斯科尔斯模型·····	(84)
六、波动由什么决定·····	(85)
附录 为什么汇率市场会波动·····	(87)
第四章 长期汇率和短期汇率的决定·····	(98)
一、导言·····	(98)
二、基本方法·····	(99)
三、短期汇率的决定：资产市场说·····	(106)
四、汇率为何变动·····	(111)
五、汇率为何如此易变·····	(116)
六、股票市场：影响外汇市场的一个新因素·····	(118)
第五章 经济消息对汇率的影响·····	(119)
一、预料之中的消息与未预料到的消息·····	(119)
二、国民生产总值 (GNP) 的构成·····	(119)
三、消费者支出·····	(128)
四、投资·····	(132)
五、政府支出·····	(136)
六、对外贸易和国际收支·····	(137)
七、消费者信心对金融市场的影响·····	(138)
八、实证研究支持外汇市场 对“消息”的反应吗·····	(141)
第六章 什么造就了关键货币·····	(146)
一、国际货币的作用·····	(146)
二、关键货币与主要大国·····	(150)
三、欧元怎样才能与美元匹敌·····	(153)
第七章 外汇市场的抵补套利和非抵补套利·····	(157)
一、利率平价·····	(157)

二、抵补套利：教科书观点·····	(158)
三、抵补套利：学术文献观点·····	(166)
第八章 由交易大厅内得出的观点·····	(173)
一、理论回顾·····	(173)
二、在交易大厅之内·····	(174)
三、利率期货：短期存款·····	(175)
四、远期利率协议·····	(177)
第九章 货币局制度与美元化·····	(184)
一、导言·····	(184)
二、货币局制度·····	(185)
三、货币局制度与通货膨胀：实证分析概览·····	(191)
四、怎样引进货币局制度·····	(192)
五、向货币局制度的转变·····	(196)
六、货币局制度的绩效·····	(197)
七、从货币局到美元化·····	(197)
八、如何进行美元化·····	(204)
附录 使货币局具有可操作性·····	(205)
第十章 历史上最伟大的货币试验前景如何·····	(226)
一、导言·····	(226)
二、货币联盟的好处与成本·····	(227)
三、我们能从历史上的货币 联盟中吸取什么教训·····	(230)
四、什么将摧毁历史上最伟大的货币试验·····	(237)
五、欧元的记录是什么·····	(251)
第十一章 欧元的启动怎样影响汇率·····	(252)
一、导言·····	(252)
二、汇率报价：初级读本·····	(254)

三、欧元即期汇率报价惯例·····	(256)
四、交易天数计算的复杂性·····	(258)
五、欧元远期汇率报价惯例·····	(259)
附录1 欧元区的汇率体系消失	
“欧元”时代已经到来·····	(265)
附录2 远期汇率如何确定·····	(267)
第十二章 欧元的启动对货币市场产生的影响·····	(270)
一、导言·····	(270)
二、什么是货币市场·····	(272)
三、英国银行家协会(BBA)的欧元伦敦 银行同业拆放利率(EURO-LIBOR)·····	(280)
四、欧元银行同业拆放利率(EURIBOR)·····	(281)
五、欧元伦敦银行同业拆放利率(BBAEURO-LIBOR) 与欧元银行同业拆放利率(EURIBOR) 的区别是什么·····	(283)
六、区内欧元隔夜平均指数(EONIA)·····	(284)
七、区外欧元隔夜平均指数(EURONIA)·····	(284)
第十三章 货币危机的预测性·····	(285)
一、游戏规则·····	(285)
二、货币危机可以预测吗·····	(291)

第一章

外汇市场的发展及其在金融全球化进程中的作用

一、早期的历史

最初的外汇市场由活跃于各商业中心的货币兑换人的集合处构成。在古代中东和希腊的市场及港口，这些携带桌子、天平及砝码，为人们所熟悉的货币兑换人，向人们展示各种各样的国内铸币和外国铸币。这些货币兑换人通常将其职能与金条销售商的职能结合在一起，以双重身份满足国际贸易和国际金融的要求。

根据爱因齐格（P. Einzig）^① 的研究，早在古代中东国家货币发展的初期阶段，货币兑换人这一职业就已经产生。甚至在外国铸币仅按金条价格被接受这一时期，在那些对外贸易中心就产生了对精确计量铸币的专门服务的需要。而且，为确定这些铸币的成色，也有必要运用相当原始的鉴定方法，如使用试金石（Lydian Stone）。可以认为，这些以其丰富的经验从事该职业的专业人员，是外汇交易商的雏型。

^① 爱因齐格：《外汇史》，麦克米伦出版公司 1970 年出版。

在罗马帝国，外国铸币大量流通。特别是在邻近外国的各省，有按罗马银币第纳流斯（denarius）^① 的官方汇率把外国铸币作为代用币使用的习惯。在德国、邻近黑海的各国、斯堪的那维亚、伊朗、印度、斯里兰卡、埃及以及在罗马帝国国界之外的许多国家发现的大量罗马铸币，表明了这类铸币在国外的支付中被使用的程度。

罗马金币奥流斯（aureus）是获得世界名声的第一种货币。在奥古斯都（Augustus）^② 的货币改革以后，罗马银币在国外也被广为接受，甚至在遥远的中国。自公元前第3世纪后期罗马银币问世后，它在整个罗马帝国被广泛使用，即使在它面临某些地方的竞争时也如此。罗马银币是当时用于正规交易的货币单位，如同当代的美元。大约在公元240年左右，这种罗马银币最终被仅镀了一层银的劣质银币所取代。

根据爱因齐格的研究，在1850年至1890年的各个时期，由于奥地利货币经常发生波动，维也纳是第一个有组织和大规模进行远期外汇业务交易的现代市场。19世纪整个80年代和90年代，在维也纳交易所为远期交货而活跃地交易卢布纸币也为人们所知，而且在那里还有一个远期英镑交易市场。在19世纪80年代，柏林也有一家远期外汇市场。由于奥地利货币古尔登（Gulden）^③ 不稳定，维也纳和柏林两地之间的套利极为流行。

最近的金融市场全球化是一个发展，它彻底地改变了国际金融市场和国际商业运作的方式。本章研究了全球金融在近年

① 第纳流斯为古罗马共和国最主要的一种银币，最早约铸于公元前211年；至罗马帝国时期降为次要地位——译者注。

② 奥古斯都（公元前63年—公元前14年）为罗马帝国的第一代皇帝——译者注。

③ 同上。

如何变化，突出了这种变化的原因、结果以及发展趋势。

如同已经提出的，国际金融并不是新现象。其起源至少可以追溯到中世纪后期。当时迅速发展的欧洲羊毛贸易和其他跨国企业为金融中介机构提供了经济支持。有效的资源流动以及对已建立的贸易路线的威胁，鼓励了十字军东征。以后，佛罗伦萨的商人和银行家们的财富资助了文艺复兴^①。

最近，也就是在 1984 年至 2000 年这一期间，跨国界的借贷和债券发行量增长了 10 倍；许多资本市场的国际股票交易有了巨大的增长；跨国性质的金融衍生工具（包括货币掉期、金融期权以及金融期货）的种类和交易量也都急剧增加。本章论述了这种加速的原因。

二、国际资本市场的发展及其作用

在过去的半个世纪里，经济一体化的趋势无疑是显而易见的，并可以直接追溯到拿破仑战争结束后的那个年代。从表 1-1 中可以找到这一根据。该表反映了跨越 1820 年至 1997 年的 6 个时期中，每个时期的世界总产量和世界出口量的年平均增长率。在表 1-1 中，只有 1913 年至 1950 年这一时期的出口增长率低于产量增长率，这主要是一些例外的因素（即两次世界大战和 20 世纪 30 年代的大萧条）在起作用。在这 6 个时期中，出口增长率与产量增长率之比这一衡量经济一体化发展速度的指标，在 1870 年以前的半个世纪里达到最高；而 1950 年至 1973 年这一时期的世界出口增长率却高于 1973 年至 1992 年；从那以后则有所上升。

国际资本市场在这种经济一体化中起了主要作用。国际资

^① A·桑普森 (Sampson, A): 《货币借贷者》，科罗内出版公司 1982 年出版。

本市场与国内资本市场一样，具有若干重要的功能^①：第一，引导资源从盈余单位（如家庭、企业及政府机构）流向赤字单位，从而缓解了由于自我融资所造成的约束并提高了投资的效率，促进了消费的增长；第二，提供流动性；第三，分散风险。国际资本市场甚至可以通过从最初的提高违约罚金到最终的信贷限制，或者是强制的汇率调整，帮助“惩罚”违规的借贷者。可以肯定，允许金融资产的跨国交易，将有助于提高资本市场的效率、流动性、风险分散以及惩罚性质。

1820 年至 1997 年世界产量和出口年平均增长率

表 1-1

单位：%

	1820 - 1870	1870 - 1913	1913 - 1950	1950 - 1973	1973 - 1992	1992 - 1997
产量	1. 0	2. 1	1. 9	4. 9	3. 0	3. 7
出口	4. 2	3. 4	1. 3	7. 0	4. 0	8. 1

资料来源：1820 年至 1992 年的统计数字引自麦迪逊（Madison）的《跟踪世界经济》；1992 年至 1993 年的统计数字引自国际货币基金组织《世界经济展望》。表中最后的数字是指世界商品贸易而不是世界出口。

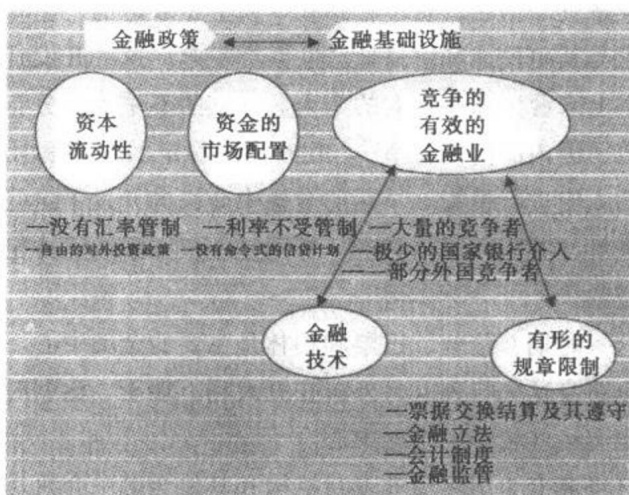
最后，国际资本市场对于一个自由、竞争的金融体制的顺利运行是重要的。一个自由、竞争的金融体制的关键要素如图 1·1 所示：

国际商业银行业始于 13 世纪后期意大利银行在伦敦城开展的业务。伦敦城中心的伦巴第人街（Lombardstreet）^②，被认为是该市银行业的发源地。在英国国王爱德华一世驱逐了犹太人以后，因战争而需要意大利的资金和融资技术。巴蒂（Bar-

① M·戈德斯坦（Goldstein, M）、M·穆萨（Mussa, M）：《世界资本市场的——体化》，国际货币基金组织工作论文 No. 93/95。

② 在伦敦几乎成为金融市场的同义词。该名称系来自伦巴第人，他们是一批意大利银行家和商人，在中世纪从伦巴第来到英国——译者注。

图 1·1 一个自由、竞争的金融体制的构成要素



资料来源：《麦肯锡分析》。

di) 和佩卢奇 (Peruzzi) 这两个集团自愿提供这种支持，并依靠对羊毛出口的征税作为补偿的来源。意大利人的金融中介机构的支持，一直持续到爱德华三世执政后决定依靠国内商人阶层提供所需要的融资为止。爱德华三世执政后立即拒绝对意大利人的债务，从而迅速导致了巴蒂银行和佩卢奇银行的破产^①。

国际借贷经常引发风险。在历史上，只有极少的银行避免了这种圈套。如专门研究梅迪西银行 (Medicibank) 的一位人士认为：“梅迪西银行与其为过剩的现金寻找出路而向王子们

^① M·普雷斯特维泽 (Prestwich, M): 《意大利商人在英国》，原载《现代银行业的诞生》，耶鲁大学出版社 1979 年出版。

提供危险的贷款，倒不如拒绝吸收存款。^①”

在欧洲强国将新大陆开拓为殖民地的时期，国际借贷趋向于开发融资。当时，资本转移在本质上是双边的，它将各个欧洲国家与其殖民地和贸易地区联系在一起。这些开发贷款的资金基本上来源于那些富有的个人。财富的不平等的分布，在当时导致了国内的高储蓄率^②。欧洲相对稳定的经济和社会环境也鼓励人们进行投资。早期的金融中介机构开发了这些过剩资本的来源，并为外国借贷者、特别是主权国家或优秀企业组织直接贷款。

这一时期，伦敦、巴黎和柏林是主要的金融中心。纽约在后期也跻身这一行列。另外，在意大利、瑞士、比利时以及瑞典，也有一些较小的金融中心。

已经演变为国际债券发行机构和其他金融中介机构的欧洲的商人银行，因位于那些一直享有贸易收支盈余的资本富裕国而受益。这些早期的金融中介机构，由于把资本投资从欧洲国家转移到当时的发展中国家以支持其发展，从而履行了一个“再生利用”（recycling）的职能。尤其是俄国、南美洲以及中国的铁路，主要是利用欧洲投资者的债券融资修建的。19世纪末美国工业的迅速扩张，在很大程度上也归因于这种跨国融资^③。

第二次世界大战以后，国际金融市场依然混乱。当时的跨

① R·迪卢弗（de Roover, R）：《梅迪西银行》，纽约大学出版社1948年出版。

② Y·S·帕克（Park, Y·S·）：《欧洲债券市场：功能与结构》，纽约普利格出版公司1974年出版，第1章。

③ 美国经济联合委员会：《经济政策与实践》论文之三：《欧洲资本市场的论述与分析》，美国政府印刷局1964年。