

中国经济报

总策划：韩天雨 王振德 官永久

狙击风暴

人民币汇率走势与反危机

杨帆 著



中国经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

狙击风暴:/杨帆著. - 北京:中国经济出版社,1999.1 (中国经济报告)

ISBN 7-5017-4478-5

I. 狙… II. 杨… III. 金融危机, 亚洲-对策-研究中国
IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 39193 号

中国经济报告

总策划:韩天雨 王振德 官永久

责任编辑:官永久

*

中国经济出版社出版发行
(北京市百万庄北街3号)

邮编:100037

各地新华书店经销
长凌营印刷厂印刷

*

32开本:850×1168毫米 1/32 11.5印张 280千字

1999年1月第1版 1999年1月第1次印刷

印数:00001-10000

ISBN 7-5017-4478-5/F·3403

定价:19.80元

目 录

上篇 国际外汇市场漫游

第一章 外汇数量	(1)
⊕ 国际金融市场漫游	(1)
⊕ 关于金融外汇市场的“思维漫游”	(4)
⊕ 五花八门的各国货币	(9)
⊕ 国际收支、国际储备与国际清偿能力	(13)
结论	(20)
第二章 外汇价格	(23)
⊕ 汇率是货币的价格	(23)
⊕ 直接标价与间接标价	(25)
⊕ 价格变动:升值与贬值	(26)
⊕ 固定与浮动:哪个更好	(28)
⊕ 价格与数量的关系	(32)
结论	(37)
第三章 国际货币体系与汇率制度	(39)
⊕ 从金本位说起	(39)
⊕ 美元作为国际货币——两难	(42)

⊕ 货币可以合成吗	(45)
⊕ 欧洲人的创造——欧元出世	(49)
结论	(53)

第四章 远期汇率与远期外汇买卖

⊕ 你能够避免外汇风险吗	(55)
⊕ 远期汇率	(56)
⊕ 如何通过远期外汇买卖保值	(59)
⊕ 汇率和利率如何能够联系起来	(64)
⊕ 与即期和远期汇率相关的各种外汇业务	(66)
结论	(69)

第五章 对外开放中的人民币汇率

⊕ 内行说不清,外行听不懂——人民币 汇率有几种	(71)
⊕ 优惠政策与特区机制	(74)
⊕ 两种货币为什么能够同时流通	(81)
⊕ 人民币实际出境	(87)
⊕ 通货膨胀从国际向国内转移	(88)

第六章 人民币究竟值多少钱

⊕ 国际级大争论	(97)
⊕ 汇率并轨后四大反常现象	(101)
⊕ 区分购买力平价与可贸易品平价	(102)
⊕ 实际汇率与出口的关系	(105)
⊕ 过度调整与贬值预期	(107)

第七章 特殊的国内外经济双平衡

⊕ 外汇储备猛增背后的六个谜	(113)
⊕ 中国外汇储备从何而来	(115)
⊕ 贸易与资本双顺差:正常吗	(116)
⊕ 中国引进外资之谜	(123)
⊕ 未来的汇率制度:九大转变	(130)
结论	(134)
第八章 国际金融市场向何处去	(137)
⊕ 货币经济“吃掉”真实经济	(137)
⊕ 阴谋还是阳谋	(144)
⊕ 大调整还是大崩溃	(151)
结论:又是歪嘴和尚念错经	(162)
第九章 横扫亚洲的金融风暴	(165)
⊕ 从繁荣到崩溃:都是奇迹	(165)
⊕ 仁者见仁,智者见智	(173)
⊕ 内因论与外因论	(180)
结论:重新认识国际金融规则	(188)

下篇 中国如何狙击金融风暴

第十章 狙击风暴第一战:

前沿阵地在香港	(191)
⊕ 多角度透视香港	(191)
⊕ 香港金融机制	(201)
⊕ 香港金融大战	(210)
结论:香港前途何在	(219)

第十一章 狙击风暴第二战：

- 坚挺人民币 (221)
- ⊕ 人民币：你能成为亚洲关键货币吗 (221)
- ⊕ 中国：你付出了什么代价 (227)
- ⊕ 冰山一角：日本人！你的城府有多深 (230)
- 结论：走向世界大国，不靠对抗靠合作 (243)

第十二章 狙击风暴第三战：

- 击破泡沫，提前缩水 (245)
- ⊕ 90年代大争论 (245)
- ⊕ 朱镕基主导中国经济政策 (248)
- ⊕ 朱镕基经济思想与政策 (255)
- 结论：清热退火，提前缩水 (262)

第十三章 狙击风暴第四战：

- 加快改革，加强整顿 (265)
- ⊕ 新政府的经济方针 (265)
- ⊕ 清除腐败，整顿金融 (273)
- ⊕ 建立社会保障体制与工人下岗 (287)
- 结论：中国需要第三次历史大补偿 (293)

第十四章 狙击风暴第五战：

- 扩大内需，调整结构 (295)
- ⊕ 1999：通货紧缩会持续下去吗 (295)
- ⊕ 住宅能够成为新的经济增长点吗 (306)
- ⊕ 人民币汇率跨世纪稳定的基础在哪里 (319)
- 结论：跨世纪的考验 (324)

第十五章 狙击风暴第六战：**保持和平外部环境 (327)**

⊕ 中国与美国：两个世界级大国 (327)

⊕ 美国人的启发：超越左右翼 (337)

⊕ 外部冲击的爆发点：台湾海峡 (343)

结论：桃李无言，下自成蹊 (352)

结束语：为了 21 世纪的中国 (355)

上篇 国际外汇市场漫游

第一章 外汇数量

一 国际金融市场漫游

全世界有许多金融外汇交易市场,形成了欧洲货币市场、亚洲货币市场、纽约金融市场,其中最为重要的是伦敦、纽约和香港金融中心。这三个地区之间的时差各是 8 小时,三处联网,全国 24 小时的“全天候”交易即可以进行。现在人们担心香港在 1997 以后能不能保持国际金融中心的地位,万一不行,代替香港的可能是新加坡,而不是上海或者高雄,这里,地理位置起着关键的作用。

按照国际金融商品的性质不同,可以把国际金融市场分为三类。

货币市场

货币市场:即短期资金市场,这一借贷的期限一般在一年以下。

国际金融市场已经发展得十分复杂,以货币市场为例,就出现许多金融工具:

即期:存款、贷款、证券、通知存放款、日拆借款资金、定期存

款、定期信托存款、货币市场票据(短期国库券、商业票据)。

远期:远期利率协议、利率期货、利率互换。

期权:利率期货期权、利率互换期权、封顶期权、保底期权、套期期权。

货币市场的结构是:

(1)短期信贷市场:

● 同业拆借市场:金融机构之间由于资金头寸短缺,彼此进行资金调剂。

● 票据买卖市场:商业票据、工业票据、贸易票据等原始票据和以原始票据为抵押而开具的汇总票据。

(2)短期证券市场:经营期限不到1年的各类可转让有价证券的买卖市场。短期信用工具是短期证券市场的基础,包括:

● 可转让定期存款单市场;

● 政府短期证券市场;

● 贴现市场:把没有到期的信用票据,如政府债券、银行承兑汇票、商业汇票等,提前卖给银行换取现金。

资本市场

资本市场:即长期资金市场,如1年期,3年~5年期,10年期甚至更长。长期资金的供应者,是各种金融机构,如商业银行、储蓄银行、人寿保险公司、投资公司、信托公司。需求者是国际金融机构、各国政府机构、工商企业、房地产经营者、耐用消费品零售商、买进分期付款合同的销售金融机构等。

(1)间接金融市场:资金使用者不直接从投资者手中取得资金,而是以银行为中心的金融机构为中介进行的融资活动。按照中介机构的性质,可以分为:

● 保险金融通市场;

● 互助基金市场:小投资者将零星资金先参加互助基金,再购买各种证券。

● 银行中长期信贷：一般以伦敦同业拆放利率为基础，加上一定幅度的利差。分为双边贷款，多边贷款等等。

(2)直接融资市场：即证券市场，由股票、债券等有价值证券的发行市场和流通市场组成。

● 国际股票市场；

● 国际债券市场：传统债券、选择债券、浮动利率债券、零星债券等等。

黄金外汇市场

(1)黄金市场：世界五大黄金市场是：伦敦、苏黎世、纽约、芝加哥、香港。黄金的交易有现货和期货，期货中又有保值和投机两种。

(2)外汇市场：外汇市场是外汇需求者和外汇供应者及经营外汇买卖的中间机构所组成的外汇买卖场所或交易网络，参加者主要是，外汇指定银行、外汇经纪人、外汇交易商、贴现商号、跨国公司、进出口商人、中央银行等政府管理机构。

外汇市场的功能是：兑换本币和外币；融通资金；规避外汇风险；中央银行利用外汇市场进行宏观调控。

外汇市场的业务种类，分为即期交易、远期交易、掉期交易、期权交易、套汇等等。这些交易原理，我们将在以下章节中一一说明。

国际金融市场和外汇市场之间，究竟是什么关系？

外汇交易，就是把本币换成外币，或者把外币换成本币，或者在两种外币之间互相兑换，可以有许多目的。首先是保值。一个国家，一个企业，一个居民，手里外汇多了，就要把它存在国外，这就要选择利息率高的国家，同时选择有升值趋势的币种，两者是结合在一起的，如果利息率和汇率有变动，你就需要变动你的存款地点和币种，这都需要买进一种外汇而卖出另一种外汇。外贸的收款付款，都需要做一笔远期外汇买卖以保值。外汇也可以直接拿

来投机,比如买卖外国股票、做外汇期货等等。

所有金融活动,包括我们上面所说的货币市场、资本市场、黄金市场上所有的业务活动,只要是国际性的,都会同时发生外汇的买卖。外汇买卖甚至深入到企业管理和财务之中。一个跨国公司的财务部门,使用多种货币记账,必须要把各种货币不断地进行跨国调拨,以取得最大的经济效益。一个国家的外汇储备,也不可能存在国内——现代经济不能允许“在地下埋黄金”的土地主,而是需要把外汇存放在国外,通过各种国际金融活动,保值增值。可以说,国际间所有的金融活动,都伴随着外汇的买卖。同时外汇也有自己独立的运动。所有外汇的活动,都是通过外汇市场进行的。

二 关于金融外汇市场的“思维漫游”

金融、国际金融、外汇市场,只靠漫游解决不了问题,关键是从思维上把握金融的本质和规律。因此,我们在系统叙述外汇市场的规律之前,还需要树立一些关于金融的基本概念和思维方式。“思维漫游”,比实地参观更为重要。

我可以讲 60 课时的《国际金融》,每逢第一节课,我总是提问:什么叫金融?学生的答案五花八门。大抵是说:金融是借钱,是货币流通,是资金的流动,等等。总起来说,关于金融不是一般商品交换,而是货币的独立运动;不是技术和使用价值的学问,而是有关价值的学问,这一点是意识到了。

金融,是货币的流通与信用

金融不是一般商品的流动,一般商品的流动叫做贸易,但是贸易里面有金融。买卖东西要经过货币中介,要使用汇票期票支票和信用卡,有赊购,租赁,有贷款,有信用证,这些都属于金融范围。金融也不完全等于资本的流动,马克思说资本有三种形式:商品资

本、生产资本和货币资本,前两种是实物形态的资本,不是金融,但是货币资本:贷款、股票、债券、金融期货、外汇、保险,就属于金融范围。可以说,金融是货币和支付凭证的流通和借贷。

另有一类特殊的金融:商品期货、租赁、土地买卖等,表面是商品而实质是金融,即实质上是价值的独立运动,但是采取了商品的形式。

货币为什么能够流通起来?是因为商品的流通需要货币的流通。一般买卖商品总要付款,这就是货币流通。但在大多数场合,只要不是零售,货币并不总是与商品同步运动。比如批发商甲向生产商乙订购 10 万元家具,当时不能付款,要在 3 个月后把家具卖出以后,才能付款;但是乙方需要先拿到钱去买木材,这笔钱从何而来?如果乙方有钱,可以垫付。甲可以在 3 个月后直接向乙付款,也可以开一张汇票给乙,指明要乙在 3 个月后持票向丙兑现——前提是正好丙方欠甲 10 万元。这实际上是甲把钱借给了丙,又向乙贷款,而由丙在 3 个月以后直接向乙还款。类似的办法还有很多,于是就出现各种各样的商业信用和债权债务关系。

从商业信用到银行信用

如果甲乙双方都没有钱,乙方可以把汇票卖给银行,当然银行要扣掉 3 个月的利息,10 万元按照年息 8%,3 个月的利息是 2%,要扣掉 2000 元——这就叫做贴现。银行到 3 个月后凭汇票向甲所指定的丙方要回现金。这实际上是银行贷款给甲方。此时,商业信用就变成了银行信用。

商业银行可以把汇票卖给中央银行——叫做再贴现。中央银行可以改变再贴现率,来控制信用的规模。如果再贴现率太高,乙方宁可不生产,也不愿意把汇票卖给银行,于是生产就出现下降。再贴现率成为国家干预经济的 3 大杠杆之一,另两个杠杆是变动存款准备金比率和中央银行参加公开市场买卖。——国家介入了金融活动。

资金有时间价值——时空转换不仅仅是游戏。

从贴现引出了一个极为重要的概念——资金的时间价值。

资金有时间价值：今天的 10 万元可以推迟到明年花，但只要不是往地下埋金子的土地主，就要使资金增值，要跟上社会总资本的运动。至少可以存入银行，假设年息 10%，一年后成为 11 万元。今年的 10 万元就等于明年的 11 万元。这是存款的概念：

$$A = B(1 + R)^n$$

n ——时间 A ——资金未来价值 B ——资金现在价值
R ——利率

反过来，未来的资金也可以提前到现在花，明年的 11 万元，贴现到今年来，就是 10 万元，这就是贴现的概念：

$$B = A / (1 + R)^n$$

至此我们可以发现金融一个十分有意思的特性，它可以脱离商品和资金物质形态的限制，成为抽象的价值符号；它不仅可以在不同空间移动，比如把钱从美国汇到英国——如果英国的利率高于美国——去吃利差；也可以在不同的时间移动，把钱从未来提到现在，或者从现在推迟到未来，其价值将随着时间的变化而变化。

到此，我们或许可以理解美国儿童电视剧里，人们可以通过时空隧道，从 19 世纪跑到 20 世纪，不仅仅是一种幻想，而是某种现实规律的形象化的表现。

收入的资本化

金融，是货币的流通与信用。资金具有时间价值，它的时间价值是以利率为基本依据而变化的。

把未来的资金贴现到现在来花，这一金融现象产生了收入的资本化。

国库券的价格是怎么形成的？

面值 100 元的国库券，年利 10%，1 年期，到期收入 110 元。但是国库券与存款不同，不是支付 100 元，取出 110 元，而是采用“倒

扣”的办法：财政部在出售时预先扣除 10 元利息，100 元面值的国库券用 90 元卖出；1 年后用 100 元购回来。

倒扣的数额 = 国库券面值 $\times$ 利息率

国库券出售价格 = 面值 - 倒扣的数额

= 面值 - 面值 $\times$ 利息率

= 面值 $(1 - \text{利率息})$

股票的价格和地价是怎样形成的？

马克思在《资本论》里说，股票和地价，是没有劳动投入的，没有价值但是有价格。股票价格是股息的资本化，土地价格是地租的资本化。资本化，是收入的资本化，即用股息或者地租除以利率，其含义是：把未来的收入按照年份，贴现到目前，一次性出卖，其出卖的价格就是股价或地价。这说明，所有者是一次性地把未来若干年获取股息或地租的权利，卖了出去。

简单公式是： $P = A/i$

i ——利率 P ——股价或地价 A ——收入：股息或地租

如果加入时间因素如 20 年，就要把每年的收入贴现以后相加，成为理论上的股票价格和地价：

$$P = A_1 / (1 + i) + A_2 / (1 + i) + A_3 / (1 + i) + \cdots + A_n / (1 + i)^n$$

实际的股票价格和地价，是以理论价格为基础，在公开市场上拍卖而形成的。股票价格，取决于股民的经济预期，看涨则先买后卖，看跌则先卖后买。地价则是许多准备买地的公司，预计收入并扣除可以计算的成成本以后，剩下的资金多少，就是可以用于买地的最高价格。各个公司公开竞争，出价最高者买到，地价得以形成。

可以看出，收入的资本化，在数量上是用收入除以利息率，将未来收入“贴现”到目前，在性质上是将自己获得未来收入的权利一次性卖出；而通过资本市场的公开竞争确定实际价格。

利息率是资金的价格，通过利息率的换算和金融机构的操作，

可以实现目前资金和未来资金的互相转换,可以将未来资金的收益权标价出售。收入的资本化,是特殊的金融现象。

在论述外汇市场以前,我们首先对它进行一些感性的描绘,使读者有一个感性认识,然后介绍一些关于金融的基本概念。

金融是货币流通与信用,是资金的独立运动,这种运动具有时空转换特性,使资金具有时间价值。这就使得资金的运动更加灵活和变化无穷。无数金融工具的创新,使运动的灵活性变为现实的操作,大大提高了经济的效率。

资金的价格是利息率,利息率的水平是由资金市场上的供求关系决定的。

通过利息率的中介,可以使收入资本化,产生了股票价格、土地价格这一类特殊的金融范畴。

在资金、股票、土地、国库券市场上进行买卖,和商品买卖一样,基本的原则是“贱买贵卖”,即在价格低处买进,在价格高处卖出,在价格低的时刻买进,在价格高的时刻卖出。空间上的价格差构成现货买卖,时间上的价格差构成期货买卖。两者是互相联系的。以最简单的商品买卖为例:北京的毛毯 100 元、新疆的毛毯 50 元,商人就会从新疆买进而到北京卖出。但是运输是有时间的。如果运到以后北京的毛毯落价到 50 元,那么商人就会亏本。

金融——货币的流通与信用不仅仅是借钱,而是包含了十分丰富和复杂的内含,特别是它的运动速度,比一般商品要快得多,灵活得多;运动形式要复杂得多。这就产生了独立于一般商品运动之外的,金融的运动、金融的操作机构和金融的独立学问。

外汇市场,不过是披上了国际外衣的金融活动。在初步理解金融问题以后,我们可以开始外汇的正式研究了。

三 五花八门的各国货币

在一般情况下,各国都不允许外国货币在本国流通。本国居民和法人需要进口或出国时,必须用本币去外汇银行或政府指定的,可以经营外汇的非银行金融机构,兑换外汇;出口创汇及其他外汇收入,在汇回本国时,应该卖给本国银行,称为“结汇制”。本国法人到外国去投资,或借款给外国人,本币需要兑换成外币;外国投资进来,外币需要兑换成本币。国际金融与国内金融不同的就是有各种不同的货币互相兑换和买卖,以各种不同的货币计价和计算,因而在技术上更为复杂。

正因为各国之间的货币经营需要互相兑换,所以就形成了货币兑换的数量和价格。在完全的市场经济下,国家不限制外汇兑换的数量;外汇之间的兑换价格,外币与本币之间的兑换价格即汇率,由市场决定;在计划经济下,国家控制外汇兑换数量,规定汇率标准,一切要经过行政部门的审批。实际上,外汇与汇率制度,在于两个极端之间,存在形形色色的外汇管制。

1. 外汇的含义

外汇(FPOEIGN EXCHANGE),是“国际汇兑”的简称,指一个国家兑换另一个国家的货币。外汇主要是指外国钞票,但是不仅仅是外国钞票,还包括:以外国货币表示的、用以进行国际结算的支付手段。

国际货币基金组织(INTERNATIONAL MONETARY FUND, IMF)对于外汇的定义是:

“外汇是货币行政当局(中央银行、货币机构、外汇平准基金组织和财政部)以银行存款、财政部库存、长短期政府证券等形式所保有的,在国际收支逆差时可以使用的债权。”

我国《外汇管理暂行条例》的定义是：外汇是指外国货币，包括钞票、铸币等；外币有价证券、包括政府公债、国库券、公司债券、股票、息票等；外币支付凭证，包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄等；其他外汇资金。

以上定义说明了外汇的几个特点。

- 外汇不仅是外国钞票，也包括其他信用工具和有关证券；
- 外汇必须是以外币表示，而不是以本币表示；
- 外汇必须是能够在外国获得补偿的债权，外国人拒付的票据是不能够称为外汇的；
- 外汇必须是能够兑换为其他支付手段的外币资产，即用可兑换货币（CONVERTIBLE CURRENCY）表示的支付手段，以不可兑换的货币表示的支付手段，不能作为外汇。

2. 外汇数量管制

(1) 外汇管制的要素

外汇管制（FOREIGN EXCHANGE CONTROL），指国家直接控制外汇兑换的数量和价格。出口和其他渠道获得的外汇，必须按照政府制定的外汇价格——牌价汇率，全部结售给政府指定的外汇银行；所有外汇资源的分配集权于有关当局；进口和其他的外汇需求必须首先向当局申请，得到批准后，按照当局制定的牌价汇率购买外汇。在外汇管制下，外汇成为一种稀缺资源，社会公众和厂商不能把持有的本国货币自由地兑换成外汇，本币的流通被界定在本国范围以内。

外汇管制的要素包括以下几个方面：

● 机构。一般由政府授权中央银行作为执行外汇管制的机关。英国和日本由财政部管理。许多国家包括中国在内，专门成立了外汇管理局。中国的外汇管理局隶属于中央银行，中央银行副行长兼任外汇管理局局长。

● 管制对象。居民（RESIDENT），是指在外汇管制国以内居