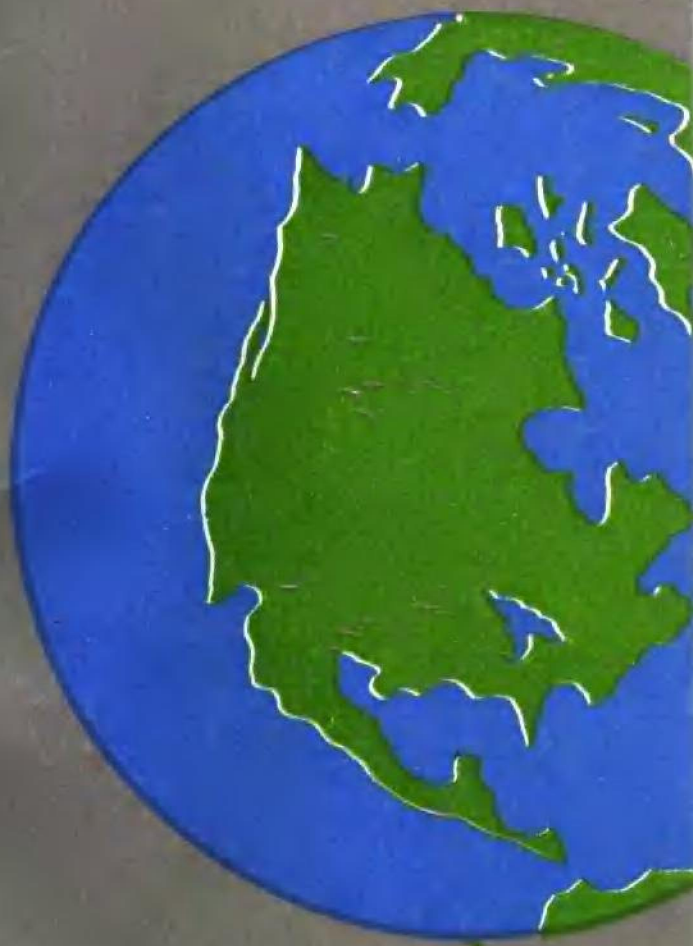


# 外汇理论与政策

WAIHUI LILUN YU ZHENG CE

许少强 著



73



上海财经大学出版社

96  
F830.73  
86  
2

上海发展汽车工业教育基金会资助项目

# 外汇理论与政策

许少强 著

XAL45/17

上海财经大学出版社

322566

责任编辑: 裘逸娟

封面设计: 龚 鹰

外汇理论与政策

许少强 著

上海财经大学出版社出版

(上海市国定路 777 号 邮编 200433)

新华书店上海发行所发行

望亭发电厂印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 11.125 字数 289000

1995 年 9 月第 1 版 1995 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—2000

ISBN7-81049-005-2/F·01

定价: 17.50 元

## 前 言

改革开放已经整整十六年了。这期间,我国经济出现了举世瞩目的巨大变化,综合国力有了大幅度的提高,对外经济交往有了惊人的发展。以贸易为例,开始国际收支统计的1982年,进出口总额仅为380亿美元,而1994年剧增到2367亿美元。十年前,我们还在谈论引进外资的必要性;可今日,国内一些企业、金融机构已经走出国门去国外投资。

经历了这样的改革开放浪潮,外汇这个术语、这门学科已不再令人有玄妙之感,它已经成为从事各种对外经济活动的政府、企业、团体及个人在日常工作、生活中经常遇到的实际问题,已经成为国内经济与国际经济相联系的桥梁。近年来,我国的经济体制在改革中变得更加开放,外汇管理也有了较大幅度的放松。特别是1994年,我国进行了一系列外汇制度的改革,采用了单一浮动汇率制与国际通用的外汇交易方式,创设了真正的外汇市场,实现了人民币的部分自由兑换,加速了国内经济与国际接轨的进程。

展望未来,外汇领域中许多重要的课题正待我们去探索、研究、解决。例如,从宏观上说,我们将如何迎接香港回归大陆的1997年;将如何在上海建立国际金融市场;将如何实现人民币的自由兑换,以打开人民币通向世界的大门。从微观上说,市场该如何开发出各种新颖的外汇交易方式来满足日益增长的需求;企业该如何有效地管理外汇资产与避免外汇风险,到国际市场上去筹资、投

资。

面对20世纪这最后数年充满变革与希望的新形势,笔者深感专业教学与研究落后于实践,难以适应形势发展之需要。同国外情况相比,在研究水平、研究方法以及有无明确、独立的研究方向和超前意识等方面,我国都存在明显的差距。笔者认为,存在以上差距的主要原因之一,是对基础理论的研究重视不够。为提高专业教育与研究水平,为我国对外经济交往的顺利发展提供理论准备,我们应该尽快地改变这种状况。基于此,笔者在多年来教育与研究的基础上撰写了本书,以图为我国外汇基础理论研究出一份薄力。

本书共分三编。第一编由第一、二章构成,讨论外汇领域中最基本的理论问题。第一章是外汇原理,主要论述外汇交易、外汇市场、以及货币自由兑换的基本原理。从历史上看,外汇交易的目的原本在于节约黄金运费,随着时代的变迁,这个目的渐渐被人们遗忘了。今天,外汇交易变成了国际结算本身。另一方面,外汇市场上的供求变动从根本上说是反映了国际收支的不平衡。外汇市场与国际金融市场的联结使国际收支不平衡的调节得以顺利地解决。这里的问题是,在原理上,国际货币发行国中会自然形成国际金融中心,而无须同时有一个外汇市场,因为该国的对外支付完全可以使用本币。然而从现实看,国际货币的交替与多元化的结果,当今国际货币发行国外汇市场的地位正日益重要。外汇领域中另一个根本问题是货币的可兑换性,失去了这个条件,国际经济的多边交易与多边支付将受阻,这将同时有害于各国国内经济的发展。

第二章讨论国际货币。这是个与外汇不同视角的问题。按照货币在国际上的通用程度,我们把某种或者少数几种通用程度较高的某国货币称为国际货币。这个概念的重要性在于,一旦某种货币获得这种地位,该国就可以享受一些特殊利益,并承担一些额外责任。第一次世界大战(以下简称一战)前英镑是国际货币。在那个时代,英镑之所以能维持与黄金的兑换并非在于英国的黄金储备本

身,而在于英国当时有效的国际结算制度、国际收支政策、及公开市场操作。第二次世界大战(以下简称二战)后,美元逐渐取代了英镑。70年代,在形成“美元本位制”的同时也开始了国际货币多元化的时代。笔者认为,直至今天这两者仍是同时并成的。因为在银行同业市场上,外汇交易中的美元仍是绝对重要的。即使是马克与日元间的交易一般也要通过美元作媒介,即采用马克→美元→日元的方式。另一方面,我们也看到美元以外的货币已经在一定程度上发挥着国际货币的职能,例如80年代的日元国际化。

第二编由第三~五章构成,研究汇率与外汇交易方面的理论问题。第三章论述汇率理论。按照时间将汇率理论区分为短、中、长期。短期理论主要谈论国际资金流动与汇率的关系,浮动汇率制下这种资金流动对汇率的短期影响是显而易见的。从中期看,经常项目的变化则是举足轻重的。尽管弹性分析法在实践中常常难以得到证实,但作为一种分析手段该方法仍是值得重视的。就长期而言,购买力平价无可非议地占居最重要的位置。这个理论遭受的批判最多,但应用性也最强,由此引出“卡塞尔之谜”。笔者认为解谜的关键有三:认识货币存量对汇率的影响,外汇平价与日常汇率的区别,以及应用不等于合理应用。

第四章分析汇率变动及其预测。浮动汇率制下汇率波动幅度有时很大。1985年9月至1988年初与1995年的前100天中,美元兑日元汇率分别下跌50%与20%以上。一种全新的解释是,汇率之所以这样大幅度波动是因为与实际经济交易无关。另一方面,汇率波动既使汇率预测变得非常重要又非常困难。模式与图表法利用计算机等现代化手段进行预测在实践中同样是非有效的、非科学的。

第五章主要论述有争议的外汇投机、有实用意义的保值性交易以及政府干预。对外汇投机的认识实际上反映了对市场本身的认识,与证券市场等一样,无法想像有一个不存在投机的市场。保值性交易是一个与投机相反的概念,书中从期汇交易与资金流量

的调整两方面展开。政府干预与投机则是相对成立的关系。对政府干预的评价是很困难的。例如,70年代初美元两次贬值前夕,日本政府从外汇市场上大量购买肯定会贬值的美元被反对者批判为愚蠢的行为,可是支持者们则辩解道,如果政府不干预、听任将贬值的美元留在企业手中,那日本经济也许会遭受更大的损失。

第三编是谈外汇政策。由第六~九章构成。第六章讨论发达国家以往的外汇管理制度、发展中国家的外汇管理与外债管理问题。这些历史的经验与教训对于我国有很大的借鉴意义。

第七章讨论汇率政策。鉴于发达国家的汇率政策主要体现在市场干预,故在此仅谈发展中国家的问题。政策分为两个方面。其一是汇率制度的选择。一个以前被人否定、现在则被肯定的事实是,发展中国家越来越多地选择了浮动汇率制。其二是货币贬值。发展中国家的货币有高估的倾向,为此振兴经济的对策之一是货币贬值。尽管其效果无法确定,但与其它政策调整相比它是较容易实施的。

第八章是讨论国际清偿能力问题。从世界性的与一国的两个层次展开。世界性的国际清偿能力方面有两点值得一提。70年代以前,国际清偿能力的供给并非完全与有关国家的基础收支、经济实力的变化有关,因而美元供给的增加不直接意味着美国经济实力的下降。70年代以后,国际清偿能力的供给中欧洲货币市场问题应予以足够的重视。对于一国而言,常用的3个月进口额的适度储备量指标,不能视为是科学的,因为无法想像不同的国情会适用统一的指标。

第九章是讨论外汇领域中我国的若干问题。关于人民币的自由兑换,笔者认为应该借鉴各国的经验,首先考虑向IMF协定第8条款国过渡。关于人民币汇率,书中主要回顾改革开放以来的历程与争论点,相信这种回顾对今后的汇率政策的讨论有实际意义。关于外汇市场,应该认识到调剂市场是一个历史产物,银行同业市场

的成立开创了我国外汇市场规范化的阶段。但这仅仅是开始,市场还有待于今后的改革与完善。

除了以上正文之外,为了补充说明有关问题,在部分章后面加了附录。第一章补充了外汇理论史,使读者能了解外汇理论的演变过程。第三章补充了另一种汇率理论与外汇供求的分析视角,即提示劳动生产力与汇率的关系,以及外汇供求的推算方法。第四章附加了美国经济白皮书关于美元汇率的论述,引导读者分析政府的立场。第五章的附录介绍日本进出口企业对外汇的交易风险与经济风险的管理。

本书写作的宗旨是,尽可能详细地分析国际上有代表性的理论与争论,批判地吸收他人的观点,系统地建立起自己的理论体系。为了实现这个宗旨,笔者作了一些努力。完稿以后笔者认识到尚有很多不理想之处,由此深感理论研究之艰难。不仅进行一定深度的研究是不容易的,而且要摆脱传统的思维,跳出他人的框架,建立起自己的理论体系更是不易的。一切有待于今后的学习。

最后想提及的是,在本书出版之际,对于在学术上给予莫大帮助的日本大阪市立大学中西市郎教授、片岡尹教授、中条诚一教授、西仓高明副教授,本校谢树森教授、沈锦昶教授、裘逸娟教授。在出版方面给予支持的出版社负责人熊诗平、蒋书法以及其他同志,深表谢意。

如果本书能对读者有所帮助的话,笔者将不胜荣幸。

1994年8月初稿

1995年4月定稿

# 目 录

## 第一编 外汇基础理论

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| <b>第一章 外汇原理</b> .....        | ( 3 )  |
| 第一节 外汇交易的原理与性质 .....         | ( 3 )  |
| 一、外汇交易的原理 二、外汇交易的性质          |        |
| 第二节 外汇市场结构与市场形成原理 .....      | ( 9 )  |
| 一、外汇市场结构 二、外汇市场形成原理          |        |
| 第三节 国际货币发行国中的外汇市场 .....      | ( 16 ) |
| 一、“外汇交易不对应规则”的破坏 二、纽约外汇市场的发展 |        |
| 第四节 货币的可兑换性及其意义 .....        | ( 22 ) |
| 一、可兑换货币的定义 二、货币自由兑换的意义       |        |
| 三、另一种“外汇交易不对应规则”             |        |
| 附 录: 外汇理论史 .....             | ( 32 ) |
| <b>第二章 国际货币</b> .....        | ( 42 ) |
| 第一节 国际货币的基本概念 .....          | ( 42 ) |
| 一、国际货币的定义及其形成 二、国际货币的职能      |        |
| 三、国际货币发行国的利益和负担              |        |
| 第二节 国际货币英镑 .....             | ( 54 ) |
| 一、国际贸易、结算机制与英镑 二、金融市场与英镑     |        |

|     |                          |        |
|-----|--------------------------|--------|
|     | 三、国际收支政策与英镑 四、英镑的衰弱      |        |
| 第三节 | 国际货币美元                   | ( 61 ) |
|     | 一、国际金融合作与美元 二、“美元本位制”的形成 |        |
|     | 三、国际货币多元化与美元的媒介职能        |        |
| 第四节 | 日元的国际化                   | ( 71 ) |
|     | 一、问题的提出与对策 二、日元国际化的进展    |        |

## 第二编 汇率与外汇交易

|      |                             |         |
|------|-----------------------------|---------|
| 第三章  | 汇率理论                        | ( 83 )  |
| 第一节  | 短期理论                        | ( 83 )  |
|      | 一、利息平价说 二、资产分析法             |         |
| 第二节  | 中期理论                        | ( 91 )  |
|      | 一、弹性分析法 二、J曲线效应             |         |
| 第三节  | 长期理论                        | ( 100 ) |
|      | 一、卡塞尔的购买力平价说 二、对购买力平价说的批判   |         |
|      | 三、对购买力平价说的论证 四、购买力平价说的实际应用  |         |
|      | 五、“卡塞尔之谜”                   |         |
| 附录一: | 劳动生产率与汇率                    | ( 115 ) |
| 附录二: | 外汇供求的推算                     | ( 122 ) |
| 第四章  | 汇率变动与汇率预测                   | ( 133 ) |
| 第一节  | 固定汇率与浮动汇率                   | ( 133 ) |
|      | 一、固定汇率制的难题 二、浮动汇率制的理论与实践    |         |
|      | 三、汇率制度的抉择                   |         |
| 第二节  | 汇率变动分析                      | ( 142 ) |
|      | 一、汇率变动的案例分析:美元兑日元的汇率 二、克鲁格曼 |         |
|      | 的汇率分析 三、汇率变动与国际收支不平衡的关系     |         |
| 第三节  | 汇率预测                        | ( 158 ) |

一、汇率预测的性质与要点 二、汇率预测的方法

附 录: 美国经济白皮书论美元汇率及其提示 ..... (167)

## **第五章 外汇交易** ..... (178)

### **第一节 外汇投机** ..... (178)

一、外汇投机的定义 二、外汇投机的形态 三、外汇投机的作用

### **第二节 保值性外汇交易** ..... (187)

一、外汇风险的概念 二、期汇交易的利用 三、资金流量的调整

### **第三节 政府对外汇市场的干预** ..... (202)

一、政府干预的制度与目标 二、政府干预的效果

附 录: 日本进出口企业的汇率风险管理 ..... (214)

## **第三编 外汇政策**

## **第六章 外汇管理** ..... (227)

### **第一节 主要工业国家的外汇管理分析** ..... (227)

一、现代外汇管理的雏型:30年代的德国方式 二、二战后  
日本的外汇管理变革 三、向IMF协定第8条款国的过渡

### **第二节 发展中国家的外汇管理分析** ..... (235)

一、外汇管理的三种类型 二、案例分析:韩国的外汇管理制度

### **第三节 发展中国家对外债务的管理** ..... (239)

一、对外债务问题的性质及其产生原因 二、对外债务问题  
的解决方法与现实 三、对外债务管理的要点与指标分析

## **第七章 汇率政策** ..... (255)

### **第一节 发展中国家的汇率制度选择** ..... (255)

一、发展中国家汇率制度的理论选择 二、发展中国家汇率  
制度的实际选择 三、多种汇率制度

### **第二节 发展中国家的货币贬值** ..... (270)

- 一、发展中国家的汇率高估 二、发展中国家的货币贬值
- 三、货币贬值的案例分析

## 第八章 国际清偿能力管理..... ( 280 )

### 第一节 世界国际清偿能力管理..... ( 280 )

- 一、国际清偿能力的供给与特里芬的两难论 二、国际清偿能力的供给与欧洲货币市场 三、国际清偿能力的供给管理

### 第二节 一国适度国际储备量的决定..... ( 298 )

- 一、问题的提出 二、一种简单的纯理论分析:进口或储备的选择 三、适度储备量决定理论与实践的差异 四、适度储备量的决策依据

## 第九章 我国外汇管理制度的改革..... ( 311 )

### 第一节 人民币的自由兑换..... ( 311 )

- 一、主要提案及其方法论 二、各国向第8条款国过渡的经验与启示 三、我国向第8条款国过渡的若干准备

### 第二节 人民币汇率水平的调整..... ( 317 )

- 一、关于人民币汇率改革的讨论 二、人民币汇率的调整 三、决定人民币汇率走向的主要因素

### 第三节 外汇市场的创设..... ( 332 )

- 一、外汇调剂市场的性质与形成 二、外汇调剂市场的作用 三、外汇银行同业市场的创设

# 第 一 编

## 外 汇 基 础 理 论



# 第一章 外汇原理

## 第一节 外汇交易的原理与性质

### 一、外汇交易的原理

据记载<sup>①</sup>，外汇票据起源于中世纪。在8世纪，阿拉伯人就已经熟悉了外汇票据的使用；13世纪以后，原先依靠兑换铸币进行国际贸易的结算方式逐渐地由利用外汇票据结算的方式所替代。这是因为人们当时已经认识到利用外汇票据进行国际结算有两个长处：第一，可以节约时间。当时有人计算过从甲地到乙地，运输铸币需要1年，而传递票据只需10个月；第二，安全。铸币在运输途中有遭偷盗抢劫的风险，而票据被盗窃则不受损失。

到了近代，外汇票据的利用进一步受到重视。很多人指出，利用票据进行国际结算是扩大国际贸易的必要手段。他们把票据比作运输货物的航道，认为如果没有票据，贸易就无法进行。甚至有人提出警告，如果废除票据，商业的基础将会崩溃。

进入了国际金本位制时代，国际贸易的结算普遍利用外汇票据。至少从金额上看，利用黄金结算已显得不重要了。例如，当时实施金本位制的最主要的国家英国，其对外贸易额年平均超过6亿英镑，对外贸易差额也在5千万英镑以上，但其黄金的净流动最多只达5百多万英镑，详见表1-1。

表1-1 英国的对外贸易与黄金的输出入(年平均)

(单位: 百万英镑)

|       | 1870-1879 | 1880-1889 | 1890-1899 | 1900-1914 |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 进出口额  | 607       | 659       | 704       | 1042      |
| 进出口差额 | -56       | -66       | -98       | -111      |
| 黄金净流动 | -4        | 0.5       | -5.5      | -5        |

资料来源:〔日〕宫崎犀一等编《近代国际经济要览》。东京大学出版社1981年版,第95页。

以上简单的历史回顾说明了一种趋势,即与黄金等相比,利用外汇票据进行国际结算的方式日益为人们所接受。时至今日,后者已完全替代了前者。对此,我们要分析一下这种替代为什么会发生,以及后者是怎样一种机制。下面以国际金本位制为背景的两国模式加以说明。

A、B两国进行贸易,约定以B国货币计价结算。A国的甲向B国的乙出口,对乙拥有B币债权;同时,A国的丙向B国的丁进口,对丁负有B币债务。这里假定甲与丙的进出口额及结算期相同。如果考虑用黄金进行国际结算的话,由于债权债务以B币形成,A国的甲为了收回外国债权,丙为了清偿外国债务分别需要运回黄金及运出黄金,为此必须支付黄金的运输费用。对于这部分额外的费用成本,虽说甲与丙可以分别打入出口价与国内销售价来转嫁于别人,但资本运动是一个尽可能增值的过程,甲与丙为了扩大利润仍要设法节约这笔费用。

另一方面,如果甲在B国将B币债权换成黄金运回A国,丙将黄金从A国运到B国支付B币债务,根据上述进出口额相同的假定,A、B两国的黄金净流动等于0。

从这些因素考虑,如果丙对丁的债务和乙对甲的债务相交换,由丙对甲、乙对丁进行支付的话,效果相同并可以节约2笔黄金运费。实践中,利用外汇票据进行国际结算就可以达到此目的。为此

我们可以了解,这种国际结算(在此我们视为“广义的外汇交易”)的原理是,将两国间的债权债务转换为两国国内的债权债务关系,并通过外汇票据的交易来清算债权债务关系,其主要目的在于节约国际间运输黄金所需要的运费。这个过程见图1-1。

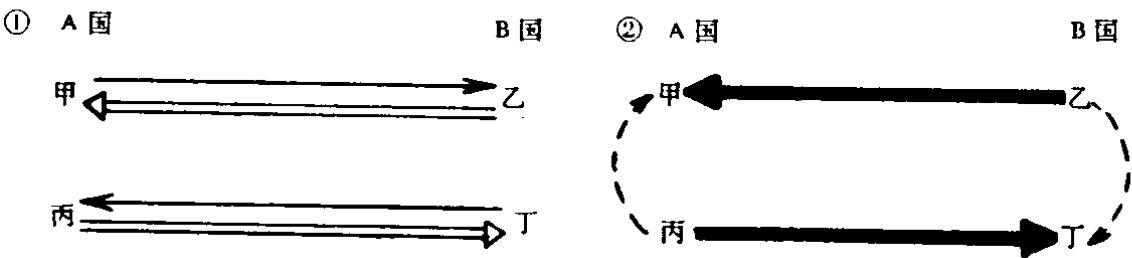


图1-1 外汇交易的原理(1)——没有外汇银行中介的场合

注: →表示商品出口方向;⇌表示国际债权债务;——→表示原有的支付方向;-----→表示将国际债权债务关系转换为国内债权债务关系后的支付方向。

上述原理运用于实践会碰到两个问题:其一是甲对乙的债权与丙对丁的债务在金额、时间上相同这个假定难以成立;其二是即便成立,甲与丙、乙与丁的相遇(进出口的抵销)也是不容易实现的。这些问题的存在使外汇票据的使用最初局限于有血缘关系的进出口商之间。随着进出口金额的增加及其结算业务的需要,较有影响的进出口商便兼任外汇票据买卖的中介人,之后又演变为专门从事外汇交易者。外汇交易中介人的出现部分地解决了上述两个问题,即,中介人可以利用自己的资金,甚至可以利用他人的资金来调节进出口金额与结算时间,同时中介人的存在无需进出口商为自己找反向的交易者,他们只需与中介人进行交易即可。但是,鉴于个人的资金有限等,利用外汇票据进行国际结算还不能广泛地展开。后来,外汇银行成立了,不同国家的外汇银行之间建立了代理行关系,上述问题才得到了根本的解决。具体地说,在外汇交易通过外汇银行及其代理行关系进行的场合,交易形式发生了变化,原先进出口商之间直接的外汇票据交易变成了进口商与外