

国际金融

现代经济学
管理学
教科书系列

现代经济学
管理学
教科书系列

主编 易纲 海闻



*International
Finance*

A TEXTBOOK SERIES IN
ECONOMICS AND MAN-
AGEMENT

A TEXTBOOK SERIES IN
ECONOMICS AND MANAGEMENT

现代经济学管理学教科书系列

国际金融

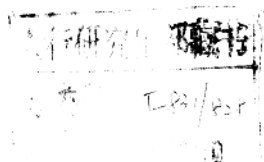
International



073250

易 纲 张 磊 著

上海人民出版社



总 前 言

20 世纪与 21 世纪之交,世界在注视着中国。经过近 20 年的经济改革,中国社会主义市场经济新体制的雏形在世界的东方渐渐清晰。

中国改革的目标是建立社会主义市场经济体系,这一历史使命的完成需要千千万万掌握市场经济运行规则的企业家、经济学家、管理专业人才和国家干部。中国需要人才,培养人才靠教育,高水平的教育迫切需要有一套与国际接轨的一流教材,尤其是大学本科生的教科书。应市场之求,受同仁委托,我们组织编写了这一套“现代经济学管理学教科书系列”。

本套教科书的适用对象是各大专院校经济管理专业的本科生和研究生,以及具有同等文化程度的自学者。

实事求是精神是本套教科书的指导思想。中国正在摸索一条有自己民族特色的市场经济之路,许多问题还有待于进一步的探讨。本套教科书对有争议问题的取舍标准是邓小平同志提出的“三个有利于”的原则:即主要看是否有利于发展社会主义社会的生产力,是否有利于增强社会主义国家的综合国力,是否有利于提高人民的生活水平。

本套教科书有如下的特点:第一,涵盖了现代经济学和管理学的主要领域和许多前沿专题,力图准确、全面、系统地阐述每个学科的基本内容,努力做到现代经济学、管理学教学研究的主流框架与我国经济改革具体实践的有机结合。第二,最大限度地

方便读者。各教科书均在前言或第1章中告诉读者该书的层次(本科低年级、本科高年级、研究生)。教科书的语言简明通俗,结构科学严谨,适合于教学与自学。各章附有小结与习题,全书后有按汉语拼音顺序排列的索引,并附有便于查找的参考书目。第三,尽可能地教员提供方便。教科书的前言部分有一个教学大纲并附有两套教案,以适合本科或专科等各种教学和不同学时需要。有些教科书配有《教学参考书》并附有题库及部分答案。

本套教科书的作者们不仅受过现代经济学、管理学的系统训练,而且都从事教学科研工作多年,其中有不少已是国内国外的一流专家教授。他们既熟练掌握现代经济学、管理学理论,又对中国和发达国家经济的实际运行情况有深刻的了解,从而使这套教科书能结合中国国情来系统地、准确地介绍经济、管理理论与案例。每本教科书都经过两次评审(一次对写作计划,一次对书的初稿),作者们均按评审意见对书稿进行了认真的修改。

亲爱的读者们,亲爱的同事们,我们将此套教科书献给你们,请评头论足,不吝赐教。

易纲 海闻

致 谢

这是一本为大学本科高年级学生和研究生所写的国际金融教材。

本书的初稿是1997年8月完成的,1997年秋季这一学期,首次作为北京大学中国经济研究中心开设的“国际金融”课程的教材。注册这门课的有来自北京大学十几个系的240位优秀本科生和研究生。我们首先要感谢这些学生,他们的聪明、勤奋和认真的学习态度使得这本书得到了许多改进,更适合于老师讲课和学生学习。其中,汤弦、官永涛、黄愷愷、樊功臣、汪蕊等同学对本书提出了许多有价值的修改意见。本书的索引是冷敏同学辛勤劳动的结果。

我们也要特别感谢北京大学的同事们。他们对本书提出了许多宝贵的建议。他们是厉以宁、林毅夫、海闻、周其仁、胡大源、张帆、卢锋、宋国青、张维迎、陈平、梁能、周惠中、李庆云、张佳利、邢惠清等。

特别值得一提的是国际金融这门课的四位助教。他们是北京大学中国经济研究中心的研究生:范敏、林明、钟凯锋、张逸。他们为本书各章后的习题和考试的试题做了大量细致的工作。

在我们写作的过程中,得到了曹雄飞、郝建明、朱林、管化、范春梅和刘志的帮助。

我们也要感谢江慧琴,本书自始至终的写作过程都与她细致有效的支持工作分不开。

上海人民出版社的陈听、何元龙两位先生给了我们许多宝贵的支持和耐心的指导,在此向他们表示我们的谢意。

最后感谢培养我们的母校——北京大学,谨以此书献给北京大学 100 周年校庆。

作 者

“社会与文化丛书”稿约

“社会与文化丛书”注重于社会与文化研究,力求在世纪转折过程中开拓出新的人文空间,为人文社会科学在中国的规范化作出贡献,为中国在21世纪的文化自觉奠定必要的学术思想基础。

因而,本丛书将主要出版对于理解世界格局变动至关重要的

社会与文化人类学、
文化社会学(含文化研究)、
社会哲学(含社会理论)

等方面的作品。

作为起步,本丛书将以翻译当代国际学术经典为中心,同时力求推动国内学界相关论题之专著(或优秀论文集)的出版。

“社会与文化丛书”惟以学科建设与学术思想创新为己任,希望通过丛书的出版发掘、积聚一批学术新人和学术专著,竭力欢迎学界同仁向我们推荐具有原创意义的相关著作。

“社会与文化丛书”联系人:

200020 上海 绍兴路54号 上海人民出版社 施宏俊

上海人民出版社
社会与文化丛书编委会

第1章 导论

“国际”和“金融”是两个让人心动的词,将这两个词放在一起,就更令人神往。80年代以来,国际金融一直是一个颇时髦的专业,中国各综合大学哪个专业的平均考分最高?大概非国际金融莫属。这个专业为什么会有如此大的吸引力?可能是学生(更多的是他们的家长)对国际金融专业寄予很高的期望。对哪个变量求期望值?当然是钱了。

尽管钱(货币)不是什么好东西,但迄今为止还找不到比货币更有效的能够系统地、客观地衡量价值的手段。怎样衡量一个国家的发展水平?一个重要的指标是以货币计算的人均国内生产总值。由于各国的货币不同,我们必须把不同货币兑换成美元,然后再进行国际比较。为什么美国的工商管理硕士学位比中国的工商管理硕士学位值钱?回答是美国的工商管理硕士的平均起薪比中国的高得多。为什么同学们对国际金融这个专业的期望如此之高?可能是从事国际金融业务的人员的平均收入高。

同学们抱着这样高的期望来学国际金融这门课。我们在写这本书的过程中时常问自己,这本书能满足大家的期望吗?

在本章中,我们首先对国际金融学的产生与发展做一个简单的回顾,然后讨论一下本书的结构。

1.1 什么是国际金融？

金融是指货币流通和信用活动以及与之相关的经济活动的总称。金融的内容可以包括货币的发行与回笼，存款的吸收与支付，贷款的发放与收回，外汇的买卖，股票债券的发行与流通转让，保险、信托和货币结算等。

在不同主权国家的居民和企业之间发生经济活动（主要指贸易和金融）不可避免地要求国际间的货币资金周转和运动。国际金融研究国家和地区之间由于经济、政治、社会、文化的交往和联系而产生的跨国界货币资金周转和运动。它包括国际货币体系、国际收支、外汇汇率与外汇市场、各种汇率制度、外汇储备、国际资本活动、国际金融市场、国际经贸、国际结算等。

如果想理清国际金融的发展过程，从时间顺序上可以这样概括：先有商品交换，继而产生货币以促进商品交换，然后进一步发展出货币的存储、流通、借贷等一系列信用活动。这些活动的总称即金融活动。而当这些经济活动跨越国界，用不同的货币同时进行，就产生了国际金融。

有人说，这样归纳未免太简单化，太平面化了。因为事实上这些活动是交织在一起的，彼此分不出先后。它们同时发生，形成了错综复杂的关系。因此我们无法说出它们的逻辑先后，也不能把它们串成一条线。这种说法不无道理。马克思是位伟大的经济学家，他的著作《资本论》所用的方法是历史与逻辑的统一，即力求历史的顺序与逻辑的顺序相一致。现在我们试用这一方法，谈谈国际金融作为一门学问它的发展历史，看我们能否做到历史与逻辑的统一。

首先有商品的交换，货币应运而生。用货币作为媒介进行商品交换可以大大减少商品交换的交易成本。货币是承担一般等

价物作用的商品。卖者首先要把商品换成货币然后用货币去买自己想买的商品。我们可以想象以物易物的商品交换有多困难。

货币主要有以下职能：价值尺度、交换媒介、支付手段和贮藏手段。贵金属特别是金银成为最适合做货币的商品。（为什么？）

货币固定在贵金属上大大方便了商品交换。每个家庭、每个企业都要存一些货币，这样交换起来方便。人们发现一个经济的物价水平与货币发行量和需要交换的商品总量之比有关。用公式表示，就是：

$$MV = PY \quad (1.1-1)$$

其中 M 表示货币量。 V 表示货币的流通速度，即货币在一年中能周转几次。 P 表示物价水平。 Y 表示一年中需要交换商品的实物总量。我们把式(1.1-1)稍作变动，得到：

$$P = MV/Y$$

假定货币流通速度不变，一个经济的物价水平与货币量成正比，与需要交换的商品量成反比。一个经济如果货币量突然变大可能会引起物价上涨。若货币量突然变少，物价则会下降，并且可能带来交换支付上的困难。货币量与物价、货币量与经济运行的关系一直是被人们关注的问题。

商品经济的进一步发达一定会产生信用。每个个人和企业对自己未来的商品交换数量和交换时间有一定的预期，因而会准备一定量的货币用于商品交换。货币同时也是一个重要的贮藏手段，个人和企业会有一些钱暂时不用，储蓄起来以备将来之需。这样在经济生活中，有些人有一部分闲置的资金，另外有些人急于用钱但囊中羞涩，于是就有信用关系发生。有钱的人可以向急需用钱的人放贷。有钱的人将钱的使用权暂时让渡给急需用钱的人，借钱的人在一段时间后还本付息。所付的利息就是借

款人向放款人付的回报。这种借款、放款的经济行为就是融资活动。“金融”一词由此而来，“金”是指货币资金；“融”是融通、信用的意思。

风险和金融同时诞生。金融活动从一开始就面临着风险。如果借款者不能按时还本付息怎么办？一般说来，贷款人（资金的提供者）和借款人（资金的使用者）的信息是不对称的。借款人对自己投资项目的收益和风险比较清楚，至于经过包装后的项目实际情况如何局外人就不一定清楚了。借款人在借钱时总是向贷款人保证他的项目是一个好项目，没有什么风险，到时一定还本付息。贷款人确实有资金闲置，如果有安全的好项目，把资金贷出去，收取利息，何乐而不为呢？可问题是怎么判断借款人讲的是实话？即便借款人讲的是实话，如果有预料不到的问题发生，借款人不能还本付息怎么办？为了降低贷款风险，贷款人要花大量的时间和精力去调查借款人的项目情况，于是放贷的成本提高。由于放贷有风险，许多人宁愿让自己的钱闲置，也不愿冒风险贷款出去。

为了减少金融活动中的交易成本和信息成本，金融中介——银行出现了。银行是专门从事金融中介服务的商业机构。一方面，银行以自己的信用吸收存款并付给存款者利息，将社会的剩余资金集中到一起。另一方面，银行可以对贷款申请者做专业化调查，以确定哪些项目应给予发放贷款。银行作为专业金融机构，同时做多笔存款和多笔贷款。虽然银行的存款和贷款仍有可能发生问题，大数定律告诉我们银行风险要比每个企业或个人做金融业务小得多。

银行的发展使得金融业务的内容迅速丰富，结算、保险、信托、股票、债券等金融服务都随之发展起来。

当金融活动跨越国界时，就成为国际金融研究的对象。国际金融研究的是跨国界的货币、资金、融通和信用问题。

各主权国家都有自己的货币。出口商出口商品到国外,外国商人付给他外国货币;而出口商的盈亏是按本币计算的,所以出口商要不停地将外币换成本币。进口商要从国外购买商品,然后在国内出售。在国外购买商品要支付外币,在本国出售商品收入的是本币。进口商需将本币换成外币,不断地从国外进口商品。同理,中国人在海外投资,要先把中国资金换成外汇资金,然后投在海外。外国人在中国投资要将外汇换成中国货币,然后投在中国。

我们常说的外汇这一概念比外币要广一些。外币指外国货币,像美元、英镑、法郎、马克、日元等。外汇概念包括外国货币、外国有价证券、外国银行存款凭证和其他外国资金。一般说来,外汇指的是可兑换外汇。本币与外币的交换比率即汇率。我们通常所说的美元与人民币之间的汇率为 1 : 8.3,即 1 美元可兑换 8.3 元人民币。

金融一旦跨越国界,就变得更有意思了。虽然考虑的不外乎还是货币资金的融通和信用问题,但与多种货币一结合,就变成了一种永远具有挑战性的变化无穷的游戏。比如我们前面提到的物价与货币量成正比这一简单规律,在考虑到国际金融时,这规律就变得更加丰富多采。因为一国的货币量上升,不仅会影响本国的物价水平,还要影响到本国货币与外国货币的交换比率。本书说简单也简单,它所讨论的不外是金融问题。说复杂也复杂,因为国际和金融两词的组合产生无穷无尽的有趣问题,使得本书洋洋 50 余万言。

1.2 国际金融学说回顾

“早期的国际金融学说是西欧封建主义解体和资本主义兴起时期内,为适应国际经济往来的日益发展而形成的资产阶级

国际金融学说。”(陈岱孙,厉以宁,1991)中国是文明古国,为什么国际金融学说没有系统地在中国首先发展起来呢?

相对稳定的国际环境和频繁的国际经济交往是国际金融发展的前提。中国在历史上出现过多国并存的局面。如春秋战国、三国鼎立等时期。但在中国历史上,当若干国家同时存在时,历史的主调是群雄争霸。与各国之间惊心动魄的战争相比,历史对各国之间经济往来和金融活动的记录就逊色多了。在春秋战国时代,我国出现了以孔子、孟子为代表的伟大思想家,出现了以孙子为代表的一批杰出的军事家、兵法家。后来三国的历史也以战争为主线,涌现出以曹操、孔明、周瑜为代表的一大批战略家、军事家。在春秋战国和三国这两个时期,中国的思想家们虽然对国际经济、贸易、金融有过许多有见地的论述,但从整体上来说,没有形成有系统的理论。

秦灭六国一统天下后,中国历史上统一的时候居多。中国人只要一分裂就是战乱。明朝后期和清朝采取闭关锁国的政策。另外,中国封建社会占统治地位的治国思想是“重农抑商”,而与“夷人”经商更是令全社会不齿。这样一来,国际金融首先在欧洲发展起来就非常自然了。

早期国际金融学主要讨论货币兑换、融资、利息的问题。14世纪法国学者尼科尔·奥雷斯姆(1320~1382年)在《论货币的最初发明》一文中严厉批评了当时封建君主为了谋取利益,不断改铸货币,使货币成色恶化的现象。他认为一国之君如果允许本国货币成色下降,就会丧失人们对他的信任。这是一种比放高利贷还恶劣的行为,因为高利贷是经过借贷双方同意的,而改铸货币是对老百姓欺骗。奥雷斯姆已经认识到降低货币质量对国际贸易和金融活动的干扰。哪个国家的君主降低自己国家的货币质量,商人们就不愿把优质商品和货币运到那里。

要融资就要有借贷关系,有利息发生。如何看待利息,即使

在西欧也有一番争论。根据基督教的教义,放贷取息是被禁止的。中世纪西欧哲学家托马斯·阿奎那(1225~1274)在《神学大全》中写到:“贷出金钱以收取高利,本身就是不公正的。支付高利的商人并不是出于自愿,而是被迫的。”后来法国法学家卡罗律斯·莫利诺斯(1500~1566)在《论契约与高利贷》一文中指出:不能一概认为放贷收息与《圣经》相抵触。借款人有力量还本付息,并能保留一部分收益。借贷双方出于自愿,都得到了好处。因此,放款收息是公平交易,不是欺诈行为。

大卫·休谟(1711~1776)是英国哲学家和经济学家。休谟是把货币数量论应用到国际收支分析的先驱者。他提出的“价格—现金流动机制”至今仍对国际收支分析有指导意义。他认为,一国对外贸易的货币收支之盈余或不足将自动调节,使各国的贵金属量与商品总量之比均衡分配。他以英国为例说明这一自动调节机制。假设英国的货币(贵金属)一夜之间消失一半,那么一切商品和劳务的价格将会相应下降。在这种价格下,还有哪个国家能在国际上与英国竞争?于是英国会有贸易顺差,各国的货币会流向英国。不久,英国就会弥补它所损失的货币量并赶上邻国的水平。这时,英国就不再有廉价商品和廉价劳动力的竞争优势,于是它的贸易会趋于平衡,各国的货币也就不再流入英国了。反之,如果英国的货币(贵金属)一夜之间增加1倍,则其劳务与商品的价格会相应提高。这样哪个国家能买得起英国的货物呢?英国会有大量的贸易赤字,会有大量本国货币外流,直到英国货币量下降到与邻国的均衡水平相近时为止。休谟关于国际收支的分析建立了外汇理论与一般经济理论的联系,揭示了价格、汇率与国际收支的联动机制。

国际金融的发展与历史上出现的国际金融重大问题是密切相关的。1797年,英格兰银行停止银行券兑换黄金,紧接着,在英国围绕着通货、汇率和物价展开了一场范围很广、时间持续几

十年的论战,这就是经济学说史上有名的“金块论战”。争论的一方是金块主义者(以李嘉图为代表),另一方是反金块主义者(以博赞克为代表)。反金块主义者站在政府与英格兰银行一边竭力否认当时存在的纸币发行过多、纸币已经贬值的事实,他们的理论依据主要是“汇价取决于一国国际收支状况”的论点。而金块主义者则主要从黄金市价高过金币官价的事实出发,认为衡量通货是否贬值的尺度始终是黄金,汇率也是由通货的含金量所决定的。英国通货在外汇市场上贬值,归根结底是由于纸币与黄金相比贬了值。金块论战在 1809~1811 年和 1819~1823 年两段时间达到高潮。李嘉图在论战中以其雄辩和表达清晰著称,成为金块主义者的首领。李嘉图大部分论证是正确的,但也有不全面的地方,比如,在马尔萨斯等人的批评下,李嘉图后来承认了一国国际收支逆差对外汇汇价下跌的影响。由于 1814~1824 年期间,英国通货急剧收缩使商品价格猛烈下跌,造成经济衰退,许多人把矛头指向李嘉图所提倡的金本位制。李嘉图在 1819~1823 年的论战中几乎是孤军奋战,但他每次在议院发言总是简明雄辩,娓娓动听。

19 世纪大部分时间和 20 世纪初,由于金本位制的实行,加上当时国际收支差额不大,国际间的资金运动、借贷和支付主要是以黄金作为清算手段。这个时期可谓是国际贸易、国际金融的“黄金时代”。一是实行金本位制,规定各国货币的含金量、黄金自由兑换和流动。二是这个时期基本上实现了休谟描述的“价格—现金流动机制”,各国的汇率在黄金输送点的制约下,能够自动地调节国际收支。这一相对稳定的,由“看不见的手”自动调节的“黄金”时代持续了将近 100 年(一直到第一次世界大战以前)。

英国经济学家马歇尔(1842~1924)是现代经济学边际分析的大师。他写的《经济学教程》在整个 20 世纪的前 50 年都是西

方经济学研究生的必读课本。虽然他所处的时代是金本位制时期,国际收支不平衡问题不十分突出,他还是对国际金融理论做出了重要的贡献。马歇尔认为,如果不考虑资本和劳务项目对国际收支的影响,有形贸易差额本身总是趋向于零。在他的分析中贸易项是最重要的,这可能和他所处的时代是以贸易为主的时代有关,他虽然也分析了劳务和资本项对国际收支的影响,但没有把它们提高到独立的地位。马歇尔最早提出国际收支调节弹性理论,他用弹性分析的方法对价格变化、贸易条件与进出口量之间的关系做出了精辟的论述。

第一次世界大战结束后,金本位制已经削弱了。各国市场都有不兑现的纸币。在某些国家还出现了恶性通货膨胀。瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔(1866~19?)在当时通货膨胀的条件下研究汇率决定问题,他把自己的汇率理论叫作购买力平价理论。在一般经济理论方面,卡塞尔否认价值理论的重要性,他认为,空洞的价值学说应予以放弃。购买力平价理论分绝对购买力平价和相对购买力平价。绝对购买力平价理论认为两种货币之间的汇率应该等于两国物价指数之比,也就是说用本国货币与外国货币在一篮子可比较商品上具有的购买力的大小来解释汇率的决定。一国的通货膨胀率比邻国高,其货币相对邻国货币应贬值。由绝对购买力平价可以推出相对购买力平价:即汇率变化之百分比应该等于两国通货膨胀之差。购买力平价理论提供了理想状态下(类似于物理学中的真空状态)汇率与各国物价的绝对水平和通货膨胀率之间的关系。在现实中,各国间的贸易政策、货币政策和体制不同,购买力平价理论解释和预测汇率的能力相当弱。

第一次世界大战后,英国在世界经济格局中的地位发生了动摇。为了恢复英镑的稳定地位,英国于1925年恢复了金本位制。1929年在美国首先开始的经济危机迅速发展成为世界性经

济大萧条。英国不得不于1931年9月2日停止兑换黄金,宣布结束金本位制。英国著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(1883~1946)就是在这样的背景下建立了他的以《就业、利息和货币通论》一书为代表的理论体系。凯恩斯通货管理理论是他的国际金融理论的基础。他认为货币只是由国家宣布的一个履行货币契约的法定物而已,它可以是黄金、白银,也可以是纸币。他反对在英国恢复金本位制。众所周知,如果恢复金本位制,汇率可能比较稳定;如果取消金本位制,实行通货管理,国内价格可能比较稳定。他认为如果国内价格水平的稳定与汇率的稳定发生矛盾,一般说来,应该牺牲后者保前者。凯恩斯揭示了金本位制与纸币本位制下物价水平与汇率之间的关系,他认为保持国内充分就业和价格稳定是首要目标,为此应该实行独立的货币政策,放弃金本位制。凯恩斯认为如果外贸差额不能用黄金流动来弥补,那就必须使用汇率调节手段,银行的利率对维持对外均衡是一个次要的工具。

凯恩斯以后的主要金融学说将在本书的各章讨论,这里就不再赘述。从上面的讨论我们可以得出一点结论,即国际金融学的每一步发展都是由历史上发生的重大国际经济问题来引发和推动的。一部国际金融学说史的背后是一部国际金融经济史。经济学是一门学以致用的科学。历史上是如此,现在也是如此。我们在学习国际金融这门课时,也须牢记这一点。

1.3 本书的结构

本书共分4篇:宏观篇、微观篇、市场篇和体制与政策篇。

宏观篇是最传统的国际金融教科书的内容。我们从国际收支谈起,然后讲外币市场与汇率,分析决定汇率的诸因素,最后讨论开放经济的宏观模型。这一篇的4章构筑了整个国际金融