

《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格局

布莱恩·凯特尔 著
项卫星 李宏瑾 译

吉林人民出版社



830.92
-830.9
97

681048

《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格局

布莱恩·凯特尔 著

项卫星 李宏瑾 译



吉林人民出版社

贵阳学院图书馆



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

——欧元的启动与金融市场新格局

著 者:布莱恩·凯特尔 译 者:项卫星 李宏瑾

责任编辑:刘文辉 封面设计:张 迅

吉林人民出版社出版 发行

(中国·长春市人民大街 7548 号 邮政编码:130022)

印 刷:北京市朝教印刷厂

开 本:850mm×1168mm 1/32

印 张:10

标准书号:ISBN 7-206-03854-9/F·795

版 次:2005 年 7 月第 2 版 印 次:2005 年 7 月第 1 次印刷

印 数:1 000 册 定 价:32.00 元

如发现印装质量问题,影响阅读,请与印刷厂联系调换。

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	(42)
七、外汇市场的“欧元化”	(45)
八、新的欧洲汇率机制——ERM II	(48)
附录 英国的外汇市场和场外衍生工具市场	(54)
第三章 外汇市场的波动	(78)
一、波动	(78)
二、历史波动	(79)

三、当日波动.....	(80)
四、内在波动.....	(80)
五、布莱克-斯科尔斯模型.....	(80)
六、波动由什么决定.....	(82)
附录 为什么汇率市场会波动	(84)
第四章 长期汇率和短期汇率的决定	(94)
一、导言.....	(94)
二、基本方法.....	(95)
三、短期汇率的决定:资产市场说.....	(102)
四、汇率为何变动	(108)
五、汇率为何如此易变	(113)
六、股票市场:影响外汇市场的一个新因素.....	(115)
第五章 经济消息对汇率的影响.....	(117)
一、预料之中的消息与未预料到的消息	(117)
二、国民生产总值(GNP)的构成	(117)
三、消费者支出	(126)
四、投资	(130)
五、政府支出	(135)
六、对外贸易和国际收支	(136)
七、消费者信心对金融市场的影响	(137)
八、实证研究支持外汇市场对“消息”的反应吗	(140)
第六章 什么造就了关键货币.....	(143)
一、国际货币的作用	(143)
二、关键货币与主要大国	(147)
三、欧元怎样才能与美元匹敌	(150)

第七章 外汇市场的抵补套利和非抵补套利·····	(154)
一、利率平价·····	(154)
二、抵补套利:教科书观点·····	(155)
三、抵补套利:学术文献观点·····	(162)
第八章 由交易大厅内得出的观点·····	(167)
一、理论回顾·····	(167)
二、在交易大厅之内·····	(168)
三、利率期货:短期存款·····	(169)
四、远期利率协议·····	(171)
第九章 货币局制度与美元化·····	(178)
一、导言·····	(178)
二、货币局制度·····	(179)
三、货币局制度与通货膨胀:实证分析概览·····	(186)
四、怎样引进货币局制度·····	(187)
五、向货币局制度的转变·····	(190)
六、货币局制度的绩效·····	(191)
七、从货币局到美元化·····	(192)
八、如何进行美元化·····	(199)
附录 使货币局具有可操作性·····	(201)
第十章 历史上最伟大的货币试验前景如何·····	(219)
一、导言·····	(219)
二、货币联盟的好处与成本·····	(220)
三、我们能从历史上的货币联盟中吸取什么教训·····	(223)
四、什么将摧毁历史上最伟大的货币试验·····	(231)
五、欧元的记录是什么·····	(245)

第十一章 欧元的启动怎样影响汇率	(246)
一、导言	(246)
二、汇率报价:初级读本	(248)
三、欧元即期汇率报价惯例	(250)
四、交易天数计算的复杂性	(252)
五、欧元远期汇率报价惯例	(253)
附录 1 欧元区的汇率体系消失“欧元”时代已经到来	(260)
附录 2 远期汇率如何确定	(262)
第十二章 欧元的启动对货币市场产生的影响	(265)
一、导言	(265)
二、什么是货币市场	(266)
三、英国银行家协会(BBA)的欧元伦敦银行同业拆放利率(EURO—LIBOR)	(275)
四、欧元银行同业拆放利率(EURIBOR)	(276)
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	(278)
六、区内欧元隔夜平均指数(EONIA)	(279)
七、区外欧元隔夜平均指数(EURONIA)	(279)
第十三章 货币危机的预测性	(281)
一、游戏规则	(281)
二、货币危机可以预测吗	(286)

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(Lyidian 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。

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)⁽²⁾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)⁽³⁾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)⁽⁴⁾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⁽⁵⁾。

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。国际资本市场与国内资本市场一样，具有若干重要的功能⁽⁶⁾：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: %

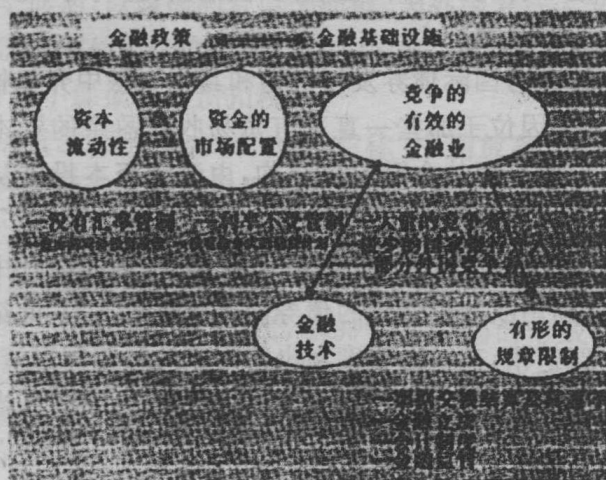
	1820—1870	1870—1913	1913—1950	1950—1973	1973—1992	1992—1997
产量	1.0	2.1	1.9	4.9	3.0	3.7
出口	4.2	3.4	1.3	7.0	4.0	8.1

资料来源:1820 年至 1992 年购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面而不是世界出口。

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。

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)⁽⁷⁾,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(Bardi)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付对意大利人的债务,从而迅速导致了巴蒂银行和佩卢奇银行的破产⁽⁸⁾。

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》。

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提供危险的贷款,倒不如拒绝吸收存款。”⁽⁹⁾

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⁽¹⁰⁾。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⁽¹¹⁾。

第二次世界大战以后,国际金融市场依然混乱。当时的跨国资本投资主要采取官方援助的形式,如马歇尔计划以及数量有限的外国债券。战争结束后不久,作为主要借贷者的世界银行、欧洲煤钢共同体以及一些政府的融资活动,有助于恢复投资者对上市的国际证券的信心⁽¹²⁾。

20世纪60年代和70年代,国际债券市场开始形成。由于美国政府自1963年7月1日起征收“利息平衡税”(Interest Equalization Tax),欧洲债券市场因此产生。

有关国际金融工具的定义

国际债券(International bonds)是指发行人在国外以外币为面值所发行的债券。这些债券可以分为两种,即“欧洲债券”和“外国债券”。

欧洲债券(Eurobonds)是指由一些国家的金融机构组成的国际承销辛迪加经法律允许,在面值货币国家以外的国家向一般公众发行的债券。

外国债券(Foreignbonds)是指由发行市场所在国的一些银行组成的辛迪加,以该国的货币为面值,为外国发行人发行的债券。欧洲债券和外国债券通常以不记名形式发行,利率不受限制,对持有者不课征利息预扣税。

辛迪加贷款(Syndicated loan)亦称“中期放款”,是国际融资的另一种主要形式。一般指由国际商业银行辛迪加提供的2年或2年以上的贷款。

此外,还有许多混合的金融工具,如浮动利率债券等。

20世纪60年代和70年代,欧洲美元市场的形成和发展,以及欧洲债券市场的成长,是迈向金融市场国际化的第一步。

毫无疑问,其主要动力来自放松管制,特别是许多国家在20世纪80年代取消了外汇管制以及对外国企业设置的准入障碍。金融市场全球化的发展,在很大程度上是由于跨国公司的发展。当这些公司发展起来并在活动领域趋于国际化时,它们倾向于寻求国际规模的融资。

欧洲货币市场

欧洲货币是指存放在发行该种货币的国家以外的银行的美元或其他自由兑换货币。因此,存放在伦敦的美元就成为欧洲美元。这些存款可以放在一家外国银行或一家美国银行的欧洲分行。欧洲货币市场因此而由那些被称作为“欧洲银行”(Eurobanks)的银行构成。它们吸收欧洲货币存款和发放欧洲货币贷款。1999年1月1日欧元启动以后,“欧元”这一术语的含义有所变化,我们将在以后有关章节中再解释这个术语。

欧洲债券市场与欧洲货币市场经常被互相混淆,但二者之间有一个差别:欧洲债券市场上的欧洲债券是由最终借款人直

接发行、在面值货币国家以外出售的债券；而欧洲货币市场则使投资者持有对商业银行的短期债权，这些商业银行则作为中介机构把这些存款转变为对最终借款人的长期债权。不过，银行在向最终投资者销售欧洲债券上的确扮演了一个重要的角色。

第二次世界大战结束后，欧洲美元市场的产生是由于苏联和一些东欧国家害怕他们在美国银行的美元存款可能会被美国冻结。为避免这种风险，他们将其美元余额存入法国和英国的银行。无论欧洲货币市场如何产生，它都由于政府放松管制这一原因而繁荣。银行和资金供给者通过经营欧洲货币，能够逃避某些管制成本和约束。这些管制成本和约束包括如下五个方面：

1. 降低一家银行的盈利资产基数的存款准备金要求（即可用作放款的比重减少）；
2. 对国内银行业交易征收的某种特别费用和税，如支付美国联邦存款保险公司（FDIC）保险费的要求；
3. 按特别的利率向某些借款人放款的要求，由此使银行的资产收益率降低；
4. 对存款或放款利率的管制限制了争夺资金的能力并使贷款收益降低；
5. 限制银行之间竞争的各种规则或法规。

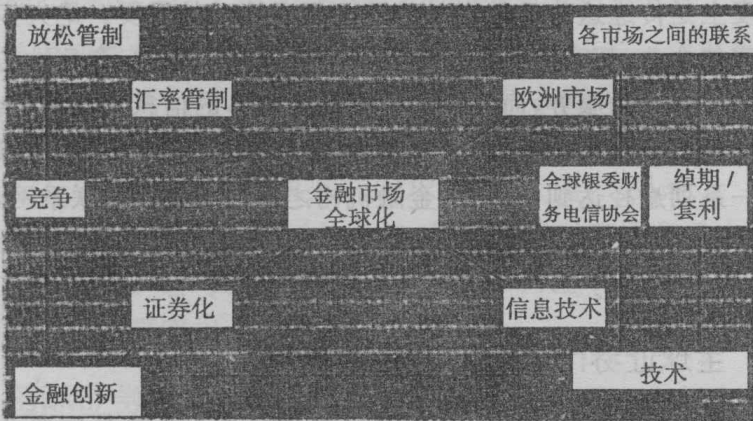
欧洲债券市场作为一个经常发生重大金融创新的市场，与其他主要的资本市场不同，其生存在很大程度上是因为它一直是一个不受管制和免税的市场。如前所述，欧洲债券市场与欧洲货币市场一样，其存在是因为它使得借款人和放款人都能逃避货币管理当局的各种规章和管制，以及为它们提供逃避某些税金支出的机会。只要各国政府试图对国内金融市场进行管

制,但相对地允许资本在国际之间的自由流动,那么这种境外金融市场就将存在。如果税收和管制成本上升,这些境外市场将变得更为重要。图 1·2 提供了一个关于影响金融市场全球化的因素是如何相互联系的总结。

三、全球金融一体化的新动向

上述的一国和国际金融在过去 20 年里发生的结构性变化,应该被认为是金融和金融风险全球化这一复杂进程的组成部分。国际货币基金组织⁽¹³⁾强调的这个处于发展中的变化,其关键因素主要是:

图 1·2 放松管制、技术以及多融创新在金融市场全球化中的作用



●参与正确融资的技术能力的提高,即分类定价、重新包装、定价以及重新分派金融风险;

●一国的金融市场、投资者以及借贷者融入到一个全球化

的金融市场；

● 各类金融机构的业务活动以及市场范围之间的区别的模糊；

● 全球银行(the global bank)以及国际金融混合联合企业(the international financial conglomerate)的出现,它们分别在各类金融市场和许多国家提供各种金融产品和金融服务。

这些变化大大地改变了世界各地的投资者和借款者的金融风险 and 报酬观念,以及它们在一国和国际金融市场上的行为。

金融市场的进一步一体化

20 世纪 70 年代初以来,国内资本市场和国际资本流动的自由化(伴随着信息技术的迅速进步),是金融创新和跨国资本流动增长的催化剂。如前所述,金融中介机构的全球化,在某种程度上是传递这些日益增长的跨国资本流动的需要。绝大多数国家的企业,都有机会以更低的成本获得多元化的、竞争性的金融产品和金融服务,而投资者们也拥有更多的信息和投资机会。

评估金融市场全球化程度的方法很多。如金融市场可以通过一系列途径达到一体化:金融机构之间日渐增多的联系网、汇率联系以及非正式交易和信息联系。这些评估方法中的一部分将在后面应用。

全球证券市场上的跨国融资

更为多元化的投资结构,更多数量的企业开发外国资金来源以及密切关注并鉴别、利用全球的套利机会的优秀的金融资产管理者人数的增加,表明各国的金融体系已经融为单一的全球金融体系。在 1970 年至 1997 年这一期间,资本的总流量和