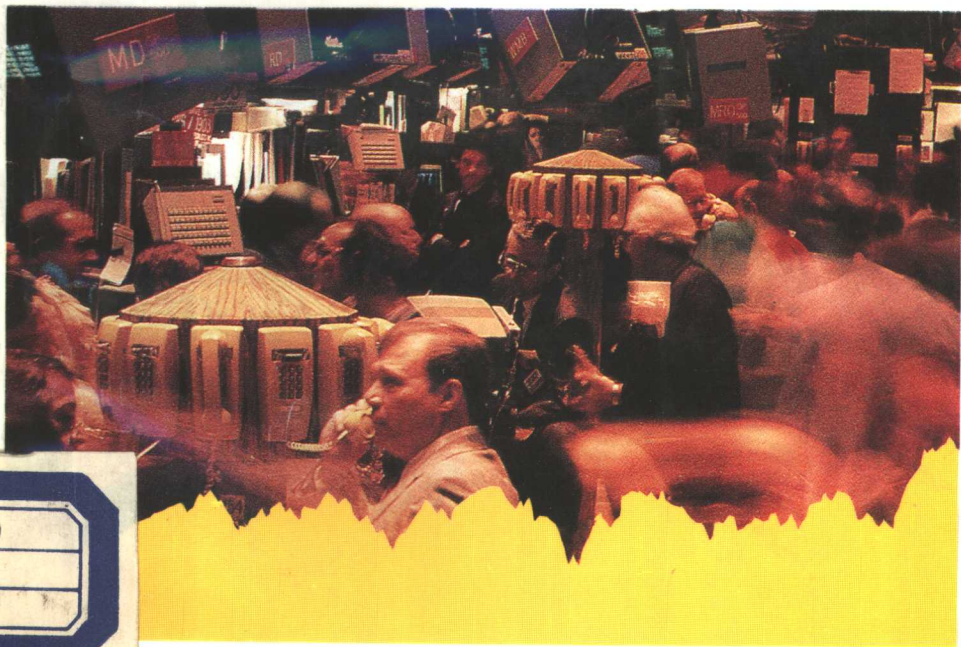


宋海鹏 罗伯川 主编

DONGDANGDEGUOJIJINRONGSHICHANG

# 动荡的 国际金融市场

—— 国际金融专家谈美元 日元 马克



中国经济出版社

# 动荡的国际金融市场

——国际金融专家谈美元、日元、马克

宋海鹏 罗伯川 主编

中国经济出版社

(京)新登字 079 号

## 内 容 简 介

本书收入国际高层金融专家论述当前世界金融市场形势的报告文章 14 篇,内容涉及美、日、德近期经济、货币政策动向,美元、日元、马克汇率及利率走势,香港过渡时期港元汇价趋势,人民币汇价趋势,世界黄金市场态势等。论述精辟,见解独到,信息丰富,具较高的权威性。对指导我国各类银行、金融单位、外汇资产持有者,更好地把握宏观金融形势,开拓国际市场,搞好外汇资产的经营操作,防范风险,增盈避亏,具有重要的参考价值,对从事金融理论研究、教学和经贸、外贸的读者也大有裨益。

责任编辑:于 嘉

封面设计:高书京

动荡的国际金融市场

——国际金融专家谈美元、日元、马克

宋海鹏 罗伯川 主编

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

各地新华书店经销

北京朝阳区北苑印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 4.375 印张 85 千字

1993 年 12 月第 1 版 1993 年 12 月第 1 次印刷

印数:1—4000

ISBN 7-5017-2673-6/F·1868

定价:5.50 元

## 编 委 名 单

主编：宋海鹏 罗伯川  
编委：李泽兴 曹守年 王平姣 关山  
刘佳华 刘建生 周润恒

## 前 言

进入九十年代,世界政治、经济发生了历史性变化。西方主要发达国家的经济在经历八十年代的持续增长后步入衰退,美国复苏进程维艰,德国统一负担加重,日本在泡沫经济破灭后正极力扩大内需。冷战的结束使各个国家的经济外交十分活跃,发展本国经济成为各国政府的首要任务,各个地区的经济或者货币联盟进程受到阻碍,92年9月欧洲发生了“金融风暴”,欧洲货币体系出现危机。国家外汇管理局举办的九三国际金融报告会就是在这样的背景下召开的。

国内外金融界几十位知名的专家参加了研讨,中国人民银行陈元副行长及各专业银行的副行长出席了开幕式。会议期间,海内外专家就国际货币体系的沿革、目前存在的问题及发展方向,美、德、日经济货币政策,汇率利率政策走势,特别是对欧洲货币危机问题,香港过渡时期的货币及其走势,以及中国的人民币汇率等进行

了分析。

会议达到了交换看法、互通信息的目的。虽然专家在细节方面存有异议,但是在大的方面专家们的看法是一致的。本次会议内容丰富,特别是专家们分析问题的方法独到。为此,我们将报告会主要发言整理编辑成书,相信本书对我国的银行如何开拓国际业务、如何防范外汇风险、加强资本负债管理,在动荡的国际金融市场上站稳脚根,大有裨益,对从事理论研究、外经外贸的同志也大有帮助。

书中有不当之处,请读者批评指正。

罗伯川

1993年8月

## 目 录

前言	罗伯川(1)
美德日近期经济财政货币政策状况及汇率走势	
.....	宋海鹏(1)
外汇市场的特征,港币联汇制及今年美元走势	
.....	陈新棨(7)
美国经济的近期态势	章济平(16)
冷战后的日本经济	铃木一元(27)
关于美德日汇率走势	志村哲男(34)
日本经济与日元走势和展望	丁亚非(45)
过渡时期香港外汇市场的变化	文晓玲(55)
美德日利率回顾与展望	黄劲生(68)
欧洲货币体系危机的根源、发展趋势及经验教训	
.....	郑德力(79)
国际货币体系的新动向	斯考特(90)
近期外汇市场动荡的宏观经济分析	
.....	国际货币基金组织工作组(98)
欧洲货币联盟的前景	曹守年(108)
黄金并不失色	冯志坚(115)
人民币汇率走势成因及趋势分析	张德宝(123)

# 美德日近期经济财政 货币政策状况及汇率走势

国家外汇管理局副局长 宋海鹏

下面就美国、德国、日本近期经济财政及货币政策状况谈点个人认识。

美德日三国，近期形势最复杂的当数德国。首先是德国统一后东德的消化问题，这是一个很沉重的包袱，要解决东德的经济问题需要投入大量的资金。第二是欧洲货币联盟问题。如果欧洲货币联盟垮台，则统一市场也不会存在，这是触及德国内外经济政策一个很棘手的问题。德国在欧洲大陆的地理位置决定了其在经济战略上重要性。这个问题的麻烦在于德国要以何种代价才能保证其主要地位（作为欧洲经济的火车头或领头羊）。第三个问题则是东欧的难民问题。苏联解体之后，各共和国更需要援助。欧洲的复杂性还不单单是一个德国的问题。德国背着沉重的包袱，又想做欧洲的“大哥大”，这就要多投资。怎样去筹资，这是很关键的一点。德国财政已搞得无计可施，这就要敲银行的大门，而银行始终不轻易打开大门，这里面有历



史教训。两次世界大战都是德国发动的。它靠的是什么？是钞票。所以二战后总结出经验——一定要守住银行大门。我认为目前德国的日子很难过，多少时间才能缓过来，无法预测！简单类比一下，就象实力很强的一个大银行吞并一个比它本身更大的摊子破烂的银行，怎样才能把这个破烂摊子整理好，使大量负债变成资产，时间有多长？难就难在这儿。一旦弯子转不过来，就会出现三种情况：一是将德国拖垮；二是漫漫长夜受煎熬，半死不活折腾一个时期；三是缩短时间，尽快消化，变长痛为短痛，尽快走出阴影，但究竟需要多少时间，也无法预测，更何况并非专指德国，同时还有许多其他问题亟需解决。

所以德国的经济、货币状况从近期来看还好说，但从长期看难以弄清，我认为德国马克近期要下跌，这个问题难度较大，需认真思考。

德国面临的压力较大。但其承受力又如何呢？前一个时期，德国央行降底利率只是在内外压力并存下做出的。宪法规定中央银行必须控制货币，但欧共体的一些成员国、美国和德国政府本身都在要求银行松开闸门，所以德国央行很是为难，但近期还能挺过去。

近期形势比较明朗，对经济形势、货币政策、财政政策、黄金走势、汇率、利率的看法基本一致，这是很有利的。参加此次研讨会两部分专家和学者，一部分是搞理论研究的，另一部分则是从事市场操作的。搞理论分析研究的，掌握的数据比较多，具有相当的深度；而从事市场操作的，不一定注重这些，因为市场形势在不断地变化，由当时研究出的数据得出的结论，过

一、二天就可能发生变化。但这正如地心引力一样，基本规律存在着，可能会由于一些其他因素的影响而使具体的数据结论发生一些偏差。为什么人们现在都去买日元？因为总有一个规律。只要我们把握住规律和方向，根据市场变化，及时调整，方可获利。

就中国而言，对现有的两千亿美元的资产如何进行安排很有学问。不过，千万不可犯方向性的错误。通过这次专家们的报告，我们若能看准方向，吸收消化专家们的研究成果，就会将信息变成财富。如果我们的两千亿美元的资产有5%的利润，那么这次报告的意义也就充分体现出来了。但现在的目的只能说是达到了一半——了解了形势，统一了认识，明确了方向。下一步就要利用两千亿美元的资产创造更多的价值。这是要付出很大精力，是一项艰辛的工作。

这次会议集中讨论的五个问题大致是这样的：第一是国际的货币体系，特别是欧洲货币体系（我认为没有体系了，不知对不对？这个观点来自日本，我很赞同）几乎是乱的。货币体系、货币政策及汇率都是为本国利益服务的，各国之间有矛盾。目前都在压德国降低利率，德国如不降低利率其他各国就会被拖垮，而德国则认为国内的问题比国际问题严重的多。显然，在特定的条件下，各国的利益会有暂时的协调，一旦条件发生变化，就各奔东西了。第二，就是以德国的经济、货币政策为中心来分析德国的形势——利率、货币甚至更广一些，当然是以马克为主进行分析的。第三，就是以日元为中心分析日本的经济态势。第四，是以美元为中心分析美国的经济、财政政策。第

五，分析了港币的走势如何。这几点专家们谈得比较透彻，有观点，有数据，又有实际操作，这五个方面我不再去讲。这里要提醒的是去年欧洲货币体系崩溃时出现了一个新特点，即目前外汇市场将出现一个新情况，它将引起外汇市场的变化。

这个特点是这样的：国际货币体系以前是“跳集体舞的”，即以美元为一帮“跳舞”，以别的为主作一帮“跳舞”，而现在却是“跳三角舞”，“单人跳舞”。这个问题较难办，关系变得复杂了。我认为“单人跳舞”好对付，也不好对付，即矛盾性。如美元一跌，别的货币都升，美元一升，别的货币都跌，就象跳板一样。而到了去年下半年形势就开始变了。由两角变成三角即美元、日元和马克。欧洲货币单个地都出来了，如英镑、里拉……。这些该怎么对付？我认为可能会出现这种情况：跳惯了“集体舞”而不再适应“单人舞”，出现这种情况后这样看：日元第一，美元第二，马克第三。也即美元同日元比，日元最强，日元看升，马克与美元比看跌；马克兑日元看跌。经过对三种货币的分析，认为日元看升是凭实力的，无论在经济、技术还是在储备上都是如此，马克凭的是高利息，而美元凭的则是精神，凭情绪，不知这个看法对不对。克林顿上台，美元急升；但克林顿出何招却并不为人所知。而当其经济方案一曝光，美元又下跌，这在精神上就是一个挫折。现在克林顿必须采取更为有效的措施把公众的情绪再调动起来，但光说不行，还要看其实际效果。总的来说克林顿还是愿意把经济搞上去的。而美国拥有众多的经济学家出谋划策，使用了更多的手段，如财政、利率、货币政策等等却不见效。因此，我认为美元很虚，尽

管大家对方向是比较相信的。如果美国真正象日本那样把经济搞上去了，我相信，美元是强的，就连日元也比不过它，但是这非常困难。现在谁穷谁富很难说。假如向 10 万美元以上收入的人征百分之五点几的税，按 10 万美元算，是 80 万人民币，那我们中国也有不少这样的人。当然我们国家农村人口太多，经不起平均。而美国上十万收入的就要交税，这到底行不行，很难说。

现在把有关的预测归纳一下：马克是 1.55 到 1.75，或有人说的 1.55 到 1.80 兑 1 美元，这两个幅度不可排除，正常情况下一年从最低到最高两千个点，如果出现四千个点，那么波动就比较大了（即 15 个百为点）。就是按 1.5 马克兑 1 美元算的话，也比去年高 10 个点，去年最低为 1.4，突破 1.4 到 1.3，但又很快回来了。按这种走势看，美元会慢慢从高水平往后退，但究竟能否退到 1.8 马克兑 1 美元，这要看下半年的情势。下半年如果经济好的话，有可能上去，如果不行的话，很可能又会回来，有可能就在两千点左右。这是以马克为核心的欧洲货币。欧洲货币汇率机制中的法郎摇摇欲坠，法国拚命保法郎，人人在猜测，究竟法国还有多少本钱，已经拿了 1600 亿的法郎来支持，利率也加到 12%、13% 的水平，德国也拿出 600 亿马克来支持法郎，可想而知，法国赔了多少。如果手里没有储备，很可能使法郎退出欧洲货币机制，最后只剩德国唱独角戏了。

围绕欧洲货币，要特别注意荷兰盾、比利时法郎和法国法郎的发展。去年凡是法郎我们都卖掉了，因为欧洲主要是马克。

日元方面预测是 115 日元到 125 日元兑 1 美元，也可能双方再扩大一点，我们都感觉今年日元是不是冲击波大一些（去年是比较小的），因为全世界的目标现在都对准日本了，这样就要大出大进，日元的利率较低，用于储备是可以的，可以慢慢不管了。在生意上就不行了，因为抱着日元要亏利息的，所以要卖掉，因而日元的波动幅度可能很大。在日元跌、美元升的时候，买回日元，就赔了。日元以赚汇价为主。也就是从 1.15 上到 1.25 时，卖掉美元买日元，当再升到 1.15 时再来看，赚利息却是亏的。就象对黄金的做法，在低黄金水位千万别买，抛掉是赚的；低位去买它，不升的话就完了，每天亏息。而且大家都倾向于抛黄金，因为金价上不去，所以冒的风险就比较大，不如在高位抛，风险比较小，低位买反而风险大；这两者是不是有点类似？值得注意。

谈到港币我认为目前港币的波动不会太大，尽管有人提醒要注意到利差的两极，两极包括利差的升或跌；利差拉开都是有原因的，根据信息作具体分析。但我认为港币是一个地区的小货币，它的敏感性比较强，特别是在过渡时期，港币作为一种支付手段是很好的，但决不能作为储备手段，特别是在资本构成上，客户不用去管它，因为用 7.8 港币同用一个美元是一样的，为什么不用美元而去用港币呢？因为它是一个很好的支付手段，而且交易的各方面不是那么严，成本核算也好办，但决不能将其列入储备货币里。

## 外汇市场的特征、港币联汇制 及今年美元走势

香港新鸿基业证券有限公司董事 陈新荣

虽然过去我写了很多专栏，还作香港某个电视节目的主持人四年，以及在香港大学工商管理学系教怎么样炒外汇和投机外汇，但我今天讲的是从市场来看行市。我做的研究与其他人不一样，因最后要确定是看好还是看淡，要买还是卖，其他方面都是研究所搞的。所以我作的研究比较现实。我写了一篇文章是国际货币和港元走向。我不想在此念，只想就几个问题和大家讨论一下。

一、外汇市场有几种现象，不管我们承认不承认。第一，外汇市场是很大的市场，一天 24 小时不停地运作，信息爆炸，市场马上反应；第二，市场价格波动过于敏感，象一窝蜂那样波动。价格波动过头持续好长时间，市场的价格和它本身的价值长期不合理。如英镑汇率，邱吉尔当首相前作财政大臣时，认为 1 英镑应等于 5 美金，那么英镑一路贬值，到撒切尔夫人执政达到 1.63，英镑急剧贬值。从历史的角度看，其汇率是长期

不合理的。另外日元在 1 美元兑换 360 日元这一汇率停留好长一段时间，后来的 240 日元也维持了相当长时间，价格也是长期不合理。三、我们是事后孔明，往后一看一片明亮，过去的事情我们没看到感觉太笨，看现在和当前是三心二意的，如日元这么强我买不买？我们不相信，往后看，心里糊里糊涂。

汇率不是科学，它是一种灵感，靠你思维和感觉作，价格和价值是很难判断的。我们一般人作外汇买卖时有个成本，这是价值。比如：桌上这个杯子，生产成本是 1 元，你说 0.8 元是便宜的，1.2 元是合理，4 元就不合理。可是我衡量的工具钞票是一张纸，价值是多少呢？价值的概念非常抽象，因而不是科学的。现在的市场变化快，24 小时都在运转，因此我们做外汇买卖总要比政府和其他法律领先一步。

感觉是随时变化的。金融交易十分庞大，呈天文数字，每天外汇成交几千亿，零零散散也有几百亿，我们没有感觉。我有个小孩子，你给他讲 100 元钱也可以理解，1000 元他理解不了，10,000 元连我太太都难以理解，数字后加几个零对他是无意义的。再如：美国的财政赤字每年是几千亿，国债是 1 万亿、4 万亿，这对我来说是麻木的，我没有感觉的。所以我讲，美国的财政赤字是天文数字，对我没有关系，我没有感觉。外汇市场价格变动 1%，就有几十亿的财富大转移。另外，现在外汇价格波动非常大，过去我在念大学时，每天波动 1% 就叫贬值或升值，现在价格波动 2%、3% 是很正常的。现在价格波动厉害，什么叫大上大落？这个敏感性现在不一样了。如 87 年股灾以后，我们的敏感性麻木了，如今天早上讲股票跌了 87 点，真是小儿

科，大的波动太多了，因此这不足为奇。

金融市场是连环性的。我们看金融市场，不单是股票市场的盈利率，有时是股票债券利率，有时是外汇市场的汇率，彼此互相联系，互相影响。不同类的金融市场有连锁性，地区和地区间有连环性。15年前我在美国运通银行负责外汇交易，从来没有在晚上要看市场。那时，当美国是夜晚时，日本的市场是不会大动的，因为那时美国的经济力量非常强大。七、八年交易中，只有两次打电话，一次是卡特政府派飞机去伊朗救助人质，卡特发表电视讲话，伦敦打来了电话。另一次是里根被刺时，伤势不明，市场不知要发生什么变化。现在我们需连夜做交易，因为亚洲金融市场随着亚洲经济发展显得日益重要，也表明美国经济实力的下跌，87年的股灾就是从亚洲开始的。

**二、外汇是一个潮流。**我经常讲，女士们作外汇交易是很好的，女性变化无常，色泽较敏感。要干一件事总有千百个理由。外汇也一样，根本是一个潮流。81年里根上台时，他讲喜欢美元强，但85年时却要求美元贬，即有名的“华都协议”，美元贬值有利于其出口。多年前，我第一次到中国跟中国朋友讲，人民币一定大幅度贬值，后来，果然如此。他们以为我做了研究，我给你们讲，我什么研究也没有，我感觉人民币那时是代表什么，固定汇率代表了社会主义的优势，其他国家的汇率是波动的，我们中华人民共和国的货币是稳定的。对不对？是国家稳定的象征。后来改革开放，要出口，货币高估一定要贬值，就是这么简单的一套理论。现在人民币贬值已从政治象征转到国际贸易的竞争方面。



有时候，一个国家喜欢它的货币强。在西方国家，总统选举以前货币一定要稳定，不管什么经济理论，货币要稳定。所以汇率跟经济的潮流、政治拳腕是密切相联的，不单单是经济学。

**三、外汇市场有一特点，要管理就一定有黑市存在。**有关税就有走私，这是经济定律。黑市越多，说明你管得越多。香港哪里有黑市呢？是个自由市场。我们且不讲管理本身是好是坏，这是定律。政府条文越多，漏洞越大，全世界每个政府都想征税，你征我就逃。我们如何管、政府怎么管、民间怎么逃是不一样的。但这一定是永远对立的。外汇市场也是如此，你有个固定汇率，市场会迫使你放弃。我们经历过国际货币体系下的固定汇率阶段，政府不满意；实行浮动汇率，市场力量大，政府又不满意；实施有管理浮动，政府进行干预，也不成功；EMS也不成功。

政府对外汇市场又爱又恨又怕。方方面面的因素有爱，每个国家都想在本国搞一个国际金融中心，金融是高附加值的服务行业，都希望建立一个金融中心。但是又怕，为什么呢？有时国家控制不了外汇市场，会搞得国家大乱，人心慌慌；又恨，它可能使政府倒台，如去年英镑危机。因此，政府又爱又恨又怕。

汇率这个价格是怎样来确定的呢？可以说瞎子摸象，各有说法。一般有四类人，一是中央银行，从大的方面，以国家利益来确定汇率，不以盈利为目的，它考虑的与一般人不一样；二是经济学者，根据购买力评价或其他理论；用几年、几月的