

THE EXCHANGE RATE EXPOSURE OF CHINESE EXPORTING AND
IMPORTING LISTED FIRMS: MEASUREMENT AND MANAGEMENT

中国进出口制造业企业 外汇风险

测定与管理

张卫国 谷任◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

- 广州市金融服务创新与风险管理研究基地
- 广东省普通高校人文社会科学重大攻关项目
- 教育部人文社会科学研究一般项目 (项目号: 13YJC630038)

THE EXCHANGE RATE EXPOSURE OF CHINESE EXPORTING AND
IMPORTING LISTED FIRMS: MEASUREMENT AND MANAGEMENT

中国进出口制造业企业 外汇风险

测定与管理

张卫国 谷任◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国进出口制造业企业外汇风险测定与管理/张卫国, 谷任著. —北京: 经济管理出版社, 2016. 3

ISBN 978 - 7 - 5096 - 4204 - 7

I. ①中… II. ①张… ②谷… III. ①进出口贸易—制造业—工业企业—外汇风险—测定—研究—中国 ②进出口贸易—制造业—工业企业—外汇管理—研究—中国 IV. ①F832. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 003874 号

组稿编辑: 杜 菲

责任编辑: 杜 菲

责任印制: 黄章平

责任校对: 车立佳

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 13

字 数: 258 千字

版 次: 2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4204 - 7

定 价: 58.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

随着中国全方位改革开放的深入发展，尤其是在 2001 年加入世界贸易组织后，中国制造业企业迅速成长，在世界制造业体系中的分量与日俱增；与此同时，中国金融体制改革步伐不断加速，人民币汇率形成机制改革进程增大了人民币汇率的变化弹性。人民币汇率的变动不仅通过产品价格、原材料价格、劳动力价格、融资成本等影响进出口企业的绩效，还可能导致进出口企业的内部资源重新配置、战略改变等，从而改变企业的未来现金流情况，最终影响企业的价值，更重要的是汇率变动通过改变企业进口竞争对手的情况来影响企业的价值。由此可知，汇率波动已经成为中国进出口制造业企业经营中的主要风险因素之一，汇率预测、外汇风险的测定与管理已经成为越来越多企业必须要面对的管理问题。

但就目前的中国企业而言，外汇风险的影响与管理方面的认识仍然比较落后。在这些方面有一定认识的企业大多数也只关注人民币汇率波动给企业带来的汇兑风险，对于外汇风险的其他重要种类几乎没有了解。由于外汇风险意识薄弱，中国企业的外汇风险管理能力与效率受到了严重制约。

外汇风险指企业在国际经济活动中遇到不可预期的汇率波动，企业价值受到汇率变动的影响。企业面临的外汇风险可分为折算风险、交易风险和经济风险三类。进出口企业需要严密监控以确知其面对的三种外汇风险情况，相应管理面临的首要问题是要掌握汇率波动对企业价值会造成何种程度的影响，即需要知晓企业自身的外汇风险暴露情况。企业的外汇风险暴露指企业价值受外汇风险影响的程度在数量上的度量。在与三种外汇风险类别相关的风险暴露中，由于折算暴露不涉及企业的真实损益，而外汇的交易风险和经济风险会影响到企业未来的利润与现金流，因此能够真实地影响企业价值、可被企业度量的外汇风险暴露仅包含汇率的交易暴露和经济暴露。

随着汇率的相关理论不断发展，直到 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系的崩溃使得许多国家采取浮动汇率制度，各种主要货币之间的汇率频繁而大幅度地



波动,迫使许多从事国际经济贸易的企业在核算成本和收入时面临极大的不确定性,经济学家们才开始致力于外汇风险暴露特征、测量与管理的研究。外汇风险暴露的理论研究主要包括外汇风险会计暴露与交易暴露下企业生产经营的最优化问题、外汇风险经济暴露企业生产经营的最优化问题等。这些理论文献基本都是以企业利润最大化模型为研究起点,研究对象都是以本国和外国两国之间的生产销售模式来进行。外汇风险暴露的实证研究主要包括汇率变化对企业现金流影响的测量、汇率变化对企业市场价值影响的测量等。实证研究的文献早期主要是从企业现金流量变动与汇率变动的相关程度角度计量风险暴露;然而由于以企业现金流量为基础的风险暴露度量方法存在较大缺陷,难以应用到大规模企业样本中,无从得到更普遍的规律,导致风险测量方面的研究受到极大制约。直到 Adler 和 Dumas (1984)、Jorion (1990) 先后提出市场法,外汇风险暴露测量的实证研究才得到蓬勃发展。但已有研究基本上都存在大多数进出口企业的外汇风险暴露在统计上不显著的结果;这种广泛存在不理想测量结果的研究现象被国际学界称为“外汇风险暴露度量难题”。至于国内研究方面,由于人民币汇率形成制度长期事实上盯住美元,所以,国内有关企业外汇风险管理方面的研究一直没有引起足够的重视。在 2005 年 7 月以后,人民币汇率弹性不断增大。在此后的短短十年时间里,中国企业外汇风险管理方面研究取得了较快的发展,并且国内不少专家学者、专业人员及管理机构与企业还在继续努力深入研究和进行应用实践。

虽然企业外汇风险暴露度量方面的研究和应用实践均呈现蓬勃发展趋势,但是系统介绍人民币汇率波动率预测、中国进出口企业外汇风险暴露测量方面重要理论成果的书籍却不多,尤其是缺乏针对中国特定市场特征下中国进出口上市企业外汇风险暴露的测量方法与外汇风险管理方法相结合方面的探讨。本书试图对人民币汇率预测、中国进出口企业外汇风险暴露测量的重要理论成果进行比较全面系统的整理,主要介绍笔者及其研究团队在人民币汇率波动率预测、中国进出口企业外汇风险暴露测量与风险管理领域所取得的部分理论成果。本书的主要内容分列于十一章中论述,分别可归属于汇率预测篇、外汇风险暴露理论篇与外汇风险暴露测量与管理实证篇。

汇率预测篇共三章,以揭示外汇市场、人民币汇率形成机制和汇率波动率预测的基本原理。其中,第一章主要介绍外汇汇率的相关概念,说明外汇市场功能与作用,对国际外汇市场整体发展情况、国际主要外汇市场和中国外汇市场发展情况以及中国外汇市场交易情况等进行分析。第二章回顾人民币汇率形成机制的演进历程,阐述人民币汇率波动的主要影响因素。第三章研究人民币汇率的波动特征,并且根据人民币汇率波动特征提出了我们的预测方法,通过

实证比较各种人民币汇率波动率预测模型，最终找出比较合适的人民币汇率风险预测模型，为企业进一步做出外汇风险管理决策提供了准确的汇率波动率预测方法。

外汇风险暴露理论篇共三章，以探讨汇率波动影响进出口企业利润的决定因素，为实证篇的外汇风险管理分析提供理论基础。其中，第四章主要介绍了中国制造业的进出口发展概况，分析了汇率波动对中国进出口制造企业和行业的影响现状，阐述汇率变动对一国制造行业或企业利润的影响渠道。第五章对外汇风险暴露概念进行界定，全面介绍国际上外汇风险暴露的理论研究情况，指出以往理论研究的不足与空白，系统地梳理了国内外外汇风险暴露测量的实证研究现状，并对国内外主要文献的实证结果进行详细比较。第六章不仅包括了产品市场端的外汇风险暴露理论模型的构建，还开创性地分析了成本（要素）市场端的外汇风险暴露理论模型的构建；考虑了在多国经营环境下及不同企业经营战略下的理论模型设计等问题，为进出口企业外汇风险暴露的影响因素和风险管理提供了一般性的理论框架，为接下来的外汇风险暴露测量与风险管理的实证研究奠定了基础。

外汇风险暴露测量与管理实证篇共五章，以在实际环境中考察企业价值与汇率波动间的敏感性关系。其中，第七章基于中国资本市场特征，利用市场法对中国进出口上市企业的外汇风险暴露进行线性测量。第八章系统介绍该研究领域的学者们对线性测量与非线性测量的思考，并对该领域现有的外汇风险暴露时变性、时滞性研究进行文献综述。第九章考察外汇风险暴露时变性。以人民币汇率制度变迁为背景，从行业和企业两个层面考察中国进出口上市企业外汇风险暴露的时变特征。第十章分析外汇风险暴露时滞性。从企业内部实际生产经营活动角度，测量经营性现金流量、投资性现金流量和融资性现金流量的外汇风险滞后效应，以供企业外汇风险管理参考。第十一章以前面几章的理论和实证研究成果为基础，实证检验各种风险影响因素对中国进出口上市企业和行业外汇风险暴露的决定作用，并以此为基础提出相应的外汇风险管理建议。

笔者及其研究团队长期以来一直从事外汇风险计量与管理方面的研究。同时笔者先后在广东省普通高校人文社会科学重大攻关项目、教育部人文社科研究一般项目、广东省哲学社科规划项目及广州市金融服务创新与风险管理研究基地等支持下，深入开展了外汇风险管理领域研究工作。本书既是国内外学者在外汇风险管理方面理论研究成果的系统化梳理，也是作者及其研究团队在外汇风险管理方面部分研究成果的总结。

本书写作过程中参考了国内外众多学者的优秀研究成果（已在参考文献中列出），在此一并表示感谢。此外，还要感谢多年来与我们一道从事外汇风险测量



和外汇风险管理研究的同事和研究生们。他们与笔者一起完成了这些研究，为这些研究成果的完成做出了贡献，部分研究生还参与了本书部分内容的编写和校对工作。最后需要指出，由于笔者水平有限，书中不足和缺点在所难免，甚至还有遗漏。敬请广大读者谅解，并衷心欢迎广大读者批评指正。

张卫国 谷任
2015 年冬于广州华园

目 录

第一章 外汇市场基本概念与发展现状	1
一、引言	1
二、汇率概念与分类	2
三、外汇市场的功能	3
四、外汇市场发展现状	5
第二章 人民币汇率形成机制与汇率波动影响因素	14
一、引言	14
二、人民币汇率形成机制的演进历程	15
三、人民币汇率波动的主要影响因素	18
第三章 人民币汇率波动特征与波动率预测模型	21
一、引言	21
二、人民币汇率的波动特征分析	21
三、汇率波动率预测模型及尾部残差估计方法	30
四、基于多元分析的人民币汇率波动率预测	42
第四章 人民币汇率波动对进出口制造业的影响分析	53
一、引言	53
二、中国制造业的进出口发展概况	53
三、汇率波动影响中国进出口制造企业的现状分析	56
四、汇率波动影响中国进出口制造行业的现状分析	58
五、汇率变动影响一国制造行业或企业利润的渠道分析	63



第五章 企业外汇风险暴露的基本理论与实证分析	66
一、引言	66
二、外汇风险暴露的概念与界定	66
三、外汇风险暴露的理论研究	70
四、早期关于外汇风险暴露测量的实证研究	76
五、外汇风险暴露测量的实证研究改进	79
第六章 外汇风险暴露扩展模型	85
一、引言	85
二、基于成本角度的企业外汇风险暴露模型	86
三、三国模式下的企业外汇风险暴露模型	91
四、行业外汇风险暴露模型	100
第七章 中国进出口企业外汇风险暴露的线性测量研究	104
一、引言	104
二、传统测量模型介绍	106
三、基于中国资本市场特征的测量模型构建	107
四、实证分析	108
五、计量结果与假设检验	113
第八章 企业外汇风险暴露的非线性测量研究	118
一、引言	118
二、从线性测量到非线性测量的思考	118
三、外汇风险暴露的时变性研究综述	120
四、外汇风险暴露的时滞性研究综述	122
第九章 中国进出口企业外汇风险暴露的时变特征	125
一、引言	125
二、行业层面外汇风险暴露的时变测量	125
三、企业层面外汇风险暴露的时变测量	137
第十章 中国进出口企业外汇风险暴露的滞后效应	144
一、引言	144



二、现金流量的外汇风险滞后效应测量模型	145
三、实证分析	146
第十一章 中国进出口企业外汇风险暴露影响因素与管理策略	150
一、引言	150
二、行业外汇风险暴露的影响因素分析	151
三、企业外汇风险暴露的影响因素分析	154
四、企业外汇风险暴露滞后效应分析	156
五、实证结果分析	159
六、企业外汇风险经济暴露的管理策略	161
第十二章 结论与展望	166
一、本书的主要工作	166
二、结论及建议	167
三、创新与展望	171
参考文献	173

第一章 外汇市场基本概念与发展现状

一、引言

商业与金融的国际化发展带来了国际市场的一体化。随着中国全方位改革开放的深入发展,尤其是在2001年加入世界贸易组织后,国内市场与国际市场联系日益紧密,中国逐渐成为世界制造业战略性重组格局中重要的一环。在这一时期,中国的各类大中小型企业也主动或被动地加入到国际化竞争中,中国本土企业(尤其是制造业企业)占整个世界的出口份额由2000年的2.23%迅速增长到2005年的4.06%,年均增长率达16.41%(姚洋和章林峰,2008)。中国制造业企业迅速成长,不仅已成为决定中国出口扩张的一支重要力量,而且在世界制造业体系中的分量也与日俱增。中国成为众多重要工业品的世界性生产基地。除此之外,中国进出口制造业企业的国际化经营也从起步探索逐渐发展到加快步伐、提升国际化经营层次的新阶段,尤其是在通信设备、计算机及其他电子设备制造业,交通运输设备制造业,电器机械及其器材制造业,化学原料及化学制品制造业,专用设备制造业,通用设备制造业六大行业的国际化经营得到了很大提高(原磊和邱霞,2009)。

与此同时,中国金融体制改革步伐也不断加速。自2005年7月21日起,中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。在此之后,人民币汇率(无论是实际汇率还是名义汇率)双向波动幅度显著增大。这意味着中国经济活动的变化将迅速反映在币值的涨落中。在这一过程中,中国进出口制造业企业深切地体会到不断增加的外汇风险对企业价值的巨大影响。具体来说,一方面,人民币汇率的变动通过产品价格、原材料价格、劳动力价格、融资成本等对企业(尤其是进出口企业)的价值产生深刻的影响;另



一方面，汇率变动还会通过影响企业的外国竞争对手来改变企业（也包括国内非进出口企业）的竞争能力。汇率波动已经成为中国进出口制造业企业经营中的主要风险因素之一，在企业整个价值体系中占有越来越重要的地位。

为了对进出口企业外汇风险管理做更深入的研究，首先应对外汇汇率的相关概念以及外汇市场的基本情况有准确的了解与认识。因此本章将阐述外汇汇率与外汇市场的基本情况。具体内容主要分为三部分：第一部分介绍外汇汇率的相关概念，包括直接标价法和间接标价法、即期汇率和远期汇率、名义汇率和有效汇率；第二部分说明外汇市场功能与作用；第三部分对国际外汇市场整体发展情况、国际主要外汇市场和中国外汇市场发展情况以及中国外汇市场交易情况等进行分析。

二、汇率概念与分类

汇率在开放经济环境下是重要的相对价格变量，对贸易和投资等实体经济活动产生重要的直接影响。汇率（Exchange Rate）简言之就是两国货币的交换比率，是一国货币换取另一国货币所需支付的单位数。

汇率通常有两种不同的标价方法——直接标价法（Direct Quotation）和间接标价法（Indirect Quotation）。直接标价法，也叫美式标价法，是以一定单位的外国货币作为标准，折算为本国货币来表示其汇率，即一单位外币可换取多少本国货币。以人民币兑美元的汇率为例，采用直接标价法表示如下：

$$S = \text{RMB}/\text{USD}$$

式中， S 表示直接标价法下的汇率。因此在直接标价法下，若本国货币升值，汇率变动（用 ΔS 表示，下同）显示为负值；若本国货币贬值， ΔS 显示为正值。

间接标价法，也叫欧式标价法，是以一定单位的本国货币为基础，用外国货币来表示本国货币的价格，即一单位本国货币可换取多少外币。间接标价法下的人民币兑美元汇率可表示如下：

$$S = \text{USD}/\text{RMB}$$

式中， S 表示间接标价法下的汇率。在间接标价法下，若本国货币升值， ΔS 显示为正值；本国货币贬值， ΔS 显示为负值。

依据外汇买卖的不同交割期限，汇率还可分为即期汇率（Spot Exchange Rate）和远期汇率（Forward Exchange Rate），其中即期汇率指买卖双方在成交日当天完成交割时所使用的汇率，远期汇率指买卖双方在成交日约定未来某日交割



所使用的汇率。目前,中国的外汇市场已有外汇交易的即期市场和远期市场,同时在中国境外也已形成离岸的人民币无本金交割远期交易(Non-deliverable Forwards, NDF)市场。根据 Dornbusch (1976) 的汇率理性预期理论(Rational Expectation Theory),远期汇率是未来即期汇率的无偏估计值,那么远期汇率与即期汇率之间的差额可视为汇率预期值与实际值之间的差异,即非预期性汇率波动。然而从国内相关研究如戎如香(2008)、严敏和巴曙松(2010)的分析结果来看,国内远期汇率是未来即期汇率的有偏预测值,远期溢价对即期汇率真实波动的解释力还不强。因此,就本书所研究的汇率波动而言,我们可以选取即期汇率当期与上一期之间的波动表示非预期汇率波动率。此外,在第三章我们将给出近几年关于多元 GARCH 模型预测波动率研究的一些主要进展,包括 BEKK 模型,CCC 模型、O-GARCH 模型、IC-GARCH 模型等,在此基础上提出我们的人民币汇率波动率预测方法。

为便于接下来的研究,在即期汇率概念的基础上,我们进一步将汇率分为名义汇率(Nominal Exchange Rate)和有效汇率(Effective Exchange Rate)。名义汇率,也称双边汇率(Bilateral Exchange Rate),指用一国货币表示另一国货币的价格。有效汇率,是指各种双边汇率的加权平均,通常以一国的主要贸易伙伴在其对外贸易总额中所占比重作为权数。有效汇率又可分为名义有效汇率(Nominal Effective Exchange Rate, NEER)和实际有效汇率(Real Effective Exchange Rate, REER)。名义有效汇率是以一国对外贸易伙伴国与该国的贸易额在该国对外贸易总额中的比重为权数,将各贸易伙伴国的名义汇率进行加权平均而得到的汇率指数。将名义有效汇率除去一定的名义比率(如适当的价格或成本指标),即得到实际有效汇率。名义有效汇率与实际有效汇率的区别在于,名义有效汇率会受到本国与贸易伙伴国之间通货膨胀差异的影响,而实际有效汇率则剔除通货膨胀因素。

三、外汇市场的功能

外汇市场(Foreign Exchange Markets)作为金融市场的重要组成部分,是经营外币、以外币计价的票据等有价证券买卖的市场。从最初人们对外汇市场狭义的理解(即仅是一个外币概念),到现在将外汇交易应用为资产管理工具,外汇市场历经几个时期的演进,在金融市场中发挥着举足轻重的作用。外汇市场的功能主要表现在以下三个方面:



（一）实现购买力的国际转移

在国际贸易与国际资金融通中会涉及至少两个国家的交易主体，因而涉及至少两个国家的货币（即购买力），由于各国的货币和货币制度都是互相独立的，一国货币不能在另一国流通，因此国际经济活动中的对外债权、债务清偿和国际投资就需要将一国货币兑换成另一国货币，从而发生购买力的跨国转移；而这种转移、兑换过程正是在外汇市场上进行的。外汇市场的经济机制就是使购买力转移交易顺利进行，即将所有潜在外汇售出者和外汇购入者的意愿联系起来。当外汇供应量正好等于外汇需求量时，所有潜在的售出者和购入者都得到了满足，外汇市场就会处于平衡状态。目前，由于计算机的广泛应用和互联网等科技的发达，货币兑换和资金汇付能够在极短时间内完成，这种购买力的跨国转移变得相当迅速和方便。

（二）提供信贷资金融通

外汇市场是国际间交易者资金融通的渠道。外汇市场的存贷款业务能够聚集各国闲置资金进行调剂余缺和资本周转，因而外汇市场可为国际贸易提供融资便利，如在进口商没有充足现款去提货时，进口商可以向出口商开出银行承兑汇票用以延期付款，票据到期后出口商可以去银行承兑汇票以拿回货款，此外外汇市场还可以提供保付代理、出口信用保险、提货担保等融资便利。外汇市场也能为国际借贷（如国际银团贷款、债券、租赁等）及各式各样的国际投资活动（如跨国投资建厂、购买海外资产、外国证券投资等）的顺利进行提供保障。

（三）提供外汇保值与金融投机的交易机制

随着布雷顿森林体系的崩溃，固定汇率制被浮动汇率制代替，在浮动汇率制下，货币的升值会给货币持有者带来收益，而货币的贬值则给持有者带来损失。在以外汇计价成交的国际贸易中，交易双方都面临着外汇风险，交易双方都在不同程度上参与外汇交易，花费一定的成本转移风险，以达到保值目的。还有一部分参与者也参与外汇交易，但他们的交易一般没有真实的商品交易或资本流动作基础，仅仅希望从汇价变动中获取利润，通过低买高卖的转换来获利交易，这就是外汇投机交易，目前在外汇交易所占的地位越来越重要。由此可见，外汇市场既是套期保值者规避外汇风险的场所，也为投机者提供了承受风险、获得利润的机会。



四、外汇市场发展现状

（一）国际主要外汇市场

目前全世界上大约有 30 多个主要的外汇市场，它们遍布于世界各大洲的不同国家和地区。根据传统的地域划分，可分为亚洲、欧洲、北美洲三大部分，一般分布于世界各国的主要中心城市，如伦敦、纽约、巴黎、法兰克福、苏黎世、米兰、惠灵顿、多伦多、巴林、东京、中国香港、新加坡等，它们都是全球著名的金融中心与外汇中心，这些中心的相互联系和影响形成覆盖全球的外汇市场网络。世界主要外汇市场集中于西方发达国家和地区，其中伦敦、纽约、东京、中国香港等外汇中心最具有代表性。

1. 伦敦外汇市场

伦敦外汇市场是世界上出现最早、也是到目前为止最大的外汇市场。两次世界大战的发生极大地削弱了英国的经济实力，英镑作为国际支付货币的地位逐渐下降，加上外汇管制逐步加强，所有这些都使伦敦外汇市场的作用受到了一定程度的影响。1951 年 12 月 11 日，当英国政府宣布重新开放外汇市场时，汇率不再由市场供求决定；英格兰银行根据国际货币基金组织的规定，将英镑的汇率限制在一定的幅度内，只有在此狭小的幅度内，外汇银行才可以根据市场供求状况自由定价成交；外汇银行依据外汇管制条例，可以进行远期外汇交易。此后随着经济的逐渐复苏和发展，特别是 20 世纪 50 年代后期欧洲货币市场的形成与壮大，伦敦外汇市场的业务不断增长，其地位才相应地得到了恢复和发展。1972 年英镑改为实行浮动汇率制，外汇买卖不再受汇率波动幅度的限制，汇率由外汇市场上的供求状况决定。1979 年英国政府又宣布取消外汇管制，进一步促进了伦敦外汇市场的发展。由于伦敦的国际金融中心，其货币市场、资本市场历史悠久，且国际化程度深，因此在此基础上伦敦外汇市场很快成为世界上最大的外汇市场，其外汇交易额占全球的 1/3 左右。

综上所述，尽管英国在世界经济中的地位已失去了第二次世界大战前的辉煌，英镑作为国际计价货币和储备货币的地位也不断下降，但伦敦作为全球最大外汇交易中心的地位并没有因此而削弱。其主要原因在于：①伦敦是欧洲货币市场的中心。20 世纪 50 年代初，由于国际政治环境的变化，英国实施了外汇管制，伦敦各大商业银行成为最早开办境外美元存贷业务的机构，欧洲美元市场在伦敦



形成；此后，基于多方面因素共同作用的结果，欧洲美元市场不断发展壮大并最终演变为欧洲货币市场；欧洲货币以其快节奏的自由流通引起外汇市场交易的日益繁荣，伦敦外汇市场的交易规模不断扩大而居全球外汇市场的首位。^②伦敦地处世界时区的中心。伦敦外汇市场在其营业时间内，和世界其他一些重要的外汇市场相衔接；由于伦敦外汇市场的营业时间采用欧洲大陆标准时间，它与欧洲各大市场共同形成了一个同步的大市场；在东京、中国香港、新加坡下午闭市时，伦敦市场开盘，午后，纽约市场开盘，与伦敦市场同时交易半天；因而，从时区上考虑，伦敦市场成为外汇交易商安排外汇交易的最佳选择。^③伦敦外汇市场拥有全世界最先进的交易设施以及一大批高素质的金融专业人员。

2. 纽约外汇市场

纽约外汇市场是建立在美国的综合国力以及美元的国际地位之上。第二次世界大战以后，美国成为世界头号经济强国，布雷顿森林体系的建立，美元成为世界最主要的储备货币、干预货币和计价货币。尽管 20 世纪 70 年代以来，德国马克（后为欧元）^①、日元的地位迅速提升，但美元迄今为止仍是使用最多的国际储备货币和结算货币。

在经营方面，美国没有外汇管制，并不存在指定经营外汇业务的专业银行，任何一家美国的商业银行均可自由地经营外汇业务。但是，由于各银行外汇业务量差别较大，大部分中小型银行出于成本的考虑均委托纽约的几大有业务往来的银行集中办理外汇业务。虽然银行的外汇活动不受管制，但仍受美联储及各州银行管理部门的监督。外汇市场的官方干预由纽约联储银行处理，一般情况下，美联储通过商业银行代理人间接进入经纪人市场，也可以直接同商业银行交易实现干预。此外，美联储还为外国中央银行和国际机构服务，如买卖外汇。这样的操作往往同外国中央银行在其国内市场的操作同时进行，以实现联合干预。

纽约外汇市场的银行与国外银行的外汇交易可以划分为三种类型：①为满足其顾客的需要，代客买卖外汇。②外国商业银行本身为了轧平外汇头寸而做的交易，90% 以上的交易是银行间的交易。③纽约联邦储备银行与外国中央银行联合干预外汇市场。这是纽约外汇市场的一大特点，因为各国中央银行和国际机构在纽约联储银行存有数千亿的美元资产，这些资产主要是作为外汇平准基金。

3. 东京外汇市场

东京外汇市场的结构与伦敦、纽约市场相似，也是由银行间市场和银行与顾客之间的零售市场组成，其中银行间市场是该外汇市场的中心。

在交易方式上，东京市场与伦敦、纽约市场相似，利用电话、电报等电信方

^① 德国马克（DEM）由德意志联邦共和国的中央银行、德意志银行发行；自 2002 年 1 月 1 日起，德国正式启用欧元，德国马克退出了历史舞台。



式完成,属于无形市场。在外汇价格制订上,东京市场类似德、法等大陆式市场,采用“定价”方式,即由主要外汇银行经过讨价还价,确定当日外汇价格,日本银行(Bank of Japan)作为中央银行对外汇价格的形成也有重要影响。

日本外汇市场的快速发展归因于1964年日元的自由兑换,日本于1964年宣布接受国际货币基金组织第八条款,原则上取消外汇管制,使日本外汇市场交易量与日俱增,现在已成为第三大国际外汇市场。日本外汇市场的监管由中央银行——日本银行以及大藏省共同执行。日本设立“外汇基金特别账户”,由中央银行以大藏大臣代理人的身份管理其资金。当汇率大幅度波动并对进出口以及国内经济造成不良影响时,日本银行会择时介入市场进行干预。其干预活动分为国内市场干预和海外市场干预,国内市场干预一般委托外汇经纪行进行;海外市场干预则一般委托当地货币当局进行。在三大国际外汇市场中,东京较伦敦、纽约起步晚,20世纪60年代以前发展较慢;但随着日本金融自由化、国际化进程的加快,其外汇市场也得到相应发展。目前日元不仅是重要的国际储备货币,也是国际外汇市场交易量最大的货币之一。

4. 中国香港特别行政区外汇市场

香港地处中国的南端,交通便利,它历来是东南亚华侨资金的避风港,后来又成为石油美元的流入地。优越的地理时区条件使中国香港外汇市场成为在和伦敦、纽约连续24小时接力营业中承上启下的重要环节。

中国香港外汇市场的结构比较特殊,包括两部分:①传统的外汇市场为港币与外币的兑换。外币包括美元、日元、英镑、德国马克(后为欧元)、加元及部分东南亚国家的货币;其中交易额最大的外汇为港元兑美元;中国香港当局为稳定币值,对港币汇率采取有限度、有弹性的干预政策,当汇率波动超过了出口商和消费者所能承受的界限时,就在传统外汇市场上进行干预。②20世纪80年代后发展起来的美元兑换其他货币的外汇市场,称为“海外美元外汇市场”,其主要目的是为了满足不同境外机构和在港外资金金融机构对美元的需求。

与伦敦、纽约市场类似,中国香港外汇市场也是无形市场,没有固定的交易场所或正式的组织,是一个由电话、电传等通信工具联结起来的网络。中国香港外汇市场的主要参与者包括持牌商业银行、挂牌财务公司和注册财务公司。在外汇交易中,美资银行最为活跃,欧资银行次之。中国香港实行联系汇率制,在这一制度下,发钞银行(汇丰、渣打、中国银行)若增发港钞须以1美元兑7.8港元的汇价向外汇基金交纳等值美元,换取港元负债证明书;若将部分港钞从流通领域退出,发钞银行交回负债证明书,外汇基金付给等值美元。这种制度能自动调节港币供应量,使汇率在很小的幅度内波动,从而维持着港币币值的相对稳定。