



Forex Market An Analytical Approach

外汇市场透视

王应贵 甘当善 著

- ≡ 全面阐述外汇市场
- ≡ 揭示汇率变化原因
- ≡ 突出风险管理技巧
- ≡ 破解外汇投资玄机



清华大学出版社

外汇市场透视

王应贵 甘当善 著

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

人民币汇率形成机制和外汇市场建设对金融机构、企业、政府机构和个人的经济活动有着巨大的影响。了解外汇市场,熟悉外汇产品和外汇交易,掌握包括远期合同在内的外汇风险规避方法,与国际金融市场进一步接轨,从而提高有关机构的外汇风险管理能力,已是迫切需要解决的重要问题。本书作者在国外从事外汇交易和金融研究数年,利用最新的权威资料,全面系统地介绍了国际外汇市场、外汇产品交易、外汇风险规避及风险管理方法,同时从深层次分析了影响汇率变动的各种因素。本书的特点是理论和实务并重,操作与分析并举,对想要了解和已经从事外汇交易和风险管理的人士有着重要的参考价值。

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 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

外汇市场透视/王应贵,甘当善著. —北京:清华大学出版社,2006.12

ISBN 7-302-13935-0

I. 外… II. ①王… ②甘… III. 外汇市场 IV. F830.92

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第119036号

责任编辑:邓 婷 赵玉琨

封面设计:王大龙

版式设计:常佳洁

责任校对:纪文远

责任印制:孟凡玉

出版发行:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦A座

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

c-service@tup.tsinghua.edu.cn

社总机:010-62770175 邮购热线:010-62786544

投稿咨询:010-62772015 客户服务:010-62776969

印刷者:清华大学印刷厂

装订者:三河市溧源装订厂

经 销:全国新华书店

开 本:185×230 印 张:18 字 数:263千字

版 次:2006年12月第1版 印 次:2006年12月第1次印刷

书 号:ISBN 7-302-13935-0/F·1669

印 数:1~5000

定 价:28.00元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:010-62770177 转 3103 产品编号:021612-01

前 言

随着全球一体化的日益加深，全球资本流动增加，外汇市场已经达到空前的规模，日均成交量达 1.9 万亿美元，执金融市场之牛耳。了解外汇市场，掌握避险工具，用科学方法管理外汇风险，是企业亟需解决的问题。这也是我们写此书的主要目的。抱持着这个目标，经过一年多的努力，我们写完了书稿，心中的压力终于可以暂时释放一下了。

一年多来，虽然事情繁多，大环境也在不断改变，但我们的写作愿望和目的始终未变，那就是我们的著述一定要有自己的特色，不落俗套。在写作过程中，我们参阅了大量的英文文献以及国内外的有关著述。我们感到行业人士写作的东西视野偏窄，往往局限于自己熟悉的领域，技术图表分析占了很大的篇幅；相反，学术界学者的有关著述大多为大学教材，过于偏重理论，或多或少远离了现实。

其实，中英文文献也存在较大的差别。首先，一本厚实的英文著述内容丰富，引用的资源非常广，其信息容量远超过国内同类著作。其次，教材的侧重点也不一样。英文版教材实用性强，其着眼于跨国企业防范外汇及利率风险的对策与措施。国内著述偏重理论，而且用了不少篇幅介绍国际货币基金组织和世界银行的组织结构及作用。

正是基于上述认识，在写作时我们力求做到突出内容的实用性，即为企业认识及防范风险服务。本书共有 10 章，均以外汇市场为主体，从不同角度展开分析，没有专门的一章阐述所谓的汇率定价理论，如购买力平价理论、利率平价理论等。即使涉及一些理论模型，我们也是从批判的角度加以审视，因为我们深知汇率定价模型只是一种思维方式，绝非对现实的真实描述，在实践过程中这些模型显得非常奢侈且无助。既然汇率多变，且难以预测，外汇风险管理的重要性日益突出。外汇市场规模的不断扩大充分说明了越来越多的机构进入

了外汇市场。

本书除了分析各种金融工具的利弊，还用最新的数量模型分析国际金融市场的相关性及风险防范的基准方法。这些模型与汇率决定模型不同，是金融实际部门的最新风险防范工具。说到底，本书贯穿始终的特点是企业避险服务。

虽然我们有着美好的初衷，但由于自身的局限性，本书必然存在这样或那样的不足之处，诚挚希望读者随时与我们沟通。我们的联系方式是：
suandwang@sina.com。

作 者

2006年4月

目 录

第一章 国际外汇市场的发展与运作	1
第一节 十年来外汇市场的发展与变化	2
一、外汇市场规模迅速扩大	3
二、外汇市场交易主体多元化	4
三、外汇市场交易货币结构依旧	6
四、外汇市场交易量地域分布版图依旧	7
五、柜台衍生市场潜力巨大	8
第二节 国际外汇市场的结构	10
一、外汇做市商	11
二、金融及非金融客户	13
三、代理商	15
四、电话代理商	16
五、自动报价撮合系统：电子报价系统	16
六、交易所的外汇交易	16
第三节 国际外汇市场的运作特点	17
一、全天候交易	17
二、交易流量不均匀	18
三、主要货币汇率几乎相同	18
四、美元的霸主地位	19
五、外汇市场前景看好	20
六、中国外汇市场建设的思考	21
本章小结	23
参考文献	23
附录：新浪财经有关我国银行间外汇市场的报道	24

第二章 外汇产品	27
第一节 传统外汇产品	28
一、即期外汇交易	29
二、远期合同	33
三、掉期外汇交易	37
四、货币互换	39
第二节 货币期权	41
一、期权的定价	42
二、交易所上市的货币期权	47
第三节 交易所交易的外汇期货	48
第四节 期权与外汇产品创新	51
一、无期权费的期权产品	53
二、奇异期权	55
本章小结	56
参考文献	56
附录 1: 美国外汇市场交易的主要合同 (一) (见表 2-7)	57
附录 2: 外汇远期合同的定价方法与缺陷	58
一、定价理论与方法	59
二、实证检验	60
第三章 外汇交易实务	64
第一节 全球八大外汇交易中心	64
一、伦敦外汇交易中心	65
二、纽约外汇交易中心	67
三、东京外汇交易中心	68
四、新加坡外汇交易中心	69
五、法兰克福外汇交易中心	70
六、中国香港外汇交易中心	71
七、悉尼外汇交易中心	72
八、苏黎士外汇交易中心	73
第二节 外汇交易入市准备和操作	74

一、选择做市商.....	74
二、开户.....	75
三、安排电汇.....	77
四、下达指令.....	77
第三节 外汇交易实例.....	78
一、即期交易.....	78
二、期货交易.....	80
三、外汇远期.....	83
四、货币期权.....	84
第四节 外汇风险规避方法与比较.....	86
一、主要避险方法比较.....	86
二、货币互换.....	90
本章小结.....	91
参考文献.....	91
第四章 外汇交易风险案例.....	93
第一节 外汇风险及其暴露.....	93
第二节 公司外汇交易风险案例.....	95
一、日本航空公司.....	95
二、汉莎航空公司.....	97
三、远东贸易公司.....	99
第三节 银行外汇交易风险案例.....	101
一、澳大利亚国民银行.....	104
二、爱尔兰联合银行纽约巴尔迪摩分行.....	110
三、福瑞集团 (Refco Group) 倒闭案.....	112
本章小结.....	114
参考文献.....	115
第五章 外汇风险管理.....	116
第一节 资金流向与各市场的相关性.....	116
第二节 国际金融市场相关性实证研究.....	121

第三节 VaR 与外汇风险测度.....	131
一、测度和管理外汇风险.....	131
二、VaR（在险价值）方法.....	133
本章小结.....	139
参考文献.....	140
第六章 外汇交易的技术分析.....	142
第一节 技术与基本面的关系.....	142
第二节 图表形态分析.....	143
第三节 黄金分割定律.....	151
本章小结.....	154
参考文献.....	154
第七章 外汇市场基本面分析（上）.....	156
第一节 美国定期公布的经济指标.....	157
一、物价指数类.....	157
二、就业状况.....	159
三、行业运行状况统计报告.....	161
四、经济总体运行状况报告.....	162
五、地区制造业调查结果.....	165
六、人气指标.....	167
第二节 其他国家发布的经济指标.....	169
第三节 公司定期发布的季度经营业绩.....	172
本章小结.....	177
参考文献.....	177
第八章 外汇市场基本面分析（下）.....	179
第一节 政策和突发事件对外汇市场的影响.....	180
第二节 经济组织活动对外汇市场的影响.....	183
一、国际货币基金组织.....	183
二、西方七国集团.....	184

三、欧佩克（OPEC）	185
四、金融服务机构	187
五、工会及行业组织	188
第三节 自然因素对外汇市场的影响	189
第四节 主题与人气变化对外汇市场的影响	192
本章小结	198
参考文献	198
附表一：美国贸易逆差	199
附表二：美国国债的主要投资国	201
第九章 主要货币国经济发展与汇率走势	202
第一节 美国经济发展与美元汇率走势	203
第二节 加拿大经济发展与加元汇率走势	212
第三节 日本经济发展与日元汇率走势	217
第四节 英国经济发展与英镑汇率走势	226
第五节 德国经济发展与欧元汇率走势	233
一、德国政府在市场经济中的作用	236
二、德国经济系高度出口型的经济，在欧盟的大国中对出口的 依赖程度最高	238
三、经济结构僵化	239
四、产业结构老化	240
第六节 日、德和英、加经济发展差别原因探析	242
本章小结	246
参考文献	247
附录：日本 1990—2004 年历年月债务一览表	248
第十章 外汇市场与中央银行货币政策	251
第一节 央行货币政策调整与操作	251
一、货币政策中介目标的演变	252
二、重视经济走势的预测和判断	254

第二节 央行对利率的调节	257
一、坚持以利率作为货币政策中介目标	257
二、根据经济形势的变动灵活调整货币政策	258
三、改进政策发布方式，增加决策透明度	261
四、提高货币政策的营销能力和沟通技巧	262
第三节 央行干预外汇市场的理念与方式	265
本章小结	268
参考文献	269
附表：日本中央银行干预外汇市场数据	270

第一章 国际外汇市场的发展与运作

金融市场存在的目的就在于方便融资和投资。按资产性质，金融市场可分为资本市场、货币市场、金融衍生市场、保险市场和外汇市场，而且各市场的功能不尽相同。资本市场提供长期贷款、股权及债权融资的便利：债券市场为发行债券提供便利，并为债券的买卖提供交易平台，债券发行主体是政府和公司；股票市场方便股权投资以及股票交易。货币市场提供短期融资与投资，所交易的证券期限通常在一年以内，其交易品种包括大额存款单、国债正向回购、反向回购、短期国债、商业票据等。金融衍生市场是为了方便金融风险管理，由期货市场、期权市场、远期市场及互换市场组成。所谓金融衍生品是指某种金融产品的价值取决于所依附的金融资产的价值，即基础资产。在许多交易所，期货产品交投活跃，而远期合同、互换合同和其他期权合同通常在柜台市场交易。金融衍生产品所涉及的范围非常广，仅以期货为例，可大致分为粮食（小麦、玉米、大麦、大豆、豆油等）、肉类（活牛、猪、猪腩、牛肉）、金属（铂、银、精铜、黄金）、食品及纤维类（咖啡、可可、白糖、橙汁、棉花）、利率期货（长期国债、短期国债、中期国债、欧洲美元、30 天联储基金合同及伦敦同业拆借合同）、外汇（瑞士法郎、欧元、英镑、加元、日元、美元等）、指数期货（S&P500 指数、标准普尔指数、中盘股 400 指数、日经 225 种股票指数、NASDAQ100 股指、高盛商品指数、市债指数、美元指数）、能源期货（原油、无铅汽油、天然气、2 号燃油）和木材（方木）。近年来金融衍生创新品种层出不穷，例如为方便市场风险管理，芝加哥期货交易所于 2004 年上半年开始交易市场波动指数期货（VIX）。

不言而喻，保险市场提供预防各种经济风险的交易工具，可大致分为财

产险、寿险、健康与法律责任险；又可再细分为汽车险、财产险（火险、水险、地震险、锅炉险、居家险）、意外伤害险、法律责任险、经济损失险、医疗险、信用险、恐怖袭击险、政治险及年金。

这样分类虽然简单明了，但我们须注意到各市场的界限越来越模糊。例如，外汇产品在多处交易，银行同业市场、期货交易所、柜台交易市场及银行报价系统均交易外汇产品。本章将从不同的角度介绍和分析外汇市场。

第一节 十年来外汇市场的发展与变化

简而言之，外汇市场是进行货币买卖的市场。从广义讲，外汇市场包括：货币兑换、外汇存单、外币信贷、外贸融资、外汇远期、货币期权、期货合同、外币掉期合同等。与其他市场不同，外汇市场没有固定的交易场所，也没有统一的交易时间，而是依靠由银行、公司和个人投资者组成的、通过电话和计算机连接而成的全球网络运作。

外汇市场是全球最大、流通性最强的金融市场。众所周知，全球第二大金融市场为美国国债市场，而最大的股市是美国股票市场。然而外汇市场每日成交量约 1.9 万亿美元，是美国股市和国债市场的交易额总和的几倍。^①外汇市场的广度和深度的确令人叹为观止。外汇行情每分每秒都在变，特别是在交易密集的时段，瞬间就有几十个点的波动，单笔交易额达到 2 亿~5 亿美元的外汇交易也非常普遍。

国际清算银行每隔 3 年要对外汇及衍生市场业务进行调查，并正式出版调查结果。无疑，这是世界上有关外汇市场的最权威调查，其结果也被广泛引用。事实上，其他机构也没有能力组织这样的调查。国际清算银行的调查范围包括传统外汇市场（例如，即期交易、远期交易及掉期外汇交易）和柜台市场的货币及利率衍生产品，但不包括在交易所交易的外汇产品。迄今为止，国际清

^① 国际清算银行，Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004，2004，9。除非另有说明，本章所引用的数据均取自于该报告，<http://www.bis.org>

算银行共进行了 6 次调查,但只有 1995 年之后的调查包括了柜台衍生市场的业务情况。另外,参与调查的官方机构也在逐年增多,1995 年的调查共有 26 个国家或地区的中央央行参与,1998 年增加到 43 家,2001 年再次扩大到 48 家,最近的一次调查共有 51 家央行参与。本章主要跟踪 1995 年以来外汇市场的变化,所依据的是国际清算银行最近 4 次的调查报告。由于交易所交易的外汇产品品种少,成交量低,本文将重点讨论柜台市场的交易状况,内容大致分两部分——传统汇市和柜台衍生市场,并从交易规模、交易主体、交易币种分布和地域分布等角度分析外汇市场的发展变化。

一、外汇市场规模迅速扩大

1995 年、1998 年、2001 年、2004 年全球外汇交易量如表 1-1 所示。

表 1-1 全球外汇交易量*

单位:亿美元

品 种	1995 年	1998 年	2001 年	2004 年
即期交易	4 940	5 680	3 870	6 210
远期交易	970	1 280	1 310	2 080
掉期外汇交易	5 460	7 340	6 560	9 440
估计误差	530	600	260	1 070
总交易额	11 900	14 900	12 000	18 800
按不变汇率折算价**	11 200	15 900	13 800	18 800

说明: * 表中数据已经剔除国内及跨国交易的双重计算因素。

** 非美元的外币交易额用每年 4 月份的平均汇率折成本币金额,再用 2004 年 4 月份的平均汇率折合成美元金额。

资料来源:国际清算银行, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004, 2004, 9

如表 1-1 所示,同 1995 年相比,1998 年 4 月传统外汇产品日均交易量达 1.5 万亿美元,3 年间增长了 26%。按不变汇率计算,3 年间增长的速度达 42%。1998 年是多事之秋,外汇市场的人气在上、下半年表现不同。上半年的特点是投资者大量建仓,而后半年则受俄罗斯危机的影响,市场纷纷平仓,尤其

在外汇市场和债券市场表现得最为明显。欧元启动前，对欧元的预期刺激了1998年上半年的交易，而临近1999年1月1日时市场却表现得相当谨慎。1998—2001年，传统外汇市场交易额大幅下降，日均交易额由1998年的1.5万亿美元下降至2001年的1.2万亿美元，跌幅达19%。即使按不变汇率计算，跌幅仍达14%。成交量大幅萎缩的主要原因是欧元启动后，停止了欧洲货币体系中成员国货币之间的交易，因而降低了外汇交易总量。然而，2004年的调查却令人振奋，外汇交易额一扫1998—2001年的颓势，成交额直线上升。与2001年同期相比，2004年4月传统外汇市场交易额由1.2万亿美元激增到1.9万亿美元，增幅达58%。即使按不变汇率计算，涨幅仍高达37%，即期交易和远期交易增长尤为突出。快速发展的最根本原因乃是投资主体的变化。外汇已成为除股票和债券之外的另一种投资选择，吸引了基金管理公司和对冲基金等机构的积极参与。

二、外汇市场交易主体多元化

国际清算银行调查时将交易主体分为三类：具有申报资格的做市商，即调查对象；其他金融机构；非金融机构客户（企业）。调查中所定义的具有申报资格的做市商指积极参与本地和国外外汇市场及衍生市场交易的金融机构，通常是大商业银行、投资银行及证券公司。这些机构参与外汇做市商同业市场，与大客户（公司、政府及非调查对象的金融机构）的交易十分活跃。换句话说，这些机构以自营和代理方式积极买进或卖出货币及其衍生品，通常通过电子平台积极交易，并在世界主要地区设有分支机构。

其他金融机构则定义为非调查对象的金融机构，如规模较小的商业银行和证券公司，还有共同基金、养老基金、对冲基金、货币基金、货币市场基金、租赁公司、保险公司、企业的财务部门以及中央银行。非金融机构客户主要指最终用户，如公司或政府。

1995年、1998年、2001年、2004年4月份按交易主体细分的每日交易量如表1-2所示。

表 1-2 4 月份按交易主体每日交易量

客 户	1995 年		1998 年		2001 年		2004 年	
	交易量/ 亿美元	份额 /%	交易量/ 亿美元	份额 /%	交易量/ 亿美元	份额 /%	交易量/ 亿美元	份额 /%
总 量	11 370	100	14 290	95	11 740	100	17 730	100
与有申报资 格的做市商	7 280	64	9 080	64	6 890	59	9 360	53
与其他金融 机构	2 300	20	2 790	20	3 290	28	5 850	33
与非金融机 构客户	1 790	16	2 420	11	1 560	13	2 520	14

说明：表中数据已剔除国内及跨国交易的双重计算因素。

资料来源：国际清算银行，Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004，2004，9

如表 1-2 所示，同 1995 年 4 月相比，1998 年 4 月三类交易主体所占的市场份额稳定不变，但到了 2001 年 4 月，交易主体此消彼长的变化关系便凸显出来。调查对象之间的交易份额大幅下降，由 9 080 亿美元跌至 6 890 亿美元，跌幅达 24%，份额减少了 5%。很明显，其他金融机构在扩大市场份额。从国际清算银行的详表中可知，调查对象之间的即期外汇交易份额同期由 61%降至 56%，掉期外汇交易也由 70%下降到 64%。在这两类产品交易中，其他金融机构的份额大幅上升，即期外汇交易份额由 21%提高到 29%，掉期外汇交易由 17%提高到 27%。

调查对象之间的交易额减少反映了外汇市场的新的变化趋势。其一，因特网的普及为电子交易平台提供了广阔的发展前景，电子做市商的兴起有力地冲击了传统交易方式，削弱了大做市商的地位。最近几年，电子报单撮合系统已占有现货交易的很大份额。电子报单撮合系统内部竞争也十分激烈。在美国，EBS（电子做市系统）和路透 2002 终端两种系统并驾齐驱，相互抢占对方的地盘。其二，这也反映出银行业之间的激烈竞争，银行业的集中程度加深，大银行兼并中小银行，从而减少了银行的总数量。最后，做市商银行与其他金融机构业务扩大，说明了资产管理机构的作用越来越重要。

2004 年 4 月的数据再度表明，电子交易及银行业的兼并趋势致使调查对象之间的外汇交易下降，所占市场份额明显减少，由 2001 年 4 月的 59%降到 2004 年 4 月的 53%。与此同时，调查对象与其他金融机构的交易份额稳步上升，由

28%提高到 33%。据行业人士分析,除了资产管理公司外,对冲基金和商品交易投资顾问机构(期货做市公司)的外汇业务有很大的提高。近几年来,机构投资者、保险公司、养老基金、对冲基金和其他基金已成为外汇市场的主要参与者。许多基金已开始用全球眼光管理投资组合。尽管其用于外汇投资的资金仅占基金总量的很少一部分,通常为 5%~10%,但是如果这些基金把少量的资金转投到外汇市场,市场的交易额就会大幅增加,足以使它们成为外汇市场的主角。

三、外汇市场交易货币结构依旧

1995 年、1998 年、2001 年、2004 年所申报的外汇交易额(按主要币对分类)如表 1-3 所示。

表 1-3 所申报的外汇交易额按主要币对分类

货 币 对	1995 年		1998 年		2001 年		2004 年	
	交易量/ 亿美元	份额 /%	交易量/ 亿美元	份额 /%	交易量/ 亿美元	份额 /%	交易量/ 亿美元	份额 /%
美元/欧元					3 540	30	5 010	28
美元/日元	2 420	21	2 560	18	2 310	20	2 960	17
美元/英镑	780	7	1 170	8	1 250	11	2 450	14
美元/澳元	290	3	420	3	470	4	900	5
美元/加元	380	3	500	3	500	4	710	4
美元/瑞士法郎	610	5	790	5	570	5	780	4

说明:表中数据已经剔除国内及跨国交易的双重计算因素。

资料来源:国际清算银行, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004, 2004, 9

由表 1-3 可知,10 年来美元对英镑的交易量稳步上升,美元对日元的交易量则略有下降,而美元对瑞士法郎、加元和澳元的交易量基本上稳定不变。总体来说,美元仍居霸主地位。到目前为止,美元仍是最活跃的货币。美元的广泛使用反映出美元的重要国际地位。美元既是资本市场的“投资”货币,中央银行持有的“储备”货币,国际商品市场上的“交易”货币,合同中的“计价”货币,也是中央银行市场操作中的“干预”货币。除此之外,美元还被广泛用作“工具”货币,在国际贸易和金融中占有绝对重要的地位。