

INTERNATIONAL FINANCIAL
MANAGEMENT (2nd Edition)

国际金融

(原书第2版)

吉尔特 J. 贝克特

Geert J. Bekaert

哥伦比亚大学

[美]

著

罗伯特 J. 霍德里克

Robert J. Hodrick

哥伦比亚大学

蔡庆丰 余文建 汪冰冰 译



机械工业出版社
China Machine Press

INTERNATIONAL FINANCIAL
MANAGEMENT (2nd Edition)

国际金融

(原书第2版)

吉尔特 J. 贝克特

Geert J. Bekaert

哥伦比亚大学

[美]

罗伯特 J. 霍德里克

Robert J. Hodrick

哥伦比亚大学

著

蔡庆丰 余文建 汪冰冰 译

蔡庆丰 余文建 审校



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 2 版) / (美) 贝克特 (Bekaert, G. J.), (美) 霍德里克 (Hodrick, R. J.) 著; 蔡庆丰, 余文建, 汪冰冰译. —北京: 机械工业出版社, 2015.6
(金融教材译丛)

书名原文: International Financial Management

ISBN 978-7-111-50394-1

I. 国… II. ① 贝… ② 霍… ③ 蔡… ④ 余… ⑤ 汪… III. 国际金融 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 115363 号

本书版权登记号: 图字: 01-2012-8902

Geert Bekaert, Robert Hodrick. International Financial Management, 2nd Edition.

ISBN: 978-0-13-216276-0

Copyright © 2012 by Pearson Education, Inc.

Simplified Chinese Edition Copyright © 2015 by China Machine Press.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, 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.

本书中文简体字版由 Pearson Education (培生教育出版集团) 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国台湾地区和中国香港、澳门特别行政区) 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。

本书封底贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签, 无标签者不得销售。

在当下的全球化市场中, 跨国公司面临一系列重大的风险, 但它们也可以利用一系列的金融工具管理这些风险。在本书中, 作者详细介绍了国际金融市场中风险的来源以及如何管理。书中基于作者建立的良好估值方法和来自对跨国公司融资的最新观察, 作者提出了一个现代的、理论上可行的国际财务管理方法。本书将理论与商业实践相结合, 辅以大量的真实案例, 同时强调了基本概念、原理以及理论的分析, 希望能帮助管理者更灵活地应对竞争性的国际市场中持续变化的挑战。

本书适用于财务、金融管理专业的本科生、研究生以及 MBA 学员, 也适合相关领域的专业人士作为案头参考。

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: 黄姗姗

责任校对: 董纪丽

印 刷: 北京市荣盛彩色印刷有限公司

版 次: 2015 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 185mm×260mm 1/16

印 张: 23

书 号: ISBN 978-7-111-50394-1

定 价: 59.00 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) 8379007

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



作者简介 ABOUT THE AUTHORS

吉尔特·贝克特 (Geert J. Bekaert)

哥伦比亚大学商学院金融经济学教授，美国国家经济研究局助理研究员。他在西北大学经济学院获得博士学位，在进入哥伦比亚大学商学院讲授投资和财富管理课程前，他是斯坦福大学的金融学终身副教授。他的研究重点是国际金融，特别关注外汇市场有效性和全球资本市场价值。另外，吉尔特还是 **Financial Engines**（一家为个人投资者提供私人投资建议的上市公司）的咨询顾问。吉尔特居住于纽约和比利时，他喜欢打篮球、壁球以及听怪异的另类音乐。

罗伯特·霍德里克 (Robert J. Hodrick)

哥伦比亚大学商学院国际金融学教授，美国国家经济研究局助理研究员。他在芝加哥大学获得博士学位，在 1996 年进入哥伦比亚大学商学院任教之前，在卡内基梅隆大学和凯洛格商学院任教。他目前主要讲授初级和高级国际金融课程，专长是金融资产估值。他当前研究债券、股权和外汇市场上产生时变风险溢价的理论定价模型的经验含义。罗伯特居住于格林威治和康涅狄格州，喜欢旅游，尤其是国际旅游。



P

前言

REFACE

当我们还是研究生的时候，选择学习国际金融是因为想知道一些知识，比如汇率是如何决定的以及人们是如何管理汇率浮动带来的风险的。同时我们也注意到，经济全球化是不可阻挡的趋势，并且全球化程度将随着时间的推移逐渐加深。作者认为，写这本书是我们职业生涯中一件很有意义的事，因为商业全球化是无可争议的事实。我们写这本书的目的是为未来的国际商业精英在面对商业问题时提供一些工具，让其国际商业决策更加明智，助其在竞争激烈的国际商业环境中管理好各种风险。

这些年来，商品与服务市场以及资本与劳动市场受到国际竞争力量的影响已经越来越大。所有的商学院都“国际化”了它们的课程。尽管如此，我们团队成员加起来共 54 年的教学经验告诉我们，大多数学生眼下的能力还不足以应付错综复杂的真实世界。如果他们对本书讲述内容的了解不够多，他们很难真正理解汇率的波动是如何给跨国公司和投资银行带来风险的，他们也很难学会管理风险。他们不会真的了解怎样决定海外项目的价值，或者理解国家风险的本质。本书的目的就在于帮助学生为将来处理这些问题打好基础。

本书的思路：通过混合理论优化决策以及基于实际数据分析的实践

本书的第 2 版，延续了之前的风格，将理论、数据分析、例题以及案例分析充分结合，让学生真正明白国际金融决策该怎么做以及为什么要这么做。在研究国际金融市场时，我们将目光聚焦于风险管理。于是，我们把对现实的分析融合到被其他教科书视为背景理论或者介绍机构详细情况的内容中。

跨国公司面临一系列重大的风险，但同时它们也可以利用一系列金融工具管理这些风险。在本书中，我们将详细介绍国际金融市场风险的来源以及如何管理。举个例子，国际贸易中，当货物正在运往国外时，会产生一种最基本的风险，即一家出口商怎么确保能拿到货款？我们必须仔细识别国际贸易中的风险，并给出管理这些风险的方法；我们也阐述了为什么一家外贸公司需要管理这些风险，以及这些管理措施是如何影响企业的价值的。通过创立用来决定国外项目价值（不管该项目是建立国外分公司还是收购国外公司）的估值方法，我

们得以做到这一点。基于我们建立的良好估值方法和来自对跨国公司融资的最新观察，我们提出了一个现代的、理论上可行的国际金融管理方法。读者可以很自然地对我们的框架中了解到国际风险管理是如何影响一个企业的价值的。我们也提供了很多国际金融市场上关于机构层面的股权及债务的细节。例如，我们展示了公司怎样获得国际股权融资，并从理论和经验上分别讨论了这些融资决策的成本与收益。

第 2 版增加的新内容

在第 2 版中，所有数据都更新到了最新的版本。国际金融方面最新的研究成果在本书中都有反映。我们列举了一些例子，其中第 7 章有对为什么人们能从套利交易中获利以及它所包含的风险方面新奇研究的深层次讨论；第 10 章中所讨论的汇率决定方面的最新研究，揭示了汇率难预测的原因。

在本书第 1 版与第 2 版撰写的间隙，一场全球性的金融危机搅乱了市场和经济，且影响到了许多不同的部门。第 1 章包含对这场危机的全面讨论，第 2 章讨论了这场危机对外汇市场上交易成本的影响，第 6 章包含了危机期间抵补利率平价的崩溃。

在第 1 版中我们研究了欧洲货币联盟的发展，我们在第 5 章中将好好利用这些材料来理解欧洲的主权债务危机。第 2 版中更加突出了新兴市场的重要性。随着中国成为越来越多国际商务中的主角，所谓的金砖四国（巴西、俄罗斯、印度、中国）^①在国际经济、国际贸易以及国际金融市场中占有的份额也越来越大。我们的一些新图表和新例子都很好地反映了中国经济的最新动态以及中国在国际商务中的地位。第 1 章中提到了一家中国公司对一家美国石油公司的收购；第 4 章的“针锋相对”专题讨论了中美国际收支的失衡及其后果；第 5 章讨论了中国的资本管制，等等。我们在第 6 章中也讨论了巴西的资本管制是怎样影响抵补利率平价的。

本书教学特色

本书很好地将理论与商业实践融合到了一起。我们提供了大量的真实世界例子以及案例研究，同时，我们强调了对基本概念、原理以及理论的分析，这些基本知识能帮助我们更灵活地应对竞争性的国际市场中持续变化的挑战。

为了帮助学生对国际金融管理建立一个更深入、持久的认识，本书第 2 版包含了以下一些内容。

① 2010 年 12 月南非加入，被称为“金砖国家”。——译者注

- **实际数据分析**：在每一相关章节中，我们都包含了数据分析，以使得学生了解现有的理论是否有数据作为支撑证据。所有展现在第2版中的数据均是作者在写作本书时能够获得的最新数据。
- **扩展案例**：在相关的地方，我们将展现与理论应用有关的复杂案例，并提供解决方案。这些案例的解决方案可以作为未来分析的模板。
- **“针锋相对”专题**：我们通过在每章节中加入“针锋相对”专题，帮助读者更深入地了解国际金融管理案例的一些细节。许多教科书为复杂问题提供了简易的答案，但大多数的实际情况可能比标准教科书提供的答案更加微妙和复杂。“针锋相对”专题是用来讨论那些在学术界以及实际部门中有争议且未完全解决的问题。每一“针锋相对”专题结尾通常总结了该问题中最具代表性的观点。
- **专栏**：我们提供的专栏有两个目的。首先，这些专栏可能包含了本书引用的一些重要概念的具体内容，这些内容或者包含了历史信息，或者包含了最新动态。其次，这些专栏也探究和展示了章节中提到的一些基本金融概念。
- **附录**：我们在不同章节的附录中加入了一些数学以及统计上的材料，本书将这些内容包含进去，以达到没有金融背景的学生也能够使用本书的目的。
- **章节后面的问题及习题**：在每一章节的后面，我们都提供了一系列有意思的问题及习题，以帮助学生更好地掌握本章的内容。
- **参考文献**：每一章节都包含一系列参考文献，不仅包括引文提到的书籍和文章，还包括一些扩展读物，有兴趣的学生不妨去找来研究。

吉尔特·贝克特

罗伯特·霍德里克



目 录

CONTENTS

作者简介

前 言

第一部分

外汇市场及其风险介绍

第 1 章 全球化和跨国公司 2

1.1 简介 2

1.2 全球化、国际贸易的增长和 资本流动 3

1.3 跨国公司 10

1.4 其他重要的国际参与者 18

1.5 全球化和跨国公司： 是福还是祸 23

1.6 本书概述 28

本章小结 31

问 题 32

习 题 32

参考文献 32

第 2 章 外汇市场 34

2.1 外汇市场的组织结构 34

2.2 货币报价与价格 41

2.3 一探银行间市场： 买卖差价和银行利润 48

2.4 二探银行间市场： 通信与资金转移 53

2.5 汇率变动的描述 57

本章小结 60

问 题 61

习 题 61

参考文献 62

附录 2A 对数 63

第 3 章 远期市场和外汇交易风险 65

3.1 外汇交易风险 66

3.2 描述未来汇率的不确定性 67

3.3 对冲外汇交易风险 71

3.4 远期外汇市场 78

3.5 远期升水和贴水 84

3.6 汇率波动率的变化（高阶） 86

本章小结 88

问 题 89

习 题 89

参考文献 90

附录 3A 统计知识回顾 91

第 4 章 国际收支 95

4.1 国际收支平衡表： 概念及术语 95

4.2 国际收支平衡表中的盈余 和赤字 101

4.3 国际收支的动态学 107

4.4 储蓄、投资、收入和国际 收支平衡表 110

本章小结 116

问 题 118

习 题 118

参考文献 119

附录 4A 关于国民收入和产品 账户的基本知识	121	7.3 外汇市场上的风险溢价	201
第 5 章 汇率制度	124	7.4 实际中的未抵补的利率 平价和无偏性假说	205
5.1 汇率安排选择和货币风险	124	7.5 无偏性假说的经验证据	208
5.2 中央银行	131	7.6 检验结果的其他解读	213
5.3 浮动汇率制度	138	本章小结	222
5.4 固定汇率制度	141	问 题	223
5.5 有限浮动制度: 目标区和爬行盯住	149	习 题	224
5.6 如何看待欧洲货币联盟的腾飞: 欧洲通往货币一体化之路	153	参考文献	225
本章小结	159	附录 7A 西格尔悖论	226
问 题	160	附录 7B 资产组合分散化的论点 和 CAPM	228
习 题	160	附录 7C 回归知识的简单回顾	231
参考文献	161	第 8 章 购买力平价和实际汇率	234
第二部分		8.1 物价水平、物价指数和 货币购买力	235
国际平价条件与汇率决定		8.2 绝对购买力平价	237
第 6 章 利率平价	164	8.3 一价定律	239
6.1 抵补利率平价理论	164	8.4 对购买力背离的描述	244
6.2 现实中的抵补利率平价	172	8.5 汇率与用 CPI 数据计算 的绝对购买力平价	248
6.3 为什么看似存在利率 平价的偏离	176	8.6 对绝对购买力平价 失效的解释	252
6.4 规避货币市场的交易风险	182	8.7 比较各国的收入水平	255
6.5 远期升水和贴水的期限结构	184	8.8 相对购买力平价	257
本章小结	189	8.9 实际汇率	260
问 题	190	本章小结	263
习 题	190	问 题	264
参考文献	192	习 题	265
第 7 章 外汇市场的投机和风险	193	参考文献	266
7.1 在外汇市场上投机	193	第 9 章 实际汇率风险的测量与管理	267
7.2 未抵补的利率平价和 无偏性假说	198	9.1 实际汇率如何影响 实际利润	267

9.2 出口商、进口商和国内企业面临的实际汇率风险	269
9.3 分担实际汇率风险： 一个例子	275
9.4 因市定价策略	281
9.5 评估国外子公司的表现	286
9.6 实际汇率风险的管理策略	292
本章小结	295
问 题	296
习 题	296
参考文献	297

第 10 章 汇率的决定与预测	298
10.1 平价条件与汇率预测	298
10.2 货币预测方法	304
10.3 汇率的基本面预测	307
10.4 技术分析	315
10.5 预测货币贬值	322
本章小结	329
问 题	329
习 题	330
参考文献	332
术语表	335

外汇市场及其风险介绍

第1章 全球化和跨国公司

第2章 外汇市场

第3章 远期市场和外汇交易风险

第4章 国际收支

第5章 汇率制度

第 1 章 全球化和跨国公司

1.1 简介

世界经济的全球化趋势正日益增长。大学校园里的学生来自世界不同的国家。笔记本电脑里的芯片可能产于韩国，但软件可能为印度工程师所开发。我们希望，在学习之余可以尽情享受意式浓缩咖啡，但这些在意大利烘烤的咖啡豆可能产于印度尼西亚或巴西。全球化（globalization）指的是不同国家、公司以及国家公民和公司员工之间在经济、政治和社会活动中的联系越来越紧密并呈现出一体化的现象。

由于全球化，跨国公司成为公司中的主导。跨国公司（multinational corporation, MNC）生产并销售其产品或服务到多个国家。一个典型的例子是可口可乐公司，它的经营范围跨越了全球 200 多个国家。你最喜欢的啤酒可能就是由一家跨国公司生产的。举个例子，百威英博啤酒集团（Anheuser-Busch InBev）是一家起源于 1366 年、总部坐落在比利时的上市公司。随着时间的推移，这家比利时本土公司成长为一家名为英特布鲁（InterBrew）的跨国公司，拥有著名商标，比如时代啤酒和力夫啤酒。2004 年，英特布鲁和巴西的美洲饮料公司（AmBev）合并，成立英博集团；2008 年，英博集团收购了百威啤酒的酿造商安海斯 - 布希（Anheuser-Busch），成立了百威英博啤酒集团。这家公司现在是世界上产量最大的啤酒酿造商，2010 年第 1 季度生产啤酒高达 91 亿升。

一家欧洲大型公司和一家来自新兴经济体的大型公司之间存在联系并非偶然。最近几年，巴西、俄罗斯、印度和中国（被称为“金砖四国”）经历了飞速的发展。今天，金砖四国的国内生产总值（gross domestic product, GDP）占世界 GDP 的 15%，超过所有新兴经济体 GDP 总和的 50%。随着 2006 年世界最大钢铁公司安赛乐米塔尔（ArcelorMittal）的成立，关于这些新兴经济体已融入世界经济的论断得到了有力的证实。该收购案例中，印度米塔尔钢铁集团收购了安赛乐，后者是一家由法国、比利时、卢森堡和西班牙的钢铁公司合并而成的欧洲钢铁制造商。安赛乐的管理层刚开始反对这项收购，这正说明了全球化的进程并非平稳顺利。

商业的国际视角为公司创造了新的机遇，但同时也带来了许多挑战，这在 2008 年美国的房地产和抵押贷款危机演变成全球金融危机中得到了充分的说明。本书为正在加速全球化的世

界进行金融管理，特别是解决跨国公司面临的金融管理问题提供了向导。本章，我们首先将对全球化的现象进行大致介绍。之后，我们将更为细致地讨论跨国公司，包括它们对经济和社会的作用。我们也将介绍在全球化世界中的重要参与者，从国际银行到国际机构和国际投资者都位列其中。在结尾部分，我们将大致预览一下本书的剩余部分。

1.2 全球化、国际贸易的增长和资本流动

全球化影响了社会的方方面面，但就经济而言，有两种趋势可以说明其影响：首先，各个国家不停地扩大其商品和服务的交易；其次，各个国家逐渐减少资本流动障碍。我们将依次进行讨论。

1.2.1 国际贸易的增长

1. 贸易自由化

从19世纪大卫·李嘉图的著作问世，经济学家就知道，如果每个国家都专注于生产该国具有比较优势（comparative advantage）的商品，那么每个国家都能从交易中获利。即使一个国家相比其他国家在生产某一特定商品上更具生产力，该国仍应专注那些生产相对更有效率的商品，这么做将会使所有贸易伙伴的境况得到改善。^①从贸易和增长的数据中可以发现这样一种关系：开放程度高的国家，其增长速度也快。^②

不幸的是，长期以来，贸易保护主义倾向于使世界保持相对封闭，许多国家通过关税或一些非关税壁垒如对本国生产商的补贴、进口商品配额、对进口产品繁杂的监管等，限制跨国贸易。对此，Wacziarg 和 Welch（2008）在许多国家自由化其贸易管理制度，即这些国家的贸易对外开放时进行了细致的描述。它们对一系列的标准进行了研究，包括各国的关税和非关税壁垒对主要出口国家的控制。1960年，仅有20%的国家贸易对外开放。这些国家包括英美等跨国贸易开放已久的国家和欧洲经济共同体（European Economic Community, EEC）成立之后许多在1959年或1960年解放的欧洲国家。欧共体是为在欧洲国家之间进行自由贸易而成立的，之后发展成欧盟，我们将在1.4节中进行讨论。

贸易必须开放的思想在20世纪90年代早期得到进一步的发展，这时西方政府开始解除对经济的管制并让政府的公司私有化。1990年的东欧剧变和之后发生在许多发展中国家的贸易自由化显著增加了贸易的开放性，到2000年有超过70%的国家已开放贸易。

2. 促进自由贸易的国际努力

关税及贸易总协定（General Agreement on Tariffs and Trade, GATT）签订于1947年，它通过监管、减少商品贸易中的关税和制定解决贸易纠纷的共同机制鼓励成员国之间的自由贸易。

① 比较优势的原理在《跨国金融管理》我们讨论外币互换市场时会再次出现。

② 证明存在这种联系的文章有 Frankel 和 Romer（1999），Sachs 和 Warner（1995），Alcalá 和 Ciccone（2004），Wacziarg 和 Welch（2008）。

GATT 签署国不定期进行谈判，制定所有签署国都赞同的新贸易合约以减少关税，这种不定期的谈判被称为“回合”。

1979 年的东京回合减少了贸易的非关税壁垒；开始于 1986 年的乌拉圭回合，于 1995 年建立世界贸易组织（World Trade Organization, WTO），取代了关贸总协定。关贸总协定成功地在多边全球范围内降低了贸易壁垒，但是一些重要的区域贸易协定在某些特定区域更大程度地降低了贸易壁垒。这些区域协定中最为出名的有欧盟（European Union, EU）、北美自由贸易协定（North America Free Trade Agreement, NAFTA）、南美洲的南方共同市场（Mercosur）和东南亚国家联盟（Association of Southeast Asian Nations, ASEAN）。

与此同时，信息技术的进步加快了服务的共享，让世界变得更小，使得外包变成一种重要的现象。外包（outsourcing）是指将非战略职能如工资管理、信息技术（IT）、维修、基础设施管理和物流转移给专门的公司，以此节约成本。今天，外包 IT 工作转移给低成本国家，比如印度，已经成为司空见惯的事。这些发展引出贸易政策的新焦点：加大服务的国际可交易性。在始于 2001 年的多哈回合中，服务的交易已列入议程。另外，多哈回合还关注于农业、工业产品和更新的自定义代码。

3. 贸易增长

贸易开放的进展极大地促进了国家之间的贸易流动。一种衡量贸易开放性的方法是将某一年的出口和进口之和除以产量的衡量指标，如 GDP。图 1-1 反映的是贸易的相对规模的一些数据。

图 1-1a 中的数据显示，发达国家 1970 ~ 1985 年贸易和 GDP 的比值有显著上升。1985 ~ 2000 年，贸易大都有所增长，特别是法国、德国和澳大利亚，但是在距今最近的 10 年中，只有德国的贸易有显著增长。在图 1-1a 的国家中，德国是最开放的，2009 年它的贸易占 GDP 的比率达到 75%，而日本的开放程度是最低的，其贸易仅占 GDP 的 27%。

图 1-1b 中，发展中大国如巴西、印度和中国贸易的相对规模保持增大。印度的贸易规模从 1970 年的不到 10% 发展到 2009 年的超过 45%。中国的贸易规模在 1985 ~ 2000 年几乎翻倍，在 2009 年超过 GDP 的 50%。这个增长反映了 20 世纪 80 年代到 90 年代中国进行的主要贸易改革，包括中国在 2001 年加入了 WTO。中国的加入，反过来导致了进口关税的稳步下降。由于中国贸易规模相对较大，开放程度逐渐提高，中国已经成为世界经济的主要参与者。

从图 1-1 可以看出，尽管自由贸易是全球趋势，但一些国家的开放程度大大高于其他国家。有许多因素共同影响着国家交易的原因、交易量和交易对象。例如，相比内陆国家，临海的国家交易量更大。对比大国比小国交易量小这一点，只需比较美国和其他大多数国家的数据就能够证实，但中国却是个例外。小型开放国家如比利时和新加坡（见图 1-1c）的贸易占 GDP 的比率分别大大超过 150% 和 350%。

4. 跨国公司如何影响贸易

第二次世界大战之后跨国公司的显著增长也促进了国际贸易。根据联合国贸易和发展会议（United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD）公布的数据，现在共有 82 053 家跨国公司及 810 000 家子公司，然而在 20 世纪 90 年代初期，只有 37 000 家跨国公司

及 175 000 家子公司。超过 50% 的国际贸易发生在跨国公司内部（即公司和自己交易）。截至 2008 年，超过 25% 的跨国公司的总部设在新兴市场。

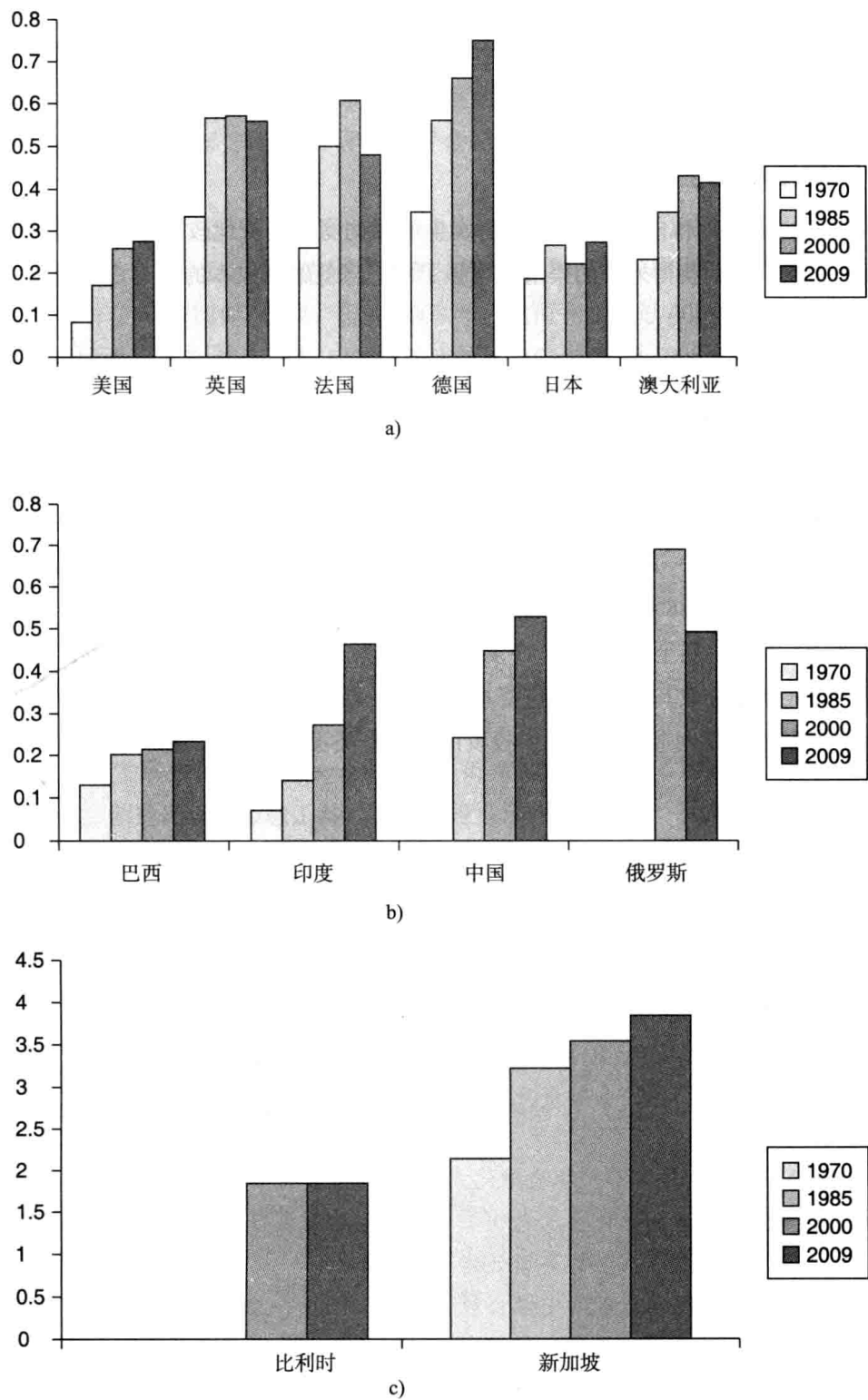


图 1-1 国际贸易占 GDP 的百分比

注：图中数据为出口和进口总额除以国内生产总值（GDP）的衡量指标。

对跨国公司而言，其资本、劳动、管理技能和技术全都转移到其他国家进行生产，而不是从国内的工厂出口。有时，根据各国成本和技术能力的相对优势，商品的不同零部件在不同的国家生产。一个经典的例子是某种芭比娃娃的生产，其原材料来自中国台湾和日本；组装工作在菲律宾、印度尼西亚和中国进行（由于劳动力成本低廉）；设计和最终的涂漆则来自美国，其在设计和市场营销方面仍具有优势。

1.2.2 金融市场的全球化

金融市场的全球化和自 1980 年以来所发生的深刻变革显著地改变了跨国公司处理商业风险的手段，拓宽了它们获得外资的渠道，增强了它们降低融资成本的能力。在这里，我们简要概述一下这些重大发展。

1. 金融开放的趋势

如果一个国家允许外国人在本国资本市场进行投资，同时允许本国公民境外投资，则表明该国的金融市场是开放的。第二次世界大战以后，大多数国家限制资本的跨境自由流动。然而，到了 20 世纪 80 年代，许多发达国家开始开放其资本市场。例如，日本资本市场的开放始于 1984 年；在欧洲，单一市场建设的步伐促使许多国家废除了资本管制，法国、意大利、比利时分别于 1986 年、1988 年和 1990 年废除资本管制。

20 世纪 80 年代后期至 90 年代，许多发展中国家开始了金融自由化进程，放松对外资拥有本国资产的限制并采取其他措施促进资本市场的发展，这通常与宏观经济和贸易改革同步进行。发展中国家的发展创造了一个可供投资的新资产类型：新兴市场。我们将在第 12 章进行更为细致的讨论。

安博：押注全球贸易

安博公司拥有并开发工业地产，是一家在纽约证券交易所上市的**房地产信托投资公司**（real estate investment trust, REIT）。你也许认为房地产是一项不易交易的资产，所以理所当然，安博公司和国际贸易毫无关联。但事实上，安博公司的财富完全依靠全球化。

你看，安博公司在与全球贸易息息相关的地点如国际机场、海港和主要的高速公路系统开发、获得和经营配送设备。安博公司投资于 11 个国家，从西班牙到巴西，乃至中国。随着国际贸易的增加和存货量的减少，公司意识到配送效率是其成功的关键。因

此，安博公司以那些能够使货物有效输送且在全球分销市场上具有战略位置的配送设备为目标。尽管配送设备的价值，像所有房地产一样，在一定程度上取决于地域因素，但安博公司的生意却主要取决于全球化。公司的投资者将赌注压在国际贸易将不断增长和战略地对设备配送的需求将不断增加的基础之上。

2007 ~ 2010 年的全球金融危机对安博公司来说是尤其可怕的。危机不仅带来世界范围内的衰退，从而减少了贸易量，而且激起了许多国家的贸易保护主义者，这种压力

破坏了安博公司增长策略的核心。危机之前，月已下降到10美元，降幅超过80%！这之安博公司的股票价格达60美元，2009年3后，股价已部分恢复。

从1980年至今，对外商投资监管放松在一定程度上促进了金融的开放。尽管衡量金融开放程度并非易事，但大部分的相关研究都对金融开放程度不及贸易开放程度的观点表示赞同。^①

一种评价国家对资本流动开放性程度的方法是考察其境外资产和负债。^②在工业国家，境外资产与境外负债之和与GDP的比值增长迅速。在1970年，工业国家的这个金融比值略小于50%；到了1985年，比值达到100%；但在2008年，比值竟已超过400%。新兴市场金融开放程度的进展相对缓慢，境外资产负债与GDP的比值从60%增加到2008年的大约150%。^③

2. 新金融局面

世界范围内政府放松管制的热情在20世纪80年代涌现出的许多不同金融局面的背景下产生，或者说，是对该局面的反应。最重要的是，金融衍生品市场以金融经济的发展和计算机技术的进步为支撑而呈现爆炸式发展。衍生证券（derivative security）是一种未来支付由标的资产（如商品、股权或者债券）、利率、汇率或者指数（如股市指数、消费价格指数或者一种天气状况指数）的走势决定的投资。衍生品的主要类型有远期合约、期货、期权和互换。这些衍生产品在柜台（在金融机构之间或者金融机构与其客户之间的双边基础之上）和有组织的交易所进行交易。《跨国金融管理》中对一些衍生品合约进行了更为细致的描述。

另一个重要的发展是证券化（securitization）的增加使用——把贷款或其他应收款组成的资产池重新打包，创造出新的金融工具，将其出售给投资者。例如，金融机构将抵押贷款或汽车贷款打包成复杂证券出售给投资者，从而将其中所包含的风险分散化。另外，银行从这些证券中赚取费用，且在其资产负债表中不需要像常规贷款一样预留缓冲资本来应对可能的损失。如Acharya等（2010）报道，世界范围内证券化资产的数量从2001年年底的7 670亿美元增加到2006年12月的27 000亿美元。

衍生品和证券化的壮观增长大大增加了金融中介业务的复杂性。这些发展极大地促进了银行和公司管理风险的能力。例如，收入以外币计价的公司现在能够通过衍生合约轻松地对冲风险。同样，公司可以向国外投资者发行债券获得外币资金，同时可以通过衍生品市场将资金转换成本国货币（如果他们希望如此）。

即使没有灵活头脑的金融家在规则中寻找漏洞，新的金融局面也使得政府监管国内资本市场变得越来越困难。例如，互换市场发展的一个主要动力就是监管套利，金融机构利用特定国家的监管或税收来降低跨国公司的融资成本。在《跨国金融管理》^④中，我们将给出一些具

① 金融开放程度的指标见Quinn和Toyoda（2008），Chinn和Ito（2008）。

② 见第4章对一国国际收支平衡表中资本流动和资产负债表中一国境外资产负债之间关系的讨论。

③ 关于这些数字，请见Lane和Milesi-Ferretti（2007），Milesi-Ferretti等（2010）。

④ 本书中提到的《跨国金融管理》将由机械工业出版社出版，为本书作者关于国际金融问题的姊妹篇。