

21世纪经济管理精品教材·金融学系列

国际金融

王倩 编著

清华大学出版社

21世纪经济管理精品教材·金融学系列

国际金融

王倩 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书从跨国公司的视角,介绍国际金融的理论、国际金融环境及跨国企业的投融资机制和金融管理。以通俗的语言和生动的案例将国际金融的基础知识始终贯穿在企业的实际运作中,说明了国际资本流动、国际金融管理的基本原理和操作金融工具的技巧。

本书适用于经济管理类各专业本科生、金融专业硕士和工商管理硕士(MBA)的国际金融学教材,对广大经济工作者和金融爱好者也有较大的参考价值。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

国际金融/王倩编著. --北京:清华大学出版社,2012.10

21世纪经济管理精品教材·金融学系列

ISBN 978-7-302-29981-3

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 211005 号

责任编辑:陆滢晨

封面设计:汉风唐韵

责任校对:宋玉莲

责任印制:何 芊

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课 件 下 载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62770175-4903

印 刷 者:北京富博印刷有限公司

装 订 者:北京市密云县京文制本装订厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:21.75 字 数:529 千字

版 次:2012 年 10 月第 1 版 印 次:2012 年 10 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:36.00 元

产品编号:047418-01



前言

随着中国金融市场的不断开放,越来越多的中国企业在“走出去”战略的推动下开始跨国经营,国际金融的相关知识和信息成为人们关注的领域之一。国际金融是研究国家和地区之间由于经济、政治、文化的交往和联系而产生的跨国界货币资金周转和运动的一门学科。它既包括宏观层面的国际收支、国际储备、汇率制度选择等内容,也涵盖微观层面的外汇业务与国际财务管理等内容。

本书从微观企业的视角,介绍国际金融的理论、国际金融环境及跨国企业的投融资机制和金融管理。对于宏观国际金融理论的介绍不再是立足于帮助读者参政议政,分析什么样的政策选择是最优的,而是侧重分析不同的制度选择所形成的金融环境的差异,为微观主体的投融资决策提供指导。因此,本书舍去了传统国际金融学中的蒙代尔—弗莱明模型等政策选择的内容,代之以跨国金融业务的操作、风险管理、财务管理等内容。本书共分为四篇:第一篇介绍了跨国经营所面临的全球金融环境,读者可以从中了解国际金融运行的制度环境和宏观环境、国际金融市场的基本架构和运行机制;第二篇围绕着外汇交易展开,介绍了外汇决定的理论、外汇决定理论在投资预测中的应用、传统的外汇交易、外汇衍生工具交易等,进而分析了跨国金融业务面临的交易风险、经营风险和折算风险;第三篇介绍了跨国企业在全球范围内的融资方式与融资决策,分析了国际贸易融资、国际证券融资的方式及跨国企业的资本成本与资本可得性;第四篇介绍了跨国企业的国际投资决策与风险评估方法,以及跨国资本运营管理。

本书的特色在于:第一,突出了系统性与逻辑性,以跨国公司的视角,系统介绍其业务经营的环境及所涉及的基本范式和概念,有逻辑地逐步展开,层层递进。第二,兼顾了通用性与专业性,在写作中力求做到通俗易懂,读者只要具有金融学的基本知识就可以掌握本书的主要内容,并以案例和小贴士的方式增加了本书的可读性,以提供网址信息的方式拓展了知识性。第三,关注了学术前沿,在阐述国际金融基础理论的同时,着重介绍了国际金融领域的学术前沿问题和发展现状。第四,注重了理论与实际的结合,特别是中

国金融发展的实际。在案例选择与设计上,避免了对国外案例的倚重,运用最新的理论成果配合分析中国的国际金融案例。第五,强调实用性,不同于国内侧重于宏观金融理论分析的国际金融教材,本书顺应金融微观化和实用化的趋势,重点介绍了跨国金融业务的实际操作与决策机制。

随着金融学微观化倾向的发展,金融学人才正在向国际化应用型人才转变。本书用通俗易懂的语言,将国际金融的基础知识贯穿在企业的实际运作中,以生动的案例介绍了国际资本流动、国际金融管理的基本原理和操作金融工具的技巧。本书可被用作经济管理类各专业本科生、金融专业硕士和工商管理硕士(MBA)的国际金融学教材,对广大经济工作者和金融爱好者也有较大的参考价值,也可以作为从事对外经济交往的企业界人士的读物。

在本书的写作过程中,得到了很多领导和朋友们的帮助。感谢吉林大学经济学院院长李俊江教授,正是他的鼓励与支持,坚定了作者整理以往研究成果、付梓出版的决心;感谢吉林大学经济学院副院长李晓教授,参与他主持的国家社科基金重大项目,使得作者对国际货币体系有了深刻的认识,并将这些前沿的思想融入教材中;感谢清华大学出版社的陆滢晨女士,她的精心安排与组织,使得本书可以顺利地出版。特别地,我要感谢参与我国际金融研讨班的同学们,他们不但帮助我收集了相关资料,研讨中的争论与建议也使得本书进一步完善。他们是郭慧、舒凯彤、杨柳、李媛、惠子、张琳、全倩倩、都硕、周琳琳、邵雨霏、何少琛、田心怡、许阳、郝俊赫、李文、王雪、赵雨丝、高小天。在此,对所有在国际金融领域做出贡献的学者深表敬意,尤其是我院的杜莉教授和项卫星教授。他们不仅是我学习国际金融的启蒙老师,更为我院金融专业的学科发展做出了积极贡献。书中的错误与遗漏,敬请广大读者批评斧正。本书受到“吉林大学‘985’工程”的资助。

作 者

2012年9月



目 录

第一篇 国际金融环境

第一章 国际货币体系	3
第一节 国际货币体系的发展历程	3
第二节 欧元的启动和运行	10
第三节 国际金融机构	17
思考题	32
第二章 国际收支与国际收支平衡表	33
第一节 国际收支	33
第二节 国际收支平衡表	39
思考题	50
第三章 国际金融市场	51
第一节 国际金融市场概述	51
第二节 欧洲货币市场和跨国银行	68
思考题	77

第二篇 外汇市场

第四章 汇率的决定与预测	81
第一节 外汇和汇率的基本概念	81
第二节 汇率的决定理论	85
第三节 汇率的预测及在现金流中的应用	109
思考题	113
第五章 传统外汇交易	115
第一节 外汇交易基础	115

第二节	即期外汇交易	123
第三节	远期外汇交易	126
第四节	掉期交易	131
第五节	外汇投机和套利	134
思考题		140

第六章 外汇衍生工具交易 142

第一节	外汇期货交易	142
第二节	外汇期权交易	154
第三节	互换交易	166
思考题		171

第七章 外汇风险与管理 172

第一节	外汇风险与管理概述	172
第二节	交易风险	176
第三节	经营风险	184
第四节	折算风险	193
思考题		198

第三篇 国际融资

第八章 国际贸易融资 201

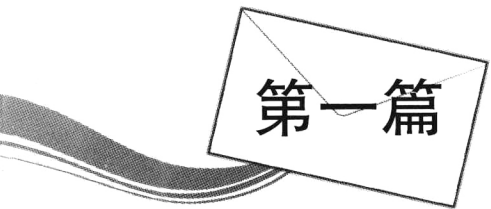
第一节	国际贸易融资概述	201
第二节	传统的国际贸易融资	204
第三节	国际贸易短期融资方式	209
第四节	中长期国际贸易融资	216
第五节	国际贸易融资的新形式	222
思考题		230

第九章 跨国企业融资与资本成本 231

第一节	全球资本可得性与跨国公司融资策略	231
第二节	国际信贷融资	233
第三节	国际债券融资	236
第四节	国际股票融资	244
第五节	国际股票融资对跨国公司资本成本与资本结构的影响	251
思考题		257

第四篇 国际投资与资本管理

第十章 国际投资	261
第一节 国际资产投资组合	261
第二节 国际直接投资及策略	267
第三节 国际投资利率风险及其管理	277
思考题	283
第十一章 国家风险	284
第一节 国家风险概述	284
第二节 国家风险的评估方法与管理	290
第三节 金融危机与国家风险	295
思考题	306
第十二章 跨国资本预算与营运资本管理	307
第一节 跨国资本预算概述	307
第二节 外国直接投资项目的估算	313
第三节 营运资本管理	324
思考题	332
参考文献	334



第一篇

国际金融环境

适者生存不仅是生物界的法则,也是激烈的市场竞争法则。因此,当你开展国际经济交易时,首先需要了解和适应外部的环境。在国际金融活动中,我们需要了解通行的规则、所在国对外交注的状况以及我们身处的金融市场。

国际货币体系

随着各国之间商品劳务往来、资本转移日趋频繁,媒介国际经济活动的货币在国际间进行的结算和支付的规模也不断扩大,因此产生了在国际范围内协调各国货币关系的要求,形成了支配国家之间金融关系的准则、规章和惯例的框架。国际货币体系(international monetary system, IMS)即是在国际储备资产(货币)比价确定、外汇管制、货币可兑换、国际汇率安排和国际收支调节等方面所确定的原则、所签订的协议与规章制度、所形成的各种国际惯例、所采取的措施和所建立的组织机构的总称。国际货币体系影响着各国之间经济利益的再分配,影响着各国经济的调节机制。国际市场中的厂商也要在其同时代的国际货币体系设定的框架下运作,并受该体系特征的影响适应经营环境、选择投融资方式。

第一节 国际货币体系的发展历程

国际货币体系是随着历史的发展而不断演变,并主要依据国际储备的性质和汇率的弹性程度进行划分。从货币本位看,国际货币体系经历了纯粹商品本位(如金本位,以金属货币中的黄金为储备资产)、混合本位(如金汇兑本位,以黄金为基础、以美元为储备资产)和纯粹信用本位(如不兑换纸币本位,即目前的以美元、英镑、欧元和日元等多种货币并存作为储备资产)的发展过程;从汇率制度看,国际货币体系经历了固定汇率制度(即两国货币比价基本固定并在狭小的幅度内波动)和浮动汇率制度(即两国货币比价按照外汇市场上的供求关系无任何限制地波动)。

从时间先后看,国际货币体系大体上可分为三个阶段,即我们接下来要分别介绍的国际金本位制度阶段、布雷顿森林体系阶段及现行的牙买加体系阶段。

一、国际金本位制度(1819—1914 年)

金本位制度(gold standard system)是以黄金为本位货币,即以货币的含金量来衡量货币价值的一种货币制度。金本位制度其实是一种国内的货币制度。英国在 1819 年首先采用了金币本位制度。随后,从 19 世纪 60 年代至 20 世纪初,资本主义比较发达的国家都先后实行了不同形式的金本位制度。当各国的货币均以黄金为基础,并在此基础之上彼此兑换,黄金自然就成为国际间的支付手段和清算手段,各国的货币也在黄金基础之上建立联系,并由此构成世界性的货币制度,即国际金本位制度。

(一) 国际金本位制度的主要内容

金币本位制是以黄金作为货币金属进行流通的货币制度,这是金本位货币制度的最

早形式,也称为古典的或纯粹的金本位制。这种制度的主要内容如下。

(1) 金币是无限法偿的货币,可以自由兑换。政府以法律形式规定每一货币单位的含金量(gold content),并将具有规定含金量的金币作为本位货币,只有金币具有作为无限制支付手段的权利。政府允许银行券流通,但它只是作为金币的符号。银行券的发行人必须保证按固定比价与黄金进行自由兑换的承诺。

(2) 金币可以自由铸造。按照政府规定本位币的含量,任何人都可以将金块交给国家造币厂铸造成金币。

(3) 允许黄金在本国的自由输出与输入。

金币的自由兑换使各种价值符号(金属辅币和银行券)能稳定地代表一定数量的黄金进行流通,从而保持了币值的稳定;金币的自由铸造或熔化使金币数量能自发地满足流通中的需要,从而保证了各国物价水平的相对稳定;黄金的自由输出入使得各国货币之间的比价相对稳定,从而保证了外汇行市的相对稳定与国际金融市场的统一。因此,国际金本位制度是一种比较稳定的货币制度。

(二) 国际金本位制度的运行机制

在国际金本位制度下,国际收支失衡可以无须政府的经济干预,通过经济的自动调节机制而恢复均衡。这一国际收支的自动调节机制就是英国经济学家大卫·休谟(D. Hume)指出的“物价—现金流动机制”。当金本位制度被严格控制实施、商品价格具有完全弹性、国际经济交易只限于商品交换领域而不存在国际资金流动时,物价—现金流动机制即可实现经济的自发调整。金币的自由兑换、自由铸造和自由输出入,使得国际收支赤字意味着本国黄金的净输出,国内黄金储备量下降,货币供给减少。在商品价格具有完全弹性的情况下,货币供应量下降则引起国内物价水平下降。而国内物价水平下降使本国货币的实际汇率下降,即本国商品在国际市场上的竞争能力提高,外国商品在本国市场的竞争能力相对下降,于是本国出口增加、进口减少,国际收支赤字降低直至最终消除。当出现国际收支顺差时,调整过程则相反。上述过程可用下图 1-1 表示。

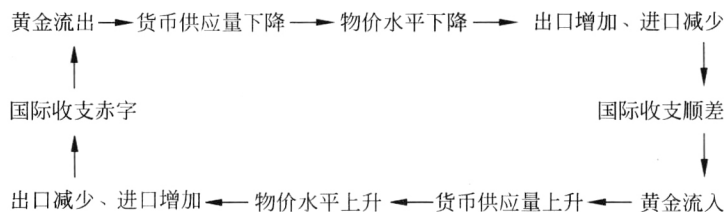


图 1-1 物价—现金流动机制的调节过程

国际金本位制度下的汇率调节机制则可实现汇率的自发稳定。在国际金本位制度下,汇率会以金平价为中心,受外汇供求影响,在黄金输出点和黄金输入点之间波动。金平价即在金本位制下各国货币含金量之比所形成的货币兑换比率。下面我们用英镑兑美元的汇率为例。金本位制时期,英、美两国政府所规定的英镑与美元的含金量分别为:1 英镑所含纯金为 7.3224 克,1 美元所含纯金则为 1.504656 克。以黄金为媒介,则两者相比等于 4.8665($7.3224 \div 1.504656$),即 1 英镑等于 4.8665 美元。作为两种货币的含

金量之比(铸币平价, mint parity), 1 英镑等于 4.8665 美元就成为当时美英两国货币汇率的标准。在金币本位制度下, 进出口商可以选择用国际汇兑或黄金进行清算。由于黄金可以自由输出入, 如果汇价涨得太高或太低, 进出口商就不再愿意买卖外汇, 而要运送黄金进行清算。但运送黄金是需要种种费用的, 如包装费、运费、保险费和运送期的利息等。当时, 在英、美两国之间运送 1 英镑黄金的费用大约是每英镑 0.03 美元。那么, 铸币平价 4.8665 美元加上运送费 0.03 美元就等于 4.8965 美元, 这是美国对英国的黄金输出点。当美国外汇市场的英镑的汇率上升到黄金输出点时, 美国的进口商选用金币和购买外汇来实现对外支付的进口成本是相同的。一旦汇率超过了黄金输出点, 则美国进口商选用金币对外支付的进口成本就小于购买外汇对外支付的进口成本。因此, 美国进口商自然就会选择金币来向英国出口商支付货款, 从而导致美国黄金外流。而美国进口商对英镑的需求下降, 在供求的影响下, 英镑的汇率就会回落到黄金输出点水平之下。黄金输入点的原理与黄金输出点的原理相同, 即一旦汇率低于 4.8365, 美国出口商会因英镑的价格过低而宁肯自己从英国输入黄金。因此, 黄金输出点(即铸币平价加两国间运送黄金的费用)和黄金输入点(即铸币平价减两国间运送黄金的费用)就成为英镑外汇波动的上下限。

(三) 国际金本位制度的崩溃

从国际金本位制的实践来看, 在其形成后的相当长的一段时间内, 世界黄金供应比较充分, 各国也基本上能够遵守游戏规则, 因此, 它对资本主义经济的发展起到了重要的作用。1914 年第一次世界大战爆发后, 各国为了筹集庞大的军费, 纷纷发行不兑现的纸币, 同时禁止黄金自由输出, 这直接导致了国际金币本位制的终结。导致国际金本位制崩溃的最根本原因是黄金产量增长跟不上世界经济增长发展的需要。随着当时主要资本主义国家国内外经济增长的加快, 世界黄金产量的总量不足及黄金储备在国别之间分配的不均衡所导致的紧缩效应使得金本位制已成为制约经济发展的桎梏。

在 1929—1933 年世界性经济大危机的冲击下, 各国纷纷加强外汇管制, 实行竞争性贬值和外汇倾销, 这就是当时所谓的以邻为壑的“货币战”。至此, 国际金本位制度彻底瓦解。大危机过去以后, 英、美、法三国于 1936 年 9 月达成了一项“三国货币协议”, 力图减少汇率的波动, 维持货币关系的稳定, 恢复国际货币秩序。这个协议后因第二次世界大战的爆发而很快瓦解了。可以说, 国际金本位制崩溃后, 国际货币金融领域就处于无政府、无秩序状态。也正是当时的混乱及其对世界经济的冲击, 为之后布雷顿森林体系的建立提供了经验和教训。

二、布雷顿森林体系(1945—1973 年)

对战争及国际货币制度无序的成因与危害的反思, 使得各国形成了战后应该加强各国政府国际合作的共识。1944 年 7 月, 联合国 44 个成员国于美国新罕布什尔州的布雷顿森林召开了“联合国货币金融会议”, 签订了《国际货币基金协定》以及《国际复兴开发银行协定》。鉴于美国在世界经济体系中的核心地位, 这些协议对国际货币制度的安排基本上采纳了怀特提出的美国方案, 由此形成了以美元为核心的国际货币体系。因为相关准则是在布雷顿森林会议上形成的, 所以这个时期的国际货币体系又称为布雷顿森林体系。

(一) 布雷顿森林体系的主要内容

布雷顿森林体系的主要内容可以概括为如下三个方面。

(1) 建立了永久性的国际金融机构。“国际货币基金组织”(International Monetary Fund, IMF)的宗旨在于稳定汇率、消除外汇管制、建立多边支付体系和协助成员国改善国际收支,促进国际间政策协调。从而 IMF 成为战后国际货币体系的核心。“国际复兴开发银行”的宗旨在于以低利长期贷款,协助推动成员国的经济发展。我们将在本章最后一节中详细介绍这两个国际金融组织。

(2) 实行以黄金为基础、以美元为国际主要储备货币的可调整的固定汇率制。美元按 35 美元等于 1 盎司黄金与黄金保持固定比价,各国中央银行可随时用美元向美国政府按这一比价兑换黄金。各国货币则与美元保持可调整的固定比价,称为可调整的钉住汇率(adjustable peg)。各国当局有义务在外汇市场上进行干预以保证各国货币对美元的波动幅度为法定汇率上下各 1%。只有当一国国际收支发生“根本性不平衡”时,才允许升值或贬值。在实践中,法定汇率变动若小于 10%,一般可自行决定,只有当平价变动大于 10%时,才需基金的批准。由于各国货币均与美元保持可调整的固定比价,因此以美元为基础,各国货币相互之间实际上也保持着可调整的固定比价,整个货币体系就成为一个固定汇率的货币体系。

布雷顿森林体系的上述内容又被称为“双挂钩”,即美元与黄金挂钩,各国货币与美元挂钩,其本质即金汇兑本位制。“双挂钩”通常被视为布雷顿森林体系的两大支柱,可用图 1-2 表示。

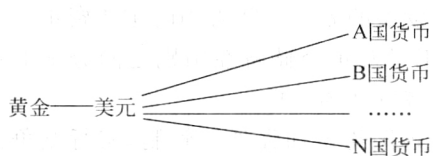


图 1-2 “双挂钩”的布雷顿森林体系

(3) 取消对经常账户交易的外汇管制,促进国际多边支付体系的建立。在国际金本位制崩溃后,各国采取的严厉的外汇管制措施和各国间的货币战,严重阻碍了国际贸易的顺畅进行。为了改变这一状况,《国际货币基金协定》在第八条、第十四条和第三十条条款中对外汇管制的问题做出了

了规定,以义务的形式要求成员国至少取消经常项目下对外支付的限制。在《国际货币基金组织章程》第八条的第二、第三、第四款中,规定凡是能实现不对经常性支付和资金转移施加限制、不实行歧视性货币措施或双重汇率、能够兑付外国持有的在经常性交易中所取得的本国货币的国家,该国货币就是可自由兑换货币。因此实现了经常账户下货币自由兑换的国家又称为“第八条款国”。但是,鉴于两次世界大战间国际资金流动的投机色彩特别浓厚,给国际货币体系的稳定带来了非常大的冲击,因此布雷顿森林体系允许对国际资金流动进行控制,各国均严格限制资金的国际流动。

(二) 布雷顿森林体系的运行机制

因为各国货币供应量与持有的黄金储备数量之间已失去了联系,国际金本位制度下促进经济自动恢复平衡的调节机制已不复存在。国际收支及汇率均衡目标的实现只能以政策调节为主。

当一国面临短期内的国际收支逆差,该国可以通过动用美元储备予以弥补。如果国

际储备不足,可以向国际货币基金组织申请贷款。但是,国际货币基金组织为成员国提供的资金在数量难以满足需求,在其贷款的条件性上要求借款国实施严格紧缩政策的条件使得逆差国承受了沉重的国际收支调整的重担。虽然布雷顿森林体系设计的调整方法中提出,长期的国际收支逆差及国际收支的“根本性不均衡”可通过汇率变动进行调整,然而,“根本性不均衡”是个非常抽象的概念,难以具体掌握。在布雷顿森林体系运行过程中,汇率调整是非常罕见的,一般国家不可能将之作为一种工具而经常使用。当一国面临国际收支逆差及逆差引起的本币汇率下跌至1%下限时,为保证汇率的稳定,逆差国中央银行有义务通过卖出外币买入本币的方式拉升本币汇率。中央银行买入本币即进行了货币回笼,货币供应量下降。紧缩的货币政策提高了利率,一方面,吸引资本流入有助于弥补逆差;另一方面,利率提高会减少投资,伴随着投资降低所导致的国民收入减少,会减少进口,也有助于缓解逆差。同时,紧缩货币政策对本国物价水平的紧缩作用也有助于提高本国商品的相对竞争力,有利于促进出口减少进口,缓解国际收支逆差。如果逆差国无充足的储备干预外汇市场,则只有向国际货币基金组织申请贷款,并配以紧缩的财政政策以消除国际收支逆差及其对本币汇率贬值的压力。

当一国面临国际收支顺差及顺差引起的本币汇率升值至1%上限时,为保证汇率的稳定,顺差国中央银行有义务通过买入外币卖出本币的方式拉低本币汇率。虽然中央银行卖出本币,即货币供应量增加,会使本国面临通货膨胀的压力,从而使国际收支顺差国也承担调节国际收支的义务。但在布雷顿森林体系的实践看,国际收支顺差国通过冲销因外汇储备增长所增加的货币供应量,便可以享受顺差推动的经济增长,而无须进行痛苦的经济调整。因此,国际收支调整的重担就全部落在了国际收支逆差国的身上。这也使得一般国家在与他国的经济交往中都努力追求国际收支顺差,积聚美元储备。当国际收支出现逆差时,便可以通过使用本国积聚的美元储备来提供融资,避免使用紧缩性的宏观经济政策,减少经济调节的成本。因此,布雷顿森林体系下的调节机制在顺差国和逆差国间是不对称的,而且这种不对称还体现在美国与一般国家之间。

对于美国而言,只要美元可以被世界各国所广泛接受,美国就并不像其他国家那样承担国际收支逆差的调节责任。如果美国出现国际收支逆差时,它可以简单地以输出美元的方式弥补逆差,以此来维持汇率稳定而不必对本国经济进行调整。对于美国来说,作为国际清算手段的美元是由其发行的。这使得美国不像其他国家那样面临外部约束。然而,美元作为国际储备货币,在为美国带来经济利益的同时也使其面临两难选择。为了满足世界各国发展经济的需要,美元供应必须不断增长;而美元供应的不断增长,使美元同黄金的兑换性日益难以维持,出现了国际清偿能力供应和美元信誉两者不可兼得的矛盾。美元的这种两难,是美国耶鲁大学教授罗伯特·特里芬于20世纪50年代首先提出的,故又被称为特里芬两难(Triffin dilemma)。特里芬两难指出了布雷顿森林体系存在的逻辑难题。在布雷顿森林体系的早期,各国都需要从战争废墟中恢复经济,迫切需要美元,而此时美国通过国际收支逆差所输出的美元数量有限,因此世界上面临着“美元荒”的局面。随着美国国际收支的持续逆差,各国手中持有的美元数量激增,“美元荒”演变为“美元灾”。特里芬两难充分体现了理论的高度预见性,最终布雷顿森林体系就因为这一根本缺陷而走向崩溃。

（三）布雷顿森林体系的崩溃

在布雷顿森林体系运行的相当长的一段时期里,美国在世界经济中的垄断地位给美元与黄金的挂钩奠定了物质基础,国际资金流动的缺乏使可调整的钉住汇率制易于维持。但随着以联邦德国及日本的崛起,以及美国因越南战争而导致经济实力的削弱和国际收支、通货膨胀的恶化,整个世界政治经济格局在不断发生着变化,从而使布雷顿森林体系在经过了最初十多年的平稳运行后,进入了动荡运行的过程。布雷顿森林体系的瓦解过程就是美元危机不断“爆发→拯救→再爆发”直至崩溃的过程。美元危机是指由于美国国际收支逆差严重,导致人们对美元与黄金之间可兑换性产生怀疑,由此引起大量投机性资金在外汇市场上抛出美元,美国黄金大量外流的一个经济过程。在每次美元危机爆发后,美国与其他国家也都采取了互相提供贷款、限制黄金兑换、美元贬值等一系列协调措施。但这无法解决特里芬两难的问题,只能收到暂时的效果。最终,当1973年2月外汇市场再度爆发美元危机时,欧共体、日本、加拿大等主要西方国家均放弃了固定汇率制度,布雷顿森林体系彻底崩溃了。

三、现行的国际货币体系(1976年至今)

在布雷顿森林体系崩溃后,国际金融秩序又复动荡,国际间为建立一个新的国际货币体系进行了长期的讨论。虽然也曾提出了许多改革主张,如恢复金本位、恢复美元本位制、实行综合货币本位制及设立最适货币区等,但均未能取得实质性进展。直至1976年1月,经过激烈争论和妥协,各方于1976年1月于牙买加首都金斯敦签署了一个协议,称为“牙买加协议”。同年4月,国际货币基金组织理事会通过了国际货币基金组织协议的第二次修订案,从此国际货币体系进入了一个新的阶段。牙买加协议正式宣布了布雷顿森林体系的结束,但它并未就国际货币、调节机制、储备货币等有关国际货币制度稳定的问题提出任何新的见解。此后,世界也根本没有形成一个统一的货币制度。虽然,一些学者称当前的国际货币体系为牙买加体系或新布雷顿森林体系,但本质上却是一种无体系的状态。

（一）现行国际货币体系的主要内容及运行机制

牙买加协议对布雷顿森林体系的改革集中在汇率和国际储备资产上。事实上,牙买加协议在很大程度上(尤其是在黄金和汇率问题上)是对事实的一种法律追认。

牙买加协议允许成员国可自由选择汇率制度,从而确认了浮动汇率制的合法化,承认固定汇率制与浮动汇率制并存的局面。对于汇率调节机制只是运用“当价格灵活调整时,市场永远是出清的”经济学假设,认定汇率变动能自发地调节国际收支。也就是说只要汇率(也是两国商品的相对价格)是灵活调整的,那么无论是因出口(外汇的供给)还是进口(外汇的需求)变动导致的国际收支失衡,都会因汇价的灵活调整而形成新的供求均衡点,从而实现国际收支的均衡。除汇率调节机制外,协议还提出成员国通过IMF融资、加强国际协调以及综合运用国内经济政策来实现对经济的调节。

在国际储备资产方面,协议做出了逐步使黄金退出国际货币的决定。黄金不再是各国货币平价的基础,也不能用于官方间的国际清算。为了克服以一国货币作为国际储备

货币所存在的“特里芬两难”，协议主张提高特别提款权的国际储备地位，扩大其在 IMF 一般业务中的使用范围。^①

（二）现行国际货币体系的运行状况

当前的国际货币体系被称为浮动汇率制度，主要是因为大多数发达工业国家采取了浮动汇率制度，而广大发展中国家仍主要是采取钉住某种国际货币或货币篮子的钉住汇率制度，但被钉住的货币相对多样化。因此，出现了浮动汇率制与固定汇率制并存的局面。不同汇率制度各有优劣，浮动汇率制度可以为国内经济政策提供更大的活动空间与独立性，而固定汇率制度则减少了本国企业可能面临的汇率风险，方便生产与核算。汇率选择的“经济论”理论指出，发达国家经济规模大、对外贸易依存度较低、国内金融市场发达并与国际金融市场联系密切，因此一般倾向于让其货币单独浮动，而发展中国家情况相反，只能选择钉住汇率制度。汇率选择的“依附论”理论则进一步指出，发展中国家通常根据其经济政治、军事等方面的对外依附关系，确定其钉住的参考货币。

学者们对当前国际汇率制度的研究发现其存在害怕浮动现象。即一些声称允许其货币自由浮动的国家，却将其汇率维持在对某一货币（通常为美元）的一个狭小幅度内，这反映了这些国家对大幅度的汇率波动存在一种长期的害怕。学者们对 20 世纪 90 年代以来频发的货币危机的研究，则发现在危机爆发前夕和爆发时，危机发生国普遍存在较为严重的货币错配现象。而害怕浮动的汇率制度选择会进一步加剧货币错配的程度。所谓“货币错配”是指一个经济主体的资产与负债或者收入与支出因使用不同货币计值，而产生的货币结构不匹配的现象。例如，中国企业因国内融资不足举借美债，那么，该企业的资产以人民币计值，而债务则是以美元来计值，则该企业就会面临货币错配的问题。从存量的角度看，货币错配指的是资产负债表（即净值）对汇率变动的敏感性；从流量的角度看，货币错配则是指利润表（净收入）对汇率变动的敏感性。资产与负债或者收入与支出对汇率变动的敏感性越强，货币错配的程度就越严重。一个存在货币错配的企业或家庭，将不可避免地面临着汇率波动冲击的风险。有关货币错配对企业影响的“双刃剑”效应，我们将在后面介绍汇率风险时详细说明。货币错配与害怕浮动是相互影响的。一方面，货币错配使得发展中国家害怕浮动。如果本币贬值，本国企业举借的大量外债将加重负债企业和金融机构的债务负担，影响宏观经济的稳定；如果本币升值，又会损害本国企业的国际竞争力，并导致外汇储备资产缩水。这使其在汇率制度选择上，形成所谓的“浮动恐惧症”。另一方面，为了维持汇率的稳定，发展中国家积累了巨额的外汇储备，这却为微观经济主体提供了一种隐性的担保，导致货币错配风险的积聚。由于发展中国家金融市场不完全，本国货币不能用于国际借贷，甚至在本国市场上也不能用本币进行长期借贷。所以，该国企业在融资时面临巨大风险和两难，如果从外国借贷，则存在货币错配问题；如

^① 特别提款权(special drawing rights, SDRs)是国际货币基金组织于 1970 年创建的一种国际清算手段，以减缓美元危机、扩大国际货币基金组织的贷款能力和增加储备资产的规模。作为一种新型的集体创造的账面储备资产，特别提款权最初的定值与美元等值，后改为多种货币加权平均定值。特别提款权由国际货币基金组织按“份额”分配给会员国，会员国可以此向其他会员国进行支付、归还国际货币基金组织的贷款，以及在会员国政府之间拨付转移，但不能兑换黄金，也不能用于个人一般支付。