

經濟學名著翻譯叢書第一七二種

國際交易之貨幣

—兌換通貨體制—

Ronald I. McKinnon 著

徐 義 雄 譯

臺灣銀行經濟研究室編印

國際交易之貨幣

—兌換通貨體制—

Money In International Exchange

The Convertible Currency System

Ronald I. Mckinnon

徐 義 雄 譯

經濟學名著翻譯叢書第一七二種

國際交易之貨幣

— 兌換通貨體制 —

中華民國七十五年五月出版

- | | |
|-----|----------------------------|
| 原著者 | Ronald I. McKinnon |
| 翻譯者 | 徐義雄 |
| 編印者 | 臺灣銀行經濟研究室
臺北市重慶南路一段120號 |
| 發行者 | 臺灣銀行
臺北市重慶南路一段120號 |
| 經售者 | 中央文物供應社
臺北市重慶南路一段106號 |
| | 中華書局
臺北市重慶南路一段九十四號 |
| 印刷者 | 臺灣省政府印刷廠
臺中縣大里鄉中興路 |

序

歐美工業國家採行固定匯率制，為1945年布萊頓森林協定（Bretton Woods Agreement）的重心，此項協定維持二次大戰後國際金融體制有效運作的法律基礎。1973年以來浮動匯率制逐漸取代固定匯率制，國際金融體制遂有趨向混亂的跡象。目前儘管尚無純粹的國際貨幣，即使將來亦然，但大部份國家對外貿易的擴張，仍遠高於國民生產毛額的成長。

本書探討在祇有少數國家通貨具有國際間兌換性的情況下，如何使用各國通貨解決付款問題，使國際貿易無須以直接易貨的方式進行。在絕大部份國際貿易中，無論企業或個人自國外進口貨物時，並未遭遇選擇貨幣而發生付款問題，即使在各國通貨之間的匯率無法預測的情況下亦然。然而，根據現行金融秩序與交易傳統，此種結果並不能視為當然。

本書大部份篇幅將分析有關買賣業者、製造廠商、商業銀行以及中央銀行等經濟部門有關的金融實務，例如如何選擇若干國家通貨作為輸出發票上的計價通貨；自金本位制崩潰以來，買方授予賣方貿易信用的實務究竟有何改變；何類金融機構須允許交易商，以合理的代價規避通貨風險。本書亦分別評估贊同或反對國際貨幣的各種意見。因此，本書將特別強調隨同國際貿易而產生的貨幣化問題；至於個別國家如何運用國際貿易，以促進所得與就業的總體政策方面，將不是本書討論的重點。

茲進一步舉例說明：實施社會主義的東歐國家或開發中國家，如何解決國際貿易而產生的貨幣化問題，因為此類國家通貨並不具有國際間兌換的能力。同樣地，歐美工業國家通貨究竟透過何種安排才能在國際間流通與使用。自固定匯率制演變至浮動匯率制期間，美元何以仍然具有關鍵貨幣的地位。境外歐洲通貨市場的快速成

長，是否成為金融管理上的死角，其發展是否有益於發揮銀行與其他市場參與者規避匯率風險的功能。自1973年以來浮動匯率制逐漸風行，匯率波動幅度何以超出一般預料之外？有興趣的讀者將在本書中發現前述問題的答案。

本書將適合於兩類讀者，一類是為教科書中缺乏國際交易偏重個體與金融分析而苦惱的大學生，因為目前有關國際金融的教科書均偏重總體經濟理論，如何自閉鎖經濟推廣而適用於開放經濟。另一類則是為在大學、銀行以及研究機構服務的專業人員，俾能自本書發現若干新的或尚未公開討論的課題。

Stanford, California

1978年6月

R. I. McKinnon

國際交易之貨幣—兌換通貨體制

目 錄

第一章 探尋兌換通貨體制之國際貨幣 …… (3)

兌換性與商業交易：政府對資產選擇之限制……………	(4)
銀行間兌換通貨市場……………	(8)
長期匯率穩定之金融條件……………	(13)
附錄：外匯行情……………	(22)

第二章 N種通貨體制內中央銀行之干預 …… (29)

N種通貨與N-1個匯率……………	(30)
官方平價與三角套利……………	(32)
第N種通貨之選擇……………	(36)
美元作為商業銀行之媒介通貨……………	(41)
不可兌換性、開發中國家與釘住匯率制……………	(43)
固定匯率對浮動匯率……………	(46)

第三章 中央計畫經濟國家通貨不可兌換性 與對外貿易 …… (51)

中央計畫經濟與商品不可兌換性……………	(52)
對西方國家之複式匯率……………	(54)
東歐經濟援助理事會之雙邊主義……………	(55)
東歐經濟援助理事會各國間貿易價格之決定……………	(58)
易貨、命令計畫經濟與經濟主權……………	(64)

金盧布·····	(66)
自由化與匯率穩定之金融條件·····	(68)
第四章 進出口商之避險 ·····	(75)
計價通貨：第一類與第二類貿易財·····	(79)
通貨風險與貿易信用之結構·····	(85)
存貨價值調整對遠期補平交易·····	(86)
金融優勢、第二類貿易財與最適雙重避險·····	(90)
附錄：最適遠期補平交易·····	(97)
第五章 不完全金融市場之遠期補平交易與利率裁定 ·····	(103)
交易商之流動性與即期或遠期補平交易·····	(104)
遠期交易之重要性·····	(108)
避險壓力與遠期匯率之偏誤·····	(110)
已涵蓋利率裁定之重要性·····	(115)
遠期市場均衡與利率平價·····	(118)
套利資金供給不完全的場合·····	(121)
短期資本移動與公眾利益·····	(122)
附錄：已涵蓋利率裁定·····	(126)
第六章 購買力平價 ·····	(131)
一價法則與絕對購買力平價·····	(132)
相對購買力平價與真實匯率·····	(134)
部份統計之雙邊比較·····	(137)
有效匯率與物價之多邊比較·····	(142)

浮動匯率制下一價法則之偏誤·····	(148)
交易商避險之涵義·····	(152)
平均每人所得之比較與匯率換算·····	(153)
第七章 投 機·····	(161)
第一部份：兌換通貨之間的浮動匯率·····	(162)
所有不同到期戶開放部位之總計問題·····	(163)
有穩定投機之需求與 J 型曲線·····	(167)
有穩定投機之供給·····	(174)
銀行業務風險或通貨風險·····	(175)
多國公司與其他非投機者·····	(178)
國際貨幣不存在情況下之投機·····	(179)
第二部份：釘住匯率與中央銀行投機·····	(181)
提前與落後·····	(184)
計價通貨之改變·····	(187)
官方投機與外匯管制·····	(189)
第八章 1973年至1978年期間浮動匯率制·····	(199)
凱因斯流動性偏好理論與開放經濟之利率·····	(200)
外匯交易商與國內貨幣市場·····	(203)
流動性偏好函數之利率彈性·····	(206)
訊息完全情況下匯率之變動·····	(210)
不確定預期·····	(214)
最適通貨區域·····	(215)
中央銀行之干預：結語·····	(218)
第九章 歐洲通貨市場·····	(221)

管理之不對稱：歷史之回顧·····	(224)
交易機能與市場範圍·····	(230)
概念上統計測度之問題·····	(233)
外匯面之補平交易與利率裁定·····	(237)
流動性之創造與國內金融媒介·····	(242)
國際間資本移轉·····	(247)
結語·····	(254)
 第十章 貨幣同盟與固定匯率制·····	 (257)
貨幣供給量之成長趨勢與貿易財價格·····	(258)
官方干預與非沖銷措施·····	(264)
對稱法則與準備貨幣·····	(266)
浮動匯率制：重貼現與短期資本移動·····	(267)
結語·····	(273)
 第十一章 美國在穩定國際金融制度之 重要性·····	 (277)
馬歇爾計畫與西歐貿易之再度貨幣化(1948—1959)·····	(278)
布萊頓森林協定之實現與美元黃金本位制(1959— 1968)·····	(282)
不安的釘住匯率制與國際通貨膨脹之傳送 (1968—1973)·····	(291)
自由浮動匯率制(1973—目前)·····	(295)
 附錄：國際金融制度改革方案·····	 (301)
開發中國家與中央計畫經濟國家通貨之兌換性·····	(301)

商品準備通貨·····	(303)
人爲通貨單位與特別提款權·····	(310)
鑄幣稅問題與開發中國家之聯繫·····	(314)
第一種場合：商品準備通貨·····	(317)
第二種場合：有完全競爭性不兌現貨幣·····	(317)
第三種場合：正的鑄幣稅與特別提款權·····	(319)

國際交易之貨幣

除具有作為休閒與勞動而設計的性質外，經濟社會中再也沒有比貨幣更有意義的事物。貨幣猶如使事物處理更為迅速而方便的機器，它與其他種類的機器相同，一旦失效未能正常運作時，將產生顯著而獨特的影響。

J. S. Mill (1848年)

但貨幣有一項其他機器所沒有的特性，因為貨幣具有相當的滲透能力。當其失效時，猶如投擲一板手於正運轉中的機器。經濟大恐慌祇是一個最引人注目的例子，但並不是唯一的例子。

……自歷史中得到的第一而又最重要的教訓，即貨幣政策將有何種效果，其重要性乃在貨幣政策可避免貨幣本身成為干擾經濟的主要來源。

Milton Friedman (1968年)

第一章 探尋兌換通貨體制之國際貨幣

由於黃金不再作為國際交易的支付工具與記帳單位（但目前仍為儲藏價值的工具），以及各國政府未能提供具有普遍被接受性的不兌現貨幣，已不易瞭解國際貨幣制度的運作。至少就觀念上而言，1914年以前的金本制非常簡單，國內與國際間的支付工具相同。然而目前，却須仰賴各國通貨的混合使用，解決商品勞務多邊貿易的效率問題，全球貿易值不但龐大且有與日俱增的趨勢；同時各國間資本移動視金融市場而定，其效率亦須視各國貨幣具有國際性的程度而定。瞭解個人、廠商、銀行以及政府如何在國際貿易中運用各國通貨，將有助於避免採取不當的措施導致不穩定與各方利益的衝突。

雖然「兌換」一詞的定義不斷地演變中，下文中將討論比較正確實用的定義；然而各國通貨對外兌換的程度，將代表該國對整個國際貨幣可使用量的貢獻程度。通常非居民不但可以持有而且可以運用兌換通貨，即使非居民本身的通貨在國內不能具有兌換性的情況亦相同。就此一觀點而言，兌換通貨猶如屬於國際間的公共財，於是各國居民因為能夠相互使用可兌換外幣而蒙受利益。

然而與一般絕大部份的公共財不同，對提供有吸引力的兌換通貨國家而言，並不須花費相當的代價，可是對實施中央計畫的命令式經濟可能不同，關於此點將在第三章中詳加討論。一般而言，東歐或亞洲共產國家以及亞洲、非洲與拉丁美洲大部份開發中國家，其通貨均不具備國際間自由兌換的特性，但由於國際貨幣的出現均能使此類國家蒙受利益。因此，觀念上探尋國際貨幣似祇限於包括主要歐美工業國家在內的四十個左右的國家，其通貨目前國際貨幣

基金已視為具有兌換性，此即作者所稱的兌換通貨體制^①。

為便於分類，根據參與外匯交易的重要經濟單位的觀點與運用程度，其對國際貨幣的需求將有顯著的差別，謹將其分類如次：

1. 銀行以外的廠商與個人；
2. 商業銀行；
3. 各國政府，通常以其中央銀行為代表。

經審慎分析各種情況後發現：廠商與個人從事國際貿易祇須持有本國貨幣；商業銀行基於業務特性，其資產結構中須持有各種的外國通貨；中央銀行祇須在其外匯資產中持有少數幾種外幣即可。然而，在兌換通貨體制中，為解決各國國際交易的收付問題以及匯率訂定所需的遊戲法則，仍須就前述觀點進一步說明。

兌換性與商業交易：政府對資產選擇之限制

關於兌換通貨的定義，由政府對民間廠商或銀行（不拘其是否為居民）選擇持有外匯資產的限制，可導出一比較實用的定義；然而，目前仍以國際貨幣基金協定第八條款的規定較為常用：

如未經基金之批准，會員國不得對國際交易經常帳項之支付與移轉加以限制……………

每一會員國如經另一會員國之請求，應買回後者所持該會員國之通貨餘額；惟請求購買者須說明：

1. 該項餘額係由經常帳交易之結果而獲得者；
2. 該項餘額之兌換乃為支付經常帳交易之所必需者。

承購會員國可選擇以請求之會員國通貨或以黃金支付（或實務上以國際間可接受的通貨如美元支付）^②。

雖然1945年以來加拿大、美國等美元區域國家即維持通貨兌換性，但歐洲重要貿易國家遲至1958年俟對其他國家通貨實現全面的

兌換性規定。

自1958年12月29日起奧國、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、冰島、義大利、盧森堡、荷蘭、挪威、葡萄牙、瑞典與英國等十四個西歐國家，對經常帳交易其通貨具有兌換性，亦即允許非居民經由經常帳交易所獲得的通貨，可自由地按官方規定幅度內的匯率兌換為其他通貨^③。

前述14個國家中，僅德國進一步准許非居民的資本帳交易履行可兌換義務。日本在1964年4月1日完全接受基金協定第八條款規定之前，並未正式履行可兌換義務。至1975年12月31日國際貨幣基金128個會員國中，祇有44個會員國正式接受履行第八條款通貨兌換義務，此類國家均屬比較富裕的非社會主義國家，其貿易額佔世界貿易總額的大部份^④。然而，大部份國家對資本帳交易仍然保留相當的限制，尤其對居住民的限制比非居民民為嚴格，在討論歐洲通貨市場專章時，將再作深入的比較分析。

關於經常帳與資本帳之間的區別並不顯著，但有一項非常重要的界限。為符合基金協定第八條款之規定，若兌換性的正式定義僅適用於經常帳交易，則出口商授予或進口商收受貿易信用應視為經常帳交易。關於此點，瑞典規定頗為典型，即進出口商祇要符合正常的貿易實務，即能相當自由地收受或授予信用。

瑞典中央銀行允許出口商經由國外借款償還正常的供應商信用。由瑞典造船廠授予的供應商信用，其所需資金可向國外融資，即使購船者為瑞典船東的場合亦然。瑞典進口商亦得接受國外信用作為融通進口之用。利用供應商信用方式向國外借款不受管制；至於其他借款，若借款本身以及償還條件均符合一般貿易實務者亦同。

相反的，瑞典居民對商業信用以外的資本帳交易則受較多的限制：

居民向非居民買進上市或非上市外國證券均須經核准。惟依常例

，似不易獲得核准。居住民若欲接受非居住民的放款或正常供應商以外的其他信用，亦須經逐案核准。至於為便利瑞典工業投資，在若干場合（例如期間至少須在十年以上）允許向國外長期借款；為融通瑞典經濟活動的借款，原則上無須經核准^⑤。

此外，吾人亦可自一國政府有無維持該國通貨與各種外幣之間的匯率義務，以探討兌換性的定義。為使此項定義簡潔實用符合一般常用語，一種通貨有兌換性係指：

該國國民欲購買外國商品勞務，在無特別限制的情況下即能自由地在統一的市場，並按某一幅度內的單一匯率以本國貨幣兌換外國通貨，作為經常帳交易與正常貿易信用之付款之用；而非居住民透過經常帳交易所取得之本國通貨，亦能按相同的匯率賣出，或按照現行本國通貨的價格自由地購買本國貨物。

就語意上的正確性而言，本書採用的兌換性定義，其程度上較以往所使用之定義為低。早期的定義附有政府須維持本國通貨與外國通貨之間匯兌平價的義務，尤其是非居住民持有本國通貨能按固定的平價兌換。在十九世紀一種通貨稱為可兌換，僅指非居住民所持有該種貨幣可按固定價格兌換為黃金^⑥。在1971年8月以前絕大部份國家遵守布萊頓森林體制，特別是基金協定第八條款的場合下，各國政府有義務按平價上下各一個百分點範圍內的匯率，提供足夠的外國通貨以滿足非居住民的需要。

然而，根據吾人常用的定義，維護官方平價的義務不再是考慮一種通貨能否兌換的充分條件，例如1950年至1962年期間加拿大元浮動而無官方平價的場合，一般認為加元係一種兌換通貨；1973年開始主要國家通貨採取浮動的情形亦相同。觀察圖一顯示主要通貨相繼廢棄固定匯率制，並未損及各種通貨的實際兌換性。

在經常帳交易中通貨具有兌換性的國家，銀行以外的廠商與個

人等居民能够使資本的流出與流入的程度，以國際交易因時間提前或落後所產生的授受商業信用為限。但在部份場合，涉及商業信

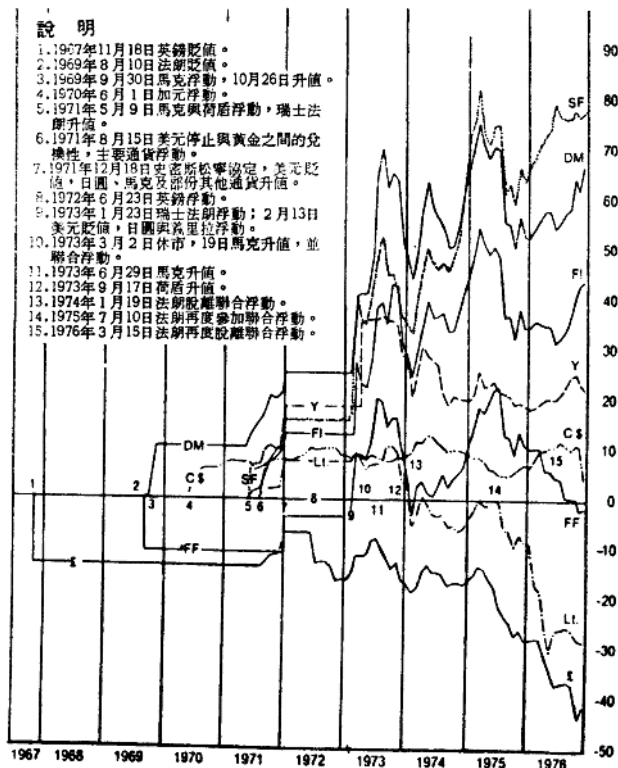


圖1.1 主要通貨匯率對1967年10月美元平價之變動圖

資料來源：OECD Observer, (November/December 1976). P. 101