

INTERNATIONAL FINANCE
(4th Edition)

国际金融

(原书第4版)

[英] **基思·皮尔比姆** 著

Keith Pilbeam

伦敦城市大学

汪洋 主译



金融教材译丛

INTERNATIONAL FINANCE
(4th Edition)

国际金融

(原书第4版)

[英] **基思·皮尔比姆** 著
Keith Pilbeam
伦敦城市大学

汪洋 主译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融 (原书第 4 版) / (英) 皮尔比姆 (Pilbeam, K.) 著; 汪洋主译. —北京: 机械工业出版社, 2015.10

(金融教材译丛)

书名原文: International Finance (4th Edition)

ISBN 978-7-111-51784-9

I. 国… II. ①皮… ②汪… III. 国际金融—高等学校—教材 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 237837 号

本书版权登记号: 图字: 01-2014-7777

Keith Pilbeam. International Finance, 4th Edition.

ISBN 978-0-230-36289-5

Copyright © 1992, 1998, 2006, 2013 by Keith Pilbeam.

Simplified Chinese Edition Copyright © 2015 by China Machine Press.

Published by arrangement with the original publisher, Palgrave MacMillan, Inc. This edition is authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Taiwan, Hong Kong SAR and Macau SAR).

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc

本书中文简体字版由 Palgrave Macmillan 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 卜龙祥

责任校对: 董纪丽

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2015 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 185mm × 260mm 1/16

印张: 29.25

书号: ISBN 978-7-111-51784-9

定价: 79.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东



简要来说,国际金融学研究的主要内容包括两个方面。一方面是从价格和数量两个维度来考虑,前者涉及各国货币之间的比价关系,后者涉及各国的国际收支状况以及各国的国际投资头寸——从理论层面来看,就是汇率理论和国际收支理论。另一方面是从历史的维度,纵向地考察国际货币体系的发展、欧元的诞生、人民币的国际化,国际社会先后出现的债务危机、货币危机、国际收支危机以及全球金融危机等。历史维度的研究无一不可以从各国对外经济贸易的价格和数量两方面来入手考察。国际金融学是国内金融专业非常重要的学科基础课,扎实掌握该课程的基本概念和关键的知识点,对于进一步探究当前中国政府所面临的国际金融领域的挑战是不可或缺的。

中国改革开放的历史也就是中国经济日益融入世界经济的历史,也是市场化的经济机制不断推进的历史。以人民币汇率为例,人民币汇率的合理价位是多少?以中国国际收支为例,如何解释1994年以来出现的以“双顺差”主导的国际收支结构?

1994年1月1日,人民币汇率实行并轨改革,人民币汇率从1美元兑换5.7元人民币贬值到1美元兑换8.7元人民币。这一举措扭转了当时出现的国际收支逆差问题。此后,人民币进入了缓慢的升值通道。直到1997年东南亚金融危机爆发,中国政府将人民币汇率维持在1美元兑换8.27元人民币的水平上,为保持国际金融体系的稳定和亚洲经济的复苏做出了巨大的贡献。上述汇率水平一直持续到2005年7月21日,中国政府宣布对人民币实行市场化改革,人民币汇率不再仅仅盯住美元,而是同时参考一篮子货币计算人民币汇率指数的变化,同时人民币升值到1美元兑换8.11元人民币的水平。2010年6月19日,中国人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性。这期间,人民币汇率处于缓慢的升值通道当中。

2013年年末至2014年年初,人民币兑美元的中间价升值到1994年以来的最高水平左右——1美元兑换6.09元人民币;2014年年末,人民币汇率虽然有小幅波动,但是仍然维持在高位水平。从国际背景来看,自2008年的全球金融危机爆发之后到2014年年末,人民币整体上处于升值态势。这中间还伴随着人民币国际化的改革推进。

2015年以来,人民币汇率逐渐进入贬值通道。2015年8月11日,中国人民银行决定完善人民币兑美元汇率中间价报价,即做市商在每日银行间外汇市场开盘前,参考上日银行间外汇市场收盘汇率,并综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化,向中国外汇交易中心提

供中间价报价。这一改革旨在增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性。同时人民币汇率中间价向下贬值近 2%。这引发了国际社会对人民币汇率的各种评论。这其中最为关键的问题是人民币汇率的合理水平到底是多少？

类似的难题还体现在如何度量中国的经济规模上。按照当年年末市场汇率计算，2014 年中国的 GDP 超过 10 万亿美元，占美国当年经济总量的 60%。然而，如果按照购买力平价法，根据国际货币基金组织和世界银行的测算，2014 年中国的 GDP 规模为 17.6 万亿美元，超过美国 17.4 万亿美元的 水平，是世界第一大经济体。哪一种汇率才相对准确地度量了中国的经济规模呢？

同样以国际收支为例，自 1994 年以来，中国政府的国际收支结构主要以“双顺差”为主，即经常账户顺差和资本账户顺差，从国民收入恒等式的角度来看，中国的经常账户顺差意味着中国的产出大于国内的吸收，是一个将资源让渡给世界其他国家的经济体，从而不断累积对外金融资产的负责任的大国。即使不考虑货币的时间价值，中国政府拥有的对外净金融资产规模要小于中国自 1994 年以来经常账户的顺差累计额？更值得讨论的是，好比一个收大于支的经济人，本身并不缺钱，但还是从别处大量借钱，其原因是什么？从资产负债表的角度来看，一种解释是该经济人的投资回报率要高于借入资金的利率水平，因此，通过这种负债经营方式可以显著提高其净资产收益率。反之，如果资产方的投资回报率低于负债利率的水平，其资本金将显著缩水。如果明白了这一道理，将中国的“双顺差”问题置于中国经济增速下滑的新常态的背景下来考察，中国的资本账户有可能面临巨大的挑战，即有可能一改过去的资本净流入的状态。资本的净流出不仅改变中国持续近 20 年的国际收支结构，而且将改变国际社会对人民币汇率的预期。所有这些都将对中国经济乃至世界经济产生不可小觑的冲击。

显然，只有具备了扎实的理论基础，才能在纷繁复杂的经济现象中找出规律，把握方向！对于在读金融专业的本科生和研究生来说，如何才能实现这一点呢？阅读经典教材是不二法门之一。当前，国际上出版的不少好的国际金融教材和专著都被很快引入国内。基思·皮尔比姆教授的《国际金融》（第 3 版）在国内已经有影印版，2013 年第 4 版面世。熟悉国际金融译著的国内读者都知道，基思·皮尔比姆教授的这本教材在中国读者中非常知名，不少老师将该书作为学生重要的参考书目。皮尔比姆教授的《国际金融》（第 4 版）的第一个特点是内容全面，它不仅包括传统理论，而且包括现代理论，如固定汇率制度与浮动汇率制度的优劣之争；它不仅包括理论分析，而且包括经验分析，尤其是后面这一点，在国内不少同类教材中涉及较少。第二个特点是将国际金融领域最新出现的问题包括在内，可谓与时俱进。这些内容包括外汇期权和外汇期货、欧洲债务危机乃至“债务抵押债券”和“信用违约互换”这类金融创新产品对全球金融危机的影响。第三个特点是按顺序介绍了战后布雷顿森林体系崩溃之后的发展变化、全球各地出现的债务危机和货币危机，以及对危机的各种解释。总之，本书类似于国际金融领域的一本百科全书。

接受了机械工业出版社的翻译邀请之后，我组织了我的同事和研究生来共同翻译。全书的翻译历时一年多。大体的分工如下：万鹏（导论，第1~11章，第13~15章，第17章）、戴超亮（第16~18章）、吴凯颢（第2章，第11章，第14~15章）、彭宝华（第13章，第15章，术语表），我的同事文艺博士（第12章，第16~18章）也参与了翻译工作。因为最后几章的内容较为复杂，所以同一章节由几位成员共同参与翻译。在校对过程中，除了以上研究生之外，还有罗杰和乐融同学参与了其中5章内容的校对。在最后，文艺博士还协助我对全书进行了统稿和润色。我本人全程参与了所有的翻译和校对工作。在翻译过程中，整个团队有过多讨论，并且做了交互检查，有的章节团队成员反复校对，努力做到“信、达、雅”。回顾此间辛劳过程，作为主译者，我仍然感到无比喜悦，同时感谢整个团队成员为此次翻译做出的努力。本书的顺利出版，还要感谢机械工业出版社的策划编辑王洪波女士和责任编辑卜龙祥先生的付出。没有策划编辑的推介，没有责任编辑的精心加工，也许本书的出版还要推迟不少时日。尽管如此，由于我们水平所限，书中各种纰漏和偏颇之处在所难免，敬请读者批评指正。

江西财经大学金融学院院长 汪洋

2015年9月1日于南昌



目 录

CONTENTS

译者序

导论 1

- 国际金融的主题 1
- 本书的特色 3
- 本书适用课程 4
- 内容介绍 4
- 如何使用本书 5
- 本书中的汇率定义 6

第一部分

国际收支理论和政策

第1章 外汇市场 8

- 1.1 引言 8
- 1.2 汇率的定义 9
- 1.3 外汇市场的特点和参与者 11
- 1.4 外汇市场中的套利行为 12
- 1.5 即期汇率和远期汇率 14
- 1.6 名义汇率、实际汇率和有效汇率 14
- 1.7 即期汇率定价的简要模型 18
- 1.8 不同的汇率制度 20
- 1.9 远期汇率的决定 25
- 1.10 套期保值者、套利者和投机者的相互作用 27
- 1.11 小结 29

第2章 国际收支 30

- 2.1 引言 30

- 2.2 什么是国际收支平衡表 31
- 2.3 国际收支平衡表数据的收集、报告和列示 31
- 2.4 国际收支平衡表的记账方法和账户设置 32
- 2.5 国际收支平衡表的子账户概述 33
- 2.6 国际收支平衡表中的交易记录 34
- 2.7 什么是国际收支顺差或逆差 35
- 2.8 净国际投资头寸和国际收支平衡 38
- 2.9 是否需要警惕美国的经常账户逆差 40
- 2.10 开放经济条件下的国民收入恒等式 43
- 2.11 开放经济条件下的乘数 46
- 2.12 小结 49

第3章 国际收支的弹性分析方法和吸收分析方法 51

- 3.1 引言 51
- 3.2 国际收支的弹性分析法 52
- 3.3 进出口需求弹性的经验证据 54
- 3.4 贬值或升值的传递效应 57
- 3.5 吸收分析法 57
- 3.6 贬值对国民收入的影响 58
- 3.7 贬值对直接吸收的影响 59
- 3.8 弹性分析法和吸收分析法的综合 61
- 3.9 小结 62

第4章 开放经济下的宏观经济政策 63

- 4.1 引言 63
- 4.2 内部平衡和外部平衡的问题 64
- 4.3 蒙代尔-弗莱明模型 65
- 4.4 开放经济中 IS 曲线的推导 66
- 4.5 开放经济中 LM 曲线的推导 67
- 4.6 开放经济中 BP 曲线的推导 68
- 4.7 模型的均衡 70
- 4.8 导致 IS-LM-BP 曲线位移的因素 71
- 4.9 内部平衡和外部平衡 72
- 4.10 固定汇率制度下的内部平衡和外部平衡 73
- 4.11 浮动汇率制度下的内部平衡和外部平衡 74
- 4.12 资本完全流动的小型开放经济 75
- 4.13 市场有效分类法则 78
- 4.14 蒙代尔-弗莱明模型的局限性 80
- 4.15 小结 81

第5章 国际收支的货币分析法 82

- 5.1 引言 82
- 5.2 简单的货币学派模型 83
- 5.3 国际收支失衡的货币学派观点 85
- 5.4 贬值的效果 87
- 5.5 货币学派的汇率方程 88
- 5.6 固定汇率制度下货币供给的扩张 89
- 5.7 浮动汇率制度下货币供给的扩张 90
- 5.8 固定汇率制度下国民收入增长的影响 92
- 5.9 浮动汇率制度下国民收入增长的影响 93
- 5.10 固定汇率制度下外国物价的上涨 94
- 5.11 浮动汇率制度下外国物价的上涨 95
- 5.12 货币分析法的含义 96

5.13 货币分析法的经验证据 96

5.14 对货币分析法的批评 97

5.15 小结 98

第二部分**汇率决定：理论、经验及政策****第6章 购买力平价理论和浮动汇率的经验 100**

- 6.1 引言 100
- 6.2 购买力平价理论和一价定理 101
- 6.3 绝对购买力平价和相对购买力平价 101
- 6.4 购买力平价的一般形式 102
- 6.5 购买力平价检验中的测量问题 104
- 6.6 购买力平价的经验证据 104
- 6.7 购买力平价经验证据的总结 109
- 6.8 购买力平价理论失灵的原因 110
- 6.9 巴拉萨-萨缪尔森模型 113
- 6.10 人均国民收入水平、各经济体的相对规模和购买力平价测算的重要意义 115
- 6.11 小结 117

第7章 现代汇率决定模型 118

- 7.1 引言 118
- 7.2 非抵补的利率平价 119
- 7.3 货币学派的汇率决定模型 120
- 7.4 货币学派弹性价格模型 121
- 7.5 货币学派的多恩布什粘性价格模型 125
- 7.6 对多恩布什模型的简要解释 125
- 7.7 对多恩布什模型的正式解释 126
- 7.8 商品市场均衡曲线的推导 127
- 7.9 货币市场均衡曲线的推导 128
- 7.10 货币供给扩张和汇率“超调” 129

- 7.11 货币学派粘性价格模型的重要性 130
- 7.12 Frankel 的“实际利差”模型 130
- 7.13 汇率决定的货币分析法的理论意义 132
- 7.14 对国内外债券不完全替代性的考察 135
- 7.15 综合的资产组合平衡模型 137
- 7.16 资产组合平衡模型的重要性 138
- 7.17 小结 139
- 9.6 对各种汇率模型的经验检验 165
- 9.7 不同的汇率模型：预测分析 167
- 9.8 对汇率模型结果不理想的解释 169
- 9.9 刻画汇率的“新闻”方法 171
- 9.10 长期汇率走势的可预测性 174
- 9.11 汇率预期的刻画 177
- 9.12 不同预期机制的经验检验 180
- 9.13 刻画汇率的替代性方法：技术分析和经济基本面分析 181

第8章 资产组合平衡模型 141

- 8.1 引言 141
- 8.2 风险溢价的概念 142
- 8.3 不同类型的风险 143
- 8.4 资产组合平衡模型 145
- 8.5 资产需求函数的推导 147
- 8.6 模型的均衡 148
- 8.7 外汇操作的效果 149
- 8.8 公开市场操作的效果 149
- 8.9 外汇冲销操作的效果 150
- 8.10 外汇操作、公开市场操作和外汇冲销操作之间的对比 151
- 8.11 模型的动态变化 152
- 8.12 风险认知变化的效应 153
- 8.13 货币融资与债券融资的财政扩张对比 153
- 8.14 风险溢价、不完全替代和完全替代 155
- 8.15 小结 156

第9章 汇率的经验证据 158

- 9.1 引言 158
- 9.2 什么是有效市场 159
- 9.3 外汇市场的有效性检验 160
- 9.4 对有效市场假说的各种检验 164
- 9.5 外汇市场有效性的研究总结 165

9.14 小结 183

第10章 固定汇率、浮动汇率和有管理的汇率 184

- 10.1 引言 184
- 10.2 赞成固定汇率的理由 186
- 10.3 赞成浮动汇率的理由 188
- 10.4 对固定汇率制度和浮动汇率制度的现代评价 190
- 10.5 目标函数的设定 190
- 10.6 模型 190
- 10.7 均衡水平的确定 192
- 10.8 货币需求冲击 193
- 10.9 总需求冲击 193
- 10.10 总供给冲击 194
- 10.11 有管理的浮动汇率制度 196
- 10.12 小结 199

第三部分

战后国际货币体系

第11章 国际货币体系 202

- 11.1 引言 203
- 11.2 布雷顿森林体系 204
- 11.3 布雷顿森林体系的特征 204
- 11.4 布雷顿森林体系简史 205
- 11.5 为什么布雷顿森林体系瓦解了 208

- 11.6 后布雷顿森林体系时代 211
- 11.7 1976年牙买加会议 216
- 11.8 蛇形浮动汇率体系和欧洲货币体系 217
- 11.9 第二次石油危机 218
- 11.10 耀眼的美元:1980~1985年 218
- 11.11 从《广场协议》到《卢浮宫协议》及其后续 219
- 11.12 20世纪90年代后的货币动荡与危机 219
- 11.13 信贷紧缩的影响 226
- 11.14 欧元区危机的影响 227
- 11.15 目前的汇率体系 227
- 11.16 关于国际货币体系的两极化观点:哪种汇率制度更优 229
- 11.17 国际货币体系的改革 232
- 11.18 威廉姆森的汇率目标区建议 232
- 11.19 麦金农的全球货币目标建议 233
- 11.20 托宾的外汇交易税建议 233
- 11.21 国际金融框架的改革 234
- 11.22 小结 236
- 第12章 欧洲货币市场与欧洲债券市场 238**
- 12.1 引言 238
- 12.2 欧洲货币市场与欧洲债券市场的参与者 239
- 12.3 欧洲货币市场的起源与发展 240
- 12.4 欧洲美元市场的特征 241
- 12.5 欧洲货币银行的竞争优势 242
- 12.6 国内商业银行与欧洲货币银行的共存 243
- 12.7 欧洲美元存贷款的创造 243
- 12.8 欧洲货币市场的利弊分析 244
- 12.9 欧洲货币市场与政府监管政策 246
- 12.10 国际资本市场与欧洲债券市场 246
- 12.11 欧洲债券市场的起源与发展 247
- 12.12 欧洲债券的典型特征 247
- 12.13 欧洲债券市场的调控与监管 249
- 12.14 欧洲债券发行的管理 249
- 12.15 欧洲债券市场的创新 251
- 12.16 小结 251
- 第13章 外汇衍生品:期货、期权和互换 253**
- 13.1 引言 254
- 13.2 衍生品市场的发展 254
- 13.3 在交易所交易的期货合约和期权合约 255
- 13.4 外汇期货合约和外汇远期合约 255
- 13.5 持仓量与对冲平仓 257
- 13.6 运用外汇期货合约进行套期保值 258
- 13.7 期货/远期头寸盈利/亏损的对称性 259
- 13.8 外汇期货合约的定价 260
- 13.9 外汇期权 261
- 13.10 外汇期权合约与远期合约在套期保值上的运用比较 263
- 13.11 外汇期权与外汇远期合约在投机上的运用比较 264
- 13.12 期权合约的作用 266
- 13.13 期权合约和期货合约的区别 266
- 13.14 外汇期权合约的定价 266
- 13.15 内在价值和时间价值 267
- 13.16 期权费在时间价值和内在价值之间的分配 268
- 13.17 Garman-Kohlhagen的期权定价公式 272
- 13.18 Garman-Kohlhagen公式的数值示例 273

- 13.19 外汇期权定价公式存在的问题 274
- 13.20 场外期权交易市场 275
- 13.21 互换市场 275
- 13.22 货币互换的潜在情形 276
- 13.23 货币互换协议 276
- 13.24 互换市场异于远期及期货市场的显著特征 278
- 13.25 小结 279
- 附录 13A 280
- 第 14 章 国际宏观经济政策的协调 281**
- 14.1 引言 281
- 14.2 国际政策协调的含义 282
- 14.3 为什么需要国际政策协调 282
- 14.4 国际政策协调的收益 285
- 14.5 从博弈论角度论证国际政策协调的收益 287
- 14.6 国际政策协调的其他潜在收益 288
- 14.7 国际政策协调使经济状况恶化的可能性 289
- 14.8 对国际政策协调收益和损失的估计 290
- 14.9 国际政策协调的难题和障碍 292
- 14.10 小结 293
- 第 15 章 拉丁美洲债务危机 295**
- 15.1 引言 295
- 15.2 中低收入发展中国家 296
- 15.3 中等收入发展中国家的特点 297
- 15.4 发展中国家的债务经济学 298
- 15.5 发展中国家不同类型的资本流入 298
- 15.6 债务水平的度量 299
- 15.7 拉美债务危机的背景和起源 301
- 15.8 拉美债务危机的出现 302
- 15.9 墨西哥政府宣布延期偿债 303
- 15.10 拉美债务危机的规模 304
- 15.11 对供求框架下债务危机的分析 305
- 15.12 违约经济学 306
- 15.13 拉美债务危机中各当事方的角色和观点 308
- 15.14 拉美债务危机的应对 310
- 15.15 对拉美债务危机应对措施的总体评价 316
- 15.16 后布雷迪计划时期三大债务国的危机 318
- 15.17 小结 318
- 第 16 章 欧洲货币体系和欧洲经济与货币联盟 320**
- 16.1 引言 321
- 16.2 洞中之蛇 322
- 16.3 欧洲货币体系的背景 323
- 16.4 欧洲汇率机制 324
- 16.5 欧洲货币单位及其充当的“偏离度”指标的角色 325
- 16.6 融资工具与货币合作 325
- 16.7 对欧洲货币体系的评价 326
- 16.8 欧洲经济与货币体系作为反通胀区域 328
- 16.9 欧洲货币体系的干预政策 331
- 16.10 欧洲汇率机制国家和非汇率机制国家的经济表现 331
- 16.11 经济和货币联盟意味着什么 333
- 16.12 经济与货币联盟的好处 333
- 16.13 欧洲经济与货币联盟的成本 335
- 16.14 通往欧洲经济与货币联盟之路的历史 338
- 16.15 《马斯特里赫特条约》 340
- 16.16 对马斯特里赫特标准的评价 341
- 16.17 《稳定与增长公约》 342
- 16.18 向单一货币的转变 342

- 16.19 欧元在外汇市场的表现 344
- 16.20 欧元体系 345
- 16.21 《稳定与增长公约》的失败 346
- 16.22 欧洲汇率机制 II 348
- 16.23 PIIGS 与欧元区危机 348
- 16.24 对希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙的救助计划 350
- 16.25 资产担保债券购买计划 354
- 16.26 证券市场项目 354
- 16.27 长期再融资操作 354
- 16.28 《财政协议》 355
- 16.29 欧洲稳定机制 356
- 16.30 直接货币交易计划 357
- 16.31 解决欧洲债务危机的方案 357
- 16.32 加盟国家与欧洲经济与货币联盟 359
- 16.33 小结 361
- 第 17 章 货币危机和东亚金融危机 363**
- 17.1 引言 363
- 17.2 货币危机的第一代模型 364
- 17.3 货币危机的第二代模型 367
- 17.4 货币与金融危机的第三代模型和其他模型 369
- 17.5 亚洲金融危机的前夕 371
- 17.6 宏观经济基本面 371
- 17.7 危机中外部因素的作用 376
- 17.8 金融系统的作用 377
- 17.9 危机的直接原因 379
- 17.10 危机的分析 381
- 17.11 IMF 对危机的处置 383
- 17.12 IMF 方案的评价 384
- 17.13 各国在危机中和危机后的经济表现 386
- 17.14 预警系统 386
- 17.15 小结 387
- 第 18 章 金融创新和信贷紧缩 390**
- 18.1 引言 391
- 18.2 金融创新：抵押债务凭证与信用违约互换 391
- 18.3 特殊目的载体/特殊目的实体 393
- 18.4 结构化投资载体 394
- 18.5 信用衍生品和信用违约互换 395
- 18.6 信用衍生品定价 401
- 18.7 信贷紧缩 402
- 18.8 信贷紧缩的原因 404
- 18.9 监管规则变动和去监管化 404
- 18.10 银行贷款标准降低和逆向选择 405
- 18.11 家庭负债上升 406
- 18.12 金融创新和信用评级机构 407
- 18.13 金融体系杠杆增加 407
- 18.14 风险定价错误 407
- 18.15 激励结构与银行风险管理实践 408
- 18.16 对信贷紧缩的应对 410
- 18.17 官方短期利率下调 411
- 18.18 流动性供应和最后贷款人机制 412
- 18.19 量化宽松 413
- 18.20 财政刺激 414
- 18.21 金融机构救助 415
- 18.22 小结 421
- 术语表 424**
- 延伸阅读 430**
- 参考资料 453**

国际金融的主题

概括地说，国际金融的主题涉及各国之间的货币和宏观经济联系。国际金融是一门不断发展的学科，主要分析现实世界中的问题，如国际收支问题与政策、汇率变动的影响因素以及经济体之间宏观经济联系所造成的影响。

许多经济学家曾经预测 1973 年实行普遍的浮动汇率制度将降低人们对这一学科的关注。经济学家们还认为汇率波动会消除以往人们对于国际收支失衡的担忧。事实证明，他们的预测和看法都错了！浮动汇率制度并没有解决国际收支领域的主要问题，而且近些年来，创下历史纪录的美国国际收支逆差问题已经成为全球经济关注的焦点。浮动汇率制度实施以来，一直表现出汇率波动频繁且大幅度偏离购买力平价的特点。但令人振奋的是，不断提出的新理论解释了这些现象并且经过了严格的实证分析的检验。尽管最近的文献强调购买力平价从长期来看仍然是有解释力的，但是学术界目前的争论主要集中在汇率偏离购买力平价之后调整的速率问题。

石油价格在 1973 年年末翻两番，在 1979 年再次翻番，给世界经济带来了巨大的动荡。当时世界各大经济体表现各异：英国和意大利的通货膨胀急剧增加，日本和德国则成功控制住了通货膨胀。在如此动荡的国际经济局势下，创造一个稳定的货币区成为欧共体中大多数国家的共同愿望，因此欧洲货币体系在 1979 年应运而生。尽管初创时饱受怀疑并遭受零星的投机性攻击，但这个货币体系一直维系到了 1998 年年末。1999 年 1 月 1 日，欧盟最终如愿以偿建立了永载史册的包括 11 个创始国在内的经济与货币联盟。2001 年元旦，希腊也获准加入货币联盟，鉴于欧元从 2002 年元旦开始进入日常流通领域，希腊因此也能够完全参与其中。欧洲货币联盟的创立可能是自 20 世纪 70 年代早期布雷顿森林体系瓦解以来国际货币领域中最令人瞩目的成就了。自欧元创立以来，在国际外汇市场上历经动荡，从最初的 1 欧元兑 1.17 美元到 2000 年 10 月 1 欧元兑 0.82 美元，创下历史最低。之后又大幅回升，在 2008 年 3 月曾达到 1 欧元兑 1.58 美元的水平，随之而来的是在 2012 年 6 月又回落到 1 欧元兑 1.25 美元附近。自 1999 年欧元

诞生以来,市场人士曾经认为像葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙(“欧猪五国”)这些政府的债务以欧元计价后,这些国家的政府债券的收益率就应该和德国政府债券的收益率大致相同。全球金融危机暴露出这些经济体千差万别的财政状况,也充分暴露了欧元无法合理地给这些国家的信用风险定价。“欧猪五国”的国债收益率大幅上升的同时,德国的国债收益率却显著下降。“欧猪五国”的利率趋高以及爆发的经济危机使得国际社会对爱尔兰、希腊、葡萄牙和西班牙的救助势在必行。甚至类似希腊退出欧元区以及可能随之而来的金融与经济动荡的传闻四起。

自从布雷顿森林体系崩溃以来,美元自身也经历了一段风云跌宕的历程。20世纪70年代,美元对其主要贸易伙伴国的货币普遍贬值,但在1982~1985年间,美元实际汇率却出现了大规模持续升值,这在很大程度上是由于在国际层面上各国采取不同的宏观经济政策所造成的。美国财政赤字规模不断扩大、实际利率不断上升,然而与此同时,欧洲和日本却采取了较之美国更为紧缩的财政政策。随之而来的美元升值引起美国与其主要贸易伙伴国的贸易摩擦。为了减少这些政策差异所带来的危害,对于宏观经济政策更广泛合作的诉求随之而来。经济学文献中有关对经济合作带来的潜在收益的大量研究也纷至沓来。

1982年8月,以墨西哥政府宣布中止债务偿还为标志的拉美债务危机拉开了序幕,引发了世界对国际银行体系稳定性的重大关切。国际社会几乎耗费了大约15年的时间来度过危机中最糟糕的阶段。尽管1994年拟议中的解决方案布雷迪计划出台,但是四个主要债务国中的三个国家依然爆发了严重的经济危机。比较典型的有1994~1995年的墨西哥经济危机,1999年的巴西经济危机以及2001年12月的阿根廷经济危机。阿根廷在2002年1月宣布中止债务偿还,并放弃了阿根廷比索与美元挂钩的货币局制度。

过去30年以来,东南亚国家经济发展迅速,对世界经济的重要程度显著增加。然而,1997年7月泰铢贬值标志着“亚洲奇迹”戛然而止,所谓的“亚洲金融危机”就此上演。在一年半的绝大多数时间里,亚洲金融市场经历了前所未有的动荡,货币大幅贬值、股市暴跌并且波动剧烈。金融市场的动荡表现为许多亚洲国家实际产出的大幅下降,并引发了国际社会对这些国家经济体系真真切切的反思。虽然这些国家自此以后经济都已稳定下来,但经济学界一直围绕贸易和金融危机传染的渠道效应、道德风险和羊群效应等问题展开研究,希望厘清此次危机的来龙去脉。最近已有建立早期预警系统的动议,旨在危机爆发之前发现潜在危机。

过去45年金融市场的另一个主要发展是衍生金融工具如期货、期权和互换的交易呈指数增长。这些衍生工具可以被公司用来对冲风险,但同时也成为人们关注的焦点。因为不少政府当局、公司和银行要么对衍生工具缺乏足够的了解,要么持有过多的风险头寸,遭受了巨大损失。这样的例子比比皆是,如美国奥兰治县损失17亿美元;声名狼藉的交易员尼克·里森导致巴林银行损失8.27亿英镑;Aramanth基金的对冲基金交易员布莱恩·亨特在短短六周内就造成60亿美元的损失;法国兴业银行流氓外汇交易员杰尔姆·克维尔损失60亿美元;最近摩根大通交易员布鲁诺·伊克希尔在信用衍生品交易方面损失也接近60亿美元。当然,在全球范围内,次贷危机让银行体系和金融业的损失更为巨大,主要集中在新型金融工具比如担保债务凭证和信用违约掉期的交易方面。

2007年所谓的“信贷紧缩”(credit crunch)危机爆发,引发了自第二次世界大战以来时间最长的经济衰退和金融动荡。为了救助银行体系,重振经济,各大经济体都制定了最激进的

政策。至于该政策是否合理，要留到未来讨论。如果要充分理解信贷紧缩危机及其演变，那么就有必要了解若干新的术语，比如“担保债务凭证”（CDO）、“信用违约互换”（CDS）。信贷紧缩危机引出了大量新的课题，比如银行家的薪金、金融创新的收益和成本，银行大而不倒的问题，道德风险，对银行及其他系统性重要金融机构实施新的监管制度的需求，等等。

并不意外的是，针对上述的诸多现实变化，相关文献如雨后春笋般地涌现。尽管涉及这些话题的优秀教材不在少数，但要推荐一本经典之作依旧令人难以取舍。部分教材注重理论研究却忽略了经验分析，另一部分教材对近些年来的汇率理论分析很出色，但传统的汇率理论和国际收支理论分析的假设却不尽合理。尽管过去的某些教材对传统的理论分析比较到位，却遗憾地忽略了当前的文献。本书前3版的撰写旨在向读者提供一本核心教材，并以一种简单易懂、与时俱进的方式介绍国际金融领域的发展。考虑到本书前几版广受赞誉、好评如潮，近期信贷紧缩危机和欧债危机的演变以及这门学科理论和实践的进展，第4版需要顺应形势，这正是我在此呈现的。如今经济学教学日渐本末倒置，数学和计量经济学成为经济学的先导课程。我倾向于认为本书扭转了以上趋势，而且正是本着这一指导思想撰写这本教材的，因此我问心无愧。最近的金融危机也表明银行过度依赖于复杂的数学模型来管理风险，结果损失惨重，酿成危机。

本书的特色

本书的特色可以概括如下。

本书不仅给出了国际金融领域的传统理论，而且给出了其现代理论。本书尽可能按照时间顺序论述，以便让学生了解这门学科发展的历史脉络。

本书并不纯粹停留在理论层面上，也向读者呈现了与理论相关的对经验证据的理性评价。

- 阅读本书并不需要学生有非常深的专业知识。尽管如此，为了看懂本书涵盖的若干重要且更专业的话题，需要读者具备基本的数学和统计学知识。
- 本书运用了大量示意图、图形、表格来阐述相关理论。
- 本书详细介绍了国际金融领域重要的最新进展，而非蜻蜓点水，一笔带过。尤其值得一提的是，本书用好几章的篇幅全面深入地介绍了国际政策协调、外汇衍生品、欧洲货币联盟、国际债务危机、亚洲金融危机和信贷紧缩危机。除此之外，还涵盖了汇率“超调”、时间不一致性、博弈论、货币危机和道德风险等问题。关于信贷紧缩危机的新增章节不仅源于国际社会对此次事件的高度重视，也体现出学生对于金融创新和类似“债务抵押债券”和“信用违约互换”概念理解的重要性。
- 在本书末尾的延伸阅读部分，可以找到帮助你继续深入了解相关章节主题的参考书目。
- 考虑到越来越多的学生和老师使用互联网，我在书中收录了一些有用的网址链接和优秀博客，以方便读者了解国际金融领域的最新发展。这些网站常常可以提供国际金融领域海量的宝贵信息、数据和最新研究成果。我自己的网站 BusinessEconomics.com 也被收录其中。此外，本书也有自己的网站，涵盖了本书所有的图形、表格和练习以及大量有价值的友情链接。本书网址链接：<http://www.palgrave.com/business/pilbeam>。

本书适用课程

就专业知识的深度和广度而言,本书适宜作为不同年级的教材。本科生和一年级研究生可将本书作为国际经济学、国际货币经济学和国际金融课程的主要教材。这本书中所涵盖的许多内容尤其适用于 MBA 课程中的国际金融部分的教学。本书部分章节与中级宏观经济学和国际关系课程密切相关。

内容介绍

在本教材的撰写过程中,我难以在让人眼花缭乱的大量模型中进行取舍。与此同时,要找到一个可以概括各种理论的一般模型的确困难重重,因为这样的模型很快就会变得令人难以捉摸。最后,我决定采用那些主流模型,尽管主流模型中的假定在不同的章节会有很大差别。在每一章开篇就有对理论假设的清楚阐述以及对不同模型差异的对比,希望这能够有助于学生深理解。

这本书分为三部分。第一部分主要讲述了国际收支的理论及其政策。第二部分主要讲述了汇率决定的理论及其政策,其中包括对汇率的实证检验。第三部分介绍了国际货币体系的演进和发展历程,分析了当代国际金融体系的主要特征。

总的来讲,本书的每一部分都尽量按时间顺序叙述,学生将对这门学科的发展脉络有全面的认识。各章内容简要概括如下。

第一部分 国际收支理论和政策

第 1 章介绍了外汇市场,并为本书其余章节的学习提供了必要的背景介绍。第 2 章介绍了国际收支平衡表的统计及其解释。第 3 章阐述了国民收入和国际收支恒等式,而后检验了针对货币贬值的传统理论——弹性论和吸收论,这两个理论在 20 世纪 30~50 年代得以发展。第 4 章运用凯恩斯主义的 IS-LM-BP 模型,分析开放经济条件下的宏观经济政策的效果。该模型是 60 年代各国制定经济政策的基础,用于分析同时实现内外均衡目标时财政政策、货币政策和汇率政策的有效性。第 5 章延续了第 4 章的分析,检验了出现在 60 年代晚期和 70 年代早期具有特色的国际收支货币分析法。

值得注意的是,第 4 章的凯恩斯主义模型和第 5 章的货币主义模型之间的差别非常大。凯恩斯主义模型假定国内价格不变,总供给曲线保持水平状态,因此总需求的任何变化都会导致产出变化,而价格保持不变。这和货币主义模型的假设完全相反。货币主义模型假定在充分就业的产出水平下,总供给曲线保持垂直状态,因此总需求的任何变化都会导致价格发生变化,而不是产出发生变化。凯恩斯主义模型从流量的角度分析资本流动,假定商品不完全可替代;而货币主义模型从存量的角度分析资本流动,假定商品完全可替代。

第二部分 汇率决定:理论、经验及政策

第 6 章从购买力平价理论(最早的汇率理论之一)着手分析汇率决定。事实证明购买力平

价并不是解释浮动汇率变化的一个有力指标，而且对购买力平价理论失灵的各种解释也引发了人们的广泛讨论。其中新增的一节讨论了人均 GDP 度量指标和经过购买力平价换算之后的各经济体之间的相对经济规模，表明了购买力平价的概念对理解世界经济的重要性。第 7 章阐述了现代货币主义的汇率决定理论，该理论发展于 20 世纪 70 年代，强调货币因素在解释汇率行为的重要性。本章首先解释了“弹性价格”货币模型，之后介绍了多恩布什的“粘性价格”模型，最后讲述了弗兰克尔的“实际利率差异模型”。这一章也介绍了汇率决定理论的风险溢价和资产组合平衡理论。在货币主义汇率决定理论发展的同时，资产组合平衡汇率模型也得到发展。该模型在第 8 章详细阐述，强调风险因素和经常账户失衡在汇率决定方面具有重要影响。

第 9 章讲述了对于浮动汇率的实证研究，它在 20 世纪 70 年代才真正起步，但从此便得到迅速发展。第 9 章检验了三个主要的现实问题：首先，外汇市场是否是有效的；其次，现代汇率理论是否完美地描述了汇率行为；最后，关于汇率预期的形成。最近的研究得出了若干重要的结论，认为经济基本面仍然对于长期的汇率预测有重要价值。第 10 章主要关注汇率政策，首先回顾了对于固定和浮动汇率制度优劣对比这个传统问题的争论，然后运用现代汇率政策分析方法，比较在这两种汇率制度下实现经济稳定的效果。

第三部分 战后国际货币体系

第 11 章概述了战后国际货币体系的发展，从布雷顿森林体系的运行和最终瓦解入手，全面分析了自实行浮动汇率制度以来国际货币体系的重大发展。第 12 章深入探究了欧洲货币和欧洲债券市场，这两者正日益成为国际金融全球化的重要载体。第 13 章详述了衍生工具的基本知识，辨析了期权、期货和互换的区别以及它们的定价原理。第 14 章综述了国际政策协调的相关文献。自 1985 年来学者们对这个主题展开了大量的研究，但结论依旧莫衷一是。第 15 章分析拉美债务危机引起的诸多问题。本章详尽地叙述了危机的来龙去脉，内容涵盖了 1994 ~ 1995 年墨西哥危机、1999 年巴西货币贬值以及 2001 年 12 月阿根廷债务违约、次年结束其货币局制度等一系列事件。第 16 章考察了欧洲经济和货币联盟的主要成就。本章已全面更新，介绍了最近爆发的欧债危机，重点包括财政协定、欧洲稳定机制、“欧元债券”以及其他进展。第 17 章涵盖了货币危机理论，讲述了第一代、第二代和第三代模型，并且特别着眼于这些模型在分析东亚金融危机可能会起到的作用。除此之外，第 17 章还提到了最近发展起来的早期预警体系的相关文献。最后是新增的第 18 章，分析了信贷紧缩危机的成因以及类似抵押债务证券和信用违约互换等金融创新的作用，以及相应的政策应对。

如何使用本书

本书所涉及的内容非常广泛，教师可灵活根据要求适当设计教学内容。第 1 ~ 5 章可能是大部分国际金融课程中最重要的支柱部分。第 6 章购买力平价理论是汇率理论和浮动汇率制度的核心部分。之后，现代汇率理论的讲授深度要取决于这门课程的课时和重点。第 7 章系统地讲述了现代货币主义模型。毫无疑问，多恩布什的汇率超调模型对人们深入理解汇率变化现象