

天时金融丛书

FS

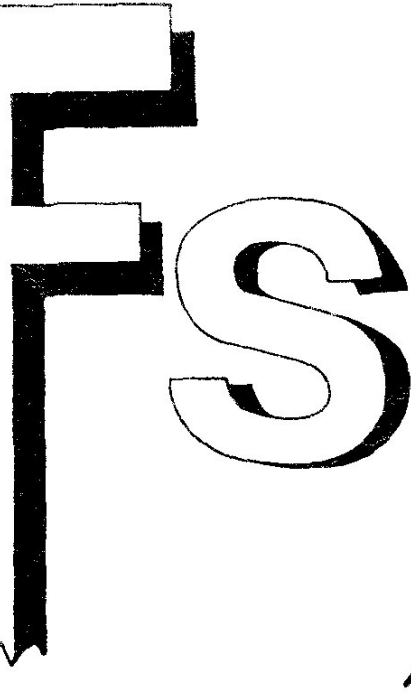
〔美〕

天时投资公司  
市场研究部 编

# 外汇 市场

上海远东出版社

天  
时  
金  
融  
丛  
书



〔美〕

天时投资公司  
市场研究部 编

# 外 汇 市 场

主编 龚慧峰

上海远东出版社

沪新登字 114 号

责任编辑：章 雷

封面设计：赵小卫

《天时金融丛书》

## 外 汇 市 场

〔美〕天时投资公司市场研究部 编

上海远东出版社

(上海冠生园路393号 邮政编码 200233)

上海沪江电脑科技排印公司排版

新华书店上海发行所发行 上海市印刷十二厂印刷

开本850×1168 1/32 印张5.25 字数140千字

1993年12月第1版 1993年12月第1次印刷

印数1—20100

ISBN 7-80514-944-5/F·129 定价: 12.00元

## 出版说明

随着改革开放和现代化建设步伐的加快,我国与世界各国在经济、贸易、金融等方面的联系日益密切。对外经济合作的加强、进入国际市场,参与国际竞争,要求我们在管理运作上按国际惯例办事,与国际接轨;特别是在国际金融领域,近年来又出现了许多新发展,这些都有待我们去了解、去学习,以便抓住机遇,迎接挑战。有鉴于此,我社在美国天时投资公司的支持下,合作出版了这套着重介绍国际金融市场基本知识和最新发展,以及投资技巧和成功的投资经验的《天时金融丛书》。

《天时金融丛书》全套共10卷,每卷有一个主题,它们是:《股票市场》、《外汇市场》、《期货市场》、《债券市场》、《期权市场》、《货币市场》、《房地产投资》、《投资原理》、《金融投资的技术分析(1)》、《金融投资的技术分析(2)》。《丛书》的作者大部分是目前在美国从事国际金融实务和研究工作的中国专家、学者。他们熟悉当代最新金融理论,又有国际金融市场操作经验,使本丛书更具时代新意和实用价值,同时又切合中国读者的情况 and 需求。由于作者的经历不同,不仅文风各异,观点也不尽相同,对此我们均予保留,以使广大读者活跃思路,增广识见,而不致囿于一家之言。

本丛书的特色是,不拘泥于对基本概念作教科书式的论述,而是着眼于金融市场的主要问题,结合实际具体分析,写法上也力求深入浅出,是一套融知识性、实用性和趣味性为一体的通俗性金融读物。希望本丛书能帮助广大读者对当代国际金融市场有一个全面系统的了解,并为广大读者涉足金融市场开启方便之门。

## 前 言

80 年代以后出现的国际金融一体化把几乎所有参与国际分工的国家卷入其中,全世界的股票、外汇、债券等市场正形成一个相互依赖、相互影响的网络,交易方式也不断增多。中国在参与国际分工、进入世界的过程中,必然会面临参与国际金融市场的问题。为此,美国天时投资公司与上海远东出版社商定,组织出版10卷一套的《天时金融丛书》,着重介绍国际金融市场各个领域的最新发展、投资技巧、前人投资成功的经验等。我们希望通过它系统地把国际金融市场介绍给中国读者。

本书专三题介绍外汇市场。外汇作为投资的资产进行大规模的交易,是 70 年代固定汇率制瓦解以后的事。外汇成为投资对象,表明货币的一个新职能的出现,也是对现有政治经济学的一个冲击。而外汇市场的迅速扩大,已大大超过其他任何一种金融市场的发展速度。在这一卷中,我们仍选择10个题目,从各个侧面去分析和观察外汇市场的发展。“外汇市场的由来与发展”这一章从理论和历史的角度形象地说明了外汇市场的起源。“汇率与利率的关系”和“影响外汇市场走势的短期因素”两章,从经济学原理的角度,剖析了决定外汇价格波动的长短期因素。由于外汇价格波动与各国宏观经济发展的重大关系,世界各国的政府在制定本国经济政策,特别是货币政策时,都特别注意它对本国货币汇率的影响。对政府经济政策的追踪,是任何一个外汇投资者都必须花时间去努力的。读者可以从“工业国家之间的政策协调与外汇行市的波动”、“政府对外汇市场的直接干预”和“欧洲货币体系漫谈”三章中对这方面有一个大致的了解。对外汇投资有兴趣的读者应该读一下“外汇市场心理行为分析”、“外汇市场风险控制”和“外汇市场投资高手经验谈”三章,它们都从不同角度总结了前

人投资的经验教训，我们相信读了以后会受到启发的。“外汇市场全球网络的形成与交易方式”这一章则从另一个侧面介绍了全球外汇网络的形成。

本丛书的作者大部分是在美国的中国专家、学者，他们的经历不同，写出的文章观点与文笔也风采各异，这也正是我们想保留的。

编 者  
1993年6月

# 目 录

|                            |                |
|----------------------------|----------------|
| 前 言 .....                  | ( 1 )          |
| 1. 外汇市场的由来与发展 .....        | 王灵遐 ( 1 )      |
| 2. 外汇市场全球网络的形成与交易方式 .....  | 孙 亮 (20)       |
| 3. 汇率与利率的关系 .....          | 黄 古 (33)       |
| 4. 影响外汇市场走势的短期因素 .....     | 托马斯·G.汤姆森 (53) |
| 5. 工业国家之间的政策协调与外汇行市的波动 ... | 皇佩深 (68)       |
| 6. 政府对外汇市场的直接干预 .....      | 王大卫 (80)       |
| 7. 欧洲货币体系漫谈 .....          | 汇 丰 (96)       |
| 8. 外汇市场心理行为分析 .....        | 华培明 (109)      |
| 9. 外汇市场的风险控制 .....         | 卢 龄 (127)      |
| 10. 外汇市场投资高手经验谈 .....      | 吴 奈 (140)      |
| 后 记 .....                  | (162)          |

# 1

## 外汇市场的由来与发展

王昊遐

当今世界,外汇交易已是天文数字——日逾1万亿美元!据统计,在 1991 年时,外汇交易额就已是每周万亿美元,日交易量在 5 千亿到 7 千亿之间。无疑,这是迄今为止世界上最大的交易市场。

当今世界已进入了一个相互依赖的时代。人们时时可以看到,在一国吹风,会在另一国起浪;一国感冒,好几个国家会同时打喷嚏。中国纺织业的繁荣会触发美国贸易市场的投机。伊朗巴列维国王的下台,会把石油价格从 14 美元一桶涨到 32 美元一桶,会造成严重的通货膨胀和经济萧条。1986 年当日元相对于美元上升 24% 时,日制丰田、佳美(Camry)车在美国的价格从 9378 美元上升到 10,648 美元,涨幅 13.4%。一些国家利息率的提高和美国贸易逆差的上升,会触发世界范围的股票市场恐慌,各国损失惨重,特别是美国,一天之内丧失 5,000 亿美元的财富。

是什么经济机制把国与国日益紧密地系在一起的呢? 这里有世界贸易、国际投资等等的作用,但国际货币交换在此扮演了一个十分重要的角色。我们这里讲的不是美国的计算机换取中国的纺织品这种商品与商品的交换,而是通过货币这个中介物,通过商品交换取得美元、日元、英镑、法郎或其他国家的货币,然后就不同的货币之间进行交换。没有这种货币交换,国际间的贸易、旅游、集资、借贷款等等都难以进行。

外汇交易可以说是货币的一种新的功能。我们知道,货币是

固定充当一般等价物的特殊商品，它同其他商品一样，具有使用价值和价值。但作为一般等价物，货币直接体现社会劳动，是财富的一般代表，所以又是同其他商品相区别的特殊商品。货币有五种职能：价值尺度、流通手段、贮藏手段、支付手段和世界货币。作为世界货币，它在国际市场上作为一般等价物发挥作用。这一职能只有黄金、白银或由金银作后盾的货币才能执行。一般讲来，世界货币有三种作用：(1)作为支付手段来平衡国际贸易的差额；(2)作为购买手段，在世界市场上购买各种商品；(3)作为社会财富的一般体现物，由一国向另一国转移。现在我们这里讲的，是指这三种作用之外的一种新的作用，那就是货币被用来在国际市场上购买别国货币的手段。这是货币功能的一种延伸。要懂得外汇市场的活动，就必须了解外汇的基本原理和历史演变过程。

本章概要论述外汇和汇率体系。第一部分介绍外汇的基本概念和运作特征；第二部分考察古典的金本位制，分析固定汇率体系即布雷顿森林体系的确立及其在战后发展中的作用，并讨论了浮动汇率体系及其在今天的发展。

## 一、外汇及其汇率的决定

### 1. 什么是外汇和汇率

外汇是以外国货币表示的、用于国际结算的信用凭证和支付凭证。外汇包括银行支票和汇票(电汇和邮汇)、期票、息票、中签或到期的外国债券，以及其他可以在国外兑现的凭证。在对外贸易中，出口物资可以换得外汇，进口物资则需支付外汇。

我们对国内贸易都很熟悉。当你去商店买米的时候，你会很自然地支付人民币。当然米店也很乐意接受人民币。贸易可以用人民币进行。在一国之内的商品交换相对讲来是简单的。

但是，如果你想去买一台美国造的电子计算机，事情就复杂了。或许你在商店支付的是人民币，但通过银行等的作用，最终支付的还是美元，而不是人民币。同样，美国人如想买中国商品，他

们最终支付的则是人民币。这样,我们就由国际贸易引进了外汇汇率的概念,那就是一国货币单位兑换他国货币单位的比率。例如,目前人民币外汇比率是:100美元=556.03 元人民币;100英镑=848.88 元;100德国马克=351.55 元;100元港币=71.81元;100日元=4.479 元,等等。

有了外汇汇率,现在我们就可以去买美国电子计算机了。假如计算机价格是1,000 美元,根据汇率,100 美元=556 元人民币,你只要拿出5,560 元人民币就可买下美国计算机了。你付的是人民币,但银行最终会付美元,因为这是美商所要求和所能接受的。

这里只是一个简单的例子,在外汇市场的实际情形当然要复杂得多。

## 2. 外汇供求关系决定汇率

是什么经济原则决定外汇汇率,又是什么使之改变的呢?这必须从分析外汇市场入手。外汇交易市场,顾名思义,是不同国家货币交换的市场。汇率就是在这里决定的。外汇的零售往往在银行或专门从事这类交易的公司里进行。在纽约、东京、伦敦和苏黎世等地,都有着世界规模的外汇交易市场,那里每天都有着上百亿美元的货币交易。

外汇市场与其他市场一样,主要由两大因素决定,一是货币的供给和需求,二是各国货币的价格,这种价格是以各国自己的单位标定的。投入外汇市场的当然有不少是按照当时的币值进行交换,但也有不少是根据某些货币今后可能出现的比率交换,这样外汇交易就产生了不同的种类。首先是现货市场(spot market),在这一市场交易的货币是可以兑换的,交易成立后可以立即交割,或在极短的时期内交割。第二是远期市场(forward market),大多数货币都有着远期市场。在这里,货币交易是在今后的某一时候交付,通常是1个月、3个月或6个月等等,因而交易的价格也是按今后交付时的价格计算。第三是期货市场(future market),在世界上广泛流通的货币都有期货市场。期货市场基本

上与远期市场相似,只是交易是逐日结算的。这种交易多少是与猜测和幸运连在一起的。第四是期权市场(options market),也是世界广泛流通的货币的市场。这是一种契约交易,而不是直接的货币交易。交易者具有在契约期内按照规定的价格买卖货币的物权。这4种外汇交易看来已是够复杂的了,但事实上外汇市场更为错综复杂,常常会有好几种交易交杂在一起的情形。

尽管外汇市场上有如此种种不同的交易,但汇率决定的基本原则是一样的。许多经济学家倾向于用供给和需求关系来解释外汇市场的活动。

美国经济学家萨缪尔森曾用供给和需求曲线来分析外汇汇率的市场决定。他用的例子是英镑和美元之间的双边贸易。图1-1表明的是英镑的供给和需求。美国对于英镑的需求,是由于英国向美国提供商品、服务和投资等等。美国需用英镑来支付这些商品和服务。英镑的供给则取决于美国向英国提供的商品、服务和美国在英国的投资等。外汇交换的价格,即汇率,就定于供给和需求取得平衡的那一点。

为进一步理解这一过程,让我们沿用萨缪尔森的说明,从需求一方开始。美国对英镑的需求,源于美国人需英镑去买英国自行车或其他商品,或去威尔士度假,或购买英国的保险服务等等。此外,如美国想买伦敦的土地、或英国的股份公司,都需外汇。总之,当美国去购买外国商品、使用外用服务和资产时,就产生了对外汇的需求。图1-1所示需求曲线用下降曲线DD表示,竖坐标代表美元的价格。需求曲线向下倾斜表明,当英镑价格下降时,外国人就倾向于购买更多的英国商品。例如,英镑价格从每磅1.80美元降到1.20美元,其他都不变,美国人就会买更多的英国自行车和化更多的时间去英国旅游。

图1-1中SS曲线是英镑的供给曲线。是什么促使外国人提供他们的货币给美国呢?当一个英国人进口商品、服务和资产时,他就提供了英国货币。例如当一个英国学生买美国书或到美国旅游,他那必要的支出就提供了英镑。或者,当英国政府购买美

国高级气象预报计算机时, 也增加了英镑的供给。图1-1中SS曲线斜率上升, 意味着英镑价格上升时(这时美元就变得相对便宜了), 英国就会买更多的外国商品、服务及投资, 因而就会向外汇市场提供更多的英镑。

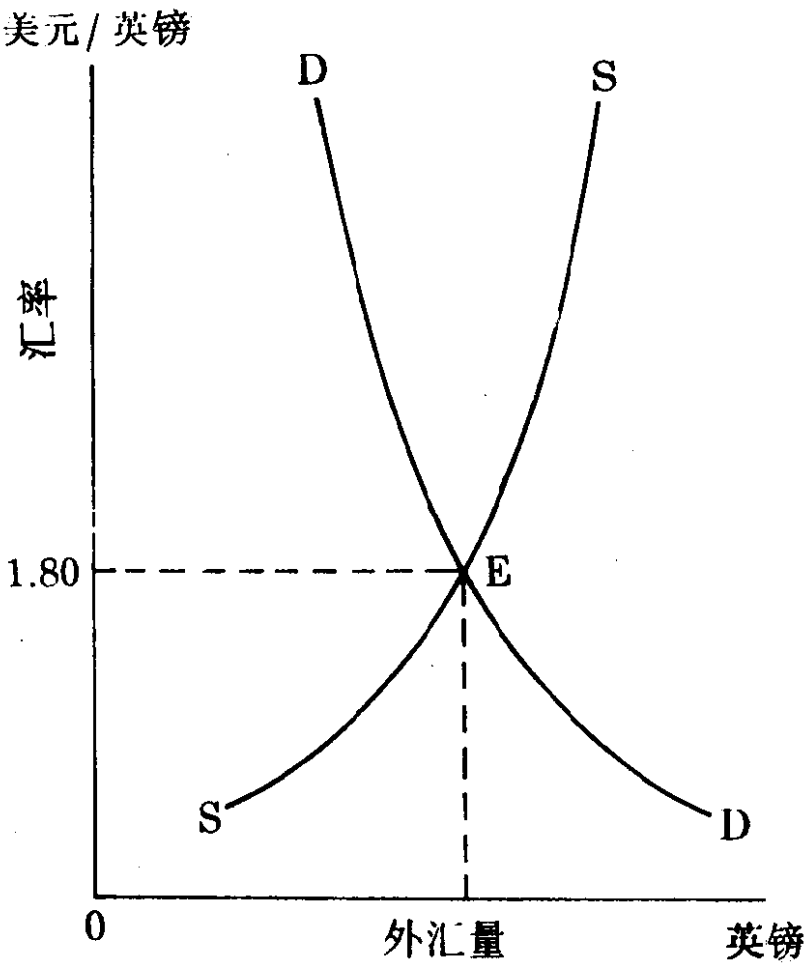


图 1-1 市场汇率由外汇供需关系决定

英镑的供给和需求在外汇市场上相互作用。市场的力量使汇率上下移动, 以平衡英镑的流入和流出, 价格就会停在外汇汇率的平衡点上。在这一点上愿意买进英镑的量正好等于愿意卖出的量。

外汇交换的供给和需求的平衡, 决定了货币的汇率。图1-1中所示的 E 点就是均衡点。这时的市场汇率是 1.80 美元换 1 英镑。

这个均衡点就是汇率。这种外汇的供给和需求存在于每一种货币，于是供给和需求就来自世界的四面八方，这个多边的交换决定了整个世界的汇率。

### 3. 外汇汇率的变化

在这一节中，我们仍然沿用萨缪尔森的图示说明。

如果国际贸易量发生了变化，或者如果美国从欧洲撤兵，或者欧洲限制从英国进口，或者由于美国国内机票降价、美国人减少了国外旅行，结果会怎样呢？

在上面提到的种种情形中，美国对外汇的需求就会减少。其结果可以在图1-2中反映出来：曲线的移动影响英国。美国购买国外商品、服务和投资的减少，造成了对外汇需求的减少。这一变化是需求曲线向左移动。结果是外汇价格下降，即英镑汇率下降而美元汇率上升。汇率变化是多少呢？刚好足以使美国出口和资本流通上升，而英国出口和资本流通下降，直到供给和需求重新达到平衡。在图1-2所示的例子中，英镑从每英镑 1.80 美元降到 1.25 美元。

除了上述贸易之类的影响之外，货币本身的贬值和升值也会严重冲击汇率。

一国货币的价格相对于另一国或所有国家的下降，叫做“贬值”，一国货币的价格相对于另一国或所有国家的上升，叫做“升值”。实行货币贬值的方式有两种：(1)降低平价，即减少货币的法定含金量或降低货币对黄金及外币的比价。这一政策的目的在于压低对外汇价，使本国商品的价格在国外低于他国商品价格，以增强其在国际市场上的竞争力。例如美元从 150 日元换 1 美元降为 120 日元换 1 美元，这就是贬值。(2)实行通货膨胀，即纸币增发日益超过商品流通所需金属货币量，使币值不断下跌。美国在 1971 年把官定金价从 35 美元 1 盎司改为 38 美元 1 盎司，就是这种贬值。

货币升值是指国家通过增加本国货币的含金量，提高本国货

币对国外货币的比价。这种升值常常是在世界金融危机时，一国为了阻止外国货币的大量流入，避免本国货币在国内加速贬值而被迫采取的一种措施。货币升值的国家，由于货币对外比价提高，出口商品价格随之提高，进口商品价格相应降低，削弱了商品的竞争能力。同时，这些国家的外汇储备以及从国外调回的资金，折成本国货币计算，也会相应减少。在 1984 年和 1985 年初，美元价格相对于别国货币达到了一个高峰，美国在世界各地的商品价格大涨，外国手中同样数量的美元只能买到较少的美国商品了。于是美国出口剧降，削弱了竞争能力。

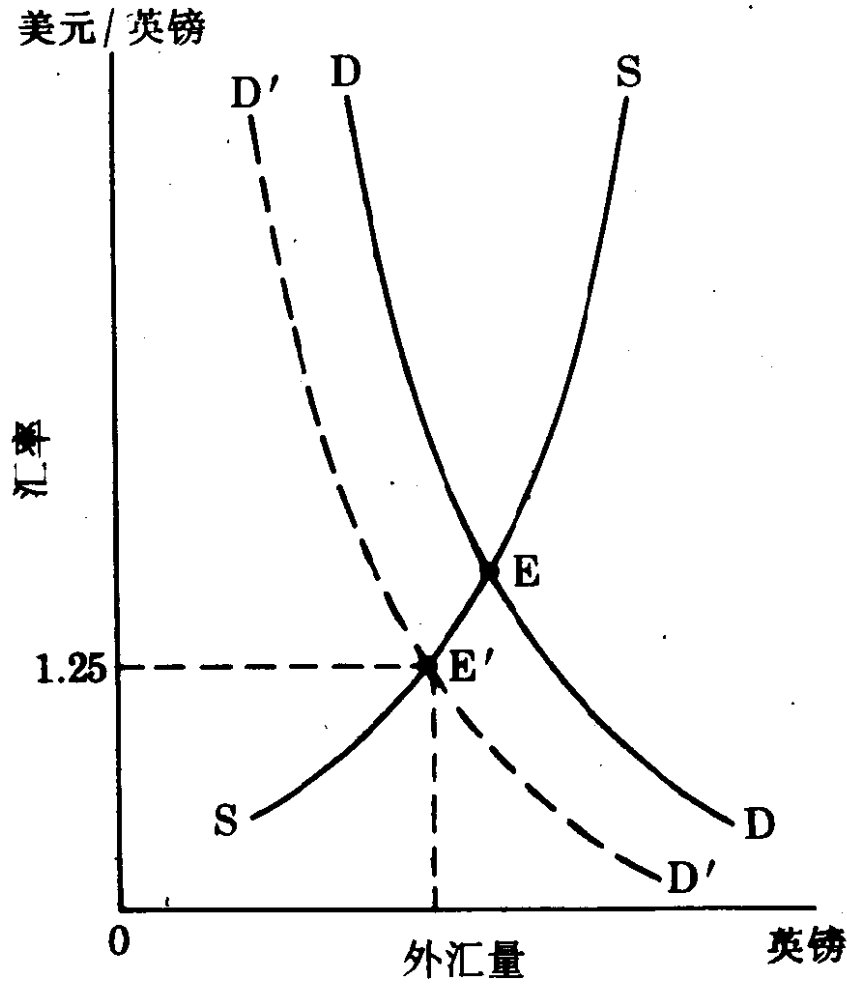


图 1-2 外汇汇率的变化

当然外汇汇率还受其他种种因素影响，例如利息率等，我们

在后面还会提到。

## 二、三大汇率体系的演变

国际货币体系在世界经济中的地位举足轻重。国际经济学家罗伯特·所罗门曾说过：国际货币体系“就像城里的红绿灯一样”，“一个功能完善的货币体系能为国际贸易和投资提供方便，能自然地适应各种变化；一个功能差的货币体系不但妨碍国与国之间的贸易和投资，而且在对各种变化作调整时，甚至会起阻止和推迟作用，引起阻碍经济发展的动荡”。

世界货币体系可以用不同汇率体系作为标志划分为三大类：金本位制、固定汇率制和浮动汇率制。浮动汇率又可分为自由浮动汇率和管理浮动汇率(managed floating exchange rate)。这些汇率体系基本上是按历史的程序发展过来的。下面我们将分别论述这三大汇率体系的发展和演变。

### 1. 古典的金本位制及其向纸币制的过渡

历史上最重要的汇率体系之一是金本位。在这一体系中，参与国之间有一个固定的汇率，在1880~1913年间金本位以其最纯粹的形式占着统治地位。在这一体系之下，大多数国家的货币都与黄金挂钩，从而国与国之间在金本位的基础上建立了汇率体系。

为什么各国货币都与黄金挂钩呢？这是因为金是最合适的世界货币。人类最早的货币有牛羊、兽皮、贝壳、布帛和金属等各种物品。由于金的自然属性，它逐渐取代了其他各种实物货币而成为真正的货币。金天然很纯，虽说金无足赤，但相对于其他金属可以说是近乎足赤了。金的质地均匀，且易于切割。更何况金的数量不多，难以开采，因而它含有的价值较高。随着世界范围商品交换的发展，金也就成了最理想的世界货币了。

金成了世界货币之后，各国的货币都与黄金挂钩，确立了金

本位。英国是在 1816 年实行金本位的，法国虽说是 1928 年正式实行金本位制，但在 1873 年限制银币自由铸造时在事实上已是金本位制了。美国在 1900 年正式实行金本位制，但实际上在 1873 年也停铸银元。德国在 1871 年，日本是 1897 年相继都实行了金本位制。不发达国家实行金本位制稍晚于发达国家。埃及是不发达国家中最早实行金本位制的国家之一，那是在南非发现大金矿后的第二年，即 1885 年。墨西哥是 1904 年实行金本位制的，印度到 1927 年才实行金本位制。

在这里我们想插一段中国的银本位制的废除。中国长期实行的是银本位制。1935 年废除银本位制。美国在 1929 年经济危机的冲击以后，实施“白银政策”，提高银价，以图操纵世界银市，迫使中国加入“美元集团”，从而取得在对华贸易和投资的有利地位。结果使中国白银大量外流，在中国国内造成严重银荒，一时物价暴跌，企业纷纷倒闭。1935 年 11 月在英国的操纵之下，国民党政府宣布废除银本位。由于当时金本位的地位已在动摇，中国也就没实行金本位，而是通行法币，即纸币制度。法币和英镑挂钩，1 法币 = 英币 1 先令 2.5 便士，这样中国就加入了英镑集团。但美国在同年 12 月变更购银办法，抑低银价，使中国在国外市场出售白银处于不利地位。国民党政府被迫作出让步，补充宣布对美元的比价：法币 1 元 = 0.2975 美元，这样又使法币同时依附于美元。有趣的是，最近美国经济学家弗里德曼写了《货币的危害》一书，其中一章专门论述美国当时对中国的白银政策。他提到有一种观点是，美国的白银政策使中国在很长一段时期通货膨胀严重，促使了中国经济的破产。

现在我们再回到金本位去。金本位的功能是比较容易理解的。假如人们到处支付的只是黄金，于是购买别国的商品只要支付相当于商品价格的黄金就可以了。这里没有外汇汇率的问题，因为金是世界共同的货币。当然每个国家都发行自己的金币，选择不同的金币单位。维多利亚女皇选的是 1/4 盎司的金量(英镑)，麦肯利总统选的是 1/20 盎司的金量(美元)。在这种情况下，

英镑的重量是美元的 5 倍,这就有个自然的汇率:5 美元 = 1 英镑。这是 1914 年以前金本位的基本情况。各国都倾向于用它们自己的金币,但任何人都可以自由熔化金币,然后按当时的金价出售。除了有些熔化、海上运输和重新铸币的损耗,所有国家都按金本位的固定汇率交换,这汇率是由各国货币单位的含金量决定。

第一次世界大战以后,随着国际政治、经济关系的发展,国际结算增多,各国越来越意识到金作为支付手段,携带实在不方便,各国政府都逐渐过渡为使用信用货币,不过当时的信用货币仍是以金币为本位货币。银行券等各种信用货币可以自由兑换金币或黄金。但由于大多数国家黄金储备日益减少,这种制度无法再维持下去,到 20 年代,金本位制进入了一个新的阶段,即金块本位制和金汇兑本位制的阶段。

金块本位制和金汇兑本位制都是由金本位制衍生出来的,是金本位制的两个分支。

在金块本位制之下,国内不流通金币,银行券在一定数额以上才能按含金量兑换金块。第一次世界大战后,英国、法国、比利时、荷兰等国曾相继采用这种制度。如英国在 1925 年规定,银行券兑现只能兑换净重 400 盎司的金块。这是一种残缺不全的金本位,很不稳定,实行不过几年,1929 年的世界经济危机后,都先后崩溃了。

金汇兑本位制又称“虚金本位制”。在这种制度下,国内不流通金币,只流通银行券,对外则无限制供应外汇。银行券可以兑换外汇,但这种外汇只能到国外才能兑换黄金。这种制度,是把本国货币同另一金本位国家的货币保持固定比价,并在该国存放大量黄金或外汇基金,以备随时出售外汇。一次大战的战败国德、意、奥等曾以国外借款作为外汇基金实行金汇兑本位制。除这些经济实力薄弱的资本主义国家外,实行金汇兑本位制的主要是国外殖民地。爪哇、印度、暹罗、菲律宾分别于 1877 年、1893 年、1902 年和 1903 年实行这种制度。清朝末年荷兰中央银行总裁卫士林曾主张中国实行这种制度。