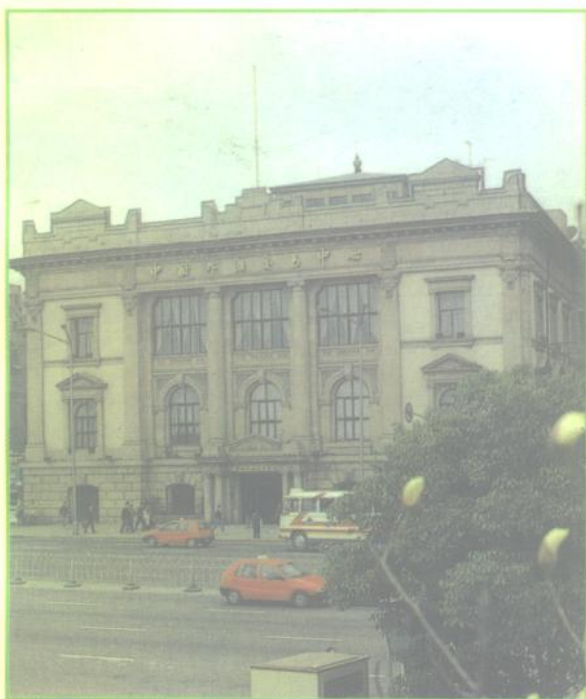


# 中国外汇市场的 实践与探索

中国外汇交易中心研究部 编



中国金融出版社

# 中国外汇市场的实践与探索

中国外汇交易中心研究部 编

中国金融出版社

责任编辑:张 驰

责任校对:周 立

责任印制:裴 刚

### 图书在版编目(CIP)数据

中国外汇市场的实践与探索:95'中国外汇市场国际研讨会论文集  
/中国外汇交易中心研究部编. —北京:中国金融出版社,1996.5

ISBN 7-5049-1615-3

I. 中…

II. 中…

III. 外汇市场—中国—国际会议—文集

IV. F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 08689 号

出版

**中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南街 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 统计印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 6.625

字数 178 千

版次 1996 年 8 月第 1 版

印次 1996 年 8 月第 1 次印刷

印数 1-4000

定价 14.00 元

## 编者的话

1995年11月6—8日,中国人民银行和国际货币基金组织在广州联合举办了“'95中国外汇市场国际研讨会”,围绕中国外汇市场如何发展这一主题,来自中外的专家、学者共提交了23篇论文。总结了我国外汇市场发展的经验教训,并借鉴国际外汇市场的成功做法,对深入研究我国外汇体制改革以及外汇市场的发展起到了积极的作用。

为了扩大交流与研究的成果,现将这次研讨会的论文编辑出版。专集分四部分:(一)中国外汇市场建设成就回顾与展望;(二)外汇市场的演变及理论研究;(三)外汇市场运作方式;(四)行为规则与风险监管。为尊重作者原意,我们仅对文章作了少量体例和文字上的处理,文章观点均系作者个人看法,特此说明。

中国外汇交易中心 研究部

1996年1月 上海

# 目 录

## '95 中国外汇市场国际研讨会综述

..... 中国外汇交易中心研究部(1)

## 中国外汇市场建设成就回顾与展望

中国外汇体制改革与外汇市场的发展..... 许 斌(7)

转轨时期的中国外汇市场 ..... 庞继英(13)

论我国外汇市场的历史沿革和发展前景 ..... 乔 伟(31)

中国现阶段汇率机制的选择 ..... 包克辛(39)

## 外汇市场的演变及理论研究

汇率体制与外汇市场的演变与发展概述 ..... K.Mo.Huh(45)

汇率与货币政策 ..... 吕世蕴(52)

货币可兑换性与外汇市场 ..... 景学成(58)

人民币汇率的决定与购买力平价原理 ..... 何泽荣 邹宏元(66)

各种汇率体制下中央银行的干预手段 ..... Tom Nordman(75)

远期外汇市场发展方面的一些问题 ..... Tom Nordman(83)

谋求中国外汇市场的发展 ..... Isao Ohkubo(92)

亚洲新兴工业化国家的外汇市场演变及汇率确定的历史经验

..... Thanasak Chantarovan(98)

计划经济体制国家的外汇市场演变 ..... I. Kniazev(113)

## 外汇市场运作方式

外汇市场上的操作方式与交易安排 ..... Shuzo Sakata(122)

伦敦外汇市场的市场机制 ..... David Strachan(133)

|                          |                  |
|--------------------------|------------------|
| 技术发展对外汇市场、电子交易、经纪人市场安排以及 |                  |
| 技术发展趋势的影响 .....          | Mike Hiller(141) |
| 外汇市场的不同交易产品及其市场演变 .....  | T. C. Chan(151)  |

## 外汇市场的行为规则与风险监管

|                          |                     |
|--------------------------|---------------------|
| 行为守则在外汇市场中的作用和职能 .....   | Peter G. Cowap(159) |
| 行为守则概述 .....             | Kos Dino(170)       |
| 东京、伦敦、纽约业务准则概述 .....     | Shuzo Sakata(177)   |
| 多分行、多地区经营的银行风险管理 .....   | T. C. Chan(189)     |
| 中国外汇市场监督、管理及其调控等有关问题     |                     |
| .....                    | Tom Nordman(198)    |
| 对外汇交易市场风险实行有效监控和防范 ..... | 李礼辉(202)            |

# '95 中国外汇市场国际研讨会综述

中国外汇交易中心研究部

由中国人民银行和国际货币基金组织(IMF)联合举办的“95 外汇市场国际研讨会”于 1995 年 11 月 6—8 日在广州召开,来自中国人民银行、国际货币基金组织(IMF)、国家外汇管理局、国家计委、国家体改委、美、日、英、俄、泰五国中央银行、中国外汇交易中心、国内外六大商业银行及高校的 60 多位专家、学者围绕中国外汇市场如何发展这一主题,集中探讨了三个方面的问题:一是如何评价目前中国的外汇市场;二是世界各国外汇市场发展的经验和成功的做法;三是中国外汇市场进一步发展所要完善的汇率形成机制、外汇市场运作和外汇风险管理、宏观调控等问题。

## 一、对中国外汇市场发展状况的评价

一年多来,作为 1994 年中国外汇体制改革三项突破性进展之一的中国外汇市场的建设与运行,受到了国内外金融界、企业界、学术界和有关管理部门等各方面的极大关注,正确评价中国外汇市场建设的成就与不足,对市场今后的发展、金融体制改革的深入进行将大有裨益。

### (一)外汇市场建设的四项突破性进展

与会专家学者对中国外汇市场的发展给予了高度的评价。会议认为,1994 年以来,中国的外汇市场建设在以下几个方面取得了重大突破:第一,建立了一个汇价、规则、主体、市场结构全国统一的外汇市场,消除了原来的供求分割和地区价差,使外汇资源得以在全国

范围内实现有效配置;第二,第一次确立了银行在外汇市场上的主体地位,形成零售和批发两个层次的市场,从而使外汇交易能够通过银行及其相互间的网络联系形成一个空间上广阔、时间上连续的真正意义上的外汇市场;第三,实现了人民币在经常项目下的有条件可兑换,国家既取消了按官方汇率买卖外汇的指令性指标,同时也基本取消了外汇管理部门对经常项目下外汇买卖的行政性审核和批准手续,实现了由以计划为主导的外汇资源配置双轨制向以市场机制为主导的单一的外汇资源配置制度的转变;第四,在汇率形成机制上,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制,结束了人民币汇价长期依靠行政方式定价的历史。

因此,1994年以来,中国在外汇市场建设上迈出了接近国际规范化市场的一步,实现了质的飞跃。国际货币基金组织(IMF)对中国外汇市场援助计划的带头人汤姆·诺德曼(Tom Nordman)评价说:“三年前,我们开始商讨建立新的中国外汇市场;三年后,中国外汇市场有了巨大发展,而且它的发展比原先的设想快得多。纵观市场发展的历史和中国在市场建设上的巨大决心,我们对中国外汇市场的未来深表乐观。”

## (二)外汇市场建设的渐进、可控与有效

同国际上成熟的外汇市场相比,中国外汇市场建设采取了渐进的形式。大多数与会者认为,渐进性是市场建设的基本要求。第一,外汇市场建设的渐进性是同现实的经济情况相适应的。当前,中国经济体制还处于从计划经济向社会主义市场经济转轨过程中,外汇市场建设已走在前列,但成熟的外汇市场所需要的各种基本条件还有待进一步培育,与外汇市场运行相关联的其他市场还需深入发展。正在发展和变化的不成熟的市场体系制约着外汇市场的建设。第二,外汇市场的渐进性更是由外汇体制改革目标需分阶段实现所决定的。改革开放以来,我国对外经济交往发展迅速,外汇收支自平衡能力逐渐加强。但考虑到我国的金融体系还处于转轨阶段,会计、法律制度和实施市场规则的监督机制还需进一步的健全和完善,以及

宏观上抑制通货膨胀的任务很重等因素,人民币自由兑换需要分阶段实现。外汇体制改革的阶段性决定了外汇市场建设必须“摸着石头过河”,以渐进的方式保证外汇市场在以下四个方面实现可控性,从而保障 1994 年外汇体制改革的成功和外汇市场的运行效率:一是在市场交易者加强自律的同时,保证市场组织者能根据交易规则有效地监督市场交易者的交易行为,尽力减少违规操作对市场秩序的冲击;二是保证中央银行在获取准确及时信息的情况下采取合适的手段进行外汇干预和宏观调控;三是保证经常项目下外汇供求的顺利实现;四是保证汇率在基本反映市场供求的基础上稳步地走向市场化。

因此,外汇市场建设的渐进性是由中国经济现实和外汇管理体制改革的阶段性所决定的。渐进形式下的外汇市场由于它的可控性保障了外汇市场的运行效率。一年多来,外汇市场的运行是有效的,表现为市场交易活跃、运转顺畅;人民币汇率基本稳定、经常项目下的外汇供求顺利实现;同时,外汇市场的建设为经济体制、金融体制改革的深化和市场自身的发展奠定了良好的基础,也提出了更高的要求。

## 二、对中国外汇市场发展的建议

中国外汇市场的建设和运作,已成为我国社会主义市场经济体系不可分割的一部分,越来越明显地影响着宏观经济调控和微观经济活动。但外汇市场建设同时也是一项全新的事业,需要探索和解决的问题很多。在研讨会上,来自国际货币基金组织(IMF)和世界主要国家及地区的中央银行与商业银行的专家,从世界主要外汇市场的发展、运作方式、汇率机制、风险管理与中央银行干预等各角度介绍探讨了国际外汇市场的成功做法和经验,为中国外汇市场提供了比较的参照体和同国际接轨的发展方向。会上,中外专家学者指出了目前外汇市场中存在的一些问题,也对外汇市场的发展提出了一些建议。

(一)关于市场主体。市场主体的构成与行为方式的规范性是市场发展和市场效率的决定性因素之一。从我国外汇市场主体的情况看,主体的培育和丰富仍将是一个艰巨的任务,在以下几方面需要探讨解决:一是市场主体的构成与数量:与会专家、学者指出,外汇市场的参与者不能太少、交易不能太集中,否则,对汇率形成会产生不利的影响。目前,中国外汇交易中心共有会员 366 家,而伦敦外汇市场的入市银行为 301 家。因此,在数量上,市场主体似乎较为充足,但中国市场主体主要问题之一在于主体构成较为单一、交易相对集中。来自英格兰银行的戴维·斯特雷成指出,市场的效率不仅在于市场主体的数量,更在于某些市场主体是否具有垄断力量。在伦敦外汇市场上,交易额占总交易额 1% 以上的机构共有 26 家,其中最大十家的交易额在市场总交易额中的比重为 44%,交易分散,没有一家机构能够左右市场价格的形成。而中国外汇市场上的主体构成单薄,限制着市场组织形式、交易方式的选择。因此,在今后一段时间里,市场的发展不仅需要研究主体数量的扩展,更需要研究如何培育经纪人、吸收非银行金融机构入市、加强银行间竞争等问题,以丰富市场构成,为市场组织形式、交易方式的转变创造必要条件。

市场主体培育的第二个问题是如何扩大银行外汇业务经营自主性,加强本外币业务的有机结合,促进银行的商业化经营。目前,银行在外汇市场上的买卖主要限于结售汇头寸的周转,相对独立于银行的其他外汇业务和人民币业务。其结果是,一方面,银行间外汇市场交易难以纳入银行总体业务的统筹安排,不利于银行风险总体管理和商业化经营的深入;另一方面,外汇市场业务受到很大局限,也不利于今后远期业务的开展、国内金融市场的完善。因此,研究如何对银行外汇业务管理适当放宽、促进银行本外币业务有机结合,是金融体制改革和外汇市场发展的一大任务和条件。

(二)关于远期外汇业务。在国际上,远期外汇交易是银行与企业进行风险管理和头寸管理的基本工具,也为中央银行通过调期干预外汇市场和国内货币市场、调整外汇储备期限结构提供了一个理

想的手段,对汇率形成机制的完善具有重要的意义。同时,远期外汇业务的开办有利于国内货币市场的培育和发展。国际货币基金组织(IMF)的诺德曼先生指出:“在许多国家,国内货币市场与远期市场同时建立,后者会为前者的发展起到重要的促进作用。”

随着我国经济金融体制改革的深入进行,银行与企业要求开办人民币远期业务以加强汇率风险管理的呼声一浪高过一浪;国内货币市场的进一步发展也需要远期业务的推动;中央银行在外汇市场上被动托盘局面的改变、汇率形成机制的完善更需要远期外汇业务的引进。因此,研究远期业务开办的方案并制定相应的管理政策应提到议事日程上来。

(三)关于汇率形成机制。1994年,中国外汇管理体制改革在汇率制度上实现了重大突破,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。从一年多的运行实践来看,由于人民币还处于经常项目下的有条件可兑换、国家实行强制的银行结售汇制度阶段,银行间外汇市场只反映部分的供求,汇率的确定较为困难,中央银行干预经常处于被动托盘局面,汇率政策和货币政策之间的关系亟需加强协调。随着我国经济的发展,汇率形成机制的完善可以考虑从以下几个方面入手:完善银行结售汇制度,在条件具备的情况下推进外汇管理体制改革,逐步推行意愿结汇制度;扩大银行在外汇市场上的业务,改变现行外汇市场为结售汇头寸周转市场的局面;开办远期外汇业务、推进国内货币市场建设,加强利率市场化以及国内外利率的联系,在提供外汇风险管理工具的同时,实现中央银行由单一的直接调控管理向多手段的间接调控过渡。

(四)关于市场交易规章建设。外汇市场的交易规章或行为规范对保证交易的准确与效率、加强外汇风险管理、防止和处理可能发生的违法行为等具有重要的作用。在世界主要外汇市场上,如何制订行为规范、行为规范在市场上的作用如何等,也是这次研讨会集中讨论的内容之一。来自英、美、日各国中央银行和商业银行的专家对此进行了详细的阐述。这不仅对我国外汇市场的规范化、国际化具有

很好的指导作用,对我国当前市场交易规章的完善也具有借鉴意义。1994 年以来,市场交易规章制度对我国外汇市场的正常运行起了很好的保证作用。从国际经验看,市场交易规章需要随着市场的发展不断修改。因而,我国外汇市场的交易规章制度也应随着市场发展不断规范和完善。

# 中国外汇市场建设 成就回顾与展望

## 中国外汇体制改革与外汇市场的发展

国家外汇管理局副局长 许 斌

### 一、如何评价 1994 年的外汇体制改革

在党中央、国务院和中国人民银行的领导下,中国的外汇体制改革取得了很大成功。国内企业界、管理部门、学术界均对外汇体制改革感到满意,国际上也给予了很高评价,尤其是 1994 年底国际货币基金组织(IMF)年度磋商团在给基金总部的报告中,对我国的外汇体制改革给予了有史以来的最高评价。同时关贸总协定(GATT),世界贸易组织(WTO)也给了积极肯定。在 GATT 第 16 次中国工作组会议上扫除了汇率作为中国“复关”的一项障碍,为中国“复关”和加入世界贸易组织创造了便利条件。这说明我们的外汇体制改革方案是正确的,操作是慎重的,效果是良好的。外汇体制改革如果总结经验的话,在我个人看来,可以归纳为三个突破性进展和两项重要标志。

三个突破性进展是:

第一,实行了汇率并轨。长期以来,国际上无论是 IMF 还是

GATT 都认为中国的汇率政策是一种歧视性政策。1994 年 1 月 1 日实现了汇率并轨,实行了以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度,完善了汇率形成机制。IMF 将其称为“战略性决策”,为中国加入国际公平竞争创造了良好条件。这次在汇率并轨过程中还有一突出特点是汇率的市场取向,风险要大于官方汇率取向和走中间道路,但它是符合建设社会主义市场经济方向的,是一种质的突破和飞跃。

第二,在经常项目下实现了人民币有条件可兑换。IMF 第 8 条款要求成员国对经常项目下的国际支付不加限制。

自 1994 年 4 月 4 日统一外汇市场正式运行以来,运行情况良好,外汇供给大于需求,人民币汇率保持稳定且略有升值。据统计,1994 年外汇市场交易累计金额为 407 亿美元,其中,美元成交 385 亿,港币成交折合美元 183.5 亿。全国 21 个外汇调剂中心外商投资企业卖出外汇 71.3 亿美元,买入 40.1 亿美元,卖出大于买入 31.2 亿美元,外汇平衡有余。

1995 年上半年,统一外汇市场交易活跃,共成交美元 290.6 亿,港币 265.6 亿元,日元 151.8 亿元,折合美元约 326 亿,日均成交 2.7 亿美元,较上年同期增加 28.5%。

统一外汇市场运作一年来,取得了较显著的成效:一是保证了银行结售汇制度的顺利正常进行;二是进一步改善了中央银行对外汇市场的合理调控,保持了人民币汇率的基本稳定;三是改善了外商投资环境;四是促进了外汇与人民币之间的横向的合理流动,加快了资金的周转速度;五是形成了全国统一的外汇市场,推动了人民币的自由兑换的进程。

但 40 多年来由于外汇短缺而造成的外汇严格管制不符合 IMF 的要求,同时也限制了我国的进出口贸易,而这种对经常项目外汇收支的管制又影响了企业的公平竞争。现在,我们对贸易项目下的全部和与贸易有关的非贸易项目外汇收支放开了管制,企业的贸易和与贸易有关的外汇支付,凭有效单证直接向外汇指定银行兑付,取消

了过去的事先经过管汇部门审批的环节,突破性地实现了经常项目下的有条件可兑换。这是以结售汇制作为重要保证措施的,现在看来,如果没有结售汇体制,就不能充分保证经常项目的有条件可兑换。这个有条件可兑换突破了经常项目计划审批的体制,有了质的变化,实施了市场的方法。

第三,建立了全国统一的银行间外汇市场。它是建立统一的外汇市场的突破点:1985年起建立的外汇调剂市场具有两大特点,一是行政区划色彩浓,按照行政地区建立起了109个省、市外汇调剂中心;二是交易主体是企业而不是银行,进出口企业直接进入外汇调剂市场或通过外汇调剂中心买卖外汇,外汇指定银行只是代理企业进入调剂市场的中间商。现在的外汇市场恰恰在这两点上做了突破,一是统一了市场,通过计算机联网25个城市,并辐射周边地区,打破了行政区划;另一点是市场主体调整为外汇指定银行,企业不直接进入市交易。它的新特点有这么几点:1. 统一的市场:体现为(1)计算机联网,打破了地区分割;(2)交易规则统一,全国使用同一交易规则;(3)汇率一致,价格是一样的。2. 分两个层次组成:一个层次是银行间市场——批发市场,以外汇指定银行为交易主体,通过市场交易,平补各外汇指定银行结售汇的头寸,通过市场交易形成汇率;第二个层次是零售市场,零售市场又包括两个方面:一个方面是各外汇指定银行为中资企业办理企业结售汇,另一个方面是外汇调剂中心,为外商投资企业办理外汇交易,两者性质是一样的,因为它们使用的汇率、交易的原则是一样的,它们在交易中形成的买卖差额都在银行间外汇市场中平补,不受任何限制。1994年,我们迈出了接近国际规范化市场的一步,实现了质的跨越。

为了实现这三方面的突破,我们还采取了一系列配套措施,如:对资本项目的管理、停止发行外汇券、对外汇额度的消化和收尾、停止境内外币计价结算、建立新的统计制度等等,这些保证性措施都是为我们主攻方向服务的,并都取得了良好成果。

两个重要标志是:1. 外汇供大于求,国家外汇储备大幅度增加。

1994 年末中国的外汇储备达到 516 亿美元,比改革前的 1993 年末增加了 304 亿美元。到 1995 年 6 月末外汇储备增加到 626 亿美元,比年初又增加 110 亿美元;2. 汇率稳定,人民币略有升值。由汇率并轨前的 8.7 到年末升至 8.44,现在稳定在 8.31,这均标志着 1994 年我们改革的成功。

## 二、关于外汇市场的发展问题

我认为中国外汇市场的建立和发展是顺应外汇体制改革和建设社会主义市场经济的大方向的,所以是有前途、有生命力的。在市场经济国家中,外汇市场总是金融市场不可分割的一部分,并且占取相当大的份额。我们也不可能违背这一规律。但在发展过程中,采取什么样的模式,采取什么样的组织体系、技术措施,倒不会一成不变。所以我们应当对我们市场的发展和建设充满信心。如前所述,我们的市场是统一市场、两个层次,将来的发展也不会完全背离这个模式,因为这是市场经济国家近百年来总结出来的一种基本组织模式。但这两个层次具体操作办法会有变化。我认为银行间市场应进一步完善:

1. 关于交易主体。外汇指定银行当然是银行间外汇市场的主体,但我认为,我们要继续研究扩展交易主体。几大专业 / 商业银行在市场上好比一部机器里的大齿轮和大部件,是骨干,但需要有小部件和润滑油来使之顺畅,这就需要非银行金融机构和外资银行,有可能的话,还要允许部分中介机构入市,以使市场平稳运转。同时也使汇率形成因素多元化,通过市场运作使汇率基本稳定,使汇率一路上或一路下的情形有所改观。

2. 关于市场工具。市场要发展,市场工具一定要多元化。有的外国朋友建议我们中国外汇市场只做人民币对美元交易即可,否则成本高、结算慢、风险大。但我的看法不同,因为第一,人民币不是单一与美元挂钩的,第二,我们的需求也不是单一的,不仅对美元,还对日元和马克等有需求,只做美元一种,其他币种通过国际市场套汇,

这样损失太大。所以我认为不论交易币种也好,其他交易工具也好,应逐步多样化。当然,哪一个时期引入什么要慎重研究,特别是在推出的时间,要选择有利的时机。1995年3月1日我们推出了日元的交易币种,下一步我们还要研究有没有必要推出其他币种。最近还研究远程交易问题、远期交易问题等,我认为是值得研究的,适当时机可采取不同措施。

3. 关于市场无形化。我们应以无形化为方向,但这要有个发展过程,适当有些有形市场,有些过渡性措施,是适应我们向市场经济迈进所需要的。但我们又不能局限于初级阶段。我认为我们在推进市场无形化工作中已迈出了重要的一步——计算机联网。接下去向银行拉终端都是可以考虑和试点的,但在没有完全铺开之前,现有的行之有效的措施仍有必要保留。应稳步前进、循序渐进。

4. 组织体系和管理体系。我认为,在市场发展过程中,我们的市场运作体系、调控体系与管理体制应三权分离。市场运行体系以中国外汇交易中心为核心,以各外汇指定银行为骨干通过计算机联网构成,并按已确定的规则运作。整个外汇交易系统是一个不带行政色彩,不具有行政管理职能的,为外汇交易服务的机构;调控体系是指中央银行的操作室,按中央银行意愿独立运作。中央银行对外汇市场的调控干预是各国通行的做法,尤其在市场发展初期,更是必不可少的。那么中央银行什么时候,以什么样的方式来干预,应完全由中央银行决定;管理体系指外汇管理部门,从制度、运行规则方面进行规范管理。这个系统负责市场管理制度和运行规则的制定及运作过程合规性的监督,但是,它不干预正常交易,它不参与中央银行干预市场,但要对市场发展、汇率走势进行分析,及时向中央银行提出建议。这三者各有分工、互相配合,但不能过多干预。

5. 市场交易法规建设。法规建设较难是因为它是对长期实践工作的总结,需升华到一定的高度,但它关系到今后的工作实践,不可没有。法规虽然滞后于实践,但又指导和规范实践。否则将影响市场的发展,这点我们可以从证券市场上吸取经验教训。我们这个市