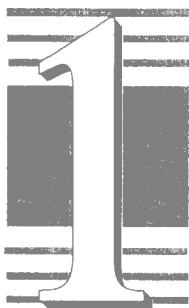


# 第一部分

## 市场概况





# 市场概述

这一介绍性的一章列示了外汇市场以及与其相关联的国际货币市场发展的一些重要因素。我们通过金本位制、布雷顿森林体系和欧洲汇率机制来追溯汇率体系的发展过程。我们同时也介绍了欧洲货币市场发展的因素以及伦敦作为金融中心是如何在该市场中扮演主角的。

虽然本章也介绍了一些主要的货币市场工具，这些在第三部分还将详细介绍，但本章的重点仍然在于外汇交易。

如果您比较着急，则大可不必为了想在市场上能够成功交易而对市场的起源刨根问底，您可以放心地跳过这一章。不过，如果您对于市场的许多业务是个新手，那会发现懂一些背景知识是一件好事：它能帮助您对于为什么市场是现在这个样子有更好的理解。

## 市场组织

外汇交易是指为了结算和支付的需要而在买进一种货币同时卖出另一种货币的交易。汇率是一种货币的单位货币以另一种货币的数量表示的价格。

每天全世界大约有 300 亿美元的商品和劳务交易。世界的各家银行几乎可以借给它们的主要客户任何一种货币用于各种交易需要。与此相适应，这些银行自身之间形成了多种货币的内部市场——缺少某种货币的银行可以向多余这种货币的银行借入或购买所需的货币。

虽然没有精确的数字，但可以大约统计出每天为追逐更高回报或更安全回报的越境投资资金的数量。不过，应该注意到的是，当今大量的外汇交易并不与国际贸易和投资直接相关。据统计（“Economist”1996 年 3 月 30 日）每天大约有价值 1.2 兆美元的货币换手，见图 1.1。

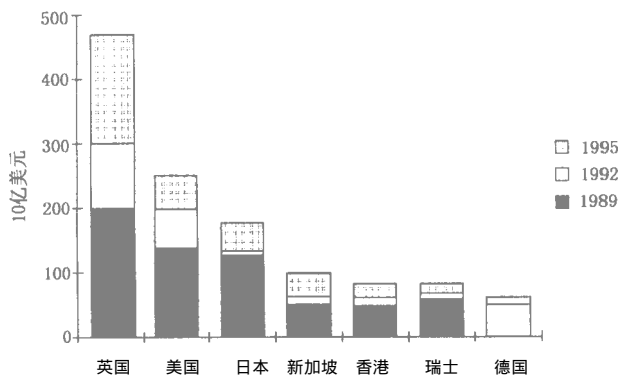
一般的银行同业交易商基于他们自己的理由，通常不做投机交易。这是少数资深交易商的一种保护措施。他们只对有时由大笔交易造成的机会作出反应。

银行进行交易的目标是：

- 在可接受的风险程度下争取利润；
- 加强银行在同业和客户中的地位。

自 80 年代以来，外汇交易的规模增长迅速。大批的外汇交易在伦敦、东京和纽约市场进行。这些市场具有以下特点：

- 容易进入（对于国际性银行）；
- 流动性强；
- 规范的交易规则。



资料来源：英格兰银行，1996年3月。

图 1.1 主要市场的交易额

外汇市场及其相关的货币市场主要是无形（“over-the-counter”简称 OTC）市场。换句话说，货币种类、数额、结算日期和价格都是可以磋商的。这些信息仅对相关各方公开，没有义务对其他方面披露。虽然为了标识的目的，市场做市商会对各种不同固定结算日和市场主要交易数额的交易进行标价，但这种场外交易不像期货市场那样具有固定的合同金额和到期日。

外汇交易商通过电话、计算机网络，现在更多通过电传，和世界市场保持 24 小时联系。外汇市场没有一个物质的有形的市场，但在任何时候至少总有一个货币中心在世界的某一处开放。通过一个相互紧密联系的网路，银行将款项从进口方支付给出口方，并且完成这些支付的货币的兑换。现代化的电子联系方法差不多可以使资金在瞬时转移到世界的任何一个地方。

## 市场结构

绝大部分的外汇交易商擅长于一种或一小组密切相关的货币的交易。事实上，没有仅有一种外汇的交易的市场，实际存在的是具有一组由或多或少的一对一相互相关的货币交易的组合市场。一些主要的交易项目是：

- 美元 / 德国马克 / 瑞士法郎
- 美元 / 日元
- 英镑 / 美元
- 欧洲汇率机制的成员货币
- 斯堪的纳维亚货币
- 中东货币

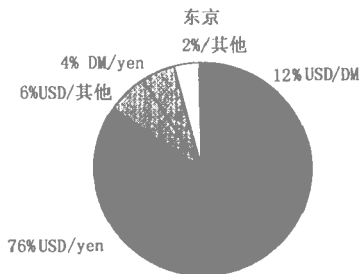
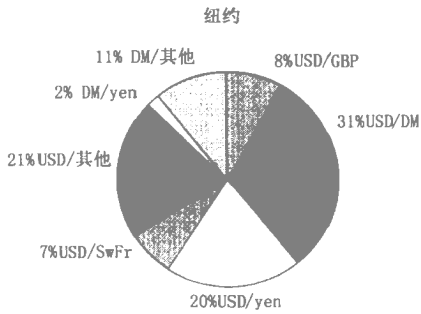
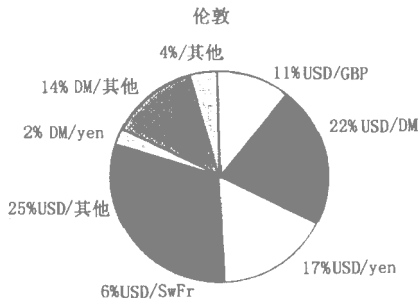
这些主要货币的流动性是非常好的，而其他不常见的货币不易交易，并且对非熟练的交易者来说是危险的。

市场的流动性是指不会引起明显价格波动的交易实现的容易程度。

图 1.2 显示了 1995 年几个主要外汇交易中心的各种货币交易额的构成比重。

美元是主要的交换媒介货币

自第二次世界大战以来，绝大多数的国家都通过买入或卖出美元来结算它们贸易的债务。下面将对如何运作作一说明。



资料来源：英格兰银行，1995年11月。

图 1.2 按币种分类的主要市场的外汇与交易额

## 例

一家英国公司从德国进口必须支付德国马克。该公司要求它开户的英国银行用德国马克付款并换算将支付款项折算为英镑的成本。这家英国银行从外汇同业市场上获得德国马克来完成这笔交易。它用美元从另一家银行买入马克并将美元转入那家银行在纽约的开户行的帐户，然后再用英国公司在伦敦的英镑帐户中的英镑从市场上买入所用的美元。

这种通过美元完成的德国马克与英镑的外汇交易称为交叉货币交易。现在世界上大约 90% 的外汇交易仍然采用这种方式，美元仍保持着外汇市场中关键货币的地位。

## 市场起源

正如我们在本书中将要看到的，国际贸易、货币兑换和货币的借贷总是密切联系的。

在没有货币存在的社会，货物和服务的交换比例是通过惯例、法律或是物物交换确定的。随着交易扩大和货物种类的增加，物物交换的体系变得越来越混乱和难以使用。最终的解决方法是创造一种一般的交换媒介——货币。

货币最大的好处是能够使生产者专门从事某种生产工作。在物物交换的情况下，劳动的划分是很困难的，人们不得不花费大量的时间和精力用于物物交换。因为物物交换只有在交易双方正好有互补的需求时才能进行；而使用货币就无需如此。正如一位著名的经济学家指出的，为了买一套衣服，一个农民不需要去找到一位饥饿的裁缝。

罗马人曾经试图在他们的帝国内建立他们的货币体系，

这不仅是为了使交易更便利，而且是为了建立一个易于管理的税收体系。他们的货币常常是挂靠帝国内的各个国家各自的货币使用的：一种最早的欧洲统一货币的尝试。铸币的黄金含量差异很大，有些干脆根本不含黄金。一个不同货币间的兑换平价体系必须建立起来。

在售出货物之前就获得货款的主意也很早就出现了，这导致了有利息的货币借贷业务的出现。现代银行的雏形出现了。

## 伦敦

1694 年，英国国王威廉二世需要紧急为对法的战争筹款。通过税收筹集资金需要太长的时间，威廉·帕特森，一位苏格兰商人，建议创建一家银行，该银行可以将其部分资本贷给政府。

在这一年的春天，国会通过了一项合并建立英格兰银行的法案，世界上第一家中央银行成立了。公众也被邀请投资该银行，11 天之内，120 万英镑的英格兰银行的股票被认购。

私人 and 参股银行在世界上已经存在了几个世纪，英格兰银行的特别之处在于其拥有皇家的特许，它可以独占伦敦城内 60 英里半径范围内的其他任何银行的业务。

创立英格兰银行的结果是从那以后，政府不得不在税收和铸币等事务中都与英格兰银行进行商议。这些使得中央银行在货币管理和国内利率确定上具有强有力的发言权。

由于政府干预相对较弱，英国在贸易竞争中的大大扩张以及英国富商的大量增多，为伦敦提供了很好的发展环境，所以伦敦发展成为世界金融的中心。

直到 1832 年，英格兰银行才失去其垄断地位，为银行业

和金融服务业的繁荣让出一席之地。新的伦敦的各家银行建立起来，它们提供航运贷款、商业融资和保险等金融服务。外国银行业纷纷进入伦敦以寻求最好的商机和最具吸引力的利率。

19 世纪，英国货币成为世界贸易普遍使用的货币，关键的原因是：

- 欧洲和美洲的快速工业化依赖进口大量未加工的材料，例如铁矿石和钢；
- 运输和通讯的迅速发展使得世界贸易和为这些贸易融资的国际资本流动的发展提供了可能。

## 金本位制

在第一次世界大战之前以及战争中的一段时间，主要的贸易国家都奉行国际金本位制。这要求各国规定其单位货币的一定含金量。中央银行通过支持黄金与纸币的自由兑换来保证货币的含金量。政府必须允许黄金的自由输入输出。

这些条件保证了汇率的稳定性。黄金的国际流动保证了官方汇率（铸币平价）接近黄金的价格。每个国家货币的量随着其黄金拥有量增长和缩减。

## 战争 繁荣和衰败

第一次世界大战在多方面扰乱了世界主要的经济力量。一些国家陷入沉重的债务之中，而其他一些国家却正处于空前的繁荣，这种情况一直持续到 1929 年发生华尔街危机。在之后的经济不景气时期，金本位制承受了越来越大的压力，最后终于被放弃。

欧洲国家一个接一个放弃金本位制，试图通过使用软货币来削弱贸易竞争对手。猖獗的通货膨胀严重损害了像德国马克等货币的价值。

不久之后，欧洲卷入了又一次战争，美国进一步巩固了作为世界经济发电厂的地位。美国政府和金融家支撑着盟军，所以世界的其他国家都成为了美国工业的主顾，而且他们都被要求以美元付款。美元取代了英镑的地位成为国际贸易结算的关键货币。

### 布雷顿森林协定

二次世界大战以后，盟国的政府决心避免重蹈二三十年代的货币混乱和经济衰退的覆辙。要做的第一步工作就是重建国际货币体系。1944年7月，联合国货币和金融会议在美国新罕布尔的布雷顿森林小镇召开，会议设计了可调整的盯住汇率体系，并且创建了国际货币基金组织（International Monetary Fund 缩写为 IMF）和国际重建和发展银行（World Bank, 缩写为 WB），以此来达到重建国际货币体系的目的。

国际货币基金组织的目标是维持货币的稳定和消除妨碍国际贸易的汇兑限制。为了保持和调整外汇的平价，新的规则建立起来。每一国家的货币的价值以一固定量的黄金表示；但是支撑整个体系的关键是 35 美元等于 1 盎司黄金的美元与黄金的官方固定比价。

外汇汇率保持在围绕官方公布平价的一个非常狭窄的波动范围（ $\pm 1\%$ ）内。例如，从 1949 年到 1967 年，英镑一直盯住在 1 英镑 = 2.80 美元的平价水平上。布雷顿森林体系帮助实现了比第一次世界大战后更快的世界贸易的恢复。当然，这还有其他因素的原因，其中之一是美国发起的马歇尔计

划——一项为西欧和东欧提供 120 亿美元援助的计划。

## 欧洲美元市场

在战后重建时期，苏联积聚了巨额的美元储备，这些美元存在于纽约、巴黎和伦敦的几家银行。这些金融机构是苏联中央银行在对外贸易中不可缺少的。随着冷战的升级，对于美国冻结苏联资产的担忧也越来越深重。

为了提前防范这一可能出现的情况，苏联将其美元存款转存到欧洲的一些银行，由它们替代苏联在纽约的位置。这样，同样的美元却不再被美国认为是苏联的资产，而被认为是欧洲银行的资产。苏联美元的主要存款行是位于伦敦的法国银行。

苏联这样选择的原因，部分是因为当时法国议会有大量的共产主义议席，部分则是因为伦敦市场操作拥有较大的自由。当时伦敦为了开展劳埃德海上保险公司的保险费和理赔的结算业务，已经在纽约建立了高效的、现代化的美元清算系统。这就是我们所说的欧洲美元市场的形成原因。

### 什么是欧洲美元

欧洲美元是指这样的美元，其银行业务不受制于美国国内银行业的规则。

欧洲银行帐面上的美元存款是和这些银行在纽约相同数额的存款相对应的。真正的、实在的美元实际上还是存在于美国境内，只不过是记在外国银行的存款帐户中。

“欧洲”的前缀并不意味着欧洲美元必须被欧洲的银行持

有或是存在于欧洲。在阿曼群岛、香港、新加坡（即通常所称的“亚洲美元”市场）和其他一些金融中心已经建立发展了一些欧洲美元业务的离岸市场。

从 1981 年美国通过美国国家银行法案开始，甚至在纽约开业的银行也被允许开展欧洲美元业务。

不管达成交易的中心在哪里，事实上两家离岸银行间的欧洲美元业务最终都要通过等值的纽约卖出经纪人和买入经纪人间的交易完成。相应地，代理银行通过联邦储备体系来结清相应的资金。

## 市场的成长

非常自然地，欧洲美元市场在二战后的 20 年间在伦敦兴盛起来。在这里，有美元盈余的金融机构将美元贷给缺少美元的银行和企业。依靠银行的这些业务，一个活跃的外汇市场也兴旺发达起来。

其他还有一些促进欧洲美元市场发展的因素。其中之一是美国对于国内美元存款利率的限制，即美联储 Q 条款的限制。这一条款规定了美国银行对于国内定期存款支付的利率的上限。

这鼓励了存款者将美元存往伦敦以获得纽约美元与欧洲美元的利差。

另一因素是随着通胀压力在美国（英国）的重现，伴随出现了刚性汇率体系下的国际收支失衡。赤字国家国内开支过度 and 资本流出过度应该通过高的利率加以控制；但是在二战后的情况下，这无疑是自取灭亡。

而实际上从 1957 年直至整个 60 年代，英国政府试图通过直接限制银行可以贷出的英镑数额来控制货币供应量。这

鼓励了英国银行用美元作为贸易融资和对外投资的货币。

在美国，肯尼迪政府独创了扬基债券（Yankee Bond）市场（国外借款者在美国发行的美元债券），并将美元贷款作为外国解决国际收支的来源。1964年，当局出台了利息平等税，这一税收大大抵消了在纽约筹集资金的成本上的好处。

之后，在1965年，美国推出了《外汇信贷项目限制准则》（Foreign Credit Restraint Program Guidelines），直接限制将国内的美元贷给外国借款者。同时，美国的跨国公司被鼓励更多地将在欧洲美元市场而不是国内美元市场作为国际贸易和扩张的资金市场。

以上可以总结为这样一幅图景：这一时期美国的银行业因为贷款限制和人为的低利率而缺少发展机会。而贷款由银行自己控制的欧洲美元市场却逐步兴盛起来。

### 市场发展趋势

经过60年代的发展，许多美国银行都在伦敦建立了金融机构，这些机构很快就开展了全面的业务。表1.1显示了这种发展。

表 1.1 1966~1972年伦敦的美国银行

年 末	具有分行的银行数	分行数
1964	11	180
1966	13	244
1968	36	373
1970	79	532
1972	107	627

因为伦敦的许多业务都是以美元为关键货币的，所以纽

约的外汇业务也因此而显著增长。

在 50 年代，伦敦或纽约的外汇交易商在同业交易中汇率标价的基本数额是 1 万美元。然而到了 60 年代末，市场接受的数额是 100 万美元，在交易商行话中称为“1 美元”。现在，虽然许多银行交易的额度在 100 万美元到 500 万美元之间，但“1 美元”是最小的数额，500 万美元和 1 000 万美元也很寻常。

随着新的国际融资工具——欧洲债券、欧洲票据和欧洲商业票据等一个新家族的发展，以及今天称之为货币互换的背对背贷款的发展，各种工具之间的联系也越来越紧密。我们将在本章中简单介绍一下主要几种金融工具的情况，在本书的第三部分中我们再作详细讨论。

表 1.2 显示了重要债务类型的总额。欧洲债券和欧洲票据市场已经和世界最大的借款市场——美国政府债券市场的规模相当。还有国际银行的债权当中有很大比重是银行同业存款。这些存款大部分是在 12 个月及其以内到期。

不管一种债务工具的到期日如何，债务受益人都有权利将这些钱投资到其他币种货币的工具，这就促进了外汇交易的增长。

表 1.2 欧洲货币债务

估计的国际市场的融资净额(单位:10 亿美元) <sup>1</sup>								
净国际融资的构成	1994	1995				1996	1995年12月 末的股票 价值	
	年度	年度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度		1 季度
国际银行债权总额 <sup>2</sup>	272.9	651.7	318.4	166.1	92.0	75.2	..	9 223.6
减: 银行同业存款	82.9	336.7	158.4	91.1	47.0	40.2	..	4 578.6
A = 净国际银行贷款	190.0	315.0	160.0	75.0	45.0	35.0	..	4 645.0
B = 净欧洲票据	140.2	192.4	36.0	52.6	57.8	45.9	56.6	593.8
发行的国际债券总额 <sup>3</sup>	373.6	359.9	74.5	79.9	101.9	103.6	129.9	
减: 赎回和买回	228.1	239.2	54.7	58.2	60.4	65.8	74.5	
C = 净国际债券融资 <sup>3</sup>	145.5	120.8	19.8	21.7	41.5	37.8	55.5	2 209.6
D = 国际融资总额 <sup>4</sup>	475.7	628.2	215.9	149.4	144.3	118.6	..	7 448.3
减: 重复计算 <sup>5</sup>	65.7	118.2	40.9	39.4	29.3	8.6	..	1 008.3
E = 净国际融资总额	410.0	510.8	175.0	110.0	115.0	110.0	..	6 440.0

说明: 1. 数据变动没有考虑汇率对银行数据的影响和欧洲票据数据变动对债券融资的影响。

2. 所有货币种类的跨国债券加上国内的外币债权。

3. 不包括 EMTN 计划中发行的债券, 这些包含在了项目 B 中。

4.  $A + B + C$ 。

5. 银行购入或发行的国际证券广义来说被计入了项目 A。

资料来源: 国际清算银行, 1996 年 6 月。

## 从固定汇率到浮动汇率

60 年代中期, 联邦德国和日本对美国的经济霸主地位再次提出挑战。1971 年, 在过度资本外流和贸易赤字扩大的压力下, 美国被迫放弃了美元与黄金的官方兑换性(在这之前官方价格一直固定在 35 美元兑换 1 盎司黄金)

尼克松政府这一惊人决定的结果是进入了一个建立新的更灵活汇率的时期。美国希望保护美元对黄金的平价, 但是允许根据市场力量确立一套新的汇率平价体系。相反, 大多

数欧洲国家和日本意识到这无疑会引起他们的货币对美元的升值（使他们的出口降低竞争力），他们更喜欢美元对他们的货币和黄金更有控制地逐渐贬值。

1971年11月17日，10国集团（美国、英国、加拿大、法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时、瑞典和日本）在华盛顿市的史密森学院会晤，在那里他们达成一项协议。美元对黄金从35美元1盎司黄金贬值到38美元1盎司黄金，同时其他货币对美元在10%的范围内重新确定官方汇率。汇率变动的范围放宽到围绕新的“中心”汇率上下波动2.25%。

《史密森协定》只是缓解美国国际收支问题的权宜之计。1973年2月，美元再次贬值。不久之后，10国集团的其他国家都允许本国货币对美元自由浮动，这样固定汇率的布雷顿森林体系彻底崩溃了。

浮动汇率体制引发了以外汇交易作为盈利途径的方式，这种情况一直延续至今。这与欧洲货币体系的建立和向欧洲货币同盟发展相一致。

美元的贬值和美国国内利率的提高导致了美元的回流。在随后的5年内，接近三分之一的欧洲美元流回了美国。产生的空隙被德国马克、瑞士法郎、日元、荷兰盾、英镑和其他一些货币填补。这些货币的影响从此不断增强。

## 石油危机和债务问题

1974年OPEC提高了石油的价格，从而大大改变了国际债务的流向。几乎在一夜之间，石油价格从几个美元一桶涨到了25美元一桶。

结果，北美、欧洲和日本的工业承担了较高的成本，而产油国（主要是海湾国家）却变成了美元的富翁。欧洲货币市场