

國際金融

二版

MARKETS, THEORY AND

市場、理論與實務

黃昱程 著

二版序

本書有系統地闡述國際金融的基本原理，用深入淺出的筆法說明各種概念、制度及理論，只要具備經濟學基礎，都可藉由本書的解說，瞭解國際貨幣與金融體系的運作。

本書共分為三大部分，第一大部分(1~8章)主要介紹國際貨幣與金融的基本觀念，包括金融危機與國際金融體系近期發展、國際收支、匯率與外匯市場、國際貨幣制度、遠期外匯與其他主要外匯金融工具。第二大部分(9~12章)說明匯率決定理論，包括購買力平價理論、資產分析法、中央銀行與外匯干預，以及國際收支失衡的調整。第三大部分(13~17章)主要探討不同匯率制度的經濟政策效果，並介紹政策協調、貨幣同盟及匯率目標區機制，另探討資本移動等相關議題。

2007年中至2009年初，美國次級房貸風暴引發全球金融危機，並造成大蕭條以來最嚴重的景氣衰退，為刺激景氣及挽救瀕臨崩解的金融體系，主要國家陸續推出救市方案，以及振興景氣措施，其中，以美國推出的「量化寬鬆貨幣政策」最受矚目。主要國際金融組織亦出面協調，希望採取國際合作解決危機與紛爭。然而，許多國際金融問題仍懸而未決，例如，大量資本移動、國際收支失衡、國家債務問題、匯率過度波動，以及美國與美元承擔國際貨幣體系重任所引發之問題等。美國的量化寬鬆貨幣政策，試圖解決其國內景氣低迷的問題，但對國際金融體系則產生不少後遺症，例如，新興國家「資產泡沫」及其貨幣升值、貨幣戰爭、美元貶值、黃金飆漲等。

第二版在章節編排上，作了一些改變，包括新增第1章，並將第一版第2章匯率及外匯市場拆成二章(ch3及ch4)，因此，較上一版增加二章；第二版全面更新統計資料，大多更新至2010年9月底。此外，第二版亦配合國際金融市場、國際金融理論與實務的新發展，作了許多必要的增修，特別是，探討或回應上述議題。各章增修要點如次：

- 第1章：金融危機如何擴散、國際金融體系的近期發展與問題。
- 第2章：如何解讀國際收支。
- 第3章：全球官方外匯資產之幣別組合，以及工業化國家及開發

中國家外匯存底的消長。

- 第 4 章：實質有效匯率指數高低及升降的意涵，以及探討新台幣是否低估。
- 第 5 章：美元化、維持布列頓森林制度的努力，以及布列頓森林制度瓦解三步曲。
- 第 6 章：新增效率市場及隨機漫步。
- 第 7 章：新增選擇權結清部位的方式、選擇權交易損益的計算。
- 第 8 章：圖示說明即期對遠期、遠期對遠期的換匯交易，以及新增換匯交易與換匯換利的一些功能。
- 第 9 章：新增本國生產力提高與貨幣升值的關係，以及探討美國「量化寬鬆貨幣政策」與美元走勢的關係。
- 第 10 章：圖示說明利率升降與貨幣升貶之關係。
- 第 11 章：新增不同匯率制度下，匯率對外匯供給增加之可能反應；依意欲影響匯率走勢的程度將外匯干預予以分類。
- 第 12 章：新增圖示說明三種國際收支均衡理論。
- 第 14 章：新增常見的資本限制措施。
- 第 15 章：新增外國大量增加貨幣對他國之衝擊—以美國量化寬鬆貨幣為例；探討「貨幣戰爭」議題。
- 第 16 章：新增法則式與權衡式協調、是否加入通貨區之抉擇、經濟整合的 5 種層次，以及修訂歐洲貨幣制度的演進。
- 第 17 章：新增 IMF 組織、近期 IMF 治理方面的主要改革、IMF 投票權比重的消長、歐洲中央銀行體系的組織與運作，以及如何因應大量資本流入。

本書第二版特色為：

- 1.概念化：以深入淺出的筆法闡述國際金融，並輔以大量簡單易懂的圖、表；另新增「國金小百科」，闡述重要名詞或概念，例如，黑天鵝效應及羊群效應(ch1)、大麥克指數(ch9)、托賓稅(ch17)等。
- 2.實際演算：新增「計算範例」方塊，以實際數字來驗算內文理論或公式。

3.國際視野：闡述國際金融理論時，儘量會以國際數據或案例予以說明。

4.理論與實務配合：近 50 餘則「理論與實務專題」，讓讀者能將理論融入實務，例如，美、日利率與日圓匯率的關係(ch10)、美國經常帳赤字與美元匯率(ch12)。

5.網路學習：各章除有「自我評量」習題外，另有「網路學習」單元。

本書適合作為大學部、四技二專、碩專班及 EMBA 相關課程之教科書，亦可作為社會人士進修的參考書。本書核心章節為第 1~6 章、9~12，以及 14~17 章；任課老師可視實際需要及學生背景，選擇全部或部分章節授課。例如，課程規劃著重國際金融市場及實務面者，講授內容可多配置前半段章節；課程規劃若著重國際金融理論者，可多著墨後半段章節。本書承蒙各大專院校老師的採用，在此表達由衷的感謝，仍請各位老師及學者專家不吝給予指教。

本書的問世，要感謝華泰文化事業的林副總金塗、杜總編輯啟華、劉經理朝棟，以及鍾豐駿先生等人的大力支持與鼓勵。作者雖然多年來均從事貨幣金融相關工作、教學與研究，撰寫過程中亦戮力以赴，然疏漏錯誤之處仍恐難免，尚祈 讀者先進不吝予以批評與指正。

黃昱程

2010.12.5

目錄

第一章	國際金融體系的近期發展	1
第 1 節	緊密連結的國際經濟	2
第 2 節	金融危機	4
第 3 節	國際金融體系的六大發展趨勢	19
第 4 節	當前國際金融的重大課題	21
專題 1.1	國際股市的相互依存度	3
專題 1.2	大蕭條以來最嚴重的金融風暴——美國次級房貸危機	9
小百科	黑天鵝效應	13
小百科	羊群效應	16
小百科	星巴克指數理論	18
第二章	國際收支帳	27
第 1 節	國民所得帳	28
第 2 節	國際收支帳	36
第 3 節	如何解讀國際收支帳	45
第 4 節	國際收支帳的記帳實例	48
第 5 節	儲蓄、投資與貿易帳	52
專題 2.1	所得項目收支加重美國經常帳的波動性	39
專題 2.2	國際收支表編製範例	43
專題 2.3	美元龐大經常帳赤字會引發美元危機嗎？	47
專題 2.4	美國 8,500 億美元紓困方案會不會造成雙赤字	54
小百科	名目 GDP 與實質 GDP	32
小百科	淨債權國與淨債務國	35
小百科	熱錢	41

第三章	匯率及外匯市場概要(一)	59
第 1 節	外匯的概念	60
第 2 節	匯率的概念	68
第 3 節	升貶值的意義與衡量	77
專題 3.1	外匯存底的 3 大迷失	65
專題 3.2	即期匯率的報價慣例	72
專題 3.3	2010 年日圓大幅升值影響日本經濟？	81
小百科	交叉匯率	70
小百科	名目匯率&實質匯率	75
第四章	匯率及外匯市場概要(二)	85
第 1 節	有效匯率	86
第 2 節	外匯市場結構、特性與功能	93
第 3 節	外匯市場交易工具	99
第 4 節	外匯市場交易概況	106
專題 4.1	新台幣是否低估之論戰	91
專題 4.2	日圓有效匯率與利差交易之關係	92
專題 4.3	全球前 10 大金融中心	98
小百科	黑市	94
小百科	外匯經紀商	96
小百科	電子中介系統	96
第五章	國際貨幣制度	117
第 1 節	國際貨幣制度	118
第 2 節	各國現行匯率制度	119
第 3 節	金本位制度	125

第 4 節	布列頓森林制度	132
第 5 節	浮動匯率制度	142
專題 5.1	香港聯繫匯率制度	124
專題 5.2	經濟大蕭條期間各國經濟復原的比較	131
小百科	美元化	122
小百科	黃金基金	136
小百科	羅莎公債	136
小百科	廣場協議	143
第六章 遠期外匯市場		149
第 1 節	匯率風險	150
第 2 節	遠期外匯市場	153
第 3 節	無風險利率平價	162
第 4 節	風險利率平價	169
第 5 節	外匯期貨	176
第 6 節	境外金融中心	180
專題 6.1	壽險業匯兌損失超過 300 億元	151
專題 6.2	NDF 與即期匯率之互動關係	162
專題 6.3	遠期匯率與隨機漫步預測能力之比較	175
小百科	效率市場	171
小百科	隨機漫步	174
第七章 外匯選擇權		185
第 1 節	選擇權的意義與種類	186
第 2 節	外匯選擇權契約的規格	189
第 3 節	選擇權的價格	195

第 4 節	選擇權交易損益	198
第 5 節	選擇權的特性	200
第 6 節	外匯選擇權的功能	202
第 7 節	外匯選擇權的操作策略	204
專題 7.1	外匯投機操作損失慘重	203
專題 7.2	宇銓電子公司操作外匯選擇權虧損個案	213
第八章	通貨交換、換利及換匯換利	217
第 1 節	交換的意義與起源	218
第 2 節	通貨交換	221
第 3 節	利率交換	228
第 4 節	通貨利率交換(換匯換利交易)	233
第 5 節	交換的特性	238
第 6 節	交換市場概況	240
專題 8.1	寶齡公司交換失利個案	232
專題 8.2	AIG 倒閉危機與信用違約交換	237
小百科	雙邊通貨互換機制	220
小百科	信用違約交換	236
第九章	物價與匯率—購買力平價	245
第 1 節	購買力平價理論	246
第 2 節	購買力平價理論的實證	250
第 3 節	購買力平價偏離的原因	256
第 4 節	長期間影響匯率的因素	258
第 5 節	貨幣分析法的長期匯率模型	265
專題 9.1	通貨膨脹率差距與匯率變動率	254

小百科	大麥克指數	251
小百科	量化寬鬆貨幣政策	268
第十章 利率與匯率—資產分析法		275
第 1 節	外幣資產的需求	276
第 2 節	資產分析法	278
第 3 節	利率及預期心理對匯率之影響	284
第 4 節	貨幣供給、利率與匯率	289
專題 10.1	風險利率平價不成立之謎	281
專題 10.2	美、日利率與日圓匯率的關係	288
專題 10.3	貨幣危機時的匯率過度反應	300
小百科	過度反應	299
第十一章 中央銀行與外匯干預		303
第 1 節	央行的核心業務與國際業務	304
第 2 節	貨幣供給的決定	307
第 3 節	外匯干預、沖銷與貨幣供給	312
第 4 節	外匯干預的效果與成本	322
專題 11.1	外匯操作對貨幣基數及貨幣供給額的影響	311
專題 11.2	外匯干預報告的 8 項重要結論	318
專題 11.3	沖銷式干預的一些數據	321
專題 11.4	央行發生虧損的二十大原因	326
小百科	匯率操縱國	316
第十二章 國際收支失衡的調整		331
第 1 節	彈性分析法	332

第 2 節	吸納分析法	341
第 3 節	貨幣分析法	345
專題 12.1	美國經常帳赤字與美元匯率	338
專題 12.2	轉嫁效果不完全之因素	340
專題 12.3	以吸納分析法來調整美國經常帳逆差的 3 個問題	344
第十三章	開放經濟體的架構	355
第 1 節	總產出的決定	356
第 2 節	IS 曲線	363
第 3 節	LM 曲線	368
第 4 節	IS/LM 模型中財政及貨幣政策效果	372
第 5 節	BP 曲線與 $IS-LM-BP$ 模型	377
專題 13.1	利率與貨幣持有傾向之關係	369
專題 13.2	1929 年經濟大蕭條 vs 2008 年金融危機之 經濟政策	375
小百科	流動性陷阱	375
第十四章	固定匯率下之經濟政策分析	385
第 1 節	總體經濟目標	386
第 2 節	國際因素對 IS 與 LM 曲線之影響	391
第 3 節	資本移動性與 BP 曲線之關係	394
第 4 節	固定匯率與資本完全移動	399
第 5 節	固定匯率與資本不完全移動	402
第 6 節	固定匯率下國外政策之衝擊	404
專題 14.1	外匯管制程度的分類	395
專題 14.2	1990 年德國以鄰為壑的例子	407

專題 14.3	香港利率與美國利率連動	409
小百科	外溢效果	405
第十五章 浮動匯率下之經濟政策分析		413
第 1 節	浮動匯率與資本完全移動	414
第 2 節	浮動匯率與資本不完全移動	419
第 3 節	浮動匯率下國外政策之衝擊	422
第 4 節	固定與浮動匯率制度之比較	427
第 5 節	選擇固定或浮動匯率制度之特質	437
專題 15.1	大國財政與貨幣政策之效果—日本 1996 ~1997 的例子	418
專題 15.2	Johnson 效果與貨幣政策有效性	422
專題 15.3	次貸風暴初期各國互不協調的貨幣政策	433
專題 15.4	在何種匯率制度下易發生貨幣貶值危機？	436
小百科	貨幣戰爭	432
第十六章 政策協調、貨幣同盟與匯率目標區		443
第 1 節	國際經濟政策協調	444
第 2 節	貨幣同盟	455
第 3 節	歐洲貨幣制度及歐元	460
第 4 節	匯率目標區	471
專題 16.1	東亞金融合作但匯率政策卻難以協調	453
專題 16.2	建立亞洲共同貨幣的困難與展望	459
專題 16.3	金融海嘯促使英國、丹麥、冰島等國加入歐元？	470
小百科	G7、G8 及 G20	448
小百科	歐洲通貨單位及中心匯率	462

第十七章	國際金融組織與資本移動等議題	477
第 1 節	國際貨幣基金	478
第 2 節	世界銀行	493
第 3 節	國際清算銀行	496
第 4 節	區域性國際金融組織	497
第 5 節	不可能的三位一體	500
第 6 節	國際資本移動	502
專題 17.1	新的攤額計算公式	485
小百科	托賓稅	507

第一章 國際金融體系的近期發展

學習目標

- 認識全球經濟與金融的緊密連結
- 瞭解金融危機的演變過程及其衝擊
- 瞭解金融危機的徵兆
- 瞭解金融危機的跨國傳遞效果
- 認識國際金融體系的發展趨勢
- 認識當前國際金融的重大課題



第 1 節 緊密連結的國際經濟

2007~2008 年間，美國發生次級房貸風暴，引發銀行流動性危機及信用市場危機，美國房市及股市持續下挫。一開始，部分學者專家認為，次級房貸風暴是美國本土性金融問題，其他國家應不致受美國房市及股市下跌影響。就像 1990 年代初期日本股市與房市泡沫，並沒有擴散至全球。然而，事實證明並非如此，實際上，全球股市無一倖免，其他國家經濟亦明顯受到美國金融危機的衝擊。

透過下述「三方面的連結」，各國經濟暨金融已無法與他國(特別是美國與歐元區等大型經濟體)脫鉤；更確切的說，全球金融體系已連成一體，任何地區的重大危機均難免波及其他地區，任何開放經濟體制下的國家均無法免除市場全球化所帶來的機會與風險。

一、全球貿易連結(global trade linkages)

因自由貿易所帶來的利益大於所造成之損失，各國對進出口已少有限制，國際貿易日趨熱絡。全球貿易的廣泛連結，使得各國經濟與金融間的互動關係，更加緊密。

二、全球金融連結(global financial linkages)

近年來，全球金融已緊密連結，其原因為：

1. 基於金融日益國際化、投資理財觀念改變、分散風險，以及追求較高投資報酬或降低融資成本等考量，跨國投資與借貸活動已相當普及。
2. 部分金融商品的創新，加深不同國家市場間之關聯，例如，本國金融機構所銷售的部分「連動債券」，因與美國股價、房貸擔保證券等標的物連結，導致當連結標的物價格大幅下跌時，本國投資人亦會受到嚴重波及。
3. 短期資本又稱為熱錢(hot money)，大量在世界各國流竄，形成金融不安定因子，有時更加劇金融危機。

三、全球資訊連結(global information linkages)

隨著電腦及通訊科技的快速進步，各國任何重大經濟與金融資訊，均會在國際間快速傳遞，與此訊息攸關的各國消費者、生產者、進出口商、投資人及金融機構等經濟單位，會據以調整經濟與金融行爲。

理論與實務 1.1

國際股市的相互依存度

Cheung, Fung and Tam (2008)以二項指標，即股價指數的相關性與外溢指數(spillover index)，來衡量亞太地區國家與美國股票市場的相互依存度(interdependence)。此處「外溢指數」表示，一個市場的波動性能被另一市場的原發衝擊(shocks originating)，予以解釋的程度。相關性及外溢指數愈高，表示市場間的相互依存度愈高。

該研究的主要發現為(見圖 1-1)：

1. 在 2000~2005 年間，亞太地區國家與美國股票報酬的相關係數約 0.3，相關係數在 2006 年初開始提高，2008 年 9 月中，投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)倒閉時，該係數增加至接近 0.5。
2. 2005 年之前，外溢指數介於 40%~45%間，但從 2006 年開始穩定增加，2008 年初突破 50%並快速揚升，10 月底達 58%。

該研究顯示，本次美國次級房貸風暴引發的全球金融危機(本章第 2 節有詳細說明)，亞太地區國家與美國間的相互依存度，已大幅提高。

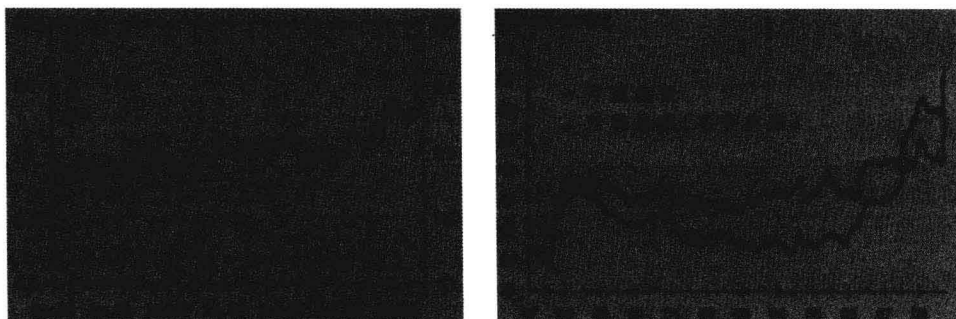


圖 1-1 亞太地區國家與美國股市的相互依存度

資料來源：Lillian Cheung, Laurence Fung and Chi-Sang Tam (2008). "Measuring Financial Market Interdependence and Assessing Possible Contagion Risk in The EMEAP Region," Hong Kong Monetary Authority Working Paper No.18.



第 2 節 金融危機

一、金融危機的演變過程

金融危機的演變過程，大概可分為三種類型(見圖 1-2)：一是債務危機→貨幣危機→資本市場危機。此種類型的金融危機，大多發生在外債高築的開發中國家或新興國家，例如，1994 年墨西哥、1998 年俄羅斯及 2002 年阿根廷；近年來，部分先進國家，如 2010 年希臘等國亦發生債務危機，所引發的金融危機。首先，這類國家因財政赤字嚴重，面臨鉅額國外債務的負擔，加上受到經濟衰退或政治不穩定的影響，而無力償付到期債務，最後這些國家片面終止償還債務，或協議償還部分債務，於是形成債務危機(debt's crisis)。終止償還債務的舉動，讓國際投資人及外國政府對該國經濟失去信心，外資開始大量撤離，該國貨幣難逃貶值命運。更嚴重者，該國貨幣喪失兌償性，為挽救瀕臨崩潰的經濟，政府必須進行幣制改革或政治革命，付出高昂的代價。由於外資撤離，加上本國投資人亦看壞經濟前景，故大舉出脫手中資產，造成資本市場價格重挫，最後演變成全國性甚至全球性的金融風暴。表 1-1 整理金融危機的種類、範圍及其意義。

表 1-1 金融危機的種類、範圍及其意義

銀行危機	銀行	大量呆帳及(或)不良投資，引發擠兌風潮，造成許多銀行面臨倒閉的現象。
債務危機	債務市場	政府無力償還對外債務，造成公債、國庫券及對銀行貸款等債務發生違約的現象。
貨幣危機	外匯市場	外資大量撤離，本國貨幣大幅貶值的現象。
資本市場危機	股票市場 債券市場 房地產市場	股票、債券及房地產市場，因外資撤離及利率高漲，造成價格大幅崩跌的現象。

第二種類型金融危機的演變模式是：銀行危機→貨幣危機→資本市場危機。這一類型的金融危機，大都發生在已開發國家或新興國家，例

如，1997 年東南亞(泰國、馬來西亞、菲律賓及印尼等國)金融危機，以及 1990 年代日本的銀行業危機。第三種類型金融危機係第二種的變形：銀行危機→資本市場危機。此類型金融危機的演變過程中，引爆危機的國家並未發生貨幣危機，例如，2008 年美國次級房貸危機雖異常嚴重且波及全球，但美元卻成為危機期間的避險資產。

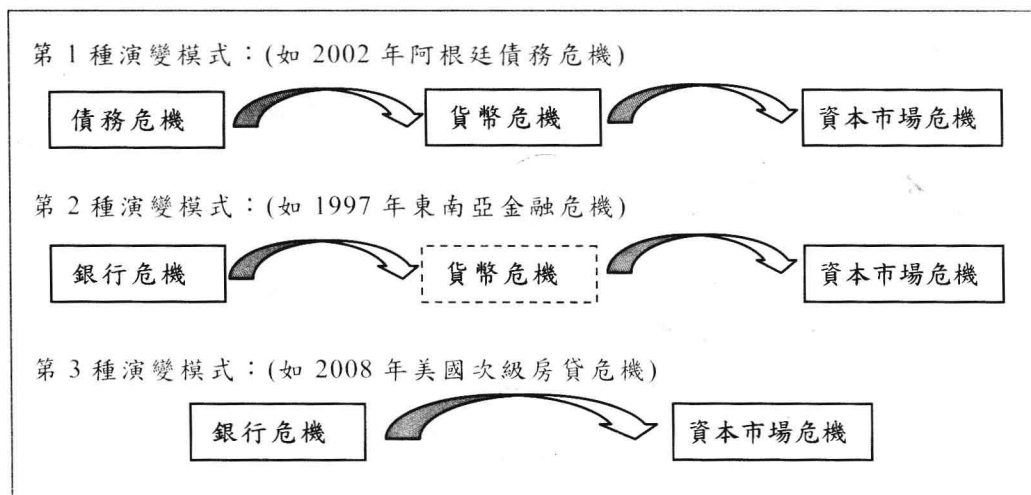


圖 1-2 金融危機的演變模式

第二種係最典型的金融危機模式，詳細說明如下：

一開始由於這些國家經濟成長快速，於是吸引許多外資流入，外資的流入彌補了國內儲蓄的不足，對經濟成長也有貢獻。但因為這些國家的金融體系不健全，且多採取釘住美元的匯率政策，外資的流入，導致貨幣供給額快速增加，銀行信用過度擴張，造成房地產及股票市場非理性飆漲，形成所謂「泡沫經濟」(bubble economy)的現象。一旦泡沫破滅，經濟成長停滯或衰退，房地產及股票價格下跌，許多民眾與企業無力償還銀行貸款，造成銀行放款呆帳激增，於是形成所謂的「銀行危機」(bank crisis)(詳見圖 1-3)。

至於「銀行危機」又如何升高到「貨幣危機」(currency crisis)? 為挽救瀕臨崩潰的銀行體系，政府通常採取較為寬鬆的貨幣政策，引導利率下滑，以減輕民眾及企業的債務負債；並緊急對出現財務問題的銀行業及企業進行紓困。惟對問題銀行及企業紓困，使得政府財政赤字更加