

BUSINESS
ADMINISTRATIVE
CLASSICS

工商管理经典译丛

INTERNATIONAL
FINANCIAL
MARKETS

国际金融市场

(第三版)

THIRD
EDITION

[美] J·奥林·戈莱比 著

J. Ogilvy & Co.



中国人民大学出版社
PRENTICE HALL
出版公司

f-831.5-
G35

BUSINESS ADMINISTRATIVE CLASSICS
INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS
工商管理经典译丛

国际金融市场

(第三版) THIRD EDITION

[美] J·奥林·戈莱比 著

J. Orlin Grabbe

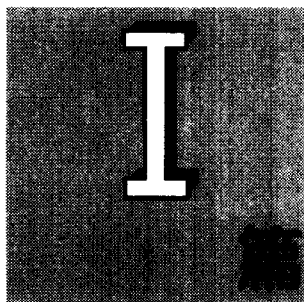
刘曼红 陈雨露 赵锡军 等译



A0927139



中国人民大学出版社
PRENTICE HALL
出版公司



国际金融体系的历史

- 布雷顿森林的升起与降落
- 全球化和金融衍生工具的成长
- 1994 年—1996 年的崩溃及以后



1

布雷顿森林的 升起与降落

- 外汇和黄金价格的固定化
- 冷战，马歇尔计划和欧洲的统一
- 美元的限制和欧洲美元市场的起源
- 黄金政治与特别提款权
- 〈布雷顿森林协议〉的崩溃

凶杀是可以的，你也可以攻击宗教而不受到任何惩罚，但你是在威胁对许多人来说比生命更宝贵的东西……

——富兰克林·D·罗斯福 (Franklin D. Roosevelt) 给约翰·斯坦贝克 (John Steinbeck) 的信，反对后者制造德国假币的主张 (《花卉》，1988)

(尼克松) 对于国际经济事物不是十分感兴趣，正像水门事件的录音所揭示的那样，当海尔德曼 (Haldeman) 进来想告诉他关于意大利里拉，他的反应是：“意大利里拉!”

——翰德瑞克·浩森科尔 (Hendrik Houthakker)，尼克松经济顾问委员会成员

现代国际金融制度始于第二次世界大战结束之时。1945 年，国际市场上还没有很多债券或外汇交易，而欧洲货币市场是 10 年之后才出现的。30 年代的大萧条和随之的战争大大削减了商品交易、货币的国际交换以及跨国信贷。留下的只是对过去制度的记忆以及一种很强的意识：我们可以而且应当做什么才能把这个制度从废墟中挽救下来。大家一致同意，复苏有必要建立新的机构，达成新的政治协议。当然，那时并没有想到在战争中产生的情报技术和电信通讯后来会对国际金融实践产生这样深远的影响。

战后金融制度的重新建立是从《布雷顿森林协议》(Bretton Woods) 开始的。这个协议由同盟国的国际货币金融会议通过，该会议于 1944 年在新罕布什尔州 (New Hampshire) 的布雷顿森林召开，故称布雷顿森林会议。布雷顿是在白山上的一个很小的滑雪村，这个地方很著名，它有世界上最长的爬山火车铁路，还有坐落在总统牧场脚下的巨大的华盛顿山脉宾馆，一个理想的会议环境。1944 年的协议制定了战后制度的主要方针，代表了一种很不一般的、很先进的计划性。仅仅在这以前的一个月，同盟国军队才在 D. 艾森豪威尔 (D. Eisenhower) 将军的率领下在诺曼底建立了滩头阵地，大家还不能十分有把握地预测对德战争的最终结果。

但是，布雷顿森林会议对于战后金融争论的及时性，恐怕还有一个更深刻的原因。在那次会议上，许多人深信通过事先对平时时期的准备，可以避免第一次世界大战所遗留的那些后果。他们认为又一次对德国作战的首要的原因是，虽然协约国赢了第一次大战，但它们没有维护好和平，这种管理上的失误是由于几个强国之间的无休争论。这几大强国受当时的政治情绪影响，在 1919 年和平谈判的经济条款中缺乏预见性。布雷顿森林会议就是试图在反希特勒战争之后，避免重犯同样的错误。

美国人与英国人之间的竞争是提前计划的另一个原因。虽然有 44 个国家签署了《布雷顿森林协议》，但那些条款基本上是美国和英国两个国家之间协商的，这两个国家都试图说服其他国家采取自己的对于战后货币制度的看法。这次协商中的两个主要人物是代表美国的海利·D·怀特 (Harry D. White) 和代表英国的约翰·M·凯恩斯 (John M. Keynes)。

导致《布雷顿森林协议》的一系列事件是从 1940 年开始的。德国宣传机构散布一种新秩序：在德国的领导下，未来的世界将按照纳粹主义的设想，从经济上和金融上组织起来。这种宣传可能有两方面的意义：其一，通过首先提出这一方案，可以使人们按照你的思路想问题，你组织辩论结构；其二，这个

计划暗示德国确信它一定能打赢这场战争，它甚至为战后的阶段作出了设想。这种信心可以邀请中立的第三者站到胜利者这边来。1940年11月，英国情报信息部要求约翰·M·凯恩斯，英国著名的经济学家，准备一份反德国宣传的广播演说，这使得凯恩斯对战后金融问题进行了深入的思考。除了当时的宣传需要以外[温斯顿·丘吉尔(Winston Churchill)说过：“在战争时代，真理是那么珍贵，以至于它需要用谎言作卫兵”]，凯恩斯和英国政府官员们都下了决心，无论他们作出什么计划，他们都绝不能重复第一次世界大战结束时《凡尔赛条约》(the Treaty of Versailles)的那种错误。

事实上，凯恩斯第一次成名是1919年他的国际畅销书《和平的经济后果》。作为处理德国赔偿问题的最高经济会议的英帝国正式代表，凯恩斯曾经因为抗议而辞职，并写了一本书说明他为什么这样做。他认为协约国最主要的政策目标应当是中央欧洲的稳定，而不是德国不能支付的赔偿问题。随着奥匈帝国的崩溃，欧洲处于一种危险而混乱的政治局面，他提出，《凡尔赛条约》的条款会加重这种危险，会受到一些极端因素的玩弄。

战争时期，战利品按传统归胜利国。这个原则的现代解释意味着失败国要补偿战胜国在战争中的经济费用，这种偿还叫做战争赔偿。例如1870年—1871年的法普战争后，德国曾经要求法国作战争赔偿。同样，《凡尔赛条约》231条款（于1919年6月28日签订）指责德国和它的同伙是侵略者，并要求其负责承担协约国的全部战争损失。但至少对于凯恩斯来说，有一点是很明显的：现在国际间相互依赖程度之深，从战胜国本身的利益出发，没有必要要求失败国以黄金和物品来作战争赔偿。他提出不祥的警告：“迦太基式的和平已经实际上不正确，也不可能。没有强有力的欧洲结构，没有放松对人和精神的束缚，要恢复到1870年那种中央欧洲是不可能的……你将被压倒，连同你的保证、你的制度和你现存的社会秩序。”

不管是不是凯恩斯提出的这些原因，还是其他原因，事情的发展并没有像1919年凡尔赛和平会议大多数成员预期的那样，到1940年，英国和美国财政官员们一致把《凡尔赛条约》看成是管理上的失败。在德国，条约签订后随之而来的1920年—1923年的恶性通货膨胀，以它的温和的政治影响，有效地破坏了德国中产阶级的力量：中产阶级的储蓄大都是金融资产，而这些储蓄的价值被通货膨胀摧毁了。通货膨胀的程度可以通过马克的外汇价值看出来。在1919年战争结束时，14马克就可以兑换1美元。而在1923年11月20日通货膨胀结束时，4万亿马克才能兑换1美元（同日，德国中央银行行长死于心脏病，这引起了一个有意思的因果问题）。希特勒著名的慕尼黑啤酒厅政治叛乱就发生在通货膨胀高潮的1923年11月。后来，纳粹党徒才能有效地挑起群众反对条约的情绪。绝非是希特勒崇拜者的奥斯瓦德·斯潘格勒(Oswald Spengler)表示了相同的观点，他写道：

虽然1914年的战争是英国打的，不代表法国或比利时，但它是为了在一个周末销毁德国，如果可能的话，永远地去掉德国这个经济竞争对手。1916年，与军事战争并列的是一个系统的经济战争，后者发动之日正是前者不可避免的结束之时。《凡尔赛条约》并不是为了创立和平，而是为了组织力量，使其在任何时候都可以确保新的需求和标准。因此，殖民地的接交，商人的逃亡，银行券、财产和专利在所有国家的被夺取，上

西里西亚和萨尔峡谷等工业区的被占领，共和国的成立等等，这是正确的预期之中的。工业将被工会所破坏。最后是战争赔偿，至少英国并不是想要补偿战争损失，而是为了给德国工业一个永久的负担直到它的崩溃（斯潘格勒，1934年）。

1941年，凯恩斯作为丘吉尔的代表，并作为国库总管来到华盛顿商定美国向英国提供的租借法案援助的条款。得到这300亿美元的援助的条件之一是英国必须支持美国所期望的那种战后秩序。当时英国没有多大讨价还价的力量，它的确向美国所期望的目标作了努力。英国不愿意放弃英镑作为外汇储备的地位。它们（美国也是这样）认为汇率自然应当是固定的。在这种情况下，它们假定英国对美国的进口会长期地大于它对美国的出口，并认为这个事实以及英国的充分就业目的会要求各种各样的进口管制、以物易物的交易安排和资本控制。凯恩斯事实上拥护黑尔马·肖特，那位德国金融大师的做法。肖特曾经控制住了德国的恶性通货膨胀，后来他作为希特勒的经济部长曾推行过以物易物，不需要货币的直接交易。

美国这一边，财政部长亨利·莫根特奥（Henry Morgenthau）于1941年12月把设想未来国际货币体系的任务交给了海利·D·怀特。怀特的观点早在1934年他在财政部为杰可勃（Jacob）作的一项研究中就有所记录。这个研究强调固定汇率、国际合作、黄金结算作为国际金融制度的基础。怀特给莫根特奥的报告作了相似的提案，形成《布雷顿森林协议》的基本要素。怀特的报告还建议成立同盟国内部（后来成为联合国）的稳定基金来稳定汇率，取消外汇管制，并建立同盟国内部的银行来为经济复兴提供资本。这两个建议后来形成了今天的国际货币基金（IMF）和国际复兴开发银行（世界银行）。

其他美国官员的观点也为布雷顿森林协议定了调子。国务卿卡戴尔·豪尔（Cordell Hall）相信两次世界大战的根本原因是经济歧视和贸易战，特别是纳粹德国的贸易和外汇管制（双边协议）以及英国实行的帝国优先制度（给予英联邦现在的及过去的成员国以特殊贸易资格）。1939年，美国国务院的一份内部文件甚至提出一项建议，把与德国建立贸易协议作为避免战争的手段。总之，美国人想要建立一个能够使贸易扩展的战后体制。维廉姆·科雷顿，国务院经济事务助理国务卿指出：“我们需要市场，很大的市场，能够做买卖的世界市场。”这种自由贸易的想法最终导致了1947年的关税和贸易总协定（GATT）。根据这一协定，成员国一致同意不给予任何一个成员国任何特殊贸易资格。对于外汇管制的关注被写入了国际货币基金的协议条款中，成员国要保证取消所有类似的管制。

（美国）国务院内部盛行的观点是，美国应当从历史上孤立的状态中摆脱出来，并在去除了权利政治的世界新秩序之中充当一个领导的角色。正如海利·D·怀特所说，“预期在战后初期，世界将瞩目以前和平时期从未有过的那种胜利的同盟国（包括苏联）之间的国际政治关系的统一与和谐。我们期望世界将迅速发展成为一个世界……据我所知，那些年，没有一个有影响的人物认为国际关系会恶化。”国际组织如国际货币基金和世界银行，在美国主动参与下，是向统一世界这个方向发展的一个步骤。

最后，一种很强的反银行的观点使得财政部长莫根特奥表示支持新的国际金融机构。在布雷顿森林会议上，他预言，国际货币基金和世界银行的建立

将“把那些高利贷者从国际金融的金殿赶出去”。莫根特奥的观点和美国私营部门的看法是不一致的，后者并不是那么反对高利贷者，而是把这些未来的金融机构看成是暗中资助债务国的机制。

从《布雷顿森林协议》演化而来的战后金融制度对于我们的目的来说，如下几点是十分重要的。

1. 一个新的机构，国际货币基金组织将在华盛顿成立。它的目的是借钱给任何一个外汇紧张的成员国。这一贷款不是自动的，而是取决于成员国的政策是否与协议中的经济政策相一致，这反映了国际货币基金组织推行自己政策的决心。

2. 美元（事实上，包括英镑）作为储备货币，其他国家的外汇储备应当以美元或英镑为主。

3. 每个成员国将给本国的货币定一个平价，并使自己的货币汇率保持在平价的1%以内。在实践中，由于主要的储备货币是美元，其他国家要把自己的货币与美元挂钩，一旦恢复了可兑换性，就通过买卖美元来保证市场汇率维持在平价的1%之内。同时，美国同意分别从外国官方金融机构以35美元1盎司（1.23美元1克——本书括号内的美元克单位为编者注。下同）买入或卖出黄金作为国际金融业务的结算。这样，美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩，并以自己平价为基础的价格间接与黄金挂钩。

4. 基金成员国只有经过基金的许可，而且只有在这个国家的收支平衡“根本上失衡”的情况下，才能改变自己的平价。对于什么是“根本上失衡”并没有明确说明，但每一个国家懂得改变平价不能作为调解经济平衡的办法。

5. 在战后过渡时期过去以后，各国货币具有可兑换性。就是说，任何一个不是律师的人都可以自由买卖外汇。限制将被取消，最好从根本上去除掉。所以，为了使市场汇率维持在平价的1%上下，各中央银行和外汇机构要建立一笔美元储备，用以干预外汇市场。

6. 基金通过“认缴额”得到黄金或货币用以贷出。就是说，各国必须向国际货币基金组织支付黄金或货币（认缴额）才能成为成员国。认缴额的定额按成员国的大小和资源来决定。定额的支付一般是25%的黄金，75%的本国货币。那些定额大的国家支付得更多，但对基金作决定时的投票权也更大。

外汇和黄金价格的固定化

《布雷顿森林协议》要求成员国固定汇率，或更确切地说，使汇率维持在平价的1%上下浮动。把一个东西（外汇价值）的价格固定意味着什么？如果只能与官方机构交易（假定货币是不能兑换的），那么固定价格还比较容易。中央银行或外汇管制机构只管说价格是S，假定S是1美元兑换4德国马克，没有人可以提出不同的价格。如果你想以马克兑换美元，你只能和中央银行打交道，你只能按照中央银行的价格交易。事实上，中央银行甚至可以拒绝和你交易，它还能声称外汇价格是固定的。但是，如果允许自由交易，固定价格是很不容易的。要固定价格只能通过改变对那个资产的供给或需求。例如，你想

把黄金价格固定在 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）上，就只能在市场上有过多需求时，愿意并有能力无限地向市场供给黄金，使黄金价格维持在 35 美元 1 盎司上（1.23 美元 1 克）；或在市场供给过多时，无限地从市场上买回黄金，使黄金价格稳定在 35 美元 1 盎司水平（1.23 美元 1 克）上不变。

要使黄金价格固定需要两个条件：大量的黄金储备用以在黄金市场价格上升时增大市场供给；大量的美元储备用以在黄金市场价格下降时购买黄金，增大市场需求。如果中央银行想使本国货币与另一个国家的货币挂钩，也同样需要这样两个条件。例如，如果德国中央银行想要使汇率固定在 4 马克等于 1 美元上，它必须要有大量的美元储备和大量的德国马克储备。德国马克是不成问题的——中央银行需要时总是可以创造马克的。但对德国中央银行来说，大量的美元储备是个问题。如果存在美元需求过剩，也许在固定汇率时美元太便宜了（中央银行以 4 马克的价格出售美元，而市场价格应当是 5 马克），中央银行可能会用完了美元，将无法再维持固定比率。在这个例子中美元是德国中央银行的储备货币，所以我们可以这样总结以上例子：如果中央银行或外汇管制机构所规定的汇率低估了外币的价值——也就是说，高估了本国货币的价值——中央银行将失去储备货币；相反，如果固定汇率高估了外国货币，中央银行就会获得储备货币。

如果一家中央银行正在流失储备货币，那么在中央银行固定的汇率上存在着对外币的过剩需求（本国货币的过剩供给），在这种情况下，这个国家处于国际收支逆差。如果一家中央银行正在流入储备货币，在中央银行固定的汇率上存在着外币的过剩供给（本国货币的过剩需求），在这种情况下，这个国家处于国际收支顺差。

我们将在第 21 章进一步展开国际收支平衡的概念。但从上面的叙述中应当很明显地看出，如果中央银行没有实行固定汇率，没有影响本国货币市场价值的企图，国际收支应当既没有顺差，也没有逆差，当然利用会计技巧除外。这种情况的出现是因为有创造性的会计们总能任意创造出一些顺差或逆差，但这种创造的逆差或顺差除了政治消遣以外并没有什么重要性。

作为《布雷顿森林协议》的一个附加条件，美国同意和其他国家官方以 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）的固定价格交易黄金。从某种意义上来说，这是一种要固定黄金市场价格的许诺，因为如果私人市场的黄金价格不同于官方市场价格——例如私人市场价格是 37 美元 1 盎司（1.31 美元 1 克）——那么外国中央银行就有可能以 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）的价格从美国买入黄金，再以 37 美元 1 盎司（1.31 美元 1 克）的价格卖到私人市场。因此，从原则上说，美国的许诺需要大量的黄金储备。无论什么时候，只要私人市场价格高于 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）时，美国就要出售黄金。黄金在美国是很多的，1945 年战争结束时，美国占有世界黄金总储备量的 60%。

美国要固定黄金价格的承诺还有其他意义。假定黄金在任何时候都可以交换等量的真实商品，小麦、钢、香蕉，在这种情况下，黄金的价格就等于购买力。你总可以以 1 克黄金交换事先确定的一篮子其他商品。美国以 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）买卖黄金的承诺意味着美元的购买力必须保持在一个不变的水平上；美国不能有通货膨胀。此外，如果其他国家不改变其货币以美元表示的平价，它们的货币也会具备固定的购买力，这些国家中也就没有通货

膨胀。

当然，实际生活不会完全像理论所描绘的一样。对于小麦、钢和香蕉来说，黄金的相对价格会发生变动，这要取决于这些商品市场上的相对供给与需求的情况。因此，黄金价格最多也不过是近似的购买力。此外，围绕汇率平价1%上下浮动的界限也将允许其他国家货币的黄金价值变动。最后，在“根本上失衡”的情况下，一个国家也被允许随时变动其汇率平价，这样也会改变这个国家货币的黄金价值。

然而，即使我们承认所有这些修正，我们仍然可以总结如下：如果坚持下去，《布雷顿森林协议》会排除成员国的持续性的通货膨胀。其他国家的货币要与美元挂钩，而美元与黄金挂钩。另外，如果放弃美元与黄金挂钩这一要求，只留下其他国家汇率平价与美元挂钩这一要求，意义就不一样了。如果没有美元和黄金的挂钩，那就是说，从长期来看，美国和其他国家必然具有同样的通货膨胀率，或通货紧缩率（细节请看第20章和第22章）。



冷战，马歇尔计划和欧洲的统一

《布雷顿森林协议》要求成员国尽快使自己的货币恢复兑换性，并认为外汇的自由交易可以立即展开。没有政府的管制或制裁的威胁，外汇市场可以自动地通过买卖双方自愿结合而形成。（尽管控制，某些外汇交易总是要发生的。这些交易被政府定义为非法的，是黑市交易或平行市场交易。只要政府外汇管制或其他管制制造了外汇官价和市场价值之间的差异，平行市场就会存在。最近几十年，在拉丁美洲、东欧和中东的某些国家普遍存在着平行市场。）

然而，大多数国家在战后还不愿意让自己的货币自由交换。如果国民被允许自由进行外汇交易，他们就会按自己的意愿去做，但政府想优先进入外汇交易，这样它就能按照它自己的意愿去支出：进口食品；进口重建所需要的材料；购买军事器材；或奖励那些在政治上支持政府的公司。此外，许多国家对于汇率应当是什么样都事先有一个构想。早在1925年，英国已经建立了汇率：1英镑等于4.86美元，这是战争以前的汇率，所以有“英镑可以直视美元”之说（意思是，英国政府官员可以直视美国政府官员，假设1925年的世界和1910年的世界没有什么不同），并且，40年代战争刚刚结束时，如果一个国家允许自由外汇交易，这个国家的政府就要或者建立一个代表市场均衡的货币平价；或者为了维持人为的价格而不断地进行干预。

当各国政府按《布雷顿森林协议》计划开始恢复兑换性时，他们需要美元供给从而对外汇进行干预。他们感到这里少了一个关键因素：缺乏用以干预外汇市场的美元储备。正如后来是美国经济顾问委员会成员的翰德瑞克·浩森科尔所说：“除非每个玩的人手里至少有几张牌，否则就无法玩扑克。”冷战将最终保证欧洲国家有足够的美元牌用以玩干预的游戏。

美国国会只是很勉强地同意支付给新的国际货币基金美国资金份额，私营部门对于美国增大的国际角色持有很大的怀疑态度。但是，随着战后前苏联和其他反纳粹德国的同盟国——美国、英国、法国——之间关系的紧张化，美国

国内传统的孤立政策开始走下坡路。在美国，对外政策的主题变成了停止共产主义的国际传播。这种政策的最早表示就是国务卿马歇尔（Marshall）在 1947 年哈佛大学毕业典礼上提出的欧洲复兴计划（马歇尔计划）。它的目的是给欧洲经济提供资本使其复兴，并在军事上成为美国反苏的同盟。欧洲经济合作组织（OEEC）后来成为欧洲经济合作与发展组织（OECD），它被建立起来以管理马歇尔援助。（马歇尔计划的重要经济学家之一，理查德·比赛尔（Richard Bissell），后来成为中央情报局 CIA 的执行主任，并是失败的猪湾入侵行动的策划人。）前苏联为了对付这个组织，成立了东欧的类似组织，经济互助委员会（COMECON）。

冷战的最初阶段是与被占领的德国的货币改革相联系的。1945 年，美国军队把美国印刷的德国马克带入德国占领地。前苏联也有了德国货币印刷模具，在短短的几星期内，用印刷出来的上百万的德国马克把价值百万美元的商品从美国 and 英国占领地上运走了。前苏联印刷的纸币后来不被西方占领地所接受。西方也停止了以德国马克来支付部队。在德国，香烟事实上成了支付手段和价值储藏手段——幸击牌香烟价格曾高达 2 300 美元一箱。以鸟狗行动为名义设计的货币改革要以新的德国马克（DM）代替旧马克，新马克是在华盛顿印刷的，兑换率为 1 000 旧马克等于 64 新马克（DM）。新货币将是德国西方占领地的法币，它的供给将在前苏联控制之外。前苏联把这个看成是美国企图建立一个反苏的西德政府的整个计划中的一部分。新货币开始在西柏林流通的那天，前苏联对该城市作了军事封锁。

随着 1948 年柏林的封锁，1949 年中国毛泽东领导的共产主义革命的成功，1950 年朝鲜战争的爆发，美国国会以及美国国家的情绪发生了变化，它们开始支持从美国到西欧的真正的金融转移。

最初，欧洲的对外交易是通过一组核算账户进行的。在欧洲支付协会的安排下，成员国要保留与所有其他成员国支付的赤字和盈余的记录。一个成员国对其他所有成员国每月总的净盈余或净赤字就是它在协会的盈余或赤字。每月月末，每个成员国以美元、黄金或信用与协会结算头寸。信用是没有以美元或黄金结算的数额，并只能累积到一定的限度。每月各国盈余和赤字的计算以固定汇率进行。这样，成员国可以维持布雷顿森林协议货币平价的神话。

整个 50 年代，那些从未感到有足够美元储备的欧洲政府们时常提到“美元短缺”。从一种意义上说来，事实上不存在美元短缺，因为在一定的固定汇率上总是可以换到美元的，虽然这个汇率不一定是他们愿意支付的汇率。更好些的术语应当是“资本短缺”，因为资本的确是问题的实质。对美元的需求就是对进口的需求，对重建欧洲工业基地的物资材料的需求。硬货币，如美元或加元可以用来在世界上任何地方购买这些物资，而（由于外汇管制和其他限制）所谓的软货币则必须在所挣得的国家使用。通过马歇尔援助计划，资本短缺问题缓和了一些了，这使欧洲国家有可能积累一些外汇储备。虽然马歇尔援助计划只占欧洲国民生产总值（GNP）的 4%，但是它提供了欧洲硬货币收入的 40%。

除了提供援助，美国还鼓励欧洲国家在它们内部自由交易。官方支持像蒙妮·蒙内特（Jean Monnet）、罗勃特·舒曼（Robert Shuman）这些人的想法，他们想建立一个统一的欧洲，并使德国和法国紧紧地联系起来，以至于两国之间再不可能发生战争。“如果（欧洲）各国仍然在特权政治和经济保护主义的

国家主权基础上建设他们自己，欧洲就不可能有真正的和平。”蒙内特 1943 年写道。以蒙内特为领导的欧洲煤矿和钢铁联盟于 1952 年建立，而欧洲经济共同体（EEC，又称为共同市场）于 1958 年开始活动。共同市场的目标是建立一个自由贸易区，成员国之间劳动力和资本可以自由流动。但是，它也设立了用以对付世界其他国家的关税关卡。这个经济组织的政治动机可以用欧洲经济共同体主席的话来说明：“我们根本不是做生意，我们是在从事政治。”

美国鼓励欧洲国家在美元流通地区扩大出口，并以一部分出口收入作为美元外汇储备，即使它们保持对美国商品的限制，它们也应这样做。结果，从 1949 年末到 1959 年末，美国对外国货币当局的负债从 31 亿美元增加到 101 亿美元。到了 50 年代末期，欧洲国家认为它们已经有了足够的美元储备，它们既可以自己的货币交易，又可以维持它们所选择的货币平价。1958 年末，欧洲各主要货币都恢复了经常项目可兑换性。经常项目可兑换性是说外汇可以自由买卖，只要它是与商品和服务的国际贸易相关的。但是如果用来购买外国金融资产或作股权投资，使用外汇仍然限制（外汇的自由买卖用于后一个目的就叫做资本账户可兑换性）。日元直到 1964 年才恢复经常项目的可兑换性（第 2 章将讨论日本的情况）。

就这样，大约在《布雷顿森林协议》15 年后，外汇市场再次在西方世界运行了。

美元的限制和欧洲美元市场的起源

欧洲货币的可兑换性恢复后，人们发现美元短缺已经不存在了。货币平价基本上与市场均衡价格相符。但是美元的德国马克价格标得太高。高估了美元的价值，低估了德国马克的价值，因此，德意志联邦银行——德国中央银行——继续积累美元（德国继续出现国际收支盈余）。

由于美元短缺已经不再是一个问题，欧洲国家开始把外国官方手中的美元加在一起，与美国黄金供给相对比。他们开始明白美国已经不能维持布雷顿森林协议的以每盎司 35 美元（1.23 美元 1 克）的价格兑换黄金。到了 1960 年，外国的美元总额已经在价值上超过了以 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）定价的美国黄金存储量的总价值。如果所有外国官方手里的美元同时向美国兑换黄金的话，美国的黄金就不够了。美国或者不得不躲开美元持有人或者提高黄金的美元价格（提高黄金的美元价格就是美元的贬值）。

美元换取黄金的权力差不多等于从支票存款账户中取现金的权利。任何一个人都有权利把他或她的支票存款上的钱转换成现金。但是如果每一个人都同时行使这个权利，银行的现金早晚会取光，因为银行金库里的现金总量比它的存款负债总额要小得多。现在，从某种意义上说，美国能不能把美元兑换成黄金并没有多大经济差别。只要美元的购买力保持不变，持有美元的人就不会有什么经济损失，他们若愿意总是可以到私市买黄金。此外，即使美元贬值，只要官方美元储备可以用一笔利息来补偿美元贬值的损失，并使他们得到不错的真实收益，他们也不会因为持有美元而抱怨。

但还有理解上的问题。第一，如果私市上的黄金有高于 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克）的趋势，这也许是因为通货膨胀，一般商品价格——包括黄金的价格都会上升。也许是因为相对其他商品，黄金的价值有所上升。如果是因为通货膨胀，那么，像德国这样的国家就不会喜欢。德国会说《布雷顿森林协议》是美国想要稳定价格的协议（对 20 年代恶性通货膨胀的记忆使德国人有一种强烈的反通货膨胀的立场）。如果美国发生了通货膨胀，那么，由于马克与美元挂钩，德国也会发生通货膨胀。第二，如果黄金的市场价格高于 35 美元 1 盎司（1.23 美元 1 克），不管是通货膨胀，还是黄金价格的相对上升，就是美元储备的官方持有人也会以美元兑换黄金，一旦黄金的官方价格有变化，他们可以获得资本增值。最后，我们将看到，法国总统戴高乐曾从原则上对黄金问题大做文章。

美国政府把这种缺乏以每盎司 35 美元（1.23 美元 1 克）兑换黄金的能力看成是政治问题。美国开始担心私市上黄金的价格（下一段将讨论），并重新考虑美国国际收支平衡的统计方法。美国对外国官方机构负债的增长——可以兑换黄金的义务的增长——反映为美国国际收支平衡上的赤字，而这些赤字正是欧洲的盈余。美国总统肯尼迪曾说他只害怕两件事：核战争和国际收支平衡逆差。核战争会把一个人的资产一扫而光。在德国和法国抱怨的条件下，国际收支平衡逆差会成为政治家攻击（美国）政府经济管理不佳的工具，会成为肯尼迪政府计划建立大西洋反苏联联盟的障碍。

解决美国国际收支平衡逆差的一个办法是允许其他主要货币相对于美元升值。这样做可以减少这些货币的需求，也就是说，可以减少对外国人的美元供给。但很多人认为作为中心储备货币，美元不应对其他货币普遍贬值（也就是对黄金贬值）。他们认为，美元应当是一个没有风险的资产。另一种解决的办法是什么也不做，因为好像看不出是否真正存在问题。外国官方机构所积累的美元毕竟是自愿的。如果它们愿意继续增加它们的美元储备，为了供给这种储备，美国就会出现赤字，但这一事实同样被忽略了。相反，对于赤字的顾虑导致了约翰·肯尼迪总统和林顿·约翰逊总统的一系列的信贷限制和资本控制。

到了 1963 年 7 月 18 日，肯尼迪提出对美国人购买外国证券征收利息平衡税（IET）。这种税收增加了到纽约扬基债券市场发行债券的外国借款人的费用。发行人就得提高证券息票以补偿证券购买人支付美国政府税收的损失。设立这个税收的天真的想法是使美元不再落入外国人的手，外国人就不会要求以美元兑换黄金。（这种税是发行美元面值欧洲证券的一个原因。这种证券会在全世界发行，在外国资本市场出售并可以免税，见 12 章。）1965 年 2 月，美国银行和其他金融机构发放给外国人的 1 年～3 年的贷款也开始征收利息平衡税。

1965 年 2 月，美国制定了自愿信贷控制计划（FCRP）（自愿是指政府不会干涉银行的贷款行为，只要银行遵守自愿信贷控制计划条款）。这个计划规定美国银行对进行对外直接投资的美国跨国公司设立定额即最高额。1968 年 1 月 1 日起，这些控制由法律强制实施。这一套控制会诱导公司向没有定额的资金来源借款。

利息平衡税和自愿信贷控制计划的作用是给予慢慢形成的新的国际金融市场——欧洲美元市场的发展以强大的推动力。为了搞清楚这里究竟发生了什么，我们最好稍稍偏离历史顺序，欧洲美元的现在的定义是“在美国以外的以

美元为面值的银行存款，或是在美国的有国际银行便利的美元存款”（国际银行便利在 60 年代还不存在，它们是在 1981 年 12 月才创立的，我们将在第 8 章讲述）。典型的欧洲美元存款是 30 天～60 天的定期存款。确定一种存款是欧洲存款主要根据存款银行所在地，而不是银行或资金的所有权。例如，如果一家美国公司在美国银行开曼群岛分行存入美元，这笔存款就是一笔欧洲美元存款，因为这是在美国以外的银行的存款。这和开曼群岛银行是不是美国银行无关，也和存款人是外国人还是美国人无关。如果一家德国公司在纽约银行有存款，这存款不是欧洲美元存款，因为这家银行没有设立在美国以外。

同样，欧洲货币是存在银行的外国面值货币，这家银行必须是设置在存款货币的法币发行国家以外。例如，马克面值的货币在卢森堡的一家银行的存款是欧洲马克存款。到 1990 年为止，有 15 种货币在伦敦定期交易。美元占欧洲市场负债总额的 60%，马克占 14%。

欧洲美元是这样产生的。假定一家美国公司把 100 万美元从一家美国国内银行转到一家欧洲银行。后者可能是一家美国银行在伦敦或在拿骚的分行，也可能是一家外国银行。这家公司从美国银行电汇资金到欧洲银行。而欧洲银行就拥有了美国银行的存款。这样，这家公司就有了欧洲银行的定期存款。这 100 万美元在这两个银行的账户上这样走账：

美国国内银行		欧洲银行	
资产	负债	资产	负债
	- \$ 1 000 000	+ \$ 1 000 000	\$ 1 000 000
	美国公司存款	美国国内银行	美国公司
	+ \$ 1 000 000	存款	存款
	欧洲银行存款		

这笔转账并没有使美国国内银行的美元负债发生任何变化。唯一改变的是这 100 万美元的拥有权已经从美国公司转到欧洲银行。这家公司可能要求欧洲银行支付更高的利息以转入存款。反过来，欧洲银行也只能通过把美国银行的这笔存款以更高的利息贷出去才能支付高存款利息，并获得一定利润。同时，不管负债于美国公司还是欧洲银行，对于美国国内银行来说并没有多大差别，当然从某种意义上来说，存款人不同会存在法律要求上的区别（例如，要求准备金可能不一样）。1969 年 5 月以前，如果存款者是美国银行的外国分行，就不存在准备金要求。

如果欧洲银行现在对 Z 方发放了 100 万美元的贷款，Z 方可能是另一家欧洲银行，或是一个公司客户，账户上会发生如下变化：

美国银行		欧洲银行		Z 方	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
	- \$ 1 000 000	- \$ 1 000 000		+ \$ 1 000 000	+ \$ 1 000 000
	欧洲银行	在美国银行		在美国	对欧洲银行
	存款	存款		银行的存款	债务
	+ \$ 1 000 000	+ \$ 1 000 000			
	Z 方存款	给 Z 方的贷款			

事实上，欧洲银行的贷款是这样做的：它用一张支票从自己在美国银行的账户上提出一笔款，再贷出去。最终结果是这 100 万美元又存入了美国银行，只不过换了一个所有人，但美国银行的负债没有变化。

欧洲银行获得在商业银行活期存款的所有权并把这些存款贷放出去。美国银行的负债是否为欧洲信贷活动所影响取决于准备金要求的结构。如果所有美国银行的存款（或类似的）负债都按照统一的准备金要求对待，那么欧洲银行的活动就不会影响美国国内银行的负债总额。但是，如果外国分支银行准备金要求较小，外国分支银行在美国国内银行的存款份额的增大将释放一些准备金，在贷款需求过剩的条件下，它还将扩大美国国内银行负债总额。

现在回到我们的主题来，在欧洲货币普遍恢复兑换性前不久，出现了欧洲美元市场。这个市场是这么产生的：国际金融实践已经使得英镑和美元一样成为储备货币。在 50 年代，英镑平价是 1 英镑等于 2.80 美元。1956 年，苏伊士危机中埃及总统纳赛尔提出运河国有化引起英、法、以联合对埃及的攻击。结果，英镑持有人开始抛弃英镑以换美元。英格兰银行很难维持 1 英镑等于 2.772 美元的市场价格，即 1% 下限。美国联邦储备自己也抛售英镑，为了对英国施加压力，迫使它从埃及撤退，美国还阻止英国从国际货币基金组织借款。英镑危机的后果之一是英格兰银行禁止英镑对外贷款，其用意是，如果外国人手里没有英镑，他们就不会以英镑兑换美元，对汇率施加压力。

但是，有一些金融机构，像伦敦海外银行与商人银行，是部分地依靠国际英镑信贷交易为生的。例如，印度与尼日利亚之间的交易一般是以英镑计值的，而不是以这两个国家的货币计值的。这些伦敦机构或者关门或者找到其他办法以提供国际贸易信贷。它们解决的办法是开辟一个美元市场。通过有竞争力的存款利息，它们可以获得美元以提供美元贷款（英格兰银行的禁令一点也没有提到美元问题）。一个国家的金融机构可以开辟以另一个国家货币来计值的存款市场，这个想法是那么奇怪，只有像商人银行这样的机构才会想得出来。在早期，这个市场被称为商人银行市场。当《金融时报》的一个记者保罗·恩滋格发现了这个市场的存在时，他被要求不要报道有关这个市场的情况。

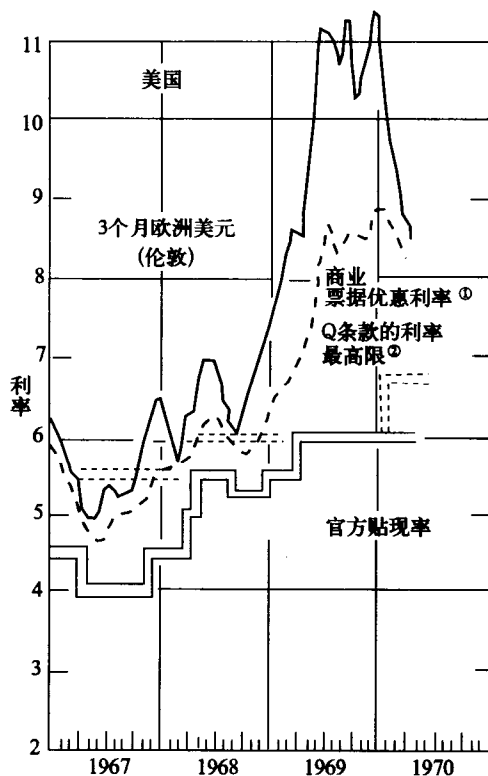
欧洲美元市场后来成为一个颇为壮观的金融发明，像其他成功的金融发明一样，各种各样的人后来都声称是第一个想到这点的。这个新市场之所以“新”是因为它的存款和贷款都以外国货币计值。银行提供外国存款这一简单事实并不新鲜：维也纳和柏林的银行在第二次世界大战以前就常常这样做。后来，50 年代初期，当欧洲货币还不可以兑换，意大利银行获取一些美元存款，以贷放给地方工商界。但是这种办法只是被看作权宜之计，不能长久。在冷战初期，前苏联开始害怕它在纽约的美元存款被冻结，就把这些存款转入前苏联控制的银行，如伦敦的莫斯科那罗德尼银行和巴黎的度瑞得商业银行，它认为美国不会冻结英国或法国银行的存款。这些银行就给前苏联开办美元存款。虽然这种做法后来造成了前苏联创造欧洲美元市场的谣言，但是一直到 1957 年商人银行市场出现以前，这两家银行只有美元存款，并没有美元贷款行为。

不难相信，没有官方管理控制的人为的帮助，一个美元专业市场也可能在伦敦出现。例如，英国银行可能掌握大英帝国内部交易信贷的一些专业知识而纽约并不掌握这些，英国银行会享有以美元贷款的相对优越性，尽管它们不得不在纽约存入或贷出美元。不过，历史事实很清楚地说明了官方的管理控制在

推进这一市场的飞速成长中起了巨大的作用。

第一，供给方面的限制妨碍了一些人从纽约借贷美元的能力。利息平衡税和外国信贷管制提高了利息费用，限制了银行贷给外国人或美国公司对外投资的额度。因此，美元借款没有了其他的选择，只能转向欧洲美元市场。

第二，需求方面的限制减小了纽约作为人们存贷美元的地点的吸引力，特别是，联邦储备的 Q 条款对美国银行存款规定了利息最高限额。当然，这个最高限额有时是用不上的（如果市场利息率低于最高限额）。但是，如图 1—1 所示，1966 年以及 1968 年—1969 年，市场利息率都高于 Q 条款规定的利息最高限额，在后一种情况下，欧洲美元的利息要高出 500 个基点。



资料来源：国际清算银行年报，1970 年。

① 4 个月~6 个月。

② 90 天~179 天存款。

图 1—1 短期利率与 Q 条款的利率最高限

1966 年，当市场利息率高于 Q 条款的最高限额时，货币中心银行曾经历了脱媒现象：钱从定期存款中提出去，转入国库券和商业票据，这些资产是不受美元利息最高限额控制的。拥有欧洲分行的银行能更好地维持它们的存款基础，因为欧洲分行能支付市场利息率，吸收存款后，再把资金贷给银行总部。随着 1968 年—1969 年脱媒现象的重复出现，许多银行想建立欧洲分行作为解决资金问题的临时渠道。但是，在伦敦建立分行最低资本投资额是 50 万美元，很多银行不能满足这个要求。联邦储备管理条款上的变化使它们能够在加勒比海建立空壳分行。虽然从法律上它们是在外国建立分行，但它们事实上只是在纽约设有另一套账簿。例如，一个纽约大银行在开曼群岛的分行，不过是一个