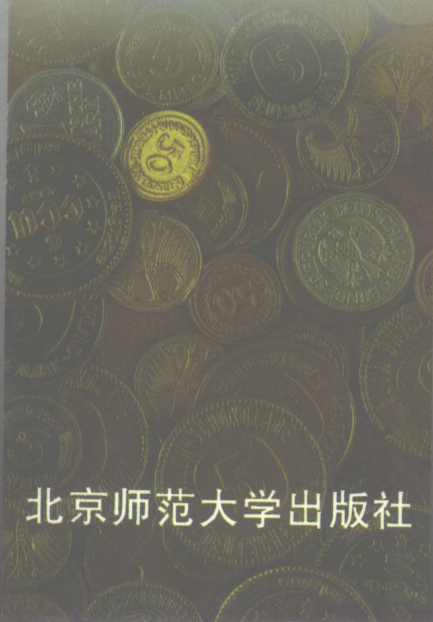


国际文化交流译丛

国际货币与金融

保罗·霍尔伍德
罗纳德·麦克唐纳 著
何 璋 译



北京师范大学出版社

国际文化交流译丛

国际货币与金融

保罗·霍尔伍德 著
罗纳德·麦克唐纳
何璋 译

北京师范大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际货币与金融/(英)霍尔伍德,(英)麦克唐纳著;
何璋译. —北京:北京师范大学出版社,1996.5
ISBN 7-303-04178-8 版权贸易合同号:01-96-0684

I. 国… II. ①霍… ②麦… ③何… III. ①国际货币体系-理论②国际金融-理论 IV. F821

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 07403 号

北京师范大学出版社出版发行

(100875 北京新街口外大街 19 号)

北京师范大学印刷厂印刷 全国新华书店经销

开本:850×1168 1/32 印张:15.625 字数:375 千

1996 年 7 月北京第 1 版 1996 年 7 月北京第 1 次印刷

印数:1—3 000 册

定价:21.00 元

译者前言

本译文初稿完成之后，曾经征求过马桂媛和刘远新等同志的意见。我愿借此书出版的机会，向他们表示感谢。

人名翻译参照商务印书馆出版的《英语姓名译名手册》。出自风格统一的需要，有些译名与某些译著的译法有所不同。

何 璋

此书的中文版经英国布莱克威尔出版公司授权，在英国文化委员会翻译权计划的资助下出版。

" This edition of C. Paul Hallwood and Ronald MacDonald: International Money and Finance 2nd edition is published by arrangement with Blackwell Publishers in Oxford and with the assistance of the British Council Translation Rights Scheme. "

Blackwell Ltd.

108 Cowley Road, OX4 1JF, UK

© C. Paul Hallwood and Ronald MacDonald 1986, 1994

第二版序言

在经济学领域，国际金融科目比其他大多数科目发展得更快。近二十年期间内，特别是近四、五年时间里，国际金融一体化的程度显著地提高了。所有重要的国家集团（经济合作与发展组织、发展中国家、以及最近的前中央计划经济国家）都大大地增加了货币和资本的跨国流动。试图描述和理解这种发展的学术著作也几乎同样迅速地涌现出来。新的重要研究进展主要体现在下述领域：目标区内的涉及汇率的行为，如欧洲货币体系的汇率机制；关于以前脱离国际资本循环的国家实现金融一体化最优过程的理论；对实际汇率长期偏离购买力平价并扰乱实际经济活动的解释；扭曲信息下的预期和投机泡沫如何导致浮动汇率不稳定和大体上不可预测；以及如何改革国际货币制度。大家还将看到其他一些新课题。

本书的文献目录表明，近年来关于国际货币和金融的出版物是大量的。大家在这里看到的只是巨大冰山的尖端，我们只是引证了局限于那些最重要的、或至少是我们见过的文献中那些最好的论著。这里我们对那些未加引用的优秀论文的 authors 表示歉意。就第一版而言，我们增加了一些新的章节，如关于基础理论的第二、三、四章，关于国际政策协调的第六章，关于预期失败和分析有效市场假设的第十二章，关于国际金融流量统计概要的第一和第十五章，关于发展中国家自由化顺序的第十七章，关于前中央计划经济进入国际金融经济的第十八章，以及关于国际货币改革的第二十章。我们对所有其他各章都做出了实质性的修订并补充了新材料，以使它们能跟上时代。

本书的重点是叙述国际货币和金融领域中关于制度分析的最有意义的现代理论发展和考察最重要的经验研究。我们努力使本

书的内容能够为具有中等数学水平的学生直观地理解，但是非常严格的解释通常需要数学论证。本书的一个重要特点是使用经济计量学研究国际金融。我们意识到，许多学生和教师可能不希望深入到我们提供的这些经济计量细节中去。因此，我们将更高级的、反映学科目前发展水平的经济计量分析用星号分离出来。经济计量专家可以从这些带星号部分中看到，经济计量学如何用于今日的国际金融研究。非经济计量专家可以不读这些部分，这并不会影响阅读的连续性。我们希望，在国际金融领域从事最初的实质性的经验调查的研究生能够感觉到，这些带星号的部分是他们自己从事研究的有益的出发点。

本书的对象是英国、其他欧洲国家、加拿大、澳大利亚、新西兰、印度和其他亚洲国家大学中攻读国际经济学或国际金融课程的二、三年级本科生和研究生。本科生可能要求不读带星号的章节。在美国，本书可供研究生阅读。

欢迎对本书进行评论。对向本书提供了有益评论的下述人员我们表示感谢：波利·雷诺兹·艾伦（康涅狄格大学），迈克尔·阿蒂斯（曼彻斯特大学），罗伊·巴切勒（城市大学），张阿发（康涅狄格大学），保罗·黑尔（赫里奥特·瓦特大学），帕诺斯·哈齐帕纳约塔（康涅狄格大学），安德鲁·休斯·哈利特（斯特拉斯克莱德大学），安德烈奥斯·卡拉帕塔基斯（塞浦路斯中央银行），史蒂文·米勒（康涅狄格大学），苏珊·伦道夫（康涅狄格大学），斯蒂芬·萨克斯（康涅狄格大学），罗件特·肖（阿伯丁大学），斯科特·萨默（本特利学院），马克·泰勒（国际货币基金），汤姆·托兰斯（赫里奥特·瓦特大学），汉斯·维塞（自由大学），伊曼纽尔·韦克斯勒（康涅狄格大学）。我们对伊恩·马什为第七和第十一章制作了某些图表而致以谢意。

保罗·霍尔伍德和罗纳德·麦克唐纳

1993年4月

目 录

第二版序言	(1)
第一章 导论	(1)
第一节 金融的国际化	(1)
第二节 各章要点	(7)
第二章 国际金融的基本概念	(16)
第一节 汇率	(16)
第二节 国际收支平衡表	(22)
第三节 购买力平价	(27)
第四节 浮动汇率制的回顾与展望	(28)
第五节 汇率的易变性	(32)
第三章 即期和远期汇率	(35)
第一节 汇率的弹性分析	(35)
第二节 远期汇率、套汇和纯粹投机	(46)
第三节 抵补利率平价的实例分析	(54)
第四节 无抵补利率平价的实例分析	(57)
第五节 实际利率平价的实例分析	(58)
第四章 收入与国际收支	(62)
第一节 外贸乘数	(62)
第二节 经济管理的早期观点：斯旺图形	(64)
第三节 配合问题	(65)
第四节 吸收分析	(68)
第五节 双重赤字	(72)
第六节 不考虑资本流动的国外反应	(74)

第五章 开放经济的宏观经济学：蒙代尔-弗莱明模型	
及其扩展	(82)
第一节 基本的蒙代尔-弗莱明模型	(83)
第二节 大国分析	(91)
第三节 隔离与蒙代尔-弗莱明模型	(92)
第四节 不完全的资本流动和蒙代尔-弗莱明模型	(94)
第五节 回归性预期和货币-财政政策	(97)
第六节 J 曲线效应和回归性预期	(101)
第七节 财富效应	(102)
第八节 蒙代尔-弗莱明模型中的总供给、实际余额效 应和汇率	(103)
第九节 基本结论	(111)
第六章 国际政策协调	(113)
第一节 两个国家的蒙代尔-弗莱明模型和宏观经 济相互依赖	(114)
第二节 政策协调的潜在收益	(126)
第三节 动态博弈和国际合作的承受力和声誉可信度	(135)
第四节 关于协调潜在收益的某些依据	(137)
第五节 政策协调的潜在障碍和适当形式	(139)
第七章 购买力平价：理论和根据	(145)
第一节 绝对和相对购买力平价的概念	(146)
第二节 购买力平价的有效市场分析	(148)
第三节 对购买力平价的进一步解释	(150)
第四节 对购买力平价的进一步批判	(152)
第五节 对购买力平价有效性的实例检验	(157)
第六节 小结	(165)
第八章 国际收支的货币分析	(167)

第一节	货币分析法与其它分析法的区别	(168)
第二节	全球的货币分析模型	(171)
* 第三节	抵消性与储备抵消系数	(182)
第四节	通货膨胀的国际传递: 某些证据	(188)
第九章	汇率决定的货币分析	(192)
第一节	汇率的资产分析	(193)
第二节	汇率的柔性价格货币分析	(195)
第三节	引入预期的货币分析	(199)
第四节	理性投机泡沫	(202)
第五节	粘性价格货币分析	(205)
第六节	货币替代	(212)
* 第七节	货币模型的经验分析	(217)
* 第八节	货币模型的经验分析 (续)	(221)
* 第九节	对投机泡沫的经验检验	(223)
第十节	小结	(225)
第十章	汇率决定的资产平衡分析	(229)
第一节	资产平衡模型	(233)
第二节	公开市场购买债券: 货币政策	(239)
第三节	增加国内债券供给: 财政政策	(242)
第四节	资产偏好的移动	(243)
* 第五节	资产平衡分析的经济计量依据	(244)
第六节	小结	(249)
第十一章	即期汇率、远期汇率和有效市场假设	(252)
第一节	即期和远期汇率	(253)
第二节	有效市场假说和远期外汇市场	(258)
* 第三节	有效市场假说的经济计量估计	(263)
* 第四节	β 值非一的风险报酬解释	(269)
* 第五节	方程 (11.20) 在经验分析中的应用	(274)

第六节	小结·····	(281)
第十二章	否定有效市场假说的预期解释和新闻分析 ·····	(284)
第一节	比索效应、理性投机泡沫和经济计量推理 ·····	(285)
第二节	技术分析和图形分析·····	(287)
* 第三节	调查资料、预期和风险·····	(297)
第四节	对汇率模型的新闻分析·····	(301)
* 第五节	新闻分析的经验研究·····	(302)
第六节	噪声交易者案例·····	(307)
第十三章	国际货币制度的历史回顾·····	(312)
第一节	国际金本位制·····	(313)
第二节	1971 年之前的布雷顿森林体系 ·····	(322)
第三节	美元本位制·····	(326)
第四节	汇率预期反复无常时代的美元本位制·····	(330)
第十四章	欧洲货币体系和货币同盟·····	(334)
第一节	货币区的收益与成本·····	(334)
第二节	欧洲货币体系的起源·····	(341)
第三节	欧洲货币体系的效绩·····	(344)
第四节	关于货币同盟的德洛斯委员会报告·····	(348)
第五节	目标区·····	(351)
第六节	财政联邦制·····	(358)
第七节	对货币同盟中的财政政策的深入探讨·····	(359)
第十五章	国际货币和资本流动·····	(369)
第一节	国际货币和资本流动·····	(369)
第二节	欧洲银行·····	(371)
第三节	国际债券市场·····	(382)
第四节	对外直接投资·····	(388)

第十六章	发展中国家、国际收支调节和国际货币基金组织	(395)
第一节	发展中国家的汇率制度	(396)
第二节	国际货币基金组织的作用	(399)
第三节	国际货币基金组织对国际收支的货币分析	(402)
第四节	反对国际货币基金组织调节政策的新结构主义 观点	(404)
第十七章	发展中国家的自由化顺序	(415)
第一节	扭曲和经济效绩	(416)
第二节	金融自由化的不幸经验	(422)
第三节	自由化的顺序	(424)
第十八章	前中央计划经济和国际金融经济	(431)
第一节	经济改革和趋向货币可兑换性	(432)
第二节	追赶方案和资本流动	(435)
第三节	对世界经济的影响	(436)
第四节	汇率	(437)
第五节	解散卢布区	(439)
第六节	前中央计划经济自由化的顺序	(440)
第十九章	国际债务	(449)
第一节	债务问题	(449)
第二节	国际债务的增长	(452)
第三节	债务和经济增长	(455)
第四节	资本外逃	(457)
第五节	政府和国家的外债	(459)
第六节	贷款者陷阱	(460)
第七节	某些债务改革建议	(461)
第八节	国际债务便利	(464)

第二十章	国际货币改革·····	(468)
第一节	融通还是调整? ·····	(469)
第二节	国际货币制度的设计·····	(473)
第三节	浮动汇率制成本和收益·····	(477)
第四节	国际货币制度改革规划·····	(481)

第一章 导 论

在本书中，我们构制了理解国际金融的必要的工具，并运用它们分析一系列问题，其中包括：外汇市场的运行、模型分析和效率；国际货币制度的历史和未来；国际宏观经济政策协调；前中央计划经济和发展中国家经济和金融改革中的国际金融方面的内容；欧洲共同体的货币联盟；国际债务危机；国际货币基金、欧洲货币体系、国际银行等国际组织和制度的运行；近来债券、股票和其他金融工具国际交易的迅速增长等。这里我们首先简要说明金融国际化，它引起经济理论多方面的发展，并与我们在后面章节中讨论的许多课题密切相关。

第一节 金融的国际化

根据英格兰银行提供的资料，世界每日外汇交易量由 1989 年的 6500 亿美元上升到 1992 年的 10000 亿美元。与其相对照的是，每年的世界贸易额由 1989 年的 30000 亿美元上升到 1991 年的 35800 亿美元。^①这意味着国际货币流量大约比贸易流量多 100 倍，而 2 年前只有 80 倍。近 10 年来，世界确实发生了一场国际金融流量的“爆炸”。1992 年伦敦是最大的外汇市场，每日外汇交易量 3000 亿美元；其次是纽约和东京。

除了外汇交易之外，还存在大量的对国内的、外国的和欧洲债券、股票以及衍生金融工具的国际金融交易。这些交易是外汇交易达到如此巨大规模的原因之一。此外，银行也大量地开展国际业务。根据国际清算银行的资料，1991 年底国际银行债权总存



量达到 7.5 万亿美元，相当于经济合作与发展组织国内生产总值的 44%，而在 1980 年只有 4%。^②即使在这个对外直接投资^③迅速增长的时代（在 1991 年底公开发售的股票达到 1.7 万亿美元），银行业也是所有产业中最为国际化的产业之一。1985 年，世界 100 个最大的银行总共在境外设有 4600 多个分支机构：其中最多的是美国的银行（884 个），其次是法国、日本、英国和德国。^④今天，这个数字必然更大。花旗银行是最大的国际银行，它在 88 个国家拥有 240 个分支机构，境外业务规模巨大，占用其大约一半的资产、存款和劳动力。巴克莱银行是英国最大的国际银行，它在 77 个国家拥有 187 个分支机构，境外业务大约占用其资产、存款和雇员的 1/3。近年来日本银行大规模地向海外扩张。欧洲共同体国家的银行近些年来加速合并，1990 年，欧洲共同体国家的银行之间有 58 起跨国合并，欧洲共同体国家的银行和其他国家的银行之间有 60 起跨国合并。^⑤

银行和非银行金融机构境外分支机构的扩张具有重要意义，它为绝大多数国际金融流动提供了更为有效的渠道。此外，近 10 年来，商业银行跨越国境吞并许多投资银行和经纪商行；使美国、日本和英国金融机构联系加强，由于纽约、东京和伦敦是主要金融中心，这种联系是特别重要的。银行特别热衷于吞并证券企业。例如，富士银行与美国沃尔特·E·海伦证券银行的合并、太平洋证券公司与英国霍尔·戈维特证券银行的合并、花旗银行与英国施里格奥·肯普·吉经纪商行的合并便是三例。^⑥这种合并使商业银行得以逃避美国格拉斯-斯特高尔法之类的法规（1933 年）。法规将商业银行与投资（证券）银行分开，其目的是提高商业银行及其支付系统的声誉。投资银行具有内在风险，如承购发行股票和债券，因此，这两类银行的重新结合可能带来一些危险。实际上，商业银行通过拥有一家投资银行，可以在其资产组合中增加股票证券，从而增加了其资产组合的潜在风险。

国际化的原因

近 10 年来，金融国际化的发展源于若干因素。主要因素是：低成本计算机技术引起的国际金融交易成本的下降；解除金融管制，即实际上所有工业国家都解除了对外汇交易的数量控制、对贷款的法规约束和对机构投资者资产构成的限制；金融工具市场扩展到越来越多国家；为了降低资产风险，资产持有者日益强烈地期望实现国际多样化；以政府债务形式表现出来的金融工具供给的增加和许多新型金融工具的出现（特别是衍生金融工具），与 10 年前相比，已有更多的金融中心提供此类新型工具；20 世纪 80 年代出现的通过可交易证券取代自有资金进行融资的趋势；以及放宽对金融部门建立境外分支机构的管制。^⑦

法规的认可和国际多样化的愿望使股票和债券的国际交易急剧增加。1990 年，国际性股票交易总额超过 1.7 万亿美元，占全球股票交易额的 14% 以上；与其相对照的是，10 年前它们分别是 1200 亿美元和 6%。^⑧机构投资者（如养老基金、人寿保险公司、互助基金、单位信托等）利用其广泛的国际附属机构网络和固定化的对外联系，也为资本国际化提供了有效的渠道。此外，机构投资者一直在增加对外国证券的投入：近 10 年来，英国养老基金将外国证券在其资产组合中的份额由 7% 提高到 18%，美国从 1% 提高到 4%，日本由 1% 提高到 16%。债券和股票总的跨国交易（即一国居民和非居民之间的交易）占美国国内生产总值的比重由 1980 年的 9% 上升到 1990 年的 93%。相应的数字在日本是由 7% 提高到 119%，德国由 8% 提高到 58%，英国由 368%（1985 年）提高到 690%。^⑨

衍生金融工具即其价值派生于基础证券的金融工具，后者包括债券、票据、外汇、银行存款和股票等。它们的交易也急剧增加。在一些市场上，期货交易已确实超过基础现金证券的交易。

1991 年底,3 个月欧洲美元期货未平仓期货合同达 1.1 万亿美元,而 2 年前它只有 6700 亿美元,该数字与银行间再存款的比值由 1987 年的 14% 上升到 40%。1991 年底,利率期权未平仓合约已超过 1 万亿美元,货币期权未平仓合约也超过 1 万亿美元。利率和货币调期业务也达到巨大规模,1990 年底,未结清名义本金价值分别为 2.3 万亿美元和 1600 亿美元。^⑩

衍生金融工具交易如此迅速增长的基本原因是近 10 年左右汇率和利率波动加剧。国际银行、跨国公司和从事国际商业的其他组织持有外币面值的资产或债务,通过进行衍生金融工具交易以减少其利率和汇率风险。第二章第一节将对如何利用对外期货和期权作出基本的介绍。交易成本的急剧下降也推动了衍生金融工具的迅速增长。计算机化降低了跟踪记录调期业务中支付流量的成本,期权与期货的交易成本显著低于基础现金市场的交易成本。此外,随着派生市场的扩展,新的金融工具的引用和交易者数目的增加,它们的流动性得到提高。在第二章第一节中,还将介绍利用远期外汇市场对汇率风险进行套期保值的另一种方法。

国际化中的风险

乍看起来,由于国际金融交易主要是由私人交易者自愿进行的,它们应该有益于世界经济。对于资产的国际多样化来说这基本成立,如果有适当的管理,它可降低资产风险和增加预期资产收益(参见第 15 章关于货币和证券多样化的功效的讨论)。另外,派生市场确实提供了降低风险的低附加成本的手段。银行的国际媒介作用和债券、股票、票据及商业票据国际性初级和二级市场的发展,也提高了资本市场的竞争性和流动性。

此外,对外直接投资发生于所谓内部化的资本市场(内部化的原因在于,跨国公司拥有的无形资产的市场是缺乏效率的,就像公共物品的市场那样),这也有助于资本的国际配置。

但是，经济学家们一般不把国际金融的惊人增长看作是纯粹的幸事。我们已经提到，商业银行能够通过国际性的证券交易来实现其资产多样化。然而我们也要考虑其他因素。解法规对国际金融的管制或至少是关注，起码已经导致了国际信用商业银行的丑闻的发生。从系统的角度来看，80年代的国际债务危机（在第19章中讨论）实质上国际银行体系的失败，它威胁到各国整个银行体系的稳定并降低了许多债务国的生活水平。作为中介机构，银行的主要责任是找到在信用风险方面有良好声誉的借款人。但是，它们在相当范围内没有履行这个责任。这完全是银行的失误吗？

金融国际化的另一个固有缺陷是，贷款人在其他手段失败后并未致力于维持国际金融体系的稳定。各国中央银行只是对自己国家的金融体系负责。但是，国家层次的金融稳定不一定能与国际层次的金融稳定分开，金融国际化使它们更不能分离。国际债务危机便是一个恰当的例证，1980年代许多发展中国家的公司倒闭和（事实上的）主权国家破产威胁到许多国际银行的破产。

国际债务的一个基本特点是，发展中国家借款人对国际银行承担的是美元债务，而他们的资产主要以本国货币计值。在国际市场利率上升和本国货币对美元的汇率下降时，这一特点使当地中央银行几乎无力提供所需类型的清偿能力（即美元）。一个简单的事实是，国内贷款人直接以增加国内清偿能力和降低国内利率作为最后手段，并不能阻止破产的威胁。实际上，增加了的利率和货币风险已经削弱了本国中央银行在维护当地金融稳定方面的传统作用。

近10年来，国际货币基金之类的组织和许多经济学家反复强调，国家货币主管机构的主要责任是稳定本国货币状况。在金融国际化得到巨大发展的今天，这更是千真万确的。良好的国内货币状况具有减少外汇风险和（涉外）利率风险的作用，这是因为