

影響你我財富的國際貨幣爭戰

匯率 拔河賽

TUG of WAR

貨幣的國際價值，如果出現劇變，
不僅影響你的生活，也將嚴重影響國際性的投資活動。



保羅·艾爾德曼 Paul Erdman ◆ 著

政治大學金融系教授 殷乃平 ◆ 審訂 霍達文 ◆ 譯

Practical 005——

匯率拔河賽

Tug of War

Paul Erdman 保羅・艾爾德曼 ◆ 著

霍達文 ◆ 譯

匯率拔河賽／保羅·艾爾德曼(Paul Erdman)著：
霍達文譯． -- 一版． -- 臺北縣汐止鎮：
中國生產力． 民 87
面： 公分． -- (Practical : 5)
譯自： Tug of War : today's global
currency crisis
ISBN 957-9130-61-2 (平裝)

1. 貨幣市場 2. 國外匯兌 3. 金融問題

561.74

87017035

Practical 系列 005

匯率拔河賽

Tug of War

作 著 保羅·艾爾德曼
譯 者 霍達文
發行人 萬以寧
主 編 李玉珍
責任編輯 陳美琪
特約編輯 舒玉萍
出版者 中國生產力中心
讀者服務 林錫表
地 址 台北縣汐止鎮新台五路一段 79 號 2F
電 話 (02)2698-5898
傳 真 (02)2698-9330
郵政劃撥 0012734-1
總 經 銷 聯經出版事業公司
地 址 台北市忠孝東路四段 561 號
電 話 (02)2642-2629
初 版 中華民國八十七年十二月三十一日出版
登 記 證 局版台業字 3615 號
定 價 250 元
I S B N 957-9130-61-2

Copyright PAUL ERDMAN 1996, 1997

This Edition Arranged With PAUL ERDMAN

Through Big Apple Tuttle - Mori Literary Agency, Inc.

Complex Chinese Edition Copyright:

199X THE CHINA PRODUCTIVITY CENTER

All Rights Reserved.

如有缺頁、破損、倒裝，請寄回更換
版權所有，請勿翻印、轉載。



序言

一九九七年夏天，在新的平衡快要實現之際，東南亞爆發了新一輪的貨幣危機，美國股市也受到影響，全球金融界的不穩定因素使道瓊工業指數下降了百分之七。《華爾街日報》大字標題說：「華爾街會受到亞洲的麻煩波及嗎？當然會！」

接著，在歐洲又出現了新的狀況，特別是法國選出了新的社會黨政府，使人懷疑未來數年內歐洲聯盟的財政紀律會變成如何。這些疑慮，在歐元的「硬度」上投下了陰影。作為歐元前身及楷模的德國馬克，其價值也被人投以懷疑目光。金融市場覺得，德國總理柯爾是決心以成立貨幣聯盟，作為把德、法兩國永遠拉在一起的方法，甚至不惜犧牲德國馬克的實力。此舉的結果，是德國馬克的匯價跌至七年來的最低點，然後才回升至一點八馬克兌一

美元的水平。在經濟方面，德國經濟似乎稍稍開始復甦了；日本經濟復甦也開始了，但步伐卻很緩慢，偶爾也會下挫；在美國，經濟成長不斷出乎意料之外，但美國經濟可能在一九九八年放緩的跡象也出現了。

以歷史標準而言，這三個國家的通貨膨脹率都很低，而且也相當穩定：日本和德國兩國的中央銀行，於一九九六年上半年讓國內利率跌至接近歷來最低紀錄後，就一直把利率維持在這個水平，如此使日圓及德國馬克對國際投資者的吸引力大減。美國聯邦準備理事會在一九九五年七月和一九九六年三月間，三度調降了短期利率，之後就決定在原地踏步；在長期利率方面，以三十年期國庫券的收益率計算，已經在一九九五年跌到谷底回升，然後在百分之六點五左右穩住，換言之，美元投資對國際投資者還是很有吸引力的。

這三個國家控制了世界的貨幣體系，但前述趨向反映了三國決策當局大幅調整了他們的態度。德國中央銀行面對百分之十一的失業率和不斷發生的勞工問題，最後祇得調整其一貫的政策，不再極力推行不惜犧牲經濟成長和

國內就業，都要使德國馬克成為超強貨幣的政策。日本的中央銀行則放鬆了不惜代價遏止通貨膨脹的政策，加快了增加貨幣供應的速度，以促使經濟成長回升。這些政策，都使日圓和馬克的強勢轉弱了一點。

美國情況正好相反。在美元方面，財政部和聯邦準備理事會放棄了良性忽視政策。財政部長魯賓則多次宣稱，美元強勢是合乎美國利益的，而且也不應該利用美元的強勢作為削減貿易赤字工具。在一九九六年五月底，紐約聯邦準備銀行總裁麥唐納更有力的說：「我非常非常堅信，強勢美元對美國和世界都是有利的。」紐約聯邦準備銀行負責的是，代表聯邦準備理事會在外匯市場進行干預。

貨幣市場反映了這些情況。日圓在大幅下挫後，在一百一十至一百二十兌一美元的價位站穩，似乎進入了暫時的平衡狀態；德國馬克兌美元的匯率在跌至七年來的最低點後，似乎在一點七至一點九兌一美元的水平穩住。三國經濟狀況漸趨齊一，應可使貨幣市場暫時恢復平靜；但假如貨幣投機者重出江湖，則沒有一種貨幣是可以長期安全的。東南亞的貨幣危機，就證明了

這一點。

在三國以外，中國的問題逐漸浮上檯面。中共當局拒絕遏止侵犯美國智慧財產權的行爲，這些產權範圍極廣，從雷射唱片到電腦軟體都包括在內，結果引起美國和中國攤牌，一如美國於前一年和日本在汽車貿易問題上發生的情形一樣。不過，由於中國在經濟和地緣政治方面對美國日益重要，美國終於同意讓中國享有貿易最惠國待遇。這顯示美國已經不得不承認，中國這個十二億人口的國家——目前全球經濟成長速度最高者之一，將在二十一世紀初成爲一個超級大國，在各方面都不落人後。因此，很多人預測世界將重新兩極化。美國市場在二次大戰結束後，對日本和歐洲的復興非常重要；同樣的，對美貿易之於中國今日的抬頭，也同樣重要。目前的中美貿易額，約略相當於中國國內生產毛額的百分之八點三，但只占美國國內生產毛額的百分之零點八。美國政府將繼續鼓勵對華貿易的成長，並將其視之爲一項政策最重要的環節，這項政策即是透過所謂的「交往」，使中國納入國際社會大家庭中。

這將會引起新問題，原因是美國在對日貿易漸趨平衡之際，對華貿易赤字又開始變得非常龐大。從美國人的觀點來說，這下是所謂「收之東隅，失之桑榆」。在這種情形下，美國很可能被迫每年都要輸出一千五百億美元，以彌補愈來愈嚴重的赤字。換言之，在外國人手中的美元和政府債券將愈來愈多，終於會達到兩兆美元。這不啻是創造規模空前「美元泡沫」，這個泡沫將成為一九九九年或二〇〇一年貨幣危機的前奏。

展望世局，我的結論是貨幣拔河將繼續下去，新的危機將爆發。在危機中，每一個國家都爭相保護本國利益，其中有贏家也有輸家；但我肯定，美國仍將是世界的頭號強國，美元也將是世界的主要貨幣。



殷序

『匯率拔河賽』是近年來難得一見的好書，作者保羅·艾爾德曼以深入淺出的筆法，有條不紊地敘述複雜的國際金融潛藏的問題、危機、與內涵。美元是否會崩潰掉？歐元出現後，世界金融體制會有何種可能的轉變？日本與美國間既愛且恨的關係，是否是會隨著日本經濟的衰弱而改變？在這一本書中就算找不到直接的答案，也可以由其敘述之中推理出其發展的方向。

作者清楚的指出為何利率的差異與政府的財政政策、赤字預算會影響國際間各國匯率的相互變化。文中剖析國際金融市場中的衍生性金融工具對於匯率的穩定與國際金融體制的安全，產生的破壞力量有多大，避險基金的操作方式所產生的隱憂何在。雖然在他撰寫本書時，東亞金融風暴剛剛才發生，其衝擊層面向屬區域性的危機，而長期資本管理避險基金（LTCM）震

撼整個華爾街的問題尚未出現，縱橫國際金融匯市的索羅斯也還未在俄羅斯鍛羽而歸，但作者卻在他對國際金融市場的隱憂之中多少指出問題之所在。

在美元充當國際金融體制中主要的清算貨幣時，美國政府的債券是各個國家投資者主要持有投資工具，美元不但是國際間交易的計算單位，也是交易的主要中介工具，更是國際間人們避險、儲蓄保值的貨幣，美國的國際收支逆差再大，也可以多印一些美元就可以應付。但是美元歷年來長期不斷的貶值走弱，美國對外的負債（包括美國流通在海外的美元、美國政府發行的各種債券、民間對外的債務、以及外人持有美國的產權等）不斷累積，早已超過美國所能承受的能力之外，成爲一個世界上人們最擔心的一個隱憂。因爲一旦有一個替代美元的貨幣出現（如歐元），或是有比墨西哥金融危機更爲嚴重的國際金融危機發生，觸發人們拋棄美元的國際金融恐慌，那麼不僅是美元的國際地位了結，國際金融體制崩潰，國際金融市場一片混亂；美國的國內經濟也將因爲國外的債權索取，與貨幣供給的遽增而進入恐慌階段，這就是本書中所稱的大清算日子的來臨。

日本的經濟是否在跳死亡之舞？日本的結構性轉型改革能否成功？日本是否會出現另一個類似明治維新的轉機？這是許多日本人與瞭解日本的專家們正在密切觀察的，也是本書作者本著對日本經濟的瞭解所做的推析。

在本書完成時，歐元的組合尚有許多未定之數，但是作者從二次世界大戰之後美元取代英鎊的國際通貨地位的過程與其影響來看，美元地位在下跌到一臨界點後，突然的瓦解崩潰並非無跡可尋，但是他仍然樂觀的估計美元會持續維持其國際金融市場的重要地位。不過，他也敏感的感覺到世界經濟的均勢正在快速的重整，其架構的移形易位的重要性如同拿破崙戰爭後維也納會議對歐洲所產生的衝擊；也類似二次大戰後東西對峙的兩極化世局；未來的世界新秩序將由各區域經濟板塊的集團來領導。

本書為一本可以知今，也可以知曉未來，值得一讀再讀的金融書，不論是大塊吞嚥、或細細品嚐，讀者均可以從中獲益良多。

殷乃平 謹識於指南山麓

目錄

序言

殷序

■ 第一部分

美日匯率 錯綜複雜

13

① 前言 15

② 受傷的北美三劍客

23

③ 悲情的日本投資者

35

④ 美國的財政政策

47

⑤ 脆弱的美日關係

59

■ 第二部分

經貿連動 禍福與共

69

⑥ 貿易赤字對美元的影響

71

⑦ 全球經濟的命運鎖鍊

80

■ 第三部分

回首過去 展望未來

125

⑧ 前景亮麗的美國經濟

127

⑨ 日本經濟的崩潰與重建

165

⑩ 歐洲聯盟的貨幣體系

203

⑪ 國際的連動關係

223

Practical 005——

匯率拔河賽

Tug of War

Paul Erdman 保羅·艾爾德曼 ◆ 著

霍達文 ◆ 譯

目錄

序言

殷序

■ 第一部分

美日匯率 錯綜複雜

13

① 前言 15

② 受傷的北美三劍客

23

③ 悲情的日本投資者

35

④ 美國的財政政策

47

⑤ 脆弱的美日關係

59

■ 第二部分

經貿連動 禍福與共

69

⑥ 貿易赤字對美元的影響

71

⑦ 全球經濟的命運鎖鍊

80

■ 第三部分

回首過去 展望未來

125

⑧ 前景亮麗的美國經濟

127

⑨ 日本經濟的崩潰與重建

165

⑩ 歐洲聯盟的貨幣體系

203

⑪ 國際的連動關係

223