

何泽荣

WAIHUIYEWU

外汇业务



94
F830.73
27
2

外 汇 业 务

何 泽 荣

XAL44/23

西南财经大学出版社

C

024855

(川)新登字 017 号

责任编辑:黄小平

封面设计:刘 怡

外 汇 业 务

何泽荣

西南财经大学出版社出版	西南财经大学出版社发行
四川省新华书店经销	资 中 县 印 刷 厂 印 刷

787×1092毫米 1/32 印张 8.25 字数 170 千字

1993 年 7 月第一版 1993 年 7 月第一次印刷

印数:1~4000 册

书号:ISBN 7-81017-514-9/F·397

定价:4.80 元

目 录

导 论	(1)
第一章 国际货币制度与国际汇率制度	(4)
第一节 固定汇率制度	(4)
第二节 浮动汇率制度	(10)
第三节 欧洲货币体系的汇率机制	(16)
第四节 我国的人民币汇率制度	(28)
第二章 外汇市场与外汇汇率	(37)
第一节 外汇	(37)
第二节 外汇市场	(42)
第三节 外汇汇率	(49)
第四节 汇率与经济的关系	(68)
第三章 即期外汇业务	(76)
第一节 即期外汇市场和即期外汇汇率	(76)
第二节 套算汇率	(91)
第三节 即期外汇交易风险	(100)
第四节 即期外汇交易的结算	(105)
第四章 远期外汇交易	(112)
第一节 远期外汇交易概述	(112)
第二节 远期外汇汇率的报价	(117)
第三节 利息平价原理的运用	(127)
第四节 有交易成本的利息平价原理与掉期交易	(135)
第五节 远期外汇交易的结算日与我国关于即期、远期外汇 交易的规定	(145)
第五章 货币期货交易	(150)

第一节 期货交易概述	(150)
第二节 货币期货交易的基本原理	(157)
第三节 货币期货合同的计算技术	(173)
第六章 货币选择权交易	(192)
第一节 货币选择权概述	(192)
第二节 货币选择权交易的若干规定	(200)
第三节 影响货币选择权价格的因素	(217)
第四节 货币选择权交易策略	(232)
后记	(253)
主要参考书目	(254)

导 论

外汇业务是外汇的即期交易、远期交易、掉期交易、期货交易和选择权交易的实际操作。

外汇交易类型是随着国际经济、金融的发展、国际金融创新的深入和浮动汇率制度下汇率频繁、剧烈的波动而发展和丰富起来的。其中，尤其是汇率风险的存在使新的外汇交易工具和技术不断涌现。

外汇风险是 70 年代初期浮动汇率制实行以来对宏观经济和微观经济产生重要影响的风险之一。自从 1973 年布雷顿森林体制崩溃、固定汇率制为浮动汇率制代替以来，汇率不仅在不同年份极不稳定，甚至在每月、每天、每时都极不相同。80 年代汇率在一年之内的波动超过 30% 已司空见惯。而 90 年代刚开始，外汇市场上各种货币价格的波动幅度已呈现出可能超过 80 年代的迹象。汇率的不可预知的急剧变化使从事外汇经营活动的银行和从事对外经济活动的企业、公司生活在一个充满风险和不稳定的金融环境中，严重地威胁着它们的利润和生存，也使它们难以制定正确的决策。

面对着汇率风险，人们可以采取各种不同的策略。一种策略是不采取任何避险措施。采取这种策略的一个原因可能

是人们缺少风险意识，没有意识到风险的存在，或没有觉察到减少风险的机会的存在，因而认为没有必要采取相应的避免或固定风险的防范措施。另一个原因则是存在着侥幸心理，认为未来汇率可能不会发生变化，或可能会向有利于自己的方向发展。这实际上是一种投机心理。他们常常为以后外汇价格的升跌而惋惜或庆幸。不避险策略是一种极端，一切险都避的策略又是另一种极端。这种极端虽然是避免各种风险的唯一方法，但所花费的成本（手续费、佣金等）可能是很大的。因此，最佳的策略是既要降低避险总成本或取得一定的盈利，又要达到减少或避免汇率风险的目的。这种策略的施行要求有对汇率未来变化的科学预测，并要确定一个可允许的（可接受的、可忍受的）汇率不利运动的影响的数量界限，且要有恰当的避险工具和技术的存在与选择。这些避险工具和技术采用，说到底就是要确保未来汇率的稳定，或确保未来汇率的反向运动带来的损失能够被补偿性的收益所弥补，从而使国际银行业既能避免外汇风险，又能取得最大限度利润，使企业能调整避险成本。这样，在早已存在的按交割日期划分的即期外汇交易和远期外汇交易，以及利用国际金融市场的汇率和利率差异进行套利、套汇和掉期交易继续发展的同时，于 70 年代早期出现了将运行多年的商品期货交易技术应用于金融业的金融期货交易，外汇期货交易首先在美国芝加哥商品交易所（The Chicago Merchantile Exchange, CME）开业。从此，期货交易的对象从农产品、矿产品等实物商品扩展至包括外汇在内的金融商品。80 年代初，又一种新式的避险工具和技术——外汇选择权交易诞生。这是一种不同于外汇远期和期货交易的新的交易工具。它给予

选择权合同购买者在未来按预先规定的汇率买或卖外币的权利或机会，而不是必须买或卖外币的义务。这是一种避险与投机相结合的交易工具和交易方式。

随着国际经济关系日益密切，我国对外开放的日益深入，国内金融机构与国际金融市场的联系日益紧密，尤其是随着我国在关税及贸易总协定（GATT）缔约国地位的恢复，对外汇风险的认识、分析和防范就提上了日程。本书的目的就是为我国各涉外经济机构较全面地提供国际外汇市场上各种传统的和新式的交易工具和技术，以达到货币保值或盈利的目标。

第一章 国际货币制度与 国际汇率制度

任何一个时期的外汇业务总是在一定的国际货币制度和国际汇率制度中进行的。国际汇率制度是关于货币与货币之间的交换比例的决定基础及汇率变动幅度的制度。国际的微观经济活动和宏观经济活动，都是在一定的国际汇率制度中进行的。

国际汇率制度主要有两种。一种是固定汇率制度，在这种制度中汇率的决定和变动幅度都受到一定的限制。另一种是浮动汇率制度，在这种制度中汇率的决定和变动幅度主要受市场力量所左右。每种制度都有一定的优点，也都有各自的缺点。

第一节 固定汇率制度

从资本主义制度在世界上确立统治地位之后，固定汇率制度 (fixed rate system) 经历了两种形态，一种是从 1816 年到第一次世界大战前的国际金本位制度 (international gold standard system)，另一种是第二次世界大战后 1945 年至 1973 年的布雷顿森林体制 (Bretton Woods system)。

一、国际金本位制度下的固定汇率制度

国际金本位制是以一定量黄金作为本位货币的国际货币制度。在这种制度下，主要国家规定的货币的含金量就成为各国货币比价的基础。例如，英国规定 1 英镑货币的纯金量为 113.0016 格令 (grains)，而 1 美元所含的纯金量为 23.22 格令，则

$$£1 = \frac{113.0016}{23.22} = \$4.8665$$

也就是说，在英国以 1 英镑买卖的黄金量与在美国以 4.8665 美元买卖的黄金量相等。

在典型的金本位制（即金币本位制，gold specie standard system）下，金币本身在市面上流通，铸造的金币与可兑现的银行券等以 1 : 1 的严格比例互相兑换。因此，这时两国货币含金量之比叫铸币平价（mint parity）。

在金本位制下，国际间的清算可以选择外汇或运送黄金。黄金的运送需要一定的费用，如包装费、运费、保险费、化验费、铸造费、运送期间的利息等。这样，在对外支付时，如果黄金价格加上各种运送费用的开支低于购买外汇的开支时，则用黄金对外清算较为有利，黄金取代外汇流向国外。黄金价格加各种费用就形成黄金输出点（gold export point）。反之，在收取债权时，如果收进黄金比收进外汇更有利时，则黄金流入国内。黄金价格加各种费用就形成黄金输入点（gold import point）。对一个国家来说，黄金的输出点是外汇汇率变动的上限；输入点是外汇汇率变动的下限。这一原理可用图 1·1 表示。

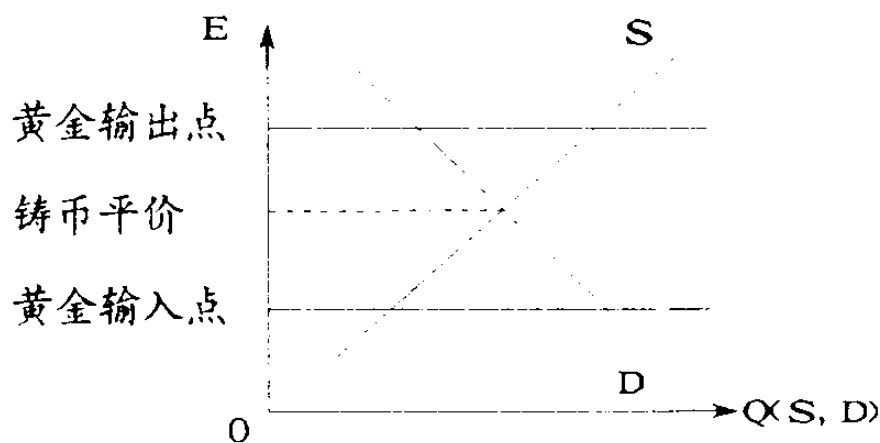


图 1-1 金本位制下汇率的决定

图 1·1 中的纵轴表示外汇汇率 (E), 横轴表示外汇的供给 (S) 与需求 (D) 的数量。图 1·1 表明外汇汇率在黄金输出点与黄金输入点之间围绕铸币平价波动。例如, 如果英镑与美元的铸币平价为 $\pounds 1 = \$4.8665$, 而英国与美国之间运送黄金的费用为 $\$0.02$, 则美元对英镑的汇率变动的上下限为:

$$\begin{aligned} \text{上限} &= \text{铸币平价} + \text{运送费用} \\ \text{下限} &= \text{铸币平价} - \text{运送费用} \end{aligned} \quad (1 \cdot 1)$$

即美元对英镑的汇率波动的上限为 $\$4.8865$, 下限为 $\$4.8465$ 。

这就是说, 当美国向英国支付时, 购买外汇 (英镑) 的开支比购买黄金的开支要多 $\$0.02$ 。因此, 黄金便从美国流入英国。 $\pounds 1 = \$4.8865$ 就称为美国的黄金输出点、英国的黄金输入点。反之, 当英国按 $\pounds 1 = \$4.8465$ 运送黄金比购买外汇 (美元) 少开支 $\$0.02$ 时, 英国对美国则用黄金支付, 黄金由英国流入美国。 $\pounds 1 = \$4.8465$ 就称为英国的黄金输出点、美国的黄金输入点。货币间的汇率就是在黄金输出点与输入点之间变动的, 因而是比较稳定的。从图 1·1 可以看出,

如果外汇汇率高于黄金输出点，国内厂商宁愿输出黄金而不愿购买外汇支付，因而黄金输出点以上的外汇供给曲线是虚线；反之，如果外汇汇率低于黄金输入点，国内厂商宁愿收入黄金而不愿收入外汇，因此，黄金输入点以下的外汇需求曲线是虚线。

从上可见，金本位制下汇率之所以比较固定，是因为黄金作为世界货币起着国际支付手段的职能，而且黄金可以自由流出入，替代外汇弥补国际贸易差额。也就是说，外汇汇率偏高则对外债务改用黄金支付；外汇汇率偏低则对外债权改以黄金收取。因此，汇率的稳定是以黄金的货币地位为前提的。

这里要说明的是，如果两国货币之一的含金量变动，或两国货币的含金量以不同的比例变动，则铸币平价也会变动。而汇率在黄金输送点内的变动则是由外汇的供给与需求决定的。当然，外汇的供求最终决定于国际经济交易。

二、布雷顿森林体制下的固定汇率制度

按照布雷顿森林协议，第二次世界大战后的国际货币制度是黄金—美元本位制。由于战后美国掌握了世界大部分黄金储备，因此，黄金—美元本位制实际上是美元本位制，这时的固定汇率制也是以美元为中心的。

布雷顿森林体制下的固定汇率制的内容如下：

（一）货币平价的确定

协议规定各国货币都需与美元挂钩，按照美元与各国货币含金量之比确定各国货币对美元的平价。例如，按照 1 盎司（31.103 克）黄金的价格为 35 美元，美国政府规定 1 美元

纸币的含金量为 0.888671 克。1 英镑纸币的含金量为 3.58134 克。这样，英镑与美元的汇率就为：

$$£1 = \frac{3.58134}{0.888671} = \$4.03$$

由于第二次世界大战后不再有金币的流通，因此，各国纸币含金量之比所确定的平价就称之为黄金平价（gold parity）。

（二）货币平价的变动

当然，这不是说平价绝对不能调整。协定规定在会员国的国际收支发生基本失衡（fundamental disequilibrium）时，可以向国际货币基金组织提出调整平价的要求。基金组织规定，调整幅度在平价的 10% 以内时，会员国可以自行调整，随后由基金组织追认；在 10%—20% 之间时，基金组织将在 72 小时内作出是否同意的决定；在 20% 以上时，基金组织将作更长时间的考虑以作出是否同意的决定。基金组织还规定，超过 10% 的调整幅度如未经基金组织同意，该会员国可能失去利用基金组织的资金的资格，甚至可能被取消会员资格。由于布雷顿森林体制下各国货币的平价是钉住美元的，又可在必要时经一定手续进行调整，因此，这种固定汇率制又称为可调整的钉住汇率制（adjustable pegged rate system）。但什么是基本失衡，协定并没有明确的定义。大体上基本失衡是指：国内均衡与国际均衡不能两全而必须牺牲其中之一时，可称为基本失衡。

（三）汇率的波动幅度

1945 年的协定规定，汇率的波动幅度不得超过平价上下 1% 的范围。后来，为了扩大汇率对国际收支的调节功能，1971 年 12 月史密森协议将这一范围扩大为平价上下 2.25%。如

果各国货币的汇率超过了上述的规定范围，各国都应进行外汇的买卖以维持汇率的稳定。这就是：当外汇汇率高于平价的1%（或2.25%）时，各国货币当局应在外汇市场抛出外汇，使之下跌；反之当外汇汇率低于平价的1%（或2.25%）时，各国货币当局则应在外汇市场上收购外汇，使之上升。

三、两种固定汇率制度的比较

（一）共同点

两种固定汇率制都是以各国货币的含金量作为汇率决定的基础的。黄金都起着货币的作用。在金本位体制下黄金通过自由的输出入，执行着世界货币的职能，而且各国货币的发行量受黄金准备量的限制。通过金币的自由铸造和自由销毁，黄金与纸币形成严格的关系。在布雷顿森林体制下，虽然没有金币的流通，黄金也不能自由输出入，但协议规定美元与黄金挂钩，各国官方可以按1盎司35美元的价格将自己手中的美元向美国政府兑换黄金。黄金仍然处于世界货币的地位，而且与纸币仍然是一个严格的比例关系。一句话，在两种汇率制度下货币黄金都是汇率决定的基础。

（二）不同点

1. 与黄金的联系方式不同。虽然两种汇率制度都以货币黄金为基础，但两种汇率制度与黄金的联系不同。金本位制下汇率波动的基础是铸币平价，黄金与外汇直接联系，互相兑换和替补，以维持汇率在一定范围内波动。而在布雷顿森林制度下汇率波动的基础是黄金平价。各国货币通过美元与黄金发生间接联系，各国若要用美元兑换黄金受制于美国的经济状况和黄金储备状况。

2. 汇率波动的调节机制不同。金本位制下汇率围绕铸币平价，通过黄金的自由输出入和国内货币供给量、物价水平的变动而在黄金输送点内波动。这是一个自发的调节过程。但在布雷顿森林体制下，一方面汇率波动幅度及其维持都是人为的。另一方面，这种固定汇率制的存在与否很大程度上要取决于一个国家（美国）的经济状况和黄金储备状况。

3. 汇率变动的影响范围不同。在金本位制下，汇率的变化只影响到贸易双方的国内货币供给和贸易收支。而在布雷顿森林体制下，当美元价值剧烈波动时，美元与黄金的比例关系就会发生大的变化，从而导致各国货币与美元的平价发生大的变化，甚至导致布雷顿森林体制的固定汇率制的终结。

第二节 浮动汇率制度

布雷顿森林体制下的固定汇率制于 1973 年 2 月随着美元与黄金脱钩，其他国家货币与美元脱钩而结束。从此，世界进入了一个浮动汇率制（floating rate system）时代。

一、浮动汇率制的运行机制

浮动汇率制是指汇率由外汇市场外汇的供给和需求决定，并随外汇的供需状况而波动的汇率制度。

在布雷顿森林体制后的浮动汇率制下，黄金已被逐出货币领域，各国货币当局已不再公布本国货币的含金量，这样，固定汇率制下的汇率决定的基础已不复存在；铸币平价、黄金平价等概念已经消失；汇率的波动再也没有一个自然的或人为规定的上下限；各国货币当局原则上也不再承担布雷顿

森林体制时存在的维持汇率波动幅度的义务。

我们这里说的是在浮动汇率制下各国货币当局没有维持汇率波动的义务，但这并不是说各国货币当局不对外汇市场进行干预。事实上，由于汇率的波动紧密地联系着一国的宏观经济和微观经济，极大地影响着一国经济的对内对外均衡，因此，任何一国货币当局都不可能实行所谓自由浮动（free floating），让汇率完全听命于外汇市场的供求力量，也就是说，各国货币当局都不会听任汇率无限地自由升降，都必然实行有管理的浮动（managed floating），对外汇市场进行干预，把汇率的波动控制在一定范围内，或使汇率向着有利于本国经济的方向浮动。而且，在 80 年代以来随着世界各主要外汇市场的联系愈来愈紧密，在外汇交易量很大，而一国对外汇市场的干预无能为力的情况下，还出现了几个国家联合干预外汇市场的情况。例如，1985 年 9 月 22 日，鉴于 30 年代以来美元汇率定值过高，美国、日本、西德、英国和法国的货币当局在纽约举行会议，决定协调一致地联合干预外汇市场，促使美元汇率下降。

二、浮动汇率制下的汇率安排

当前，世界已经进入了浮动汇率制时代。然而，在浮动汇率制下，各国的汇率安排（exchange rate arrangements），即具体的汇率体制的选择，却呈现纷繁复杂的情况。

前面已经说过，由于汇率对经济的发展有极大的影响，因此，理论上可以存在的自由浮动在现实生活中却不存在。各国或几国总是要采取公开的或隐蔽的方式，对汇率进行干预，实行有管理的浮动。

汇率的浮动可以一国单独实行，即单独浮动（single floating），也可以几个国家联合实行，即联合浮动（joint floating）。后者为欧洲经济共同体（EEC）从1972年4月开始实行的联合浮动。当时，欧洲共同体决定在成员国内部实行固定汇率体制，它们之间的货币汇率维持在平价上下1.125%的范围内，而对美元和其他国家货币的汇率则实行浮动汇率体制。由于欧洲共同体内部的汇率的波动幅度小于当时国际货币基金组织的史密森协议规定的幅度（各国货币脱离平价的幅度为上下2.25%），因此，人们把欧洲共同体的这种浮动称为“洞中之蛇”（the snake in the tunnel）的“蛇形浮动”（the snake float）。在布雷顿森林体制解体后，上下2.25%的“洞”已不复存在，这时的蛇形浮动被称为“湖中之蛇”（the snake in the lake）的蛇形浮动。^①

在浮动汇率制下，也有不少国家（大多是发展中国家）实行了钉住汇率（pegged rates）安排，即将它们的货币钉住单一货币（某国的货币）或一篮子货币。实行钉住汇率体制国家的货币随所钉住的某国货币或货币篮子的汇率的波动而波动。表1·1是至1992年6月30日止的各国汇率安排情况。

三、两种汇率制度的优缺点的比较

在固定汇率制下，汇率具有相对的稳定性。汇率的波动范围或者自发地维持，或者人为地维持。这样，就使国际商品价格的确定、国际贸易成本的计算、国际债权债务的清偿能比较稳定地进行，减少了汇率波动风险，同时也抑制了外

^① 关于欧洲共同体内部的固定汇率体制，我们将在本节第三部分作较为详细的介绍。