

国际金融市场 与制度创新

钱荣堃 马君潞 主编



INTERNATIONAL FINANCIAL
MARKET & SYSTEM INNOVATION

南开大学出版社

国际金融市场与制度创新

钱荣堃 马君潞 主编

南开大学出版社

464231

国际金融市场与制度创新

钱荣堃 马君潞 主编

南开大学出版社出版

(天津八里台南开大学校内)

邮编 300071 电话 23508542

新华书店天津发行所发行

天津宝坻县印刷厂印刷

1998年10月第1版

1998年10月第1次印刷

开本:850×1168 1/32

印张:16

字数:398千

印数:1—3000

ISBN 7-310-01107-4

F·207 定价:20.00元

前 言

80年代以来,在国际金融领域发生了许多重大而深刻的变化。主要国家货币的汇率变动不居,并且有时波动异常剧烈。美元的国际主导货币地位在继续削弱,国际储备货币的多元化局面已经形成,同时,一种新的国际储备货币——“欧元”也即将诞生。80年代初期,曾经爆发了发展中国家的债务危机,以后国际资本的流动出现了证券化的趋势。在国际金融市场上,随着主要西方国家国内放松金融管制,也出现了许多重大的变化。国际金融市场全球一体化的程度在不断提高,金融创新层出不穷,金融衍生品交易迅猛发展。这使国际金融交易的风险大大提高,同时又对国际银行业务的监管,以及国家间宏观经济政策的协调提出了更高的要求。

形成以上变化的原因是多方面的,也是复杂的,其意义是很深刻的,影响也很广泛和深远,因此很值得深入研究。这也标志着国际金融的发展已进入到了一个新的阶段。新的现象和新的问题不能用传统的理论来解释,因而在这一时期,新的国际金融理论也在发展,对此也应进行研究。

我国自从实行改革开放政策以来,对外经济、贸易和金融关系迅速发展。近年来,随着社会主义市场经济的加速发展,对外金融关系也出现了许多新的问题,如人民币汇率制度、人民币自由兑换、适度外汇储备、合理利用外资和外债等等,更迫切需要进行深入的研究。另外,香港顺利回归祖国以后,在“一国两制”的方针下,

经济制度将不会发生改变,香港的国际金融中心地位将继续保持。因而,深入地研究香港金融问题,对于我国充分利用香港这一对外开放的窗口,以及充分发挥香港的国际金融中心优势,也具有极强的现实意义。

对于上述国际金融的热点问题,南开大学国际金融研究中心的成员,都做了一些研究。这个研究中心的研究人员主要是南开大学经济学院的有关教师,同时也有一部分是校外的专家学者。近年来,他们的研究成果的一部分曾印发在《国际金融专题研究》上。现在,我们将4年来的部分重要研究成果,分为8章公开发表,供读者参考。同时也请读者们批评指正,以使我们的研究不断深入,水平不断提高。

另外,对于早期发表的部分论文中的预测性数据和观点,以及涉及港台地区的某些提法,其出发点均为论文写作当年,为保持论文原貌,在此均不做改动。

编 者

1997年于南开园

目 录

第一章 国际货币的发展演变	(1)
论欧洲单一货币的构想及其前景(钱荣堃).....	(3)
马克国际化剖析(邢修元)	(22)
日元集团构想浅析(梁琪)	(36)
SDR _s 在国际货币体系中的作用新论(范道远)	(55)
第二章 外国金融制度与金融监管	(66)
试析战后西方国家金融管制理论与实践的变革 (马君潞)	(69)
试论市场经济中的日本金融制度(刘玉操)	(79)
意大利金融体系的重大变革(陈国庆)	(95)
墨西哥金融危机的几点启示(杜佳 徐浩然).....	(119)
西方七国中央银行战后 50 年内调控宏观经济的经验 (钱荣堃).....	(127)
第三章 国际资本流动与国际金融市场的发展	(147)
晚近国际金融市场的发展变化(陈国庆).....	(149)
战后世界资本证券市场的发展趋势及其作用新论	

(袁建 张岩贵).....	(168)
略论 90 年代国际债券市场的新发展(陈英顺)	(183)
试析全球外汇市场的近期发展变化(范小云).....	(195)
近年来流入发展中国家资本的特征与问题 (李雪莲).....	(206)
第四章 金融创新趋势	(221)
金融工程简析(陈国庆).....	(223)
试析衍生品市场的最新发展特征及其影响 (李雪莲).....	(237)
金融衍生品——消除银行业信息不对称性影响 的有力武器(李秉勤).....	(255)
第五章 浮动汇率制度下的汇率波动	(267)
浮动汇率制度 20 年的回顾与展望(马君潞)	(269)
论浮动汇率制下美元汇率的长期波动(钱荣堃).....	(288)
汇率政策对外来冲击影响的隔离(李中钦).....	(302)
第六章 汇率理论	(325)
资产市场分析法——近年西方汇率理论的一个发展 (肖悦).....	(327)
汇率超调理论综述(傅浩).....	(356)
关于“特里芬难题”的再探讨(马君潞).....	(373)
第七章 人民币汇率机制与我国外汇储备	(383)
按市场经济的要求改革人民币汇率机制(钱荣堃).....	(385)
人民币自由兑换问题研究(姜波克).....	(395)
论人民币的贬值效应及实现自由兑换的条件	

(马君潞).....	(415)
试论我国外汇储备的适度规模(薛梅 刘玉操).....	(428)
第八章 香港金融问题	(445)
香港繁荣稳定的重要一环	
——简论保持香港的国际金融中心地位(卢受采).....	(447)
香港金融服务业的发展及香港与内地的金融联系和	
资金交流(王光伟).....	(453)
香港联系汇率制度的产生、现状与未来(徐志刚)	(479)
中国内地与香港金融深化的比较	
(刘越 谢亚轩 张玉青 祝经三).....	(493)

第一章

国际货币的发展演变

论欧洲单一货币的构想及其前景

钱荣堃

欧共体 12 国首脑于 1991 年 12 月在荷兰马斯特里赫特举行会议并达成协议,决定最迟于 1999 年 1 月 1 日建成欧洲货币联盟,实施欧洲单一货币。在欧洲共同体范围内建成一个统一大市场,并使用一种共同的货币是史无前例的雄心勃勃的构想。这个构想一旦实现,将对欧洲和全世界的经济发展产生重大影响,因此令世人瞩目,引起了各方面的热烈反响。

在欧共体内实施单一货币不过是一种构想,它能否实现还是一个问号。本文想对这一设想的由来、欧洲单一货币的性质和特点以及这一设想的前景进行初步的探讨。

一、欧洲单一货币构想的由来

1958 年成立的欧洲经济共同体(EEC)不过是一个关税同盟,并不承担经济与货币政策的义务。货币一体化的要求在 60 年代末才提出来。

1. 60 年代末,关税同盟的建立成功了,各国开始着手规划建立一个经济与货币同盟。1969 年,欧共体 6 个成员国举行首次首脑会议。1970 年 10 月,提出了所谓魏尔纳报告(Werner Report),提出了向经济与货币联盟过渡的构想。

1973 年 3 月布雷顿森林体系的崩溃和 1973 年—1974 年间由

于石油涨价引起的经济动荡阻碍了货币一体化的进程。欧共体在货币方面的合作,仅限于达成共同浮动幅度的“蛇形浮动”协议。这种安排不久变成了“德国马克区”,比利时、卢森堡、荷兰、挪威、瑞典和奥地利等组成了马克集团。

2. 1979年3月建立了欧洲货币体系(EMS),取代了蛇形浮动,这个安排延续至今。EMS的目标是建立汇率与物价稳定区。在80年代初,它进行了多次根本性的汇率调整,但1987年以后,则没有普遍性地调整汇率,标志这个体系的成就。

3. 1988年6月,欧洲理事会任命了一个德洛尔委员会,1989年4月提出了德洛尔报告(Delor Report),建议分三个阶段,以便最终产生一种欧洲单一货币。货币政策将由欧洲中央银行系统(ESCB)和欧洲中央银行及成员国的中央银行共同制定。欧共体委员会和部长理事会则负责欧共体内部经济、财政和政策的协调。

欧洲理事会决定自1990年7月1日开始,进入欧洲经济与货币联盟第一阶段。1990年12月开始举行关于经济与货币联盟和政治联盟的政府间会议。

1991年12月10日,欧共体各国首脑在荷兰的马斯特里赫特举行会议,通过了关于货币联盟和政治联盟的条约。1992年2月7日,成员国首脑签署了关于经济与货币联盟和政治联盟的条约。这项条约原定于1992年年底以前经成员国的议会或公民投票通过后生效。由于丹麦于6月举行公民投票否决了该条约且英国议会一再推迟讨论该条约,因此,12国首脑1992年12月在爱丁堡首脑会议上达成协议,免除丹麦对欧洲单一货币条款承担义务,但并没有就12国对马约的最后批准规定期限。

欧洲单一货币的出现将是世界货币史上的重大事件。这不但影响到欧共体成员国的未来,而且也将对全世界产生影响。

根据马斯特里赫特条约,经济与货币同盟的建立要经过三个阶段。在前两个阶段,各成员国的经济要达到更大程度的一致性,

这种一致性可以通过通货膨胀、利率、汇率的稳定和财政状况的稳定性来衡量。在第三阶段,达到经济标准的成员国将不可更改地固定它们的汇率,并实施单一货币。第三阶段最早将在 1997 年开始,最迟不晚于 1999 年。这就是说,欧共体的单一货币至迟将在 1999 年实施。

欧洲单一货币的出现经过了长期的准备阶段。但至今它还仅仅是一种设想,离具体实施还需要经过一段艰难的历程,弄得不好,这个构想可能成为幻想。本文对这个设想进行分析和评论,并对它的前景作一点预测。

二、欧洲货币单位的性质和作用

要弄清设想中的欧洲单一货币的性质,必须先弄清它的前身即欧洲货币单位(下文中简称为 ECU)的性质和作用。没有 ECU 的创立,也不会有欧洲单一货币的设想。而欧洲单一货币的名称仍称为 ECU,所以必须先弄清楚 ECU 的性质和作用,才能了解欧洲单一货币与 ECU 的联系与区别。

1979 年 3 月成立的欧洲货币体系是欧洲货币一体化进程中迈出的重要一步。它的目标是在欧共体范围内建立一个汇率稳定区,在这个基础上走向货币一体化的更高的阶段,实现欧洲单一货币,即在欧共体的范围内使用一种共同的货币。ECU 就是为了稳定汇率而创立的,它是欧洲货币体系的核心组成部分。ECU 创立于 1979 年 3 月 13 日,它的前身就是欧洲计算单位 CUA。13 年来,欧洲货币体系取得了很大成就,ECU 发挥了重要作用。

(一) ECU 是欧共体内实行固定汇率制的“基准货币”

在 70 年代主要工业国实行浮动汇率制以后,欧共体各国实行联合浮动的汇率制,即在成员国之间实行固定汇率制,而对其他货币则实行浮动汇率制。在实行固定汇率制时,必须有一个基准货币与参加国的货币保持固定汇率。在国际金本位时期,黄金就是这种

基准货币。在布雷顿森林体系内,可兑换黄金的美元就是基准货币。在欧洲货币体系中,基准货币既不是黄金,也不是美元,也不是某个成员国的货币,而是新创造的一种基准货币,即 ECU。成员国的货币对 ECU 保持固定汇率,但可以在一定的幅度内波动。超过波幅,中央银行就要在外汇市场上进行干预,使汇率回到波动幅度内。但是这种固定汇率不是一成不变的,而是可以调整的。从 1979 年 3 月 13 日到 1990 年 10 月,已调整了 13 次。

欧洲货币体系通过汇率干预机制(ERM)来维持汇率的稳定。在目前 12 个成员国中间,希腊还没有参加 ERM,因而它的货币与 ECU 之间的汇率可上下波动。其余 11 国都参加了 ERM,其中 8 个国家的货币的汇率只允许在上下 $\pm 2.25\%$ 的幅度内波动,英国、西班牙、葡萄牙 3 国则允许在上下 $\pm 6\%$ 的幅度内波动。欧共体要求今后所有成员国都要参加 ERM,遵守 $\pm 2.25\%$ 的波动幅度,并进一步缩小波幅,直到完全稳定。

(二) ECU 是一种“篮子货币”

ECU 是由各成员国货币组成的“篮子货币”。各种货币在 ECU 中的含值是固定的,每 5 年重新规定一次。各种货币在 ECU 中所含的价值取决于一国的 GDP(国内生产总值)在欧共体的 GDP 中所占的比例、它的贸易在欧共体贸易总额中所占的比例以及它对欧洲货币合作基金的贡献大小。每当欧共体的成员国增加时,ECU 中各国货币的含值要作调整。所以在 1984 年 9 月 17 日希腊参加时以及在 1989 年西班牙和葡萄牙参加时,ECU 中各成员国货币所含的数值都作了修改。

按照表 1 第二列的数字可以知道,1989 年 9 月 21 日后,一个 ECU 的价值等于表中 12 种货币所含数值的总计。ECU 中各种货币的含值是固定的,但各种货币在 ECU 中所占的比重则是随着外汇市场上各种货币的汇率的变动而变动的。

表 1 1992 年 4 月 13 日 ECU 中各国货币含值和比重

货 币	含 值 *	比 重 (%)
德国马克	0.6242	30.47
法国法郎	1.332	19.20
英 磅	0.08784	12.47
意大利里拉	151.8	9.84
荷 兰 盾	0.2198	9.53
比利时法郎	3.301	7.83
卢森堡法郎	0.130	0.31
西班牙比塞塔	6.885	5.37
丹麦克朗	0.1976	2.49
爱尔兰镑	0.008552	1.11
希腊德拉克马	1.440	0.60
葡萄牙埃斯库多	1.393	0.79

* 1989 年 9 月 21 日定的含值。

资料来源：法国巴黎国民银行编：《世界货币概况》，1992 年 2 季度号第 31 号。

(三) ECU 可以说是一种“准货币”(Quasicurrency)

ECU 还不是一种法定货币(Legal Tender)。在欧共体内并没有纸币流通,也没有最后贷款人,所以它不是有清偿地位的真正的货币,但是它又执行着某些货币的职能,所以有人称它是准货币。

ECU 并不是某个中央银行发行的货币。官方 ECU 是通过成员国中央银行把它持有的美元和黄金的 20% 调换而来的。私人 ECU 存款则是由银行把相应的货币调换(Swap)而来的。它们的流通还受到许多限制。欧共体要求扩大 ECU 的使用范围,加强它的货币职能。在实现欧洲单一货币以前,ECU 只是一种准货币。

(四) ECU 发挥了国际货币的职能

ECU 虽然还不是一种完全的货币,但它却发挥了国际货币的相当大的职能。作为国际货币必须发挥三个重要职能,那就是作为

国际上的计价单位、支付手段和储藏手段。在这三个方面,ECU 都发挥了一定作用,最突出的是 ECU 作为政府和私人投资者的储藏手段的作用越来越重要了。

在各国外汇储备中,1990 年底,美元占到 51%,德国^①马克占到 19%,而 ECU 则占到 12%。ECU 目前已成为世界上第三位的国际储备货币,远远超过了日元的地位,日元的比重不过 9%。

在欧洲债券市场上,以 ECU 为面值的债券日益增加。1990 年上半年,在新发行的欧洲债券中,ECU 债券占到 13%,其比重仅次于美元债券,排在第二位。美元债券的比重为 31%。

ECU 在国际货币的职能方面之所以能发挥这样大的作用,是由于它的价值比较稳定,使用它的汇率风险较小。

从以上的论述中,可以看到 ECU 在欧洲货币体系中的地位和作用。ECU 还为国际货币体系的改革提供了有益的经验。有人认为,欧洲货币体系可以称为“小布雷顿森林体系”。但它有一些创新,即创造了 ECU 这种篮子货币,把它作为“基准货币”。欧洲货币体系中的 ECU 远比布雷顿森林体系中的美元优越。后者遇到了所谓的“特里芬难题”,但最终使布雷顿森林体系垮台。现在看来,以篮子货币作为国际货币体系中的主导货币,有它的优越性。第一次世界大战前的英镑和第二次大战后的美元曾经充当过国际货币体系中的主导货币,但最终都垮台了。在今后,不大可能再由某一国的货币来充当国际货币体系中的主导货币了。ECU 这种篮子货币的价值远比美元、日元和马克稳定,所以它的国际地位不断提高。这一点值得我们思考,可作为今后国际货币体系改革的借鉴。

三、欧洲单一货币的设想及其特点

(一)实施欧洲单一货币的理由

欧共同体经济一体化要求各成员国间的商品、生产要素、资本能

够完全自由流动,这就不能不要求进一步的货币一体化。按目前的情况,各国间货币实行固定汇率制,使汇率保持完全稳定固然有利于经济往来,但并不能充分促进欧共体内部的贸易和投资的发展。因为各成员国都保留自己的货币,各国之间的经济交往都必须按固定汇率兑换对方的货币,不可避免地要产生交易成本,因为各外汇市场都要有交易服务费用。有一个资料说明,假如一个旅游者带了4万比利时法郎从比利时出发,周游欧共体9个国家后回到比利时,经过10次货币兑换,结果其所带的4万比利时法郎只剩下21300比利时法郎了,货币交易成本的损失达46.75%(《欧洲经济》第44号,第66页)。

为了保持各国货币间的固定汇率,各国必须干预外汇市场,干预外汇市场的耗费也很大。在实现欧洲单一货币以后,各成员国使用一种货币,就没有汇率问题,对于干预外汇市场也就完全没有必要了。

在目前情况下,各国都使用自己的货币,各国的商品和劳务的价格要按汇率折算,才能进行比较,以便决定进口和出口某些商品和劳务。在实施欧洲单一货币以后,各国的商品和劳务都用一种货币来标价,一目了然,便于作出比较。这会大大促进贸易和投资的发展。

由此可见,实施单一货币要比保存各国货币并实行固定汇率制优越得多。所以,欧共体委员会认为欧洲单一货币是“货币联盟的一个自然的和必要的进一步发展”(《欧洲共同体经济和货币联盟报告》1989年欧共体出版,第19页)。

实现欧洲单一货币,非但得到了欧共体当局和各成员国政府的同意,也得到了欧共体各成员国多数公民的赞同。1990年的一次调查表明,在欧共体12国公民中间有55%的人支持,23%的人反对采取欧洲单一货币(见表2)。