

普通高等教育金融学专业重点规划教材

外汇操作 理论与实务

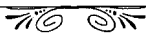
于 研 主编

*Foreign Exchange Operations
Theory and Practice*



上海财经大学出版社

普通高等教育金融学专业重点规划教材



外汇操作理论与实务

于 研 主编



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

外汇操作理论与实务/于研主编. —上海:上海财经大学出版社, 2012. 6

(普通高等教育金融学专业重点规划教材)

ISBN 978-7-5642-1345-9/F · 1345

I. ①外… II. ①于… III. ①外汇市场-高等学校-教材
IV. ①F830. 92

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 074421 号

- ☐ 责任编辑 宋澄宇
- ☐ 封面设计 钱宇辰
- ☐ 责任校对 赵 伟 王从远

WAIHUI CAOZUO LILUN YU SHIWU

外 汇 操 作 理 论 与 实 务

于 研 主 编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海译文印刷厂印刷

宝山药村书刊装订厂装订

2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 16 印张 409 千字

印数: 0 001—3 000 定价: 45.00 元

F 前 言

FOREWORD

本书是为了满足不同层面的人士对外汇操作的需要而编写的。

自改革开放以来,我国政府、企业、金融机构和个人与外汇的关系日益密切。从政府层面看,国家需要有效地管理巨额外汇储备,了解国际收支的变化,及时调整有关外汇政策;从企业角度看,经营进出口、进行跨国投资和融资等经济活动,需要充分运用外汇市场工具来规避汇率风险;对于商业银行等金融机构而言,一方面需要为企业和个人提供充分的外汇业务和产品,帮助其规避汇率风险;另一方面,也需要为其自身的账户进行避险或在外汇市场上运作;对个人而言,出国旅游、留学、探亲访友、进行外汇理财等活动,都需要掌握一定的外汇操作知识,做到有的放矢。

本书可用作本科教材,使学生掌握基本的外汇操作技巧,以及与外汇操作有关的基础知识。企业的财务管理者通过阅读本书可比较全面地掌握外汇操作基本技能,提高企业外汇资产和负债的管理水平。金融机构从业人员阅读本书,可以提升其对金融机构的外汇相关产品的设计水平和运作技能。个人阅读本书则可以更好地进行外汇财富管理,从事外汇市场活动。

本书的特点是通俗易懂,理论联系实际,尤其对中国的金融环境下进行外汇操作所涉及的问题进行了详尽的阐述和分析,例如中国外汇市场的发展、人民币汇率变动的经济影响以及外汇理财产品的分析等。

本书由于研主编。第一章、第二章、第四章和第八章由于研撰写;第三章由李兴东撰写;第五章由金正轩撰写;第六章由陈玉婷撰写;第七章由金瑾撰写,周瑾对部分数据和内容进行了更新和补充;第九章由王锦丹撰写。

由于编著者的水平有限,书中难免存在缺点和错误,敬请读者批评指正。

于 研

2012年5月20日

C 目 录

CONTENTS

前言/1

第一章 外汇与汇率概述/1

第一节 外汇/1

第二节 汇率/4

第三节 汇率的决定基础及影响汇率的主要因素/8

第四节 国际主要汇率理论/13

本章小结/20

思考题/20

第二章 外汇交易的基本类型/22

第一节 外汇市场概述/22

第二节 即期和远期外汇交易/26

第三节 套汇交易/31

第四节 货币期货交易/35

第五节 货币期权交易/39

第六节 互换交易/46

本章小结/55

思考题/55

第三章 中国外汇市场概况/57

第一节 中国外汇市场的现状/57

第二节 中国外汇市场存在的问题/66

第三节 中国外汇市场问题产生的原因/70

第四节 中国外汇市场的监管/72

第五节 中国外汇市场未来的改革方向/81

第六节 中国离岸金融业务的发展/84

本章小结/87

思考题/87

第四章 汇率的预测/88

第一节 预测汇率的必要性/88

第二节 浮动汇率制度下汇率的预测/91

第三节 固定汇率制度下汇率的预测/98

本章小结/100

思考题/100

第五章 外汇管制/102

第一节 外汇管制概述/102

第二节 外汇管制的主要内容/104

第三节 货币的可兑换性/107

第四节 中国的外汇管理/110

第五节 国际汇率监管/123

本章小结/124

思考题/124

附录 中国国际收支平衡表指标说明/125

第六章 汇率制度及选择政策/128

第一节 汇率制度的基本类型/128

第二节 汇率制度与政策有效性/133

第三节 人民币汇率制度/136

第四节 中国香港的联系汇率制/145

本章小结/147

思考题/149

第七章 人民币汇率变动的经济影响/150

第一节 人民币汇率贬值的经济影响/150

第二节 人民币汇率小幅升值的经济影响/155

第三节 2005年7月汇改后人民币升值的经济影响/157

本章小结/198

思考题/198

第八章 外汇风险管理/199

第一节 外汇风险的含义及其类型/199

第二节 企业的外汇风险管理——内部技巧/202

第三节 企业的外汇风险管理——外部技巧/207

第三节 银行的外汇风险管理/213

本章小结/214

思考题/215

第九章 银行外汇理财产品/216

第一节 概述/216

第二节 外汇理财的基本方式/217

第三节 银行外汇理财产品的发展/230

第四节 外汇理财的风险/233

第五节 外汇理财案例分析/237

第六节 不同理财方式的比较/243

本章小结/245

思考题/245

主要参考文献/246

第一章

外汇与汇率概述

外汇与汇率是国际金融领域的核心问题,一国经济越开放,其经济受汇率变动的影响就越大,而经济大国的货币汇率波动则会对世界经济产生广泛的影响。

本章将着重讨论:外汇和汇率的基本概念;影响汇率的主要因素;汇率变动的经济影响;国际主要汇率理论。

第一节 外 汇

一、外汇的概念

外汇(Foreign Exchange)是国际经济交易的重要媒介,它具有动态(Dynamic)和静态(Static)两种含义。

动态含义是指它是一种国际汇兑行为,即把一国货币兑换为另一国货币,借以清偿国际间债权、债务关系的一种专门性经营活动。

静态含义是指它是一种以外币表示的支付手段,用于国际结算。国际货币基金组织曾对外汇作如下定义:“外汇是货币行政当局(中央银行、货币管理机构、外汇平准基金组织及财政部)以银行存款、国库券、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。”由此可见,国际货币基金组织所说的“外汇”,是就外汇的静态含义而言。我们一般所说的外汇一词,也指静态含义。

根据中国国家外汇管理局 2008 年 8 月修正的《中华人民共和国外汇管理条例》^①,外汇是

^① 查看详细内容,请登录国家外汇管理局网址, <http://www.safe.gov.cn>。

指下列以外币表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产:(1)外币现钞,包括纸币、铸币;(2)外币支付凭证或者支付工具,包括票据、银行存款凭证、银行卡等;(3)外币有价证券,包括债券、股票等;(4)特别提款权;(5)其他外汇资产。显然,这也是外汇的静态概念。

由于外汇能够清偿国际债权和债务关系,因此,它与黄金一道成为一国国际储备的重要组成部分。而一国储备资产(Reserve Assets)充足与否,是衡量该国对外支付能力及其在国际经济中的实力和地位的重要标志。

拥有外汇就等于拥有了对外国商品和劳务的要求权,这是外汇的实质。世界各国由于其自然禀赋存在很大的差异,所处的经济发展阶段也大不相同,因此,彼此客观上在资源、技术、劳动力和产品上存在着相互需求、相互依赖的关系。而在日益开放的国际经济中,各国完全能够互通有无、取长补短,将本国充裕的物资、劳务和领先技术输出到国外,再用所得外汇进口本国短缺但又急需的商品劳务和技术,从而使国内的生产和消费在更高的水平上达到平衡。从这个意义上讲,外汇是本国商品、技术和劳务换来的别国的商品、技术和劳务,能满足一国社会和经济发展的多种需要。

二、外汇的特征

外汇必须具备以下三个特征:

1. 外汇是以外币表示的、可用作对外支付的金融资产。所谓资产,是具有货币价值的财物或权利,或者说是用货币表现的经济资源。资产可以是实物资产,也可以是金融资产;可以是有形的资产,也可以是无形的资产。外汇属于金融资产,或表现为外币现金、外币支付凭证,或表现为外币有价证券。但是,任何以外币计值的实物资产和无形资产都不构成外汇。外汇必须能够作为对外支付,即它所代表的资金在转移时不应受到限制或阻碍。

2. 外汇具有可靠的物质偿付保证,并能为各国所普遍接受。如果一国货币能普遍地被其他国家接受为外汇,这实际上反映了该国具有相当规模的生产能力和出口能力,或者,该国丰富的自然资源正是其他国家所缺乏的,其货币的物质偿付便会因此而得到充分保证;反之,如果一国的经济规模小而且是低效率的,自然资源贫乏,其出口产品在国际市场上又缺乏竞争力,那么,该国货币被其他国家接受为“外汇”的范围就会极为有限,因为后者不愿以其实际资源和物资来换取缺乏充分物质偿付保证的一纸“价值符号”。

3. 外汇具有充分的可兑换性(Convertibility),即能够自由地兑换成其他国家的货币或购买其他信用工具以进行多边支付。由于各国(或地区)货币制度不同,外汇管制宽严程度不同,一国货币一般不能在另一国流通。为了清偿由于对外经济贸易而产生的债务,被普遍接受为外汇的货币必须是能够不受限制地按一定比例兑换成别的国家的货币及其他形式的支付手段,否则,要实行在不同货币制度国家或地区间的收付是不可能的。当然,一国货币是否具有充分的可兑换性,同该货币发行国的经济实力密切相关。归根到底,它取决于该国出口能力的大小及进出口贸易的自由程度。如果一国的出口商品(包括劳务和技术)具有较高的竞争力,进口也不受限制且颇具规模,那么,一般而言,该国货币与外国货币之间就能进行自由兑换,进而该国居民能自由地通过商品交换或货币兑换取得对外国商品、劳务或技术的购买力。因此,外汇的可兑换性,从表面上看似乎只是该国货币与别国货币的兑换问题,但实际上,它所反映的却是国与国之间货物(包括劳务)的交换问题。

由于各国经济所处的发展阶段不同,国际收支状况也不同,因此,各国货币在兑换性方面差异很大。国际货币基金组织根据各国(或地区)政府所实施的外汇管制的宽严程度,对其货

币的兑换性大体作如下三个分类:(1)可自由兑换货币(Convertible Currency)。国际货币基金组织规定,可自由兑换货币是指对国际收支的经常账户不加以任何限制,不采取差别性的多种汇率,应另一成员国的要求,随时履行换回对方在经常账户往来能够积累起来的本国货币的义务。在国际外汇交易中有 50 多个国家或地区的货币被认为是可以自由兑换的货币,但在国际结算中只有十几种货币被认为是自由兑换货币。(2)有限度的可兑换货币(Currency with Limited Convertibility)。国际货币基金组织规定,凡是对经常账户不加以限制但对资本和金融账户加以限制的货币,称为有限度的自由兑换货币。这类货币在有限的范围内具有外汇的意义。(3)不可兑换的货币(Inconvertible Currency)。当一国对国际间经常账户和资本与金融账户都加以限制时,其货币为不可兑换货币。经济和贸易很落后的国家货币通常属于这一类。

三、外汇的种类

1. 按外汇是否可自由兑换划分,可分为自由外汇和记账外汇。

自由外汇是指不需要货币当局的批准,就可自由兑换成别的国家(或地区)的货币,用以向交易方或第三国办理支付的外国货币及其支付手段。记账外汇是指不经过货币发行国批准不能自由兑换成其他货币也不能对第三国进行支付的外汇。例如,中国曾在对东欧等发展中国家的贸易中使用过记账外汇。记账外汇的特点是:第一,由双方决定这种外汇的汇率、记账方法与运用范围;第二,协定项下的收支差额,可以结转到下一年度或折算成双方同意的第三国货币;第三,不能转给第三国使用,也不能自由兑换。

2. 按外汇来源的用途划分,可分为贸易外汇与非贸易外汇。

贸易外汇指由商品的进出口贸易所引起收付的外汇。因此,与贸易有关的银行、保险、运输费等都算作贸易外汇。非贸易外汇指一切与进出口贸易无关的外汇收付,如旅游外汇、捐赠以及与资本流动有关的外汇。但贸易外汇与非贸易外汇在一定情况下相互转化,如将非贸易外汇用于支付进口货款等。

3. 按外汇买卖交割期划分,可分为即期外汇和远期外汇。

即期外汇指外汇买卖成交后在两个营业日内交割完毕的外汇。远期外汇指在签订外汇买卖合同时,约定在将来某一个日期办理交割的外汇。

四、外汇的作用

1. 实现国际购买力的转移,促进各国在政治、经济、科学、文化等各个领域中的相互交流。外汇不仅是国际银行业务中的一种信用工具及各国政府、企业和居民所持有的一项金融资产,还是联结各种国际关系的一条重要纽带。

2. 促进国际贸易的发展。外汇使国际债权、债务关系的清偿由现金结算方式发展为非现金结算方式。这不仅扩大了商品的流通范围,而且加速了商品流动速度,扩大了资金融通范围。

3. 调节国际资金的供求平衡。利用外汇这种国际支付手段,就有可能办理国际长、短期信贷,促进国际投资和资本流动,便利国际资金供需关系的调节,活跃资金市场。

4. 外汇储备是衡量一国国际经济地位的标志之一。当一国国际收支顺差时,本国外汇储备就会增加,该国的对外支付能力和国际经济地位就会相应提高;相反,若该国的国际收支发生逆差,则其外汇储备的减少就会使该国的国际经济地位受到不利影响。

5. 外汇是政府调节宏观经济活动的有力工具。汇率水平的高低以及外汇管制的宽严程度如何,直接影响该国的生产、消费、就业和产业结构的调整等许多方面。

因此,在当今世界各国,无论是政府、企业还是个人都高度重视外汇和汇率问题。

第二节 汇 率

一、汇率的概念与标价

汇率(Exchange Rate)是两个国家货币之间的比率,它反映一国货币的对外价值,在实际外汇买卖中,又称外汇行市,或汇市。

(一)直接标价法(Direct Quotation)

直接标价法又称应付标价(Giving Quotation),是指以一定单位的外国货币为标准,折算成若干单位的本国货币。在直接标价法下,外国货币数额固定不变,汇率涨跌都以相对的本国货币数额的变化来表示。除了个别国家外,国际上绝大多数国家都采用直接标价法。美国曾经长期采用直接标价法,但在第二次世界大战后,随着美元在国际结算和国际储备中逐渐取得统治地位以及国际金融市场的高速发展,为了与国际外汇市场上对美元的标价一致,美国从1978年9月1日起,除了继续对英镑使用直接标价外,对其他货币一律采用间接标价。人民币汇率采用直接标价法。

(二)间接标价法(Indirect Quotation)

间接标价法又称应收标价(Receiving Quotation),是指以一定单位的本国货币为标准,折算成若干单位的外国货币。在间接标价法下,本国货币数额固定不变,汇率涨跌都以相对的外国货币数额的变化来表示。目前只有英国、美国、新西兰和澳大利亚等少数国家采用间接标价法。

直接标价法和间接标价法之间存在倒数关系,即直接标价的倒数是间接标价。因此,直接标价法下汇率的涨跌含义,与间接标价法下汇率涨跌的含义正好相反。所以,在引用某种货币的汇率和说明其汇率涨跌高低时,必须交代清楚,以免概念混淆。

二、汇率的种类

从不同的角度出发,可以对汇率划分不同的种类。

(一)按照国际汇率制度的演变或各国金融当局所采取的汇率政策划分

1. 固定汇率(Fixed Rate)。指一国货币同另一国货币的汇率基本固定,汇率的波动仅限制在一定的幅度之内。在金本位制度下,黄金输送点是汇率波动界限。第二次世界大战后到20世纪70年代初的固定汇率制度下,汇率波动幅度被规定在一定的幅度之内,如果汇率涨至上限或跌至下限就要采用干预措施,维持既定汇率水平。

2. 浮动汇率(Floating Rate)。指由市场供求决定的汇率,即一国货币当局不规定本国货币与另一国货币的官方汇率,不规定汇率波动的上下限,不承担维持汇率波动幅度的义务。在一般情况下,汇率随市场供求力量的变化而自由波动。外国货币供不应求时,外汇汇率就上浮,汇率升值(Appreciation);外国货币供过于求时,外汇汇率就下浮,汇率贬值(Depreciation)。

(二)按照指定汇率的不同方法划分

1. 基本汇率(Basic Rate)。外国货币的种类很多,但制定汇率时必须选择某一国货币作

为主要对象。充当这种货币的条件是:本国国际收支中使用最多,外汇储备中比重最大,同时又是可以自由兑换且国际上普遍可以接受的货币。这种货币被称为关键货币(Key Currency)。针对本国货币与这个货币的实际价值对比而制定出的汇率为基本汇率。一般来说,各国都把美元当作指定汇率的主要货币,因此,常把本币对美元的汇率作为基本汇率。

2. 套算汇率(Cross Rate)。指根据两种基本汇率而套算出的一国货币与其他国家货币的汇率。在国际外汇投机或套利时经常使用套算汇率。

(三)按照银行买卖外汇的角度划分

1. 买入汇率(Buying Rate or Bid Price)。即银行向同业或客户买入外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时,外币买入价是外币折合本币数较少的那个价格。采用间接标价法时,外币买入价为本币折合外币数较少的那个价格的倒数。

2. 卖出汇率(Selling Rate, Offer price or Ask Price)。即银行向同业或客户卖出外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时,外币卖出价是外币折合本币数较少的那个价格。采用间接标价法时,外币卖出价为本币折合外币数较少的那个价格的倒数。

3. 中间汇率(Middle Rate)。指买价和卖价的平均数。它不是在外汇买卖业务中使用的实际成交价,而是为了方便计算(如计算远期升水、贴水率和套算汇率)或使报道更加简洁。各国政府规定和公布的官方汇率以及在经济理论中论述的汇率,一般也是中间汇率。

4. 现钞汇率(Bank Note Rate)。一般国家都规定,不允许外国货币在本国流通,只有将外币兑换成本国货币才能够购买本国的商品和劳务。因此产生了外币现钞的兑换率。由于现钞(纸币和铸币)不能生息,持有这种外币资产有机会成本;此外,外币现钞必须被运送到其发行国才能流通以用作购买或支付手段,为此,银行在将外币现钞收兑后,要耗费运输费和保险费。所以,现钞的买入价一般低于现汇买入价2%~3%,而现钞的卖出价则与现汇的卖出价相同。

(四)按照银行汇付方式及付款速度的快慢划分

1. 电汇汇率(Telegraphic Transfer Rate, T/T Rate)。是指经营外汇业务的本国银行,在卖出外汇后,即以电信委托其国外分支机构或代理行付款给受款人所使用的一种汇率。以电报、电信或传真等方式委托付款速度快,可减少用款单位的外汇风险,并且银行无法占用客户资金头寸,因而,电汇汇率较一般汇率高,也是计算其他汇率的基础。

2. 信汇汇率(Mail Transfer Rate, D/D Rate)。信汇是由银行开具付款委托书,用信函方式通知邮局,寄给付款地银行转付收款人的一种汇款方式。由于付款委托书的邮递需要一定时间,银行在这段时间内可以占用客户的资金,因此,需要把邮程时间的利息在汇率中扣除。所以,信汇汇率比电汇汇率低。

3. 票汇汇率。票汇汇率又分为两种:一种是即期票汇汇率(Demand Draft Rate, D/D Rate 或 Sight Bill Rate),是银行买卖即期外汇汇票所使用的汇率;另一种是长期票汇汇率(Long Bill Rate),是银行买卖长期票汇所使用的汇率。票汇是银行在为客户办理汇付业务时,通过签发一纸由其在国外的分支行或代理行付款的支付命令给汇款人,并由其自带或寄往国外取款的一项业务。由于卖出汇票与支付外汇间隔一段时间,因此,票汇汇率也需要在电汇汇率的基础上对利息因素作些调整,并且期限越长,其价格就越低。

(五)按照外汇买卖的价格时间划分

1. 即期汇率(Spot Rate)也称现汇汇率。指买卖外汇双方当天成交或在两个营业日内进行交割所使用的汇率。即期外汇表面上看似同时支付,没有风险,但由于各国清算制度、技术上的原因,只能在1天后才知道是否已经支付,因此,也承担一种信用风险。此外,由于

亚、欧、美三大洲之间各有 6~8 小时时差,有时会遇到营业时间结束的问题。

2. 远期汇率(Forward Rate),又称期汇汇率,指在未来约定日期进行交割,而事先由买卖双方签订合同,达成协议的汇率。到了交割日,由协议双方按照约定的汇率、金额,进行钱汇两清。远期外汇的交割期,常见的为 1 个月至 1 年,而少数几种主要西方国家货币有 1 年以上的远期。同单一的即期汇率不同,远期交易涉及各种交割期限,因此,在某一特定时间点上同时存在着数个远期汇率,如 30 天、90 天、180 天及 360 天的远期汇率。

远期汇率建立在即期汇率的基础上,并且反映汇率变化趋势。由于远期汇率的决定因素与即期汇率的决定因素大致相同,所以两者关系密切,未来的即期汇率与现在的远期汇率一般是同方向变动,当然变动幅度不一定完全相同。远期汇率与即期汇率之间的差额为远期差价(Forward Margin)。如果一国货币趋于坚挺,远期汇率高于即期汇率,则该差价为升水(At Premium)。如果一国货币趋于疲软,远期汇率低于即期汇率,则该差价为贴水(At Discount)。如果远期汇率等于即期汇率,不升不贴,则称为平价(At Par)。

由于汇率的标价方法不同,按远期差价计算远期汇率的方法也不同。下面就伦敦与法兰克福两地的标价方法说明升水与贴水:

(1)伦敦外汇市场上采用间接标价法。以英镑和美元的即期汇率与 6 月期远期汇率为例:即期汇率为 1.887 0~1.889 0 美元,如果 6 个月的远期差价为“103~98bps”或“1.03~0.98cpm”,则 6 月期远期汇率为 1.876 7~1.879 2 美元;如果 6 个月的远期差价为“98~103bps”或“0.98~1.03cds”,则 6 月期远期汇率为 1.896 8~1.899 3 美元。总之,在间接标价法下,远期差价如为外汇升水,则远期汇率为即期汇率减去外汇升水;远期差价如为外汇贴水,则远期汇率为即期汇率加上外汇贴水。

(2)德国法兰克福外汇市场采用直接标价法。以美元兑欧元的即期与 2 月期远期汇率为例:美元即期汇率为 0.869 0~0.872 0 欧元,如果 2 个月远期差价为“128~118bps”或“1.28~1.18cds”,则 2 月期远期汇率为 0.856 2~0.860 2 欧元;如果 2 个月远期差价为“118~128bps”或“1.18~1.28cpm”,则 2 月期远期汇率为 0.880 8~0.884 8 欧元。总之,在直接标价法下,远期差价如为外汇贴水,远期汇率为即期汇率减去外汇贴水;如果远期差价为外汇升水,则远期汇率为即期汇率加上外汇升水。

从上述两例可以说明,虽然标价方法不同,具体计算恰好相反,但是升水和贴水的概念却完全一致。

(六)按照对汇率的管制宽严划分

1. 官方汇率(Official Rate),即由中央银行或外汇管理局公布的汇率。当外汇管制严格时,官方汇率就是执行汇率,规定一切外汇交易都以该汇率为准。官方汇率又分单一汇率(Single Rate)和复汇率(Multiple Rate)。单一汇率指一种货币(或一个国家)只有一种汇率,这种汇率通用于该国所有的国际经济交往中。复汇率是指一种货币(或一个国家)有两种或两种以上的汇率,不同的汇率用于不同的国际经贸活动,如果复汇率有两种,则称为双重汇率(Dual Rate)。

2. 市场汇率(Market Rate),即由外汇市场上供求关系决定的汇率,波动频繁。

(七)按照银行营业时间划分

1. 开盘汇率,即开盘价(Opening Rate),是外汇银行在一个营业日开始时进行外汇买卖所使用的汇率。

2. 收盘汇率,即收盘价(Closing Rate),是外汇银行在一个营业日终了时进行外汇交易所

使用的汇率。

在汇率波动频繁的情况下,一个营业日内的开盘价和收盘价往往相差很大。此外,由于外汇交易已实现电子化,所以世界各国外汇市场的联系更加密切,时差因素也把各外汇市场连接起来。伦敦外汇市场的后半段交易时间与纽约前半段的交易时间重叠,而香港外汇市场的收盘时间正好是伦敦市场的开盘时间。国际外汇交易市场的开盘汇率一般受前一个外汇交易市场的收盘汇率的影响。

(八)按照经济意义划分

1. 名义汇率(Nominal Rate),是指在社会经济生活中被直接公布、使用的表示两国货币之间比价关系的汇率。名义汇率又称“市场汇率”,是“实际汇率”的对称。名义汇率仅仅是一种货币所表示的另一种货币的价格,并没有充分考虑其购买商品和劳务的实际能力,名义汇率的升值和贬值并不一定表明一国商品在国际市场上竞争能力的增强或减弱。

2. 实际汇率(Real Exchange Rate),有两种含义:一种含义是相对于名义汇率而言,是名义汇率与各国政府为达到奖励出口限制进口而对各类出口商品进行财政补贴或税收减免之和或之差,即:

实际汇率=名义汇率±财政补贴和税收减免

另一种含义是名义汇率减通货膨胀率,反映通货膨胀对名义汇率的影响,实际汇率在研究汇率调整、货币购买力、倾销调查与反倾销措施时,被经常使用。

一般来说,实际汇率以指数形式表示为:

$$S_n = \frac{S_n P_{ft}}{P_{dt}} \quad (1.1)$$

其中: S_n 是实际汇率指数, S_n 是名义汇率指数, P_{ft} 是国外价格指数, P_{dt} 是国内价格指数。实际汇率反映了以同种货币表示的两国商品的相对价格水平,从而反映了本国商品的国际竞争力。

人民币实际汇率的具体计算公式如下:

$$RER = ER \times CPI^* / CPI \quad (1.2)$$

其中: ER 表示美元兑人民币的名义汇率, CPI 为以××××年为基期的中国消费物价指数; CPI^* 为以××××年为基期的美国消费物价指数。

3. 有效汇率(Effective Exchange Rate)。有效汇率是一种加权平均汇率,通常以对外贸易比重为权数。有效汇率是一个非常重要的经济指标,通常被用于度量一个国家贸易商品的国际竞争力,也可以被用于研究货币危机的预警指标,还可以被用于研究一个国家相对于另一个国家居民生活水平的高低。在具体的实证过程中,人们通常将有效汇率区分为名义有效汇率和实际有效汇率。

一国的名义有效汇率(Nominal Effective Exchange Rate)等于其货币与所有贸易伙伴国货币双边名义汇率的加权平均数,权数是依据一国主要贸易伙伴在其对外贸易总额中所占的比重而定,公式为:

$$A \text{ 币有效汇率} = \sum_{i=1}^n A \text{ 国货币相对于 } i \text{ 国货币的汇率} \times \frac{A \text{ 国同 } i \text{ 国的贸易值}}{A \text{ 国的全部对外贸易值}} \quad (1.3)$$

如果剔除通货膨胀对各国货币购买力的影响,就可以得到实际有效汇率(Real Effective Exchange Rate)。实际有效汇率不仅考虑了所有双边名义汇率的相对变动情况,而且还剔除了通货膨胀对货币本身价值变动的影响,能够综合地反映本国货币的对外价值和相对购买力。

第三节 汇率的决定基础及影响汇率的主要因素

一、金本位制度下汇率的决定基础

金本位制度包括金铸币制、金块本位制和金汇兑本位制。金铸币制是典型的金本位制,后两者是削弱了的、没有金币流通的本位制。

金币本位制度下,各国均规定了每一金铸币单位的含金量(Gold Content)。两国货币之间的比价就是各自所包含的含金量之比,即铸币平价(Mint Parity)。铸币平价是决定两种货币汇率的基础。例如,在1929年大危机之前,世界各国普遍采用金本位制,英国规定每1英镑含纯金7.322 4克,美国规定每1美元含纯金1.504 656克,于是,英镑与美元的铸币平价为 $7.322\ 4/1.504\ 656=4.866\ 5$,即1英镑=4.866 5美元,这是英镑与美元汇率的决定基础。铸币平价虽然是汇率决定的基础,但它不是外汇市场上买卖外汇时的实际汇率。在外汇市场上,由于受外汇供求因素的影响,汇率行市有时高于或低于铸币平价。

金币本位制度下,汇率波动界限为黄金输送点,这是因为各国间进行国际结算可以采用两种方法。第一种方法是利用汇票等支付,进行非现金结算。但当汇率变动不利于使用汇率结算时,则改用第二种方法,即直接运送黄金的办法。例如,第一次世界大战前,英国和美国之间运送黄金的各项费用为黄金价格的0.5%~0.7%,以1英镑计,运送黄金的各项费用约为0.03美元。在这种情况下,假定美国对英国有国际收支逆差,对英镑的需求增加,英镑汇率必然上涨。当1英镑上涨到4.896 5美元(即铸币平价4.866 5加送黄金的费用0.03美元)以上时,则美国负有英镑债务的企业就不会购买英镑外汇,而宁愿在美国购买黄金运送到英国偿还其债务,因为采用直接运送黄金的方法偿还1英镑的债务,只需要4.896 5美元。因此,触发美国黄金输出的汇率就是黄金输出点,汇率的波动不可能高于黄金输出点。反之,假定美国对英国的国际收支顺差,英镑的供给增加,英镑汇率必然下跌。当1英镑跌到4.836 5美元(即铸币平价以下4.866 5减去运送黄金的费用0.03美元)以下时,则美国持有英镑债权的企业就不会出售英镑外汇,而宁愿在英国用英镑购买黄金运送回美国,因为用运送黄金的方法收回1英镑债权可以得到4.836 5美元。触发黄金输入的汇率就是黄金输入点。汇率波动不可能低于黄金输入点。

由此可见,在金币本位制度下,汇率波动的界限是黄金输送点,即最高不超过黄金输出点,即铸币平价加上运费;最低不低于黄金输入点,即铸币平价减去运费。汇率波动的幅度是相当有限的,汇率水平比较稳定。

第一次世界大战爆发后,参战各国的金铸币制度濒临崩溃,战后分别实行了金块本位制和金汇兑本位制。在金块本位制度下,黄金已经很少直接充当流通手段和支付手段,金块大部分由政府掌握,其自由输出输入受到限制。同样,在金汇兑本位制下,黄金储备集中在政府手中,在日常生活中,黄金不再具有流通手段的职能,输出输入受到很大的限制。在金块和金汇兑本位制度下,货币汇率由纸币所代表的含金量之比来决定,称为法定平价。法定平价也是金平价的一种表现形式。实际汇率因供求关系而围绕法定平价上下波动。但此时,汇率波动的幅度已不再受制于黄金输送点。黄金输送点存在的必要前提是黄金的自由输出输入。在金块本位和金汇兑本位制度下,黄金输送点实际上已不复存在。在这两种削弱了的金本位制度下,虽说

法定汇率的基础依然是金平价,但汇率波动的幅度则是由政府规定而后维持。政府通过设立外汇平准基金来维持汇率的稳定,即在外汇汇率上涨时卖外汇,在外汇汇率下跌时买外汇,从而使汇率波动局限在允许的幅度之内。很显然,与金币本位制相比,金块本位和金汇兑本位下的汇率稳定程度已降低。

二、纸币制度下汇率的决定基础

1929~1933年的经济大萧条使西方各国的金本位制相继崩溃,并先后实行纸币流通制度。在纸币制度下,纸币不再代表或代替金币流通,而金平价(即铸币平价和法定平价)也不再是决定汇率的基础。

纸币制度下的汇率决定不同于金本位制下的汇率决定。在1944~1971年间实行的以美元为中心的布雷顿森林体系中,美元与黄金挂钩,其他货币与美元挂钩,因此,该体系下的固定汇率制度实质仍是以黄金为基础。布雷顿森林体系崩溃以后,大多数国家实行了浮动汇率制度。根据马克思的货币理论,纸币是价值的一种代表,两国纸币之间的汇率可用两国纸币各自所代表的价值量之比来确定。纸币所代表的价值量或纸币的购买力,是决定汇率的基础。换言之,一国货币的对内价值是决定其汇率(即对外价值)的基础。而货币的对内价值是由其国内物价水平反映的。受纸币流通规律的制约,流通中的货币若与客观需要的合理货币流通量相等,则物价平稳,即货币的对内价值稳定;若流通中的货币量超过了客观需要的合理货币流通量(即通货膨胀),则物价上涨,即货币的对内价值下降,此时,若汇率仍保持不变,则表现为高估本国货币的对外价值。本国货币的对外价值不能长期高估,若长期高估,则必然影响本国的国际收支。到一定时候,就不得不进行调整,使之与国内购买力基本一致。因此,在纸币制度下,一国货币的对内价值(物价)是该货币汇率(即对外价值)的基础。

三、影响汇率变动的主要因素

虽然从理论上讲,外汇市场上的供求关系决定汇率,但具体来说,影响汇率变动的因素很多。既有经济因素,也有政治因素和心理因素,而各种因素之间又是相互联系、相互制约的,它们在不同国家及不同时间所起的作用不同。

1. 相对利率水平

利率水平的高低对资本的流入和流出产生直接的影响。假设一国资本和金融账户是开放的,则该国利率的相对上升,将吸引国际短期资本流入,本国资本不流出,外汇供给相对增加,于是外汇汇率下跌,本币汇率相对上涨。反之,则外汇汇率上涨,本币汇率相对下跌。例如,2009年10月至2010年上半年,每次澳元加息后,总能够吸引美国、日本、德国等国大量的资本流入澳大利亚,从而在一定程度上促使澳元汇率相对于美元、欧元等升值。

2. 国际收支

如果一国国际收支(尤其是经常账户)出现顺差,则外国对该国货币的需求相对增加,使该国货币汇率上涨;如为逆差,则该逆差国对外国货币需求增加,本币汇率下跌,外汇汇率上涨。例如,中国自20世纪90年代中期以来持续的国际收支顺差,使得人民币汇率有了升值的压力。

3. 通货膨胀

通货膨胀一般表现为物价上涨,导致出口减少,进口增加,使国际收支产生逆差。逆差的结果使外汇市场上对外汇的需求增加,因此导致外汇汇率上涨,本币汇率下跌。同时,一国货币对内价值的下降,不可避免地使该国货币在国际市场上的信用地位受到削弱,最终也导致该

国货币汇率下跌。此外,通货膨胀率越高,则表明该国的实际利率越低,投资者为了获取高投资回报,会将资本抽逃出去,于是,资本流出规模的增大也会导致该国国际收支逆差,进而也促使该国货币汇率贬值。

4. 各国中央银行对汇率的干预

由于汇率变动对一国的对外收支、进出口贸易和资本流动等经济活动有直接的影响,进而又影响国内生产、投资和价格等,因此,各国中央银行为了避免汇率对国内经济造成不利影响,往往对汇率进行干预,即由中央银行在外汇市场上买卖外汇,使汇率变动有利于本国经济。这种干预有三种情况:一是在汇率变动剧烈时使之变动趋于缓和;二是使汇率稳定在某个水平;三是使汇率上浮或下浮到某个水平。例如,2011年,由于国际投资者将大量资金投向日本和瑞士等被视为避风港的国家,导致日元和瑞士法郎汇率升值。当年9月,瑞士央行(Swiss Central Bank)成功地设定了瑞士法郎汇率的上限(超过上限将进行干预)。作为G7成员国,日本财务省采取突然行动、在短时间内抛售大量日元。

一般而言,中央银行干预外汇市场主要出于三方面原因:第一,汇率的异常波动常常与国际资本流动有着必然联系,这会导致工业生产和宏观经济发展出现不必要的波动,因此稳定汇率有助于稳定国民经济和国内物价;第二,央行直接干预外汇市场是为了国内外贸政策的需要,有时是为了扩大出口,有时是迫于国际压力,使本币升值,减少本国出口,缓解贸易伙伴所采取的贸易保护主义行为;第三,央行干预外汇市场是出于抑制国内通货膨胀的考虑。宏观经济模型证明,在浮动汇率制的情况下,如果一个国家的货币汇率长期贬值,在一定时期内会刺激出口,最终会造成本国物价上涨、工资上涨,形成通胀压力。

5. 各国的宏观经济政策

一国宏观经济的主要目标是实现充分就业、稳定物价、经济增长和改善国际收支。财政政策和货币政策对经济增长率、通货膨胀率、利率和进出口及资本的流动等会产生一定的影响,这样势必会影响该国货币汇率的变动。紧缩性的货币政策和财政政策往往会使该国货币汇率上涨,而膨胀性的货币政策和财政政策则可能使该国货币汇率下跌。例如,2008年美国爆发次贷危机之后,美联储连续多年采取量化宽松的货币政策,在伯南克宣布将联邦基金利率下调至0~0.25%的目标区内之后,中国、印度和俄罗斯等新兴市场国高利率水平与美元的利差进一步加大,外汇市场上随即看跌美元,美元汇率贬值。

6. 市场预期心理

20世纪70年代以来,预期被引入汇率的研究领域。预期对汇率的影响很大,其程度有时远远超过其他因素对汇率的影响。预期有稳定型和破坏稳定型之分。稳定型预期,是指人们预期一种货币汇率不会再进一步下跌时,就会买进该货币,从而缓和该货币汇率下跌程度;反之,则抛出该货币,从而降低该货币汇率升值幅度。显然,按这种预期心理进行的外汇买卖行为有助于汇率的稳定。破坏稳定型预期则相反,按这种预期心理进行的外汇买卖,会在汇率贬值时进一步抛出该货币,在汇率升值时进一步买入,从而导致汇率暴涨暴跌,加剧汇率的不稳定。

影响人民预期心理的重要因素有信息、新闻和传闻。信息是指与外汇买卖和汇率变动有关的资料、数据和消息,如经济增长率、外汇储备、货币供给量、资本流动及国际收支等。新闻既有经济新闻,也有政治新闻。传闻是指未经证实的消息。有时,信息、新闻和传闻难以区分。预期心理受这些因素的影响,具有十分易变、捉摸不定的特点。例如,2011年,伴随着欧洲主权债务危机状况持续恶化,尤其是市场传言希腊、爱尔兰等国有可能退出欧元区时,曾一度导