



历史回顾

引 言

外汇的出现已有很长时期，你可以回想起在学生时代《圣经》上曾这样提到过：2 000多年前耶路撒冷的教堂外的货币兑换商和放债者，两种货币分别是以色列谢克尔（Shekel）和古罗马的第纳里（Dinari）。古罗马人正在向居住在 Bethlehem 的犹太人征税，犹太人的国内货币是谢克尔，而纳税则要用第纳里。罗马人确定税率，其他人——货币兑换商——则确定外汇兑换率。

离现代再近一些的意大利中世纪，货币兑换和放债是由

繁荣富裕的家庭进行的，放债者可以围着城中广场四周坐在凳子上放债。在意大利语中称凳子为“Banco”从这一词我们可以衍生出银行一词。在 12 世纪，一群富裕的意大利商人来到伦敦建造银行大厦，他们来自隆巴底，但数年之后即离开了——一种令人捉摸不透的信用决策的结局。虽然他们已不再涉足这一领域，但留下了他们的遗产——伦敦城内的隆巴底街。

近年来，已有许多与外汇有关的国际协议，在考虑这些协议之前，我们必须认识到现代市场反映了所有先前历史事件的图景。下面我们对外汇史上几个值得注意的重大事件加以介绍。

两种金本位制（1880~1914）

这是一种固定汇率制，即货币平价与黄金挂钩。在金币本位制（Gold Specie Standard）下，黄金是国际上认同的唯一兑换和支付媒介。因此，在这种汇率制下，必须满足某些前提条件：

- 中央银行必须同意按固定价格出售和买入黄金，而且数量不受限制
- 任何人都可以将黄金熔化并用于不同的用途
- 黄金的持有者有权在国家造币厂将金块铸成金币而且不受数量限制
- 黄金的进出口不受限制

所以在金币本位制下，一种货币的流动性与黄金的生产有关，因为铸币的面值与铸币的含金量相等。

在金块本位制下（Gold Bullion Standard），流通中的货币既可以全部是纸币也可以部分为纸币，黄金被用作储备资产。

纸币可以和黄金兑换，但两者之间并不等价。这就使纸币的发行银行不再需要准备足额的金块作为发行保证。

结果，流通中的纸币量总是大于黄金的持有量。

战争时期（1918～1939）

战争的代价是昂贵的。战时经济的财政需求只能通过创造货币来满足，这就会导致有关国家程度不等的通胀，并破坏不同国家的货币之间原有的平价关系。重新纠正这种平价关系需要有些国家的货币贬值，另一些国家的货币升值。通货膨胀和通货贬值仅仅是所面临的问题中的两个，在 30 年代初期，另一个主要问题是施加外汇管制。各国政府需要对货币流入或流出本国加以控制，结果就导致了外汇的定量配给。第二次世界大战的爆发迫使全球所有国家都引入外汇管制机制，甚至那些原先不采取外汇管制的国家也都纷纷仿效实施。

金汇兑本位制（1944～1970）

为了避免战争时期所经历过的贬值—升值—通胀周期的危险重演，美国、英国尝试建立一种“自由、稳定和多边货币体制”。1944 年 7 月，由美国提出并被世界各国所接受的布雷顿森林协议（在美国新罕布什州的布雷顿森林签署），通过采用类似于原先的金本位概念而建立的国际货币秩序达到了这种目的。与此同时，又创立了国际货币基金组织（IMF）来对这种新型的国际货币体系的运行进行监管。IMF 的主要目标是：

- 确定稳定的汇率
- 消除现存的外汇管制
- 使所有货币成为可兑换货币

IMF 的每一个成员国都将自己的货币与黄金或美元确定一种平价，并保证通过中央银行的干预活动将汇率维持在 $\pm 1\%$ 的幅度内。欧洲由于受到战争的重创，摆脱战时外汇配给制的步伐较为缓慢，因此外汇自由化的进程也非常缓慢。货币自由兑换的最终日期确定于 1958 年 12 月 27 日。

虽然在 1949 年初存在一股贬值的浪潮，布雷顿森林协议在多年中一直有效。自这种兑换制度实施以后，第一次严重的考验出现在 1958 年底、1959 年初。在 1958~1960 年间，美国在巨额国际收支赤字 (USD112 亿) 引起了兑换黄金的风潮，导致 1951 年以来美元与黄金的比价首次超过一盎司黄金兑 35 美元的水平，各国央行组成了黄金“蓄水池”试图稳定市场。在此期间，各国经济的增长出现了很大的差距，导致了一系列汇率升值事件。1961 年，联邦德国和荷兰由于巨额的国际收支顺差而重新确定荷兰盾与德国马克之间的比价。在 1967 年，英镑兑美元的汇率从原来的 $\pounds 1 = \text{USD}2.80$ 贬值为 $\pounds 1 = \text{USD}2.40$ 这引起了新一轮抢兑黄金的风潮，最终迫使各国央行摒弃了作为黄金“蓄水池”的角色。

在随后的年代里，1968 年法国的社会动乱几乎耗尽了法国央行的全部外汇储备，法郎贬值达 11.1%。而在联邦德国，由于资本的巨额流入导致马克升值 9.3%。

布雷顿森林体系的崩溃 (1971~1973)

布雷顿森林体系的崩溃是突然间发生的，主要起因于对

美元缺乏信心。美国经济遇到麻烦是从约翰逊总统对越南战争进行财政拨款开始的，这一举措增加了美国的经常项目赤字，引起 1971 年的美元危机。到 1971 年 8 月 15 日，尼克松总统最终中止了美元与黄金的可兑换制度。在 1971 年 12 月中旬，美国宣布，如果西欧主要国家和日本对其货币进行升值的话，美国随时准备将美元贬值。这就为全面恢复固定汇率制清除了障碍。1971 年 12 月 17 日至 18 日，在斯密森尼尔协议 (Smithsonian Agreement) 的框架内，美国将黄金的价格提高到每盎司黄金兑 38 美元的水平，等价于 7.9% 的美元贬值。日本和欧洲主要国家的货币则升值 7.66%。与此同时，对固定汇率的干预幅度放宽至 $\pm 2.25\%$ 。投机活动立刻猖獗起来。到 1973 年 3 月，日本和欧洲的硬货币国家停止承担对外汇市场进行干预的义务，固定汇率制实际上消亡了。

自 1973 年以来的时期

固定汇率制崩溃以后，许多工业化国家转而采用浮动汇率制。起初人们将此作为短期措施看待，但不久人们就发现要再回到以前的汇率制度下已根本不可能。大多数国家都已采用某种形式的有管理的浮动汇率制度，当汇率变动过度剧烈时，央行就可以干预市场以稳定汇率。

自布雷顿森林体系崩溃以后，由于汇率变动难以令人捉摸，所以管理货币风险的难度日益增加。但就美元的变动来看有两个主要的趋势：首先，美元上升和下降的波动幅度一般都要持续若干年。从长期角度看，正确地判断这种趋势并不困难。第二，直到 1985 年 9 月普拉扎协议 (Plaza Accord) 为止，中央银行对外汇市场的干预大多被看成是一种获利机会，

因为央行想控制市场力量的企图是徒劳无益的。

为了更全面地评价 1985 年以来的外汇市场变化，让我们来分析在此之前的外汇市场波动。在 1979 年至 1984 年间，德国马克对美元的贬值几乎是直线下降型，从 DEM 1.73 至 DEM 3.15 大约贬值了 82%（见图 1.1），几乎找不出有哪一段历史时期的汇率变化与此完全类似。



资料来源：DATASTEAM.

图 1.1 德国马克兑美元贬值走势图 (1979~1984 年)

到 1984 年底，一般认为美元对西方主要国家货币已经被严重地高估，因而到 1985 年 9 月，世界主要工业化国家的财政部长聚会商讨共同努力将美元汇率降下来。经过审慎的考虑，美元贬值大约 50%，但到 1987 年末，美元又开始回升。

现在已经很清楚，将与汇率变化有关的基本因素如通货膨胀、国外因素、利率差等作为基础来预测汇率，对保值者、贸易商以及套汇者而言意义有限，甚至可以说没有价值，在竞争因素中，上述因素现在一般并不居于重要地位。



外汇市场背景和发展

引 言

外汇是什么？外汇是如何买卖的？当人们谈到外汇时，他们通常是指以一种货币来衡量另一种货币的价值。一种典型的说法可能与美元的走强有关：美元变得强硬对美国国内几乎不会产生什么影响，但会使美国人在购买外国商品时更为便宜。然而，在国际市场上，美元的升值将使美国出口商品变得更为昂贵，从而可能削弱其竞争力。实质上，这种说法关注的是美元在全球市场上的价值，也就是说一单位美元可以购买多少其他国家的货币，或者说为了兑换到一定数量的第

二种货币，需要放弃多少美元。

公司和个人不会无缘无故购买或出售外汇，他们这样做是为了支付商品和劳务。从这种角度看，外汇交易基本上是指支付机制的一个构成部分，在商业银行看来，外汇交易就是指个人或公司将外汇转换成国内货币或将国内货币转换成外汇。顺便提一下，外汇在市场上的标准缩略词是 FX 或 Forex。

一国的外汇市场通常位于一国的金融中心，靠近有关的金融市场。在英国，外汇市场就在伦敦，在其他地方很少有外汇交易活动发生。伯明翰的客户可以将美元出售给当地的商业银行以换取英镑，这种交易属于“零售”(Retail)但这笔交易最终要由在伦敦从事国库券交易的银行进行定价和处理，这类银行一般涉足所谓的“批发”(Wholesale)市场或银行同业市场。

在美国，绝大多数外汇交易活动集中于纽约，但由于美国国土辽阔，所以芝加哥和太平洋西海岸的一些银行在下午也从事外汇交易。交易通讯网络有电话、电传以及直接的电子交易系统，如路透系统和道琼斯系统。

现在已经不需要外汇交易的双方到某一特定的交易场所进行交易。这是因为外汇市场在全世界的商业银行的交易室里都可以进行。这一点与某些交易所交易的产品形成了对照，交易所交易是指交易双方必须在所谓的交易大厦内完成交易。外汇市场是一种场外市场(Over-the-Counter, 简称 OTC), 在这样的市场上, 交易的价格、交易的数量、交易的币种以及到期期限都是可以通过协商加以确定的。交易一方必须承担另一方的信用风险, 即使在即期交易条件下, 在货币最终结算时, 这种风险也依然存在。

一些世界主要银行的许多交易室所雇用的人员超过 150

人 这些‘前方营业室 (Front Office)’中包括交易员、营销人员以及经济学家——有时这类人员多达 250 人。这种前方营业室是外汇交易成交的场所，也就是银行与其客户确定外汇买卖业务的地方。前方营业室与后方营业室 (Back Office) 不同，后方营业室主要处理外汇交易。中间营业室 (Middle Office) 则指信息技术、法律、审计、财务控制等附属部门。并不是所有交易人员或后勤人员都在外汇市场上从事活动，他们中的有些人可能是在货币市场或存款市场上工作，也有的是从事债券、衍生产品或黄金交易。然而，在局外人看来，有一点是可以肯定的，即交易室是一个混乱无序的场所：交易员正对着不止一个话筒发号施令，与经纪人席位不时进行联系，或者交易员之间互相大声叫喊，或对任何一个恰好经过的跑手发出指令——一切都在同时进行！外汇交易员特别是在即期市场上的交易员是一个喧闹的群体，这种形象有时候令银行业另一班更具绅士风度的一族感到不舒服。

这一切为什么会变得如此混乱？若从逻辑上分析，外汇交易是支付机制的构成部分，外汇交易量的增长已达到史无前例的程度，这是造成目前交易混乱的主要原因，但这种看法未必正确。25 年前的交易室很少有现在这样的疯狂，它是一个很有理性和令人尊敬的场所。交易室之所以发展到目前这种地步，真正的原因可能与国际资本的流动速度并无多大联系，或者说与国际贸易的增长实际上也没有必然的联系，而是应该将这种变化归因于固定汇率制的衰亡和浮动汇率制的导入。

最近，由国际清算银行进行的一项调查表明，外汇交易量无论是从全球看还是从每日交易看都进一步增长了，平均日交易量超过了 1.2 万亿美元。注意，当我们采用万亿这样的单位时，美国与欧洲的概念是不同的，本书中我们采用美国的

概念 即万亿代表 12 位数。在这 1.2 万亿的日交易量中，实际的或非投机性的比重只占 5%~7%，有一种看法认为这一比重没有考虑到银行同业市场上的头寸保值和为客户的保值因素。外汇市场的另一个特征在于连续性交易，即全球一天 24 小时都有外汇交易，这也是导致交易量远远超过实际交易流量的原因之一。

市场参与者

外汇市场上的参与者可以具体归纳为以下几类。国内和国际银行是主要的参与者，它们既可以以自己的名义参与交易，也可以代客户进行交易。第二部分参与者是中央银行。央行可以通过干预外汇市场来支持一种货币升值或者抑制某种货币的升值，或者出于外汇储备管理的目的而参与外汇交易。银行的客户如果需要外汇来支付汇票，或者出售远期贸易收入，这是外汇市场参与者的第三个构成部分，这类参与者对外汇有实际供求。但不幸的是，当外汇交易员开始进行交易时，这类参与者可能会受到投机因素的影响而遭受损失。第四部分参与者是拥有大量净资产（High Net Worth，简称 HNW）的个人，他们以自己的货币资产进行投机获利。最后，还有一些外汇经纪商在买卖双方之间扮演中间人的角色。总而言之，职业性的外汇市场参与者可以分成以下几类：市场主持商（Market Makers）、中央银行、经纪商以及客户（商业银行和公司客户）。

市场主持商

这是指一些大银行，它们在一天 24 小时中时时在打算买卖某种货币——不是在同一外汇交易中心。它们对买卖某种货币有自己的报价，而且是双重报价。买入价和卖出价之间的差额可用于弥补经营成本和盈利来源。上面所提及的 BIS 所进行的一项近期调查表明，伦敦外汇市场的日平均交易量达 USD4 640 亿。这样一笔日交易量虽然在英国分布范围很广，但大部分都集中于几家大银行：

- 前十家银行合计共占了总量的 44%——USD2 040 亿
- 前二十家银行合计共占了总量的 68%——USD3 150 亿

如果你知道在伦敦城有 400 多家银行的话，这就是——业务高度集中于少数银行的现象。比较大的市场参与者有以下一些银行：城市银行、UBS、美洲银行、富士银行、巴克莱银行等。

中央银行

英国的中央银行是英格兰银行。英格兰银行的任务不仅包括监督外汇市场，还包括干预外汇市场以稳定汇率。美国的中央银行则是位于纽约的联邦储备银行，德国的中央银行则是德意志银行（Bundesbank），它们也起类似的作用。一个外汇交易中心要有效运行的话，市场必须对中央银行的能力具有信心。

经纪商

这是指在交易中起媒介或代理人作用的金融机构，它们不是为自己进行交易。从全球范围看，通过外汇经纪商进行的交易占市场的比重正在日益下降，以伦敦外汇市场为例，数据如表 2.1 中所示。

表 2.1 伦敦经纪商交易量占外汇市场交易总量的比重

1986 年	43 %	1992 年	35 %
1989 年	38 %	1995 年	35 %

资料来源 :BIS.

经纪商依然是外汇市场的重要组成部分之一，如果经由经纪商交易的比重占交易总量的 35%，那么每天的交易量就要超过 USD3 500 亿。据估计，新的电子经纪委托服务吸纳了经纪商业务量的约 6%，但主要集中于少数几种货币的交易。与其他行业一样，在过去的几年中，经纪商行业也出现了某种程度的合并现象，一些规模较小的经纪商被接收或者与较大的经纪商合并。

在伦敦，大型外汇经纪商有这样几家：

- 哈洛·巴特勒集团
- 图利特和东京
- 马歇尔

客户 (Clients) —— 国内商业银行和国外银行

并不是所有的银行都希望在每一对货币的交易中充当市场主持商的角色。我们常常可以看到一些小银行对某些货币

如挪威克朗和美元或马克进行着雄心勃勃的交易，而在其他货币品种的交易上往往依赖市场为它们确定价格，所以，在大部分时间，这类银行是客户银行。外国银行和国内银行的区别往往是主观的，即与客户银行的居住地（国）有关。

客户 —— 顾客 (Customers)

这是指金融机构、保值基金、在英国的跨国公司或在欧洲的外国子公司，或者甚至可以指来自任何地方的任何人，既可以是公司也可以是私人。顾客和市场主持商之间的区别完全可以从这样的角度来区别：谁是定价者以及谁接受这种价格进行交易。顾客可以以本国货币买入外汇，也可以作相反的交易，或者用一种外币买卖另一种外币。这类交易所受的管制极小，而且外汇交易的标价和服务都具有极高的专业水平或职业性特征。

金融机构

在伦敦市和华尔街或世界其他地方，这类公司的主要商品是货币，公司所从事的业务是买卖货币或货币等价物，但它们通常不是银行，因而被认为是金融机构。一般包括房屋互助金协会、保险公司、养老金机构以及信托机构等。

保值基金

这是一个美国用语，大约五年前传入欧洲。这一术语用词不当，因为保值基金并不保值，实际它是一种高风险投资工具，用于货币、股票和商品市场上的投机活动。绝大多数市场实务人员所熟悉的基金要算量子基金会了，乔治·索罗斯一般就是通过该基金会在外汇市场上进行操作，在 1992 年秋天（黑色星期三的欧洲汇率机制（ERM）危机时期，索罗斯获得巨额暴利。除此以外还有其他一些保值基金也在外汇市场上

进行投机活动。由于保值基金一般在离岸金融市场上运作，因而处于中央银行管辖权范围之外，这一现象正在引起某些金融管理部门的关注。

多国公司或国内公司

在金融市场上，有时一些公司的表现非常活跃，但另一些时候的表现又很不活跃，对此银行界给这类公司起了一个集合名词“Corporates”(公司)。“公司”的规模可以大如英国石油金融公司(BPFinance)，小至英国兰开夏的一个小镇上的一家小工程公司。但令人奇怪的是，某些大型商业银行将美国的投资机构当作公司看待，而不是作为交易对方银行。公司一般都有一些作为外汇交易基础的国际贸易往来，为此，公司需要对贸易所产生的外汇头寸进行保值，或风险管理以使潜在的损失最小化或者将风险完全消除。

大量净资产持有者

完全出于管理私人资产风险的目的而形成的一个行业已经成长起来。谁是大量净资产持有者？这需要以一定的货币量即可以被管理的货币量作为衡量的标准：虽然这要视各个银行而定，但一般假定的范围是在最低 USD 250 000 和 USD 1 000 000 之间。由于这类客户所需要的银行服务与大型欧洲公司所要求的银行服务具有显著的不同点，我们称这类金融需求为私人银行服务需求。私人银行在从事抵押、收入增值、资产管理以及投资等业务时，完全有可能与从事投机性外汇交易如保证金交易(Margin Trading)那样干得同样很出色。这就是指当客户投入保证金比如 100 万美元之后，银行就允许他从事的外汇交易为 5~20 倍于本金的规模。

一些基本定义和问题

定义

什么是货币

货币是一种交换媒介，铸币和纸币用于购买商品或劳务。大多数国家都有自己的货币。货币由中央银行或货币当局这种官方机构来发行。在有些国家或地区如香港，将货币发行权授予香港上海银行公司和标准渣打银行这样的私人银行。

定义

什么是外汇汇率

外汇汇率是指将一种货币兑换成另一种货币的比率。英镑 / 德国马克的比率为 2.40，意指一英镑价值 2.40 德国马克，或者说一英镑可以购买 2.40 德国马克。

定义

什么是可兑换货币

可兑换货币是指可以不受限制或几乎不受限制地进行自由买卖的货币。大多数工业化国家的货币是可兑换货币或半可兑换货币。

定义

外汇汇率是如何标价的

一般采用的兑换惯例是：如果一对货币被标价为美元 / 日元，它就是指一美元值多少日元；如果一对货币被标价为英镑

/ 法国法郎，它是指一英镑值多少法国法郎。实际上，这种标价法说明一定量（通常是一单位）的第一种货币等于多少单位的第二种货币。

定义

什么是外汇交易

外汇交易是指在某一时点上两种货币按既定比率进行兑换的交易。这种交易可以立即进行，也可以在一至二天之内进行，我们称之为即期 (Spot) 交易。

或者，交易也可以在将来某个日期进行，这就是所谓的远期交易 (Forward)。

定义

什么是外汇市场

外汇市场是将所有参与者联系起来的一种通讯网络。现在外汇市场是一种全球化的市场，但是伦敦和纽约这样的外汇交易中心依然占据支配地位。

问题：为什么银行要参与外汇交易？

答：获利！从理论上讲，任何个人或公司都可以进行外汇交易，除非受到法律限制。但是从外汇交易的整体上看，银行的条件最好。

问题：外汇交易是否存在某种正式的交易场所？

答：没有。外汇交易市场由各种公共和私人机构的交易室、客户和经纪商所组成，不同机构的参与者不过是偶而见一次面而已。

问题：是否有货币的实际交换？

答：很少。绝大多数的外汇交易都是通过电子转帐进行

即帐户的借贷方同时变动。近来对“洗钱”(Money-laundering)的管制也要求银行进行“实际”(Real)货币或现金交易从而进一步引发了银行提出更多与此有关的问题。

问题：一种既定的汇率能够持续多长时间？

答：一种既定汇率在另一种汇率出现之前一直有效。原来的汇率可以是新的汇率的某个百分比，但如果汇率由政府管制的话，一种汇率能保持多长时间是无法确定的。在市场上，外汇汇率受供求关系的影响而经常发生波动。

外汇怎样影响经济

消费物价

所有进口商品的价格都直接受到外汇价格变动的影响。在许多国家，进口消费品占了不小的比重。

批发物价

原材料、食品、油、金属等都是主要的进口商品，这些产品的价格也会由于外汇汇率的变化而发生波动。

通货膨胀

进口商品的价格水平会对一国的通货膨胀产生显著的影响。

出口行业

国内货币在国际市场上的表现是决定一国商品出口竞争力的重要因素。例如，如果一种货币的价值被高估了，那么该国出口商品的价格就会相对昂贵，出口商品的销路就要受到影响，出口行业的就业机会也会减少。

国内经济

上述提及的所有这些因素都会影响一国国内经济的发