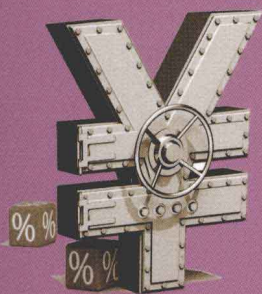


21世纪高等院校经济学与管理学系列教材

GUOJI JINRONGXUE XIANDAI GUANDIAN

国际金融学：现代观点

周克 付强 肖韶峰 编著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

国际金融学：现代观点

周克 付强 肖韶峰 编著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融学：现代观点/周克，付强，肖韶峰编著.

北京：中国经济出版社，2011.9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0671 - 4

I. ①国… II. ①周… ②付… ③肖… III. ①国际金融学 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 052332 号

责任编辑 刘一玲

责任审读 霍宏涛

责任印制 石星岳

封面设计 巢新强

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市昌平区新兴胶印厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 20.25

字 数 320 千字

版 次 2011 年 9 月第 1 版

印 次 2011 年 9 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0671 - 4/F · 8820

定 价 45.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

前 言

近年来,国际金融理论发展迅速,对国际问题的分析更多地融入微观基础成为国际金融学新的发展方向。随着1995年奥伯斯特菲尔德(Obstfeld)和罗格夫(Rogoff)的著名论文《再论汇率动态变化》(即REDUX模型)发表以来,开辟了新开放宏观经济学的时代,成为国际金融学发展的一个重要里程碑。顺应这一发展趋势,有代表性的高级国际金融学教材有:奥伯斯特菲尔德和罗格夫(Obstfeld and Rogoff,1996)的《高级国际金融学教程》和尼尔森(Nelson,2001)的《国际宏观经济学和金融:理论和经验方法》。

国内经济学界也对这些变化进行了及时反映。如姜波克和陆前进(2003)在编写的复旦大学金融学研究生学位课程教材《国际金融学》中,对当前的国际金融理论进行了详细的描述。

现代国际金融学的发展主要体现在两个方面:一是主流的微观或宏观经济理论更多地运用到国际经济的分析中;二是研究者用理论和经验方法更深层次地探讨国际经济的一些古典难题。

尽管高级的《国际金融学》教材反映了当前国际金融理论的新发展,但是中级的《国际金融学》教材却仍然以传统的理论为主。国内的情况尤其如此。当前国内的《国际金融学》教材主要面向本科生,由于一直延续着传统的国际金融学教材编写模式,因此,在理论和教学方面都存在一些不足。

第一,内容上仍然局限于介绍传统的国际金融理论。在经典的国际金融理论中,没有考虑宏观经济政策的微观基础问题,而微观基础问题又是保证经济政策之间内在联系不可或缺的。它们不能用统一框架对动态的经济问题进行解释,也不能对国际资本市场一体化进行完善解释。

第二,理论与实际脱节。经济学的目的就是为了解决社会的经济问题。因此,国外优秀的《国际金融学》教材都能将经济理论熟练地用于解释和指

导实际经济运行。遗憾的是,尽管目前中国已经越来越多地融入到全球化的进程中,但是国内现有的《国际金融学》教材却没有充分反映这一进程及其经济含义。

第三,国内的《国际金融学》教材大多数枯燥难学。虽然国内的《国际金融学》教材近年来逐渐增多,但都有一些共同的不足之处。那就是在借鉴国外理论时,往往忽略了理论的内在逻辑来进行全面的介绍。因此,虽然教材看起来内容充实,但是真正学习起来非常容易陷入思维困境。这样的教材就显得枯燥了,在讲课的过程中缺乏吸引力。另外,国内的教材往往追求大而全,不仅包含的理论十分庞杂,而且混淆了中级和高级的界限,采取了不适于本科生的数学工具。对于本科生来说,最重要的是学习兴趣的培养,没有兴趣则不能持之以恒。这就需要教材清晰易懂,因为,不能理解就容易失去兴趣,还没有进入经济学的殿堂就被一些不该出现的障碍拒之门外了。

本教材就从这些不足入手,试图在全球化和中国经济逐步开放的背景下,将现存的国际金融理论进行整合和重构,编写一本面向本科生的《国际金融学》教材。旨在构建以分析中国经济实践为主要目的的开放经济理论框架。

教材分为四个部分。第一个部分是概论,介绍国际收支和国际货币体系等基本的背景知识。第二部分是外汇市场,介绍汇率和外汇市场的相关概念,以及外汇资产的投资分析。第三部分是汇率理论,介绍汇率的决定。本部分并不是一味地罗列汇率理论,而是区分了短期和长期汇率的决定,然后对前沿的汇率理论作了介绍。第四部分是开放宏观经济体系,在一个统一的凯恩斯框架内分析了开放经济的分析工具和政策目标。

目 录

第一篇 导 论

第一章 国际收支 / 2

第一节 国际收支概述	3
第二节 国际收支分析	7
第三节 国际收支的调节	10
第四节 国际收支调节理论	13
第五节 中国的国际收支	21
本章小结	25
复习思考题	26
进一步阅读文献	26

第二章 国际货币体系 / 27

第一节 国际金本位制	27
第二节 布雷顿森林体系	33
第三节 当前的国际货币体系	40
第四节 欧洲货币一体化进程	47
本章小结	55
复习思考题	55
进一步阅读文献	56

第二篇 外汇市场

第三章 外汇与外汇市场 / 58

第一节 外汇与汇率	58
第二节 外汇市场交易	63
第三节 中国外汇市场的发展概况	72
本章小结	79
复习思考题	80
进一步阅读文献	81

第四章 衍生外汇市场 / 82

第一节 外汇市场存在的风险	83
第二节 外汇远期和外汇掉期	91
第三节 外汇期货	108
第四节 外汇期权	115
本章小结	129
复习思考题	129
进一步阅读文献	130

第五章 离岸金融市场与人民币衍生产品 / 131

第一节 欧洲货币市场	132
第二节 欧洲债券市场	135
第三节 人民币衍生产品	138
本章小结	153
复习思考题	153
进一步阅读文献	154

第三篇 汇率理论

第六章 利率平价理论 / 156

第一节 利率平价	157
----------------	-----

第二节 短期汇率的决定	161
第三节 货币、利率和汇率	164
第四节 预期对短期汇率的影响	171
本章小结	175
复习思考题	176
进一步阅读文献	176

第七章 购买力平价理论 / 177

第一节 购买力平价理论	178
第二节 购买力平价的经验证明	182
第三节 对购买力平价的修正	190
第四节 人民币均衡汇率估算	195
第五节 汇率理论的新发展	203
本章小结	212
复习思考题	213
进一步阅读文献	213

第四篇 开放经济的宏观经济学和政策分析

第八章 开放经济体系 / 216

第一节 开放经济下的商品市场均衡与 IS 曲线	216
第二节 开放经济下的货币市场均衡与 LM 曲线	221
第三节 开放经济下的国际收支平衡与 BP 曲线	225
第四节 IS—LM—BP 模型	229
本章小结	234
复习思考题	235
进一步阅读文献	235

第九章 固定汇率制度下的财政、货币政策分析 / 236

第一节 政策目标	237
第二节 固定汇率与资本不完全流动	240
第三节 固定汇率与资本完全流动	248

第四节 固定汇率与资本完全不流动	250
本章小结	252
复习思考题	253
进一步阅读文献	253
第十章 浮动汇率制度下的财政、货币政策分析 / 254	
第一节 浮动汇率与资本不完全流动	255
第二节 浮动汇率与资本完全流动	258
第三节 浮动汇率与资本完全不流动	260
第四节 蒙代尔-弗莱明模型	262
本章小结	265
复习思考题	265
进一步阅读文献	265
第十一章 开放经济下宏观经济政策的国际传导和协调 / 266	
第一节 开放经济体的相互依存性分析	267
第二节 开放的两国经济模型分析	267
第三节 国际经济政策协调	276
本章小结	283
复习思考题	283
进一步阅读文献	283
第十二章 开放经济下的总供给与总需求 / 285	
第一节 总需求	286
第二节 总供给	294
第三节 不同汇率制度下经济政策的中长期效力分析	299
本章小结	303
复习思考题	303
进一步阅读文献	304
主要参考文献 / 305	
后 记 / 313	

导 论

国际金融学是宏观开放经济学,因此,本教材将从国际收支和货币体系的分析开始。在宏观经济学中,我们只是简单介绍了贸易项目,更多的关注放在了封闭经济范围内。在开放经济条件下,一个国家与世界上其他国家在经济的多个方面存在联系。不仅有贸易的往来,还有资金的流动。贸易和资金流动构成了一个国家国际收支的主要内容。进入 21 世纪以来,中国的国际收支失衡问题就成为世界经济的一个焦点。本篇对国际收支的分析有助于理解中国经济外部失衡的部分原因。

国际货币体系构成当前世界经济的另一个焦点。尽管以美元为核心的布雷顿森林体系早在 20 世纪 70 年代初期就已经崩溃,但是,当前的世界货币体系仍然以美元为主体。如何改革当前的世界货币体系,使之更为平等,将是未来很长一段时期内世界各国关注的焦点问题。本篇也对世界货币体系进行了详细的回顾,温故而知新,我们希望能从中发现历史前进的规律。

第一章 国际收支

本章要点

- ◎ 什么是国际收支?
- ◎ 国际收支平衡表包括哪些内容?
- ◎ 国际收支失衡有哪几种类型?
- ◎ 国际收支失衡的调节机制是什么?
- ◎ 国际收支的调节理论有哪些?

在开放经济条件下,国际收支反映一国对外经济交往的全貌,同时也反映了该国在国际经济中的地位和实力变化情况,在现代金融中处于十分重要的地位。可以说国际收支是国际金融活动的起点和归宿,是研究国际金融的一条主线,因此我们从国际收支开始研究国际金融。

从1990年至今,除了1992年、1993年和1998年,中国一直存在双顺差,即经常项目和资本项目同时出现顺差。双顺差是一种不正常的国际收支结构。按照经济增长的一般规律,发展中国家由于资本缺乏,因此,应该借入资源进行投资,促进经济增长,未来偿还贷款。也就是说,资本项目应该为顺差,经常项目应为逆差。但是,中国的经常项目顺差却意味着中国是一个净的资本输出国。^①而且输出的方式也是不合理的。

本章对国际收支的概念和调整理论进行了分析,希望有助于理解中国国际收支失衡的原因,并找到回到均衡的办法。

^① 由于经常项目反映了资源的真实流动,所以,判断一个国家是资本输出国还是资本输入国的标准是经常项目状况。如果经常项目为顺差,则为净的资本输出国;经常项目为逆差则为净的资本输入国。

第一节 国际收支概述

一、国际收支的含义

国际收支(Balance of Payment)的概念可以分为狭义和广义两种。狭义的国际收支是指一切引起外汇收支的经济活动;广义的国际收支是指一国(或地区)居民在一定时期内与非居民之间发生的所有经济交易的系统记录。广义的概念适应了当代国际交往发展的实际需要。

真正理解国际收支的概念,必须把握以下几点:

(1) 国际收支是一个流量概念。流量是指一段时间内发生的量,因此在提到国际收支时必须指明是属于哪一特定时期,即报告期,各国通常以一年为报告期。要注意区分国际收支与国际借贷这两个不同的概念:国际借贷是一个存量概念,是指一定时点上一国居民对外资产和对外负债的汇总。

(2) 国际收支反映的是经济交易,是系统的货币记录。这里所说的经济交易包括:①商品、劳务的买卖;②物物交换;③金融资产的互换;④无偿的商品和劳务的转移;⑤无偿的金融资产的转移。这一点说明国际收支是一个以交易为基础的概念。

(3) 国际收支记录的是对外交往,是在一国(或地区)居民与非居民之间发生的交往。居住地的不同,是划分居民与非居民的依据,而居住地的区分是以相关交易者从事生产、消费等经济活动的所在地为标准的。IMF规定,从事这些经济活动的期限必须在一年以上。一般说来,维和部队、驻外大使是所在地的非居民,国际组织是任何国家的非居民。

二、国际收支平衡表

国际收支平衡表(Balance of Payment Presentation)是系统地记录一国(或地区)在一定时期内各种国际收支项目及其余额的一种会计报表。

国际收支平衡表是按照复式记账原理编制的,即按“有借必有贷,借贷必相等”来记录每笔国际交易的。借方记录资产的增加和负债的减少,贷方记录资产的减少和负债的增加。具体的记账法则是:

(1) 凡是引起本国从国外获得货币收入的交易均记入贷方,该笔收入记

入借方；凡是引起本国对外支付货币的交易均记入借方，该笔支出记入贷方。

(2) 凡是引起本国资产(资源)持有量增加的交易，记入借方；凡是引起本国资产(资源)持有量减少的交易，记入贷方。

各国编制的国际收支平衡表的主要项目基本上是一致的，它包括经常项目、资本与金融项目和错误与遗漏项目三大项目。这里的“项目”也称为“账户”。

经常项目(Current Account)。经常项目是指本国与外国进行经济交易而经常发生的项目，它反映了一国与其他国家之间实际资源的转移，同时也反映了一国自我创汇的能力。经常项目一般包括货物、服务、收入及经常转移四个二级项目。

1) 货物(Goods)。该项目记录商品的进出口。进口记入借方，出口记入贷方。

2) 服务(Serves)。服务贸易属于无形贸易。服务项目包括交通运输、旅游、专利权使用费和特许费、各种商业服务、个人文化娱乐服务以及政府服务等。在记录时，服务输入记入借方，服务输出记入贷方。

3) 收入(Income)。该项目记录生产要素(劳动力与资本)在国际间流动所引起的要素报酬的收支，包括雇员报酬和投资收入两项。雇员报酬是指支付给非居民工人的报酬，投资收入是指居民与非居民之间有关金融资产与负债的收入与支出，包括利息收入、股息和红利。记录时，一国雇用外国员工支付的薪金和福利记入借方，本国短期(不居住或居住期不满1年)员工受雇于国外所得工资和福利记入贷方；外国持有本国资产所获得的利息、股息和红利记入借方，本国持有外国资产所获得的利息、股息和红利记入贷方。

4) 经常转移(单方面转移或无偿转移)(Current Transfer)。该项目包括所有非资产项目的转移，是商品、劳务或金融资产在居民与非居民之间转移后，并未得到补偿与回报。这类转移主要包括政府的无偿转移与私人的无偿转移。记录时，外国对本国的经常转移记入贷方，本国对外国的经常转移记入借方。

资本与金融项目(Capital and Financial Account)。该项目反映资产所有权的流动。记录时，资本流出记入借方，资本流入记入贷方。

1) 资本项目(Capital Account)。资本项目反映资产在居民与非居民之间的转移，表明本国在一定时期内资产与负债的变化，它包括两个部分：

①资本转移即固定资产所有权的转移;②非生产、非金融资产的收买与放弃,包括不是由生产创造出来的有形资产(如土地和自然资源)和无形资产(如专利、版权、商标、经销权以及租赁和其他可转让合同等)。

2)金融项目(Financial Account)。金融项目反映居民与非居民之间投资与借贷的变化。按照功能划分,金融项目可以分为直接投资、证券投资、储备资产以及其他投资四类项目。需要说明的是,在记录时,金融项目是按净额记入相应的借方或贷方。

直接投资(Direct Investment)。直接投资是指投资者直接拥有另一经济体企业的永久利益,它可以采取在国外设立独资企业的形式,也可以采取购买外国企业超过10%股票的形式。

证券投资(Portfolio Investment)。证券投资的对象包括股本证券和债务证券。债务证券又可分为期限在一年以上的中长期债券、货币市场工具和其他派生金融工具。

储备资产(Reserve Assets)。储备资产是指一国货币当局随时可以动用的外部资产,它包括货币性黄金、外汇储备、特别提款权、储备头寸以及其他债权。

其他投资(Other Investment)。它包括所有直接投资、证券投资以及储备资产未包括的金融交易。

错误与遗漏项目(Errors and Omissions Account)。由于不同账户的统计资料来源不一,记录时间不同以及一些人为因素等原因,会造成一国国际收支平衡表不是出现借方余额就是出现贷方余额,这时就需要人为设立一个项目,用以轧平由于以上原因所造成的借贷差额,这就是错误与遗漏项目。

为了便于理解,下面举例说明国际收支平衡表的编制方法。假定某国2010年发生了如下国际经济交易:

1) 向外国出口100万美元商品,已收到现汇。

应记为:

借:货币和存款	100 万美元
贷:货物出口	100 万美元

2) 本国居民到外国旅游,支付旅游费用10万美元。

应记为:

借:服务支出	10 万美元
--------	--------

贷：货币和存款 10 万美元

3) IMF 向本国无偿援助价值 200 万美元的商品。

应记为：

借：商品进口 200 万美元

贷：经常转移 200 万美元

4) 本国居民动用其海外存款 100 万美元购买某外国公司股票。

应记为：

借：证券投资 100 万美元

贷：其他投资 100 万美元

5) 本国企业在海外投资所得利润 150 万美元。其中 50 万美元用于当地的再投资, 50 万美元进口当地商品, 50 万美元结售给本国政府以换取本币。

应记为：

借：商品 50 万美元

官方储备 50 万美元

直接投资 50 万美元

贷：海外投资利润收入 150 万美元

上述各笔交易可编制成一个如表 1-1 所示的国际收支账户表格。

表 1-1 五笔交易构成的国际收支账户 单位：万美元

项 目	借 方	贷 方	差 额
货 物	250	100	-150
服 务	10		-10
收 入		150	150
经常转移		200	200
经常账户合计	260	450	190
直接投资	50		-50
证券投资	100		-100
官方储备	50		-50
其他投资	100	110	10
资本与金融账户合计	300	110	-190
合 计	560	560	0

第二节 国际收支分析

一、国际收支状况的衡量方法

国际收支账户提供了开放经济下一国对外经济交往的系统记录。一国发生的所有对外交易按交易动机划分,可以分为自主性交易(Autonomous Transactions)和调节性(补偿性)交易(Compensatory Transactions)。自主性交易是指个人和企业(不包括政府)基于自身的利益或其他的考虑而独立发生的交易,主要包括经常项目和资本与金融项目中的交易,如货物和劳务的输出入、直接投资、长期资本流出入、侨民汇款、赠与等;调节性交易是指为弥补自主性交易所造成的国际收支不平衡而进行的融通性交易。调节性交易是自主性交易的附属物,主要包括短期资本项目和官方储备项目的变动。我们通常所说的国际收支平衡就是指自主性交易的借方与贷方总额相等,而国际收支均衡是指国内经济处于均衡状态下的自主性国际收支平衡。

在实际经济交往中,具体项目(账户)的借方和贷方不一定相等,双方抵消后会产生一定的差额,即所谓的国际收支盈余或赤字。国际收支盈余或赤字是针对按不同的分析口径划分的特定账户上出现的余额而言的。下面我们将介绍关于国际收支不平衡的几种分析口径。

贸易账户差额 贸易账户差额是指货物的进出口之间的差额。贸易账户差额在国际收支中具有重要的地位,这是因为除了它在传统上经常作为整个国际收支代表以外,它还反映了一国的产品和产业结构在国际上的竞争力及在国际分工中的地位,是一国对外经济交往的基础,影响和制约着其他账户的变化。

经常账户差额 经常账户差额是指经常账户借方与贷方之间的差额,它等于贸易账户差额加上服务、收入以及经常转移差额。经常账户差额反映了一个国家对外债权与债务关系的变动情况,它被视为衡量国际收支的最好的指标之一。经常账户逆差表示一国净动用国外资源满足国内需求,导致本国负债增加,资产减少。

基本差额 基本差额等于经常账户差额加上长期资本与金融账户的差额,它反映了一国国际收支的长期趋势,基本差额逆差表明国际收支长期有

恶化趋势。但是这一差额也存在问题,因为长期资本流动是根据金融资产发行时的偿还期限来确定的,而在金融市场日益发达和金融创新层出不穷的今天,被列为长期资本流动的部分交易也具有短期性质,如购买的长期债券即将到期,或者购买的长期债券、票据和股票转售出去。所以这一口径在国际资本流动的长短期界限不明确的情况下,其意义已逐步弱化。

官方结算差额 官方结算差额等于基本差额加上短期私人资本与金融账户差额,它区分了自主性交易与补偿性交易。官方结算差额是经常账户交易、长期资本流动和私人短期资本流动的结果,它将官方短期资本流动和官方储备变动作为线下交易。当官方结算差额为盈余时,可以通过增加官方储备,或者本国货币当局向外国贷款进行平衡;当官方结算差额为赤字时,可以通过减少官方储备,或者本国货币当局向外国借款进行平衡。

综合差额 综合差额等于官方结算差额与短期官方借贷差额之和,是将国际收支账户中官方储备账户剔除后的余额。综合差额衡量了一国通过动用或获取储备来弥补收支不平衡。国际收支综合差额具有非常重要的意义,可以根据这一差额判断一国外汇储备的变动情况以及货币汇率的未来走势。如果综合差额为正,该国外汇储备就会不断增加,本币将面临升值的压力;如果综合差额为负,该国外汇储备就会下降,本币将面临贬值的压力。中央银行可以运用这一差额判断是否需要对外汇市场进行干预,政府也可以根据这一差额确定是否应该进行经济政策的调整。由于只有在进行外汇干预时一国当局才需变动储备,因此综合差额对于采取固定汇率制的国家极其重要。

二、国际收支失衡的类型

国际收支失衡按照失衡原因划分,可以分为临时性失衡、周期性失衡、收入性失衡、货币性失衡、结构性失衡与不稳定性投机与资本外逃造成的失衡等六种类型。

临时性失衡 临时性失衡是指各国短期的、由非确定或偶然因素引起的国际收支失衡,如由气候骤变、骚乱等因素引起的国际收支失衡。这种性质的国际收支失衡程度一般较轻,持续时间不长,带有可逆性,可以认为是一种正常现象。在浮动汇率制度下,这种性质的国际收支失衡有时根本不需要政策调节,市场汇率的波动有时就能将其纠正。在固定汇率制度下,一