

现代经济学系列教材

国际金融学

主 编 王仁祥 胡国晖

武汉理工大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际金融学/王仁祥,胡国晖主编. —武汉:武汉理工大学出版社, 2005. 12
(现代经济学系列教材)

ISBN 7-5629-2347-7

I. 国... II. ①王... ②胡... III. 国际金融-高等学校-教材 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 126951 号

出版发行 武汉理工大学出版社

地 址 武汉市武昌珞狮路 122 号 邮编 430070

[http :// www. techbook. com. cn](http://www.techbook.com.cn)

E-mail wutpcqx@ 163. com wutpcqx@ tom. com

电 话 发行部 027-87394412 87383695 87397097(传真)

编辑部 027-87395053 87388543(传真)

印 刷 厂 武汉理工大印刷厂

开 本 787 × 960 1/16

印 张 30.5

字 数 578 千字

版 次 2005 年 12 月第 1 版

印 次 2005 年 12 月第 1 次印刷

印 数 1—3000 册

定 价 36.00 元

凡购书,如有缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请向出版社发行部调换。

目 录

第一篇 国际金融环境

第一章 国际货币体系与国际金融组织	(1)
第一节 国际货币体系概述	(1)
一、国际货币体系的概念	(1)
二、国际货币体系的内容	(2)
三、国际货币体系的类型	(2)
四、国际货币体系的作用	(3)
第二节 国际货币体系的演变	(4)
一、国际金本位制	(4)
二、布雷顿森林体系	(7)
三、牙买加体系	(13)
第三节 国际货币体系改革	(18)
一、国际货币体系改革的主要方案和建议	(18)
二、国际货币体系的前景展望	(20)
第四节 欧洲货币体系	(21)
一、欧洲货币体系产生的历史背景	(21)
二、欧洲货币体系的发展——欧洲货币联盟	(23)
三、欧元启动对经济的影响	(24)
第五节 国际金融组织	(25)
一、国际货币基金组织	(26)
二、世界银行集团	(30)
【背景材料】 IMF 国家破产计划	(34)
本章小结	(35)
关键词汇	(35)

本章思考题	(36)
-------------	--------

第二章 国际收支与国际收支平衡表

第一节 国际收支	(37)
----------------	--------

一、国际收支的概念	(37)
-----------------	--------

二、对国际收支概念的解释	(37)
--------------------	--------

第二节 国际收支平衡表	(39)
-------------------	--------

一、国际收支平衡表的记账原则	(39)
----------------------	--------

二、国际收支平衡表的账户设置	(39)
----------------------	--------

三、记账实例	(43)
--------------	--------

第三节 国际收支分析	(46)
------------------	--------

一、国际收支平衡表项目分析	(46)
---------------------	--------

二、国际收支平衡表差额分析	(47)
---------------------	--------

三、其他影响国际收支平衡表分析的因素	(49)
--------------------------	--------

【背景材料】 2004 年我国国际收支状况	(50)
-----------------------------	--------

本章小结	(56)
------------	--------

关键词汇	(56)
------------	--------

本章思考题	(57)
-------------	--------

第三章 国际收支失衡及其调节

第一节 国际收支失衡	(59)
------------------	--------

一、国际收支失衡的判断	(59)
-------------------	--------

二、国际收支失衡的主要原因	(60)
---------------------	--------

第二节 国际收支失衡的调节	(62)
---------------------	--------

一、国际收支的自动调节	(63)
-------------------	--------

二、国际收支的调整政策	(65)
-------------------	--------

第三节 内外均衡的矛盾以及政策搭配调节	(67)
---------------------------	--------

一、米德冲突	(67)
--------------	--------

二、内部均衡与外部均衡的政策搭配调节	(68)
--------------------------	--------

第四节 国际收支调节理论	(71)
--------------------	--------

一、弹性分析法	(71)
---------------	--------

二、乘数分析法	(74)
---------------	--------

三、吸收分析法	(76)
---------------	--------

四、货币分析法	(80)
---------------	--------

五、结构分析法	(82)
【背景材料】 英镑汇率过度坚挺导致连续 5 年影响了出口贸易	(83)
【案例分析】 泰国金融危机中的国际收支调节	(83)
本章小结	(87)
关键词汇	(89)
本章思考题	(90)
第四章 国际储备	(91)
第一节 国际储备概述	(91)
一、国际储备的概念	(91)
二、国际储备的构成	(92)
三、借入储备	(96)
四、国际储备的作用	(97)
第二节 国际储备的管理	(99)
一、国际储备的规模管理	(99)
二、国际储备的结构管理	(103)
三、美、欧、日、英的国际储备管理现状	(105)
第三节 中国的国际储备	(110)
一、中国国际储备概况	(110)
二、中国外汇储备的迅速增长及其经济影响	(111)
三、中国外汇储备的水平管理	(113)
四、中国外汇储备的结构管理	(114)
【背景材料】 如何化解 7 849 亿美元外汇储备风险？	(115)
本章小结	(117)
关键词汇	(118)
本章思考题	(118)
第五章 国际资本流动及国际金融危机	(119)
第一节 国际资本流动概述	(119)
一、国际资本流动的概念	(119)
二、国际资本流动的类型	(119)
三、国际资本流动的原因	(122)
四、国际资本流动的现状与发展趋势	(124)
第二节 国际资本流动的影响	(126)

一、国际资本流动对经济总量和福利的促进	(126)
二、国际资本流动对汇率和货币供给等经济变量的影响	(128)
三、国际资本流动对一国金融体系脆弱性的影响	(130)
第三节 国际金融危机	(133)
一、国际金融危机概述	(133)
二、金融危机与货币危机	(133)
三、国际金融危机的理论	(135)
第四节 投机性冲击与货币危机	(142)
一、短期资本流动与投机性冲击	(142)
二、20 世纪 80 年代以来的典型投机性冲击与货币危机回顾	(143)
三、20 世纪 80 年代以来投机性冲击的新特点	(146)
【案例分析】 智利的资本账户开放	(148)
本章小结	(153)
关键词汇	(153)
本章思考题	(154)

第二篇 外汇与汇率制度

第六章 外汇与汇率	(155)
第一节 外汇与汇率概述	(155)
一、外汇概述	(155)
二、汇率的标价方法及其种类	(158)
第二节 汇率的决定与变动	(162)
一、金本位制下的汇率决定与变动	(162)
二、纸币流通下汇率的决定与变动	(163)
第三节 汇率变动的经济影响	(168)
一、汇率机制	(168)
二、汇率变动的经济影响	(168)
三、汇率变动对经济活动影响程度的制约条件	(172)
【背景材料】 有关人民币升值的争论	(174)
本章小结	(177)
关键词汇	(178)
本章思考题	(178)

第七章 西方汇率理论	(179)
第一节 国际借贷理论	(179)
一、国际借贷理论的内容	(179)
二、国际借贷理论的贡献和局限性	(179)
第二节 购买力平价理论	(180)
一、绝对购买力平价	(181)
二、相对购买力平价	(181)
三、购买力平价理论的评价	(182)
第三节 利率平价理论	(184)
一、利率平价理论的基本内容	(184)
二、交易成本及利率平价理论的修正	(186)
三、利率与通货膨胀率	(187)
第四节 货币主义的汇率理论	(188)
一、货币主义汇率理论的基本观点	(188)
二、货币主义汇率理论评价	(191)
第五节 资产组合汇率理论	(192)
一、资产组合平衡理论的基本观点	(192)
二、资产组合汇率理论和货币主义汇率理论的主要区别	(195)
三、资产组合平衡理论评价	(196)
【背景材料】 欧元之父——罗伯特·A. 蒙代尔	(198)
本章小结	(202)
关键词汇	(203)
本章思考题	(203)
第八章 汇率制度	(204)
第一节 汇率制度概述	(204)
一、汇率制度的概念	(204)
二、汇率制度的分类	(204)
第二节 固定汇率制度	(207)
一、固定汇率制度的含义和类型	(207)
二、维持固定汇率的主要调节措施	(208)
三、货币的法定贬值或法定升值	(209)
四、固定汇率制度的作用与缺陷	(210)

第三节 浮动汇率制度	(211)
一、浮动汇率制度概述	(211)
二、影响和调整汇率的措施	(213)
三、浮动汇率制度的作用与缺陷	(213)
第四节 汇率制度的选择	(214)
一、支持固定汇率制的理由	(215)
二、支持浮动汇率制的理由	(216)
三、其他汇率制度简介	(219)
四、影响一国汇率制度的主要因素	(220)
【背景材料】 香港的联系汇率制	(221)
本章小结	(223)
关键词汇	(223)
本章思考题	(224)

第三篇 外 汇 交 易

第九章 传统外汇交易	(225)
第一节 外汇市场	(225)
一、外汇市场的参与者	(225)
二、外汇市场的类型	(226)
三、全球外汇市场的统一	(228)
第二节 即期外汇交易	(228)
一、即期外汇交易的交割日期	(228)
二、即期外汇交易的报价	(229)
三、即期汇率的套算	(230)
四、即期外汇交易的应用	(231)
第三节 远期外汇交易	(232)
一、远期汇率的报价	(232)
二、远期外汇交易的分类	(234)
三、远期外汇交易的应用	(235)
第四节 套汇	(239)
第五节 外汇掉期和套利交易	(242)
一、外汇掉期交易	(242)
二、套利交易	(245)

【附录 1】 即期外汇交易程序	(247)
【附录 2】 远期汇率的确定	(248)
【附录 3】 外汇市场的有效性	(249)
本章小结	(250)
关键词汇	(251)
本章思考题	(252)
 第十章 外汇期货交易	(254)
第一节 金融期货交易概述	(254)
一、期货和期货交易	(254)
二、金融期货的类型	(255)
三、金融期货市场的功能	(256)
第二节 外汇期货市场组织结构、基本规则与功能	(257)
一、外汇期货市场的组织结构	(257)
二、外汇期货交易的基本规则	(258)
三、外汇期货市场的经济功能	(261)
第三节 远期外汇交易与外汇期货交易的比较及外汇期货合约的设计	(262)
一、远期外汇交易与外汇期货交易的比较	(262)
二、外汇期货合约设计	(265)
第四节 外汇期货交易操作及案例分析	(267)
一、外汇期货交易中的套期保值	(267)
二、外汇期货交易中的投机和套利交易	(271)
【背景材料】 对外汇期货及期货交易的认识	(275)
本章小结	(280)
关键词汇	(281)
本章思考题	(282)
 第十一章 外汇期权交易	(283)
第一节 期权交易概述	(283)
一、期权的概念和分类	(283)
二、外汇期权市场	(285)
三、外汇期权合约	(286)
四、外汇期权行情解读	(288)

第二节 外汇期权的功能	(289)
一、外汇期权的主要功能是规避外汇汇率波动的风险	(289)
二、利用外汇期权交易进行投机	(292)
第三节 外汇期权价格的决定	(297)
一、外汇期权价格	(297)
二、影响外汇期权价格的因素	(300)
【背景材料】 中国建设银行个人外汇期权业务简介	(302)
本章小结	(304)
关键词汇	(305)
本章思考题	(305)

第十二章 金融互换交易	(307)
第一节 互换交易的演变发展	(307)
第二节 利率互换和货币互换	(310)
一、利率互换	(310)
二、货币互换	(314)
第三节 互换交易的功能	(317)
一、利用比较利益原理 通过互换交易可以降低筹资成本	(317)
二、利用互换交易进行资产负债管理	(319)
第四节 互换风险及其管理	(320)
一、市场风险及其管理	(320)
二、信用风险及其管理	(321)
【背景材料】 ISDA 及其“主协议”简介	(323)
【案例分析】 A 公司通过三次利率互换降低筹资成本	(324)
本章小结	(327)
关键词汇	(327)
本章思考题	(328)

第十三章 外汇风险及其管理	(330)
第一节 外汇风险概述	(330)
一、外汇风险的概念	(330)
二、外汇风险的分类	(331)
第二节 外汇风险的度量	(334)
一、交易风险的度量	(334)

二、会计风险的度量	(336)
三、经济风险的度量	(337)
第三节 交易风险的管理	(339)
一、内部管理方法	(339)
二、外部管理方法	(343)
第四节 会计风险和经济风险的管理	(348)
一、会计风险的管理	(348)
二、经济风险的管理	(349)
【案例分析】 W 公司付款方式选择	(351)
本章小结	(352)
关键词汇	(353)
本章思考题	(353)

第四篇 国际经贸信贷

第十四章 国际金融市场	(355)
第一节 国际金融市场概述	(355)
一、国际金融市场的概念	(355)
二、国际金融市场的分类	(355)
三、国际金融市场形成的条件	(358)
四、国际金融市场的作用	(359)
第二节 欧洲货币市场	(360)
一、欧洲货币市场的概念和特征	(360)
二、欧洲货币市场的类型	(361)
三、欧洲货币市场形成和发展的原因	(362)
四、欧洲货币市场的特点	(364)
第三节 国际信贷市场	(365)
一、国际信贷市场概述	(365)
二、国际信贷的种类	(365)
第四节 国际证券市场	(368)
一、国际债券市场	(368)
二、国际股票市场	(372)
第五节 国际金融市场发展的新趋势	(376)
一、金融全球化不可逆转	(376)

二、国际金融市场的证券化持续	(377)
三、金融自由化深入推进	(378)
四、金融创新品种层出不穷 规模急剧膨胀	(379)
五、金融风险加大 对金融监管提出更高的要求	(379)
【背景材料】 我国开展离岸金融业务的实践	(380)
本章小结	(381)
关键词汇	(382)
本章思考题	(383)

第十五章 国际贸易信贷

第一节 国际贸易信贷概述	(384)
一、国际贸易信贷的概念	(384)
二、国际贸易信贷的主要功能	(384)
三、国际贸易信贷的机构	(385)
第二节 国际贸易短期信贷	(386)
一、国际贸易短期信贷概念和种类	(386)
二、保付代理业务	(388)
第三节 国际贸易中长期信贷	(393)
一、国际贸易中长期信贷的概念	(393)
二、国际贸易中长期信贷的特点	(393)
三、出口信贷	(394)
四、联合贷款	(402)
第四节 我国的国际贸易信贷	(403)
一、我国的国际贸易短期信贷	(403)
二、我国的出口信贷	(404)

【案例分析】 是保理还是福费廷？——从远期信用证卖断业务谈起	(407)
本章小结	(409)
关键词汇	(410)
本章思考题	(410)

第十六章 国际租赁

第一节 国际租赁概述	(411)
一、国际租赁的概念及其特征	(411)

二、国际租赁的演变与发展	(412)
三、国际租赁市场的机构	(414)
四、国际租赁方式的利弊分析	(416)
第二节 国际租赁的形式	(418)
一、国际融资租赁	(418)
二、经营租赁(Operating Lease)	(421)
三、其他的租赁形式	(421)
第三节 租金的计算	(424)
一、租金的构成要素	(425)
二、租金的计算方法	(426)
三、租金计算中应注意的问题	(432)
第四节 国际租赁的法律和税收问题	(433)
一、国际租赁中的法律问题	(433)
二、国际租赁中的税收问题	(434)
三、我国租赁业务的税收管理	(435)
【背景材料】 中国国际融资租赁业的发展	(437)
本章小结	(441)
关键词汇	(442)
本章思考题	(442)
 第十七章 项目贷款	 (443)
第一节 项目贷款概述	(443)
一、项目贷款的概念和特点	(443)
二、项目贷款的历史发展	(445)
三、与项目贷款相关的当事人	(447)
第二节 项目贷款的可行性分析	(448)
一、项目贷款的可行性分析(Feasibility Study)	(448)
二、现金流量分析	(450)
第三节 项目贷款的资金来源和风险管理	(454)
一、项目贷款的资金来源	(454)
二、项目贷款的风险管理(Risk Management)	(456)
【案例分析】 广西某电厂的 BOT 融资项目	(461)
本章小结	(465)
关键词汇	(466)

本章思考题	(466)
参考文献	(467)
后 记	(470)

第一篇 国际金融环境

第一章 国际货币体系与国际金融机构

国际货币体系(International Monetary System)是围绕国际货币金融关系中最基本的问题(包括国际汇率制度、国际支付结算体系、国际收支协调、国际清偿力供应和国际金融机构等)所形成的制度性安排。国际货币体系是当代国际经济关系的一个重要方面,它不仅对各国的汇率制度、外汇政策、储备资产的管理有着巨大的作用,而且对世界范围内的贸易格局与经济发展产生深远的影响。

国际货币体系是随着历史的发展而不断演变的。从时间先后看,国际货币体系大体上可分为三个阶段,即国际金本位阶段、布雷顿森林体系阶段及现行的牙买加体系阶段。本章将首先阐述国际货币体系的概念和主要内容,然后以历史为线索,分析国际货币体系的演变进程,探讨国际货币体系的改革、欧洲货币体系的发展现状,最后将介绍主要国际金融机构的建立背景、宗旨和业务活动等。

第一节 国际货币体系概述

一、国际货币体系的概念

国际货币体系(International Monetary System, IMS)是指国际货币制度、国际货币金融机构及国际货币秩序的总和。是关于国与国之间货币和金融关系的一个制度性框架,它是由一系列协议、规则、惯例、机构和政策等组成的复杂的整体,涉及到货币本位、汇率制度、国际收支调节及国际清偿力供应等方面的内容。

国际货币体系是规范国家间货币行为的准则,是世界各国开展对外金融活动的重要依据。它的形成基本上有两种方式:一种是通过习惯和惯例演变而成的,如国际金本位货币体系,这种体系的形成是一个长期的缓慢的过程。当相互联系的习惯或程序形成以后,一定的活动方式就会得到公认,当越来越

多的参与者共同遵守某些程序或惯例时,一种体系就发展起来了。另一种是通过正式的国际条约或协议的形式而形成的,如布雷顿森林货币体系是在战后很短的时间内通过国际会议达成协议而建立起来的。然而,无论是通过哪种途径形成的国际货币体系,都是世界经济客观历史产物。

二、国际货币体系的内容

1. 确定关键货币作为国际货币。关键货币是在国际货币体系中充当基础性价值换算工具的货币,它是国际货币体系的基本要素。因为一国对外收支不能使用本国货币,而必须使用各国普遍接受的货币即关键货币。只有确定了关键货币,才能进而确定各国货币之间的兑换率、汇率的调整以及国际储备构成等。因此,确定关键货币,即确定货币由何种材料担当、货币的质量及单位、该货币在货币体系内的地位,便构成了国际货币体系的一项重要内容。

2. 确定汇率制度。国际货币体系的核心是汇率制度的确定。国际交往产生了国际支付的需要,货币在执行世界货币的职能时,各国之间的货币需要确定一个比价,即汇率。围绕汇率的确定,各国政府一般规定:货币比价确定的依据,货币比价波动的界限,货币比价的调整,维持货币比价所采取的措施,是采取固定还是采取浮动汇率制度,对同一货币是否采取多元比价,以及一国货币能否自由兑换,在结算国家之间的债权债务时采取什么样的结算方式,对支付是否加以限制等。

3. 确定国际储备资产。为保证国际支付及国际收支调节的需要,各国必须保存一定数量的、为各国普遍接受的国际储备资产。国际储备资产供应构成国际货币体系的一项主要内容。储备资产的供应应该置于国际控制之下,保持适当的数量,过多或过少都会有损于世界经济。

4. 确定国际收支调节机制。世界各国国际收支的平衡发展是国际货币体系正常运转的基础。在有些情况下,一国的国际收支失衡,通过本国采取国内经济政策或外汇政策就可以恢复平衡;在有些情况下就需要根据国际协定,通过国际金融组织、外国政府贷款,或通过各国政府协调政策,干预市场达到国际收支平衡。国际间国际收支平衡的协调是国际货币体系的重要内容。

三、国际货币体系的类型

国际货币体系可以从货币本位和汇率制度两个角度进行划分。

根据货币本位划分,国际货币体系可以划分为金本位制度、金汇兑本位制度和兑换纸币本位制度。金本位制度,是以黄金作为国际本位货币,是一种纯粹的商品本位制度;不兑换纸币本位制度,是以外汇作为国际本位货币,是

一种纯粹的信用本位制度、金汇兑本位制度,同时以黄金和可自由兑换货币作为国际本位货币,是一种混合本位制度。

根据汇率制度划分,国际货币体系可以分为固定汇率制、浮动汇率制以及介于这两者之间的可调整钉住(Adjustable Peg)、爬行钉住(Crawling Peg)和管理浮动汇率(Managed Floating)等。

有时我们也可以同时以货币本位和汇率制度两个标准来对国际货币体系进行分类,如金本位制下的固定汇率制度、混合本位下的可调整的固定汇率制度、纸币本位下的浮动汇率制度等。

四、国际货币体系的作用

国际货币体系的存在与发展,对国际贸易和国际金融活动有着深刻而广泛的影响,对各国及世界经济的稳定与发展有着重要的作用。主要表现在以下几个方面:

1. 为世界贸易支付清算和国际金融活动提供统一和规范的运行规则。统一的国际货币体系不仅为世界经济的运行确定必要的国际货币,还对国际货币发行依据与数量、兑换方式与标准等问题作出明确规定,同时还为各国的国民经济核算提供统一的计价标准等,这就为世界各国的经济交往提供了较为规范的标准,促进了世界经济的健康发展。

2. 稳定汇率。国际货币体系的首要任务之一,是促进汇率的稳定。国际货币体系为各国汇率的稳定提供了统一的计价标准,为各国汇率制度安排提供意见与管理措施,维持了世界汇率的稳定。统一的国际货币体系也为世界各国免受国际金融投机活动的冲击,稳定各国货币的对内价值和国内货币流通,发展对外经济,提供了良好的外部条件。同时,也为国际间汇率的稳定奠定了坚实的基础。

3. 调节国际收支。确定国际收支调节机制,保证世界经济稳定健康发展,是建立国际货币体系的基本目的和主要作用之一。确定国际收支调节机制要涉及汇率机制、对逆差国的资金融通机制、对储备货币发行国的国际收支的纪律约束机制三方面内容。通过这三种机制作用的发挥及稳定统一的国际货币体系对各国的贸易活动、货币流通、汇率、国际储备等方面产生的影响,必然对各国的国际收支产生重要的调节作用。

4. 监督与协调有关国际货币金融事务。国际货币体系的建立与运作,需要有相应的权威性协调或组织管理机构。国际货币体系管理机构的重要职责是协调与监督世界各国有关的国际货币与金融事务,确保稳定汇率和调节国际收支作用的实现。在当代各国之间经济联系日益增强,国际金融市场不断

迅猛发展的情况下,如何采取有效的国际合作以保证国际货币体系的有效运作,已成为当代国际货币体系的重要课题。

第二节 国际货币体系的演变

国际货币体系是随着历史的发展不断演变的,从时间先后看,国际货币体系大致可分为三个阶段,即国际金本位制阶段、布雷顿森林体系阶段以及现行的牙买加体系阶段。

一、国际金本位制

世界上首次出现的国际货币体系是国际金本位制(Gold Standard),它大约形成于1880年末,到1914年第一次世界大战爆发时结束。金本位制是指以黄金作为本位货币的一种制度。在金本位制下,流通中的货币除金币外,常常还存在着可兑换为黄金的银行券及少量其他金属辅币,但只有金币才能完全执行货币的全部职能,即价值尺度、流通手段、贮藏手段、支付手段和世界货币。实行金本位制的国家,都对其货币单位规定一定的含金量,各国货币可依据含金量为基础进行彼此兑换。黄金具有世界货币的职能,被普遍用于国际间支付手段和最后清算手段。因此,一旦金本位制为大多数国家采用时,它就会自然而然地发挥国际货币制度的作用。

英国作为最早的发达资本主义国家,于1816年实行了金本位制,用黄金来规定货币所代表的价值。但只有英国实行金本位制,还不能够形成国际金本位制。19世纪70年代,欧洲和美洲的一些主要资本主义国家都先后在国内实行了金本位制,国际金本位制度才大致形成了。

在第一次世界大战之前,各国普遍实行的金本位制是金币本位制,它的特征是:①以一定重量和成色的金币作为货币单位,金币在社会上流通;②金币有无限法偿权,可以自由铸造、自由熔化,而且数量不受限制;③根据金币重量和成色,确定黄金官价,政府按官价无限制买卖黄金,银行券可自由兑换黄金;④各国货币储备为黄金,国际间使用黄金结算,黄金可自由输出入境。

(一)国际金本位制的特点

1. 黄金充当了国际货币,是国际货币制度的基础。这一时期的国际金本位制是建立在各主要资本主义国家国内都实行金币本位制的基础上,其典型的特征是金币可以自由铸造、自由兑换,以及黄金自由进出口。由于金币可以自由铸造,金币的面值与黄金含量就能始终保持一致,金币的数量就能自发地满足流通中的需要,由于金币可以自由兑换,各种金属辅币和银行券就能够稳

定地代表一定数量的黄金进行流通,从而保持本币价值的稳定,黄金在国际间自由流动,就能使外汇行市维持相对稳定。所以一般认为,金本位制是一种稳定的货币制度。

2. 国际金本位制是严格的固定汇率制。在国际金本位制下,各国货币之间的汇率由它们各自的含金量比例决定,称为法定平价。实际的汇率受到外汇市场供求关系的影响可以偏离法定平价,但偏离是有限度的,偏离限度由黄金运输费用所决定的黄金输送点决定。

金本位制下对外清算可以使用黄金和外汇两种方式,其中黄金价格是固定不变的,外汇价格随市场供求关系而波动。当外汇需求上升时,其汇率升高,但升高是有限度的。一旦外汇汇率高过法定平价加上黄金的运输费用,则用黄金对外清算更有利,因此人们将直接输出黄金,对外汇的需求下降。由此可见,法定平价加上黄金输出费是黄金输出点,是汇率上涨的最高限。相应地,法定平价减去黄金运费称为黄金输入点,外汇汇率下跌到黄金输入点之下,将导致黄金流入代替外汇流入,外汇市场供给因此减少,汇率回升。

3. 国际金本位有自动调节国际收支的机制。在金本位制下,各国的国际收支是自发调节的。假定一国国际收支出现赤字,那么就意味着本国黄金的净输出。由于金本位制下一国货币发行量是依据黄金储备量决定的,黄金外流导致的国内黄金存量下降,会使货币供给减少,引起国内物价水平下跌。国内物价水平下跌后,本国货币的实际汇率下跌,本国商品在国外市场上的竞争能力就会提高,外国商品在本国市场的竞争能力就会下降,于是出口增加进口减少,国际收支赤字降低直至最终消除。如果国际收支发生顺差,则会引起相反的调节过程。

(二)对国际金本位制的评价

国际金本位制盛行之时,正值资本主义自由竞争的全盛时期,国际和国内政治都比较稳定,经济发展迅速。当时世界上的主要工业品来自英国,其他国家的贸易赤字可以得到英国贷款资金的弥补,国际收支可以大体上保持平衡。在这样有利的条件下实行国际金本位制,它所带来的固定汇率对发展国家间的贸易、借贷和投资非常有利。因而是可以说,国际金本位制对这一时期的资本主义世界经济高度繁荣和发展起了积极有力的推动作用,但国际金本位制度本身也还存在一些缺陷,国际金本位制的自动调节机制并不像理论上说的那么完善,其作用的发挥要受到许多因素的限制。

1. 国际金本位制实行的30多年时间中,黄金在各国之间的流动并不频繁。一国发生贸易赤字,不一定总要输出黄金,它可以利用国外的贷款来弥补赤字。同样,发生盈余的国家也可以利用资本输出,如对外贷款和投资来减少

盈余,也不一定要输出黄金。这样,贸易的不平衡就难以通过双方货币供应量和价格的相反变动来得到纠正。

2. 自动调节的机制还必须通过国家之间物价水平的变动,使得进出口贸易发生变化,进而引起黄金在两国间的流动。然而事实上,主要资本主义国家之间,在金本位时期物价变动趋势相当一致,并没有发生物价变动引起黄金流动的现象。实际上国际贸易中的商品价格是由世界市场供求力量决定的,并不完全取决于国内生产成本,并且国际贸易将消除各国之间的价格差异。

3. 更重要的是国际金本位的正常运行是建立在各国政府都遵守金本位制的基本要求,对经济不加干预的基础之上。然而,资本主义国家的政府职能发展到这一阶段之后,便不可能让国民经济完全听凭于市场的摆布,必然要对经济实行政策干预。在金本位制的末期,各国的中央银行或货币当局已经不是听凭金本位制发挥自动调节作用,而是经常设法抵消黄金流动对国内货币供应量的影响。当黄金流入国内时,货币供应量本应增加,但国内货币当局为了稳定物价,会采取措施抑制供应的增长。反之,当黄金流出时,货币供应量应减少,但货币当局也可采取措施使货币供应不会减少很多。于是,一国货币管理当局执行这样的货币政策,便会破坏货币发行和价格与黄金储备之间的关系,从而使金本位的自动调节机制难以实现。

(三) 国际金本位制的崩溃

在第一次世界大战爆发前,国际金本位制便出现了崩溃的苗头。这主要表现在(1)世界黄金产量跟不上世界经济的增长。(2)主要发达国家通过持续的贸易顺差和其他特权,掌握了大量黄金。到1913年,英国、美国、法国、德国、俄国5个国家的黄金存量达到了世界黄金存量的 $\frac{2}{3}$,这就使其他国家的金本位制难以继续维持。(3)各国银行券的发行日益增多,黄金的兑换趋于困难。(4)黄金的输出入受到越来越多的限制。当1914年第一次世界大战爆发时,各参战国便禁止黄金输出和终止银行券与黄金的兑换,国际金本位制遂告瓦解。

第一次世界大战期间,各参战国为筹措战争经费,均发行了大量不能兑换的纸币,这些纸币在战后大幅贬值,造成了严重的通货膨胀,同时各国货币之间汇率剧烈波动,严重影响了世界经济的稳定。所以,战后各国便先后着手恢复金本位制,黄金在各国之间再度实现自由流通。但此时恢复的国际金本位制与战前已大不相同。

首先,黄金的地位比过去削弱了。实际上只有美国实行的是完整的金币本位制,而英法两国实行的是金块本位制,在金块本位制下,国内没有金币流通,银行券或纸币只是在一定条件下才能兑换黄金。比如英格兰银行要求兑

换黄金不得少于 1 700 英镑,法国则要求不得少于 215 000 法郎。其他实行金本位的国家,如德国、意大利、奥地利和丹麦等 30 多个国家实行的是金汇兑本位制。实行金汇兑本位制的国家要求将本国货币与另一实行金本位制国家(当时只有美国、英国和法国)的货币保持固定的比价,并在该国存放大量外汇或黄金,以便随时干预外汇市场。第一次世界大战后恢复的国际金本位制,实际上是一种以美元、英镑和法国法郎为中心的国际金汇兑本位制。

其次,国际收支自动调节机制作用的发挥受到进一步限制。一战后,各国越来越重视国内均衡目标,当国际收支失衡引起国内生产和就业水平变化时,虽然自动调节机制能恢复国际收支均衡,却不利于国内经济的稳定,各国货币当局越来越不愿意牺牲国内经济目标,这便使原有的自动调节机制难以发挥效力。

在 1929~1933 年世界经济大危机的风暴中,西方国家经济受到了灾难性的打击。国际社会对英镑失去信心,迫使英国放弃金本位制,美国先后出现证券危机和信用危机,大批银行倒闭,大量黄金外流,迫使美国放弃金本位制,随后,法、比、意、捷、瑞士等国组成的黄金集团也不得不放弃金本位制,致使国际金本位制彻底瓦解。

从 1816 年英国第一个实行金本位制算起,一直到 1936 年荷兰、瑞士等最后一批国家放弃金本位制为止,维持了整整一个多世纪。国际金本位制正式宣告全面瓦解后,国际货币体系进入了一个新的历史时期。

二、布雷顿森林体系

(一)布雷顿森林体系的建立

在第二次世界大战还没有结束的时候,同盟国即着手拟定战后的经济重建计划,希望能够避免两次大战之间的那种混乱的世界经济秩序。重建计划主要由英美两国推动,其目标在于寻求国际间的经济合作和全球经济问题的解决。

第二次世界大战使主要西方国家之间的力量对比发生了巨大的变化。英国在战争期间受到了巨大的创伤,经济遭到了严重的破坏,美国取代英国在世界经济体系中占据中心地位。而战争结束时,美国的工业制成品占世界工业制成品的一半,美国的对外贸易占世界贸易总额的 1/3 以上。国际投资急剧增长,已成为资本主义世界最大的债权国。美英两国政府都从本国的利益出发,设计新的国际货币体系,于 1943 年 4 月 7 日分别发表了各自的方案,即英国的“凯恩斯计划”和美国的“怀特计划”。这两个不同的方案意在争夺国际金融领域的主导权。鉴于美国在政治上和经济上的实力,英国在美国作出适

当让步后,被迫接受了美国提出的方案。1944年7月,44个同盟国家的300多位代表出席在美国新罕布尔州(New Hampshire)布雷顿森林(Bretton Woods)市召开的国际金融会议,经过3周激烈讨论,会议通过了以“怀特计划”为基础的《国际货币协定》和《国际复兴开发银行协定》,总称布雷顿森林协定,并于1945年12月27日经65%以上的成员国政府批准而生效。至此,确定了战后以美国为中心的国际货币体系,即布雷顿森林体系(Bretton Woods System)正式建立。

(二)布雷顿森林体系的主要内容

布雷顿森林体系是一种典型的通过国际合作建立的国际货币体系。主要包括以下几个方面:

1. 建立了一个永久性的国际金融机构,即国际货币基金组织(IMF),旨在促进国际货币合作。IMF是战后国际货币体系的核心,它的各项规定构成了国际金融领域的基本秩序,它对会员国融通资金,在一定程度上维持着国际金融形势的稳定。

2. 确立黄金和美元并列的储备体制。在布雷顿森林体系中,黄金是基础,而美元则是最主要的储备资产。黄金起着两方面的重要作用:一方面它是官方储备资产的重要构成部分,并且是国际收支结算的最后工具;另一方面各国货币的价格以黄金来表示,而美元的价格也以黄金来表示。

3. 各会员国的货币与美元挂钩。在布雷顿森林体系中,美元起着突出的作用,因为美元直接与黄金挂钩,各国确认一盎司黄金35美元的官价,相应地,美国政府承诺以官价随时兑付各国政府或中央银行要求兑换的美元。其他国家的货币也规定各自货币的含金量,但并不兑换黄金,只是通过含金量的对比确定本国货币与美元的汇率,与美元直接挂钩。这就是布雷顿森林体系中的“双挂钩”,即美元与黄金挂钩,各国货币与美元挂钩。这样,各国货币均通过美元与黄金发生间接的联系,各国货币要先兑换成美元,然后才能换成黄金。可见,美元在布雷顿森林体系中处于特殊的地位,成为国际货币体系的中心,自然成为最重要的国际储备资产。

4. 实行可调节的钉住汇率制度。各国货币按一盎司黄金35美元的官价,通过含金量的对比确定与美元的汇率,称为法定平价。法定平价一经基金组织公布之后,就不得随意变动。各国货币含金量如果需要变动,超过 $\pm 1\%$ 就必须得到国际货币基金组织的同意。各会员国在进行外汇交易和黄金买卖时,其汇率和金价只能在法定比率和黄金官价 $\pm 1\%$ 的范围内波动,各国政府有义务保持汇率和金价稳定。

5. IMF向国际收支赤字国提供短期资金融通,以协助其解决国际收支困

难。IMF 设立普通贷款账户《协定》第 3 条规定会员国交纳的份额中 25% 以黄金或可兑换黄金的货币缴纳,其余部分则以本国货币缴纳。会员国在需要国际储备时,可用本国货币向 IMF 按规定程序购买一定数额的外汇,将来在规定的期限内以黄金或外汇购回本币的方式偿还借用的外汇资金。会员国认缴的份额越大,投票权越大,同时借款能力也就越强。由于二次大战结束之时,大部分国家国际储备存量有限,所以 IMF 基本上是由美国控制。普通资金账户是 IMF 最基本的贷款,它只限于弥补国际收支赤字。

6. 取消对经常账户交易的外汇管制,但是对国际资金流动进行限制。在 20 世纪 30 年代国际金本位制崩溃后,各国采取了严厉的外汇管制,这使国际间经济交流受到严重损害。为了改变这一状况,布雷顿森林体系要求各国尽快放开对经常账户交易的管制。但是,鉴于两次大战间国际资金流动的投机色彩特别浓厚,给国际货币体系的稳定带来了非常大的冲击,因此布雷顿森林体系允许对国际资金流动进行控制,各国均严格限制资金的国际流动。

(三)对布雷顿森林体系的评价

布雷顿森林体系实行时期,世界经济增长迅速,国际贸易和投资也有很大的发展。有人把这段时期称为资本主义世界的第二个黄金时代,并认为它和第一个黄金时代,即第一次世界大战前的国际金本位时期,都与实行固定汇率制度有关。当然,20 世纪 50 年代和 60 年代的世界经济高度繁荣,是由许多客观因素和条件造成的,但布雷顿森林体系的建立,造成一个相对稳定的国际金融环境,对世界经济的发展确实起了一定的促进作用。

1. 布雷顿森林体系作为战后国际货币合作的产物,消除了战前各个货币集团之间的相互对立、相互实行外汇倾销、相互进行货币战和汇率战的局面,稳定了战后国际金融混乱的局势,建立了相对稳定的国际货币秩序,从而缓解了货币信用危机,为世界经济增长创造了有利的外部环境。

2. 固定汇率制度有利于国际贸易和国际投资的发展。20 多年间的以美元为中心的固定汇率制度,为国际贸易和国际投资提供了极大的便利。战后国际贸易和国际投资的增长不仅大大超过了战前,而且也超过同期世界工业生产增长的速度,这其中的原因是多方面的,但以美元为中心的统一固定汇率制度是相当重要的因素。

布雷顿森林体系的建立,虽然对战后世界经济的发展发挥了重要的作用,但是,该体系也存在着一些严重的缺陷。

1. “特里芬难题”(Triffin Dilemma)。美国耶鲁大学罗伯特·特里芬教授于 20 世纪 50 年代提出美元的“两难”,指出美元的清偿力与信心的矛盾是不可克服的,这是布雷顿森林体系的“先天不足”。一方面,美元作为国际货币,

“为满足世界经济增长和国际贸易的发展,其供应必须不断地增长;另一方面,美元供应的不断增长,会使美元同黄金的固定比价的兑换性日益难以维持。”美元兑换性危机会随着流出美国的美元增加而日益显现,美元同黄金的可兑换性必将受到人们的怀疑,美元的信誉也要受到挑战。这种难以解决的内在矛盾,决定了布雷顿森林体系的不稳定性和垮台的必然性。

2. 布雷顿森林体系的可调整钉住汇率难以按照实际情况经常调整。布雷顿森林体系把维持固定汇率制放在首要的地位,成员国只有在发生国际收支根本不平衡时才可以申请改变汇率。但对什么是根本的不平衡并没有明确的定义,难以判断。事实上,各国货币汇率很少变动,美元是基准货币,即使美元汇率偏高或偏低,也不便作出调整。而其他国家往往也是盈余国不愿升值,赤字国不愿贬值。汇率调整的僵化也加重了国际收支调整的困难,这可以说是布雷顿森林体系的“后天失调”。

3. 在布雷顿森林体系条件下,各国为了维持对外收支平衡和稳定汇率,不能不以丧失国内经济目标为代价。赤字国的货币趋于贬值,但为了维持与美元的固定汇率,中央银行必须在外汇市场抛出美元购进本国货币,这相当于公开市场业务缩减了国内货币供给,往往导致衰退和失业;而盈余国的货币趋于升值,但为了维持与美元的平价汇率,必须在外汇市场抛售本币大量收购美元,这实际上是采取了扩张性的货币政策,往往导致通货膨胀。这种情况与布雷顿森林体系设计者们的初衷也是大相径庭的。

总的来看,布雷顿森林体系最初的设计是建立在美国在战后取得了世界经济的支配地位的基础之上的。战后初期的美国为了维护其自身的利益,进行了大量的对外援助和投资,这一方面促进了美国国内的资本投资和设备更新,另一方面对资本输入国的经济发展注入了有生力量。随着时间的推移,美国的经济和技术优势逐渐丧失,劳动生产率的增长长期落后于德国、日本、荷兰等国家。这种发展的不平衡在国际金融领域表现为美元霸权地位的不断衰落,以及以美国国际收支赤字为主要矛盾的国际收支大面积失衡。面对这种严重失衡的局面,各个主要发达国家出于各自的利益,不可能真正进行全面的政策协调,于是布雷顿森林体系的崩溃就不可避免了。

(四) 布雷顿森林体系的崩溃

自20世纪50年代末期美元逐渐开始过剩以来,美国的黄金储备大量外流,对外短期债务激增,到1960年,美国对外短期债务已经超过其黄金储备额,美元信用基础发生动摇。美国于1960年10月起,先后爆发了四次美元危机。正是这四次美元危机动摇了布雷顿森林体系的基础。

1. 第一次美元危机及补救措施

战后爆发的规模比较大的美元危机是在 1960 年 10 月。危机爆发前资本主义世界就出现了美元的相对过剩,大规模的抛售美元,抢购黄金,美国的黄金储备开始外流。1960 年,美国对外短期债务首次超过了它的黄金储备额。为了维持外汇市场的稳定和金价稳定,保持美元的可兑换性和固定汇率制度,美国要求其他资本主义国家在国际货币基金组织的框架下与之合作来稳定国际金融市场,采取了以下几项措施:

(1) 建立黄金总库保持黄金官价

美元危机爆发后,黄金价格上涨。1961 年 10 月,美国为维持黄金价格和美元的地位,联合英国、法国、意大利、荷兰、比利时、瑞士及联邦德国,建立了“黄金总库”(Gold Pool)。总库所需黄金由美国承担 50%,其余部分联邦德国承担 11%,英国、法国、意大利各承担 9.3%,瑞士、荷兰、比利时各承担 3.7%。指定由英格兰银行作为总库的代理机构,在伦敦市场买卖黄金,以防止金价超过每盎司 35 美元的官价。

(2) 借款总安排

1961 年 9 月,美国和英国向 IMF 建议,将 IMF 的贷款额度增加 60 亿美元,用于稳定各国货币的汇率。同年 11 月,英国、美国、法国、意大利、比利时、荷兰、联邦德国、瑞典、日本和加拿大 10 国在巴黎举行会议,决定成立“十国集团”,也称“巴黎俱乐部”,达成一项“借款总安排”(General Agreement to Borrow, GAB)协议,并于 1962 年 10 月生效。协议规定 IMF 在国际短期资金发生巨额流动可能引起汇率波动时,可从这 10 个国家借入额度为 60 亿美元的资金,贷给发生货币危机的会员国,以稳定该国货币。

(3) 签订《互惠信贷协议》

1962 年 3 月,美国又分别和各主要西方国家,主要是“十国集团”国家,签订了双边的“互惠借款协定”。规定两国中央银行彼此之间相互提供对等的短期信贷资金,各国可以用于干预外汇市场,维持汇率稳定。

上述措施主要集中在解决由美元双挂钩引起的两难问题。由于这些措施的局限性,布雷顿森林体系的内在缺陷不可能得到根本的纠正。

2. 第二次美元危机及补救措施

20 世纪 60 年代中期越南战争爆发以后,美国的国际收支进一步恶化,到 1968 年 3 月,美国黄金储备已降至大约 120 亿美元,只够偿还其对外短期负债的 1/3。结果在伦敦、巴黎和苏黎世黄金市场爆发了空前规模的抛美元、抢黄金的美元危机。仅仅在半个月内,美国就流失了 14 亿美元的黄金储备。凭“黄金总库”和美国的黄金储备,已无力维持美元与黄金的固定比价,为此采取了紧急措施:

(1) 暂时关闭伦敦黄金市场。从 1968 年 3 月 15 日起关闭伦敦黄金市场,宣布停止在伦敦黄金市场按 35 美元一盎司的官价出售黄金。

(2) 解散“黄金总库”,实行“黄金双价制”(The System of Dual Price of Gold)。美国只与各国的中央银行进行黄金买卖,官方市场仍维持 35 美元的官价,各国中央银行除彼此之间的交易外,不再介入私人黄金市场的正常买卖。私人黄金市场的价格与普通商品一样,完全由供求力量自由决定。

解散黄金总库和实行黄金双价制,说明美国已无力维持黄金官价,美元变相贬值。黄金双价制实际上意味着以黄金—美元为中心的布雷顿森林体系的局部崩溃。

3. 第三次美元危机及补救措施

1971 年 5 月爆发了第三次美元危机,西欧主要金融市场又一次掀起抛售美元、抢购黄金或西德马克、瑞士法郎、日元等硬币的浪潮。各国央行不得不大规模进行干预,但都无法阻止资本移动的狂潮。面对猛烈的危机,尼克松政府不得不于 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”,停止美元与黄金的兑换,限制美国的进口,对进口商品增收 10% 的进口附加税,并压迫联邦德国和日本等国实行货币升值,以图改善美国的国际收支。在国际金融市场极度混乱的情况下,十国集团经过 4 个月的磋商,于 1971 年 12 月 18 日达成一项妥协方案,即“史密森协议”。协议的主要内容包括:

(1) 美国自 1971 年 8 月 15 日起,将美元贬值 7.89%,每盎司黄金由 35 美元提高到 38 美元。美元对黄金的贬值在于人为提高美国的黄金储备,恢复人们对美元的信心。

(2) 一些国家的货币对美元升值。其中:日元升值 16.9%,西德马克升值 13.6%,瑞士法郎升值 13.9%,荷兰盾和比利时法郎各升值 11.6%,英镑和法国法郎各升值 8.6%,意大利里拉和瑞典克朗各升值 7.5%。

(3) 扩大汇率波动幅度,将汇率波动的允许幅度由原来的平价上下各 1% 扩大到各 2.25%,其意图是增加汇率制度的灵活性和弹性。

(4) 美国取消 10% 的进口附加税。

“史密森协议”是国际货币体系危机的一种应急产物,从它重新调整汇率结构的措施来看,其基本精神仍然是维持固定汇率制度,但这个协定没有涉及到国际货币体系的根本问题,因此其寿命非常短暂。

4. 第四次美元危机

1973 年初,外汇市场上再度爆发美元危机,美国政府宣布美元第二次贬值,黄金官价由每盎司 38 美元提高到 42.22 美元。同年 3 月,美元再次贬值,黄金官价一度上升到每盎司 96 美元,为维护自身的经济利益,各国先后宣布

取消货币对美元的固定比价,实行浮动汇率。

自“史密森协议”确定美元第一次贬值之后,美元正式停止兑换黄金,美元自由兑换性被破坏了。而1973年美元危机之后,各国货币都实行对美元的自由浮动(包括欧共体六国实行的联合浮动),固定汇率制也不复存在了。这样,战后以美元为中心的国际货币体系的两大支柱均告垮台,布雷顿森林体系也随之彻底崩溃。

三、牙买加体系

(一)牙买加体系简介

布雷顿森林体系崩溃后,国际金融形势更加动荡不安,各国都在探寻货币制度改革的新方案。国际间为建立一个新的国际货币体系进行了长期的讨论与协商,在对国际货币体系进行改革、建立新体系的过程中,充满了各种矛盾和斗争,最终各方通过妥协就国际货币体系的一些基本问题达成共识,于1976年在牙买加首都金斯敦达成协议,称为“牙买加协议”,牙买加协议经过几次修改,于1978年4月1日经过3/5会员国和4/5多数票通过,正式生效。自此,国际货币体系进入了一个新的阶段——牙买加体系(Jamaica System)。

牙买加体系除保留并加强了国际货币基金组织的作用外,它同布雷顿森林体系有许多重大的差别。牙买加体系的主要内容如下:

1. 浮动汇率合法化

会员国可自行选择并决定汇率制度,国际货币基金组织认可固定汇率与浮动汇率并存。基金组织对会员国的汇率政策进行监督,缩小汇率波动幅度,不允许会员国操纵汇率谋求不公平的竞争利益。经基金组织85%的总投票权同意,国际货币基金组织可恢复稳定的、可调整的货币平价制度。这部分条款是将已经实施多年的有管理的浮动汇率制度予以法律上的认可,但同时也强调了国际货币基金组织在稳定汇率方面的监督和协调作用。

2. 黄金非货币化

废除黄金条款,取消黄金官价,各会员国中央银行可按市价自由进行黄金交易,取消会员国相互之间以及会员国与国际货币基金组织之间须用黄金清算债权债务的义务。国际货币基金组织所持有的黄金应逐步加以处理,其中1/6(约2500万盎司)按市价出售,以其超过官价部分成立信贷基金,作为援助发展中国家的资金。另外1/6按官价由原缴纳的各会员国购回。

3. 增加会员国的基金份额

各会员国对国际货币基金组织所缴纳的基本份额,由原来的292亿特别提款权增加到390亿特别提款权,增加33.6%。各会员国应缴份额的比重也

有所改变,主要是石油输出国的比重提高1倍,由5%增加到10%,其他发展中国家维持不变,主要西方国家除联邦德国和日本略增之外,都有所降低。

4. 扩大对发展中国家的资金融通

以出售黄金超过官价部分所得的收入建立信托基金,对人均国民收入不足300特别提款权的发展中国家提供援助,解决其国际收支困难。国际货币基金组织扩大信用贷款额度,由占会员国份额的100%提高到145%。并放宽“出口波动补偿贷款”,由占份额的50%扩大到75%。放松贷款条件,延长偿还期限,帮助国际收支持续逆差的国家渡过难关。

5. 提高特别提款权的国际储备地位

协议规定各会员国不必征得国家货币基金组织的同意,就可以进行特别提款权的自由交易。国际货币基金组织与各会员国之间的交易以特别提款权代替黄金。扩大特别提款权在业务交易中的使用范围,目的在于使特别提款权逐步取代美元和黄金而成为主要的国际储备资产。

牙买加体系与布雷顿森林体系相比,具有如下特点:

第一,黄金非货币化。黄金不再是各国货币平价的基础,也不能用于官方之间的国际清算。

第二,储备货币多样化。虽然“牙买加协议”中曾规定未来的国际货币体系应以特别提款权为主要储备资产,但事实上,特别提款权在世界各国国际储备中的比重不但没有增加,反而有下降的趋势。基金组织在1981年以后再也没有分配过新的特别提款权。以前美元一枝独秀的局面被以美元为首的多种储备货币所取代。

第三,汇率制度多样化。据基金组织统计,截至1997年3月31日,国际货币基金组织181个成员国实行了9种汇率安排。这9种汇率安排可以归纳为以下三大类:(1)可调整的钉住汇率安排(66种货币),分别钉住美元(21种货币)、法国法郎(14种货币)、其他货币(9种货币)、特别提款权(2种货币)和货币篮子(20种货币);(2)有限的浮动汇率安排(16种货币),其中包括随单一货币(美元)的浮动(4种货币)和欧洲货币体系下的联合浮动(12种货币)两种形式;(3)更灵活的浮动汇率安排(99种货币),分为管理浮动安排(48种货币)和独立浮动安排(51种货币)两种。

(二) 牙买加协议后国际货币制度的运行

牙买加协议后的国际货币体系,实际上是以美元为中心的多元化国际储备和浮动汇率的体系。在这个体系中,黄金的国际货币地位趋于消失,美元在诸多储备货币中仍居主导地位,但它的地位在不断削弱。在这个体系中,各国所采取的汇率制度可以自由安排。主要发达国家货币的汇率实行单独浮动或

联合浮动。多数发展中国家则采取钉住汇率制度,把本国货币钉住美元、法国法郎或特别提款权等篮子货币,还有的国家采取其他多种形式的管理浮动汇率制度。另外,在这个体系中,国际收支的不平衡是通过多种渠道进行调节的,除了汇率机制以外,国际金融市场和国际金融机构也发挥着重大作用。

1. 多元化的国际储备体系

自1973年美元彻底脱离黄金以来,国际储备资产的构成就出现分散化的趋势,形成了多样化的局面。

(1)美元仍是主导货币。自1973年以来美元的地位虽然不断削弱,但是在各方面仍然是最主要的国际货币。在1973年以前各国货币都以美元作为定值标准,并与美元保持固定汇率。而1973年以后,多数国家不再与美元保持固定汇率了,但一些发展中国家的货币仍钉住美元。1974年有61个国家的货币钉住美元,到1997年底,减至21个国家,可见美元在这方面的重要性在削弱。另外,由于美元汇率的剧烈波动,从20世纪80年代以来,在国际贸易结算中,马克、日元和瑞士法郎等硬货币的使用范围有扩大的趋势。不过,作为最重要的国际货币,目前还没有哪一种货币可以与美元相匹敌。在国际贸易中一些相当重要的商品,特别是原料和初级产品,都是以美元计算价格的,在世界黄金市场上,黄金是以美元计价,美元也是最主要的国际支付手段,各国中央银行在外汇储备中仍持有相当数量的美元储备。

(2)黄金的储备地位。1973年美元脱离黄金后,黄金的国际储备地位下降。1978年4月生效的国际货币基金组织协定第二次修正案继续推行黄金非货币化的政策,黄金的国际储备功能一直在退化,但还不能说黄金已成为普通的商品,各国仍然保持大量的黄金储备。

2. 浮动汇率制

根据1978年国际货币基金组织协议修正案,国际货币基金组织成员国可以自行安排其汇率。发达工业国家多数采用单独浮动或联合浮动,但也有采取钉住自选的货币篮子或实行某种管理浮动汇率制度。对于发展中国家来说,多数采用钉住美元、法国法郎、特别提款权或自选货币篮子,实行单独浮动的很少。各国在选择汇率安排时,一般说来,经济实力强的国家愿意采取浮动汇率,单独或联合浮动,以便在国内政策上取得更大的独立性;对外开放程度较高的小国,为避免汇率波动对物价水平的影响,愿意采取固定汇率制;与贸易伙伴国的通货膨胀率差异较大的国家愿意采取浮动汇率或爬行钉住制;贸易伙伴比较集中的国家愿意与它的贸易伙伴国维持固定汇率,反之则更倾向于采取浮动汇率或钉住一篮子货币的汇率安排。

3. 对国际收支不平衡的调节

在牙买加体系下,国际收支的不平衡是通过多种渠道进行调节的。经常账户的不平衡,主要通过汇率机制、国际金融市场和利率机制、国际金融机构的调节以及动用国际储备资产等方式进行。

(1) 汇率机制调节。由于主要国家的货币都采用浮动汇率,所以汇率机制应是国际收支调节的主要方式。汇率调节的运作方式是,当一国经常账户发生赤字时,该国货币的汇率便趋于下跌,于是有利于增加出口减少进口,从而贸易收支和经常账户得到改善。反之,当一国经常账户盈余时,该国货币汇率上浮,该国进口增加出口减少,国际收支恢复平衡。但在实际中,汇率机制调节的作用没有预期的那么大。

(2) 利率机制调节。即通过一国实际利率与其他国家实际利率的差异来引导资金流入或流出,从而达到调节国际收支的目的。目前国际货币体系的特点是存在着非常发达的国际金融市场,因而对于发达国家来说,本国与他国实际利率的差异很容易导致资金流入流出。只要一国严格控制货币供应,促使本国通货膨胀率低于国外,那么提高市场名义利率就可以引导资金流入,取得改善国际收支的效果。

(3) 国际金融市场的调节。通过利率机制利用债务和投资来实现国际收支失衡的调节离不开国际金融市场。自1973年以来,国际金融市场和私人商业银行在这方面发挥了很大的作用。在20世纪70年代的两次石油危机中,石油输出国经常账户大量盈余,非产油国特别是非产油发展中国家经常账户巨额赤字。国际金融市场和国际商业银行将石油输出国的大量“石油美元”存款集中,并转贷给非产油国,缓解了这些国家的国际收支赤字,从而顺利实现了石油美元的回流。

(4) 国际货币基金组织的调节作用。国际货币基金组织在国际收支调节方面发挥着重要作用,它向赤字国提供贷款以克服国际收支困难,并指导和监督赤字国和盈余国双方进行国际收支调整,以便双方对等地承担国际收支调节义务。国际货币基金组织在调节国际收支失衡方面做了大量的工作,但总的来说它所起的作用,相对于国际收支失衡和发展中国家债务总的规模来说,仍是有限的。

此外,国际收支失衡还可以通过外汇储备的变动来进行调节。盈余国外汇储备增加,赤字国外汇储备减少。但是,以上调节机制的作用都有其局限性,总的来说,发达国家调节国际收支差额的能量比发展中国家大得多,办法也得多。

(三) 对牙买加体系的评价

牙买加体系的积极作用主要表现在:

1. 储备货币多元化,缓解了国际清偿能力的不足

布雷顿森林体系下各国货币与美元挂钩,从而使基准货币与依附货币相互牵连,而牙买加体系实行国际储备货币多元化与浮动汇率,美元贬值不会对各国货币的稳定性造成影响。

2. 灵活的汇率体系有助于世界经济发展

牙买加体系是一种比较灵活的、以浮动汇率为主的混合汇率体系,能够灵敏地反映世界经济的变化。主要国家货币汇率由市场供求状况调整,可以准确反映经济情况的变化,且各国无维持固定汇率的义务,从而避免因汇率变化造成的大量国家储备资产流失。灵活的混合的汇率制度还可以使一国的宏观经济政策更具有独立性和有效性,而不必为维持汇率稳定而牺牲国内经济目标。

3. 促进了国际收支的调整

牙买加体系灵活的汇率体系,能够灵活调节国际收支,能够适应经济发展不平衡的现状,也更加符合市场运作规律。另外,牙买加体系中,多种国际收支调节机制并行,各种调节机制互相补充,国际货币基金组织、国际商业银行的活动和国际金融市场等多种机制的结合,在一定程度上缓解了布雷顿森林体系调节失灵的困难。

4. 有利于国际金融创新和国际贸易的发展

在牙买加体系下,为了帮助企业和投资者避免和减少浮动汇率风险,加强在国际金融、国际贸易领域的竞争力,许多金融机构纷纷推出新业务、新工具、新品种,使得国际金融、贸易、投资拥有了更大的发展空间。

总而言之,牙买加体系是世界经济动荡和发展不平衡的产物,它的运行能够大体上适应世界经济的这种状况,因而对世界经济的发展有一定的推动作用。但是,以美元为中心的多元储备和浮动汇率制的弊端也是相当明显的,主要表现在:

1. 多元化的储备体系不稳定

为了保证国际货币体系的正常运转和避免外汇储备风险,各国中央银行必须非常注意协调各种货币的比重。当外汇储备从一种货币转向另一种货币时,会造成外汇市场的动荡。

2. 汇率波动频繁,不利于世界经济发展

汇率的频繁波动使进出口贸易很难准确核算成本,外汇风险加大,不利于对外贸易的发展;汇率波动造成国际信贷的风险增大,并有可能引起债务危机;汇率如果下浮,容易导致物价上升,诱发通货膨胀;此外,汇率的剧烈波动还会助长国际投机活动,加剧国际金融市场的动荡和混乱。

3. 缺乏有效的国际收支调节机制

目前国际货币基金组织的监控能力远不能保证顺差国与逆差国承担对称的国际收支调节义务,从而导致全球性国际收支失衡现象日趋严重。顺差国的国际储备猛增,甚至成为重要的资本输出国或债权国。逆差国储备锐减,债台高筑,无法消灭赤字。

综上所述,当前的国际货币制度虽然在各方面均有较强的适应性,但是它的缺陷也很突出,这些缺陷阻碍着世界经济和国际贸易的发展,加剧了世界金融领域中的矛盾。所以,国际间关于改革现行的国际货币制度的讨论始终没有中断过。

第三节 国际货币体系改革

20 世纪 70 年代以来,有关国际货币体系改革的争论围绕着密切相关的三大问题:本位货币制、汇率制度和国际收支调节机制。这些问题的解决关系到国际货币体系的未来,这一节我们主要介绍关于这些问题的探讨。

一、国际货币体系改革的主要方案和建议

有关国际货币体系改革的方案和建议主要有以下几种:

(一) 创立国际商品储备体系

由于许多发展中国家受初级产品和原材料价格剧烈波动的影响,国际收支状况经常恶化。一些经济学家提出了以商品为基础的国际储备货币,以解决初级产品价格波动和国际储备制度不稳定的问题。

主要包括 (1) 建立一个世界性的中央银行,发行新的国际货币单位,其价值由一个选定的商品篮子来决定,商品篮子由一些基本的国际贸易产品,特别是初级产品来构成。(2) 现有的 SDRs 将被融合到新的国际储备制度中,其价值重新由商品篮子决定,其他储备货币将完全由以商品为基础的新型国际货币所取代。(3) 世界性的中央银行将用国际货币来买卖构成商品货币篮子的初级产品,以求达到稳定初级产品价格,进而稳定国际商品储备货币的目的。

这种改革方案在理论上讲得通,但在实际上很难实施。此方案需储备大量的初级产品,因此要付出高昂的成本,由谁来承担的问题不好解决。另外,建立世界性的中央银行是发行商品货币的前提条件,这在目前是无法实现的。

(二) 建立国际信用储备制度

美国经济学家特里芬教授 1982 年在《2000 年的国际货币制度》一文中提

出了这一设想。他认为国际货币制度改革根本出路在于建立超国家的国际信用储备制度,并在此基础上创立国际储备货币。国际储备货币不应由黄金、其他贵金属和任何国家的货币来充当。特里芬教授建议各国应将其持有的国际储备以储备存款形式上交国际货币基金组织保管,国际货币基金组织将成为各国中央银行的清算机构。国际货币基金组织或其他类似的国际金融机构能将所有的国家都吸收为成员国,那么国际间的支付活动就反映为国际货币基金组织的不同成员国的储备存款账户金额的增减。国际货币基金组织所持有的国际储备总量应由成员国共同决定,并按世界贸易和生产发展的需要加以调整。储备的创造可以通过对会员国放款、介入各国金融市场购买金融资产,或定期分配新的特别提款权来实现,但是不应受黄金生产或任何国家收支状况的制约。

特里芬在他的著作中曾具体指出应以 SDRs 作为唯一的国际储备资产以逐步取代黄金和其他储备货币。但他主张要求各国中央银行服从于一个超国家的国际信用储备机构,这需要很密切的国际货币合作,目前还不现实。

(三) 国际货币基金组织的“替代账户”

替代账户是国际货币基金组织设立的一个专门账户,发行一种特别提款权存单,各国中央银行可将手中多余的美元储备折成特别提款权存入该账户,再由国际货币基金组织用吸收的美元投资于美国财政部发行的长期债券,所得的利息收入返还给替代账户的存款者。这个建议是在 1979 年国际货币基金组织临时委员会的年会上提出的,设想用特别账户吸收各国手中过度积累的美元资产,并使 SDRs 成为主要国际储备资产。

这一建议实际上并没有实行,因为美元在 1980 年以后的一段时期异常坚挺,各国中央银行乐于持有美元而不愿交换 SDRs。只有当 SDRs 或其他储备资产发展成为功能齐全,并且优于美元的真正的国际货币时,人们才会放弃手中美元资产的积累。

(四) 加强各国经济政策协调以稳定汇率

主要工业化国家货币之间汇率的剧烈波动对世界经济和国际金融的稳定产生了严重的影响,引起了各国的普遍关注。1985 年 10 月,美国、日本、联邦德国、法国和英国五国财政部长和中央银行行长会议提出了要协调各国经济政策,以促进汇率的稳定。后来的 1986 年七国财长会议又提出了通过控制下列 10 项指标来实现各国政策的协调。这 10 项指标是 GNP 增长率、通货膨胀率、利息率、失业率、财政赤字、经常账户差额、贸易差额、货币供应增长率、外汇储备和汇率。国际货币基金组织统一对各国的这些指标进行监督,并将这些指标又划分为绩效指标、政策指标和介于两者之间的中间变量。1987 年七

国首脑会议上对经济政策的协调作出了具体规定。

如果协调宏观经济政策能够有效地付诸实施,会非常有助于汇率的稳定。但是,要做到真正的政策协调绝非轻而易举,因为协调宏观政策会削弱各国政策的独立性,损害某些国家的利益。另外,在经济衰退时期,各国国内的严峻形势可能使政府无力顾及其他国家的协调。

(五) 设立汇率目标区

汇率目标区是指有关国家的货币当局选择一组可调整的基本参考汇率,指定出一个围绕其上下波动的幅度并加以维持。汇率目标区的种类很多,但主要可分为“硬目标区”和“软目标区”。“硬目标区”的汇率变动幅度很窄,不常修订,目标区的内容对外公开,一般是通过货币政策将汇率维持在目标区内。“软目标区”的汇率变动幅度较宽,而且经常修订,目标区的内容不对外公开,不要求必须通过货币政策加以维持。

汇率目标区的特点是综合了浮动汇率制的灵活性和固定汇率制的稳定性,还能够促进各国宏观经济政策的协调。但实施起来存在许多困难,如均衡参考汇率的确定、维持目标的有效方法等等。设立汇率目标区的建议问世以来,各方面的褒贬不一。发展中国家希望通过实行汇率目标区来实现汇率的稳定,而发达国家认为汇率目标区不现实。

二、国际货币体系的前景展望

以上这些方案只是众多改革方案中较为重要的几个。总的看来,国际货币体系的改革方向主要集中在国际储备资产的确定和汇率制度的选择两个方面,而其中国际储备资产的改革是最基本的。

(一) 国际储备货币的演变和前景

只要不是实行完全不干预的金本位制,或者完全的自由浮动汇率制,一国就必须持有国际储备资产。第二次世界大战后,美元是主要的储备资产,美国的国际收支状况影响着国际储备增长的状况。国际间美元的过多或过少一直是国际金融形势不稳定的主要因素。但是在找不到更好的国际储备资产来取代美元之前,各国就不得不持有美元,不得不依靠美元来从事国际商品贸易和国际金融交易。所以许多有关国际货币改革的方案和建议,都是围绕着以什么资产来代替美元的问题。

在当今的国际经济形势下,要回到金本位制或某种形式的金汇兑本位制是不可能的。1973年以后的多元化储备制度中,美元仍居主导地位。但是随着美国经济实力的相对下降以及日本及西欧国家的崛起,资本主义国家间的发展不平衡和各种矛盾势必加剧,美元越来越不能胜任主导国际货币的地位

了,于是形成了国际储备货币的多元化。在多元化的国际储备货币中无论哪一种货币的汇率上浮或下浮都会影响国际货币体系的稳定。因此,从长远的观点来看,还是应该发展统一的世界货币。这个观点在众多的国际货币储备改革方案中也有所反映。现在的关键问题是发行统一货币就必须建立统一的世界范围的中央银行或类似的机构,并实行统一的世界货币政策,这个难度相当大。不过从经济发展规律上看,随着世界经济一体化趋势的加强,经济利益的相关性会促进各国的政策协调,共同货币的理想在未来可能会实现。

(二) 国际汇率制度的演变和前景

就汇率制度的改革而言,实现理论上的完全固定汇率制或完全自由浮动汇率制的可能性极小。从目前发达国家联合干预外汇市场,及很多发展中国家实行钉住汇率制的现象来看,稳定汇率、缩小汇率波动幅度是国际社会的普遍愿望。所以汇率制度改革的核心实际上是允许汇率波动幅度的大小,或以什么形式恢复固定但可调整的平价制的问题。

纵观国际汇率制度的演变过程,在历史进程中,先是严格的固定汇率制,然后是浮动汇率制,以后又是固定汇率制但汇率可调整(布雷顿森林体系),最后是目前的浮动汇率制度。100多年来大部分时间实行的是固定汇率制,浮动汇率制在20世纪30年代大萧条时期实行过,目前的有管理的浮动汇率制也运行了近30年,事实表明弊端很多。

从已提出的主要汇率制度改革的方案看,多数是主张建立某种形式的固定汇率制,也有人主张保持目前的各国自由选择汇率安排的混合汇率制,但要求主要国家协调政策、联合行动,以实现汇率稳定。实行固定汇率制需要有一定客观条件,目前是行不通的。在各国通货膨胀率、经济增长率、国际收支状况和货币政策都存在很大差异的条件下,实行固定汇率制没有基础。目前通过各国之间的政策协调和共同干预来稳定汇率、降低波动幅度的方案经过国际间的努力有可能实现,至少在一定程度上可能实现,因为合作与协调政策、相互让步对各方面都有好处。至于国际汇率制度的发展前景,一方面取决于各主要国家之间货币合作的密切度,另一方面还取决于国际储备货币的发展状况。

第四节 欧洲货币体系

一、欧洲货币体系产生的历史背景

为了加强政治、经济联合,西欧6国(法国、联邦德国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡)于1958年1月1日成立了“欧洲经济共同体”。其共同目标是:

在经济领域里逐步统一经济政策,建立工农业产品的统一市场,在共同体内实现资本和劳动力的自由流动,协调各成员国财政、金融、货币等方面的政策和立法,当时机成熟时,再从经济联盟发展成为政治联盟。欧洲经济共同体在建立初期,由于以美元为中心的布雷顿森林体系运转尚好,没有明确提出货币一体化的目标,只注意到了协调货币金融政策问题。

20 世纪 60 年代初,布雷顿森林体系陷入危机,1960 年 10 月爆发了二战后第一次抛售美元、抢购黄金的风潮,引起了欧洲经济共同体成员国货币汇率的波动。于是,共同体成员要求协调货币政策、逐步实现货币一体化的呼声日益高涨。1971 年 2 月 9 日,欧洲经济共同体部长理事会达成协议,决定着手建立经济和货币同盟。布雷顿森林体系崩溃之后,国际金融关系错综复杂,各国之间利益冲突甚大,短期内无法建立一个统一的、被大多数国家所接受的国际货币体系。欧共体中法、荷、比、卢、丹和联邦德国等 6 国率先建立了“联合浮动集团”,于 1973 年 3 月开始实行联合浮动,参加联合浮动的 6 国货币之间仍维持固定汇率,由各国中央银行保证它们之间的波动幅度不超过 2.25%,6 国货币对美元及其他货币则实行浮动汇率,听任其根据外汇市场的供求状况自由涨落。1978 年 4 月在丹麦哥本哈根举行的共同体首脑会议上,对建立欧洲货币体系的可能性首次交换了意见,同年 7 月和 12 月两次讨论了欧洲货币体系问题,决定于 1979 年 1 月 1 日起正式建立欧洲货币体系。欧洲货币体系旨在进一步摆脱对美元的依赖及美元危机的影响,最终的目的是实现共同体的经济货币联盟,其首先要解决的问题是稳定成员国的货币汇率,为此,欧洲货币体系确定了下列主要内容:

(一) 建立欧洲货币单位

“欧洲货币单位”(European Currency Unit, ECU),是欧洲货币体系的核心,它是由欧共体成员国货币,各按一定比重加权计算定值的一揽子货币,各成员国货币所占的比重取决于各自的经济实力(如外贸和国民生产总值),每隔 5 年调整一次,但如果任何一种货币的比重变动超过 25% 时,权数构成可重新调整。

(二) 实行稳定汇率的机制

稳定汇率机制是欧洲货币体系的核心组成部分。根据该机制的安排,汇率机制的每一个参加国都确定本国货币同欧洲货币单位的固定比价,即确定一个中心汇率,并依据中心汇率套算出与其他参加国货币相互之间的比价。

稳定汇率机制通过各国货币当局在外汇市场上的强制性干预,使各国货币汇率的波动限制在允许的幅度以内。也就是说,如果两种货币的汇率达到允许波幅的上限或下限,弱币国货币当局必须买入本币以阻止其进一步贬值,

相应地,强币国货币当局必须卖出本币以阻止其继续升值。通过这种对称性的市场干预,欧共体得以实现汇率机制的稳定。

(三)建立欧洲货币基金

欧洲货币基金是欧洲货币体系的基础。1973年4月,共同体为稳定汇率而建立“欧洲货币合作基金”,对成员国提供信贷,但总共只有28亿欧洲货币单位,远不足以适应干预市场的需要。1979年4月又集中了当时共同体9个成员国20%的黄金、外汇储备,以及相同数额的各国本国货币。到1981年4月,上述基金总额达到730亿美元。与此同时,还规定了信贷体制,各成员国中央银行可以相互提供本国货币的短期信贷,数量不限,作为干预市场能力的补充。其结果,便形成了实力雄厚的为稳定市场所必需的共同储备。

二、欧洲货币体系的发展——欧洲货币联盟

进入20世纪80年代以后,欧共体各国逐渐摆脱了经济的内外危机,要求积极推进欧洲联盟的建设和欧洲货币一体化的进程。1985年12月,欧共体卢森堡首脑会议通过了《单一欧洲法》,决定用7年时间,于1992年底建成欧洲统一大市场,实现商品、资本、人员和服务等在成员国之间自由流通,真正达到经济、货币一体化。1988年6月第39届欧共体首脑会议上,决定成立以共同体执委会主席德洛尔为首、各成员国央行行长和专家参加的17人委员会,专门研究欧洲经济货币联盟的可行性。1989年6月共同体理事会讨论,批准了德洛尔委员会提出的《关于欧共体经济与货币联盟的报告》,该报告建议分三个阶段实现经济与货币联盟,每个阶段的具体期限没有规定,只是规定了第一阶段最晚起始于1990年7月1日和各阶段的主要目标。

1991年12月9日至10日,欧共体12个成员国首脑在荷兰小镇马斯特里赫特召开会议,并于1992年2月7日签署了《马斯特里赫特条约》(《欧洲联盟条约》)。《马斯特里赫特条约》是欧洲货币一体化道路上的一个里程碑。

《马斯特里赫特条约》分为《政治联盟条约》和《经济与货币联盟》,并参照德洛尔计划制定了实现欧洲经济货币联盟的具体时间表:第一阶段从1990年7月1日到1993年底,各成员国均应加入欧洲货币体系的汇率机制,并加强成员国货币政策和汇率政策的协调,尽可能减少中心汇率的调整次数;第二阶段从1994年1月1日起到1996年底,最迟至1998年底,开始建立和建成独立的欧洲货币机构,责成它监督成员国的经济政策和货币政策,实现各国汇率的窄幅浮动,加强经济政策的协调,使一些主要经济指标达到规定标准;第三阶段从1997年起,即最早于1997年初但不晚于1999年1月1日,实现单一货币,同时规定于1997年1月1日或最迟于1998年12月31日成立欧洲

中央银行,负责制定统一的货币政策。《马约》于1992年2月7日正式签订,原计划在1993年1月1日前完成各成员国批准的程序,但由于中间的曲折,1993年11月1日才正式生效,比原计划拖延了10个月。随着《马约》的正式生效,欧共体更名为欧洲联盟,简称欧盟。

根据《马约》的规定,欧盟在1995年12月15日召开的欧盟马德里首脑会议上,将未来欧洲货币的名称正式确定为“欧元”(EURO)以取代欧洲货币体系的“埃居”(ECU),并确定了单一货币实施的时间表。按照这一时间表,欧元的启动应分为三个阶段进行。

第一阶段:1991年12月至1998年12月31日。从1991年通过《马斯特里赫特条约》至1998年底为第一阶段,此期间为欧元实施的准备阶段。

第二阶段:1999年1月1日至2001年12月31日,此阶段为欧元区各国货币向欧元转换的过渡期,欧元汇率于1999年1月1日固定下来,并且不可撤销。金融批发市场的业务将以欧元进行,企业、个人可以在银行开立欧元账户,欧元的收付可以在账户之间进行,但欧元的纸币和硬币未投入流通。

第三阶段:2002年1月1日至2002年6月30日,此阶段欧元纸币和硬币将投入流通,欧元在欧元区内与各国原货币的纸币和硬币同时流通。

第四阶段:2002年7月1日以后。此时,欧元区内各国的原货币完全退出流通,欧元成为欧元区内唯一的货币,欧洲统一货币正式形成。

三、欧元启动对经济的影响

欧洲单一货币——欧元的实现,不仅使欧洲的面貌发生深刻的变化,而且将在国际金融领域发挥重要的作用,对世界政治和经济的发展产生深远的影响。

(一)对欧盟国家经济的影响

1. 欧元启动有利于减少外汇风险,促进欧盟的生产、贸易和投资。欧元流通后,欧元区原有的汇率波动自然消失,大大减少了统一市场内的外汇风险,使成员国之间的融资和投资步伐加快,各种生产要素在整个欧元区的配置更加合理。

2. 欧元启动对欧元区国家抑制通货膨胀、稳定物价起到积极作用。抑制通货膨胀长期以来是欧盟各国政府政策的重要目标。但由于缺乏有效的配合,各国付出了很大的代价,一个国家的货币政策往往被另一个国家的政策所抵消。欧元启动后,货币政策由欧洲央行统一制定,欧洲央行具有较强的独立性,并且把抑制通胀、稳定物价当作首要目标,这有可能从制度上减少恶性通货膨胀的产生。

3. 欧元启动大大降低了成员国之间经济交易的成本。欧元使用的直接结果是简化了手续、节省了 time、加快了商品的流通速度、大幅度降低货币兑换成本,减少核算费用和交易费用等非生产性支出。

4. 欧元的启动,加速了以欧盟为核心的“大欧洲”形成。这将有助于欧洲作为世界的一极,在国际组织和世界事务中产生更大的影响,发挥更大的作用。

(二)对世界经济的影响

1. 对世界贸易产生推动作用。由于欧元区是世界经济增长源之一,欧元地区的经济增长对其他国家和地区来讲,就意味着进出口市场的容量扩大,从而带动世界其他国家和地区的对外贸易增长。

2. 对国际货币体系的影响。欧元对国际货币体系的影响主要体现在以下几方面:

(1)对国际储备的影响

欧元启动后不久便成为仅次于美元的第二大国际储备货币,它的出现对现有以美元为主的国际储备格局形成重大冲击。目前美元在世界经济与国际金融中仍占据主导地位,但从长期前景看,美国的经济周期变化以及欧洲经济实力与规模效益的逐渐释放,将会有助于欧元竞争力的提高,欧元在各国外汇储备中的比重将逐渐增加,使国际储备体系由第二次世界大战后以美元为主导的单极格局逐渐转变为以欧元和美元为主导的双极格局。

(2)对国际汇率制度的影响

欧元作为国际货币的地位对国际汇率制度也产生了很大的影响。1999年,欧元区以外的30多个国家不同程度地将汇率制度与欧元挂钩。除此以外,欧元还在一些国家和地区成为法定货币。

(3)对全球货币一体化的影响

欧洲货币一体化的成功有较强的示范效应,它将推动世界其他国家和地区对区域货币一体化的尝试,从而加剧全球范围内的货币集团化倾向。

3. 对国际资本市场产生重大影响。欧元的启动为欧洲资本市场的发展提供了一个良好的契机。自1999年1月1日起,在欧洲各股票交易所上市的所有股票均以欧元报价,这样就使股票市场、货币市场和银行业务融为一体,并从一开始,即以欧元经营。从中期看,这将改变人们的投资策略,促进建立跨欧洲的蓝筹股市场。从长期看,欧盟将整合为一个统一的资本市场。

第五节 国际金融组织

国际金融组织是指从事国际金融业务、协调国际金融关系、维系国际货币

秩序和信用体系正常运转的超国家机构。国际金融组织在国际经济生活中起着重要的作用,已经成为国际间发展援助的主体和国际融资的重要渠道。

第一次世界大战后,西方国家的矛盾日益尖锐,国际收支逆差严重,多数西方国家在外汇、国际结算等方面发生了困难,由此,提出了设立国际金融组织的问题。国际清算银行是最早建立的国际金融组织,因其成员主要是一些欧洲国家,在国际金融领域内发挥的作用有限。第二次世界大战后,为建立稳定的国际货币体系,加强区域内资金融通与经济合作,建立了一系列的国际金融组织。国际金融组织分为全球性的和区域性的两类。全球性金融机构包括国际货币基金组织、国际复兴开发银行及其附属机构(国际开发协会和国际金融公司)。这四个机构目前是成员最多、影响最广的国际金融机构。区域性的国际金融组织主要有亚洲开发银行、泛美开发银行、非洲开发银行、欧洲投资银行以及阿拉伯货币基金组织等。本节主要对全球性金融机构进行介绍。

一、国际货币基金组织

国际货币基金组织(International Monetary Fund)自1947年开始其业务活动以来,在维持汇率的稳定、消除外汇管制、平衡国际收支以及促进国际货币合作方面做了大量有益的工作,它是布雷顿森林体系的产物,在当前的国际货币体系中,仍然在许多方面发挥着重要的职能。

(一)国际货币基金组织的组织机构

参加布雷顿森林会议并于1945年12月1日前在《布雷顿森林协定》上签字的国家,是基金组织的创始成员国。在此后参加的国家,称为其他会员国。

国际货币基金组织由理事会、执行董事会、总裁和众多业务机构组成。理事会是基金组织的最高权力机构,它由基金组织每一成员国任命的一位理事和副理事组成,理事通常由各成员国的财政部长或中央银行行长担任,副理事只有在理事缺席时才有投票权。理事会主要职权有:批准接纳新成员国、决定基金份额、分配特别提款权、决定成员国退出基金组织、讨论决定有关货币制度的重大问题。理事会每年举行一次会议,必要时可举行特别会议。

执行董事会是国际货币基金组织的常设机构,总部在华盛顿,负责处理基金组织的日常事务,行使基金组织协定指定给它的和理事会赋予给它的职权。总裁是国际货币基金组织的最高行政领导人,由执行董事会推选,任期五年,负责管理基金组织的业务工作,兼任执行董事会主席。

(二)国际货币基金组织的资金来源

国际货币基金组织的资金来源主要有三个方面,即成员国缴纳的基金份额、借款和信托基金。

1. 份额(Quota)

成员国缴纳的基金份额是国际货币基金组织主要的资金来源,各成员国应缴份额的大小,取决于成员国的国民收入、黄金与外汇储备、平均进口额、出口变化率及出口额占国民收入的比率等因素,并要和成员国磋商确定。会员国缴纳的份额,除作为国际货币基金组织发放短期信贷的资金来源外,份额的大小还决定成员国从国际货币基金组织借款的额度、投票权的大小及成员国分得的特别提款权的多少。

2. 借款

借款是国际货币基金组织通过与成员国协议,向成员国借入的资金,借款是基金组织补充资金来源的重要手段。

3. 信托基金(Trust Fund)

国际货币基金组织于1976年决定将它持有的1/6的黄金分4年按市价出售,所得的利润,作为信托基金,用于向最贫困的发展中国家提供优惠贷款。

(三)国际货币基金组织的业务活动

国际货币基金组织的业务活动主要是汇率监督与政策协调、储备资产创造与管理 and 贷款业务三个方面。

1. 汇率监督与政策协调

为使国际货币制度能够顺利运行,保证金融秩序的稳定和世界经济的增长,成员国需保证同基金组织和其他成员国进行合作,来保证有秩序的汇率安排和促进汇率的稳定。具体地说,基金组织要求各成员国做到:“努力以自己的经济和金融政策来达到促进有秩序的经济增长这个目标,既有合理的价格稳定,又适当照顾自身的境况,努力通过创造有秩序的、基本的经济和金融条件和不会产生反常混乱的货币制度去促进稳定,避免操纵汇率或国际货币制度来妨碍国际收支有秩序的调整或取得对其他成员国不公平的竞争优势。”

2. 储备资产的创造

国际货币基金组织在1969年的年会上正式通过了“十国集团”提出的方案,决定创设特别提款权用以补充国际储备的不足。SDRs于1970年开始分配,由基金组织按成员国缴纳的份额分配给参加国,分配后即成为成员国的储备资产。

3. 贷款业务

发放贷款是国际货币基金组织的主要业务,贷款有以下几种类型:

(1) 普通贷款

也称基本信用贷款,是国际货币基金组织最基本的贷款,用于解决成员国暂时性的国际收支困难。借取此项贷款的最高限额为成员国所缴纳份额的

125% ,贷款期限为 3 ~ 5 年。贷款利率随期限而递增。

(2) 补偿与应急贷款

该项贷款是为解决成员国因出口收入下降或谷物进口支出增加而发生的临时性国际收支困难而设立的贷款。贷款条件为 :出口收入下降或谷物进口支出增加是暂时性的 ,而且是成员国自身不能控制的原因造成的 ,同时借款国有义务与国际货币基金组织合作采取措施解决国际收支困难。

(3) 库存贷款

这项贷款于 1969 年设立 ,用于帮助初级产品出口国建立缓冲库存的资金需要 ,以稳定国际市场上初级产品价格。成员国可使用的额度为份额的 45% ,期限为 3 ~ 5 年。

(4) 临时信用贷款

此项贷款是国际货币基金组织根据需要临时设立的贷款项目。资金来源是货币基金组织向成员国提供的临时借款。1974 年 6 月至 1976 年 5 月的石油贷款 ,提供给因石油价格上涨而引起国际收支困难的国家。1993 年设立的体制转轨贷款 ,主要用于帮助经济转轨国家解决在由经互会国家的记账贸易向现汇贸易过渡过程中遇到的国际收支困难。

(5) 中期贷款

这是国际货币基金组织于 1974 年 9 月设立的一项贷款 ,又称扩展贷款 ,专用于解决成员国长期的结构性国际收支逆差。贷款最高额度为份额的 140% ,期限为 4 ~ 10 年 ,一般分 16 次偿还。贷款条件是 :国际货币基金组织确认申请国的国际收支困难 ,确需期限比普通期限更长的贷款才能解决 ;申请国必须提出在贷款期限内改进本国国际收支的计划及在第一年准备实行的政策措施的详细说明 ;贷款要根据成员国现行政策目标和执行政策的实际情况分期发放。

(6) 信托基金贷款

信托基金于 1976 年 5 月设立。资金来源主要是国际货币基金组织将其持有的黄金按市场价格出售所得的利润 ,以优惠条件向收入水平较低的发展中国家提供贷款。获得贷款的条件是 :自 1976 年 7 月 1 日起借用两年期的第一期贷款的国家 ,是 1973 年人均国民收入低于 300SDRs 的国家 ,共 61 个国家。自 1978 年 7 月 1 日起借用两年期的第二期贷款的国家 ,即 1975 年人均国民收入不超过 520 美元的国家 ,共有 59 个国家。信托基金利率为年利 0.5% ,期限为 10 年。

(7) 补充贷款

这项贷款于 1977 年 8 月正式设立 ,贷款资金由石油输出国和有盈余的发

达国家提供,用于补充普通贷款的不足。在成员国的国家收支逆差严重时,需要比普通贷款数额更大和期限更长的资金时,可申请此贷款。总额为84亿特别提款权,贷款额度为份额的140%,贷款期限为3~7年,备用安排期限为1~3年。

(8) 结构调整贷款

这项贷款设立于1986年,用于帮助低收入的成员国制定和执行全面的宏观经济调整和结构改革计划,以提高经济增长和改善国际收支的困难状况,加强国民经济基础设施建设等。资金来源于信托基金贷款偿还的本息,贷款利率为1.5%,期限为5~10年,最高额度为份额的250%。

(四) 对国际货币基金组织的评价

1. 作用

国际货币基金组织自1947年正式营运以来,在加强国际货币合作、建立多边支付体系、稳定汇率以及促进国际收支调整过程等方面做了大量工作,对维持国际货币体系的运行和促进国际贸易及世界经济的发展起到了推动作用。

2. 缺陷

随着国际经济关系的发展,国际货币基金组织也暴露出一些缺陷。

(1) 贷款资金的规模有限

在信贷资金方面,IMF为发展中国家提供了大量的短期资金融通,对缓和发展中国家的国际收支失衡起了重要的作用,但自20世纪80年代以来,发展中国家的经常账户收支不断恶化,对贷款资金的需求激增,IMF的资金显得不足,无法满足发展中国家的贷款需求。

(2) 贷款资金分配不合理

IMF的贷款是按份额分配的,所以主要工业化发达国家占有份额的最大比重,而目前的贷款主要需求者都是发展中国家。随着每一次的增资,发展中国家的份额在总份额中的比重都会普遍有所下降。而且,1983年以后,IMF又多次降低各国在普通贷款以外的借用扩大贷款的限额,在贷款资金上的分配对发展中国家不利。

(3) 提供贷款时附加限制性条件

IMF的贷款限制性条件是指IMF成员国在使用IMF贷款时,必须采用一定的经济调整措施,以便在IMF贷款项目结束时能恢复对外收支的平衡。发展中国家作为IMF贷款的主要使用国,同时也是各种苛刻的贷款限制性条件的承受者。IMF附加贷款条件规定的紧缩和调整措施给借款国的经济带来了消极的影响,导致了国际货币基金组织与发展中国家的关系较为紧张。

二、世界银行集团

世界银行集团(World Bank Group)由国际复兴开发银行、国际开发协会及国际金融公司组成,统称世界银行集团。

(一) 国际复兴开发银行

国际复兴开发银行简称世界银行,成立于 1945 年 12 月,1946 年正式开始业务活动。它是与国际货币基金组织同时成立的国际金融机构,也是属于联合国的专门机构。

1. 宗旨

世界银行的宗旨是:与其他国际机构合作,为生产性投资提供长期贷款,协助会员国的复兴与开发,通过保证或参与私人贷款和私人投资的方式,促进私人对外投资,用鼓励国际投资以开发会员国生产资源的方法,促进国际贸易的长期平衡发展,维持国际收支平衡。

2. 组织机构

世界银行总部设在华盛顿,其最高权力机构是理事会,下设执行董事会作为执行机构。

理事会由各成员国委派理事和副理事各一名组成,任期 5 年,可连任。理事会的主要职权是:批准接纳新成员国,决定增加或调整成员国的应缴股本;决定世界银行净收入分配以及其他重大问题。理事会每年与国际货币基金组织联合召开一次会议,必要时可召开特别会议。

各成员国的投票权根据其持有的股份决定,每个成员国有 250 票的基本票。此外,每认缴 10 万美元股金,就增加 1 票。一般情况下,一国认缴的股份的多少,根据该国的经济和财政力量,并参照它在国际货币基金组织中认缴的份额来定。美国一直是世界银行的最大股东,现有投票权占总数的 16.53%,因此对世界银行的业务活动具有绝对的控制权。

执行董事会负责办理银行的日常事务,现在由 22 人组成,其中 5 人由持股最多的美、英、日、德、法指派,其余 17 人由其他成员国按地区分组产生。执行董事会选出执行董事会主席及行长一人,行长不得由正副执行董事担任。行长没有投票权,只有在董事会表决中双方票数相等时,行长可以投决定性一票。行长任期 5 年,可以连任。

3. 资金来源

(1) 成员国缴纳的股金。世界银行规定,每个成员国均需认购股份,认缴多少参照其国际货币基金组织认缴的份额。世界银行成立初期,法定股本为 100 亿美元,分为 10 万股,每股 10 万美元。以后又经过了多次增资,1999

年成员国认缴股本达 1 882.2 亿美元。但会员国并非按认缴股本来缴付股金,按原来的规定,成员国加入时必须缴付股金的 20%,其中 2% 以黄金或自由外汇交付,18% 以本国货币支付。另 80% 为待缴资本,由成员国保存,当世界银行遇资金困难时可要求成员国缴付。

(2) 发行债券。发行债券是世界银行资金的一个重要的来源,主要通过在国际债券市场上发行中长期债券筹集资金,约占提供贷款的 70%。

(3) 债权转让。20 世纪 80 年代以来,世界银行将贷出款项的债权转售给商业银行等私人投资者,可迅速收回一部分资金,转为银行贷款,扩大了银行贷款资金的周转能力。

(4) 业务净收益。世界银行自 1984 年以来每年都有净收益,这也成为补充资金的一个来源,1989 年底世界银行的净收益就达到 11 亿美元。

4. 贷款业务

(1) 贷款条件

世界银行只向成员国政府或经成员国政府、中央银行担保的公司机构提供贷款,贷款一般用于特定的项目,世界银行只有在借款国不能以合理的条件从其他方面获得贷款时才考虑发放贷款,世界银行为保证贷款能按期收回,只向有能力偿还的成员国发放贷款,贷款要接受世界银行的监督,必须专款专用。

(2) 贷款程序

申请世界银行贷款要遵循严格的程序,并接受世界银行严格的审查和监督。一般来说,世界银行首先要对申请借款国的经济结构现状和前景进行调查,以便确定贷款项目。然后还要派出专家小组对已确定的项目进行项目评估。最后举行贷款谈判,并签署借款协议、担保协议等有关法律文件。贷款发放以后,世界银行还要求借款人在使用其贷款时,必须注意经济效益等。

(3) 贷款种类

世界银行的贷款业务主要有项目贷款、非项目贷款、部门贷款、联合贷款和第三窗口贷款等几种类型。

项目贷款是对成员国工业、农业与农村发展、教育、交通、能源等具体项目所提供的贷款,这类贷款是世界银行目前最主要的贷款。

非项目贷款是解决成员国克服自然灾害,或为成员国提供进口国内短缺的原料和先进设备所需外汇等情况的贷款的总称,也称应急贷款。

部门贷款由部门投资及维护贷款、部门调整贷款和中间机构贷款组成。部门投资及维护贷款主要用于改善部门政策和投资重点,加强成员国制定和执行投资计划的能力。部门调整贷款用于某一具体部门的全面政策和体制的

改革。中间机构贷款指世界银行先将资金贷放给借款国的中间金融机构,再由中间金融机构转贷给该国的分项目。

联合贷款是世界银行与借款国以外的其他金融机构联合对世界银行的项目共同投资和提供贷款。资金主要来源于官方援助、出口信贷机构和私人金融机构。

第三窗口贷款是1975年设立的介于一般贷款和国际开发协会发放的优惠贷款之外的一种贷款。

(二) 国际开发协会

国际开发协会是于1960年9月24日正式成立的,同年11月开始营业,会址在华盛顿。按规定,世界银行的成员国都可以加入国际开发协会,但不是必须加入。

1. 宗旨

国际开发协会的宗旨是对低收入国家提供比世界银行期限长的优惠贷款,帮助这些国家发展经济和提高人民生活水平。

2. 组织机构

国际开发协会的组织机构与世界银行完全相同,但在法律上和财务上,两个机构是完全独立的。理事会是最高权力机构,执行董事会负责日常的业务工作。机构中的正副理事、正副执行董事和机构各部门的负责人都由世界银行相应的负责人担任。

3. 资金来源

(1) 成员国认缴的股份。国际开发协会原法定资本有10亿美元,以后随成员国的增加,资本额也随着增加。到1995年6月,会员国认缴股本总额已达928.91亿美元。按国际开发协会的章程规定,第一类成员国认缴的股份须以黄金或自由外汇缴纳;第二类成员国认缴的股份的10%须以自由外汇缴纳,其余90%可由本国货币缴纳。

(2) 成员国提供的补充资金。由于成员国所缴纳的股本有限,而国际开发协会章程又规定不得在国际金融市场发行债券来筹集资金,因而国际开发协会就需要成员国政府提供补充资金,这些资金主要来源于第一类成员国。

(3) 世界银行从业务净收益中的拨款。从1964年开始,世界银行每年从其业务净收益中拨出一部分款项,作为国际开发协会的贷款资金。

(4) 国际开发协会本身的业务净收益。由于国际开发协会的贷款十分优惠,所以此部分数额很少。

4. 贷款业务

国际开发协会主要对低收入的发展中国家发放长期优惠贷款。按照

1999 年的标准,人均国民生产总值 925 美元以下的成员国才有资格获得贷款,包括我国在内共有 81 个成员国有贷款资格。贷款的对象为成员国政府。贷款主要用于发展能源、交通、水利、港口建设等公共工程部门及农业、教育和计划生育等方面。

国际开发协会提供的贷款期限为 50 年,头 10 年不必还本,从第二个 10 年起,每年还 1%,其余 30 年每年还本 3%。偿还贷款时可以全部或部分使用本国货币。贷款不计利息,只对已拨付的部分每年收取 0.75% 的手续费。

(三) 国际金融公司

国际金融公司成立于 1956 年 7 月,总部设在华盛顿,到 1999 年,共有会员国 174 个。

1. 宗旨

国际金融公司的宗旨是:为发展中国家私人企业的发展提供没有政府担保的各种投资,以促进成员的经济的发展,促进外国私人资本在发展中国家的发展,促进发展中国家资本市场的发展。

2. 组织机构

国际金融公司作为世界银行的附属机构,它的管理办法和组织机构与世界银行相同,但它有自己的法律和业务人员。国际金融公司的正副理事和正副执行董事由世界银行正副理事和正副执行董事兼任,世界银行的正副行长兼任国际金融公司的正副经理。按照国际金融公司的协定规定,只有世界银行的成员国才能成为国际金融公司的成员国,但世界银行的成员国不一定加入国际金融公司。

3. 资金来源

(1) 成员国认缴的股金

国际金融公司成立时的法定资本额为 1 亿美元,分 10 万股,每股 1 000 美元。成员国认缴股本必须以黄金或自由外汇缴付。每个成员国有 250 张基本票,此外,每认缴一股增加一票。经过多次增资,现在法定资本已达到 23.5 亿美元。

(2) 借款

主要是向发达国家和世界银行的借款,以及在国际资本市场发行债券筹得的资金。借款已成为国际金融公司最大的资金来源。

(3) 业务净收益

国际金融公司的业务净收益除了捐助某些项目外都作为自有资金。

4. 贷款业务

国际金融公司贷款的主要对象是不发达成员国中的私人企业,贷款不要

求成员国政府担保。贷款的资助部门主要为制造业、加工业和开采业,每笔贷款的额度在 200 万~400 万美元间。贷款的期限一般为 7~15 年,还款时需
用原借款货币支付。贷款的利率依据投资对象而定,一般都高于世界银行的
贷款利率。对贷款未提用部分每年收取 1% 承诺费。

国际金融公司在提供贷款时,通常采用与私人投资者、商业银行和其他金
融机构联合投资的方式。这种方式的投资不仅扩大了国际金融公司的业务范
围,也促进了私人资本向发展中国家的投资。

【背景材料】

IMF 国家破产计划

在 2000 年开始的阿根廷危机期间,就有人认为,阿根廷作为一个国家已
经破产了,也许从那时开始,一个“国家破产”的设想就开始酝酿。在 2002 年
9 月 27 日开始的 IMF 和世界银行年会上,这一设想被公布于众。经过磋商,
IMF 政策委员会的各国财政部长 28 日要求该组织采取一种全新的方式——
宣布国家破产,来解决从亚洲到南美洲都存在的债务危机。国际金融界的一
些专家称这个由 IMF 总裁兼执行董事会主席克勒宣布的“国家破产计划”就
像当年尼克松宣布中国之行一样令人震惊。方案如能实施,无疑将使全球金
融体制产生革命性的变化。

全球著名的信用评级机构标准普尔在 2002 年 9 月 25 日发表的报告中指
出:由于全球经济低迷不振,不能按时偿还债务的国家越来越多。这份报告的
结论是研究 70 多个国家和地区的债务情况得出的。报告指出:在 2002 年的
前三个季度里,全球共有 6 个国家——阿根廷、加蓬、印度尼西亚、马达加斯
加、摩尔多瓦和瑙鲁不能按时偿还到期债务,从而使全球无力偿还债务的国
家总数达到了 28 个。标准普尔认为,全球债务不履行率之所以呈上升势头,主
要是由于三个方面的原因:一是“9·11 事件”后低迷不振的全球经济打击了
更多国家偿付债务的能力;二是一些发展中国家正面临国内政治和经济的双
重压力,根本无力考虑偿还债务问题;三是国际社会为减轻债务和债务重组所
做的努力,已无力改变整体恶化的局势。

世界经济界公认“国家破产计划”是 2002 年度 IMF 和世界银行年会所取
得的重大成果。但是,人们也在怀疑这个想法的初衷是好的,而实施起来却困
难重重。首先,企业可以清盘,国家不可以清盘,因此,对于国家来说仍是软约
束;其次,IMF 如果担当国家破产的监管者,必然进一步干预破产国的主权;最
后,这样做将削弱国际间资本流动。而且破产计划的实施也依赖于美国等西
方国家是否会就此改变旧有的国际经济秩序。如果不能真正改变国际经济秩

序,发展中国家就很难获得良性发展的空间和机遇,全球债务问题就不可能彻底解决。对 IMF 来说,如何制定比较容易接受的国家破产计划方式,协调债权国与债务国之间的关系,有效推进全球财政系统的改革,都将是意义深远的使命。

本章小结

1. 国际货币体系是指国际货币制度、国际货币金融机构及国际货币秩序的总和。它不仅对各国的外汇政策、汇率制度、储备资产的构成与运用有着巨大的影响,而且对世界范围内的贸易格局与经济发展产生深远的影响。

2. 国际金本位制就是以各国普遍采用金本位制为基础的国际货币体系,它形成于 19 世纪 80 年代。国际金本位制的特点是:黄金是国际货币体系的基础,它可以自由输出入,自由兑换,金币自由铸造。在 20 世纪初,历史条件的变化使国际金本位制最终崩溃。

3. 布雷顿森林体系是二战后形成的一个以美元为核心的国际货币体系,它的最主要特征可概括为双挂钩的可调整的钉住汇率制度,这一体系有一个根本缺陷,即特里芬两难。布雷顿森林体系的瓦解过程,就是特里芬两难所预言的美元危机不断爆发直至最后崩溃的过程。

4. 20 世纪 70 年代后,国际货币体系进入了牙买加体系阶段。牙买加体系一方面继承了布雷顿森林体系下的国际货币基金组织,另一方面,它放弃了布雷顿森林体系下的双挂钩制度,实行多样化的汇率安排。

5. 二战后,世界经济一体化的趋势不断加强,随着经济一体化的发展,出现了区域性货币体系,最有影响的是欧洲货币体系,欧元的启动对国际货币体系产生了深远的影响。

6. 国际金融机构是指从事国际金融业务、协调国际金融关系、维持国际货币秩序和信用体系正常运转的超国家机构。国际货币基金组织是进行国际间协调的主要国际金融机构。国际金融机构在国际经济生活中起着越来越重要的作用,已成为国际间开展援助的主体和国际融资的重要渠道。

关键词汇

ard

价格—铸币流动机制 Price-specie-flow Mechanism

布雷顿森林体系 Bretton Woods System 特里芬两难 Triffin Dilemma

黄金总库 Gold Pool 借款总安排 General Agreement to Borrow

黄金双价制 The System of Dual Price of Gold

牙买加体系 Jamaica System 固定汇率 Fixed Exchange Rate

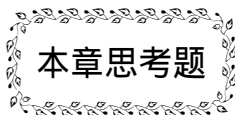
浮动汇率 Floating Exchange Rate 可调整钉住汇率 Adjustable Peg

爬行钉住汇率 Crawling Peg 管理浮动汇率 Managed Floating

欧洲货币单位 European Currency Unit 欧元 Euro

国际货币基金组织 International Monetary Fund 份额 Quota

信托基金 Trust Fund 世界银行集团 World Bank Group



本章思考题

1. 简述国际货币体系的概念及分类标准。
2. 试析国际金本位制的特点及崩溃原因。
3. 简述布雷顿森林体系的主要内容、特点及崩溃的根本原因。
4. 牙买加体系的主要内容和特点是什么？
5. 简述欧洲货币体系的主要内容及对国际金融领域的影响。
6. 在当代条件下，国际货币体系是否有必要进行改革？

第二章 国际收支与国际收支平衡表

国际收支是研究国与国之间货币金融关系的基础。随着经济的全球化,各国内部经济与外部经济进一步融合,国际经济交易量也大幅度增加,国际收支是反映这种交易流量最完整的记录。无论是传统的国际贸易,还是日益扩大的国际资本交易,都可以在国际收支中得到反映。通过对一国国际收支的分析,我们可以了解该国的经济状况,以及它在对外经济交往中所处的地位,包括该国的要素禀赋特征、地区优势、开放度以及经济发展前景等。此外,国际收支状况还会直接影响一国对外汇率的变化,甚至影响一国外汇政策乃至经济发展战略的变更和调整。研究国际收支及其相关问题,使我们从一个国家的角度来理解国际货币金融运动的来龙去脉,对于我们更好地理解国际金融理论和实践十分重要。

通过本章的学习,读者要重点掌握国际收支及国际收支平衡表的概念,熟悉国际收支平衡表的账户设置和分类方法,掌握国际收支平衡表的基本编制方法,并能运用有关知识对一国的国际收支状况进行初步的分析。

第一节 国际收支

一、国际收支的概念

人们对国际收支概念的理解是随着社会、科技的进步,经济的扩张和发展不断改变的。最初,国际收支仅仅指传统的国际间商品交易,但随着各国之间经济交往日益扩大,国际商品交易市场、资本市场和生产要素市场的联系越来越紧密,并且相互影响、相互作用,国际收支概念的外延越来越大。为了更好地对各国的国际收支进行统计和分析,国际货币基金组织 IMF 在《国际收支手册》(第五版)中对国际收支下了一个较为广义的定义:国际收支(Balance of Payment)是指一个国家或地区的居民在一定时期内(通常为1年),与非居民之间发生的全部经济交易的系统记录。

二、对国际收支概念的解释

根据 IMF 对国际收支的定义,要真正理解国际收支的概念必须把握以下

几点：

1. 国际收支是一个流量概念。从定义中可以看出,国际收支是指在一个特定时期内的资金流量,是一个时期数。这个特定的时期就是一个报告期,一般为1年,但也可以为1个月或1个季度。它包含了在这个报告期内发生的所有的国际间资金流动。与此相对应的一个十分容易被混淆的概念就是国际借贷(Balance of International Indebtedness),它是指在一个特定的时点上一国居民对外资产和对外负债的总和,是一个时点数,一个存量概念。

2. 国际收支是以交易为基础的。从字面上,人们很容易将国际收支理解为单纯的货币收支,但实际上,国际收支反映的是商品、劳务或资产在不同国家居民间的交易,也包括由政治、文化、军事等引起的国际交往。换句话说,这些交易既包括涉及货币收支的对外往来,也包括未涉及货币收支的对外往来。所谓交易,包括四类:(1)交换。即一国居民与另一国居民之间进行的等价交换,不仅包括金融资产与商品之间的交换,也包括商品与商品之间的物物交换。(2)无偿的、单方面的商品、劳务或金融资产的转移。(3)移居。是指一国居民把住所从一个国家或地区搬迁到另一个国家或地区的行为。移居后,该居民原有的资产负债关系的转移会使这两个国家或地区的对外资产、负债关系均发生变化,这一变化也要记录在国际收支之中。(4)其他交易。如跨国投资者将其投资收益用于再投资,虽然在事实上资金并没有流出国外,但仍要将其视为来自非居民的直接投资,记入国际收支中。

3. 国际收支记录的是发生在一国居民与非居民之间的交易。换句话说,判断一个交易是否属于国际收支的范围,不是看交易双方的国籍,而是看他们是否属于同一个国家或地区的居民。虽然公民与居民在很大程度上是重叠的,但它们之间不能等同。公民是一个法律概念,在国际收支统计中,公民指拥有该国国籍的个体,而居民是以居住地以及居住时间(通常是超过1年)为标准的,是指在一个国家的经济领土内具有经济利益的经济单位。所谓一国的经济领土,一般包括一个政府所管辖的地理领土、领空、领海,以及该国在世界其他地方的飞地。根据这一定义,一国居民包括那些长期居住在本国或从事经营活动的自然人、企业以及非盈利团体。即使是外国公民,只要他在本国长期从事生产、消费行为也属于本国的居民。因此,移民以及逗留时间超过1年的留学生、旅行者都属于所在国家的居民。但官方的外交使节、驻外军事人员都属于所在国的非居民。国际性机构如联合国、国际货币基金组织、世界银行等是任何国家的非居民。

第二节 国际收支平衡表

一、国际收支平衡表的记账原则

所谓国际收支平衡表(Balance of Payments)是一国将其在一定时期内各种对外经济交易的内容,按照经济分析的需要设置项目,并采用复式记账法编制的统计报表。它记录了一国全部的对外经济交易,其中不仅包括由于纯粹的经济交易而引起的国际货币收支,还包括由政治、文化、军事等引起的国际交往。

应该注意的是,一国居民与其他非居民之间成千上万的交易不可能一一出现在国际收支平衡表中,作为一种扼要的表述,国际收支平衡表把所有的商品交易划分为几大类。同理,对于国际资本项目而言,也只有每类的资本的净余额才被包括在国际收支平衡表中。

国际收支平衡表采用复式记账法。在反映每一项业务活动时,按其内容都要以相等的金额同时在借贷双方账户中进行登记,即采用有借必有贷、借贷必相等的原则。借方反映资产的增加或负债的减少,贷方记录资产的减少或负债的增加。因此,国际收支平衡表的借方项目包括货物和服务的进口、收益支出、对外提供的货物和资金的无偿援助、金融资产的增加和金融负债的减少。贷方项目包括货物和服务的出口、收益增加、收到的来自于国外的货物或资金的无偿援助、金融资产的减少或金融负债的增加。为了方便记忆,我们在编制国际收支平衡表时可以遵循下面的两个经验法则:

1. 凡引起本国从国外获得货币收入的交易记入贷方,记为“+”;凡引起本国对国外货币支出的交易记入借方,记为“-”。
2. 凡引起外汇供给的经济交易记入贷方,凡引起外汇需求的经济交易则记入借方。

当收入大于支出时,称为顺差(Favorable Balance),反之,则称为逆差(Unfavorable Balance)。

二、国际收支平衡表的账户设置

虽然各国都会根据自身的具体情况来设计编制国际收支平衡表,但为了便于进行国与国之间的横向比较,其主要的账户和分类都是在国际货币基金组织已经出版的《国际收支手册》中相关规定的基础上确定的,因此基本上一致。一个国际收支平衡表一般分为经常账户、资本和金融账户、平衡账户三个

大类。

(一)经常账户(Current Account)

经常账户是指一定时期内经常发生的国际经济交易,是国际收支平衡表中最基本和最重要的往来项目,是对实际资源在国际间的流动行为进行记录的账户。它包括以下四个子项目:货物、服务、收益和单方面转移。

1. 货物(Goods)。“货物”项下除了包括一般商品的进出口外,还包括加工贸易,即运到国外进行加工的货物的出口和运到国内进行加工的货物进口;货物的修理,即向非居民支付的或从非居民得到的交通工具的修理费;各种运输工具在港口采购的货物,包括居民/非居民从岸上采购的燃料和物资等;非货币性黄金(Nonmonetary Gold),即不作为储备资产的黄金的进出口。货物出口记入贷方,进口记入借方。其差额称为贸易差额(Trade Balance)。为了方便统计和进行比较,根据国际货币基金组织的建议,进出口均按 FOB 价(离岸价)进行计价。

2. 服务(Service)。它是经常项目中的第二大项目。相对于商品的有形贸易来说,服务贸易是一种无形贸易(Invisible Trade)。它包括运输、旅游、通讯、建筑、保险、金融服务、计算机和信息服务、专利使用费和特许费、各种商业服务、个人文化娱乐服务以及政府服务。随着科技的发展和世界经济的一体化,服务项目在国际收支中的比重也變得越来越大。在记录上,服务输出记入贷方,服务输入记入借方。

3. 收益(Income)。它是指生产要素(包括劳动力和资本)在国际间流动所引起的报酬的收支,包括职工报酬和投资收益两大部分。①职工报酬(Compensation of Employees),即付给非居民职工的工资福利,以及个人在非居民经济体为该经济体居民工作中得到的现金或实物形式的工资、薪水或其他报酬。本国居民获取的职工报酬记入贷方,而本国雇佣外国工人支付的报酬记入借方。②投资收益(Investment Income),包括直接投资项下的利润、利息收支和再投资收益、证券投资收益(股息、利息等)和其他投资收益。本国居民因购买或持有外国资产而获得的利润、股利、利息等收入记入投资收益的贷方,而非居民购买和持有本国资产而产生的利润、股利、利息支出,则记入投资收益的借方。

4. 经常转移(Current Transfers)。又称为单方面转移(Unilateral Transfers)或无偿转移(Unrequited Transfers)。它是个特种账户,包括:①政府的无偿转移。如战争赔款、政府间的援助、捐赠、债务豁免、政府向国际组织定期交纳的费用,以及国际组织作为一项政策定期向各国政府提供的转移。②私人的无偿转移。包括侨汇、捐赠、继承、赡养费、资助性汇款、退休金等。贷方表示外

国对本国提供的无偿转移,借方反映本国对外国的无偿转移。

(二)资本和金融账户(Capital and Financial Account)

资本和金融账户反映资产在居民与非居民之间转移,即国际资本流动。包括资本流出和资本流入。资本从居民流向非居民,会增加居民对非居民的债权,或减少居民对非居民的债务;资本从非居民向居民转移,则会增加居民对非居民的债务,或减少居民对非居民的债权。

资本账户的借方记录资本的流出,贷方记录资本的流入,但与经常账户不同,资本金融账户是按净额来记入借方或贷方的。资本和金融账户非常复杂,但总的来讲可以分为资本账户(Capital Account)和金融账户(Financial Account)两大部分。

资本账户包括资本转移(Capital Transfer)和非生产、非金融资产的收买或放弃(Acquisition/ Disposal of Non-product, Non-financial Assets)。资本转移指的是涉及固定资产所有权变更或债务减免等导致交易一方或双方资产存量发生变化的转移项目,主要包括固定资产转移、债务减免、移民转移和投资捐赠等。非生产、非金融资产的收买或放弃包括各种无形资产如专利、版权、商标、经销权以及租赁和其他可转让的合同交易。

金融账户包括了一个经济体对外资产和负债所有权变更的所有权交易。根据投资类型或功能,可以分为直接投资、证券投资、其他投资等三类。

1. 直接投资(Direct Investment)。是直接投资者寻求在本国以外运营的企业,以获取有效控制权为目的的投资行为(一般而言是指拥有该企业10%及以上的普通股或投票权)。直接投资项目包括股本资本、用于再投资的收益及其他资本。

2. 证券投资(Portfolio Investment)。指跨越国界的股本证券和债务证券的投资。股本证券包括股票、参股或其他类似文件,如美国存托凭证(ADRs)等。它与直接投资的区别就在于投资者拥有的股票数不足10%,对企业的管理不拥有实际的发言权。债务证券又可进一步细分为期限在1年以上的中长期债券、期限在1年以下的货币市场工具和其他衍生金融工具。

3. 其他投资(Other Investment)。是直接投资和证券投资之外的金融交易。包括贷款、预付款、金融租赁项下的货物、货币和存款等。

(三)平衡项目(Balancing Account)

它是一个为了平衡经常项目与资本项目“缺口”而设置的调节性项目(Accommodating Transactions),它包括两个子项目。

1. 官方储备资产(Official Reserve Assets)交易,又称为国际储备交易。这是一国货币当局直接掌握并可以随时动用的,主要是用于平衡一国国际收支

水平和稳定汇率的系列金融资产,它包括外汇储备、货币性黄金、在国际货币基金组织的储备头寸和 IMF 分配给成员国而未提用的特别提款权(SDRs)。

应当注意的是,反映在国际收支平衡表上的官方储备资产是增减额而不是持有额,即表上的官方储备的数字只是编表期限内该国国际储备的变动情况。当一国的国际收支出现差额时,该国就可以动用黄金、外汇或增减国际债权债务来平衡。同时还应当注意,出于调整整个项目的需要,我们人为地把官方储备的增加用负号表示,把官方储备的减少用正号来表示,与一般意义上的正负号的含义相反。

2. 错误与遗漏账户(Errors and Omissions)。按照复式记账法的原理,国际收支平衡表的借方总额应该总是等于贷方总额。但是,由于不同账户的统计资料来源不同,记录的时点不同以及一些人为的因素(如虚报出口,走私等)的影响,一国的国际收支平衡表通常不是出现借方余额就是出现贷方余额。这时需要人为地设立一个抵消账户——“错误与遗漏”,对于这些不平衡的项目加以平衡。如借方总额大于贷方总额,其差额记入此项目的贷方,反之,记入借方。但值得注意的是,“错误与遗漏”常常成为掩盖一些国际金融关系中真实情况和无法公开的内容的庇护所。

表 2-1 归纳了国际收支平衡表的三大账户及子账户。

表 2-1 国际收支平衡表

一、经常项目
1. 商品和服务的出口(增加记贷方)
商品出口
服务出口
运输、金融、保险、旅游和通讯等
投资收益 利润、利息和红利等
其他收入 商标、版权和专家报酬等
2. 商品和服务的进口(增加记借方)
商品进口
服务进口
运输、金融、保险、旅游和通讯等
投资收益 利润、利息和红利等
其他收入 商标、版权和专家报酬等
3. 经常转移(净流出记借方)
各级政府
其他部门

续表 2-1

二、资本金融项目

1. 本国居民在海外的资产(增加为资本输出,记借方)

资本转移

非生产、非金融资产收买

直接投资

间接投资

其他投资

2. 在本国的外国居民资产(增加为资本输入,记贷方)

资本转移

非生产、非金融资产收买

直接投资

间接投资

其他投资

三、储备资产的变动(增加记为负号)

1. 货币性黄金

2. 特别提款权

3. 在货币基金组织的储备头寸

4. 外汇资产

外国通货和存款

外币证券

5. 其他债权

四、错误与遗漏

三、记账实例

1. 记账实例

现在我们就以 A 国为例,列举 9 笔交易来说明国际收支账户的记账方法。

(1) A 国企业出口价值 500 万美元的商品,这个出口行为导致该企业在本国银行的外汇存款增加。

分析 通过该例子我们可以看出,首先,商品出口意味着本国的资产减少,所以记入商品出口贷方,同时,就资本的流动而言,本国银行的外汇存款增加,意味着本国对外国的短期债权增加,所以,应记入借方。根据《国际收支手册》(第五版)的规定,该笔业务属于金融账户中的其他投资账户。因此,根据上述分析,此笔业务的分录如下:

借:其他投资——本国银行的外汇存款

USD5 000 000

贷 :商品出口 USD5 000 000

(2) A 国一企业从海外进口一批物资 ,价值为 180 万美元 ,从其海外账户中支付。

分析 :进口商品意味着本国的资产增加 ,所以记入借方 ,货款从其海外账户中支付 ,减少了其在海外的资产 ,即本国在海外的资产减少 ,记入贷方。

借 :商品进口 USD1 800 000

贷 :其他投资——本国在外国银行的存款 USD1 800 000

(3) A 国一居民到海外旅游 ,花销 10 万美元 ,这笔费用从该居民的海外存款账户中扣除。

分析 :该国居民到国外旅游花费的 10 万美元 ,相当于他从国外进口了 10 万美元的服务 ,所以应被记入借方——服务进口。而其花费是减少了在海外的存款 ,即本国在海外资产的减少 ,应记入其他投资的贷方。所以 ,此笔业务的分录如下 :

借 :服务进口 USD100 000

贷 :其他投资——本国在外国银行的存款 USD100 000

(4) A 国企业出口价值 80 万美元的商品 ,3 个月后收到货款。

分析 :与第一个例子一样 ,该行为属于商品出口 ,所以记入商品出口的贷方。关于资本的流动 ,3 个月后收到货款可以被看成向进口商提供了一个 3 个月的短期信贷 ,属于本国在海外资产的增加 ,记入其他投资的借方。因此 ,该笔业务的分录如下 :

借 :其他投资——贸易短期信贷 USD800 000

贷 :商品出口 USD800 000

(5) A 国石油进口商租用 B 国经营的一艘油轮 ,支付 30 万美元 ,用海外存款支付。

分析 :从国外获得劳务 ,列入借方 ,本国在外国资产的减少 ,记入贷方。

借 :运输支出 USD300 000

贷 :其他投资——本国在外国银行的存款 USD300 000

(6) 外商拟投入 2 000 万美元进入 A 国投资兴办一家合资企业 ,所占股份为 15%。其中以设备的方式投入 1 200 万美元 ,另 800 万美元以汇款的方式投资。

分析 :2 000 万美元投资建立企业属于国际直接投资 ,相当于外国在本国资产的增加 ,应记入国际直接投资的贷方。其中 1200 万美元的设备投入 ,相当于从国外进口了相同价值的物资 ,因此记入商品进口借方。800 万美元的汇款相当于对外国短期负债的增加 ,因此记入对其他投资的借方。所以该笔

业务的分录如下：

借：商品进口	USD12 000 000
其他投资——本国银行的外汇存款	USD8 000 000
贷：外国长期资本流入(国际直接投资)	USD20 000 000

(7) A 国政府动用外汇储备 50 万美元向某国提供无偿援助,另提供相当于 40 万美元的帐篷和药品援助。

分析 动用 50 万美元的外汇储备,是外汇储备的减少,相当于本国在国外的资产的减少,因此记入外汇储备资产的贷方。40 万美元的物品援助,相当于商品的出口,因此记入贷方。该两笔业务都是 A 国政府的无偿援助行为,因此都属于经常转移,记入借方。所以,该笔业务的分录为：

借：经常转移(政府经常转移)	USD900 000
贷：外汇储备	USD500 000
商品出口	USD400 000

(8) A 国居民动用其在海外的存款 35 万美元,用以购买外国公司的普通股。

分析 购买外国公司的普通股是一种证券投资的行为,增加了本国在国外的资产,因此,记入证券投资的借方。动用海外存款,说明该国在海外的资产减少,所以其投资记入贷方。故该笔分录为：

借：证券投资	USD350 000
贷：其他投资——本国在外国银行的存款	USD350 000

(9) A 国某企业在海外投资所得利润 200 万美元,其中 150 万美元用于当地的再投资,16 万美元购买当地的商品后运回国内,34 万美元汇回国内办理结汇。

分析 投资所得利润是一种收入,属于资本流入,记入贷方。利润用于再投资可以看成再一次的直接投资行为,因此记入直接投资的借方。购买商品回国相当于进口一批等值的商品,因此可以看成是商品的进口,记入商品进口借方。34 万美元汇回国内结汇,会使本国的官方储备中的外汇资产增加,因此记入借方。

借：商品进口	USD160 000
官方储备	USD340 000
对外长期投资(直接投资)	USD1 500 000
贷：海外投资利润收入	USD2 000 000

2. 根据上述各笔交易可以编制成一个完整的国际收支平衡表。

表 2-2 A 国的国际收支平衡表

单位: 万美元

项目	借方(-)	贷方(+)	差额
一、经常项目	1 526	820	- 706
(一) 商品和服务	1 436	820	- 616
1. 商品	^② 180 + ^⑥ 1 200 + ^⑨ 16	^① 500 + ^④ 80 + ^⑦ 40	- 776
2. 服务	40		- 40
(1) 运输	^⑤ 30		- 30
(2) 服务	^③ 10		- 10
(二) 收入		^⑧ 200	200
(三) 经常转移			
官方无偿转移	^⑦ 90		- 90
二、资产金融项目	1 310	2 000	690
1. 直接投资	^⑨ 150	^⑥ 2 000	1 850
2. 证券投资	^⑧ 35		- 35
3. 其他投资	1 125		- 1 125
三、官方储备资产	^⑨ 34	^⑦ 50	16
各项合计	2 870	2 870	0

第三节 国际收支分析

随着国际间交往的深入,国际收支均衡与否将直接影响到国内经济的发展和社
会稳定。因此,编写国际收支平衡表的目的不仅仅在于了解一个国家的国际交易情况,更重要的是通过对国际收支平衡表的分析可以初步了解该国整体经济状况,特别是它在对外经济交往中所处的地位,包括其经济发展前景、要素禀赋的差异、地区优势以及开放度等。从而使该国政府可以根据具体情况对本国的宏观经济政策乃至经济发展战略加以变更和调整,促进本国经济的可持续性发展和国民收入的不断提高。对一国国际收支平衡表的分析,可以从下面几个方面着手。

一、国际收支平衡表项目分析

国际收支平衡表中的项目繁多,且相互影响。其中经常项目和资本金融

项目是最重要的。虽然现在的国际交往种类繁多,但一般商品贸易在一国经常项目中的比重依然很大,往往决定了国际收支的总体差额。所以在对经常项目的分析中,商品项目,尤其是其中的一般商品贸易仍然是重点。通过分析,可以看出一国商品进出口的结构和地区分布是否合理,也可以分析出该国的产业结构、技术水平、贸易条件、市场开放度等情况。通过分析一国的资本金融项目可以了解该国引进外资的能力和对外扩张的规模,进而为制定或调整分析该国的宏观经济政策和经济发展战略提供依据。

二、国际收支平衡表差额分析

虽然,根据复式记账原则编制的国际收支平衡表最后的余额为零,但通常每个项目的余额都不会恰好为零。这为我们进一步对国际收支平衡表进行分析提供了途径。根据交易性质的不同,我们可以将国际收支平衡表上的各种国际交易按其性质分为自主性交易和调节性交易。

(一)自主性交易(Autonomous Transactions)

自主性交易亦称事前交易(Ex-ante Transactions)。是指以独立经济活动为基础,以追求利润为目的所进行的交易。主要包括商品和劳务的进出口、政府或私人的无偿援助、为追求利润而进行的对外投资以及为发展本国经济而借入的外国资金等。一般而言,国际收支平衡就是指自主性交易的均衡。由于它可以反映一国拥有多少实际资源可以分配或使用,对经济增长和发展以及提高人们的生活水平都有着很重要的作用,所以对自主性交易的分析在国际收支平衡表分析中处于关键地位。但在现实中很难确定一个交易是自主性的还是调节性的。因此这种国际收支差额分析用处不大,各国应根据自己的实际情况制定不同的收支差额来反映其国际收支状况。在现实中通常可以采用四种统计口径来描述理论上的自主性交易平衡状况。

1. 贸易收支差额(Trade Balance)。是指一定时期内一国的货物与服务进出口差额。虽然它是一种相当传统的统计口径,但由于它能较快地反映出一国对外经济交往的情况,及时反映一国的产业结构、产品的国际竞争力,以及其在国际贸易中的地位和所占的比重等,同时贸易收支差额还制约着其他项目的变化,所以,即使像美国这样资本流动占主要地位的国家仍然十分重视贸易收支差额的问题。

2. 经常账户差额(Balance of Current Account)。经常账户差额包括货物、服务的进出口、收益以及经常性转移项目的借贷差额。经常项目顺差意味着该国在海外的资产额增加,逆差意味着该国在海外资产额减少。经常项目的差额还与国内的储备、投资、消费有着密切的关系,是各国制定国际收支政策

和产业政策的重要依据。因此,经常项目差额被认为是衡量国际收支状况的最好指标之一。

3. 资本和金融账户差额(Balance of Capital and Financial Account)。随着资本金融业务在国际收支中占的比重越来越大,资本和金融账户在国际收支平衡差额分析中的地位也越来越重要。国际金融资本账户的流量可以反映出一国资本市场的开放程度和金融市场的发达程度。一般而言,资本市场的开放度越高的国家,其资本和金融账户流量的总额也越大。此外,资本金融账户的流量和余额还可以为一国的货币政策和汇率政策的调整提供决策依据。但由于各国在利率、汇率的稳定程度、本国经济的发展程度以及金融市场的完善程度等各方面相差很大,要保持这一余额为零是非常困难的。

同时,根据复式记账原则,国际收支中一笔贸易流量通常会对应一笔金融流量,因此,在不考虑错误和遗漏因素时,资本金融账户余额可以在一定程度上反映一国经常账户的状况及融资能力。但这种相关性随着经常项目业务的日益复杂,国际资本流动的规模日益扩大,以及国际金融一体化进程的发展,逐渐发生了变化。

4. 综合差额(Over-all Balance)。指经常项目、资本金融账户中的资本转移、直接投资、证券投资、其他投资账户所构成的总差额。它与一国的官方储备的增减相对应。国际收支综合差额如果为顺差,则国际储备增加;如果一国的国际收支综合差额为逆差,则国际储备减少。在不同的汇率制度下,综合差额作为衡量国际收支状况的指标的有效性是不同的。在固定汇率制度下,综合差额可用来直接衡量国际收支失衡的程度,或本国货币在外汇市场上遭受的压力。而在浮动汇率制度下,由于部分国际收支的差额会通过汇率的变动来调整,因此,综合差额只能反映一国政府干预外汇市场的程度,而不再反映该国的国际收支失衡的程度。

(二)调节性交易(Accommodating Transactions)

调节性交易又称补偿性交易(Compensation Transactions)或事后交易。这类交易是为了弥补自主性交易所发生的差额而进行的。包括动用外汇储备来偿还外债,入超国获得外国出口商或外国银行的信用,得以延期付款;出超国获得外国或国际金融机构的短期融资等,都属于调节性交易。这种交易是政府出面进行的交易活动,体现了一国政府的意志,具有集中性和被动性的特点。通过分析官方储备差额,我们可以了解一国国际储备的规模、结构、外汇储备所占比重等情况,同时也能了解该国的国际清偿力以及它对国际收支失衡的调节能力。

三、其他影响国际收支平衡表分析的因素

(一) 政治和经济背景

在分析一国的国际收支平衡表时,要结合国际收支发生期间的国内外政治、经济形势,如一国处于国内经济发生严重通货膨胀的经济环境下,其经常项目可能出现逆差,但如果该国资本市场的开放度较高,采取提高利率的方式降低通货膨胀率,就有可能导致大量外资流入,资本项目余额出现巨额顺差,从而最终的综合差额为顺差。所以,如果不结合背景因素分析,是很难解释一国国际收支平衡表出现的这种现象。

(二) 使用的汇率体系

不同的汇率体系下,国际收支平衡表所反映的内容是不同的。在固定汇率制度下,不考虑货币政策等的影响,由于只能使用外汇买卖来调节国际收支失衡,所以可以直接从国际收支平衡表的官方储备差额中得知该国的国际收支是顺差还是逆差,差额是多少。而在完全自由浮动的汇率制度下,政府可以不动用任何官方储备,仅通过汇率的调节手段来调节国际收支差额,这时在国际收支平衡表上的官方储备项目就不能反映差额的大小。在有管理的浮动汇率制度下,部分国际收支的逆差会以货币贬值的方式来抵消,另一部分会通过减少官方储备来调节。因此,这时的官方储备项目余额只能表示官方干预外汇市场以影响汇率变动及水平的程度。

(三) 一国的经济规模

分析国际收支平衡表的差额不能只看表面的绝对数值,还必须结合该国的整体实力大小来看,即要考察相对量。一个上10亿的差额可能对于一些全年的经济交易总量不超过100亿的小国而言是非常巨大的,足以引起国际收支危机,但对于像美国这样的年交易总额在上万亿以上的超级大国而言则是微不足道的。

(四) 其他因素

影响我们判断国际收支均衡的因素还有很多,必须结合实际情况加以具体分析。如对于国内经济迅速增长的国家,由于其国内需求增大,国际收支出现赤字可能被认为是正常的,而对于国内经济不景气的国家,则应看作国际收支的不平衡。

从上述介绍可以看出,国际收支平衡表的分析口径有很多种。不同的国家必须根据自身的情况来分析,才能正确地判断出自己在国际交往中所处的地位和状况,并采取相应的对策。

【背景材料】

2004 年我国国际收支状况^①

附表 2-1 2004 年中国国际收支平衡表

单位:千美元

项 目	行次	差额	贷方	借方
一、经常项目	1	68 659 162	700 697 007	632 037 845
A. 货物和服务	2	49 283 643	655 826 577	606 542 934
a. 货物	3	58 982 275	593 392 511	534 410 236
b. 服务	4	-9 698 632	62 434 066	72 132 698
1. 运输	5	-12 476 266	12 067 493	24 543 759
2. 旅游	6	6 589 704	25 739 000	19 149 296
3. 通讯服务	7	-31 735	440 463	472 199
4. 建筑服务	8	128 662	1 467 489	1 338 826
5. 保险服务	9	-5 742 792	380 783	6 123 574
6. 金融服务	10	-44 151	93 945	138 096
7. 计算机和信息服务	11	384 401	1 637 148	1 252 747
8. 专有权利使用费和特许费	12	-4 260 246	236 359	4 496 605
9. 咨询	13	-1 581 794	3 152 515	4 734 309
10. 广告、宣传	14	150 293	848 628	698 335
11. 电影、音像	15	-134 838	40 993	175 831
12. 其他商业服务	16	7 472 617	15 950 753	8 478 135
13. 别处未提及的政府服务	17	-152 487	378 498	530 986
B. 收益	18	-3 522 669	20 544 095	24 066 764
1. 职工报酬	19	632 191	2 014 359	1 382 168
2. 投资收益	20	-4 154 861	18 529 736	22 684 596
C. 经常转移	21	22 898 189	24 326 335	1 428 146
1. 各级政府	22	-89 056	97 536	186 592
2. 其他部门	23	22 987 245	24 228 799	1 241 554
二、资本和金融项目	24	110 659 756	343 350 151	232 690 395
A. 资本项目	25	-69 345	0	69 345
B. 金融项目	26	110 729 101	343 350 151	232 621 050
1. 直接投资	27	53 131 430	60 905 778	7 774 348
1.1 我国在外直接投资	28	-1 805 053	275 778	2 080 831
1.2 外国在华直接投资	29	54 936 483	60 630 000	5 693 517

^① 资料来源:中国国家外汇管理局 <http://www.safe.gov.cn> ,国家外汇管理局新闻

通稿 2005 年 4 月 22 日。

2. 证券投资	30	19 689 873	20 262 117	572 244
---------	----	------------	------------	---------

续附表 2-1

项 目	行次	差额	贷方	借方
2.1 资产	31	6 486 438	6 567 007	80 569
2.1.1 股本证券	32	0	0	0
2.1.2 债务证券	33	6 486 438	6 567 007	80 569
2.1.2.1 (中)长期债券	34	6 486 438	6 567 007	80 569
2.1.2.2 货币市场工具	35	0	0	0
2.2 负债	36	13 203 436	13 695 110	491 675
2.2.1 股本证券	37	10 923 200	10 923 200	0
2.2.2 债务证券	38	2 280 236	2 771 910	491 675
2.2.2.1 (中)长期债券	39	2 283 474	2 764 319	480 845
2.2.2.2 货币市场工具	40	-3 238	7 592	10 830
3. 其他投资	41	37 907 798	262 182 256	224 274 458
3.1 资产	42	1 979 656	51 236 020	49 256 364
3.1.1 贸易信贷	43	-15 897 000	0	15 897 000
长期		-1 336 000	0	1 336 000
短期		-14 561 000	0	14 561 000
3.1.2 贷款	44	-9 657 939	101 615	9 759 554
长期		-1 057 000	0	1 057 000
短期		-8 600 939	101 615	8 702 554
3.1.3 货币和存款	45	20 206 679	21 241 391	1 034 712
3.1.4 其他资产	46	7 327 915	29 893 013	22 565 098
长期		0	0	0
短期		7 327 915	29 893 013	22 565 098
3.2 负债	47	35 928 142	210 946 236	175 018 094
3.2.1 贸易信贷	48	18 595 000	18 595 000	0
长期		2 862 000	2 862 000	0
短期		15 733 000	15 733 000	0
3.2.2 贷款	49	13 752 887	174 532 616	160 779 729
长期		4 814 964	18 590 561	13 775 597
短期		8 937 924	155 942 055	147 004 131
3.2.3 货币和存款	50	1 561 021	14 538 936	12 977 915
3.2.4 其他负债	51	2 019 234	3 279 684	1 260 451
长期		32 463	153 318	120 855
短期		1 986 771	3 126 367	1 139 596
三、储备资产	52	-206 364 000	478 000	206 842 000
3.1 货币黄金	53	0	0	0
3.2 特别提款权	54	-161 000	0	161 000
3.3 在基金组织的储备头寸	55	478 000	478 000	0
3.4 外汇	56	-206 681 000	0	206 681 000
3.5 其他债权	57	0	0	0

四、净误差与遗漏	58	27 045 082	27 045 082	0
----------	----	------------	------------	---

2004 年,我国国际收支经常项目、资本和金融项目继续保持顺差。其中,经常项目实现顺差 686.59 亿美元,同比增长 50%;资本和金融项目顺差 1 106.60 亿美元,同比增长 110%;在经常项目、资本和金融项目双顺差的推动下,外汇储备增长 2 066.81 亿美元,外汇储备增幅为历史最高水平。

一、经常项目顺差规模快速增长

货物项下顺差规模较 2003 年上升。根据国际收支统计口径,2004 年,我国货物贸易顺差 589.82 亿美元,同比增长 32%,其中出口 5 933.93 亿美元,进口 5 344.10 亿美元,同比分别增长 35% 和 36%。

2004 年我国进出口高速增长得益于全球经济复苏和国内经济快速发展。2004 年,全球各主要经济体均出现复苏,市场需求增长。同时,我国出口退税机制改革基本解决出口欠退税问题,改善了出口企业资金状况。在国际经济形势逐步好转、加入世界贸易组织后的积极影响等因素作用下,我国外贸出口增长较快。进口方面,我国进一步加强宏观调控,进口需求稳步增长,全年进口增速基本与出口增速持平。2004 年初,受国内投资、关税下调、配额扩大以及国际能源和非能源初级产品价格上涨的刺激,我国进口持续快速增长。下半年,我国宏观调控政策效力开始显现,进口需求有所回落,进口结构有所调整。

服务贸易规模进一步扩大。随着我国服务领域的对外开放以及人员、经济往来的日益密切,服务贸易规模逐年扩大。2004 年我国服务项下的收入与支出分别达到 624.34 亿美元和 721.33 亿美元,同比分别增长 34% 和 30%。服务项下逆差呈现扩大趋势,达到 96.99 亿美元,同比增长 13%。

从具体构成看,运输是服务项目逆差的主要因素。2004 年我国运输项下收入 120.67 亿美元,支出 245.44 亿美元,逆差 124.76 亿美元,同比扩大 21.5 亿美元。国际旅游收支和其他商业服务为顺差,其中,国际旅游收入 257.39 亿美元,同比上升 83.33 亿美元。国际旅游支出 191.49 亿美元,同比上升 39.62 亿美元。国际旅游顺差 65.90 亿美元,同比上升 43.71 亿美元。与 2003 年相比,2004 年我国国际旅游收入呈恢复性增长。2003 年,受非典型肺炎影响,我国国际旅游收入较 2002 年下降 30 亿美元,降幅达 14.6%。与 2002 年比较,2004 年我国国际旅游收入多增 53.54 亿美元,支出多增 37.51 亿美元。

此外,我国保险服务、专有权利使用费和特许费、咨询项下逆差较大。2004 年,我国保险服务逆差 57.43 亿美元,同比上升 35%,专有权利使用费和特许费逆差 42.60 亿美元,同比上升 24%;咨询逆差 15.82 亿美元,同比上升

1%。项目逆差扩大表明,随着我国对世界贸易组织各项承诺的落实,我国服务行业竞争力有待提高。

收益项下逆差规模有所下降。2004年,我国收益项下收入205.44亿美元,同比增长28%。支出240.67亿美元,同比增长1%。2004年,我国持有的对外资产收益增长较快。同时,随着外国来华直接投资规模的不断扩大,收益项下利润汇出有所增长,但收益再投资规模较小。收益项下收入大增和支出缓慢增长使2004年我国收益项下逆差35.23亿美元,逆差同比下降43.16亿美元。

经常转移项下流入增长较快。2004年,经常转移顺差规模达到228.98亿美元,同比增长30%,大大高于往年水平。其中,经常转移收入243.26亿美元,支出14.28亿美元。我国居民个人来自境外的侨汇收入增长,是经常转移呈现大幅顺差的主要原因。

二、资本和金融项目顺差规模大幅上升

2004年资本与金融项目实现顺差1106.60亿美元,较上年同期527.26亿美元的顺差规模增长110%。该项下的主要特点是:

外国来华直接投资流入有所增长。2004年,我国实际吸引外国来华直接投资新增606.30亿美元,同比增长13%。外国来华直接投资撤资清算等资金流出56.94亿美元,外国来华直接投资净流入549.36亿美元,同比增长17%。

随着我国履行加入世界贸易组织的承诺逐步到位,以及拥有相对低廉的劳动力和广阔的市场潜力,外国来华直接投资规模保持稳步增长。从产业结构看,设备制造业、电气机械及器材制造业等高新技术领域吸引的外商投资金额持续增加。从资金来源国和地区看,香港、日本、韩国等新增对华直接投资额占新增外国来华直接投资总额的75%以上。

证券投资项下顺差大幅上升。2004年,我国证券投资项下呈现196.90亿美元顺差,同比增长72%。其中,我国对外证券投资资金净回流64.86亿美元,吸收境外证券投资资金132.03亿美元。

2004年,我国境内机构减持境外有价证券资产使该项实现资金净回流64.86亿美元,比2003年净回流多增35.03亿美元。其中,境内金融机构是减持我国境外证券资产的主体,反映了近两年我国金融机构调整境内外资产匹配,优化境外投资资产的情况。

2004年,我国证券投资负债净流入132.03亿美元,主要与我国企业境外筹资和外资来华进行证券投资的步伐加快有关。2004年,我国境外股本融资

净流入 109.23 亿美元,占比 83%,同比多增 31.94 亿美元;对外债券融资净流入 22.80 亿美元,占比 17%,同比多增 15.66 亿美元。从股本融资主体看,境内企业境外新股发行净筹资 84.83 亿美元,合格境外机构投资者资金净流入 18.82 亿美元,其他股本融资净流入 5.58 亿美元。从债券发行主体和期限看,主要为政府部门和中资银行发行的中长期债券。

其他投资由逆差转顺差。2004 年其他投资项下顺差 379.08 亿美元,2003 年该项为逆差 58.82 亿美元,原因主要是 2003 年末 450 亿美元国际储备注资记入其他投资借方(表现为资金流出)。2004 年没有这一特殊变化,当年其他投资呈现一定顺差。其中,资产项下净流入 19.80 亿美元,主要是因为境内机构境外资产总体呈现回流;负债项下净流入 359.28 亿美元,与我国外债增长较快有关。尤其是 2004 年上半年,受经济快速增长和人民币升值预期的影响,我国短期外债增长明显,但随着《境内外资银行外债管理办法》等相关政策出台,全年外债增长规模得到一定控制。

三、储备资产较大幅度增加

在经常项目、资本和金融项目“双顺差”的推动下,2004 年我国国际储备快速增长,其中,特别提款权增加 1.61 亿美元,在基金组织的储备头寸减少 4.78 亿美元,外汇储备增加 2 066.81 亿美元,高于去年同期增加 1 168.44 亿美元的水平。截至 2004 年底,我国外汇储备规模达到 6 099.32 亿美元。

四、净误差与遗漏出现在贷方

在国际收支平衡表编制方法基本不变的情况下,2004 年的净误差与遗漏出现在贷方,为 270.45 亿美元,相当于国际收支口径的货物贸易进出口总额的 2.40%,在国际公认 5% 的合理范围以内。

附表 2-2 1982 ~ 2004 年中国国际收支平衡表

单位:百万美元

项 目	A. 经常项目	贸易 余额	服务 余额	收入 余额	经常 转移	B. 资本 账户	C. 金融 账户	直接 投资	证券 投资	其他 投资	D. 储备 资产	E. 错误 和遗漏
1982	5 674	4 249	563	376	486	-	338	386	21	-69	-6 291	279
1983	4 240	1 990	581	1 158	511	-	-226	543	-621	-148	-4 131	117
1984	2 030	14	40	1 534	442	-	-1 003	1 124	-1 638	-489	-95	-932
1985	-11 417	-13 123	622	841	243	-	8 972	1 030	3 027	4 915	2 353	92
1986	-7 035	-9 140	1 750	-23	378	-	5 944	1 425	1 568	2 951	1 954	-863

1987	300	-1 661	1 952	-215	224	-	6 002	1 669	1 051	3 282	-4 931	-1 371
1988	-3 803	-5 315	1 254	-161	419	-	7 132	2 344	876	3 912	-2 318	-1 011
1989	-4 317	-5 620	693	229	381	-	3 724	2 613	-180	1 291	503	90

附表 2-2

项 目	A. 经常 项目	贸易 余额	服务 余额	收入 余额	经常 转移	B. 资本 账户	C. 金融 账户	直接 投资	证券 投资	其他 投资	D. 储备 资产	E. 错误 和遗漏
1990	11 997	9 165	1 503	1 055	274	-	3 255	2 657	-241	839	-12 118	-3 134
1991	13 270	8 743	2 857	840	830	-	8 032	3 435	235	4 344	-14 554	-6 748
1992	6 401	5 183	-185	248	1 155	-	-251	7 156	-57	-7 350	2 102	-8 252
1993	-11 903	-10 654	-1 137	-1 284	1 172	-	23 474	23 115	3 050	-2 691	-1 767	-9 804
1994	7 658	7 290	67	-1 036	1 337	-	32 644	31 787	3 543	-2 686	-30 527	-9 775
1995	1 618	18 050	-6 092	-11 774	1 434	-	38 675	33 849	790	4 036	-22 481	-17 812
1996	7 242	19 535	-1 985	-12 437	2 129	-	39 967	38 066	1 744	157	-31 643	-15 566
1997	36 963	46 222	-3 398	-11 004	5 143	-21	21 036	41 674	6 942	-27 580	-35 724	-22 254
1998	31 471	46 614	-2 777	-16 644	4 278	-47	-6 275	41 118	-3 733	-43 660	-6 426	-18 723
1999	21 114	35 980	-5 339	-14 470	4 943	-26	5 205	36 978	-11 233	-20 540	-8 505	-17 788
2000	20 519	34 474	-5 600	-14 666	6 311	-35	1 958	37 483	-3 991	-31 534	-10 548	-11 894
2001	17 405	34 017	-5 931	-19 173	8 492	-54	34 829	37 356	-19 406	16 879	-47 325	-4 855
2002	35 422	44 167	-6 784	-14 945	12 984	-50	32 341	46 790	-10 342	-4 107	-75 507	7 794
2003	45 875	44 652	-8 573	-7 838	17 634	-48	52 774	47 229	11 427	-5 882	-117 023	18 422
2004	68 659	68 982	-9 698	-3 523	22 898	-69	110 729	53 131	19 690	37 908	-206 364	27 045

附表 2-3 2000 年主要国家国际收支平衡表简表

单位: 10 亿美元

	美国	日本	英国	加拿大	韩国	印度	巴西
A. 经常项目	-444.69	116.88	-24.46	12.67	11.04	-4.20	-8.97
贸易余额	-449.57	116.72	-43.58	36.62	16.60	-12.19	2.56
服务余额	73.81	-47.63	16.65	-4.44	-3.98	-1.58	-4.34
收入余额	-14.78	57.62	8.13	-20.35	-2.20	-3.88	-7.48
单方面转移	-54.15	-9.83	-5.66	0.84	0.62	13.45	0.29
B. 资本账户	0.68	-9.26	2.94	3.36	-0.54	—	0.09

C. 金融账户	443.58	-75.54	31.20	-10.94	12.27	9.62	8.11
---------	--------	--------	-------	--------	-------	------	------

本章小结

1. 国际收支是指一个国家或地区的居民在一定时期内(通常为1年),与非居民所发生的全部经济交易的系统记录。它体现的是一国的对外经济交往,是货币的、流量的、事后的概念。

2. 国际收支平衡表是将一个国家或地区在一定时期内发生的国际收支按复式记账原则和权责发生制原则编制出来的报表。目前,国际上通用的国际收支平衡表的标准模式是国际货币基金组织1993年出版的《国际收支手册》第五版。

3. 国际收支平衡表所包括的国际交易被分为借贷两类。贷方交易是指从外国人那里收到的付款交易,包括商品、劳务的出口、从外国人那里接受的单方面转移支付和资本流入。借方交易指向外国人付款的交易,包括反映进口实际资源的经常项目和反映资产增加、负债减少的金融项目。

4. 官方储备资产是一国货币当局直接掌握并可以随时动用的主要用于平衡一国的国际收支和稳定汇率的系列金融资产。在调节国际收支中,它起着非常重要的作用,但应当注意的是,反映在国际收支平衡表上的官方储备资产是增减额而不是持有额。

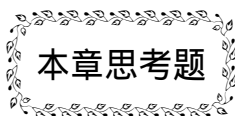
5. 按照复式记账法原则,国际收支平衡表的余额最后应该为零。但在现实生活中由于各种原因其常常存在差额。为了使其平衡,在国际收支平衡表中设立了一个特殊账户,即错误和遗漏。因此,如果国际收支的借方总额大于贷方总额,其差额记入此项目的贷方,反之,记入借方。

6. 对国际收支的分析口径众多,可以从项目入手,也可以从各种差额入手。其中最为重要的是对经常项目的分析,特别是对贸易差额的分析。

7. 分析国际收支时应当注意结合相关的背景进行分析。如政治、经济环境,国家经济规模、经济发展状况、汇率制度等,只有这样才能对一国的国际收支状况做出正确的判断。但总的来讲分析的关键在于看国际收支差额是否对该国的经济发展有利。

关键词汇

国际借贷 Balance of International Indebtedness
 顺差 Favorable Balance 逆差 Unfavorable Balance
 经常账户 Current Account 非货币性黄金 Nonmonetary Gold
 贸易差额 Trade Balance 职工报酬 Compensation of Employees
 投资收益 Investment Income 无形贸易 Invisible Trade
 经常转移/单方面转移 Current Transfers / Unilateral Transfers
 资本和金融账户 Capital and Financial Account
 平衡项目 Balancing Account 直接投资 Direct Investment
 证券投资 Portfolio Investment
 调节性项目 Accommodating Transactions
 官方储备资产 Official Reserve Assets
 特别提款权 SDRs (Special Drawing Rights)
 错误与遗漏 Errors and Omissions
 自主性交易/事前交易 Autonomous Transactions/Ex-ante Transactions
 贸易差额 Trade Balance 经常项目差额 Balance of Current Account
 资本金融账户差额 Balance of Capital and Financial Account
 综合差额 Over-all Balance 调节交易 Accommodating Transaction



1. 简述国际收支平衡表的编制原理。
2. 国际收支有哪些差额项目？它们之间存在什么关系？
3. 应该如何判断一国的国际收支是否平衡？在分析时应该注意些什么？
4. 根据附表 2-2 提供的资料，分析自 20 世纪 80 年代以来，中国国际收支差额的变化、特点及发展趋势。

5. 案例分析题

假定某一时期 A 国居民与非居民之间发生了下列经济交易：

- (1) 国内某企业进口一批设备，价值 50 万美元。
- (2) 国内某企业在海外成功上市，发行普通股价值 3 000 万美元。
- (3) 某日本公司从 A 国进口农产品，价值 100 万美元。
- (4) A 国政府向 B 国提供 50 万美元无偿经济援助。其中包括价值 35 万美元的帐篷和医疗设备及 15 万美元的援助资金。
- (5) 外国投资者从 A 国领取利息收入共 10 万美元。

(6) 非居民偿还债务 25 万美元。

(7) A 国居民对他们在国外的家属汇款 5 万美元。

(8) 一外资企业拟在 A 国进行投资建立一家合资企业。共投入 2 000 万美元, 占有所有股份的 30%。其中 1 100 万美元以设备的方式投资, 900 万美元以资本金的方式汇入 A 国。

请根据上述数据编制 A 国的国际收支平衡表, 并分别计算出商品贸易差额、经常项目差额、资本项目差额各是多少。并判断 A 国当期的国际收支是否平衡, 如不平衡, 则该国的国际收支是顺差还是逆差?

第三章 国际收支失衡及其调节

上一章我们已经学习了如何从量上对国际收支差额进行分析,然而,要对一国的国际收支差额进行合理的调整还必须从失衡产生的根源即性质出发,有针对性地进行分析。

本章在上一章的基础上进一步分析了国际收支不平衡产生的根源,指出巨额的、连续的国际收支差额不利于经济的稳定和发展,进而引入了国际收支失衡的调节方法,包括自动调节机制和调节政策两大类。分析指出实现一国经济内外部同时均衡是十分复杂的,针对不同的具体情况必须采用不同的调节手段。然后,本章按历史发展的顺序,介绍了关于国际收支调节的各种理论。通过本章的学习,读者应该完整、准确地掌握各种理论的基本内容,比较各种理论的异同,评价各种理论的优缺点,同时能运用各种理论来分析和解决有关实际问题,提高理论联系实际的能力。

第一节 国际收支失衡

一、国际收支失衡的判断

在上一章中我们已经谈到如何依据国际收支平衡表来分析国际收支的平衡问题,但实际上对国际收支平衡的分析和理解远非如此简单。那么,如何判断一国的国际收支是否平衡呢?除了上章提供的几点外,还应从以下几个方面进行分析。

1. 国际收支是形式上的平衡还是实质上的平衡。如前所述,国际收支平衡表的借方余额总是与贷方余额相等。因此,我们在判断实质上国际收支是否平衡时必须借助于对自主性交易项目差额和调整性项目差额的分析。如果一国国际收支自主项目交易收支不能自行相抵,必须要调整项目来弥补才能实现均衡,那么这种均衡只是一种形式上的均衡,而不是实质上的均衡。

2. 国际收支平衡是否以牺牲国内平衡为代价。如果这种均衡是通过某种不正常的或对整个经济的长期稳定发展不利的手段来实现的,则这种均衡只能算是一种虚假的均衡,而这种虚假的均衡可能会导致更大的不均衡。如1996年当泰国出现巨额的经常项目逆差时,它并没有采取措施去解决产生这

种逆差的根本问题,而是将本币的汇率维持在一个较高的水平上,采取高利率政策,吸引大量外资涌入,造成资本、金融项目巨额顺差,虽然它的国际收支平衡表在自主项目差额上仍旧显示为平衡,但大量资本流入破坏了外汇市场的均衡,同时也进一步威胁到国内经济的健康发展,这是1997年泰国发生严重的经济危机的一个重要原因。所以,真正的国际收支平衡应该是社会经济意义上的均衡,即保持外汇市场均衡和国内经济均衡稳定发展情况下所达到的国际收支的平衡。

3. 国际收支平衡是静态的平衡还是动态的平衡。国际收支平衡表是衡量一段时间内的国际收支情况的,是静态的。但我们在分析国际收支平衡时应该从动态的角度来分析。例如,一个国家长期处于经济衰退、国际收支赤字,但由于逐年的产业结构调整和政策调整,该国的经济走向复苏,国际收支出现顺差,这时,我们就不能说该国的国际收支出现失衡。只不过这是过去几年的一个恢复,是从不均衡走向均衡的一个过程。

总之,对于国际收支失衡的评判,必须结合该国所处的国际、国内经济环境进行动态的、历史的分析和理解。不能单以国际收支平衡表作为分析的唯一工具,更不能以会计平衡代替实际均衡分析。

二、国际收支失衡的主要原因

从理论上讲,无论是国际收支赤字还是盈余都应属于国际收支失衡,但由于国际收支赤字对一个国家经济的危害性要大,所以在实际上,较少有人去分析国际收支出现盈余的原因和类型。同样,本章所关注的也是国际收支赤字问题。导致一个国家产生国际收支失衡的原因很多,但概括起来主要有下面几个方面:

1. 季节性和偶然性因素的影响。生产、消费的季节性变化会带来一个国家的进出口的变化。如果这些季节性变化对进出口的影响不一样,就会由此产生季节性的失衡(Accidental Disequilibrium)。典型的季节性国际收支失衡发生在以农产品作为主要出口商品的发展中国家。而由于政治、经济或自然等方面发生的偶然事件如战争、洪水、地震等突发性事件也会导致一国的进口增加、出口减少,引起国际收支失衡。但这种逆差是短暂的、偶然的,因此可以认为是一种正常现象。在固定汇率制度下,这种失衡只需要动用官方储备就可加以调节,而在浮动汇率制度下,这种失衡有时根本不需要采取任何调节政策,市场汇率的正常波动就可以自动实现对差额的调整。

2. 经济周期性变化的影响。由一国经济周期波动所引起的国际收支盈余和赤字交互出现的国际收支失衡,称为周期性失衡(Cyclical Disequilibrium)。

例如,在经济繁荣时期,国内投资和消费旺盛,对进口的需求也相应增加,可能出现经常项目赤字;在经济萧条时期,进口需求下降,可能出现经常项目盈余。从资本与金融项目看,经济繁荣时期,该国的投资前景看好,资本流入增加;而在经济衰退时期,投资前景被看淡,资本流出会增加。

3. 经济结构变化的影响。各国由于地理环境、资源分布、技术水平、劳动生产率等自然条件、经济条件的不同,形成了各自不同的经济布局 and 产业结构,从而形成了各自的进出口商品结构。当由于新技术、新材料、新发明创造的采用,新能源或资源的开发利用,新经济政策的实施以及新老行业的调整等因素导致国际分工格局或国际需求结构等经济结构发生变化时,一国的产业结构及相应生产要素配置不能完全适应这种变化,就会发生国际收支的失衡,即结构失衡(Structure Disequilibrium)。例如,一国的国际贸易在一定的生产条件和消费结构下处于均衡状态。当国际市场发生变化,新产品不断淘汰老产品、高附加值的产品不断替代低附加值产品、新的行业不断涌现、夕阳行业不断被淘汰,这时如果该国的产业结构不能及时根据形势加以调整,那么原有的国际贸易均衡就会遭到破坏,贸易逆差就会出现。这种意义上的国际收支结构性失衡并不是发展中国家所特有的,发达国家也会出现。

另一层结构失衡与一国的进出口产品的类型和性质,以及对进出口商品供求的收入弹性和价格弹性有关。当一国的出口需求的收入弹性低,或虽然出口需求的价格弹性高但进口需求的价格弹性低时,就容易引起该国的国际收支结构性失衡。这种失衡在发展中国家尤为突出。因为大多数发展中国家出口的主要是初级产品,进口的主要是工业制成品,这种进出口商品的结构对其国际收支均衡很不利。一般说来,出口初级产品的国家所面临的市场,既缺乏供给的价格弹性又缺乏需求的收入弹性,而他们的进口商品却具有国内收入弹性较高,价格需求弹性不足,但国外供给弹性却很强的特点。因此当国内经济增长加快时,其出口难以大幅度地增加而进口却会由于人们收入的增加而迅速增长,而国际市场工业制成品价格的上升往往快于初级产品价格的上升,这会使发展中国家的贸易条件不断恶化,从而导致国际收支出现不平衡。

4. 各国经济发展不平衡的影响。世界各国对外经济的发展主要取决于各国国内经济的发展和各国自身经济实力的增长,因此各国国民经济发展的水平和速度不平衡是各国国际收支不平衡的根本原因。国内经济迅速发展,经济实力增强,可以扩大生产,增加出口竞争力,增强进口替代的生产能力,抑制进口,从而使国际收支趋于顺差;相反,当一国经济增长缓慢或处于衰退时期,失业人口增加、产品生产萎缩,就会使国际收支出现逆差。

5. 货币价值变动的影响。由于一国的价格水平、利率水平等货币因素与

其他国家相比发生相对变动所引起的国际收支失衡,称为货币失衡(Monetary Disequilibrium)。例如,一个国家在一定的汇率水平下,货币供应量增加过多,导致通货膨胀,使该国的一般物价水平相对于其他国家而言就会有很大的上升,这时必然会导致该国的商品输出减少,进口增加,从而致使国际收支发生逆差。货币性失衡不仅会影响一国的经常项目,也会影响资本和金融项目。

6. 国民收入的影响。影响国民收入相对增长的原因很多,包括周期性的、货币性的,或经济处于高速发展时期引起的收入性失衡(Income Disequilibrium)。不同的原因会导致不同的结果。当一国国民收入相对快速增长时,商品和劳务的输入、对外援助、旅游等非贸易支出通常会随之增加,从而导致国际收支出现逆差。反之,国内需求缩减、物价下降,有利于出口的增加,这时通常会出现国际收支顺差。但如果一国的国民收入增长主要是由于社会劳动生产率的提高而引起的,则出口产品的国际竞争力增强,出口贸易会大幅度增加,国际收支出现顺差。

7. 外汇投机和资本外逃造成的失衡。投机性资本流动是利用各国的利率差别和预期汇率变动牟利的资本流动。投机性资本流动可能是稳定的,但也可能是不稳定的。由于不稳定的投机行为在大多数时候并不是为了规避风险,而是有意阻击一个甚至几个国家或地区的货币,会造成这些国家和地区的金融秩序动荡,汇率波动加剧。而如果投机行为造成了货币贬值,贬值又会进一步刺激投机行为,从而使外汇市场变得更加混乱。在该国拥有资产的居民和非居民会将其资产转往他们认为稳定的国家,造成该国的资本大量外流,国际收支严重失衡。不稳定性的投机行为和资本外逃具有突发性、规模大的特点,因此又称为冲击性失衡(Shock Disequilibrium)。在国际资本迅速流动的今天,它已成为一国国际收支失衡的一个重要原因。

第二节 国际收支失衡的调节

在国内外经济相互影响的情况下,一国的国际收支不平衡发生的经常性的、巨额的、连续的国际收支逆差或顺差都不利于经济的稳定和发展。这时一国政府就有必要采取措施来减少不平衡的程度或改变其方向。国际收支失衡的调节有两种方式,一是在经济运行过程中存在的某些自发调节机制(Automatic Adjustment Mechanism),它们使国际收支失衡在某种程度上得到了缓解,甚至自动恢复平衡。但是,在现代日益复杂的国际经济环境下,自发调节机制的作用是有限的。当一国国际收支出现长期和巨额失衡时,往往需要该国政府采取必要措施来减缓不平衡的程度或改变其方向,这称为调整政策

(Adjustment Policies)。这两类调节方式的功效和使用范围是不同的 ,下面我们就分别考察。

一、国际收支的自动调节

国际收支的自动调节是指由国际收支失衡本身引起的国内经济变量变动对国际收支的自动调节作用。应该注意的是这种调节机制是由失衡本身所刺激的 ,不包括政府行为 ,其过程一直要持续到失衡被消除为止(除非政府所采取特殊步骤以防止其副作用)。此外 ,国际收支自动调节只有在纯粹的自由经济中才能产生理论上所描述的那些作用 ,政府的某些宏观经济政策会干扰自动调节过程 ,使其作用下降、扭曲或根本不起作用。

(一)自动价格调节机制(Automatic Price Adjustment Mechanism)

自动价格调节机制是依赖国际收支逆差及盈余国的价格变动来对国际收支失衡进行调整。该手段在可变汇率制度和固定汇率制度(如金本位)下的运作是不同的。

在金本位制度下的自动价格调节机制实质上就是大卫·休谟(Hume David)的货币—价格流动机制(Price Specie-flow Mechanism)。当一个国家的国际收支发生逆差时 ,意味着对外的支出大于收入 ,本国的黄金外流 ,在其他条件既定的情况下 ,货币供给减少 ,从而引起国内一般物价水平下降 ,本国的出口商品的价格也会下降 ,于是出口增加 ,进口受到抑制 ,国际贸易收支得到改善。当国际收支发生顺差时 ,则出现相反的自动价格调节。这种调节过程可以用图 3-1 来表示。

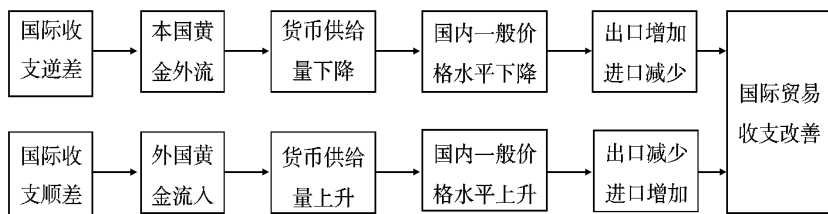


图 3-1 固定汇率制下的价格自动调节机制调节图

在浮动汇率制度下 ,这种货币—价格自动调节机制也会发生作用。但它表现为相对价格水平的变动。当国际收支发生逆差时 ,对外支出大于收入 ,对外币的需求增加导致本国货币的汇率下降 ,从而引起本国出口商品价格的相对下降 ,进口商品的价格相对上升 ,致使出口增加 ,进口减少 ,国际贸易收支得到改善。这一过程可以由图 3-2 来表示。

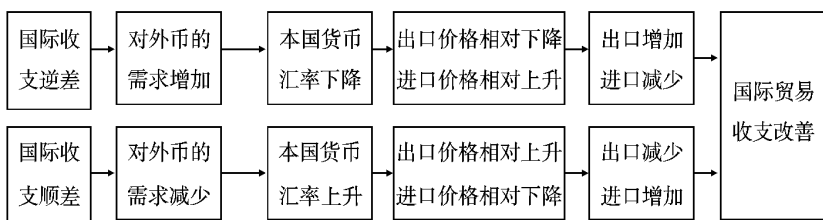


图 3-2 浮动汇率制度下的价格自动调节机制调节示意图

(二) 自动收入调节机制 (Automatic Income Adjustment Mechanism)

自动收入调节机制依赖逆差和盈余国国民收入的变动来调整国际收支失衡。假定所有价格保持不变, 则当国际收支出现逆差时, 表明该国的国民收入水平下降, 国民收入的下降会引起社会总需求的下降, 进口需求下降, 从而贸易收支得到改善。

(三) 自动利率调节机制 (Automatic Interest Rate Adjustment Mechanism)

自动利率调节机制同自动价格调节机制和自动收入调节机制一样, 也是在自由经济的假定条件下存在的。即利率可以根据实际情况由市场自行调节。当国际收支出现逆差时, 本国的货币供应量相对减少, 从而利率会上升。而利率上升意味着本国金融资产的收益率上升, 这时, 本国及外国资金都会进入该国的金融市场投资本国金融资产, 因此本国的资金外流减少或资金流入增加, 这会使国际收支状况得到改善。

虽然我们这里把三种自动调节手段分开来讲, 但在现实生活中, 国际收支的失衡不仅影响国民收入, 也对汇率、价格、工资、利率产生影响。因此, 从某种意义上讲, 自动价格、自动收入以及自动利率调节手段可能是一起起作用的。如在固定汇率制度下, 国际收支自动调节机制可以像图 3-3 中所示的一样对国际收支失衡做出调整。

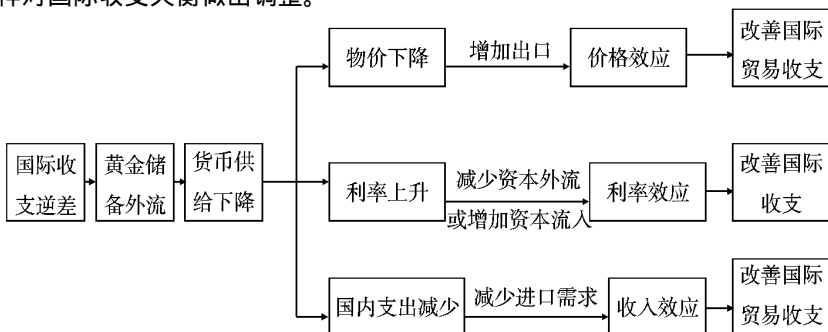


图 3-3 固定汇率制度下的国际收支自动调节机制

二、国际收支的调整政策

虽然在完全或接近完全的自由经济下,国际收支可以通过价格、利率、收入等变量的调节自动恢复平衡,但一旦市场失灵,国际收支自动调节机制的作用就会被削弱或失效,有时甚至会产生非常严重的副作用,这时,政府必须出面对市场进行干预,才能实现国际收支平衡。政府对国际收支进行调节的手段是多样的,选择何种调节手段,基本上可以分为三个步骤进行决策。以该国出现国际收支逆差为例,首先,他们必须决定是通过融资(Financing)的方式来弥补外汇市场的供求缺口,还是通过调整(Adjustment)的方式来消除赤字,或是两种方式的适当组合。前者是当局通过对外借款或动用外汇储备向外汇市场提供外汇,以弥补外汇市场的供求缺口,后者则是指当局通过各种调整政策来消除缺口。如果该国面临的是持续的、严重的对外不均衡时,使用融资政策是不能从根本上改变国际收支失衡状况的。因此,这时当局必须选择调整政策来消除赤字。在这种情况下,就要进行第二步:选择使用支出增减政策(Expenditure-Changing Policies)还是支出转换政策(Expenditure-Switching Policies)。支出增减政策是指改变社会总需求或国民经济中支出总水平的政策。这类政策旨在通过改变社会总需求或总支出水平,来改变对外国商品、劳务和金融资产的需求,达到调节国际收支的目的。它包括财政政策和货币政策。支出转换政策则是指通过汇率政策、补贴、关税政策或直接管制等方式来改变支出的结构,从而改变支出在外国产品和本国产品之间的比重实现改善国际收支的目的。如果选择了支出转换政策作为调节国际收支失衡的主要手段,那么何时使用汇率政策,何时使用直接管制政策对支出结构进行调节是摆在各国政府面前的第三步重要的选择。

总之,世界各国所面临的国际收支失衡的状况各有不同,他们也采取了各种各样的政策和措施,归纳起来主要有:外汇缓冲政策、财政与货币政策、汇率政策和直接管制政策。其中,外汇缓冲政策属于融资手段,财政与货币政策属于支出增减政策,汇率政策和直接管制政策属于支出转换政策。这些政策在调节国际收支时的作用、机制、使用条件和效果等方面都有很大的不同。

(一) 外汇缓冲政策(Foreign Exchange Cushion Policies)

外汇缓冲政策是指各国政府为调节国际收支失衡,运用官方储备或临时向外筹借资金来抵消超额外汇需求或供给的一种调节政策。通过这个政策对暂时性的或季节性的国际收支失衡进行调整是一种既简便又有益的做法。它能够使本币的汇率免受暂时性失衡所造成的无谓的波动,有利于本国对外贸易和投资的顺利进行。但是,一国的官方储备规模毕竟是有限的,过分地依赖

这一政策会导致储备资源的枯竭,因此不能完全依靠这种资金融通的方式来弥补那些巨额的、长期的国际收支差额。

(二) 财政与货币政策

财政政策是指政府通过调整财政收入、抑制或扩大财政支出、调整公债的发行等方法对经济进行调控,改变总需求和物价水平,从而调节国际收支的一种经济政策。例如,当一国国际收支逆差时,政府可以采取紧缩性的财政政策,削减财政开支或提高税率,从而减少社会上的投资和消费规模,降低社会总需求,迫使物价下降,最终实现促进出口、抑制进口,改善国际收支状况的目的。反之,当一国出现国际收支顺差时,该国政府可以通过降低税率水平、扩大政府支出来实现对国际收支的调整。同样,一国政府也可以运用货币政策,调整再贴现率(Rediscount Rate)、法定存款准备金率,或通过公开市场买卖政府债券等方式对国际收支产生影响。例如,当一国出现国际收支逆差时,该国的中央银行就可以采取紧缩性货币政策,调高再贴现率,从而促使市场利率提高,吸引外国资本流入,减少本币流出。同时,市场利率的提高还会降低投资和生产的规模,降低国民收入,缩减消费,从而在一定程度上降低国际收支的逆差。总之,紧缩性的财政政策和货币政策具有压低社会总需求和总支出的作用,当社会总需求和总支出下降时,对外国商品、劳务和金融资产的需求也就随之下降,从而使国际收支逆差减小。反之,扩张性财政政策和货币政策具有增加社会总需求和总支出的作用,当社会总需求和总支出增加时,对外国商品、劳务和金融资产的需求也就随之上升,从而国际收支顺差减小。

然而,这类政策的局限性在于,国际收支的改善是以牺牲本国国内经济为代价的,往往与国内经济目标发生冲突。如在紧缩性政策下,总需求和总支出的下降会导致失业增加,生产能力过剩,经济衰退。只有当国际收支逆差是由于总需求大于充分就业条件下的总供给引起的时候,采取紧缩性经济政策才不至于牺牲国内经济目标。因此,这类政策适宜于用来纠正国际收支的周期性赤字。

(三) 汇率政策

汇率政策是指运用汇率的变动来消除国际收支失衡的经济政策。本币贬值会使进口商品和劳务的价格相对上升,使居民将一部分支出转移到购买进口替代品上来,实现对国际收支赤字的调节作用。但这个目标是否能得以实现还要取决于下面几个因素。第一,进出口商品的供求弹性是否足够大。如果一国的进口商品主要是石油等这些需求弹性非常小的产品,那么本币贬值并不会改善国际收支,反而可能使国际收支和本国经济进一步恶化。第二,本国现有的生产能力是否已经被充分利用。在充分就业状况下,没有多余的生

产能力来增加进口替代产品的生产,也无法实现调节国际收支失衡的目的。第三,货币贬值引起国内物价上涨能否为社会承受。一般来说,如果上述条件不具备,则往往不得不采取直接管制的措施。此外,应注意的是,汇率的调整尤其是竞争性的货币贬值容易引起贸易伙伴国的报复,从而引发货币战。

(四)直接管制政策

直接管制是政府直接对国际经济交易进行的行政干预。它包括贸易控制、外汇管制(Foreign Exchange Control)和其他控制等。贸易控制是指一国政府通过制定关税、进出口配额、进出口预先存款和其他在国际贸易中有选择性的限制措施直接鼓励或限制商品的输出或输入。外汇管制是指通过国家颁布外汇管理法令、法规和条例,对包括国际资本流动、远期市场交易等一切涉及到外汇的对外经济活动和汇率进行严格管制。直接管制通常能迅速地改善国际收支,能按照本国的不同需要对进出口贸易、资本流动区别对待。因此,尽管国际经济组织和经济学理论多半不赞成采用直接管制,但当国际收支发生严重的困难,而其他更一般化的政策已经失效时,不论是发达国家还是发展中国家都会不同程度地采用直接管制。

(五)国际经济合作

国际收支是相对的,一国的国际收支出现顺差,意味着另一个国家必然出现逆差,因此,各国在采取措施调节国际收支时,必然会影响到其他国家。如果所有的国家都自行其事,将会造成国际经济交往的混乱,各国的调节目标也会在相互的对峙中发生扭曲。因此,为使各种调控措施更加有效率,国际合作非常必要。

第三节 内外均衡的矛盾以及政策搭配调节

一、米德冲突

在开放经济中,一国政府追求的主要经济目标除了充分就业、价格稳定和经济增长这三个内部均衡(Internal Balance)目标以外,还包括了实现国际收支均衡这个外部均衡(External Balance)的经济目标。这时,对于一国政府而言,其政策目标就变为如何实现内外部均衡的统一,即内在经济的稳定发展和合理的开放相结合。但在开放经济条件下,影响内外部均衡的因素很多,这些因素的变化使得内外部均衡之间存在着非常复杂的关系,经济同时处于内部均衡和外部均衡的情况很少,各种因素的影响往往会使它们偏离最佳区域。各国政府必须运用各种调节政策来实现经济的稳定发展和合理的开放。当一

国政府采取措施努力实现某一均衡时,如果同时造成另一均衡问题的改善,这称为内外部均衡。但在某些区域,实现内部经济的稳定发展和国际收支的均衡所要求的变量变动的方向是相反的,即一个均衡的改善可能随之而来的是另一个均衡的恶化,这就形成了内外均衡的冲突。

为了同时实现内外部均衡目标,可供一国当局选择的政策工具有财政政策、货币政策、汇率政策和直接管制。但由于直接管制政策只有在不得已时才使用,所以实现内外部均衡的关键在于如何合理地使用财政政策、货币政策以及汇率政策。

在詹姆斯·米德(James Meade)1951年的名著《国际收支》中,他第一次提出了内部均衡与外部均衡的概念。他研究的中心问题是,一个国家在进行国际收支调节时,必须同时兼顾内部均衡和外部经济的平衡。然而他发现在固定汇率制度下,一国很难将汇率作为一个调整工具,而用一种政策手段又难以同时完成两个目标,当外部均衡要求实行紧缩性政策时,内部均衡却可能要求是扩张政策。同样,当外部均衡要求使用扩张性政策时,内部均衡却可能要求采用紧缩性政策。这一情况被称为米德冲突(Meade's Conflict)。事实上,由于在浮动汇率制度下,政府不可能完全依赖外汇市场的自动调节功能实现国际收支的均衡,所以即使在浮动汇率制度下,各国政府同样也面临着与固定汇率制度下类似的内外均衡冲突的情况。而且,在汇率剧烈波动的情况下,内部均衡和外部均衡相互之间的关系可能更加复杂,它们之间的冲突可能会加剧。

二、内部均衡与外部均衡的政策搭配调节

从上文可以知道,在开放经济下,一国经济出现米德冲突的情况是非常普遍的。然而在20世纪60年代,蒙代尔(R. Mundell)等经济学家先后发现只要适当的搭配政策,就可以同时实现内外部均衡,而不至于有米德冲突。

(一) 财政政策与货币政策的搭配

这种政策的搭配方式的提出者是著名的经济学家蒙代尔(R. Mundell),它主要用来解决在固定汇率制度下如何运用财政政策和货币政策的搭配实现内外部同时均衡的问题。蒙代尔用横轴表示财政政策(以预算为代表),用纵轴表示货币政策(以利率为代表),来论述其搭配方法,指出一国政府可以针对不同的内外部经济状况,分别采取不同的财政政策和货币政策的搭配方法同时实现内部经济的稳定发展和外部经济的合理开放(见图3-4)。

如图3-4所示,JB曲线表示内部均衡,在这条线上国内经济达到均衡。在这条线的左边,国内经济处于衰退和失业时期;在这条线的右边,国内经济处

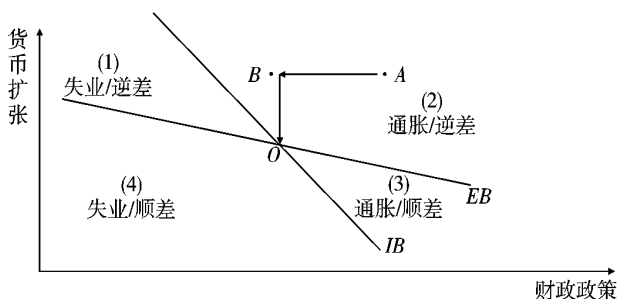


图 3-4 财政政策与货币政策的搭配

于膨胀时期。 EB 曲线表示外部均衡,在这条线上国际收支达到均衡,即实现外部均衡。在这条线的上边,表示国际收支逆差;在这条线的下边,表示国际收支顺差。沿着横轴向右移动,表示财政政策的扩张,沿着纵轴向上表示货币政策的扩张。 IB 、 EB 相交于 O 点,表示在 O 点该国的经济实现了内外部同时均衡。其中 IB 和 EB 曲线的斜率均为负,表示当一种政策紧缩时,为实现内部或外部均衡另一种政策必须扩张。相对而言,财政政策对国民收入、就业等国内经济变量的影响较大,而货币政策对于国际收支的影响较大,所以在坐标图中表现为 IB 曲线比 EB 曲线更为陡峭。

在上述假定条件下,我们就可以综合运用财政政策和货币政策来实现内外部同时均衡。例如,一国处于国内经济通货膨胀而国际收支出现逆差的状况下,即图 3-4 中的(2)区的 A 点时,就可以采用紧缩性的财政政策来解决通货膨胀问题,使 A 点向左移到 B 点,同时,采用紧缩性的货币政策来解决国际收支问题,从而达到 O 点,实现内外部同时均衡。但在实际操作中,一国很难一次就准确地确定出紧缩的幅度,所以,事实上,是通过反复地搭配使用这两个政策,最终使 A 点接近 O 点。在 O 点实现内外部同时均衡。

(二)支出转换政策与支出增减政策的搭配

这一政策搭配方式主要是由澳大利亚经济学家萨尔特(W. E. G. Salter)与斯旺(Trever Swan)提出,由米德综合而形成的。它是解决在浮动汇率制度下,当可以采用汇率政策时,一国如何运用支出转换政策和支出增减政策的搭配来实现内外部同时均衡的问题。同蒙代尔提出的政策搭配方式相似,它指出针对不同的宏观经济状况,分别采取不同的政策搭配方式可以同时实现一国国内经济稳定发展和外部经济的合理开放。

图 3-5 中的横轴表示国内支出或吸收水平,向右表示国内支出的增加,用其代表支出增减政策。纵轴表示的是本国货币的实际汇率,用其代表支出转换政策。如图所示,该实际汇率运用直接标价法,即单位外币折合的本币数上

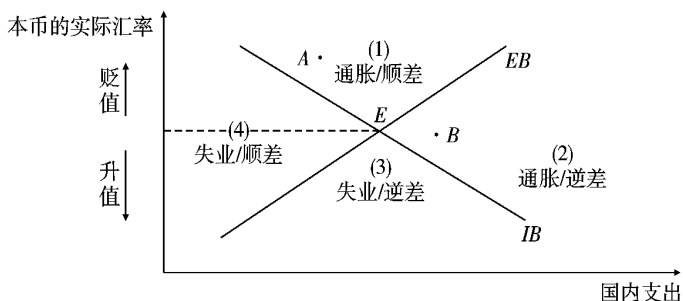


图 3-5 支出转化与支出增减政策的搭配

升表示本币贬值。在其他条件不变的情况下,它可以被看作是一国商品的国际竞争力。与图 3-4 相同, IB 曲线代表国内均衡, EB 曲线代表国际均衡。但它与蒙代尔的模型有着很大的区别。

1. IB 曲线代表实际汇率与国内吸收的结合,因为当经济扩张,并把经济推向需求过剩时为了抵消这个趋势并保持国内均衡,就必须采取使本币升值的方法。而本币升值将减少出口,增加进口,所以要维护内部均衡必须要增加国内支出。所以 IB 曲线是一条向右下方倾斜的曲线。其上方意味着国内经济需求过剩,出现通货膨胀,下方则意味着国内经济衰退,存在失业现象。

2. EB 曲线表示实际汇率与国内支出结合以实现外部均衡。假如国内支出因政策的变化而增加了,那么就有可能引起本国的国际收支出现逆差。为了恢复国际收支的均衡,就必须改变本国的支出结构,设法减少本国对进口商品的需求。要实现这一目标,就可以让本币贬值,从而根据弹性理论和吸收理论的论述可知,本国的出口将会增加,同时,本国的吸收和进口也会减少。受这两股力量的共同作用,本国的逆差就会逐渐消除,实现外部均衡。由于在整个调整过程中,吸收与实际汇率正相关,所以 EB 曲线的斜率一定为正。其右边表示国际收支逆差,左边表示国际收支顺差。

3. 针对不同的宏观经济失衡的状况,运用的政策搭配也是不同的。如在区间(1)中的 A 点时,必须同时采用使本币货币升值的支出转换政策和扩大国内支出的支出增减政策才能实现国内外同时均衡。而在(2)中的 B 点,由于 B 点的汇率刚好与均衡点 E 点的汇率相同,所以,这时政府只需采用减少国内支出就可以实现均衡的目标了。

但实际上我们的经济生活要远比理论复杂得多。在决定采用什么政策进行调节时,不仅要考虑本国经济的需要,还要顾及其他国家可能做出的反应。更为严重的是,活跃在国际金融市场上的巨额资金会因各国汇率、利率水平的不断变动而频繁流动,直接影响到各国的宏观经济,使各国在制定政策时受到

更多的制约,这为国际收支的调节工作带来了更大的复杂性,一国同时实现国内经济均衡和外部均衡变得十分困难,所以内外均衡的冲突始终是开放经济面临的重要问题。

第四节 国际收支调节理论

为了进一步分析国际收支的决定因素,探究如何保持国际收支的适当均衡,许多西方的经济学者对其进行了深入的研究,产生了一系列国际收支调节理论。这些理论已经成为国际金融学的一个重要组成部分。最早的国际收支调节理论可以追溯到1752年的大卫·休谟的“货币—价格流动机制”。到了20世纪,随着国际经济形势的变化和经济思潮的更替,新的国际收支调节理论随之产生,下面我们分别加以介绍。

一、弹性分析法

弹性论(Elasticities Approach)产生于20世纪30年代,研究的是在收入不变的条件下汇率变动对调节国际收支失衡的作用。着重考查货币贬值取得成功的条件及其对贸易收支和贸易条件的影响。它是由英国经济学家琼·罗宾逊(J. Robinson)和美国经济学家勒纳(A. P. Lerner)在马歇尔(A. Marshall)微观经济学和局部均衡分析方法的基础上发展起来的。由于该理论紧紧围绕进出口商品的供求弹性来论述国际收支调节问题,所以被称为弹性分析法。

(一)马歇尔—勒纳条件(Marshall-Lerner Condition)

货币贬值会引起进出口商品价格的变动,从而引起进出口商品数量的变动,最终改变贸易收支状况。然而,由于进出口商品数量的变化对货币贬值的反应各不相同,货币贬值对贸易收支的影响也会不同,马歇尔—勒纳条件就是研究在什么条件下货币贬值可以使贸易收支得到改善。

要理解马歇尔—勒纳条件就必须先了解它成立的四个前提假定:

1. 贸易商品的供给曲线的弹性几乎无穷大或呈水平线。
2. 不考虑国际资本流动,贸易收支等同于国际收支。
3. 其他条件包括收入、其他商品价格、偏好等不变。
4. 在货币贬值前,贸易账户处于均衡状态,即出口等于进口。

具体推导过程如下:

由于国际收支逆差问题可以理解为外汇短缺,因此,以 B 表示以外币计算的本国贸易差额,以 X 表示以本币结算的本国出口值, M 代表以外币计算的本国的进口值, E 为外币对本币的汇率(间接标价法),则国际收支差额为:

$$B = EX - M \quad (3-1)$$

对变量汇率 E 求导可得：

$$\frac{dB}{dE} = E \frac{dX}{dE} + X - \frac{dM}{dE} = X \left(\frac{E}{X} \cdot \frac{dX}{dE} - \frac{1}{X} \cdot \frac{dM}{dE} + 1 \right) \quad (3-2)$$

假定最初的贸易是平衡的,即 $M = EX$,则式(3-2)可以变形为：

$$\frac{dB}{dE} = E \frac{dX}{dE} + X - \frac{dM}{dE} = X \left(\frac{E}{X} \cdot \frac{dX}{dE} - \frac{E}{M} \cdot \frac{dM}{dE} + 1 \right) \quad (3-3)$$

其中,括号中的第一项为出口对汇率变动的敏感度,根据弹性的定义,就是出口需求对汇率的弹性。由于在间接标价法下,当汇率上升时,出口商品的需求量下降,因此该弹性的值小于0。为计算方便,在其前面加一个负号,令它大于0,记为 E_x ,即：

$$E_x = - \frac{E}{X} \cdot \frac{dX}{dE} = \frac{\text{出口商品需求量的变动率}}{\text{汇率的变动率}}$$

括号中的第二项为进口对汇率变动的敏感程度,即进口需求对汇率的弹性,记为 E_m ：

$$E_m = \frac{E}{M} \cdot \frac{dM}{dE} = \frac{\text{进口商品需求量的变动率}}{\text{汇率的变动率}}$$

由于在间接标价法下,当汇率上升时,进口商品的需求量上升,因此 $E_m > 0$ 。

所以公式3-3可以变形为：

$$\frac{dB}{dE} = X(1 - E_x - E_m) \quad (3-4)$$

显然,只有在 $E_x + E_m > 1$ 时,才有 $dB/dE < 0$ 。也就是说,只有进出口需求弹性之和大于1,本币贬值才能改善本国的国际收支。这就是最简单的马歇尔—勒纳条件。

同理,从公式中我们可以分析发现,如果 $E_x + E_m = 1$,则货币贬值对贸易收支不发生作用,如果 $E_x + E_m < 1$,货币贬值不但改善不了贸易收支,反而会使贸易收支进一步恶化。

(二)时滞反应——J曲线效应

在实际的经济生活中,当汇率发生变化时,进出口的实际变动并不会如我们预期的那样立刻做出反应。即使在马歇尔—勒纳条件成立的情况下,本币贬值也不能马上改善贸易收支。相反,在货币贬值初期贸易收支还可能进一步恶化。

为什么汇率变动对贸易收支的影响会存在“时滞”(Time Lag)问题呢?

这是因为,第一,在贬值之前已经签订的贸易协议仍然必须按照原来的数量和价格来执行。以外币定价的进口商品因本币贬值,折成本币后的成本上升;以本币定价的出口,折成外币后收入下降。这样导致出口数量要经过一段时间才能增加,而进口数量要经过一段时间才能减少。即在货币贬值初期,出口值会小于进口值,贸易收支进一步恶化。第二,即使在贬值后签订的贸易协议,出口增长仍然要受到认识、决策、资源和生产周期的影响,出口商为扩大生产规模必须购买新的机器设备,雇用新的工人,这需要时间;同时他们还必须为增加的产品寻找新的海外需求市场。而进口商会由于存在对未来货币将进一步贬值的心理预期加速订货,同时国内企业生产进口替代品也需要一定的时间。

在短期内,由于上述种种原因,本币贬值后首先发生的可能是贸易收支的进一步恶化,过一段时间后,等出口供给和进口需求都做出了相应的调整,贸易收支才会慢慢地开始改善,从逆差变为盈余。由于这一变化轨迹类似于字母J,所以被称为J曲线效应(J Curve) (如图3-6所示)。

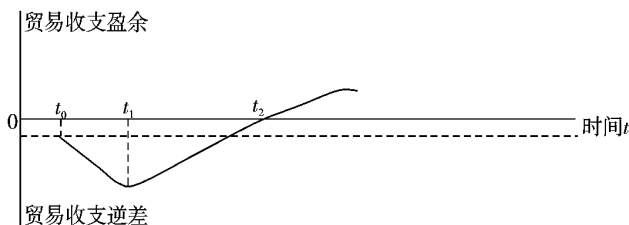


图3-6 J曲线效应

在J曲线图中, t_1 点对应的贸易收支差额低于 t_0 对应的差额,说明在本币贬值初期,贸易收支进一步恶化,在 t_1 点之后,贸易收支开始好转,直到 t_2 点时实现贸易收支平衡。

(三)弹性理论的局限性

弹性分析理论的重要贡献主要在于,它的分析纠正了之前人们认为货币贬值一定有改善贸易收支的作用和效果的片面看法,从而正确地指出:只有在一定的进出口供求弹性下,货币贬值才有改善贸易收支的作用和效果。但是,弹性分析法也存在很大的局限性。

1. 弹性分析理论把国际收支局限于贸易收支而未考虑到非贸易部门和国际间资本的流动。这显然是一个重大的缺陷。因为,非贸易在当代国际经济活动中所占的地位越来越重要,货币贬值会减少配置于非贸易产品生产部门的资源,这将导致非贸易部分产品的供给下降,价格上升,从而对全社会一般物价水平的上升产生强大的压力。

2. 弹性分析理论是建立在局部均衡理论基础上的,它仅仅分析了汇率对进出口贸易的影响,而忽视了对社会总支出和总收入的影响,因此具有很大的局限性。

3. 弹性分析理论以小于“充分就业”为条件,因而做出了供给具有完全弹性的假定。这种假定使整个理论有着很大的局限性,即它只适用于经济衰退和萧条时期,而不适用于经济的复苏时期和高速发展时期。这与该理论产生的历史背景有着相当大的关联。

4. 忽略了货币贬值对通货膨胀的影响。由于本币贬值,那些依赖于进口的中间商品和最终商品的价格会上升。前者会导致所生产的最终产品的生产成本上升,后者则会造成人工工资上升的压力,从而使所有产品价格出现持续上升的趋势和压力。

二、乘数分析法

乘数分析法(Multiplier Approach)又称收入分析理论(Income Approach),是在第二次世界大战后凯恩斯主义在西方经济学界占据统治地位的背景下,由马克勒普和哈罗德将凯恩斯的宏观经济分析方法和乘数原理应用于对国际收支的分析而提出,后又经琼·罗宾逊、布朗哈伯格、斯特恩等人进一步发展而形成的。该理论分析的是在汇率和价格不变的条件下,收入变动在国际收支调节中的作用。它假定的基本前提是:

(1)不考虑资本流动和非贸易收支,即贸易收支等于国际收支;

(2)国内经济在低于充分就业水平的情况下运转,供给具有完全弹性,从而进出口和收入的变动不会改变价格水平。

(一)收入乘数

从凯恩斯的乘数原理可知,一国的国民收入会因自主性支出变动而发生成倍的变动,如果我们引进进出口贸易,即在开放条件下的国民收入均衡恒等式为:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (3-5)$$

式中 消费 $C = C_0 + cY$;投资 $I = I_0$;政府支出 $G = G_0$;出口 $X = X_0$,且 X_0 是外生变量,它是与本国国民收入无关的自发性的出口数量,它的大小取决于外国国民收入水平;进口 $M = M_0 + mY$,且 M_0 是与本国国民收入无关的自发性进口, m 是边际进口倾向, mY 是与本国国民收入呈增函数关系的引致性进口,这时,国民收入均衡恒等式可以变形为:

$$Y = \frac{1}{1 - c + m} (C_0 + I_0 + G_0 + X_0 - M_0) \quad (3-6)$$

此处 $\frac{1}{1-c+m}$ 就是小国开放经济 (Small Open Economy) 的对外贸易乘数 (Foreign Trade Multiplier) 或称为开放经济乘数 (Open Economy Multiplier), 它是指在开放经济条件下, 有效需求变动使国民收入成倍变动的倍数。显然, 开放经济乘数要小于封闭经济条件下的乘数, 但仍大于 1。因此, 无论是 C, I, G 还是 X, M , 这些自主性支出的变动都会带来国民收入的倍增。因此, 凯恩斯主义也倡导一国贸易盈余, 主张鼓励出口, 抑制进口, 以刺激经济, 提高国民收入。

(二) 收入的调整

收入分析法认为进口随着国民收入的变动而增减, 因此贸易差额必然受到国民收入的影响。不考虑国际间资本的流动, 国际收支差额 (B) 等同于贸易收支差额:

$$B = X - (M_0 + mY) \quad (3-7)$$

$$B = X - M_0 - m(C + I + G + X - M)$$

上式表明, 一国可以通过需求管理政策来调整国际收支。当一国的国际收支出现赤字时, 当局可以采取紧缩性的财政政策和货币政策, 降低国民收入, 以减少进口支出, 改善国际收支; 当一国国际收支出现盈余时, 当局可以采取扩张性的财政政策与货币政策, 使国民收入增加, 从而增加进口支出, 使国际收支盈余减少。这种通过变动财政货币政策来调整国际收支的效果, 取决于本国边际进口倾向 ($m = \frac{dM}{dY}$) 的大小, 即取决于进口需求收入弹性 ($\frac{dM}{dY} \cdot \frac{Y}{M}$) 和开放程度 ($\frac{M}{Y}$) 的高低。这表明, 一国的开放程度越大, 进口需求收入弹性越大, 一定规模的紧缩政策所带来的国际收支改善程度越大。

由于出口和自主性进口的变动除了直接影响国际收支外, 还会通过国民收入的变化诱发进口的变动, 从而进一步影响国际收支的变动。因此一些学者把收入效应与弹性分析强调的替代效应结合起来, 修正了贬值能够改善国际收支的马歇尔—勒纳条件, 取而代之的是更加严格的哈伯格条件 (Harberger Condition):

$$E_x + E_m > 1 + m \quad (3-8)$$

显然这个条件要比马歇尔—勒纳条件更具有现实意义, 它考虑了贬值通过收入的变动对国际收支所产生的影响, 并且出口供给弹性无穷大的假定更接近于非充分就业的现实。

注意上述分析假定所考虑的对象国是一个小国, 因为一个小国的出口对

其他国家的影响不大,可以忽略不计。如果它是一个大国,那么它的进出口供求对外国经济就会产生不可忽视的影响,而它对外国的影响就会再返回来影响它自己。因此如果在分析贬值对一个大国的国际收支的影响时,必须将国外回应的作用考虑进去,这时哈伯格条件就应进一步修订为:

$$E_x + E_m > 1 + m + m^* \quad (3-9)$$

式(3-9)中 m^* 为贸易伙伴国的边际进口倾向。即在进出口供给弹性无穷大的情况下,大国只有在进出口需求弹性之和大于1加上本国和外国的边际进口倾向之和时,贬值才能有效地改善国际收支。

(三) 开放经济中乘数分析法的简评

乘数分析法着重分析了对外贸易与国民收入之间的关系,以及各国经济通过进出口途径相互影响的原理,在一定程度上对我们理解现实经济状况有一定的启发意义。第一,根据乘数定理,一国可以在贸易顺差,且又存在失业资源的情况下,通过扩张性财政政策(如增加政府支出)或货币政策来增加本国的收入流量,或者,在贸易逆差且存在失业资源的情况下,通过采取鼓励出口的经济政策来平衡本国的国际收支,同时达到增加本国国民收入流量的目的。第二,乘数分析法指出,各国经济会通过进出口途径相互作用,从而解释了经济周期是世界性的,而不是一国的现象。掌握这一理论对于理解宏观经济的运行至关重要。

然而,乘数分析法仍然具有一定的局限性。它是建立在凯恩斯的乘数原理的基础上的,在其数学模型中忽略了货币供求量和价格的作用,忽略由此可能产生的通货膨胀问题。同时也没考虑国际资本流动的影响,因此它关于收入对国际收支影响的分析也是不全面的。收入的提高虽然能刺激进口的增加,但收入的提高往往意味着经济繁荣,吸引大量外资流入,从而抵消贸易差额发生的变化。

三、吸收分析法

吸收分析法(Absorption Approach)又称为支出分析法(Expenditure Approach),它是美国经济学家西德尼·亚历山大(Sidney Stuart Alexander)在凯恩斯宏观经济学的基础上于1952年提出的,是凯恩斯主义理论在国际收支中的具体运用。他认为,在很多情况下,贬值政策之所以不能达到平衡一国国际收支的目的,既不是因为货币贬值国家的出口需求弹性太小,也不是因为贬值的作用会被通货膨胀所抵消,而是因为使用贬值方法来平衡一国的国际收支这一做法本身就有问题。因此,他主张舍弃弹性分析,而从宏观经济学中的国民收入方程式入手,着重考察总收入与总支出对国际收支的影响。

(一) 基本理论

吸收分析法的基本精神来源于凯恩斯主义有效的需求理论,以有效需求的变化来影响国民收入和支出行为,从而调整国际收支。因此,在开放经济条件下,国民收入与国民支出的关系可以表述为:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (3-10)$$

其中, Y 为国民收入, C 为私人消费, I 为私人投资, G 为政府支出, X 为出口收入, M 为进口支出。

将恒等式变形,得:

$$X - M = Y - (C + I + G) \quad (3-11)$$

上式中, $X - M$ 为贸易收支差额,可以用 B 来表示, $(C + I + G)$ 可以被看为国内的总支出,即国民收入中被国内吸收的部分,可以用 A 来表示。由此,国际收支差额就可以由国民收入(Y)与国内总吸收(A)来表示,即:

$$B = Y - A \quad (3-12)$$

当国民收入大于总吸收时,国际收支表现为顺差;当国民收入小于总吸收时,国际收支出现逆差;当国民收入恰好等于总吸收时,国际收支实现均衡。

如果进一步假定 $A = A_0 + \alpha Y$, 其中 α 代表边际吸收倾向,即 $\frac{dA}{dY}$, 则式

(3-12) 可以变形为:

$$B = (1 - \alpha)Y - A_0 \quad (3-13)$$

$$dB = (1 - \alpha)dY - dA_0 \quad (3-14)$$

从式(3-14)可以看出,贬值能否改善国际收支取决于贬值能否使国民收入的变动相对于吸收水平而提高。它可以通过三个渠道来实现(1) dY , 它代表货币贬值对收入的直接影响(2) α , 代表货币贬值通过收入的变化对吸收的间接影响(3) dA_0 , 代表贬值对吸收的直接影响。

1. 贬值对国民收入水平的影响

从式(3-14)可以看出,当贬值的收入效应为正时,贬值就可以使一国的国际收支得到改善,那么贬值在什么情况下才会产生正的收入效应呢?

(1) 闲置资源效应(Idle Resources Effect)。当一国存在尚未充分利用的闲置资源时,本币贬值就会使出口增加,进口减少,从而使该国的国民收入大幅度增加,进而改善国际收支状况。但另一方面,国民收入的增加会增加本国的消费支出和投资支出,总吸收水平上升。所以,最终贸易收支将会恶化还是改善,关键要看边际吸收倾向 α 的大小。假设贬值对进出口数量的影响为 ΔQ , 则收入的增加可以对贸易收支差额的影响为 $(1 - \alpha)\Delta Q$ 。显然如果 $\alpha < 1$, dB 就会增大,贸易逆差得到改善。

(2) 贸易条件效应 (Terms of Trade Effect)。根据 J 曲线可以判断本币贬值后, 进出口数量不能立即得到调整, 反而会造成贸易条件的恶化, 使实际国民收入下降。随着国民收入水平的减少, 总吸收水平也会随之减少, 只要吸收下降的速度超过国民收入下降的速度, 贸易差额就会得到改善。与闲置资源效应相同, 货币贬值的贸易条件效应对国际收支状况的影响究竟如何, 要看边际吸收倾向的大小。假设实际收入因贸易条件恶化而减少的数量为 t , 则贬值通过贸易条件恶化对贸易差额的影响为 $(1 - \alpha)t$ 。显然, 只有 $\alpha > 1$, 贸易条件效应才会使国际收支得到改善。

闲置资源效应与贸易条件效应具有相互抵冲的作用。因而贬值对 $(1 - \alpha)dY$ 的实际效果是模糊的, 取决于两个效应的大小对比。

2. 贬值对吸收的影响

同样, 从式 (3-14) 可以看出, 当贬值的吸收效应为负时, 贬值也可以使一国的国际收支得到改善。

(1) 现金余额效应 (Real Cash Balance Effect)。本币贬值会使该国的物价水平上涨, 在货币供应量不变的情况下, 将使人们持有的现金余额实际价值减少。为了使实际现金余额恢复到原来的持有水平, 人们或者被迫减少对商品和劳务的支出, 即减少总吸收, 或者变卖手中的证券。出售证券将引起证券价格的下降, 利率水平提高, 而利率水平的提高又会进一步降低人们的消费和投资水平, 减少总吸收。因此, 实际现金余额效应通过总吸收的减少会使贸易收支得到改善。

(2) 收入再分配效应 (Redistribution of Income Effect)。本币的贬值会引起物价水平的上升, 带来收入的再分配。一般说来, 物价的上涨有利于利润收入者, 不利于固定收入者。由于弹性收入者的边际消费倾向相对较低, 这种再分配效应使总的实际消费支出减少, 即吸收减少, 但同时如果弹性收入者将其增加的收入用于增加投资, 那么吸收会增加。所以总吸收增加与否取决于实际消费支出的变动与投资支出变动的对比, 这一比例也关系到贸易收支能否得到改善。

(3) 货币幻觉效应 (Money Illusion Effect)。本币贬值会使物价水平上涨, 如果货币收入与价格同比例上涨, 实际收入没有变化。但如果人们存在对物价的货币幻觉, 只注意到了物价的上涨, 因而减少消费, 增加储蓄, 一国的吸收总额就会随之减少, 贸易收支逆差就会得以改善。但如果人们存在对工资的货币幻觉, 因而增加消费, 就会得到相反的结果。

(4) 其他直接效应 (Miscellaneous Direct Absorption Effects)

这些效应对贸易收支的变动可能不利, 但也有可能有利。

①税收效应。本币贬值将引起物价上涨。随着货币收入的上涨,政府的税收收入也将增加。由于政府的边际支出倾向通常小于私人的边际支出倾向,总吸收水平的下降将改善贸易收支。

②预期效应。在本币贬值引起物价上涨时,如果人们预期物价水平将会进一步上涨,就会提前购买商品和劳务,增加现期的总吸收水平,贸易收支恶化。

③抑制效应。同样物价上涨对人们的消费行为也会有抑制作用,这时总支出减少,贸易收支改善。

(二)吸收分析法的政策含义及简评

吸收分析法从总收入和总吸收的相对关系出发,将一国的国际收支决定和变动与整个宏观经济状况结合起来分析,是一种宏观分析。摆脱了弹性分析法仅就进出口论进出口的局限性,有助于人们对国际收支失衡和均衡性质进行进一步深入的分析。吸收法从其基本方程式 $B = Y - A$ 出发,认为一国国际收支失衡的根本原因在于国内收入与对外支出之间的总量失衡。国际收支盈余是吸收相对于收入不足的表现,而国际收支赤字则是吸收大于收入的结果。因此,该理论认为一国国际收支失衡最终要通过改变收入或吸收或同时改变收入与吸收来调节。对此,他们主张用宏观需求管理政策来调节国际收支失衡,包括使用支出转换政策和支出改变政策。

对于货币贬值效应的分析是吸收分析法的核心内容之一。吸收分析法认为,贬值对国际收支的影响也是通过改变收入或吸收起作用的。货币贬值对国际收支的实际效果取决于三个因素:(1)贬值对实际国民收入所引起的变化;(2)边际吸收倾向的大小;(3)贬值对吸收的直接影响。吸收分析法分析了在充分就业和非充分就业两种情况下的贬值效应。该理论认为在通常情况下,贬值应通过货币政策和财政政策的配合来压缩国内需求,把资源从国内吸收中解放出来转向出口部门,才能成功地改善国际收支,保持国内外均衡。

但是,它同样也不可避免地存在很大的缺陷。首先,虽然吸收分析法也从贬值对国民收入和国内吸收的影响研究了本币贬值后的效应,但它并没有考虑本币贬值以后相对价格变动在国际收支中的调整作用,也没有考虑贸易伙伴国进出口对本国进出口、收入 and 价格的影响。在理论或实际政策分析时还必须与其他分析方法一起使用。其次,吸收理论具有很强的政策搭配倾向。当国际收支逆差时,在采取货币贬值的同时如果国内存在着闲置资源,应采用扩张性的财政政策来增加收入,如果国内各项资源已经达到充分就业,经济处于通货膨胀时,应采用紧缩性财政政策来减少吸收,从而使内部经济和外部经济同时达到均衡。再次,吸收论仍然没有涉及到国际资本的流动问题,这对于

国际收支理论来说,是一个很大的缺陷。

四、货币分析法

货币分析法(Monetary Approach)是20世纪60年代出现的一种国际收支理论,它的主要创始人是哈里·约翰逊(Herry Johnson)和他的学生雅各布·弗兰克尔(Jacob Frenkel)以及蒙代尔(R. Mundell)。货币分析法是建立在货币主义学说的基础上,将国际收支看成一种货币现象,来考察国际收支失衡的原因并提出相应的调整主张。

货币分析法对国际收支的研究不再局限于贸易差额,而是将经常项目和资本项目结合起来,把国际资本流动纳入视野,侧重于分析国际收支的综合差额。它的基本观点是所有的国际收支不平衡,在本质上都是货币性的,即是由人们希望持有的货币量与货币当局的货币供应量之间的差异造成的。如果货币需求大于货币供给,这部分超额货币需求必须通过国外货币的流入来满足,从而国际收支出现盈余,反之则出现赤字。因此,货币分析法认为国际收支的不平衡都可以由国内货币政策来解决。

(一)货币分析法的假定前提和基本理论

货币分析法与前面所说的弹性分析法、乘数分析法和吸收理论都有所不同,它的基本假定包括(1)经济处于长期充分就业的均衡状态(2)从长期来看,货币需求函数是稳定的,货币供给的变动不影响实物产量(3)分析的对象为开放的小国经济(4)贸易商品的价格是由世界市场决定的,从长期来看,一国的价格水平和利率水平接近实际市场水平(5)由外汇储备水平变动导致的货币供给量的变化,不由货币当局运用公开市场业务等手段抵消。

在上述各项假定下,货币分析法的基本理论可以用以下公式表达:

$$M_s = M_d \quad (3-15)$$

其中, M_s 表示名义货币供应量, M_d 表示名义货币需求量。其中, M_d 是价格(p)、收入(y)和利率(i)的函数, M_s 与国内提供的货币供应基数 D 和来自于国外的货币供应基数 R 及货币乘数(m)相关。其中, D 是中央银行的国内信贷或支持货币供给的国内资产,而 R 则是通过国际收支盈余获得的,以国际储备为代表。且从长期来看,可以假定货币供应量与货币需求量相等,其公式为:

$$M_d = p f(y, i) \quad (3-16)$$

$$M_s = m(D + R) \quad (3-17)$$

为了分析方便,我们假设 $m = 1$ 可得:

$$M_s = D + R$$

$$M_d = D + R$$

$$R = M_d - D \quad (3-18)$$

上述公式(3-17)是货币论的最基本方程式,这个方程式告诉我们:国际收支是一个货币现象,一国可以利用信贷创造(使 D 增加)或减少外汇储备(R 减少)的调节方法来实现本国内部经济与外部经济的一般均衡,而不需要使本币贬值。

(二)货币论对贬值的分析

假设“一价定律”(Law of Price)成立,则式(3-16)可以变形为:

$$M_d = EP(y, i) \quad (3-19)$$

其中 E 是用本币衡量的外币的价格, P 为国外的价格水平。则货币论对本币贬值的基本观点是:在充分就业的条件下,本币贬值意味着商品价格的变动,贬值国的国内价格上涨,货币需求增加,该国的实际现金余额减少,因此本币贬值对经济具有紧缩作用。即如果要改善国际收支,在本币贬值时,国内的名义货币供应量不能增加。因为如果此时 D 增加,甚至增长的幅度大于货币需求量的增加幅度,那么贬值不但不能改善国际收支,甚至可能进一步恶化国际收支。

由上面的分析,我们可以获得以下几个结论:

第一,在货币论看来,所有的国际收支不平衡在本质上都是货币性的,因此,只要一国不是严重依赖通货膨胀式的货币供给增长来为政府支出进行融资,那么该国就不可能出现长期的国际收支逆差。

第二,国际收支的不平衡可以由国内货币政策来解决。例如,一国国际收支赤字的根源在于国内信贷扩张过大,而货币需求是收入、利率的稳定函数,货币供应量在很大程度上又可以由政府控制,因此,这时只要采取紧缩性的货币政策使货币的增长与经济增长保持一致就可以实现国际收支的重新均衡。

第三,如果采取的干预措施对货币需求的影响被同时产生的国内信贷膨胀所抵消,则国际收支不一定能得到改善,甚至还会恶化。

第四,如果“一价定律”成立,那么中央银行必须在汇率稳定与本国国内价格稳定之间做出政策选择。与前面所述的分析方法不同的是货币分析法认为贬值只有紧缩性影响,只能暂时改善国际收支,因为它减少了对实际货币余额的需求但同时增加了对名义货币的需求。

总之,货币分析法的政策主张的核心是:在国际收支发生逆差时,应当注重的是国内信贷规模的紧缩。

五、结构分析法

结构分析法(Structural Approach)成为一个比较成熟的独立学派是从20世纪70年代开始的,它的支持者主要是发展中国家或发达国家中从事发展问题研究的经济学家,包括保尔·史蒂芬爵士(Paul Stephen)、托尼·克列克(Tony Klick)、A.瑟沃尔(A. Thirlwall)等。

(一)基本理论

不同于同一时期盛行的货币分析理论,结构论认为国际收支失衡并不一定完全是由国内货币市场失衡引起的。货币分析法以及它以前的分析方法都是从需求的角度提出国际收支调节的政策,忽视了经济增长的供给方面对国际收支的影响。而结构论认为,国际收支逆差尤其是长期性的国际收支逆差既可以是长期的过度需求引起的,也可以是长期的供给不足引起的,而长期的供给不足往往是由经济结构问题引起的。如:

1. 经济结构老化。这是指如果一国的经济结构没有及时适应科技和生产条件的变化以及世界市场的变化,使原来在国际市场上具有竞争力的商品失去了竞争力,造成出口供给长期不足,进口替代的余地持续减少,结果导致国际收支的持续性逆差。

2. 经济结构单一。如果一国的经济结构过于单一,其国际收支状况极易受到国际经济状况变动以及国际价格变动的影响。例如,一个长期依赖出口的国家面临的是国际性的经济衰退,价格下降、出口需求减少,那么该国的国际收支将会出现逆差。同样一个长期依赖进口的国家(如依赖石油进口的国家),当进口产品的价格持续上涨时,由于进口需求弹性过低,进口替代的选择余地几乎为零,国际收支也会出现逆差。

3. 经济结构不合理。这是指一国产业生产的出口商品以需求的收入弹性低而价格弹性高的产品为主,进口商品以需求的收入弹性高而价格弹性低的产品为主。这时,别国的经济和收入相对快速增长不能导致该国出口的相应增加,而本国经济和收入的相对快速增长却会导致进口相应增加。在这种情况下,只会发生国际收支的收入性逆差,不会发生国际收支的收入性顺差,即国际收支的收入性不平衡具有不对称性。因此,这时货币贬值不仅不能改善国际收支反而会恶化国际收支。

国际收支的结构不平衡既是长期以来经济增长速度缓慢和经济发展阶段落后引起的,又成为制约经济发展和经济结构转变的瓶颈。

(二)政策主张和评价

结构分析法认为经济结构失调是国际收支失衡的主要原因,它不仅发生

在发展中国家,而且在发达国家也会有结构失调的现象发生,所以它的调节重点在于改善经济结构和加速经济发展方向,以此来增加出口商品和进口替代品的数量和品种的供应。它主张一方面经济结构落后的国家要积极采取措施增加国内储蓄、增加投资、改善经济结构,另一方面经济结构先进的国家和国际经济组织也应增加对经济落后国家的投资,帮助经济结构落后者改善国际收支状况。

结构分析法研究的是经济增长的问题,主要是研究如何通过发展经济来改善长期的国际收支失衡问题,因此,虽然它与前几种理论有所不同,但仍然是互补的。它与吸收论、货币论一样强调政府在调节国际收支中的作用,主张以政府干预来解决国际收支失衡问题。

【背景材料】

英镑汇率过度坚挺导致连续5年影响了出口贸易。^①

受英镑汇率强势及全球经济放缓的冲击,2002年11月英国商品贸易逆差达到39.8亿英镑,英国出口量下降了4%,进口量则增长了0.5%。英镑币值对美元和欧元比价的坚挺造成了来自爱尔兰、美国、法国和德国等国需求的锐减。由于过去5年的英镑坚挺,GDP增长了2.6%;而前一个5年,英镑较弱,则GDP增长了2.9%。

【案例分析】

泰国金融危机中的国际收支调节^②

1997年席卷东南亚的金融风暴至今令人记忆犹新。1997年7月2日,泰国政府和金融当局宣布放弃长达13年之久的泰铢与美元挂钩的汇率制,随后泰铢贬值高达48%左右。之后,菲律宾、马来西亚、印尼、新加坡等国也相继爆发了金融危机。综观该地区在20世纪90年代的经济金融发展,人们普遍认为,此次金融危机的爆发并非偶然,它是经济金融发展长期不平衡的结果,对其所在地区经济金融的发展有着重要影响。而在危机爆发前后,相关国家对国际收支差额的调整不当,也是诱发金融危机的一个主要原因。现在以泰

① 资料来源:刘明康,2002~2003国际金融报告,经济科学出版社。

② 资料来源:易纲,方星海,东南亚国家和墨西哥危机对中国的启示,财贸经济,1998年第1期

国为例,分析在这一时期国际收支调节手段的作用和影响。

一、国内财政盈余与经常账户赤字

结合附表 3-1 和附表 3-2 进行分析可以发现,由于泰国政府一直实行的是从紧的财政与货币政策,自 1988 年以来,它保持着多年的财政盈余,实际 GDP 的增长率也长期保持在一个较高的水平上。而与国内实行的平衡政策形成鲜明对照的是,泰国的经常项目在自 1988 年以来一直维持赤字水平,并且有不断扩大的趋势。1995 年,泰国的经常项目赤字水平更是达到了其国内生产总值的 8.1%。外部发展不均衡成为泰国政府面临的主要问题。

二、对国际收支失衡的调节

当一个国家的经常项目出现赤字时,该国的货币当局通常必须首先对经常账户赤字的性质进行判断。如果经常账户赤字是短期的,可以直接通过外汇储备的变动来加以调节。如果该赤字是长期的,结构性的,那么,政府必须分析其产生的原因,以决定是通过放开资本账户的管制,吸引外资,以便利利用资本账户的盈余来弥补经常账户的赤字,还是通过对本国货币实行贬值,同时采取紧缩的财政货币政策,从而达到在防止通货膨胀上升的同时,实现经常账户的平衡的目的。

显然,出现在泰国的经常项目的赤字是长期性的。但当时泰国政府坚持认为:本国的出口增长较快,同时本国的消费对国内生产总值之比率在危机前略有下降,这可能意味着将来出口能力的增加,因此不必担心。所以,泰国政府采取了上述第一种政策,即在汇率上采取钉住美元的政策,将泰铢稳定在 1 美元兑 25 泰铢的水平上;同时,采取一系列放宽资本账户管制的政策,以吸引外资。

自 1993 年起,泰国为了吸引外资,在开放资本账户的政策上,采取了两个重要的政策:1. 开放离岸金融业务,推出了曼谷国际金融计划(Bangkok International Banking Facilities, BIBF)。根据该计划,共 50 家国内外银行获准从国外吸收存款和借款,然后在泰国和外国以外币形式贷款。这一计划的实施意味着泰国中央银行对商业银行和外资银行实际上已经没有任何外债规模管理的政策限制了。2. 泰国允许非居民在泰国商业银行开立泰铢账户,并且可以自由兑换。通过上述措施,泰国的资本项下已经基本实现了可兑换。

此外,为了扩大对外资的吸引力,泰国政府提高了利率水平。国内外较大的正利差,使国际游资得以进行套利活动。短期资本中净流入资本的比重越来越大,1995 年净流入资本总额达到 60%。

通过上述几项政策,使得泰国的金融项目顺差不断扩大。到危机爆发前

附表 3-1 1985 ~ 1996 年泰国的主要相关宏观经济指标

单位: % 百万美元

项 目 年度	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
国际收支差额 ¹	104	713	943	2 596	5 030	3 236	4 618	3 029	3 907	4 169	7 159	2 167
经常项目/GDP	-4.0	0.6	-0.7	-2.7	-3.5	-8.5	-7.7	-5.5	-5.1	-5.6	-8.1	-7.9
金融项目/GDP	4.0	-0.3	2.1	6.2	9.1	10.6	12.0	8.5	8.4	8.4	13.0	10.5
经常项目差额	-1 573	247	-366	-1 654	-2 498	-7 281	-7 571	-6 303	-6 364	-8 085	-13 554	-
金融项目差额 ²	1 538	-131	1 062	3 840	6 599	9 098	11 759	9 475	10 500	12 167	21 909	-
直接投资净额	162	261	182	1 081	1 726	2 303	1 847	1 966	1 571	873	1 182	-
证券投资净额	895	-29	346	530	1 468	-38	-81	924	5 455	2 482	4 081	-
其他投资净额	481	-363	534	2 228	3 387	6 833	9 993	6 584	3 474	8 812	16 645	-
M2/GDP	56.2	59.3	62.2	61.3	56.0	69.8	73.1	74.7	78.9	77.8	78.9	79.5
年通货膨胀率	2.4	1.8	2.5	3.9	5.4	5.9	5.7	4.1	3.4	5.2	5.7	5.8

注 1. 国际收支 = 经常项目 + 金融项目 + 错误与遗漏净额;

2. 金融项目 = 直接投资净额 + 证券投资净额 + 其他投资净额。

数据来源: IMF《国际金融统计》有关各期。

■资料来源: 转摘自陈志刚, 发展中国家金融开放的次序与渐进性——兼论中国金融开放的路径选择。

附表 3-2 1985 ~ 1996 年泰国财政与宏观经济状况

单位: %

项 目 年度	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
财政余额/GDP	-5.2	-4.2	-2.2	0.7	2.9	4.5	4.7	2.8	2.1	1.9	2.9	-
实际 GDP 增长率	4.6	5.5	9.5	13.2	12.2	11.6	8.1	8.2	8.5	8.9	8.7	6.4
通货膨胀率	2.4	1.8	2.5	3.9	5.4	5.9	5.7	4.1	3.4	5.2	5.7	5.8

数据来源: IMF《国际金融统计》有关各期。

资料来源: 转摘自陈志刚, 发展中国家金融开放的次序与渐进性——兼论中国金融开放的路径选择。

夕的1995年,已经达到了219亿美元。从而,虽然其经常项目逆差不断扩大,但在表面上国际收支差额仍然维持在一个较为均衡的水平上。

三、汇率政策与货币政策的搭配

泰国自1984年6月30日起,就实行了钉住以美元为主的一篮子货币的汇率制度,并以此保证汇率的稳定和货币的可兑换性。在泰国经济高速发展的初期,这一制度似乎能够适应国际金融市场的变化,但随着泰国国际竞争力的降低与经常项目赤字的持续上升,泰铢贬值的压力日益增大。进入20世纪90年代,由于美国经济持续增长,美元币值坚挺,为维持泰铢对美元的固定汇率,泰国中央银行被迫干预外汇市场,大量抛售外汇,使国内银根抽紧,中央银行难以有效控制基础货币。

为了维持固定汇率制,泰国付出了惨重的代价。

1. 无法有效地实施本国货币政策。(1)中央银行无法有效地实施对于货币供给量的调节。泰国货币当局除了有明确的名义汇率目标外,并无明确的货币供给量的目标,货币供给量仅作为重要的观察指标。由于泰国并没有实施信贷规模管理,因此,对于货币供给量的影响,主要是通过基础货币来实现。但在钉住汇率制下,中央银行被动地买入卖出外汇,对基础货币的控制能力下降。随着外汇储备增加,中央银行资产中外汇占款大量增加。(2)由于钉住汇率,使得泰国中央银行在利率水平上基本失去了控制。泰国政府只能以稳定汇率为目的,保持美元与泰铢的利差,从而使货币政策在调节经济的能力上受到很大的限制。(3)由于汇率不可调整,在大量外资流入时,妨碍了货币政策控制货币和信贷增长的自主性与灵活性,利率成了保持国内经济稳定的主要工具,并由此造成了长期相对较高的国内外利差。

2. 对于国内金融与非金融机构来说,固定汇率制度产生了一种稳定的汇率将长期保持下去的预期,从而对汇率风险丧失了应有的警惕性,在借款时没有采取对冲措施。当泰国中央银行于1995年中期开始采取紧缩货币政策以抑制经济过热时,股票市场和不动产市场马上大受打击。从1996年6月到1997年7月,泰国证券交易指数跌幅超过60%。非银行金融机构在不动产和消费者贷款方面的坏账急剧上升。

3. 由于大量的外币资金都属于短期资本,对于国外贷款人来说,一旦市场条件发生变化时,就会产生对汇率稳定、高收益率的一种怀疑态度,甚至发生资本流入的大规模反转。

1989~1995年,泰国促进资本流入的政策吸引了大量外资净流入,数额占到GDP的9%~13%。在此期间,资本流入的构成也在发生变化。初期以

直接投资为主,但是,随着曼谷国际金融市场(BIBF)的建立和利差的提高,投机性短期资本不断增加。巨额的经常项目赤字、高利率和日益上升的通货膨胀使泰国极易受到外部冲击并引发市场情绪的转变。在这种形势下,国际金融市场产生了对泰铢贬值的预期,导致出现大量的资本外逃和国际游资的投机性攻击。房地产、股市泡沫的破灭,使得国内金融机构的坏账风险不断加大。此时实行为减少资本外流而提高利率的制度安排更是使整个金融体系“雪上加霜”。1997年7月,泰国金融危机爆发,泰铢被抛售,外汇大量流失,政府当局开始允许泰铢汇率浮动,并采纳了一种有管理的浮动汇率制度。

总而言之,从宏观政策上看,泰国政府没有正确处理国内经济平衡目标与国际收支平衡目标的统一;在经常账户出现赤字时,过分依靠短期外债,只是在外汇市场上采取了一系列政府干预的手段,如固定汇率和频繁的外汇市场干预。这种宏观经济政策的失调是导致货币危机的最主要的原因。

思考题:

1. 根据上述案例分析,在20世纪90年代,泰国为了解决经常项目赤字问题采用了哪些国际收支调节手段,它们对泰国的经济产生了什么样的影响?
2. 结合案例分析如何实现一国经济的内外部均衡发展。
3. 如何合理地搭配国际收支调节手段?

本章小结

1. 国际收支的评判口径是从量方面的衡量,但要调整国际收支的失衡,我们还需要从失衡的性质出发,有针对性地进行调节。按照国际收支不平衡的性质分,国际收支失衡产生的原因包括季节性和偶然因素的影响、周期性因素、经济结构的变化、各国经济发展不平衡、货币因素、国民收入的影响以及外汇投机和资本外逃行为。

2. 国际收支的调节方式可分为自动调节机制和政策调节机制。自动调节机制包括自动价格调节机制、收入调节机制和利率调节机制。其基本原理是:在完全自由经济条件下,一旦国际收支出现失衡,这些机制就会被自动引发,运用各种宏观变量的作用使国际收支失衡自动得到改善。他们在绝大多数情况下是一起发挥作用的,但一旦市场失灵,国际收支自动调节机制的作用就会被削弱或失效,这时,调整政策就变得非常重要了。

3. 世界各国所面临的国际收支失衡的状况各有不同,他们也采取了各种

各样的调整政策和措施,归纳起来主要有:外汇缓冲政策、财政与货币政策、汇率政策和直接管制政策。其中由于直接管制政策经常会干扰市场机制的运行,一般会导致低效率,所以通常只有在其他更一般化的政策失效时才使用。国际收支是相对的,一国国际收支出现顺差,意味着另一个国家必然出现逆差,因此各国的调整政策必然会相互影响,所以国际经济合作十分重要。

4. 在开放经济下,一国的政策目标可以分为内部均衡和外部均衡两大部分。内部均衡一般指国民经济处于无通货膨胀的充分就业状态;外部均衡是指国际收支均衡。国际收支最终的调节目的是实现内外部的同时均衡。内外均衡有时是相互牵制的,当我们采取措施努力实现一个均衡目标时,可能会同时造成另一个均衡目标的恶化,这就是米德冲突。

5. 为解决米德冲突问题,经济学家们提出了选择不同的调整工具来实现不同的均衡目标,尽可能实现内外部的同时均衡,即“政策搭配”。其中蒙代尔提出的财政政策与货币政策的搭配和斯旺提出的支出转换政策和支出增减政策的搭配最为著名。但我们应当注意到,现实生活远比理论假定复杂得多,通过政策搭配同时实现内外部均衡是非常复杂和困难的一件事。

6. 西方具有代表性的国际收支调节理论包括弹性理论、吸收论、乘数论、货币论和结构论。其中弹性分析法运用局部均衡分析的方法指出只有在一定的进出口供求弹性条件下,货币贬值才能具有改善贸易收支的作用和效果,这一条件就是著名的“马歇尔—勒纳条件”。考虑到货币贬值与实际经济活动的调整之间会有时间滞后的现象,因此,弹性分析法提出了J曲线的国际收支调整过程。

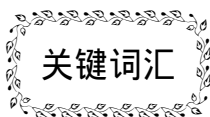
7. 乘数分析法是在凯恩斯的乘数理论的基础上,以价格不变为前提条件,指出当一国处于贸易逆差但又有失业情况下,通过扩张性财政政策可以实现国际收支的均衡。但与弹性分析法相同,它也忽视了资本流动对国际收支的影响。

8. 吸收分析法特别重视从宏观经济的整体角度来考察贬值对国际收支的影响,并进一步区分了贬值的收入效应和吸收效应。指出,当一国已经处于充分就业的情况下,只有同时采取本币贬值和紧缩性的财政或货币政策才能调整国际收支的逆差。

9. 货币分析法的基本思想是货币主义,它将国际收支的调节看成一个纯粹的货币问题来加以处理,认为货币供求是决定一国国际收支状况的关键。它的核心主张是,在国际收支发生逆差时,应当注重国内信贷的紧缩。

10. 结构分析法指出经济结构落后和发展不足是某些国家特别是发展中国家国际收支失衡的主要原因。它从经济发展的角度解释了传统的弹性论、

吸收论、乘数论、货币论等无法解释的某些国际收支问题。结构论把分析的重点转移到总供给上,着重分析实际经济部门的结构问题,有其独到之处。几种理论并不是冲突的,它们互为补充,同时又有各自的偏颇之处。



季节性失衡/偶发性失衡 Accidental Disequilibrium

周期性失衡 Cyclical Disequilibrium

结构性失衡 Structure Disequilibrium

货币失衡 Monetary Disequilibrium

收入性失衡 Income Disequilibrium

冲击性失衡 Shock Disequilibrium

自动调节机制 Automatic Adjustment Mechanism

调节政策 Adjustment Policies

自动价格调节机制 Automatic Price Adjustment Mechanism

货币—价格流动机制 Price Specie-flow Mechanism

自动收入调节机制 Automatic Income Adjustment Mechanism

自动利率调节机制 Automatic Interest Rate Adjustment Mechanism

支出增减政策 Expenditure-Changing Policies

支出转换政策 Expenditure-Switching Policies

外汇缓冲政策 Foreign Exchange Cushion Policies

再贴现率 Rediscount Rate 外汇管制 Foreign Exchange Control

内部均衡 Internal Balance 外部均衡 External Balance

米德冲突 Meade's Conflict 弹性分析法 Elasticities Approach

马歇尔—勒纳条件 Marshall-Lerner Condition

时滞 Time Lag J 曲线效应 J Curve Effect

乘数分析法 Multiplier Approach 收入分析理论 Income Approach

小国开放经济 Small Open Economy

对外贸易乘数 Foreign Trade Multiplier

开放经济乘数 Open Economy Multiplier

哈伯格条件 Harberger Condition 吸收分析法 Absorption Approach

支出分析法 Expenditure Approach

闲置资源效应 Idle Resource Effect

贸易条件效应 Terms of Trade Effect

现金余额效应 Real Cash Balance Effect

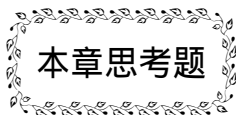
收入再分配效应 Redistribution of Income Effect

货币幻觉效应 Money Illusion Effect

其他直接效应 Miscellaneous Direct Absorption Effect

货币分析法 Monetary Approach

一价定律 Law of Price 结构分析法 Structural Approach



本章思考题

1. 休谟的货币—价格流动机制的传导过程是怎样的？这些传导过程在什么样的条件下才能发生，其政策含义是什么？
2. 为什么政府需要用政策来调整国际收支失衡？这些调节政策包括哪几种？它们各自的侧重点和局限性是什么？
3. 为什么会产生内外部均衡目标之间的矛盾？如何解决？
4. 试评述国际收支的弹性论。
5. 如果一国从充分就业开始，该国如何运用货币贬值来调节国际收支逆差？实际国内吸收如何才能减少？
6. 试总结各种国际收支理论的异同及优缺点。

第四章 国际储备

国际储备是二战后国际货币体系改革的核心问题之一。一方面,它关系到各个国家调节国际收支和稳定货币汇率的能力,另一方面,国际储备也深刻影响着世界物价水平和国际贸易的发展。随着国际间经济相互依赖关系的渐趋加深,国际间经济交易的支付行为日益重要,国际储备数量的多寡、结构是否合理、管理是否科学,会直接影响各国国际收支的调节、货币汇率的稳定以及货币危机的防范等方面。通过本章的学习,应掌握以下内容:国际储备的概念、构成和作用,确定适度国际储备规模应该考虑的因素,一国增加国际储备的途径和来源,国际储备资产的规模和结构应怎样合理安排,我国国际储备的构成、作用、管理等问题。

第一节 国际储备概述

一、国际储备的概念

国际储备(International Reserves)是指各国政府为了弥补国际收支赤字,保持汇率稳定,以及应付其他紧急支付的需要而持有的国际间普遍接受的所有资产。对于国际储备的定义,学术界一直存在着争论,认为它有狭义和广义之分。狭义的国际储备是指一国货币当局所持有的主要用于弥补国际收支逆差与维持汇率稳定的可自由兑换资产;广义的国际储备指凡一国货币当局可以动用的、用于弥补国际收支逆差及维持汇率稳定的流动性资产,包括官方储备和非官方储备。20世纪60年代中期后,国际储备的定义逐渐趋于统一,并且主要从狭义的角度来定义国际储备。例如,1965年“十国集团”对国际储备做出了如下定义:国际储备是指“该国货币当局占有的那些国际收支出现逆差时可以直接或通过同其他资产有保障的兑换来支持该国汇率的所有资产”。根据国际货币基金组织的解释,国际储备是“中央货币当局实际直接有效控制的那些储备资产”;“储备资产是由黄金、外汇、特别提款权、在基金组织的储备头寸、使用该组织的信贷和非居民现有的债权组成”。

国际储备一般应该具有以下特性:

(1)普遍接受性。国际储备资产应该是世界各国在事实上普遍承认、接

受和使用的资产,如果一种金融资产仅在小范围或区域内被承认、接受和使用,尽管这种资产也具备兑换性和充分流动性,仍不能称为国际储备资产。

(2)充分流动性。国际储备资产必须具有充分流动性,各国政府或货币当局必须能无条件地获得并在必要的时候动用这些资产。

(3)自由兑换性。即作为国际储备的资产必须可以与其他金融资产形式之间自由兑换,充分体现储备资产的国际性。若无自由兑换性,这种储备资产在国际间就不能被普遍接受,也就无法用于弥补国际收支逆差及发挥其他作用。

(4)官方持有性。国际储备资产必须是中央货币当局直接掌握并予以使用的,非官方金融机构、企业及私人持有的黄金、外汇等资产,不能算作国际储备。这个特性使国际储备与国际清偿力区分开来,也正是如此,国际储备也称为官方储备。

国际储备与国际清偿力(International Liquidity)是两个既相互联系,又有区别的概念。国际清偿力是指一国平衡国际收支逆差而无需采用调节措施的能力。它除了包括该国货币当局持有的各种形式的国际储备之外,还包括该国在国外筹措资金的能力(即向外国政府或中央银行、国际金融组织和商业银行的借款能力)。可见,国际清偿力的测度范围要宽广一些。国际储备只是一国具有的、现实的对外清偿能力(或称无条件的国际清偿能力),它是一国金融实力强弱的标志,而国际清偿力则是该国具有的现实的对外清偿能力和可能的、有条件的对外清偿能力(即该国潜在的借款能力)的总和,它不仅反映一国的金融实力,而且在相当大的程度上综合反映该国的国际经济地位和金融资信状况。

二、国际储备的构成

在不同的历史时期,充当国际储备的资产种类有所变动。第二次世界大战以前,黄金和可以兑换黄金的外汇构成了各国的国际储备。二战以后,IMF先后给会员国提供两类资产用以补充会员国的国际储备。因此,IMF会员国的国际储备,一般可以分为黄金储备、外汇储备、在IMF的储备头寸和特别提款权四种类型,其构成情况可参见表4-1。

(一)黄金储备(Gold Reserves)

黄金储备指一国政府持有的货币性黄金(Monetary Gold)。非货币用途的黄金(包括货币当局持有的)不在此列。在国际金本位制度和布雷顿森林体系下,黄金是各国最主要的国际储备资产,执行世界货币的职能,是国际支付和清算的最后手段。1978年4月1日生效的《国际货币基金协定》第二次修

正案中提出了黄金“非货币化”(Demonetization of Gold)政策,即货币当局将其持有的黄金拍卖,使货币用途的黄金转为非货币用途的黄金。黄金同国际货币制度和各国货币脱钩,黄金不再是货币制度的基础,也不能用于政府间的国际收支差额清算。

表 4-1 世界国际储备资产的构成

单位: %

年 份	1975	1980	1985	1990	1998
外汇储备	70.7	82.6	79.4	88.1	91.1
储备头寸	6.5	4.8	8.9	3.8	4.7
SDRs	4.5	3.3	4.2	3.1	1.6
黄金	18.3	9.3	7.6	5.0	2.6

资料来源:根据 IMF《国际金融统计》各年资料整理。

各国货币当局在动用黄金储备时,不能直接以黄金实物对外支付,而只能在黄金市场上出售黄金,换成可兑换的货币,黄金储备的使用不够直接和方便。并且,储存黄金既无利息收入,储存成本也较高。但是,黄金具有其他储备形式所不及的安全保值的特性。因此,黄金仍是各国国际储备中不可缺少的组成部分。世界各国计算黄金储备的方法有三种:①按重量——盎司计算;②按黄金的价值计算,1 盎司黄金 = 35 特别提款权;③按黄金的市场价格计算。20 世纪 90 年代以来,世界各国或地区货币当局持有的货币性黄金并未出现大的变动。目前,全世界拥有的黄金储备约 10 亿盎司,在国际储备总额中所占的比重不足 5%,按现行市价计算约值 2 700 亿美元,发展中国家的黄金储备占比约 17%,发达国家占比约 83%。

(二) 外汇储备(Foreign Exchange Reserves)

外汇储备是货币当局以银行存款、财政部库存、长短期政府债券等形式所保有的,在国际收支逆差时可以使用的债权。也就是说,外汇储备的主要形式是国外银行存款与外国政府债券。与黄金储备不同,二战后,外汇储备在各国国际储备中的比重不断增大,成为当今国际储备的主体,这体现在两个方面:一是外汇储备在国际储备中所占的比重远远超过其他储备形式,以 1999 年为例,外汇储备在 IMF 会员国国际储备总额中的比重为 91%;二是外汇储备在国际支付和外汇干预的实践中使用的频率最高,黄金储备等很少使用。

外汇储备由各种能充当储备货币(Reserve Currency)的货币构成。只有那些可自由兑换的、被各国普遍接受的、价值相对稳定的货币才能充当储备货币。在第一次世界大战前,英镑是最主要的储备货币。第二次世界大战后,美元由于是唯一可兑换为黄金的货币,处于“等同”黄金的地位,因而成为各国

外汇储备中最主要的储备货币。20 世纪 60 年代末期以后,美国的经济实力不断下降,其国际收支状况不断恶化,黄金储备和国内资金大量外流,美元危机频频发生,从而使美元在国际储备中的地位受到了严重损害。1973 年,布雷顿森林体系的崩溃和浮动汇率制度的采用,进一步加剧了美元汇率的波动,增加了持有美元的风险。同时,随着德国和日本经济的迅速发展,德国马克和日元的国际地位不断提高。为了避免美元汇率波动造成的外汇储备的损失,一些国家调整了外汇储备的货币构成,更多地持有德国马克、日元、瑞士法郎、法国法郎、荷兰盾等货币,减少美元的持有量。IMF 在 1976 年实行“黄金非货币化”,并决定将 SDRs 作为储备资产。20 世纪 70 年代末,“一篮子货币”——欧洲货币单位(ECU)成为储备货币。1999 年 1 月 1 日起,欧元(EURO)取代欧洲货币单位成为一种新的储备货币。以上几个方面的原因导致现行的多元化的国际储备体系(Multiple Currency Reserve System)。储备货币多元化主要是世界各国经济发展的不平衡所致,是各国经济地位相对变化的表现。此外,在浮动汇率制度下,各主要货币之间汇率的变化,尤其是美元汇率的下浮,也促使了外汇储备多样化。

2005 年 4 月 5 日,国际货币基金组织(IMF)公布了半年度《全球金融稳定性报告》,全球外汇储备已经达到空前的 1.6 万亿美元,中国拥有 6 100 亿美元,印度和俄罗斯拥有 1 000 亿美元以上。目前美元大幅贬值,外国私人机构减持美国资产,但官方机构对美国资产的持有量并未减少,对支持和稳定美国资本市场和经济增长做出了巨大的贡献。据统计,美元占全球外汇储备的比重从 1997 年的 56% 上升到 2004 年的 64%,在国际货币体系中仍然保持着重要地位。另一方面,自欧元诞生以来,各国央行,包括新兴市场经济体央行,增加欧元储备,对改变美元单一强势地位、促进国际金融格局平衡也起着极其重要的作用。欧元在全球外汇储备中的比重逐年上升,目前已经占到 20%,虽然还远落后于美元,但已经大大高于日元(5%)等其他货币。欧元区在经济实力和国际贸易方面与美国大体相当,欧元债券市场在广度、深度和流动性上也和美元债券市场相持衡,这些都为欧元在国际交易、结算和储备货币中地位的提高提供了有力支持。

(三) 在 IMF 的储备头寸(Reserve Position in Fund)

在 IMF 的储备头寸,也叫普通提款权(General Drawing Rights),是指会员国在 IMF 的普通资金账户中可以自由提取和使用的资产。当一个国家加入 IMF 时,需缴纳一笔资金,我们称之为份额。各国认缴份额中的 25% 必须以外汇或特别提款权缴纳,其余 75% 用本国货币缴纳。当会员国发生国际收支困难时,有权以本国货币抵押的形式向 IMF 申请提用可兑换货币。提用的数

额分为五档,每档占其认缴份额的 25%。由于第一档提款额等于该国认缴的可兑换货币额,因此,条件最为宽松,只要提出申请,便可使用。这第一档提款权叫储备档提款权,其余四档叫“信用档提款权”,条件简介如表 4-2。

表 4-2 成员国在基金组织的储备地位及可能的借入储备

成员国在基金组织的 储备地位	向基金组织提供的可兑换货币贷款余额 第一档(储备部分)提款权:占份额 25%	成员国在基金的普 通提款权。提用条 件逐档严格
成员国在基金组织 可能的借入储备	第二档(信用)提款权:占份额 25%	
	第三档(信用)提款权:占份额 25%	
	第四档(信用)提款权:占份额 25%	
	第五档(信用)提款权:占份额 25%	

20 世纪 90 年代以来,全世界所持有的在 IMF 的储备头寸规模增长较快,目前,世界上所有 IMF 的成员国拥有的储备头寸超过了 600 亿美元。从储备头寸的世界分布来看,储备头寸的分配呈现出明显的不平衡。工业化国家持有的储备头寸超过世界总量的 86%,而发展中国家所持有的在 IMF 的储备头寸仅为 14%。

(四)特别提款权(Special Drawing Rights, SDRs)

特别提款权(Special Drawing Rights, SDRs)是 IMF 根据会员国上缴份额的大小无偿分配给各会员国的一种信用资产。它是除普通提款权之外的又一种使用资金的权利。基金组织于 1969 年创设特别提款权,只要是国际货币基金组织的成员国,都可以无条件参与特别提款权的分配,目前全世界特别提款权的规模保持在 220 亿美元左右。由于发行量不多,因而在国际储备中所占比重不大,而且特别提款权的世界分布体现出较强的不平衡,工业化国家持有的特别提款权超过世界总量的 3/4,而发展中国家所持有的特别提款权不足 1/4。

特别提款权具有下列特点:①它是一种没有任何物质基础的记账单位,不能直接用于国际贸易支付和结算,也不能直接兑换黄金。②它只能由成员国货币当局持有,并且只能在成员国货币当局和 IMF、国际清算银行之间使用。非官方金融机构不得持有和使用。③成员国可以无条件享有它的分配额,无需偿还,普通提款权必须在规定期限内偿还给基金组织,而特别提款权是无需偿还的。

当基金组织向成员国分配特别提款权时,将一成员国分到的数额记录在该国特别提款权账户的贷方。当该成员国发生国际收支困难而需动用特别提款权时,基金组织按有关章程通过协调指定一国(通常是国际收支处于强势的国家)接受特别提款权。以 A、B 两国为例,设 A、B 两国分别分配到 10 亿

特别提款权,当 A 国发生国际收支逆差而需动用 2 亿特别提款权, B 国被指定接受特别提款权时,在 A 国的特别提款权账户借方记录 2 亿,在 B 国的账户贷方加上 2 亿,同时, B 国的中央银行将相等值的可兑换货币转入 A 国的中央银行, A 国中央银行遂可用所得到的这笔可兑换货币来平衡国际收支差额。

在创始之初,特别提款权的定价方法为:1 美元 = 1 特别提款权,或 35 特别提款权 = 1 盎司黄金。由于 20 世纪 70 年代以来黄金与国际货币制度的脱钩以及美元币值的动荡不定,基金组织转而采用一种加权平均的方法来确定特别提款权的价值。基金组织目前选择了世界贸易中的 4 个主要国家或地区(美国、日本、英国、欧元区),以 4 个国家或地区各自对外贸易在总贸易中的百分比作为权数(每 5 年调整一次,从 2001 年 2 月起,定值货币的比重分别为:美元 45%、欧元 29%、日元 15%、英镑 11%),分别乘以 4 个国家或地区货币计算日当日(或前一天)在伦敦外汇市场上对美元的汇率,来求得特别提款权的当天的价值。然后再通过市场汇率,套算出特别提款权同其他货币的比价。

特别提款权价值计算公式如下:

以美元表示的 SDR 价值 = $1 \times 45\% + \text{美元/欧元比价} \times 29\% + \text{美元/日元比价} \times 15\% + \text{美元/英镑比价} \times 11\%$

从上述特别提款权价值的计算方法中可知,它的价值相对来讲是比较稳定的。因为任何一种货币汇率的波动,经过权数(小于 1)化后传导给特别提款权的影响大大缩小了。此外,这 4 种货币是当前世界上的主要货币,一种货币汇率的下浮,必有其他一种(或几种)货币汇率上浮,不同货币汇率的不同方向运动,可以彼此抵消对特别提款权价值的影响,从而使特别提款权的价值相对稳定。由于特别提款权的价值是用 4 种主要货币汇率加权平均后求得的,因此,与之对应,特别提款权资产的利率也是用这 4 种货币的市场利率经加权平均后求得的。

在基金组织范围内,特别提款权有以下用途:(1)以划账的形式获取其他可兑换货币(见前述)。(2)清偿与基金组织之间的债务。(3)缴纳份额。(4)向基金捐款或贷款。(5)作为本国货币汇率的基础(1993 年 2 月,有 5 个成员国的货币与特别提款权保持固定比价)。(6)成员国之间的互惠信贷协议。(7)基金组织的记账单位。(8)充当储备资产。

三、借入储备

以上四种储备形式属于狭义的国际储备的范围,广义的国际储备还包括借入储备。借入储备主要包括备用信贷、互惠信贷和支付协议、本国商业银行

的对外短期可兑换货币资产等内容。目前,国际货币基金组织将借入储备统计在国际清偿力范围之内。

(一) 备用信贷

备用信贷是国际货币基金组织成员国在国际收支已经发生困难或将要发生困难时,同基金组织签订的一种备用借款协议,协议的内容主要包括借款额度、使用期限、利率、分阶段使用的规定、币种等等。协议签订后,成员国在需要时即可使用,对于未使用的款项,需缴纳1%的年管理费,未使用的部分,计入借入储备。备用信贷协议的签订,使政府干预外汇市场的能力得到了加强,在一定程度上可影响外汇市场上交易者和投机者的心理,因此,即使成员国不完全使用或根本不使用,协议签订本身都能起到调节国际收支和汇率的作用。

(二) 互惠信贷和支付协议

互惠信贷和支付协议是指两个国家签订的互相使用对方货币的协议。协议一经签订,如果其中一国发生国际收支等困难,便可按事先约定的条件自动地使用对方的货币。此种协议和备用信贷协议具有相同的性质,都属于借入储备,并且可以随时使用,但两者又存在着一定的区别:互惠信贷协议和支付协议是双边的,只能用来解决协议国之间的收支差额问题,而备用信贷协议是多边的,可以用做与第三国进行收支差额的清算。

(三) 本国商业银行的对外短期可兑换货币资产

本国商业银行的对外短期可兑换货币资产,其所有权和使用权虽然不属于政府,但由于政府可通过道义劝告、政策宣传等各种手段来诱导其流动方向,因此可以间接地起到调节国际收支的作用。

通过以上分析,国际储备与国际清偿力的关系如表4-3所示。

表4-3 国际储备、借入储备与国际清偿力的关系

国际清偿力的构成要素	
自有储备(国际储备)	借入储备
1. 黄金储备	1. 备用信贷
2. 外汇储备	2. 互惠信贷和支付协议
3. 在国际货币基金组织的储备头寸	3. 商业银行的对外短期可兑换货币资产
4. 国际货币基金组织分配的特别提款权	4. 其他类似的安排

四、国际储备的作用

国际储备是体现一个国家经济实力的重要标志之一,各国都毫无例外地保持一定数量的国际储备,不同的国家保持国际储备可能有各种各样的目的。一般而言,国际储备的基本作用主要有以下几点:

(一) 维持国际支付能力, 调节临时性的国际收支不平衡

调节国际收支是一国政府持有国际储备的首要作用。当一国发生国际收支逆差时, 政府可采用各种国内经济调整政策或直接动用国际储备来平衡。当国际收支为暂时性逆差时, 则可通过使用国际储备来解决, 而不必采取影响整个宏观经济的财政和货币政策。也就是说, 通过动用外汇储备、减少在 IMF 的储备头寸和特别提款权、在国际市场上变卖黄金来弥补国际收支赤字所造成的外汇供求缺口, 能够使国内经济免受采取财政和货币政策产生的不利影响, 有助于国内经济目标的实现。如果国际收支困难是长期的、巨额的或根本性的, 这时国际储备仍可以作为辅助措施, 为财政和货币政策的实施提供必要的缓冲, 避免过快的调整措施所造成的国内经济震荡, 使政府部门有时间渐进地推进其财政和货币政策。

(二) 干预外汇市场, 维持本币汇率的稳定

在 1973 年 2 月普遍推行浮动汇率以后, 尽管理论上各国央行不再承担维护汇率稳定的义务, 汇率随行就市, 但由于汇率频繁波动会对本国的经济造成较大的影响, 实际上, 各国为了本国利益, 使本币汇率稳定在所希望的水平上, 都或多或少、或明或暗地动用国际储备对本币汇率进行干预。当外汇汇率上升、本币汇率下跌超出政府的目标界限时, 货币当局就抛出外汇储备(增加外汇供应), 购入本国货币, 从而抑制本国货币汇率下跌或使本国货币汇率上升; 相反, 当本国货币汇率上升时, 就增加市场上本币的供应, 购买外汇, 从而抑制本国货币汇率的上升。可见, 国际储备是一国维持其货币汇率稳定的“干预资产”, 一国持有国际储备的多少表明该国干预外汇市场和维持汇率稳定的实力, 充足的国际储备是支持和加强本国货币信誉的物质基础。

1997 年爆发的东南亚货币危机, 其发生的原因是多方面的, 除了国家有关经济政策尤其是货币政策失误、国际收支大量逆差、经济结构不合理、外汇投机推波助澜之外, 一个重要原因就是, 东南亚各国外汇储备普遍不足, 当货币危机来临时, 便没有足够的能力来捍卫本国货币, 货币危机便不可避免地发生。

(三) 是一国向外举债和偿债能力的信用保证

通常情况下, 一国国际储备充足, 有助于加强本国的国际资信, 有利于吸引外资, 促进经济发展。国际金融机构和商业银行在对外贷款时, 往往要事先调查拟举债企业所在国政府的偿债能力。因此, 一国的国际储备状况构成了专业资信机构和国际金融机构进行资信调查和评价国家风险的重要指标之一。目前, 国际上有专门机构和金融杂志定期对各国举债资信进行评定, 以便确定贷款的安全系数。这种评估一般包括目标国家的经常项目收支的趋势、

到期还本付息额占该国当年出口收入的比重和国际储备状况等。可见,保存一定量的国际储备是一国政府或企业进行国际筹资和确保到期还本付息的重要保障措施之一。

(四) 维持一国内部平衡

所谓内部平衡是指一国实现了充分就业并保持物价稳定。一国拥有充足的国际储备,对维持和实现本国经济的内部平衡有着非常重要的作用。例如,当一国出现了通货膨胀时,该国可以动用国际储备,通过扩大进口和适当减少储备的办法,增加流通中的商品总量,回笼本国货币,缓解通货膨胀的压力,而不必采取紧缩性的财政货币政策。

(五) 获取国际竞争的优势

一国持有较充足的国际储备,意味着该国政府有较强的干预外汇市场的能力,即有力量使其货币汇率升高或下降,从而获取国际竞争优势。如果本国货币是主要储备货币,则对于支持本币的国际地位也是至关重要的。

第二节 国际储备的管理

国际储备管理,是指一国政府或货币当局根据一定时期内本国的国际收支状况和经济发展的要求,对国际储备的规模、结构及储备资产的运用等进行计划、调整、控制,以实现储备资产规模适度化、结构最优化、使用高效化的过程。

从一个国家的角度看,国际储备的管理涉及两个方面:一是数量管理,也就是对国际储备规模的选择与调整,解决如何确定和保持适度的国际储备水平(规模)的问题;二是对国际储备结构的确定与调整,解决如何实现储备资产结构上的最优化问题。我们通常将前者称为国际储备的规模管理,将后者称为国际储备的结构管理。通过国际储备的管理,一方面维持一国国际收支的正常进行,另一方面提高一国国际储备的使用效率。

一、国际储备的规模管理

一个国家究竟应该持有多少国际储备?这不仅影响该国的经济发展和对外经济交往,而且对世界经济的发展也有一定的影响。实践证明,国际储备并非越多越好。在特定时期内,一国国际储备如果超过了本国用于即期支付国际经贸活动通常所需的程度,而且上述积累量达到一定程度,便形成了过量的储备。过量储备的第一个副作用就是资源闲置,这种状况对于缺乏资金的国家来说,应该设法加以避免。过量的储备意味着放弃对当前部分国外资源的

使用,意味着持有国际储备机会成本的提高,是储备资产的浪费。因为,过量的国际储备本可以用来进口资本品和专有技术等,用以发展生产,或进口消费品调节国内市场,满足国民的消费需求。再者,国际储备尤其是外汇储备的多少,与本国货币的投放量有着密切的关系,外汇储备越大,则货币投放量越大,流通中的货币量增加很可能会加剧通货膨胀。

那么,如果一个国家的国际储备水平过低又会怎样呢?国际储备太少不能满足其对外经济交往的需要,势必会降低其对外经济交往的水平。此外,过少的储备会削弱一国货币当局平衡国际收支的能力,进而影响本国政府应付各种国际支付的能力,更难以适应紧急支付的需要。一国长期低水平保持国际储备有可能引发国际支付危机。因此,一个国家的国际储备不能太多,也不能太少,国际储备应维持在一个合理的水平上,这一合理的国际储备水平被称为国际储备的适度规模。适度的国际储备规模,主要取决于该国国际储备资产的供求状况。

(一) 国际储备的需求

国际储备的需求是国际储备管理理论的中心问题。一国对国际储备的需求主要来自以下几个方面:①用于弥补国际收支赤字的需要。如果一国货币当局持有足够的国际储备,当出口收入下降或进口支出上升造成国际收支赤字时,就可以动用国际储备,以避免采取影响国内经济的财政和货币政策。②干预外汇市场的需要。当一国货币汇率下跌幅度太大以至于影响其货币的国际信誉或对国内经济产生不利影响时,该国有可能动用外汇储备购进本币,支持本国货币的汇率。③国际信贷保证需要。④应付突发事件引起的国际支付的需要。

(二) 国际储备的供给

国际储备的供给取决于国际储备的四个组成部分的增加或减少。在第一节中我们已经论述过,国际储备中的普通提款权和特别提款权对一个国家来说不能主动增减,这是因为,他们同一国的份额有关,而份额又是以该国的经济实力为基础的。在其经济实力无明显变化或在基金组织未调整份额的情况下,该国的普通提款权和特别提款权就不会增减。因此,一国的国际储备的增减主要取决于黄金储备和外汇储备的增减。

1. 黄金储备。一国黄金储备的增加,是通过黄金的国内外交易实现的。对于储备货币的发行国来说,用本国货币在国际黄金市场上购买黄金,可以增加其国际储备量。但对于大多数非储备货币发行国来说,由于本国货币在国际支付中不被接受,要想在国际黄金市场上购买黄金,只能使用可自由兑换的货币(储备货币),这样,改变的只是国际储备的结构(即增加了黄金储备而减

少了外汇储备),并不能增加国际储备的总量。但是,从黄金的国内市场交易看,不论是储备货币发行国,还是非储备货币发行国,中央银行用本国货币在国内市场上收购黄金时,都能增加其黄金储备,从而增加国际储备。这种做法被称为“黄金货币化”,即将非货币用途的黄金转为货币用途的黄金。当然,通过黄金货币化的方法来增加国际储备是有限的,因为这受到黄金产量等条件的制约。

2. 外汇储备。外汇储备的增加有以下途径:①国际收支顺差是一国增加其外汇储备的根本途径,其中经常账户盈余是最可靠、最稳定的来源。而来自资本与金融账户的盈余则具有借入储备的性质,是不稳定的。②干预外汇市场所得的外汇。当一国货币当局在外汇市场上抛售本国货币,购买外汇时,这部分新增的外汇就列入外汇储备。③国际信贷。一国从国际上取得政府贷款或国际金融机构贷款,以及中央银行间的互惠信贷等均可充当国际储备。

(三)确定适度国际储备规模应考虑的因素

1. 国际收支流量的大小及其稳定程度。国际储备的首要作用是调节国际收支,因此,国际收支流量的大小及其稳定程度是确定国际储备规模大小的主要因素。

(1)贸易收支的稳定程度。如果一国出口商品的需求弹性和供给弹性均大于1,进口商品的需求弹性小于1,则贸易收支相对稳定。在这种情况下,若进出口基本平衡或略有顺差,则不需要过高的国际储备;相反,若出口商品的供给弹性小于1,而进口商品的需求弹性大于1,则表明该国外贸条件较差,需要保持比较充足的国际储备。

(2)国际收支的差额状况及稳定程度。一般地说,如果一国国际收支持续顺差,则对国际储备的需求很小;反之,若一国国际收支持续逆差,则对国际储备的需求较大,必须保持较高的国际储备水平。

2. 其他调节国际收支措施的运用及其有效性。除动用国际储备外,调节国际收支的措施还有宏观财政和货币政策、汇率政策、外汇和外贸管制等。如果一国的财政货币政策或汇率政策对付国际收支逆差更有效,或一国实行严格的外汇和外贸管制,能有效地控制进出口和外汇资金的流动,则国际储备的持有额可以相对较低,反之则需要较多的国际储备。

3. 汇率制度和汇率政策选择。国际储备与汇率制度有密切的关系,这是因为国际储备的作用之一是干预外汇市场,维持汇率稳定。如果一国实行的是固定汇率制度或钉住汇率制度,并且政府不愿经常性地改变汇率水平,则需要持有较多的国际储备,以应付外汇市场上的突发性因素造成的汇率波动。相反,在浮动汇率制度或弹性汇率制度下,国际储备的持有额相对较低。此

外,频繁干预外汇市场比偶尔干预外汇市场的做法需要更多的国际储备,旨在“目标区”的干预比修正性的干预需要更多的国际储备。

4. 一国在国际金融市场上的融资能力。如果一国在国际金融市场上具有较高的信誉,能迅速、方便地获得外国政府和国际金融机构的贷款,并且贷款的来源稳定,则不需要过多的国际储备。相反,一国的国际资信较差,融资能力低,则需充足的国际储备。应该指出的是,如果一国的国际储备水平过低,其国际信誉就不高,其借用国外资金的能力也会降低。

5. 国内金融市场的发达程度。发达的金融市场一方面可以吸引国际资本注入;另一方面,发达的金融市场对利率、汇率政策的反应比较敏感,使利率和汇率政策调节的有效性提高,国际储备的持有额即可相应减少。相反,金融市场越落后,国际收支的调节对国际储备的依赖就越大。

6. 一国货币的国际地位。一国货币如果处于储备货币的地位,则该国可以通过增加本国货币的对外负债来弥补国际收支逆差,从而无需过多的国际储备。

7. 持有国际储备的机会成本。一国的国际储备,往往以存款的形式存放在国外银行,这就意味着牺牲一部分投资或消费,是一国持有国际储备所付出的代价。因此,一国持有国际储备的机会成本,就是投资收益率与利息收益率的差额。这个差额越大,表明持有国际储备的机会成本越高,差额越小,则表明持有国际储备的机会成本越低。受经济利益的制约,一国国际储备的需求数量,与其持有国际储备的机会成本呈反方向变化。持有国际储备的机会成本越高,对国际储备的需求越少,反之亦然。

8. 国际货币合作状况。如果一国货币当局同外国政府和国际金融机构有良好的合作关系,签订有较多的互惠信贷和备用信贷协议,当国际收支发生逆差时,其他国家的货币当局能协同干预外汇市场,则该国政府对自有储备的需求就少。反之,该国政府对自有储备的需求就大。

可见,适度国际储备规模的确定是很复杂的事,仅从某个因素来考虑是片面的,应该将上述各种因素综合起来考虑。

(四) 适度国际储备量的确定方法

由于影响适度国际储备量的因素众多且其作用相互交织,加上现实经济生活中存在着大量不确定性因素,因此要精确衡量一国最适度国际储备量是相当困难甚至是不可能的。目前,国际上广为采用且简便易行的确定适度国际储备量的方法是所谓“比例分析法”。它是由美国耶鲁大学教授罗伯特·特里芬(Robert Triffin)在1960年出版的《黄金和美元危机》一书中率先提出的。特里芬通过考察两次世界大战之间及二战后初期(1950~1957年)世界

上数十个国家储备资产的历史资料,并结合各国的外汇管制情况,发现储备需求随贸易增长而增加,并据此提出用国际储备量与进口额的比率来测度国际储备的充分性。其基本结论是:实施严格外汇管制的国家,因政府能有效地控制进口,故储备可相对少一些,但底限不低于20%。对于绝大多数国家而言,保持储备额占年进口额的20%~40%是较为合宜的。如按全年储备对进口额的比例计算,约为25%,即一国的储备量应以满足3个月的进口为宜,这就是人们所称道的“特里芬法则”,该法则的特点就是把储备与进口这个变量挂起钩来,因此,亦称为储备—进口比例算法(R/M)。

比例分析法的优点在于:其一,开创了系统研究国际储备适度规模的先河。自此以后,有关适度国际储备量确定方法的研究得到了很大发展,如“回归分析法”、“成本—收益分析法”和“临界点分析法”纷纷出现。其二,由于国际储备的最基本用途是弥补国际收支赤字,而贸易收支是国际收支中最重要、最基础的项目,因而通常情况下,用储备额与年进口额的比例指标来确定国际储备水平是切合实际的。其三,该方法简单直接,易于操作。正因为如此,国际货币基金组织和国际银行在衡量各国国家风险时至今仍沿用比例分析法,各国亦以此对国际储备量作粗略的测算。

综上所述,最适度国际储备量是一个难以准确界定的变量,迄今也没有一个确切的衡量标准。因此,对国际储备的总量管理而言,更具实际意义的或许是综合权衡考虑影响国际储备量的众多因素,以宏观经济发展目标为根本前提,按照持有储备的边际成本最小化和边际收益最大化原则,确定一个国际储备量的适度区域。概括而言,一国国际储备适度区域的确定原则是:根据该国经济发展状况来确定国际储备量的上、下限。上限是指该国经济高速发展、进口急剧增长年份所需要的最高储备量,称“保险储备量”,下限是指该国经济缓慢增长,进口大量削减年份所需要的最低储备量,称“经常储备量”。上限表示该国拥有充分的国际清偿能力,下限则意味着国民经济发展的临界制约点,上、下限之间的范围则构成国际储备的适度区域。

二、国际储备的结构管理

(一) 结构管理的原则

国际储备结构管理的目的是针对不同形式储备资产各自的流动性、安全性和盈利性,扬长避短,不断调整四种储备资产的数量组合,实现结构上的最优化,使其发挥最大的效能。

IMF会员国的国际储备中,储备头寸和特别提款权所占比重不足10%,黄金储备和外汇储备占90%以上。储备头寸和特别提款权的数量是由基金

组织分配的,一个国家很难改变其数量和结构。因此,国际储备的结构管理就主要集中在黄金储备和外汇储备上。

(二)黄金储备管理

黄金具有较好的安全性,但缺乏流动性和盈利性。鉴于黄金所具有的安全性特点,在国际储备中有必要保持适量的黄金储备。但是,由于黄金的流动性较差,而且黄金价格的变化捉摸不定,因此,黄金储备的数量不宜过多,应保持稳定。

运用黄金储备的形式主要分为:①直接营运:通过国际黄金市场,采取现货、期货以及选择权等交易方式,提高黄金储备营运的收益率。②间接周转:一国货币当局通过制售金币,开展黄金租赁,办理黄金借贷等业务,间接地实现黄金储备增值、保值的目的。③资产组合:将一定的黄金储备按照流动性、收益性的原则,及时转换成收益性高、流动性强的外汇储备,并根据市场汇率的变动情况,再进行适当调整。

(三)外汇储备的管理

在浮动汇率制度下,由于储备货币的汇率和利率不断变化,外汇储备的安全性稍差一些。但是,各种储备货币作为一种世界货币,可直接用于各种国际支付以及外汇市场的干预。而且,外汇储备还可以通过利息收入得到增值。因此,外汇储备具有良好的流动性和盈利性,这使得它在整个国际储备中占有很高的比重,外汇储备的管理也因此成为国际储备管理的重点。外汇储备的结构管理主要是储备货币的币种管理和储备资产的投资管理。

1. 币种管理。币种管理就是要确定并随时调整各种储备货币在外汇储备中所占的比重。不同储备货币的汇率、利率的差异和变化造成了以不同货币持有的储备资产的收益差异和不确定性。因此,各国货币当局在安排币种结构时主要考虑的是汇率波动和利率波动带来的汇率风险和利率风险。具体来说,为了减少汇率风险,储备货币的币种管理主要考虑以下因素:①对外贸易支付所使用的币种;②偿还外债本息所需的币种;③政府干预外汇市场、稳定汇率所使用的币种;④各储备货币利率与汇率变化的对比;⑤储备货币的多元化。

2. 外汇储备资产结构的优化。外汇储备的资产结构,是指外币现金、外币存款、外币短期有价证券和外币长期有价证券等资产在外汇储备中的组合比例。为了使外汇储备的运用兼顾流动性、安全性和盈利性的要求,一般根据变现能力的不同,将外汇储备分级进行管理,并确定各级的合理比例。

按照变现能力划分,外汇储备可以分为三级。

(1)一级储备。包括现金和准现金,如活期存款、短期国库券、商业票据

等。这类外汇储备的流动性最高,盈利性最低,几乎没有风险。它主要用于一国经常性或临时性对外支付。

(2) 二级储备。主要指中期债券。这类储备的盈利性高于一级储备,但流动性较一级储备差,风险也较大。二级储备的管理以盈利性为主,兼顾适度的流动性和风险性。它主要作为补充的流动性资产,以应付临时、突发性等对外支付的保证。

(3) 三级储备。是指各种长期投资工具。这类储备的盈利性最高,但流动性最差,风险也最大。各国货币当局一般在确定一级储备和二级储备的规模后,才考虑将余下的部分做长期投资。

三、美、欧、日、英的国际储备管理现状

(一) 美国的国际储备管理

据美国财政部披露的数据,自1996年以来,美国外汇储备始终维持在300~450亿美元左右,截止到2005年4月,美国政府外汇储备为417亿美元,其中美国政府持有的外国证券为269亿美元,外汇存款为148亿美元。美元在国际货币体系中的特殊地位决定了美国并不需要持有大规模的储备资产,这是其他国家无法比拟的。

美国的储备管理体系由财政部和美联储共同进行,美国的国际金融政策实际上是由美国财政部负责制定的,美联储则负责国内货币政策的决策及执行。在外汇储备管理上,两者共同协作,以保持美国国际货币和金融政策的连续性。从1962年开始,财政部和美联储就开始相互协调对外汇市场的干预,具体的干预操作由纽约联储银行实施,它既是美联储的重要组成部分,也是美国财政部的代理人。从20世纪70年代后期开始,美国财政部拥有美国一半左右的外汇储备,而美联储掌握着另一半。

美国财政部主要通过外汇平准基金ESF(the Exchange Stabilization Fund)来管理外汇储备。早在1934年,美国《黄金储备法》即规定财政部对ESF的资产有完全的支配权。目前ESF由三种资产构成,包括美元资产、外汇资产和特别提款权,其中外汇部分由纽约联储银行代理,主要用于在纽约外汇市场上投资于外国中央银行的存款和政府债券。ESF在特殊情况下还可以与美联储进行货币的互换操作从而获得更多的可用的美元资产。此时,ESF在即期向美联储出售外汇,并在远期按照市场价格买回外汇。ESF所有的操作都要经过美国财政部的许可,因为财政部负责制定和完善美国的国际货币和国际金融政策,包括外汇市场的干预政策。此外,美国《外汇稳定基金法》要求财政部每年向总统和国会就有关ESF的操作做报告,其中还包括财政部审计署

对 ESF 的审计报告。美联储主要通过联邦公开市场委员会(Federal Open Market Committee)来管理外汇储备 ,并与美国财政部保持密切的合作。美联储通过纽约联储银行的联储公开市场账户经理(the Manager of the System Open Market Account)作为美国财政部和 FOMC 的代理人 ,主要在纽约外汇市场上进行外汇储备的交易。美联储对外汇市场的干预操作的范围和方式随着国际货币体系的变化而变化。这可分为三个阶段。第一阶段是布雷顿森林体系时期 ,联储更多的是关注黄金市场上美元能否维持平价 ,而不是外汇市场。第二阶段是 1971 年之后 ,浮动汇率制度开始形成 ,美联储开始积极干预外汇市场 ,当时的主要手段是和其他国家的央行进行货币互换。第三阶段是 1985 年《广场协议》之后 ,美联储对外汇市场的干预很少使用货币互换 ,而是采取直接购买美元或外汇的方式进行。

(二)欧元区的国际储备管理

根据欧央行 ECB 的统计 ,外汇储备在 2001 年达到 2 354 亿欧元的峰值 ,此后急剧下降为 2004 年的 1 363 亿欧元 ,截至 2005 年 4 月 ,欧央行掌握的欧元区外汇储备为 1 357 亿欧元 ,其中外国证券为 1 003 亿欧元 ,外汇存款为 354 亿欧元。此外 ,由欧元区成员国央行自行持有的储备规模大致有 3 220 亿欧元。

欧元区的储备管理体系由欧洲中央银行系统(European System of Central Banks ,ESCB)负责 ,ESCB 成立于 1998 年 ,它由欧洲中央银行 ECB(1998 年成立)和欧盟各成员国中央银行组成 ,ESCB 中的 ECB 和欧元区各成员国中央银行又构成欧元系统(Euro System) ,其中欧洲中央银行扮演着决策者的角色。欧洲中央银行和欧元区各成员国的中央银行都持有并管理外汇储备。

欧洲中央银行主要通过制定战略性投资决策来进行储备管理。欧洲中央银行管理外汇储备的目标是保持外汇储备的流动性和安全性 ,以满足干预外汇市场的需要。在此基础上追求储备资产价值最大化的目标。根据《欧洲中央银行系统法》的规定 ,各成员国中央银行向 ECB 转移的国际储备资产是由他们各自在欧洲中央银行的资本所占的份额决定的 ,其中 15% 以黄金的形式转移 ,85% 以由美元和日元组成的外汇形式转移。欧洲中央银行可以要求成员国向其转移更多的外汇储备 ,但这些国际储备只能用于补充减少的国际储备 ,而不能用于增加原有的国际储备。欧洲中央银行的外汇储备的管理体系主要分为两个层面 ,一是由欧洲中央银行的决策机构制定战略性的投资决策 ,投资决策主要涉及外汇储备的货币结构、利率的风险与回报之间的平衡、信用风险、流动性要求。二是各成员国中央银行依此采取一致行动 ,对欧洲中央银行的外汇储备进行管理。具体地说 ,ECB 的管理委员会(the Governing Coun-

cil)根据未来操作需要决定 ECB 外汇储备的投资决策,ECB 告知各成员国中央银行后,各成员国中央银行通过相关的机构进行协同操作。欧洲中央银行再通过 Euro System 的交流网络接收欧元区各央行的交易信息,并对信息进行管理。

ECB 为储备管理定义了四个关键的参数。一是对每种储备货币定义了两个级别的投资基准,即战略性的基准与策略性的基准。战略性的基准由 ECB 管理委员会制定,主要反映欧洲中央银行长期政策的需要以及对风险和回报的偏好;策略性的基准由 ECB 执行董事会(the Executive Board)制定,主要反映欧洲中央银行在当前市场情况下对中短期风险和回报的偏好。二是风险收益相对于投资基准的允许偏离程度,以及相关的纠偏措施。三是储备交易的操作机构与可投资的证券。四是对信用风险暴露的限制。ECB 并不公布上述四方面的参数细节,以避免对金融市场产生不必要的影响。

欧元区各成员国央行主要通过实施和 ECB 储备战略一致的策略性投资,以及对自有储备独立决策来实施储备管理。根据《欧洲中央银行系统法》第 31 条的规定,如果各成员国中央银行在国际金融市场上的投资操作对于其汇率或国内的流动性状况影响有可能超过 ECB 指导原则所规定的范围时,这种交易要得到欧洲中央银行的许可,以保证 ECB 汇率政策和货币政策能够保持连续性。除此以外,各成员国中央银行在国际金融市场上的外汇投资操作或者为了履行其在 BIS、IMF 等国际组织中的义务所进行的操作,都不需要先得到 ECB 的许可。各成员国中央银行持有并自主管理它们没有转移给欧洲中央银行的国际储备。自从欧洲中央银行开始对外汇市场进行干预以来,各成员国的中央银行不必再制定有关外汇干预的目标,而只是制定执行策略。

(三) 日本的国际储备管理

根据日本财政部的统计,从 1996~2002 年,其外汇储备从 2 179 亿美元上升至 4 514 亿美元,此后因美元疲弱,储备增速急剧上升,至 2004 年底,外汇储备已达 8 242 亿美元。但此后日本外汇储备竟然有所减少,到 2005 年 3 月 31 日止,日本的外汇储备已缓降为 8 186 亿美元,其中外国证券 6 961 亿美元,外汇存款 1 224 亿美元。日本的储备管理体系由财务省负责,根据日本《外汇及对外贸易法》的规定,财务相为了维持日元汇率的稳定,可以对外汇市场采取各种必要的干预措施。而日本银行根据《日本银行法》的规定,作为政府的银行,在财务相认为有必要采取行动干预外汇市场时,按照财务省的指示,进行实际的外汇干预操作。日本财务省主要通过存放于日本银行的外汇资产特别账户进行储备管理。

根据日本财务省 2005 年 4 月 4 日所提出的指导意见,日本银行对外汇储

备的管理主要遵循财务省决定的以下一些框架执行：

1. 目标 :以维持日元汇率稳定为目标 ,保障有足够流动性的外汇储备用于维持日元汇率的外汇买卖。

2. 原则 :保持外汇资产的安全性和流动性为首要目标 ,在此基础上 ,追求有可能的盈利。消除外汇市场上的不良波动 ,必要时与国外相关货币当局紧密合作。

3. 储备构成 :外汇资产主要由流动性强的国债、政府机关债券、国际金融机构债券、资产担保债券以及在各国外中央银行的存款、国内外信用等级高偿还能力强的金融机构的存款构成。

4. 风险管理 :对储备资产的信用风险、流动性风险和利率风险 ,以内部模型法进行严格的风险控制。

日本银行主要通过金融市场局的外汇平衡操作担当、国际局的后援担当两个部门来实施外汇市场干预。外汇平衡担当负责外汇市场分析及决策建议 ,并经财务省批准 ,而后援担当则负责在财务省做出决定后 ,进行实际的外汇交易。日本银行的外汇市场介入操作通常在东京外汇市场上进行。但东京外汇市场收市后 ,外汇交易在欧洲市场、美国纽约市场上仍可连续进行 ,所需资金均从外汇资金特别账户划拨。当需要卖出外汇时 ,日本银行主要通过在外汇市场上出售外汇资产特别账户中的外汇资产来实现。当需要买进外汇时 ,所需要的日元资金主要通过发行政府短期证券(FB)来筹集。如果必要 ,日本银行也可向国外的货币局提出委托介入请求 ,介入资金、手段等都仍由财务省决定。外汇平衡操作担当与外汇交易经纪商等市场参与者、日本银行国外分行以及外国中央银行保持密切的联系。除此之外 ,外汇平衡操作担当还建立了以监测汇率为中心 ,同时对外债、外国股票市场、商品市场的变化等进行研究 ,外汇平衡操作担当将有关金融经济形势报告向日本银行政策委员会报告 ,同时还需每天向财务省负责外汇市场干预的国际局外汇市场课报告。财务省在此基础上 ,对是否干预外汇市场做出决定 ,在干预外汇市场的决定做出以后 ,实际操作工作由日本银行国际局后援担当负责 ,另外 ,对外汇储备的投资的实际操作也由后援担当进行。

(四) 英国的国际储备管理

1999 年以来 ,英国的外汇储备维持在 300 ~ 400 亿美元之间 ,至 2005 年 3 月 5 日 ,英国政府外汇储备为 349 亿美元 ,其中外国证券 347 亿美元 ,外汇存款 2 亿美元。这个规模和德、法央行的储备规模相比 ,明显要小得多 ,这显示出英国对英镑汇率波动更为放任的传统。

英国的储备管理体系由财政部负责 ,英格兰银行只负责日常的管理。英

国财政部主要通过设置交易平衡账户(the Exchange Equalization Account , EEA)来实施储备管理战略。早在 1931 年金本位制瓦解以后 , 英国的外汇储备和黄金储备转移到英国财政部。1932 年设立了 EEA , 该账户中的储备即构成英国的外汇储备 , 英国政府对外汇市场的任何干预活动都必须通过该账户进行 , 该账户还为政府部门和机构提供外汇服务。由于《交易平衡账户法》不允许 EEA 向外借款 , 因此英国政府通过国家贷款基金(the National Loans Fund)来发行外债 , 以补充 EEA 中的外汇储备。财政部对外汇储备进行战略性的管理 , 它决定是否需要干预外汇市场 , 但并不参与实际的市场操作。而英格兰银行的储备管理则是策略性的 , 参与实际的市场操作和日常的管理 , 扮演着类似财政部代理的角色。每年英国财政部对外汇储备的管理提出指导意见。指导意见的主要内容包括 : 储备投资的基准回报及可容忍的偏差 , 储备资产构成、货币构成、投资回报率等 ; 出台控制信用风险和市场风险的框架 , 规定国家贷款基金的借款项目框架等。

英格兰银行根据财政部的储备战略进行储备管理 , 其管理目标是保持储备的流动性与安全性 , 并在此基础上实现利润的最大化。英格兰银行每年和财政部共同协商 , 决定财政部指导意见中的投资基准回报。这个基准主要是根据过去的风险和收益、贸易、干预外汇市场可能需要的货币种类等因素来决定 , 并在交易平衡账户的年报中予以公布。英格兰银行每 6 个月在有交易平衡账户专员(EEA Accounting Officer)、财政部宏观政策与国际金融管理委员 (Managing Director for Macroeconomic Policy and International Finance)、英国银行市场执行董事 , 以及其他政府官员代表参加的会议上 , 对投资的表现进行回顾 , 并对有关储备的策略加以讨论。英格兰银行每季度通过内部审计部门对储备管理的有效性和充足性出具独立意见 , 并由审计部门的负责人向执行董事汇报 , 执行董事再向交易平衡账户专员报告。另外 , 英国国家审计署每年要对交易平衡账户进行外部审计。英格兰银行每月在由财政部债务与储备管理部(Debt and Reserves Management Team)召开的会议上向其报告投资的表现。此外 , 其定期对交易平衡账户的市场风险进行压力测试 , 以检测该账户的资产对潜在的各种市场变动的抗风险性 , 以及可能的损失。信用风险的控制由英国银行的内部信用风险咨询委员会(Internal Credit Risk Advisory Committee)负责。除了代理财政部对外汇储备进行日常管理以外 , 英格兰银行自身也持有外汇资产。这并不属于英国政府的外汇储备 , 而是英格兰银行自身用于干预外汇市场以支持其独立的货币政策之需。

第三节 中国的国际储备

一、中国国际储备概况

我国从建国以来一直到 1979 年,对内实行高度集中的计划经济体制,奉行严格的外汇管制政策,所有外汇由人民银行集中管理,统一使用。对外实行闭关锁国的政策,与外部的经济交往十分有限,对外经贸关系发展缓慢,国际储备规模很小,因此,国际储备的管理并未受到重视。党的十一届三中全会以来,我国实行了对外开放政策,不断扩大了与外部世界的经济往来,我国对外贸易和利用外资的数额出现了前所未有的增长,国际储备在我国经济生活中的重要性日益凸显,国际储备管理也逐步成为我国宏观经济管理的一部分。1980 年,我国恢复了在国际货币基金组织和世界银行的合法席位,开始全面进入国际市场,同其他成员国一样,我国也享有在国际货币基金组织的普通提款权和特别提款权,因此,我国的国际储备也由黄金储备、外汇储备、普通提款权和特别提款权四部分构成。

1. 从黄金储备来看,我国长期以来实行稳定的黄金储备政策。从 1978 ~ 1980 年的 3 年间,我国的黄金储备均为 1 280 万盎司。从 1981 ~ 2000 年,黄金储备略有下降,一直维持在 1 267 万盎司的水平上,到 2001 年和 2004 年 3 月,黄金储备又有所上升,分别为 1 608 万盎司和 1 929 万盎司。

从建国后到 20 世纪 80 年代中期,由于我国实行的是高度的计划经济体制,因此,对黄金储备采取了“保管型”的管理方式,片面强调黄金实物的安全,忽视了黄金储备的营运。随着市场经济体制的建立,我国对黄金储备的管理逐步从保管型向经营型转变。目前,我国对黄金储备的运用主要有两种方式:①在国际黄金市场上,通过现货、期货、期权等交易方式,获取一定的储备营运收益;②通过发行、经销各种金币,实现库存黄金的增值。今后,随着黄金管理体制的改革,黄金储备的管理水平还会得到逐步提高。

2. 从普通提款权和特别提款权来看,由于我国在国际货币基金组织的份额较低,普通提款权和特别提款权的数额十分有限,约为 10 亿美元(中国在 1998 年的特别提款权约为 4.80 亿)。同时,两者占我国国际储备的比重也很小,随着我国外汇储备的逐年增加,这一比重还将会越来越小。

3. 从外汇储备来看,外汇储备是我国国际储备最重要的组成部分,建国以来,我国的外汇储备经历了从不规范到规范、从增幅缓慢到迅速增长的过程。由于外汇储备在我国国际储备中的重要地位,本节接下来的内容将主要对我

国的外汇储备进行分析。

二、中国外汇储备的迅速增长及其经济影响

从建国以来一直到 1978 年间,我国实行的是计划经济体制,对外经济交往很少,在外汇方面实行“量入为出,以收定支,收支平衡,略有结余”的方针,外汇储备量很少,年平均不到 5 亿美元。当时,也没有外债负担,相应地,外汇储备管理也显得不十分重要。

1979 年改革开放以来,随着对外交往的日益扩大,我国的外汇储备规模开始不断上升,外汇储备由不规范逐步走向规范化。其中,从 1979 ~ 1992 年间,我国对外公布的外汇储备包括两个部分:一是国家外汇库存,即国家对外贸易和非贸易收支的历年差额的总和;二是中国银行外汇结存,即由中国银行的自有外汇资金,加上它在国外吸收的外汇存款与对外借款,减去它在国内外的外汇贷款与投资之后的余额。由此可知,国家外汇库存实际上是我国货币当局持有的对外债权,可以无条件地随时动用。而中国银行的外汇结存实际上是它的对外负债,国家不能无条件地动用,因此严格来讲,是不能算作国际储备的,如果将这部分资金作为外汇储备,将会夸大我国国际储备的真实规模。因此,为了与国际间公认的外汇储备概念及统计方法相一致,从 1992 年 10 月起,我国正式决定将国家外汇库存作为外汇储备的唯一组成部分。至此,我国对外公布的外汇储备不再包括中国银行的外汇结存部分。

1979 ~ 1984 年,我国外汇储备稳步增长。改革开放后,我国开始实行一系列的调整政策,努力增加出口,控制进口,外汇储备逐渐增加,到 1984 年底,外汇储备达 82 亿美元。1985 ~ 1989 年,外汇储备剧烈波动。从 1985 年开始,我国国民经济迅速发展,进口需求膨胀,国家外汇管理失控,外汇储备急剧减少。1985 年,我国的外汇储备下降为 26 亿美元,此后,虽有所增加,但到 1989 年,仅为 55 亿美元。1990 ~ 1993 年,外汇储备迅速增长。从 1990 年开始,国家加强了宏观经济调控,采取了相应的货币政策和鼓励出口的措施,1990 年外汇储备一跃而为 110 亿美元。此后,除 1992 年外汇储备有所下降外,其余年份外汇储备均保持上升的势头,到 1993 年底,外汇储备已达 211 亿美元。

1994 年到现在,外汇储备超常规增长。自 1994 年外汇管理体制改革的以来,我国外汇储备的增长速度进一步加快。1994 年是汇率并轨和对国内企业实行强制结售汇制度的第一年,外贸企业多年来积累并营运周转的外汇在短期内通过结汇以人民币加以替代。此期间我国外汇储备增加的另一个特点表现在外汇储备的来源上。1994 ~ 1996 年,我国外汇储备的增加主要来源于资

本与金融账户的顺差,1997年,东南亚金融危机爆发后,我国政府采取了一系列的优惠政策,千方百计扩大出口,因而使得自1997年起经常账户盈余大幅增加,成为外汇储备增加的主导因素。2001年,我国加入了世界贸易组织,受此因素的影响,我国资本与金融账户盈余又大幅增加,同时,经常账户仍保持较大盈余。

我国自1994年外汇体制改革以来,外汇储备大增,从1993年底的212亿美元,迅速增长到1994年的516.2亿美元,再到1995年的735.97亿美元,1996年的1050亿美元,1999年的1546.75亿美元,2000年的1655.74亿美元,2001年的2121.65亿美元,2002年的2864.07亿美元,2003年的4032.51亿美元,2004年的6099.32亿美元,2005年10月的7849.02亿美元。

外汇储备规模的不断增大,使我国对外支付能力不断加强,综合国力显著提高,但储备的过度增长也给国内通货膨胀和人民币汇率升值带来了不小的压力。

(一)我国外汇储备迅速增长的正面影响

1. 增强了我国的综合国力,提高了我国的国际资信。外汇储备是体现一国综合国力的重要指标,我国的外汇储备规模已跃居世界第二位。综合国力的提高使我们可以充分根据国情来安排自己的发展道路。同时,7849.02亿外汇储备也为我国举借外债以及债务的还本付息作了可靠的保证,大大提高了我国的国际信誉。

2. 增强了我国对外支付能力和调节国际收支实力,使我国政府有可能对国际收支政策进行主动性的调整,以保持国内经济的合理增长。

3. 充足的外汇储备为人民币实现自由兑换创造了必要条件。人民币可自由兑换是我国外汇体制改革的首要目标。我国在1996年底实现了人民币经常项目可兑换后,我们的目标便是取消经常项目和资本项目的外汇管制,对国际间正常的汇兑活动和资金流动不进行限制,从而实现人民币可兑换。充足的外汇储备使中央银行能有效地调节市场,保持国际收支的基本平衡,使人民币在迈向自由兑换的过程中保持汇率的基本稳定。

(二)我国外汇储备迅速增长的负面影响

1. 推动了人民币的不断升值,削弱了我国产品的出口竞争力。一般说来,一国外汇储备增加,会支持该国汇率的上浮。从我国实际情况来看,人民币的汇率随着外汇储备的增加而节节拔高,这将对我国出口带来不利的影响。

2. 在一定程度加剧了通货膨胀的压力。从根本上说,外汇占款属于基础货币。因此,外汇占款的增加直接增加了基础货币量,再通过货币乘数效应,造成了货币供应量的大幅度增长,加剧了通货膨胀的压力。

3. 造成资金资源浪费,并影响国民经济的发展速度。外汇储备是一种实际资源的象征,它的持有是有机会成本的。持有外汇储备的机会成本等于国内资本生产率减去持有外汇储备的收益率。从这个角度看,我国持有巨额外汇储备并借入大量外债,等于是以低价将国内资金转到国外给外国人使用,同时还以高价从国外借入资金,其潜在的损失不容忽视。同时,持有储备表示暂时放弃一定量实际资源的使用,也就是说丧失这些资源投入所引起的经济增长和收入水平的提高。

4. 使我国失去国际货币基金组织(IMF)的优惠贷款。根据IMF的有关规定,成员国发生外汇收支逆差时,可以从“信托基金”中提取相当于本国所缴纳份额的低息贷款,如果成员国在生产、贸易方面发生结构性问题需要调整时,还可以获取相当于本国份额160%的中长期贷款,利率也较优惠。相反,外汇储备充足的国家不但不能享受这些优惠低息贷款,还必须在必要时对国际收支发生困难的国家提供贷款。

三、中国外汇储备的水平管理

如上所述,一国必须保持适度的外汇储备,既不能过多,也不能过少。在确定我国外汇储备的适度规模上,一般应考虑如下几个因素:

(一)对外贸易状况

从出口来看,我国出口产品中劳动密集型产品所占比重偏高,应对国际市场价格波动能力较低。从进口来看,由于我国许多商品和劳务的价格水平都高于国际市场水平,加入WTO后,随着关税的逐渐降低,进口需求会不断扩大。我国进出口贸易的情况决定了经常账户差额的不稳定性增加,从这个角度看,我国应持有较多的外汇储备。

(二)融资能力

改革开放以来,我国的国际政治、经济地位不断提高。根据国际权威机构的评判标准,我国的资信等级较高,在国际金融市场上有较强的融资能力,利用外资规模逐年提高。而一国融资能力的大小又是与该国的外汇储备规模密切相关的,因此,要保证较强的融资能力,我国必须持有较为充足的外汇储备。

(三)汇率制度及调节手段

我国目前实行的是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。在这种制度下,我国金融当局必须持有足够的外汇储备,在必要时对外汇市场进行干预,因此,现阶段我国的外汇储备水平不宜过低。当然,随着汇率制度和外汇管理体制的改革,人民币实现完全可自由兑换后,汇率对国际收支的调节作用将会更加突出,从长远来看,我国外汇储备水平将会降低。

(四) 对外债务状况

一国的债务总量越大,要求该国持有的外汇储备越多,尤其是短期债务,由于其偿还期限较短,因此,更需要充足的外汇储备保证。从我国目前的情况来看,我国的外汇储备规模已相当于短期债务的15倍,从这个指标来看,我国的外汇储备十分充裕(我国的外债余额情况见表4-4)。

表4-4 1985~2002年我国外债情况

单位:10亿美元

年 度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
外债余额	92.81	106.59	116.28	130.96	146.04	151.83	145.73	170.11	168.54

资料来源:国家外汇管理局网站 <http://www.safe.gov.cn>。

确定我国适度的外汇储备水平除考虑以上定性的因素外,还应借鉴国际上惯用的定量分析方法,如储备进口比例法等,只有这样,才能科学地确定我国的外汇储备水平,实现外汇资源的优化配置。

四、中国外汇储备的结构管理

外汇储备的结构管理包括两个方面:①储备币种的选择及其所占的比例;②外汇储备资产形式的选择。一般而言,在储备货币的选择上,应考虑如下因素:

(一) 贸易结构

我国是一个国际贸易大国,加入WTO后,国际贸易的比重还会逐步提高。因此,为了保证一定的对外支付能力,我国的外汇储备在币种的选择上应考虑进出口的来源、去向、数量及贸易双方的支付习惯等因素。根据这一原则,我国目前首选的储备币种应是美元、欧元、日元、英镑等主要储备货币。

(二) 外债结构

为了确保外债的及时还本付息以及尽量降低因币种转换所带来的交易成本和风险,我国在外汇储备币种的组合上还必须考虑外债的币种结构。从实际情况来看,我国外债所涉及的币种主要是美元、日元、英镑、欧元等,其中美元和日元所占的比重最大,因此,在外汇储备中应尽量多持有这两种货币。

(三) 汇率制度

如前所述,我国目前的汇率制度实质是钉住美元的汇率制度。人民银行制定人民币汇率所参照的一揽子货币汇率,美元占有极大的比重,这必然要求我国在外汇储备中持有较多的美元。

(四) 储备货币的风险与收益

外汇储备的安全性、流动性、盈利性这一储备管理的国际通则,也是我国

管理和运用外汇储备资产的主要依据,因此,应根据国际市场上汇率、利率以及储备货币发行国的物价变动情况,适时地调整外汇储备的币种结构,分散风险,兼顾收益性和流动性。

外汇储备按货币结构进行分布或调整后,还面临着外汇储备资产形式的选择问题,也就是在外汇储备中国债、股票、机构债券和公司债券等各占多少比重。关于这一问题,一般认为应将安全性放在第一位,适当兼顾流动性和盈利性。目前,我国外汇资产的形式主要以美国国债为主,我国持有美国国债的数量占外汇储备的35%,是继日本之后,持有美国国债的第二大国。之所以如此,是因为购买美国国债的安全性较高,并且由于美国国债市场规模庞大,国债品种齐全,使得债券的变现能力也极强,此外,还与我国经营外汇储备的水平较低有关。在保证安全性的同时,兼顾盈利性和流动性是我国外汇储备管理面临的一个重要课题。

【背景材料】

如何化解 7 849 亿美元外汇储备风险？

日前,关于中国应加大石油储备的议论渐多,认为这似乎既可以部分缓解中国石油安全问题,又可以化解高额外汇储备的压力与风险。的确,中国目前大量的外汇储备完全有能力购买石油来做国家的战略储备。但外汇换石油是我们眼下的最优选择吗?我们先来看看国际社会是如何处理高额外汇储备的。

发达经济大国一般都将外汇储备转换为黄金存储。截至2005年1月,黄金占各国外汇储备的比例分别是:美国为61.1%,意大利为55.8%,法国为55.1%,德国为51.1%,荷兰为50.5%。而截至2005年1月,中国外汇储备中黄金只占1.5%,因此,有学者认为我国可以适当增加黄金储备。

欧盟通过货币一体化,增强欧元作为国际储备货币的地位,由此相应减少数千亿美元的储备。各国释放的外汇储备用于国内投资,改善民生。日本在外汇储备紧缺的经济起飞阶段,不惜重金引进国外先进技术,然后充分加以消化吸收,生产出更具竞争力的产品出口创汇。随着国际收支顺差持续扩大,日本则不断将巨额外汇储备转换为战略物资储备,从中国等国家大量进口煤炭,沉于海底储备。在其列岛由北向南建立了10个“新人工油田”(国家储备基地),政府为民间石油储备提供巨额“利息补贴”。俄罗斯在美元持续下跌,油价不断上涨的过程中,通过出口石油而财源滚滚。俄对快速增长的外汇收入采取了以下手段:一是大量购买黄金,提高黄金在储备中的比重;二是大幅度提高非美元在储备中的比例;三是提前偿还外债;四是用于投资高科技行业。

中国怎么做才更加合理?据利曼兄弟投资银行最新发表的分析报告显示,2004年中国把外汇储备中的美元资产比例减少了6个百分点,从2003年的82%减少到76%。联系到不断看跌的美元所蕴藏的风险,这一比例仍然过高,如何解决高额外汇储备所面临的风险?其中一个很有力的方法就是增加对国有银行注资。自1998年以来,中央政府曾多次向四大国有银行直接(或间接)注资(剥离坏账)达数千亿元,以降低银行坏账率。但是,每年新增加的不良贷款仍高达5 000~6 000亿元。中国银监会在2005年初公布,截止到2004年末,不良贷款总额为1.72万亿元人民币,坏账率由年初的17.8%下降到年末的13.2%。但是,著名国际金融机构与经济专家普遍怀疑这一数字的真实性。标准普尔公司在2004年10月公布数字显示,中国银行系统的坏账占贷款总额的50%。政府注入的巨额资本犹如水浇沙滩、水银泻地。国外专家估计,要挽救国有银行,至少还需要5 000多亿美元资金。

此外,可以继续鼓励“走出去”的对外投资,也有人认为应将外汇储备转换为物资储备等等,不一而足。笔者认为,这些处方都有不小的风险和成本。实际上,比银行坏账等问题更为紧迫的是社会保障资金的巨大缺口。劳动和社会保障部部长郑斯林日前称,目前我国养老金缺口高达2.5万亿元。2.5万亿元是什么概念,这相当于中国一年的财政总收入。所以,笔者认为,政府可以考虑将超过了合理水平的外汇储备充实养老基金,以解决真正的“燃眉之急”,而且这也是中央大力宣传的建设“和谐社会”的题中之意。

目前中国外汇储备超过了合理水平。截止到2005年10月中国的外汇储备达到了创纪录的7 849.02亿美元。经济学家的研究表明,发展中国家保持的理想外汇储备额是“足以抵付3个月进口”。IMF(国际货币基金组织)所订的标准是足够支付4个月进口外汇所需。世界银行的报告认为,新兴国家外汇储备应按其资本账户调整,而非以进口所需外汇为准,因为当该国与国际资本市场更为密切时,其整体资本流动的幅度远较进口外汇为高。国外专家认为,中国外汇储备的合适水平应在3 000亿到4 000亿美元之间。国内一些学者认为,中国外汇储备应该保持在满足6个月的进口需要的水平上,同时还要考虑短期外债对外汇储备的需求。因此综合考虑,中国外汇储备的持有水平应当在5 000亿美元。截至2005年10月,中国外汇储备达到了创纪录的7 849.02亿美元,比上年末增加1 750.02亿美元,超过合理水平2 000多亿美元。

国际经验与教训表明,过多持有外汇储备是需要付出成本与承担一定风险的。对于广大发展中国家尤其是新兴市场而言,外汇储备不仅是国际支付的必备手段,而且是防范国际“金融恐怖主义”(金融投机)袭击的牢固堤防。

但是,外汇储备并非越多越好。外汇储备是变相闲置国内资金,同时又以更高的成本引进外资。外汇储备增加,会改变国内基础货币的投放结构,削弱央行对货币供应量的控制,增大本币的升值压力。外汇储备迅速膨胀,还意味着中国的自然资源与人力资源消耗过快,影响经济与社会发展的可持续性。更值得注意的是,中国将大部分外汇用于购入美国债券,弥补美国财政赤字,使美国经济免遭紧缩之苦,这非但没有赢得美国的善意回报,而且被指责增加美国金融风险,更有可能面临美元贬值和资产冻结等国家风险。因此,从长期看,如何化解我国外汇储备压力,适当分散风险是政府应全盘规划的问题。

本章小结

1. 国际储备是指各国政府为了弥补国际收支赤字,保持汇率稳定,以及应付其他紧急支付的需要而持有的国际间普遍接受的所有资产。目前,IMF 会员国的国际储备,一般可以分为黄金储备、外汇储备、在 IMF 的储备头寸和特别提款权四种类型。广义的国际储备还包括借入储备。借入储备资产主要包括备用信贷、互惠信贷和支付协议、本国商业银行的对外短期可兑换货币资产等内容。


2. 国际储备管理是指一国政府或货币当局根据一定时期内本国的国际收支状况和经济发展的要求,对国际储备的规模、结构及储备资产的运用等进行计划、调整、控制,以实现储备资产规模适度化、结构最优化、使用高效化的整个过程。国际储备的管理涉及两个方面:一是规模管理;二是结构管理。通过国际储备的管理,一方面维持一国国际收支的正常运行;另一方面提高国际储备的使用效率。

3. 我国的国际储备也由黄金储备、外汇储备、普通提款权和特别提款权四部分构成。我国长期以来实行稳定的黄金储备政策。由于我国在国际货币基金组织的份额较低,普通提款权和特别提款权的数额十分有限,两者占国际储备的比重也很小,外汇储备是我国国际储备最重要的组成部分。我国的外汇储备经历了从不规范到规范、从增幅缓慢到迅速增长的过程。目前,我国外汇储备规模应该维持在适度的水平上,外汇储备的币种及资产形式的选择应兼顾三性原则。



关键词汇

国际储备 International Reserves 国际清偿力 International Liquidity
黄金储备 Gold Reserves 货币性黄金 Monetary Gold
黄金非货币化 Demonetization of Gold
外汇储备 Foreign Exchange Reserves 储备货币 Reserve Currency
在基金组织的储备头寸 Reserve Position in Fund
普通提款权 General Drawing Rights
特别提款权 Special Drawing Rights SDRs
多种货币储备体系 Multiple Currency Reserve System
安全线 Safety Margin



本章思考题

1. 简述国际储备与国际清偿力的区别。
2. 简述特别提款权的含义和定值方法。
3. 一国在决定其国际储备时应考虑哪些因素？请就我国当前的外汇储备水平及其管理的应对策略谈谈你的看法。
4. 试述一国国际储备管理的主要内容及应遵循的原则。
5. 分析外汇储备变动对货币供给的影响机制。

第五章 国际资本流动及国际金融危机

国际资本流动是资本跨越国界在世界范围内的运动转移过程。随着世界经济一体化的发展,国际资本流动正日益成为世界经济中最活跃的因素。然而,国际资本流动在不断推动世界经济增长的同时,也为国际性的金融危机的生成提供了土壤。20世纪90年代以来,随着国际金融危机的不断爆发和加剧,国际资本流动再次引起了世人的高度重视。通过本章的学习,要求理解国际资本流动的涵义,认识国际资本流动的经济影响,掌握国际金融危机的概念及基本理论,了解20世纪80年代以来的典型投机性冲击与货币危机的历程。

第一节 国际资本流动概述

一、国际资本流动的概念

国际资本流动(International Capital Flow)是指资本基于经济或政治目的,从一个国家或地区向另一个国家或地区的流入或流出,也就是资本在国际范围内的转移。资本流入(Capital Inflow)是指资本从国外流入国内,它意味着本国对外国的负债增加,或者本国在外国的资产减少;资本流出(Capital Outflow)是指资本从国内流到国外,它意味着本国在外国的资产增加,或者本国对外国的负债减少。一个国家或地区在一定时期内的资本流动状况,集中反映在该国国际收支平衡表的资本与金融账户上。

二、国际资本流动的类型

(一)短期资本流动(Short-term Capital Flow)

短期资本流动是指期限为1年或1年以内的资本流动。这种资本流动主要采取短期金融资产的形式,例如活期存款、国库券、大额可转让存单(CDs)、商业票据、银行承兑票据等货币市场金融工具。短期资本流动大多借助于电话、电报、电传和传真等现代通讯手段来进行。

按照资本流动的不同动机,短期资本流动可分为以下四种类型:

(1)贸易性资本流动。它是指由国际贸易引起的国际间资本转移。为结清国际贸易往来导致的债权与债务,货币资本就必然从一个国家和地区流向

另一个国家和地区,从而形成贸易性资本流动。这种资本流动,一般是从商品进口国流向商品出口国,属于资本流动范畴。

(2)金融性资本流动。它是指由各国经营外汇的银行和其他金融机构之间的资金融通而引起的国际间资本转移。这种资本流动主要是为银行和金融机构调剂资金余缺服务的,其形式包括套汇、套利、掉期、头寸调拨以及同业拆借等。由于金额巨大、流动频繁,而且涉及外汇业务,银行资本流动对利率、汇率的短期变动都有一定的影响。

(3)保值性资本流动,又称“资本外逃”(Capital Flight)。它是指为保证短期资本的安全性与盈利性,采取各种避免或防止损失措施而引起的国际间资本转移。促使保值性资本流动的主要原因是:国内政局动荡,资本没有安全保障;外汇汇率波动较大,资本价值面临损失;外汇管制或征税过高,资本的流动性受到威胁等等。

(4)投机性资本流动。它是指利用国际金融市场利率、汇率、金价、证券和金融商品价格的变动与差异,进行各种投机活动而引起的国际间资本转移。这种资本流动是以获取差价收益为目的的。投机者能否盈利全凭对形势的预期或判断是否正确。例如,一国暂时性的国际收支逆差会对汇率产生下浮的压力,投机者如果认为这种下浮是暂时性的,便会按较低的汇价买进该国货币,等不久汇价上升后再卖出,这样就可以从汇率变动中牟取投机利润。这种资本流动的具体形式包括:对暂时性汇率变动的投机;对永久性汇率变动的投机;与贸易有关的投机性资本流动;对各国利率差别做出反应的资本流动等等。

短期国际资本流动是国际资本流动中数量巨大、形式复杂的一种国际资本流动形式,它具有以下四个特点:

(1)复杂性。短期资本流动不仅形式复杂多样,包括上述的贸易、银行、保值性、投机性等资本流动等,而且使用的工具种类繁多,既包括货币现金和银行活期存款,也包括货币市场上的其他各种信用工具,如各种短期证券和票据等。

(2)政策性。即指各国政府的诸多经济政策(如利率、汇率政策)对短期国际资本流动的影响很大。某个国家利率相对提高,国际资本就会往该国流动。反之,国际资本会流出该国。此外,如果一个国家没有外汇管制或外汇管制较松,也容易发生短期国际资本流动。

(3)投机性。在浮动汇率制度下,短期国际资本流动具有很强的投机性,尤其是短期资本中的“热钱”,更具有投机色彩。投机性是构成短期国际资本流动的一个显著特点。

(4) 市场性。即游资真正遵循“市场原则”，哪里利润高就往哪里流动，甚至人为制造利多利空的消息，哄抬或打压某国或某区域的货币，造成区域或全球范围内的资本流动。

(二) 长期资本流动(Long-term Capital Flow)

长期国际资本流动，是指期限在1年以上或未规定期限的资本流动，它是国际资本流动的重要方式。其基本形式可包括直接投资、证券投资、国际借贷和国际经济援助。引起长期国际资本流动的根本原因是世界生产力的发展与国际分工的不断深化。长期国际资本流动形成的基本条件是各国拥有的相对优势，如所有权优势、内部化优势和区位优势等。而长期国际资本流动的动机则是多样化的，包括利润驱动、生产要素驱动、市场驱动以及政治性投机等。长期国际资本流动主要有以下几种形式：

1. 直接投资(Direct Investment)

直接投资是指一个国家的投资者直接在另一个国家的工矿、商业和金融服务业等领域进行投资，并取得投资企业的部分或全部管理控制权的一种活动。从投资的手段来看，直接投资可分为以下四种形式：

(1) 创办新企业。指投资者在另一个国家直接创办独资企业、设立跨国公司分支机构或合资子公司。对新企业，特别是合资企业的投资，可以不限于货币资本，机器设备甚至存货等都可以作为投资资本。

(2) 直接收购。直接收购是指投资者在另一个国家购买的企业。这种投资方式相对于创办新企业来说，有如下优点：①可以节省创办新企业的时间和资本，简化不必要的环节和手续；②可以拥有原来企业的技术、管理经验和营销市场，把产品迅速打入国际市场；③可以降低经营成本，提高经济效益。

(3) 购买企业股票，并达到一定比例。如美国政府规定，外国公司购买一家企业的股票超过10%便属于直接投资，而我国政府规定，外商购买一家企业的股票至少应占总投资额的25%以上，才从间接投资转为直接投资。

(4) 再投资(Reinvestment)。再投资是指投资者把在一国投资所获利润的一部分或全部留下，对原企业或其他企业进行再投资。这种投资也属于直接投资的一种形式，但再投资中实际上并没有真正的国际资本流入或流出。利润再投资是当代跨国公司对外直接投资的一种重要方式，占国际直接投资的40%左右。

2. 证券投资(Portfolio Investment)

(1) 证券投资的概念

证券投资是指投资者在国际证券市场上购买外币有价证券而进行的一种投资方式。对于一个国家来说，在国际证券市场上买进证券，就称投资，它意

味着国际资本流出。反之,在国际证券市场卖出证券,就称筹资,它意味着国际资本流入。国际证券市场上的投资者和筹资者,可以是政府或企业,投资者也可以是个人,筹资者还可以是国际金融机构。证券投资是国际资本流动的重要方式,尤其是20世纪80年代以来,受各种因素的影响,国际投资证券化趋势有增无减,发挥了重要的作用。

(2) 证券投资的主要形式

证券投资主要有两种形式,一是股票投资,它是指投资者在国际股票市场上买进外国公司发行的股票的一种投资方式。股票是投资者拥有股份企业一定比例财产的所有权证书,它没有期限,投资者在需要资金时,可在股票市场上出售股票,收回现金,因此,股票投资属于长期资本投资。二是债券投资,债券投资是指投资者在国际债券市场上买入外国政府或企业债券的一种投资方式。债券持有者到期可按规定向发行者收回本金及利息,债券的期限可分短中长期,投资者购买中长期债券,即属于长期投资。对投资者来说,由于债券可以买卖变现,亦可持有至到期日收回本息,因此,债券投资风险较小,收益有保证。债券在市场上自由买卖时,其市场价格与银行利率成反比。

3. 国际信贷

国际信贷是指一国的金融机构、政府、企业以及国际金融机构,在国际市场上向另一国的政府、企业、金融机构及国际组织借贷资金的一种信用活动。国际信贷主要有政府贷款、国际金融机构贷款和国际银行贷款三种形式。其具体形式还有出口信贷、租赁信贷、补偿贸易信贷等。

国际信贷的主要特点是:它是单纯的借贷货币资本在国际间的转移,不像直接投资那样,涉及到在他国设立企业实体或收购企业股权,也不像证券投资那样,涉及到证券的发行与买卖。国际贷款的收益以利息及有关费用来体现。

4. 国际经济援助

国际经济援助是指有关国际经济组织对发展中国家的赠与和提供的优惠贷款。它亦是长期国际资本流动的一个组成部分。

三、国际资本流动的原因

资本国际流动的根本原因在于追逐收益,尤其是经济的收益。战后生产和资本的国际化过程促使资本国际间流动的规模加大、速度加快。在国际资本的跨国流动中,人们发现,存在各种各样的流动原因。

1. 不同国家间收益率的差异促使资本从收益率低的地方向收益率高的地方流动。如果在国际间不存在阻碍自由流动的障碍,生产要素总会在能够发挥最高效率的地方相互结合进行生产,这意味着能够得到最高的要素回报。

在国际经济的实践中,资本总是从相对丰裕(但收益相对较低)的场所流向资本相对稀缺(但收益相对较高)的场所。虽然在现实中,阻碍资本自由流动的因素总是存在的,资本很难完全自由地流向具有最高回报的场所,但是,资本收益及利息率的相对差异却总会使得资本想方设法地从低收益的地方向高收益的地方流动,使得资本流出国的收益率上升,资本流入国的收益率下降,直到两地的资本收益率接近,资本流动放缓直到停止。

2. 汇率变动和国际收支不平衡造成了资本的国际流动。在国际金融市场中,人们总是抛售汇率趋势走软的货币而追捧汇率趋势走强的货币以避免汇率风险,或者在汇率变动的过程中逐利。在货币持有的转换过程中,便会产生不同币种资金的流动。而国际收支的大量顺差或逆差会造成资金的跨国流动以清偿国际间的债权、债务,同时国际收支的不平衡会造成逆差国的货币走软,顺差国的货币走强的趋势。在这种资本的国际流动中,短期资本的大规模跨国流动会对汇率造成很强的冲击,而汇率的剧烈波动又会造成短期资本的大规模的跨国流动,这在20世纪90年代末期的东南亚金融危机中表现得非常典型。

3. 汇率风险、市场风险等风险因素会造成资本的国际流动。风险与收益的关系是投资者极为重视的,一般而言,资本在运动中要兼顾安全性、流动性和盈利性的原则,在风险相同时投资者追求更高的回报率,在回报率相同时则追求更好的安全性。但是,不同的人对于相同的风险,如经济风险、政治风险、金融风险等有不同的认识,于是在国际经济运行中,风险厌恶者就会在追求资本安全目标时,将其从高风险的地方转向低风险的地方,而与此同时,风险喜好者会将资本调入高风险区以获利,这也会形成资本的国际流动。

4. 投机、规避贸易保护、国际分工等因素也造成了资本的国际流动。在国际经济中,由于贸易保护主义的限制,存在着贸易壁垒,人们为了绕过贸易壁垒,往往会进行国际间的直接投资,即厂商会在市场所在地投资办厂从事生产,就地出售产品,这一过程会引起资本的国际流动。另外,战后高速发展起来的跨国公司,在跨国经营的过程中,不管跨国公司是进行垂直型的国际分工的投资,还是进行水平型的国际分工的投资,都极大地推动了资本的国际流动。另一方面,战后发展的经济一体化极大地消除了成员国之间的贸易、资本流动和人员交流的障碍,加速了资本国际流动的进程。例如,欧洲经济一体化的进程,不仅推动了资本在欧盟范围内的流动,而且推动了资本在与欧盟有着密切经济往来地区的流动。

四、国际资本流动的现状与发展趋势

自 20 世纪 80 年代以来,国际资本流动规模和方向不断发生着显著变化和调整,并呈现出一些格局性变化的特征及发展趋势。下面我们将结合最近的一些资料来作简要的分析。

(一)私人资本取代官方资本成为国际资本流动的主要形式

国际资本流动按照投资主体分为官方发展融资和外国私人资本两种。20 世纪 80 年代以前,政府和国际金融机构是国际资本流动的主要载体。而根据世界银行的数字,90 年代以来,流入发展中国家的私人投资是国际金融机构、政府投资的 4 倍以上,目前,私人资本的流动已占全球资本流动的 3/4 左右。据世界银行《2005 年全球金融发展》报告,2004 年流入发展中国家的资金流量达到了 20 世纪 90 年代金融危机以来尚未有过的最高水平。流入发展中国家的净私人资本流量,包括债务和股本资金,在 2004 年增加了 510 亿美元,达到 3 013 亿美元。其中,外商直接投资(FDI)净额在 2004 年总共达到 1 655 亿美元,增加了 137 亿美元。在私人投资中,跨国公司的投资行为变得越来越重要,私人投资的比重进一步加强。

(二)国际资本流动的期限结构日益模糊

国际资本流动通常被划分为长期资本流动和短期资本流动来考察。就长期资本流动而言,主要包括国际直接投资、间接投资(证券投资)和国际信贷等方式。而短期资本流动则主要包括贸易资本流动、银行资本流动、保值性资本流动和投机性资本流动等项目。长短期资本流动划分的期限标准通常为 1 年。显然,两类资本流动的动机、目的以及对一国国际收支平衡乃至整个世界金融经济稳定与发展的影响是不尽相同的,就是对其监管的要求和认知程度也不一样。但是,随着全球金融与贸易管制的放松,金融创新层出不穷,尤其是金融产品创新和资产证券化,使得国际资本流动中长短期资本相互转化既方便迅速又极为频繁。如大额定期存单、货币与利率互换、票据贴现与展期以及各种基金运作等,使国际资本流动的期限结构日趋模糊。现实经济生活中,已经很难明确区分长期资本和短期资本流动。同时,大量短期资本经常混杂在国际贸易或长期资本中一起流动,监管难度和成本也越来越高。

(三)国际资本市场结构进一步调整

随着全球金融创新和资产证券化的进一步加强,国际证券投资成了当代国际资本流动的又一重要方式和发展趋势。据世界银行《2005 年全球发展金融》报告,2004 年债券发行量达到创纪录的水平,私人债务资本流动出现强劲增长。国际间银行贷款净额继续下降的同时,净债券资本流动却强烈反弹,

2004 年达到了创纪录的高点。尽管越来越多的国家能够获得银行贷款,但是债券发行总量第一次超过了银行贷款总量。

(四) 逃往质量 "战略主导国际资本流动的基本流向

从理论上讲,国际资本流动的地区(国别)结构,取决于各国经济增长水平、收益率差距、市场结构状况以及心理预期变化等。在正常情况下,收益率水平将主导国际资本流动的基本流向。但是,在诸如战争、金融风暴或经济衰退和资信危机等非常情况下,资本所有者更多是关注投资的安全性及所持的资产质量,优先选择风险程度低的“逃往质量”(Flight to Quality)战略将在目前和未来一个时期内主导资本的基本流向。

(五) 投资的区域结构失衡仍在加剧

在国际资本流动的区域构成中,长期以来,绝大部分资本流动是发生在发达国家和地区之间,流入发展中国家的份额占世界市场资本总额比率虽呈上升之势,但仍处于较低的水平,有些年份甚至会出现倒退的现象。

据统计,2004 年,流入发展中国家的外商直接投资出现了增长,部分弥补了前两年的下降,达到了 15 年来的最高水平 11%,但流入低收入国家的份额仍然很低。另外,发展中国家公布的外商直接投资流出,出现戏剧性的急剧上升,2004 年估计达到 400 亿美元(1991 年只有 30 亿美元)。外商直接投资流出主要来自于近几年接受外商直接投资流入的主要国家。

(六) 发达国家海外投资项目“班师回国”已经显现

根据美国商务部统计,按照历史成本法计算,2003 年末美国在海外直接投资存量高达 17 889 亿美元,其市场价值则高达 27 303 亿美元。其中,为了规避国内的高额税收,以及便利在世界范围内的资金运营,美资跨国公司留存海外的利润相当惊人。2004 年末,美国众议院税务委员会通过《本土投资法》,该法律规定,美国公司抽回国内的海外收益只要在 1 年内用于国内固定资产投资、削减债务、回购股票,以及培训和雇佣国内员工,对其征收的所得税率就将从 35% 下调至 5.25%。市场普遍认为,一旦《本土投资法》实施,将有许多美资跨国公司巨头受此吸引而抽回海外留存利润。摩根大通银行经济研究部门估计,适用《本土投资法》的美资企业海外利润高达 6 500 亿美元,其中回流美国的资金可达 4 000 亿美元。不少大型跨国公司早已开始筹划这笔资金的用途,惠普公司 2004 年 6 月份就表示可能用回流的海外收益削减债务,改善公司的资产负债表。英特尔 2004 年 4 月份已经开始实施耗资 20 亿美元改造其亚利桑那州工厂的计划,并为其俄勒冈州一家工厂采购了设备。

随着 2004 年日本经济复苏势头逐步扩大,从 20 世纪 80 年代开始大步走向海外的日本制造业已经表现出回归国内的征兆。2004 年下半年以来,日

本制造业,特别是电子电器行业的许多跨国公司纷纷加大在国内的投资力度,并将部分高新技术和高附加值产品从国外撤回日本国内。日本制造业回国内投资设厂的最主要原因是为了防止高新技术外流,其次是为获得高额利润而实行企业的全球战略调整。另外,随着生产设备自动化程度提高,生产相同产品所需员工减少,工资在成本中的比例下降,也使以往亚洲国家劳动力便宜的优势明显减弱。

第二节 国际资本流动的影响

随着国际资本流动规模的扩张,流动速度的加快,以及融资与交易工具的大量创新,国际资本流动的影响也日益广泛。本节将应用一些理论和模型对国际资本流动的正负面影响做深入的探讨。

一、国际资本流动对经济总量和福利的促进

(一) 麦克杜格尔的福利效应模型

我们首先引入麦克杜格尔(MacDougall, 1960)的福利效应模型分析资本流动对经济总量和福利的影响。麦克杜格尔运用新古典一般均衡的分析框架给出两个国家的福利效应模型,以证明资本流入的最佳规模及其效应。他认为,国际资本流动的原因是各国利率和预期利润之间存在差异。在各国市场处于完全竞争时,资本可以自由地从资金充裕国流向资本短缺国。国际间的资本流动将使各国的资本边际产出率趋于一致,从而提高世界的总产量和各国的福利。

该模型有下述假定:①世界经济由两个国家组成,A为资本流出国,即资本充裕国,B为资本流入国,即资本短缺国;②资本边际产出率递减,即其他要素投入不变的情况下,若继续追加资本,则追加资本的单位产出率递减;③两国国内经济均处于完全竞争状态,资本边际收益率等于边际产出率;④储蓄率是人均收入的固定比例,即储蓄倾向为外生变量;⑤资本流入只用于投资而不适用于消费。

图5-1中,纵轴为资本边际产出率, AA' 和 BB' 分别为A国和B国的资本边际产出率曲线,也是其资本需求曲线。横轴为资本量,缩小为 $Q_A C$ 和 $Q_B C$ 分别为A国和B国的资本量。 $Q_A Q_B$ 为世界资本总量。因A国的初始资本边际产出率 CD 低于B国的 CL ,将会引发A国资本向B国流动,当有 GC 量的资本从A国流向B国时,两国的资本边际产出率相等,即 $GJ = Q_A I = Q_B K$ 。A国的总产出由流动前的 $Q_A ADC$ 变为 $Q_A AJG$,B国总产出则由 $Q_B BFC$ 变为

Q_BBJG ,世界总量从 $Q_AADC + Q_BBFC$ 变 $Q_AAJG + Q_BBJG$,增加了三角形面积 JFD 的产量 ,即福利三角形。由此可见 ,国际间资本自由流动能提高世界总产量 ,但对流出国和流入国的影响有所不同。

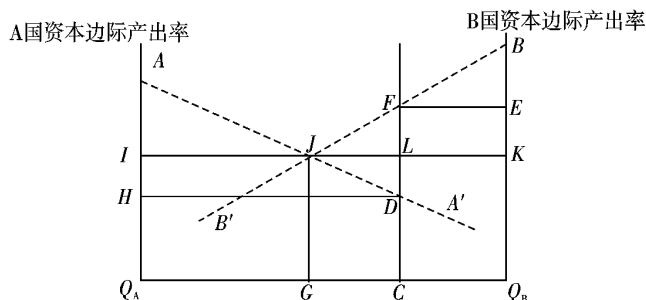


图 5-1 国际资本流动的一般模型

对流出国来说 ,产量减少($GJDC$) ,劳动力收益减少(从 HAD 到 IAJ) ,但资本收益从 Q_AHDC 增加为 $Q_AIJG + GJLC$,增加了 $HILD$,只要对外投资收入量 $GCLJ$ 大于生产减少量 $GJDC$,流出国就能获得总体国民收入增加(图中为 JLD)。相反地 ,对流入国来说 ,产量和劳动力收益增加 ,而资本收益减少 ,但总体国民收入也有所增加(图中为 JLF)。

此外 ,该模型还说明 ,对外来投资的利润征税可能使外来投资者减少资本投入 ,但会继续提高流入国的福利。来源于规模效应、垄断消除、技术进步、生产瓶颈消除等的外部经济会使资本边际产出曲线发生移动 ,增加产出 ,从而提高该国的整体福利水平。提高程度受各种因素影响 ,如劳动者工资、本国资本利润和原有外资所获得的利润变化引起的上交税收的改变。

麦克杜格尔的新古典模型也有不足之处。在分析对资本流入国经济的影响时 ,更适用于说明外商直接投资对流入国经济增长的影响。而且 ,资本流入引起资本的积累并不能保证一国总是获得福利增加。

(二) 两缺口模型对资本流入与经济发展关系的理论阐述

两缺口模型是 20 世纪 60 年代美国经济学家提出来的 ,从理论上说明发展中国家利用外资来弥补国内资金短缺的必要性。

为了维持经济的一定增长速度 ,投资和储蓄之间的差额(储蓄差额)同进口和出口之间的差额(外汇差额)必须保持平衡。由于投资、储备、进口和出口都是独立可变的 ,因此 ,这两个缺口不一定能平衡。为使其达到平衡 ,可以有两种调节方法。一种是不利用外资的方法 ,当国内储蓄缺口大于外汇缺口时 ,就必须压缩投资或增加储蓄 ;当外汇缺口大于储蓄缺口时就必须减少进口或增加出口。按这种方法 ,除非极可能增加储备和出口 ,否则 ,经济增长速度

就会减缓。另一种调节方法是在缺口以外寻找资金,这就是利用外部资源。例如,利用外资进口机器设备,一方面,这项进口暂时不用出口来抵付;另一方面,这项投资品又不需要国内的储蓄来弥补。可见,利用外资可以同时弥补两个缺口,既可以满足投资需要,又可以减轻支付进口费用的压力,从而保证经济的增长。

(1)缺口的概念。在宏观经济学中, $S=I$ 即储蓄能够顺利地转化为投资,是经济增长的基本条件,但当国内资源不足以支持理想的增长速度时,出现了缺口(如在储蓄、外汇、政府收入、技术等方面),引进外部资源弥补这些缺口便成为必要。

(2)两缺口模型。该模型主要考虑的是储蓄与外汇缺口,从国民经济的基本恒等式总收入等于总供给可以得出:

$$\text{总供给 } Y = C + S + T + M$$

式中 C 为消费, S 为储蓄, T 为税收, M 为进口。

$$\text{总需求 } Y = C + I + G + X$$

式中 I 为投资, G 为政府开支, X 为出口。

若税收等于政府支出,即 $T=G$,则有

$$S + M = I + X$$

或

$$I - S = M - X$$

上式左边 $I-S$ 是投资与储蓄的差额,为储蓄缺口;右边 $M-X$ 是进口与出口的差额,是外汇缺口。由于有投资、储蓄、进口、出口四个独立的变量,进行调节的目的是使上述公式平衡。

(3)两缺口模型的政策含义。该模型强调了发展中国家利用外部资源的必要性,利用外资可以提高一国出口能力,使得高收入、高储蓄的良性循环出现,资源配置更加合理。因此发展中国家需要对国内经济结构进行调整以适应引进外部资源的要求,同时应该发挥政府在调控经济活动中的作用。但是,利用外资最终还是要偿还的。因此,必须提高外资的利用率,使其能直接或间接地促进进出口的增长,促进储蓄的增加,增强偿还能力。

二、国际资本流动对汇率和货币供给等经济变量的影响

(一)对汇率的影响

汇率无疑是开放经济体一个至关重要的经济变量。随着国际资本流动在全球经济交易中的地位日益重要,其规模和结构的变化构成了汇率决定机制的重要经济结构背景。资本流动对汇率的影响表现为两个方面,其一是对名

义汇率的影响,其二是对实际汇率的影响。

(1) 资本流动对名义汇率的影响

资本净流入对名义汇率的影响因各国汇率安排的差异而有所不同。

在浮动汇率制下,资本净流入表现为外汇市场外汇供给的增加,在外汇需求保持不变的情况下,必然导致资本流入国货币的升值。名义汇率的升值进而影响贸易盈余,以贸易逆差来吸收资本的净流入,从而减轻本币升值的压力,实现国际收支的自动调节。

在固定汇率制度下,一国货币管理当局有责任和义务把本币汇率维持在一个固定的水平,或者将汇率波动幅度限制在一定范围内,即使资本流入不断持续,名义汇率仍然能够保持稳定,由此引起外汇供给增加,最终转化为中央银行的外汇储备。

(2) 资本流动对实际汇率的影响

资本流入引起的货币汇率上升的压力可以通过增加国内通货膨胀的方式引起实际汇率的变化。

资本净流入被中央银行吸收为外汇储备,在不冲销的情况下,储备增加导致国内货币供给的上升,在国内货币需求没有相应增加的情况下,会引起国内物价水平上升。如果国外物价水平和名义汇率保持不变,则本币的实际汇率升值,而当国内价格上升幅度低于国外通货膨胀水平时,名义汇率保持不变意味着本币实际汇率的下降。

从一些资本流入国的实际的汇率变动情况来看,拉美国家(例如阿根廷、墨西哥等)的实际汇率在引进外国资本后升值幅度较大,而亚洲国家和地区(例如韩国、新加坡、中国台湾等)的实际汇率在引进外国资本后升值幅度较小。另外,也有极少数的国家(例如巴西和印度尼西亚)的实际汇率在引进外国资本后反而下降了。

(二) 对货币供给的影响

资本流动对货币供给量的影响主要通过国际收支流量和存量表现出来,国际收支流量和存量的变动必然会从外汇储备数量的变动反映出来,即国际资本流入→国际收支顺差→外汇储备数量增加,反之亦然。

在资本流动日益全球化的条件下分析外汇储备、货币供应量和物价水平等名义变量,从国内货币创造的角度,有如下关系式:

$$M = K \cdot B$$

其中 K 为货币乘数, B 为基础货币。

基础货币 = 中央银行国外净资产(即国家外汇储备) F + 对政府债权净额 D + 对金融机构再贷款 C + 其他以放款、证券投资等形式进行货币投放的项

目 = 国外资产净额 R + 国内信贷额 W

即 $B = R + W$

增量形式表示为 $\Delta B = \Delta R + \Delta W$

所以 $M = K \cdot B = K(R + W) = K \cdot W + K \cdot e \cdot u$

其中 e 为汇率 u 为外汇持有额。

现假定货币乘数为常数,出于分析的方便假定汇率也是常数。令 ΔM 为货币供应量增量 ΔW 为国内信贷增量 Δu 为外汇持有额增量,则

$$\begin{aligned} M + \Delta M &= K(W + \Delta W) + K \cdot e \cdot (u + \Delta u) \\ &= K \cdot W + K \cdot e \cdot u + K \cdot \Delta W + K \cdot e \cdot \Delta u \end{aligned}$$

上式表明在开放经济中,一国的外汇储备与国内货币供给有如下关系:

第一,外汇储备变动是货币供给的重要渠道,因而短期资本流动通过影响外汇储备对货币供给产生影响。

第二,资本流动的三种情况对货币供给量影响不同。若资本流入大于流出,外汇储备增加 Δu ,货币供给量扩张 $K \cdot e$ 倍,即 M 增加 $K \cdot e \cdot \Delta u$;若资本流入等于流出,外汇储备增量为 0,货币供给量不变;若资本流入小于流出,外汇储备减少 Δu ,货币供给量减少 $K \cdot e \cdot \Delta u$ 。

第三,长期资本流动与短期资本流动对货币供给的影响机制基本相同,不同的是长期资本流动除直接影响货币供给外,还会对货币供给产生很大的间接影响,影响途径为,资本流入通过组合效应、乘数效应和诱导效应,影响流入国的货币需求,进而对货币供给的增长带来压力。

三、国际资本流动对一国金融体系脆弱性的影响

国际资本流动不仅会给宏观经济和政策带来巨大影响,也会给资本流入国的金融体系带来不可忽视的风险。亚洲金融危机之后,国际资本流动引发的金融风险得到空前的重视。如最早预言了这场危机的克鲁格曼提出了“永恒的三角形”理论,认为货币政策的独立性、货币汇率的稳定性和资本的自由流动构成了一个三角形,但各国在发展经济时不可能同时实现这三个目标,只能选择对自己有利的其中两个。

一般说来,国际资本流动带来的金融风险主要表现在货币危机、泡沫经济和银行业危机等几个方面。但资本流动带来的金融风险不一定必然演变为货币危机或银行业危机,能否有效控制金融风险取决于各国货币当局的政策调控能力以及当时所处的国际经济环境。

(一) 货币危机

汇率本身作为两种货币之间的比价,应主要由市场供求力量的对比决定。

随着供求力量的此消彼长,汇率自然会呈现一定的波动性。但汇率的波动过大,则容易造成外汇市场的不稳定,甚至导致货币危机。根据不同的汇率制度,货币危机可以分为两种情况:在固定汇率制度下,汇率的变动意味着货币的对外贬值(或升值),使固定汇率水平难以维持;在浮动汇率制度下,当市场汇率的波动幅度超过能够用真实经济因素来解释的范围,就称为“货币危机”。

一般来说,资本流动与货币危机的发展过程可以概括为三个阶段:其一,在危机前,危机国家普遍出现资本大量流入、股票价格和房地产价格迅速攀升以及本币升值过程;其二,本币升值等因素导致经济增长速度放慢和经常项目失衡加剧,实质经济形势逐渐逆转,在此基础上,金融市场出现货币贬值预期;其三,在市场恐慌情绪逐渐积蓄到危机触发点后,投机商对该货币汇率发动攻击,投资者开始抛售本币,资本流动出现反向性逆转,本币急剧贬值,货币危机爆发。货币危机往往是银行体系危机的前奏。

(二) 泡沫经济

在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中,金德伯格对泡沫经济的定义为:“一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价,开始的价格上升使人们产生还要涨价的预期,于是又吸引了新的买主,这些人一般只是想通过买卖牟取利润,而对这些资产本身的使用和产生盈利的能力是不感兴趣的,随着涨价常常是预期的逆转,接着就是价格暴跌,最后以金融危机告终。”泡沫经济的形成源于多种因素,如经济虚拟化、金融自由化浪潮等,其中资本国际流动也对泡沫经济的形成与破灭起了推波助澜的作用。

发展中国家和地区的金融国际化为国际资本开拓了新的投资投机场所,而且境内资本缺乏,利率水平较高,在其金融国际化初期总会有大量境外资金流入,为金融泡沫的产生和膨胀提供了必要条件。首先,在货币市场上,若流入国实行浮动汇率制,本币必然升值而被高估,本币汇率出现泡沫成分,削弱出口贸易部门的竞争力,使经常项目出现赤字,贸易收支恶化。若流入国实行固定汇率制,即使保持名义汇率的稳定,资本流入所引起的通货膨胀也会使实际汇率升值。20世纪90年代后期,东亚地区各国经济大多出现了外资大量涌入而本币实际汇率较大升值的汇率泡沫,是本国货币遭受投机性攻击的重要原因。

其次是股市和房地产泡沫。若流入国实行固定汇率制,而中央银行又不采取冲销政策,则国内货币供给大量增加,充裕的资金必然流向股市和楼市,形成泡沫。20世纪90年代后期,亚太经合组织46%的国际债券资金和16%的国际股票资金投向金融和房地产部门,在泰国更分别高达60%和18%。

大量资金流入必然导致供给弹性较小的金融资产价格陡然上涨。即使实行浮动汇率制,如果国内利率持续高于国外利率水平,外资大量流入也会在股市和房地产市场上造成巨大的泡沫。在对亚洲金融危机的成因分析中,克鲁格曼教授认为,东南亚国家的金融机构存在严重的道德风险问题,导致了泡沫经济的产生,而泡沫经济的破灭则是东南亚金融危机的重要原因。

(三) 银行业危机

按国际货币基金组织的定义,银行业危机是指真实或潜在的银行挤提导致银行停止兑现其负债甚至被迫关闭,或因此迫使政府进行大规模的干预或救助。由于银行业的高负债特征,使其具有一种内在脆弱性。它同时作为借者的集中和贷者的集中,保持正常运营的前提一方面在于发放的贷款能按数如期收回,另一方面在于所有的存款者不会同时提现,使大数法则得以成立。但国际资本流动对银行的资产方和负债方都形成了冲击。

随着管制的放松和大量外资的流入,银行流动性激增,授信能力膨胀。面对这种局面,从资产方来看,银行管理者扩大资产规模、追求高额风险利润,将贷款投向高风险产业或部门,如房地产、证券等,使这些部门的资产价格迅速上升。而这些部门价格的上升反过来又会刺激贷款向这些部门集中,形成泡沫,造成银行资产负债结构不合理。一旦泡沫破裂,留给银行的则是大量的坏、呆账。从负债方来看,国际资本迅速流出时,造成对银行提现的压力,使银行陷入流动性困境,又在国内存款人中间产生“羊群效应”,引发大规模的挤提,使银行的流动性状况雪上加霜,导致银行破产。

参与金融衍生工具交易是加重银行危机的另一个原因。金融衍生工具是国际短期资本的重要组成部分,它本来是套期保值、发现价格的工具,但随着虚拟经济与实体经济严重脱节,衍生工具被过度虚拟化,加上其杠杆作用,往往被国际投机者利用,加大了金融市场的风险,助长了泡沫经济的膨胀。英国老牌投资银行巴林银行由于投机金融衍生品交易亏损 10 多亿美元而倒闭、日本住友商社高达 28 亿美元的亏损等风险事故,不能说不是国际资本流动风险加大的结果。

如果国际资本突然从银行系统大量撤走,不但单个银行会倒闭,而且整个银行体系都有可能出现问题。因为中央银行只能靠有限的外汇储备和准备金救助商业银行,中央银行自身不能印制发行外国货币,不能充当外国货币的最后贷款人。问题的严重性很容易超过中央银行所能承受的界限,系统性风险由此产生。

上述分析表明,在国际资本流动日益频繁的情况下,国际资本流动有可能对某个国家造成冲击,使该国产生金融和经济动荡的风险。第三节分析还

将表明,在某个国家宏观经济出现某些问题的时候,该国有可能遭受外国投机者的金融投机攻击而爆发金融危机。

第三节 国际金融危机

一、国际金融危机概述

金融危机(Financial Crisis)是货币危机、信用危机、银行危机、债务危机、证券市场和金融衍生产品市场危机等的总称,一般是指一个国家金融领域中出现的剧烈动荡和混乱,对实物经济的运行产生极其不利的影响。它表现为金融领域所有的或绝大部分的金融指标急剧恶化,股市暴跌,资本外逃,信用遭到破坏,银根奇紧,利率上升,银行发生挤兑,金融机构大量破产倒闭,官方储备大量减少,无力偿还到期的债务本息,货币对内对外大幅度贬值等。

所谓国际金融危机,是指国际金融领域所发生的剧烈动荡和混乱通过支付和金融操作,或通过金融恐慌心理迅速传导到相关的国家或地区,而使有关国家或地区的金融领域出现剧烈动荡和混乱。

由于当代各国经济与金融的密切交叉融合已达到国际经济与金融一体化的程度,所以,在当代世界上任何一个国家或地区发生经济危机和金融危机,就其破坏作用和影响而言,都带有明显的国际性和全球性的特点。

20世纪30年代以来,国际上已爆发过多次金融危机。主要有:1929年10月28日由纽约证券交易所爆发的股市危机,并迅速波及到全球,形成了持续到1933年的世界性的金融危机和经济危机;1960~1973年先后爆发6次美元危机;1973~1975年因美国圣地亚哥国民银行破产引发并蔓延到许多西方国家的银行破产风潮;1982年8月爆发的并迅速波及到全球50多个发展中国家的债务危机;1987年10月19日,因纽约证券交易所道·琼斯股价平均指数直线下降,华尔街的混乱瞬间传遍了西方各主要证券交易所,从而爆发的世界性的股市危机;1992年爆发的英镑危机;1994年爆发的墨西哥金融危机;1997年爆发的东南亚金融危机;1998年爆发的俄罗斯货币金融危机;1999年爆发的巴西货币金融危机;2001年爆发的阿根廷货币金融危机。在这些金融危机中,影响面最广的是1929~1933年的世界金融危机,1960~1973年的6次美元危机,1973~1975年的银行破产风潮,1982年爆发的债务危机和1997年的东南亚金融危机等。

二、金融危机与货币危机

IMF (IMF, 1998) 认为, 广义的金融危机包括了货币危机、银行危机、外债危机和系统性金融危机等四种类型。货币危机是指对一国货币的投机导致该种货币贬值或迫使货币当局通过急剧提高利率或耗费大量储备保卫货币的情况。银行危机是指现实或潜在的银行挤兑或银行倒闭引致银行停止偿还负债或迫使政府通过提供大量援助进行干预的情形。外债危机是指一国不能按时偿还其对外负债, 不管债务人是政府还是私人。系统性金融危机是指对金融市场的严重破坏, 损害了市场有效性, 对实际经济造成巨大的负面影响。系统性金融危机可能与其他几种危机的内涵有一定的重合, 但是货币或银行危机并不必然导致国内支付系统的严重破坏, 因而并不等同于系统性金融危机。

但是, 在很多场合下, 金融危机的狭义定义是指货币危机。对货币危机的研究至少可追溯到 1979 年 Paul Krugman 发表的重要论文《一种国际收支危机的模型》, 在该论文中, Paul Krugman 将货币危机视为一种国际收支危机, 他认为: 在实行固定汇率制或钉住汇率制的国家, 为防止货币贬值而消耗国际储备或提高国内利率而付出国内通货膨胀上升的成本, 当政府放弃固定汇率制或钉住汇率制时, 本币就会大幅度贬值, 出现货币危机。货币危机通常表现为固定汇率制度的崩溃或被迫调整(如法定贬值、汇率浮动区间的扩大等)、国际储备的急剧减少以及本币利率的大幅上升等。

目前主要有四种货币危机的判定标准: ① 汇率的急剧大幅度变动; ② 汇率和外汇储备的加权平均大幅度变动; ③ 加权平均的汇率、外汇储备和利率的大幅度变动; ④ 进口的大幅度下降。第二种标准是由格雷西拉·卡明斯基等人(Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M. Reinhart, 1998) 在论文《货币危机的先导指标》中提出的, 他们认为: 货币危机是对一国货币的攻击导致了该国货币的大幅度贬值或国际储备的大幅度下降或二者兼而有之的状态; 可用外汇市场压力指数(Exchange Market Pressure, EMP) 对货币危机进行事后确认, 该指数是外汇汇率(以本币与美元或德国马克的直接标价法表示)的月度百分比变化和国际储备(以美元表示)的月度百分比变化的加权平均, 权数通过指数的两个组成部分有相同的条件方差来确定, 因为该指数随货币的贬值和国际储备的损失而增加, 故该指数的大幅度增加反映了本币面临的强大卖出压力。由于第二种标准具有较强的现实可操作性, 因此使用得最为广泛。

20 世纪 90 年代以来出现的金融危机大多表现出明显的货币危机的特点, 并且, 近期货币危机的一个突出特性是它往往与银行危机相伴而来, 这种情况被称为“双重危机”(Twin Crises)。我们在第四节中将主要分析狭义的金

融危机——货币危机。

三、国际金融危机的理论

1997 年亚洲金融危机爆发后,理论界对此进行了大量的研究,我们从中挑选一些主流观点进行介绍,并将它们统称为“金融危机新论”。

(一)道德风险论

所谓道德风险,是指因当事人双方的权利和义务不相匹配而导致其中一方的资产或权益受到损失的可能性。在金融危机中,道德风险表现为政府对存款者所作的某种担保使金融机构进行风险很高的投资,造成巨额的呆坏账,引起公众的信心危机和金融机构的支付危机,最终导致金融危机。麦金农和克鲁格曼是这种观点的主要代表。

1. 道德风险引起危机爆发的机制。20 世纪 80 年代美国出现了大量的储贷协会倒闭现象,经济学家和政策制定者在对这场倒闭风潮的反思时认识到,在一个管制松散的环境中,存款保险制度会引发严重的道德风险问题。由于联邦储蓄贷款保险公司给储贷协会承担存款担保,储贷协会不必担心因过度的冒险(贷款或投资)而失去存款人的信任,同时由于保险费对所有的储贷协会都一致,储贷协会也不必担心因为过度的冒险而支付更多保险费。在这种放松管制的情况下,储贷协会当然有强烈的欲望去从事冒险活动,追求风险收益,这就是金融过度。金融过度必然加剧金融体系的脆弱性,当外部条件变化时,将会导致金融泡沫的破裂,进而引发金融危机。

道德风险在东亚金融危机中表现得更为复杂。在东亚国家,大多数并未建立存款保险公司之类的机构,政府也没有明确宣布为金融机构作担保,但由于政府与金融机构之间错综复杂的资金、业务和人事关系,以及新闻媒介的不断暗示,使得社会公众得出这样一个结论:金融机构一旦发生危机,政府一定会加以保护。当然,这个结论仅仅是人们的“印象”而已。由于这种所谓的担保缺乏确凿的法规依据,我们就将其称为“隐含的担保”。隐含担保的存在使道德风险的危害更为严重。

根据道德风险理论,金融危机的发展包括以下几个阶段:

第一阶段,金融机构在隐含担保的条件下进行投资决策。假设金融机构在市场募集到由政府担保的 100 万美元,它面临两种投资选择:要么进行无风险投资,要么进行风险投资。如果投资无风险项目,收益为 107 万美元。如果投资风险项目,其回报率呈概率分布,即如果成功,能获得 120 万美元的收益,如果失败,则只能收回 80 万美元。假定成功和失败的概率各为 50%,预期收益为 100 万美元($120 \times 50\% + 80 \times 50\%$)。

很明显,风险中性的投资者会根据预期收益的大小偏好无风险投资项目。然而,得到隐含担保的金融机构却会选择风险投资项目,这是因为如果它进行风险投资,在优状态下它将获得20万美元的回报,而在劣状态下虽然会遭受损失,但金融机构不用承担任何债务,故而在劣状态下它的回报为零。因此金融机构进行风险投资的期望回报为10万($20 \times 1/2 + 0 \times 1/2$)美元,大于投资无风险项目的回报7万美元。

第二阶段,尽管金融机构进行了扭曲的投资决策,但由于隐含担保的存在,人们仍然放心地将资金存放在这些机构,进一步激发了金融中介机构的过度借贷。这使各种资产价格迅速上涨,引起整个经济的投资热潮,金融泡沫由此产生。

资本市场开放加剧了过度投资。如果资本市场不开放,金融机构的资金只能依赖于有限的国内储蓄。因此,金融机构无法满足的资金饥渴只能引起利率上扬,而融资成本的提高在一定程度上能够抑制投资欲望。相反,开放资本市场意味着能从国际资本市场上得到资金,使投资或投机需求不断膨胀,并将风险扩散到国际市场。如果在资本市场开放的同时还维持着某种形式的固定汇率,居高不下的利率会使外资不可遏止地向国内涌入。

第三阶段,在泡沫经济持续一段时间之后,金融机构对资产价格上涨而形成的“良好”财务状况开始引起关注和警觉。这种警觉渐渐演变为普遍的金融恐慌,高风险的投资项目出现漏洞,泡沫开始破裂。在此过程中,首当其冲的就是一直扶摇直上的资产价格。资产价格的下降使金融机构的财务状况迅速恶化,出现偿付危机。此时,虽然金融机构的经营状况已岌岌可危,但是人们期待已久的政府援助并没有出现,破灭了的希望很快引起金融市场的动荡,资产价格进一步下降,金融机构的偿付力问题也很快蔓延开来,于是金融体系崩溃,金融危机爆发。

道德风险论的结论是:政府的隐含担保导致的道德风险是引发危机的真正原因,货币价值的波动只不过是危机的一个表现而已。但是,如果政治或经济制度向有利的方向发展,道德风险的危害性就会削弱。例如,若本届政府有望继续执政并锐意改革,金融机构的投资决策就会从风险偏好向风险中性收敛。所以,防范危机的关键在于尽可能减少政府与金融机构之间的“裙带关系”和过于密切的往来,同时加强对金融体系和资本市场的监管。

2. 对道德风险论的评价。道德风险论可以较好地解释东亚金融危机中所表现出来的特征:

第一,爆发危机的东亚国家表现良好的财政收支状况并非真实情况的反映,显示出来的资产负债背后隐藏着大量的隐性债务,即为金融机构提供的巨

额隐性担保。

第二,在危机爆发前,这些国家都出现了资产价格的暴跌。例如泰国的股票市场在经历了 20 世纪 90 年代初的急剧上涨后,在 1995 年出现了下降,在 1996 年更是急剧下跌。正是由于资产价格的暴跌才引发了这场金融危机。

第三,东亚金融危机之所以传播扩散到与其地理位置和出口产品结构不同的国家与地区,主要是由于这些国家和地区的经济处于亚稳态的均衡之中,其金融体系极其脆弱,一旦有一点风吹草动,就可能形成自我实现的金融危机。

虽然,道德风险论对东亚金融危机有一定的解释力,但它也存在重要缺陷。

第一,道德风险论的结论建立在三个重要的前提上:①在存在政府隐含担保时,金融机构必定会过度投资;②风险性投资行为一定会挤出金融机构和其他经济部门的全部“正当”投资行为;③外资必然会优先考虑具有政府隐含担保的企业或金融机构。但在危机发生之前,东亚国家所有类型的投资行为(包括外国投资者的直接投资)都有所上升,还有半数以上的国际银行贷款和几乎所有的证券或直接投资(相当于外资总额的 3/5)都进入了没有国家担保的非银行企业。这说明东亚国家的实际情况与道德风险论的假设前提并不完全一致。

第二,没有说明是什么因素促使危机突然爆发,忽略了国际游资的恶意攻击。

(二)基本因素论

基本因素论是最经典、最古老的金融危机理论之一。东亚金融危机爆发后,理论界对传统的基本因素论进行了修正,添加了一些新的因素,增强了它的解释力。多米尼克·萨尔瓦多(Dominick Salvatore)和考赛提(Corsetti)等学者是这一学说的重要代表。

1. 基本因素论的基本论点是:

第一,一国的基本面因素是决定危机是否会爆发的最关键的因素,也是导致危机蔓延和恶化的根本原因。

第二,基本因素的恶化包括外部不平衡(经常项目赤字、实际汇率升值)和内部不平衡(例如金融体系的不健康运行、政府为了援助不良贷款而产生的巨额隐含财政成本和相对较低的外汇储备)。它可以用一个由多重宏观和金融指标组成的指标体系进行量化,并可根据指标体系的数值变化预警危机的爆发。

传统的危机预警指标一般包括以下几项(1)经常项目赤字:经常项目赤

字/GDP。(2)债务指标 ①外债总额/GDP ;②短期债务/GDP ;③(经常项目赤字—对外直接投资)/GDP ;④短期债务/国际储备 ;⑤到期债务/国际储备 ;⑥到期债务/出口收入 ;⑦一国国际储备能够支付进口用汇的月数。

东亚金融危机后,人们特别将金融部门的问题也列入基本面因素中,认为金融脆弱性是引起危机的最重要的因素之一。金融脆弱性(Financial Fragility)是一个含义很广的概念,涵盖了金融体系的全部经营风险,最典型的表现就是在贷款总额迅速增加的情况下,贷款质量也同时恶化,而且在经济形势恶化时,其中很大的一部分将变成不良贷款。

第三,基本面因素不能准确地预测出一国何时爆发金融危机,但能表明危机的趋势。

第四,在许多条件下,投机攻击、政治问题是促发金融危机的催化剂。

2. 基本因素论对东亚金融危机的解释力。如果以新“基本因素论”来衡量,在东亚金融危机之前,各国的各项指标都表明风险正在不断增长。这些指标明显地体现了高估的汇率水平、不断扩大的经常项目赤字和恶化的金融体系。

(1) 1990年以来,东亚各国的货币出现了持续升值。其原因在于,美国经济的高速发展使美元对各主要货币保持了强劲的升势,与美元保持固定汇率的东亚各国货币随之水涨船高。币值不断被高估。

(2) 东亚各国自20世纪80年代初起出现经常项目赤字,且数额不断扩大。两个原因导致了这个现象,首先,各国货币的实际汇率上升;第二,各国出口产品以半导体等初级加工品为主,随着这些产品的主要进口国——日本的经济停滞,加上来自其他发展中国家的出口竞争,其市场份额不断减少,创汇能力大大降低。

1985~1989年间,泰国、印尼、韩国、马来西亚和菲律宾的经常项目赤字平均值仅为GDP的0.3%。而进入20世纪90年代之后,上述5国的经常项目赤字平均为GDP的4%,并呈不断上升的趋势,其中尤以泰国和马来西亚为甚。

(3) 金融体系的经营状况不断恶化。20世纪90年代初,东亚各国经济达到高速增长的顶点,但金融体系却日益脆弱。原因在于:①经济高速增长和房地产等资产价格的不断上升使私人部门对资金的需求大大增长;②高利率和开放的资本市场吸引了大量外资。作为资金供需的中介,金融机构一方面从离岸市场上吸收外资,另一方面向私人部门大量贷款。从1990~1996年底,各国银行体系向私人部门的贷款在GDP中的比重迅速上升。例如,1990年,马来西亚、泰国和韩国的银行向私人部门贷款占GDP的比重分别为111.4%、

83.1%和102.5% ,到了1996年底 ,这一比重分别达到了144.6%、141.9%和140.9%。

但是 ,金融机构的投资行为存在极大的弊端 ,这可以用以下12个字概括 :①“借外贷内”(借入外币 ,贷出本币) ,这带来了巨大的汇率风险。②“借短贷长”(借入短期外资 ,贷出长期本币) ,它使银行的资产负债期限不匹配 ,增加了各国对外债的依赖性 ,容易造成偿债风险。到1997年中期 ,印尼、泰国和韩国的短期外债都超过了外汇储备。③“风险投资” ,金融机构大量投资房地产 ,而房地产业对经济有“放大反馈”的作用 ,当经济增长时 ,房地产价格和对房地产的投资增长速度都超出实际经济增长率 ,并通过财富效应使人们产生了经济高速增长的幻觉 ,即产生了“泡沫经济”。

尽管金融体系的缺陷早在1996年就已现端倪 ,但当时全世界都在为“亚洲奇迹”欢呼喝彩 ,各国不仅没有进行改革 ,反而还借着经济发展的势头变本加厉地吸收外资。例如 ,泰国建立了“曼谷国际银行业务往来设施” ,对外资往来提供了更大的方便。作为反例 ,一些基本因素相对良好的国家和地区在东亚金融危机中则幸免于难 ,例如香港和台湾。

3. 评价。基本因素论具有一定的说服力 ,尤其是它在传统的指标体系中加入了金融体系的诸多表现 ,使指标更加切合危机的实际情况。但是 ,基本因素论的缺陷也非常明显。

(1)基本面因素固然是引发危机的重要原因 ,但即使是正常时期也不能保证基本面因素的完好。所以 ,这只能是导致危机、恶化危机的必要条件 ,而非充分条件。以亚洲为例 ,首先 ,在危机爆发之前 ,各项经济指标的恶化状况远远没有达到1994年墨西哥危机拉美各国的程度。第二 ,各国的恶化程度各不相同 ,没有一致的危机预示。例如 ,泰国和马来西亚两国的经常项目赤字较高 ,而印尼和韩国则低得多。第三 ,虽然理论界和实务界都有一些有识之士在危机前认识到了东亚的诸多问题 ,但是大多数国际投资者都认为经济基本面的恶化只是表明经济的不平衡发展 ,需要进行适当的调控 ,不太可能爆发重大的危机。所以 ,虽然基本因素论提出政局变动等突发事件是危机的导火索 ,但是没有说明危机爆发的机制。

(2)基本因素的恶化和危机的相关性并不足以说明它们的因果关系。许多学者指出 ,金融机构的坏账问题、财政赤字增加等现象都是在危机后才出现的 ,所以在某种程度上说 ,它们是危机的后果而非原因。如果危机没有爆发 ,这些问题也许一直会隐含下去 ,或是以一种更加温和的方式表现出来。当然 ,我们也不能否认 ,这些“隐含”问题确实引起了国际投机者对东亚的觊觎。所以 ,它们是互为因果的。

(三) 金融恐慌论

金融恐慌论对资本流动恶化危机的作用进行了比较完整的描述。该理论认为东亚各国在危机前夕大多经历了一个资金迅速流入的过程,但是外资的流入是很脆弱的,极易受到“金融恐慌”的影响而发生逆转,一旦发生大规模逆转,危机就会发生。

1. 理论渊源

早在1983年,戴孟得(Dybvig Diamond)等经济学家就指出“金融恐慌”会导致并恶化危机。所谓“金融恐慌”(Financial Panic),是由于某种外在的因素,短期资金的债权人突然大规模地从尚具有清偿能力的债务人那里撤回资金,这是一种集体行为(Collective Action)。

具体而言,金融市场存在多重均衡,“金融恐慌”是金融市场向不利均衡(Diverse Equilibrium)发展的结果。造成恐慌的原因有三个:(1)一国或一个金融机构的短期债务超过了短期资产的数额;(2)一国或一个金融机构不具备足够的流动资金来偿还其所有的短期债务;(3)没有一个经济单位能够担负起最后贷款人的职责。如果上述现象发生,那么当一个债权人(包括存款者)发现其他债权人已经撤回资金,它就会作出同样的行为;相反,如果债权人发现其他的债权人还在继续借出资金,它同样也会这样做。从经济学意义上讲,这两种行为都是理性的。但是,第一种行为将会演化成大规模的“金融恐慌”,引起严重的经济损失,并引发危机。该理论产生于对美国储贷协会危机的反思,并由于提出了“多重均衡”的概念,成为第二代危机理论的渊源。

2. 基本观点

美国经济学家瑞得立克和萨克斯(Steven Radelet and Jeffrey Sachs)在1998年对金融恐慌论进行了论述和修正。新一代金融恐慌论的观点可以概括如下:

(1)在危机之前一段较短的时间内突然流入的外资潜伏着巨大的风险。东亚各国自20世纪80年代初开放资本市场后,以其高速增长的经济潜力吸引了大量外资。这些外资最初并没有流向投机性强的房地产和金融部门,而是进入了生产性较强的实物经济领域,促进了经济发展。这种状态一直持续到90年代。此后,东亚各国的经济金融形势出现了巨大的变化,金融市场开始成熟,投机需求不断增长。同时,由于对经济前景充满信心,外资流入迅猛攀升。但是,这些外资多为短期资金,而且大多投向风险性较强的行业,因此非常容易发生逆转。

(2)危机爆发前后,金融市场上出现了一系列导致“金融恐慌”的触发事件(Triggering Events)。这些事件包括金融机构和企业的破产、政府违背自己

的承诺或是金融市场上投机者的恶意炒作。例如,1997年1月,韩国韩宝钢铁厂在60亿美元债务的压力下宣告破产。2月,韩国起亚公司遭受了同样的命运。这些大企业集团的破产使对其提供担保的韩国各大商业银行承受了巨大的压力。同年,泰国 Sam-prasong 房地产公司将大量金融公司带入噩梦之中,包括第一金融公司。但是,泰政府出尔反尔,违背先前作出的救助承诺,导致第一金融公司破产。这个事件引发了信心危机,外资纷纷撤出东亚,危机爆发。

(3)危机爆发后,一系列因素使“金融恐慌”不断放大,恶化了危机。盲目而短视的防治措施和危机爆发后的诸多经济现象放大了“金融恐慌”,加速了资金外逃,使各国金融市场和经济在一个很短的时间内彻底崩溃。具体来看,有以下几个因素放大了金融恐慌:

①政府和国际社会的政策失误。各国政府以外汇储备为代价捍卫固定汇率制,并采取了其他一些激进的措施,远远超过了其自身的承受能力,使市场对固定汇率制的可维持性产生了怀疑。例如,印尼政府要求国有企业从银行体系提出存款购买中央政府票据,加剧了挤提压力,直接提高了利率水平,影响了正在进行的投资项目。马来西亚在股市剧烈动荡时宣布成立一个大型基金来推高股价,但由于资金和实力不足,不久就放弃了这个计划。泰国和韩国向濒临破产的金融机构注入了大量资金,结果只是扩大了财政赤字。此外,政府官员和新闻媒体的煽动性言论进一步刺激和加速了资金外逃。以上种种不成熟的政府行为使投资者对其维持市场秩序的能力丧失了信心。

②政局出现动荡。东亚金融危机爆发后,韩国、泰国、菲律宾和印尼等国都面临着政府换届。其中,韩国和泰国早在危机开始之初就更换了政府成员。菲律宾总统也在1998年5月换届。印尼大选则在苏哈托总统操纵下于1997年底匆匆举行,随后在民众大规模抗议中下台,迅速影响周边国家。

③信用评级机构对亚洲各国的国家信用实行了降级处理。

④资本外逃本身加剧了“金融恐慌”的严重性,形成恶性循环。货币贬值和股市动荡等经济条件的变化使资金大量外逃,引发了新一轮的货币贬值、银行挤提和利率上涨。汇率风险和融资成本的上升恶化了一些本来业绩比较好的公司和银行的经营状况,使离岸债权人对其投资项目产生了疑虑,不愿意将其短期债务进行展期。同时,为了恢复资本充足率,一些流动性较强的跨国或国内银行也开始限制贷款的发放。为了偿还美元短期贷款,优先争取流动性资金,人们对银行的挤提加剧,使银行的资产质量和公司的财务状况迅速恶化,资金进一步外逃。

以上种种都使市场参与者的恐慌与日俱增,资金不断外逃,最终恶化了危

机。

从以上的分析中,金融恐慌论提出了下面的政策建议:首先,资本市场会发生多重均衡,所以对金融体系进行改革,令其健康发展,以防患于未然;第二,国际金融市场容易受到金融恐慌的影响,因此必须由一个公平有效的组织充当最后贷款人,及时防止金融恐慌的爆发和扩大;第三,政策制定者必须全面而又谨慎地制定和采取措施,并在危机初现端倪时就采取微调的手段,防止因为短期行为对市场情绪产生不利的影响。

3. 评价

金融恐慌论认为恐慌源于一国的基本面恶化,由一系列突发性金融和经济事件引发,并由于各国政府和国际组织对危机的处理不当而不断膨胀,导致大规模的资金外流,最终导致并恶化了危机。这一观点具有较高的理论价值。它结合了基本因素论和道德风险论等理论的诸多优点,引进了市场情绪这一新变量,突出了国际资金逆转性流动的触发作用,对危机的恶化作出了新的解释。

第四节 投机性冲击与货币危机

20世纪80年代以来,随着全球资本市场一体化程度的逐步加深,国际资本流动得到了空前发展,国际资本流动规模日益扩大,流动速度越来越快,蕴含的风险也越来越大。大量基本不受各国监管当局和国际金融组织监控的私人短期资本,熟练地运用着各种最新的金融工具和交易方式,凭借着高超的交易技术,在国际金融市场上自由移动,寻求获利机会。国际资本的这些新特征使国际金融市场的动荡经常发生,投机性冲击(Speculative Attacks)频繁发生,且冲击的潜在力度和持续时间不断增加。1997年爆发的亚洲货币危机更表明:由投机性冲击造成的货币危机(Currency Crisis)有可能进一步深化成为全面的金融危机和深刻的社会危机。

一、短期资本流动与投机性冲击

所谓国际投机性资本或游资(Hot Money),是指那些没有固定的投资领域,为追逐短期高额利润而在各市场间频繁移动的资本。投机性资本以短期资本为主,但并非所有的投机性资本都绝对是短期资本。现代国际投机资本的特点之一是隐蔽性,它们也可能顺应市场周期做中长期投资。另外,并非所有的短期资本都是投机性资本,比如涉及国际贸易资金融通和结算的短期资本,以及银行的短期拆放资金或头寸调拨等业务资金等,都不是投机性资本。

国际投机性资本随着国际资本市场规模的扩大、流动速度的加快以及流动范围的扩大而不断发展。投机者根据对汇率变动、利率变动、证券价格变动、金价或特定商品价格变动等的预期,在较短时间内突然大规模进行买空卖空等交易,大幅度改变资产组合,并通过影响其他资产持有人的信心,导致市场价格的更大不稳定,以创造获取短期高额利润的机会。这种突发性的扰动市场行为即投机性冲击。受国际投机性资本的趋利、短期的本性制约,冲击领域一般都选择获利高、金融管制少、资本容量大和资产流动性强的产业和部门,比如外汇(货币)类、期货类、期权类、贵金属类、房地产类等等。

从投机性冲击的实践看,国际投机性资本对攻击一个国家或同时攻击一些国家的货币有特别的偏好,对固定汇率制度或有管理的汇率制度进行的投机性冲击或货币投机性冲击(Currency Speculative Attacks)是最常见的投机性冲击。一般而言,当一国执行固定汇率制度或钉住目标汇率时,投机者通常会作出判断,只要官方平价或目标汇率不与基础的经济条件或状态发生冲突,官方平价汇率就能够维持。但是如果投机者认为现有基础经济状况不能长期支持现行汇率水平,那么就会发动投机性冲击,从而加速固定汇率的解体。

在固定或钉住汇率制条件下,一旦国内出现通货膨胀或经济萧条和持续的经常账户逆差,政府对汇率固定的承诺就会失去可靠性。因为货币贬值的压力很强,政府勉强维持目标汇率,将使国际储备不断枯竭。即使有国际金融市场的融资,也不能纠正经济状态的基本不平衡,最多只能延缓贬值的发生,贬值最终还是难免。如果投机者预期到这一点,就会提前调动资金实施投机性冲击。投机者利用各类金融工具的即期交易、远期交易、期货交易、期权交易、互换交易,同时在外汇市场、证券市场,以及各种衍生品市场上做全方位的投机,构成了立体投机策略。由于汇率固定或有政府维持汇率固定的承诺,实际上货币投机性冲击的风险是很小的,因为汇率运动的方向非常明显,被称为单向预期。退一步说,即使预期错误,也不过是汇率平价不发生变动,那么投机者的损失只是少量交易成本。所以投机风潮一旦掀起,规模都相当巨大,并且是志在必得。

二、20 世纪 80 年代以来的典型投机性冲击与货币危机回顾

二战后的布雷顿森林体系时期是国际私人资本日益强大、投机性冲击活动由弱到强的发展过程。在这一时期私人资本国际游资对货币的投机性冲击力度越来越强,并且冲击活动屡屡得手。比较典型的有 1967 年末的英镑危机、1969 年 8 月的法国法郎危机,以及 1971 ~ 1973 年间的美元危机。如果说布雷顿森林体系崩溃的根本原因是体系内在的缺陷,那么体系崩溃的直接诱

发因素则是国际短期游资对基准货币——美元的投机性冲击。

布雷顿森林体系崩溃后,世界范围内掀起了放松管制、强化市场机制、推动经济自由化和金融深化的浪潮。相应地,国际金融市场日益自由化和全球一体化。加之现代化通讯手段和计算机网络技术的应用,金融衍生工具和交易手段层出不穷,国际资本流动更得到了空前的发展。在资本高速流动的背景下,投机性冲击频频发生。比较典型的有20世纪80年代初对拉美部分国家钉住汇率机制的冲击、1994年墨西哥比索危机,以及1997~1998年间的东亚金融危机。

(一) 20世纪80年代初对拉美国家汇率机制的冲击

1978年,智利、乌拉圭和阿根廷宣布实行爬行钉住汇率制,货币当局制定了本国货币相对于美元逐步贬值的计划。但在实施中,三国的通货膨胀率大大高于美国,而且货币贬值程度远小于与美国的通货膨胀率之差。于是,这三国都由于本币币值的高估而出现经常账户逆差的不断上升。1981~1982年间,国际金融市场利率达到创纪录的高点,三国的外债负担和经常账户赤字已经难以为继,货币偏离目标汇率的贬值已不可避免。在这一背景下,三国相继经历了投机性冲击、相应的货币贬值以及由此引发的资金外逃和国内金融机构的挤兑危机。

(二) 1994年墨西哥比索危机

1982年墨西哥发生债务危机以后,在IMF的监督下实行了全面的经济调整与改革政策,紧缩经济并大幅度削减财政赤字。1987年重新固定比索与美元的汇率,1989年1月改为爬行钉住汇率制,1991年12月又变为移动目标区域汇率制,并逐步扩大比索允许波动的范围。这一系列经济改革措施收到一定成效,国民经济稳步回升。但是到1994年,墨西哥经济增长再度陷于停滞,并伴之以政治局势的不稳。于是比索贬值的预期和传闻不断加剧,资金纷纷外逃,中央银行的干预措施使市场利率急剧上升,同时国家外汇储备不断降低。12月30日墨西哥政府最终不得不宣布比索贬值。然而贬值后的新汇率立即受到投机性冲击,墨西哥政府不得不转而实行浮动汇率制。此后的经济状况和政治局势使外国投资者极度恐慌,资金继续外逃,银行受到挤兑,经济陷入危机。在浮动汇率制下比索持续贬值,至1995年底,比索在外汇市场上连创新低。

(三) 对欧洲货币体系联合浮动机制的投机性冲击(1992~1993年)

加入欧洲货币体系的欧洲共同体成员国货币之间实行联合浮动汇率机制,创立了欧洲货币单位(ECU),并制定了各成员国货币与ECU的法定中心汇率。于是各成员国之间形成固定汇率制度,对外则实行联合浮动。20世纪

90年代初,欧洲共同体各国经济出现动荡,成员国之间的宏观经济状态,比如通货膨胀率、失业率、财政赤字和经济增长等出现较大差距。一些成员国货币与 ECU 中心汇率的平价难以维持,于是给国际投机者提供了机会。

投机性冲击出现于 1992 年下半年,最早遭受投机性冲击的货币是芬兰马克和瑞典克朗。芬兰和瑞典当时都不是欧洲货币体系的成员国,但他们都希望加入欧洲货币体系,并将本国货币与 ECU 中心汇率相联系。在投机性冲击下,芬兰迅速放弃了固定汇率,于 9 月 8 日大幅贬值。瑞典政府则坚决保卫克朗,将短期利率提高到年率 500%,最终击退了投机性冲击。同时,英镑和里拉也持续遭到冲击。9 月 11 日欧洲货币体系同意里拉贬值 7%,尽管德国中央银行花费了约 240 亿马克支持里拉,但是 3 天以后,里拉还是退出了欧洲货币体系。此时英格兰银行为保卫英镑已损失了数十亿美元,但在 9 月 16 日还是被迫允许英镑自由浮动。法国法郎也遭受了投机性冲击,但是通过法、德两国的共同干预,以及法国大幅提高利率,使法郎币值得到回升。

欧洲货币体系的危机从 1992 年持续到 1993 年,在此期间投机性冲击时有发生。1992 年末,葡萄牙货币埃斯库多贬值,西班牙货币比塞塔再次贬值,瑞典克朗和挪威克朗开始浮动。1993 年上半年,爱尔兰镑贬值,葡萄牙埃斯库多再次贬值,西班牙比塞塔第三次贬值。而法国法郎和丹麦克朗终于顶住了间断性的投机性冲击。

(四) 1997 年东亚货币危机(1997~1998 年)

在 20 世纪 80 年代和 90 年代初,东南亚各国加快金融自由化的步伐,全面开放国内金融市场以吸引外资,从而形成了快速的经济增长,被称为“东南亚奇迹”。但是进入 90 年代中期以后,劳动力成本的上升使产品的国际竞争力有所下降,一些国家出现经常账户的逆差。由于各国没有能够及时地提升产业结构,提高产品竞争力,继续涌入的外部资金及国内投资普遍形成了泡沫经济和房地产投资过热。以泰国为例,1996 年的外债余额已达 900 亿美元,其中短期外债就高达 400 亿美元,超过 1997 年初的外汇储备水平。另外,由于投资过热,特别是房地产投资过度,1997 年初泰国金融机构的坏账已超过 300 亿美元。于是公众及外国投资者对泰国的经济状况和金融秩序开始担忧,货币贬值的预期不断凝聚。国际投机者也不断积蓄能量,准备大规模的投机性冲击。2 月 14 日,泰国货币泰铢对美元贬值 5%,标志着投机性冲击由隐蔽变为公开。此后泰铢面临更大的贬值压力,泰国中央银行的干预行动使外汇储备不断减少。5 月中旬以后,投机性冲击再度发动,泰铢汇率创 11 年新低。部分东南亚国家联合干预外汇市场购入泰铢,泰国中央银行再度调高短期利率,并抛出 50 亿美元的外汇储备,但仍不能恢复公众信心和击退投机性

冲击。终于在7月2日,泰国中央银行宣布泰铢自由浮动。当天,泰铢兑美元汇率下跌20%。随后,投机性冲击迅速波及周边国家和地区,菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、新加坡,以及中国香港和台湾都受到了影响,除了港币以外,上述国家和地区的货币都在不同程度上先后对美元贬值。同时,上述国家和地区,除新加坡和我国台湾以外,均陷入了深度的金融和经济危机。10月以后,危机扩散到韩国,韩元对美元大幅度贬值,同时韩国经济也陷入深度经济危机。

(五)俄罗斯货币危机(1998年)

俄罗斯经济转轨初期,大量国际资本涌入,截止到1997年7月1日,累计外国投资额为180亿美元,其中约100亿美元为证券投资和短期资本。在实际经济几乎为零增长的前提下,1997年上半年股市涨势迅猛,金融资产价格出现泡沫性膨胀。当东南亚货币危机爆发并开始向东北亚地区扩散时,市场预期长期处于经济不稳定状态的俄罗斯发生类似货币危机的概率极大。自1997年11月起,投机者发动了对卢布的冲击,并迅速引起投资者跟风。1997年末到1998年初,俄罗斯政府和中央银行一方面运用外汇储备收购卢布,并扩大卢布浮动幅度;另一方面将利率由21%提高到35%。局面虽然暂时稳定,但外汇储备大量流失。但是5月份后,投机风潮再起,卢布汇率再度动荡,俄政府将利率提至150%,并寻求国际援助,但局面仍不能稳定。8月17日俄政府被迫拓宽“汇率走廊”,即卢布贬值,但情况继续恶化,最终在走投无路的情况下,于9月2日正式宣布放弃支持“汇率走廊”。这意味着放弃了已实行两年多的卢布目标管理浮动机制。

(六)巴西货币危机(1999年)

东亚和俄罗斯发生的货币危机加重了市场对巴西货币贬值的预期,自1998年9月起,大量资金外流。1998年底,巴西国会没有通过财政调整计划中增加公务员福利税和对退休公务员征收福利税法案,而1998年财政收支赤字、贸易和经常账户逆差均超过了预计水平,于是市场信心更加缺乏,终于引发了投机性冲击,迫使巴西中央银行于1999年1月15日宣布雷亚尔对美元自由浮动。

三、20世纪80年代以来投机性冲击的新特点

80年代以来的投机性冲击显示出许多新特点,主要表现在冲击的规模和势力日益庞大、投机性冲击策略立体化、冲击面越来越区域化,以及冲击活动日益公开化等。

(一) 投机性冲击的规模和势力日益庞大

考察典型的投机性冲击案例,一个最明显的趋势是投机性冲击的规模和冲击的力度日益庞大。形成这一特点的主要原因是:

1. 国际投机性资本的规模日益庞大。20 世纪 80 年代以来,主要发达国家一度经济增长缓慢,但同时各国金融自由化改革的力度却不断加强。于是大量资金进入国际金融市场,到处寻求新的获利机会,形成国际投机资本的不断积累,并通过国际信用的乘数效应,使国际投机性资本成倍增加。据 IMF 的有关估计,目前活跃在国际金融市场上的投机性资金至少有 7.2 万亿美元,相当于全球 GNP 的 20%,每天大约有 1.2 万亿美元以上的投机性资金在寻求各种获利机会,相当于实物交易的近百倍。

2. 国际投机性资本日益形成“集体化”倾向。随着信息技术日新月异和互联网络的延伸,全球外汇市场每天 24 小时营运系统已经形成,外汇市场资金可以瞬间从一个市场转移到另一个市场,国际投机者已不再是散兵游勇,而是发展为实力强大的投机集团。他们作为有别于各国货币当局和国际金融组织的“第三种力量”,已经对各国汇率制度的稳定及国际货币制度的正常运行构成了极大的威胁。

3. 金融衍生品的发展为投机者提供了杠杆化的交易方式。20 世纪 70 年代以来,金融创新使金融衍生品和交易迅速发展。由于金融衍生品交易的“高杠杆性”特征,投机者得以用较少的资金买卖几十倍乃至上百倍于投资金额的金融商品。这使得一家对冲基金以少量资金就可以推动数千亿美元之巨的交易,从而牵动整个国际金融市场。

(二) 投机性冲击策略日益立体化

90 年代以来,投机性冲击策略日臻成熟。传统的投机者只是简单地利用即期和远期交易赚取汇差或利差,而当今的投机性冲击策略要复杂得多。投机者利用所有可以利用的金融工具,投机性交易涉及各类基础工具市场和衍生工具市场。可以说,当今的投机性冲击是利用各种金融资产价格在各个市场之间的内在联动性做全方位的投机。

(三) 投机性冲击面日益区域化

传统的投机性冲击是孤立的,并且地域分散。而近年来,随着国际金融市场一体化程度的加深,以及区域经济一体化的加强,投机性冲击也带有了明显的区域性特征。无论是 80 年代初的拉美货币危机,还是 1994 年的墨西哥危机,抑或是 1992 年的欧洲货币体系危机和 1997 年的东亚金融危机,均由矛盾集中的市场震荡开始,进而扩散到与之相关的周边市场,其间呈现为一种交互式的动态过程。

(四) 投机性冲击活动日益公开化

传统的投机活动是隐蔽的或半公开的套汇和套利活动。而 90 年代以来,随着国际金融市场的放松管制和金融自由化,以及信息网络技术的广泛应用,投机活动逐渐发展到公开或有意表示向某种货币发动攻击,这种公开性可以加剧投机目标货币的贬值预期。例如,1997 年底,索罗斯公开发表文章宣称,他们将再次向港币发动攻击。此后又对报界说,下一个发生货币危机的国家是俄罗斯,其后果果然应验。之后,索罗斯又称巴西货币定价过高,并扬言下一个攻击目标是雷亚尔,结果也未“食言”。

【案例分析】

智利的资本账户开放

智利是新兴市场国家中较早开始开放资本账户的国家之一,其长达 20 余年的开放过程,大致可以分为两个阶段。第一阶段是从 1974 ~ 1984 年。20 世纪 70 年代中期,伴随着国内金融自由化,智利在很短的时间里推出了许多实质性的经常账户和资本账户开放措施。但是,这一经济自由化的进程很快被 1982 年发生的金融危机所打断,并且被迫进行为期三年的调整。第二阶段是 1984 年至今。同上一阶段相比,这一阶段的整体设计和具体措施都显得更加渐进和谨慎。或许正是因为早期不成功的开放尝试使得智利放弃了激进型的开放模式,转而采取渐进型的开放模式。90 年代初以来智利相对成功的开放设计和运作,使其经济保持了良好的增长势头,迄今不曾发生严重的金融动荡。不少国际著名的经济学家甚至将智利这一阶段的资本账户开放实践视为成功的典范。

从 1985 年起,智利开始走出金融危机的阴影,经济状况逐步好转。这时,智利开始扭转在危机时期的资本管制和贸易保护主义取向,重新推动贸易自由化和资本账户的开放改革。由于经历过不成熟的、快速的自由化改革和开放带来的金融危机,智利在这一轮资本账户开放过程中,采取了一种更加渐进的政策姿态。开放资本账户的措施与其他各项改革及宏观经济政策的配合也更趋成熟。也许正是因为这个原因,智利没有卷入 1995 年墨西哥金融危机和 1997 年东南亚金融危机所造成的金融动荡,并成为新兴市场国家中为数不多的保持经济稳定增长的国家之一。

1. 开放的准备:国内金融改革和贸易自由化

资本账户开放后很快出现的金融危机,使智利政府明显意识到了健全金融体系和加强金融监管的重要性,并立即着手进行这方面的重点改革。1986

年,智利对金融监管、银行的业务范围及存款保险制度作出了许多新的规定和安排。根据新的银行法,金融监管当局应加强对银行财务状况的监控,并提高银行经营管理信息的透明度。新的银行法还将银行的各项经营活动也置于严格的监管之下。譬如,对每个贷款人最高贷款金额实行限制,对银行外币头寸实行限制,以及禁止向与银行关系密切的企业或个人发放条件优惠的贷款等等。修改后的银行法允许银行通过下设机构从事证券业务,如股票经纪业务、投资基金业务和财务顾问等,但同时要求传统的银行业务与证券业务在资金、人员和设施等方面要严格分离。此外,对存款保险制度作了明确的安排。为了保证社会支付体系的正常运行,银行的活期存款受到全额保险。如果发生银行挤兑现象,中央银行有义务尽早提供贷款援助以保证活期存款的支取。而为了抑制道德风险问题,对定期存款和储蓄存款只实行部分保险。为了保证中央银行有效执行货币政策和行使监管金融机构的职责,1989年10月智利又通过立法形式确立了中央银行的独立地位。金融体系大刀阔斧的改革和金融监管的加强,使得国内金融体系日趋健全,金融机构的经营也日趋稳健。在这种情况下,智利中央银行开始逐步放松在处理金融危机过程中采用的利率管制,于1987年停止公布指导性利率的做法,开始通过买卖中央银行的债券等公开市场业务来调节市场利率。这是智利从直接货币控制向间接调控迈出的重要一步。经过这一系列金融改革,智利已经建立起一个健全金融体系的基本架构。1991年以后,金融部门改革的重点转向加强金融市场的竞争性,丰富交易品种和提高市场运转效率。

为了增强贸易部门的竞争力,使之适应开放资本账户所带来的挑战,自1985年起,智利逐步下调关税,扭转危机时期的贸易保护主义政策,推行贸易自由化。在汇率安排方面,比索汇率也开始朝着市场化和更富有弹性的方向发展,对美元汇率的每日波动最大幅度从1%放宽至4%,并于1985年连续两次大幅贬值。1987~1988年,智利进一步减少了对经常账户交易的限制,调整关税税率,增加对出口的政策性金融支持。此外,比索汇率的弹性也逐步增大,对美元的每日最大波动幅度在1988年扩大到6%,1989年又扩大到10%。1985~1990年间汇率改革的成功进行,使比索的实际有效汇率呈现贬值趋势。在随后的几年里,智利又根据当时的形势继续增大汇率的弹性,如1992年比索每日汇率波动的法定最大幅度从原来的10%增加到20%。总之,智利20世纪80年代后期贸易部门和汇率安排的市场化改革,有效地增强了出口产品的国际竞争力,增强了应付资本账户开放过程中各种不利冲击的能力,从而为资本账户的稳步开放创造了一个有利的相关环境。

2. 谨慎的开放过程

在国内金融体系和贸易部门自由化改革的同时或稍后时间里,智利开始了较为全面但又相当谨慎的资本账户开放过程。这一时期,智利除进一步有选择、有步骤地开放资本流入外,还放宽了资本流出的限制,并且从制度上形成了对短期资本流入的限制。

(1) 资本流入的谨慎开放和对短期资本流入的限制

1985年,智利准许外国直接投资以债权换股权的方式流入,但是要求资本在10年之内不得撤回,所得利润也只能在4年之后才能汇回。在证券投资方面,允许居民和非居民用外汇购买国内的某些债券,但用于购买债券的外汇不能从官方的外汇市场上获得。1987年,批准成立“外国投资基金”,以便外国中小投资者通过债权换股权的方式对智利进行直接投资。1990年,首次发行美国存托凭证(ADRs),旨在吸引国外资金流向智利的资本市场。此外,智利还降低了企业到国外发行债券的信用等级要求,允许企业在海外发行可转让债券,减轻外商直接投资企业的税收负担等等。

逐步实行资本流入自由化的同时,智利也出台了一系列措施限制某些资本(尤其是短期资本)的流入。1991年6月,政府规定,除了出口信贷以外,所有新借入的外债都要将数额为总金额20%的无偿准备金(Unremunerated Reserve Requirement, URR)存放在智利中央银行,存放期限从90天到1年不等,视借款的期限而定。此外,外币贷款也要求像本币贷款一样交纳每年1.2%的印花税。1991年7月,又宣布借款人也可以交纳和无偿准备金的财务成本相等的现金来代替在中央银行存放准备金。1992年5月,无偿准备金的要求扩展到外币存款,准备金比例提高到30%,并且不管期限长短,准备金都必须存放1年。此后,政府又随着情况的变化,不断对无偿准备金制度作出调整。1994年,规定所有外币借款的准备金只能以美元交纳。1995年,调低了以美元存款做抵押的智利比索借款上限,无偿准备金的要求又扩展到美国存托凭证的二级市场交易和所有不构成银行资本增加的外资流入。由于不同期限的资金的准备金要求是一样的,因而资本流入的期限越短,准备金所带来的财务成本就越高。所以,无偿准备金制度在对长期资本流入不造成重大影响的同时,对短期资本流入却形成了制度性排斥,从而有效地防止了短期资本的过度流入。

(2) 资本流出的开放

1985年之后,由于采取了一系列鼓励外资流入的措施,智利的资本流入稳步增长,到1990年,资本账户盈余已经高达当年GDP的9.9%。出于减轻实际汇率升值压力的考虑,智利开始了对资本流出的谨慎开放。1991年,当局首次准许居民用非官方外汇市场购买的外汇到海外进行投资,外国直接

投资撤回投资的最低年限也从 10 年缩短为 3 年。1992 年,养老基金获准以一定比例的资金投资于海外。

1993~1996 年间,资本流出自由化的节奏大大加快,政策重点是缩短外国投资者汇出利润的年限,准许人寿保险公司、银行和共同基金将它们资产的更大比率投资于国外,以及减少海外投资在投资工具、投资地域等方面的限制。这些措施大大方便了智利居民进行海外投资,也给外国投资者将资金撤出智利提供了更大的自由。

由于适时地开放了资本的流出,同时又有效地限制某些形式的资本流入,因此,智利资本账户盈余在 1991 年之后就控制在合理的水平上,减轻了本币实际升值的压力,从而有效地保持了出口竞争力和经常账户的良好状态。

3. 经验和教训

智利 1985 年前资本账户开放的失败尝试表明,资本账户的开放是一项高风险的改革实验。而在 1985 年之后重新开始的渐进式开放,则为许多经济学家所称道。1995 年春,美国国际经济研究所的资深研究员、著名经济学家 John Williamson 认为,智利 1985 年后的资本账户开放是十分成功的,其经验值得其他国家效仿。通过对智利前后 20 余年的资本账户开放实践的考察,以下一些经验和教训值得引起重视。

第一,智利开放资本账户过程中出现的资本账户盈余(有时甚至是过于庞大的盈余)表明,在私人资本取代官方资本成为国际资本流动的主要形式的情况下,保持资本账户的开放是新兴市场国家吸引外资的有利条件。

第二,资本账户的开放几乎不可避免地会导致外资流入的大量增加,进而引起本币实际升值,并且很可能最终导致贸易收支和经济账户的恶化。因此,为了增强贸易部门的对外竞争力,减轻或抵销资本账户开放对贸易收支和经常账户可能带来的不利影响,应该先期或至少同时对经常账户和贸易部门进行自由化。20 世纪 70 年代末和 80 年代初智利出现的巨额经常账户赤字从反面证明了这一点,而 90 年代后,智利在实际汇率升值的情况下经常账户收支状况仍然能够不断改善的事实则从正面提供了支持。

第三,健全国内金融体系和加强金融监管应该早于资本账户自由化。1985 年前,智利试图在很短的时间内消除金融压抑,建立市场化的金融体系,同时快速开放资本账户。但事后发生的金融危机表明,以不成熟的国内金融体系去迎接资本账户开放需要付出巨大的代价。对于新兴市场国家来说,国内金融体系的健全不仅包括解除利率和信贷管制,实行间接货币调控机制等自由化内容,而且包括培育现代化的金融机构和金融市场基础设施、建立各种监管设施和条件、重塑银行和政府的关系乃至重构信贷文化等内容。概言之,

建立一个有效的国内金融体系绝不是在短时间内可以完成的。因此,新兴市场国家对于国内金融改革的难度和时间要有充分的估计,对其国内金融体系的健全程度不要抱有过高的信心,进而对资本账户开放不要操之过急。

第四,20世纪70年代末,由于智利的实际利率明显高于国外实际利率,因而资本账户的开放很快引起资本的大量流入,并导致实际汇率急剧上升,最终危及贸易和经常账户。这表明,在开放资本账户的过程中,一国必须尽可能地阻止实际利率急剧上升。为此,政府必须通过各种措施去有效地降低投资者的风险溢价。这些措施包括:

(1) 尽力控制财政赤字和通货膨胀,保持宏观经济稳定;

(2) 力求使汇率改革与其他宏观经济政策安排保持协调一致,以便降低事后的实际利率;

(3) 有效地进行国内金融改革,控制银行呆账、坏账的发生,以降低金融风险。

第五,1977年以前,智利放宽对个人和除银行之外的企业举借外债的限制并没有使外资流入明显增加。而1977年放松对银行融通外资的限制之后,外资流入成倍增加。这表明,放松对银行资本交易方面的限制是开放资本账户的实质性内容。因此,有理由相信,在资本账户开放过程中,对于银行海外融资限制的解除应当高度重视。这一点,对于资本市场尚不成熟的新兴市场国家可能尤为重要。

第六,智利20世纪80年代后期开始的资本账户开放之所以相对成功,一个重要原因是它通过无偿准备金制度保持着对短期资本的排斥。研究发现,智利的无偿准备金虽然对外资流入的数量没有(在统计意义上)显著的影响,但对资本流入的期限结构却有明显的影响。在对20个新兴市场国家在墨西哥金融危机后的表现进行研究后发现,外资流入的数量与一国金融脆弱性和货币的稳定没有系统的关系,而与短期资本比例密切相关。这说明智利的无偿准备金制度尽管不能有效地减少外资的流入,但能够改变外资的期限结构,从而在保持金融稳定和防止货币危机方面取得一定的成效。

进入90年代,新兴市场国家的资本账户开放问题再次成为各国经济学家和政策制定者关注的焦点。对于诸如资本账户的开放顺序、步骤和相关政策之协调和配套等操作性问题存有不少分歧。经验表明,对于这些问题,其实并不存在统一的处理方案,每个国家都需要根据特定的国内外经济背景去安排开放时机、顺序、步骤和相关政策。在遇到不利冲击的时候,同样需要根据特定的情况去调整原有方案甚至改变战略性思路。因此,可以认为,对已经完成或正在从事这项开放实践的国家进行案例研究将是极其有益的。

资料来源 :Johnson B. and Echeverria C. “ Sequencing capital account liberalization :lessons from the experiences in Chile ,Indonesia ,Korea , and Thailand ” ,IMF Working Paper.(1999)。

本章小结

1. 国际资本流动是指资本基于经济或政治目的 ,从一个国家或地区向另一个国家或地区的流入或流出 ,也就是资本在国际范围内的转移。短期的国际资本流动包括贸易性资本流动、金融性资本流动、保值性资本流动和投机性资本流动。长期资本流动是国际资本流动的重要方式 ,其基本形式包括直接投资、证券投资、国际借贷和国际经济援助。

2. 随着国际资本总量的扩张、流动速度的加快 ,以及融资与交易工具的创新 ,国际资本流动的影响也日益广泛。国际资本流动有利于提高世界的总产量和各国的福利 ,对于发展中国家而言 ,利用外资可以同时弥补国内储蓄和外汇两个缺口 ,既可以满足投资需要 ,又可以减轻支付进口费用的压力 ,从而促进经济的增长。此外 ,资本流动对汇率和货币供给等经济变量也产生了深刻的影响 ,并且加剧了一国金融体系脆弱性。

3. 金融危机是货币危机、信用危机、银行危机、债务危机、证券市场和金融衍生产品市场危机等的总称。国际金融危机 ,是指国际金融领域所发生的剧烈动荡和混乱通过支付和金融操作 ,或通过金融恐慌心理迅速传导到相关的国家或地区 ,而使有关国家或地区的金融领域出现剧烈动荡和混乱。1997 年亚洲金融危机爆发后 ,理论界对此进行了大量的研究 ,提出了道德风险论、基本因素论和金融恐慌论等新的金融危机理论。

4. 国际投机性资本或游资 ,是指那些没有固定的投资领域、为追逐短期高额利润而在各市场间频繁移动的资本。投机者熟练地运用着各种最新的金融工具和交易方式 ,凭借着高超的交易技术 ,在国际金融市场上自由移动 ,寻求获利机会。国际资本的这些新特征使国际金融市场的动荡经常发生 ,投机性冲击频繁发生 ,且冲击的潜在力度和持续时间不断增加。20 世纪 80 年代以来发生的一些典型投机性冲击与货币危机表明 ,由投机性冲击造成的货币危机有可能进一步演化为全面的金融危机和深刻的社会危机。

关键词汇

国际资本流动 International Capital Flow 资本流入 Capital Inflow
 资本流出 Capital Outflow 短期资本流动 Short-term Capital Flow
 长期资本流动 Long-term Capital Flow 资本外逃 Capital Flight
 直接投资 Direct Investment 再投资 Reinvestment
 证券投资 Portfolio Investment 金融危机 Financial Crisis
 金融脆弱性 Financial Fragility 金融恐慌 Financial Panic
 不利均衡 Diverse Equilibrium 触发事件 Triggering Events
 货币危机 Currency Crisis 国际投机性资本或游资 Hot Money
 投机性冲击 Speculative Attacks

本章思考题

1. 国际资本流动的方式有哪些？
2. 分析国际资本流动的动因、现状与趋势。
3. 试述国际资本流动对一国金融和经济的影响。
4. 结合 1997 年东南亚金融危机的基本情况，阐述有代表性的国际金融危机新理论。
5. 简述国际游资的含义及其影响。
6. 分析 20 世纪 80 年代以来国际游资投机性冲击的新特点。
7. 总结 20 世纪 90 年代以来国际金融危机的基本教训，你认为应如何防范国际资本流动引致的风险？

第二篇 外汇与汇率制度

第六章 外汇与汇率

外汇、汇率是国际金融课程中经常遇到的很重要的概念,本章就外汇、汇率等有关问题从不同方面做了讲述。本章内容主要包括外汇与汇率的概念、外汇与汇率的种类、汇率的两种标价方法、在不同汇率制度下汇率的决定基础及汇率变动的影响因素、汇率变动对国内经济和对外经济产生的多种影响及这种影响程度受制约的条件。这一章有关外汇与汇率的内容需要大家结合实际经济生活来理解和掌握,并利用所学汇率知识分析人民币汇率的升值或贬值趋势及这种汇率走向对中国经济产生的积极和消极影响。

第一节 外汇与汇率概述

一、外汇概述

(一) 外汇的含义(Foreign Exchange)

最早,外汇是用来作为国际贸易清偿的支付手段,是国际贸易发展的产物。外汇(Foreign Exchange)即国外汇兑,从动态上讲,外汇就是把一国货币转换成另一国货币,并在国际间流通,用以清算因国际经济往来而产生的债权债务。从静态上讲,外汇又表现为进行国际结算的支付手段和工具,如外国货币、以外币计价的各种有价证券。国际货币基金组织(IMF)给外汇的定义是:“外汇是货币行政当局(中央银行、货币管理机构、外汇平准基金及财政部)以银行存款、财政部库券、长短期政府债券等形式所保有的在国际收支逆差时可以使用的债权。其中包括由中央银行及政府间协议而发行的在市场上不流通的债券,而不管它是以债务国货币还是以债权国货币表示。”

根据IMF的定义,我国对外汇作了更为明确的规定。我国1997年1月20日发布的修改后的《中华人民共和国外汇管理条例》中规定,外汇是指:(1)外国货币,包括钞票、铸币等;(2)外币支付凭证,包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等;(3)外币有价证券,包括政府债券、公司债券、股票等;

(4)特别提款权、欧洲货币单位(5)其他外汇资产。简而言之,外汇就是外国的货币,如美国的美元、日本的日元、英国的英镑等。另外,外汇有现钞和现汇之分。外汇现钞是指境内居民个人持有的外币现钞存款,主要由境外携带入境,包括外币的纸币和辅币。外汇现汇是指由港、澳、台地区或者境外汇入的或携带入境的外汇票据,如支票、汇款等。

在我国,有20余种外币可以在外汇市场上挂牌买卖,它们是:美元(USD)、德国马克(DEM)、欧元(EUR)、日元(JPY)、英镑(GBP)、瑞士法郎(CHF)、法国法郎(FRF)、意大利里拉(ITL)、荷兰盾(NLG)、比利时法郎(BEC)、丹麦克朗(DKK)、瑞典克朗(SEK)、奥地利先令(ATS)、港元(HKD)、加拿大元(CAD)、澳大利亚元(AUD)、新西兰元(NZD)、新加坡元(SIN)、澳门元(MOP)、马来西亚林吉特(MYR)等。

(二) 外汇的分类

根据外汇自由兑换的程度来划分,外汇可分为自由兑换外汇、有限自由兑换外汇和记账外汇三种。

1. 自由兑换外汇

它是指不需经货币发行国外汇管理当局批准,可自由兑换成其他货币,或者可向第三者办理支付的外国货币及其支付手段,又称自由外汇。例如美元、英镑、欧元、日元等货币以及用这些货币所表示的各种有价证券和支付凭证,在国际间可自由转移、调拨、兑换和使用,它们均为自由兑换外汇。所以,外汇是某种外国货币或外币资产,但不能认为所有的非本国货币都是外汇,只是那些具有可兑换性的外国货币才能成为外汇。凡是接受IMF协定第八条规定的国家的货币在国际上被承认为可自由兑换货币。这些国家必须履行以下三条义务:(1)对国际经常往来的付款和资金转移不得施加限制;(2)不施行歧视性货币措施或多种货币汇率;(3)在另一成员国要求下,随时有义务换回对方在经常项目往来中所结存的本国货币。迄今为止,全世界已有50多个国家的货币可自由兑换。

2. 有限自由兑换外汇

它是指只有经过货币发行国货币管理当局批准,才能自由兑换成其他货币或对第三者进行支付的外汇。凡是接受IMF协定第十四条规定的国家,其货币被视作有限度自由兑换货币,这些货币的共同特征表现为对国际经常往来的付款和资金转移施加各种限制,如限制居民的自由兑换或限制资本项目外汇的兑换。它又大体分为两种情况:(1)在一定条件下的自由兑换外汇。印度卢比和斯里兰卡卢比即属此类。以印度为例,在印度的对外结算货币中,双边账户国家的收付,必须通过有关的清算账户用印度卢比结算,对境外账户

国家的收付,可通过这些国家居民的账户用卢比或任何经许可的货币结算。

(2)区域性的可自由兑换外汇。在一些货币区域(如美元区、英镑区等)内,各成员国的货币钉住区域内关键货币(如美元、法郎、英镑等),同其保持固定比价,并可自由兑换为关键货币,区域内资金移动不受限制。但如果将各货币区域内的货币兑换成关键货币以外的货币,或将资金转移到区域外的国家和地区,则要受到各种不同程度的限制。

3. 记账外汇

它是指记载在双方指定银行账户上的外汇,不能兑换成其他货币,也不能对第三者进行支付,又称清算外汇或双边外汇。在政府间签订支付协定的基础上,两国间的贸易往来(有时还包括非贸易往来)无需逐笔结清,每一笔进口或出口交易,两国银行根据协定分别记账,将交易金额以记账外汇记在双方指定银行的清算账户上。协定到期时,若两国间发生国际收支顺差或逆差,则按支付协定的规定来清偿双方债权债务的账户差额。一般是将差额转入下一年度,有时也规定差额超过一定金额时,逆差国用自由兑换货币或其他方式清偿。例如,第二次世界大战后,原苏联等其他社会主义国家相互签订了双边贸易和支付协定,原苏联的卢布对其他国家来说就是一种记账外汇。假如匈牙利向原苏联出口取得了卢布,对于该笔数量的卢布,匈牙利不经原苏联允许不能将其兑换成其他国家的货币,也不能将其支付给第三国,只能用于支付从原苏联进口的各种商品、劳务等的价款。如果匈对苏的出口收入大于进口支付,由于盈余的卢布不能用作它途,而成了匈对苏的无偿信贷。

(三) 外汇的作用

外汇是各国经济交往中不可缺少的支付清算手段,对促进国际间经济、贸易、政治和文化交流具有重要作用,主要表现在以下几个方面:

1. 外汇能加速资金在国际间流通的速度,从而促进投资活动与资本移动,并且能及时调节各地地区的资金供求,有利于国际经济交往发展。
2. 外汇在国际结算中具有重要作用。银行通过买卖不同货币、不同金额、不同支付时间的票据等外汇凭证,把不同国家企业之间的结算转变成经营国际结算业务的银行之间的结算。这样就把国际债权债务集中到它们的账户上,最大限度地加以冲销,进行国际间的非现金结算。
3. 外汇作为清偿债权债务的支付手段,使国际间信用增加,资金转移的范围扩大,从而促进了国际贸易的发展。
4. 外汇可以使不同国家的购买力相互转换。外汇乃是用一国货币兑换成另一国货币,作为支付手段,即等于将一国购买力转换成其他国家的购买力,从而扩大了商品流通的范围和速度。

二、汇率的标价方法及其种类

(一) 汇率的定义

汇率(Exchange Rate)又称汇价、外汇价,是一个国家的货币折算成另一国家的货币的比率,也可以说,是以本国货币表示的外国货币的价格。由于国际间的贸易与非贸易往来,各国之间需要办理国际结算,所以一个国家的货币,对其他国家货币尤其是国际结算中经常使用的自由兑换外汇,都需要规定有一个汇率。

(二) 汇率的标价方法

折算两种货币的比率,首先要确定以哪一国货币作为标准,这称为汇率的标价方法。在外汇市场上,有两种不同的标价方法:直接标价法和间接标价法。

1. 直接标价法(Direct Quotation System)

直接标价法是以一定单位的外国货币为标准来折算应付若干单位的本国货币的一种汇率标价方法,又称为应付标价法(Giving Quotation)。这种标价法的特点是:外国货币的数额固定不变,折合本国货币的数额根据外国货币和本国货币的币值对比变化而变化,即汇率的涨跌以相对的本国货币数额的变化来表示。汇率越高,表明单位外币所能换取的本国货币越多,说明本币的币值低。目前世界上大多数国家采取这种标价方式,我国人民币对外汇率也是如此。

2. 间接标价法(Indirect Quotation System)

它是以一定单位的本国货币为标准来折算应收若干单位的外国货币的汇率标价法,又称应收标价法(Receiving Quotation)。其特点是:本国货币的数额固定不变,外国货币的数额随本国货币与外国货币价值的对比变化而变化。在间接标价法下汇率是以外国货币来表示的单位本国货币的价格。汇率越高,就表示单位本币所能换得的外国货币越多,说明本国货币的币值越高。国际上采用间接标价法的国家仅有英美两国。英国一直用这一方法,美国原来采用直接标价法,但纽约外汇市场从1978年9月开始也改用间接标价法,不过对英镑汇率仍沿用1英镑等于若干美元的直接标价法。

(三) 汇率的种类

1. 买入汇率与卖出汇率,这是从银行买卖外汇的角度考虑的。

买入汇率(Buying Rate or Bid Rate)又称买入价,是指银行买入外汇时所使用的汇率。由于这一汇率多用于出口商与银行间的外汇交易,也常称出口汇率。卖出汇率(Selling Rate or Offer Rate)又称卖出价,是指银行卖出外汇时所使用

的汇率。由于这一汇率多用于进口商与银行间的外汇交易,也常称进口汇率。

在外汇市场上,银行报价通常都采用双向报价(Two-way Price),即同时报出买入和卖出汇率。在所报的两个汇率中,前一个数值较小,后一数值较大,在直接标价法下,前一数值表示银行的买入汇率,后一数值表示卖出汇率。而在间接标价法下,前一数值表示银行的卖出汇率,后一数值表示买入汇率。

银行的外汇买卖业务遵循的原则是贱买贵卖,其间的数额即银行买卖外汇的收益,一般在1‰~5‰之间。银行同业之间买卖外汇时所使用的买入汇率和卖出汇率又称银行同业买卖汇率(Inter-bank Rate),它也就是外汇市场买卖价。一般而言,银行同业买卖外汇的差价幅度很小,低于1‰,银行对一般顾客(如进出口商)的买卖差价通常要比银行同业买卖汇率稍大一些。

买入汇率与卖出汇率的平均数称为中间汇率(Middle Rate)。IMF所公布的各国汇率表中,均采用中间汇率。西方报刊也多使用中间汇率来报道汇率消息,其计算公式为中间汇率=(买入汇率+卖出汇率)÷2

2. 电汇汇率、信用汇率和票汇汇率,这是根据银行外汇兑换方式来划分的。

电汇汇率(Telegraphic Transfer Rate, T/T Rate)是指银行卖出外汇时用电汇通知国外分支行或代理行付款时所使用的汇率。所谓电汇指银行卖出外汇时用电报通知国外分支行或代理行付款。由于电汇付款迅捷(一般不超两个营业日),银行无法占用客户资金头寸,加之国际间电报费用较高,故电汇汇率一般较高。但电汇可加速国际资金周转,避免汇率波动风险,因此在外汇交易中,大多采用电汇方式。电汇汇率是其他汇率的计算基础,一般外汇市场标示出来的汇率,多为银行的电汇汇率。

信汇汇率(Mail Transfer Rate, M/T Rate)是指银行卖出外汇时用信汇通知国外分支行或代理行付款时所使用的汇率。所谓信汇即付款人委托其所在国有关银行用邮政通讯方法,委托收款人所在地有关银行向收款人付款。信汇汇率低于电汇汇率,其差额相当于邮程期间资金产生的利息,多少视邮程天数和利率情况而定。信汇汇率主要用于香港和东南亚,其他地区较少采用。

票汇汇率(Draft Rate)是银行买卖外汇汇票时即以汇票为支付工具进行外汇买卖时所使用的汇率。由于汇票从售出到付款有一段间隔时间,票汇汇率自然也比电汇汇率低一些。票汇分为即期票汇和远期票汇两种,远期票汇汇率较即期票汇汇率为低,因为银行占用顾客资金的时间要长一些。

此外,银行在对外挂牌公布汇率时还另注明现钞价,即银行买卖外币现钞的价格。由于外币现钞在本国不能流通使用,需要把它们运送到发行国才能充作流通或支付手段。这样,银行买入外币现钞一般按电汇汇率买入价扣除

钞票的运送费、保险费和邮程利息来计算。

3. 即期汇率和远期汇率 这是按照外汇买卖的交割期限来划分的。

即期汇率(Spot Rate)是指外汇买卖双方在成交后的当天或至多两个营业日内办理交割所使用的汇率。一般地,电汇汇率、信汇汇率及即期票汇汇率都属即期汇率之列。

远期汇率(Forward Rate)是指买卖远期外汇时所使用的汇率,即指买卖双方成交后,在约定的日期办理交割所使用的汇率。利率的差异和外汇市场供求状况的变化,均会引致远期汇率的变动。因而远期汇率与即期汇率相比有差别,其差额称为远期差价(Forward Margin)。远期差价的情形有三种:一是升水(At Premium),表示远期汇率比即期汇率高;二是贴水(At Discount),表示远期汇率比即期汇率低;三是平价(At Par),表示差额为零。值得注意的是,在不同的汇率标价方法下,其计算方法截然相反。直接标价法下远期差价若为升水,远期汇率是即期汇率加升水;若为贴水,远期汇率为即期汇率减去贴水。

升水和贴水的产生,是由于两种交易货币的利率差异所致。因此,两种交易货币短期利率的差额是构成升水或贴水的基础,这个原理被称为利息平价(Interest Parity)。在一般情况下,利率高的国家货币远期汇率贴水,利率低的国家货币远期汇率升水。远期差价的计算公式是:

$$\text{远期差价} = \text{即期汇率} \times \text{月数} / 12$$

4. 基本汇率与套算汇率(Basic Rate , Cross Rate) 这是从汇率制度的角度来考察的。

基本汇率是本国货币对特定的关键货币的汇率。所谓关键货币是指本国国际收支中使用最多、外汇储备中所占比重最大且在国际上被广为接受的可自由兑换货币。由于国际上自由兑换货币很多,一国货币难于同时与众多外币定出汇率,因此必须选出特定国家的货币作为主要对象,并与这种关键货币对比制定出基本汇率。各国一般都选择本国货币与美元之间的汇率作为基本汇率。在各个银行之间互相报出外汇汇率时,一般也只报出基本汇率,至于其他外国货币与本国货币之间的汇率,则可以根据基本汇率套算出来。套算出来的汇率就是套算汇率,也称交叉汇率。

5. 官方汇率和市场汇率(Official Rate , Market Rate) 这是根据外汇管制的宽严程度来划分的。

官方汇率是一国的货币金融管理机构如中央银行或外汇管理当局规定并予以公布的汇率。这种汇率具有法定的性质,一切外汇交易都按其公布的汇率为准,故又称官价或法定汇率。在外汇管制严的国家,官方汇率就是实际汇

率,没有外汇市场汇率(如果需要外汇,均需向国家或其指定的银行申请供给)。官方汇率有的是单一汇率,有的是多重汇率,但多为双重汇率。

市场汇率是指在自由外汇市场上买卖外汇的实际汇率,它随外汇市场的供求关系变化而自由浮动。在外汇管制较松的国家,官方公布的汇率往往只起中心汇率的作用,实际外汇交易则按市场汇率进行。一般而言,市场汇率高于官方汇率,但由于政府干预,市场汇率不会偏离官方汇率太远。

6. 开盘汇率和收盘汇率(Opening Rate, Closing Rate)这是按外汇市场开盘与收盘时间来划分的。

7. 固定汇率和浮动汇率(Fixed Rate, Floating Rate)这是按外汇汇率制度来划分的。固定汇率指基本固定的,波动幅度限制在一定区间的两国货币之间的汇率,在金本位制度和二战后的布雷顿森林体系下世界各国基本上采用这种汇率。浮动汇率指不由货币当局制定,而是听任外汇市场的供求自发决定的两国货币之间的比率,1973年布雷顿森林体系崩溃后主要工业国家均采用这种汇率。这方面内容以后将会详细讲解。

附:人民币外汇牌价

中国银行

日期 2004/05/21

外汇牌价(人民币元/100 外币)

货币名称	现汇买入价	现钞买入价	卖出价	基准价
英镑	1 468. 1000	1 433. 5500	1 472. 5100	
港币	106. 0700	105. 4300	106. 3900	106. 1500
美元	826. 4700	821. 5000	828. 9500	827. 7100
瑞士法郎	641. 5700	627. 1000	644. 7900	
新加坡元	480. 8500	469. 5400	482. 3000	
瑞典克朗	108. 7500	106. 1900	109. 0800	
丹麦克朗	132. 8600	129. 7400	133. 2600	
挪威克朗	119. 5400	116. 7300	119. 9000	
日元	7. 3237	7. 2687	7. 3604	7. 3015
加拿大元	603. 7700	589. 5600	605. 5800	
澳大利亚元	574. 9300	561. 9700	577. 8200	
欧元	988. 5000	980. 0800	991. 4700	991. 5500
澳门元	103. 2200	102. 6000	103. 5300	
菲律宾比索	14. 8000	14. 4500	14. 8400	
泰国铢	20. 2500	19. 7800	20. 3100	
新西兰元	502. 9900		504. 5000	

第二节 汇率的决定与变动

所谓汇率的决定基础,是指决定汇率水平的最重要的基本因素。按照马克思的观点,在国际间各国货币之所以能够相互兑换和折算,是因为它们都具有一般等价物的性质,本身包含着或代表着一定的价值量。因此,货币本身具有的或代表的价值量就成为其相互对比折算的基础。这一点也是由汇率的本质所决定的。由于在不同的货币制度下,各国货币具有或代表的价值的情形各异,因此我们有必要根据各种不同的货币制度,来分析和研究汇率的决定基础。

一、金本位制下的汇率决定与变动

金本位制(Gold Standard System)是以黄金表示本位货币的货币制度,它包括金币本位制(Gold Coin Standard System)、金块本位制(Gold Bullion Standard System)和金汇兑本位制(Gold Exchange Standard System)。

(一)铸币平价是金币本位制下汇率决定的基础

1816年,英国首先实行金币本位制。随后德、法、俄、日本等国先后实行金币本位制,美国于1900年也颁布了金本位法案。金本位制一直维持到第一次世界大战爆发。金币本位制有以下几个特点:

1. 以一定成色和重量的金币作为本位币,并成为市面流通的法定通货;
2. 金币可以自由铸造和自由熔化;
3. 黄金可以自由输出入境;
4. 货币储备金全部是黄金。

在金币本位制下,金币由一定重量和成色的黄金铸成,每一金币单位所包含的黄金重量与成色即含金量就表示金币所代表的价值。各国货币间的相对价值由它各自所包含的含金量的多寡加以折算。因此,两个实行金币本位制国家货币单位的含金量之比即铸币平价就是决定其汇率的物质基础。例如:英国货币1英镑铸币的重量为123.274 47格令(Grain),成色为22开金(24开为纯金)(K, Karat),即含金量为113.001 6格令。美国货币1美元铸币的重量是25.8格令,成色为90%,即含金量为23.22格令。根据含金量对比,两国货币的铸币平价就是 $113.001\ 6 \div 23.22 = 4.866\ 5$,即1英镑=4.866 5美元,所以两国货币的汇率决定于它们的铸币平价。

铸币平价虽然是决定汇率的基础,但它并非就是外汇市场上外汇交易的实际汇率,实际外汇汇率是以铸币平价为基础,随外汇市场供求关系而上下波

动的。但是, 外汇汇率波动幅度被限定在黄金输送点(Gold Points)所确定的范围内。黄金输送点作为实际外汇汇率的波动界限, 主要源于当时存在两种并行的国际结算方式: (1) 利用汇票等支付手段, 进行非现金结算; (2) 以黄金进行国际结算。当用汇票等非现金结算交易对双方的任何一方不利时, 不利的一方就不愿意接受或支付外汇, 而改用输出黄金的办法来办理国际结算, 因而各国汇率的波动幅度很小, 形成自发的固定汇率。

黄金输送点是如何限制汇率波动范围的呢? 看下列就很清楚了。当时英美两国间运送 1 英镑黄金的各项费用(包装费、运费、保险费及检验费等) 要花费 3 美分, 铸币平价 $4.8665 \pm$ 运输费 0.03, 即为英镑和美元两种货币的黄金输送点。如果英镑汇率上涨超过黄金输出点(铸币平价 + 运输费), 即 4.8965 美元, 则美国进口商就宁愿直接运送黄金到英国来清偿债务, 而不愿在外汇市场上购买英镑外汇。这样, 对英镑的需求就会减少, 从而促使英镑汇率跌到 4.8965 美元以下。同样如果英镑汇率下跌到黄金输入点(铸币平价 - 运输费) 以下, 即 4.8365 美元以下, 那么美国出口商就不愿按此低汇率将英镑换成美元, 而宁愿用英镑在英国购进黄金, 再运回本国。这样, 对英镑的供给就会减少, 从而促使英镑汇率回升到 4.8365 美元以上。

(二) 黄金平价之比是金汇兑本位制和金块本位制下汇率的决定基础

一战期间, 西方各国为防止黄金外流, 挽救濒于破产的经济, 纷纷放弃金币本位制。战后, 各国货币之间相互贬值, 增加了从事国际贸易的风险, 为了减少汇率风险, 促进经济发展, 有的国家(如英、法、比等国) 实行金块本位制, 有的国家(如德、意、奥等国) 实行金汇兑本位制。两种货币制度的共同点是, 金币不再自由铸造, 国内不流通金币, 而只流通银行券。两者的区别是: 金块本位制规定银行券不能自由兑换金币, 必要时(如国际支付或工业方面需要黄金时) 可请求兑换一定数量的金块, 并且银行券的价值与一定的黄金保持等值关系。而金汇兑本位制规定, 银行券在国内不能兑换黄金, 且本国货币只同另一实行金块本位制国家的货币保持固定比价。

由此可见, 上述两种货币制度都是没有金币流通的金本位制, 因而两国货币汇率的决定基础不再是铸币平价, 而是两国货币单位所代表的金量之比, 即黄金平价(Gold Parity)。由于各国银行券时常过量发行, 货币所代表的黄金量也时常发生变化, 汇率失去了稳定的基础。20 世纪 30 年代大危机之后, 金本位制也土崩瓦解了。

二、纸币流通下汇率的决定与变动

金本位制崩溃后, 西方各国都先后实行纸币流通, 在布雷顿森林体系下,

世界建立了以美元为中心的固定汇率制。其基本内容是(1)美元与黄金挂钩,规定1盎司黄金等于35美元的法定官价,各国中央银行和政府机构可按上述规定用美元向美国兑取黄金;(2)各国货币与美元挂钩,即确定美元的含金量为1美元=0.888 671克纯金,他国货币也各自规定其含金量,按其含金量与美元保持固定比价。各国货币汇率只能以黄金平价为基准在其上下限各1%的幅度内波动。因此,二战后形成了以“双挂钩”为特色、以美元为中心的固定汇率制,实质上这是金汇兑本位制的派生形式,即黄金美元本位制,其汇率决定的基础仍然是各国货币所代表的含金量之比。由于汇率波动被限制在法定比价上下各1%的范围内,因而其汇率还是较为稳定的。

在牙买加体系下,各国纷纷实行浮动汇率制。各国不再限定货币的含金量,各国货币汇价不限定上下波动幅度,任其自由涨落。因此,各国货币间的汇率不再以其含金量来确定,而以其国内价值即各国货币的实际购买力来决定。两种货币实际购买能力之比即购买力平价就成为浮动汇率制下汇率决定的基础,但是,由于国内外许多因素通过影响外汇的供求影响汇率的变化,加上实践中各国货币的实际购买力难以进行横向比较,汇率的决定与变动也就难以有一个绝对的标准了。

理论上来说外汇的供给和需求体现着国际收支平衡表所列的各种国际经济交易,国际收支平衡的贷方项目构成外汇供给,借方项目构成外汇需求。进一步来看,一国的国际收支包括经常账户收支和资本账户收支,前者反映两国商品市场之间的联系,后者反映金融市场(包括资本市场和证券市场)的国内外联系。因此,任何影响国内外商品市场和金融市场供求状况的因素都会影响汇率。马克思在《资本论》中也指出,外汇汇率可以由于以下原因而发生变化(1)一时的支付差额(2)一国货币的贬值。这里,马克思着重指出了影响汇率的两个主要因素,即国际收支差额和货币本身所具有或代表的价值量的变动。根据纸币流通几十年,特别是实行浮动汇率制以来,汇率变动的实际情况来看,影响各国汇率变动的深层因素主要有:

(一)货币流通状况

在纸币流通制度下,在影响汇率变动的诸因素中,货币本身或其代表的价值量的变动是最主要的因素,因此国内外通货膨胀差异就是决定汇率长期趋势中的主导因素。纸币代表的价值量几乎完全取决于货币流通状况,因此货币流通状况对汇率的基本水平起着决定性的作用。一般来说,在货币供应和货币需求两个方面,货币需求相对较为稳定,它与利率、国民收入等因素保持着比较稳定的函数关系。因此,纸币价值量的变化主要取决于货币的供给量。当一国因货币供给增多而发生通货膨胀,其纸币所代表的价值量减少,购买力

下降时,会使该国货币的真实汇率下降,最终会引起该国货币的现实汇率下降,反之则会引起相反的变化。

在分析货币流通状况对汇率变动的影响时,必须注意:

(1)应该联系他国的货币流通状况进行分析,即考察一国与他国之间的相对通货膨胀率。

(2)应该联系决定货币流通状况的三要素进行分析,即不仅考察流通中的货币供求关系,还要考虑货币流通速度对汇率变动的影响。

(3)货币流通状况对现实汇率的影响是通过对国际收支的影响间接体现出来的。具体来看,高通货膨胀率会削弱本国商品在国际市场上的竞争能力,引起出口减少,同时提高外国商品在本国市场上的竞争能力,造成进口增加。但这种影响要受到时滞因素的影响,其作用往往需要半年甚至1年以上的时间才能反映出来。因此,货币流通状况是影响汇率变动的长期因素。

(4)对于可自由兑换货币来说,影响汇率的货币供给量,不仅仅是指货币发行国国内居民持有的货币总额,而且应包括国外非居民所持有的该国货币余额。

货币流通状况对汇率的影响程度,或者说真实汇率的变动程度,可由两国贸易品物价指数的对比,即贸易品的相对通货膨胀率近似地测出。计算公式为:

$$B \text{ 币的真实汇率变动程度} = \frac{A \text{ 国的贸易品物价指数}}{B \text{ 国的贸易品物价指数}} - 1$$

(二)国际收支差额

各种因素对于现实汇率变动的影响,都是通过影响国际收支和外汇供求关系而实现的。国际收支顺差,则外汇供过于求,会引起外汇汇率下降;相反国际收支逆差,则外汇供不应求,会引起外汇汇率上升。货币流通状况也会影响国际收支差额和外汇供求,但其影响国际收支的结果要求现实汇率的变动追随真实汇率的变动,使货币的对内贬值或升值在货币的对外贬值或升值中体现出来。货币流通以外的其他因素对于国际收支的影响则往往迫使现实汇率背离真实汇率的变动,使现实汇率高于或低于真实汇率,从而形成现实汇率围绕真实汇率上下波动的情形。

在国际收支差额中,经常项目差额对汇率变动的长期走势有着重要的影响。例如:1976~1979年间,日本的经常项目曾出现先顺差后逆差的情况,日元汇率也相应地出现了先上升后下跌的情形。在此期间美元汇率与之相近。而英镑在1970年和1980年的相对坚挺,则很明显地与英国当时经常项目地位的改善有关。从实际情况来看,世界上一些重要货币汇率的短期波动,基本

上与经常项目的情况没有直接联系,即使在较长时期(如3~5个月内),两者之间的联系也比较松散。究其原因,主要是时滞因素,心理预期因素阻碍了经常项目收支汇率变动在短期内的联系。资本项目对汇率的影响,主要是短期。

(三)实际经济增长率和社会劳动生产率的相对差异

在其条件不变的情况下,相对较高的实际经济增长率通常意味着国民收入增加较快,会使一国增加国内支出和进口商品劳务的支出,从而增加该国对外汇的要求,使本币汇率趋于下跌。然而,这里又存在种种复杂的情况。如果实际经济增长很大程度上由出口生产行业的增长所引起,导致出口超过进口,则该国汇率也可能不是下跌而是上升。

与实际经济的总量增长相比,一国社会劳动生产率(即人均GDP或人均GNP)的相对提高对汇率的影响更大。因为社会劳动生产率的相对提高会使该国在单位社会平均必要劳动时间里生产更多的商品和劳务,在其他条件不变的情况下,这会降低该国商品和劳务的成本价格,提高该国货币的购买力,或抵消货币供应量增加的通货膨胀效应,保持较低的通货膨胀率,从而提高真实汇率。例如日元对美元的汇率之所以从1970年的1美元兑360日元上升到目前1美元兑120日元左右,除了其他因素的影响之外,其中最重要的原因之一,就是日本的实际增长率较高,尤其是社会劳动生产率提高较快,因而使日本能够保持较低的通货膨胀率,相对提高了日元的真实汇率。

(四)利率水平

利率和资金市场供求状况对汇率的短期波动影响最大。货币市场资金供过于求,会降低一国货币的利率,从而导致套利活动和资本外流,资本项目逆差,使该国货币汇率下跌。而且过量的货币供应,还会增加一国通货膨胀的压力,削弱其商品和劳务的国际竞争能力,从而影响经常项目的差额,导致该国货币汇率下跌。货币市场资金供小于求,结果正好相反。当然,在分析考虑利率与汇率的相互作用时,只有利差偏离远期差价,才会导致套利活动和短期资本的国际流动。

(五)政府干预

无论是在固定汇率制下,还是在浮动汇率制下,各国货币当局为了稳定外汇汇率,或有意识地操纵汇率的变动以服务于某种经济政策目的,都会对外汇市场进行干预,中央银行干预外汇市场主要采取四种形式:(1)直接在外汇市场买卖外汇;(2)调整国内货币政策和财政政策,或改变两者的搭配情况;(3)在国际范围内发表表态性的言论以影响市场心理;(4)与其他国家联手直接干预或通过国际间的政策协调间接干预汇率。毋庸置疑,通过干预直接影响外汇市场的汇率水平。各国货币当局在战后通过直接干预抵消了市场供求因

素对汇率的影响,将固定汇率制维持了 35 年之久,这足以说明直接干预的成效。特别是 20 世纪 80 年代以来,西方国家的管理浮动制走上了各国货币当局联合干预(Joint Intervention)的阶段,直接干预成为今日影响汇率的一个更不可忽视的重要因素。

(六)市场预期

市场预期因素是影响国际间资本流动的另一个重要因素。现今在国际金融市场上短期性资金(所谓游资)达到了十分庞大的数字。这些巨额资金或为保值,或为攫取高额投机利润,对世界各国的政治、经济、军事等因素都具有高度的敏感性,受着预期因素的支配,一旦出现风吹草动就到处流窜,这就常常给外汇市场带来巨大的冲击,成为各国货币汇率频繁起伏的重要根源。可以说,预期因素是短期内影响汇率变动的最主要因素。只要市场上预期某国货币不久会下跌,那么市场上的某国货币汇率立即下降。有时据以形成市场预期的甚至也不需是真实的政治、经济形势和政策动向。

外汇投机对汇率的影响分为两种情况:一是减缓汇率的波动,缩小汇率波动的幅度;二是加剧汇率的波动,扩大汇率波动的范围。前者称为稳定性投机,后者称为非稳定性投机。

稳定性投机的操作如下:当外汇汇率高于其长期趋势水平时,投机者预期以后汇率会下跌,于是纷纷抛售外汇,使汇率变动低于其正常的波动曲线;当汇率低于其长期趋势水平时,投机者预期汇率以后会上涨,于是开始购买外汇,使汇率变动高于其正常的波动曲线。这种外汇买卖的结果是缩小了汇率波动的幅度,达到了稳定汇率的作用。而在非稳定性投机的情况下,虽然外汇汇率已高于长期趋势水平,但投机者预期汇率还要上涨,于是继续购买外汇,推动汇率上涨幅度高于正常的波动曲线;或者当外汇汇率跌到长期趋势以下,投机者预期它还要跌,于是仍然抛售外汇,促使它进一步下跌,超过了正常波动曲线的跌幅。其结果是扩大汇率波动的幅度,加剧了外汇市场的不稳定性。

(七)其他因素

除了上述各种因素外,国际间突发的重大政治、军事事件等其他一些因素也会对汇率产生重要的影响。例如 1991 年 8 月原苏联发生非常事件,总统戈尔巴乔夫被扣押在克里米亚后,使德国马克对美元的汇率急剧下降,几天之内由 1 美元 = 1.717 0 马克下降到 1 美元 = 1.860 0 马克。原因是德国在原苏联有大量投资,如果原苏联政策有变,将对德国投资带来很大风险。有些国家的汇率甚至会受到季节性因素的影响。例如,有些国家,一般每年下半年进口总是大于出口,这时对外汇的需求会突然增多,影响汇率。一些国际性银行在年中或岁末必须公布财务报表资料,为了装饰门面,往往在这时大量地买进外汇

以显示其外汇头寸的充足,也会使汇率发生季节性的波动。据英国经济学家和银行家的分析,战后历次英镑贬值,都发生在每年下半年或岁末年初之时,与这种季节性原因有很大关系。

影响汇率变动的原因是错综复杂的,各种因素对汇率的影响作用,常常交织在一起。有时一种因素起主要作用,有时又突然被另一种因素所代替,有时几种因素共同发挥作用,有时几种因素的作用又相互抵消。我们应该从各种因素的相互关联、相互制约和相互抵消的关系来说明汇率的变动,而决不能用单纯的一种因素来解释汇率的变动。但是从根本上讲,影响汇率变动的还是货币本身价值量的变动和外汇供求关系这两个基本方面。货币本身具有或实际代表的价值量的对比形成了货币的真实汇率,决定了现实汇率的基本水平。在此基础上,各种因素通过影响国际收支差额和外汇供求关系导致现实汇率偏离真实汇率,并围绕真实汇率上下波动。

第三节 汇率变动的经济影响

一、汇率机制

汇率受一国通货膨胀与国际收支状况等因素的影响而不断变动,但它反过来又会对一国的经济发展起重要作用,这种汇率与经济相互影响就是汇率机制。汇率机制是指汇率运动与社会其他经济运动之间相互影响、相互作用的有机联系系统。马克思主义汇率理论认为,汇率机制也是一种价格机制,但它又是一种特殊的价格机制。它与物价、利率等其他价格机制一样,是由商品流通和货币流通等经济活动所决定的,同时汇率机制也具有信息传递、动力刺激、价格发现和收入分配等功能。在当前国际分工发达、各国国内经济联系十分密切的情况下,汇率变动对一国的国内经济、对外经济及国际间的经济联系都产生着重大的影响。了解这些影响,不仅对一国当局制定经济政策和汇率、贸易政策有重要意义,而且对企业进行汇率风险管理极其重要。

二、汇率变动的经济影响

在金本位制条件下,汇率贬值对国际收支有连续调节作用。当一国对外支付大于外国对该国的支付时,其货币汇率会下跌,但是当汇率下跌到一定程度时(超出黄金输出点时),输出金币或金块来支付就变得划算了,这样导致金币大量外流。此时,一方面对货币形式的借贷资本的需求会超过它的供给,导致利率上升,该国的有价证券价格下跌,使人们纷纷抛售外国有价证券,转

而购买该国证券,引起资金大量流入该国,造成外汇市场上对该国货币的需求增加,从而使该国货币汇率上升。另一方面,在大量的金币流到国外后,外国的货币供应会增加,消费能力增强,因而增加对该国商品的需求,刺激该国的出口增长,从而扭转该国对外收支的逆差。同样,汇率升值对国际收支也有连续调节作用。

在纸币流通制度下,由于汇率变动情况非常复杂,对经济影响也不相同。因此,分析纸币流通条件汇率贬值的经济影响时,必须区分偶发性汇率变动、实际汇率变动具体地进行分析。

(一)偶发性汇率变动的经济影响

偶发性汇率变动是指在动荡时期,由于战争、政治、经济动乱以及市场心理等一些偶发性因素,导致资本流动混乱、外汇投机盛行而引起的汇率急剧反常的变动。偶发性汇率变动是相对于稳定时期的汇率变动而言的,通常是短期性的汇率变动。测算偶发性汇率变动的幅度,可以用动荡时期的汇率变动幅度,减去稳定时期的汇率变动幅度。例如,假定稳定时期汇率变动幅度为每月 $\pm 5\%$,动荡时期每月汇率波动幅度达到 $\pm 20\%$,则偶发性汇率变动为 $\pm 15\%$ 。

虽然偶发性汇率变动一般都是短期性的,但由于汇率波动剧烈、变动频繁、难以预测,因此通常会加大对外贸易和投资活动的风险,使进出口商和投资者无法准确地计算成本、估算利润,妨碍国际贸易和国际投资活动的正常进行,甚至会引起国际间资本大幅度流动,助长外汇投机,冲击国际金融市场,从而对经济产生破坏性的影响。例如,1983年由于我国政府与港英政府就香港归还问题进行谈判,在香港前途未明的情况下,港元对美元的汇率急剧下跌,仅上半年就跌了30%左右,从1美元兑6港元跌至约10港元的汇率,导致香港金融市场剧烈动荡,股市大幅度下挫,资金大量外流,对外贸易停顿不前,其破坏影响极大。

(二)实际汇率变动的经济影响

偶发性汇率的影响毕竟是短期的,对国际收支和国内经济发生持续重大影响的是实际汇率变动。所谓实际汇率,即经过真实汇率指数(通常以相对物价指数)调整后的汇率,而名义汇率,则指未经过真实汇率指数调整的现实汇率。因此,重要的不是只看现实的名义汇率的涨跌,而是要分析实际汇率变动对经济产生的影响。而且,只有实际汇率变动才真正反映了一国货币汇率的变动会在多大的程度上改变一国成本价格的国际竞争力和对外贸易条件,从而对其国际收支和国内经济产生持续的实质性的影响。具体来说,实际汇率的变动对经济的影响主要表现在以下几个方面。

1. 贸易效应

一般而言,一国货币贬值后,可以改善该国贸易的状况,进而减少该国的国际收支逆差,以稳定汇率。一方面,本币贬值后,以外国货币表示的本国产品的价格比以前便宜,从而增加其出口商品在国际市场上的竞争能力,商品的出口量和出口收入也相应地增加,从而改善该国国际收支平衡状况。另一方面,以本币表示的外国进口商品变得比以前昂贵,从而抑制了商品的流入,所以本币贬值可以起到限入的作用。反之本币升值则起限制出口的作用。

但是货币贬值措施在实际运行过程中要受到进出口商品需求弹性、时滞等一系列因素的制约,从而使其正面效应大打折扣,甚至会产生适得其反的恶果。

(1)本币贬值可促出限入受制于本国输出商品供给和需求弹性的大小。一般而言,只有本国输出商品供给能力富有弹性,本币贬值方能起到刺激出口、增加外汇收入的作用。如果本国出口商品供给缺乏弹性,由于商品成本递增,本国商品用外币表示的价格会随输出量的增加而趋于上升,从而不能增加本国出口商品的竞争能力,也就达不到货币贬值的效果。如果出口商品供给完全无弹性,则出口商品的价格因货币贬值不变动。从进口来看,只有本国输入商品需求富有弹性,才能抑制进口,削减进口开支,改善贸易收入,如果进口商品需求缺乏弹性,反而使贸易收支更加恶化,而进口商品需求为零弹性,则贸易收支不会受到影响。

(2)本币贬值在改善本国进出口贸易状况的过程中,存在时滞,即所谓“J曲线效应”(J-Curve Effect)。这是因为,本国货币贬值尽管可使以本币表示的进口商品价格上升,但由于以前的合同规定或由于产业结构尚未做出及时调整,进口数量及进口支出仍会持续增加,因而货币贬值在使贸易收支改善之前,仍会有一段继续恶化的过程。当然,时滞过后,出口开始增长,贸易收支最终可能有所改善。其时滞的长短,主要取决于国内市场传导机制完善的程度及国内市场完善的程度。若一国宏观经济出现严重失衡,如总需求远大于总供给,则汇率的变动及外贸结构的调整对改善本国贸易收支状况的收效是不会显著的。

如果一国有意加大本币汇率下降的幅度,使其高于本国经济上涨的幅度,以使本国出口商品有更多的价格竞争优势,削弱竞争对手,夺取销售市场,同时增加出口收入,改善贸易收入。但这样做很容易遭到贸易伙伴国的反对和报复。而且,货币贬值可能会导致该国货币信用下降,削弱其在国际金融市场的地位,国际资本会大量逃离和转移,进而有可能导致该国储备资产进一步枯竭、国际收支状况恶化。

2. 资本流动效应

汇率变动对长期资本流动和短期资本流动的影响不一样。一般来说汇率变动对长期资本流动的影响小于对短期资本流动的影响。

从短期来说,当一国货币汇率上升时,意味着本国居民以同样多的本币可以兑换到更多的外币,因此汇率上升能鼓励资本流出扩大对外投资。反之则会有相反的影响。但汇率变动对短期资本流动的影响主要取决于人们对该国货币今后变动趋势的预期。当一国货币汇率开始下跌时,如果投资者预期汇率贬值的幅度还不够,那么人们会将资金抽调国外,以避免因汇率进一步下跌而受更多的损失。如果人们预期汇率贬值到了最低的汇率的时候,便会将资金从其他国家调到这个国家以进行投资或投机以获利。

长期资本流动对汇率变动也会有一定的影响,但汇率变动对长期资本流动的影响较小,主要是因为(1)长期资本的期限较长,大部分是以直接投资和贷款的形式投资的,在期限届满之前,汇率的升值和贬值都不会影响合同的有效性。(2)长期资本输出入的一个原因是为了投资于东道国,绕过东道国的关税或非关税的壁垒或其他一些援助或政治目的,这些资本不会因汇率波动而改变资本流向。

上述分析都是假定两国之间的利差不变,但如果两国货币的利差发生了变化,同样会引起资本的流出流入,从而削弱、抵消或者加强汇率变动的影响。因此,应该在汇率与利率变动的相互作用、相互制约的关系中分析实际汇率对资本流的影响。

3. 对国际储备的影响

汇率变动对一国国际储备数量、结构和外债数量产生影响。(1)实际汇率变动会对一国贸易和非贸易收支和资本输出入产生影响,必然影响到一国国际收支状况和国际储备。一般来说,一国货币实际汇率上升会使国际收支趋于逆差,国际储备减少;实际汇率下降会使国际收支趋于顺差,国际储备增加。但汇率变动对一国国际储备数量影响程度视各国具体情况而定,不一而足。而且,汇率的升值、贬值会影响到国际储备的实际价值。(2)汇率变动对国际储备结构会有所影响,各国外汇储备由各种自由兑换外汇构成,各种外汇的比例与这种货币的安全性、利息收益和本国国际支付中经常使用的币种密切相关。如果对某种外汇有贬值预期,本国货币当局会减少外汇储备中此种外币的比例,转而购买其他币值稳定的外汇。(3)某种外汇汇率变动,使持有这种货币债务的国家因此而受益或受损。汇率升值会使债务国要用更多的外汇去偿还。反之,汇率贬值会使债务国花费较少的外汇去偿还。如20世纪90年代中期日元升值,而我国当时有日元政府贷款到期,我国不得不花费更多的

美元去偿还。

4. 对国内物价的影响

汇率变动对国内物价的影响是通过两个渠道作用的。一方面,如果本国货币汇率上升,进口商品用本币表示的价格会降低,这些进口商品必须与国内同类商品竞争,使国内商品不得不随之降低。而且,本币汇率上升抑制了出口,使大量拟出口商品不得不转为内销,增加了国内市场商品的供应,也促进了国内物价的下降。另一方面,进口原材料和半成品的价格降低直接带来相应产品的价格下降,从而有助于减轻国内通货膨胀的压力。本币汇率下降对物价的影响正好相反。但是汇率对一国国内物价的影响程度得视本国进出口需求弹性而定。如果本国进口需求弹性大,本币汇率变动对物价的影响较小,进口弹性小,则汇率变动对物价影响就大;出口供给弹性大,汇率变动对本国物价影响要小,出口供给弹性小,则汇率变动对本国物价影响大。

5. 对国民经济增长与就业的影响

如果一国存在闲置的要素(包括劳动力、机器等资本品、原材料)的情况下,本币贬值会产生促出限入的作用,将会使闲置资源向出口商品生产部门转移,扩大本国出口和就业。如果一国经济已处于充分就业,本币贬值只会带来物价的上升,而不会有产量的扩大,除非贬值能通过纠正原先的资源配置扭曲来提高生产效率。

6. 对国际经济的影响

一般地,由于主要的国际支付手段都是发达国家的货币,因此,小国汇率变动只会对贸易伙伴国的经济产生影响。但主要工业国汇率变动影响则是比较大的。(1)主要工业国的货币贬值政策至少在短期内一般会影响他国的国际收支,尤其可能会导致发展中国家的贸易条件恶化,对外筹资成本提高,并由此可能引起贸易战和汇率战,并影响世界经济的景气。(2)汇率频繁波动助长了市场投机行为,可能会引起国际金融领域的动荡。(3)在国际贸易和借贷活动中,将要收入贬值货币的经济主体将遭受损失,而要支付贬值货币的经济主体将从中获益,使那些有外汇资产或外汇负债的经济主体面临巨大的外汇风险。(4)对国际储备体系和国际货币关系产生巨大影响。有些储备货币如德国马克和日元,由于持续的国际收支顺差,其货币的国际地位和作用日益加强,目前的国际储备多样化正是其结果之一。

三、汇率变动对经济活动影响程度的制约条件

汇率机制对外部经济环境发挥着重要的影响作用,而其功能作用的发挥和正常运行,要受到外部经济环境许多因素和条件的制约。

(一) 社会经济形态和经济体制

汇率机制是一种特殊的价格机制,主要作用于市场经济,尤其是对资本主义市场经济,具有直接的、自发的、全面的调节作用。而在社会主义经济制度下,生产具有全社会的整体性,受国家计划的指导和政策的干预,因此,汇率机制的作用要服从于社会主义生产的根本目的,并受到国家计划的指导和约束,作用的性质和方式也不同于资本主义市场经济下。即使在社会主义制度下,汇率机制作用的方式在传统的计划经济体制与社会主义市场经济体制下也大不相同。总的来说,在资本主义市场经济下,汇率机制的作用要大一些;而在社会主义市场经济体制下比在传统的计划经济体制下,汇率机制的作用又要大一些。

(二) 一国经济对外开放的程度

一国经济对外开放程度的大小反映在该国对外贸易在国民收入中所占的比重的大小、国内金融市场与国际金融市场的联系程度、该国货币的可兑换性等方面。汇率的特殊性在于它是通过影响对外经济来影响国内经济的,因此,一国对外经济开放程度越高、对外经济活动越多、范围越大,汇率机制的作用就越大;反之则相反。

(三) 国家干预经济的程度

汇率机制的运行有其本身的规律性,而国家干预经济的结果会扭曲汇率机制的作用,破坏其运行的规律,限制其作用的发挥。因此,在一些实行严格的金融管制、外汇管制和外贸管制的国家,汇率机制的作用要受到很大的约束,其对国际收支和国内经济的影响,就要小于管制较少的国家。不过,国家如果能够掌握汇率机制运行的规律,也可以利用和充分发挥汇率机制的调节作用。

(四) 进出口商品供求的价格弹性

汇率的变动主要是通过影响进出口商品的相对价格来影响国际收支和国内经济的,而价格变动对商品供求的影响大小又在很大程度上取决于价格弹性。因此,对于进出口商品价格弹性较大的国家,汇率机制的作用就要大一些,反之则相反。

(五) 时滞因素的影响

所谓时滞,是指两个有关的自然现象或经济现象发生之间的时间间隔,或者说,是一个变量紧随着另一个变量的变化而变化所间隔的时间长度。任何两个经济变量之间的作用过程都要受到时滞因素的影响,汇率机制作用于其他经济变量也不例外。因此,通过货币贬值改善国际收支时会出现“J曲线效应”。时滞因素使汇率变动发挥作用的过程延迟,通常为半年至1年。在此

期间,国内通货膨胀、经济周期、市场情况和经济政策等各种因素都可能发生意想不到的变化,使汇率变动作用的时间缩短,作用的效果削弱。

总之,汇率机制作为价值规律作用机制之一,与价格机制和利率机制一起,对社会经济生活发挥着客观的重要的影响作用。但汇率机制的运行又要受到一定社会经济条件的制约。在不同的社会经济形态、经济体制、经济开放程度、政府干预程度等条件下,汇率机制作用的性质、范围、形式以及程度等,都各不相同。因此对于汇率机制的研究,不仅必须考虑它与社会经济其他方面的相互影响与作用,而且必须注意结合具体的社会经济条件来考察。这一点对于我国正在建设的社会主义市场经济来说,尤其具有重要的现实意义。

【背景材料】

有关人民币升值的争论

21 世纪之初,中国经济高速增长、贸易顺差不断增加、中国企业大举进军国际市场,人民币升值的外部压力不断加强,引起了世界各地媒体舆论及财经界的热烈讨论,下文就人民币该不该升值的问题,对各种不同的观点建议进行简短的介绍。

一、人民币应该升值

(一)人民币被低估,因而应该升值

观点一,人民币被严重低估,超过 15%。

哈佛大学肯尼迪商学院教授弗朗格根据 PPP 模型计算,认为人民币在 2000 年被低估 36%。华盛顿国际经济研究所高级研究员戈登斯坦根据自己的计算,认为人民币在 2003 年被低估 15%~30%。日本前财务省次官黑田东彦认为人民币至少低估 30%,人民币汇率每年需要调整 7%~10%,调整时间需达数年。

观点二,人民币被少量低估,在 5%~15%。

北京大学中国经济研究中心主任林毅夫认为,人民币没有被严重低估,而仅仅低估了大约 5%。面对投机热钱,目前最好的办法是维持汇率稳定不做回应。高盛亚太区董事总经理胡祖六认为,人民币确实被低估了。2002 年,中国的外汇储备增加了 740 亿美元,2003 年一季度又增加 300 亿美元,这一增长事实就足以表明人民币实际上被低估了。不过,无论用何种汇率均衡模型计算,人民币的低估幅度也只有 15% 左右。

观点三,不确定到底低估多少,但肯定被低估了。

汇丰银行全球首席经济学家斯蒂芬·金认为,中国对美国不断增长的巨

大贸易顺差证明,人民币被低估,但是顺差与中国从其他亚洲国家进口设备和零部件的贸易逆差相抵消。去年中国贸易顺差为 320 亿美元,低于中国 20 世纪 90 年代后期的水平,相对于美国 6 000 多亿美元的贸易赤字也低得多。金融时报经济分析员马丁·沃尔夫认为,人民币汇率明显低于其实际币值。中国的基本收支平衡有着巨大的盈余,它的经常账户有着很大的顺差,加上其长期资本净流量的顺差也很大,所有这些加起来,至少占其国民生产总值的 7%~8%。

(二)人民币升值有利于中国改善贸易结构,促进中国宏观经济的发展

国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松认为,汇率升值对经济产生紧缩效应只是一种静态观点,是假定企业对汇率变动不做任何主动调整。但从过去的情况看,中国企业的调整能力很强。而且在一些发展中国家汇率升值的过程中往往还伴随着明显的贸易顺差。这是因为企业调整了市场营销策略和提高了竞争力。汇率升值后,一部分利润水平较低的企业竞争力将受到很大挑战,但对于其他企业的影响不会很明显。升值降低了进口成本,这促使企业在全中国范围内重新组合资源,利用价格调整购买更便宜的资源,也有利于国内消耗资源的减少。

美国联邦储备委员会主席格林斯潘认为,中国允许人民币升值符合中国自身的利益,这主要是因为中国支撑人民币汇率的体制需要中央银行积累大量的美国公债。除非中国能遏制这些庞大美元资产流入所造成的影响,否则将导致其金融体系出现重大扭曲,并最终对中国经济造成严重问题。中国政府对这一点也很清楚。根据美国财政部今年 5 月公布的统计数字,中国购买了大约 2 435 亿美元的美国政府债券,仅次于日本。

中国银河证券首席经济学家左小蕾认为,汇率的调整应该说是利弊共存。如果我们能够很快地调整自己,必将会让不利变得有利,让“利”变得更有利。

中国社科院金融研究所金融发展室主任易宪容认为,对国内市场来说,人民币升值,不仅将改变以往中国经济出口外向性的格局,改善现有贸易结构,抑制资源密集型产品的出口,促使技术含量高的出口型企业在竞争中胜出,同时,人民币升值在短期内将改变行业内企业的资产、负债、收入、成本等账面价值,通过外汇折算差异影响其经营业绩。企业如何来规避汇率风险将成为未来发展最为重要的一课。因此,国内金融业会借人民币汇率改革的机会,大力发展外汇市场和外汇市场上的各种金融产品,创新各种金融工具。国内金融市场的结构调整与变化也会随之而来。

国家信息中心发展研究部高辉清认为,人民币小幅升值,有助于我国经济增长方式的转变和提升。推进人民币汇率形成机制改革,是缓解对外贸易不

平衡、扩大内需、提升企业国际竞争力以及提高对外开放水平的需要,有利于充分利用“两个市场”,提高对外开放的水平及中国金融的全面对外开放。

二、人民币不该升值

(一)人民币没有被低估,因而无需升值

美国财政部认为,中国没有操纵汇率的问题,人民币对美元的汇率并没有被低估。国际货币基金组织也认为,目前找不到人民币被严重低估的有说服力的证据。

摩根士丹利亚太区首席经济学家谢国忠认为,不存在让人民币大幅升值的理由。低估货币会引发通货膨胀,固定的汇率通过物价上扬或下跌来进行调整。如果人民币被低估,通货膨胀将会“关照”人民币。当一个经济体的通货膨胀过高,难以忍受,该经济体将会放弃固定汇率制度。中国的通货膨胀率依然处于较低水平,不能同美国进行比较。因此,从通货膨胀角度而言,并非是放弃固定汇率制度的原因。

(二)中国的货币运行良好,人民币无需升值

美国斯坦福大学教授罗纳德·麦金农认为,一直以来人民币维持良好运行,8.28元人民币对1美元的汇率是非常有效的。中国资本项目不可兑换,使得没有有效的外汇市场供外资进行外汇对冲;另外,在中国出口增长速度非常迅速的情况下,它的平衡性价格以及劳动生产率增长都是互相保持一致的。这种现象和日本在20世纪五六十年代经历的经济现象差不多,日本在这一阶段始终采用固定汇率制度,没有不均衡现象,中国也是同样的道理,不需要在短期内升值汇率。

美国哥伦比亚大学教授斯蒂格利茨认为,目前中国贸易收支状况很好,国际贸易盈余很小。从经济角度看,没有必要将人民币升值。

中国银行国际金融研究所副所长王元龙说,关于人民币汇率是否低估的问题,我个人认为现行汇率是基本合理的。众所周知,中国经济一直保持着快速、稳定的发展,如果汇率有问题,显然不可能实现长期的经济增长。

(三)升值不利于中国经济,只会招致更多压力

诺贝尔经济学奖获得者蒙代尔认为,中国应该保持人民币汇率的稳定。尤其考虑到中国幅员广大,地区发展不平衡。中国应吸取欧洲的经验。欧元实行浮动利率曾导致汇率的大起大落,引发更多的货币投机活动。人民币升值会推迟人民币的可兑换性,减少外资的流入。人民币升值还会造成东南亚地区经济不稳定,甚至会影响中国履行入世的承诺,恐怕“有百害而无一利”。第一,导致外国投资下降;第二,使中国经济增长急剧放慢;第三,银行不良贷

款问题全面出现 ;第四 ,国有企业出现大面积亏损 ;第五 ,延缓人民币可兑换化进程 ;第六 ,会降低中国企业的利润率 ,加大就业压力 ;第七 ,导致中国农村地区出现通货紧缩压力 ;第八 ,在东南亚地区造成不稳定因素 ;第九 ,给市场投机者带去非常好的机遇 ;第十 ,可能影响未来人民币在中国以外地区的地位。对中国经济的影响将远不止上述 10 个危害。此外 ,外商在华直接投资将减少 5 ~6 个百分点 ;中国入世承诺的兑现也将受到影响 ,将极大地伤害中国的外贸出口 ;财政赤字将由于人民币汇率的升值而增加 ,同时影响货币政策的稳定 ;影响邻国尤其是蒙古的经济发展。

诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨认为 ,人民币升值会影响农产品价格 ,影响中国农民的收入 ,有可能导致农村贫困人口大幅度增加。目前 ,中国还没有建立覆盖农村的社会保障体系应对这种后果。升值不会缓解现在国内外的经济问题。

北京大学经济学院教授李庆云认为 ,人民币汇率在 3 ~5 年的短期内不应该改变。从中国的国际收支平衡表各个项目来看 :第一 ,中国目前的贸易顺差是有许多条件支持的 ,而这些前提条件一旦失去 ,顺差不一定能够持续。如 ,中国目前实行贸易限制政策 ,关税高于发达国家的水平 ,许可证和限额也限制了进口。在 WTO 之后中国逐步降低关税、取消或者削弱许可证和限额 ,这些都会对国际贸易产生影响 ,减少顺差。此外 ,在出口增加的同时 ,应该看到中国的进口也在增加。第二 ,平衡表中 ,经常收支中的收益项存在很大的逆差 (200 亿美元左右) ,中国在海外的收益明显少于外国在中国的收益。第三 ,经常收支项目中的经常转移保持顺差 ,大致为 100 多亿美元。综合这三项的考虑 ,如果贸易转向平衡 ,或者贸易出现逆差 ,国际收支项目中的逆差是肯定的。随着根据 WTO 规定进行的贸易政策放宽 ,中国的贸易顺差不会一直维持目前的水平 ,所以现在人民币升值对中国经济的发展没有好处。

资料来源 国务院发展研究中心信息网 2005-8-4。

本章小结

1. 外汇是用来作为国际贸易清偿的支付手段 ,是国际贸易发展的产物。根据外汇自由兑换的程度来划分 ,外汇可分为自由兑换外汇、有限自由兑换外汇和记账外汇三种。

2. 汇率是一个国家的货币折算成另一国家的货币的比率 ,在外汇市场上 ,汇率有两种不同的标价方法 :直接标价法和间接标价法。从不同标准来划分

汇率有不同的种类。

3. 金本位制下,实际外汇汇率是以铸币平价为基础,随外汇市场供求关系而上下波动的。纸币流通下,内部经济和对外经济的诸多因素的变化都会引起汇率的变化。

4. 汇率受一国通货膨胀与国际收支状况的影响而不断变动,但它反过来又会对一国的经济发展起重要作用,这种汇率与经济相互影响就是汇率机制。在当前国际分工发达、各国国内经济联系十分密切的情况下,汇率变动对一国的国内经济、对外经济及国际间的经济联系都产生着重大的影响。

关键词汇

外汇 Foreign Exchange 汇率 Exchange Rate
黄金输送点 Gold Points 黄金平价 Gold Parity
直接标价法 Direct Quotation System
间接标价法 Indirect Quotation System

本章思考题

1. 什么是外汇? 外汇应具备什么条件?
2. 汇率有哪两种标价方法? 人民币采取的是什么标价方法?
3. 金本位制下,汇率是如何决定的?
4. 试述纸币流通条件下影响汇率变动的主要因素。
5. 当前形势下,人民币是否有升值或贬值的可能性,为什么?

第七章 西方汇率理论

西方国家的汇率理论一般注重研究汇率的决定因素及影响汇率变动的因素,随着经济条件和经济理论的变化和发展,西方经济学家关于汇率决定及其变动因素的理论、学说不断增多。但主要汇率理论的提出都是为了解释在当时特定的历史条件下,西方国家经济中面临的经济问题,为一国货币当局制定汇率政策提供理论依据。本章讲述的西方汇率决定理论有国际借贷理论、购买力平价理论、利率平价理论、货币主义的汇率理论和资产组合汇率理论等五种,分析了每种汇率理论的内容、贡献和缺陷。

第一节 国际借贷理论

国际借贷理论(Theory of International Indebtedness)出现和盛行于金本位制时期,是一战前以国际借贷来说明汇率变动的主要理论。1861年,英国经济学家戈森(Goschen)在其《外汇理论》一书中最早提出了这一学说,系统地解释了汇率决定与变动的原因。

一、国际借贷理论的内容

1. 外汇汇率由外汇的供给和需求决定。之所以产生外汇的供给与需求,是因为国与国之间存在着借贷关系,必然产生一定金额的外汇收入与支出。因此,一国对他国的债权、债务关系即国际借贷关系是汇率变动的主要依据。

2. 一国经常项目和资本项目的差额,构成一国的国际借贷差额。国际借贷关系不仅由于商品的输出输入而发生,也由非贸易和资本交易等引起。国际借贷可分为固定借贷与流动借贷。前者指借贷关系已形成但未进入实际支付阶段的借贷,后者指已进入实际支付阶段的借贷。其中只有流动借贷才对外汇供求关系产生实际影响。

3. 如果一国的流动借贷相等,表明外汇供求平衡,汇率不会变动。如果流动借贷出超,则外汇供大于求,外汇汇率下降;反之,则相反。

二、国际借贷理论的贡献和局限性

戈森建立的国际借贷理论盛行于第一次世界大战前的金本位制时期,当

时各国流通的法定货币是金币,黄金是主要的世界货币,汇率的波动受物价和现金流动机制的制约,波动幅度很小。由于各国货币的含金量一般很少变化,汇率的变动主要是受外汇供求关系变化的影响。正是在这种特定的条件下,产生了国际借贷理论。该理论正确地将国际借贷划分为固定借贷和流动借贷,并指出了只有需要立即清偿的各种到期的国际支付差额才会引起汇率的变动,并从动态的角度分析了汇率变动的原因及其调节作用,这些是国际借贷理论对汇率理论的重要贡献。国际借贷理论是西方汇率理论发展中的一个重要转折点,现代汇率理论的一些主要方面在当时汇率理论的探讨中基本上都已涉及,从而不仅为20世纪汇率理论的进一步发展铺平了道路,而且在二战后的西方汇率理论中仍然有重要的影响。例如以凯恩斯经济理论为基础的“国际收支理论”就沿用了国际借贷理论的一些基本观点,以收入效应和相对价格效应引起的进出口商品供求和贸易收支的变化,来解释汇率的变动。

然而,由于历史的局限性,使戈森未能揭示决定汇率的内在的根本因素即汇率决定的基础,即不同货币所包含或代表的价值量。换句话说,国际借贷理论指出了在金本位制下,国际借贷差额不平衡时,一国对外债权与债务的变化会影响汇率的变动,但它未能说明在国际借贷总额平衡时汇率决定于什么、会不会变动。因此,在国际货币制度发生变化,金本位制被纸币流通制度代替以后,各国货币的对外汇率常常因通货膨胀而下跌,对这一现象,国际借贷理论便无法解释了。这是该理论的最大的缺陷。此外该理论还有两个重要缺陷:一是该理论仅注意到实际经济与汇率间的因果关系,对汇率与外汇供求和国际资本流动之间相互作用的关系未做认真深入的探讨;二是该理论只适用于具有比较发达的自由外汇市场的国家,对于外汇市场不发达的发展中国家和政府干预外汇市场的国家,外汇供求的真实情况会被掩盖,该理论便难以适用。

第二节 购买力平价理论

第一次世界大战结束后,欧洲各国政府欲恢复在战争中崩溃的金本位制,但由于各国在战争中物价上涨幅度不同,因而在什么水平上重新确定各国货币同黄金的比价这一问题上存在激烈的争论。这一历史背景为购买力平价理论的发展提供了契机。以货币的购买力作为汇率决定的根本思想最早由英国经济学家李嘉图(David Ricardo)提出,20世纪初由瑞典经济学家卡塞尔(G. Cassel)发展成为一种学说。卡塞尔在1922年出版了《1914年以后的货币和外汇》一书,系统阐述了购买力平价理论(Theory of Purchasing Power Parity),简

称 PPP),并成为公认的购买力平价理论的主要倡导者和集大成者。购买力平价理论是西方经济理论中最具有影响力的一种理论,购买力平价有两种形式,即绝对购买力平价和相对购买力平价。

一、绝对购买力平价

绝对购买力平价理论得以成立有相应的假定条件(1)在国际范围内,一价定律能够成立,也就是一种商品在任何一个国家的价格是相同的。这一前提条件实际上要求满足自由贸易条件。(2)忽略国际贸易的运输费用、信息费用和利息负担等因素的影响。(3)物价与汇率是单向的因果关系,不考虑汇率和物价的相互影响。(4)假定货币中性,即假定经济中的变化都是纯粹货币性质的变化,没有考虑影响到产量、产业结构和生产成本、劳动生产率等实际经济变量。(5)不考虑对汇率的预期等因素的影响。

在这样的假定条件下,卡塞尔认为一国货币对外汇率主要是由两国货币在其本国所具有的购买力决定的,两种货币购买力之比决定了两国货币的兑换比率。如一只中国产手表,在国内市场的人民币价格为80元,而出口到美国后,在美国市场的美金价格为10美元,那么,就这块手表来说,两国货币的购买力之比为8比1,即人民币对美元汇率为8。如果将单一商品推广到所有商品,则汇率可表示为

$$S = \frac{P}{P^*} \quad (7-1)$$

式中 S 为汇率,以本币表示的单位外币,即直接标价法。 P 和 P^* 分别表示本国和外国的综合物价水平。式(7-1)称为绝对购买力平价,它表明汇率是一个取决于两国相对价格水平的名义变量。当本国的价格水平相对上升时,本币购买力相对下降,即本币贬值,则汇率就下跌。相反,当本国的价格水平相对下降时,本币购买力相对上升,即本币升值,则汇率就上升。这就是购买力平价所揭示的汇率与货币相对购买力或相对价格水平之间的经济关系。

二、相对购买力平价

购买力平价的另一种形式是相对购买力平价。绝对购买力平价说明在某一时点上汇率的决定,相对购买力平价则是说明在一段时间内汇率的变动规律。假定绝对购买力平价分别在 t_0 和 t_1 时刻都能成立,则有

$$S_0 = \frac{P_0}{P_0^*} \quad (7-2a)$$

$$S_1 = \frac{P_1}{P_1^*} \quad (7-2b)$$

将式(7-2b)两边分别除以(式7-2a)两边,则有

$$\frac{S_1}{S_0} = \frac{P_1/P_0}{P_1^*/P_0^*} \quad (7-3)$$

式中 P_1/P_0 和 P_1^*/P_0^* 分别表示以 t_0 为基期, t_1 时刻本国和外国的物价指数。

假设 $P_1/P_0 = 1 + \pi$

$$P_1^*/P_0^* = 1 + \pi^*$$

式中 π 和 π^* 分别表示从 t_0 至 t_1 时间内本国和外国的通货膨胀率,因此,式(7-3)可改写为

$$\frac{S_1}{S_0} = \frac{1 + \pi}{1 + \pi^*} \quad (7-4)$$

将式(7-4)两边同时减去1,可得

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = \frac{\pi - \pi^*}{1 + \pi^*} \quad (7-5)$$

当 π^* 很小时,假定 $1 + \pi^*$ 近似等于1,则式(7-5)可简化为

$$\frac{S_1 - S_0}{S_0} = \pi - \pi^* \quad (7-6)$$

式(7-6)即为相对购买力平价的简化式,它表明汇率变化率等于同期本国与外国的通货膨胀率之差。也就是说汇率的变化率与两国物价水平的相对变化成比例。如果外国通货膨胀率 π^* 较大而不能忽略时,则应采用式(7-5),而不能用简化式。

三、购买力平价理论的评价

购买力平价理论提出的时候,正是第一次世界大战爆发、金本位制崩溃,不兑现的纸币流通制度盛行,各国通货膨胀加剧之后。它的提出,解释了不同货币之间对比的条件和通货膨胀率对汇率变动的影响,因此在当时的汇率理论中占了上风,并成为后来在西方资产阶级汇率理论中影响最大的一种学说。购买力平价理论透过影响汇率的种种因素,揭示了决定汇率的基础这一本质问题,在通货膨胀时期和长期汇率的预测方面,相对购买力平价的计算具有较大的实用价值和可操作性,而且它为纸币流通条件下汇率政策的制定提供了重要依据。

尽管购买力平价理论是20世纪最重要的汇率理论,但它仍然有种种不足

和局限性,这主要表现在以下几个方面:

1. 购买力平价理论认为汇率变动完全取决于两国货币的购买力,也就是说,只有物价影响汇率,其他因素的变化对汇率没有直接影响。而实际情况并非如此。许多宏观经济因素的变化都将影响汇率波动,如货币供给、利率、财政政策、国际收支等,除此之外,技术分析、心理因素以及政治、军事冲突等突发性事件也会对汇率变动产生重大影响。因此将物价作为决定汇率的唯一因素是不完整的。另一方面,商品价格对外部冲击的反应速度,相对于金融市场价格来说要慢得多,因此实际中经常出现汇率和价格的变化方向相背离的现象。所以,当有重大经济消息公布的时刻,往往也就是市场汇率大幅度偏离购买力平价的时刻。

2. 购买力平价要求国与国之间的价格体系相同,以保证两国物价的可比性。而在实际中,由于各国的经济制度、经济结构、价格体系等方面存在很大差异,从而导致两国货币的购买力可比性较差。大量实践研究表明,在发达工业国家之间,特别是欧盟内部成员国之间,购买力平价的适用性较好,而在发达工业国与发展中国家之间,购买力平价的适用性较差。

3. 物价指数的选择的非一致性。在国民经济统计中有多种物价指数,在众多的物价指数中,哪一种更能体现两国的货币购买力呢?物价指数选择不同,所得出的结果肯定存在差异,其中争议最多的是选择包括所有商品在内的综合物价指数,还是贸易商品物价指数。凯恩斯认为:当非贸易商品的价格变化时,综合价格指数也发生变化,但汇率有可能保持不变,原因是非贸易商品价格的变化不会引起国际贸易的流动。

而且,物价指数的统计方法也很难一致。各国物价的统计方法存在差异,主要表现在样本采集方法、权数的确定等方面,这些统计差异在一定程度上影响了两国物价的可比性。

4. 基期的选择问题。如果选择的基期汇率不能确切反映当时两国之间的货币购买力,事实上我们也无法确定基期汇率是否合理,因此选择不同的基期可能会得出不同的结果。

5. 价格滞后和时间区间的确定。由于两国之间存在着多方面的差异,因此,各国价格对外部冲击的反应速度不同,如发达工业国家由于市场发达,其价格时滞要比发展中国家短得多。用月度、季度或年度数据检验其结果有可能会大相径庭。一般来说,如果用年度数据进行验证,价格时滞差异将会被大大削弱。因此时间区间的确定显得特别重要。

尽管购买力平价理论存在种种不足和缺陷,但购买力平价的理论价值和长期预测价值都受到广泛的关注和重视,特别是当一国处于高通货膨胀的情

况下,在实现物价稳定和汇率稳定时,购买力平价常常成为各国金融政策的重要依据。

第三节 利率平价理论

随着生产和资本国际化的不断发展,国际间资本移动的规模日益扩大,利率变动成为影响货币汇率尤其是短期汇率的一个重要因素,需要有一种新的理论来解释资本流动和利率变动与汇率决定的关系。利率平价理论(The Interest Rate Parity)正是在这样的历史背景下产生的。它是由英国著名经济学家凯恩斯(J. Keynes)于1924年提出的。他认为汇率变动与两国相对利差有关,投资者根据两国利差大小以及对未来汇率的预期进行投资选择,以期获取收益或避免风险。

一、利率平价理论的基本内容

1. 利率平价理论的假定前提条件 (1)国际金融市场比较发达和完善,国际资本流动不受限制,国际间的套利活动可以自由地进行 (2)国际金融资产具有充分的可替代性,不考虑各种金融资产在收益率、期限和流动性等方面的差异 (3)国际货币、资本市场无外汇投机行为,即所有的国际投资者和借款者都会通过套期保值交易来抵补可能的汇率风险 (4)套利活动的交易成本为零,不考虑信息费、手续费和经纪人佣金等费用 (5)套利资金的供给弹性无穷大,不考虑套利成本、信用风险、流动性偏好、货币政策等各种因素对套利资金供给的影响。

2. 利率平价式。大家先来看个例子。如图 7-1 所示,某投资者将货币在本国投资生息,使现在的 1 元钱在将来变成 $(1+i)$ 元,其中 i 为本国利率;他还可以将货币换成外币,在外国投资生息,使现在的 1 元在将来变成 $(1+i^*)F/S$,其中 i^* 为外国利率, S 是现在将本币换成外币的汇率, F 是将来外币换成本币的汇率,汇率用直接标价法,即用本币表示单位外币。

如果两个未来值不同,则投资者将有获取更高利润的机会。但所有投资者都在盘算着同一事件,所有投资者投资选择的最终结果是“汇率和利率将做充分调整以使两个未来值完全相等”,这时套利活动就完全终止。则

$$1+i = \frac{(1+i^*)F}{S}$$

变换后为

$$\frac{F}{S} = \frac{1+i}{1+i^*} \quad (7-7)$$

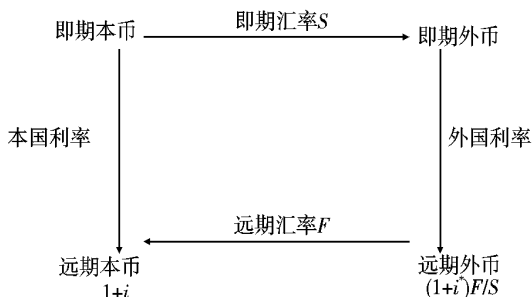


图 7-1 两种货币的即期和远期资产

等式两边同减去 1, 得

$$\frac{F-S}{S} = \frac{i-i^*}{1+i^*} \quad (7-8)$$

当 i^* 较小时, 假设 $1+i^* \approx 1$, 则式(7-8)变成

$$\frac{F-S}{S} = i-i^* \quad (7-9)$$

式(7-9)即为著名的利率平价表达式, 该式反映了远期升水与两国利差之间的相互关系, 当本国利率相对外国利率上升时, 两国利差增大, 汇率下跌, 远期贴水, 相反, 当两国利差减小时, 汇率上升, 远期升水。

如果以两国利差($i-i^*$)为横坐标, 汇率的远期升水 $(F-S)/S$ 为纵坐标, 则利率平价就是一条通过原点且与坐标轴成 45° 的直线, 如图 7-2。

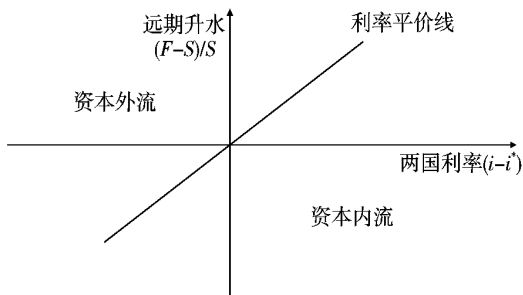


图 7-2 利率平价式

令

$$CD = \frac{F-S}{S} = i-i^* \quad (7-10)$$

凯恩斯将 CD 称为抵补利差, 其含义是: 当一国利率相对较低时, 其货币汇率倾向于升水, 以补偿较低的利率; 当一国汇率倾向于下跌时, 其货币利率相对较高, 以补偿汇率的下跌。即利差与汇率升水相互抵补。

(1) 在利率平价线上, $CD=0$, 远期升水等于两国利差, 任何套利活动都不

可能获利,因此,在这种情况下国与国之间没有资本流动。

(2)在利率平价线上方, $CD > 0$,远期升水小于利差,即远期贴水(直接标价法),资本外流的套利能获得利益。即买进即期外币,在外国投资生息,卖出远期外币。

(3)在利率平价线下方, $CD < 0$,远期升水大于利差,即远期升水,资金回流的套利能获得利益。即买进即期本币,在本国投资生息,卖出远期本币。

在有效的外汇市场上,如果不考虑交易成本和风险收益的话,套利活动最终使得外汇市场处于均衡状态。因此利率平价不仅在理论上提出了汇率的变动与两国利差之间的数量关系,而且提示了通过远期套利交易,可以减少投资风险,同时揭示了短期国际资本流动的规律。因此,利率平价理论创立以来,不仅成为汇率决定理论的一块基石,而且成为投资者的决策指南和投机者的盈利工具。

二、交易成本及利率平价理论的修正

许多研究表明,汇率的远期升水,不仅受到两国利差的影响,还要受到交易成本、资本控制、风险收益等各种因素的影响,因此,实际的远期汇率和由利率平价理论决定的远期汇率常常会出现偏差,从而引出人们对产生偏差原因的探索。索费克尔(Sofficer)、威利特(Willett)和斯托尔(Stoll)等人认为产生偏差的两个重要原因是交易成本与部分市场参与者的风险转移,这两个因素会在很大程度上影响套利者的行为。在多数情况下,交易成本是实际远期汇率与利率平价理论决定的远期汇率之间产生偏差的主要原因。

交易成本的引入,修正了均衡条件下的利率平价,但是并没有改变利率平价理论中纯粹套利活动决定远期汇率的基本观点。这里的交易成本主要包括经纪费、信息费、远期报盘和讨价还价的费用,以及由边际应得报酬引起的远期利率收益等。

直接计算外汇市场上的交易成本是很困难的,实证研究中通常只能靠估计。由于各自采用的估算方法不同,因而得出的结果差别也很大。凯恩斯是最早研究交易成本的人,他假定资本转移国的交易费用约0.5个百分点。假如本国利率为10%,外国利率为8%,则两国利差为2%,如果考虑有0.5个百分点的交易成本,则两国利差修正为2.5%。由此可见,在套利交易中,交易成本是不能忽略的,否则就会使得获利减少甚至导致亏本。艾因齐格(Einzig, 1967年)估计为0.6,布兰森(1969年)估计为0.18,弗伦克尔和莱维奇(1975年, 1977年)估计分别为0.15和1.1。

交易成本对利率平价仅仅作了局部修正,像破产风险、政治风险和资本控

制等因素均会对资本活动和远期升水产生影响。这会导致本国有价证券和外国证券不能完全替代。这些都与传统的利率平价的基本假设相背离。传统的理论的一个严格假设是套利者对远期外汇的超额需求呈完全弹性,而现代理论则假设套利者对远期外汇的超额需求不是完全弹性,而是一条向下倾斜的曲线。即远期汇率不仅受到套利行为的影响,而且受到其他市场参与者(投资者、贸易商和中央银行)的影响。因此,他们认为远期汇率不仅由套利决定,而且与套利者对将来即期汇率的预期有关。

许多实证研究的结果,无论是短期还是长期,基本上都支持利率平价理论。但是某些国家的特殊金融政策或者不同的汇率制度会使利率平价失去效用。例如,从1974~1981年澳大利亚储备银行连续干预外汇市场,并由银行确定远期升水;1980~1986年的美元大幅度升值,以及随后的大幅度贬值等。这是利率平价无法圆满解释的。另外,各国资本控制和货币市场完善的程度不同,利率平价应用的效果也不一样。例如,利率平价在欧洲货币市场要比其他货币市场更为合适。重要原因是欧洲货币市场的资本控制和其他限制较少,所有的欧洲货币市场能同等地暴露将来的资本控制的风险,而对将来资本控制的预期不会阻碍各种欧洲货币之间的套利。

三、利率与通货膨胀率

为了更好地理解利率与汇率之间的关系,现在分析通货膨胀率是如何与这两者相联系的。如某一投资者选择储蓄作为投资,假设年利率为10%,而同期通货膨胀率也为10%,由于货币的购买力下降,使得该投资者的实际收益为零。因此,投资者在作投资选择时,考虑的是他获得的实际收益,而不是名义收益。通货膨胀对名义利率的预期效应称为费雪效应,它由美国经济学家欧文·费雪(Fisher)提出,因此,通货膨胀率与利率之间的关系式又称费雪方程,它可表示为:

$$r = i - \pi^e \quad (7-11)$$

式中 i 为名义利率, r 为实际利率, π^e 为预期通货膨胀率,对外国来说,费雪方程同样成立,即

$$r^* = i^* - \pi^{e*} \quad (7-12)$$

根据费雪假设,当各国不存在资本管制时,国际资本的完全流动最终必然导致两国的实际利率相等,即

$$r = r^* \quad (7-13)$$

将(7-11)、(7-12)两式代入式(7-13)后,整理得

$$i - i^* = \pi^e - \pi^{e*} \quad (7-14)$$

如果将式(7-14)与利率平价结合起来,就能获得汇率、利率和通货膨胀之间的关系式:

$$\frac{F - S}{S} = i - i^* = \pi^e - \pi^{e*} \quad (7-15)$$

式(7-15)表明,在完全竞争和没有资本管制的条件下,即期汇率和远期汇率之间的关系即升水或贴水由两国预期的通货膨胀率来确定。而两国的预期通货膨胀率之差又等于两国名义利率的差额。假定某国的经济政策突然发生变化,这种变化可能会引起人们对较高通胀的预期,此时,汇率会立即进行调整,同时预期通常将导致名义利率上升,三者之间相互调整以达到新的平衡水平。如果放贷者需要一个较高利率来补偿预期通货膨胀率带来的影响,则通胀预期的增加将导致利率升高,而借贷者出于对更高通胀的担心,将减少这种货币需求,从而导致汇率下跌。

费雪方程、利率平价和购买力平价三者之间的相互联系,为以后各种汇率决定理论的形成和发展提供了基础。

第四节 货币主义的汇率理论

货币主义者认为,汇率是两国货币的兑换比率,汇率的变化就是两国货币比价的变化反映,这从汇率的定义就可以得知,然而,在不考虑各国货币市场的情况下去分析汇率的决定与变动,难以得出有说服力的结论。货币主义者把汇率看成是两国货币的相对价格,而不是两国商品的相对价格,强调货币供求在汇率决定过程中的作用。他们把购买力平价和货币数量方程式有机地结合起来,产生了基于货币供应量和实际产出的一种汇率理论,这就是货币主义的汇率决定理论。

货币主义的汇率理论创立于20世纪70年代初期,其代表人物主要有美国的经济学家约翰逊、蒙代尔和弗兰克尔等人。该理论实际上也是购买力平价理论的现代翻版,只不过是在购买力平价理论的基础上,结合现代货币学派的货币数量论,进一步用两国货币供求关系的变化引起物价水平的变化来解释汇率的决定。

一、货币主义汇率理论的基本观点

货币主义汇率理论以下列假定作为基本前提条件(1)假定存在有效率的商品市场,商品价格对货币供应量有充分的弹性,自由的商品流动能保证“一价定律”有效地发挥作用。(2)假定存在高效率的外汇市场,货币可以自

由兑换,市场参加者能根据所有信息做出合理预期,并且他们的预期能强烈地影响市场上的汇率,从而能保证购买力平价的实现。(3)假定存在高度发达的资本市场,资本在两国间具有充分的流动性,本国和外国的非货币金融资产可以相互替代。

在上述假定的前提条件下,货币主义汇率理论通过将购买力平价方程式与货币数量论方程式相结合,引出了基于货币供应量与国民总产值对比的货币汇率(单位外币折合本币的价格) P 为本国物价水平, P^* 为外国物价水平,根据绝对购买力平价理论,有:

$$S = \frac{P}{P^*} \quad (7-16)$$

根据货币数量论方程式,任何国家的货币供应量总是等于与国民生产总值成一定比例的货币需求量,因此又有:

$$M = kPY \quad \text{和} \quad M^* = k^*P^*Y^* \quad (7-17)$$

式中等号左边 M 和 M^* 分别表示本国和外国的货币供应量,等号右边分别表示本国和外国的货币需求量,其中 Y 和 Y^* 分别表示本国和外国的实际(不变价格)国民产值, k 和 k^* 则表示本国和外国的货币需求与国民产值之间的比率(相当于货币流通速度的倒数)。

将式(7-17)代入式(7-16)可得到:

$$S = \frac{P}{P^*} = \frac{M}{M^*} \cdot \frac{k^*}{k} \cdot \frac{Y^*}{Y} \quad (7-18)$$

式(7-18)中,由于 k 的变化很小,可假定 k^*/k 的数值通常维持不变。因此,该方程式表明了货币主义汇率理论的一个重要的基本观点,即:两国货币的汇率主要取决于两国货币供应量的相对比率 M/M^* 和两国实际产出的相对比率 Y^*/Y ,并且与本币供应量和外国的实际产出成正比,与外币供应量和本国的实际产出成反比。

从式(7-18)中还可进一步推导出货币主义汇率理论计算相对购买力平价的方程式:

$$\Delta S = \frac{S_1}{S_0} - 1 = \frac{M_1}{M_1^*} \cdot \frac{Y_1^*}{Y_1} - 1 \quad (7-19)$$

$$\begin{aligned} \text{式(7-19)的推导过程为: } \Delta S &= \frac{S_1}{S_0} - 1 = \frac{P_1/P_1^*}{P_0/P_0^*} - 1 \\ &= \frac{P_1}{P_0} \cdot \frac{P_0^*}{P_1^*} - 1 \\ &= \frac{M_1/k_1 Y_1}{M_0/k_0 Y_0} \cdot \frac{M_0^*/k_0^* Y_0^*}{M_1^*/k_1^* Y_1^*} - 1 \end{aligned}$$

假定两国的 k 不变 $k_1 = k_0$ $k_1^* = k_0^*$ 则：

$$\begin{aligned}\Delta S &= \frac{M_1/Y_1}{M_0/Y_0} \cdot \frac{M_0^*/Y_0^*}{M_1^*/Y_1^*} - 1 \\ &= \frac{M_1}{M_0} \cdot \frac{M_0^*}{M_1^*} \cdot \frac{Y_0}{Y_1} \cdot \frac{Y_1^*}{Y_0^*} - 1\end{aligned}$$

将变量指数化,以基期的货币供应和实际产出为 100%,便可得出上述计算相对购买力平价变动程度的方程式。

上式中 ΔS 为报告期购买力平价(单位外币折合本币)相对于基期购买力平价的变动幅度,下标 1 表示报告期,下标 0 表示基期。该方程式进一步表明,如果一国货币供应的增长快于外国货币供应的增长($M_1/M_0^* > 1$),或外国实际产出增长快于该国实际产出增长($Y_1^*/Y_1 > 1$),则外汇汇率将会上升,即该国货币将会贬值;反之则相反。

在货币需求方面,不仅实际产出起着重要作用,还有其他因素也起着重要作用,如两国的利率和预期的通货膨胀率等。这些因素会影响投机性货币需求的大小,从而也会影响两国货币的汇率。然而利率与汇率的关系远比实际产出与汇率的关系要复杂得多,因此在分析时需要予以特别的注意。

令 K 为投机性因素使货币需求增减的比率,根据货币主义理论基本观点, K 为本国与外国名义利率之差和预期通货膨胀率之差的函数。当本国名义利率相对于外国名义利率提高(实际利率不变)或本国预期通货膨胀率相对于外国预期通货膨胀率提高时,投机性因素会使对外国货币的需求相对于对本国货币的需求增加。因此 $K = K(i - i^*, \pi - \pi^*)$ 。 i 表示名义利率, π 表示预期的通货膨胀率。由此得到货币主义汇率理论的一般方程式：

$$S = \frac{P}{P^*} = \frac{M}{M^*} \cdot \frac{k^*}{k} \cdot \frac{Y^*}{Y} \cdot K(i - i^*, \pi - \pi^*) \quad (7-20)$$

该方程式表明了货币主义汇率理论另一个基本观点,即本国名义利率相对于外国名义利率的提高,或本国通货膨胀预期相对于外国通货膨胀预期上升,会使外汇汇率上升,本币汇率下降;反之则相反。

在利率变动对汇率的影响作用上,货币主义汇率理论的观点与人们的经验观念正好相反。人们通常认为,本国利率上升会吸引外资流入,使本国出现国际收支顺差,从而使本币汇率上升,即外汇汇率将下跌。凯恩斯主义的货币理论也是这样解释利率变动的影响的。而货币主义汇率理论则认为,本国利率上升首先会提高持有本国货币的机会成本,因此会降低人们对本币的需求,在货币供给和实际收入不变的前提下,这将导致本国价格水平的上升,从而使本币贬值,外汇汇率上升。其次,根据上述假定的基本前提(3),在资本市场

高度发达和国际化的情况下,本国与外国的实际利率将保持一致。因此,本国名义利率的相对提高实际上反映了本国预期通货膨胀率的相对提高,即 $i - i^* = \pi - \pi^*$ 。而当人们预期本国通货膨胀率上升时,会减少对本国货币的需求,从而也会导致本币贬值,外汇汇率上升。

此外,货币主义汇率理论还根据价格变动反应的柔性和粘性的不同以及货币的兑换性和非货币金融资产可替代性的不同,建立了柔性价下的汇率分析模型、粘性价格下的汇率分析模型和货币替换条件下的汇率分析模型,这些模型构成了资产市场分析法的理论分支之一,即货币主义分析模型,从而进一步说明了在不同的价格弹性条件下货币供求变动对汇率的影响作用。

二、货币主义汇率理论评价

货币主义的汇率理论是在购买力平价理论和国际收支货币分析理论的基础上建立起来的,其对汇率理论发展的主要贡献在于:

1. 它突出了货币因素在汇率决定和变动中的作用,强调了货币供给、国民收入和国民生产总值、利率和通货膨胀预期等因素对汇率的影响。在一定程度上克服了传统的汇率理论的局限性,纠正了战后汇率理论研究中长期忽视货币因素的缺陷。

2. 它正确地指出了货币供给状况及货币政策与汇率变动的直接联系,从而为在浮动汇率制下如何更好地运用和协调货币政策与汇率政策来加强宏观经济调控和国际收支调节,从理论上奠定了基础。

3. 它改变了汇率理论的研究方法,使汇率理论研究从传统的国际收支分析和中长期分析逐步转向了资产市场分析、短期分析和动态分析。尤其是它指出了在出现持续通货膨胀的情况下,人们对通货膨胀的预期是影响汇率变动的重要因素。

货币主义汇率理论的主要缺陷在于:

1. 该理论片面地强调了货币因素的作用,忽视了经济结构等实际因素的影响。它只注意了货币市场总的均衡,而忽视了对各个部分结构的分析,并颠倒了实际因素与货币因素之间的因果关系。

2. 该理论侧重于汇率的长期分析,忽视了短期因素对汇率的影响。它所赖以建立的一些基本假定,如两国之间始终保持购买力平价、国内价格对货币供应量有充分弹性等,在短期内难以成立,这使它在解释汇率的短期波动时出现了一些矛盾。

3. 该理论假定浮动汇率制能够保证国际收支平衡,而在现实中国际收支

不平衡是经常性的长期存在的现象。

4. 该理论的某些假设条件过于严格,如货币中立、资产完全替代等在现实生活中并不成立,虽然这些条件简化了对问题的分析,但同时也削弱了该理论的说服力。

第五节 资产组合汇率理论

资产组合平衡理论(Theory of Portfolio Balance Approach)是1959年由美国经济学家马科威茨(H. Markowitz)首先提出,并由美国著名经济学家詹姆斯·托宾(J. Tobin)加以发展的。该理论最初主要是帮助证券投资者对各种不同收益率和风险性的资产进行分析和选择,调整其多样化的资产结构,以实现收益率与安全性最佳的证券投资组合。20世纪70年代中后期,西方国家的一些经济学家将其运用于外汇市场,分析人们对各种有价值证券、金融资产的选择和投资组合行为对汇率决定的作用,从而形成了一种新的汇率理论。由于该理论将汇率看作是资产市场中的以不同货币计值的资产的相对价格,汇率水平取决于资产市场中的投资者的资产调整组合行为,因此也被称为“资产市场说”或“资产组合说”。

一、资产组合平衡理论的基本观点

(一)资产组合平衡理论对汇率的分析以下列假定为基本前提条件

1. 一国私人部门(包括个人和企业)至少持有本国货币、本国债券(代表非货币金融资产)和外国债券(代表外国金融资产)三种资产,按照一定的比例组合构成了一国的全部名义财富,以公式表示为:

$$W = M + B + SF \quad (7-21)$$

式中, W 表示本国的名义财富, M 为本国的货币存量, B 为本国债券, F 为以外币计值的外国债券, S 为外汇汇率。其中, M 和 B 是可由本国政府控制的外生变量(假定本国债券都是政府发行的债券)。

2. 各种资产之间存在收益率和风险的差别,因而不可完全替代。这一点是资产组合平衡模型与货币分析模型的主要区别。正是由于资产的不可完全替代性,使每个投资者有必要选择将自己的资本均衡地分投在不同种类的资产上,以实现最佳的收益与风险对比关系。各种资产在财富总额中所占的比例,取决于各种资产收益率和汇率风险的大小以及财富总量的大小。但无论怎样发生变化,最终都会在资产市场上达到平衡。

3. 人们在国际投资活动中厌恶风险,特别是厌恶汇率风险,从而要求风险

报酬(Risk Premium)。因此尽管资本具有较高的流动性,但是无抵补利率平价仍不能成立,即两国的利差不等于预期的汇率变动,其差额为风险报酬。风险报酬的存在说明国与国之间的实际利率会产生差异(不完全相等),同时也说明本国债券与外国债券不具有完全的替代性。

4. 假定财富是外生变量,任何收益率的变动只能引起人们调整资产组合比例,而不会改变财富总量。短期内存在价格粘性,长期经济则实现充分就业和价格柔性。同时,以小国作为考察对象,即不考虑外国居民持有本国债券的情况。

5. 假定资产市场处于均衡状态,即货币供给等于货币需求,本国债券供给等于本国债券需求,外国债券供给等于外国债券需求。货币需求、本国债券需求和外国债券需求都是本国和外国的利率及预期汇率变动率的函数。

(二) 汇率方程式

根据上述假定的前提条件,本国货币市场、本国债券市场和外国债券市场均衡的关系方程式为:

$$M = m(\bar{i}^* + \Delta \bar{s}^e)W \quad (7-22)$$

$$B = b(\bar{i}^* + \Delta \bar{s}^e)W \quad (7-23)$$

$$SF = f(\bar{i}^* + \Delta \bar{s}^e)W \quad (7-24)$$

式中,等式左边大写字母 M 、 B 、 SF 分别表示本国货币供给、本国债券供给和外国债券供给,等式右边分别为本国货币需求、本国债券需求和外国债券需求,小写字母 m 、 b 和 f 分别表示本国居民持有本国货币、本国债券和外国债券的需求占全部财富 W 的比例。因变量上的符号“ $-$ ”表示该因变量与函数的值呈反向的增减变动关系,否则为正向的关系。由于 $m + b + f = 1$,因此当其中两个市场达到均衡时,第三个市场必定也处于均衡。当三个市场均衡时,可得到:

$$\begin{aligned} SF &= W - M - B \\ &= W - m(\bar{i}^* + \Delta \bar{s}^e)W - b(\bar{i}^* + \Delta \bar{s}^e)W \\ &= W(1 - m - b) \end{aligned}$$

$$\text{即} \quad S = (1 - m - b) \frac{W}{F} = f \times \frac{W}{F} \quad (7-25)$$

因为 m 、 b 和 f 均为国内外利率 i 和 i^* 及预期汇率变动 $\Delta \bar{s}^e$ 的函数,因此式(7-25)实际上表明,汇率 S 为资产市场各种因变量的函数,这些因变量主要包括本国货币的供应、本国债券和外国债券的供应,国内外利率的变动以及预期汇率的变动等。运用总量分析方法,将这些因变量归纳在一个函数公式中,便得到汇率的一般函数关系方程式,即:

$$S = \mathcal{X} \begin{matrix} - \\ i \end{matrix} \begin{matrix} + \\ i^* \end{matrix} \begin{matrix} + \\ B \end{matrix} \begin{matrix} + \\ M \end{matrix} \begin{matrix} - \\ F \end{matrix} \begin{matrix} + \\ \Delta S^e \end{matrix})$$

上式中,各项因变量上方的“+”或“-”号,表示汇率与该项因变量成同方向或反方向变化,符号“±”则表示两种可能都有。

(三) 上述方程式表明了资产组合平衡汇率理论的基本观点

1. 汇率表面上是两国货币的兑换比率,实际上是以两国货币计值的金融资产的相对价格。因此,汇率决定的原理与金融市场上其他金融资产价格决定的原理一样,应该是由在两国资本相对流动过程中以两国货币计值的金融资产的供需状况所决定的。一切影响资产收益率的因素都会通过资产市场上资产的重新组合而决定和影响汇率的水平及其变动。

2. 汇率的变动主要是由货币因素和实体经济因素诱发的资产市场上不断的资产调整和资产评估过程所引起。当各种资产的供给存量发生变动,或当各种资产的预期收益率发生变动时,资产市场的供求存量失衡,投资者就会对现有的资产组合进行调整,以使其资产组合符合收益最大的意愿。在这种调整过程中,本国资产和外国资产之间的替换将引起外汇供求流量的变化和汇率的变化,而汇率的变动又通过影响投资者对财富的重新估价而起着平衡资产供求存量,使资产市场恢复平整的作用。因此均衡汇率就是当各项资产的边际收益率变得基本相等,投资者保持其现有的各种本币和外币资产的比例不再调整时的汇率水平。

3. 影响资产收益率的主要因素是利率。当本国利率上升时,对本币债券的需求会增加(b 增大),人们会减少外币债券的持有(f 缩小)而购买本币债券,引起对外币需求的减少(供给增多)和本币需求的增加(m 增大),从而使本币汇率上升,外币汇率下跌。当外国利率上升时,对外币债券的需求会增加(f 增大),人们会抛售本币债券(b 缩小)而购买外币债券,引起对外币需求的增加和本币的需求减少(m 缩小),从而导致外汇汇率上升,本币汇率下降。反之则相反。

4. 名义财富总量的变化不直接影响资产的收益率,但能够改变资产的组合比例,从而影响汇率的变动。财富总量变化的影响主要表现为三种情况。

(1) 本国货币供应量的变化。当一国政府通过增加本国货币供应量而增加本国居民的名义财富总额时,会使人们持有本币和本币债券的比例上升。尤其当中央银行通过购入政府债券增加货币供给时,会使资产市场上有更多的本币追逐更少的债券,导致本国利率下降。为了保持适当的资产组合比例和较高的资产收益率,人们会相应地增加其持有的外国债券的数量,从而引起对外币需求的增加,导致外币汇率上升,本币汇率下跌。反之则相反。

(2) 本国债券供应量的变化。当一国由于财政赤字而发行政府债券时, 本国债券的供应增加, 同时也增加了本国的名义财富总额。这种情况对汇率的影响是不确定的。如果过多的本国货币和本国债券的供应引起投资者对外国债券的需求增加(为了维持适当的资产组合比例), 则外汇汇率会上升, 本币汇率下跌。但如果政府债券供应的增加(在本国货币供应量不变时) 提高了本国的利率, 会使人们抛售外国债券购买本国债券, 从而引起外汇汇率下降, 本币汇率上升。

(3) 外国债券供应量的变化。当一国发生国际收支顺差时, 本国居民持有外国债券(净国外资产) 就会增加, 其结果是在本国财富总额增加的同时也增加了外国债券在财富总额中的比重。为了保持资产结构的平衡, 人们会抛售外国债券而购买本国债券, 从而增加对本国货币的需求, 导致本币汇率上升, 外币汇率下跌。

由此可见, 资产组合平衡理论认为, 一国财富总量变化之所以引起汇率变动是由于不同资产的相对供应量发生了变化而不是由于其绝对供应量的变化。

5. 预期汇率的变化会使人们愿意持有的本国货币、本国债券和外国债券的比例发生变化, 从而引起汇率变动。当各种因素使人们预期外汇汇率将要上升(或下降) 时, 人们会愿意提高(或降低) 持有外国债券的比例 f , 相应降低(或提高) 持有本国货币和债券的比例(m 和 b), 即抛售本国货币和本国债券, 购买外国债券, 因而增加对外国货币的需求, 导致外汇汇率上升, 本币汇率下跌。

二、资产组合汇率理论和货币主义汇率理论的主要区别

1. 资产组合理论认为, 由于金融市场具有风险收益(Risk Premium) 特征, 而外汇市场风险不可能通过资本转移而完全消除, 风险厌恶是投资者确定投资本国证券还是外国证券时要考虑的首要问题, 因此, 无抵补的利率平价不可能成立。

2. 货币主义理论假设本国和外国的资产完全替代, 然而大量的证据表明这样的假设是值得怀疑的。由于风险的存在, 投资者倾向于使其持有的风险资产多样化。相对于其他资产, 那些收益较大的资产, 在资产组合中的比例将不断扩大; 由于财富一定, 投资者必须减少另一种资产的持有比例。因此在不同的资产之间, 只能是部分替代, 而不是完全替代, 投资者具有“不要把所有鸡蛋放在一个篮子里”的经验。

3. 汇率受经常项目收支状况的影响, 外国资产的增减通过资本项目以累

积的方式出现,因此国际收支在汇率的决定和变动中起着重要的作用。

因此,资产组合理论认为汇率是由所有金融资产(包括货币资产)存量结构平衡所决定的,风险的存在意味着两国的利差等于汇率的预期变化加上随时间变化的风险收益,这种包含风险收益的理论是资产组合理论的显著特征。

三、资产组合平衡理论评价

资产组合平衡汇率理论是 20 世纪 70 年代以来国际资本流动加速,资本流动的规模不断扩大,货币和资本市场的高度国际化和自由化的产物。在日趋一体化的全球金融市场上,金融资产的调整组合已经成为各国的投资者、金融机构和中央银行的经常性的行为,并常常引发大量的国际资本流动,对汇率的变动确实起到了至关重要的影响作用。正是在这种历史背景条件下,一些经济学家将汇率研究的重点放在国际资本市场和短期汇率的决定上,提出了资产组合平衡理论。

(一)资产组合平衡理论的贡献主要表现在以下几个方面

1. 该理论实现了对汇率本质及汇率决定过程认识的革新。传统的汇率理论仅仅将汇率作为货币的价格,认为汇率决定于市场流量的均衡。资产组合平衡理论则认为汇率是资产的价格,因而决定于市场存量的均衡。

2. 该理论既强调货币因素对汇率的影响,又强调实际经济因素对汇率的影响,既强调资本项目交易的重要性,又纳入了经常项目收支的影响,既强调短期因素对汇率变动的决定作用,又进行了长期均衡的分析。它采用了一般均衡分析的方法,将商品市场、货币市场和证券市场结合起来进行汇率决定的分析,因此其观点比以往的任何一种汇率理论都更加全面,根据该理论所导出的汇率分析模型,可以将以往的各种汇率分析模型都作为它的一个特例而包括进去。

3. 该理论的某些假定比传统的汇率理论的假定更接近现实,例如关于各种资产之间只有高度的可替代性而不是完全的可替代性的假定。尤其是它强调了对于汇率变动的预期因素在汇率决定中的作用,这对于理解汇率波动的易变性有很大的帮助。

4. 该理论看到了由资产组合行为所引起的资本流动等因素对汇率日益增大的影响,并对这些影响进行了较为详细的研究。从当前的实际情形来看,由于选择和持有本币和外币金融资产的交易量,远远超过了经常项目的交易量,资产市场的选择行为对于解释短期汇率的变动确实有着一定的说服力。

资产组合平衡理论的这些优点,使得它在解释 20 世纪 70 年代中期和 80 年代初期某些令人迷惑不解的汇率现象上比传统的汇率理论更胜一筹。例

如 80 年代初期美国连续几年出现巨额的财政赤字,与此同时,美元的汇率却大幅度地上升。按照资产组合平衡汇率理论的解释,正是里根政府奉行的紧缩性货币政策和扩张性财政政策的组合,导致美元的汇率节节攀升。

由于资产组合平衡汇率理论通过上述事实得到了初步的验证,很快地受到了西方学术界、企业界和政府的普遍关注,并且被国际货币基金组织、美国联邦储备银行用来作为制定汇率政策的依据,或被一些有条件的跨国公司和国际银行用作分析和预测汇率变化的主要依据。在实际应用中,一些经济学家甚至根据该理论设计出了一些复杂的汇率模型。例如,1975 年 8 月在瑞典召开的“浮动汇率及稳定政策”讨论会上,美国大学教授谬萨(M. Mussa)提出了资产市场变体模型;1982 年美国国家经济研究所在意大利召开汇率讨论会,其中心议题就是讨论资产市场的三种模型。

(二)资产组合平衡理论同样也存在严重的缺陷和局限性

1. 资产市场说抽象了真实收入与真实财富及其相互作用,片面强调了资本流动的作用。尽管该理论也把经常项目以间接的方式纳入了其分析模型中,但实际上忽视了实物交易和贸易差额对汇率变动所起的重要作用。

2. 该理论仅适用于金融市场高度发达、资本管制和外汇管制十分宽松,资本可以自由流动的国家,并且要求短期资本对利率差异的变动非常敏感,本国资产与外国资产之间具有高度的替换性,否则资产选择对汇率的影响就要大打折扣。

3. 该理论必须以实行自由浮动汇率制度,外汇汇率在外汇市场上由供求双方自由决定为前提条件,如果实行固定汇率或其他限制汇率的制度,该理论也将失去实际意义。

4. 资产选择不仅要考虑金融资产的实际收益率,还要考虑预期的价格、利率和汇率的变动对实际收益的影响,因此其分析模型比其他汇率理论要复杂得多。复杂的价格因素不仅使分析变得十分困难,而且由于引入了一些几乎是不可能测量和难以捉摸的变量(例如,财富是几乎不可测量的变量,由于数据缺乏,检验只能用一个粗略的估计值,如将本国财富(金融资产)考虑为流通中的货币、储蓄存款和有价值证券存量等),使该理论在实际中的运用受到很大的局限。

5. 它的一些假设和现实是矛盾的,如本国居民不持有外国资产,外国居民不持有本国资产等。

【背景材料】

欧元之父——罗伯特·A. 蒙代尔^①

1999 年经济学奖的获得者是加拿大经济学家罗伯特·A. 蒙代尔。他具有革新意义的研究为欧元汇率奠定了理性基础。他对不同汇率体制下货币与财政政策以及最适宜的货币流通区域所做的分析使他获得这一殊荣。

亚洲金融风暴所带来的深深恐惧,迫使各个国家注重金融市场的稳定和完善,而一个国家的金融市场的运作又常常与该国的财政与货币政策以及汇率体制相联系——这恰恰是蒙代尔的研究领域。当然,蒙代尔获奖的更主要的原因,是他像一个先知或预言家一样,在 30 多年前就勾勒了今天的经济生活中所面临的情况并提出了迄今仍然正确的理论。比如他认为,一个国家不一定要有自己的一套货币,而由几个国家采取联合的共同货币也许更有利——这一思想促成了欧元的诞生。甚至他在 20 世纪 60 年代指出,使用共同货币的最大缺陷是成员国之间的非对称冲击(Asymmetric Shocks)对就业的影响,恰如我们在 20 世纪 90 年代末所看到的,欧洲国家为欧元进行谈判的关键问题正是允许劳动力在成员国之间流动以应对非对称冲击。

蒙代尔对经济学的伟大贡献主要来自两个领域,一是经济稳定政策,二是最优货币区域理论。

一、经济政策、汇率和资本流动性

瑞典皇家科学院在授奖公告中称:“蒙代尔教授奠定了开放经济中货币与财政政策理论的基石……尽管几十年过去了,蒙代尔教授的贡献仍显得十分突出,并构成了国际宏观经济学教学的核心内容。”

蒙代尔的研究之所以有如此重要的影响,是因为他几乎是在准确预料未来发展方向的基础上进行选题的。在 20 世纪 60 年代,国际货币安排的格局是各国都有自己的一套货币,并且几乎所有的学者都认为这是必须和理所当然的,国际资本市场开放的程度也相当低。正是在这种情况下,蒙代尔提出了超前于现实的问题:与国际资本市场一体化相关的货币与财政政策的结果会如何?这些结果将如何依赖于一个国家是采取固定汇兑抑或采取自由汇兑?一个国家都该有自己的一套货币吗?经过询问和回答这样一些问题,蒙代尔改造了开放经济中的宏观经济理论。他最重要的贡献是在 20 世纪 60 年代做

^① 资料来源:王振中,李仁贵主编.诺贝尔奖经济学家学术传略.广东经济出版社,2002 年 4 月。

出的。到 20 世纪 60 年代后半期,蒙代尔已是芝加哥大学学术界的领袖人物。他那个时候的许多学生,现在都已成为他奠基的这一领域中卓有成效的研究者。

在 60 年代初期发表的几篇论文中,蒙代尔发展了开放经济中的货币与财政政策(即“稳定政策”)的分析。他在《固定和弹性汇率下的资本流动和稳定政策》(1963 年)中探讨了开放经济中货币与财政政策的短期效应,分析得很简单,但结论却很丰富、新颖、清楚。在这篇具有划时代意义的论文中,蒙代尔把对外贸易和资本流动引入了传统的 $IS-LM$ 模型(该模型由 1972 年诺贝尔经济学奖得主希克斯发展,用于分析封闭经济),阐明了稳定政策的效应将随国际资本流动性的程度变化。特别地,他论证了汇率体制的重要意义:在浮动汇率下,货币政策比财政政策更有威力,在固定汇率下则相反。

我们可以这样考虑,假定资本具有高流动性,国外和国内的利率一致。那么在固定汇率下,央行必须干预流通市场,以满足该汇率下公众对外币流通的需求。结果是,央行将失去对货币供给的控制,不得不被动地调整货币的供给以适应货币需求(国内流通)。央行试图通过所谓的公开市场操作执行单一的国家货币政策也将是无效的,因为无论利率还是汇率都不可能受影响。但是,如果增加政府支出或采取其他财政措施,则可以提高国民收入和国内经济活力水平,从而避免上涨的利率和强劲的汇率障碍。

再看看浮动汇率。浮动汇率是由市场决定的汇率,即央行对流通领域的干预将受到限制,财政政策就没多大威力了。在货币政策不变的情况下,增加政府支出将导致对货币的更大需求和追求高利率的倾向。资本的流入将强化除去政府高支出的全部扩张效应后的净出口较低地区的汇率。但是,在浮动汇率下的货币政策将成为影响经济活力的有力工具。扩大货币供给往往会提高较低的利率,导致资本流出和更疲软的汇率,而这反过来可以使净出口增加从而促进经济扩张。

浮动汇率和高资本流动性准确地揭示了许多国家当前的货币体制。但在 20 世纪 60 年代早期,几乎所有的国家都被布雷顿森林体系的固定汇率连结在一起,因此,对浮动汇率和高资本流动性的后果进行分析完全像是满足学术好奇心而已。为什么这好奇心会发生在蒙代尔身上?这可能与蒙代尔出生在加拿大有关,因为在 20 世纪 50 年代,加拿大就开始放松管制,允许自己的货币与美元联系浮动。随着国际资本市场的开放和布雷顿森林体系的崩溃,蒙代尔有远见卓识更与随后的十年紧紧相关。

二、货币动力学

与同时期其他研究人员不同的是,蒙代尔的研究没有停留在对货币短期的分析。他对货币进行了动态考察,货币动力学是几篇重要论文的关键主题。他强调产品和资本市场调整速度是不同的(这称为“有效市场分类法则”(Principle of Effective Market Classification))。后来他的学生和其他人使这个问题受到重视,并说明了汇率在某些干扰因素下怎样暂时地“过火”(Over-shoot)。

一个重要问题与报酬平衡表中的赤字和盈余有关。战后期间,研究这些不平衡建基于静态模型之上并强调真实的经济要素和对外贸易流量。得益于David Hume经典的关注货币因素和存量的国际价格调整机制,蒙代尔用公式表达的动态模型来揭示延续的不平衡将如何出现又怎样使之消失。他论证了随着私有部门持有的货币资产(也是它的财产)因为盈余或赤字而进行兑换,资产将随时间的过去逐渐调整。例如,在固定汇率下,当资本流动缓慢的时候,扩张的货币政策将降低利率并提升国内需求。随后报酬平衡表中的赤字将产生货币流出,这反过来会降低需求,直到报酬平衡表达到均衡。这个被许多研究者采用的方法,已成为人们熟知的报酬平衡的货币方法。在很长一段时间,它被认为是一种分析开放经济中稳定政策的长期的基准(Long-run Benchmark)。这个见解已被频繁地应用到经济政策制定的实际工作中,特别是IMF的经济学家。

在蒙代尔之前,稳定政策不仅是静态的,而且假定一个国家所有的经济政策都被一只单独的手所调整和组合。作为对照,蒙代尔用了一个简单的动态模型,来考察财政政策与货币政策两种工具,它们各自怎样走向自己的目标、外部和内部的平衡,以带动经济随时间的推移而接近目标。这意味着两个不同的权威——政府和央行将为他们的稳定政策工具承担各自的职责。蒙代尔的结论直截了当:要防止经济不稳定,政策与经济生活的联系就应与两种工具的功效一致。在他的模型中,货币政策与外部平衡联系,财政政策与内部平衡联系。蒙代尔最初关注的不是货币与财政政策分离本身,而是解释分离的条件,他率先认为,央行应该独立地对价格稳定负责,这一思想在后来被人们普遍接受。

蒙代尔的贡献已经被证明是国际经济学研究的分水岭。它们引入了动态方法,在清晰区别存量和流量的基础之上,分析两者在经济走向长期稳定的调整过程中的相互作用。蒙代尔的研究也对凯恩斯主义者的短期分析和古典经济学的长期分析进行了必要的调和。后来的研究者扩展了蒙代尔的成果。这

个模型被扩展到综合包括了家庭和企业的预期决策、另类金融资产和更具动态的经常项目和价格调整。尽管有这些修正,蒙代尔的绝大多数结论仍然经受了考验。

从蒙代尔进行的短期和长期分析中也可得到有关货币政策条件的基本结论。a. 在资本自由流动条件下,货币政策既能够被导向 b. 外部目标(比如汇率)也能够被导向 c. 内部(国内)目标(比如价格水平)也能够被导向,但是它们不是同时进行的。这个“矛盾的三位一体”(Incompatible Trinity)对理论经济学家是不言自明的。今天,这些远见卓识也被大多数实践辩论的参加者所分享。

三、最优货币区域

如同前面指出,固定汇率在 20 世纪 60 年代早期占据着主流地位。少数研究人员讨论过浮动汇率的优点和缺点,但都认为一国(有自己)的通货是必须的。蒙代尔 1961 年在其论文中提出“最优货币区域”问题看起来似乎有些激进:几个国家或地区放弃各自的货币主权而认同共同的货币,在什么时候会更有利?蒙代尔的论文简要地提到了共同货币的好处,比如贸易中更低的交易费用和相关价格更少的不确定性等。这些好处后来得到了更多的描述。而最大的缺点是,当需求变动或其他“非对称冲击”要求某特定地区削减实际工资的时候,维持就业就很困难。蒙代尔强调,为抵消这些干扰,劳动力需要具有较高的流动性,这一点非常重要。蒙代尔刻画了这样一个最优货币区域,该区域的国家 and 地区之间移民倾向足够高,高到可以保证某一个地区面临非对称冲击时仍可以通过劳动力流动来实现充分就业。其他研究者扩展了这一理论并确定了附加标准,比如资本流动、地区专业化、共同的税收和贸易体制等。

蒙代尔几十年前的思考,似乎与今天密切相关。由于世界经济中资本流动性不断变得更高,曾经固定但现在可以调整的汇率体制下,汇率变得越来越脆弱,一些地区正卷入这个问题。许多观察家认为一个国家在货币联合或浮动汇率(蒙代尔的论文讨论的两种情况)之间必须二者择一。不必我们多说,蒙代尔的研究也影响到欧元的结合。经过对利弊的权衡,EMU 研究人员把最优货币区域经济思想当作新的药方予以了采纳。甚至,此间的关键问题正是劳动力流动以应付非对称冲击。

四、其他贡献

蒙代尔对宏观经济理论还作出了其他贡献。比如,他指出,较高的通货膨胀将使投资者降低他们的现金余额以增加真实资本。结果,预期的通货膨胀

也可以产生真实的经济效应——即已众所周知的“蒙代尔—托宾效应”。蒙代尔也对国际贸易理论作出了持久的贡献。他阐明了国际间资本和劳动力流动怎样促使国家之间的商品价格相等,即使在对外贸易被贸易壁垒所限制的情况下。这可以看作是众所周知的赫克希爾—俄林—萨默尔森结论的镜像,该结论认为,商品自由贸易往往导致国家之间的资本和劳动的报酬趋于相等,即使国际资本流动和移民受到限制。这些研究结果清楚地表明:贸易壁垒将刺激国际间资本和劳动力的流动,反过来移民和资本流动壁垒又将刺激商品贸易。

蒙代尔一生著述颇丰,在科学刊物上发表论文 100 多篇,出版专著 4 部:《国际货币体系:冲突与改革》(1965 年)、《人与经济》(1968 年)、《国际经济学》(1968 年)、《货币理论:世界经济中的利息、通胀和增长》(1971 年),后面三部分别有德、日、法、西班牙、葡萄牙等译本,1968 年的两本著作还有中译本,编著 11 部,与人合编著作 30 多部,并做了大量的学术报告,以及为报刊撰写专栏文章。蒙代尔的经典代表著作包括著作《国际经济学》(International Economics,纽约:麦克米兰版,1968 年)和论文《最优货币区域理论》(A Theory of Optimum Currency Areas,载于《美国经济评论》51:657~665,1961 年)、《固定和弹性汇率下的资本流动和稳定政策》(Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates,载于《加拿大经济学杂志》29:475~485,1963 年)。蒙代尔也很关注中国的改革,他近年的研究常涉及中国,比如《过渡经济中的货币和金融市场改革:中国个案》(1998 年)、《体制转轨国家的通胀和增长》(1996 年)等论文,以及编著《中国的通胀和经济增长》(1996 年)等。他近期的重要论文有《21 世纪的国际货币体系:会恢复金本位吗?》、《欧洲货币体系在布雷顿森林体系后的 50 年:两种体制的比较》、《欧元与国际货币体系的稳定》、《货币史中格罗沙姆法则的应用与批评》。

本章小结

1. 国际借贷说认为外汇汇率由外汇的供给和需求决定。之所以产生外汇的供给与需求,是因为国与国之间存在着借贷关系,必然产生一定金额的外汇收入与支出。因此,一国对他国的债权、债务关系即国际借贷关系是汇率变动的主要依据。而一国经常项目和资本项目的差额,构成一国的国际借贷差额。

2. 购买力平价理论解释了不同货币之间对比的条件和通货膨胀率对汇率变动的影响,揭示了决定汇率的基础是两国货币的购买力平价对比。

3. 利率平价理论解释了资本流动和利率变动与汇率决定的关系。

4. 货币主义的汇率理论强调货币供求在汇率决定过程中的作用,把购买力平价和货币数量方程式有机地结合起来,是基于货币供应量和实际产出的一种汇率理论。

5. 资产组合平衡汇率理论将汇率看作是资产市场中的以不同货币计值的资产的相对价格,汇率水平取决于资产市场中的投资者的资产调整组合行为。



关键词汇

国际借贷说 Theory of International Indebtedness

购买力平价说 Theory of Purchasing Power Parity,简称 PPP

利率平价理论 The Interest Rate Parity

资产组合平衡理论 Theory of Portfolio Balance Approach



本章思考题

1. 试述购买力平价说、利率平价说的内容。
2. 货币主义汇率理论的基本观点是什么?
3. 资产组合平衡理论怎么解释汇率的变动?
4. 资产组合平衡理论与传统的汇率决定理论相比,有哪些突破?
5. 试用你所学的汇率决定理论解释目前日元和美元、人民币和美元的汇率水平和走势。

第八章 汇率制度

汇率制度,又称汇率安排,是指一国货币当局对本国汇率变动的基本方式所作的一系列安排或规定。传统上,按照汇率变动的幅度,汇率制度被分为两大类型:固定汇率制和浮动汇率制。从历史发展上看,自19世纪中末期金本位制在西方主要国家确定以来,一直到1973年,世界各国的汇率制度基本上属于固定汇率制,而1973年以后,世界主要工业国家实行的是浮动汇率制。关于浮动汇率和固定汇率孰优,一直是争论的焦点。本章分别对固定汇率制和浮动汇率制进行介绍,并对固定汇率制和浮动汇率制的支持者的理由分别进行阐述。

第一节 汇率制度概述

一、汇率制度的概念

汇率制度(Exchange Rate System),又称汇率安排,是指一国货币当局对本国汇率变动的基本方式所做的一系列安排或规定。传统上,按照汇率变动的幅度,汇率制度被分为两大类型:固定汇率制度与浮动汇率制度。固定汇率制度是指现实汇率受平价的制约,只能围绕平价在小范围内上下波动的汇率制度,说得具体一点,就是在这种汇率制度下,各国货币间保持固定比价,允许市场汇率围绕中心汇率(固定比价)上下自由波动,但波动被限制在一定幅度之内,而且政府有义务采取措施来维持所规定的波幅。浮动汇率制则是指现实汇率不受平价的限制,随外汇市场供求状况变动而波动的汇率制度,在这种汇率制度下,各国货币不再规定固定比价,汇率决定于外汇市场的供求,同样也不再规定市场汇率的波动幅度,因此,也就没有政府维持汇率波幅的义务。

二、汇率制度的分类

从历史发展上看,自19世纪中末期金本位制在西方主要国家确定以来,一直到1973年,世界各国的汇率制度基本上属于固定汇率制,而1973年以后,世界主要工业国实行的是浮动汇率制。汇率制度的选择直接与经济规模、对外开放程度、对外贸易结构、国际金融市场的发达程度相联系。一般来说,

经济规模较小、开放程度大、进出口集中在几种商品上的国家,趋向于固定汇率制,而同国际金融市场联系密切、资本流动频繁的国家趋向于浮动汇率制度。国际货币基金组织在 1999 年以前对汇率制度的分类大致有以下几种:

(1)钉住汇率制,它是一种汇率相对固定的汇率制度,即将本国货币钉住另外一种货币或合成货币的汇率制度。实行钉住汇率制的国家,其货币与被钉住货币之间都规定有平价,并且汇率对平价的波动幅度或为零,或限于一个很小的范围。按照被钉住的对象不同,钉住汇率制又可以分为钉住单一货币、钉住特别提款权和钉住自定货币篮或一种合成货币等三种。

(2)联合浮动制度,这种汇率安排只有欧盟内部实行,其主要目的是对内货币汇率稳定,对外实行汇率联合浮动。

(3)管理浮动汇率制度,指货币当局对外汇市场进行干预,以使市场汇率朝着有利于它的方向浮动。

(4)单独浮动制度,指本国货币不与外国任何货币发生固定联系,其汇率根据外汇市场的供求状况单独浮动。目前,一些工业发达国家都是实行单独浮动的。多数发展中国家继续采取钉住汇率制,这主要是为了便于对外贸易,提高本国货币的信赖度,刺激国内投资。

从表 8-1 可以看出,自 20 世纪 80 年代以来,选择有限灵活性的国家的比例大致不变,而选择更加灵活的国家比例在不断地上升,选择钉住汇率制的国家比例在下降,此趋势在进入 20 世纪 90 年代后更为明显。总的来说,在布雷顿森林体系崩溃后,国际汇率制度在不断地向富有更大弹性的安排转变,呈现弹性化趋势,许多国家越来越多地选择灵活性更大的汇率制度。

但是,传统的汇率制度的分类存在较大的缺陷,突出地表现为国际货币基金组织成员国所汇报的汇率制度类型往往没有反映实质性的东西。亚洲金融危机发生后,国际货币基金组织加强了对成员国汇率制度安排问题的研究、监督和指导。因此,从 1999 年开始,国际货币基金组织一改过去 20 多年来固定、浮动汇率制的两分法,对汇率制度进行了重新分类(见表 8-2)。新的分类突出了汇率的形成机制以及政策目标的差异。

表 8-1

年份	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
国家(地区)总数	144	145	146	147	149	150	151	151	152
1. 钉住汇率	94	93	90	93	95	89	92	94	93
(1) 钉住单一货币	58	55	51	50	51	52	57	55	51
(2) 钉住合成货币	36	38	39	43	44	37	35	39	42
2. 有限灵活汇率	17	17	17	15	12	13	12	12	13
(1) 单一货币	9	9	9	7	5	5	4	4	4
(2) 合成货币	8	8	8	8	7	8	8	8	9
3. 更加灵活货币	33	35	38	39	42	48	46	44	46
(1) 按一套指标调整	4	5	6	6	5	6	5	5	5
(2) 管理浮动	19	22	24	19	22	22	23	22	21
(3) 独立浮动	10	8	8	14	15	20	18	17	20
年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
国家(地区)总数	154	156	167	175	178	180	181	181	182
1. 钉住汇率	85	81	84	73	70	66	66	66	64
(1) 钉住单一货币	44	42	50	43	45	44	44	46	47
(2) 钉住合成货币	41	39	34	30	25	22	22	20	17
2. 有限灵活汇率	13	14	13	13	14	14	16	16	17
(1) 单一货币	4	4	4	4	4	4	4	4	4
(2) 合成货币	9	10	9	9	10	10	12	12	13
3. 更加灵活货币	51	61	70	89	94	100	99	99	101
(1) 按一套指标调整	3	5	3	4	3	2	2	—	—
(2) 管理浮动	23	27	23	29	33	44	45	46	56
(3) 独立浮动	25	29	44	56	58	54	52	53	45

资料来源 IMF, International financial statistics & exchange rate arrangement and exchange restrictions 各年汇总。

表 8-2

汇率制度	国家数目	
	1999. 1. 1	2000. 12. 31
1. 无独立法定货币的汇率安排	37	38
2. 货币局制度	8	8
3. 其他传统的固定钉住制(包括管理浮动下的实际钉住制)	39	44
4. 水平(上下1%)调整的钉住(平行钉住)	12	7
5. 爬行钉住	6	5
6. 爬行带内浮动(爬行区间浮动)	10	6
7. 不事先公布干预方式的管理浮动(无区间的有管理浮动)	26	32
8. 单独浮动(自由浮动)	47	46

资料来源 IMF, International financial statistics, 1999. 4 & 2001. 5。

目前,世界各国汇率制度呈现多样化的局面。但是,我们可以按照目前国际上比较流行的观点,将上述汇率制度进一步归类,可以得到三种类型。第一种为固定汇率制度。它包括新分类法中的无独立法定货币的汇率安排和货币局制度两种。这两种汇率制度的共同特点是:汇率相对固定,但在无法定货币的汇率安排中,汇率对内绝对固定,对外浮动。在货币局制度下,其汇率是完全固定的。第二种为自由浮动汇率制。它是指新分类法中的单独浮动。在这种汇率制度下,货币当局对汇率只是偶尔进行干预,但不加以控制,汇率完全浮动。第三种是中间汇率制。这些汇率制度介于完全固定汇率和完全浮动汇率之间,因此它们被统称为“中间汇率制”。它们包括新分类法中的其他传统的固定钉住制、水平调整的钉住、爬行钉住、爬行区间浮动和不事先公布干预方式的管理浮动等。这些汇率制度的共性是:都是在政府控制下,汇率在一个或大或小的范围之内变化,它们并没有质的区别。目前,国际社会把第一、第二种汇率制度习惯地称为两极汇率制或角点汇率制。

第二节 固定汇率制度

一、固定汇率制度的含义和类型

固定汇率制度(Fixed Rate System)是指两国货币的比价基本固定,如有波动,也将波动幅度控制在一定幅度之内。当市场汇率波动超过规定的界限时,该国的货币当局有义务进行干预,予以维持。

从19世纪中期直到1973年为止,就世界上多数国家的汇率制度来看,可以说基本上都是实行的固定汇率制度。在这100多年的时期里,又可分为两个不同的阶段,即国际金本位制下的固定汇率制度和布雷顿森林体系下的固定汇率制度。

(一)国际金本位制下的固定汇率制度

在国际金本位制下,由于以各国每一货币单位的含金量对比来确定其汇率,即铸币平价是决定汇率的基础,所以当时的外汇汇率是相当固定的。但是,这种固定只是相对的,在许多条件的影响下,汇率还是有变动的。不过,因为当时金币可以自由铸造,银行券可以自由兑换金币,黄金可以自由输出入境,所以汇率要受黄金输送点的限制,汇率的波动不是毫无约束的,而是波动幅度很小的,能够保持相对的稳定。国际金本位制下的固定汇率制度,既是比较典型的、健全的固定汇率制度,也是比较稳定的、协调的固定汇率制度,有人称金本位制下的固定汇率制度是长期固定的汇率制度。当时的固定汇率制度

为世界经济的发展创造了一定的条件,但由于资本主义固有矛盾的发展和尖锐化,导致国际金本位制的崩溃,导致了这个阶段的固定汇率制度的结束。

(二)布雷顿森林体系下的固定汇率制度

在布雷顿森林体系下,国际货币基金组织要求其会员国规定本国货币的金平价,并使各国货币钉住美元与之建立固定比价关系,即通过各国货币与美元的金平价之比来确定各国货币与美元的汇率。同时,国际货币基金组织又规定,两国货币汇率的波动界限为其金平比值上下各1%。因此,在布雷顿森林体系下,汇率的界限已大大超过了金本位之下的黄金输送点,汇率只是相对固定。况且当一国的国际收支出现根本性的不平衡使汇率变动成为必要时,则将允许汇率进行变动。

二、维持固定汇率的主要调节措施

在金本位制下,固定汇率的维持是通过黄金的输出、输入自动调节的。在布雷顿森林体系下,各国货币的官方上下限是人为控制的,其主要调节措施有:

1. 运用贴现政策

如果某种外国货币价格上涨已高于汇率波动所规定的上限时,那么,本国政府便提高利率,以吸引国外资金流入。这样,便可以增加本国的外汇收入,减少本国的国际收支逆差,降低以本国货币所表示的外币价格,使汇率维持或控制在所规定的波动幅度内。如果某种外国货币的价格下降幅度已低于汇率波动所规定的下限时,那么本国政府便降低利率,以诱使资金外流。这样,便可以增加对外国货币的需求,提高以本国货币所表示的外国货币的价格,扭转外汇汇率继续下跌的趋势,使汇率维持或控制在所规定的波动幅度以内。

2. 调整外汇黄金储备

一国的外汇黄金储备作为稳定一国货币对外汇率的重要后备力量,也是各国货币当局所惯用的手段。如果本国的国际收支发生逆差,本国对外国货币的需求增多,外汇汇率上涨,外国货币的价格高涨,当其涨幅高于规定的波动上限时,本国政府就从黄金外汇储备中拿出一部分外汇在市场上出售,以增加外汇的供给,平抑汇率上涨的幅度,使其不致高于规定的波动上限。如果本国的国际收支出现顺差,外国货币的供给增多,外汇汇率下降,外国货币的价格下跌,当其降幅低于所规定的波动下限时,本国政府就在水汇市场上购进外国货币,以增加本国的外汇储备,缓和汇率下降的趋势,使其不致低于规定的波动下限。

3. 外汇管制

有些国家,在国际收支、黄金外汇储备方面长期存在着严重的困难,实在无力采取前两种办法,因此只有借助于采取外汇管制的办法,通常是直接限制某些外汇支出,或直接输出黄金、举借外债等。

4. 向国际货币基金组织借款

当一国由于国际收支失衡而感到难以维持货币平价时,可向国际货币基金组织借款,当然该借款数额是有限的。

三、货币的法定贬值或法定升值

前几种措施都是主动措施,而且其调节均有限度。当一国货币跌势或涨势明显、汇率波动剧烈,而靠前几种办法无法平抑汇率时,该国货币当局只得采取货币法定贬值或升值。

所谓货币法定贬值(Devaluation),就是指政府法令明文规定降低本国货币的含金量。一个国家实行货币的法定贬值,主要因为出现通货膨胀、贸易逆差、国际收支危机、失业严重、“滞胀”局面等难以解决的问题,在纸币贬值已到非常严重的程度时,旧的黄金平价与汇率无法继续加以维持和控制,国家不得不宣布废除纸币已经过高的原来的黄金平价与汇率,以适应已经变化了的现实,即实现货币的法定贬值。也有国家实行法定贬值,是希望通过外汇倾销限制进口、发展出口,并提高国际竞争能力,来增加利润、发展本国经济。一般来说,可以取得一定的效果,但会引起其他国家的不满。

货币法定升值(Revaluation),指政府法令明文规定提高本国货币的金平价,降低以本国货币表示的外币价格。一个国家实行货币的法定升值,主要是为了控制国内的通货膨胀、抑制外国货币的流入以避免对本币的冲击,或在外国政府的压力下被迫实行本国货币的法定升值。货币法定升值会导致进口的增加,阻碍商品的出口。

货币法定贬值或升值后,要重新核定对其他国家货币的比价,并继续维持法定上下限。另外,货币法定贬值与升值是有限度的,尤其是关键货币,否则汇率的稳定就失去了基础,最终会危及固定汇率制度。

在20世纪40~50年代,固定汇率制运行得较顺利。在50年代末,美国国际收支开始出现逆差。一些国家拥有大量的美元,形成了美元过剩的局面。与此同时,日本和联邦德国的国际收支和金融力量相对增强,美元的霸权地位受到挑战,人们对美元的信心减弱,出现了抛售美元、抢购黄金和硬通货的浪潮。美国联合西方各国采取了种种干预措施,试图维持以美元为中心的固定汇率,但由于美元危机不断恶化,美国不得不于1971年12月将美元法定贬值7.8%,1973年再度贬值10%,至此以美元为中心的固定汇率制已无法维持,

各国货币开始对美元普遍实行浮动汇率,各国政府不再承担对美元的固定汇率的义务。

四、固定汇率制度的作用与缺陷

(一)固定汇率制度的作用

在固定汇率制度下,汇率的波动幅度较小,金本位制度下的固定汇率波幅和布雷顿森林体系下汇率的波幅都还是比较稳定的,而稳定的汇率对国际经济贸易的进行和发展有重要意义。

(1)有利于国际贸易的发展。汇率的高低以及汇率波幅的大小与国际贸易关系密切。汇率波动幅度大而频繁不利于出口贸易的成本核算,使进出口商失去稳定地获取利润的保证。反之,稳定的汇率则便于进出口成本核算,计算利润,有利于国际贸易的稳定发展。

(2)有利于国际资本流动。资本流动的目的是为了获取利润,汇率的剧烈变动所带来的汇率风险往往会使投资获利的希望化为乌有,而汇率的稳定是保证国际投资稳定地获取利润的重要条件。因此,固定汇率制度推动了国际间资本的流动。

(二)固定汇率制度的缺陷

国际金本位制下,尤其是金币本位制下汇率的稳定,是市场自发调节机制作用的结果。因此,这种典型的金本位制下的固定汇率制度是一种较理想的制度。

但是,布雷顿森林体系下的固定汇率制度本身也有重大的缺陷。在该制度下,外汇市场动荡时,容易招致国际游资的冲击,引起国际金融秩序的动荡与混乱。当一国国际收支恶化,国际游资突然从该国转移换取外汇时,该国为了维持汇率的稳定,有义务动用黄金外汇储备干预市场,从而引起黄金外汇储备的大量流失。若此时仍不能平抑汇率,该国不得不采取法定贬值的措施。一国的法定贬值又会引起与其经济关系密切的国家同时采取相应的贬值措施,从而导致整个汇率制度混乱与动荡,这对国际贸易和国际资本流动是十分不利的。

第三节 浮动汇率制度

一、浮动汇率制度概述

(一) 浮动汇率制度的含义

浮动汇率制度(Floating Rate System)是在1973年春季固定汇率制度崩溃以后,主要西方国家开始普遍实行的一种汇率制度。在浮动汇率制度下,政府对汇率不加以固定,也不规定波动幅度,而是根据市场的外汇供求情况,任其自由涨落,当外币供过于求时,外币汇率下浮;当外币供不应求时,外币汇率上浮。

(二) 浮动汇率制度的类型

1. 按政府是否进行干预划分

(1) 自由浮动(Free Floating)

它是指一国货币当局对汇率的波动不采取任何干预措施,而完全听任汇率依外汇市场的供求变化而自由涨落。实际上,纯粹的自由浮动是不存在的。各国为了自身的利益,往往或明或暗地对外汇市场进行干预。

(2) 管理浮动(Managed Floating)

它是指一国货币当局在外汇市场上直接或间接地进行干预,以操纵本国货币的汇率,使其保持在对本国有利的水平上。目前实行浮动汇率制度的国家大都属于管理浮动。

2. 按照浮动的形式划分

(1) 单独浮动

它是指一国货币不与任何外国货币发生固定联系,其汇率根据外汇市场的供求变化而自动调整。如美元、日元、英镑等货币属于单独浮动。单独浮动可以较好地反映一国的外汇供求状况及货币关系的变化。

(2) 联合浮动

又称为共同浮动。它是指国家集团在成员国之间实行固定汇率制,对非成员国则实行共升共降的浮动汇率。如欧洲货币体系为了建立稳定的货币区,实行了联合浮动。联合浮动的意义在于在集团内部创造了一个稳定的汇率环境,减少了汇率风险,促进了集团之内成员国的经济贸易的发展,同时可形成与个别发达国家相抗衡的货币干预力量。

(三) 目前世界汇率制度的格局

目前世界的汇率制度五花八门,国际货币基金组织把目前世界各国的汇

率制度划分为两类：

1. 钉住汇率制度

到 1992 年底,实行这种汇率制度的国家共有 84 个。它是指一个国家采取使本国货币与某外国货币或一揽子货币保持固定比价关系的做法。一揽子货币,除特别提款权外,还有“其他组合货币”。所谓“其他组合货币”,是一国按照本国与主要贸易伙伴国的贸易比重来选择和设计的,模仿特别提款权的一揽子货币。

需要指出,1973 年以后一些国家实行的钉住汇率制,不同于布雷顿森林体系下各国钉住美元的做法。在布雷顿森林体系下,各国货币所钉住的美元是同黄金挂钩的,而美元的金平价又是固定的。然而,在 1973 年后,一些国家货币所钉住的货币的汇率却是浮动的。这是我们称 1973 年以后的国际汇率制度为浮动汇率制的根本原因所在。

2. 弹性浮动

按照弹性的大小,国际货币基金组织将弹性浮动分为有限弹性和较大弹性两类。

有限弹性包括对单一货币的有限弹性和合作安排。对单一货币的有限弹性是指一国货币汇率以一种外币为中心而上下波动,但不完全依附于该种外币,而且波幅也不大。到 1992 年底,有 4 个国家采取对单一货币有限弹性的汇率安排做法。合作安排是指欧洲货币体系国家采取的对体系内国家货币实行固定汇率而对体系外国家货币实行联合浮动汇率的安排做法。到 1992 年底,有 9 个国家采取合作安排的做法。

较大弹性包括单独浮动、管理浮动和按一套指标调整汇率。按一套指标调整汇率,是指一些国家将国内外物价对比、外汇储备、国际收支、进出口贸易等动态性指标制定成一组指标,根据这一组指标的变动情况及时调整本国货币汇率。到 1992 年底,有 3 个国家采取这种汇率安排的做法。至于管理浮动和单独浮动,国际货币基金组织的解释是,管理浮动是在实行较为严格的外汇与资本流动管制条件下的汇率安排,而单独浮动则是在相对有限的管制条件下的汇率安排。到 1992 年底,有 23 个国家实行管理浮动的汇率安排,44 个国家实行单独浮动的汇率安排。

由此可见,1973 年以后的汇率安排实际上是固定汇率制与浮动汇率制并存。目前,世界上实行固定汇率制的国家虽然是多数,但国际汇率制度的性质仍然是浮动汇率制,其根本原因如前所述,美元等主要货币的汇率是浮动的。

二、影响和调整汇率的措施

在浮动汇率制度下,汇率总是受外汇市场外汇供求变化而常常波动的,而且其波动有时十分剧烈。在这种情况下,为了有利于本国的经济发展与改善国际收支状况,一些国家常常采取一些措施来影响和调整汇率。

(一)调整利率

利率是调节市场资金供求和汇率变动的重要杠杆。比如,提高利率,这样就可以增强对外资的吸引力,增加资金流入。结果便能起着改善国际收支的作用,从而就能有助于本国汇率的稳定。

(二)鼓励或阻止资本流入

比如,美国曾对联邦储备系统的会员银行从欧洲货币市场借入的欧洲美元免收存款准备金,这样通过鼓励美元回流,进而缓和国际收支逆差,来达到稳定美元汇率的目的。再比如,瑞士政府曾对国外存入瑞士的资金采取倒收利息和禁止外国居民购买瑞士法郎有价证券的办法,通过阻止资金流入,来达到避免瑞士法郎升值的压力。

(三)出售黄金

本国货币汇率下浮,主要是由于国际收支造成的。如果通过出售储备黄金,回流货币,便可以改善国际收支状况,从而达到影响汇率的目的。

(四)国家干预外汇市场

这种通过在外汇市场上出售或购入某种货币来左右其汇价的办法,是西方国家经常采用的“药方”。比如,1985年9月,美国同日、英、法、联邦德国达成普拉扎协议,接受美国的建议,抛售美元,同时购买其他主要货币,或要其他主要货币对外升值,这样来达到美国的目的,压低美元汇率。可是1年多的时间过去了,美国并未实现改善国际收支和对外贸易的主要企图,反而使多方面的情况更加严重。于是,美国不得不于1987年2月同日、英、法、联邦德国、加在巴黎达成协议,接受美国的建议,各国出售其货币,购买美元,这样来达到美国的目的,阻止美元下跌。

三、浮动汇率制度的作用与缺陷

(一)浮动汇率制度的作用

1. 防止国际游资的冲击

在固定汇率制度下,汇率的升降受到人为的限制,难以与货币的内在价值相一致,国际金融市场上的游资为了保值或牟利纷纷抢购硬货币,使硬货币受到冲击。而在浮动汇率制度下,汇率随外汇市场上的供求关系而自动涨落,汇

率水平比较符合货币的实际价值的对比,这样可以减少受国际游资冲击的可能性。

2. 防止外汇储备的大量流失

浮动汇率制度下,一国货币在国际金融市场上大量抛售时,该国无维持固定比价的义务,汇率会随市场供求的变化而变化,因此无需立即动用外汇储备大量购进本币,从而本国国际储备不至于急剧大量流失。

3. 可提高国内货币政策的自主性

在浮动汇率制度下,各国可以通过汇率的自动调整而达成国际收支的平衡,因此在制定国内货币政策时,不必考虑对国际收支的影响。

4. 避免和减轻与别国经济的相互影响

浮动汇率能使经济周期的国际传递减少到最小限度,因而可以减轻别国经济形势对本国经济的不利影响。

(二) 浮动汇率制度的缺陷

1. 不利于国际贸易的发展

浮动汇率制度下,汇率变动更加频繁和剧烈,不利于进出口的成本核算和计算利润,同时增加了国际贸易的风险,不利于国际贸易的稳定发展。

2. 限制国际资本流动

汇率的剧烈变动可能会使投资的预期利润化为泡影,给投资者带来普遍的不安全感,限制了国际间资本的流动,尤其是长期资本的流动。

3. 加剧了国际金融市场动荡

浮动汇率制度下,汇率波动极为频繁和剧烈,汇率波动的幅度甚至1天之内就能达到5%,使得国际投机活动加剧,引起国际金融市场的动荡不安。例如,1995年初,墨西哥因比索大幅度贬值而引发了金融危机。

4. 具有内在的通货膨胀倾向

浮动汇率制度下,各国的货币政策和财政政策因受的约束小,“货币纪律”受到了损害,这样必定会产生通货膨胀的后果。许多国家利用货币贬值刺激出口,带动了国内物价上涨,而少数国家货币升值,又限制了资本流入,物价又呈下降趋势。在价格刚性条件下,货币升值国物价下降的速度低于货币贬值国物价上涨的速度,净效应则是加重了全球通货膨胀的压力。

第四节 汇率制度的选择

由于汇率的特定水平及其调整对经济有着重大影响,并且不同的汇率制度本身也意味着政府为实现内外均衡目标的过程中需要遵循不同的规则,所

以选择合理的汇率制度是一国乃至国际货币制度面临的非常重要的问题。汇率制度最主要的两大类型是固定汇率制与浮动汇率制,另外,还存在其他处于固定汇率制与浮动汇率制之间的汇率制度,如爬行钉住、汇率目标区,以及固定汇率制中的特殊类型——货币局制度等。

作为汇率制度的两极,完全固定与完全浮动的汇率制度孰优一直是学术研究的焦点问题。下面分别对固定汇率制度和浮动汇率制度的支持者的理由进行阐述,然后介绍其他类型的汇率制度,最后讨论影响一国汇率制度选择的主要因素。

一、支持固定汇率制的理由

(一)减少不确定性

固定汇率的支持者认为,这种体系避免了浮动汇率制下汇率日复一日的剧烈波动,从而避免了对专业化生产及贸易、资本流动的不利影响。而在浮动汇率制度下,一国每日对外汇供求的变化会带来汇率非常频繁的变化,而且这种频繁变化的幅度也是非常大的。汇率这样大的波动会干扰和降低生产专业化程度和国际贸易与资本的流动,而且汇率过多的短期波动如果造成经济中资源过度频繁的重新分配,那么其代价或许是更高的摩擦性失业。

浮动汇率的支持者认为,在固定汇率体系下,由于周期需要使票面价值不连续的变化而带来的不确定和不稳定性,对于国际贸易和投资平稳流动的破坏与分离比浮动汇率体系下的不确定性还要大。进一步说,后者的不确定性一般可以避免,而前者则不能。然而,需指出的是,在真正的固定汇率体系下,比如金本位制,汇率永远保持固定,所以这种不确定性是不存在的。

(二)稳定投机(Stabilizing Speculation)

固定汇率的支持者认为,投机在浮动汇率制度下比在固定汇率体系下更有可能是不稳定的。在不稳定投机中,某种货币汇率升高时,投机者预期它会进一步上升从而购买这种货币,相反当某种货币汇率降低时,投机者抱着相反的预期而卖出这种货币。在这种投机过程中,由商业循环产生的汇率波动被进一步扩大,国际交往中的不确定性和风险也增强了,减少了贸易和投资的国际间的正常流动。固定汇率制度的支持者认为,这种情况在汇率自由变动下比在保持固定情况下更易发生。

浮动汇率支持者不同意以上说法,他们指出由于固定汇率要积累很长一段时间才会对汇率进行大的调整,这比浮动汇率下汇率连续的小幅度调整更易带来不稳定投机。当投资者遇见到汇率会有一个大的变动时,便会出售可能会贬值的货币,买入可能会升值的货币(不稳定投机),他们的期望通常是

自我实现的,然而,只有在像布雷顿森林体系那样的固定汇率之下才可能出现这种现象。因为这样的体系允许汇率在“失去基本的平衡”的情况下变动。而对于像金本位制那样真正的固定汇率体系,汇率永远是固定的,国际收支的调整是通过其他方式进行的,无论代价如何。这时,几乎可以肯定投机是稳定的,但在真正的浮动汇率下也完全可能出现这种情况。

(三) 价格规范

在固定汇率体系的压力下,一国一定存在着价格规范,而浮动汇率体系下则不存在。这就是说,在固定汇率体系下,一国如果存在比其他国家高的通货膨胀率,那么他很可能有国际收支逆差,从而导致国际储备的损失。因为逆差和储备损失不可能永远持续下去,所以该国必须控制通货膨胀,也即控制价格。而在浮动汇率体系下并不需要这样做,因为浮动汇率体系下,国际收支的失衡会通过汇率的变化自动而迅速的修正,至少在理论上可以做到这一点。

理论上,浮动汇率确实比固定汇率更易导致通货膨胀,一国货币贬值会带来国内物价的上升,然而货币升值却不会带来物价的下降。这是由于当今世界的价格都具有刚性造成的,但是因为汇率的变动在贬值时将导致均衡汇率朝两个方向过渡波动和引起价格上涨,而升值时并不降低价格,所以在浮动汇率制下通货膨胀比在固定汇率制下要更高一些。

浮动汇率制度的拥护者认为浮动汇率的确能比固定汇率带来更大的通货膨胀,但这是因为不同的国家有不同的通货膨胀—失业权衡目标,而浮动汇率使得政府可以用高通货膨胀的代价去换取低失业(或相反)。浮动汇率支持者把这看成浮动汇率体系的一大优点。浮动汇率能将一国的内部经济与外部的动荡(如国家出口的外部条件变动)隔离开来,这方面的作用比固定汇率要强得多。结果是,对于常遭受较大的外部冲击的国家来说,浮动汇率更具有吸引力。而国内经济动荡较大的国家则倾向于固定汇率,因为固定汇率为经济带来较大稳定性。

例如,一国投资的增加由于乘数效应会增加收入水平。固定汇率体系下,由收入增加带来的进口的增加很可能导致国际收支的逆差,而通过减少国际储备以外的途径补上这笔亏空需要一段时间。而在浮动汇率体系下,该国货币会自动贬值从而刺激出口,这就导致了国民收入增长。但是,当考虑国际资本流动因素时,结果会有很大区别。

二、支持浮动汇率制的理由

(一) 市场效率

当一国的国际收支出现不平衡时,固定汇率制度下和浮动汇率制度下的

调节方式不同。在固定汇率制下,货币当局会在固定的汇率水平上通过调整外汇储备来消除外汇市场上的供给与需求的缺口,相应地通过货币供应量的变动来对经济的不平衡进行调节。而在浮动汇率制下,完全通过外汇市场上的汇率变动来平衡外汇的供求,这一汇率变动通过各种机制调节经济运行。以上两种调节方式各有其特点,对于哪种调节方式更有效率的分析构成固定与浮动汇率制度孰优争论的一个问题。

浮动汇率的支持者认为,在浮动汇率制度下,当一国的国际收支出现失衡,货币就会自动地贬值或升值,从而对国际收支与整个经济进行自发调节,不需要任何专门的政策乃至强制政策。而在固定汇率制度下,一般需要政府制定出特定的政策组合来加以解决,这一过程中存在的时滞等问题使其效率较低。而固定汇率的支持者认为,导致汇率变动的因素很多,汇率未必能按照平衡国际收支所需要的方向去努力。其次,汇率只能通过价格因素影响到国际收支,而国际收支是受多种因素共同决定的,这就带来很多情况下汇率调整的乏力。再次,汇率对国际收支的调整往往需要国内政策的支持,没有相应政策配合的汇率变动往往是难以发挥效力的。

浮动汇率的支持者认为,在浮动汇率制下,汇率可以根据一国国际收支的变动情况进行连续的微调而避免经济的急剧波动。而在固定汇率制下,一国对国际收支的调整往往是问题已经积累到相当程度时才进行,这一调整一般幅度较大,对经济的震动也比较剧烈。固定汇率的支持者不否认固定汇率制下的调整较为僵硬,但他们认为,固定汇率制可以避免许多无谓的汇率调整,尤其是当这些调整是货币性干扰所造成的时候。

(二) 政策优势

汇率制度的不同导致了在实现内外均衡过程中对政策工具的不同运用方式。在固定汇率制度下,政府必须将货币政策运用于对汇率水平的维持之上,而在浮动汇率制度下则无此限制。针对这一特点,不同汇率制度的支持者也从政策利益角度提出了各自的理由。

浮动汇率制的支持者认为,实行浮动汇率制,使货币政策可以从对汇率政策的依附中解脱出来,让汇率自发调节实现外部均衡,货币政策与财政政策专注于实现经济的内部均衡。并且,在浮动汇率制下一国可以将外国的通货膨胀隔绝在外,独立制定本国的经济稳定与发展的政策。而固定汇率的支持者指出,首先,完全利用汇率政策解决外部均衡,这意味着政府准备接受任何的汇率水平,这显然是不可能的,一国货币政策不可能完全不受外部因素的制约。其次,汇率调整必须有相应的国内其他政策的配合才能发挥效力。再次,浮动汇率制不可能真正隔绝外国通货膨胀对本国的影响。

浮动汇率的支持者指出,浮动汇率制可以防止货币当局对汇率政策的滥用,因为汇率已脱离当局的控制而由市场供求决定。固定汇率的支持者认为,固定汇率制可以防止对货币政策的滥用,固定汇率制总是对货币政策的使用存在一定的制约。例如,扩张性的货币政策会引起储备外流,最终对固定汇率的维持构成威胁,而恢复经济的均衡还得通过紧缩性的货币政策。而在浮动汇率制度下,一国可以更自主地推行扩张性政策,而不必顾及本国货币的贬值。

(三)对国际经济关系的影响

浮动汇率制的拥护者认为浮动汇率有利于国际间经济交往。首先,汇率可以自由浮动,这使得固定汇率制下政府为维持一个固定的汇率而采取的种种直接管制措施失去必要,浮动汇率制可以推动经济自由化,而这会极大地促进国际间经济交往的发展。其次,浮动汇率固然给国际贸易、投资带来了一定的不确定因素,但这可以通过远期交易等方式规避风险,国际金融创新的发展已使这一问题的严重性大大减轻了。赞成固定汇率制的人则认为绝不能低估浮动汇率对国际贸易与投资的危害。首先,进行各种规避风险的交易本身也是有成本的,有时成本还比较高,这不可避免地会对国际经济活动产生影响。其次,许多经济活动是无法规避汇率风险的,例如跨国的长期投资、对人力资源的投资等等。另外,发展中国家由于金融市场不发达,缺乏远期交易等规避风险的工具,浮动汇率制对它们是特别不利的。

浮动汇率的拥护者认为,浮动汇率有利于隔绝通货膨胀的国际传递。这是因为,在固定汇率制度下,两国的货币和商品市场通过固定汇率紧紧地联结在一起。一国的物价上涨必引起另一国物价的上涨。而在浮动汇率制下,汇率的变动则可抵消这种传递影响,浮动汇率因而犹如一堵墙,对通货膨胀和经济周期的传播起到一种隔绝作用。固定汇率的支持者则反驳,浮动汇率下同样存在通货膨胀的传递问题,并且这一传递具有不对称性。当本币贬值时,进口成本上升,物价上升;当本币升值时,进口成本则因价格刚性而不容易下降或下降不足,其净效应便是物价的上涨。扩大到两个国家的相互关系来看,一国货币的升值便是另一国货币的贬值。贬值国家的物价上升幅度要超过升值国家的物价下降幅度。其净效应便是世界物价水平的上升。

以上是固定汇率制与浮动汇率制孰优争论的主要问题。由以上争论可以看出固定汇率制与浮动汇率制都有其优缺点,不能简单地得出哪种汇率制度更为优越的结论。

三、其他汇率制度简介

(一)爬行钉住制

爬行钉住制(Crawling Pegging System)是指汇率可以作经常的、小幅度调整的固定汇率制度。这一制度有两个基本特征:第一,该国负有维持某种平价义务,这使得它属于固定汇率制这一大类;其次,这一平价可以进行连续、小幅度地调整,这又使它与一般的可调整的钉住制相区别。

爬行钉住制的倡导者认为它具有以下优点:首先,它提供了一种更有效的内外均衡调节机制。在爬行钉住制下,汇率调整成为对国际收支进行调节的经常性工具,这就使得国际收支问题得到及时的纠正,不会出现可调整的钉住制之下因汇率调整滞后所带来的投机冲击。同时,它每次汇率调整的幅度都很小,可以避免对经济造成过大的冲击。其次,它可以使一国抵制境外通货膨胀的输入。并且,它可以减少一国持有的外汇储备的数量。

但是,很多研究者指出爬行钉住也具有一些严重的缺陷。第一,国内货币政策仍受到来自外部的严重制约。在爬行钉住制下,短期中的本国货币贬值措施将要求本国利率的相应上升以维护国际收支平衡,因此,在经常进行汇率调整的情况下,这一制度意味着本国货币政策受到比可调整的钉住更为严重的外在制约,无法用于实现内部均衡目标。第二,汇率调整的速度不够迅速。因为爬行钉住的汇率调整是小幅度的,当需要对汇率进行大的调整时,这一幅度显得不够及时。而且,汇率调整极易转化为国内的通货膨胀。因为爬行钉住的汇率调整是相对有规律地进行的,极易导致国内的价格体系、工资采取与汇率相挂钩的指数化措施,这会使货币贬值迅速转化为国内价格水平的上升,从而抵消了贬值的效果。

(二)汇率目标区

汇率目标区(Exchange Rate Target-zone)是指将汇率浮动限制在一定区域内的汇率制度。汇率目标区不同于其他类型的汇率制度。它与浮动汇率制比较,有两点区别:目标区中当局在一定时期内对汇率波动制定出比较确定的区间限制,并且,在目标区中,当局要更为关注汇率变动,将汇率变动尽可能地限制在目标区内。它与可调整钉住的主要区别在于:在目标区制下,政府并不严格承诺在任何情况下都对外汇市场进行干预以将汇率维持在目标区内,同时,目标区下汇率变动的范围更大。

可以看出,汇率目标区是对汇率制度可信性与灵活性的一种折中,这导致它的汇率变动也具有双重特征。显然,这种双重特征对达成开放经济内外均衡的同时实现有利有弊。

(三) 货币局制

货币局制(Currency Board System)是指在法律中明确规定本国货币与某一外国可兑换货币保持固定的交换率,并且对本国货币的发行作特殊限制以保证履行这一法定义务的汇率制度。货币局制通常要求货币发行必须以一定的该外国货币作为准备金,并且要求在货币流通中始终满足这一准备金的要求。

货币局的优点主要在于管理与操作非常简便。货币局制是高度规则化了的金融制度,它的运行规则可以为普通公众所监督。货币局的日常操作很少需要审时度势进行决策,并且它还不需要承担许多央行职能,这些都大大简化了它的管理难度,而且赋予了货币政策高度可信性。

但货币局制的高度规则化同时也构成了它的主要缺点,体现在:第一,名义汇率僵硬。货币局制是通过法律形式确认固定的汇率而赋予这一制度以可信性的,因此如果对这一汇率进行调整必将严重损害其可信性。但当名义汇率固定而两国通胀率不同时,实际汇率必然在变动,如果名义汇率不能对之进行调整时,必然对经济有重要影响甚至严重损害一国的国际竞争力,并极易招致投机攻击。第二,金融系统脆弱。主要体现在两个方面:首先,货币局制下发行货币都是有相应的外汇为后盾的,但这一基础货币经过商业银行的倍数信用扩张后,流通中的现金与存款数额就会大大超过货币局拥有的外汇储备。如果居民由于失去对固定汇率的信心而出现大规模地将存款兑换为外币的情况,货币局制就面临难以克服的危机。其次,货币局制中的货币当局缺乏最后贷款人的功能,这导致它对商业银行经营中出现的临时性困难无法及时解决,从而加深了金融系统的脆弱性。此外,货币局制下相当部分重要银行职能的丧失、财政政策所受到的严重限制等因素也形成了货币局制的重要缺陷。

四、影响一国汇率制度的主要因素

一国选择什么样的汇率制度,是其对外经济政策的一个重要内容。通过以上对不同汇率制度特点的分析,我们可以将影响一国汇率制度选择的主要因素归结为以下四个方面。

(一) 本国经济的结构特征

一个经济规模宏大、对外贸易依存度低、国内金融市场发达并与国际金融市场联系密切的国家,一般倾向于让其货币单独浮动。因为大国的对外贸易多元化,很难选择一种基准货币实施固定汇率,同时大国经济内部调整的成本较高,而且倾向于追求独立的经济政策。相反,如果是小国,那么它较适宜采用固定性较高的汇率制度,因为它一般与少数几个大国的贸易依存度较高,汇

率的浮动会给它的国际贸易带来不便。

(二) 特定的政策目的

当政府面临着高通胀问题时,如果采用浮动汇率制度往往会产生恶性循环现象。在固定汇率制下,政府政策的可信性增强,在此基础上的宏观政策调整较容易收到效果。当一国为防止从外国输入通货膨胀,则选择浮动汇率制度。浮动汇率制度下一国货币政策自主权较强,从而赋予了一国御通货膨胀于国门之外,选择适合本国的通胀率的权力。可见,政策意图在对外的汇率制度选择上也发挥着重要作用。

(三) 地区性经济合作情况

一国与其他国家的经济合作情况也对汇率制度的选择有着重要影响。例如,当两国存在非常密切的贸易往来时,两国间货币保持固定汇率比较有利于各自经济的发展。区域内的各个国家经济往来的特点往往对它们的汇率制度选择有着重要影响。

(四) 经济条件的制约

一国在选择汇率制度时还必须考虑国际条件的制约。例如,在国际资金流动数量非常庞大的背景下,对于一国内部金融市场与外界联系非常紧密的国家来说,如果本国对外汇市场的干预的实力不是非常强的话,那么采用固定性较强的汇率制度的难度无疑是非常大的。

以上是一国在选择汇率制度时所要考虑的主要问题。汇率制度的选择是一个非常复杂的问题,许多结论在理论界也存在许多争议,在这里的介绍只是初步的。

【背景材料】

香港的联系汇率制

一、联系汇率的产生背景

香港自1935年放弃银本位制以来,先后实行过英镑汇兑本位制和纸币管理本位制,与之相对应,在汇率制度方面,也分别采取过与英镑挂钩的固定汇率制、与美元挂钩的管理浮动汇率制和港币完全自由浮动的浮动汇率制。从1978年开始,香港经济环境不断恶化,贸易赤字增加,通货膨胀高涨,加之实行以港币存款支持港币发行的保障不足的港币自由发钞制度,为港币信用危机埋下了祸根。1982年,在香港房地产业出现大幅度滑坡、香港公众和外国投资者对香港未来前途产生怀疑、港英当局取消外币存款利息税而保留港币存款利息税等因素的促动下,终于爆发港元危机。1982年7月1日至1983年

6月30日的一年间,港币兑美元的汇率由1美元兑5.913港元跌至1美元兑7.2港元,港币贬值18%。这一港币危机在1983年9月达到高峰,9月1日的港币兑美元的汇率为1美元兑7.580港元,引起居民的挤兑和抢购风潮。在此背景下,为挽救港币危机,恢复港币信用,港英当局决定改变浮动汇率制,转而实行联系汇率制。

二、联系汇率制的主要内容

1983年10月15日,香港政府在取消港元利息税的同时,对港币发行和汇率制度作出新的安排:要求发钞银行在增发港元纸币时,必须按1美元兑7.8港元的固定汇率水平向外汇基金缴纳等值美元,以换取港元的债务证明书,作为发钞的法定准备金。以上新安排宣告港币联系汇率制的诞生,并使港币的发行重新获得100%的外汇准备金支持,对稳定香港经济起到了积极的作用。

三、联系汇率制的运作机制

在联系汇率制下,香港存在着两个平行的外汇市场,即由外汇基金与发钞银行因发钞关系而形成的公开外汇市场和发钞银行与其他持牌银行因货币兑换而形成的同业现钞外汇市场,相应地,存在着官方固定汇率和市场汇率两种平行的汇率。而联系汇率制度的运作,正是利用银行在上述平行市场上的竞争和套利活动进行的,也即政府通过对发钞银行的汇率控制,维持整个港元体系对美元的联系汇率。通过银行之间的套利活动,市场汇率围绕联系汇率波动并向后者趋近。具体而言,当市场汇率低于联系汇率时,银行会以联系汇价将多余的港币现钞交还发钞银行,然后用换得的美元以市场汇价在市场上抛出,赚取差价。发钞银行也会将债务证明交还外汇基金,以联系汇价换回美元并在市场上抛售获利。上述银行套汇活动的结果是港币市场汇率逐渐被抬高。另外,上述银行套汇活动还引起港币供应量的收缩,并通过由此而导致的港币短期利率上升及套息活动,使港币的需求量增加,从而使市场对港币的供求关系得到调整,促使港币的市场汇率上浮。同样,当市场汇率高于联系汇率时,银行的套利活动将按相反方向进行,从而使市场汇率趋于下浮。无论是哪种情况,结果都是市场汇率向联系汇率趋近。

四、联系汇率制的利弊

联系汇率制的最大优点在于有利于香港金融的稳定,而市场汇率围绕联系汇率窄幅波动的运行也有助于香港国际金融中心、国际贸易中心和国际航

运中心地位的巩固和加强,增强市场信心。但是,这一汇率制度也存在一些缺点。它使香港的经济行为及利率、货币供应量指标过分依赖和受制于美国,从而严重削弱了运用利率和货币供应量杠杆调节本地区经济的能力。同时,联系汇率制也使通过汇率调节国际收支的功能无从发挥。此外,联系汇率还被认为促成了香港高通货膨胀与实际负利率并存的局面。因此,目前对于联系汇率制是弃是留是一个颇有争议且十分敏感的问题。

本章小结

1. 汇率制度是指一国货币当局对本国汇率变动的基本方式所作的一系列安排或规定。传统上,按照汇率变动的幅度,汇率制度被分为两大类型:固定汇率制和浮动汇率制。由于汇率的特定水平及其调整对经济有着重大影响,并且不同的汇率制度本身也意味着政府在实现内外均衡目标的过程中需要遵循不同的规则,所以选择合理的汇率制度是一国乃至国际货币制度面临的非常重要的问题。

2. 固定汇率制度是指两国货币的比价基本固定,如有波动,也将波动幅度控制在一定幅度之内。当市场汇率波动超过规定的界限时,该国的货币当局有义务进行干预,予以维持。固定汇率制度有两种类型:金本位制下的固定汇率制和布雷顿森林体系下的固定汇率制。固定汇率制度有利于国际贸易的发展、有利于国际资本流动。国际金本位制下的固定汇率制度是一种较理想的制度。但布雷顿森林体系下的固定汇率制度本身有着重大缺陷。

3. 浮动汇率制度是指汇率水平完全由外汇市场上的供求决定,政府不加任何干预的汇率制度。浮动汇率制度按政府是否干预可划分为自由浮动和管理浮动。浮动汇率制度有利于防止国际游资的冲击,可以提高国内货币政策的自主性。浮动汇率制度的缺陷主要表现在不利于国际贸易的发展,加剧了国际金融市场的动荡,且具有内在的通货膨胀倾向。

4. 浮动汇率与固定汇率孰优是国际金融领域中一个长期争论不休的问题,这一争论所涉及的问题极为广泛,本章主要从自动调节效率、政策优势价格规范、投机的稳定性几个方面来讨论。

关键词汇

汇率制度 Exchange Rate System 法定贬值 Devaluation
法定升值 Revaluation 固定汇率制 Fixed Rate System
浮动汇率制 Floating Rate System 自由浮动 Free Floating
管理浮动 Managed Floating 稳定性投机 Stabilizing Speculation
非稳定性投机 Destabilizing Speculation
爬行钉住制 Crawling Pegging System
汇率目标区 Exchange Rate Target-zone
货币局制 Currency Board System

本章思考题

1. 什么是固定汇率制度？它有几种类型？
2. 什么是浮动汇率制度？它有几种类型？
3. 固定汇率制度和浮动汇率制度各有什么优缺点？
4. 试对固定汇率制度和浮动汇率制度进行比较。
5. 一国应如何选择合理的汇率制度？
6. 我国目前应选择什么样的汇率制度？请具体阐述你的理由。

第三篇 外汇交易

第九章 传统外汇交易

外汇交易一般是通过外汇市场,以外汇银行为中心在各有关市场参与者之间进行的外汇买卖活动。至今,外汇交易已经历了两个发展阶段:第一阶段为传统的外汇交易,主要有即期外汇和远期外汇交易、掉期交易以及套汇和套利交易;第二阶段为创新的外汇交易,它是在传统外汇交易的基础上于20世纪70年代中期发展起来的,主要有外汇期货、外汇期权和货币互换交易、远期利率协议等。目前,传统的外汇交易与创新的外汇交易并行不悖,同时市场上进行。然而传统外汇交易形式无论在交易总量上,还是在每笔交易的平均额上都远远超过外汇交易创新形式。本章在介绍外汇市场一般知识的基础上,以外汇银行相关的外汇交易为重点,介绍传统外汇交易,包括即期交易、远期交易、掉期交易、套汇及套利的基本原理及其应用。

第一节 外汇市场

外汇市场(Foreign Exchange Market)是进行外汇交易或货币兑换的场所。它的特点在于买卖的对象是货币,而且买进一种货币的同时卖出另一种货币,它可以用本国货币兑换外国货币,也可以用外国货币兑换本国货币,或以一种外国货币兑换另一种外国货币。

一、外汇市场的参与者

外汇市场的参与者主要包括外汇银行、外汇经纪人、中央银行和客户四类。

(一) 外汇银行

外汇银行是经营外汇业务的银行,它可以是专营或兼营外汇业务的本国商业银行和其他金融机构,也可以是设在本国的外国银行分支机构、代办处或其他金融机构。外汇银行是外汇市场的主体。

(二) 外汇经纪人

外汇经纪人(Foreign Exchange Broker)是指充当交易双方的中介人,对买卖指令进行配对,从交易中获取佣金收入的公司或汇兑商。外汇经纪人有着广泛的信息网,清楚交易双方的报价高低,然后进行配对。经纪人不从买卖差价中获利,但是从交易中获取佣金收入。

1992年以后,自动经纪(电子配对)系统,如路透交易 2000-2 系统等,得到了广泛的应用,目前仅即期交易就有一半以上是通过电子经纪系统操作的。

(三) 中央银行

虽然在布雷顿森林体系崩溃以后,各国已纷纷实行了浮动汇率制,但是,实际上,没有哪一个国家真正放弃了对外汇市场的干预。这种干预是通过中央银行在外汇市场上买入或卖出外汇得以实现的。目前,许多国家都设立了专门的外汇平准基金账户,以供干预外汇市场之用。近年来,西方国家的中央银行不仅单独干预外汇市场,而且,一些主要发达国家的中央银行还经常对外汇市场进行联合干预。因此,中央银行不仅是外汇市场的一般参与者,在一定程度上可以说是外汇市场的实际操纵者。

(四) 客户

客户指出于交易、保值或投机性需要而参与外汇买卖的机构和个人,如进出口商、跨国公司、国际投资者和跨国旅游者、留学生等。20 世纪 80 年代以来,跨国公司成为外汇市场上的主要客户,其雄厚的资金和巨大的业务量对外汇市场有着较大的影响。

二、外汇市场的类型

(一) 客户与银行间外汇市场、银行与银行间外汇市场、中央银行与银行间外汇市场

根据外汇买卖的参与者进行划分,外汇市场可分为客户与银行间外汇市场、银行与银行间外汇市场、中央银行与银行间外汇市场三个层次。

(1) 客户与银行间外汇市场,也称为商业市场(Commercial Markets)、客户市场(Customer Markets)。在外汇交易中,虽然客户之间存在相互买卖外汇的可能,但是,由于寻找合适的交易对象和交易方法比较困难,例如双方在外币种类、数额、交割等条件上难以直接达成一致等,客户的外汇买卖通常通过外汇银行的柜台交易进行的。客户需要用汇时,向银行买入外汇;客户收到外汇后,可以向银行卖出外汇。例如进口商需要对外支付外币时,可采用向银行付出本币买入外币的方式;出口商获得的外汇收入可以卖给银行以换取本币。

客户也可以通过银行进行外汇投机交易。客户与银行之间所进行的交易往往金额较小,笔数较多,故称为零售外汇交易。客户是外汇市场上的直接供给者和需求者,客户与银行间的交易是外汇市场的第一个层次。

(2) 银行与银行间外汇市场,也称为同业市场(Inter-bank Markets)。银行在对客户买入或卖出外汇后,其自身所持有的外汇就会出现多余或短缺,即外汇敞口头寸(Exposure Position)。某种货币买入过多,就会形成多余的情况,称为超买(Over Bought)或多头(Long Position)。某种货币卖出过多,就会形成短缺的情况,称为超卖(Over Sell)或空头(Short Position)。银行之间进行外汇交易的目的,一是为了平衡外汇头寸;二是利用多头或空头进行外汇投机。银行间的外汇交易通常采取直接交易和间接交易两种模式,前者是指在各银行间直接进行的外汇交易,后者是指以外汇经纪人为中介进行的交易。银行同业间的外汇交易总额占外汇市场交易总额的90%以上,单笔交易金额一般都比较大,通常在100万美元至500万美元之间。因此,同业市场也称为批发市场,构成外汇市场的第二个层次。

(3) 中央银行与银行间外汇市场。中央银行参与外汇交易,主要有两个目的:一是为了增减外汇储备的数量或改变其构成,二是干预市场汇率。一般来说,中央银行或直接拥有,或代表财政经营本国的官方外汇储备。在外汇市场汇率急剧波动时,为了稳定汇率,中央银行也经常通过参与市场交易进行干预,在外汇过多时买入或在外汇短缺时抛出。中央银行与银行间外汇市场是外汇市场的第三个层次。

(二) 有形外汇市场和无形外汇市场

外汇交易按照有无固定的交易场所可以划分为有形外汇市场和无形外汇市场。

有形外汇市场,是指有固定的营业场所和规定的交易时间的外汇市场。有形外汇市场是早期形成的外汇市场,参与外汇交易的双方于一定的时间集合于一定的地点,面对面地进行洽谈和交易。欧洲大陆的巴黎、法兰克福、阿姆斯特丹、米兰等外汇市场均属于此类,故又称为大陆式外汇市场。目前,它逐步被无形外汇市场所取代。

无形外汇市场是指无具体交易场所的外汇市场。这种外汇市场的交易是利用现代化的电子通讯工具构成规模庞大、错综复杂的信息网络进行外汇交易。伦敦、纽约、东京、苏黎世等外汇市场都属于此类,因为最初流行于英国和美国,故又称为英美式外汇市场。无形外汇市场上的交易瞬间可以完成,因而很大程度上提高了外汇市场的运作效率。现在,它不仅广泛流行于欧洲以外的地区,而且成为欧洲外汇交易的主要组织形式。

三、全球外汇市场的统一

虽然对于单个外汇市场而言,在营业日内存在“开市”和“收市”时间。但是,对于外汇市场的参与者来说,这并不意味着只能在开市后、收市前进行交易。因为,对于全球外汇市场而言,即使一个外汇市场收市了,外汇交易仍然可以继续在其他外汇市场进行。目前,世界上有 30 多个主要的外汇市场,如伦敦、纽约、东京、巴黎、法兰克福、香港等地的外汇市场等,它们遍布于世界各大洲的不同国家和地区。由于世界各地存在时差,不同外汇市场的交易时间顺承相连或相互交错,从全球范围看,外汇市场已经成了一个 24 小时全天候运作的市场。以格林尼治时间为参照,当 0 点开市的东京外汇市场于 8 点收市时,欧洲的法兰克福市场开市了,当 16 点法兰克福市场收市时,北美洲的旧金山市场开市并且营业至 23 点,此时正好是大洋洲的悉尼外汇市场的开市时间,在悉尼外汇市场开市 1 小时后,东京外汇市场开市了。

各个外汇市场相互之间通过先进的通信设施和计算机网络连成一体,市场的参与者不仅可以全天候在世界各地进行交易,而且由于交易的速度很快以及转移资金的规模庞大,全球各市场间的汇率差异极小,因而形成了全球统一的外汇市场。

第二节 即期外汇交易

即期外汇交易(Spot Exchange Transaction),又称现汇交易,是指买卖双方成交后两个营业日(Working Day)内办理交割(Delivery)的外汇交易。即期交易是外汇市场上最常见、最普遍的交易形式,即期交易的汇率构成了所有外汇汇率的基础。一般来说,在国际外汇市场上进行外汇交易时,除非特别指定日期,一般都视为即期交易。

一、即期外汇交易的交割日期

交割日(Delivery Date)是指买卖双方支付货币的日期。由于绝大多数外汇交易通过银行进行结算、收付货币,交割通常表现为交易双方按对方的要求,将卖出的货币解入对方指定的银行,因此,交割日也叫起息日(Value Date),意味着买卖双方的货币从这一天开始计息。即期交易中的交割日距离成交日的时间较短,一般在成交日后的两个营业日以内,具体来说,交割有以下三种类型:

1. 标准交割日(Value Spot or VAL SP):指在成交后第二个营业日交割,

如果遇上非营业日,则向后递延到下一个营业日。目前大部分的即期外汇交易都是采用这种方式。这是因为国际货币的收付不仅受到时差的影响,还需要时间对交易的细节进行仔细核对等。

2. 隔日交割(Value Tomorrow or VALTOM):指在成交后第一个营业日进行交割。如港元兑日元、新加坡元、澳元、马来西亚林吉特采取这种交割方式。

3. 当日交割(Value Today or VAL TOD):指在成交当日进行交割的即期买卖。如在香港外汇市场用美元兑换港元的交易可在成交当日进行交割。

根据国际金融市场惯例,交割日必须是两种货币的发行国家或地区的各自营业日,并且交易双方必须在同一时间进行交割,以免任何一方因交割的不同时而蒙受损失。

二、即期外汇交易的报价

即期外汇交易是外汇市场上最常见、最普遍的交易,而即期交易的报价是达成交易的基础。即期汇率以外的其他外汇交易,其汇率一般是在即期汇率的基础上进行相应计算的。所以,对于所有的外汇交易参与者来说,即期汇率可以说是构成了一切外汇交易的基础。

全球外汇市场已经形成了一个全球 24 小时连续运行的网络,在这个无形的外汇交易市场中,其参与者都是通过路透交易系统(Reuter Dealing System)、德励财经资讯系统(Telerate System)、电话、电传等现代通信工具进行交易的。作为全球应用最广泛的外汇交易系统,路透交易系统是一部操作简单的高速电脑系统,全世界参加路透交易系统的银行达数千家,每家银行都有一个指定的英文代号,用户通过有关部门将自己的终端机和路透交易机联系上后,交易员只需输入自己的终端密码及对方银行的代号,叫通后即可询价并可与其还价。路透交易系统的报价方式也是现在国际银行间外汇买卖所惯用的报价方法。

路透社信息终端上的外汇报价必须以美元为中心,除非有特殊说明,几乎全部的外汇交易都采用以某种货币兑美元的买进或卖出汇率形式进行,称为“美元标价法”。当涉及两种非美元货币之间的汇价时,报价方报出的是美元分别对这两种非美元货币的报价,根据报价再套算出两种非美元货币的汇价。除了英镑、爱尔兰镑、澳元、新西兰元采用“单位镑”法,即每 1 英镑、1 爱尔兰镑、1 澳元、1 新西兰元兑多少美元的标价方法外(此时英镑等为基准货币,美元为计价货币),其他的货币采用“单位元”标价法,即表示为 1 美元兑其他货币若干(此时美元为基准货币,其他货币为计价货币)。如下面的报价形式是可以经常见到的:

USD/JPY	(1 美元兑日元)	111.07/17
USD/HKD	(1 美元兑港元)	7.7947/57
GBP/USD	(1 英镑兑美元)	1.7800/10

通常,银行在报价时实行双价制,即对每一种货币同时报出买入价(Bid Price)和卖出价(Offer Price)。汇率的标价通常有5位有效数字,斜线左边是买入价,即银行买入基准货币的汇价,斜线右边是卖出价,即银行卖出基准货币的汇价。如上述报价表示银行在买入美元付出港元时按1美元兑7.7947港元的汇价计算,而银行卖出美元收进港元时按1美元兑7.7957港元的汇价计算。5位有效数字中,从右边向左边数过去,第一位称为“X个(基本)点”,第二位称为“X十个(基本)点”,第三位称为“X百个(基本)点”。在路透终端上,买卖差价通常为10个点。但由于供求关系的变化或报价行的情况不同,买卖差价超过10个点的情况也时有发生。由于银行间的交易一般较大,通常在100万美元以上,因此买卖差价一般比较小。交易金额在100万美元以下的银行间交易被称为“小金额”交易。

上述5位有效数字由两部分构成:大数(Big Figure)和小数(Small Figure)。大多数的报价,其小数点后第二位以前的数据值为大数,以后的数据值为小数,如上例美元对港元的报价USD/HKD为7.7947/57,其中7.79为大数,47/57为小数。仅有少数几个汇价,其整数部分为大数,小数部分为小数,如上例日元对美元的报价USD/JPY为111.07/17,其中111为大数,07/17为小数。一般在一个交易日内,外汇市场的汇率波动不大,而交易双方对行情也比较熟悉,所以通常银行之间的报价只报小数,不报大数,如上述美元对港元只报47/77,前面大数可以省略不报。银行间的交易额通常以100万美元为单位进行买卖,如交易中,one dollar表示100万美元,six dollar表示600万美元,如果是交易金额低于100万美元,应预先说明是小金额交易,然后再报出具体的金额。

三、即期汇率的套算

在即期交易中,当涉及两种非美元货币之间的汇价时,需要根据美元分别对这两种非美元货币的报价,再套算出两种非美元货币的汇价。套算的简单规则是,若报价方报出的两个即期汇率都是以美元为基准货币或者都是以美元为计价货币,则采用交叉相除的方法进行套算;若报价方报出的两个即期汇率一个是以美元为基准货币另一个是以美元为计价货币,则采用同边相乘的方法进行套算。

【例9-1】已知:某日巴黎外汇市场报价

$$\text{USD/EUR} = 1.0110/20 \quad \textcircled{1}$$

$$\text{USD/HKD} = 7.7930/40 \quad \textcircled{2}$$

求 EUR/HKD

(分析 两个报价都是以美元为基准货币,故采用交叉相除的方法。又因为 $\text{EUR/HKD} = \text{USD/HKD} \div \text{USD/EUR}$,故用②式(交叉)除以①式。)

$$\text{解 } 7.7930 \div 1.0120 \approx 7.7006$$

$$7.7940 \div 1.0110 \approx 7.7092$$

$$\text{EUR/HKD} = 7.7006/92$$

【例 9-2】 已知 某日伦敦外汇市场报价

$$\text{GBP/USD} = 1.6120/30 \quad \textcircled{1}$$

$$\text{USD/HKD} = 7.7930/40 \quad \textcircled{2}$$

求 GBP/HKD

(分析 两个报价中①式以美元为计价货币,②式以美元为基准货币,故采用同边相乘的方法。又因为 $\text{GBP/HKD} = \text{GBP/USD} \times \text{USD/EUR}$,故用①式乘以②式即可。)

$$\text{解 } 1.6120 \times 7.7930 \approx 12.562$$

$$1.6130 \times 7.7940 \approx 12.572$$

$$\text{GBP/HKD} = 12.562/72$$

在例 9-2 中,如果所求的汇率为 HKD/GBP,则可以将同边相乘后得到的 GBP/HKD 换算成 HKD/GBP。采用的方法是将 GBP/HKD 的买入价和卖出价求倒数后再互换位置,可以得到 $\text{HKD/GBP} = (1 \div 12.572) / (1 \div 12.562) \approx 0.0795/96$ 。

四、即期外汇交易的应用

即期外汇交易可以用来在短期内进行货币兑换、调整外汇头寸和进行投机。进出口商进行即期交易主要表现为因支付和收取外币货款而进行货币兑换,如海尔集团在出口业务中收到美元货款后可以通过即期外汇交易向银行兑换人民币。由于银行在一天内往往会和多个客户进行多种外汇的交易,一般情况下,某种货币的累计买入额和累计卖出额难以正好相等,这会使银行的外汇头寸不为零,而表现为多头或空头。多头或空头都会给银行带来外汇风险,如某银行在即期持有日元多头及美元空头,则如果未来日元汇率下跌或美元汇率上升都会给银行带来损失。为了避免外汇风险,银行必须使自己持有外汇头寸的时间尽可能短,头寸的数量尽可能小。此时,可以通过即期交易调整其外汇头寸,将出现多头部分的卖出,而将出现空头的部分买入,对外汇敞

口进行抛补,使即期外汇敞口尽可能地降为零。

但是,银行也可能为了谋取利润,而让其交易员在允许的范围内做即期外汇投机业务。如某日收盘时银行持有美元多头 100 万,日元空头为 10 240 万,若收盘时汇率为 102.50/60,则以日元计算盈亏,100 万美元折合日元 10 260 万,超过短缺的 10 240 万,可获投机利润为 20 万日元。但如果对汇率走势预测失败,例如收盘时汇率为 101.20/30,则会给银行带来损失。

第三节 远期外汇交易

远期外汇交易(Forward Exchange Transaction)又称期汇交易,是指外汇买卖双方成交时签订合约,约定各种有关条件,如外币的种类、金额、汇率、交割时间和地点,在未来的约定日期办理交割的外汇交易。

远期外汇交易与即期外汇交易的主要区别在于交割日或起息日(Value Date)的不同。凡交割日在两个营业日以外的外汇交易均属远期外汇交易,远期外汇交易的交割期限通常为 1 个月、2 个月、3 个月、6 个月,有时也有长至 1 年、短至几天的,其中最常见的是 3 个月。期汇交易所适用的汇率是各种不同交割期限的远期汇率。

一、远期汇率的报价

远期汇率的报价通常有两种方式:直接报价法(Flat Outright Forward Method)和点数报价法(Points Method)。

(一)直接报价法

直接报价法,指报价方直接完整地报出不同期限远期外汇买卖实际成交的买入价和卖出价。这种报价方式一目了然,通常应用于银行对客户的远期外汇报价。在日本和瑞士银行同业间的远期交易往往采用直接报价方式。

(二)点数报价法

点数报价法,也称远期差价报价法,指报出即期汇率和远期差价(Forward Margin)点数来标明远期汇率的办法。远期差价指远期汇率与即期汇率的差额,其大小用基本点(Basic Points)表示。银行间的远期外汇报价通常采用点数报价法。如纽约某银行报出欧元的买卖价为:

即期汇率	USD/EUR = 0.8835/45
1 个月远期差价	6/4
3 个月远期差价	13/12

6 个月远期差价

30/24

由于远期差价通常比较稳定,因此用远期差价点数来报价比直接报价方式要省事,从而形成了用远期差价点数报价的惯例。

远期差价有升水、贴水和平价三种。如果以某种货币表示的远期外币价格大于即期价格,则此外币的以这种货币表示的远期汇率称为升水或溢价(at Premium);反之,则称贴水或折价(at Discount);如果远期汇率与即期汇率相同,则称为平价(at Par or Flat)。例如,即期汇率 USD/EUR = 0.8835,如果一个月后的远期汇率为 USD/EUR = 0.8829,则表明远期美元为贴水,而远期欧元为升水。就两种货币而言,一种货币的升水必然是另一种货币的贴水。

在实务中,银行报出远期差价点数时通常并不标明升水还是贴水。人们一般根据一个简单原则来判断:如果远期差价点数数字前小后大,则基准货币远期为升水;如果远期差价点数数字前大后小,基准货币远期为贴水。因此,在银行使用直接标价法的情况下,远期差价点数前小后大表示远期外汇升水,前大后小表示远期外汇贴水;在银行使用间接标价法的情况下,远期差价点数前小后大表示远期外汇贴水,前大后小表示远期外汇升水。但是,无论银行使用的是直接标价法还是间接标价法,在计算远期汇率时,可以按以下规则计算:

远期汇率 = 即期汇率 + 远期差价点数 (远期差价点数前小后大)

远期汇率 = 即期汇率 - 远期差价点数 (远期差价点数前大后小)

如在上例中,美元兑欧元的1个月远期差价点数为6/4,由于远期差价点数前大后小,表示基准货币贴水6/4点,则用即期汇率减去远期差价点数的方法计算相应的远期汇率。由于 $0.8835 - 0.0006 = 0.8829$ 以及 $0.8845 - 0.0004 = 0.8841$,1个月的远期汇率为 $0.8829/41$,即银行买入美元(卖出欧元)的1个月远期汇率为0.8829,而银行卖出美元(买入欧元)的1个月远期汇率为0.8841。类似地,也可以得到3个月的远期汇率为 USD/EUR = 0.8822/33,而6个月的远期汇率为 USD/EUR = 0.8805/21。但是,上例中,如果美元兑欧元的1个月远期差价点数为10/12,则用即期汇率加上远期差价点数的方法计算相应的远期汇率,1个月的远期汇率为 $0.8835/45 + 0.0010/12 = 0.8845/57$ 。

可以用一个简单判断方法来检验计算结果:如果得到的远期汇率买卖差价比即期汇率买卖差价大,则计算结果通常正确;如果得到的远期汇率买卖差价反而比即期汇率买卖差价小,则计算结果是错误的。这是因为远期交易包含时间因素,承担的交易风险较大,银行报出的远期汇率的买卖差价也相应扩大。

在外汇市场上,两种非美元货币的远期汇率通常要经过套算求出,套算出的汇率称为远期套算汇率(Forward Cross Rate)。远期套算汇率的计算方法与即期套算汇率相似,计算的第一步是根据两种货币兑美元的即期汇率和升贴水点数,求出远期汇率。然后,再根据不同的报价方式,将两种远期汇率交叉相除或同边相乘,求出远期套算汇率。

二、远期外汇交易的分类

(一)定期远期交易和择期远期交易

根据交割日是否固定,远期外汇交易可区分为定期远期交易(Fixed Date Forwards)和择期远期交易(Optional Date Forwards)。

定期远期交易,指的是交易双方商定某一确定的日期作为外汇买卖履行的交割日,这类交易的外汇交割日既不能提前,也不能推迟。这是与远期外汇交易定义相一致的标准的远期外汇交易。例如,2003年2月14日,某德国进口商需在3个月(5月14日)对外支付美元,德商与A银行签订了一项购买美元的、3个月期的定期远期外汇合约,则到了交割日,即5月14日,按约定的汇率,A银行交付美元、德商交付欧元。如果有一方延迟交割,则另一方可能向其收取滞付费。

择期远期交易,指交割日不确定的远期外汇交易,即买卖双方可以在约定期限内的任何一个营业日进行交割。如在上例中,如果德商并不能确定贸易合同中的付款日在3个月内的哪一天,则可与银行签订3个月的择期远期合同,交割日可以是2月15日至5月14日期间的任何一个营业日。

由于在择期交易中,客户有权选择约定期限内的任何一天交割,而银行处于被动地位,因此银行一般选择从择期开始到结束期间最有利于银行(不利于客户)的汇率作为择期交易的汇率。银行的做法通常是,首先计算出约定期限内第一天和最后一天的远期汇率,然后根据客户的交易方向从中选取对银行最为有利的报价。

【例9-3】假设:即期汇率 USD/AUD = 1.3260/70

2个月的远期差价点数 132/145

3个月的远期差价点数 156/172

请计算报价银行报出2个月至3个月的任选交割日的远期汇率。

解:①择期内第一天的远期汇率,即2个月交割的远期汇率为

$$1.3260/70 + 0.0132/145 = 1.3392/415$$

②择期内最后一天的远期汇率,即3个月交割的远期汇率为

$$1.3260/70 + 0.0156/172 = 1.3416/42$$

③选择对银行有利的报价

根据以上分析,银行买入美元(基准货币)时,可供选择的汇率有 1.3392 和 1.3416,而选择 1.3392 对银行更有利。而银行卖出美元时,可供选择的汇率有 1.3415 和 1.3442,而选择 1.3442 对银行更有利。于是 2 个月至 3 个月美元兑澳元的择期远期交易,银行的双向报价为 1.3392/442。

通过上例,不难归纳出:如果采取直接标价法,在择期远期交易中,如果远期外汇升水,银行将择期第一天的远期汇率作为买入汇率,而将择期最后一天的远期汇率作为卖出汇率。如果远期外汇贴水,银行将择期第一天的远期汇率作为卖出汇率,而将择期最后一天的远期汇率作为买入汇率。

(二)规则交割日交易和不规则交割日远期交易

根据交割日的不同,远期外汇交易可分为规则交割日交易和不规则交割日交易。规则交割日交易指的是远期期限为 1 个月的整数倍的交易。常用的有远期 1 个月、2 个月、3 个月、6 个月交易。不规则交割日交易指的是远期期限不是 1 个月整数倍的交易,比如远期 33 天交割、232 天交割等,也称为零星交易。

三、远期外汇交易的应用

采用远期外汇交易的方式,可以在成交日将未来交割的汇率予以事先确定,因此,远期外汇交易可以被进出口商、外汇银行等用来套期保值或进行投机。

(一)保值性远期外汇交易

保值性远期交易,是指交易者在已知未来远期外汇头寸的情况下,利用远期外汇交易对未来的外汇头寸进行抛补,从而发挥保值的作用。

在浮动汇率制下,汇率经常会波动,而在国际贸易中进出口商从签订贸易合同到执行合同、收付货款通常需要经过一段相当长的时间,在此期间进出口商可能因汇率的变动遭受损失。因此,进出口商可以通过与外汇银行进行远期外汇交易进行保值。

【例 9-4】某年 3 月 12 日,外汇市场上的即期汇率为 $USD/JPY = 111.06/20$ 3 个月远期差价点数 30/40。假定当天某日本进口商从美国进口价值 100 万美元的机器设备,需在 3 个月支付美元。若日本进口商预测 3 个月(6 月 12 日)美元将升值(即日元兑美元贬值)到 $USD/JPY = 112.02/18$ 。如果日本进口商不采取即期将日元兑换成美元并在 3 个月支付的方式,在其预期准确的情况下(1)如果日本进口商不采取保值措施,则 6 月 12 日需支付多少日元?(2)日本进口商采用远期外汇交易进行保值时避免的损失为

多少？

解 (1) 如果日本进口商若不采取保值措施, 6 月 12 日按当日即期汇率买入美元时, 需支出的日元为:

$$10^6 \times 112.18 = 1.1218 \times 10^8$$

(2) 如果日本进口商采取保值措施, 即在签订进货合同的同时, 与银行签订 3 个月的远期协议, 约定在 3 个月后的 6 月 12 日买入 100 万美元, 从而“锁定”其日元支付成本。

3 个月期的远期汇率为: $111.06/20 + 0.30/40 = 111.36/60$

6 月 12 日进口商按远期汇率买入美元时, 需付出的日元为:

$$10^6 \times 111.60 = 1.116 \times 10^8$$

因此, 日本进口商进行远期交易时, 避免的日元损失为:

$$1.1218 \times 10^8 - 1.116 \times 10^8 = 5.8 \times 10^5$$

对未来有外汇支出(空头)的进口商而言, 可以通过与银行签订远期合约买入期汇的方式, 即通过与银行交易制造远期外汇多头来对已知的外汇空头进行抛补, 对未来外汇的本币计值支出进行保值。同样, 对未来有外汇收入(多头)的出口商而言, 可以通过与银行签订卖出外汇(制造空头)的远期合约, 对未来外汇的本币计值收入进行保值, 从而规避外汇风险。类似地, 对持有净外汇债权或债务的资金借贷者而言, 汇率的不利变动也会引起以本币计值的收入减少或成本增加, 因此, 进行远期外汇交易也是一种可选择的规避外汇风险的方式。

同即期交易一样, 外汇银行与客户进行远期交易后, 难免会出现期汇的超买或超卖, 因此, 外汇银行就处于汇率变动的风险之中。为避免外汇风险, 对不同期限、不同货币头寸的盈缺要进行抛补(Cover), 以求外汇头寸平衡。

【例 9-5】某日的即期汇率为 GBP/CHF = 13.750/70, 6 个月的远期汇率为 GBP/CHF = 13.800/20, 伦敦某银行存在外汇暴露, 6 月期的瑞士法郎超卖 200 万。如果 6 个月后瑞士法郎交割日的即期汇率为 GBP/CHF = 13.725/50, 那么, 该行听任外汇敞口存在, 其盈亏状况怎样?

解: 该行按 6 个月后的即期汇率买进瑞士法郎, 需支付英镑为

$$2 \times 10^6 \div 13.750 \approx 1.4545 \times 10^5$$

银行履行 6 月期的远期合约, 收入英镑为:

$$2 \times 10^6 \div 13.800 \approx 1.449 \times 10^5$$

所以, 银行如果听任外汇暴露存在, 将会亏损:

$$1.4545 \times 10^5 - 1.449 \times 10^5 = 3.096 \times 10^4 \text{ 英镑}$$

因此, 客户与银行之间的远期外汇交易使外汇风险转移到了银行身上。

如果银行不愿承担这种外汇风险,可将超卖部分的远期外汇买入,将超买部分的远期外汇卖出。例如,在本例中,该银行可以再买入 200 万瑞士法郎的 6 个月远期外汇,以平衡瑞士法郎头寸,规避外汇风险。

在例 9-4 中进口商利用远期外汇交易来“锁定”未来外汇支出的本币成本,例 9-5 中,银行利用远期外汇交易来平衡其已有的外汇头寸,两种方式都是利用远期外汇交易来规避外汇风险,从而进行保值。上述两个例子举出的是进行远期外汇交易而为交易者避免损失的情况,但是,进行远期外汇交易也可能会带来相对的损失,这取决于未来的即期汇率与远期汇率的差距是否有利于交易方。如果例 9-4 中,日商的预期不准确,3 个月后的即期汇率日商购入美元的汇率低于远期汇率 111.60 时,则日商进行远期交易进行保值反而会亏损。例 9-5 中如果该行按 6 个月后的即期汇率买进瑞士法郎的汇率高于远期汇率 13.800 时,银行进行远期外汇交易反而会亏损。所以,远期外汇交易在用来规避外汇风险时的特点是能将未来的货币支出成本或收益提前“锁定”,而不一定能令交易者避免外汇损失。

(二)投机性远期外汇交易

利用远期外汇交易进行投机是指投机者基于预期而主动在远期创造外汇头寸以谋利。利用远期外汇交易进行投机有买空(Bull)和卖空(Bear)两种基本形式。

买空指投机者在预期某种货币的未来即期汇率将会高于远期汇率的基础上所进行的单纯买入该种货币远期的交易。如果投机者预期准确,即交割日的即期汇率高于双方协定的远期汇率,投机者会获得买空收益。但是,如果预期不准确也会给投机者带来损失。

【例 9-6】某英国投机商预期 3 个月后英镑兑日元有可能大幅度下跌至 GBP/JPY = 180.00/20。当时英镑 3 个月远期汇率为 GBP/JPY = 190.00/10。如果预期准确,不考虑其他费用,该投机商买入 3 月远期 1 亿日元,可获得多少投机利润?

(分析:英商预期 3 个月后日元的即期汇率将高于现在的日元 3 个月的远期汇率,可以做买空 3 个月日元远期的交易。如果预期准确,在 3 个月后按远期合约购入日元后再到即期市场上出售,即可获得差价收入。)

解:为履行远期合约,3 个月后该英商为买入 1 亿日元,需支付英镑为:

$$1 \times 10^8 \div 190.00 \approx 5.263 \times 10^5$$

3 个月后英商在即期市场上卖掉 1 亿日元,可获得英镑为:

$$1 \times 10^8 \div 180.20 \approx 5.549 \times 10^5$$

英商通过买空获利为:

$$5.549 \times 10^5 - 5.263 \times 10^5 = 2.86 \times 10^4 \text{ 英镑}$$

卖空与买空是相对的,指投机者在预期某种货币的未来即期汇率将会低于远期汇率的基础上所进行的单纯卖出该种货币远期的交易。如果投机者预期准确,即交割日的即期汇率低于双方协定的远期汇率,投机者会获得卖空收益。但是,如果预期不准确也会给投机者带来损失。

【例 9-7】某加拿大投机商预期 6 个月后美元兑加元有可能大幅度下跌至 USD/CAD = 1.3570/90,当时美元 6 个月远期汇率为 USD/CAD = 1.3680/90。如果预期准确,不考虑其他费用,该投机商进行 300 万美元的远期卖空交易,可获得多少投机利润?

(分析 投机商预期 6 个月后美元的即期汇率将低于现在的美元 6 个月的远期汇率,可以做卖空 6 个月美元远期的交易。如果预期准确,在 6 个月后再即期市场上购入美元后再按远期合约出售美元,即可获得差价收入。)

解 6 个月后投机商按即期汇率买入 300 万美元,需支付加元为:

$$3 \times 10^6 \times 1.3590 = 4.077 \times 10^6$$

6 个月后投机商履行远期合约卖出 300 万美元,可获得加元为

$$3 \times 10^6 \times 1.3680 = 4.104 \times 10^6$$

投机商通过卖空获利为:

$$4.104 \times 10^6 - 4.077 \times 10^6 = 2.7 \times 10^4 \text{ 加元}$$

在例 9-6 中,投机者利用预期进行买空时,如果预期准确,投机者买空的规模越大,其获利也越多。但是如果预期不够准确,只要 3 个月后英镑兑日元的即期汇率仍低于远期汇率 190.00(即只要日元兑英镑的即期汇率比远期汇率高),投机者仍可获利,只不过获利比预期准确的情况下要少。如果预期很不准确,3 个月后英镑兑日元的即期汇率高于远期汇率 190.00(即日元兑英镑的即期汇率比远期汇率低),投机者将会蒙受损失。在例 9-7 中,投机者利用预期进行卖空时,如果预期准确,投机者卖空的规模越大,其获利也越多。但是如果预期不够准确,只要 6 个月后美元兑加元的即期汇率仍低于远期汇率 1.3680,投机者仍可获利,只不过获利比预期准确的情况下要少。如果预期很不准确,6 个月后美元兑加元的即期汇率高于远期汇率 1.3680,投机者将会蒙受损失。

可见,同为保值而进行的远期外汇交易一样,投机性的远期外汇交易是否能获得投机收益,取决于未来的即期汇率与远期汇率的差距是否有利于交易方。对于某种远期货币的买入方来说,如果未来的即期汇率高于远期汇率,则避免了损失(带来投机收益),反之,则有损失。而对于某种远期货币的卖出方来说,损益状况恰好相反,如果未来的即期汇率低于远期汇率,则避免了损

失(带来投机收益);反之,则有损失。不管对于远期货币的买方还是卖方,两种汇率之间的差距越大,收益或损失越多。对于同种货币远期外汇交易的买卖双方而言,买方的收益(或损失)等于卖方的损失(或收益)。

第四节 套 汇

套汇(Arbitrage),是指套汇者利用两个或两个以上外汇市场上的汇率差异,在汇率低的市场上买进,同时在汇率高的市场上卖出,通过贱买贵卖套取差价利润的活动。

套汇交易一般可分为时间套汇和空间套汇两种。时间套汇(Time Arbitrage)是指套汇者利用不同交割期限所造成的汇率差异,在买入或卖出即期外汇的同时,卖出或买入远期外汇;或者在买入或卖出远期外汇的同时,卖出或买入期限不同的远期外汇,借此获取时间收益,以获得盈利的套汇方式。时间套汇实质上与第五节所讲的掉期交易相同,不同的只是时间套汇侧重于交易的动机,而掉期交易侧重于交易的方法。空间套汇(Space Arbitrage),又称地点套汇,是指套汇者利用同一时点不同外汇市场之间的汇率差异,同时在不同的地点进行外汇买卖,以赚取汇率差额的一种套汇方式。地点套汇又主要分为直接套汇和间接套汇两种,本节将重点介绍地点套汇。

(一) 直接套汇

直接套汇(Direct Arbitrage)亦称两角套汇(Two Points Arbitrage),是指利用两个外汇市场上的汇率差异,在两个市场上同时买卖同一货币,以赚取差价收入的行为。其交易准则是:在汇率较低的市场买进,同时在汇率较高的市场卖出,亦称“贱买贵卖”。

【例9-8】某日伦敦外汇市场的即期汇率为 $\text{GBP1} = \text{USD1.6210}/10$, 纽约外汇市场该汇率为 $\text{GBP1} = \text{USD1.6310}/20$ 。若不考虑其他费用,某英商用100万英镑进行的套汇交易可获多少收入?

(分析:显然,英镑在伦敦外汇市场上的价格比在纽约外汇市场的价格低,根据贱买贵卖的原则,套汇者在纽约外汇市场上卖出英镑收入美元,而在伦敦外汇市场购回英镑卖出美元,从而获得差价收入。)

解:英商在纽约外汇市场上卖出100万英镑可获得的美元为:

$$1 \times 10^6 \times 1.6310 = 1.631 \times 10^6$$

该英商在伦敦外汇市场上购回100万英镑需支出美元为

$$1 \times 10^6 \times 1.6210 = 1.621 \times 10^6$$

该英商的套汇收益为

$$1.631 \times 10^6 - 1.621 \times 10^6 = 10\,000$$

根据直接套汇的目的,直接套汇又可以分为积极型和非积极型两种。积极型直接套汇属于一种完全以赚取汇率差额为目的的套汇活动,与积极型套汇相对的是非积极型套汇,它是因自身资金国际转移的需要或以此为主要目的,而利用两地不平衡的市场汇率,客观上套汇获利,在一定程度上降低汇兑成本。

通过直接套汇交易获利的机会是很短暂的,因为套汇的方式是在汇率低的市场上买入该货币并在汇率高的市场上卖出该货币来赚取差价收入,这会使得汇率低的市场上由于该货币的需求上升而出现汇率上扬,而汇率高的市场上由于该货币的供给增加而汇率下跌,从而使不同外汇市场的汇率差异很快趋于消失。在上例中,套汇活动会使伦敦外汇市场对英镑的需求增加以及纽约外汇市场对英镑的供给上升,从而推动伦敦外汇市场的英镑汇率上升和纽约外汇市场的英镑汇率下跌,两地汇率的差异缩小直至消失,套汇就不再有利。

另外,套汇能否进行,还要考虑套汇成本,包括电传、佣金等套汇费用,如果套汇资金是借入的,还要考虑利息费用。如果套汇成本太高或接近套汇利润,则收利微小或无利可图,也就没有必要进行套汇交易。

(二)间接套汇

间接套汇(Indirect Arbitrage)又称三点套汇(Three Points Arbitrage),或称三角套汇、三地套汇,是指利用三个不同地点的外汇市场上同一时间的汇率差异,同时在三个市场上贱买贵卖赚取差价收入的行为。间接套汇也可以是利用三个以上外汇市场上的汇率差异,同时在多个市场上进行套汇活动,称为多角套汇(Multiple Points Arbitrage)或复合套汇。

由于外汇市场瞬息万变,情况复杂,套汇困难,因此多角套汇一般是在三者之间进行的。进行三角套汇的前提是三个市场上的汇率存在差异,而判断是否存在差异的方法是:先将三地的汇率换算成同一标价法(都换成直接标价法或间接标价法)下的汇率,然后将三个汇率连乘起来,若乘积等于1,则不存在汇率差异,不能进行套汇;若乘积不等于1,则存在汇率差异,可以进行套汇。

【例9-9】某日香港、伦敦和纽约外汇市场上的即期汇率如下:

香港外汇市场: $\text{GBP1} = \text{HKD}12.490/500$

伦敦外汇市场: $\text{GBP1} = \text{USD}1.6500/10$

纽约外汇市场: $\text{USD1} = \text{HKD}7.8500/10$

问:①是否存在套汇机会?②如果存在套汇机会,不考虑其他费用,某港

商用 100 万港元套汇,可获得多少利润?

解:①由于伦敦和纽约外汇市场的汇率采用的是间接标价法,因此,可将香港外汇市场的汇率也调整为间接标价法:

$$\text{HKD1} = \text{GBP0.0800/01}$$

将 3 个汇率同边相乘得到:

$$(0.08 \times 1.65 \times 7.85) / (0.0801 \times 1.6510 \times 7.8510) \approx 1.0362 / 1.0383$$

所以存在套汇机会

分析 3 个汇率相乘得到的前一个数字 1.036 2,可以理解为:在香港市场卖出 1 港元可以得到 0.08 英镑,继而在伦敦外汇市场上出售 0.08 英镑可获得 0.08×1.65 美元,最后,在纽约市场上出售 0.08×1.65 美元可获得 $0.08 \times 1.65 \times 7.85$ 港元,显然,用 1 港元按照以上顺序进行套汇可以获得 $(0.08 \times 1.65 \times 7.85 - 1)$ 港元的套汇收入

②港商可以采用如下方式进行套汇(→表示“兑换成”)

香港外汇市场:港元→英镑

伦敦外汇市场:英镑→美元

纽约外汇市场:美元→港元

该港商可获得的套汇收入是:

$$1 \times 10^6 \times (0.08 \times 1.65 \times 7.85 - 1) = 3.62 \times 10^4 \text{ 港元}$$

通过上例也可以发现,在进行三角套汇时,不仅发现套汇的机会很重要,套汇的买卖方向也是很重要的,否则,不是“贱买贵卖”而是“贱卖贵买”,不仅没有获利反而亏损了。如在上例中,如果港商的套汇方式是:在纽约市场上卖出港元买入美元,在伦敦市场上卖出美元买入英镑,在香港市场上卖出英镑买入港元,其结果会亏损 3.69 万港元 $(3.69 = 100 \times (1 - 1 \div 1.0383))$ 。

同样,三角套汇的机会即使存在,也是很短暂的。在上例中,不难分析得到,如果不考虑其他因素,套汇者的行为会使得香港外汇市场上港元兑英镑的汇率、伦敦外汇市场上英镑兑美元的汇率、纽约外汇市场美元兑港元的汇率都出现下降,从而使得 3 个汇率值 0.08 和 1.65 及 7.85 均不能保持在原位而出现下降,这种下降进行到 3 个汇率的乘积降低至 1,套汇机会消失为止,此时,3 个外汇市场均到达均衡。

套汇交易是伴随着固定汇率制的崩溃、浮动汇率制的出现而产生的。套汇交易存在的条件之一就是各个外汇市场间存在汇率不平衡的现象。在固定汇率制下,汇率在很小的范围内波动,波动范围一旦超过限制就会受到有关当局的干预,因而几乎不存在套汇投机的条件。但在浮动汇率制下,各个外汇市场因各自的资金供求条件不同,就有可能出现同一货币在不同市场的多种汇

价,或几种货币之间存在交叉汇率差异,这就在客观上为套汇交易提供了市场条件,加之现代通讯设备的迅速发展与完善、跨国公司的发展、各跨国银行在海外增设分支机构等因素更加便利了套汇交易。但是,现代通讯设备的迅速发展与完善也同样使得外汇市场与外汇交易已日趋全球化和同步化。因此,对于套汇来说,其赖以存在的基础——汇率差异在迅速减少或不复存在,套汇的机会也由此大大减少了。

第五节 外汇掉期和套利交易

掉期交易(Swap Transaction)又称调期交易,指人们同时将不同交割期限的同一笔外汇买进和卖出的交易。掉期交易的特点是在同时进行的两笔交易中,币种和金额相同而方向相反(一买一卖),交割期限不同。掉期交易强调买入和卖出交易的同时性,通常没有改变交易者手中持有的外汇数额,只是改变交易者所持货币的期限。

一、外汇掉期交易

(一)掉期交易的类型

1. 根据交割日的不同,掉期交易可分为一日掉期(One-Day Swap)、即期对远期掉期(Spot against Forward Swaps)和远期对远期掉期(Forward against Forward Swaps)三种类型。

一日掉期(One-Day Swap)指掉期交易中的两个交割日相差一天的掉期,一般将第一个交割日确定在即期,第二个交割日确定在次日。通常用于银行调整短期头寸和资金缺口。常见的一日掉期可以分为三种类型。一是今日对明日掉期(Today-Tomorrow Swap),指将第一个交割日安排在成交的当天(即“今天”),并将反向交割安排在成交后的第一天(即“明天”)的掉期,又称为隔夜交易(O/N,Over-Night)。二是明日对后天掉期(Tomorrow-Next Swap),指将第一个交割日安排在成交后的第一个工作日(即“明天”),将反向交割安排在成交日后的第二个工作日(即“后天”),又称为隔日交易(T/N,Tom-Next),这种交易在一日掉期中较为常见。三是即期对次日掉期(S/N,Spot/Next),指第一个交割日在即期,反向交割安排在次日的掉期交易。

即期对远期的掉期交易,指买进或卖出一笔现汇的同时,卖出或买进一笔期汇的掉期交易,这是掉期交易中最常见的形式。这种掉期交易中,两个交割日相差的期限通常安排为1周和整数月(如1个月、2个月、3个月和6个月)。

远期对远期的掉期交易,它是指掉期交易中的两个交割期限都在远期,一

个交割期限较短,另一个交割期限较长。真正的远期对远期掉期交易在国际市场上较为少见,因为交易者在做远期对远期掉期交易时,通常会将它拆为两个即期对远期的外汇交易来做。如某银行买进3月期的100万美元同时卖出6月期的100万美元,这是远期对远期的掉期。该银行也可以将这笔掉期交易拆分为两笔即期对远期的掉期,一笔是即期卖出100万美元,同时买入3月期100万美元,另一笔是即期买入100万美元,同时卖出6月期100万美元。

2. 根据交易的买卖对象不同,掉期交易可以划分为纯粹掉期(Pure Swap)和制造掉期(Engineered Swap)。

对某交易者而言,如果掉期交易中的两笔方向相反、期限不同、金额相同的交易是与同一个交易对手进行的,则称为纯粹掉期;如果是与不同的交易对手进行的,则称为制造掉期。如甲向乙卖出100万即期美元买入即期英镑,同时,甲向乙买入100万远期美元卖出远期英镑,则甲进行的是纯粹掉期。但是如果甲买入100万远期美元卖出远期英镑的交易对象不再是乙而是丙,则甲进行的是制造掉期。

(二) 外汇掉期交易的应用

外汇掉期交易可以被用来进行套期保值,也可以通过对掉期率的预测来进行投机。

1. 保值性掉期交易

在掉期交易中,同一笔外汇在一个交割日被买进(或卖出)的同时又在另一个交割日被卖出(或买入),交易者最终所持有的外汇头寸不变。因此,掉期交易可以被用来轧平不同期限的外汇头寸、调整外汇交易的交割日,从而起到套期保值的作用。例如,银行某日的头寸表上显示,即期美元为多头300万美元,而6个月远期美元为空头300万美元,则银行可以安排即期卖出300万美元、6个月远期买入300万美元的掉期交易,以轧平不同期限的外汇头寸进行保值。对进出口商而言,在国际贸易中可能会出现实际的收付款日期与计划中不一致的情况,如某出口商预计3个月后将收到100万欧元的外币货款,为规避外汇风险,与银行签订远期合同约定卖出3个月期100万欧元,但是,若实际中付款方比预计的推迟了1个月后付款,则在3个月后,出口商可以进行一笔即期对1个月远期的掉期交易,即期买入100万欧元的同时卖出1个月远期的100万欧元,这样,通过掉期交易既解决了原有的3个月远期的空头,也轧平了外汇头寸,实际上起到了调整外汇交割日和保值的作用。在进行保值的同时,掉期交易有时还起到了货币转换的作用。例如某银行存贷款业务的币种结构不对称,美元存款较多而日元借款需求旺盛,假设该银行6个月后的到期的美元存款净头寸为100万美元,而客户需要一笔6个月期的1亿日

元的贷款,美元对日元的即期汇率是 1:100,则银行可以安排即期对 6 个月远期的掉期交易,即期卖出 100 万美元买入 1 亿日元,远期再买入美元卖出日元,这样,银行既对已有的美元存款头寸进行了保值,也通过货币转换满足了客户的存贷款需求。

与一般套期保值不同的是,掉期交易中的两笔交易同时进行并且买入和卖出的数量相等,而一般套期保值的第二笔交易发生在第一笔交易之后,并且买入和卖出的数额可以不等,即做不完全的套期保值。

【例 9-10】某港商 1 个月后有一笔 100 万欧元的应付账款,3 个月后又有一笔 100 万欧元的应收账款。在掉期市场上,1 月期欧元汇率为 $\text{EUR}/\text{HKD} = 7.7800/10$,3 月期欧元汇率为 $\text{EUR}/\text{HKD} = 7.7820/35$,问港商如何进行远期对远期掉期交易以保值?其港币收支如何?

解:港商可进行 1 月对 3 月的远期对远期掉期交易:买入 1 月期的 100 万欧元,并卖出 3 月期的 100 万欧元。

1 个月后港商买入 100 万欧元,需支付港元为:

$$1 \times 10^6 \times 7.7810 = 7.7810 \times 10^6$$

3 个月后港商卖出 100 万欧元,可获得港元为:

$$1 \times 10^6 \times 7.7820 = 7.7820 \times 10^6$$

通过掉期交易的港元贴水收益为:

$$7.7820 \times 10^6 - 7.7810 \times 10^6 = 1\,000$$

在上例中,港商也可以考虑选择做两笔即期对远期交易的方式进行保值,一笔是卖出即期欧元买入 1 月期欧元,另一笔是买入即期欧元卖出 3 月期欧元。

在掉期交易所进行的两笔不同交割日的交易中,前一个交割日的汇率水平不是最重要的,最重要的是后一个交割日与前一个交割日的差价,也称为掉期交易中的掉期率,掉期率是掉期交易的价格。掉期率实际上是两种货币在某一特定期间内互相交换使用的成本。如果货币市场与外汇市场是充分自由的流通市场,根据利息平价理论可以得知,这两种货币交换使用的成本就是两种货币的利率差,利率高的货币远期贴水而利率低的货币远期升水。

2. 投机性掉期交易

掉期交易中的远期汇率在掉期交易进行时已经确定,考虑到未来的市场利率与汇率都可能发生变化,人们可以根据对利率变化的预期,做出对未来某个时刻市场汇率的预期,并根据这种预期进行投机性的远期对远期掉期。

例如,某日掉期外汇市场上,英镑兑美元的即期汇率为 1.5600/10,6 月远期英镑汇率为 1.5630/45,12 月远期英镑汇率为 1.5660/80。某客户具有与众

不同的利率预期,他们认为英镑与美元之间的利差会随时间推移而进一步扩大,预期半年后掉期外汇市场的即期汇率为 1.5635/50,6 月远期英镑汇率为 1.5800/20。该客户可以在即期做 6 月远期(按 1.5630 的汇率卖出英镑买入美元)对 12 月远期(按 1.5680 的汇率买入英镑卖出美元)的投机性掉期交易。如果半年后预期实现,再做即期(按 1.5650 的汇率买入英镑卖出美元)对 6 月远期(按 1.5800 的汇率卖出英镑买入美元)的掉期交易。这样,虽然第一步因英镑升水亏损了 50 点,但是第二步因英镑升水而盈利 150 点,最终盈利为 100 点。

二、套利交易

套利交易(Interest Arbitrage Transaction)又称利息套利,是指套利者利用不同金融市场上短期利率的差异以及两种货币的远期差价,转移资金以牟利的外汇交易。

按套利者是否做反方向交易轧平头寸,套利可分为非抛补套利和抛补套利两种形式。

(一) 非抛补套利

非抛补套利(Uncovered Interest Arbitrage)是指在套利者既定的汇率预期基础上进行的套利。

【例 9-11】假设即期汇率 $GBP/USD = 1.5000$,美元年利率为 12%,而同期英镑年利率为 6%,在预期 6 个月后市市场汇率为 $GBP/USD = 1.5040$ 的基础上,某英国套利者以 100 万英镑进行为期 6 个月的套利,问①如果预期准确,相对于不套利,可获得多少套利净收入?②如果半年后的市场即期汇率为 $GBP/USD = 1.5610$,则套利者的损益如何?

解:①预期准确时,套利者即期将英镑换成美元,6 个月后美元的本利和收入可按当时的即期汇率兑换的英镑为:

$$1 \times 10^6 \times 1.5000 \times (1 + 12\% \times \frac{6}{12}) \div 1.5040 = 1.0572 \times 10^6$$

如果不套利,套利者 6 个月后英镑的本利和为:

$$1 \times 10^6 \times (1 + 6\% \times \frac{6}{12}) = 1.0300 \times 10^6$$

套利者的净收益为:

$$1.0572 \times 10^6 - 1.0300 \times 10^6 = 2.72 \times 10^4 \text{ 英镑}$$

②套利者 6 个月后按当时的即期汇率兑换的英镑为:

$$1 \times 10^6 \times 1.5000 \times (1 + 12\% \times \frac{6}{12}) \div 1.5610 = 1.0186 \times 10^6$$

此时,套利者的净收益为:

$$1.0186 \times 10^6 - 1.0300 \times 10^6 = -1.14 \times 10^4 \text{ 英镑}$$

所以,由于预期失败,套利者不仅没有盈利,反而亏损。

由上例可见,如果仅凭预期进行非抛补套利,套利者必须承受汇率风险,套利的风险是较高的。不难计算的是,在上例中,仅在6个月后英镑对美元的即期汇率低于 $1.5437(1.5000 \times (1 + 12\% \times \frac{6}{12}) \div (1 + 6\% \times \frac{6}{12})) = 1.5437$ 时,美元对英镑贴水所带来的亏损,不足以抵消其相对于英镑的高利差收入,持英镑套利者才会盈利,而此时持美元者不进行套利是明智的选择。

但是,套利资金并非仅由低利率市场流向高利率市场,在上例中,如果预期6个月后美元贴水较多(即英镑升水较多),只要预期6个月后英镑对美元的即期汇率高于1.5437时,套利者认为英镑对美元升水所带来的汇差收入,超过了其相对于美元的利差亏损,此时,会出现将资金从高利率市场转移到低利率市场的套利行为。可见,如果不考虑其他交易成本,非抛补套利中,套利资金在不同市场上的流向,取决于对未来市场即期汇率的预期,但是,套利的损益取决于其预期是否准确。非抛补性套利者在未来的外汇市场上的敞口头寸,使其暴露于汇率风险中。

(二)抛补套利

抛补套利(Covered Interest Arbitrage)是指套利者在转移资金的同时,通过远期交易将未来的外汇头寸予以抛补的套利行为。从外汇买卖的形式看,抛补套利交易是一种即期对远期类的掉期交易。

例如,在例9-11中,如果已知银行挂牌的6个月远期英镑对美元的汇率为 $GBP/USD = 1.5420$,则因为 $1.5420 < 1.5437$,美元的远期贴水亏损低于美元的高利差收入,持有英镑的套利者可以在即期市场上出售英镑换取美元的同时,进行6个月后出售美元换取英镑的远期交易,从而将6个月后美元的本利和收入(美元多头)予以抛补,即可获得稳定的套利收益1128英镑。如果银行挂牌的远期汇率低于1.5437,则持有美元的套利者可通过抛补性套利获得稳定的套利收益。抛补套利有时可以不必使用自有资金,而通过借入资金的方式进行。

非抛补套利与抛补套利的区别在于是否通过远期交易将未来的外汇头寸予以抛补从而规避汇率风险和获得稳定的套利收益。但是,套利机会是不可能长期存在的,例如上述持有英镑的套利者进行套利时,在货币市场上抽取英镑而在外汇市场上即期出售,会使货币市场上英镑的利率上升而外汇市场上即期汇率(GBP/USD)下降。而将换取的美元存入货币市场并在远期出售时,

又会使货币市场美元的利率下降而外汇市场上远期汇率(GBP/USD)上升,这样,美元对英镑的高利差收入进一步缩小,而美元兑英镑的远期贴水亏损则进一步扩大,最终会使利差收入与贴水亏损趋于一致,导致套利机会不复存在。并且,由于全球各外汇市场联系密切和金融管制的放松,一有套利机会,便会吸引大量资金涌入,进一步缩短了套利机会的存在时间。套利活动使各国货币利率和汇率形成了一种有机的联系,促使货币市场与外汇市场之间达到均衡。如果说套汇使同一时点上不同金融市场的汇率趋于一致,而套利则使一段时期内各金融市场的利差与货币远期的升贴水率趋于一致。

需要说明的是,套利活动要以有关国家对货币的兑换和资金的转移不加任何限制为前提,在套利活动中,也涉及一些交易成本,如佣金、手续费、管理费、杂费等,因此,不必等到利差与远期升(贴)水率完全一致,套利就会停止。并且,即使是对抛补性套利,由于去国外投资会冒巨大的“政治风险”或“国家风险”,投资者也会持谨慎态度。套利是利息平价理论成立的基础,但是,利息平价理论并不能完全解释远期汇率,主要原因是利息平价理论既忽略了投机者对市场的影响力,也排除了政府对外汇市场的干预行为。

附录 1

即期外汇交易程序

一笔完整的交易往往包括四个步骤:询价(Asking)、报价(Quotation)、成交(Done)及证实(Confirmation)。询价是交易的起点,指一个银行向另一个银行询问某种外汇交易的汇率,询价行无需开始就向对方表明自己是以买者身份还是卖者身份来询价的,在一定程度上身份的选择取决于对方的报价。当银行接到对方询价后,可以做出报价。报价指一个银行向另一个银行表示按某种汇率进行外汇交易的意愿,它对报价行具有法律约束力。鉴于外汇市场上的汇率波动频繁,报价行要求询价行迅速对报价做出答复,否则报价行取消报价或重新报价。若询价行认为对方的报价可以接受,便可使交易转入成交阶段。成交后,报价行需要对询价行的接受予以确认,确认币种、金额、汇率、起息日等,并说明交割货币所解入的银行及账户。

通过路透交易机达成的外汇交易,交易对话在打印纸上的记录可以作为交易契约,不需要进一步的电传确认。如果交易借助于电话进行,则需要通过电传再次确认。在成交结束后,交易双方需要在相应的表格上做记录,并在交割日办理货币交付。

交易员们为了节省时间常使用简语或行话。如买入可用 Bid、Buy、Pay、Taking、Mine,卖出可用 Offer、Sell、Giving、Yours 等,买进 200 万美元,可表示为

Two Mine。外汇交易员在报价时需要根据市场条件和自身情况,在盈利机会和竞争力之间取得平衡,既要提供富有竞争力的报价来吸引交易,又要通过报价来保护自己,在承担风险的同时获取相应的盈利。具体可见以下典型的即期交易对话:

询价方:Calling Spot USD HKD for pls?

(请问即期美元兑港元报什么价?)

报价方:47/57

询价方:Mine USD 3 或 Buy USD 3

(我买进 300 万美元。)

报价方:Ok, done. At 7.7957 we sell USD 3 against HKD value 20/11/03, HKD pls to XYZ BK New York A/C No. 123321.

(好的,成交。我卖给你们 300 万美元买进港元,汇率为 7.7957,起息日 2003 年 11 月 20 号。我们的港元请付至纽约 XYZ 银行,账号为 123321。)

询价方:USD to ABC BK HongKong A/C No. 456789,TKS.

(我们的美元请付至香港的 ABC 银行,账号为 456789,谢谢。)

附录 2

远期汇率的确定

在远期外汇交易中,外汇银行会报出各种外汇不同期限的升贴水点数,但是,到底哪些货币应该升(贴)水?升(贴)水的点数又是如何决定的呢?

假定美元和欧元的年利率(无风险利率)分别为 12% 和 8%,两种货币的利差为 4%。如果客户向银行用美元买入 3 个月远期欧元,银行可按即期汇率买入欧元,将欧元存放于银行以备 3 个月以后交割。这样,银行就要放弃美元的高利息而收取欧元的低利息。但是,银行决不会自己承担这部分损失,它会把这个因素打入远期欧元的汇价,从而将损失转移到客户头上。因此,一笔远期外汇买卖可以看成是由一笔即期外汇买卖和两笔相应的资金存放交易合成的。远期欧元就要比即期欧元贵,也就是远期欧元升水而远期美元贴水。

这样可以得到,两种货币的利差决定了远期汇率的水平,高利率的货币远期升水,低利率的货币远期贴水,两种货币的利率相同时,远期汇率为平价。银行对远期汇率的报价及其套利行为是利息平价理论的实践中的应用。

在上面的例子中,假定美元兑欧元的即期汇率为 $USD/EUR = 1.1500$,假定远期汇率为 F ,则 F 满足银行做远期交易时的收益与一直持有美元的收益相等这个条件。以客户购入 1 万欧元远期为例,不难得到:

$$1 \times (1 + 8\% \times \frac{3}{12}) \div F = 1 \div 1.15 \times (1 + 12\% \times \frac{3}{12})$$

得到 $F = 1.1388$

可以推导出如下公式：

$$\frac{\text{远期外汇价格}}{\text{即期外汇价格}} = \frac{1 + \frac{\text{报价货币利率}}{\text{基准货币利率}} \times \frac{\text{天数}}{360}}{1 + \frac{\text{基准货币利率}}{\text{基准货币利率}} \times \frac{\text{天数}}{360}}$$

可以近似地写成：

$$\frac{\text{远期外汇价格}}{\text{即期外汇价格}} = 1 + \frac{\text{即期外汇价格}}{\text{即期外汇价格}} \times (\frac{\text{报价货币利率}}{\text{基准货币利率}} - \frac{\text{基准货币利率}}{\text{基准货币利率}}) \times \frac{\text{天数}}{360}$$

基准货币的升(贴)水点数 = 即期汇率 \times (报价货币利率 - 基准货币利率) \times 天数 / 360

附录 3

外汇市场的有效性

如果价格能反映所有的信息,我们就说市场是有效的。如果远期汇率精确地预测了未来的即期汇率,就说这个外汇市场是有效的。换句话说,如果远期汇率反映了所有可利用的信息,并能及时地依据任何新的信息调整,使投资者仅仅利用已知信息无法赚到长期持续的超额利润,那么,它便是有效的。

市场的有效性是个很重要的问题,因为只有当市场有效的时候,价格才能正确反映不同资源的稀缺性,并导致资源的有效配置。例如,由于某种原因,一种商品的价格对顾客来说比它的实际价值高,那么过多的资源就会流向这种商品的生产,而不是顾客更喜欢的别的商品。

但是,很难用公式测定市场的有效性或对其做出解释,这是由它的特性决定的。即使外汇市场是有效的,我们也不能保证某种货币的远期汇率就等于它未来的即期汇率,因为后者常受许多无法预见的因素的影响。但是,如果远期汇率高于未来即期汇率的次数与低于的次数不相上下,我们便可说市场是有效的,因为在市场上找不到保证投资者一定连续获利的机会。

列维奇(Levich)和一些人对外汇市场的有效性做过实证研究。多数结果都说明根据上述定义,外汇市场是有效的。例如,也有不少实证研究表明,几乎不存在无风险套利的机会,与利息平价偏离的程度也大都小于交易成本。同样,投机者有时获利,有时亏损,而很少有能赚得确定的较大利润的机会。不久前,弗兰克尔(Frankel)和麦克阿瑟(MacArthur)已经证明,抛补套利在大

的发达国家间而不是小国家间进行,效果较好。

尽管许多研究表明外汇市场相当有效,但是这个结论还没有达成一致。看起来,汇率会随新闻的出现而迅速改变,反复无常,无法精确预测。但是,尽管远期汇率可能反映了几乎全部可利用的信息,并且高于和低于未来即期汇率的次数总的来说是一致的,但是它超过与不及未来即期汇率的程度(即方差)是不同的。过去10年间,这个方差变得很大。也就是说,远期汇率是一个好的但不是有效的未来汇率的预测。

最近几年,随着汇率越来越变化无常,外汇市场的成交量的增长速度已经比国际贸易和资本投资的增长速度快得多。与各种外汇交易联系着的汇率风险正在迅速增长,而对这一点的认识及如何处理这一问题,如何避免这种风险的方法也有了很大的发展。

——摘自《国际经济学》(作者: Dominick Salvatore)

本章小结

1. 外汇市场是进行外汇交易或货币兑换的场所,其参与者主要包括外汇银行、外汇经纪人、中央银行和客户四类。外汇银行是外汇市场的主体,中央银行是外汇市场的实际操纵者,客户是外汇市场上的直接供给者和需求者。四类参与者构成外汇市场上的客户与银行间外汇市场、银行与银行间外汇市场、中央银行与银行间外汇市场三个层次。相对于有具体交易场所的有形外汇市场而言,无具体交易场所的无形外汇市场依靠发达的电子通讯网络成为外汇交易的主要组织形式。

2. 即期外汇交易是指买卖双方成交后两个营业日内办理交割的外汇交易。即期交易是外汇市场上最常见、最普遍的交易形式,即期汇率构成了一切外汇交易的基础。即期外汇交易的报价通常采用美元标价法,并且采取双价报价。

3. 远期外汇交易是指外汇买卖双方成交时签订合同,在未来的约定日期按合同约定办理交割的外汇交易。远期汇率的报价通常有直接报价法和点数报价法两种方式。根据交割日是否固定,远期外汇交易可区分为定期远期交易和择期远期交易。远期外汇交易可以被用来进行套期保值或投机。

4. 套汇是指套汇者利用两个或两个以上外汇市场上的汇率差异,在汇率低的市场上买进,同时在汇率高的市场上卖出,通过贱买贵卖套取差价利润的活动。地点套汇主要分为利用两个外汇市场上的汇率差异进行的直接套汇和

利用三个不同外汇市场的汇率差异进行的间接套汇两种,但是套汇的机会是很短暂的,频繁的套汇使得各个外汇市场的汇率趋于一致,从而使套汇的前提不复存在。

5. 掉期交易指人们同时将不同交割期限的同一笔外汇买进和卖出的交易。根据交割日的不同,掉期交易可分为一日掉期、即期对远期的掉期和远期对远期的掉期三类。掉期交易可以被用来轧平不同期限的外汇头寸、调整外汇交易的交割日,从而起到套期保值的作用。套利交易是指套利者利用不同金融市场上短期利率的差异以及两种货币的远期差价,转移资金以牟利的外汇交易。按套利者在套利时是否通过远期交易将未来的外汇头寸予以抛补从而规避汇率风险,可分为抛补套利和非抛补套利两种形式。套利是利息平价理论成立的基础,但是,利息平价理论并不能完全解释远期汇率对即期汇率的升(贴)水率。

关键词汇

外汇市场 Foreign Exchange Market

外汇经纪人 Foreign Exchange Broker

客户市场 Customer Markets 同业市场 Inter-bank Markets

多头 Long Position 空头 Short Position

即期外汇交易 Spot Exchange Transaction

营业日 Working Day 交割日 Delivery Date

远期外汇交易 Forward Exchange Transaction

直接报价法 Flat Outright Forward Rate

掉期率 Swap Rate 远期套算汇率 Forward Cross Rate

定期远期交易 Fixed Date Forwards

择期远期交易 Optional Date Forwards 买空 Bull

卖空 Bear 掉期交易 Swap Transaction 一日掉期 One-Day

Swap

即期对远期的掉期交易 Spot against Forward Swaps

远期对远期的掉期交易 Forward against Forward Swaps

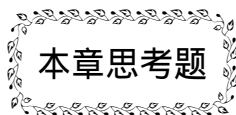
套汇 Arbitrage 直接套汇 Direct Arbitrage

间接套汇 Indirect Arbitrage

套利交易 Interest Arbitrage Transaction

抛补套利 Covered Interest Arbitrage

非抛补套利 Uncovered Interest Arbitrage



本章思考题

1. 外汇市场主要有哪些参与者？按照参与者的不同，外汇市场可分为哪几个层次？

2. 什么是即期外汇交易？即期外汇交易交割日期的确定惯例是怎样的？

3. 什么是远期外汇交易？什么是择期远期外汇交易？远期外汇交易有哪些作用？

4. 什么是套汇交易？简述套汇交易的过程及对汇率的影响。

5. 什么是掉期外汇交易？掉期外汇交易有几种类型？从事掉期外汇交易有哪些动机？

6. 试述利率平价理论在套利交易中的具体应用。

7. 计算下列各货币的远期套算汇率：

(1) 即期汇率 $\text{GBP/USD} = 1.6420/30$

6 个月远期差价 $290/280$

即期汇率 $\text{AUD/USD} = 0.6650/60$

6 个月远期差价 $75/65$

设 GBP 为基准货币，计算 GBP/AUD 的 6 个月期的双向汇率。

(2) 即期汇率 $\text{USD/CHF} = 1.2540/50$

3 个月远期差价 $20/25$

即期汇率 $\text{USD/HKD} = 7.7960/70$

3 个月远期差价 $30/40$

设 CHF 为基准货币，计算 CHF/HKD 的 3 个月的双向汇率。

8. 某日外汇市场的行情为：即期汇率为 $\text{USD/EUR} = 1.0060/70$ ，4 个月的远期差价点数为 $30/40$ 。某美国出口商向法国出口电子产品，与对方签订 4 个月后收款 10 万欧元的协定。若美商预计 4 个月后欧元将贬值为 $1.1040/50$ 。如果不考虑其他费用，问

(1) 美商利用远期外汇市场进行套期保值时 4 个月后可收入多少美元？

(2) 如果预期正确，美商进行保值与不采取保值措施相比可避免的损失是多少？

9. 英国某商人在 6 个月后应向外支付 500 万美元，同时在 1 年后又将收

到另一笔 500 万美元的收入。假设目前外汇市场的行情为：

即期汇率： $\text{GBP/USD} = 1.6710/20$

6 个月远期汇率 $\text{GBP/USD} = 1.6730/45$

12 个月远期汇率 $\text{GBP/USD} = 1.670/90$

为了保值,该商人可以进行两笔即期对远期交易,也可以进行一笔远期对远期交易来规避外汇风险,问他如何选择?为什么?

10. 某日纽约外汇市场上 $\text{USD/HKD} = 7.7500/80$,香港外汇市场 $\text{GBP/HKD} = 12.210/20$,伦敦外汇市场上 $\text{GBP/USD} = 1.7880/90$,如果不考虑其他费用,市场上是否存在套汇机会?如果存在套汇机会,某商人用 1 000 万美元套汇的收益是多少?

11. 现有美国货币市场的年利率为 12%,英国货币市场的年利率为 8%,美元兑英镑的即期汇率为 $\text{GBP1} = \text{USD1.5620}$,分别计算 6 月期远期汇率为 $\text{GBP/USD} = 1.5830$ 和 1.5930 时,某投资者持有 8 万英镑是否可进行套利交易,如果决定套利,其套利收益是多少?

第十章 外汇期货交易

本章首先介绍了金融期货交易的一般知识,如期货的概念、金融期货的类型和功能。其次分析了外汇期货市场组织结构、基本规则与功能。接着对远期外汇交易与外汇期货交易进行比较并介绍了外汇期货合约设计。最后通过案例分析了外汇期货交易操作实务,主要分析了外汇期货交易中的套期保值以及投机和套利交易。

第一节 金融期货交易概述

一、期货和期货交易

期货即期货合约,是买卖双方分别向对方承诺在合约规定的未来某时间按约定价格买进或卖出一定数量某种资产的标准化合约。根据合约标的物的不同,可把期货分为商品期货和金融期货。金融期货包括利率期货、外汇期货和股票指数期货。利率期货的基础资产是收入随利率变化的债券和其他票据,外汇期货的基础资产是某种外汇的汇率,股票指数期货的基础资产是虚拟的股票指数的资产组合。

期货交易是在交易所内进行的,期货交易所的组织结构、运作机制与证券交易所相类似。在交易所内交易的经纪人有两种:佣金经纪人(Commission Broket)和自营经纪人,前者是客户代理期货交易、收取佣金的经纪人,常见的委托方式有市价委托和限价委托,后者是进行自营交易的经纪人。投资者购买或出售期货合约称为“开仓”(Opening),买方称为多头,卖方称为空头。投资者可通过在期货市场上买卖与自己合约品种相同数量但方向相反的期货来结束期货交易,通过这种对冲交易(Reversing Transition)来结清他在交易中的权利责任关系。在实际操作中,进行实际资产交割的很少,在金融期货中还不到1%。

期货交易的结算是通过结算公司集中进行的,参加结算公司结算的只有结算公司会员,其余非会员经纪人可以通过会员进行结算。在实际操作中期货合约买卖方并不知道自己的对手是谁,而由结算公司来充当买方的卖方、卖方的买方,从而在买卖双方之间架起了一座桥梁。

二、金融期货的类型

金融期货的基本类型主要有外汇期货、利率期货、股票指数期货三种。

(一) 外汇期货(Foreign Exchange Futures)

自 20 世纪 70 年代初以美元为中心的布雷顿森林体系崩溃之后,由于西方国家开始实行由市场供求关系决定货币价格的浮动汇率制,导致汇率的涨跌十分剧烈。从事国际贸易的经营者,除了承担商品的价格变动带来的商业风险外,还要承担汇率变动带来的汇率风险,从而产生了通过期货市场进行套期保值、规避汇率变动风险的客观要求。1972 年 5 月 16 日,芝加哥商品交易所的国际货币市场(简称 IMM)首创推出英镑、加拿大元、西德马克、意大利里拉、日元、瑞士法郎等外汇期货交易,并成为世界上最大的外汇期货市场。

外汇期货合约是由交易所制定的一种标准化合约,在合约中对交易币种、合约金额、交易时间、交割月份、交割方式、交割地点等内容均有统一的规定,外汇期货交易就是对标准化合约的买卖,外汇期货交易双方通过公开竞价的方式达成成交价格,从而完成外汇期货合约的买卖。

(二) 利率期货(Interest Rate Future)

利率期货是指在期货市场上所进行的标准化的以国债为主的各种金融凭证的期货合约的买卖。金融凭证是资金借贷的产物,亦即有价证券,它是一种生息资产,和其他商品一样,可以在市场上出售,不但可以在现货市场上出售,也可以在期货市场上出售。金融凭证包括国库券、政府债券、商业票据、定期存单等等。由于债券的实际价格与利率水平的高低密切相关,因此称为利率期货。

利率期货最早产生于美国。由于美国政府 20 世纪 70 年代起实行利率自由化政策,受货币供求关系的影响,利率的变动十分剧烈,随着债券流动量的增加,价格波动加大,利率风险对冲需求日益增长。1975 年 10 月芝加哥商品交易所(CME)在政府有关部门协助下,经过数年的调查和研究后,运用谷物的其他商品期货交易的经验,先推出了第一张抵押证券期货合约,1976 年 1 月开展短期国债期货,1977 年 8 月又推出了长期国债的利率期货,1982 年 5 月推出中期债券期货,并获得了巨大成功。目前,利率期货已是全球期货商品的主流,其成交量高居各类期货商品的首位。1982 年和 1985 年伦敦金融交易所和东京证券所先后推出利率期货。在美国,利率期货主要是短期债券期货,还款时间从 30 天至 1 年不等,其中以 90 天债券最为流行,包括短期国库券、欧洲美元、商业票据定期存单。中期债券期货一般还款期是 1~10 年,长期债券期货还款期是 10~30 年。另外,房屋抵押债券、市政债券等也成为期

货上市品种。

(三) 股票指数期货

股票指数期货是在期货市场上进行的以股市指数作为基础的标准化合约。股票交易会带来巨大的风险,这种风险一般分为两类:一类是系统性风险,另一类是非系统性风险。为了减轻股价波动带来的风险,同时也为一些无力从事股票交易的投资者提供机会,于是,反映整个股市价格总体走势的股票价格指数期货就应运而生了。

股票指数期货是用现金结算的期货品种,这是它的特殊性。在股票指数期货市场上,人们买卖的不是以实物商品作基础的标准化合约,而是以股票价格指数为基础的合约。股票指数是通过选择若干种具有代表性的上市公司的股票,经过运算而编制出一种指数,它反映的是股票市场平均的涨跌变化的情况和幅度。

美国堪萨斯期货交易所于1982年2月24日推出了第一份被称为价格性综合平均指数期货合约。同年4月21日,芝加哥商品交易所推出了S&P500种股票价格指数合约。5月6日,纽约证券交易所推出综合股份指数合约。芝加哥期货交易所于7月23日推出了主要市场指数合约。世界上其他交易所进行交易的股票指数还有1983年悉尼期货交易所推出的悉尼普通股票指数。从此,股票指数期货便在全球范围内开展起来。

三、金融期货市场的功能

金融期货交易的基本功能主要表现为以下四个方面。

(一) 增强证券市场的流动性,稳定了现货市场

金融期货对资本形成没有明显的负面影响,但增强了一些基本现货市场如证券市场的流动性,例如,美国国库券和普通股市场的流动性,由于期货和期权市场的存在而得到改善,实际上对现货市场起到了稳定的作用。

(二) 转移风险

金融期货市场可以把与价格波动相关和风险同其他类型的商业风险分离开,并可使套期保值向投机者转移风险,把这种风险调节到可以接受的水平。由于金融风险能够转移,期货市场的风险转移机制增强了资本的流动性。

(三) 价格发现

由于该市场可自由进入,因而汇集了众多的参与者的各种信息和不同的买卖意见,通过公开竞价形成公正合理的价格。通过期货市场,减少了找到一种价格和一个交易对象的寻找成本。由于期货合约也提供了各种现货工具和派生产品的套利机会,这样使所有相关金融市场的活跃性和流动性都得到加

强。

(四) 给金融机构带来利益

正确地运用金融期货还能给金融机构带来某些方面的好处。期货市场不但提供了参与利率汇率转换和股份转换的有效且易于利用的工具,还提供了实现风险管理的工具而不需生产水平发生较大变化,也不影响资本搭配比率。此外,期货的应用还能导致金融产品成本的改进和创新。

第二节 外汇期货市场组织结构、基本规则与功能

一、外汇期货市场的组织结构

虽然世界各地的外汇期货市场的组织结构不尽相同,但都是参照 IMM 而来,因此这里着重介绍 IMM 组织结构。外汇期货市场的组织结构由以下几部分组成:

(一) 外汇期货交易所

外汇期货交易所是进行标准化外汇期货合约买卖的场所,是以会员制或公司制的组织形式设立的一个非盈利机构。其成立的宗旨在于提供固定的交易场所和交易设备,订立标准的期货合约与交易规则,统一交易时间等,以促进并监督所有期货合约的交易过程,使整个期货市场实现公平与效率原则。由于大多数会员是交易者,因此对于交易所内的重大决策的制定与监督工作他们都会积极参与。会员之间除了互选董事之外,还成立另外的机构以协助日常管理和交易活动,如仲裁委员会、交易厅委员会以及经纪商行业委员会等。

(二) 清算所(Clearing House)

清算所主要的功能在于撮合买卖双方交易所完成期货合约成交,并进行买卖双方的合约和保证金的划拨。清算所采用保证金制度,为所有在交易所内达成的期货合约交易提供履约保证。一笔交易完成后,经纪商负责向买卖双方收取保证金并由清算所的会员存入清算所,作为买卖双方履行其未结算的期货合约所需的财力保证。清算所通过严格的保证金制度,其目的是规避外汇期货交易中的信用风险和价格风险,确保外汇期货市场稳定、有序地进行下去。所以,清算所既是作为会员账户向买卖双方提供资金流动与转移的场所以及资金存放的中心,又是买卖双方履行外汇期货合约的保证人。

(三) 经纪公司

经纪公司即经纪商,是接受客户委托,按照客户指令,以自己的名义为客户

户进行期货交易并收取交易手续费的中介机构。经纪商必须是注册登记的外汇期货交易所会员公司,但交易所的会员资格只能归个人所有,所以经纪商通过向交易所派驻具有会员资格的员工进行场内期货交易活动。经纪商按其职能的不同可分场内经纪商和场内交易商两种。场内经纪商主要职能是为客户提供最基本的下单服务,提供具有参考价值的研究报告和交易咨询,以及处理客户账户上保证金的变动状况,并根据所提供的服务向客户收取佣金。当然,场内经纪商也可以从事自营外汇期货交易。场内交易商通常只为自己从事外汇期货交易,以赚取买卖差价利润为主。

(四)商业交易者(Commercial Trader)

商业交易者本身主要以从事现货市场交易为主,其之所以参与外汇期货市场的交易,主要出于规避汇率风险的动机,也可利用期货市场来调整资产配置,以满足其对风险的偏好与达到预期收益的目标。此类交易者主要是进出口商和商业企业等。

(五)交易者

外汇期货市场上的交易者是指那些非交易所会员的客户,他们从事外汇期货交易的主要目的是投机,从中赚取高额利润,也愿意承担较高的汇率风险。这类交易者分为三类:(1)基差交易者(Basic Traders)。他们赚取现货价格与期货价格之间的价差收益,其收益和损失有限。(2)差价交易者(Spread Traders)。他们赚取两个期货价格之间的价差收益,其收益和损失有限。(3)头寸交易者(Position Traders)。他们通过持有多头或空头期货合约的时间长短,为了赚取汇率绝对水平变动的收益。头寸交易者按其持有头寸的时间长短,又分为帽客(Scalpers)、当日轧平头寸交易者(Day Trader)和头寸交易者。帽客通常持有头寸的时间最短,利用短线交易以数量上来赚取价差收益;当日轧平头寸交易者持有头寸的时间较长,以当天价格变动情况来获利,本身不愿承担隔夜持有头寸的风险;头寸交易者持有头寸的时间最长,可能持有头寸的时间为几天、几周或数月。

二、外汇期货交易的基本规则

外汇期货交易的基本规则有以下几点:

(一)定单或指令制度

所谓定单或指令是指客户决定在进行外汇期货交易时向期货经纪商下达的买进或卖出某种外汇期货合约的指示。其主要内容包括买进或卖出、合约数量、交割日期、货币类别、交易地点、交易价格及委托书有效期等。客户通常通过电话或电传等方式通知期货经纪商,然后期货经纪商根据客户的要求通

知期货交易所场内的交易员进行交易。一旦成交,则交易员通知其期货经纪商,再通知客户。根据定单上限制场内交易员买卖期货合约的条件,可将定单分为两类:

第一类是根据在价格方面的限制条件将定单分为:

1. 市价定单(Market Order),是指客户愿意按照现行市场行情的最好汇价买进或卖出某一特定交割日期的一定数量期货合约的定单。此种定单客户不规定具体的成交价格,只规定交割日期和合约数量。它也是期货市场上客户经常使用的定单。此类定单能很快满足买卖双方的要求。例如,某客户在汇率为 $GBP1 = USD1.5360$ 时出单买进 2 张英镑期货合约,场内交易员接单后,以此汇价为中心进行撮合买进。

2. 限价定单(Limit Order),是指按客户规定的汇价买进或卖出某一特定交割日期的一定数量期货合约的定单。此种定单的灵活性比市价定单差,因此客户在选择限价定单时,要把握好现行市场汇价。一般而言,买进限价定单的汇价比现行市场汇价低,卖出限价定单的汇价比现行市场汇价高。例如,某客户在汇率为 $GBP1 = USD1.5360$ 时出单买进 2 张英镑期货合约,买进汇价为 $GBP1 = USD1.5350$ 。只有英镑汇价下跌至其限价时,才能达成交易。

3. 到价定单(Spot Order)(称止损定单),是指客户发出的高于现行市场汇价某一既定水平时停止买进,低于现行市场汇价某一既定水平时停止卖出的指令。此种定单常用于对冲和形成期货头寸,其目的是减少损失或取得好价位。例如,某客户按汇率为 $GBP1 = USD1.5360$ 时买进 2 张英镑期货合约。该客户担心英镑会大幅度下跌,于是他向经纪商发出到价定单,只要英镑汇率下跌 5% 时,即可对冲,即卖出相同数量的 2 张英镑期货合约。

第二类是根据在有效期间方面的限制条件进行分类,可将定单分为以下四种:第一种是在客户撤销前有效定单,又称开放定单,表示交易定单在客户撤销之前一直有效,不以当天为限。第二种是开盘或收盘定单,是指按客户的要求在期货市场开盘或收盘期间内买进或卖出某一特定交割日期的一定数量期货合约的定单。第三种是跨国套利定单(Saddle Order),是指同时买进和卖出同类但交割期限不同的外汇期货合约的定单。第四种是换月定单(Switch Order),是指将已有的某月份外汇期货合约头寸经过交易后使之成为另一个月份的外汇期货合约头寸。此种定单也是同时买进和卖出期货合约,它与跨国套利定单的区别在于下本定单时,客户已有了某一月份的外汇期货头寸。所以交易时需卖出原有合约的外汇期货,买进其他月份的外汇期货合约。

(二)公开叫价制度

外汇期货市场交易是通过公开叫价(Open Outcry)来表示客户买进或卖

出某种外汇期货合约的要求。在激烈竞争的外汇期货市场上,通过公开叫价竞争达成的外汇期货合约买卖,有利于维护外汇期货市场的公平、公开与公正的竞争原则,保护参与者利益。

(三)保证金制度

外汇期货交易采取保证金制度(Margin System),即买卖双方都需缴纳保证金,其目的在于保障买卖双方的权利,以作为买卖双方都能履行其权利和义务的保证。因为外汇期货市场通常会存在信用风险,若买卖双方直接达成交易,如果市场汇价出现不利于一方的情况下,则就会出现亏损,亏损达到一定的程度,亏损方很可能会选择违约。因此,期货市场采用保证金制度来防止买卖双方违约行为的发生,使外汇期货市场能正常、有序地进行下去。所以保证金制度是外汇期货市场的核心机制。保证金可分为原始保证金(Initial Margin)、维持保证金(Maintenance Margin)和变动保证金三种(Variation Margin)。

1. 原始保证金

原始保证金是指当每张外汇期货合约交易成交时,买卖双方均须依照各类合约的有关规定,缴纳一定金额的保证金。原始保证金缴纳多少在不同的交易所内并不一样,一般是合约金额的5%~10%,且原始保证金缴纳多少通常也随着合约金额的大小以及参与客户的身份不同而不同。例如,IMM规定英镑期货合约的原始保证金为每张2800美元,日元期货合约的原始保证金每张为2700美元。任何人只要在外汇期货市场上开户并按规定缴纳原始保证金,就可进行交易。

2. 维持保证金

维持保证金是指经逐日清算后,保证金所必须维持的最低水平。在缴纳原始保证金后,交易所的清算所根据外汇期货价格的变动,逐日清算未交割合约的盈亏,并通知客户补缴或撤回部分保证金。当客户的保证金余额经清算后低于维持保证金时,客户则必须补足差额以恢复到原始保证金的水平,否则交易所便可公开拍卖其外汇期货合约。当市场汇价有利于客户时,交易所会自动将盈余加到客户的保证金账户上,客户便可提领超额原始保证金部分的金额。例如,IMM规定英镑期货的原始保证金为每张外汇期货合约2800美元,维持保证金为每张外汇期货合约2100美元;日元期货的原始保证金为每张外汇期货合约2700美元,维持保证金为每张外汇期货合约2000美元。

3. 变动保证金

变动保证金是指当客户的保证金余额经清算后低于维持保证金时,客户则必须补足差额以恢复到原始保证金的水平,而此笔必须补足的差额就成为变动保证金。由于外汇期货市场上实行逐日清算制度,使客户的变动保证金

随着市场汇价每日都在变动。因此客户根据变动保证金金额的大小,可随时进行反方向对冲交易,以控制自己的盈亏。例如,某客户某日在 IMM 上按 $GBP1 = USD1.5600$ 买入 2 张英镑期货合约,所缴纳的原始保证金为 5 600 $(2 \times 2\,800)$ 美元,维持保证金为 4 200 美元。如果某一天市场英镑汇率为 $GBP/USD = 1.5400$,则该客户就损失 2 500 $(2 \times 200 \times 6.25)$ 美元。客户的保证金为 3 100 美元并低于维持保证金 4 200 美元,这样客户必须缴纳 2 500 美元,使保证金达到原始保证金的水平,否则交易所便会采取强制性平仓。该客户所缴纳的 2 500 美元差额就称为变动保证金。

(四) 逐日盯市制度(Market to Market Daily)

逐日盯市制度是指清算所对会员经纪商的保证金账户根据每日的收益与损失进行调整,以便实际反映当日汇价的变化给其带来的损益情况,其目的是控制期市风险。会员的保证金通常是以持有合约净头寸计算的。因此清算所在每日收市后就会对会员经纪商计算出应有的保证金以及变动的保证金,以便经纪商及时掌握自己持有期货合约的净头寸和应有的保证金。同样的道理,经纪商也采用此法对客户的保证金账户根据当日汇价的变化进行每日调整,以便及时掌握客户每日损益情况。如果保证金出现不足时,则立即通知客户补足,如果出现盈余,则可提走或继续增仓。

(五) 现金交割制度

大多数外汇期货交易者,并非以实际买卖期货为目的,其目的在于投机。因此大多数期货合约都在交割日以前以反方向交易方式冲销掉,即买进再卖出或卖出再买进。据估计,只有 5% 左右的外汇期货合约等到交割日到期时才进行实际交割。因此当合约进行现金结算时,就按冲销的汇价进行清算,计算出头寸了结的损益情况。

三、外汇期货市场的经济功能

由于交易者的动机与一般外汇市场发展状况的不同,因而使得外汇期货市场的经济功能也随之而不同。对一个健全的外汇期货市场而言,其经济功能大致有以下几点:

(一) 规避现货价格变动风险

外汇期货合约交易者利用期货合约在期货市场上买进卖出,以达到规避现货价格变动风险的目的。通过这样一个公开的期货市场,不论生产者、使用者都可将现货市场中的汇率风险经由交易过程而顺利转移到风险承担者,如投机者和套利者。因此,避险功能是外汇期货市场最原始的功能。

(二) 风险投资功能

风险投资功能是与规避现货价格变动风险相对应的。它是与外汇市场的投机者行为相联系的。所谓投机者是指那些通过预测价格走势以赚取利润为目的的外汇期货交易。通常这些投机者为了能在外汇期货市场中赚取投机性利润,就必须准确预测未来期货价格的走势,以决定将要承担多少期货头寸。因此,一个健全的外汇期货市场必须同时提供期货交易避险和投机功能,否则避险交易便无法顺利进行。也就是说,仅有避险者的外汇期货市场很难顺利地进行下去,而仅有投机者的外汇期货市场则有可能招致市场的不稳定。只有两者兼有,外汇期货市场才能发挥其经济功能。

(三) 价格发现功能

外汇期货交易是以公开叫价方式进行的,当交易完成后立即将成交价格通过电信传媒公布,这个价格由于是在期货集中交易市场公开交易而达成的,所以同一月份的期货合约只有一个价格,任何人都能无成本地取得这一价格信息,使得社会上的经济资源得到更有效的运作。

第三节 远期外汇交易与外汇期货交易的比较及 外汇期货合约的设计

一、远期外汇交易与外汇期货交易的比较

远期外汇交易的发展有很长的历史。但由于这种交易是一种分散的市场机制,只有经营外汇业务的大银行才能进行。一般客户要想到外汇市场进行远期外汇买卖,就必须与大银行建立良好的信用关系,否则,根本不能进入外汇市场。可见,远期外汇买卖的扩大和发展受到了一定的限制。到20世纪70年代,国际上汇率的剧烈变动严重影响了西方各国的经济活动,银行与其他各类投资者都面临着汇率变动的风险。传统的远期外汇交易已经不能满足这些机构和个人避免或减少风险的要求,因此,在传统的远期外汇交易的基础上,又发展出另一种新的外汇交易——外汇期货交易。外汇期货交易的产生并不意味着它能在国际金融市场上取代传统的银行间的远期外汇交易,相反,它们两者各有特点,能够在国际金融市场上并存。

(一) 外汇期货交易与远期外汇交易的区别

1. 在交易方式上的区别。外汇期货交易是在一定的交易场所中,在交易所规定的交易时间里,采取公开喊价的交易方式进行的,这使交易竞争很强。远期外汇交易则是直接通过电话、电传等通讯手段,在银行同业间,银行与经

纪人间以及与客户之间单独进行没有固定的交易所、交易时间限制的交易。另外,由于外汇期货交易是在一定的交易场所中进行的,因此只有交易所会员与会员之间才可以进行交易,非交易所会员如要买卖外汇期货合约,必须委托会员进行。远期外汇交易则无上述限制,交易双方可以直接进行买卖,也可以委托经纪人进行。

2. 在交易参与者上的区别。银行、公司、财务机构或个人等各种类型和规模的投资者,不论其交易目的是套期保值还是投机获利,都可参加外汇期货交易。远期外汇交易由于对最小交易规模的限制,只有少数规模极大的机构才能参加,小公司和机构参与的机会非常少。

3. 在契约交易单位上的区别。外汇期货合约是一种标准化合约。合约对交易币种、合约金额、交割月份、交割方式、交割地点以及合约价格波动的最低和最高限事先都有规定,因此,外汇期货合约的流动性强,易于转让。远期外汇交易则由双方根据需要自行商定合约细则,并且交易双方都有要求对方履行义务的权利,而没有允许对方转让权利和责任的义务。这种合约的流动性低,一般难以出手,大多数合约都是由最初的交易双方进行结清。

4. 在交易形成价格上的区别。外汇期货市场的参加者,不论是买方还是卖方,一般是在规定时间里一方只开出一一种价格,即买方只开出买入价,卖方只开出卖出价。远期外汇交易则是同时进行两方向的交易,即同时开出买入和卖出价格,低的一档表明是愿意买进的价格,高的一档是愿意卖出的价格。在形成合约的价格方面,外汇期货交易不论交易规模大小和交易双方的信誉高低,一律为参加者提供完全同等的竞争条件。外汇期货的价格就是在完全竞争的基础上形成的,并由交易所不断公布。远期外汇合约的价格则受交易规模、信用风险等因素的影响,与它们呈反方向变化。

5. 在履约保证上的区别。在外汇期货交易市场上,交易双方不直接接触,进行买卖的都是经纪人,买卖双方各自都不知道对方所代表的客户。双方分别与期货交易所的结算机构打交道,外汇期货市场上设立的结算机构是每一交易方的对方,即对买方来说,交易机构是卖方,而对卖方来说,结算机构是买方。这样,在进行外汇期货交易时可以不考虑对方的信用是否可靠。远期外汇交易则不同,由于没有结算机构,所以每一笔交易都得考虑对方的信用。而且外汇期货交易都有自己的结算公司和保证公司,有一套完整的结算制度和保证措施。因此,在客户交纳一定数量的保证金之后,外汇期货交易的信用风险很低。但进行远期外汇的交易则完全依靠对方的信用,虽然实际上出现赖账的时候不多,但风险也相对增加了。

6. 在保证金制度上的区别。外汇期货交易实际上是买卖保证金的行为。

客户不必按合约规定的金额全部付清,一般只需要交付不足合约金额的 10% 的保证金。外汇期货交易的这一特点,一方面使得交易双方违约的可能性很小;另一方面,也为投机者提供了机会,投机者只需交纳少量的保证金,就可以根据对变动趋势的预测,买进和卖出外汇期货合约,以赚取两个合约之间的差额。远期外汇交易大多数情况下不收取保证金,买卖多少外汇必须根据双方的协议,在规定时间内交付全部金额,只有那些较小的银行委托交易时才付保证金。

7. 在交易佣金上的区别。外汇期货交易不论是买方还是卖方均需交纳佣金,佣金的数额由客户与经纪人自行商定,在合约对冲时付清。以合约的金额来衡量,佣金是很少的,而且,一般是在计算所得税时予以扣除。远期外汇交易,一般不收佣金,只有通过外汇经纪人进行交易时,交易双方才要付佣金。

8. 在结算方式上的区别。外汇期货交易的结算工作由结算机构负责。结算机构负责处理每天的未结清合约数、现金结算。远期外汇交易的盈亏由于没有结算机构,只能由双方在协议的结算日自行结算。

9. 在交易参与者目的上的区别。外汇期货市场的参与者,一类是套期保值者,他们希望减少或者避免汇率变动的风险;另一类是投机者,他们希望从合约价格的变动中获利。对这两类参与者而言,外汇期货交易的目的都不是实际交付,只要通过一反方向交易就能将合约对冲掉。因此,市场上的任何变动都会导致交易者将手中的合约迅速出手,以赚取利差或减少损失。事实亦如此,外汇期货合约很少有到期后实际交货的,到期后才进行交付的合约一般不足全部合约数的 2%。远期外汇交易的目的则是实际交付,最后进行实际交付的合约数达 90% 以上。

10. 在交易监管上的区别。外汇期货交易通常由政府机构统一管理,在美国,是由商品期货交易委员会管理,在英国则是由证券和投资委员会管理。远期外汇交易则是由交易双方自我管理。

(二) 外汇期货交易与远期外汇交易的联系

外汇期货交易与远期外汇交易又有紧密的联系,主要表现在:

1. 交易的客体是完全相同的,即都是外汇。因此,这两种交易是有关联的两种交易活动,它们的区别只不过是进行外汇交易的途径不同。

客户买卖外汇可以通过两条途径:一条是通过地方银行到银行间外汇市场去买卖,另一条是通过外汇期货交易所的会员作经纪人到外汇期货市场上去买卖,而且银行间的外汇市场和外汇期货市场是相通的。它们共同组成完整的外汇市场。

2. 外汇期货交易与远期外汇交易的交易原理是一样的。两种交易的买卖

双方都是为了防止或转移汇率风险,达到套期保值或投机获利的目的,而约定在一个未来的时间里,按照一定的价格和交易条件,交收一定金额的外汇交易资产。

3. 外汇期货交易与远期外汇交易的经济作用是一致的,其作用都在于便利国际贸易,提供风险转移和价格发现的机制。

二、外汇期货合约设计

(一) 外汇期货合约(Foreign Exchange Futures Contracts)

外汇期货合约是指在未来的某个时间,按双方约定的汇率以一定数量的某种货币换取另一种货币(通常是美元)的合同。外汇期货合约是标准化的远期合约,交易币种、单位、交易时间和地点都是统一规定的,只有价格是变动的。不同的交易所的期货合约规格不尽相同,但其内容基本相同。

外汇期货合约的报价是由买卖双方以公开叫价的方式决定的,随着买卖数量的变动而不断趋向新的均衡。因此,期货价格每分钟都在变动,其价格水平完全建立在对外汇率走势的预测上,影响汇率的一切因素都会影响外汇期货合约的报价。

外汇期货合约一般都是以美元来报价的,即用每单位外币折合多少美元来报价。外汇期货合约的报价采取小数形式,小数点后一般是四位数(日元例外,虽然日元期货也是四位数的报价,实际上省略了两位数,如报价为0.4728,则实际价格为0.004728)。例如,美元对德国马克的汇率为USD1 = DM2.0500,则德国马克期货的报价为0.4838。

报价限额是指每种外汇期货合同都规定了每天的价格变动幅度,即最小波动价和每日限价,以“点”表示。“点”取外汇报价中的最后一位数字。由于报价货币的单位不同,“点”可在小数点的第2、第3或第4位。每“点”代表了一定的美元价值,就德国马克而言,价格变化应至少为1点,1点代表0.001,德国马克期货合约的交易单位为125 000,德国马克每日最高限价为100点,等于1 250美元。价格限额是一种市场保障措施,限定的报价幅度是经过市场变化的总结得出来的。

(二) 外汇期货交割

外汇期货合约的交割日为每年的3、6、9、12月份,一年中其他营业时间可以进行买卖,但不能交割。实际上90%的外汇期货合约不经转手而被实际交割。

此外,在外汇期货交易中,为防止交易一方违约而给另一方造成损失,规定当事人必须支付一定的保证金,以防毁约或万一价格变动时可以用来弥补

损失。缴纳保证金的数额占合同金额的 5% 左右,这与合同实际价值相比是很小的。

外汇期货合约实际上只代表交易双方对有关货币汇率的一种预测,当交易的一方买入或卖出一份期货合约时,它无需实际收付合约所标明的外汇金额,而只是交纳手续费。合约生效后,若当天该合约结算价格高于合约签订时的价格,则卖方亏损,差价金额给买方,反之亦然。在合约在效期内,这样的清算每日都进行。一份合约就是一份每天都要结算的有约束力的协议。所以说,外汇期货合约一般不需实际交割,只要在到期前对冲在手合约即可。外汇期货同商品一样,代表着有形的商品,到期未对冲的合约必须进行现货交割。交割过程如下:假如 A 在芝加哥国际货币市场处于空头地位, B 处于多头地位, C 是一家在芝加哥国际货币市场的票据交换所开有账户的银行(指定的交割地点)。A 将卖方交割委托书交给票据交换会员(空头方票据交换会员),责成其送交芝加哥国际货币市场,同时通知交割银行(空头方交割银行)依 C 银行的指示行事。B 将买方交割委托书交给票据交割会员(多头方票据交换会员),责成其于最后交易日中午 12 点前送交到芝加哥国际货币市场,同时将交割所用货币金额电汇给 C 银行或将支票交给票据交换所,并预先通知交割银行(多头方交割银行)于交割日收取所有外汇金额。票据交换所将空头方合同与多头方合同配对,把配对后的双方交割委托书送交 C 银行(包括多头方的支票),C 银行通知空头交割银行进行交割,并于交割日将款项交给空头方银行,交易完成后通知票据交换所。空头方交割银行与 C 银行联系,获得多头方交割银行的名称、地址、账户等后,将期货合约所载明的外汇金额电汇给多头方银行,把 C 银行将来的交割款项记入空头方的账户下,同时把记账单交给空头方票据交换会员。多头方交割银行收到外汇后贷记该多头方的账户。合约交割所发生的一切费用都由卖方承担,当配对的一方不能履约时,应赔偿另一方的损失,但不得超过合约价值的 1%。表 10-1 为 IMM 外汇期货合约情况。

表 10-1 IMM 外汇期货合约一览表

期货合约类型	澳元	英镑	加元	德国马克	法国法郎	瑞士法郎	日元
交易单位	10 万 澳元	6.25 万 英镑	10 万 加元	12.5 万 德国马克	25 万 法国法郎	12.5 万 瑞士法郎	1250 万 日元
报价	澳元/ 美元	美元/ 英镑	美元/ 加元	德国马克/ 美元	法国法郎/ 美元	瑞士法郎/ 美元	日元/ 美元
最小变动价位	0.0001	0.0002	0.0001	0.0001	0.00005	0.0001	0.000001
最小变动值	10.0 美元	12.5 美元	10.0 美元	12.5 美元	12.5 美元	12.5 美元	12.5 美元
涨跌限制	150 点	400 点	100 点	150 点	500 点	150 点	150 点
交割月份	3、6、9、12 月						
交割时间 (芝加哥时间)	上午 7:20 ~ 下午 2:00						
保证金	I 1 200 ^① M 900 ^②	I 2 800 M 2 000	I 900 M 700	I 2 100 M 1 700	I 1 200 M 900	I 2 100 M 1 700	I 2 100 M 1 700
最后交易日	交割日前两个交易日(当日于上午 9:16 收盘)						
交割日	交割月份的第 3 个星期三						
交割地	清算所指定的货币发行国银行						

注 ①I: 初始保证金 ②M: 维持保证金。

第四节 外汇期货交易操作及案例分析

外汇期货交易为人们规避外汇风险提供了很好的工具,同时也为人们提供了相对低成本的货币投机的途径,这里以案例分析的形式介绍外汇期货交易操作。

一、外汇期货交易中的套期保值

外汇期货套期保值(Hedge)是外汇期货交易最重要的经济功能。外汇期货套期保值是指预期将来某一时间要支付或收到一笔外币资产时,为了避免汇率变动带来的损失,在外汇期货市场买入或卖出相应的外汇期货合约以达到保值的目的,即在外汇期货市场采用与现货市场上买卖相反的对冲交易的方法来规避外汇价格风险,确保外币资产或负债免受汇率变动带来的损失。外汇期货套期保值有空头套期保值和多头套期保值两种类型。空头和多头,是指在外汇期货市场上卖出外汇和买进外汇。大多数国家的外汇期货合约都是以美元购买其他货币,所以在美国卖出期货合约(卖出外汇)为空头,买入

期货合约(卖出外汇)为多头。

(一)空头套期保值(Short Hedge)

有某种外币收入的美国保值者和有美元支出的非美国保值者可以通过出售该种外币(非美国保值者的本币)期货合约保值。

【案例 10-1】

美国某出口商 3 月 10 日向加拿大出口一批货物,价值 400 000 加元,以加元结算,3 个月后收回货款。为防止 3 个月后加元汇率下跌,该出口商卖出 4 份 6 月期加元期货合约,面值 100 000 加元,价格为 0.8340 美元/加元。3 个月后若加元果然贬值,则交易过程如下。

在现货市场上,3 月 10 日按现汇汇率 0.8339 美元/加元,400 000 加元可兑换 333 560 美元($400\,000 \text{ 加元} \times 0.8339 \text{ 美元/加元}$)。6 月 10 日按现汇汇率 0.8310 美元/加元,400 000 加元可兑换 332 400 美元($400\,000 \text{ 加元} \times 0.8310 \text{ 美元/加元}$)。其结果是损失 1 160 美元($333\,560 \text{ 美元} - 332\,400 \text{ 美元}$)。

在期货市场上,3 月 10 日卖出 4 份 6 月期加元期货合约(开仓),价格是 0.8340 美元/加元,总价值是 333 600 美元($100\,000 \text{ 加元} \times 0.8340 \text{ 美元/加元} \times 4 \text{ 份}$)。6 月 10 日买入 4 份 6 月期加元期货合约(平仓),价格是 0.8301 美元/加元,总价值是 332 040 美元($100\,000 \text{ 加元} \times 0.8301 \text{ 美元/加元} \times 4 \text{ 份}$)。其结果是盈利 1 560 美元($333\,600 \text{ 美元} - 332\,040 \text{ 美元}$)。

该出口商在现货市场上损失 1 160 美元,在期货市场上盈利 1 560 美元,净盈利 400 美元。可见,期货市场的盈利弥补了现货市场的损失,并有净盈利,实际收回货款 333 960 美元($332\,400 \text{ 美元} + 1\,560 \text{ 美元}$)。

若 3 个月后加元汇率并未下降而是上升了,现汇汇率是 0.8390 美元/加元,期货市场价格 0.8386 美元/加元,则 6 月 10 日在现货市场上 400 000 加元可兑换 335 600 美元($400\,000 \text{ 加元} \times 0.8390 \text{ 美元/加元}$)。在期货市场上买入 4 份 6 月期加元期货合约(平仓),价格是 0.8386 美元/加元,总价值是 335 400 美元。该出口商在现货市场上盈利 2 040 美元,在期货市场上亏损 200 美元,净盈利 240 美元。可见,期货市场的亏损要由现货市场的盈利来弥补,净盈利只有 240 美元,实际收回货款 335 150 美元($335\,600 \text{ 美元} - 450 \text{ 美元}$)。因此,套期保值,虽然可以规避汇率波动的风险,但同时也可能抵消潜在收益。

【案例 10-2】

加拿大某进口公司 3 月 10 日从美国进口一批货物,价值 100 万美元,3 个月后支付货款。为避免美元升值,该公司决定在期货市场上进行套期保值,卖出 10 份 6 月期加元期货合约,价格为 0.8350 美元/加元。3 个月后若美元果然升值,则交易过程如下:

在现货市场上,3月10日按现汇汇率0.8348美元/加元,购买100万美元需1 197 891加元(100万美元折合1 197 891加元)。6月10日按现汇汇率0.7560美元/加元,购买100万美元需1 322 751加元(100万美元折合1 322 751加元)。其结果是损失124 860加元(1 322 751加元-1 197 891加元)。

在期货市场上,3月10日卖出10份6月期加元期货合约(开仓)价格是0.8350美元/加元,总价值是835 000美元。6月10日买入10份6月期加元期货合约(平仓),价格是0.7565美元/加元,总价值是756 500美元。其结果是盈利78 500美元(835 000美元-756 500美元)。

该进口公司由于美元升值,为支付100万美元的货款需多支出124 860加元,即在现货市场上成本增加124 860加元,但由于做了套期保值,在期货市场上盈利78 500美元,从而可以弥补现货市场上的大部分损失。

(二)多头套期保值(Long Hedge)

有某种外币支出的美国保值者和有美元收入的非美国保值者可以通过购买该种外币(非美国保值者的本币)期货合约保值。

【案例10-3】

美国某进口商2月10日从英国购进价值250 000英镑的一批货物,1个月后支付货款。为防止英国英镑升值而使进口成本增加,该进口商买入2份3月期英国英镑期货合约,面值125 000英国英镑,价格为1.6258美元/英镑。1个月后英国英镑果然升值,则交易过程如下:

在现货市场上,2月10日按现汇汇率1.6038美元/英镑,购买250 000英镑需400 950美元。3月10日按现汇汇率1.6875美元/英镑,购买250 000英镑需421 875美元。其结果是损失20 925美元(421 875美元-400 950美元)。

在期货市场上,2月10日买入2份3月期英镑期货合约(开仓)价格是1.6258美元/英镑,总价值是406 450美元。3月10日卖出2份3月期英镑期货合约(平仓),价格是1.7036美元/英镑,总价值是425 900美元。其结果是盈利19 450美元(425 900美元-406 450美元)。

该进口商由于英镑升值,为支付250 000英镑的货款需多支出20 925美元,即在现货市场上成本增加,但由于做了套期保值,在期货市场上盈利19 450美元,从而可以将现货市场上的损失弥补。

如果英镑的汇率不是上涨而是下降了,则期货市场上的损失要由现货市场上的盈利来弥补。

【案例10-4】

日本某出口公司4月10日向美国出口一批电器,价值300万美元,两月

后收回货款。为避免美元贬值,该公司决定进行套期保值。4月10日的现汇汇率为138.8日元/美元。在期货市场上,该公司买入33份6月期日元期货合约($3\,000\,000\text{美元} \times 138.8\text{日元/美元} \div 12\,500\,000\text{日元} \approx 33$),价格为0.007204美元/日元。两月后美元果然贬值,则交易过程如下:

在现货市场上,4月10日按现汇汇率138.8日元/美元,300万美元折合4.1640亿日元。6月10日现汇汇率为135.5日元,300万美元折合4.0650亿日元。其结果是损失9900000日元。

在期货市场上,4月10日买入33份6月期日元期货合约(开仓),价格为0.007204美元/日元,总价值为2971650美元。6月10日卖出33份6月期日元期货合约(平仓),价格为0.007380美元/日元,总价值为3044250美元。其结果是盈利72600美元。

该出口公司在现货市场上损失9900000日元,在期货市场上盈利72600美元(折合9837300日元)。由于做了套期保值,现货市场上的大部分损失可由期货市场上的盈利来弥补。

(三)交叉套期保值

外汇期货市场上一般有多种形式外币对美元的期货合约,而很少有两种非美元货币之间的期货合约。在发生两种非美元货币收付的情况下,就要用到交叉套期保值。交叉套期保值,是指利用相关的两种外汇期货合约作为一种外汇保值。

【案例10-5】

5月10日,德国某出口公司向英国出口一批货物,价值5000000英镑,4个月以后以英镑进行结算。5月10日,英镑对美元汇率为1.2美元/英镑,德国马克对美元汇率为2.5马克/美元,则英镑对德国马克套算汇率为3马克/英镑($1.2\text{美元/英镑} \times 2.5\text{马克/美元}$)。为防止英镑对德国马克汇率下跌,该公司决定对英镑进行套期保值。由于不存在英镑对德国马克的期货合约,该公司可以通过出售80份英镑期货合约($5\,000\,000\text{英镑} \div 625\,000\text{马克} = 80$)和购买120份德国马克期货合约($5\,000\,000\text{英镑} \times 3\text{马克/英镑} \div 125\,000\text{马克} = 120$),以达到套期保值的目的。具体交易过程如下:

在现货市场上,5月10日现汇汇率为3马克/英镑,5000000英镑折合15000000德国马克。9月10日现汇汇率为2.5马克/英镑,5000000英镑折合12500000德国马克。结果损失2500000德国马克。

在期货市场上,5月10日卖出80份9月期英镑期货合约(开仓),价格为1.1美元/英镑,总价值为5500000美元,买入120份9月期德国马克期货合约(开仓),价格为0.4348美元/马克,总价值为6522000美元。9月10日买

入 80 份 9 月期英镑期货合约(平仓),价格为 1.02 美元/英镑,总价值为 5 100 000 美元,卖出 120 份 9 月期德国马克期货合约(平仓),价格为 0.5 美元/马克,总价值为 7 500 000 美元。结果英镑期货交易盈利 400 000 美元,德国马克期货交易盈利 978 000 美元。

该出口公司在现货市场上损失 2 500 000 德国马克,在期货市场上盈利 1 378 000 美元。当时德国马克对美元的现汇汇率为 1.8500 马克/美元,则期货市场上的盈利折合 2 549 300 德国马克。期货市场上的盈利弥补了现货市场上的亏损,并有净盈利 49 300 德国马克。

二、外汇期货交易中的投机和套利交易

外汇期货投机作为外汇期货交易的另一业务,承担并分散了外汇期货套期保值者转移、规避的汇率变动风险,与外汇期货套期保值是相辅相成的。外汇期货套期图利则是外汇期货投机的引申,所以,这一节集中分析外汇期货投机和套期图利。

(一) 外汇期货投机

外汇期货投机,就是指通过买卖外汇期货合约,从外汇期货价格的变动中获利并同时承担风险的行为。投机者根据对外汇期货价格走势的预测,购买或出售一定数量的某一交割月份的外汇期货合约,有意识地使自己处于外汇风险暴露之中。一旦外汇期货价格的走势与自己的预测一致,则出售或购买以上合约进行对冲,可从中赚取买卖差价。如果外汇期货价格的走势与自己的预测相反,投机者则要承担相应的风险损失。外汇期货投机分为空头和多头投机两种类型。

1. 空头投机

空头投机,是指投机者预测外汇期货价格将要下跌,从而先卖后买,希望高价卖出、低价买入对冲。

【案例 10-6】

3 月 10 日,某投机者预测英镑期货将进入熊市,于是在 1 英镑 = 1.8930 美元的价位卖出 4 份 3 月期英镑期货合约。3 月 15 日,英镑期货价格果然下跌。该投机者在 1 英镑 = 1.8880 美元的价位买入 2 份 3 月期英镑期货合约平仓。此后,英镑期货进入牛市,该投机者只得在 1 英镑 = 1.8950 美元的价位买另外 2 份 3 月期英镑期货合约平仓。其盈亏如下:

$$(1.8930 - 1.8880) \times 62\,500 \times 2 = 625 \text{ (美元)}$$

$$(1.8930 - 1.8950) \times 62\,500 \times 2 = -250 \text{ (美元)}$$

在不计算手续费的情况下,该投机者从英镑期货的空头投机交易中获利

375 美元。

2. 多头投机

多头投机是投机者预测外汇期货价格将要上升,从而先买后卖,希望低价买入、高价卖出对冲。

【案例 10-7】

6 月 10 日,某投机者预测瑞士法郎期货将进入牛市,于是在 1 瑞士法郎 = 0.7387 美元的价位买入 2 份 6 月期瑞士法郎期货合约。6 月 20 日,瑞士法郎期货价格果然上升。该投机者在 1 瑞士法郎 = 0.7485 美元的价位卖出 2 份 6 月期瑞士法郎期货合约平仓。其盈亏如下:

$$(0.7487 - 0.7387) \times 125\,000 \times 2 = 2\,450 \text{ (美元)}$$

在不计算手续费的情况下,该投机者以瑞士法郎期货的多头投机交易中获利 2 450 美元。

(二) 外汇期货套期图利

外汇期货套期图利是一种较为复杂的投机行为。交易者同时买进和卖出两种相关的外汇期货合约,此后一段时间再将其手中合约同时对冲,从两种合约相对的价格变动中获利。外汇期货套期图利分为跨市场套利、跨币种套利和跨月份套利三种类型。

1. 跨市场套利

跨市场套利,是指交易者根据对同一外汇期货合约在不同交易所的价格走势的预测,在一个交易所买入一种外汇期货合约,同时在另一个交易所卖出同种外汇期货合约,从而进行套利交易。

【案例 10-8】

4 月 10 日,某交易者在国际货币市场以 1 英镑 = 1.43 美元的价格买进 2 份 6 月期英镑期货合约,同时在伦敦国际金融期货交易所 1 英镑 = 1.45 美元的价格卖出 5 份 6 月期英镑期货合约。之所以卖出 5 份合约,是因为伦敦国际金融期货交易所与国际货币市场的英镑期货合约的交易单位不同,前者是 62 500 英镑/份,后者则是 25 000 英镑/份。因此,为保证实际价值基本一致,前者买进 2 份合约,后者则要卖出 5 份合约。5 月 10 日,该交易者以 1 英镑 = 1.46 美元的同样价格分别在两个交易所对冲手中合约。其交易过程如下:

在国际货币市场上,4 月 10 日买进 2 份 6 月期英镑期货合约(开仓),价格为 1.43 美元/英镑,总价值为 17 850 美元。5 月 10 日卖出 5 份 6 月期英镑期货合约(平仓),价格为 1.46 美元/英镑,总价值为 182 500 美元。结果盈利 3 750 美元。

在伦敦国际金融期货交易所 4 月 10 日卖出 5 份 6 月期英镑期货合约(开仓),价格为 1.45 美元/英镑,总价值为 181 250 美元。5 月 10 日买进 5 份 6 月期英镑期货合约(平仓),价格为 1.46 美元/英镑,总价值为 182 500 美元,结果损失 1 250 美元。

该交易者在国际货币市场上盈利 3 750 美元,在伦敦国际金融期货交易所中亏损 1 250 美元,通过跨市场套利交易净盈利 2 500 美元。其中的原因就在于两个交易所的 6 月期英镑期货合约都进入牛市,而且国际货币市场的涨幅(0.03 美元/英镑)高于伦敦国际金融期货交易所的涨幅(0.01 美元/英镑),从而在国际货币市场做多头的盈利超过在伦敦国际金融期货交易所做空头的损失,净盈利正是来源于两个交易所该种期货合约的相对价格变动,即 $(0.03 - 0.01) \times 12\,500 = 2\,500$ 美元。

进行跨市场套利的经验法则是:

(1)两个市场都进入牛市,A 市场的涨幅高于 B 市场,则在 A 市场买入,在 B 市场卖出。

(2)两个市场都进入牛市,A 市场的涨幅低于 B 市场,则在 A 市场卖出,在 B 市场买入。

(3)两个市场都进入熊市,A 市场的跌幅高于 B 市场,则在 A 市场卖出,在 B 市场买入。

(4)两个市场都进入熊市,A 市场的跌幅低于 B 市场,则在 A 市场买入,在 B 市场卖出。

2. 跨币种套利

跨币种套利是交易者根据对交割月份相同而币种不同的期货合约在某一交易所的价格走势的预测,买进某一币种的期货合约,同时卖出另一币种相同交割月份的期货合约,从而进行套利交易。

【案例 10-9】

6 月 10 日,国际货币市场 6 月期瑞士法郎的期货价格为 0.5500 美元/瑞士法郎,6 月期德国马克的期货价格为 0.4200 美元/德国马克,那么 6 月期瑞士法郎期货对德国马克期货的套算汇率为 1 瑞士法郎 = 1.3 德国马克 $(0.5500 \text{ 美元/瑞士法郎} \div 0.4200 \text{ 美元/德国马克})$ 。某交易者在国际货币市场买入 10 份 6 月期瑞士法郎期货合约,同时卖出 13 份 6 月期德国马克期货合约。之所以卖出 13 份合约是因为瑞士法郎期货合约与德国马克期货合约的交易单位不同,前者是 125 000 瑞士法郎,后者则是 125 000 德国马克,而两者的套算汇率为 1:1.3。因此,为保证实际价值基本一致,前者买入 10 份合约,后者则要卖出 13 份合约。6 月 20 日,该交易者分别以 0.6555 美元/瑞士法郎和

0.5000 美元/德国马克的价格对冲了手中合约。其交易过程如下：

在瑞士法郎期货交易中，6 月 10 日买入 10 份 6 月期瑞士法郎期货合约（开仓），价格为 0.5500 美元/瑞士法郎，总价值为 687 500 美元。6 月 20 日卖出 10 份 6 月期瑞士法郎期货合约（平仓），价格为 0.6555 美元/瑞士法郎，总价值为 819 375 美元。结果盈利 131 875 美元。

在德国马克期货交易中，6 月 10 日卖出 13 份 6 月期德国马克期货合约（开仓），价格为 0.4200 美元/德国马克，总价值为 682 500 美元。6 月 20 日买进 13 份 6 月期德国马克期货合约（平仓），价格为 0.5000 美元/德国马克，总价值为 812 500 美元，结果损失 130 000 美元。

该交易者在瑞士法郎期货交易中盈利 131 875 美元，在德国马克期货交易中损失 130 000 美元，通过跨币种套利交易净盈利 1 875 美元。

进行跨币种套利的经验法则是：

（1）预期 A 货币对美元贬值，B 货币对美元升值，则卖出 A 货币期货合约，买入 B 货币期货合约。

（2）预期 A 货币对美元升值，B 货币对美元贬值，则买入 A 货币期货合约，卖出 B 货币期货合约。

（3）预期 A、B 两种货币都对美元贬值，但 A 货币的贬值速度比 B 货币快，则卖出 A 货币期货合约，买入 B 货币期货合约。

（4）预期 A、B 两种货币都对美元升值，但 A 货币的升值速度比 B 货币快，则买入 A 货币期货合约，卖出 B 货币期货合约。

（5）预期 A 货币对美元汇率不变，B 货币对美元升值，则卖出 A 货币期货合约，买入 B 货币期货合约。若 B 货币对美元贬值，则相反。

（6）预期 B 货币对美元汇率不变，A 货币对美元升值，则买入 A 货币期货合约，卖出 B 货币期货合约。若 A 货币对美元贬值，则相反。

3. 跨月份套利

跨月份套利，是指交易者根据对币种相同而交割月份不同的期货合约在某一交易所的价格走势的预测，买进某一交割月份的期货合约，同时卖出另一交割月份的同种期货合约，从而进行套利交易。

【案例 10-10】

2 月 10 日，某交易者在国际货币市场买入 1 份 6 月期德国马克期货合约，价格为 0.5785 美元/德国马克，同时卖出 1 份 9 月期德国马克期货合约，价格为 0.5426 美元/德国马克。5 月 10 日，该交易者分别以 0.5733 美元/德国马克和 0.5332 美元/德国马克的价格将手中合约对冲。其交易过程如下：

在 6 月期德国马克期货交易中，2 月 10 日买入 1 份 6 月期德国马克期货

合约(开仓),价格为0.5785美元/德国马克,总价值为72 312.5美元。5月10日卖出1份6月期德国马克期货合约(平仓),价格为0.5733美元/德国马克,总价值为71 662.5美元。结果损失650美元。

在9月期德国马克期货交易中,2月10日卖出1份9月期德国马克期货合约(开仓),价格为0.5426美元/德国马克,总价值为67 825美元。5月10日买进1份9月期德国马克期货合约(平仓),价格为0.5332美元/德国马克,总价值为66 650美元。结果盈利1 175美元。

该交易者在6月期德国马克期货交易中损失650美元,在9月期德国马克期货交易中盈利1 175美元,通过跨月份套利交易净盈利525美元。

进行跨月份套利的经验法则是:

(1)如果较远月份的合约价格升水,并且两国利率差将下降,则买入较近月份的期货合约,卖出较远月份的期货合约。

(2)如果较远月份的合约价格升水,并且两国利率差将上升,则买入较远月份的期货合约,卖出较近月份的期货合约。

(3)如果较远月份的合约价格贴水,并且两国利率差将下降,则买入较远月份的期货合约,卖出较近月份的期货合约。

(4)如果较远月份的合约价格贴水,并且两国利率差将上升,则买入较近月份的期货合约,卖出较远月份的期货合约。

【背景材料】

对外汇期货及期货交易的认识

一、日元外汇期货

日本自1886年起采用金本位制,并发行可以兑换金币的日本银行券。第一次世界大战期间,日本废除了金本位制。1964年日元成为可兑换货币。布雷顿森林体系瓦解后,日元于1973年起实行浮动汇率。此后,日元日趋坚挺,与美元的弱势形成强烈对照,成为一种较强的国际货币。

日本是一个自然资源贫乏、国土狭小的国家,经济发展的强劲推动力必须来自对外贸易。日本的进口额很高,但出口额更高,每年都有巨额的外贸顺差,是世界第三大进口国和出口国。日本经济20世纪80年代末期之前一直保持着很高的增长速度,1951~1973年国民生产总值年平均增长率为10.1%,在众多西方国家中首屈一指。1968年日本国民生产总值已达到1 428亿美元,仅次于美国,居世界第二位。1985年日本取代美国成为世界最大的债权国。虽然1985年日元升值给对外贸易造成了不利影响,但经过产业调

整,工业生产很快复苏,失业率降低。1991 年底至 1992 年初,日本金融丑闻迭出,经济开始萧条,增长速度减缓。目前日本经济尚未全面复苏,日本银行又再度降低利率,以期刺激经济发展。

日元期货交易主要在芝加哥商业交易所(CME)进行。

日元标准合约:

交易单位:12 500 000 日元

最小变动价位:0.000 001 日元(每张合约 12.50 日元)

每日价格最大波动限制:开市(上午 7:20~7:35)限价为 150 点,7:35 分以后无限价

合约月份:1、3、4、6、7、9、10、12 和现货月份

交易时间:上午 7:20~下午 2:00(芝加哥时间),到期合约最后交易日交易截止时间为上午 9:16,市场在假日或假日之前将提前收盘,具体细节与交易所联系

最后交易日:从合约月份第 3 个星期三往前数的第 2 个工作日上午

交割日期:合约月份的第 3 个星期三

交易场所:芝加哥商业交易所(CME)

二、英镑外汇期货

英国发展资本主义的历史很长,曾经是世界工业强国,整个 19 世纪和 20 世纪初,英镑一直是最重要的国际支付手段和中心储备货币。但自第一次世界大战起,英镑由盛到衰,1944 年布雷顿森林会议后,美元取代了英镑的世界金融霸主地位。自 20 世纪 30 年代席卷西方世界的经济危机后,英国经济一直处于萧条状态,二战的破坏更加重了对英国经济的削弱,使经济发展基本上处于停滞状态,1983 年的国民生产总值仅为 1948 年的 2 倍,财政连续 28 年出现赤字。英国企业竞争力下降,已经很难与其他资本主义国家相抗衡。虽然撒切尔夫人在任期间曾做过一些大胆的尝试变革,但经济增长的速度并没有很大的提高。尽管一度使国民生产总值的增长速度达到 4.8%,国内需求转旺,通货膨胀率下降,可是仍然未从根本上扭转英国经济的不利局面。总之,通货膨胀率和失业率长期居高不下,外贸收支连年逆差,经济状况不佳是导致英镑持续疲软的根本原因。

在 1947~1972 年间,英镑发生了 14 次危机。1992 年更是英镑史上最不幸的一年,9 月 16 日,英镑兑马克的汇率跌破欧洲货币汇率机制规定的浮动下限,纽约外汇市场的英镑兑马克汇率跌到二战后的历史最低点,英国中央银行为维持外贸远景及经济增长,不得不在一天内两次宣布降低利率。英国被

迫宣布退出加入不到两年的欧洲货币汇率机制。

英镑期货交易主要在芝加哥商业交易所(CME)进行。

英镑标准合约：

交易单位 $\text{£}2500$ 英镑

最小变动价位 0.0002 英镑(每张合约 12.50 英镑)

每日价格最大波动限制 : 开市(上午 $7:20 \sim 7:35$) 限价为 150 点 $7:35$ 分以后无限价

合约月份 $1、3、4、6、7、9、10、12$ 和现货月份

交易时间 : 上午 $7:20 \sim$ 下午 $2:00$ (芝加哥时间) , 到期合约最后交易日交易截止时间为上午 $9:16$, 市场在假日或假日之前将提前收盘

最后交易日 : 从合约月份第 3 个星期三往回数的第 2 个工作日上午

交割日期 : 合约月份的第 3 个星期三

交易场所 : 芝加哥商业交易所(CME)

三、期货真是零和游戏吗？

如何看待期货市场 , 仁者见仁 , 智者见智。有一个很有影响力的观点是“ 期货是一种零和游戏 , 不会产生新的价值 , 从长期看 , 投资者总体将是亏损的。这是期货与股票的重大区别 , 也是为什么股市发展与期市发展目前有这么大差距的主要原因”。

客观地说应开放地看待期货市场的功能与作用 , 以联系的观点去全面地了解期货这种投资工具。微观看 , 期货是零和交易 , 期货市场的交易就是在多空之间进行的 , 并不产生新价值 , 相反扣除交易费用后从较长一段时间看 , 期货交易者在期市的交易业绩总体是亏损的 , 也就是说 , 赚钱的是少数 , 亏钱的却占多数。这无疑是期市的现实情况。否认这点不是科学的态度。但期市的这种特点是由期货市场的功能设计决定的 , 期货市场公认的功能是通过套期保值来避险和通过交易达到价格发现 , 而不是筹集资金或主要作为投资工具。从事期货交易的投资者应该对这一点有充分的认识。

从宏观看 , 或者开放地看 , 期货市场并不是简单的零和交易。首先从事期货对于从事相关现货品种的交易商来说 , 很像是花钱买了一份保险 , 期货市场因而有了部分现货商支付的“ 保险金”。很多时候 , 对于较大的现货商来说 , 期货还是侦察兵 , 是试验产品。如粮食贸易商 , 从事相关期货的交易 , 必然对价格走势的敏感度和准确性把握更好 , 也多了一种便捷可靠的交易渠道 , 只要其投入的“ 侦察兵” 的数量合适 , 期货交易可作为整个经营的成本之一而不用过多在意“ 一地一城的得失”。其次对另一些人来说 , 期货的风险和收益都放

大的功能是吸引他们的原因,因此,他们愿意为这种功能付出一定的代价,这是一种机会成本,同买彩票很相似,买彩票的绝大多数人是准备不中奖的,他们买彩票是为了获得中奖的可能性,也就是说,他们愿意为这种概率付钱。同时,心理上的这种期待的感觉也是他们所需要的,可以表述为花钱买了一种概率较小的希望。期货与彩票的区别在于概率的不同,当然,期货交易中主动性和智慧性发挥的特点是买彩票无法比拟的。第三,对于有复杂和完整投资组合的机构或基金来说,不能把鸡蛋放在同一个篮子的原则使他们必须花一定的成本来获取投资组合的多样性,简言之,花钱买多样性。期货市场当然是他们不能忽略的重要选择,这使他们将其他投资上的部分收益转入期货市场。资料显示,当美国经济出现下降苗头时,若干国际大投资机构就开始降低其资产中金融资产的比例,而通过类似 LME 这样的期货市场增加对部分战略物资的控制,同时充分利用外汇期货、股指期货等进行部分避险头寸的交易。对我国来说,如果有更丰富的金融衍生品的话,机构和基金的投资组合也将有更完整和更多的选择。如股指期货可为股票交易者提供若干新的功能和选择,交易者可以利用股指期货来一定程度规避股市的系统风险,也可以利用股指期货的放大功能来追求高风险下的高收益,社会进步的表现之一正是提供的选择的多样性程度。一般而言,社会越进步,提供的选择越多,其发展程度也越高。上述分析可以表明,期货市场是建立在物资市场和资本市场的深厚基础上的,是一个开放的市场,有很宽泛的资金和需求的共同支持,而不是把多头和空头关在一个封闭的小房间里让他们搏杀,因而,与赌博是不能相提并论的。

从国家宏观经济整体来说,期货市场的功能是为整个经济体系服务的,是国民经济信息系统的一部分,又是经济风险预警系统的一部分,同时期市也是促进资金流动和财富正常转移的重要途径。经济要保持足够的活力,资金和财富的正常流动和转移是十分重要的,对有一定财富的阶层来说,投资需求是很大的,对投资工具的需求也是相当多样性的。如果国内没有这类的市场,相当部分资金会流向国外去寻求这样的市场和投资工具,很多时候,资本是有自己独立的意志的。当社会已经发展到这个阶段,部分资本已经有了这种需求,而我们这样一个大国却没有相应的市场的话,必然会给国家造成损失,那时候,就不是零和交易,而是“赤字交易”了,也就是说,资金直接流出国。

通过上述分析,我们可以得出这样的结论:在战略上,我们应充分重视期货市场的功能和作用,同时不应产生“一进期市,有去无回”的畏惧感。但在具体操作时,对于准备入市的投资者,应仔细分析自己是以什么样的目的入市的?自己在市场中又处于何种地位?是作为期现联动,套利交易,还是投资组

合的一部分,还是追求高风险高收益的?如果没有辅助手段和其他目的,凭自己的智慧与经验,在市场中有几成胜算?期货市场中的投资者并不是处在同一起跑线上的,有的交易者通过精心设计是可以使自己不处于“零和游戏”中的,这是期货的学问所在,也是期货的魅力所在,但同时也表明,期货市场是有门槛的,并不适合所有投资者。期市是对专业性、资金实力、技巧性要求更高的市场,期市青睐有准备的头脑。

四、某期货交易者谈对外汇期货市场的认识:期货交易不是赌博而是一门投资艺术

对于大多数人来说,期货交易是一种高风险的行业,因为有极少比率的交易者可以稳定获利(在国外的统计中只有5%~10%的交易者稳定获利)。期货交易确实有风险,人们在市场发生亏损,理由虽然很多,但有一种最严重,也是最容易犯的错误,那便是孤注一掷,把过多的风险资本投入单一的头寸。

我1993年底刚进入外盘外汇期货市场时,正赶上美国和日本贸易谈判,公司很多客户和经纪人均认为两国会和平解决贸易争端,于是纷纷进行抛出日元买进美元的交易,唯恐和谈的消息出来跟不上。但最终谈判破裂,美元兑日元的汇率从1:130一路下跌至1:90左右,许多客户损失惨重。事后仔细分析,其实当时大家都在参加一场赌博游戏,赌两国谈判结果。

其实期货交易不是赌博而是一门投资艺术。我认为交易者交易的目标是长年累月地稳定赚钱,而不应执著于大捞一票的机会,首要之务是保障资本,其次是追求获利以及最大的报酬。但大多数投资者往往忽略了这一点,而把自己的资本完全暴露在市场之中,这就是风险的存在。那我们应该如何做,才能在中长期生存,而不被淘汰呢?

首先,正确地认知这个市场。了解期货市场真正的运作方式以及大多数交易者何以发生亏损。你只有完全了解了市场本身(包括合约内容、历史走势、未来趋势、影响因素、技术分析、基本面等等),你才能把握住它。美国的交易大师比尔·威廉姆博士对期货交易是这样评价的:“大多数交易者之所以发生亏损,是因为他们采用了错误的地图而迷失方向。”

其次,制定一个完善的交易守则。交易守则的宗旨是尽量以客观而一致的态度交易,如果没有交易守则,你的愿望可能主导交易的决策。交易守则包括:

1. 根据计划进行交易,并严格遵守计划。拟定计划时你必须要知道你的交易是长期的、中期的还是短期的,并根据相关趋势设定止损位。设定止损是相当关键的,也是最重要但经常被违反的。市场有时就像只大鳄鱼,一旦被

它咬住腿,在你试图用手挣脱出来时,鳄鱼的嘴一张一合便同时咬住你的腿和手,你越挣扎陷得越深。所以交易的时候,一旦被市场证明是错误的,赶快认赔离场,不可心存幻想,认为市场将要向你预期的方向发展。

2. 顺势交易。趋势总共有三种:短期、中期和长期。每一种趋势都在不断变化,任何一种趋势的方向都可能与另外两种相反。另外,你也应该留意其他技术指标,尽可能预先掌握趋势可能反转的信号,以便市场反转时迅速离场。比如去年上海铜市场长期下跌,但过程中也有几波中期、短期的反弹行情。如果你把握住市场节奏,长线作空,逢短线反弹出局,一旦短线趋势发生反转时再进场作空,并持有至再次出现短线反转,你的收益将是很可观的。

3. 让获利头寸持续发展,追求卓越的报酬。如果你进行交易后,市场价格是朝着对你有利的方向发展,你不应该立即了结头寸,而应该持有并仔细观察市场的每个变化。当价格接近你预期的获利目标价位时,则了结三分之一或一半的头寸,同时将原来设定的止损点调高(调整至成本之上),这样不仅可以防范计算目标价位时出错,把更多的获利丢掉,又保障趋势突然反转时,你不会认赔离场。如果价格继续向有利的方向发展,则继续调高止损点,一旦趋势发生扭转,你仍然可以获利出局。

第三,建立资金管理系统。资金管理是配置金融资产,对投资资金进行风险控制的有力手段。现在国外很多投机基金多是采用风险控制加资金递增原则进行交易的,比如:一位刚刚进入期货市场的投机者,拥有10万元的交易资金,他最初的头寸应该控制在总资本的10%(1万元)以内,同时设定止损将潜在的损失控制在10%~20%(1000~2000元),这样他的亏损绝对不会超过总资本的1%~2%。就这种原则来说,即使有几次亏损你也有剩余资金进行下次交易,而不会因一两次的错误被市场淘汰。

如果我们在期货市场从始至终每次交易无论长短线都是遵照上面的几条原则来进行的,那么投机的风险对于我们来说就是可以控制的,虽然我们可能有几次失误,但总体下来我们还是可以赢利,正如优秀的篮球选手投篮命中率也只有30%~40%,但他们是最成功的。

本章小结

1. 期货即期货合约,是买卖双方分别向对方承诺在合约规定的未来某时间按约定价格买进或卖出一定数量某种资产的标准化合约。根据合约标的物的不同,可把期货分为商品期货和金融期货。金融期货包括利率期货、外汇期

货和股票指数期货。金融期货交易的基本功能主要表现为四个方面:增强证券市场的流动性且稳定了现货市场、转移风险、价格发现、给金融机构带来利益。

2. 世界各地的外汇期货市场的组织结构不尽相同,但都是参照 IMM 而来。外汇期货交易的基本规则有:定单或指令制度、公开叫价制度、保证金制度、逐日盯市制度、现金交割制度。外汇期货市场经济功能大致有:规避现货价格变动风险、风险投资和价格发现功能。

3. 外汇期货合约是指在未来的某个时间,按双方约定的汇率以一定数量的某种货币换取另一种货币(通常是美元)的合同。外汇期货合约是标准化的远期合约。外汇期货交易与远期外汇交易有明显的区别,表现在交易方式、交易参与者、契约交易单位、交易形成价格、履约保证、保证金制度、交易佣金、结算方式、交易参与者目的、交易监管上。外汇期货交易与远期外汇交易又有紧密的联系,主要表现在:交易的客体是完全相同的,交易原理是一样的,经济作用是一致的。

4. 外汇期货交易为人们规避外汇风险提供了很好的工具,同时也为人们提供了相对低成本的货币投机的途径。

5. 外汇期货套期保值是外汇期货交易最重要的经济功能。外汇期货套期保值是指预期将来某一时间要支付或收到一笔外币资产时,为了避免汇率变动带来的损失,在外汇期货市场买入或卖出相应的外汇期货合约以达到保值的目的,即在外汇期货市场采用与现货市场上买卖相反的对冲交易的方法来规避外汇价格风险,确保外币资产或负债免受汇率变动带来的损失。外汇期货套期保值有空头套期保值和多头套期保值两种类型。

6. 外汇期货投机作为外汇期货交易的另一业务,承担并分散了外汇期货套期保值者转移、规避的汇率变动风险,与外汇期货套期保值是相辅相成的。外汇期货套期图利则是外汇期货投机的引申。外汇期货投机是指通过买卖外汇期货合约,从外汇期货价格的变动中获得并同时承担风险的行为。外汇期货套期图利是一种较为复杂的投机行为。交易者同时买进和卖出两种相关的外汇期货合约,此后一段时间再将其手中合约同时对冲,从两种合约相对的价格变动中获利。外汇期货套期图利分为跨市场套利、跨币种套利和跨月份套利三种类型。

关键词汇

佣金经纪人 Commission Broket 开仓 Opening
 对冲交易 Reversing Transition 外汇期货 Foreign Exchange Futures
 利率期货 Interest Rate Futures 清算所 Clearing House
 商业交易者 Commercial Trader 基差交易者 Basic Traders
 差价交易者 Spread Traders 头寸交易者 Position Traders
 帽客 Scalpers 当日轧平头寸交易者 Day Trader
 市价定单 Market Order 限价定单 Limit Order
 到价定单 Spot Order 跨国套利定单 Saddle Order
 换月定单 Switch Order 公开叫价 Open Outcry
 保证金制度 Margin System 原始保证金 Initial Margin
 维持保证金 Maintenance Margin 变动保证金 Variation Margin
 逐日钉市制度 Market to Market Daily 套期保值 Hedge
 空头套期保值 Short Hedge 多头套期保值 Long Hedge

本章思考题

1. 金融期货交易有哪些类型？金融期货市场有何功能？
2. 试述外汇期货市场组织结构与基本规则。
3. 外汇期货市场有哪些基本功能？
4. 试比较外汇期货交易与远期外汇交易的异同。
5. 联系实际说明什么是外汇期货套期保值。
6. 举例说明如何进行外汇期货交易中的投机和套利交易的操作。

第十一章 外汇期权交易

从前两章中我们知道,应用远期外汇交易和货币期货交易可以有效地管理外汇风险,使外汇持有人在未来的数月或数年中获得一种有保证的汇率,使不确定性转化为确定性,从而避免未来汇率波动产生的影响。但是,选择确定性有时并不是最佳的办法。例如,在远期外汇交易中,如果市场汇率最终高于远期汇率,外汇买方选择确定性是有利的,而外汇卖方则是不利的。反之,如果市场汇率最终低于远期汇率,外汇卖方选择确定性是有利的,而外汇买方会因为自己放弃了盈利机会感到可惜。

从规避风险的角度看,期权是一种非常独特的工具。因为期权给予其买方的是一种权利而不是义务,使买方既可以避免不利的结果,又可以保留有利的结果。因此,期权为控制风险、管理风险,而不是单纯避免风险提供了一个理想的解决办法。

本章将介绍外汇期权的概念和类型、外汇期权的交易市场及其在规避风险和外汇投机中的应用,并讨论决定期权价值的因素,分析期权价值如何随着这些因素的变化而变动。

第一节 期权交易概述

一、期权的概念和分类

(一)期权的概念

期权(Option)又称为选择权,是指赋予其买方在规定的期限内,按双方约定的价格买进或卖出一定数量的某种资产的权利。对于期权的买方来说,期权合约给予他交易的选择权,在有效期内,期权买方可以行使其购买或出售标底资产(Underlying Asset)的权利,也可以放弃这个权利。但对于期权的卖方来说,他必须承担履行合约的义务,没有选择的权利。当期权买方按合约规定行使买进或卖出标底资产的权利时,期权卖方必须依约相应地卖出或买进该标底资产。在期权交易中,作为给期权卖方承担义务的报酬,买方通常应事先支付给卖方一定的费用,称为期权价格(Option Price)或期权费(Option Premium)。期权与远期外汇交易及货币期货合约最显著的区别,就在于上述的期权买卖双方权利义务

的非对称性,以及由此产生的买方向卖方支付的前端费用(期权费)。

(二)期权的分类

期权有两种基本形式:买入期权(Call Option)和卖出期权(Put Option)。买入期权是指期权买方有权在合约规定的期限内按协定价格买进一定数额某种资产。买入期权又称看涨期权,因为期权持有者通常是在预测某种资产的价格看涨时利用这种期权。若在期权的行使期内标底资产上涨,他可以执行合约买进该资产,然后再按上涨了的市场价格将它卖掉,从中赚取差价。相反,如果在期权行使期内该资产的市场价格低于协定价格,期权的买方就不会执行合约。

如果期权合同是约定买方出售资产,则称为卖出期权,由于在期权的有效期内,只有市场价格低于协定汇率时,买方才会执行这种权利,故卖出期权又称看跌期权。

无论是买入期权还是卖出期权,按行使期权的有效期限来划分,可分为欧式期权(European Style Option)和美式期权(American Style Option)。前者规定买方只能在期权合约有效期的最后一天(即交割日)才能执行合同,后者则允许买方在期权合约到期日之前的任何时间执行期权。显然,美式期权具有更大的灵活性。

例如,某投资者以每股10美元的期权费购买一份数量为100股、执行价格为100美元、到期日为7月第3个星期五的IBM公司股票的美式看涨期权,这意味着买方在支付期权费1000美元之后,在7月第3个星期五之前的任何时候都可以以每股100美元的价格购买IBM公司的股票。而期权的卖方收取了期权费,因而相应地要承担潜在的义务,即按合约价格卖出股票的义务。假使在合约有效期内股价上升到150美元,该投资者可以立即执行期权,以10000美元买入100股IBM股票,而后再到市场上卖出,其股票增值5000美元,减去购买期权所付的1000美元,可获利润4000美元(这里忽略了经纪人的佣金)。相应地,期权卖方必须以1股100美元的价格出售当前价值150美元的股票,从而遭受损失。看跌期权的情形则正好相反,IBM公司股票的看跌期权赋予了合约买方按协定价格卖出IBM公司股票的权利,合约卖方则要承担买入股票的潜在义务。

目前,许多基础金融工具包括股票、短期国库券、长期债券、外汇等,都有期权交易,按照期权合约的标底资产划分,金融期权合约可以分为利率期权、外汇期权、股票期权、股票指数期权等现货期权以及相应的期货期权。这些金融期权的交易量十分庞大,常常超过了与其相关的基础资产,在提供新的金融工具以进行风险管理方面扮演着重要的角色。

(三) 外汇期权

外汇期权(Foreign Exchange Option)又称货币期权(Foreign Currency Option) ,它给予期权买方在契约届期或期满之前以事先确定好的汇率 ,向期权卖方购买或出售一定数量某种外汇资产的权利。在期权行使期内 ,当行市有利时 ,期权买方有权执行期权 ,买进或卖出约定的外汇资产 ,而当行市不利时 ,他可以放弃买卖该种外汇资产 ,不执行期权。但是 ,期权的卖方则有义务在买方要求履约时 ,卖出或买进约定的外汇资产。

在外汇期权交易中 ,每一笔外汇期权都涉及到三种不同的价格 (1)协定汇率或者执行汇率(Strike or Exercise Foreign Exchange Rate) ,即期权合约中事先确定的买卖外汇资产的价格。(2)期权费 ,即期权买方支付给期权卖方的前端费用 ,代表外汇期权本身的价值。外汇期权费因交易类型、期限及汇率的易变性等因素而不同。(3)市场上外汇的即期汇率。

二、外汇期权市场

外汇期权买卖既可以在有组织的交易所内进行(Exchange Traded) ,也可以在场外市场进行。目前世界主要外汇期权市场基本上由两大部分组成 :以纽约、伦敦、东京为中心的银行同业外汇期权市场和以费城、芝加哥、伦敦为中心 ,以交易所为基础的市场。

(一) 有组织的交易场所

1982 年 12 月 ,费城股票交易所(Philadelphia Stock Exchange ,简称 PSE)在美国率先引入标准化的外汇期权合约 ,芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange ,简称 CME)和其他各国的交易所例如伦敦国际期货市场(London International Financial Futures Exchange ,简称 LIFFE)也随后跟进。标准化交易对于那些无法进入柜台交易市场的投资者特别具有吸引力。同时 ,银行也利用交易所市场来对冲与客户及其他银行的外汇期权业务中产生的风险。

交易所买卖的期权是一种标准化的合约 ,采用标准金额、标准期限 ,期权交易集中于几种主要货币。与交易所交易的期货合约相同 ,交易所场内期权的交易是通过清算公司来完成的 ,期权的买卖双方无需直接交涉。清算公司在买卖双方之间执行清算功能 ,保证并代理期权卖方办理交割 ,假如期权卖方违约 ,清算公司必须代替卖方经纪人 ,继续同买方经纪人完成交易。另外 ,如果外汇期权买方意欲中途转让合约 ,也是由其经纪人通过清算公司来办理。清算公司的这种居间保证作用 ,使得交易所期权买卖双方不必挂虑交易对方的信用 ,有利于交易所期权交易量的扩大。

近年来 ,不少交易所通过市场创新来增强交易所期权交易的灵活性和竞

争力。如费城股票交易所的联合货币期权市场(United Currency Option Market)向顾客提供一系列交叉汇率的期权产品以及欧式和美式两种期权交易,接受现金清算或传统的货币交割以打消顾客对离岸银行清算的疑虑。它还提供客户定制货币期权(Customized Currency Option),允许用户选择执行汇率、到期日(可长达两年)和期权价格报价方式(按单位货币报价或者按标底金额的百分比报价)。

(二) 场外交易市场

场外交易市场类似于一个经纪人与交易者的协会,协会的目标是提供一个将买者和卖者聚在一起的机制。那些想购买期权的投资者可以联系协会中一个会员公司,这家会员公司从自己客户或是其他会员公司的客户中找到一个期权卖方。如果找不到的话,这家公司就自己承担以一个较合适的价格卖出期权合约的责任。通过这种方式形成的市场称为场外交易市场或柜台交易市场(Over the Counter, 简称 OTC)。交易的一方通常是商业银行和投资银行,其交易目的是为了保持一定的期权组合头寸或通过一定的程序来进行套期保值。交易的另一方通常是投资银行的客户,比如基金经理、大公司的财务总监等。20 世纪的 80 年代和 90 年代,期权柜台交易市场得到了长足的发展。

银行通过场外市场出售美元对英镑、德国马克、瑞士法郎、日元、加拿大元,以及近年出现的欧元等货币期权。通过场外方式交易的期权的主要优势,是可以定制期权以满足公司的特定需要。例如,一位基金经理想购买到期日为 2003 年 9 月 6 日,数额为 400 万英镑,汇率为 \$ 1.5230/£ 的欧式看涨期权合约,在交易所内找不到恰好满足这些条件的期权产品。然而,此时却可能有很多投资银行愿意通过柜台交易方式满足这位基金经理的需求。此外,场外交易期权的金额常常比交易所内交易金额大得多,也不限于几种货币,可以进行交叉货币期权(并不都对美元)交易,且不必依靠市场开张。

但是,场外交易也存在自己的缺陷:一是没有居间担保的清算所机制,如果在买方执行期权时卖方不遵守协议,买方可能要花费高昂的成本诉诸法律。随着越来越多的跨国公司运用期权和互换等金融工具来进行财务管理,这种金融风险日益成为一个国际性的问题。二是场外交易期权的流动性相对较差,由于缺乏二级市场,在到期日之前期权买方不易将合约转让给第三方。

三、外汇期权合约

期权合约是期权交易的对象,场内交易市场的期权合约是一个标准化合约,场外交易虽不是标准化合约,但是也需要参照场内交易合约来制定。外汇期权标准化合约除了期权费之外,其他条件都是固定的(参见表 11-1),其主

要内容如下：

(1) 为便于交易,所有的汇率均以美元表示,如1英镑等于多少美元,1日元等于多少美元等。

(2) 合约金额。在交易所内,外汇期权以标准量交易,即每一份期权合约买卖外汇的数量是固定的,称为单位交易金额。如费城交易所现货期权标准交易金额为62 500欧元、31 250英镑、6 250 000日元、50 000加拿大元等等,芝加哥商品交易所合约金额是费城交易所的两倍,这样设计合约的规模方便两个市场的套利,使它们对市场参与者更具有吸引力。外汇期权交易的金额必须是单位交易金额的整数倍,用期权合约数量表示,如32份PHLX英镑合约,16份PHLX欧元合约,8份CME欧元合约等等。

(3) 协定汇率。协定汇率是合约中规定交易双方未来行使期权、买卖外汇的交割汇率。日元的协定汇率以万分之一美元表示,其他货币的协定汇率以百分之一美元表示。例如,JPY40 call代表每1日元的看涨期权的协定汇率为0.004 0美元,CAD60 put代表每1加拿大元的看跌期权的协定汇率为0.60美元。此外每个交易所还规定了协定汇率的变化间隔单位,如CME的欧元期货协定汇率间隔为1美分。

(4) 到期月份。到期月份是指合约的最后交割月份。期权合约有效期限一般不超过9个月,以3个月和6个月最为常见,其表示方法有1月循环,1—4—7—10,指1月份推出的合约,分别在4月、7月、10月到期;2月循环,2—5—8—11,指2月份推出的合约,分别在5月、8月、11月到期;3月循环,3—6—9—12,指3月份推出的合约,分别在6月、9月、12月到期。费城交易所外汇期权合约到期月为每年的3月、6月、9月、12月,同时,不在这个循环中的相邻两月也进行交易。

(5) 到期日。到期日是指期权买方有权履约的最后一天。芝加哥交易所外汇期权是在到期月的第3个周三前的第2个星期五到期,最后一个交易日是星期五,因为周六没有交易。

(6) 保证金(Margin)。期权卖方在买方要求履约时,有依协定汇率进行交割的义务,为了确保合约义务的履行,卖方须在订约时交付保证金。保证金通过清算会员缴存于清算所的保证金账户中,随市场汇率的涨跌,逐日结算,进行追加或提取。

(7) 期权价格或期权费。是期权合约的买方在买入期权合约时支付给卖方的费用,它是标准化期权合约中唯一的变量。期权价格通常有两种表示方式:一是按协定汇率的百分比报价,二是按每买卖一单位外汇所需美元成本来表示。例如,某笔协定汇率为每英镑1.5000美元的看涨期权,其期权价格可

标为 4% 或每英镑 0.06 美元。一般场外交易的期权价格采用前一种方式报价,而交易所期权合约采用后者。

表 11-1 期权合约规则

市场	币种	基础资产	标准代码	合约规模	协定汇率间隔	最小价格变动
CME	€	€ 期货	EUR	125 000	0.01	0.01
	¥	¥ 期货	JPY	12 500 000	0.0001	0.0001
	C \$	C \$ 期货	CAD	100 000	0.005	0.01
	£	£ 期货	GBP	62 500	0.02	0.02
PHLX	€	€ 现货	EUR	62 500	0.02	0.01
	¥	¥ 现货	JPY	6 250 000	0.05	0.0001
	C \$	C \$ 现货	CAD	50 000	0.005	0.01
	£	£ 现货	GBP	31 250	0.01	0.01

四、外汇期权行情解读

与外汇期货行情一样,西方一些主要报刊每日都要登载外汇期权行情,以使公众了解期权交易的有关信息。表 11-2 摘录了《华尔街日报》上刊登的瑞士法郎期权价格,该报只收录前一天在费城股票交易所已成交的外汇期权行情,实际的报价则包含了更多的协定汇率及期限的组合。

表 11-2 外汇期权行情表(费城股票交易所)

62500 Swiss Francs-cents per unit

Option and Underlying	Strike Price	Calls-Last			Puts-Last		
		Aug.	Sept.	Dec.	Aug.	Sept.	Dec.
58.51	56	—	—	2.76	0.04	0.22	1.16
58.51	56 1/2	—	—	—	0.06	0.30	—
58.51	57	1.13	—	1.74	0.10	0.38	1.27
58.51	57 1/2	0.75	—	—	0.17	0.55	—
58.51	58	0.71	1.05	1.28	0.27	0.89	1.81
58.51	58 1/2	0.50	—	—	0.50	0.99	—
58.51	59	0.30	0.66	1.21	0.90	1.36	—
58.51	59 1/2	0.15	0.40	—	2.32	—	—
58.51	60	—	0.31	—	2.32	2.62	3.30

在表 11-2 中,第一个栏目“Option and Underlying”是指前一交易日每 1 瑞士法郎的即期收盘价为 58.51 美分或 0.585 1 美元,有时《华尔街日报》的报价中会省略这个即期汇率。

第二栏是协定汇率,即期权买方行使期权时买卖每 1 瑞士法郎的美元价格,表中列出了从 \$0.5600/SF\$ 到 \$0.6000/SF\$ 的 9 种不同的协定汇率。

第三栏和第四栏分别是看涨期权和看跌期权的期权价格或称保险费,它们又进一步细分为三个小列,以区别 8 月、9 月和 12 月到期的三种合约。期权价格用买卖每一单位的瑞士法郎的美元成本表示,例如,一份 8 月到期、协定汇率为每瑞士法郎 0.585 0 美元的看涨期权合约,其期权价格为每瑞士法郎 0.0050 美元,一份期权合约金额是 62 500 瑞士法郎,那么,这份看涨期权总的期权价格是 $SF62\,500 \times \$0.0050/SF = \312.50 。在当天没有 9 月和 12 月到期的看涨期权成交,故表中相同协定汇率的看涨期权无行情显示。

从表中可以看出,协定汇率越低,对行使看涨期权越有利,故看涨期权的价格越高,因而看涨期权价格随协定价格上升而下降。看跌期权则相反,因为协定汇率越高,对卖出越有利,所以,期权价格随协定汇率的上升而提高。

第二节 外汇期权的功能

一、外汇期权的主要功能是规避外汇汇率波动的风险

(一) 外汇期权交易与其他避险方式的比较

20 世纪 70 年代以来国际贸易的发展,以及国际金融市场的汇率频繁波动,促使越来越多的交易商寻求更为有效的规避外汇风险的途径,期权的出现为他们增加了新的保值工具。进口商为防范支付货币汇率上升的风险,短期借贷者为防范还款到期时借款货币汇率上升的风险,可以购买看涨期权。如果到期时外币汇率上涨,他们可以执行合约买进对外支付或还贷所需的外币。而出口商为防范日后收回的外币货款汇率下跌的风险,可以购买看跌期权。如果到期时外币汇率果真下跌,他们可以执行合约卖出收回的外币。

与远期外汇和货币期货这两种保值工具相比,外汇期权交易不仅具有避免汇率风险、固定成本的作用,而且还具有一些独特的优点。

1. 期权交易无履约义务,因而克服了远期和期货交易的局限性。远期外汇交易合同一旦订立,双方都必须履约,即便合同到期时市场汇率朝与自己有利的方向变动,也要按预定价格履行合同的交割义务,从而不得不坐失本可得到的汇兑利益。而期权却有选择的余地,能在有利的行市变化中,获得无限盈利的机会。再从货币期货来看,外汇期货合约订立之后,虽然可以在行情变动有利时,于到期前进行反向交易冲销原契约,而不至于坐失汇率变动的好处,但期货合约双方都必须缴纳保证金,并每日按清算价计算盈亏,必要时须追加

保证金,否则,原期货合约会被拍卖掉。而期权的买方除了支付期权价格外,不承担任何义务,所以在订约时不必交保证金,到期前无现金流产生。

2. 期权买方从一开始就能预知最坏的情形,即最大的损失就是他所支付的期权费。期权类似于保险,期权买方支付期权费,以约定汇率的方法,使汇率逆向变动的风险受到限制。

3. 期权提供一系列的协定汇率上的期权费报价,可以说是保值交易中灵活性较大的一种,而远期外汇交易和货币期货交易都只能在市场现有的某个远期汇价上成交。

4. 期权无履约义务,因此常用作某些可能发生但不一定实现的收益或资产的最理想的保值方式。例如,参加国际投标的企业,中标后将会有一笔远期外汇收入。为防范汇率波动的风险,该企业可以卖出一笔同样金额和币种的远期外汇合约来进行保值,但是如果没有中标,企业仍必须履行合同,这将会使企业十分被动。这时,企业可以考虑选择外汇期权交易,根据预期外汇收入,买入相同金额和币种的看跌期权,在合同有效期,如果能中标,当汇率发生了不利的变化,即汇率下跌,企业可以履行合约以抵消外汇风险。假如没有中标,企业可以根据当时外汇汇率的变动情况,决定是否履行这笔期权合约,如果不执行合约,其最大损失仅为期权费。

(二) 外汇期权保值应用举例

【例 11-1】美国某进口公司预计在 11 月末要支付 250 000 英镑的货款。若不采取保值措施,当美元升值时,该公司可以直接在即期市场上以有利的汇率买入英镑,但如果英镑升值,该公司就有亏损的风险。因此,该公司在 9 月 16 日买入了 8 张费城交易所的英镑看涨期权,执行汇率为 $\$ 1.5000/\pounds$,12 月到期,该期权的价格是 $\$ 0.0220/\pounds$,经纪费用是每张合约 4 美元。这样,进口商已经从根本上确定了购买英镑的美元总支出成本不会多于:

$$8 \times (\pounds 31\,250) \times (\$ 1.5000 + \$ 0.0220) + 8 \times 4 = \$ 380\,532$$

这是进口商要付出的顶价,他已经被确保不会付出更多,但是他可以付得更少。进口商实际付出的美元取决于 11 月付款日的英镑现价。为了进行说明,我们假定到期日的即期汇率用 S_T 表示,则该进口商包括期权费和经纪费在内的美元净支出成本如下:

(1) 当 $S_T > \$ 1.5000$ 时,进口商可以行使期权,付出上述的顶价,也可以按市场价格出售期权,假设期权现在的市场价格是 $\$ 0.055$,支付 8 张合约卖出的经纪费 32 美元,然后,进口商在即期市场上以 S_T 的价格买入所需英镑,加上 9 月份花费期权费和经纪费的总成本为:

$$\pounds 250\,000 S_T - \pounds 250\,000 \times \$ 0.055/\pounds + \pounds 250\,000 \times \$ 0.0220/\pounds + 32 + 32 =$$

£ 250 000 S_T - 8 186

(2) 当 $S_T \leq \$ 1.500 0$ 时, 进口商不会行使买入期权, 而会以更便宜的价格买入即期英镑, 他可以让期权合约自行失效, 也可以以市场价格卖出这 8 张买入期权, 假设每张合约卖出的经纪费是 4 美元, 只要每张期权合约的市场价值高于 4 美元, 就可以出售, 这时进口商购买英镑的总价格是:

$$\begin{aligned} & \text{£ } 250\,000S_T + \text{£ } 250\,000 \times 0.0220 + 32 + (\text{期权卖价} - 32) \\ & = \text{£ } 250\,000S_T + 5\,532 + (\text{期权卖价} - \$ 32) \end{aligned}$$

如果每张期权合约卖出价格低于 4 美元, 则进口商购买英镑的总价格就是:

$$\text{£ } 250\,000S_T + 250\,000 \times 0.0220 + 32 = \text{£ } 250\,000S_T + 5\,532$$

最初的期权费和经纪费 5 532 美元, 在这个情况下就是不必要的花费。

【例 11-2】某日本出口公司将投标销售 50 万美元的药品, 开标日期在 3 个月后, 公司需卖出美元收回日元, 为避免中标时美元汇率下跌, 公司可以抛售远期美元, 但万一不中标, 公司将承担美元抛空风险。于是, 公司决定买入 3 个月期美元看跌期权, 执行汇率以日元表示, 为 ¥230/\$, 公司付出 ¥4/\$ 的期权费。在这个例子中, 假设卖出期权是美式的, 期权合约可以在到期前的任意时间执行, 但不存在期权再卖出的价值, 且忽略交易过程中的费用, 则日本公司已经确立了其每 1 美元价格的底线为:

$$\text{¥ } 230/\$ - \text{¥ } 4/\$ = \text{¥ } 226$$

同样, 我们假定到期日的即期汇率为 S_T , 若中标, 则该出口商出售每 1 美元的日元净收入为:

(1) 当 $S_T \geq \text{¥ } 230/\$$ 时, 表明美元上涨, 公司将不会以 ¥230/\$ 的价格行使美元卖出期权, 因为公司可以在即期外汇市场上获得更高收益, 公司获得的净收入为:

$$R = S_T - \text{¥ } 4/\$$$

从事后分析来看, 公司支付的期权费 200 万日元 ($\$ 500\,000 \times \text{¥ } 4/\$$) 就是它的全部损失。

(2) 当 $S_T < \text{¥ } 230/\$$ 时, 表明美元下跌, 公司将行使其卖出期权, 卖出每 1 美元公司将获得:

$$R = \text{¥ } 230/\$ - \text{¥ } 4/\$ = \text{¥ } 226$$

若投标不中, 期权到期时, 只要 $S_T < \text{¥ } 230/\$$, 该公司仍可行使期权, 然后买入即期美元向银行交割, 每 1 美元可获净收入:

$$R = \text{¥ } 230/\$ - \text{¥ } 4/\$ - S_T$$

值得注意的是, 利用保护性看涨期权和看跌期权的方式来进行保值, 其间

要涉及购买期权的成本,即期权价格。期权的购买成本与期权的保护功能之间维持着正向的变动关系。道理很简单,没有人愿意花更多的钱来买一份保护功能相对较低的期权。换言之,期权的价格越高,它所规定的价格对买方越有利。上例中3个月协定汇率的期权价格是¥4/\$,不论随后的情况如何变化,该公司都必须额外支付总价值200万日元的期权费。如果协定汇率是¥240/\$,那当然更好,但是对应的是必须额外支付更高的期权费。如果协定汇率是¥220/\$,保护功能毫无疑问将降低,但是同时买方所支付的期权费用也将减少。

二、利用外汇期权交易进行投机

(一) 外汇期权投机原理

外汇期权除了作为理想的规避风险的工具之外,还为交易商们提供了从事海外投机的利器。在外汇市场上,投机者根据自己对未来价格变动的预测,建立某种货币头寸(多头或空头),如果汇率发生了与其愿望相一致的变动,就可以结清头寸、赢得利润。若预测某外币的汇率看涨,投机者就购买看涨期权,当外汇汇率真的上涨时,他就执行合约买进外币,然后再把买进的这些外币按上涨了的市场汇率卖出,从中获取汇率差价。反之,若预测某外币的汇率看跌,投机者就购买看跌期权,当市场汇率下跌后,他可以在市场上以低价买进外币执行合约,从而获取买卖外汇的差价。与远期外汇和货币期货投机相比,期权投机者所承担风险是有限度的,一旦预测汇率走势出现错误,投机者最大损失是其向外汇银行支付的期权费。

利用外汇期权交易进行投机的另一途径是充当期权卖方,如果投机者相信某货币汇率短期内会下降,他可以卖出该外汇的看涨期权,假使他的判断正确,外汇期权的买方必定放弃履行合约,这样,投机者就赚取了一笔期权保险费。相反,如果他预测汇率在短期内上升,则可以卖出该外汇的看跌期权。但是,如果汇率预测出现错误,投机者就要承担现汇价格和协定价格之间的差价损失,从理论上讲,这个风险是没有限度的。故卖出期权通常不作为抵补保值的手段,而多为银行增加收入或投机商获利使用。

(二) 外汇期权投机策略

1. 买入看涨期权策略

当投机者预期某种外汇的汇率上涨时,他将买进该外汇的看涨期权。在期权合约的有效期内,若外汇汇率真的上涨,且涨至期权合约的协定汇率之上,投机者就可以执行该期权,从而获利,获利的多少视汇率上涨的幅度而定。这种上涨的幅度从理论上来说是无限制的。反之,若该外汇的价格下跌,且跌至

协定汇率以下的水平时,投机者可以放弃行使期权,这时投机者会有一定的损失,但损失最多限于投资者付出的期权费。总之,买入看涨期权策略为期权买方提供了有限亏损/无限盈利的空间。

我们用以下例子来说明买进看涨期权策略的应用。考虑如下情况:

假如有一笔英镑的欧式看涨期权交易,其执行价格为 K ,有效期限 4 个月,期权价格为每英镑 C 美元,由于期权是欧式期权,投机者仅能在到期日执行。如果到期时汇率低于 K ,则投机者将不会执行期权,而按市场汇率购买英镑,在这种情况下,投机者全部的损失为 C 。但如果市场汇率高于 K ,投机者将会行使该期权,假定到期时,市场汇率是 S_T ,则投资者可以用 K 的汇率购买这些英镑。结果,投机者每英镑的收益为:

$$(S_T - K) - C$$

显然,到期时英镑汇率越高,投机者的获利越大。

总之,只要 S_T 大于 K ,期权都会被执行,此时,投资者要么获得收益,要么减少损失。(见图 11-1)用公式表示如下:

$$\begin{aligned}\Pi &= \max(S_T - K, 0) - C \\ &= -C \quad (\text{如果 } S_T \leq K) \\ &= S_T - K - C \quad (\text{如果 } S_T \geq K)\end{aligned}$$

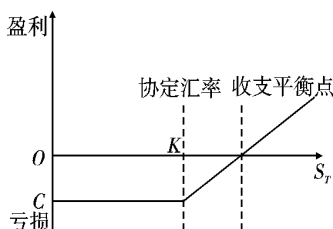


图 11-1 买入看涨期权的损益图

图中收支相抵点(Break-Even Point)的汇率是 S_T , $BE = K + C$

2. 买入看跌期权策略

看涨期权的购买者是希望汇率上升,这样他就可以按协定汇率从期权卖方那里购买外汇而获利,而看跌期权的购买者则希望汇率能够下跌,这样,他就能按协定汇率卖出外汇从而获利。汇率跌得越低,期权买方的盈利就越大,这种盈利空间也是无限的。如果即期汇率上升,买方最大的亏损也仅限于他所支付的那笔期权费,参见图 11-2。

3. 卖出看涨(看跌)期权策略

卖出看涨期权(或卖出看跌期权)策略也是外汇期权交易中简单而又基本的策略。这两种交易策略给期权的卖方提供无限的亏损/有限的收益的模

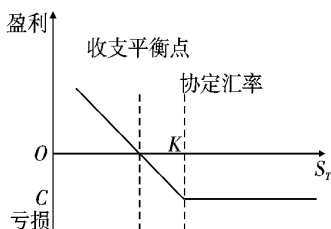


图 11-2 买入看跌期权的损益图

图中收支相抵点的汇率是 S_T , $BE = K - C$

式。

如果投资者坚信某种外汇汇率将不会上涨,那么他可以卖出看涨期权。投资者卖出看涨期权的利润仅限于他所得到的期权费。从图 11-3 中可以看到,如果到期即期汇率等于或低于协定汇率,期权卖方可以获得他的最大利润——期权费;如果到期时的即期汇率超过了协定汇率,但尚在收支平衡点以下时,随着即期汇率的上升,盈利就会减少;当即期汇率等于收支平衡点的汇率时,盈利为零;当即期汇率上涨到收支平衡点以上时,就会产生亏损,并随即期汇率的上涨而增加。这种亏损理论上讲是无止境的,因而使用这种策略时必须十分谨慎,只有在投资者确信未来即期汇率不上涨到协定汇率时,才可使用。然而尽管风险巨大,这种策略还是被一些投机家使用,因为如果行情看得准、运用巧妙的话,也可以由此获得很大的利润。

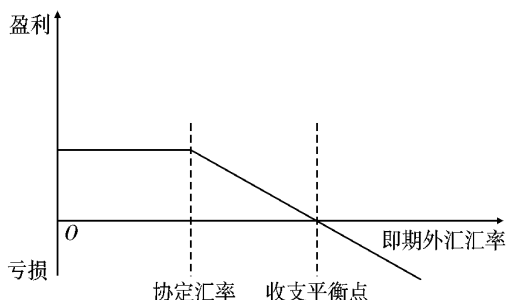


图 11-3 卖出看涨期权的损益图

卖出看涨期权的投资者在期权合约达成之后,可以立即得到买方支付的期权费,他可以利用这笔资金投资于国库券或其他短期债券,也可以用作其他的交易以减少风险,这是其他交易方式所不具备的优点,也是投资者愿意卖出期权的主要原因之一。

与卖出看涨期权相反,当投资者认为到期即期汇率不会下跌时,则可以卖出看跌期权。在卖出看跌期权策略中,投资者所能得到的盈利也是有限的,他

的最高盈利也仅限于他所得到的期权费。从图 11-4 中可以看到,如果市场如其所料,在到期时即期汇率等于或高于协定汇率,他得到最大盈利——期权费。如果到期时的即期汇率降到协定汇率之下,但是在收支平衡点之上时,随着即期汇率的下降,盈利就会减少;当即期汇率等于收支平衡点的汇率时,盈利为零;当即期汇率在收支平衡点的汇率以下时则会产生亏损,并且随着即期汇率的下跌而增加其亏损。这种亏损理论上讲也是无止境的,因而使用时也必须十分谨慎小心。然而与卖出看涨期权一样,投资者可以将期权费投资于其他资产,如果预期准确,可以多方获利。如果在期权上亏损,尚能从其他投资中得到补偿,因此,还是有许多投资者和投机家运用这一策略。

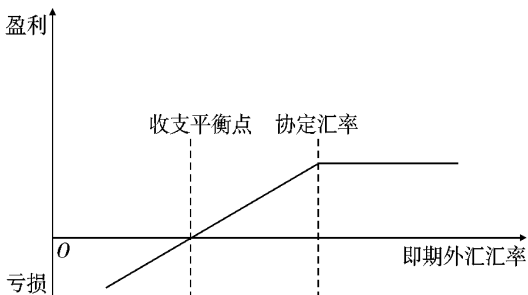


图 11-4 卖出看跌期权的损益图

4. 合成期权策略

期权不仅可以单独用作保值或投机工具,而且可以和远期交易或期货交易结合起来达到综合保值及盈利的目的。下面将举例说明交易所外汇期权的基本运用策略,即外汇期货搭配外汇期权的交易。

从上一章中我们已经知道,期货合约是一把双刃剑,其潜在收益和损失都是没有限制的。买入一个期货合约,如果市场价格上升,则可以获得利润,市场价格越高,获利就越大。理论上讲,如果市价上升不受限制,那么投资者盈利的空间可以是无限的。但是,当价格下降时,投资者可能遭受的损失也是无限的。而期权只是把单刃剑,对于合约的买方来说,其损益方面遵循无限收益/有限亏损的模式。

如果某交易商买入看涨期权或卖出看跌期权,说明他预期市场处于温和牛市,因为如果处于强劲的牛市,他会直接买入一个期货合约。同样地,投资者买入看跌期权与卖出看涨期权则是预期市场处于温和的熊市,卖出期货合约意味着强劲的熊市。以(++)表示强劲的牛市,以(+)表示温和的牛市,以(--)表示强劲的熊市,以(-)表示温和的熊市,上述期权期货买卖与市场状态的关系可用表 11-3 来表示。

表 11-3 期权、期货的买入/卖出与市场状态

市场状态	投资策略
强劲的牛市(++)	买入期货
温和的牛市(+)	买入看涨期权或卖出看跌期权
温和的熊市(-)	买入看跌期权或卖出看涨期权
强劲的熊市(--)	卖出期货

将这些期货、期权交易以不同方式组合起来,就会得到各种合成期权。例如,买入一个处于强劲牛市的期货,同时买入一个处于温和熊市的看跌期权,就形成了一个处于温和牛市的买入看涨期权的头寸。这很容易理解,因为买入期货所带来的强有力牛市倾向压过了买入看跌期权所带有的温和熊市倾向,从而使合成期权(买入看涨期权)带有温和的牛市倾向。表 11-4 显示各种组合得到的合成期权。

表 11-4 合成期权的形成

买入期货(++)	+	买入看跌期权(-)	=	买入看涨期权(+)
买入期货(++)	+	卖出看涨期权(-)	=	卖出看跌期权(+)
卖出期货(--)	+	卖出看跌期权(+)	=	卖出看涨期权(-)
卖出期货(--)	+	买入看涨期权(+)	=	买入看跌期权(-)

合成期权是一种迅速有效地改变交易者在交易所头寸的好方法。例如,一个投资最初认为市场是强劲的牛市,于是他买入期货。但某些事情的发生使他改变了对市场走势的看法,他认为市场可能是温和的牛市。如何使他的交易行为快速转变以符合他的预期呢?最方便的方法就是再进行一笔期权交易,卖出一个看涨期权,这种卖出的看涨期权具有温和熊市的特征,冲抵了买入期货合约的强劲牛市倾向,从而形成一个温和牛市的合成卖出看跌期权。

【例 11-3】某投资者买入瑞士法郎期货,期货价格为每瑞士法郎 54 美分,又卖出一张协定汇率为 54 美分的瑞士法郎看涨期权合约,得到买方支付的期权费为每瑞士法郎 1.60 美分,这样构成了一个合成卖出看跌期权,协定汇率为 54 美分,期权费为 1.60 美分。

如果期货到期价格为 58 美分,投资者在期货上能获利 4 美分,而由于卖出看涨期权,投资者可能要以 54 美分的价格卖出商品,这导致亏损 4 美分,加上获得的期权费,在期权合约上净亏 2.4 美分。因此,合成卖出看跌期权实际可获利 1.60 美分。当到期价格变动时,投资者在买入期货和卖出看跌期权方面的损益会发生不同的变化,具体的一些例子如表 11-5。

表 11-5 合成卖出看跌期权获利情况

期货到期价格	买入期货	+	卖出看涨期权	=	合成卖出看跌期权
58	4.00		-2.40		1.60
56	2.00		-0.40		1.60
54	0		1.60		1.60
52	-2.00		1.60		-0.40
50	-4.00		1.60		-2.40

这种外汇期货多头和卖出看涨期权的搭配利用了两者的损益对冲,达到了合成看跌期权的效果,从其损益图(见图 11-5)可知,它是买入期货的损益图与卖出现货看涨期权损益图的合成,其合并图形虚线部分形同“卖出看跌期权”的损益图,故又称“合成卖出看跌期权”。

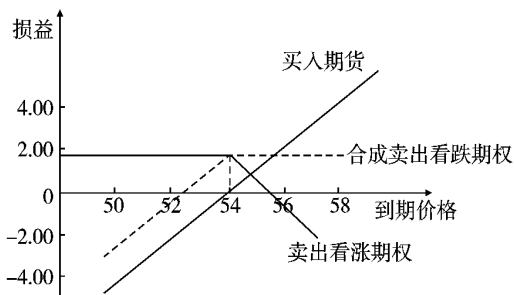


图 11-5 合成卖出看跌期权

以此类推,交易所的投机者还可以采用合成买进看涨期权、合成买进看跌期权或合成卖出看涨期权策略,其原理是一样的,这些合成期权为交易商们增加了新的变通获利的工具。此外,还可以运用不同的到期日或者不同执行价格的一组期权(看涨期权或看跌期权)来建立多种盈利模式,这可以适应投资者不同的目标。一组期权的盈利状况由买入或者卖出的头寸来确定,在确定整体盈亏情况时要考虑单个期权头寸的盈亏。

第三节 外汇期权价格的决定

一、外汇期权价格

外汇期权价格是外汇期权的买方向卖方支付的费用,是期权合约中唯一的变量,期权合约中的其他条件都是事先确定好的。期权价格的最后决定,必

须经过期权买卖双方经纪人在交易所内以公平喊价的方式进行竞争。

期权价格由两部分构成,即期权的内在价值和时间价值,用公式表示就是:

$$\text{期权价格} = \text{内在价值} + \text{时间价值}$$

(一)期权的内在价值

内在价值(Intrinsic Value)也称履约价值(Exercise Value)是指期权持有者立即行使该期权合约所赋予的权利时所能获得的收益。很显然,一种期权有无内在价值以及内在价值的大小,取决于该期权之协定价格与其标的物到期时市场价格的关系。

当看涨期权协定汇率低于即期汇率,或看跌期权的协定汇率高于即期汇率时,该期权买方行使权利,按协定汇率买入或卖出外汇能够获利或至少能弥补期权费用的成本,因此该期权具有内在价值,被称为实值期权(In the Money)。相反,当看涨期权的协定汇率高于即期汇率,或看跌期权的协定汇率低于即期汇率,该期权的买方若行使权利,按协定汇率买入或卖出外汇必然导致亏损,因此该期权没有内在价值,被称为虚值期权(Out of the Money)。不论是看涨期权还是看跌期权,当协定汇价与外汇即期价格一致时,期权买方行使权利后无盈亏发生,故该期权被称为平价期权(At the Money)。

实值期权、虚值期权和平价期权这三种状态期权是由协定汇率和外汇即期汇率的关系决定的,对于实值期权而言,协定汇率和即期汇率之差反映了期权买方履约后所得到的利润,我们称之为期权的内在价值。例如,有一份英镑的欧式看涨期权的协定汇率为\$1.70/£,在期权有效期内,当英镑的即期汇率为\$1.72/£时,该期权的内在价值为\$1.72/£ - \$1.70/£,即每英镑2美分。如果即期汇率低于\$1.70/£,该期权就没有内在价值,是虚值期权。可见,只有实值期权才具有内在价值。并且,在期权的有效期内,尽管期权协定价格是不变的,但其内在价值会随着外汇市场上的即期汇率的变动而变动。协定价格和即期汇价的差额越大,期权内在价值越高,表示行使期权合约所能实现的利润越大,因此,期权价格也就越高。

关于期权的内在价值有几点说明:第一,决定期权的内在价值,没有必要知道期权的期权费,我们只需知道期权的协定价格、基础资产的即期市场价格以及该期权是看涨期权还是看跌期权。第二,尽管欧式期权和美式期权在行使期权的时间规定上存在不同,但是它们在内在价值的定义上却是一致的。第三,虚值期权和平价期权的内在价值为零,但不会为负。

(二)时间价值

期权的时间价值(Time Value)是指期权购买方为购买期权而实际付出的

期权费超过期权之内在价值的那部分价值,其实是在期权合约的有效期内,期权的内在价值的波动给持有者带来收益的预期价值。看涨期权的时间价值等于在有效期内基础资产价格上升给其持有者带来的预期收益的价值。同理,看跌期权的时间价值等于在有效期内基础资产价格下跌给其持有者带来的预期收益的价值。例如,有一份英镑看涨期权在4个月后到期,期权合约约定价格为 $\$1.70/\pounds$,而英镑现货市场价格为 $\$1.60/\pounds$,这一期权的内在价值等于零。但是,在未来的4个月时间内,任何人都无法排除英镑的市场价格超过 $\$1.70/\pounds$ 的可能性,假如英镑价格上涨到 $\$1.80/\pounds$,那么该期权的持有者可以赚取0.1美元的利润,这一盈利就是期权的时间价值。可见,投资者有时愿意花钱购买一份虚值期权(即内在价值为零的期权),因为他们寄希望于在到期日之前即期汇率发生足够的变动,使虚值期权转变为实值期权。在合约尚未到期的一段时间内,市场价格还有变动的可能,虚值期权可能向实值期权变动,实值期权可以变得更为有利,期权获利或者更多获利的机会总是存在,结果是时间价值总为正,期权价格总是在一定程度上高于其内在价值。

对于美式期权而言,期权剩余有效期越长,其时间价值就会越大,因为对期权的买方而言,期权的有效期越长,其获利的可能性就会越大。而且有效期长的期权包含了有效期短的期权的所有执行机会,因此期权剩余有效期越长,其时间价值就会越大。对于期权的卖方而言,期权的有效期越长,风险也就会越大,因而期权的售价就会越高。另外,随着时间的延长,期权时间价值是递减的,当期权临近到期日时,在其他条件不变的情况下,其时间价值下降速度加快,并且逐渐趋向于零,一旦达到到期日,期权的时间价值也就为零,从而期权价格等于其内在价值(参见图11-6)。

因此,具有相同协定汇率的同种货币期权,由于交割期的不同,所含时间价值也就不同,进而期权价格就不同。假定某外汇期权交割期有3个月、6个月和9个月三种,在其他条件不变的情况下,9个月期权的价格要大于6个月的,6个月的期权价格又要大于3个月的(参见表11-2),这种期权价格的差异反映了时间价值的差异。

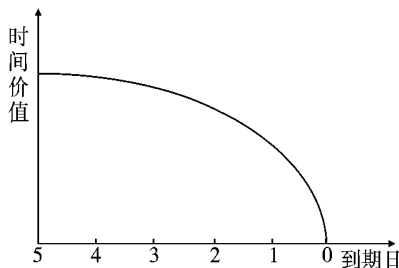


图 11-6 期权的时间价值与到期日

【例 11-4】一份协定价格为 $\$1.70/\pounds$ 、期限为90天的欧式英镑看涨期权的内在价值、时间价值和总价值的构成情况如表11-6所示(单位:美分/英镑)。

表 11-6 欧式英镑看涨期权的价值构成情况

即期汇率(\$/£)	1.66	1.67	1.68	1.69	1.70	1.71	1.72	1.73	1.74
内在价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
时间价值	1.67	2.01	2.39	2.82	3.30	2.82	2.39	2.01	1.67
总价值	1.67	2.01	2.39	2.82	3.30	3.82	4.39	5.01	5.67

在这个例子中,当即期汇率等于协定汇率 USD1.70/GBP 时,英镑看涨期权的时间价值最大,其期权价格 3.30 美分全部是时间价值。即当即期汇率与协定汇率差额为零时,期权的时间价值最大。当差额的绝对值增大时,期权的时间价值是递减的。所有虚值期权的期权价格中都只有时间价值。期权执行状态越不利,期权价格越低,因为,市场相信这种期权在到期之前实际进入可执行范围的机会远比平价期权低。如果即期汇率降低到 USD1.68/GBP,期权费降为 2.39 美分,当然,这 2.39 美分全部是时间价值。如果即期汇率上升到高于协定汇率,如 USD1.72/GBP,在期权内在价值为 2 美分($\$1.72/\text{£} - \$1.70/\text{£}$) 时间价值为 2.39 美分,期权总价格为 4.39 美分。

二、影响外汇期权价格的因素

外汇期权价格是由内在价值和时间价值共同构成,因此凡是影响期权内在价值和时间价值的因素都会影响到期权价格。我们把影响期权价格的因素分为以下 6 种:即期汇率、期权合约的协定汇率、交易期限、利率差、汇率波动幅度和远期汇率。表 11-7 归纳了这些因素及其对期权价格的影响。

表 11-7 影响期权价格的因素

影响因素	该因素上升所带来的结果	
	看涨期权	看跌期权
即期汇率	↑	↓
交易期限	↑	↑
远期汇率	↑	↓
利率差	↑	↓
汇率波动幅度	↑	↑
协定汇率	↓	↑

(一)即期汇率(Present Spot Rate)

即期汇率主要影响期权的内在值。看涨期权的内在值是该外汇的即期汇率高出期权协定汇率的差额。由此可见,即期汇率越高,期权的内在值就越高,从而期权的价格就越高。对看跌期权而言,其内在值为该期权的协定汇率高于即期汇率的差额,从而即期汇率越低,该期权的内在值就越高。

(二) 期权合约的协定汇率(Strike Price)

同即期汇率一样,期权合约的协定汇率也通过影响期权合约的内在值,进而影响期权价格。我们知道,期权的内在值是即期汇率与协定汇率的差额。假定即期汇率不变,对看涨期权而言,期权合约的协定汇率越高,其内在值就越低,从而期权的价格就越低。对看跌期权则相反。

(三) 交易期限(Time to Maturity)

如前所述,当期权合约的有效期限增加时,美式看跌期权和看涨期权的价值都会增加。但是,欧式看跌期权和欧式看涨期权的价值并不一定必然增加。这是因为欧式期权只有到期才能行使,有效期长的期权的执行机会并不一定包含有效期短的期权的所有执行机会。例如,考虑同一股票的两个欧式看涨期权,一个到期期限为1个月,另一个到期期限为2个月。假定,预计在6周后将支付大量的红利,红利支付会使股票价格下降。这就有可能使有效期短的期权的价值超过有效期长的期权的价值。

(四) 汇率波动幅度(Volatility)

汇率的波动幅度是指外汇市场上汇率变动的不稳定性,或者说汇率变动的程度大小。汇价波动幅度的测算通常是计算一系列已知现汇即期汇率的标准差。汇率波动幅度对于期权的时间价值具有很大影响,进而影响期权的价格。

由于期权买方的最大亏损仅限于期权价格,而最大盈利则取决于执行期权时的即期市场汇率与协议汇率的差额,因此汇率波动幅度越大,在到期日之前他掌握有利汇率的机会就越多,而卖方承受的风险也越大。期权买方会愿意付出比市场汇率平稳时更高的期权费。所以汇率波动的幅度越大,期权价格越高。

正是由于期权时间价值受到市场汇率波动程度的影响,才使得这种市场汇率的波动能够有效地调整和限制期权时间价值上下波动幅度,也就是当市场汇率的波动程度极大时,很高的期权时间价值就抑制这种不正常的波动,使市场上的期权的买方与卖方基本上能相互找到对方,不至于哄抢或竞抛某种期权。

(五) 利率差(Interest Differentials)

每个期权卖方都有一个潜在头寸的风险。例如,卖出一笔美元看涨期权,一旦美元升值,期权被执行,卖方就有可能亏损,诸如此类。为了抵补亏损,期权卖方会通过远期外汇买卖等,对潜在头寸的全部或部分保值,这必然牵涉到货币间的利率差别,因此货币利率差也是期权价格的影响因素之一。当利率差因A货币利率上升而B货币利率下降而扩大时,A货币的看跌期权(B货

币的看涨期权)价格下降。

(六)远期汇率(Forward Rate for Matching Maturity)

期权定价中并未直接用到远期汇率,但要使用到当前即期汇率和国内外货币利率,根据利率平价理论,期权定价实际上是以远期汇率为中心的。虽然这并不意味着市场预期未来的即期汇率和该货币的远期汇率相等,但远期汇率仍为投资者提供了有用的信息。远期汇率越高,期权投资者对未来汇率价格行情就会随之看好,因而会争相议定买进看涨期权,以便日后即期汇率上扬时,依约行使期权赚取汇差。这种对买进看涨期权的需求会导致看涨期权的价格上升,看跌期权的价格下跌。

最后值得一提的是,期权定价是所有衍生金融工具中最复杂的,它涉及到随机过程等较为复杂的概念。但是,上述的期权价格的影响因素却不难理解。实际上,正是基于对这些因素的定量分析,费希尔·布莱克(Fischer Black)、梅隆·斯科尔斯(Myron Scholes)和罗伯特·默顿(Robert Merton)发展了著名的期权定价模型,默顿和斯科尔斯因此被授予诺贝尔奖。由于个人计算机的普及解决了模型中复杂的计算问题,布莱克—斯科尔斯期权定价模型在金融市场上被广泛地应用在期权价格的确定过程中,大量的实践结果表明,期权价格的确是紧紧围绕着布莱克—斯科尔斯模型所揭示的数值上下波动。

【背景材料】

中国建设银行个人外汇期权业务简介

最近,我国不少大银行纷纷推出个人外汇期权业务,如中国建设银行、中国银行和交通银行等,这项业务增加了居民从事个人外汇业务的品种,它既为客户提供外汇保值的新方法,又弥补了个人外汇买卖业务只能做多、不能做空的不足,因此无论汇率如何变化,投资者都有可能从汇率变动中获利。

中国建设银行于2003年底推出个人外汇期权业务,它是指客户(期权的买方)有权在未来的一定时间内按约定的汇率向建设银行(期权的卖方)买进或卖出约定数额的外币,当然客户(期权的买方)也有权不执行上述买卖合同。为取得上述权利,期权的买方必须向期权的卖方支付一定的费用,即期权费。由此,期权的买方获得了今后是否执行买卖的决定权,而期权的卖方则承担了今后汇率波动可能带来的风险。下面介绍建行个人外汇期权业务的一些要点。

1. 服务对象:是在建行开立个人外汇存款账户的中国境内居民和在中国居住1年以上的外籍人士。

2. 交易币种及起点金额:个人外汇期权的交易币种包括美元、欧元、日元、

澳大利亚元、英镑、加拿大元、瑞士法郎,目前只涉及各币种与美元之间的外汇期权交易。目前客户到建行办理期权业务,起点金额需要在等值3万美元以上。

3. 交易期限:分为2周、1个月、3个月,到期日如果为非银行工作日或相关国际市场假期,则根据有关国际市场惯例调整到期日。

4. 交易方式和时间:目前建行个人外汇期权的交易方式为柜台交易。交易时间为每个交易日(周一至周五)的上午10:00~11:30,下午13:00~16:30。目前建行所办理的期权指欧式期权,即期权买方在期权到期日才能执行合同约定的权利。

5. 期权费:期权费根据币种、执行价格、期限等不同而有所不同,银行每天早上公布当天各币种、各期限的期权费率,且全天保持不变。建行柜台提供个人外汇期权服务暂不收取除期权费以外的手续费。

6. 执行价格和参考价格:执行价格为期权合同签订时建行公布的个人外汇买卖实时价格或实时价格加/减一定的点数。参考价格作为判断客户是否执行期权的依据,是指期权到期日北京时间下午14:00国际外汇市场价格,统一采用路透报价系统各币种报价的中间价。如果参考价格优于执行价格即客户执行期权有盈利,建行代客户执行该期权,并将客户收益存入指定账户。

7. 期权的平仓与执行:在期权到期日前,客户可在建行任意一个营业日向柜台询价卖出持有的期权。到期日客户无需再办理资金交割。

客户在申请办理个人外汇期权时,须委托银行在期权到期时有收益的情况下,由银行代为执行期权,并进行轧差交割。

建行默认的客户买入期权交割方式为轧差交割,即由建行代理进行期权的交割,并按照市场价格(北京时间14:00路透报价系统TKFE、AUDH=CADH=页面公布的各币种中间价)再做一笔反向的交易,所得盈利直接存入客户指定的账户。如客户(期权买方)选择按照期权合约进行交割,须向银行书面提示。

8. 客户办理程序:

(1)客户在个人外汇期权交易网点,与建行签订《个人外汇期权客户承诺书》。

(2)客户填写《个人买入外汇期权交易申请书》。

(3)客户在建行营业柜台出具的《个人买入外汇期权交易证实书》上签字确认。

(4)客户缴纳期权费(现金方式或转账方式均可)。

(5)客户应注意收取银行出具的《个人买入外汇期权交易证实书》的客户

联。

(6) 客户卖出期权时,须填写《个人买入外汇期权平盘申请书》,并向柜台出示未到期期权的《个人买入外汇期权交易证实书》。客户接受银行报价则在银行营业柜台出具的《个人买入外汇期权平盘证实书》上签字确认。客户卖出期权后,银行将期权费存入客户指定的账户。客户应注意收取《个人买入外汇期权平盘证实书》客户联和填写“已卖出”字样的《个人买入外汇期权交易证实书》。

(7) 到期日客户如选择执行期权,则必须在到期日下午 14:00 前,在指定的活期存折账户上存入足额的期权卖出货币,否则视为自动放弃执行权利。到期日北京时间下午 14:00,银行将根据客户账户情况自动进行轧差交割。

(8) 资金交割完毕后,客户应注意收取银行出具的《个人买入外汇期权交割通知书》客户联。

本章小结

1. 自 20 世纪 80 年代以来,外汇期权交易一直都很活跃,其交易量不断增加,参与者遍及金融机构、跨国公司甚至个人投资者,其参与目的主要是规避汇率波动的风险和赚取价差利润。

2. 外汇期权合约给予买方在某一预定的到期日之前,以事先确定的汇率买进(看涨期权)或卖出(看跌期权)一定数量某种外汇资产的权利。而当行情发生不利变动时,买方可以放弃执行合约,因此它为买方提供了有限损失/无限利润的盈利模式。

3. 投资者可以利用外汇期权来规避汇率波动的风险。对于未来一段时间(通常在 1 年以内)需要收回外币债权者或要支付外汇债务者,均可以利用外汇期权交易来防范外汇风险,而且比利用远期外汇交易来防范外汇风险更具有灵活性。无论是看涨期权还是看跌期权,一旦即期市场出现有利的行情,投资者都可以放弃履约,获得最佳的汇兑利益。

4. 外汇期权除了作为理想的规避风险的工具之外,还为交易商们提供了从事外汇投机的新工具。在外汇市场上,投机者根据自己对未来价格变动的预测,购买某种货币的看涨期权或看跌期权,如果汇率发生了与其愿望相一致的变动,就可以结清头寸、赢得利润。与远期外汇和货币期货投机相比,期权投机者所承担风险是有限度的,一旦预测汇率走势出现错误,投机者最大损失是其向外汇银行支付的期权费。

5. 卖出外汇期权也是市场上常见的一种投机方式。如果投机者相信某货币汇率短期内将会下降,他可以卖出该外汇的看涨期权,假使他的判断正确,外汇期权的买方必定放弃履行合约,这样,投机者就赚取了一笔期权费。相反,如果他预测汇率在短期内上升,则可以卖出该外汇的看跌期权。如果汇率预测出现错误,投机者就要承担现汇价格和协定价格之间的差价损失,从理论上讲,这个风险是没有限度的。

6. 期权价格取决于几个因素:资产的即期价格、执行价格、利率、距到期日的时间长短和汇率波动性。默顿和斯科尔等人的期权定价模型正是建立在对这些因素的定量分析基础之上,布莱克—斯科尔斯模型是当今评价金融工具期权价值最常用的方法。

关键词汇

外汇期权 Foreign Currency Option 期权费 Option Premium
 看涨期权/买入期权 Call Option 看跌期权/卖出期权 Put Option
 欧式期权 European Style Option 美式期权 American Style Option
 标底资产 Underlying Asset 合同金额 Contract Size
 即期汇率 Present Spot rate
 协定汇率/执行汇率 Strike or Exercise Price
 交易期限 Time to Maturity 定制货币期权 Customized Currency Option
 合成看涨期权 Synthetic Call 合成看跌期权 Synthetic Put
 期权内在价值 Intrinsic Value 期权时间价值 Time Value
 实值期权 In the Money 虚值期权 Out of the Money
 平价期权 At the Money 利率差 Interest Differentials
 汇率波动幅度 Exchange Rate Volatility 空头 Short Position
 多头 Long Position

本章思考题

1. 欧式期权与美式期权的区别是什么?哪种期权的交易价格更高?
2. 为什么交易所向期权卖方收取保证金而不向买方收保证金?

3. 假定美国一家公司有一笔应收账款,金额为 1 000 万欧元。为了规避外汇风险,该公司财务经理正在考虑用远期交易或外汇期权进行套期保值,请比较两种方式的利弊。

4. 一家日本公司购买了 1 年期 2 亿日元的欧式买入期权,其执行价格是 JPY240/USD,期权费是 JPY4/USD,无额外费用。假设 1 年期远期汇率是 JPY240/USD,在什么样的年末即期汇率范围内期权合约比远期合约更有利?在什么样的范围内不具有优势?

5. 假定你在 PHILX 购买一份日元的看涨期权,从而可以在两个月内以 USD0.01/JPY 的价格购买日元,但需付出期权费每 100 日元 1.26 美分,购买该看涨期权的总费用是多少?

6. 如果即期汇率是 USD0.86/EUR,3 个月后,到期的看涨期权的执行价格是 USD0.90/EUR,期权费是 USD0.05/EUR,该期权的内在价值是多少?

7. 假设有一份欧式看跌期权,执行价格是每英镑 1.35 美元,期权价格为每英镑 0.025 美元,买方持有该期权到期。在什么情况下,卖出该期权的投资者(即期权的空头)有盈利?在什么情况下期权被执行?画图解释在期权到期时,期权空头的盈利与到期日即期汇率之间的关系。

8. 某交易者购买了英镑的“熊市”差价,它包括费城交易所 3 月份执行汇率为 USD1.300/GBP 的一个看跌期权空头看跌期权多头和 3 月份 USD1.250/GBP 的一个看跌期权多头。

(1)如果前一个看跌期权的价格是 USD 0.055/GBP,后一个看跌期权的价格是 USD 0.022/GBP,付给熊市价差的净美元数是多少?

(2)如果英镑对美元贬值,交易者可获得的最大利润是多少?

9. 对于“牛市”差价回答同样的问题,它包括费城交易所执行汇率为 USD1.250/GBP 的一个看涨期权多头和执行汇率为 USD1.300/GBP 的一个看涨期权空头,前者的价格为 USD0.043/GBP,后者的价格为 USD0.015/GBP,交易者的最大利润是多少?最大损失是多少?

第十二章 金融互换交易

互换交易从 20 世纪 70 年代中期开始兴起,80 年代以来迅猛发展,现已成为流行于各大金融市场的重要筹资工具和风险管理工具,备受金融机构、投资者和公司财务主管的青睐。互换的功能比较多,具有期货和期权不具备的筹集低成本资金、选择融资币种和规避中长期利率和汇率风险的作用。广义的互换交易有 5 种基本类型:利率互换(Interest Rate Swap)、货币互换(Currency Swap)、信用互换(Credit Swap)、商品互换(Commodity Swap)和股权互换(Equity Swap),它们的基本原理相近但各自的应用领域不同,本章要介绍的是利率互换和货币交易的基本原理及其在金融管理中的应用。

第一节 互换交易的演变发展

在互换交易中,货币互换的产生要早于利率互换,从实际做法来看,互换是由 20 世纪 70 年代开始流行的平行贷款(Parallel Loan)演变而来的。当时,许多国家实行外汇管制,既限制本国公司从境外融资,也限制本国投资者向海外投资。例如,英格兰银行为了保证英国有充足的外汇储备,引入了美元溢价规定,即当英国的公司想要投资于国外资产时,须在美元溢价市场上以较高的价格购买美元,但是当收回投资出售美元时,却不能全部在溢价市场上出售美元,因此购买美元者会有部分损失。为了逃避外汇管制,英国的公司不在英国境内购买美元,而以借贷方式在英国境外得到美元。于是有些银行或证券经纪人安排了平行贷款。即由英国公司贷英镑给一家美国公司在英国的子公司,相应地,该美国公司也贷美元给英国在美国的子公司。这样,英国公司就可借贷款投资于美国公司,同时避开了外汇管制。平行贷款的流程见图 12-1。

平行贷款是两个独立的贷款协议,分别具有法律效力,因此它有两个缺陷:一是每笔贷款在资产负债表上都反映为一笔新的负债;二是两个贷款协议的权利义务不相联系,如果一方违约,另一方在法律上却仍有责任继续支付款项。为了避免第二个缺陷,另一种与平行贷款相类似的背对背贷款(Back-to-Back Loan)便应运而生。

背对背贷款的做法是美国公司贷款给英国公司一定金额的美元,同时,英国公司也将等值的英镑贷款给美国公司。两笔资金期限相同,按期各自支付

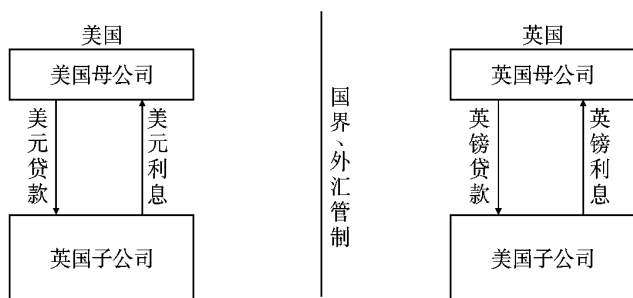


图 12-1 平行贷款示意图

对方利息,到期各自归还本金。背对背贷款如图 12-2 所示。



图 12-2 背对背贷款示意图

背对背贷款是两个国家的两个公司的直接贷款,尽管有两笔贷款,但却签订一个贷款协议,协议中明确如一方违约时,另一方有权自动从本身的贷款中抵消损失,以此作为补偿。这就使贷款双方的风险降低,而一个贷款协议也使文件简化了。从资金流程上来看,背对背贷款已具备了货币互换的基本形态。但是,背对背贷款涉及到跨国借贷问题,仍受到外汇管制的制约。因此,直到 1979 年英国取消外汇管制后才作为一种金融创新工具而出现。

20 世纪 70 年代末期,一些主要西方国家为适应浮动汇率制的新的国际金融环境而逐步放松外汇管制,这给跨国公司向其海外子公司直接融资创造了便利的条件,但浮动汇率制下的外汇风险明显加大。为解决这个问题,背对背贷款发展成为货币互换,作为金融市场上对长期外汇风险的保值工具继续存在。

进入 80 年代以后,两项新的因素促进了互换交易的规模迅速扩大和互换交易概念的延伸:一是资本市场国际化程度日益加深,货币互换交易得以成为联系全球资本市场的一个极其有用的工具;二是利率互换的出现,使得互换交易的影响迅速扩大。在 1981 年和 1982 年开始出现一种 5~7 年期的以 6 个月伦敦同业拆放利率为基准的浮动利率对固定利率的互换。这标志着互换交易工具的应用已从货币市场转到同种货币标价的信贷市场,使得在国际资本

市场上活动的各商业实体在中长期资产负债管理方面得到了一个新的极其有用的工具。

此外,银行在互换交易中角色变化,极大地增强了市场的流动性,导致 20 世纪 80 年代中期以来互换交易的急剧扩张。最初的时候,互换交易的双方由银行充当经纪人,银行的作用只限于撮合成交,成交之后收取一笔佣金,并不参与互换的具体交易。但随着市场的不断发展,银行的角色开始发生转换,在缺乏交易对手的时候,银行会自己充当互换的另一方,成为互换交易的主体。与此同时,银行也可以让两个并不完全相配的互换方达成交易,自己承担交易中的余额部分。这样,就产生了“互换仓库”(Swap Warehouse)的概念,即银行吸纳和储存不相吻合的互换,直到能发现各自相应的交易方为止。在这种模式中,银行自己承担利率风险、汇率风险及信贷风险,并且不再向互换双方收取佣金,而是通过向互换双方所报价格的差额(即买入价和卖出价之差)的形式来获取利润。

世界银行在 80 年代的互换交易发展中起到了重要的作用。1981 年 8 月,它与国际商用机器公司(IBM)做了一笔著名的互换交易。世界银行当时需要大量的瑞士法郎和西德马克以应付贷款之需,而瑞士法郎和西德马克资本市场比美元市场小得多,为了今后还能在市场上筹措所需瑞士法郎和西德马克,保持这两种货币的筹资余力,世界银行决定用筹措来的美元资金与 IBM 进行货币互换。而从 IBM 方面来看,它在此之前已从原联邦德国和瑞士资本市场上筹措了德国马克和瑞士法郎的固定利率债务。当 1981 年美元对这两种货币急剧升值时,IBM 从其外币负债美元价值减少中获得资本利得。例如,德国马克价值从 1980 年 3 月的 DM1.93/USD 下跌到 1981 年 8 月的 DM2.52/USD,因此,每 100 德国马克息票支付的美元成本从 51.81 美元下降到 39.68 美元。通过马克和美元的利率互换,IBM 就可以立刻实现其资本收入。IBM 和世界银行的互换交易由所罗门兄弟公司作为中介机构,世界银行发行了两笔欧洲美元债券,其中一笔和 IBM 的德国马克债券到期日相同,另一笔和 IBM 的瑞士法郎债券相符。世界银行同意支付 IBM 的德国马克债券和瑞士法郎债券的未来所有利息和本金,而 IBM 则同意支付世界银行美元债务的本金和利息。

现在,互换交易已经成为一种主要的金融工程技术,并发展出许多衍生金融产品,随着这些新产品的开发及先进的保值技术的不断涌现,银行现在可以根据客户的需求精确设计和定制不同的互换产品,互换保值不再限于由相互对称的交易双方组成互换对子来进行,而是通过与其他金融工具组合来进行货币和利率风险的综合管理,如综合运用即期、远期外汇协议、远期利率协议、

货币和利率期货、期权产品以及其他互换等等,为客户提供全面的风险管理服务,降低保值交易的成本。

在互换市场方面,在互换初级市场迅速发展的基础上,为了满足各种最终用户的要求,形成了互换二级市场。该市场的交易包括互换出售(或转让)、再互换、反方向互换及互换自动终止。据统计,互换交易的二级市场的交易量占互换总市场的20%~30%。互换二级市场得以迅速发展的因素主要有三个:一是信贷市场的迅速发展;二是互换交易在资产和负债管理上的广泛运用和互换市场流动性提高;三是一些大的英美金融机构倾向于把互换看成是可买卖的“证券”,它们竭尽全力促使合同标准化和市场惯例化,使二级市场交易变得更为容易。

第二节 利率互换和货币互换

互换交易(Swap Transaction)是指交易双方按照商定条件,在约定的时间内,交换一系列现金流的合约。它的两种基本类型是利率互换和货币互换。

一、利率互换

利率互换(Interest Rate Swaps)是指交易双方同意在未来的一定期限内互相交换以同种货币表示、以不同利率基础计算的现金流的一种预约业务。互换双方签订一份协议,然后根据协议各自向对方定期支付利息。在利率互换交易中,交易双方无论在交易的初期、期中还是末期都不交换本金。本金是交易双方的资产或负债,它并不转手,交换的是在名义本金(Nominal Principal Amount)基础上计算的不同特征的利息款项,交换的结果是改变互换双方资产或负债的利率。

(一)利率互换的5个要素

利率互换由交易双方订立合约,在约定时间后依据合约商定的条件按期互换利息的支付。利率互换中需要确定5个基本交易因素。

1. 名义本金金额

利率互换交易中固定和浮动利息的支付金额均以名义本金金额为基数来计算,名义本金相当于一张债券的票面价值。但是,在互换交易中,不发生本金的交易,所以这个数额只是名义上的。

2. 固定利率

固定利率决定固定利息支付的多少。固定利率水平在互换条款设立之初就确定下来,在整个合同执行期间保持不变,标准利率互换的市场价格由固定

利率决定。固定利率一般以年率或是半年率来表示。

3. 浮动利率

浮动利率是决定浮动利息支付多少的利率指数。对各主要货币来说,浮动利率一般是伦敦同业拆借利率(LIBOR)。固定利率报价通常都是对应6个月LIBOR平价,以每个计息区间开始时的LIBOR确定浮动利率方的利息支付水平,而实际支付则在这一区间结束时完成。

4. 支付的频率

标准的利率互换安排中固定利息的支付大多1年或者是半年1次,浮动利息的支付相应地,若以6个月LIBOR为参照指数,则每隔6个月进行一次。

5. 期限

利率互换的期限较长,通常为整数年,如1年、2年、3年、5年、7年和10年,有时甚至在15年以上。

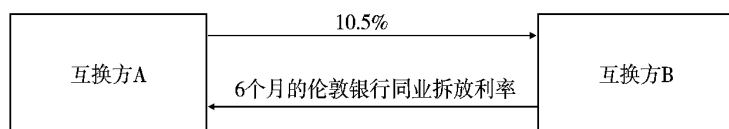
(二) 利率互换形式

利率互换的基本形式是固定利率对浮动利率的互换,其也有不同期限浮动利率之间的互换(如3个月浮动利率对6个月浮动利率)和不同基准利率之间的互换(如商业票据利率对伦敦同业拆借利率)等,下面重点介绍其中两种利率互换形式。

1. 息票互换

最常见的利率互换形式是一方对名义本金支付一笔固定利率利息,同时收到对方支付的按浮动利率计算的利息,两笔支付款是同一币种。当然,另一方收到的是固定利率利息,支付浮动利率利息,双方不交换本金的现金流量。固定利率在互换之初商定,浮动利率参照互换期内某种特定的市场利率加以确定。例如,一方同意支付名义本金为1 000万美元的固定利率为10.5%、期限为5年的利息,通过交换,该方收到名义本金相同,利率为6个月期的伦敦银行同业拆放利率的利息支付金额,如图12-3所示。

在实际利率互换交易中,由于互换双方交换的利息币种是相同的,故一般采取净额支付的方法来结算。如上例中,若利息支付时6个月的伦敦银行同业拆放利率为9.5%,则根据利率互换原理,互换方A应支付52.5万美元($10.5\% \times 1\,000\text{万} \times 1/2$)的利息给互换方B,而应从互换方B取得47.5万美元($9.5\% \times 1\,000\text{万} \times 1/2$)的利息,因此,在这一次利息交换期,只要交换方A支付利息总金额5万美元($52.5 - 47.5$)给交换方B就可以了。显然,在某一既定时期中,如果伦敦银行同业拆放利率低于10.5%,那么固定利率的支付方A将蒙受损失。反过来,如果伦敦银行同业拆放利率高于10.5%,互换



本金：1 000万美元

期限：5年

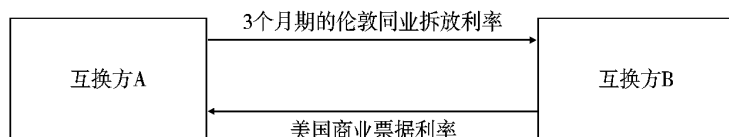
利息支付时间：固定利率和浮动利率均半年付息一次

图 12-3 息票互换示意图

方 A 将获益。

2. 基础互换(Basic Swaps)

利率互换的另一种情况是交换的利息支付额以两种不同的浮动利率指数进行核算,如 3 个月期的美元伦敦银行同业拆放利率对美国商业票据利率的互换交易,如图 12-4 所示。



本金：500万美元

期限：5年

利息支付：每3个月付息一次

图 12-4 基础互换示意图

(三) 利率互换的标价

典型的利率互换价格是指市场上一定期限的浮动利率(一般是使用 6 个月 LIBOR)与固定利率的交易,而以固定利率表示的利率互换价格。通常,对各主要货币均有 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年、7 年和 10 年期的互换。互换交易会按浮动利率的水平提供不同期限买入和卖出两种固定利率报价。买入价是交易商收取相同货币、相同期限 6 个月 LIBOR 利息收入时愿意支付的固定利率水平(年率或半年率)。相反,卖出价是交易商支付相同货币、相同期限 6 个月 LIBOR 利息收入时要求得到的固定利率水平。浮动利率在每个利息区间开始时确定,在每个时期终了时,即利率确定后 6 个月支付。所有的利息支付金额都以相同的本金为基础来计算。

【例 12-1】假定今天是 2001 年 3 月 3 日,你要为公司的一笔互换定价,目的是转让出 6 个月期的美元 LIBOR 利息支付,并且支付固定的美元利率。

通过路透社互换交易系统,可以看到表 12-1 中的数据。

表 12-1 互换价格行情

国债	互换价格构成		互换成本
	T	利差	
2 年期	7.64	47/54	8.11/18
3 年期	7.75	65/70	8.40/45
4 年期	7.78	68/76	8.46/54
5 年期	7.90	70/78	8.60/68

上表中 T 代表美国中期国债收益率,互换价格是互换交易商对期限 6 个月 LIBOR 所报的买价和卖价,它由一定年限的国债收益率加上一个利差 (Spread) 构成。由于债券的二级市场上有不同年限的国债买卖,故其收益率适用于不同年限的利率互换定价。而利差的大小主要取决于互换市场的供需状况和竞争的程度。利差一般是 50 个基点到 70 个基点,不同的报价人根据各自头寸的状况、市场供需状况,可以有不相等的报价。

以表 12-1 的 2 年期互换为例, $T+47$ 是买价, $T+54$ 是卖价,如果该美国公司要支付 2 年期固定利率,互换成本就是 2 年期国库券利率 7.64% 加上 54 个基点的互换利差,其总额为 8.18%。相反,如果公司想获取固定利率收入,总成本为 8.11% (两年期国债收益率 7.64% 加上价差 47 个基点)。

由此可见,决定利率互换价格高低的主要是国债收益率和利差两个方面的因素,因此,影响国债收益率与价差水平的因素都会影响到利率互换的价格。一般而言,影响定价的因素主要有以下几种:

1. 当前市场利率

在利率互换中约定的固定利率受当期资金的供求状况的影响。例如,2000 年的普通互换中的固定利率水平远远低于 1980 年的水平,是因为这一期间里市场利率显著降低。通常说来,互换协议中所确定的利率反映了协议时市场的利率水平。当市场利率上升时,互换利率也会随之上升;反之,当市场利率下降时,互换利率也会随之下降。

2. 市场对固定利率资金的需求状况

当市场对固定利率资金需求增加时,互换定价中的利差也会增加;反之,当市场对固定资金需求减少时,互换定价中的利差也会下降。例如,在同一时间 3 年期的利率互换价格为 3 年期国债收益率加上 60~70 个基点,而 6 年期的利率互换价格为 6 年期国债收益率加上 30~40 个基点,这表示 3 年期固定利率支付者较多,而 6 年期支付浮动利率的人较多,市场对 3 年期固定利率

资金的需求大于对 6 年固定利率资金的需求。

3. 市场利率的变化趋势

在互换交易中,互换双方一般会对经济状况的变化做出反应。例如,当预期利率将会上升时,许多金融机构想要互换出浮动利率而支付固定利率,但只有很少的机构会成为交易的另一方。在这种情况下,在利率互换中约定的固定利率将会比预期利率下降时高。

4. 从事互换的金融中介机构的数量

互换定价同时也会受到互换市场竞争状况的影响,如果参与互换交易的中介机构增加,中介机构为了扩大互换交易的规模进行竞争,则会使利率互换的买价和卖价的差价减少,反之,则差价增大。假设一家公司想要卖出浮动利率而支付固定利率,有好几家金融机构希望与它交易,那么这家公司可能谈成一个较低的固定利率。

5. 最终用户的信用状况

利率互换所依据的是市场上的利率行情,但是,利率行情只有一个相对的水平,并不是绝对的标准。资金市场上交易靠信用,不同等级的信用可以产生不同的价格。互换中的一方必须评估对方违约的可能性。例如,如果互换中一方的信用较高,或者有一家知名的金融机构同意为互换对方进行担保,则互换另方面面临的信用风险较低,双方将会达成较低的卖价和较高的买价。

二、货币互换

(一) 定义

货币互换(Currency Swaps)指的是持有不同货币币种、相同期限资产或负债的交易双方以商定的本金和利率为基础,而进行的货币本金和利息的互换。货币互换和利率互换的主要区别有三点:一是货币互换涉及不同币种的互换,利率互换一般只涉及一种货币;二是货币互换一般要交换本金,利率互换不交换本金;三是利率互换一般要采用差额结算,货币互换却很少采用差额结算。

这里讲的互换交易与第九章中讨论外汇市场上的掉期交易(Swap Transaction)使用了相同的英文术语,但它们却是两类性质不同的交易。其主要区别在于:(1)交易市场不同。货币互换交易通过互换市场达成,而掉期交易是外汇市场上进行的交易。(2)交易期限不同。互换市场上的互换交易是指 1 年以上中长期的货币互换,而外汇市场上的掉期交易是 1 年以内的货币交易。(3)采用的汇率存在差别。货币互换涉及本金和利率的互换两个方面,前后交割的汇率是一致的,一般采用交易时的即期汇率。而外汇掉期交易是在一个交割日售出一一种货币以换取另一种货币,并在此后另一交割日以预先规定

的汇率做一个反向外汇交易,购入一种货币而出售另一种货币,其前后两个反向交易的汇率是不一致的,这两个汇率差是按两种交易货币的市场利差计算出的升水或贴水。(4)支付形式不同。货币互换包含一系列利息和支付(或收取)的交换,而掉期并不包含利息支付及其交换。(5)目的不同。货币互换是交易双方相互交换不同币种、相同期限的资金债务或资产的本金及利率的一种业务,主要用于降低长期资金的筹资成本及资产负债管理中的利率和汇率风险防范。而掉期交易意在通过两笔同时进行的币种和金额相同而方向相反(一买一卖)的交易,改变交易者所持货币的期限,大多数情况下是运用于资金头寸的管理。

(二)货币互换的程序

下面以一个例子来说明货币互换的基本程序。

设A公司和B公司通过金融市场分别筹措到一笔英镑贷款和美元贷款,而A公司和B公司需要的和到期能偿还的又分别是美元和英镑,为了防止外汇风险,两家公司通过银行中介达成了一笔互换交易。

第一步 本金的初期互换。

A公司通过银行按即期汇率以英镑向B公司调换等值的美元。

第二步 利息的互换。

互换交易期间,交易双方按协定的利率,以未偿还本金额为基础,进行利息支付。即A公司按期向B公司支付美元利息,便于B公司支付美元贷款利息,并同时收取相应的英镑利息,用于英镑贷款利息的偿还。

第三步 本金的再次互换。

在合约到期日,双方换回交易开始时互换的本金,便于贷款本金的归还。这一交易的流程图如图12-5所示。

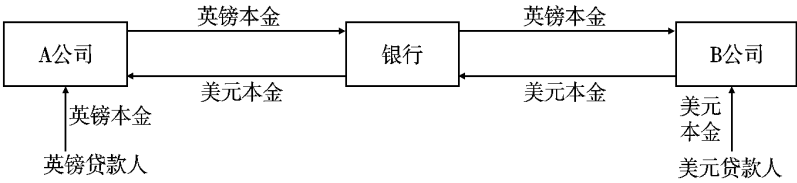
在货币互换中,也可以期初阶段不交换本金,一般是用于债务管理的货币互换。而期初互换本金的做法一般是在筹措资金时进行的货币互换,有些情况下,货币互换本金从期中到期末分几次交换。

货币互换是由于交易双方对货币市场未来行情的分析判断不同,或出于短期融资、调整外币头寸、价格目标管理、回避会计风险等不同的交易目的而达成的,不同的交易者对货币市场的走势判断的不同是互换市场存在的必要前提。

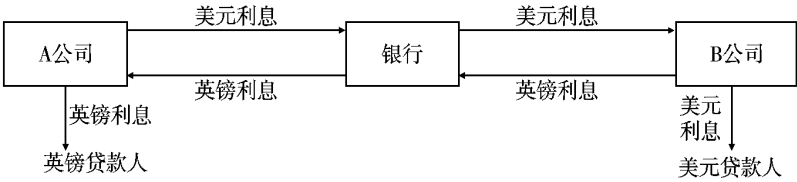
(三)货币互换的报价

一般而言,货币互换的本金互换采用即期汇率,即本金部分的交换从期初到期末均按成交时的即期汇率计算,而利息支付有两种方式,一是按互换后各自的利率计算,例如,美元对日元的期初汇率为¥135/\$,美元年利率是8%,

1.本金的初期互换



2.利息的互换



3.本金的再次互换

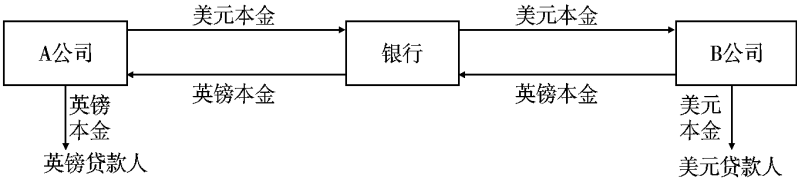


图 12-5 货币互换基本程序

日元年利率是 7.5% ,则一笔 100 万美元的贷款和日元贷款互换的各年限本利和如表 12-2 所示。

表 12-2 100 万美元与日元互换的本利和

年限	美元本利和 (1)	(1)的计算公式	日元本利和 (2)	(2)的计算公式
期初	1 000 000	1 000 000	135 000 000	1 000 000 × 135
1 年期	1 080 000	$1\,000\,000 \times (1 + 8\%)$	145 125 000	$135\,000\,000 \times (1 + 7.5\%)$
2 年期	1 166 400	$1\,000\,000 \times (1 + 8\%)^2$	156 009 375	$135\,000\,000 \times (1 + 7.5\%)^2$
3 年期	1 259 712	$1\,000\,000 \times (1 + 8\%)^3$	167 710 078	$135\,000\,000 \times (1 + 7.5\%)^3$
4 年期	1 360 488	$1\,000\,000 \times (1 + 8\%)^4$	180 288 334	$135\,000\,000 \times (1 + 7.5\%)^4$
5 年期	1 469 328	$1\,000\,000 \times (1 + 8\%)^5$	193 809 959	$135\,000\,000 \times (1 + 7.5\%)^5$

货币互换利息支付的另一种方式是参考交叉货币利率互换报价。例如 , 某公司有 1 000 万美元债务 ,利率为 6 个月 LIBOR + 0.4% ,期限 3 年。借款

期初美元对瑞士法郎即期汇率为 SF1.500 0/\$, 互换市场交叉货币利率报价为 6 个月美元 LIBOR 互换 9.08% 瑞士法郎固定利率, 公司决定进行这笔美元浮动利率债务对瑞士法郎固定利率的货币互换, 期初和期末以汇率 SF1.500 0/\$ 交换本金, 期中每半年一次进行利息交换, 该公司支付 9.48% 的瑞士法郎固定利率(9.08% + 0.4%) 给交易对方, 收取美元 LIBOR + 0.4% 的利率。

第三节 互换交易的功能

一、利用比较利益原理, 通过互换交易可以降低筹资成本

由于不同的资本市场对不同类型的借款人有偏好, 使不同的借款人在不同资本市场上筹集资本具有比较优势, 从而为借款人利用比较利益原理, 通过互换交易, 降低筹资成本创造了条件。在早期的利率互换市场上, 最终用户的主要动机是利用不同的筹资优惠条件, 来筹集便宜的资金。在典型的息票互换中, 信用等级高的公司筹集固定利率资金, 然后把这些资金互换给筹集浮动利率资金的信用等级较低的公司。

【例 12-2】甲、乙两公司筹集固定利率资金和浮动利率资金的成本如表 12-3 所示。

表 12-3 甲乙公司的筹资成本

	甲公司	乙公司	绝对信用差
资信等级	AAA	BBB	
直接筹集固定利率资金成本	10.80%	12.00%	1.20%
直接筹集浮动利率资金成本	6 个月 LIBOR 利率 + 0.25%	6 个月 LIBOR 利率 + 0.75%	0.50%

从表中可以看出, 甲公司无论在固定利率资本市场上还是在浮动利率资本市场上的资信均高于乙公司, 从而具有绝对成本优势。但是, 相比之下甲公司在固定利率资本市场上拥有比较优势, 而乙公司在浮动利率市场方面占有比较成本优势。双方如果按照比较利益原则, 利用各自较大的比较成本优势来进行利率互换交易, 则双方都可以以更低廉的成本获得各自所需资金。

假设甲公司需要一笔浮动利率资金, 如果自己直接筹集资金, 其成本是 LIBOR + 0.25%。乙公司需要一笔固定利率资金, 自己筹集成本则是 12.00%。现在双方进行互换交易, 甲公司代乙公司筹集固定利率资金, 筹资成本是 10.80%。乙公司代甲公司筹集浮动利率资金, 筹资成本为 LIBOR + 0.

75%。显而易见,甲公司为获得那笔浮动利率资金,愿意支付成本在 $\text{LIBOR} + 0.25\%$ 以下的任何代价,同样的,乙公司为获得那笔固定利率资金,愿意支付成本在 12.00% 以下的任何代价。根据比较利益原则,双方可在一定的幅度内商定价格。假设最后商定甲方向乙方支付的成本等于 LIBOR 水平,而乙方向甲方支付的成本是 10.90% 。则经过互换交易后,甲方得到那笔浮动利率资金的实际成本是 $\text{LIBOR} + (10.80\% - 10.90\%) = \text{LIBOR} - 0.1\%$ 。乙方得到那笔固定利率资金的实际成本是 $\text{LIBOR} + 0.75\% + 10.90\% - \text{LIBOR} = 11.65\%$ 。与双方自己原来的筹资成本比较,甲方节省了 $(\text{LIBOR} + 0.25\%) - (\text{LIBOR} - 0.1\%) = 0.35\%$,乙方节省了 $12\% - 11.65\% = 0.35\%$,即它们各自都节约了 0.35% 的成本。这一交易过程如图 12-6 所示。

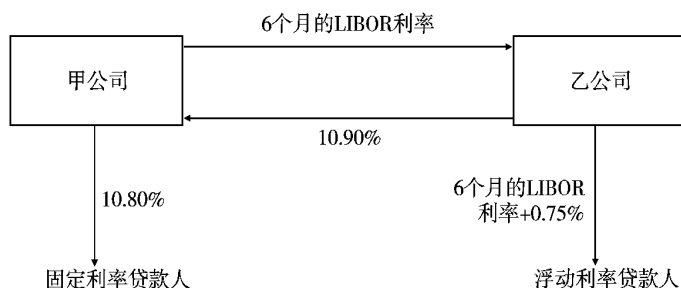


图 12-6 甲乙公司利率互换示意图

上述利率互换生动体现了比较优势原理在金融领域中的运用。一般而言,根据比较优势理论,只要满足以下两个条件,就可以进行互换交易:(1)双方对对方的资产或负债互有需求;(2)双方在两种资产或负债上存在比较优势。例如一个借款者希望为其业务开拓筹措瑞士法郎,但他可能无法在瑞士资本市场上筹集到低成本的资金。但是,该借款者能顺利地进入美元资本市场,并能按有相当吸引力的条件筹集到资金。假如这时另一个人拥有以瑞士法郎表示的净资产头寸,并且想获得低成本的美元资金,那么他们之间就存在货币互换的机会。通过货币互换交易还可以在从前尚未涉足过的市场上获得成本优惠的资金。比如,有一家银行曾成功地在东京证券市场发行过武士债券(以日元计价的外国债券),但从未在欧洲货币市场发行过债券,知名度不高。现在该银行想通过发行债券在欧洲货币市场上筹集 1 亿欧洲美元资金,必须支付很高的成本。结果,该银行先在东京市场发行武士债券,随后通过日元和美元的货币互换,最终获得所需的欧洲美元资金,这样核算下来的筹资成本较为优惠。

二、利用互换交易进行资产负债管理

互换交易可以用来调整财务结构,使资产负债实现最佳的搭配,以分散利率和汇率风险。比如,一家公司拥有的以外币表示的现金流入与支出,或者浮动利率负债与浮动利率资产在比例上不匹配,因而面临着汇率和利率的风险。它就可以寻找另外一家也面临着财务结构不匹配的公司并和它签署互换协议,从而使其外汇现金流收支匹配得更好(货币互换),或使其浮动利率的资产负债之间匹配得更好(利率互换)。

一般地,如果预测今后利率水平倾向于上升,投资者就把固定利率资产互换成浮动利率资产,而借款人则将浮动利率资产互换成固定利率负债,以规避远期利率变化的风险,或者利用有利的行情提高资产收益或降低筹资成本。相反的,如果利率水平预计下降,投资者将把浮动利率资产互换成固定利率资产,而借款人则将固定利率负债转换成浮动利率负债。这种互换之所以能够进行,原因在于交易双方抱着不同的交易目的和各自对信贷市场利率趋势的分析结果不同(参见本章后案例)。

类似地,货币互换亦可用于汇率风险的管理。如果预计A货币要升值,预计B货币要贬值,投资者将把B货币计价的资产互换成A计价的资产,而借款人将把A货币计价的负债互换成B货币计价的负债。

【例12-3】某公司筹集了1 000万美元的固定利率贷款,最近又与瑞士的一家进口商签订了一笔供货合同,瑞士公司将在未来的3年内以瑞士法郎支付货款,由于存在这笔预期的瑞士法郎现金流,该公司希望通过货币互换,在未来的3年中以瑞士法郎的支付代替美元支付。结果,该公司与一家互换中介机构达成货币互换,互换的本金为1 000万美元,美元利率和瑞士法郎利率都是固定的,该公司付出2.01%固定利率的瑞士法郎,而收取5.56%的固定利率美元,成交时的即期汇率为SF1.5000/\$。由于货币互换中一般使用即期汇率作为期初和期末本金交换的货币兑换率,因此,期初交易的本金为1 000万美元/1 500瑞士法郎,表12-4中显示3年期货币互换的现金流状况。

表12-4 A公司货币互换:支付瑞士法郎收到美元

互换要素	0年	第1年	第2年	第3年
美元固定利率		5.56%	5.56%	5.56%
交换本金	\$ 10 000 000			
收到美元现金		\$ 556 000	\$ 556 000	\$ 10 556 000
瑞士法郎固定利率		2.01%	2.01%	2.01%
交换本金	SF15 000 000			
支付瑞士法郎现金		SF301 500	SF301 500	SF15 301 500

在整个互换期间,A公司将分三期支付瑞士法郎,同时,收到三期的美元付款,在本例中,支付额是确定的。此后,A公司还须继续关注和判断其头寸变化,根据当前汇率和利率变化进行重新安排。如果瑞士法郎对美元升值,公司从会计上来讲将承受互换的损失,但同时,如果瑞士法郎利率上升,而A公司只需按互换协议支付2.01%的固定利率,因而从互换中获利。可见,互换中的盈亏问题在整个互换过程中一直存在。

值得一提的是,互换交易额不增加债务总额,并且不记入资产负债表,因此被称为受欢迎的表外业务。有时,它还被用以规避某些法令限制,比如外汇管制的规定、利率管理的规定以及税收方面的限制等等。

第四节 互换风险及其管理

互换交易的重要功能之一是进行资产负债管理,避免外汇风险和利率风险。但是,互换交易本身却也存在自身的风险,包括市场风险、信用风险、结算风险等等。近年来,银行大量从事互换交易引起相当的信用风险,引发监督者及国际银行业的关注。本节主要讨论互换中的市场风险和信用风险的管理。

一、市场风险及其管理

所谓的市场风险(Market Risk)是指在互换交易过程中,由于利率或汇率的变化使互换价格向不利于当事人方向变化而产生的风险。

互换交易的最终用户和中介人都有可能面对这种风险,对于最终用户来讲,它往往发生在互换交易应该成交而来不及成交,或者成交之后,互换价格发生了急剧变化的情况下,因此控制这种风险的最有效方法是在互换交易前后对汇率和利率进行较为准确的预测,及时进行互换和再互换交易。对于中介人来说,价格风险往往是在同某一用户达成一个互换协议,没有进行及时冲销的情况下产生。因此,控制这种价格风险的最佳方法就是及时地缔结一个对冲互换来了结风险。如果这种对冲使中介人的现金流入量与流出量相当,那么除了取得利差收入外,还可以达到价格完全保值的目。然而,由于如下两种原因,有时使这种对冲不能正常进行:一是迫于市场竞争的压力,互换交易的中介人不可能在寻好两个相反的互换交易的最终用户后,再分别同他们签订互换协议,而往往是在达成冲销互换以前就要承诺一个互换;二是寻找一个支付日、调整期、金额、利率类型完全匹配的冲销互换是非常困难的,一个互换可能要与多个反向互换进行对冲,单一货币利率互换不相匹配的状况比货币互换更甚。因此,互换交易中介人在作了一个单向互换后,最常用的保值方

法是通过债券市场进行套期保值。下面我们用一个例子来说明。

假定中介人和 A 公司同意一项 5 年期互换,当时 5 年期美国国债债券的收益率(用 T 表示)为 10%。中介人支付了 10% 加上 40 个基本点的固定利率,换取了 6 个月期伦敦银行同业拆放利率 LIBOR,为防止价格风险,中介人把互换暂时套成国债,几天后,中介人对互换进行匹配,这时互换价格为 $T + (50 \sim 40)$,但 5 年期美国国债债券收益已下降到 9.5%。

仅仅从互相匹配的互换头寸看,由于国债的收益率下降 50 个基本点,因此中介人在每一个支付日都要净支付名义本金乘以 40 个基点($9.5\% + 0.5\% - (10\% + 0.4\%)$)。见图 12-7。但是,由于中介人利用买卖相应数量的国债进行了保值,通过国债的买卖又净收入 50 个基本点,因此,通过收益和支出抵冲,中介人在此互换中赚取了 10 个基本点的收益。

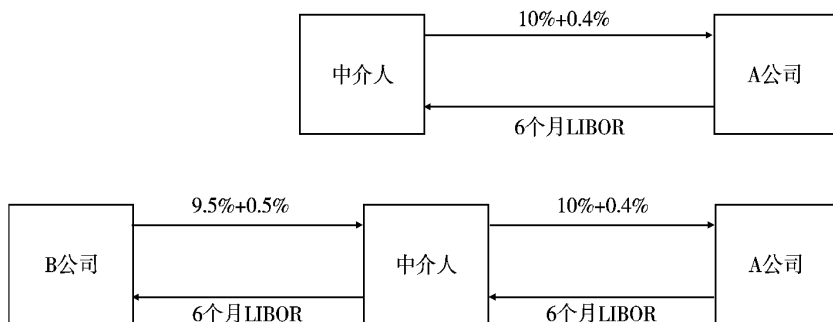


图 12-7 中介人互换头寸的市场风险

二、信用风险及其管理

信用风险(Credit Risk)是指当互换对于其中一方具有正的价值时,其对手一方可能会违约,那么该交易者就会丧失互换的累加净利的全部或部分。从某种意义上讲,这些风险是相互对应的,当市场变动有利于一方时,他将面临信用风险,如果市场变动不利,那么他的对手将面临信用风险。

如果利率下降,固定利率付款人将面临损失,因为他在市场利率降低的情况下还要付同样的固定利率,其债务值增加了。这个固定利率付款人对浮动利率付款人就构成信用风险。相反,如果利率上升,固定利率付款人就会有资本利得,因为其债务值下降了,这种情况下固定利率付款人面临来自浮动利率付款人的信用风险。因此,信用风险首先取决于利率波动,利率上升或下降使互换价值向正或负的方向变动。

当然,互换中介人也面临信用风险,对互换头寸进行调整匹配或套期保值并没有缩小这种风险。中介人所面临的信用风险取决于利率反向变动及互换对应双方违约的双重可能性。下例描述了当两个互换完全匹配时,由于对应方可能违约而造成的互换中介人所承受的信用风险。见图 12-8。

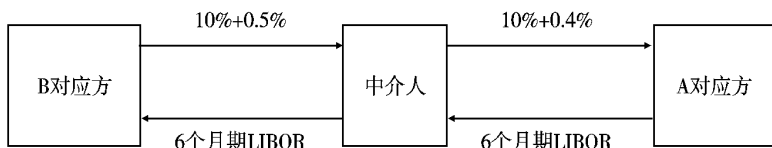


图 12-8 互换中介人承受信用风险例子

一个中介人同时承诺进行两笔 3 000 万美元的 5 年期息票互换。一方面它收到 B 方 10.5% 的收益($T + 50$ 点),代替支付 6 个月期伦敦同业拆放利率。另一方面,它向 A 方付出 10.4%($T + 40$ 点),收到 6 个月期的伦敦同业拆放利率,在支付日或调整日都没有匹配不当现象发生。因此中介人不承担价格风险,但是他仍承受信用风险。

当 5 年期国债收益率下降到 9.5% 时,中介人与 B 方的互换价值就增大,因为中介人将收到超过市场利率的收益。与此相反,与 A 方的互换价值会下降,因为中介人支付的利率超过了市场利率。如果这两笔互换在市场挂牌上市(即按现行利率计算),那么与 B 方互换所得的收益在金额上将等于 A 方互换中的损失。同样的道理,如果国债收益率上升,情况就正好与上面所述的相反,即中介人与 B 方的互换为负值,而与 A 方的互换为正值。

如果一家大银行本身有巨额互换头寸,同时又为许多其他公司的互换头寸做了担保,该银行一旦发生严重问题,不能履行它的付款义务,就将导致其他互换双方的现金流发生危机,迫使这些公司不能履行自身的互换或其他金融协议的付款义务。互换网络的全球化使单独一家金融中介机构的风险会蔓延到全世界。正因为如此,许多金融监管部门要求多渠道、多途径地分散市场风险。举例来说,银行监管部门要求,如果银行从事互换支付的担保,其巨额担保必须要持有相应数量的资本作为支持。同时,监管部门要求充分披露金融中介机构的互换和担保头寸。随着互换市场的不断发展,对互换市场信用风险的关注已经引起人们更大的重视。

在互换信用风险的内部管理上,可以通过限制对应方预期风险,对每段时期实际发生的风险定期监督来进行管理,某些情况下还可以要求抵押品。对于互换交易的最终用户来讲,则主要通过互换交易的事前管理来降低信用风险。

1. 慎选互换对方。若互换交易是同一个最终用户直接进行,在互换交易

协议签订前要通过多种渠道考察对应方的信誉和实力,根据信誉和实力的高低确定交换本金的大小。若是通过中介人进行互换交易,则要选择有经验而资信较高的银行作为中介人。

2. 慎订互换合同。目前一般采用“主合同”的方法,把交易中一切可能发生的事项都规定得极为详尽,以便日后作为履约的依据,一旦一方违约,另一方依据“主合同”有要求损害赔偿的权利。

【背景材料】

ISDA 及其“主协议”简介

ISDA 是国际互换交易商协会(International Swap Dealer Association)的简称,它是国际上最有影响的关于金融衍生产品交易的自律组织之一,成立于 1985 年。目前,该协会拥有来自 6 大洲 46 个国家的 600 家成员,这些成员涵盖了世界上从事衍生交易的主要机构和最终用户,还包括相关的咨询机构。ISDA 包括三级会员:主要会员、辅助会员和订购者。其中主要会员限于交易商,ISDA 由大型交易商主导,只有主要会员具有投票权,可以成为 ISDA 的官员。金融衍生产品市场的最终用户可以成为会员,但没有投票权,不能在 ISDA 任职。目前,我国的中国银行、中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行等国内大型金融机构均是 ISDA 的会员机构。

ISDA 的宗旨是促进协会成员金融衍生业务的高效发展,尤其是鼓励场外衍生交易稳健而高效的发展,制定和维持金融衍生产品的标准化文本。协会的主要目标是(1)提高交易效率,完善和维护衍生工具交易文件;(2)促进风险管理业务的发展;(3)鼓励提高商业行为的标准;(4)提高国际公众对这项业务的理解;(5)对成员机构以及立法、司法、文件、会计、税务、操作、技术和其他部门人员进行教育;(6)创造一个代表成员共同利益的论坛。

自成立以来,ISDA 一直致力于衍生交易中的风险识别和风险管理。其中一项主要成果是制定了“利率和货币互换协议”(Interest Rate and Currency Exchange Agreement, 简称为 ISDA 主协议)的标准文本,使场外互换交易有了统一的交易用语、标准的合同格式、统一的利率计算方式。该协议的实施,标志着金融互换进入标准化阶段,大大提高了互换交易的效率。自颁布之后,ISDA 的主协议成为市场参与者所使用的核心文件。

ISDA 的主协议第一次制定是在 1987 年,其后,随着市场的发展不断修改、补充和完善。为避免各国政府对 ISDA 主协议的不同解释,ISDA 向 34 个国家征求了法律和监管方面的建议,以保证其合法性。这些国家均向 ISDA 承诺,确认 ISDA 主协议的合法性。ISDA 主协议包括一个 14 页的文件和一个

4 页的程序表。通常交易双方在第一笔互换交易之前需要先行签订 ISDA 主协议,双方要充分讨论和修改各项条款,这样在以后的每一笔互换交易中就可以节省拟定和讨论文本的大量时间。主协议中明确交易双方的权利和义务,规定违约事件和终止条款,确定双方应遵守的市场惯例等,对交易者来说是十分重要的。签订主协议后,交易双方的每一笔互换均受“主协议”条款的约束,有了这样一个“主协议”,交易双方对于每一笔互换交易只需要一个确认函,确认每笔互换的交易日、生效日、到期日、利率、名义本金、结算账户等特定条款,就可以迅速成交,履行合约。主协议和确认函均构成对双方有约束力的合约。

随着金融衍生产品及其业务的发展,ISDA 不断修改和完善主协议的有关内容,并对新产品和交易制定新的主协议。1999 年 ISDA 公布了信用衍生产品的一系列定义,对 6 个信用事件进行了详细定义和描述。由所有主要交易商组成的金融市场律师团和 ISDA 密切合作,对各种金融衍生产品进行定义和描述。随着 ISDA 在金融衍生产品市场中地位的不断提高,ISDA 在司法判决中也起着越来越重要的作用。如 2001 年 4 月 2 日美国在 *Caiola V. Citibank* 的诉讼判决中就引用了 ISDA 的有关文件。2002 年,ISDA 又对其主协议进行了修改,主要是加入了损失衡量的规定、抵消、不可抗力事件以及补偿规定等等。

值得一提的是,ISDA 在行业自律中的垄断地位也存在一些隐患。如 ISDA 的先发优势为竞争者制造了进入障碍。ISDA 由少数主要的交易商控制,广大的最终用户缺乏主导权。在金融衍生产品市场上,最终用户虽然数量多,但分布广,他们在 ISDA 中没有投票权。ISDA 的主协议主要针对交易商和交易商之间的交易,很少针对交易商和最终用户之间的交易。

【案例分析】

A 公司通过三次利率互换降低筹资成本^①

某钢铁公司(简称 A 公司)在 1989 年 10 月份筹措了一笔 2 亿美元的银团贷款,贷款利率为 6 个月 LIBOR + 0.25%,贷款期限 8 年,宽限期 4 年半,宽限期后分 8 次等值还本,平均贷款期限为 6 年半。此后, A 公司密切关注市场行情变动,抓住利率有利变化的时机,作了三笔利率互换交易,以下是该公司三笔互换的具体做法。

^① 资料来源:转引自康灿华主编. 国际金融学. 企业管理出版社, 1995 年,并略作改动。

(一)第一次利率互换 浮动利率互换成固定利率

1989 年底,美元 6 个月 LIBOR 是 8.375%,A 公司筹资领导小组根据美元与英镑、澳元、加元等货币的利率水平差异,以及美元汇价长期下降的趋势等信息,预测美元利率中长期(2~7 年)6 个月浮动利率将在 6%~10.5% 范围内波动,而 1990 年上半年美元利率将有上升的可能,上升幅度为 0.5%~1%,为了避免长期美元利率上升的风险,该公司认为在 1989 年底把美元浮动利率债务互换为美元固定利率债务时机较好。

1990 年 1 月,该公司注意到当时互换市场的价格对该公司上述互换交易十分有利,因此直接与一家国外证券公司达成了 2 亿美元浮动利率债务互换为固定利率债务的交易。当时市场上 6 年期限的互换利率为 8.42%,由于该美元贷款从签约起已过了 3 个月,所以平均年限为 6.25 年,故互换利率为 8.50%,另外加上浮动利率的 0.25% 利差,最后这笔银行贷款的利率固定在 8.75% 水平,比项目设计的利率水平低 0.15%。该笔利率互换的资金流程如图 12-9 所示。

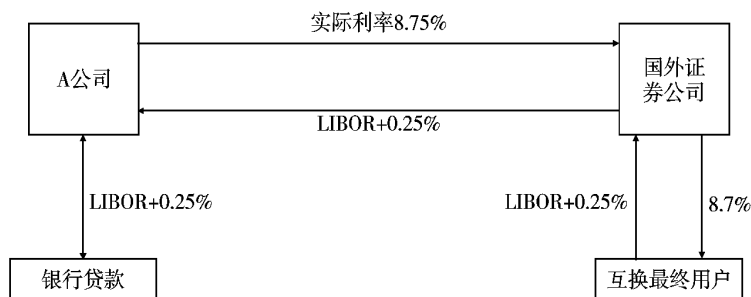


图 12-9 A 公司与外国证券公司的第一次互换流程

(二)第二次利率互换 固定利率互换成浮动利率

1989 年 11 月到 1990 年 4 月份,市场美元利率已上升了 0.75%,这同该公司以前预测的短期利率趋势是相吻合的。然而,进入 90 年代后,从各种数据显示,美国经济已经出现了衰退的迹象。根据二次世界大战后美国七次经济衰退情况来看,尽管其中程度有温和也有严重,然而大多数的衰退使利率下降的幅度是相近的,联邦基准利率大约下降 40%~60%,政府债券利率下跌幅度约 20%,如果 1990 年下半年美国真的进入经济衰退,市场利率必然会下降 2 个百分点。因此,1990 年 4 月,该公司及时调整他们对美元短期利率趋势的预测,认为此后的美元利率趋势是跌大于升。因此,该公司决定把固定利率债务再一次在国际市场上互换为浮动利率债务。

对于这笔利率互换交易该公司有以下两种方案可供选择:一是同第一笔

利率互换成交的证券公司成交第二笔利率互换,由于第二次利率互换同第一次利率互换正好是方向相反,故可以利用抵消终止交易的方法。当时,市场互换利率 8.75%(期限为 6 年)可互换到 6 个月美元 LIBOR - 0.5% 水平的浮动利率,这样可以根据债务的现金流量计算出一个现金值金额约为 750 万美元,由国外证券公司一次性支付给该公司,视为终止。这种方案的好处是:交易双方以后就不存在互换交易结算上的义务和职责,也不存在今后结算上的交割资金的风险。不利之处在于:由于两笔方向相反的交易是同一交易对手,故报价肯定是不理想的,有时与市场价格相去甚远。该公司由于这一原因,而没有采用抵消终止的办法与同一家国外证券公司做第二笔利率互换交易。而是采用了第二种方案,即另寻一家国外银行达成了第二笔利率互换,即前后两笔条件相同方向相反的利率互换是与两个不同的交易对手达成,这样虽然在整个互换交易期限里多了一些环节,并且承担了结算方面交割资金的风险,但是该公司能得到更优惠的互换利率。通过两次利率的互换之后,该公司的资金流程如图 12-10 所示。

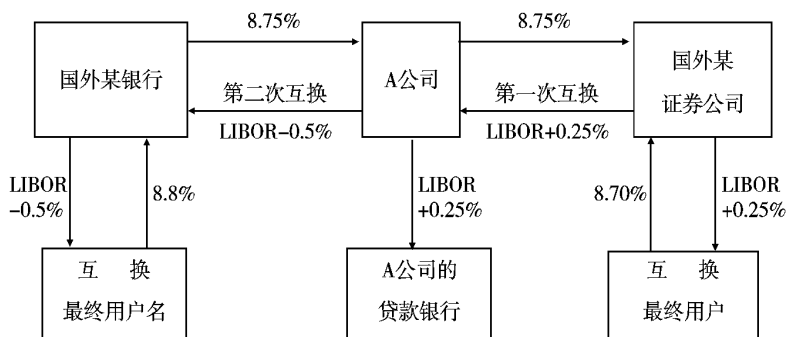


图 12-10 A 公司第二次利率互换的资金流程

(三)第三次利率互换:浮动利率互换为固定利率

A 公司通过两次利率互换后,它的债务又回到了美元浮动利率,但是,该浮动利率已比原银行贷款的利率低了 0.75%。由于 1990 年年中海湾战争,加深了美国经济衰退的进程,美元利率从 1990 年第四季度起明显下跌,到 1991 年 4 月,美元市场利率比 1 年半前下降了 2.5%,联邦基准利率已下调了 2.25%,该公司分析市场行情后认为美元利率在 6.25% 已跌至低谷,即使美元利率再有机会下降,估计不会超过 0.5%,利率回升的可能性很大。为了避免美元利率回升的风险,该公司决定在 1991 年 4 月中旬进行该美元的第三次利率互换,剩下的债务平均期限是 5 年,由于市场 5 年期互换价格是 8%,所

以该公司 6 个月 LIBOR - 0.5% 的债务可以互换为 7.5% 的美元固定利率债务。

总之, A 公司由于灵活运用利率互换交易, 通过前后 3 次利率互换, 最后使原贷款的美元浮动利率 6 个月 LIBOR + 0.25% 固定在 7.5% 的水平, 比设计的利率水平 (8.9%) 降低了 1.4 个百分点, 降低设计成本约 1 550 万美元。

本章小结

1. 互换交易是指交易双方签约同意在一确定期限内互相交易进行一系列支付的一种金融活动。它的两种基本类型是利率互换和货币互换。

2. 利率互换是指交易双方互相交换以同种货币表示、以不同利率基础计算的现金流的一种预约业务。互换双方签订一份协议, 根据协议各自向对方定期支付利息, 预先确定付息日期, 付息金额由名义本金确定, 以同种货币支付利息。典型的利率互换是市场固定利率与 6 个月 LIBOR 之间的互换交易, 其报价通常是互换交易商对浮动利率水平提出不同期限的买入和卖出两种固定利率报价。

3. 货币互换指的是持有不同货币币种, 相同期限资产或负债的交易双方以商定的本金和利率为基础, 而进行的货币本金和利息的互换。一般而言, 货币互换的本金部分交换从期初到期末均按成交时的即期汇率计算, 而利息支付有两种方式, 一是按互换后各自的利率计算, 二是参考交叉货币利率互换报价。

4. 互换交易的功能主要有两个, 一是利用比较利益原理, 通过互换交易降低筹资成本; 二是为中长期资产负债管理提供了一条行之有效的工具, 使互换交易的投资者或借款人可以规避汇率或利率变动的风险, 并利用有利的市场行情增加资产收益或降低负债成本。

5. 当进行利率互换时, 参与者会面临市场风险、信用风险和结算风险。市场风险是指在互换交易过程中, 由于利率或汇率的变化使互换价格向不利于当事人方向变化而产生的风险。信用风险反映了互换协议中的一方不能履行支付义务的可能性。对这两种风险必须进行适当的管理。

关键词汇

互换交易 Swap Transaction 利率互换 Interest Rate Swaps
 货币互换 Currency Swaps 平行贷款 Parallel Loan
 背对背贷款 Back-to-Back Loan 互换仓库 Swap Warehouse
 名义本金 Notional Principal Amount
 伦敦银行同业拆借利率 LIBOR 国债收益率 Treasury Note Yield
 基点 Basic Point 利差 Spread
 比较优势 the Comparative Advantage 市场风险 Market Risk
 信用风险 Credit Risk

本章思考题

1. 举例说明货币互换和利率互换的交易过程。
2. 简述货币互换和外汇市场掉期交易的区别。
3. 固定利率对浮动利率互换的必要条件是什么？
4. 举例说明比较优势原理与互换交易的联系。
5. 某储蓄银行与一家信用等级很高的著名公司商定了固定利率与浮动利率互换，该储蓄银行确信这家公司不会发生违约。你同意这种观点吗？为什么？
6. 某保险公司商定了固定利率支付与浮动利率支付互换的可赎回互换，假定在互换到期日以前利率持续下降，你认为该保险公司会持有互换直到到期日吗？为什么？
7. 某保险公司安排了3年期息票互换，将以8%的固定利率支付与LIBOR上浮1%的浮动利率支付互换，名义本金为5 000万美元。LIBOR预期在未来3年每一年末分别为7%、9%和10%。计算在上述预期的假设下，每年该公司利率互换的收入（或支付）的美元数额。
8. 假定有A、B两家公司，A公司需要获得5年期的1 000万英镑的借款，B公司需要5年期1 500万美元的借款，外汇市场上英镑对美元的汇率为GBP1 = USD1.5000。由于两公司信用等级不同，两国金融市场对它们的熟悉程度不同，因此市场向它们提供不同的固定利率，见下表。

	A 公司	B 公司	绝对信用差
直接筹集美元成本	8.0%	10.0%	2.0%
直接筹集英镑成本	11.6%	12.0%	0.4%

为了利用各自的比较优势,A、B 两公司决定进行债务互换,A 公司先以 8.0% 的利率借入 5 年期 1 500 万美元,B 以 12.0% 的利率借入 5 年期 1 000 万英镑。然后,双方进行本金的互换,即 A 公司向 B 公司支付 1 500 万美元,B 公司向 A 公司支付 1 000 万英镑。假定 A、B 公司商定双方平分互换利益,试计算两家公司最终实际筹资成本并画出货币互换的流程图(假定汇率水平不变)。

9. 某日本跨国公司在许多国家从事业务,但它传统上是在国内市场上筹集资金,拥有大量的日元长期债务。随着公司全球业务扩张,现在公司有相当数量的外国货币头寸,尤其是美元头寸。如果今后日元升值,公司将承受汇率损失。因此该公司希望进行一系列的货币互换业务,用美元支付债务,收取日元。假定公司委托一家知名度较高的银行(互换中介)与另一公司达成货币互换协议,将一笔本金为 50 亿日元、固定利率为 5%、期限 3 年日元贷款互换为美元债务,并支付美元固定利率 7.4%,每半年交易双方互换一次利息,互换交易终止时互相交换本金。成交时的即期汇率为 ¥156/\$。

(1) 计算在互换过程中,该公司每年现金流(包括本金和利息)。

(2) 如果在签约之后的次日,该公司改变主意希望赎回互换,假定所有利率不变,但是汇率由 ¥156/\$ 变为 ¥154/\$,计算该公司互换的盈亏。

第十三章 外汇风险及其管理

自从 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系这一以美元为中心的固定汇率制度崩溃以来,浮动汇率成为当今世界的主导汇率形式。在浮动汇率下,国际货币汇率的频繁剧烈波动成为国际金融市场的常态,因此外汇风险的管理成为国际经济活动的重点内容。研究掌握外汇风险的防范方法是学习国际金融学的基本要求。

通过本章学习,要求掌握外汇风险的概念及分类,了解外汇交易风险、会计风险和经济风险的度量方法,熟练掌握外汇风险的管理理论和管理方法。

第一节 外汇风险概述

20 世纪 70 年代后浮动汇率的盛行,使金融市场动荡不安。例如 1971 年在布雷顿森林体系崩溃之前,1 美元可以兑换 350 日元,而 1985 年美元对日元的汇率是 1: 250,1990 年是 1: 150,1993 年是 1: 125,到了 1995 年 3 月,1 美元只能兑换 85 日元,日元升值之快令众多企业蒙受巨大的损失。20 世纪 90 年代以来,从欧洲货币体系危机中英镑和里拉危机,到墨西哥金融危机,从东南亚金融危机,到日、韩、俄、巴西、阿根廷金融动荡,国际金融危机频频爆发,汇率波动剧烈,涉外经营企业的外汇风险日益凸现。随着我国加入 WTO 和汇率体制的改革发展,我国企业将面临日益增大的外汇风险。因此,了解掌握外汇风险,加强外汇风险的管理是至关重要的。

一、外汇风险的概念

外汇风险(Foreign Exchange Risk 或 Foreign Exchange Exposure),又称为汇率风险,是指由于汇率波动而使以外币计值的资产、负债、盈利或预期未来现金流量的本币价值发生变动从而给外汇交易主体带来的不确定性。这种不确定性是两方面的,既可能使经济主体遭受损失,也可能带来收益。广义的外汇风险是指既有损失可能性又有盈利可能性的风险。狭义的外汇风险仅指汇率变动给经济主体带来损失可能性的风险。本章在此以狭义的外汇风险管理为主要内容。

二、外汇风险的分类

外汇交易者面临的风险基本可以分为三类:交易风险、会计风险、经济风险。

(一)交易风险(Transaction Risk)

交易风险指由于以外币计值的未来应收款、应付款在以本币进行结算时,其成本或收益因汇率波动而导致损失的可能性。交易风险是一种流量风险,是涉外经济活动中经常面临的风险,其本质是由于交易合同中的计价货币与本币不一致所带来的风险。当经济主体的外汇债权或债务已经产生,而在汇率发生变动后才进行实际收付,从而产生交易风险。

一般认为,外汇交易风险由币别要素和时间要素构成。币别要素指的是一种货币对另一种货币的兑换。如果国际经济交易是以本币计价结算,就不存在本币与外币兑换而产生的外汇交易风险。时间要素指的是在不同的时点,汇价往往变得不相同,通常时间间隔越长,在此期间汇率波动的可能性就大,外汇交易风险相对就大。

外汇交易风险常见的情形有以下几种:

1. 在进出口贸易中,如果外汇汇率在支付货款时与签订合同时不同,可能出现出口方因外汇汇率下降或进口方因汇率上升而导致的风险。

【例 13-1】我国某公司 1 月 1 日从日本进口一批价值 100 万美元的商品,双方签订 6 个月的远期支付合约,即 7 月 1 日交割。其间汇率变动如下:

	USD/JPY	USD/RMB
1 月 1 日	128.0000	8.1010
7 月 1 日	119.5000	8.1030

由于合同货币为美元,而美元在 6 个月内对日元和人民币分别发生贬值和升值,因此对中日进出口商双方而言,均遭受了由于汇率变动而造成的损失。其汇兑损益如下:

中国进口方因美元升值导致人民币进口成本增加的损失金额为:

$$(8.1030 - 8.1010) \times 1\,000\,000 = 2\,000 \text{ (人民币)}$$

日本出口方因日元升值而导致收入减少的损失金额为:

$$(128.000 - 119.5000) \times 1\,000\,000 = 8\,500\,000 \text{ (日元)}$$

2. 在以外币计价的国际投资和借贷活动中,如果外汇汇率在债务债权清算时较债务债权形成时发生变化,债权人收回的金额或债务人支付的金额也会发生相应变化。

例如,中国国际信托投资公司在日本发行 200 亿日元公募武士债券,期限

为 10 年,债务形成时市场汇率为 $USD = JPY202.3$ 。10 年后,债务到期清偿时,市场汇率为 $USD = JPY124$ 。因为该公司的还款资金来源主要是美元资金,美元贬值、日元升值而导致债务偿还的负担增加,本金损失金额约为 0.624 亿美元,更不用说每期利息损失额了。

3. 其他外汇交易风险。交易者进行外汇远期交易、期货、期权交易或者外汇银行在外汇交易中持有的各种货币的未轧平头寸时,因为约定汇率与到期汇率变动也会面临外汇风险。

例如,某投机商预测美元兑日元的汇率呈上涨趋势,当时即期市场汇率为 $USD = JPY109$ 。于是他以 $USD1 = JPY120$ 买进 3 个月期的价值 $USD500\ 000$ 的美元远期合约。但 3 个月后美元的市场汇率出现和预测相反的变化,3 个月后即期市场汇率为 $USD1 = JPY\ 80$ 。此投机商遭受的外汇净损失为 2 000 万日元。

(二) 会计风险 (Accounting Risk)

会计风险,又称为折算风险、评价风险。它是指涉外经济主体在进行会计处理和对外币计价的债权和债务进行财务决算时,对于必须转换成为本币的但是以各种外币计价的项目进行评价时产生的风险。换句话说,会计风险就是因为在评价外币计价的债权债务及决算时采用的汇率和初始记账时的汇率不同,从而产生的账面上的损益差异的可能性。会计风险多产生在跨国公司、涉外企业将世界各地的子公司或海外分支机构的财务报表进行合并统一处理的过程中。在此过程中,各子公司必须把各自不同的货币转化为统一的记账货币才能衡量综合的收益水平。

很显然,会计风险是一种账面风险,是存量风险。从经济角度分析,会计风险和实际价值并没有直接关系,在会计折算过程中资金实际上不发生转移,但是会计风险对企业的利税额、利润分配、股票价格等方面都会产生一定的影响。一般,会计评价结果会影响股东和投资者对企业的评价,对股票价格产生关联影响,并影响企业的融资能力,还可能影响企业的纳税额。会计风险对企业利税的影响受到不同国家的会计制度与税收制度的制约,人为的影响因素较大。

例如,某香港生产厂商,其美国销售分公司当年签订了一份总价值 1 000 万美元的销售合同,分 3 年供货,货款在最后一次供货完成后一次性结清。签订合同时的汇率水平约为 $\$1 = HK\ \7.700 ,前两批货物按照此汇率水平进行应收账款科目的会计记账,由于最后一次供货后的汇率为 $\$1 = HK\ \7.900 ,因此,第三批货物的利润上升幅度较大。并且,由于款项为最后一次结清,香港厂商的实际港币收入总共达 7 900 万元。虽然上述额外利润

的近 70% 属于前两年的销售利润,但是其利润只能按照账面的会计记录计算,并以之作为纳税和利润分配的基数。而由于汇率变动带来的利润将全部计入货款结清会计年度,使香港厂商的第三年利润大幅度上升。

(三) 经济风险(Economic Risk)

经济风险又称经营风险,是指意料之外的汇率变动通过影响企业生产销售数量、价格和成本,而引起企业未来一定期间内收益或现金流量发生变化的一种潜在风险。值得注意的是,这里所说的汇率变动是企业没有预料到的汇率变动,因为预测到的汇率风险已被企业进行了相应的处理,因而不存在风险。这种潜在风险的大小及能否避免,在很大程度上取决于企业的预测能力。经济风险与前两种风险相比,交易风险和会计风险是一次性的,而经济风险对企业的影响是长期的和复杂的,因而经济风险是企业,尤其是从事跨国经营的企业最为关心的一种风险。

一般来说,本国货币实际汇率的升值会伤害出口工业和进口替代业,本国货币实际汇率的贬值会增强出口产品和进口替代产品的竞争力。

例如 20 世纪 70 年代末,瑞士法郎的实际汇率上升,结果给瑞士的手表生产厂商造成很大的冲击。由于日本产品的竞争,瑞士手表生产商难以提高出口产品的美元价格,而国内生产成本由于工资成本的刚性而无法下降,瑞士法郎的坚挺造成瑞士手表出口商的利润减少。同样在 80 年代,日元的持续走强也给日本汽车出口业带来巨大的压力。

本国货币贬值,会通过贬值的通货膨胀效应导致国内投入品成本的上升。如果国内外产品的替代程度高,则对进口投入品的需求会下降,而相应对本国投入品需求上升。如果国内外产品替代程度低,则进口投入品的本币价格会大幅度上升。这些都可能给企业的国内采购成本或进口成本造成影响。

本国货币贬值时,根据商品的需求价格弹性,企业或通过降低销售价格带动销售数量的大幅度上升而增加销售收入,或者维持外币价格而提高本币价格以增加销售收入。

外汇经济风险也可能是间接的。

例如,以本国货币定价结算的进口商,当他面对外币升值时,表面上看并未受到汇率变化的冲击,但是国外的出口商可能受到了不利的影响,出口商为了保持其本币利润率,有可能在未来提高出口价格。这样,本国进口商面临成本上升的经济风险,这种影响是间接的。

外汇经济风险对企业影响的大小取决于多方面的因素。

(1) 需求的价格弹性。一般,需求价格弹性越小,出口企业应对汇率波动的主动权越大,受到经济风险的影响相对较小。而需求弹性的大小与国际市

场竞争的激烈程度正相关。如果本公司的产品有区别于其他竞争者的独特优势,就会有效地降低市场的需求弹性。另外,如果大多数竞争者都处在同一个国家,他们将面临相同的汇率风险,从而在本币实际汇率升值时可以一起提高出口价格而不致让其中一家处于竞争劣势。例如精密仪器行业就是这种情形,因为国际上该行业几乎所有的重要厂商都是美国公司。反过来,公司的产品差异度越小,国际竞争厂商的地理位置越分散,则可能承受的汇率经济风险越大。

(2)转换生产及原料供应地的可能性。跨国公司在不同国家间转换生产和原料供应地的可能性也决定了他们抵御经济风险的能力。跨国公司的这种转换的可能性越大,公司面临的经济风险越小。

(3)跨国公司母子公司不同的承受能力。跨国公司的母公司和它在外国的子公司所承担的汇率风险是不同的。因为母公司的收入要受到实际汇率波动的影响,而其投入的生产要素(劳动力、资本)主要来源于本国市场,从而组成成本的要素的本币价格基本与汇率无关。子公司的情况就比较复杂,但是基本的分析还是从收入与成本两个方面入手。以子公司所在国的当地货币实际贬值为例,子公司销售收入的本币价值会减少,但它一般很难立即提高产品价格以完全抵消所在国货币贬值的影响,因此母公司本币利润会缩减。另一方面,当地货币贬值打击了子公司的竞争对手——其他国家的出口商时,又会在一定程度上增加子公司的销售收入,抵消不利影响。从成本来看,如果子公司的主要生产要素来源于当地,该国货币贬值会降低子公司成本的本币价值,提高本币利润。但如果生产要素主要从国际市场购买,则影响不大。

外汇风险会出现获利或损失两种可能,但一个稳健经营的企业不是依靠从汇率的波动中获得好处,而是尽量避免汇率变动带来的不利影响。因为风险损失一旦发生,将会给企业带来灾难性的后果。因此,企业必须对上述各种类型的外汇风险进行分析,以便采取适当措施加以防范和管理,使风险尽可能地减少或消除。

第二节 外汇风险的度量

一、交易风险的度量

交易风险可以通过交易风险报告(Translation Exposure Report)和资金流量报告(Fund Flow Report)来度量。交易报告是一种静态的反映,而在实际中,企业的生产经营呈现连续性的特点,因此隔月或隔季编制的不同币种的资

金流量报告,能动态地反映交易风险的变动情况,更具有实际意义。

【例 13-2】现有一家公司 A 为了度量交易风险的大小而编制资金流量报告,并对所有交易都进行美元化处理。假设该公司每季度美元交易资金净流入量均为 1 860 万美元,欧元交易资金净流入量为 -1 400 万美元,同样,英镑交易净流入量为 680 万美元(以上是扣除了交易费用和交易成本以及其他额外支出后的余额)。为计算方便,我们假定 A 公司在每个季度只与 3 个国家的客户进行交易,并且交易额均相等。在整个年度内 A 公司有以下几笔业务:

(1)欧元和英镑的利息费用分别为 25 万和 46 万美元,且每半年支付一次。

(2)第二季度将收到英国客户进口货物所支付的货款 780 万美元。

(3)第三季度将收到欧元区客户的一笔货款,价值 500 万美元。

(4)第四季度支付欧元区客户一笔设备款项,价值 100 万美元。

(5)英镑的远期外汇购买合同在第四季度到期,升水 3%,则 1 200 万美元的英镑远期合同在交割时将付出 1 236 万美元。

(6)公司资产负债表上载明,其欧元应收账款为 1 056 万美元,相应的美元应收账款为 500 万美元,英镑为 320 万美元,欧元应付账款、税金及其他应付账款为 685.8 万美元,美元应付账款及其他应付款为 278 万美元,英镑为 48 万美元,所有应收应付款均在第一季度结清(见表 13-1)。

表 13-1 A 公司的资金流动报告

单位:千美元

净收入	欧元	美元	英镑	合计
第一季度	-10 298 ⁽¹⁾	20 820 ⁽⁵⁾	9 520 ⁽⁷⁾	20 042
第二季度	-14 250 ⁽²⁾	18 600	14 140 ⁽⁸⁾	18 490
第三季度	-9 000 ⁽³⁾	18 600	6 800	16 400
第四季度	-15 250 ⁽⁴⁾	6 240 ⁽⁶⁾	18 340 ⁽⁹⁾	9 330
年度合计	-48 798	64 260	48 800	64 262

注 根据以上所述各笔交易,可知:

$$(1) = -14\,000 + 10\,560 - 6\,858$$

$$(2) = -14\,000 - 250$$

$$(3) = -14\,000 + 5\,000$$

$$(4) = -14\,000 - 1\,000 - 250$$

$$(5) = 18\,600 + 5\,000 - 2\,780$$

$$(6) = 18\,600 - 12\,360$$

$$(7) = 6\,800 + 3\,200 - 480$$

$$(8) = 6\,800 + 7\,800 - 460$$

$$(9) = 6\,800 - 460 + 12\,000$$

由以上可以看出,该公司在整个年度内,欧元都处于净空头地位,而美元和英镑则处于净多头的地位。在全部美元化后,该公司总的来说处于净多头地位,其净头寸为6 426.2 万美元。因此,该公司需要再做一笔金额为6 426.2 万美元的空头交易,轧平头寸以避免风险。

二、会计风险的度量

会计风险可以通过编制风险资产和风险负债报告来完成,此报告是对外汇会计风险敞口的直接度量。这里,风险资产指的是对汇率变化敏感的资产,风险负债指的是对汇率变动敏感的负债。原则上,资产负债表内受险资产与受险负债和股东权益之和应该相等,因此单从资产负债表上并不能看出会计项目对汇率变动的敏感程度。真正的会计风险不仅与公司资产负债表密切相关,而且与会计汇率的选择有关,并进而与折算方法联系起来。折算方法又取决于功能货币的选择。所谓功能货币(Functional Currency)是指与企业的生产经营直接相联系的货币,也是企业在生产经营过程中使用最多的货币。具体而言,当一个企业主要的生产经营集中于某国时,即以该国货币为功能货币,但如果该企业的经营活动只是跨国公司的一个组成部分,其经营活动是母公司经营活动的延伸,则仍以母国货币为功能货币。

选择不同的功能货币和折算方法,其会计风险的暴露是不同的。

当功能货币是母国货币时,采用时态法进行折算。时态法指对所有货币性资产负债用现行汇率进行折算,对非货币性资产(真实资产)的处理有两种方法,如果真实资产是以现价表示的则用现行汇率折算,如果真实资产如存货是以历史成本表示的,则以历史汇率折算。(历史汇率指资产负债表和损益表中项目发生时使用的即期汇率。)

当功能货币是子公司所在国的货币时,则采用现行汇率法折算,将资产负债表上所有项目(除股东权益中的实收资本采用历史汇率外)均采用现行汇率(Current Rate)进行折算。这样可以保证子公司报表所表述的财务结果和财务关系不变,更好地反映子公司的经营状况。同时,还可以揭示汇率变动对母公司在外国子公司的投资净额的影响,即将折算结果以折算调整额这一独立项目放到资产负债表的股东权益项目下,由于子公司的实收资本在现行汇率下仍按股票发行日的历史汇率(Historical Rate)折算,如果将逐年累计的折算调整额与实收资本比较,就能反映出汇率变动对母公司投资净额的影响。

【例 13-3】假设美国一家跨国公司的海外子公司 A,其当地货币用 FC 表示,母国货币为美元。又假定公司开业之初,当地货币与美元的汇率为

USD1 = FC6 ,并且购买了固定资产 ,期末汇率为 USD1 = FC5 ,存货按成本计价 ,汇率为 USD1 = FC5.8 ,这一年公司净收益为 FC3 600 ,净收益全部计入留存收益。下面我们以 A 公司资产负债表为例来说明折算风险的大小(见表 13-2)。

表 13-2 A 公司资产负债表的折算

单位 :万元

项目		当地货币 FC	功能货币为当地货币 (现行汇率法)		功能货币为美元 (时态法)	
			折算汇率	美元	折算汇率	美元
流动	现金	750	5	150	5	150
资产	应收账款	300	5	60	5	60
	存货	1 700	5	340	5.8	293
合计		FC2 750		550		1 103
固定资产净值		3 800	5	760	6	633
资产合计		FC6 550		1 310		1 736
负 债	应收账款	480	5	96	5	96
	长期借款	3 320	5	664	5	664
负债合计		FC3 800		760		760
股东	实收资本	2 058	6	343	6	343
权益	留存收益	692		408		633
累计折算调整额		—		(201)		—
股东权益合计		FC2 750		550		976
负债与股东权益合计		FC6 550		1 310		1 736

注 :留存收益 = 资产总计 - 负债总计 - 实收资本 ,来自于利润表的净收益 408 美元。

累计折算调整额 = 资产总计 - 负债总计 - (实收资本 + 留存收益)。

由此可见 ,在当地货币为功能货币条件下 ,A 公司资产负债表中需要轧平的调整项目额为 201 万美元 ,而以美元为功能货币的情况 ,其税后净收益为 633 万美元。折算损益进入利润表 ,资产负债表中不存在折算调整额 ,这个轧平的调整项目额即为折算风险的大小。

三、经济风险的度量

企业经营中的外汇经济风险是指实际经营风险 ,它来自于货币价值和物价的变动对企业未来收入、各项成本及现金流量的影响。经济风险的管理首先要对经济风险进行分析和度量。经济风险的度量是指核算外汇风险对企业未来现金流量的影响。度量这种风险应以企业持续经营为前提 ,要在相当长的一个时期内进行考察。为了避免不必要的重复计算 ,一般以企业未来现金

净流量来度量。由于企业未来现金流量发生在不同的时间点上,所以用现金流量的净现值进行计算,以消除时间因素的影响。假设企业未来若干时期内有连续的现金流量,用 CO_t 表示第 t 年净流出量, CI_t 表示第 t 年的现金流入量, t 代表年度, r 表示折现率(无风险收益率加风险报酬),它由市场上的平均收益率决定,并根据特定项目的风险大小加以调整。以 PV 表示公司的市场价值。

这一时期现金流量的净现值用 NPV_0 表示,如果用当期外汇汇率 E_t 来折算,则:

$$NPV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{(CI_t - CO_t)E_t}{(1+r)^t}$$

现在考虑外汇风险变动对 NPV_0 的影响,外汇汇率变动后,最直接的经济后果就是原来的现金净流入量在折算成本币时所发生的变化,其间接影响是通过市场物价和金融市场的利率影响企业的生产成本和销售价格,进而影响现金流量,用 NPV_1 表示汇率变动后企业的现金流量,则:

$$NPV_1 = \sum_{t=1}^n \frac{(CI_{t*} - CO_{t*})E_{t*}}{(1+r)^t}$$

式中 CI_{t*} ——外汇汇率变动后的现金流入量(年度);

CO_{t*} ——外汇汇率变动后的现金流出量(年度);

E_{t*} ——第 t 个年度的外汇汇率。

如果以 ΔPV 表示公司遭受的经济风险的大小,则可以得出以本币衡量的由于外汇汇率波动而遭受的经济风险大小为:

$$\Delta PV = NPV_1 - NPV_0$$

【例 13-4】假设 M 公司为美国某跨国公司在中国的子公司,产品同时出口和在中国销售,预期汇率为 $USD1 = RMB8.2$ 。由于多方面的因素,人民币对美元发生升值,若在未来 3 年内汇率为 $USD1 = RMB8$ 。在升值前,预期未来 3 年的 M 公司的净现金流入量为 145 万美元,汇率升值后,该公司下调出口价格,同时国内销售量上升, M 公司的国内外销售收入发生变化,同时由于国内销量的上升带动国内生产资料价格上升造成生产成本变化,经测算未来 3 年的净现金流入量分别为 143 万美元、138 万美元和 140 万美元。另外,人民币升值还导致该公司一笔 3 年期的人民币债务的偿还成本增加 5.6 万美元。考察期结束时将归附应付款项(营运资本金调整)为 4.2 万元。如果 M 公司的投资收益率为 10%,则 M 公司的经济风险可用表 13-3 表示。

表 13-3 M 公司在人民币升值情况下的经济风险

单位 万美元

年份	升值前净现金流量 USD1 = RMB8.2	升值后净现金流量 USD1 = RMB8	现金流量 变动	贴现息数 (10%)	现金流量 变动额现值
1	145	143	-2	0.909	-1.818
2	145	138	-7	0.826	-5.78
3	145	138.6	-6.4	0.751	-4.806 4
合计 经济风险为 -15.299 4					

第三节 交易风险的管理

外汇风险管理是指涉外经济主体对外汇市场可能出现的变化采取相应的对策措施,以避免汇率变动可能造成的损失。根据对外汇风险的分类,我们将外汇风险的管理也相应划分为交易风险管理、会计风险管理和经济风险管理三种,本节讨论交易风险的管理。

交易风险的管理可以分成两大类:内部管理方法和外部管理方法。

一、内部管理方法

内部管理方法又称为商业方法,具体的方法有以下几种:

(一)选择合同货币法

1. 采取收硬付软的原则,即出口贸易和借贷资金的输出者应争取使用硬通货,进口贸易和借贷资金的输入者应争取使用软通货。所谓硬通货(Hard Currency)指当前该货币的汇率稳定并预计有明显上升趋势的货币,而软通货(Soft Currency)指目前这种货币的汇率不稳定,并预计汇率有明显下降趋势的货币。以出口交易为例,如果选择硬通货,则在货款收到时如果汇率上升,出口商所收外汇以本币表示的价值就会上升。这种方法有一定的局限性。软硬通货都是建立在人们对未来一段时期汇率走势预测的基础上,预测是否准确直接关系到经济主体所承担的交易风险,而且,软硬通货的划分也不是绝对的,在一定条件下可以相互转换。如果预测失误,则有可能增大外汇风险。

另外,“收硬付软”意味着将外汇风险转嫁给交易对方,在实际业务中不一定能够做到。

2. 选择可以自由兑换货币作为结算货币。这些自由兑换货币的流动性大,不但有利于外汇资金的调拨和运用,而且在汇率发生变动时可以迅速地进

行货币之间的兑换和转移,从而达到防范和转嫁风险的目的。

3. 选择企业经常收支的币种为合同货币。合同货币应尽可能与企业经常收入和支付的外币币种一致,从而使外汇的应收账款和应付账款的汇兑相互抵消。

4. 本币计价法,即选用本币作为计价货币,以避免货币兑换而产生的外汇风险。但在实践中,这种方法仅适用于本国货币可以自由兑换的少数几个国家。美国、日本、德国以本币作为结算货币的贸易额占到总贸易额的75%以上。当然,这种方法并没有消除外汇风险,只是将风险从交易的一方转嫁到了交易的另一方。

5. 选择第三国货币。如果进出口双方都力图选用本国的货币作为计价货币,当双方争执不下时,可选用双方都接受的第三国货币进行计价收付。

(二)调整价格法(Pricing)

在进出口贸易中,由于某些经济因素,如市场行情、贸易条件等,进口商不得不采用硬通货或出口商不得不采用软通货时,运用价格调整法可以把汇率风险分摊到价格中去,从而减少外汇风险。调整价格法主要包括适用于出口交易的加价保值和适用于进口交易的压价保值。

设 P 为原价格, r 为预期合同货币贬值率, i 为名义利率, n 为期限。

对于即期交易,其出口加价保值公式为 $P(1+r)$,进口压价保值公式为 $P(1-r)$,对于远期交易还要考虑资金的时间价值和利率损失额。

远期加价保值公式为 $P(1+r+i)^n$,远期压价保值公式为 $P(1-r+i)^n$ 。

例如,当1美元兑换0.680英镑时,某英国出口商确定的原出口价格为10万美元,折合6.8万英镑。现该出口商预计出口收汇时美元将贬值5%,即1美元约兑换0.646英镑。于是该出口商采取了加价保值策略,新的出口价为 $10 \times (1+5\%) = 10.5$ 万美元,按此新价格和预期汇率折算,收汇为6.786万英镑 (10.5×0.646) ,约为6.8万英镑,出口商的利益得到保证。

同上例,现汇汇率1美元兑换0.680英镑时,某美国进口商进口一批货物,合同价值6.8万英镑,折合为10万美元,该进口商预测付款时英镑将升值5%,即1美元约兑换0.648英镑,于是采用压价保值策略,新的进口价为 $6.8 \times (1-5\%) = 6.46$ 万英镑,按此新价格和预期汇率折算,付款为9.9万美金 $(6.46 \div 0.648)$,约为10万美元,进口商的利益得到保护。

(三)加列保值条款

在进出口贸易合同中,进出口商可以加入有保值内容的条款,来达到防范外汇风险的目的。保值条款一般分为单一货币保值条款和复合货币保值条款。

1. 单一货币保值条款

在贸易合同中,规定某种软货币为计价结算货币,某种硬货币为保值货币,签订合同时,按当时软币与硬币的汇率,将货款折算成一定数量的硬币,到货款结算时,再按此时的汇率将硬币折回成软币来结算。当进口商坚持用软货币为结算货币时,出口商为了防止执行较长交货期限的合约所面临的外汇风险,可以采用这种方法。

另外,在合同中也可以规定,双方商定某一硬货币对支付货币的一个汇率波动范围,如果支付时该汇率波动范围被突破,则货价做相应调整,如果在规定的范围内波动,则货价不予调整。

例如合同规定英镑同美元之间的基准汇率为 $\$1 = \pounds 0.65$, 波动幅度为 5%, 那么进口商就可以在 $\$1 = \pounds 0.62$ 和 $\$1 = \pounds 0.68$ 之间按照实际汇率支付货款,一旦超出此范围,再按照保值条款规定的汇率作相应的调整后支付。这是对前一种方法的灵活运用,对进出口双方而言,都一定程度分担了汇率变动的风险,适用于有长期合作关系的客户之间。

2. 复合货币保值条款

复合货币保值是指选用多种货币对合同货币进行保值,它是用货币篮子中的各种货币以签约时汇率进行转换,合同到期时,再以市场汇率计算一次货币篮子的汇率,并以该汇率折算支付金额。由于一篮子保值货币与支付货币的汇率有升有降,相互抵消,从而极大地减少汇率波动的幅度,降低汇率风险。

【例 13-5】某笔货款为 500 万美元,合同规定以欧元、英镑、日元、瑞士法郎为保值货币,其各自所占的权重分别为 30%、20%、20% 和 30%。签订合同时的汇率为:

$$\text{USD1} = \text{EUR0.84}, \quad \text{USD1} = \text{GBP0.63}$$

$$\text{USD1} = \text{JPY110}, \quad \text{USD1} = \text{SF1.203}$$

则 500 万美元折算成保值货币为:

$$\text{欧元 } 500 \times 30\% \times 0.84 = 126 \text{ 万}$$

$$\text{英镑 } 500 \times 20\% \times 0.63 = 63 \text{ 万}$$

$$\text{日元 } 500 \times 20\% \times 110 = 11000 \text{ 万}$$

$$\text{瑞士法郎 } 500 \times 30\% \times 1.203 = 180.45 \text{ 万}$$

合同支付日时,市场汇率为:

$$\text{USD1} = \text{EUR0.88}, \quad \text{USD1} = \text{GBP0.65}$$

$$\text{USD1} = \text{JPY105}, \quad \text{USD1} = \text{SF1.20}$$

则各保值货币金额分别折回美元为:

$$126 \text{ 万欧元} \div 0.88 = 143.18 \text{ 万美元}$$

63 万英镑 $\div 0.65 = 96.92$ 万美元

11 000 万日元 $\div 105 = 104.16$ 万美元

180.45 万瑞士法郎 $\div 1.20 = 150.38$ 万美元

合计 $144.18 + 96.92 + 104.16 + 150.38 = 495.64$ 万美元

即在货款支付日进口商向出口商支付 495.64 万美元。

长期合同中利用复合货币保值时一般常采用的复合货币是 SDR(特别提款权)。从 1981 年以来,SDR 由美元、马克、日元、英镑、法郎五种货币加权构成。

(四)提前或推后结汇法(Leads & Lags)

它是指预期某种货币将要贬值或升值时,提前或推后对有关账款的支付,即通过调整外汇资金的结汇时间来规避外汇风险。如果预测某种货币将会升值,那么以该种货币作为计价货币的出口业务则应力争推迟收汇。与之相反,如果是进口业务,则应力争提前付汇,这就是提前或推迟收汇。使用这种方法时,按惯例提前付款的一方可以享受到一定的金额折扣。

但是需要注意的是,提前或推后法要以交易当事人对货币汇率发展趋势的准确预测为前提,提前或推后结汇作为外汇风险对策中弥补风险的一种办法,并不是使风险完全消失。提前结汇使外汇风险在结算阶段提前消失,而推后结汇是将外汇风险留下来,具有投机性,采取的是不弥补风险的投机态度。如果实际汇率变动和预测的相反,那么推后结汇将会蒙受损失。并且,在实际业务中,改变支付期限会受到合同中既有条款的限制,打乱企业原有的资金计划,而且可能和别国的外汇管理相冲突。例如,日本规定进口货款最早不得超过进口申报的前 1 年,最迟不得超过货物验关后 1 年,澳大利亚规定较短进口支付期一般不得早于装运期或者货物抵澳前 1 个月,也不得晚于货物抵澳后 6 个月。

一般而言,提前或推后法更适合于跨国公司内部和关联企业之间的交易。

(五)配对法(Matching)

配对法又叫轧平法。配对指公司在交易中,如果存在金额相等、时间一致的贸易条件,则可以用外币流入来冲销外币流出的一种方法。它有两种:一种是正常配对,指同一货币的流出量与流入量之间的对冲。正常配对的首要条件是在一个公司的内部,同一种货币必须有双向的运动。另一种是平行配对,它指不同货币之间的对冲,其条件是相互对冲的两种货币的汇率走势应该一致。

例如,中国 A 公司在 3 个月后有一笔 100 万美元的应付货款,该公司应设法出口等金额的货物,并同样在 3 个月后结算,从而消除外汇风险,这种方法

是正常配对法。如果 A 公司无法在 3 个月后得到一笔数额相同的美元应收货款,但却可以在 3 个月后收到一笔同等金额的港元应收款,因为港币与美元的联系汇率制,汇率走势一致,因此,A 公司可以利用港元与美元的联系来进行保值,这种方法是平行配对法。

正常配对法由于使用同种货币,因而可以完全保值,而平行配对法不受同种货币的限制,因此更为灵活,但因为彼此有固定联系的两种货币,汇率变动的幅度往往不完全一致,所以保值的效果可能不完全。

配对交易有时会由于第三方支付的不确定而产生一定的影响,例如,当预期的一项外汇收入不能到期收回时,就可能给配对带来困难。

(六)参加汇率保险(Insurance)

很多西方国家政府都设有专门的办理汇率保险的机构,投保人向这些官方或半官方的机构办理汇率风险保险,按期交纳一定的保险费,由这些机构承担全部或部分的汇率波动风险。如美国的进出口银行(Eximbank),日本的输出入银行(FCIA),英国的出口信贷保证局(ECGO),德国的海尔梅斯出口信贷公司(Hermes)等,都可以为本国贸易商承办汇率保险业务。

二、外部管理方法

交易风险的外部管理方法又称作金融法,它指通过一定的金融交易来达到规避外汇风险目的的方法。这些金融交易分为两类:一类是利用外汇交易,包括传统的外汇交易方法如即期、远期、掉期交易等,以及各种外汇类衍生工具如期货、期权、互换等。第二类指除了单一的外汇交易方法以外,还可以综合利用货币市场交易来防范外汇交易风险。

(一)外汇交易方法

这些外汇交易方法在前面的章节中已介绍,本章节介绍这几种外汇交易在防范汇率风险中的运用。需要注意的是,交易风险防范的目标是为了降低外汇风险可能带来的不利损失,而不是为了在汇率走势上投机获利。

1. 远期合约保值(Forward Hedge)

外汇远期交易方法是现实中运用最多的外汇市场方法。这种方法就是持有远期外汇收入的公司卖出远期外汇合约,而持有远期外汇支出的公司买入远期合约,远期外汇合约的交割日与企业的实际外汇收支的结算日相适应,把结算时的汇率锁定在当前,不论汇率如何变动,都按约定的远期汇率进行交割,从而使企业固定外汇收入或固定外汇成本,免受不利汇率变动所造成的影响。

例如:某公司于 2003 年 3 月 14 日与进口商签订了一份进口日本设备的

合同。按合同规定,该公司于3个月后,即6月14日向日商支付1.17亿日元,该公司计划将3个月后收入的一笔100万美元外汇款来支付此进口款。该公司担心3个月后美元贬值,因此可以和银行叙做一笔期限为3个月的远期外汇交易,约定汇率为 $USD1 = JPY 117$ 。那么到6月14日,无论汇率如何变化,该公司都可以保证按此汇率用100万美元购买到1.17亿日元。

由于远期外汇交易中没有保证金的要求,所以银行通常只与资信等级较高的大企业进行交易,所以外汇远期交易适合于大企业的外汇风险防范,多针对的是大宗交易。

2. 期货合约保值(Future Hedge)

期货保值的方法和远期合约保值非常相似,即持有与现货市场头寸相反的期货市场头寸。不同的是由于期货交易合约是标准化的远期合约,其在交易单位、交割月份、交割方式等方面均实现了标准化,以便在固定的交易所买卖转让,所以保值目的期货合约实际交割的非常少,而是以对冲为主。相对于远期交易而言,期货合约更适用于规避较小交易金额的外汇风险,对中小企业更为适用。

外汇期货交易的套期保值分为多头套期保值和空头套期保值两种。

当企业有外汇应付款时,为防止未来外汇汇率上升的风险,在期货市场买入与将来要在现汇市场的现货外汇数量相等或相近的、到期日相同或相近的外汇期货合约,等到将来再卖出原外汇期货合约,冲销原期货多头。这种方式就是多头套期保值。由于期货市场和现货市场存在价格走势基本一致的规律,无论应付款支付到期时结算货币是升值还是贬值,进口商或债务方在外汇现货市场上的亏损(或盈利)总可以与期货市场的盈利(或亏损)相抵或大致相抵,从而全部或部分消除外汇风险。

例如,2000年3月15日,一家美国进口商从英国进口一套机械设备,合同金额为260 000英镑,并约定当年6月15日交货付款。该进口商将面临从3月到6月这段时间内汇率波动的风险。在签订合同时,即期汇率为1英镑=1.56美元,该美国进口商预计3个月后英镑的汇率会上升,为规避外汇风险,他在IMM买入4份6月17日交割的英镑期货合约,每份金额为62 500英镑,共计250 000英镑,成交时的期货汇率为1英镑=1.5761美元(为简化起见,在此略去外汇期货市场逐日结算的过程和交易佣金)。

6月15日,在外汇现货市场上,即期汇率为1英镑=1.5790美元,该进口商购买260 000英镑,将比预期多支付 $(1.5790 - 1.56) \times 260\,000 = 4\,940$ 美元。而与此同时,由于英镑的期货汇率上升至1英镑=1.5950美元,该进口商卖出4份期货合约,获利 $(1.5950 - 1.5761) \times 250\,000 = 4\,914$ 美元,基本

弥补了现货市场上的损失。

当企业有外汇应收款时,为避免未来收到外汇时汇率下降而导致所兑换的本币收入减少的风险,可以利用期货市场进行空头套期保值,即在期货市场卖出与将来要在现汇市场卖出的外汇数量相同或相近、到期日相同或相近的外汇期货合约,等到将来收到外汇,在现汇市场卖出外汇的同时,买进原外汇期货合约,冲销期货空头部位。期货市场和现汇市场上的盈亏大致相等而抵消,从而达到规避风险的目的。

3. 期权交易保值(Currency Option Hedge)

期权交易由于期权费这笔沉淀的成本,相同情况下,期权交易防范外汇风险的效果要低于期货交易方式。但期权费的支出使期权的买方获得了决定是否执行交割的权利,期权交易的这种客户具有灵活、主动选择性的特点,使其对于存在不确定性未来现金流的进出口业务和投融资活动具有很好的保值作用。

例如:中国某公司在2月1日向美国某公司提交了竞标文件,投标价为200万美元,如果中方公司中标,则可和美方签订出口200万美元货物的合同,美方将于3个月后,即5月1日向出口方支付美元货款。但是中国公司要到3月1日才能确定本公司是否中标。显然这笔200万美元的出口合同能否成立在当前是无法肯定的,因而为此签订卖出200万美元的5月1日到期的远期美元合约是不可行的。因为如果竞标失败,中国公司得不到出口收入且还必须按照远期合约处理在5月1日交割的200万美元。但是,如果不采取防范汇率风险的措施,任由汇率波动,一旦竞标成功,也许美元在这3个月内的贬值会完全抵消中国公司预期的利润。所以,中国公司希望能有办法保证在竞标后的1个月内和如果能中标后的2个月,汇率波动不会对其产生不利影响。货币期权交易就可以解决这一两难问题。中国公司可以在2月1日买入3个月的美元看跌期权,执行价格为 $USD1 = RMB8.2$,期权费为 $200 \times 0.08 = 16$ 万元人民币。这样,该公司可以确保竞标成功后获得至少 $8.2 \times 200 = 1640$ 万人民币。如果竞标失败,该公司也没有义务必须交割卖出200万美元,它可以让期权合约过期或在到期之前卖掉该期权。

由此可见,如果针对不确定性的外汇现金流入,可买入外汇看跌期权(Put Option)以防范汇率下降的风险。

同样,如果存在不确定性的未来外汇现金流出额,则可以买入外汇看涨期权(Call Option)以防范汇率上升的风险。

例如:某公司计划以固定的外币价格收购一家外国公司,但目前不能确定交易是否能够成功。通过买入看涨期权,该公司可以锁定这笔交易的本币最

高价格,而如果收购交易失败时,该公司为防范潜在外汇风险而付出的期权费可以作为企业的管理费用支出,是有限和可承受的。

(二) 货币市场方法 (Money Market Hedge)

货币市场法指利用短期借款、短期投资来防范汇率风险的方法,它是将外汇交易方法和货币市场的交易工具相结合的综合性外汇交易风险防范方法。

1. 借款—即期交易—投资法 (Borrow-Spot-Invest, BSI)

BSI 法中的短期借款分为本币的短期借款和外币的短期借款。

对于有应收账款 (Receivables) 的企业而言,采用 BSI 法,首先要借入相应数量的外汇,从而将时间风险从未来转移到现在的办汇日,这样,在借款之后,已经消除了时间风险。同时,为了消除外币与本币之间的汇兑风险,采用即期合同将外币兑换成本币。为弥补向银行借入外汇而应当支付的利息和外汇兑换成本,持有应收账款的出口商可以将所兑换的本币用于投资。未来到期收到外汇款时,再用以偿还银行的借款本息。

例如:某进出口公司于 3 月 1 日签订了出口 100 万美元轻工商品的合同,合同约定 6 个月后付款。3 月 1 日的美元汇价为 1 美元兑 8.42 元人民币。为保证出口收益,防范收汇风险,出口公司可以在 3 月 1 日以出口货运提单为抵押向银行申请 97 万美元的半年期外汇贷款,年利率为 6%,贷款到期时的本利和为 $99.91 = 97 \times [1 + (6\% \times 6/12)]$ 万美元,正好可以用半年后收回的 100 万元货款偿还。此笔贷款企业承担了大约 3 万美元的利息,按 9 月 1 日的 1 美元兑 8.38 人民币的汇率折算,为 25.14 万人民币。为此,企业在 3 月 1 日获得 97 万美元贷款后当即按照 1 美元 = 8.42 元人民币的汇价兑换成 $97 \times 8.42 = 816.74$ 万元人民币,并将此笔资金用于投资或经营周转。只要公司的投资收益或经营周转的收益达到或基本达到美元利息支出,公司就可以达到保值避险的目的。

这种借款方法相对于远期外汇买卖方法而言,既可以防范汇率风险,又可以提前获得经营性资金。但这种方法要承担贷款的利息,所以必须权衡比较短期融资的成本。BSI 法可以使一些企业发挥其资信级别高而融资成本低的相对优势。

对于有外汇应付账款 (Payables) 的企业,采用 BSI 法,首先在合同(合同货币为非本币)签订后,就可以借入一笔本国货币,此笔本币按现汇汇率所兑换的金额等于未来要支付的外汇,然后用所借来的本币在外汇市场上买进外汇,并将该笔外汇投资于国际货币市场,期限与未来应付款支付期限相匹配。投资到期后,以收回的外汇本金偿还外汇应付款,同时偿还银行借款的本息。注意,在实际操作中,借入的本币金额通过汇兑转换后不必同未来的外汇支出

额相等,只需所借入的本金和利息之和通过转换后等于应偿还的外币金额即可。由于在应付款到期时,企业只面临偿还银行借款的净支出,而企业用来偿还银行借款的本币资金是确定的,不受该期限内汇率变动的影响,从而达到规避外汇风险的目的。

例如,美国某进口商有一笔价值 100 万英镑的应付外汇账款,付款期限为 90 天,计价结算货币为英镑。签约时合同金额按即期汇率折合为 150 万美元。为避免 90 天后美元对英镑的汇率下降而带来的外汇风险,该进口商决定采用 BSI 法。

首先,该进口商从当地银行借入一笔金额为 150 万美元,期限为 90 天,月息为 3‰ 的贷款(为此,该进口商将承担 \$ 1.35 万的利息支出)。然后,该进口商将借入的 150 万美元的本币贷款通过即期交易,按照即期汇率 $\text{£ } 1 = \$ 1.5$ 从银行兑换成 100 万英镑,并向银行支付了相当于金额 1% 的手续费,即 1.5 万美元。

随后,该进口商将换来的 100 万英镑存入银行(或者用于其他短期债券的投资),期限为 90 天,月息为 2.5‰。这样,当 90 天后存款到期时,该进口商可收回本利 100.75 万英镑。

假定 90 天后到期时,该进口商将投资到期获得的 100.75 万英镑,用于 100 万英镑外汇应付账款的支付后,还有 0.75 万英镑的利息收益,按照此时的汇率 $\text{£ } 1 = \$ 1.55$,可得到 1.1625 万美元,基本可以弥补市场费用。同时该进口商归还银行贷款本利和 151.35 万美元。

在本例中,美国进口商也可以不必借入等额兑换 100 万英镑应付账款额的资金。考虑到 90 天英镑短期投资的收益率为月息 2.5‰,进口商进行投资所需的外汇为 $\text{£ } 99.256$ 万($\text{£ } 100 \text{ 万} / (1 + 0.0025 \times 3) = \text{£ } 99.256 \text{ 万}$),根据当前的即期汇率 $\text{£ } 1 = \$ 1.5$,该进口商向银行借入 148.89 万美元(为此,该进口商将承担 \$ 1.34 万的利息支出)。

2. 提前收付—即期合同—投资法(Lead-Spot-Invest, LSI)

对于有应收账款的出口企业,可以采用 LSI 法,规避汇率下降的风险。首先,征得债务方同意,并给予一定的折扣,请其提前支付款项,从而将外币应收账款的时间安排转移到了办汇日。然后,将收到的外币货款通过即期合同转换为本币,从而消除了外币应收账款的汇兑风险。最后,将所兑换的本币进行投资,用投资收益弥补提前收汇而向债务人做出的折扣和银行汇兑的手续费。

例如,我国某公司有一笔 3 个月后从美国公司获得的 10 万美元应收货款。为防止届时美元贬值给公司带来损失,该公司征得美国公司同意,在给其

2% 折扣的情况下,要求其在 2 天内付清这笔款项。该公司提前取得货款 9.8 万美元后,立即通过现汇交易兑换成人民币,当时市场的汇率为 $\$1 = \text{RMB}8.2810$,则可以获得 81.154 万元人民币。然后用这笔资金进行 3 个月的投资,从而获得一定的利息收益。

对于有应付账款的进口企业,采用 LSI 法时,首先,进口商在征得债权方同意提前支付的前提下(通常可以获得一定数量的折扣),从银行借入一笔数量相当的本币,将应付外币账款的时间风险转移到当前。然后,通过即期合同将借入的本币兑换成应付账款的外币,从而消除了应付账款的汇兑风险。最后,将所兑换的外币提前支付给出口商(Lead)。到期后,企业偿还银行本币借款。(按照程序,此时 LSI 法应该称为 BSL 法, Borrow-Spot-Lead,但是根据国际贸易惯例,还是习惯称之为 LSI 法。)

利用金融市场的外部管理方法有多种,在实际业务中,根据金融市场可供的交易品种,比较不同方法的成本和收益,从而决定具体采用的方法。

第四节 会计风险和经济风险的管理

一、会计风险的管理

虽然会计风险只是账面上的评价,而非真实的损益,但它会通过影响会计账面结果而影响企业的纳税负担,以及通过影响企业的资信评级及业绩评价而影响企业的融资能力,所以风险管理必须采取措施来管理会计风险。

外汇会计风险的管理一般有两种方法:第一种是缺口管理法,第二种是合约保值法。前者主要是通过资产负债在总额上的平衡来实现对风险的控制,后者则带有一定的投机性。

(一) 缺口管理法

在会计折算时因使用现行汇率的而对汇率变动敏感的资产,属于受险资产。同样,在折算时使用现行汇率因而对汇率变动敏感的负债属于受险负债。缺口(Gap)即指受险资产和受险负债的差额。缺口管理的核心即分别计算受险资产和受险负债的大小,在明确调整方向和规模后,进一步确定对哪些账户、哪些科目进行调整。通过调整使缺口差额为零,从而避免了汇率变动所带来的损失。一般来说,当功能货币为软货币时,应减少软货币资产,如出售软货币远期、减少软货币现金和短期债权、提前收回软币应收款等,以及增加软货币负债,如增加软货币借款、进口以软货币计价和延期支付软币应付款等。

相反,当功能货币为硬货币时,应增加硬货币资产,如购买硬货币远期、增

加硬货币现金和短期债权、出口用硬货币计价、延迟收回硬货币应收款、增加硬货币证券投资等,同时可减少硬货币负债,如减少硬货币借款、提前支付硬货币应付款等。

(二) 远期合约保值法

首先确定企业可能的预期折算损失(由资产负债表而来),再采取相应的远期交易避免风险。例如,假定某美国公司的英国子公司预期其资产负债表存在 3 000 万英镑的会计风险(即英镑资产超过英镑负债的部分)。在预测英镑贬值的情况下,可以于期初在远期外汇市场卖出 3 000 万英镑,以消除会计风险。因为在期末如英镑贬值,该公司可以在市场以较低的现汇汇率买进 3 000 万英镑,然后以相对较高于市场的汇率和银行交割远期合约,其收益可以抵补外汇会计风险所造成的损失。虽然交易风险也可以利用远期合约来进行保值,但是会计风险的保值和其有所不同,它是利用远期合同进行投机,以获取与账面会计损失相等的收益。所以运用远期合约保值时,要求企业有较准确的汇率预测能力。

二、经济风险的管理

由于经济风险涉及到企业经营中的多个方面,其对企业的影响较交易风险和会计风险更为深远。随着我国加入 WTO,经济日益和国际市场融合,外汇经济风险将对越来越多的企业产生影响,外汇风险不再仅仅是进出口公司和外汇交易银行特有的交易风险,因而对外汇经济风险的管理就应该成为企业经营管理的基内容。

由于经济风险是通过汇率影响企业的销售入和生产成本,从而引起未来现金流入量减少的损失,所以对外汇风险的防范就应从调整收入和成本两方面来进行。企业尤其是跨国公司可以根据汇率走势在全球调整其生产和销售活动,增强自身抗风险的能力。

(一) 生产策略

面对外汇的较大波动,企业可以采用多种生产管理策略,防止因汇率变动而导致成本上升、利润下降的风险。其途径有多种,具体如下:

1. 生产转移策略

当本国货币走强,企业产品的进口国货币贬值时,企业出口收入将可能大幅下降。为保持利润,出口企业、跨国公司可以将更多的生产转移到货币贬值的国家,以降低成本。即当汇率发生长期变化时,跨国公司在不同国家分配生产,调整产量,以适应汇率的变化,增强抵御汇率风险的能力。1993 年,日本的丰田(Toyota)汽车公司就是基于日元对美元的强劲走势而将汽车生产线从

日本转移到美国,以获得生产上的相对低成本优势,以便更好地向美国销售汽车。

当然,此策略也可能会造成生产能力的过剩和成本的上升,并且本策略还受当地投资环境和通货膨胀程度的制约。

2. 灵活的采购政策

在原材料、零部件等投入品的进口来源方面,企业尽可能做到从多个国家和地区采购,并使用多种货币进行结算,以免外国汇率升值,使进口投入品成本上升而使利润下降。当汇率变动时,尽量从相对于本国货币贬值的国家增加采购,而减少从相对于本国货币升值的国家的采购量。对美国 152 家制造企业的一项调查表明,有 77% 的企业扩大了它们在全球范围内的采购,以减少美元贬值的不利影响。又例如 20 世纪 90 年代日本许多企业从低成本的中国、马来西亚采购生产要素,从而利用日元的升值减少投入品的成本。

3. 提高生产效率,加强产品开发,实现产品的多元化

跨国企业还可以通过提高自动化生产程度,关闭效率低下的工厂,提高生产效率和产品质量,加强企业的研发能力,提高产品的差异化程度,维持企业的市场竞争能力,增强对抗汇率波动的能力。

(二) 市场策略

企业遭受外汇经济风险的损失时,可以调整产品的定价。例如通用汽车公司的德国子公司欧宝公司在马克升值后就立即调整出口产品的定价,扩大促销规模。但汇率变动会给企业带来保持市场份额还是维持利润率的两难选择。当本币升值时,是保持本币价格(从而利润率)不变而牺牲一些市场份额,还是保持市场份额而降低本币价格。当本币贬值时,出口企业是保持本币衡量的价格不变而扩大市场份额,还是提高本币价格但不提高市场份额。定价的基本原则是利润最大化。具体的定价决策受制于多种因素的作用,比如汇率变化持续的时间、规模经济、需求的价格弹性以及竞争的激烈程度等。显然需求的价格弹性越大,或规模经济效应越显著,降低价格以扩大市场份额的策略就越有利。如果汇率变化是短期的,牺牲市场份额以换取较高的利润率的做法也是不明智的。另外,价格的调整也不能过于频繁,否则会导致供应商或经销商无所适从,影响企业的商誉和市场销售。

(三) 财务策略

经济风险的财务管理策略就是在相应时间里,对企业的负债结构进行配比,使得汇率变化后公司盈余的减少能够被债务成本的减少所抵消。当然这也会引起新的管理成本的增加,同时折旧、税收和营运资金等因素会使问题变得更加复杂。

【案例分析】

W 公司付款方式选择

7 月 3 日,加拿大 W 公司与德国的一家公司在经过谈判之后,签订了一份机器设备进口合同,总金额为 200 万马克,设备价款的付款条件如下:

价款总和	DM2 000 000
其中:	
定金	DM200 000
装船日支付	DM400 000
装船后 90 天支付	DM600 000
装船后 270 天支付	DM800 000

德国公司估计 90 天之后就能装船,因此提出:如果 W 公司能够在装船日一次付清货款,可以享受 3% 的现金折扣。但是目前 W 公司流动资金比较紧张,已借入 20% 的高息贷款,如果接受 3% 的现金折扣的付款方式,公司必须进一步紧缩流动资金。另外公司赢得一场诉讼,法院判决对方与一年后的 7 月 9 日向 W 公司支付 150 万加元赔偿金。W 公司为使购买设备的成本压到最低,因而与一家银行进行了接触。W 公司可以按照伦敦银行同业拆借利率 (LIBOR) 借到欧洲货币贷款,利息按年计算为拆放利率加 75 个基本点 (一个基本点为 0.0001),利息支付可以按季支付。W 公司也可以按基础利率加 50 个基本点的利率向银行借入一年以上的加元贷款。这种贷款可以采用折扣的方式,即贷款利息可以从未使用的贷款中扣除。W 公司的剩余加元资金可以按照银行承兑利率存入银行。

W 公司可以选择的方案有以下几种。

方案 1:不要现金折扣,当马克应付款项到期时,可以借入加元贷款按即期汇率买入马克进行支付,加元可以用一年后 7 月的赔偿金来偿还。

方案 2:接受 3% 的现金折扣,为了避免汇率风险和利率风险,可以安排一年期的加元贷款,按照即期利率换成马克,支付定金后,将剩余的马克存入银行,为期 3 个月,存款到期后,正好用来支付剩余货款。

方案 3:接受 3% 的现金折扣,借入一年期的欧洲货币贷款,而不是加元。为了防范外汇风险,W 公司可以买入远期欧洲货币,以满足按季支付利息,到期支付本金的需要。

方案 4:不要折扣,借入一年期的加元贷款,按照即期汇率换成马克,支付定金后,将剩余马克分别以 90 天后到期,180 天后到期,360 天到期的形式存入德国。

方案 5 :不要折扣 ,按相应的马克付款日期买入远期马克。另外借入加元贷款 ,将未使用余额进行投资 ,直到远期合同需要清偿时。

方案 6 :W 公司可以在签订进口合同时 ,买入马克期货合约 ,到付款日时 ,卖出马克期货 ,买入即期马克付款。利用期货交易“相等且相反”的套期保值原理来实现期、现市的盈亏相抵 ,达到固定付款余额的作用。

方案 7 :W 公司可以在签订进口合同时 ,买入马克看涨期权 ,到付款日时 ,若即期马克高出期权合约的敲定价格 ,则提出对冲或者履约。若即期马克汇率低于敲定的价格 ,则放弃履约 ,按即期马克汇率买入马克汇款。这样 ,既固定了成本 ,又不放弃汇率变动有利于自己时更大程度降低成本的机会。

针对上述方案 ,W 公司要做出准确的计算 ,在权衡比较后选出最好的规避汇率风险的方案。

本章小结

1. 外汇风险指由于汇率波动使经济主体蒙受损失的可能性。外汇风险分为交易风险、会计风险和经济风险。

2. 交易风险是由于以外币计值的未来应收款、应付款在以本币结算时 ,因汇率波动而面临的风险。它是一种流量风险 ,普遍存在于进出口贸易、国际投资和借贷以及外汇市场的多种交易之中。交易风险可以用资金流量报告来度量。交易风险的防范分为内部管理法和外部管理方法。内部管理法包括合同货币的选择、多种货币搭配、调整价格、加列保值条款、提前或推后、配对和汇率保险等方法。外部管理方法指利用金融市场来防范汇率风险。一类是利用远期合约等传统的外汇交易 ,另一类是利用货币期货、期权等衍生金融工具。此外 ,货币市场法也是常用的防范交易风险的手段 ,它是将外汇交易和货币市场的工具相结合的综合性方法 ,常见的有 BSI 法和 LSI 法。

3. 会计风险是指涉外经济主体在进行会计处理和对以外币计价的债权和债务进行财务决算时 ,对于必须转换成为本币的但是以各种外币计价的项目进行评价时产生的风险。会计风险是一种账面风险 ,是存量风险 ,会计风险可以通过编制风险资产和风险负债报告来反映。会计风险可以用缺口管理法和合约保值法来管理。

4. 经济风险是指意料之外的汇率变动通过影响企业生产销售数量、价格和成本 ,而引起企业未来一定期间内收益或现金流量减少的一种潜在损失。经济风险对企业的影响是长期的和复杂的。通过衡量外汇风险对企业的现金

流量的影响来度量经济风险。对经济风险的防范应从调整销售收入和生产成本两方面来进行,防止汇率变动造成未来现金流入量的减少。常用的手段有生产策略、市场策略和财务策略。

关键词汇

外汇风险 Foreign Exchange Risk Foreign Exchange Exposure

交易风险 Transaction Risk 会计风险 Account Risk

经济风险 Economic Risk 保值 Hedge

硬通货 Hard Currency 软通货 Soft Currency

定价 Pricing 应付账款保值 Payables Hedge

应收账款保值 Receivables Hedge 提前和推后 Leads and Lags

配对法 Matching 远期合约保值 Forward Hedge

期货合约保值 Future Hedge 期权交易保值 Currency Option Hedge

货币市场法 Money Market Hedge

借款—即期交易—投资法 Borrow-Spot-Invest ,BSI

提前收付—即期合同—投资法 Lead-Spot-Invest ,LSI

本章思考题

1. 简述外汇风险的概念和类型。
2. 简述交易风险的防范方法。
3. 简述会计风险的防范方法。
4. 简述经济风险的防范方法。
5. 在进出口交易中,如何实行“收硬付软”的原则?
6. 如何选择合同货币以实现防范外汇交易风险的目的?
7. 如何利用金融交易来防范外汇交易风险?

8. 美国 W 公司按照合同规定在 1 年后向澳大利亚一公司支付 A \$ 3 000 000 的进口货款,W 公司希望能防范外汇汇率变动带来的不利影响。当时美元对澳元的即期汇率为 $1 \text{ A \$ } = 0.85 \text{ \$ }$,1 年期的远期汇率为 $\$ 0.81$,美元的年利率为 7%,澳元的年利率为 12%。

(1) 如果 W 公司利用货币市场方法,请计算 W 公司当前应借入多少美

元? 1 年后需多少美元偿还借款?

(2) 如果 W 公司选择用远期合约来保值, 请计算 1 年后 W 公司需多少美元来交割远期合约?

(3) 在上述两种方法中, 哪一种对 W 公司更加有利?

9. 我国某医药公司每年用美元(US \$)从美国进口原料, 制成药品后大量出口加拿大, 出口合同以加元(C \$)计价, 该医药公司认为在长期内加元对美元可能会贬值, 由此公司的经营利润会受到严重影响。你认为公司应该采取什么策略来防范此经济风险?

第四篇 国际经贸信贷

第十四章 国际金融市场

国际金融市场是当代国际经济体系的重要组成部分,20世纪70年代以来,国际金融市场的蓬勃发展,对全球经济产生了极为深远的影响。通过本章的学习,可以使读者了解国际金融业务的市场环境和体系,把握资金跨国流动的形式和渠道。

本章要求理解国际金融市场的含义及其产生和发展,熟悉国际金融市场的分类方法,重点把握欧洲货币市场的含义、特点,掌握国际信贷市场、债券市场和股票市场的构成和主要业务活动,并对国际金融市场的最新发展趋势加以关注。

第一节 国际金融市场概述

一、国际金融市场的概念

国际金融市场(International Financial Market)是指资金在国际间进行流动或金融产品在国际间进行买卖和交换的场所。国际金融市场有广义和狭义之分。广义国际金融市场是指进行各种国际金融业务活动的场所,它包括国际资金市场、外汇市场和国际黄金市场。狭义上的国际金融市场特指国际资金市场,即国际间资金借贷和资金融通的场所,具体而言是指国际货币市场和国际资本市场。从整体上讲,国际金融市场是一种无形抽象的市场,它主要由各种银行和其他金融机构通过现代化的通讯网络来进行各种国际业务。

二、国际金融市场的分类

按照不同的分类标准,国际金融市场可以划分为多种类型。

(一) 根据国际金融市场产生的过程分类

根据国际金融市场产生的过程,国际金融市场可以分为传统型的国际金融市场和新型的国际金融市场。

1. 传统国际金融市场

传统的国际金融市场又称为“在岸金融市场”(On-shore Financial Market),它是在各国国内金融市场的基础上形成和发展起来的,是国内金融市场跨越国界的延伸发展。通常是由于一个国家的经济和货币在世界范围的重要性,使其所在的国家首先在某一城市或地区形成一个区域性金融市场,然后逐步成长为世界性的金融市场。传统的国际金融市场以市场所在地货币为交易对象,交易在居民和非居民之间进行,并受到市场所在国政策和法令管辖。

在第一次世界大战前相当长的一段时期里,英国在国际贸易和国际金融领域占据主导地位,英镑是主要的国际结算和国际储备货币,因而伦敦发展成为最主要的国际金融市场。第二次世界大战后,虽然英国的经济地位下降,英镑作用大幅度削弱,但伦敦依然保持了世界主要国际金融市场的地位。与此同时,美国经济地位迅速上升,美元成为各国主要的国际结算货币和国际储备货币,国际借贷和资本筹措活动开始集中于纽约,纽约国际金融市场迅速崛起。此外,随着西欧和日本经济的恢复和迅速发展,东京、法兰克福都成为重要的国际金融市场。传统的国际金融市场主要是为外国借款人提供资金,市场主要是净输出国内资本。因此这种传统的国际金融市场的形成,必须有充足的、经常不断的资金供应来源。一个国家如果没有高度发达的经济,就不可能维持这样的国际金融市场。

2. 新型国际金融市场

新型的国际金融市场又称为“离岸金融市场”(Off-shore Financial Market),这一市场以市场所在地以外国家的货币即境外货币为交易对象,交易在非居民之间进行,且不受任何国家的法律、法规管制。

这种形式的金融市场最早是从伦敦国际金融市场的转变开始。伦敦原本是传统的国际金融中心,具有雄厚的经济基础和许多独特的金融优势,自20世纪50年代以来,由于国内外经济形势变化,伦敦市场发展成为经营境外美元的新型国际金融中心。70年代以后,新加坡、香港和后来的一些新兴的国际金融市场发展迅速,这些国家和地区利用其优越的地理位置或经济环境,实行优惠政策,在较短的时间内形成和发展为国际金融市场。这些新型国际金融市场的形成表明,国际金融市场的形成不一定要依靠强大的经济贸易实力,本国资本供应是否充裕已不再是必要条件,只要它具备强大的吸引力,能够把国际投资者和借款人吸引过来,就可能成为一个国际金融市场。伦敦等主要国际金融市场地位的保持,很大程度上与它在营运管理机制上的这种发展转变有关。新型的国际金融市场就是我们在本章中将要详细介绍的欧洲货币市场,它是国际金融市场的核心。

(二) 根据市场功能的不同分类

根据市场功能的不同,国际金融市场可以分为货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场。

1. 国际货币市场,又称为短期资金市场,是经营短期资金交易的市场。无论何种形式的资金借贷,只要期限在1年或1年以下者均属于货币市场范畴。具体地讲,国际货币市场以短期工商企业资金周转、拆款和短期政府债券为主要交易对象,是经营短期信用票据买卖和转让的金融市场。国际货币市场的作用是调节短期资金,解决资金需求者的季节性和临时性的资金周转。货币当局利用货币市场实施货币政策。货币市场通常由同业拆借市场、承兑市场、票据贴现市场、短期政府债券市场、大额可转让定期存单市场、回购市场和短期信贷市场组成。

2. 国际资本市场,是指交易期限在1年以上的中长期金融工具交易的市场,又称为中长期资金市场。其重要功能是筹集和运用中长期资金,为工商企业、政府和机构提供中长期资金。资本市场主要由两部分组成,即发行和买卖各种债券、股票的证券市场 and 通过银行进行融资的中长期信贷市场。

3. 国际外汇市场。外汇市场是以外汇银行为中心,由外汇需求者、外汇供给者及买卖中间机构组成的外汇买卖场所或交易网络。(国际外汇市场的具体内容我们已经在第九章进行了详细的介绍。)

4. 国际黄金市场。国际黄金市场是专门进行黄金买卖的国际性交易市场,是国际金融市场的一个重要组成部分。黄金既是国际结算的手段,又具有世界货币的性质。虽然黄金已经退出了国际本位货币领域,但黄金仍然是重要的国际储备货币和保值手段,黄金的国际性交易仍然以各种新型方式发展着,仍能在不断发展的国际金融市场上占有重要的地位。伦敦、苏黎世、纽约、芝加哥和香港的黄金市场是世界上最重要的五大黄金市场。

(三) 根据地理位置上跨国金融机构集中的状况分类

根据地理位置上跨国金融机构集中的状况,国际金融市场主要有西欧区、北美区、亚洲区、中东区及中美洲和加勒比海5个区域的金融市场。

1. 西欧区。西欧区是历史最悠久的国际金融市场,包括伦敦、法兰克福、巴黎、苏黎世、卢森堡等金融中心。其中伦敦是历史最悠久、影响力最大的国际金融中心。伦敦市场从事的国际金融业务种类多、联系广,专业人才多。在伦敦聚集的跨国银行最多,在伦敦的外国银行数量超过了英国本国银行的数量。

2. 北美区。北美区是重要的国际金融市场,它包括纽约、加拿大的多伦多和蒙特利尔等金融中心。由于美元在国际货币体系中的重要性,纽约是世界

上最重要的金融中心。美国在 1981 年开始允许欧洲货币在美国境内通过国际银行设施(IBF)进行交易,此后美国各州的金融市场都在日益国际化,加强了美国与其他国际金融中心的联系。

3. 亚洲区。亚洲区是新兴的国际金融市场,包括东京、新加坡和香港等金融中心。在 20 世纪 60 年代,新加坡在亚洲就建立了经营境外货币的金融中心。70 年代,港英当局采取了一系列措施鼓励外国银行进入,促进了该地区的国际金融业务的发展。80 年代以后,日本实行了金融自由化,放松金融管制,对外开放国内金融市场,从而使东京国际金融中心迅速发展起来。此外,亚洲区还有菲律宾的马尼拉、马来西亚的吉隆坡等外围金融中心。

4. 中东区。中东区也是新兴的国际金融市场,包括巴林、科威特等金融中心。巴林是波斯湾中的一个岛国,因其与拥有巨额石油收入的沙特阿拉伯、科威特等国毗邻,交通便利、通讯发达,而成为中东地区最大的外汇买卖、资金拆放、国际汇兑等国际业务的重要市场,其资本市场也很发达。巴林 1975 年开始创设境外银行,并以鼓励措施吸引各国银行到巴林设立分支机构,其境外金融交易显著增长。巴林对外汇买卖和国际汇兑没有任何限制,外汇市场发展迅速,主要交易货币是美元和地区性货币——沙特里亚尔。

5. 中美洲与加勒比海区。在中美洲和加勒比海地区,开曼群岛、巴哈马群岛以及百慕大等地,因其优越的地理位置、优惠的税收政策和完善的通讯服务设施,吸引了大量的跨国银行尤其是美国的银行在当地设立分行,成为国际银行和金融机构的逃税地。这些国际金融市场不同于伦敦、纽约等真正的国际金融市场,这里设立的银行很多都没有真正的实体存在,不经营具体的融资业务,只从事业务转账和注册等手续,是银行簿记中心和名义中心。

三、国际金融市场形成的条件

从以上国际金融市场的介绍来看,一个城市或地区要成为国际金融市场必须具备以下几个条件:

1. 稳定的政治经济环境

这是形成国际金融市场的根本前提。一个国家只有政治经济局势稳定,才能积聚大量的国际资本。国际金融市场所在国能通过立法等方式保护外国资本的利益,提高对外国银行和投资者的吸引力。

2. 宽松的金融环境

这主要指实行自由外汇制度或外汇管制宽松,外汇调拨比较灵活,在存款准备金、税率、汇率等方面没有严格的管理条例,银行监管合乎世界水平,非居民参与金融活动享受与当地居民相同的待遇。

3. 完善的市场结构

这里指既有完善的金融机构网络,又有高水平的金融专业人才。一方面,国际金融市场的银行机构比较集中,信用制度发达,管理制度比较健全,资金供求转移便利。另一方面,还要有一支数量庞大、具有丰富的国际金融专业知识和实践经验的专业人才队伍,能够提供高效率的服务。

4. 现代化国际通讯设施和良好的地理位置

国际金融市场的业务主要是通过现代化通讯设施所形成的无形网络来进行的,所以,通过电话、电传、电子计算机和邮政设施相互连接形成的现代化通讯网络是形成国际金融中心的必要条件。当然,良好的地理位置(时区、气候、交通等),也有利于国际金融市场的形成。

四、国际金融市场的作用

国际金融市场是资金在国际间进行流动或金融产品在国际间进行买卖和交换的场所,它是开放经济运行的重要外部环境。国际金融市场的作用可以从积极和消极两个方面进行考察。

(一) 国际金融市场的积极作用

国际金融市场作为国际信贷中介,对于联系全球各地的生产和贸易活动起着重要的推动作用。

1. 国际金融市场便利了国际资金的运用、调度和国际债务的结算,为扩大国际贸易创造了条件。同时,国际金融市场便利了借贷资本的国际流通和产业资本的国际移动,使国际范围内大量闲置资本得以利用,从而为职能资本提供了重要的国际获利机会,加速了生产和资本的国际化,并加强了各国经济之间的相互联系。

2. 国际金融市场使国际融资渠道畅通,为许多国家提供了经济发展所需的资金。例如欧洲货币市场促进了德国和日本的经济复兴,亚洲美元市场为亚太地区经济建设发挥了重要的作用。

3. 国际金融市场为各国调节国际收支发挥了不可忽视的作用。第二次世界大战以后,国际金融市场日益成为各国外汇资金的重要来源。出现国际收支逆差的国家越来越多地利用国际金融市场的贷款来弥补赤字,调节国际收支。另外,一国货币当局还可以在国际金融市场上通过影响汇率的变动来调节国际收支。

(二) 国际金融市场的消极作用

国际金融市场在积极支持和促进国际经济发展的同时,也有其不利和消极的一面。

1. 国际金融市场是在国际资本流动的推动下产生和发展的,而国际金融市场的发展又为国际资本的停留和膨胀提供了场所,进一步引发了大规模的国际资本流动。当前国际资本流动在相当程度上已脱离了世界经济和贸易活动,形成了一股相对独立的力量。这一力量规模巨大,已经通过外汇市场和整个国际金融市场冲击了一些国家的国内经济,影响国内货币政策的执行,并造成外汇市场和国际金融市场的频繁动荡。

2. 国际金融市场缺乏有效的监管,在离岸市场上没有中央银行和存款保险制度,在危机显现时,缺乏对金融机构和存款人的保护机制,存在风险隐患。

3. 国际金融市场为走私、贩毒和洗钱等非法活动提供了场所,在一定程度上削弱了有关国家在这方面的执法力度。

第二节 欧洲货币市场

一、欧洲货币市场的概念和特征

欧洲货币(Euro Currency),又称为境外货币,指在货币发行国境外流通的货币。欧洲货币市场(Euro Currency Market)是指经营欧洲货币业务的市場。它是国际金融市场的核心。欧洲货币市场不受货币发行国金融外汇政策的限制,也不受市场所在国的管辖,可以自由进行交易,是一种真正意义上的国际金融市场。

欧洲货币市场起源于以伦敦为中心的欧洲市场,但是其范围早已扩展到了纽约、东京、新加坡、香港、开曼群岛、巴哈马等地,所以“欧洲”并不是一个表示地理位置的概念,而是意味着“境外”的意思。任何可自由兑换的货币只要在市场所在国管辖之外都可以称为“欧洲货币”,例如,除欧洲美元(Euro-Dollar)外,还有欧洲英镑、欧洲日元、欧洲瑞士法郎等。在欧洲货币市场从事境外货币经营业务的银行称为欧洲银行(Euro Bank)。(注:在亚洲的新加坡和香港,欧洲货币市场又称为亚洲美元市场。)

人们把传统的国际金融市场称为在岸金融市场,把欧洲货币市场称为“离岸金融市场”。离岸金融市场和在岸金融市场的区别最初是由境外货币和境内货币存贷的区别产生的^①。但是,随着欧洲货币市场的发展,离岸金融

^① 一些学者从交易者的国籍角度对国际金融市场进行分类,将居民和非居民之间的金融交易市场称为在岸金融市场,而交易双方都涉及市场所在国以外的非居民,则称为离岸金融市场。

市场和在岸金融市场的主要区别不仅是在于境外货币和境内货币的区别,而更在于市场管理体制的区别。即离岸市场不受市场所在国金融、外汇政策的限制,可以自由筹措资金,进行外汇交易,实行自由利率,无需交纳存款准备金等。例如,为了应对欧洲货币市场的发展趋势,美国于1981年在境内设立了“国际银行设施”(International Banking Facilities,简称IBF),开办欧洲货币业务,将境内美元和境外美元业务分离管理,通过国际银行设施,开办离岸业务。国际银行设施的设立,保持了欧洲美元是美国的境外美元这一形式,但就地理上看,欧洲美元已经能在美国境内经营,这是欧洲货币市场的一个重大发展。

欧洲货币市场不同于通常所指的仅包括短期资金交易的货币市场,它还包括中长期的资金交易。广义的欧洲货币市场包括欧洲货币短期信贷市场、欧洲货币中长期信贷市场和欧洲债券市场。

欧洲货币市场的资金来源主要包括:国际性商业银行或国际银团资金,跨国公司、工商企业以及非银行金融机构的存款,各国中央银行和政府的外汇存款和外汇储备,国际清算银行的存款,石油输出国组织的资金等。

欧洲货币市场的资金需求者主要包括:商业银行、跨国公司和大型工商企业、西方国家政府和市政当局。商业银行是欧洲货币市场最大的借款人,跨国公司和其他工商企业是资金最主要的使用人,西方国家的地方政府和市政当局以及国有企业也是重要的资金需求者。

二、欧洲货币市场的类型

根据业务对象、营运特点、境外货币的来源和贷放重点的不同,欧洲货币市场可以分为四种类型。

1. 功能中心(Functional Center)。它主要指集中诸多外资银行和金融机构,从事具体存储、贷放、投资和融资业务的区域或城市。

功能中心型离岸金融市场又可以分为两类:

一种是集中型中心,即内外融资业务混在一起,金融市场对居民和非居民同时开放,在经营管理范围上比较宽松,对经营离岸金融业务没有严格的申请程序,目的是发挥两个市场业务的相互促进作用。伦敦和香港即属于此类。

第二种是分离型中心。即限制外资银行和金融机构与居民的业务往来,是一种内外分离的形式,只准非居民参与离岸金融业务,目的是防止离岸金融业务冲击本国货币政策的实施,其典型代表是美国的国际银行设施。国际银行设施(International Banking Facilities IBF)是美国联邦储备银行于1981年12月批准在纽约设立的,其特点是:凡获准吸收存款的美国银行、外国银行,均可以申请加入成为会员,经营这类业务的银行不设立单独的机构,而仅在本行内

设立专门从事这种业务的部门,另设立专门的账户。交易可以不受国内金融法规的限制,交易者还可以免除准备金和利率的限制,豁免有关税收。交易严格限制在会员机构和非居民之间。存放在国际银行设施账户上的美元视同境外美元,与国内美元账户严格分开。IBF 使得美国既可以建立起一个可以与伦敦为中心的欧洲货币市场相竞争的离岸金融中心,又有助于隔绝国际金融市场资金流动对本国货币存量和宏观经济的影响。新加坡也实行离岸业务和在岸业务的分离管制,故也属于分离性中心。

2. 名义中心(Nominal Center)。这种形式多集中在中美洲各地,如开曼、巴哈马、拿骚和百慕大等。国际性大银行和金融机构在这里开设账户,是为了逃避管理和税收,这些中心不经营具体融资业务,只从事借贷投资等业务的转账或注册等事务手续,故名义中心是簿记中心(Paper Center)和避税港型离岸金融市场。

3. 基金中心(Funding Center)。基金中心主要吸收国际游资,然后贷放给本地区的资金需求者,以新加坡为中心的亚洲美元市场属于此类。它的资金来自世界各地,而贷放对象主要是东盟成员国或临近的亚太地区国家。

4. 收放中心(Collectional Center)。与基金中心的功能相反,收放中心主要筹集本地区多余的境外货币,然后将其贷放给全球各地的资金需求者。如亚洲的巴林将中东地区富余的石油美元吸收起来贷给其他地区。

三、欧洲货币市场形成和发展的原因

欧洲货币市场起源于 20 世纪 50 年代,在 60 年代后迅速发展起来。欧洲货币市场的产生和发展有着多方面的原因。二次世界大战以后世界经济和科学技术的迅速发展推动了经济的国际化发展,这是欧洲货币市场形成和发展的根本原因。经济的国际化包括生产的国际化和市场的国际化,这必然促进货币市场和资本市场的国际化,推动国际金融市场的重大变革。在生产和市场国际化的条件下,跨国公司迅速发展,要求有一个国际性的金融市场为其提供大量的借贷资金,或为其大量闲置资本提供升值的机会。传统的国际金融市场已不能满足需要,欧洲货币市场高效、自由的运营机制恰好适应了这种客观需求。除了经济国际化这一根本内在因素外,欧洲货币市场的形成还得益于许多外在因素的推动,具体如下:

1. 朝鲜战争背景下欧洲美元的出现

二战后,美元逐渐成为国际支付手段和国际储备货币。50 年代初朝鲜战争爆发,美国冻结了中国存放于美国的全部资产,前苏联和东欧国家为避免遭受同样损失,遂将其资产转移至伦敦等欧洲银行,欧洲美元市场的雏形出现。

2. 英镑危机导致欧洲美元市场的形成

20 世纪 50 年代,英、法和埃及之间爆发战争,英国国际收支急剧恶化,外汇短缺,导致 1957 年的英镑危机。英国政府为稳定英镑而加强外汇管制,禁止英国的商业银行向非英镑区发放英镑贷款。于是,英国的各大商业银行为规避外汇管制和维持其在国际金融市场的地位,纷纷转向经营美元业务,吸收美元存款并向海外客户发放贷款,从而在伦敦形成了一个在美国境外大规模经营美元存款和贷款业务的资金市场。

3. 美国国际收支逆差和货币金融政策的影响

20 世纪 50 年代,美国海外军事开支庞大,海外投资增加,1958 年美国国际收支出现巨额逆差。这导致美元在国外的供应量增加,为欧洲美元市场的发展提供了大量的资金来源。美国政府为改善其国际收支状况,从 20 世纪 60 年代起采取了一系列限制美元外流的措施。如 1963 年实施的限制美国对外投资的“利息平衡税”,规定美国人购买外国证券所得的高于本国证券利息的差额,必须作为税款交给国家,这一措施导致美国投资者向美国境外投资,美国的海外企业也不愿意把利润汇回国内,而是存入海外银行。另外,美国联邦储备银行的“Q 条例”限制了美国商业银行存款的最高利率,而西欧国家商业银行的存款利率自由变动,导致美国国内存款利率经常低于西欧,使美国大批国内存款转移到欧洲货币市场上。1965 年,美国政府开始限制其银行向外国扩大信贷额度,例如规定美国银行吸收国外存款以及国外分支行在总行账面的存款,必须缴存累进的存款准备金。1968 年,美国又禁止美国企业汇出美元到国外投资,这些金融管制措施产生了三方面的效应:一是使美国的资本输出和对外信贷受到了严格的限制;二是导致了西欧国家外汇地位的相对改善,并增强其国际金融的活力;三是造成大量美元转移到西欧国家和日本,使欧洲美元市场的规模不断扩大。

4. 大规模石油美元流动的作用

20 世纪 70 年代的石油危机中,石油输出国组织(OPEC)两次提高石油价格,这导致了国际财富的重新分配,OPEC 成员国出现巨额国际收支顺差,获得大量的盈余资金。据统计,从 1973 ~ 1979 年,OPEC 国家国际收支中的经常项目顺差累计达到 2 300 亿美元,OPEC 国家对外国官方的要求权也从 1972 年的 85 亿美元上升到 1980 年的 736 亿美元。这些石油美元大部分流向境外货币市场。石油美元的回流进一步扩大了欧洲美元的规模,促进了欧洲货币市场的发展。

5. 美元国际地位的下降促成了欧洲货币币种的多样化

20 世纪 60 年代以后,美元在国际货币体系中的地位开始削弱,西欧货

币,尤其是西德马克和瑞士法郎等货币的地位及作用大为增强。而这些国家为防止公众抛售美元,大量购买这些硬通货而引发通货膨胀,对非居民存款施加种种限制,迫使境外马克和境外瑞士法郎等欧洲货币的出现,原来的欧洲美元市场转化为欧洲货币市场。

6. 各国市场开放政策的影响

1958年,西欧各国基本上取消了外汇管制,西欧多数国家实现了货币的自由兑换。在西欧金融市场上,专门经营美元存贷业务的银行不受所在国法令限制,存放自由,不必交存款准备金,宽松的环境为欧洲货币市场的发展创造了有利的条件。另外,一些新兴的工业国和前苏联、东欧等国家,为加快经济发展,也积极进入欧洲货币市场筹集资金,进一步扩大了欧洲货币市场的业务。在20世纪80年代世界范围内金融自由化浪潮中,许多国家放松了对金融业的管制,进一步促进欧洲货币市场的迅速发展。

四、欧洲货币市场的特点

欧洲货币市场是完全国际化的市场,是国际金融市场的主体,它具有许多传统的国际金融市场无法比拟的特点。

(一) 欧洲货币市场范围广阔,不受地理限制

欧洲货币市场是由现代化通讯网络联系而成的全球性统一市场。欧洲货币市场当然也存在一些地理中心,例如由传统的金融中心城市发展而来的伦敦、纽约、东京等。20世纪60年代以来,巴哈马、巴林、新加坡、香港等新兴金融中心的形成,则是得益于降低税收、减少管制等一系列优惠措施。这些金融中心的跨国银行通过现代化通讯手段在全球金融机构之间、金融机构与客户之间进行大量的交易。

(二) 交易规模巨大,种类丰富

欧洲货币市场的单笔交易金额绝大多数都超过100万美元,上亿美元的交易也很普遍。欧洲货币市场除美元、日元、德国马克等传统币种外,还包括瑞士法郎、英镑、加拿大元等币种,以发展中国家货币为币种的交易也不少见。由于欧洲货币市场的经营环境非常自由,竞争激烈,使欧洲货币市场金融创新活跃,市场交易品种众多。

(三) 利率结构独特

欧洲货币市场最具竞争力的特点是其利率结构。欧洲货币市场利差较小,利率浮动。它的利率一方面与各发行国国内利率有密切联系,但同时又不受东道国金融管制的影响,并且在税收上有优势,因此可以为存贷双方提供更有吸引力的利率。它以伦敦市场同业拆借利率(LIBOR)为基础,存款利率略

高于货币发行国国内的存款利率,贷款利率略低于国内的贷款利率,存贷利差低于国内金融市场存贷利差,其存贷款利率差有时甚至低于 0.125%。但由于欧洲货币市场的成本低于国内市场,市场的交易规模大,银行间交易占主导,多属于批发性质,所以欧洲银行所赚取的利润并不比国内银行低。

(四)所受管制较少

由于一般从事非居民的境外货币借贷,因此欧洲货币市场不受任何一国国内法律的管制,迄今为止,也尚不存在对这一市场专门进行管制的国际法律。欧洲银行经营境外货币存款业务没有存款准备金要求,也无须交纳存款保险金。资金调拨十分方便自由。在税收方面,特别是在加勒比海和亚洲的一些避税港,银行的利息收益只需交纳很少的税金,或根本不需缴税。

第三节 国际信贷市场

一、国际信贷市场概述

国际信贷指一国的金融机构、政府、企业以及国际金融机构,在国际市场上向另一国的政府、企业、金融机构及国际组织借贷资金的一种信用活动。国际信贷市场是以金融机构为媒介,为各国资金需求者提供资金融通的场所和机制。国际信贷市场与国内信贷市场的区别在于交易跨越了国界,借贷关系在不同的国家之间发生,它反映了国家之间借贷资本的活动。

早期的国际信贷活动主要是通过借款国在资本充裕国家的金融市场上发行债券进行的。1929 年的世界性经济危机引发的证券信用危机,导致了人们普遍对债券业务的恐惧心理。因此,第二次世界大战后,债券融资方式由银行和公司之间主要为国际贸易与生产融通资金的方式所取代。20 世纪 70 年代以后,随着国际债券市场的发展,国际信贷方式有所改变,但银行信贷仍然是国际信贷的重要形式。

二、国际信贷的种类

随着国际金融市场的发展,国际信贷也获得了较大的发展。根据不同的划分标准,国际信贷可以划分为多种类别。

(一)按贷款的期限分类

按照贷款的期限,国际信贷可以分为短期信贷和中长期信贷。

1. 短期信贷

短期信贷指信贷期限在 1 年以内的资金借贷。包括银行间的同业拆借,

银行对工商企业的短期信贷。银行同业拆借在整个短期信贷市场中占据主导地位。银行对工商企业的短期信贷主要解决临时性的短期流动资金的需要,如对外贸易的进出口短期信贷等。

欧洲短期信贷市场是国际短期信贷市场的主要部分。它在一定意义上是一个银行同业拆借市场,是由一些国际性的大银行和各国大商业银行海外分行参与组成的一个全球性的、广泛的国际银行网。

国际银行间短期拆借的期限短,金额大。短期信贷期限短的为1天,长的达1年,基本期限为隔夜、7天、1个月、3个月、6个月、9个月或1年。而且资金属于批发性质,一般交易的起点为100万美元,高的可达上亿或数亿美元。

国际银行间短期信贷主要凭信用,无须抵押或担保,借贷方式灵活方便。

欧洲短期信贷市场上利率浮动,存贷利差小。欧洲银行中的30多家主要银行每日公布欧洲货币同业拆借利率,其中以伦敦银行同业拆借利率(LIBOR, London Inter-Bank Offered Rate)最具有影响力。这些利率随着国际金融市场的供求关系自发调节。此外,国际短期信贷市场上存款利率略高于国内金融市场利率,贷款利率则低于国内市场,存贷利差较小,一般为0.25%~0.5%。

2. 中长期信贷

这是指信贷期限在一年以上的资金借贷,它包括银行中长期贷款、出口信贷、银团贷款、项目贷款、国际金融组织中长期信贷等(相关内容的较详细介绍请参见第十五章和第十七章)。

(二) 按贷款的性质和来源分类

按照贷款的性质和来源,国际信贷可以分为国际金融机构贷款、政府贷款、国际银行贷款和国际贸易贷款。

1. 国际金融机构贷款

国际金融组织主要指国际货币基金组织(IMF)、世界银行及亚洲开发银行等。IMF的宗旨是帮助成员国弥补国际收支逆差、稳定汇率和缓解成员国经济困难。它的贷款有普通贷款(Normal Credit Tranche)、扩展贷款(Extended Facility)等多种形式。IMF的贷款通常会附加严格的条件(参见第一章第五节的内容)。

世界银行主要通过中长期贷款,协助成员国的资源开发和经济发展,其贷款的原则是贷给有偿还能力的成员国政府,支持经批准的项目建设。该贷款在不同时期有不同的重点,有结构调整贷款、部门调整贷款、技术援助贷款等多种形式,每一贷款都有严格的贷款程序(参见第一章第五节的内容)。

亚洲开发银行的工作重点是支持亚洲各国的基础设施建设、消除贫困、促

进亚洲各国私营经济的发展,注重改善环境和加强技术援助。其贷款分为普通贷款和特别基金贷款。

2. 政府贷款

这是一国政府利用预算资金向另一国政府提供的优惠性贷款,多以“经济援助”的形式出现。政府贷款的特点是期限长、利息低,并附有一定的条件。政府贷款的期限最长可达30年,利息最低可降到零,附加条件一般为限制贷款的使用范围,例如规定贷款只能购买授贷国的商品,或规定受贷国必须在经济政策或外交政策方面做出某些承诺或调整。因此,政府贷款属于一种软约束性贷款。申请政府贷款的手续复杂,往往需要以国家间适当的政治关系为基础,具有很大的双边援助性质。

外国政府贷款一般有以下类型:一是纯粹的政府财政性长期低息优惠贷款,这类贷款多用于非营利性的城市基础设施建设;二是由政府和一般商业银行贷款合成的混合贷款;三是由一定比例的政府赠款、政府贷款和出口信贷组成的混合贷款。

3. 国际银行贷款

这是指在国际金融市场上,一国银行向另一国借款人提供资金融通的业务。国际银行贷款的资金来源广泛,用途不受限制,有较强的选择性和灵活性。由于国际银行的存款以短期为多,而中长期贷款的期限在5年以上,为避免利率风险,在国际银行的信贷中,浮动利率使用普遍。银行通常以伦敦银行同业拆放利率(LIBOR)为基础,再加上根据借款人信用状况所决定的加息幅度,然后根据约定每3个月或6个月调整一次利率。

国际银行贷款的借款人大多是跨国公司、国际组织和各国政府。有些贷款还需要政府部门或官方机构的担保。国际银行贷款可以是独家银行贷款,也可以是国际银团提供的银团贷款。由于国际银行贷款的金额巨大,所以银团贷款居多。

国际银团贷款又称为辛迪加贷款(Syndicated Loans),它是指由一家或几家银行牵头,多家国际商业银行参加,共同向同一借款人提供的数额庞大、期限较长资金的一种国际贷款。银团贷款由牵头银行、代理银行和参与银行组成。

牵头银行又称经理行、主干事行等,负责整个银团贷款的组织工作,并承担贷款金额中的大部分。牵头银行通常是借款人根据贷款需要物色的,实力雄厚、在金融界享有较高威望、和其他银行有广泛联系的、和借款人自身关系密切的大银行。牵头银行为借款人组织银团,向借款人提供贷款的基本条件,主持借款人、贷款人、担保人三方对贷款协议条款的谈判和最后协定的签订,监

督各贷款人的贷款到位。

代理银行是贷款银团的代理人,负责监督管理贷款的具体事项,例如与借款人进行日常联系,向借款人收取应偿还的本息等,担任贷款管理人的角色。代理行负责提供借款人、担保人的财务状况,负责贷款的发放和收回,承担贷后的管理工作,协调各方的关系。

参与银行是参加银团并按各自的承诺份额提供贷款的银行。参与行按其承诺的份额及贷款协议的有关规定向借款人按时发放贷款,按其参与的份额取得贷款的利息和费用。

银团贷款的特点是:贷款数额大,可高达几亿、几十亿美元;贷款期限长,一般为3~5年,有的可以长达40年;参与贷款的银行多,由几家、几十家甚至上百家银行组成;借款人成本高,除支付利息外,借款人还需支付管理费、承担费、代理费等费用;贷款风险低,由于采用银团贷款的形式提供中长期贷款,从而可以分散风险。目前,银团贷款是国际银行贷款业务中最典型、最有代表性的贷款方式。

4. 国际贸易贷款

贸易贷款是国际信贷市场上最古老而传统的融资业务,国际贸易贷款以一年期以上的中长期贷款为主,主要形式有出口信贷、福费廷等。

与其他贷款相比,中长期贸易贷款的利率低,利差由国家补贴,为了扶持本国出口工业,许多发达国家都成立了专门的发出口信贷的机构和国家信贷保险机构,以支持国际贸易贷款的发展。国际贸易贷款的具体内容我们将在第十五章国际贸易信贷中介绍。

第四节 国际证券市场

国际证券市场,是指在国际上发行和交易各种有价证券的市场。从广义上讲,国际证券市场包括短期证券市场和长期证券市场。短期证券市场指短期票据市场。本节讨论狭义的国际证券市场,即国际债券市场和国际股票市场。

一、国际债券市场

(一) 国际债券市场的概念

国际债券(International Bonds)是一国政府、金融机构、企业为筹措外币资金而在外国发行的以国外货币计值的债券。国际债券的发行可以为一国政府或企业筹集外汇资金,弥补国内筹资的不足,弥补财政赤字。

20 世纪 80 年代以来,国际债券市场发展很快,国际债券融资所占的比重不断上升。截止 2001 年底,全球债券市场总量达到 37 万亿美元,其中国际债券发行量的增长速度超过了国内债券,2001 年国际债券的发行量占到全球债券市场总量的 18%,而 1997 年仅为 11%。

在国际债券市场上融资的主体是美、英、德、日、法等发达国家,发达国家的经济实力雄厚,跨国公司众多,资信度高,因而融资活动频繁且数额巨大。20 世纪 80 年代以来,亚洲和拉美的一批新兴市场经济国家,在国际债券市场上日益活跃,其份额和参与程度在不断扩大。但从国际债券的总发行量来看,新兴市场经济国家债券总体发行量仍然占很小的比例。在国际债券市场融资的机构中,政府及政府机构比重最高,其次是工商企业,再次为国际组织。

国际债券的币种结构以美元债券为主,但是欧元国际债券融资额增长较快。自 1999 年欧元启动以来,以欧元计值的国际债券发行量大幅度增长。另外,以英镑、日元和瑞士法郎为面值的债券也有较大份额。

(二) 国际债券的分类

按国际债券的性质,可以将国际债券分为外国债券、欧洲债券和全球债券。

1. 外国债券(Foreign Bonds),是指外国借款者在某国资本市场上发行的以市场所在国货币为面值的债券。如日本公司在美国发行的美元债券,我国企业在日本发行的日元债券等。某些主要西方国家外国债券的市场规模比较大,因而有了国际上的通称,例如外国人在美国发行的美元债券又称为“扬基债券”(Yankee Bond),在日本发行的日元债券为“武士债券”(Samurai Bond),在英国发行的英镑债券为“猛犬债券”(Bulldog Bond)等。外国债券属于传统的国际金融市场业务,已有上百年的历史,它的发行必须经过发行市场所在国管理机构的批准,并接受该国金融法规、法令的管理。外国债券的发行地国家一般具有较稳定的政局,资本充足,并有健全活跃的证券流通市场。目前,纽约、东京和瑞士苏黎世是世界上最大的外国债券市场,它们的业务量大约占全球外国债券市场业务量的 95% 以上。

2. 欧洲债券(Euro Bonds),是指借款者在某个国家发行的以欧洲货币表示面值和利息的债券。简而言之,就是发行人在外国发行的以第三国货币为面值的债券。例如,在美国境外发行的以美元表示的债券称为欧洲美元债券,在英国境外发行的以英镑表示的债券称为欧洲英镑债券。由于欧洲债券的交易是在货币发行国境外进行的,对任何国家而言,都是境外债券,因而不受任何国家金融法规法令的制约,手续简便灵活,这是任何外国债券市场都无法做到的。因此,在国际债券市场上,欧洲债券发展迅速,已超过传统的外国债

券,成为国际债券市场的主导。

3. 全球债券(Global Bond),是指在全世界几个主要资本市场同时大量发行,并且可以在这些市场内部和市场之间自由交易的一种国际债券。它是国际金融市场全球化趋势进一步加强后出现的一种新型国际债券,在1989年由世界银行首次发行。全球债券有几个特点:一是全球发行,面额巨大。外国债券仅仅限于一个国家发行,欧洲债券的发行范围实际上也很有限,而全球债券则强调在全球范围内发行,一般是在一个以上主要资本市场发行,通常能覆盖全球主要资本市场,因而全球债券的面额通常巨大。二是全球交易和高度流动性,全球债券把世界各地的主要证券市场连为一体,全球各地的投资者均可以在当地以全球统一的价格直接参与交易。三是借款人信用级别高,且多为政府机构。

国际债券市场发行的债券品种繁多,按照不同的标准,还有多种分类方法。如按发行者分类,可以分为政府债券和公司债券;按债券计息方式分,可以分为固定利率债券(Straight Bonds)和浮动利率债券(Floating Rate Bonds);根据债券和股权的联系程度,还有可转换债券(Convertible Bonds)和附认股权债券(Bonds with Warrants)等创新品种。

此外,部分国家(如美国)的国内债券已向非居民开放,具有了国际债券的特征。这些国内债券主要包括联邦政府发行的政府债券,地方政府发行的市政债券和公司发行的公司债券。这些国内债券向非居民开放后,流动性大为增强,交易量大幅上升,已成为国际债券市场的重要组成部分。

(三)国际债券的发行

国际债券市场分为初级市场和二级市场。初级市场是发行国际债券的市场,其发行一般通过投资银行安排进行。初级市场的发行有两种方式,即以公开方式发行的公募(Public Issue)和私下定向发行的私募(Private Issue)。二级市场是买卖已发行在外的国际债券的市场。

由于欧洲债券市场是国际债券的主要部分,我们以欧洲债券为例来说明其发行程序。

1. 借款方与主承销商协商发行条件。具体内容包括发行金额、息票利率、发行价格等,并确定本息支付的代理商。如果该债券准备上市交易,还需要确定上市代理机构,并准备发行债券的说明书等法律文件。

2. 组织辛迪加销售集团。欧洲债券的发行是一项比较庞大繁杂的工作,一般要通过承销辛迪加集团发行。主承销商通常就是牵头经理,牵头经理邀请其他金融机构参加承销集团,主承销商根据承销商的意向开始分配认购额。

3. 正式发行。在经过一段时期的预售后,主承销商与借款者正式确定发

行价格,签订认购协议。主承销商通知承销商和代销商来领取分配给他们的认购额,债券开始正式发行。正式开始发行债券后,辛迪加销售集团还会成立专门机构,在必要时买进或卖出债券来支持其市场价格。欧洲债券的发行期通常为两周。

4. 结算。在发行期结束和结账日到来时,承销商和销售商把认购欧洲债券的资金转移到主承销商的账户上,主承销商把认购欧洲债券的资金交给借款者。辛迪加集团宣布解散,并在有关媒介上公布此次债券发行的情况。

需要说明的是,主承销商支付给借款者的资金少于欧洲债券的发行金额,其差额就是欧洲债券的发行成本。发行成本为欧洲债券发行金额的2%左右。发行成本由主承销商的管理费用、承销商的管理费用和销售商的销售费用组成。如果参与者承担承销、销售多种角色,则可以获得多种费用的收益。

20世纪80年代以来,由于市场竞争压力的增大,传统的欧洲债券发行过程有所变化,主要表现在包销发行和拍卖发行上。包销发行是指主承销商在宣布发行欧洲债券之前,按照与借款者协商的发行金额、息票利率、发行价格买进全部欧洲债券,然后再组成承销集团和销售集团销售欧洲债券。在包销发行的过程中,承销商和销售商的作用有所减弱。拍卖发行是把某些国家发行政府债券的方式用于国际债券的发行。借款者公布欧洲债券的期限、利率、数量,邀请投资银行、证券公司和投资者前来竞价。借款者按照竞价者报出的价格从高到低分配欧洲债券,直到全部分配完毕。对于知名度比较高的借款者,采用拍卖的方式发行欧洲债券可以节省管理费和销售费用的筹资成本。但对于知名度不高的借款者而言,还是需要承销辛迪加协助宣传,以完成拍卖过程,所以成本要相应地增加。

外国债券发行的过程与欧洲债券很接近,只是在具体阶段上稍有差异。因为外国债券不同于欧洲债券,外国债券的发行既要受到本国外汇管理法规的约束,又要得到市场所在国的批准,在法律手续上比较繁杂严格,而且外国债券的发行程序各国有所不同。欧洲债券对其发行人的信用评级没有硬性要求,但外国债券一般都必须按照市场所在国的要求在债券发行前接受资信评级,投资者根据评级结果来投资,如美国的机构投资者只允许购买BBB级以上级别的债券。在债券发行条件方面,各国有着更具体的规定。如发行金额,日本大藏省规定:没有信用等级的债券发行额不能超过100亿元,A级以下级别的债券发行金额不超过400亿日元,AA级以下级别的债券发行额不能超过600亿日元,信用级别为AAA级的债券发行额没有限制。外国债券的期限一般比较长,如一些公司在美国发行的长达100年的扬基债券,我国财政部于1995年12月在日本发行100亿日元的武士债券,期限长达20年。

二、国际股票市场

股票是股份公司发给股东证明其入股并持有该公司股权的凭证。股票市场是股票发行和交易的市场。随着生产国际化、市场国际化,资本也随之国际化。国际股票市场是国内股票市场跨越国界的发展。

在 20 世纪 80 年代以前,受各国证券法规的制约,各国的股票市场基本上处于一种相对封闭的状况,各国投资者只能在本国市场买卖股票交易所推出的品种。80 年代以后全球金融自由化浪潮引发了国际筹资的证券化发展,从而促进了股票发行市场的国际化和股票交易跨国界的流动,一个建立在各国股票市场基础上的全球性股票交易网络逐渐形成。不过,总体上看,与欧洲货币市场、国际债券市场等一体化市场不同,国际股票市场仍然是一个以各国股票市场交易为主体的联网型市场,股票市场受各国金融法规的制约仍然较深。

(一) 国际股票市场的组成

在国际股票市场(International Stock Market)中,股票的发行和买卖交易分别通过一级市场和二级市场实现。一级市场即股票发行市场,一级市场的发行者大多是工业化国家的大公司和金融机构,这些决定发行境外股票的公司或企业经过发行所在国政府批准后,由投资银行、金融公司或证券商承销发行。一般国际股票的发行是和上市相连的,其制作详细的募股说明书必须符合所在国家的法律和证券监管机构的要求。

二级市场指对已发行的股票进行买卖的市场。从二级市场的形式看,股票市场可以分为有形市场和无形市场。有形市场是有组织的证券交易所,如纽约证券交易所(NYSE)。无形市场是在证券交易所之外形成的由电子化、网络化的证券自动报价系统组成的市场。场外交易市场由于计算机通讯网络的运用,其市场运作的广度和深度都已大为提高,其中美国的纳斯达克市场 NASDAQ(The National Association of Securities Dealers Automated Quotation System,美国全国证券商协会自动报价系统)最为著名,规模已能与老牌的证券交易所相抗衡。

国际股票市场的交易在主要交易所分布地点和交易时间上已经形成全球化全天候(24 小时)交易。目前,全球 60 多个国家设有股票交易市场,其中纽约、伦敦、东京、香港是世界著名的股票交易市场。世界各国的股票二级市场都编制了自己的股票价格指数,主要的股票指数有:美国道琼斯股票价格平均数(Dow-Jones Averages, DJI)、标准普尔 500 股票指数(The Standard and Poor's Indexes, S&P 500)、伦敦金融时报股票价格指数(Financial Times Index)、香港恒生价格指数(Hong Kong Hang Seng Index)和东京证券交易所股票价格指

数(Tokyo Nikkei Average)等。

(二)国际股票发行程序

虽然各个股票交易所的法规和监管要求不同,但是在所有股票交易所上市的公司应遵循的程序是大致相同的。

1. 组建承销团。股票发行通常必须依赖承销商,而国际股票的发行,因为承销商面临的风险很大,为了达到最优的发行条件和减少风险,作为主承销商的投资银行通常组成一个承销团。主承销商邀请其他符合要求的投资银行参加股票的发行,分担股票的销售责任。选择加入承销团的投资银行有些可能侧重于机构投资者或个人投资者,有些可能在某一工业领域有特殊研究成果,有些可能在某一行业公司股票的第二市场上十分活跃。主承销商吸收这些在特殊领域有相对优势的投资银行作为低一级的承销银行,和主承销商一起组成承销团,这是关系到股票顺利发行的重要工作。

2. 推销股票。股票推销包括制定招股说明书和进行推销展示,吸引投资者的关注。大的国际股票发行的推销展示,一般安排在亚洲、欧洲和美国巡回(Road Show)进行,针对主要城市的主要机构投资者进行推介,并通过陈述,吸引零售经纪人对散户投资者推销股票。

3. 发行股票的定价。股票的发行定价对股票能否顺利发行至关重要。一般国际股票的发行有两种不同的定价方法,即固定价格发行和公开价格发行。固定价格方法在香港和欧洲等地区使用。固定价格体系下,股票价格已在股票公开发行之时,由主承销商协商确定。使用这种定价方法时,由于股票发行公司和承销商都难以判断在此固定价格上投资者对该公司股票的需求有多大,为保证成功地销售股票,每股的价格通常定得较低。

公开定价中,承销商向投资者报出股票出售价格的范围,巡回展出结束后,发行公司和承销商就可以了解在这一价格范围内,投资者的需求量有多大。这样,最终的定价一般是在这个价格范围中的基点上。如果需求很大,发行公司和承销商可以提高发行价。

这两种定价方法可以有效地同时使用。例如,一家中国公司选择香港作为一级发行市场,但由于该公司股票发行数额很大,因此要向全世界发行。该公司股票发行的主承销商首先采用公开定价法,向全世界的投资者发行股票。经过在世界各地的巡回展示后,投资银行可以得到该公司股票价格的准确数值。然后投资银行把这个已定的价格作为在香港公开发行时的固定价格。这种混合的定价方法获得的股票发行价格一般要高于仅使用固定定价方法得出的价格。

4. 后市支持。股票发行价格确定以后,主承销商的工作并未结束。股票

发行后的后市表现对该笔发行以及公司股票的最后定价起了决定性的作用。在新股市场上,许多公司的股票在公开发行后的一段时间内,需要一些价格上的支持。如果发行量较小,在获得足够多的投资者看好该股票并支持其市场价格之前的一段时间,主承销商可能需要采取某些措施支持股票的价格,使之保持或接近于公开发行价格。股票发行后,主承销的投资银行必须保持对发行公司股票的研究。对于在国际股票市场上上市的中国公司,由于其向投资者提供资料的有限性、时区的差异和语言的障碍,主承销的投资银行对发行股票的中国公司进行分析,可以使投资者增加对该公司的信心,支持该公司股票在国际股票市场上的长期表现。

(三)国际股票市场的主要交易品种

1. 股票现货。股票现货是指股票买卖双方在成交后即进行交易,卖者交出股票、买方支付货币的交易方式。一般交割期不超过3天。现货交易是证券交易历史上最早出现的一种交易方式,也是股票市场最基本的交易品种。一般意义的股票市场就是指股票现货市场。

2. 股票期货(Stock Future)。股票期货指买卖双方按协议商定的某一价格达成一定数量的股票买卖合同,并在约定的未来某一时点进行交割的交易方式。

3. 股票指数期货(Stock Index Future),简称股指期货,它是以股票市场价格指数为交易标底物的一种金融期货。投资者以公开竞价的方式通过期货交易所签订一个期货合约,并约定可以在某一未来的交割日之前对冲或按某一议定价格在交割日进行现金结算。股票指数期货为投资者提供了一个规避股票市场系统性风险和转移个别股票价格波动风险的渠道。

4. 股票期权(Stock Option),是一种选择权交易,交易时,买卖双方签订一个期权合约,规定买方可以对某种上市股票,按照合约中双方事先约定的协定价格和数量,在指定的期限内行使买进、卖出的权利,或者放弃行使这权利。

5. 存托凭证(DR, Depositary Receipt)。上述国际股票市场股票交易的品种是各国国内股票市场向国际投资者、筹资者开放的结果,从内容和国内股票市场品种没有实质上的区别。而证券存托凭证(Depositary Receipt)则是国际股权市场全球化的直接产物。证券存托凭证是本国银行开出的外国公司证券保管凭证。它是为方便证券跨国界交易和结算而设立的原始证券的替代形式。投资者通过购买存托凭证,拥有外国公司的股权。在美国发行和出售的存托凭证称为美国存托凭证(ADR),在美国以外发行和出售的存托凭证称为全球存托凭证(GDR)。目前存托凭证已发展了多种形式,如欧洲存托凭证(EDR)、香港存托凭证(HKDR)、新加坡存托凭证(SDR)等。

存托凭证是由美国 J. P 摩根集团于 1927 年首创。当时,大部分非美国股票不能轻易地直接在美国买卖交易。J. P 摩根为了迎合一些投资者对英国公司的兴趣,设立了 ADR 这种契约性票据,使非美国公司的股票能够进入美国股票市场,并可以在美国有效地进行交易。具体做法是,由美国的一家商业银行(例如摩根银行)作为预托人,外国公司把股票存入该银行在原股票发行国的海外托管行,该预托行便在美国发行代表该公司股票、以美元直接标价、类似于股票证书的可流通票证。美国存托凭证(ADR)消除了诸如投资范围限制、交易成本、信息缺乏、外汇风险及复杂的清算手续等制约因素的影响,提高了投资者对非美国公司的投资兴趣,ADR 成为非美国公司进入美国证券市场的重要方式。自摩根银行开创存托凭证以来,世界上很多公司发行了数额庞大的存托凭证。近几十年新兴市场的发展迅速,新兴市场的投资回报率较成熟市场更具有吸引力。但是,仍有许多投资者不愿或无法直接进入新兴市场,因此,专门投资新兴市场的共同基金吸引了大量的投资者,存托凭证业务得以蓬勃发展。

(四)我国股票市场的国际化现状

股票市场的国际化主要包括企业海外上市和开放本国股票市场两条途径。我国股票市场对外开放的程度还较低,因此中国企业在进入世界资本市场时采用了一些特殊的融资结构。1992 年以来,发行 B 股是中国上市企业筹措外币资金的一种特殊形式。B 股是由中国公司发行的以人民币标明面额的特种股票,可以用美元及港元在上海和深圳股票交易所分别进行买卖交易。B 股面对外国投资者发行,并在外国投资者之间进行交易。我国企业境外直接上市的主要形式有 H 股和 N 股两种。1992 年起国内一些企业获准在香港发行 H 股(H Share),利用香港国际金融中心的地位和其与内地在地理和经济文化上的联系,将香港作为中国企业利用国际融资的窗口。H 股的发行通常在香港证券交易所(HKSE)发行上市。H 股可由香港和海外的投资者购买,并以港元认购。N 股是以美元认购及买卖,在美国证券交易所上市,供美国及海外投资者认购及买卖的股票。除发行 H 股、N 股外,中国企业还发行美国存托凭证(ADR),从而发掘利用美国资本市场巨大的资源。当国内企业寻求大量的股权资本时,还可以采取同时在香港公开发行 H 股和在美国发行美国存托凭证的方式,这既可以利用香港交易所相对熟悉的优势,又可以利用美国股票市场的市场深度和流动性。我国的上海化工、马鞍山钢铁和仪征化纤就采用了这种融资结构。

2001 年推出的中国概念的存托凭证——中国存托凭证 CDR,是海外公司在中国内地上市集资的一种方式,使国内投资者可以间接投资于海外公司的

股票,它反映了我国股票市场国际化的另一个方向的突破。

2002年11月5日,中国证监会颁布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》,我国正式开始实施QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)制度,中国资本市场开始有条件向合格境外机构投资者开放。

第五节 国际金融市场发展的新趋势

自20世纪70年代以来,随着世界经济的发展,各国金融自由化的推行和电子通讯技术的发展,国际金融市场发生了结构性的变化,在80年代出现了全球一体化、融资证券化、金融创新等发展趋势。进入20世纪90年代后,国际金融市场上的这些趋势无论在深度,还是在广度上都得到进一步的发展,而且还出现了一些新的、更具特色的发展趋势。总体而言,国际金融市场自20世纪80年代到90年代以来显现的发展趋势主要体现在以下几个方面:

一、金融全球化不可逆转

随着国际专业化分工的深入发展,生产的全球化逐步深入,这就要求资源必须在全球范围内进行配置,金融全球化是生产全球化的必然要求。

由于金融管制的放松、金融创新和电信技术的发展,遍布世界各地的金融市场和金融机构已紧密联系在一起,使全球的资金融通和调拨能在几秒钟内实现,全球的金融中心和金融机构正在形成一个全时区、全方位的一体化国际金融市场。

国际金融市场全球化首先表现为银行跨国化和全球金融中心、金融机构的网络化。20世纪80年代以来,为应对日益加剧的竞争,金融机构将扩展业务范围、推进国际化经营作为战略选择。90年代后一些国家先后不同程度地放松了对外国机构在本国从事金融业和设立分支机构的限制,从而促进了各国金融机构向海外的拓展,金融机构跨国重组和并购形成了许多超大型的跨国银行。同时,由于信息通讯技术的高度发展和广泛应用,全球金融市场间的信息系统、交易系统、支付系统和清算系统形成网络,24小时金融全球化交易有可能变为现实,全球外汇市场和黄金市场已经实现了每天24小时连续不间断交易,全球货币市场、资本市场、期货市场的关联度日益上升。1984年9月新加坡商品交易所和芝加哥商品交易所联网后,一些国家之间的交易所也开始联网。1999年以来,欧美主要交易所纷纷推动跨国合并或联营。2000年5月,NASDAQ宣布与伦敦、法兰克福证券交易所合作,2000年5月,日本NASDAQ在日本大阪证券交易所正式开始交易(注:2002年8月6日,纳斯达克宣

布于 2002 年 10 月 15 日终止与大阪证券交易所的商业合作协议,退出日本市场,纳斯达克全球化战略遭遇暂时的挫折)。2000 年 3 月,巴黎、布鲁塞尔和阿姆斯特丹证交所达成协议,组成了欧洲大陆第一大证券交易所。资本市场尤其是股票交易所的全球化是所有金融市场中发展最慢的,而 90 年代以来,欧美证券交易所联合进程不断加快,表明全球金融市场在全面融合方面前所未有的发展。

金融市场全球化的另一个表现是投融资国际化。随着金融机构全球网络的发展和金融自由化,投资者和融资者都可以在全球范围内选择最符合自己要求的金融机构和金融工具,资本不断在全球范围内流动。20 世纪 90 年代欧美经济的全面复苏,为全球资本快速流动创造了条件,尤其是美国,出现了近十年的高增长、低通胀的良好局面,美国资本在全球范围内寻找高回报的投资项目,加速了资本的跨国流动。另外,欧元市场的启动,消除了欧洲各国金融市场间的壁垒,为国际资本流动提供了极大的便利。

二、国际金融市场的证券化持续

国际金融市场的证券化(Securitization),指在国际金融市场出现了持续性的筹资方式证券化和贷款债权证券化。筹资方式证券化是指向商业银行借款的间接融资方式被发行证券的直接融资方式所超过。这在国际金融市场上表现为商业票据、债券和股票等有价值证券的发行日益扩大。贷款债权证券化是指商业银行日益扩大贷款债权作为担保的证券发行,从而赋予贷款债权以流动性。

20 世纪 80 年代上半期,国际信贷的构成从银行辛迪加贷款为主转向证券化资产为主。1981 年,在全部 1 405 亿美元的国际信贷中,辛迪加贷款为 965 亿美元,国际债券和票据只占 440 亿美元。而到 1985 年,在全部 2 338 亿美元的国际信贷中,辛迪加贷款降为 216 亿美元,而国际债券与票据为 1 628 亿美元,此外还有 4 074 亿美元的票据发行便利(NIF)。到了 90 年代,各种可交易的债务工具已稳定地占据了主流。1997 年,债券、票据和货币市场工具净额之和为 5 756 亿美元,远远超出银行信贷的 4 650 亿美元。

从市场的增长速度看,1985 到 1998 年,国际资本市场的资金投放量以年均 10% 的速度递增,其中国际债券市场规模的增长速度明显快于国际银团贷款市场,前者年均递增率为 17.2%,而后者不到 2%,同期整个国际中长期银行信贷市场规模的增速也平均不到 2%。

另外,为适应证券化的趋势,增强贷款债权的流动性,商业银行等金融机构也积极探索金融创新,实行资产证券化。资产证券化是指金融机构经过一

定的交易程序,把缺乏流动性的资产转换为金融市场上可以出售的证券的行为。20 世纪 70 年代初美国住宅抵押贷款证券(MBS , Mortgage-backed Securities)出现之后,证券化的技术被广泛应用于抵押债权资产。以资产产生的现金流为担保的证券一般被称为资产保证证券(ABS , Asset-backed Securities),作为 ABS 担保的资产有汽车贷款、信用卡贷款、商业贷款等。到 20 世纪 90 年代,美国每年住房抵押贷款的 60% 以上靠发行债券来提供资金,70% 以上汽车贷款资金来源于 ABS 的发行。目前,资产证券化已经扩大到普通工商贷款、无担保消费贷款、公用事业租赁等产生现金流量的应收债权领域。资产证券化已成为美国资本市场重要的组成部分。欧洲、南美、亚洲许多国家也相继发行了贷款支持的证券。据美国穆迪公司预测,随着亚洲国家金融体系与本市场的深化和发展,亚洲新兴国家证券化市场年均增长超过 25%。

三、金融自由化深入推进

国际金融市场自由化指西方主要发达国家及许多新兴市场经济国家均不同程度地放松了金融管制。从 20 世纪 80 年代到 90 年代,全球金融自由化进程加快,各国重点放松了利率、信贷、外汇、资本国际流动等方面的管制。金融自由化主要表现在:

1. 取消或减少国与国之间对金融机构活动范围的限制。
2. 放宽和取消对金融机构存贷款利率的限制,如美国 1980 年起废除了规定存款利率上限的 Q 条例(Regulation Q)。
3. 放宽或取消外汇管制,允许资本的自由流动。
4. 放宽对金融机构业务活动范围的限制,允许发展混业经营。英国 1986 年通过的《1986 年金融服务法》引发了称为“金融大震”(Big Bang)的金融市场结构大变革,美国 1999 年 12 月通过了“金融服务现代化法案”(Financial Services of Modernization Act of 1999)和“格拉斯—斯蒂格尔法案修正案”,取消了银行、证券、保险、信托之间的界限,使混业经营成为 90 年代的金融潮流,并进一步推动了 90 年代中期以来的全球银行业兼并和重组的浪潮。

另外,随着世界贸易组织框架下协议的生效,WTO 成员国扩大金融市场准入,允许外国金融机构在其境内建立金融服务企业,并按国民待遇原则进行业务竞争。

根据联合国统计,从 1991 年到 2000 年世界各国在国际金融的相关制度上,共引进了 1 185 项管理上的改变,其中 1 121 项(95%)是朝着创建更有利于外国投资环境的方向。仅在 2000 年,有 9 个国家做出 150 项管理上的改变,其中 147 项(98%)是更有利于外国投资者。

四、金融创新品种层出不穷,规模急剧膨胀

国际金融创新是指以金融机构为主的有关主体,通过将传统金融商品与其他金融要素进行重新组合而创造出金融新商品,并以新的技术、新的机制在居民与非居民之间或非居民之间进行交易,从而开拓出新的国际金融市场结构和交易品种。

国际金融创新源远流长。20世纪50年代就创造出了离岸国际金融市场。70年代,金融创新加快,金融创新主要集中在金融衍生商品上,如货币市场上的票据发行便利(NIFs)、远期利率协议(FRA)、金融期货等。进入20世纪80年代,随着国际金融环境的动荡和金融资本大规模跨国流动,金融市场的竞争日益激烈,金融衍生产品日新月异,如互换、股指期货、中长期债券期货和期权、欧洲美元期货、期权等都得到了发展。到了90年代,金融衍生产品的交易品种和交易规模发展更加迅猛。据统计,国际金融市场上已知的衍生金融工具有1200多种。另据国际清算银行统计,截至2001年第一季度末,在世界各地交易所交易的衍生产品的名义总余额为17.8万亿美元,比1987年的7299亿美元增长了23倍。

金融创新还表现为各种非银行金融机构的崛起。大量非银行金融机构如养老基金、保险公司、共同基金和投资基金为代表的机构投资者,利用复杂的财务技巧和金融衍生产品,凭借其雄厚的资金实力,在全球寻求组合分散化和高收益的投资机会,进行了大量的“结构性交易”,从而直接促进了衍生产品交易规模的高速发展。

五、金融风险加大,对金融监管提出更高的要求

国际金融市场近20年来发展的重大变化,也使国际金融市场出现前所未有的全球性风险,而人们对金融风险的管理相对落后。国际金融一体化和金融自由化导致跨国银行的扩张和海外资产的急剧膨胀,许多国家放松了对金融业的监管,如降低国际金融机构市场准入的标准,放宽经营范围的限制,允许资金较自由输出输入等。这些都导致国际资本流动规模的膨胀和流动速度的提高,国际金融市场之间的关联度和依赖性上升,为爆发全球性金融危机埋下了隐患。在不到10年的时间内,墨西哥、东南亚、俄罗斯、巴西和阿根廷先后爆发大范围的金融危机,引发国际金融市场的大幅度动荡。

同时,衍生金融工具的高杠杆性、高风险性、不透明等特点使金融机构面临着更大的风险,英国巴林银行的倒闭和日本大和银行纽约分行的事件,都证明了加强国际金融监管的必要性与重要性。

【背景材料】

我国开展离岸金融业务的实践

1989 年在我国南方沿海城市深圳的中国招商银行迈出了我国离岸金融业务的第一步。1994 年,中国工商银行深圳分行、中国农业银行深圳分行相继开办了此项业务。1996 年 4 月,深圳发展银行获准开展此项业务。1995 年,厦门工商银行也获准开办离岸金融业务。至此,我国已有多家银行开始了离岸金融业务的实践。几年来,这些银行的经营状况良好,离岸金融业务具有了一定的规模,经济效益也十分显著。就深圳招行、工行截至 1996 年底的统计来看,两家银行共开立了离岸账户 4 000 余家,吸收离岸存款余额 16 亿美元,发放离岸贷款余额 15 亿美元,做离岸国际结算业务近 40 亿美元,实现离岸利润 3 700 万美元,两家银行 1996 年实现的离岸业务利润要占到全部外汇业务利润(包括在岸)的 50% 以上。

深圳离岸金融业务采取的是内外分离型经营模式,即在岸与离岸金融业务分离,居民与非居民存贷业务分开,反映境内业务与境外业务的账户分设。招行、工行、农行三家银行都专门设立了独立部门经营此项业务,实行单独记账、独立核算、分账管理、行内并表的管理方式。

深圳离岸金融业务在业务对象上采取的发展战略是“先易后难、先近后远、先争取境外中资企业,然后是港澳客户,最后是其他客户”。从深圳离岸金融业务客户的构成来看,主要是驻外中资企业和境内外资企业,这些客户在深圳离岸存款中所占比例分别达到 57% 和 38%,在离岸贷款中所占比例分别达到 57% 和 42%。

深圳离岸金融业务的范围以传统的存款、贷款、结算等业务为主,主要业务范围是(1)吸收境外居民和非居民的外币存款(2)发放对境外居民和非居民的贷款(3)办理对境外居民和非居民的外汇买卖、汇兑和国际结算业务(4)参与国际金融市场的资金拆借业务(5)组织和参与境外国际银团贷款(6)代理境外居民和非居民的证券买卖业务(7)办理在国际金融市场发行债券融资业务(8)为境外公司企业提供担保和见证业务。

离岸金融业务的资金来源主要是吸收境外存款,资金运用主要是向境外发放商业贷款和贸易融资,同时还积极探索和运用金融新工具拓展离岸业务,如在境外发行大额存单等,以扩大资金来源。

深圳离岸金融业务的存款币种只限于美元、英镑、日元、港币、马克 5 种可自由兑换的货币,存款种类只限于活期、定期、通知存款,存款性质只限于现汇,现金只提不存。

深圳离岸金融业务的贷款种类主要是抵押、担保、按揭、信用,而以抵押贷款为主。贷款期限有中期(1年以上)、短期(1年以下)两种,而以短期为主。贷款管理方式实行风险量比监控与资产负债管理。

深圳离岸金融业务的资金管理,实行的是限额下的内外分离管理。存款利率、资金拆放利率实行的是随行就市法。

深圳离岸国际金融业务的优惠条件是(1)对离岸国际金融业务所吸收的境外资金,不提取存款准备金。离岸国际金融业务对境外贷款,不占银行信贷规模。(2)离岸国际金融业务所吸收的外汇存款,可以免除国家外汇管制,允许其自由调拨、自由转移。

离岸业务能在深圳率先展开是得益于深圳市作为对外开放特区的优惠和其与香港毗邻的优势,其主要服务对象是在港中资企业。

1997年亚洲金融危机的爆发,对深圳离岸金融业务造成一定的冲击,部分离岸存款流失,离岸贷款逾期。同时由于部分开办行在离岸业务经营管理方面也存在一定问题,加之离岸业务的相关法律法规不够健全,1999年人民银行要求各开办行暂停了离岸业务。随着我国入世后金融市场的开放和对外经济活动的发展,近年来,对于建立我国离岸金融市场的呼吁不断增加。

本章小结

1. 国际金融市场是资金在国际间流动或金融产品在国际间进行买卖和交换的场所。广义的国际金融市场包括国际资金市场、外汇市场和国际黄金市场。狭义的国际金融市场特指国际货币市场和资本市场。传统的国际金融市场的形成依托了所在国强大的经济背景,而新型国际金融市场的形成则更体现了市场管理制度的变化。

2. 欧洲货币市场是国际金融市场的核心,它又可以称为离岸金融市场,它经营境外货币,所受管制较少,是完全化的国际金融市场。欧洲货币市场可以分为功能中心、名义中心、基金中心和收放中心4种类型。欧洲货币市场范围广泛,交易规模巨大,利率结构独特,所受管制较少。

3. 国际信贷市场是国际资金借贷活动的场所或机制,它包括短期信贷和中长期信贷市场,银行同业拆借在整个短期信贷市场中占据主导地位。国际信贷的主要形式有国际金融机构贷款、政府贷款、国际银行贷款和国际贸易贷款。前两者属于优惠贷款,但通常附加政治性条件。国际银行信贷是国际信贷最主要的形式,为分担资金、分散风险,国际银行信贷常采用银团贷款的形式。

式。

4. 国际证券市场是指在国际金融市场上发行和交易各种有价证券的市场,它包括国际债券市场和国际股票市场。国际债券一般包括外国债券、欧洲债券和全球债券,其中欧洲债券是最重要的形式。

股票市场国际化最近 20 年来发展较快,除传统的国内股票交易品种外,存托凭证是一项重要的创新。

5. 20 世纪 80 年代以来,国际金融市场发生了许多重要的变化,主要表现为:不可逆转的金融全球化、大规模的融资证券化、深入推进的金融自由化和层出不穷的金融创新。这些变化也给金融市场带来了更大的风险隐患,加强和完善国际金融监管势在必行。

关键词汇

国际金融市场	International Financial Market
离岸金融市场	Off-shore Financial Market
在岸金融市场	On-shore Financial Market
国际货币市场	International Money Market
国际资本市场	International Capital Market
外汇市场	Foreign Exchange Market
欧洲货币	Euro Currency
欧洲银行	Euro Bank
欧洲货币市场	Euro-Currency Market
国际银行设施	IBF, International Banking Facilities
银团贷款	Consortium Loan
辛迪加贷款	Syndicated Loans
伦敦银行同业拆放利率	LIBOR
国际债券	International Bonds
外国债券	Foreign Bonds
欧洲债券	Euro Bonds
全球债券	Global Bonds
固定利率债券	Straight Bonds
浮动利率债券	Floating Rate Bonds
可转换债券	Convertible Bonds
附认股权债券	Bonds with Warrants
国际股票市场	International Stock Market
存托凭证	Depository Receipt
美国存托凭证	American Depositary Receipt
全球化	Globalization
证券化	Securitization
金融自由化	Financial Deregulation



本章思考题

1. 简述国际金融市场的类型。
2. 简述国际金融市场形成的条件。
3. 简述国际金融市场正反两方面的作用。
4. 什么是欧洲货币市场？欧洲货币市场是怎样形成的？在这一过程中，美国的政策措施产生了什么样的影响？
5. 欧洲货币市场和传统的国际金融市场相比，有哪些特点？
6. 简述国际信贷的主要类别、国际银团贷款的特点。
7. 简述国际债券的概念和分类。
8. 简述国际债券的发程序。
9. 国际股票市场的交易品种有哪些？
10. 试论述国际金融市场发展的最新趋势。
11. 讨论国际金融市场的全球化、自由化、证券化等走势及对我国金融业发展的影响。

第十五章 国际贸易信贷

国际贸易活动的开展离不开国际贸易信贷,了解与掌握国际贸易信贷的一般做法和原则,对开展国际贸易活动有重要现实意义。本章内容包括国际贸易信贷概述、国际贸易短期信贷、国际贸易中长期信贷以及我国的国际贸易信贷等四部分。第一部分介绍了国际贸易信贷的概念、主要功能及国际贸易信贷的机构。第二部分介绍了国际贸易短期信贷的概念、种类,并着重介绍了保付代理业务。第三部分介绍了国际贸易中长期信贷的概念、特点,并着重介绍了出口信贷业务。第四部分对我国的国际贸易信贷业务作了介绍。

第一节 国际贸易信贷概述

一、国际贸易信贷的概念

国际贸易信贷是指一切为开展或支持国际贸易而进行的各种信贷活动,包括进出口商相互间为达成贸易而进行的资金或商品信贷活动、银行及其他金融机构以及政府机构或国际金融机构为支持国际贸易而进行的资金信贷活动、银行及其他金融机构为支持贸易信贷而进行的信用担保或融通活动,以及各国政府机构或银行等为支持本国出口而进行的出口信用保险活动等等。

二、国际贸易信贷的主要功能

一般地说国际贸易信贷具有以下三方面的功能:

1. 提供资金或商品信贷。通过进出口商相互之间提供资金或商品信贷,银行及其他金融机构、政府机构或国际金融机构等向进出口商提供资金信贷,为促进国际贸易提供支持。这是国际贸易信贷的基础功能,以下两项功能均是在这一基础功能之上派生出来并服务于这一基础功能的。

2. 提供资金融通或信用担保。可由银行或其他金融机构通过为客户提供各种融通、票据保证或信用担保等服务,为贸易中的各种信贷业务以及保付代理和包买票据等新型的贸易结算服务业务等提供支持。

3. 提供出口信用保险。可由政府的专门机构通过对战争、动乱、没收、货币不可兑换等各种国家风险,以及有关商业风险提供特别保险,为贸易中的信

贷、融通或信用担保业务以及保付代理和包买票据等新型的贸易结算服务业务等提供全面支持。

三、国际贸易信贷的机构

一般来说,商业银行是国际贸易信贷的主力军,但除此之外各国政府为了发展本国的出口贸易一般都建立有各种官方或半官方的专业银行或非银行金融机构,直接参与出口信贷并鼓励和支持本国商业银行开展各种外贸信贷活动,不同国家又有着不同形式的外贸融资结构格局。

在美国从事国际贸易信贷的机构主要有进出口银行、海外私人投资公司和商品信贷公司。其中,美国进出口银行是联邦政府的一个独立机构,其宗旨是补充和鼓励私人资本而不与之竞争,参与合作融资计划但不牵头,并为对外贷款的政治风险提供担保。美国海外私人投资公司则是由美国国会通过建立的一个半官方机构,其主要业务是为私人企业提供融资服务,并且也为美国对国外私人投资的政治风险提供担保。美国商品信贷公司则是由美国农业部创立的一个官方机构,其任务是对所有农产品的出口提供贷款援助及政治风险担保,目的在于减少美国农产品的剩余。

在英国从事国际贸易信贷的机构主要有皇冠代理银行和出口信贷担保局,前者的职能是为外贸信贷融资,后者的职能是为外贸信贷提供综合保险。

在德国从事国际贸易信贷的机构主要有出口信贷银行、复兴信贷银行和出口信贷保险公司,前两者负责为外贸信贷融资,后者负责为外贸信贷担保政治风险。

在法国从事国际贸易信贷的机构主要有法兰西银行、外贸银行和外贸保险公司。其中,法国外贸银行为一半官方机构,它与法兰西银行共同负责为外贸信贷融资,而法国外贸保险公司则负责为外贸信贷提供综合保险。

在日本从事国际贸易信贷的机构主要有输出入银行、海外经济协力基金组织和通产省下设的出口保险科,前两者负责为外贸信贷融资,后者负责为外贸信贷提供综合保险。

在加拿大从事国际贸易信贷的机构则是经济发展公司,负责为外贸信贷提供融资和保险等全方位的服务。

第二节 国际贸易短期信贷

一、国际贸易短期信贷概念和种类

国际贸易短期信贷是指借贷期限不超过1年的国际贸易信贷。按信贷主体的不同可将国际贸易短期信贷分为商业信贷和银行信贷两大类。商业信贷是指进出口商之间相互提供的贸易信贷,银行信贷是指银行或其他金融机构向进、出口商提供的贸易信贷。还可以根据信贷标的物的不同可将国际贸易短期信贷分为商品信贷和货币信贷两大类。商品信贷是指国际贸易中出口商向进口商提供的各种延期付款赊账信贷,货币信贷是指国际贸易中的各种资金信贷。

(一) 国际贸易短期商业信贷

短期商业信贷又可按信贷主体的不同而分成预支信贷和赊账信贷两类。

1. 预支信贷。预支信贷是指在国际贸易中进口商给予出口商的资金信贷。它属于货币信贷,进口商向出口商作预支汇款或为出口商开立预支信用证等都属于预支信贷的范畴。但严格说来,预付订金行为可排除在预支信贷的范畴之外。

2. 赊账信贷。赊账信贷是指国际贸易中出口商给予进口商的各种延期付款便利。

(二) 国际贸易短期银行信贷

按照信贷对象的不同,短期银行信贷可分为对出口商的信贷和对进口商的信贷两大类。

1. 对出口商的短期银行信贷

银行对于出口商的短期贸易信贷形式多样,从出口厂商得到订单开始一直到货物运抵进口地存仓,在整个出口过程的所有环节都可以为出口商提供各种名目的信贷服务。它包括:

(1) 无抵押贷款(Unsecured Loans)。这是出口地银行给得到国外订单的出口厂商提供的无抵押的用于安排出口商品生产的专用贷款。

(2) 出口储备货物抵押贷款。这是出口地银行给出口商提供的,以后者的出口储备货物为抵押的,用于继续采购或日常营运的专用贷款。这种贷款多以允许支票账户透支的方式来办理,一般按抵押货物市价的50%~70%放贷(如果被抵押货物的价格下跌,出口商需要偿还部分贷款或追加新的被抵押货物,以保持被抵押贷款与其市价的比例不变)。

(3) T/R 信贷。这是出口国生产厂商将货物发运给本国出口商后,委托银行向出口商代收货款时,出口地银行为出口商垫付货款做凭信托收据借贷业务。它不同于待出口货物抵押贷款之处是,在出口商还清银行的垫款之前,货权属于银行,这里银行向出口商提供的是一种商品信贷而非货币信贷。

(4) 打包放款(Packing Credit)。这是出口地银行给出口商提供的,以后者的正在打包待运的出口货物及正本信用证(如果有的话)为抵押的,用于打包放款申请书上规定用途的专用贷款。办理这种贷款,多是在信用证项下(有时也用于托收项下),并且多是以另立专门户头,出口商陆续支取的方式来办理借贷。

(5) 出口押汇。即在途货物抵押贷款,指出口地银行给出口商提供的,以后者的装船提单及汇票(如果带汇票的话)的转让或抵押为条件的,用于偿还前期贷款的专用贷款。它又分为净额押汇和部分押汇两种不同形式。净额押汇是指银行将信用证项下货款或托收货款在预先扣除利息和押汇费用之后的净额垫付给出口商的押汇行为,多用于议付信用证项下(此时,如果信用证要求汇票的话,则出口商出具汇票时须以议付行为汇票收款人或将汇票背书转让给议付行)。部分押汇则是指银行只垫付部分信用证项下货款或托收货款给出口商的押汇行为,多用于信用证的局外议付或 D/P 托收项下(此时,如果有汇票的话,则出口商须将汇票作成质押背书抵押给押汇银行)。

(6) 异国存储货物抵押贷款。这是出口地银行给本国出口商提供的,以后者已运抵进口地的存储货物(仓单或栈单)为抵押的,用于偿还前期贷款的专用贷款。有时,特别是在 D/P 托收项下,会发生银行已为出口商提供了前期贷款而托收失败未能顺利收回货款的现象,但只要货权还控制在出口商手里,此时就可以用这种异国存储货物抵押贷款来偿还前期贷款。

(7) 票据信贷。这是指银行(多为出口地银行)给出口商提供的单纯以票据为依托的各种信贷或融通活动,包括承兑信用额度、贴现和押款等多种形式。承兑信用额度是指托收项下出口地银行为出口商承兑其出具的融资汇票,或者是卖方远期信用证项下付款行(开证行或代付行)为出口商承兑其信用证项下的汇票等融通行为。贴现指出口地银行按一定贴现率扣除贴现息之后的净额受让出口商持有的远期汇票。一般来说,银行只贴现经过高资信银行承兑的远期汇票,并且其贴现息利率的高低也与汇票承兑人资信的高低有关。押款指出口地银行给出口商提供的,以后者出具的经过进口商或进口商银行承兑的汇票为抵押的,用于偿还前期贷款的专用贷款。

2. 对进口商的短期银行信贷

银行对于进口商的短期贸易信贷也有多种形式。

(1) 无抵押贷款。这是进口地银行给进口商提供的无抵押的用于日常营运的专用贷款。这种贷款多以允许支票账户透支的方式来办理(此时也称之为透支信贷)。

(2) 提供信用证融资额度。这是进口地银行不收取开证押金而是通过控制客户融资额度的方式来为进口商开立信用证的融资形式。

(3) 进口押汇。即进口货物抵押信贷,指进口地银行在信用证项下或 D/P 托收项下,凭受益人提交的货运单据为抵押替进口商垫付贷款的融资形式。

(4) T/R 信贷。这是进口地银行在信用证项下或 D/P 托收项下,为进口商垫付货款后做凭信托收据借单提货的融资形式。

(5) 票据信贷(Bill Credit)。这是指进口地银行给出口商提供的单纯以票据为依托的各种信贷或融通活动,也包括承兑信用额度、贴现和押款等多种形式。承兑信用额度指托收项下进口地银行为进口商承兑其出具的融资汇票,或者是买方远期信用证项下开证行为进口商承兑其信用证项下的融资汇票等融通行为。汇票担保指进口地银行给进口商承兑的汇票提供保证或保函等融资方便。贴现指进口地银行按一定贴现率扣除贴现息之后的净额受让进口商持有的远期汇票。

二、保付代理业务

(一) 保付代理业务的概念

保付代理业务(International Factoring)在西方国家国际贸易短期融资业务中普遍流行。保付代理业务有多种译法,如“应收账款收买业务”、“承购应收账款业务”、“出口销售保管”和“应收账款管理服务”等,目前统称保付代理,简称“保理”。它是指出口商以商业信用形式出卖商品,在货物装船后立即将发票、汇票、提单等有关单据,卖断给承购应收账款的财务公司或专门组织,收进全部或一部分货款,从而取得资金融通的业务。财务公司或专门组织买进出口商的票据,承购了出口商的债权后,通过一定的渠道向进口商催还欠款,如遭拒付,不能向出口商行使追索权。财务公司或专门组织与出口商的关系在形式上是票据买卖、债权承购与转让的关系,而不是一种借款关系。

(二) 保付代理业务的类型

1. 根据出口商出卖单据是否可立即得到现金可把保付代理业务分为两种:

(1) 到期保付代理业务(Maturity Factoring)。这是最原始的保付代理业务,即出口商将出口有关单据出卖给保付代理组织,该组织确认并同意票据到期时无追索权地向出口商支付票据金额,而不是在出卖单据的当时向出口商

立即支付现金。

(2) 预支(Advance)或标准(Standard)保付代理业务。出口商装运货物取得单据后,立即将单据卖给保付代理组织,取得现金。

2. 根据是否公开保付代理组织的名称又可分为两种:

(1) 公开保付代理组织名称,即在票据上写明货款付给某一保付代理组织。

(2) 不公开保付代理组织名称,即按一般托收程序收款,不一定在票据上特别写明该票据是在保付代理业务下承办的,即不突出组织的名称。

3. 根据保付代理组织与进出口商之间的关系来划分则有三种:

(1) 双保付代理业务,即出口商所在地的保理组织与进口商所在地的保理组织有契约关系,它们分别对出口商的履约情况及进口商的资信情况进行了解,并加以保证,促进交易的完成与权利义务的兑现。

(2) 直接进口保付代理业务,即进口商所在地保理组织直接与出口商联系,并对其汇款,一般不通过出口商所在地的保理组织转送单据,在美国这种情况较多。

(3) 直接出口保付代理业务,即出口商所在地的保理组织直接与进口商联系,并对出口商融资,一般不通过出口商所在地的保理组织转送单据。

(三) 保付代理业务的运用

1. 保付代理业务的程序

为了将应收款项与保付代理组织而融通资金,出口商以赊销方式出卖商品时一般都与该组织签有协议,规定双方必须遵守的条款与应承担的责任。协议有效期一般为1年,但近年来对此不再明确规定,保付代理组织与出口商每半年会谈一次,商讨重新修订条款。签订协议后,保付代理业务通过下列具体程序进行:

(1) 出口商在以商业信用出卖商品的交易磋商过程中,首先将进口商的名称及有关交易情况报告给本国保付代理组织。

(2) 出口方的保付代理组织将上列资料整理后,通知进口方的保付代理组织,进口方的保付代理组织对进口商的资信进行调查,并将调查结果及可以向进口商提供赊销金额的具体建议通知出口方的保付代理组织。如进口商资信可靠,向其提供赊销金额建议的数字也可信,出口方的保付代理组织即将调查结果告知出口商,并对出口商与进口商之交易加以确认。

(3) 出口商装运后,把有关单据售与出口方的保付代理组织,并在单据上注明应收账款转让给出口方的保付代理组织,要求后者支付货款,后者将有关单据寄送进口方的保付代理组织。

(4) 出口商将有关单据售与出口方保付代理组织时,后者按汇票(或发票)金额扣除利息和承购费用后,立即或在双方商定的日期将货款支付给出口商。进口方的保付代理组织负责向进口商催收货款,并向出口方保付代理组织进行划付。

2. 保付代理业务的内容与特点

(1) 保付代理业务的最主要的特点是信贷风险(Coverage of Credit Risks)由保付代理组织承担。由于出口商将单据卖断给保付代理组织,因此如果海外进口商拒付货款或不按期付款等,保付代理组织不能向出口商行使追索权,全部风险由其自己承担。由于保付代理组织设有专门部门,有条件对进口商资信情况进行调查,并在此基础上决定是否承购出口商的票据。只要得到该组织的确认,出口商就可以赊销方式出售商品,并能避免货款收不到的风险。

(2) 保付代理业务的另一个主要内容与特点是保付代理组织承担资信调查、托收、催收账款甚至代办会计处理手续。出卖应收债权的出口商,多为中小企业,对国际市场了解不深,保付代理组织不仅代理他们对进口商进行资信调查,并且承担托收货款的任务。有时他们还要求出口商交出与进口商进行交易磋商的全套记录,以了解进口商负债状况及偿还能力。一些具有季节性的出口企业,每年出口时间相对集中,他们为减少人员开支还委托保付代理组织代其办理会计处理手续等等。所以,保付代理业务是一种广泛的、综合的服务,不同于议付业务,也不同于贴现业务。这是保付代理业务的另一个主要内容与特点。

(3) 保付代理业务的第三个主要内容与特点是预支货款(Advance Funds)。通常的保付代理业务是出口商在出卖单据后,都立即收到现款,得到资金融通。但是如果出口商资金雄厚,有时也可在票据到期后再向保付代理组织索要货款。有时保付代理组织也在票据到期日以前,先向出口商支付80%的出口货款,其余20%俟票据到期进口商付款后再支付。

(4) 保付代理与信用保险的不同。保付代理业务的主要特征之一是出口商将赊销后应收账款的信贷风险转移给保理组织。但是,保付代理业务不同于出口信用保险业务,在某种意义上说保付代理业务比出口信用保险对出口商更有利。如果将这两种业务加以比较就会发现两者之间的区别。首先,保付代理业务对出口商货款的最高保障金额为100%,即保理组织承担出口货款100%的赔偿义务,而出口信用保险的最高保障金额为出口货款的70%~90%。其次,如进口商拒不付款或倒闭,保付代理业务的赔偿期限一般在90天内(从货款到期日计算),而出口信用保险的赔偿期限一般为120~150天。最后,保付代理业务的内容综合多样,向客户提供的服务内容有:①进口商的

资信调查和评估 ;②财务信用风险的担保 ;③财务管理和账款追收 ;④账目记录管理 ;⑤提供融资。而出口信用保险业务 ,只提供前两项服务内容 ,缺少后三项服务内容。

3. 保付代理的费用

由于承购组织不仅向出口商提供资金 ,而且还要向它们提供一定的劳务 ,所以它们要向出口商索取一定的费用 ,该费用由以下两部分内容构成 :

(1)保付代理手续费(Commission of Factoring)。保付代理手续费即保付代理组织对出口商提供劳务而索取的酬金。其中包括 :保付代理组织提出的、向进口商提供赊销额度的建议调研的结果 ,对提供此项劳务 ,出口商要给予报酬 ,给予信贷风险的评估工作一定的报酬 ,支付保存进出口商间的交易磋商记录与会计处理而产生的费用。

保付代理手续费根据买卖单据的数额一般每月清算一次。手续费的多少一般取决于交易性质、金额及信贷、汇价风险的大小。手续费的费率一般为应收账款总额的 1.75% ~2%。

(2)利息。保付代理组织从收买单据向出口商付出现金到票据到期从海外收到货款这一时期内的利息负担完全由出口商承付。根据预支金额的大小 ,参照当时市场利率水平而定 ,通常比优惠利率高 2% ~2.5%。

出口商如利用保付代理形式出卖商品 ,均将上述费用转移到出口货价中 ,其货价当然高于以现汇出卖的商品价。

4. 保付代理组织与商业银行的关系

有的国家为经营保付代理业务专门建立商行 ,有的国家则由财务公司经营该项业务。随着承购债权业务的开展 ,各国的承购组织建立了世界性的“国际保付代理联合组织”(FCI)等联合组织。通过这些组织 ,各国保付代理公司之间互换进口商的资信情报 ,掌握进口商的付款能力 ,以使货款收回达到最高比率。这些机构与大商业银行联系密切 ,资金充裕 ,业务多样灵活 ,得到出口商 ,特别是中小出口商的支持与欢迎。

保付代理商行或商业财务公司一般都是独立组织 ,具有独立的法人资格 ,但他们大多是由大商业银行出资或在其资助下建立的。如在美国的保付代理组织 ,一般叫商业财务公司 ,其中有 50% 是由商业银行出资建立的。他们所经营的收购债权、买进票据业务虽与商业银行所经营的贴现、票据抵押和议付业务在某些方面有相似之处 ,但加以比较 ,就能发现两者之间的区别 :

(1)向出口商提供资金的基础不同。商业银行所经营的贴现、议付等票据业务 ,是在行使追索权的基础上向出口商提供资金 ,而保付代理业务则是在无追索权的基础上购进出口商的有关票据。

(2)考察资信的重点不同。商业银行经营的票据业务一般比较注意考察出口商的资信,以保证贷款的收回,而保付代理业务则比较注意考察海外进口商的资信情况。

(3)业务内容不同。商业银行经营票据业务的内容是贷款融资,而保付代理业务的内容则多样化,除上述各项业务外,有时甚至还代客户缮制单据等等。

(四)保付代理业务的作用

下面分别从对出口商和对进口商两方面来说。

对出口商的作用体现在以下几方面:

1. 保付代理组织代出口商对进口商的资信进行调查,为出口商决定是否向进口商提供商业信用以扩大商品销售,提供信息和数据。由于保付代理组织熟知海外市场情况,他们还经常向中小出口商提出建议,协助其打进国际市场,加强其竞争能力。

2. 出口商将货物装运完毕,可立即获得现金,满足营运需要,加速资本周转,促进利润增加。

3. 只要出口商的商品品质和交货条件符合合同规定,在保付代理组织无追索权地购买其票据后,出口商就可以将信贷风险和汇价风险转嫁给承购组织。

4. 出口商如从银行贷款取得资金融通,则会增加其负债数字。提高企业的负债资产比率,恶化资产负债表的状况,对企业的资信不利,影响其有价证券上市。而出口商利用保付代理业务,货物装船,出卖票据后,立即收到现金,资产负债表中的负债不仅不会增加,反而使表中资产增加,改善资产/负债比率,有利于企业的有价证券上市与进一步融资。

对进口商的作用体现在以下几方面:

1. 保付代理业务适用于以商业信用购买商品,进口商通过保付代理组织进行支付结算。这样,进口商不需要向银行申请开立信用证(L/C),免去交付押金,从而减少资金积压,降低了进口成本。

2. 经常往来的买卖双方,可根据交易合同规定,定期发货寄单。通过保付代理业务,买方可迅速得到进口物资,按约定条件支付货款。这样,可大大节省开证、催证等的时间,简化了进口手续。

3. 在采用保付代理业务后,出口商将办理该项业务有关费用转移到出口货价中,从而增加进口商的成本负担。但是,货价提高的金额一般仍低于因交付开证押金而蒙受的利息损失。

第三节 国际贸易中长期信贷

一、国际贸易中长期信贷的概念

国际贸易中长期信贷是指借贷期限在 1 年以上的国际贸易信贷。国际贸易中长期信贷一般均为货币信贷。根据其贷款来源的不同可分为出口信贷、国际金融组织贷款和国际商业银行贷款三大类。由于出口信贷在其中占据主要地位,所以人们有时也把国际贸易中长期信贷简称为出口信贷。

二、国际贸易中长期信贷的特点

国际贸易短期信贷期限一般均在 1 年以内,只能满足商品周转较迅速、成交金额不大的资金需要。一些大型机械设备,周转期长,成交额大,进出口商则需期限较长的信贷支持。因此经济发达国家的商业银行和国际贸易银行常常向本国的出口商或国外的进口商发放期限在 1~5 年或 5 年以上的国际贸易中长期信贷,给予资金融通,以促进本国大型机械设备或成套项目的出口。与国际贸易短期信贷相比,国际贸易中长期信贷不仅向进出口商融资,而且还是垄断资本争夺销售市场的武器。国际贸易中长期信贷这一性质在其具有的特点中得到充分反映。国际贸易中长期信贷特点有:

1. 国际贸易中长期信贷的利率一般低于相同条件资金贷放的市场利率,利差由国家补贴。大型机械设备制造业在西方国家的经济中占有重要地位,其产品价值高,交易金额大。在垄断资本已占领了国内销售市场的情况下,加强这些资本货物的出口,对西方国家的生产与就业影响甚大。为了加强本国机械设备的竞争能力,削弱竞争对手,主要发达国家的银行,竞相以低于市场的利率对外国进口商或本国出口商提供中长期贷款,给予信贷支持,以扩大该国资本货物的国外销路。银行提供低利率贷款与市场利率的差额则由国家补贴,这是国家垄断资本主义加强的表现与必然结果。

2. 国际贸易中长期信贷的发放与信贷保险结合。由于中长期国际贸易信贷偿还期限长、金额大,银行存在着较大的风险,为了减缓出口国家银行发放中长期信贷的后顾之忧,保证其贷款资金的安全,发达国家一般都设有国家信贷保险机构,对银行发放的中长期贷款给予担保。如发生贷款不能收回的情况,信贷保险机构利用国家资金给予赔偿。风险由国家负担,利润由垄断资本获得。发达国家提供的国际贸易中长期信贷一般都与国家的信贷担保相结合,从而加强本国出口商在国外市场的竞争能力,促进资本货物的出口。

3. 国家成立专门发放出口信贷的机构,制定政策,管理与分配国际信贷资金,特别是中长期信贷资金。发达国家提供的国际贸易中长期信贷,直接由商业银行发放,如因金额巨大、商业银行资金不足时,则由国家专设的出口信贷机构予以支持。如英国曾规定商业银行提供的出口信贷资金超过其存款18%时,超过部分则由英国的出口信贷保证局予以支持。美国发放中长期国际贸易信贷的习惯做法常由商业银行与进出口银行共同负担。有的国家对一定类型的国际贸易中长期贷款,直接由出口信贷机构承担发放的责任。由国家专门设置的出口信贷机构,利用国家资金支持国际贸易中长期信贷,可弥补私人商业银行资金的不足,改善本国的出口信贷条件,加强本国出口商夺取国外销售市场的力量。这些出口信贷机构在经营出口信贷保险的同时,还根据国际商品市场与金融市场的变化,经常调整本国的出口信贷政策,以迎接其他竞争对手的挑战。

三、出口信贷

(一) 出口信贷的概念和特点

出口信贷是指国家为支持和推动本国商品特别是大中型机电设备或成套设备等资本类商品的出口贸易,在政府的支持下,由该国的出口信贷管理机构、专业银行及商业银行向本国出口商或外国进口商或进口商银行提供的各种中长期优惠性贸易专项贷款。出口信贷有着多种不同的类型,诸如卖方信贷(Supplier's Credit)、买方信贷(Buyer's Credit)、政府贷款、混合贷款(Mixed Credit)、信用限额等等。

出口信贷的特点主要有以下几点:一是贷款的用途被严格限定。通常要求用于购买贷款国生产的资本类货物(一般规定出口商品的价值构成至少要有50%以上是由提供贷款国制造的)。二是贷款的期限较长。一般为分期偿还,贷款期限多为1~5年,甚至有长达30年以上的。三是贷款金额的起点较高。不同出口国及其对不同进口国提供出口信贷金额的起点各不相同,另外不同种类出口信贷的起点金额也不相同。四是贷款的利率较低。通常低于一般中长期信贷的市场利率,其中利差由政府补贴。五是一般要求买方预付合同金额10%~20%的现汇定金。贷款金额占合同金额的比例一般为80%~85%。六是一般要求与出口信用保险相结合。由政府支持的出口信用保险机构提供保险。这样,信贷风险完全由政府承担,参与提供贷款的银行就没有了后顾之忧。

(二) 卖方信贷

卖方信贷是指出口地银行为支持出口商在出口贸易中以延期付款方式出

售大型或成套的资本类货物,而对出口商提供的中长期优惠信贷。

卖方信贷的业务程序有以下几步:第一步是出口商与进口商签订利用卖方信贷出口大型或成套资本类商品的延期付款贸易合同,进口商须于签约后一定期限内先预付10%~20%的现汇定金之后贸易合同方才生效。第二步是出口商凭贸易合同与当地银行签订贷款协议,取得贷款。出口商除须承担卖方信贷的承担费和管理费以外,还须提供卖方信贷保险(实际上出口商一般会事先将这些费用预加在货价之中转嫁给买方,一般来说,延期付款的货价会高出现汇货价3%~10%)。第三步是出口商根据贸易合同的规定分期向进口商发运货物,进口商在分批验收货物至保证期满期间,又按合同规定分期偿付10%~15%的货款。第四步是进口商再根据贸易合同,在全部交货后若干年内分期偿还其余贷款(一般每半年还款一次)。第五步是出口商根据贷款协议,分期偿还银行贷款本息,一般为还款期内每半年还本付息一次。

(三) 买方信贷

买方信贷是指出口地银行为支持本国大型或成套的资本类货物的出口贸易,而对外国进口商或进口商银行提供的中长期优惠信贷。

1. 买方信贷的业务程序

买方信贷的业务程序有两种不同方式:一种方式是出口国银行直接贷款给外国进口商;另一种方式是先由出口国银行贷款给进口国银行,再由后者转贷给本国进口商,两者的业务程序有所不同。

(1) 直接贷款给外国进口商的业务程序。第一步是进口商与出口商签订利用买方信贷进口大型或成套资本类商品的现汇贸易合同,进口商须于签约后一定期限内先预付10%~20%的现汇定金之后贸易合同方才生效。第二步是进口商凭贸易合同与出口地银行签订贷款协议,取得贷款。进口商除须承担买方信贷的承担费和管理费以外,还须提供信贷担保或承担买方信贷保险费(多数国家规定买方信贷保险的费用须由进口商承担)。第三步是出口商根据贸易合同的规定分期向进口商发运货物,进口商在分批验收货物至保证期满期间,再按合同规定分期支付货款。第四步是进口商根据贷款协议,分期偿还银行贷款利息(一般为还款期内每半年还本付息一次)。

(2) 贷款给进口地银行的业务程序。第一步是进口地银行与出口地银行之间签订贷款总协议,规定提供买方信贷的总金额和总的使用期,等等。第二步是进口商与出口商签订利用买方信贷进口大型或成套资本类商品的现汇贸易合同,进口商须于签约后一定期限内先预付10%~20%的现汇定金之后贸易合同方才生效。第三步是进口地银行与进口商凭贸易合同签订贷款协议,前者再凭该协议向出口地银行申请具体贷款,有些国家(如法国和意大利)的

银行此时还会要求再与进口地银行签订一个具体的贷款协议,以便具体规定该项贷款的金额和使用期等详细内容。进口商除须承担该项贷款的承担费和管理费以外,还须承担信贷担保费或买方信贷保险费(多数国家规定买方信贷保险的费用须由进口商承担)。第四步是出口商根据贸易合同的规定分期向进口商发运货物,进口商在分批验收货物至保证期满期间,分期支付货款。第五步是进口商根据贷款协议,分期偿还其银行贷款本息(一般为还款期内每半年还本付息一次)。第六步是进口地银行根据贷款协议,分期偿还出口地银行贷款本息。不论进口商能否按期还贷,进口地银行均须以其自身的信誉履行按期还贷的义务(当进口商不能还贷时,其债权银行可向信贷担保人或保险人索赔)。

2. 买方信贷的贷款条件

(1) 贷款所使用的货币。大致有以下四种情况:第一种情况是使用提供买方信贷国家的本国货币。第二种情况是使用美元。如美国、意大利和挪威等国通常采取这种做法。第三种情况是本国货币与美元并用,如英国和加拿大等国常采取这种做法。第四种情况是使用美元,但也可以用本国货币转贷款,如瑞典采取这种做法。

(2) 贷款的利率。大致有以下四种类型:第一种类型是 OECD(经济合作与发展组织)类型。经合组织国家为避免相互之间的过度竞争,达成了一个“君子协定”,用限定成员国银行对外提供买方信贷利率下限的办法来协调行动。该协定将接受贷款的国家分成富国、中等国家和穷国三个档次而规定了不同的利率(对富国的贷款利率较高,对穷国的贷款利率较低),并视市场利率情况每半年调整一次。第二种类型是 LIBOR(伦敦商业银行同业拆放利率)类型。此利率略高于 OECD 利率,日本银行采用此利率发放买方信贷(因为日本政府对利差不予补贴)。第三种类型是加拿大类型。由加拿大政府自定,一般介于 OECD 和 LIBOR 之间。第四种类型是美国类型。美国发放买方信贷一般是由其进出口银行和商业银行共同提供(前者的贷款利率较低,而后者则是按美国市场利率提供贷款),并且不定期地调整买方信贷中由进出口银行和商业银行提供资金的比例。由于美国市场利率较高,故其总体利率亦较高。

(3) 贷款的费用。一般包括承担费、管理费,以及信贷保险费(此项保险费用,多数国家规定由进口商支付,但也有些国家规定由出口商支付)等。

(4) 贷款的使用期和还款期。关于买方信贷的使用期有两种不同的概念,一种是指总协议中规定的申请具体贷款项目的办理期限,另一种是指每项具体贷款项目中规定的该项贷款的提取期限。而所谓还款期则是指每项具体

贷款项目中规定的该项贷款的偿还期限。在还款期内一般是每半年还本付息一次。对还款期的起始日期的规定,依具体交易性质的不同而有所不同。

3. 买方信贷与卖方信贷相比较有较多优点

(1)使用买方信贷对于出口商的好处:①可以促成需要长期占用巨额资金的大宗贸易。因为卖方信贷是以商业信用为基础的(须经由出口商向进口商提供延期付款的便利),而商业信用有其自身的周转资金实力上的局限性,那些需要长期占用巨额周转资金的贸易项目,会给出口厂商造成周转资金方面的巨大困难(因为企业要想取得较好的效益,其周转资金应当保持一个合理的规模),使得卖方信贷难以实现。而买方信贷则是直接以银行信用为基础的(直接由银行向进口方提供贷款),银行有着雄厚的资金实力,从而可以促成使用卖方信贷所难以做成的大宗贸易项目。②避免了由自己筹资的困难和麻烦。③风险较小,资金周转较快。因为利用买方信贷,出口商可以较快收回贷款,既减少了支付风险,又加快了自己的资金周转。④可以改善其资产负债表。因为利用买方信贷可以减少出口商资产负债表上的应收账款和负债。

(2)使用买方信贷对于进口商的好处:①以现汇价谈判,可避免在价格谈判中对延期付款的价格构成难以确切了解的不利地位。②由于不涉及延期付款的加价问题,可以把更多的精力放在对于技术条款的谈判上,避免因价格谈判纠缠不清而分散了注意力。③使用买方信贷的借贷成本通常低于使用卖方信贷的延期付款加价成本。④可以长期借用利率优惠的外国贷款。

(3)使用买方信贷对于出口地银行的好处:①发放买方信贷的风险小于卖方信贷。因为贷款给进口地银行或经进口地银行担保而贷款给进口商时,都有银行信用作保证,其风险一般小于贷款给国内企业的商业信用信贷。②发放买方信贷比卖方信贷省事。因为在卖方信贷下,出口地银行需要经常关注出口商的应收货款收回情况甚至其生产经营情况,而在买方信贷下出口地银行只需关注进口地银行的资信情况就可以了,相对要省事一些。③买方信贷为出口国银行资金在国外的运用开拓了出路。另外,使用买方信贷还为进口地银行增加了信贷业务。

应当指出卖方信贷较买方信贷也有一些缺点,比如,对于出口商来说,使用卖方信贷时,可以利用买方无法确知其融资成本的弱点而采用超额加价的手段来谋取超额利润,而使用买方信贷时,就不再能利用延期付款的加价手段来谋取超额利润了。对于进口商来说,在使用卖方信贷时,没有必须向银行借贷的麻烦,而在使用买方信贷时,他就必须承担向银行借贷的各种麻烦。

(四)政府贷款

政府贷款是指一国政府利用财政或国库资金向另一国政府提供的优惠性

有偿贷款。政府贷款是具有官方双边经济援助性质的含有一定赠与成分的有偿贷款。但应指出政府贷款必定含有一定的赠与成分,但又不是完全无偿的,它只是官方双边经济援助的形式之一,后者则还包括有无偿赠与等其他形式的经济援助。

1. 政府贷款的条件

(1) 贷款的货币。一般为提供贷款国的本国货币,有时也提供美元、日元等其他外汇。

(2) 贷款的利息。为无息(如比利时和丹麦等国)或低息(如卢森堡和芬兰等国),一般来说其赠与成分至少不低于 25%。

(3) 贷款的期限。一般较长,其使用期通常为 1~5 年,还款期通常为 10~30 年,最长可达 50 年(如加拿大政府提供的贷款其还款期就可长达 50 年)。

(4) 贷款的费用。多数国家提供的政府贷款不再收取费用,但也有一些国家提供的政府贷款要收取一点管理费(不超过 1%)及承担费(一般对未提取金额按 0.125%~0.25% 的年率计收)。

(5) 贷款的使用限制。一般限定借款国必须将全部或部分贷款用于向贷款国购买设备、技术、商品和劳务,有时也允许借款国以公开招标的方式从指定的合格货源国进行采购,或者将部分贷款用于贷款项目的当地费用。贷款主要用于援助能源、水利、交通等基本建设,特别是跟人民生活密切相关的项目(如环保、城市基础设施等)有关社会效益方面的项目。通常要求借款国结合使用一定比例的买方信贷或卖方信贷。

2. 政府贷款的作用

政府贷款多是由发达国家向发展中国家提供的。其作用体现在:

(1) 可以带动发达国家出口信贷的发展,促进其商品出口。政府贷款通常要求结合使用一定比例的其他出口信贷,从而通过政府贷款的优惠性来带动贷款国出口信贷的发展,更加有力地促进本国的商品出口。

(2) 可以缓解发展中国家资金不足特别是外汇短缺的矛盾,促进其经济发展。比如我国自改革开放以来积极利用外国政府贷款,在加速能源开发、加快交通设施和通讯设备建设、发展原材料工业、发展农牧渔业以及促进我国环保、文教卫生和科研事业的发展等方面取得良好成绩,同时还为我国培养了一大批对外经济工作的管理人才。

(3) 可以增进贷款国与借款国之间的经济合作和友好关系。发展中国家为发展本国的民族经济需要得到科学技术、现代管理和资金等方面的国际援助,而发达国家则须为其过剩的资金和生产能力寻找出路,并需要从发展中国

家获取能源、矿产品以及原材料等初级产品。政府贷款具有优惠性,可以促进发达国家和发展中国家在这方面的经济合作和友好关系。

3. 政府贷款的机构。根据其职能的不同可划分为贷款的规划审批机构和具体执行机构两大类,前者负责政府贷款的规划和贷款项目的审批(一般由指定的政府部门管理),后者负责具体贷款协议的签订与执行(多由指定的专业银行代理)。

一些国家的政府贷款是由外交部负责审批(如加拿大、意大利、丹麦等国家),另一些国家则是由财政部负责审批(如法国、奥地利等国家),还有一些国家的政府贷款须由多个部门共同负责审批,比如日本是由外务省、大藏省、通产省和经济企划厅共同负责,比利时是由外交部、外贸部和发展合作部共同负责,而英国则是由贸工部、海外开发署和出口信贷担保局共同负责,等等。

一些国家的政府贷款是由专业银行代理执行(如美国的进出口银行、法国的国际贸易银行、英国的皇冠代理银行、比利时的通用银行、意大利的中央中期信贷银行、奥地利的监督银行、德国的出口信贷银行和复兴信贷银行等),另一些国家则是由专门的非银行金融机构负责执行(如加拿大的经济发展公司、澳大利亚的出口信贷保险公司等),还有一些国家则是由专业银行和非银行金融机构分别执行(如日本就是输出入银行和海外经济协力基金组织分别执行)。此外,有些国家还有另外专设的担保机构来为出口信贷提供保险(如法国的外贸保险公司、英国的出口信贷担保局、德国的出口信贷保险公司等)。

4. 使用政府贷款的业务程序。我国各基层单位(包括各地方政府的贷款办公室或经贸厅以及中央各部委的计划司和外事司)申请和使用外国政府贷款的业务程序大致如下:

(1) 申请报批程序。可分为国内程序和国外程序两部分。

国内程序是:首先由各基层单位向外经贸部通报情况,包括初选项目的简要介绍、初步的可行性研究、预期的经济效益和社会效益、拟向哪国申请贷款及贷款金额、采购及咨询计划等等,由外经贸部进行汇总。然后再由外经贸部进行项目初选,并将通过初选的项目通知各基层单位,要求后者提交以下文件进行报批:详细的可行性报告、贷款申请函、计划部门批准立项的批文复印件(对于超出了当地政府或部委审批权限的项目,还须提供国家计委批准立项的批文复印件)以及偿还贷款安排的金融机构和政府保函等。

国外程序是:首先由对外经贸部将经过报批的项目作为贷款备选项目同外国政府进行非正式商谈,对共同感兴趣的项目进行选定和准备工作。然后由贷款国对其感兴趣的备选项目及我国经济情况进行组团调研和评估。再后

就进入“承诺”阶段,贷款国在其全面调研和评估的基础上对其认可的项目通过外交途径书面换文的形式作出承诺(包括其承诺贷款的项目及总金额)。最后,两国正式商谈具体的贷款条件并签订正式的贷款协议。

(2) 贷款项目的执行程序。可分为采购、贷款的支付和偿还、项目的执行监督、项目的总结和评价四个部分。

一是采购。政府贷款项下的采购方式一般有限制性采购、国际竞争性招标或协议性采购三种方式,其中限制性采购是指被限定只能向贷款国购买的采购部分,国际竞争性招标是指被指定向事先商定的合格货源国招标的采购部分,协议性采购则是指对于不适合招标的一些有特别配套要求的较小的配套设备或较小批量的配件等的采购部分。一般情况下,贷款国常派代表参加招标和评标过程。

二是贷款的支付和偿还。贷款的支付是按照议定的金额和期限分期支付,而支付货款时一般采用信用证方式。借款国在还款期内须按期还本付息,若不能按期还贷,要支付过期费。

三是项目的执行监督。政府贷款的建设项目,贷款国的监督活动可以贯穿于项目执行和实施的全过程中,既可以派出调查监督团随时进行检查并提出建议和要求,也可以要求借款方报送项目进度报告的形式来进行监督。

四是项目的总结和评价。在项目贷款支付完毕或项目竣工后,借款方应提交项目竣工报告,先行对项目的执行情况进行全面的总结和评价。贷款方则参考借款方提交的报告对贷款项目的执行是否规范,设计、施工质量和投资分布等是否符合协议规定,以及试运行情况进行全面的总结和评价,看贷款项目是否达到了预期目的。

(五) 混合贷款

混合贷款是指同一融资项目中,政府贷款与买方信贷或卖方信贷按某种形式混合发放的出口信贷。混合贷款有两种类型,一种是混合卖方信贷,指政府贷款与卖方信贷混合发放,贷给本国出口商;另一种是混合买方信贷,指政府贷款与买方信贷混合发放,贷给外国进口商或进口商银行。

1. 混合贷款的发放形式。不同国家对混合贷款的发放形式有所不同,大致有联合发放、混合发放、分成发放和分离发放四种不同形式。

(1) 联合发放。政府之间签订一个关于混合贷款利率和期限等方面优惠条件的协议,对于具体的贷款项目不再另签具体的贷款协议,直接利用两国银行之间原有的买方信贷协议与额度在贷款的利率和期限等条件上给予优惠,如加拿大、瑞典和挪威等国就采取这种形式发放混合贷款。

(2) 混合发放。在两国银行之间原有的买方信贷协议与额度内,由政府

授权本国银行与进口国银行签订具体的贷款协议,提供混合利率的项目贷款(资金由银行提供、政府补贴利差),如英国和奥地利等国是采取这种形式发放混合贷款。

(3)分成发放。政府与银行按照一定的比例分成共同为同一项目提供贷款,分别签订具体的贷款协议(两个协议同时生效),并按不同的利率和不同的还款期用款和还款,如意大利、法国和西班牙等国均采用这种形式发放混合贷款。

(4)分离发放。政府与银行按照一定比例分离地为同一项目提供贷款,分别签订具体的贷款协议(两个协议同时生效),但按不同的利率和不同的还款期分别用款和还款,如瑞士常采取这种形式发放混合贷款。

一般来说,政府贷款在混合贷款中所占比重常视当时的政治经济情况及借贷对象的不同而不同,并时常调整。

2. 混合贷款业务的特点。混合贷款与非混合的出口信贷在业务上有所不同,其主要业务特点如下:一是混合贷款项目必须经过双方政府批准,而一般出口信贷的贷款项目则未必需要政府批准。二是混合贷款项目须先提出具体的备选项目,经双方政府批准后再签订具体贷款协议,而银行间的买方信贷则是先签贷款总协议,然后再依每一具体项目申请贷款(有时也须再分别签订具体的贷款协议)。三是混合贷款多半须经由指定银行办理其贷款项目下的贸易结算。

(六)信用限额(Lines of Credits)

出口地银行为促进本国一般消费品以及分散的金额不大的资本货物或工程建设物资的出口,给予进口地银行一定限额的中期融资便利,由后者向本国分散的进口商们分别提供金额不大的具体贷款,以促成分散的小额贸易的成交。这里所谓的“融资便利”是指出口地银行给予进口地银行一定的中期贷款限额,然后再按实际需求逐笔安排具体的信贷合同,由进口地银行负责向本国分散的进口商们分别发放金额不大的中期贷款,其还款期一般是2~5年。信用限额可按申请贷款的贸易货物的不同而分为一般信用限额(General Purpose Lines of Credits)和项目信用限额(Project of Lines of Credits)两大类。一般信用限额是出口国银行给进口国银行用于为分散的进口商们向该出口国购买一般商品(主要是消费品)时提供融资便利的信用限额。项目信用限额是出口国银行给进口国银行用于为分散的进口商们向该出口国购买资本货物或工程建设物资时提供融资便利的信用限额。

以上是五种基本的出口信贷类型,除了上述五种出口信贷类型以外,另外还有一些不大常用的出口信贷方式,比如,进口国银行有时还会通过与出口国

银行签订“存款协议”的方式来要求后者提供出口信贷。进口国银行与出口国银行签订存款协议,由后者在前者处开立存款账户,并在一定期限内保持不少于规定限额的存款,以供进口国银行为本国进口商向存款国购买资本类货物时提供信贷支持。在我国改革开放刚刚起步的1978年,中国银行就曾与英国银行之间签订过这样的存款协议,供我国利用该项存款从英国进口设备。

四、联合贷款

国际金融组织特别是世界银行常为发展中国家提供中长期贷款帮助其解决资金不足的问题,但由于世界银行的资金有限,又需要照顾到各个方面,所以在使用世行贷款时常被要求联合使用国际商业银行贷款以及出口信贷,形成所谓联合贷款。

(一) 国际商业银行贷款——银团贷款(Consortium Loan)

由一家或几家银行牵头,多家国际商业银行参加,共同向一国政府或某个融资项目提供金额较大的中长期贷款。这种贷款又叫辛迪加贷款(Syndicated Loan),其用途不像对出口信贷那样限制严格,可用于向任何国家购买建设项目所需的商品或劳务。在利用国际商业银行贷款时,对于需求金额较大的中长期信贷项目,通常都要使用银团贷款的形式,以便于集中资金和分散风险。

(二) 世界银行的联合贷款

世界银行与国际商业银行以及一些国家的出口信贷机构联合起来,共同向一国政府或某个融资项目提供金额较大的中长期贷款。

1. 世行联合贷款的经营方式。基本上有两种传统的经营方式。一是平行式。参加联合贷款的各方共同给世行选定的项目提供贷款,贷款按照各自的规定管理,借款方须按资金来源的不同分别采购。二是混合式。参加联合贷款的各方共同给世行选定的项目提供贷款,并且借款方可以根据其实际需要混合使用,而无需按照资金来源的不同分别采购。用于采购大型设备的联合贷款常采用这种经营方式。

2. 世界银行的B种贷款。这是自1983年以来,世界银行开始推行的一种新型的联合贷款方式,对国际商业银行参加联合贷款给予更多的保障或优惠,以鼓励商业银行积极参加世行的联合贷款。B种贷款有三种不同的优惠办法。

(1) 优先归还商业银行的贷款。贷款由世行与商业银行共同出资,规定在还款时,先还商业银行的贷款部分,后还世行的贷款部分,但这须以商业银行适当延长其贷款期限为交换条件(比如将其贷款期限从原定的8年延长到10~12年)。

(2) 世行提供还款担保。贷款全部由商业银行出资,但世界银行为之提供还款担保,必要时世行可以将未按期偿还的债权买下来,以确保商业银行的利益。

(3) 世行提供利率风险担保。对于商业银行的出资部分,在支付其贷款利息时,如果当时的市场利率高于原先商定的支付利率,则可将超过部分的利息转入未还本金余额内,将来由世界银行代为垫款偿还给商业银行,最后再由借款人定期归还给世界银行,以避免商业银行的利率风险。

第四节 我国的国际贸易信贷

一、我国的国际贸易短期信贷

在我国进出口业务中,从国外有关方面取得短期外币资金融通,可按以上所述的国际惯例进行,而从国内取得本币的短期资金融通,则根据我国有关银行规定的国际贸易信贷办法进行。

我国的国际贸易短期信贷主要有信用证抵押放款、出口押汇和远期汇票承兑贴现三种主要形式,现分别将其贷款原则、条件和做法分析介绍如下。

(一) 信用证抵押放款

信用证抵押放款即国内出口企业以国外开来的信用证作为抵押品,从有关外汇指定银行取得一种人民币贷款。

信用证抵押放款的信贷条件和规定如下(1)贷款货币为人民币,贷款期限原则上不超过90天。(2)贷款金额一般不超过信用证金额的80%。(3)贷款利率按中国人民银行的人民币流动资金贷款利率的规定执行。(4)贷款只能用于该信用证项下的出口商品收购、生产、加工整理和从属费用的资金需要。(5)借款企业使用贷款的上项开支,需通过发放贷款银行的账户支付结算,接受监督。(6)应贷款银行的要求,借款企业需及时送交商品生产、收购、出口、财务等计划和执行情况的报表和有关资料。

从信用证抵押贷款的条件和规定中看出:出口企业收到国外开来的信用证,只要符合贷款条件,即可从银行得到与部分信用证金额等值的人民币贷款,满足其履行信用证的绝大部分的资金需要,为扩大出口,开拓市场,加强国际经济合作提供金融基础。此外,信用证抵押贷款,在收到来证后才申请贷款,避免早期借款或垫付资金,影响资金周转,加重利息支出。

(二) 出口押汇

出口押汇是指贷款银行以出口企业提交的出口单据为抵押品,在合理的

工作日内为出口企业办理结汇,银行再凭该项出口单据,向国外银行索偿货款,从而使出口企业提前取得资金融通业务。

办理出口押汇的有关规定与条件如下:

1. 对出口押汇的范围规定

第一个规定是贷款银行原则上只对单证相符的单据和电报提示的正点单据办理出口押汇。第二个规定是对不符点单据也可办理出口押汇,条件是出口企业必须资信良好,清偿力强,并对不符点单据的拒付提出担保。第三个规定是对跟单托收单据也可办理出口押汇,押汇金额一般不超过发票金额的80%,条件有三:第一,出口企业资信良好;第二,该项出口已办理出口信用保险,并以保险单抵押给办理出口押汇的银行;第三,出口保险的收益人转让给办理出口押汇的银行。

2. 出口押汇的货币

对出口押汇的货币规定,目前限于主要国际流通货币。

3. 对出口押汇的利率规定

出口押汇的利率对有些国际流通货币规定不同。另外外商投资企业保有外币账户的,收取外币利息。境内外资企业只保有人民币账户的收取人民币利息。

4. 对出口押汇的计息天数规定

办理出口押汇实际上是贷款银行为国外银行垫付有关资金,当票据寄到国外银行后,国外银行才拨付出口货款。因此,办理押汇的银行要扣除从办理押汇日起到出口货款收回这一邮程期间的利息。计算利息的天数按地区不同而有不同规定。

(三) 远期承兑票据贴现

这是出口企业以远期付款方式出卖商品,开出以银行为付款人的远期汇票并经其签章承兑后,向我国有关银行进行贴现,银行扣除从贴现日至票据到期日的利息后,将汇票金额给予出口企业的一种资金融通业务。

远期承兑汇票贴现的条件与规定如下:

1. 远期票据的期限原则上不能超过180天。

2. 远期票据贴现的利率按LIBOR风险利差计收。

3. 贴现天数从银行贴现日起到期日止的实际天数计收。

4. 对外商投资企业在银行开有外币账户的收取外币贴现息,对境内外资企业在银行开有人民币账户的,收取人民币贴现息。

5. 有关银行对政治局势不稳定、外汇管制严格、对外付汇困难的国家和地区以及资信不好的银行所承兑的汇票不办理贴现。

二、我国的出口信贷

目前,所有的发达国家和一些发展中国家均给予国外进口商以优惠的出口信贷以进口本国的设备,并对出口信贷给予国家担保。出口信贷的利差与出口信贷的风险,完全由国家负担,以利本国产品出口,增强海外竞争能力。为了改善我国的出口商品结构,扩大机电仪器产品的出口,在国家有关政策的指导下中国银行于1980年开办了出口卖方信贷业务,即对我国机电产品的出口单位发放政策性低利贷款。1983年曾试办过出口买方信贷,即对购买我国机电产品的国外进口商发放贷款。1994年我国成立了归口办理出口信贷业务的政策性银行——中国进出口银行。它除办理出口卖方信贷、出口买方信贷和出口福费廷业务外,还办理保险担保、我国政府对外优惠贷款、进口买方信贷、转贷外国政府贷款和项目评估审查业务等。中国进出口银行的建立与业务的开展,标志着我国初步形成了一个出口信贷体制。现介绍一下中国进出口银行经营的出口卖方信贷、出口买方信贷和出口福费廷业务的主要内容。

(一) 出口卖方信贷

1. 贷款对象:具有法人资格、经国家批准有权经营机电产品出口的进出口和生产企业。

2. 贷款范围:凡出口成套设备、船舶及其他机电产品,合同金额在50万美元以上,并采用1年以上延期付款方式的资金需求,均可申请使用。

3. 借款条件 (1)借款企业经营管理正常,财务信用状况良好,有履行出口合同能力,有可靠的还款保证并在有关银行开立账户 (2)出口产品一定属于机电产品或成套设备类型 (3)出口产品在中国制造部分符合我国出口原产地规则的有关规定 (4)进口商以现汇即期支付的比例,原则上船舶贸易合同不低于合同总价的20%,机电产品和成套设备贸易合同不低于合同总价的15% (5)出口项目符合国家有关政策和企业法定经营范围,经有关部门审查批准,并持有已生效合同 (6)出口项目经营效益好,换汇成本合理,各项配套条件落实 (7)合同的商务条件在签约前征得中国进出口银行同意 (8)进口商资信可靠,并能提供中国进出口银行可接受的国外银行付款保证或其他付款保证。

4. 贷款金额:最高不超过合同总价(或出口成本总值)减去定金。

5. 贷款利率:根据中国人民银行有关规定,执行优惠利率。

6. 申请贷款应提供的报表和资料 (1)正式书面申请 (2)填交有关表格和用款、还款计划 (3)借款单位近3年的资产负债表和损益表 (4)有关部门对出口项目的批准书 (5)出口项目可行性报告 (6)出口合同副本 (7)国内

供货合同副本(8)投保出口信用险的意向书或保单(9)还款担保书或抵押协议,中国进出口银行受理借款单位申请书。按银行规定的贷款条件进行贷前调查和评审,经过银行的项目评审委员会审批同意后,银行与借款单位即签订书面贷款合同。

(二) 出口买方信贷

1. 使用买方信贷的有关条款 (1) 贷款对象: 中国进出口银行认可的国外进口商或进口商的银行。(2) 贷款范围: 贷款限于购买中国的成套设备、船舶或其他机电产品。(3) 贷款条件。使用买方信贷的贸易合同, 应具备以下条件: 第一, 设备贸易合同金额不低于 100 万美元。第二, 成套设备的中国制造部分不低于 70%, 船舶不低于 50%, 否则适当降低贷款金额。第三, 船舶合同进口商以现汇支付的比例不低于贸易合同价的 20%, 成套设备合同不低于 15%。第四, 贸易合同必须符合双方政府有关政策规定, 取得双方政府颁发的进出口许可证及进口国外汇管理部门同意汇出本息及费用证明。第五, 根据中国人民保险公司的规定, 办理出口信用保险。(4) 贷款金额: 船舶项目不超过贸易合同总价的 80%, 成套设备项目不超过 85%。(5) 贷款期限: 自贷款协议签订之日起至还清贷款本息之日止一般不超过 10 年。(6) 贷款利率: 根据优惠原则, 参照经济合作与发展组织(OECD)出口信贷利率水平确定。(7) 费用: 除利息外, 并收取管理费与承担费。

2. 申请使用出口买方信贷的步骤

由于银行发放出口买方信贷涉及面广, 牵涉的关系人多, 中国进出口银行虽将贷款最终直接贷放给国外的进口商或进口商的银行, 但不能离开国内设备出口商的居间主动安排。为便于国外进口商或银行使用好我国的出口买方信贷, 以促进我国出口单位的机械设备出口, 有必要掌握向中国进出口银行申请出口买方信贷的步骤和应交送的材料和报表。申请出口买方信贷的一般步骤是: 一是出口单位与国外进口商洽谈设备贸易合同时, 如欲使用中国进出口银行提供的买方信贷, 则应先将贸易合同的主要内容提交中国进出口银行。二是中国进出口银行初审贸易合同合格后, 出具发放买方信贷意向书, 以便国内出口商与国外进口商进行贸易合同的具体谈判。三是拟使用买方信贷的进口商银行或国外进口商在进出口双方商谈贸易合同的同时向中国进出口银行提出使用买方信贷的申请并提交下列有关资料: ①借款人的法定地址、名称。②借款人近期的资产负债表、损益表等。③贷款的用途、还款计划等和中国进出口银行要求提供的其他文件。④若中国进出口银行同意受理贷款申请, 在准备同借款人签订贷款合同之前, 我国的设备出口商应根据中国进出口银行的规定, 办理以中国进出口银行为受益人的出口信用保险。⑤出口的设备项

目经中国进出口银行的项目评审委员会通过,才与借款人签署贷款合同。

(三) 出口福费廷业务

我国进出口银行还试办出口福费廷业务。如我国机械设备出口商要通过中国进出口银行做福费廷(Forfaiting)业务,其程序与步骤如下:第一,出口银行取得联系,将交易的有关情况,如进口商名称、进口商所属国别、合同金额、延付期限、开证行、承兑行或担保行、预计签订合同时间、预计交货时间等等,书面提交给中国进出口银行。第二,中国进出口银行在审查上述资料及情况后,如认为可行,则提交给设备出口商一个参考的折现率报价,以便出口商测算出口合同的设备报价。第三,设备出口单位向中国进出口银行提交正式委托书,委托出售福费廷交易中进口商开出并加担保的本票(或出口单位开出,经进口商承兑并加担保的汇票)。第四,中国进出口银行向设备出口商提交购买票据的正式报价。第五,设备出口商同意中国进出口银行报价,应给予正式书面答复,并提交有关合同副本、信用证副本、提单副本以及汇票或本票。第六,中国进出口银行将买断票据款划拨给设备出口商账户。

【案例分析】

是保理还是福费廷?——从远期信用证卖断业务谈起

(一) 基本情况

徐州某大型机械进出口公司于1999年与缅甸一国际贸易公司签订出口50台压路机的合同,总价值为732 500美元,付款条件为360天信用证。货物已于1999年12月30日按合同规定发出,预计收款日期为2000年12月。该公司为加速资金周转,在货物发运后向信用证议付行中国银行徐州支行申请信用证贴现。由于资金不足及信用证风险无法把握(中行与缅甸开证行无代理关系)等原因,不能满足出口公司要求,于是该公司向南京几家外资银行询价,最后选择费用较低的渣打银行南京分行申请卖断单据。渣打银行经过调查,同意买断该公司单据,并于2000年5月15日支付信用证现款632 259.37美元,汇至中国银行徐州分行该公司账户,收取议付费、邮费、电报费、利息等共计100 240.63美元,占总货款的13.68%。

这是一笔远期信用证卖断业务,是特殊形式的远期信用证贴现业务,与国际上流行的贸易融资方式“国际保理”与“福费廷”有相似之处。

(二) 远期信用证卖断与国际保理及“福费廷”之比较

国际保理是指出口商依据贸易合同规定交货后,无追索权地将发票、汇票、提单等有关单据卖断给承购应收账款的公司(银行或专门组织),收进全部或部分货款,从而取得资金融通的业务。其主要特点有:出口商将单据卖断

给办理账款保理业务的机构后,该机构对出口商无追索权,全部风险由自己承担。办理账款保理业务的机构从调查进口商的资信到托收、催收账款,直至代办会计处理手续,为出口商提供了内容广泛的一揽子服务。

“福费廷”(Forfaiting)业务是一种中期的国际贸易融资方式。在延期付款的大型设备贸易中,出口商把经进口商承兑的、期限在半年以上到五六年的远期汇票,无追索权地售与出口商所在地的金融机构,以提前取得现款。其主要特点有:福费廷业务往往用于金额大、付款期限长的大型设备的出口中;出口商在使用该项融资方式时必须与进口商协商;出口商开出的远期汇票必须经进口地第一流银行的担保;出口商的汇票贴现是一种卖断;办理福费廷业务的金融机构无追索权;办理福费廷业务比较复杂,各项费用较高。

远期信用证卖断业务是无追索权远期信用证贴现业务,与上述两类业务既相似,又有区别。对于该案例,从企业操作过程看,该出口公司所做的远期信用证卖断业务与国际保理业务和福费廷有些相似,即都具有贸易融资的特点,但又不完全相同。远期信用证卖断业务与国际保理和福费廷相比,国际保理适用于非信用证项下的大批量、小金额、期限短的贸易结算。福费廷适用于成套设备、船舶、工程机械等资本货物交易及大型项目交易,融资期限必须是远期(最短应为6个月,长可至10年),所以其业务限制较多。而远期信用证卖断业务除具有回避风险、应收账款变成现汇账、优化财务结构等共同优点外,还具有操作简易、适用范围广等优点。

(三)分析与思考

从这一远期信用证卖断业务案例,我们获得如下启示:

1. 企业可以利用国际贸易信贷加速资金周转、提高资金使用效益。针对此类业务,商业银行既要积极支持,又要加强管理。我们认为,出口企业将远期卖断给银行,不再对信用证收款负任何责任,转嫁了收款过程中的所有风险,而且可以提前收取货款。本着支持企业出口创汇的原则,对上述融资方式应视同于信用证贴现或押汇,给予鼓励和支持,以加快国内银行和企业学习、运用国际贸易融资方式,促进进出口业务发展。但要严格业务规程和制度,防止出现变相私自借债行为的发生。

2. 要完善出口收汇核销管理办法。按《出口收汇核销管理办法实施细则》上的规定,对于不属于出口收汇以及暂无法确定为出口收汇的,或不是直接从境外收入外汇的,银行不得出具收汇核销专用联。从上述情况看,由于进口商承兑的信用证没有到期,不论买断单据的银行付给出口商的款项是从境外汇入或境内划转,都可以断定不是进口商所付,所以出口收汇核销存在难点。

因此我们建议,进一步完善现行的《出口收汇核销管理办法实施细则》,对这一类收汇视同于出口收汇,由最终收款行(中国银行徐州分行)凭有关材料给企业出具“出口收汇核销专用联”,或由买断单据的银行(渣打银行南京分行)出具“出口收汇核销专用联”,经当地外汇局(南京分局)核销部门审查确认后,由出口商所在地外汇局给予核销,以利促进出口,增加收汇。

本章小结

1. 国际贸易信贷是指一切为开展或支持国际贸易而进行的各种信贷活动。国际贸易信贷具有三方面的功能:提供资金或商品信贷、提供资金融通或信用担保、提供出口信用保险。商业银行是国际贸易信贷的主力军,但除此之外各国政府为了发展本国的出口贸易一般都建立有各种官方或半官方的专业银行或非银行金融机构,直接参与出口信贷并鼓励和支持本国商业银行开展各种外贸信贷活动。

2. 国际贸易短期信贷是指借贷期限不超过1年的国际贸易信贷。按信贷主体的不同可将国际贸易短期信贷分为商业信贷和银行信贷两大类。短期商业信贷又可按信贷主体的不同而分成预支信贷和赊账信贷两类。短期银行信贷可分为对出口商的信贷和对进口商的信贷两大类。

3. 保付代理业务在西方国家国际贸易短期融资业务中普遍流行。保付代理业务是指出口商以商业信用形式出卖商品,在货物装船后立即将发票、汇票、提单等有关单据,卖断给承销应收账款的财务公司或专门组织,收进全部或部分货款,从而取得资金融通的业务。

4. 国际贸易中长期信贷是指借贷期限在1年以上的国际贸易信贷。国际贸易中长期信贷一般均为货币信贷,根据其贷款来源的不同可分为出口信贷、国际金融组织贷款和国际商业银行贷款三大类。

5. 出口信贷是指国家为支持和推动本国商品特别是大中型机电设备等资本类商品的出口贸易,在政府的支持下,由该国的出口信贷管理机构、专业银行及商业银行向本国出口商或外国进口商或进口商银行提供的各种中长期优惠性贸易专项贷款。出口信贷有着多种不同的类型,诸如卖方信贷、买方信贷、政府贷款、混合贷款、信用限额等等。

6. 我国的国际贸易短期信贷主要有信用证抵押放款、出口押汇和远期汇票承兑贴现三种主要形式。我国的国际贸易中长期信贷主要有出口卖方信贷、出口买方信贷和出口福费廷业务等。

关键词汇

无抵押贷款 Unsecured Loans 打包放款 Packing Credit
票据信贷 Bill Credit 保付代理业务 International Factoring
到期保付代理业务 Maturity Factoring
信贷风险 Coverage of Credit Risks 预支货款 Advance Funds
保付代理手续费 Commission of Factoring 卖方信贷 Supplier's Credit

it

买方信贷 Buyer's Credit 混合贷款 Mixed Credit
信用限额 Lines of Credits
一般信用限额 General Purpose Lines of Credits
项目信用限额 Project of Lines of Credits
银团贷款 Consortium Loan 福费廷 Forfaiting

本章思考题

1. 国际贸易信贷的主要功能有哪些？目前有哪些机构从事国际贸易信贷业务？
2. 国际贸易短期信贷有哪些种类？
3. 试述保付代理业务的程序。
4. 国际贸易中长期信贷的特点是什么？
5. 试述出口信贷的特点、种类、程序。
6. 试述我国目前的国际贸易信贷业务种类。

第十六章 国际租赁

租赁系指物的租赁,是一种经济活动,即由双方当事人约定,一方在一定的时间内,将某种所有物租与另一方使用,而后者须承担支付一定租金的义务。租赁是伴随着商品生产和交换的产生和发展而出现的一种信用方式,其发展历史可追溯到我国古代和古罗马时期,共经历了古代租赁、传统租赁、近代租赁和现代租赁四个发展阶段。二战后,科学技术的迅速发展及国际市场竞争的加剧,在一定程度上刺激了国际租赁业,特别是国际融资租赁的发展。本章主要介绍现代租赁业中国际租赁方式的一些基本内容,重点分析国际融资租赁的特点及租金的计算方法。

第一节 国际租赁概述

一、国际租赁的概念及其特征

国际租赁(International Lease)是商品信贷与金融信贷相结合的一种新型国际合作方式,即由出租人先行垫付资金,从外国或本国供货商那里购进承租人指定或所需要的设备,租给承租人使用,承租人则按约定的条件支付租金。一般情况下,国际租赁方式适用于大型成套设备的租赁,它涉及的当事人(供货商、出租人和承租人)分属两个或三个国家,至少出租人和承租人应在不同国家或出租人是承租人所在国的国际合资企业。

国际租赁与银行信用不同,是一种特殊的信用形式。银行信用中的信用对象是货币资金,而国际租赁中的信用对象是能在生产过程中发挥资本职能作用的机器设备等资本性货物。

国际租赁也不同于一般国际商业信用。尽管两者都是从国外进口机器设备,但两者是有区别的。(1)承办单位不同。国际租赁中的设备是由出租人负责进口的,而商业信用中设备是由用户自己进口。(2)开立信用证的单位不同。国际租赁由出租人负责开立信用证的有关事宜,而商业信用中由用户负责。(3)付款时间不同。国际租赁是在设备进口安装调试、投入使用后承租人才开始分期支付租金,而商业信用中设备的进口一般是在签订进口合同后就要预付10%~15%的货款,其余货款在设备装运后必须见单付款或分次付

款。

二、国际租赁的演变与发展

租赁是一种非常古老的信用形式,历史上一些古老的法典对租赁都有记载。公元前 20 世纪的《苏美尔法典》中就有关于租赁的内容,公元前 1792 ~ 前 1750 年古巴比伦的《汉穆拉比法典》,对土地、房屋、船舶、牲畜、车辆等租赁做了详尽的规定,甚至规定了租赁顺流之船和逆流之船的租金。公元前 5 世纪中叶著名的《十二铜表法》对租赁也有记载。

随着社会经济环境的发展和变化,租赁的形式不断更新,功能不断扩展。从租赁早期的起源到现代社会,租赁的发展阶段大致分为两个大的时期,即传统租赁和现代租赁,而现代租赁以融资租赁为主。

(一)传统租赁

传统租赁出现的时期可以追溯到原始社会,它的典型特征是:租赁期限比较短,出租人不仅提供租赁物件,而且提供维修、保养等全面服务,租赁期结束时,承租人将租赁物件还给出租人。在传统租赁中,出租人承担了投资的全部风险,租金通常比较高。虽然传统租赁出现的时间久远,但它并未随着现代租赁的产生而消失。在现代社会中,传统租赁仍然具有强大的生命力,我国数量众多的从事出租服务业务的企业经营的就是传统租赁业务。

(二)现代租赁

现代租赁的产生源于现代化生产方式的需要,以融资租赁为典型。融资租赁是以融物的形式进行的融资活动,租赁对象主要是各种生产性设备。融资租赁与传统租赁的主要区别是:融资租赁的目的不是为了在短期临时使用设备,而是为了获得长期融资来源;租金的计算以设备价款为基础;设备选用由承租人决定;出租人只负责融资,不再提供设备维修保养等服务。出租人的风险主要是承租人不支付租金的信用风险。

早在 19 世纪,设备租赁就已经在英美等国出现,例如 1849 年英国东南铁路公司租用伦敦的第一条铁路,1861 年美国联合缝纫机械公司出租制鞋机械,1877 年美国贝尔公司出租电话设备,当时的租赁主要是厂商租赁,厂家力图利用租赁控制客户和产品市场。20 世纪 50 年代,融资租赁开始在美国大规模发展起来,1952 年世界第一家融资租赁公司在美国成立,之后欧洲、日本等地区和国家仿效美国的做法,融资租赁成为企业设备融资的重要方式之一,融资租赁在世界发达国家得到了广泛的普及和运用,对现代经济的影响也越来越大。融资租赁出现以来共经历了五个发展时期。

第一时期是单一的融资租赁,其特点是:(1)租赁合同是不可解约的,

承租人不能提前中止合同；(2) 出租人通过对一个承租人收取租金收回全部投资并获得收益，即租金的全额清偿；(3) 承租人在租期结束时用象征性的价格购买租赁的设备；(4) 每期支付的租金都是等额的。可见，这个时期的融资租赁只是被人们作为一种类似于分期付款的融资方式使用。

第二时期是可变通的融资租赁，这一时期融资租赁的特点是出租人在安排租赁业务方式时开始注重满足承租人的不同需要，融资租赁与传统借款方式之间出现了明显的区别，主要表现在：(1) 出租人根据承租人现金流量不同设计不同的租金支付方式，既可以等额支付，也可以差额支付；(2) 租期长短不再等同于设备的法定耐用年限，而是根据承租人的需要，或短于或长于设备耐用年限；(3) 出租人利用杠杆租赁扩展了租赁的业务范围；(4) 生产厂家开始利用租赁方式推销产品。

第三时期是以经营租赁的出现为标志的，经营租赁仍然是一种中长期设备租赁，但租金不再是全额清偿，租赁资产可以不计入承租人的资产负债表，一旦设备陈旧过时，承租人可以中止合同，设备残值风险由出租人承担，从而使承租人达到表外融资、避免设备陈旧过时风险、降低租金的目的。

第四时期是以全面的业务创新为标志的，包括租赁形式的创新及筹资方式的创新，其典型的创新产品主要有：(1) 租赁基金。租赁基金是指以投资租赁交易为目的而设立的投资基金。租赁基金筹资规模大，资金成本低，来源稳定，基金投资以租赁设备为担保，风险小。租赁基金的设立大大扩展了租赁资金的筹资范围和规模。(2) 租赁证券化。租赁证券化指租赁公司将尚未到期的租赁合同进行组合，并以此为基础发行债券或信托凭证，从而使租赁合同项下的应收债权提前变现。租赁证券化提高了租赁资产的流动性，扩大了租赁公司的筹资途径，也为金融市场提供了一种新的投资方式。(3) 风险租赁。风险租赁是以风险企业为承租对象的租赁形式，它是融资租赁与风险投资的组合，风险租赁有别于其他租赁形式的特点在于，风险租赁的出租人不仅可以得到租金和设备残值收入，而且还可以获得认购承租人股份的优先权，与其他风险投资方式相比，承租人运用风险租赁可以更及时地得到风险投资。

第五时期是成熟期租赁。这个时期的租赁形式已经相当丰富，租赁业的竞争也更加激烈，出租人的经营策略发生了新的变化。过去出租人关注的重点主要是放在如何增加租赁业务品种，满足承租人多样化的需要，进入成熟期后，租赁品种的创新空间已经不大，出租人关注的重点也有变化。对外，出租人开始通过缩短租赁业务办理时间，加快资金融通速度，提高服务水平等方式进一步完善业务；对内，则通过加强内部管理，降低费用来增加收益，

同时加大用于业务开发与研究的资金投入,提高租赁公司职员的业务素质,并且更加注重开发国际市场。

由于各个国家经济发展程度不同,经济体制不同,法律环境不同,融资租赁所处的发展时期也不同。在美国、英国等租赁业务发达国家,融资租赁已进入第五个时期即成熟期租赁,而在许多发展中国家融资租赁只处于第一、第二时期,我国的融资租赁仅仅处于第二时期。

租赁的出现虽由来已久,但国际租赁业却是二次世界大战后于20世纪50年代初从美国开始的,50年代末,市场急剧扩大,进入60年代,大部分发达国家均向发展中国家扩展此业务,70年代获得很大的发展,至80年代,国际租赁已被公认为是国际间设备筹资的主要渠道之一。其急剧发展的原因有以下几点:

1. 二战后科学技术获得飞速发展,使生产设备的更新周期缩短,各国对先进设备的需求大幅度增长。发展中国家利用传统的信贷筹资方式数量有限,成本又高,已不能满足需要。而发达国家的设备生产呈过剩状态,按传统销售方式已难以为继,致使西方各国的经济危机不断出现,他们为摆脱这一困境,乃求之于以国际租赁的新形式,来推销过剩设备,使发达国家的资本输出与商品输出同时并举,这可说是世界经济发展不平衡促使租赁业国际化发展的契机。

2. 某些西方国家对租赁业实施赋税减免和加速折旧等立法,使作为出租人的租赁公司减轻了税收负担,因前期的折旧增大,暂时缩小了利润额而能推迟缴纳所得税款。

3. 与出口信贷相比,采用租赁可提供全额资金融通,且手续简便,偿付方式灵活。

三、国际租赁市场的机构

第二次世界大战后,西方国家为了扩大其商品输出,纷纷通过其金融机构或企业出面组建租赁公司,或贷款给其他租赁公司,以出租(主要是设备)方式给外国企业融资,这既达到了投资的目的,又推销了商品,加速了资金的周转和再生产的扩大。但租赁公司一般并不生产租赁所需的设备,它们只不过是资金的间接提供者和中介人。

目前国际租赁市场上从事租赁业务的机构主要有:

(一) 专业租赁公司

20世纪70年代以来,美国、日本、德国、英国、法国等西方国家纷纷成立了许多专营租赁业务的独立公司,这些专业租赁公司有的不仅在国内外广泛

设立分支机构,承揽各种租赁业务,而且还设立信贷部门,安排对出口设备租赁的资金供应。专业租赁公司的主要业务是:筹资购买,储存租赁物件,从事出租洽谈,有时还对出租物件提供保养、维修、零件更换与技术咨询等服务。这类公司的业务经营可分为两大类型:一是专门经营某类机器物件的,如计算机、小轿车、拖拉机等;一是专门经营某一大型机器设备的,如一般机械设备、纺织机械设备、建筑机械设备、飞机等。

(二)融资租赁公司

它有别于专业租赁公司,其主要作用只在租赁业务中向承租人融通资金。融资租赁公司只限于接受承租人的请求,由其向制造商购买承租人所需要的机器设备,支付价款,租赁给承租人,并根据租赁合同的约定,收取租金。这类租赁,承租人使用设备的时间长,期限一般为设备寿命的80%,机器设备的保养维修由承租人负责,所发生的一切费用由承租人支付。实际上,融资租赁公司是在保有设备所有权的条件下,为承租人购买设备而垫付资金,即对承租人给予资金融通。

(三)银行、保险等金融机构所设的租赁公司

近20年来,许多国家的银行、保险等金融机构以其雄厚的资金实力进入租赁业。它们对租赁公司提供优惠贷款,以促进其国内外租赁业务的开展,并对其进行控制、操纵。某些大银行不仅向租赁公司提供贷款,还直接出资自行设立租赁公司。如日本东京租赁公司是第一劝业银行的子公司,总合租赁公司是住友银行的子公司,法国东方汇理银行参加创立了法国第一家长期租赁公司——阿尔杰克公司。有些租赁公司则由金融机构和工业垄断组织联合设立,以利用各自具有的优势,最大限度地开拓国内外租赁市场。如日本租赁公司就是由三井、三菱、佳友、富士、东京、东海、协和、日本长期信用、日本兴业、第一劝业等多家银行、7家信托银行、17家保险公司、5家贸易公司、3家钢铁公司、6家机械公司、7家电气机器公司以及11家运输公司等联合组成的租赁公司。

(四)制造商附设租赁部或租赁公司

西方国家的许多大工业制造商常在本企业内部设立租赁部或租赁公司,作为辅助销售渠道,以充分挖掘销售潜力。这些单位均独立核算,并自设账户,这样既可减轻税收负担,加速租赁物折旧,又可便于吸收外部资金。例如,美国国际商业机器公司、通用电气公司、汉尼威公司、贝兹公司等就在国外设立了多个出租电脑的计算中心。

(五)租赁经纪人(Broker)

它在承租人与出租人之间安排租赁交易而不直接经营租赁业务,只是代

表出租人或承租人寻找交易对象,并代表委托人与对方磋商租赁条件,促进交易,从中收取佣金。

(六) 国际性租赁联合组织

由于国际租赁市场的竞争日趋激烈,各国的租赁公司和金融机构为互通情报,协调行动,减少竞争,控制盲目发展,成立了某些国际性的租赁联合组织。如20世纪60年代中期,美、法、意、荷等国银行组成的总部设于卢森堡的国际租赁协会,70年代成立的租赁俱乐部和东方租赁控股公司等。

四、国际租赁方式的利弊分析

国际租赁与国内租赁一样,都是商品经济发展的产物。它之所以能把业务自国内拓展到国外,形成今日繁荣的国际租赁市场,是由于国际租赁对其业务中的主要关系人——承租人与出租人均有好处。当然,与此同时,也有某些不利方面。现将国际租赁方式对承租人和出租人的利弊分述如下:

(一) 对承租人的利弊

国际租赁业对承租人的有利的影响:

1. 企业无需自筹大量资金,就可引进先进设备,并且手续简便,环节减少,企业能迅速投产利用,创造收益。这样承租人就能高效率地使用自有的有限资金,或可使其腾出资金,用以扩大其他投资项目。

2. 承租人通过租赁引进设备与利用出口信贷来购买设备相比,可取得100%的资金融通,即全额融资,使资金的利用率提高。

3. 与利用商业银行借款购买设备相比,国际租赁对承租人有利的方面表现在:首先,租赁期限一般较商业银行的借款期限长,有时租赁期限可长达15年以上。其次,向商业银行借款,常有“抵偿结存”规定,即银行借出资金时,要求借款人将所借款的一部分留作存款,并订出了最低应存数的比例,有的高达借款的20%,这必将影响筹资成本。而利用租赁方式则无此约束。

4. 企业借款购买设备,在其资产负债表中,所购设备列入固定资产,而其借款则列入流动负债,日后若再向银行借款,银行在审查其资产负债表时,必将认为它的资金流动比率降低,而不愿意进一步融资,削弱了该企业进一步申请贷款的能力,同时也影响该企业债券或股票的发行与上市。而租赁方式不受此影响。

5. 出租人从其享受税收优惠中,将部分利益以降低租金形式转让给承租人,使承租人从中受益。

6. 利用租赁引进设备,租金一般固定,既便于承租人核算成本,日后如通货膨胀,货币贬值,不仅不受影响,且可用贬值后的货币偿付固定租金,使成本

相对降低得到好处。

7. 租赁期满,承租人可在订立新约时,换租先进设备,以防止所使用设备的陈旧老化,利用先进设备生产的产品能保持市场竞争能力,进而扩大销售市场。

8. 凡租赁设备的安装、人员培训、技术服务、维修以及设备的损坏风险,一般均由承租人承担。

9. 租赁期间,承租人可熟悉设备的性能、质量以及生产效果,为日后考虑是否留购,或直接购买时的参考,以避免盲目购置。

以上分析的是国际租赁业对承租人的有利的影响,其不利影响表现在以下四个方面:

1. 租赁时承租人所付的租金总额高于直接购买时的价款。

2. 承租人对租赁物只有使用权,而无所有权,因而非经出租人同意,不得对租赁物结构随意改造或配装其他构件。

3. 西方国家的税法不时会有改变,若出租人因税法改变而使其出租成本增加时,往往在租赁合同中订明增加部分应由承租人负担,从而将加大承租人的成本支出。

4. 承租人如因营业不佳,不能及时缴纳租金,租赁设备有被出租人收回的危险。

(二) 对出租人的利弊

1. 出租人在国际租赁业务中租出机器设备或运输工具等,具有为本国推销商品,扩大出口的作用。特别是在国际经济不景气,国际市场销售条件恶化,而本国的机器设备生产过剩,开工不足的情况下,利用国际租赁扩大销售市场,是维持开工率,缓解失业和避免不景气的一种手段。

2. 西方发达国家在税法上给予出租人以投资税收减免及加速折旧等税收优惠,出租人把所得的部分好处转让给承租人,这对其发展租赁业务,增强竞争力,大有裨益。

3. 作为出租人的外国租赁公司,大多为大银行的附属机构、子公司,或系以银行为主要股东,因而一般易于取得银行优惠利率的信贷,因此打入租赁成本中的利率会较一般利率低,从而可以收取较低的租金来招揽租赁客户。

4. 出租人通过国际租赁,还可向承租人提供租赁设备的维修、零配件的更换、培训技术人员及技术咨询等服务性业务,这也是扩大无形出口,赚取更多外汇的一种手段。

5. 国际租赁业务与商品销售相比,对出租人说,收回资金的周期长,资金的周转较慢。

6. 在租赁期内, 租赁物件仍属于出租人所有, 尽管租出设备已向保险公司投保, 保费由承租人负担, 但还需承担一定风险, 如设备老化, 租不出去等。

第二节 国际租赁的形式

从利用租赁的目的和收回投资的角度来分, 国际租赁可分为融资租赁和经营租赁两种基本形式。

一、国际融资租赁

(一) 融资租赁的定义

融资租赁, 又称金融租赁(Finance Lease), 或完全付清的租赁(Full Pay-out Lease)。它是指出租人根据承租人的决定, 向由承租人选定的供货商, 出资购买承租人所选定的机器设备, 约定以承租人支付租金为条件, 将该机器设备的使用权转让给承租人, 并在租赁期间内, 通过连续收取租金而使出租人收回其投资的一种租赁方式。

我国对融资租赁的定义, 是根据 1986 年 5 月 19 日国务院公布的《中国融资租赁管理暂行条例》而来的, 它是指由出租人融通资金为承租人提供所需设备, 具有融资和融物双重职能的租赁交易。主要涉及出租人、承租人和供货商三方当事人, 并有两个或两个以上的合同构成。出租人根据承租人的要求和选择, 与供货商订立购买合同支付货款, 与承租人订立租赁合同, 将购买的设备出租给承租人使用, 租期不得低于 2 年。在租赁期间, 由承租人按合同规定, 分期向出租人交付租金。租赁设备的所有权属于出租人, 承租人在租赁期间对该设备享有使用权。租赁期满时, 设备可由承租人按合同规定留购、续租或退租。

(二) 融资租赁的特点

1. 融资租赁涉及到三方当事人, 即承租人、出租人和供货商。承租人依据自己对租赁物件的要求, 确定物件的品种、规格、数量及供货商(有时也委托出租人选择供货商)等, 并要求出租人按照自己的要求购入设备, 然后通过向出租人在一定期限内支付一定的租金为代价, 取得对设备的使用权, 并有义务合理使用, 妥善保管和维修保养租赁物件, 不得随意将租赁物件转让给第三者。出租人依据承租人确定的设备和供货商, 利用自有资金或通过金融市场融资购买这些设备, 并出租给承租人, 取得一定的租金, 出租人应确保租赁物件能正常使用, 承担因租赁物件本身引起的一切负担。供货商依据承租人选定的设备, 按时向出租人提供设备, 并取得货款, 一旦租赁物件交付, 货款付

清,双方的供求关系即自动结束,除非合同另有规定。

2. 融资租赁物件的使用权和所有权是分离的。在融资租赁中,出租人向承租人让渡的是物件的使用权,并没有将物件的所有权让渡。而承租人取得的是物件的使用权,但没有所有权。

3. 融资租赁的期限较长,且在中途出租人和承租人任何一方不得解约。由于融资租赁的物件往往价值较大,承租人对物件的使用期限较长,一般为3~5年,长的可达10年以上,因此为了保障出租人和承租人双方的利益,在租赁合同的有效期内,任何一方不得中途解约,只有当设备毁坏或被证明为已经丧失使用效力的情况下才能中止合同,但是合同的中止应以不使出租人受到损失为前提。

4. 融资租赁期满,承租人可以采取不同的形式处理租赁物件。处理形式有续租、退租和留购三种。但目前大多数都采取留购形式即承租人以象征性的价格购买租赁物件。

5. 租赁往往涉及到两个或两个以上的合同。融资租赁中,一般要涉及到出租人和承租人的租赁合同、出租人和供货商的买卖合同,而出租人为了筹资可能还需要和金融机构签订融资合同。一般说,出租人和承租人的租赁合同是另外两个合同的基础。

6. 租赁是融资和融物相结合以达到融通资金的信用形式。出租人购入设备租给承租人使用,相当于向承租人提供了100%的信贷,出租人投入的全部资金,包括设备购置成本、利息和利润等均通过收取租金的形式收回。出租人出租设备的目的是收取用租金形式表现的超过购买设备所需的机会成本的超额利润,是一种投资行为或贷款形式。承租人租赁设备以取得设备使用权的目的是弥补本身资金不足,因此这是一种筹资行为。

7. 融资租赁一般是大型、价高的设备租赁,办理融资租赁业务的也多属于大银行的附属机构。

(三) 国际融资租赁的流程

国际融资租赁的流程即办理国际融资租赁业务的一般操作程序,如下所示:

(1) 用户(实际承租人)根据自己的需要,选定租赁物件,并与国外制造商洽谈该物件的型号、品种、规格、货价和交货期。

(2) 用户可先向本国租赁公司提出租赁申请,再通过它向国外租赁公司提出国际间的租赁申请。这家本国租赁公司对用户来说是出租人身份,但对国外租赁公司来说却属于承租人身份。

(3) 国外租赁公司应要求,向本国租赁公司报来租赁费估价单后,如认为

合适,用户可通过本国租赁公司与国外制造商组织技术及商务洽谈,签订购买合同。

(4) 本国租赁公司可就上述购买事宜与国外租赁公司签订地位转让合同。

(5) 本国租赁公司与国外租赁公司随之签订租赁合同。自然,本租赁公司与用户之间的租赁关系也早以合同形式完成。

(6) 根据本国租赁公司与国外租赁公司间地位转让合同,由国外租赁公司向国外制造商缴纳货款。

(7) 国外制造商按合同将设备发货,直接运交用户。

(8) 用户按租赁合同规定,按期向本国租赁公司缴纳租赁费。

(9) 本国租赁公司也按合同规定,按期向国外租赁公司以外汇缴纳租赁费。

(10) 合同期满,用户根据实际情况,可有以下三种选择:退租、续租和留购。

(四) 国际融资租赁的基本特点

国际融资租赁作为融资租赁的一个分支,除了具备融资租赁的基本特征外,还具有以下特点:

1. 国际融资租赁涉及的出租人、承租人、供货商三方当事人一般属于不同的国家或地区。在国际融资租赁中,出租人、承租人和供货商可以同时分属于三个不同的国家或地区,也可以出租人和承租人同属于一个国家或地区,而供货商属于第二国,也可以出租人和供货商同属于一个国家或地区,而承租人属于第二国,但一般不会出现承租人和供货商同属于一个国家或地区的情况。

2. 国际融资租赁涉及的商务合同至少有一个是涉外合同。由于国际融资租赁的三方当事人分属于不同的国家或地区,因此这三者之间所签订的合同也就具有涉外性。涉外的合同可以是一个,也可以是全部的合同。

3. 国际融资租赁的最终资金往往来源于国际金融市场。资金的顺利融通是国际融资租赁得以顺利进行的前提条件。国际融资租赁的资金来源主要包括国际金融市场的短期贷款、中长期贷款和发行债券等。

4. 国际融资租赁的风险涉及的范围较一般的国内融资租赁的风险要广。在国际融资租赁的风险中,除了一般的由承租人或出租人引起的经营风险、信用风险、政治风险、利率风险外,还有一个更重要的风险,即汇率风险。由于国际融资租赁的当事人处于不同的国家或地区,以不同的货币作为本身记账的依据,在租金的支付、租赁物件购货款项的支付等都会面临不同的货币的转换,因此这种风险就客观存在了。

二、经营租赁(Operating Lease)

经营租赁又称服务性租赁(Service Lease)或营运租赁。这类租赁的租赁物件技术更新期较快,故租期较短,服务性较强,凡租赁物件的维修、保养、管理及零部件更换,均由出租人负责或提供,因此承租人所支付的租金较融资租赁高。

经营租赁具有以下特点:

1. 租赁期一般较短,承租人在每次租赁期间所支付的租金,不足以抵偿出租人为购买设备的资本支出及利润,故该方式又可称“不完全付清的租赁”。因此,出租人还得把设备继续出租多次,才能收回其全部的投资及利润。

2. 这类租赁方式所提供的租赁物件一般属于:需要高度保养和管理技术的,技术发展快、更新周期短的设备。如大型电子计算机、复印机、地面卫星站、农业机械设备等。承租人为避免设备技术性能落后的危险,租期就较短,在租赁合同期满前承租人可预先通知出租人,到期时退回设备,合同即告中止。

3. 出租人为使租赁物件持续保持良好状态,必须负责设备维修保养,以便在一个租约到期后,或可续租给原承租人,或可再租给另一个承租人。对更新换代较快的租赁物件更是如此,租金也更高。

三、其他的租赁形式

(一)节税租赁与非节税租赁

1. 节税租赁

节税租赁又称真实租赁。根据美国税法规定,真实租赁是指符合下列条件规定的租赁形式:

(1)出租人必须对资产拥有所有权。

(2)租赁期满后,承租人可以按公平市价续租或留购,也可将设备退回给出租人,但是不能无偿享受期末资产残值。

(3)租赁合同开始时预计的租期期末资产公平市价,不能低于设备成本的15%~20%(公平市价是指在公平的交易中,交易双方在相互熟悉并双方都同意的条件下,就一项资产的买卖而达成的成交金额)。

(4)租期期末,租赁资产应具有两年的服务能力,或者租期末资产的有效寿命为其原有效寿命的20%。

(5)出租人的投资至少应占设备购置成本的20%。

(6)出租人从所得租金中可获得相当于其投资金额7%~12%的合理报

酬 租期不得超过 30 年。

凡符合上述条件的租赁为真实租赁,在税收上能真正享受优惠的待遇,即出租人有资格获得加速折旧及投资减税等税收优惠,并且可以以降低租金的形式向承租人转让其部分税收优惠,而承租人可将其所付租金,从应纳税所得中扣除。由于节税的好处,承租人用于租赁设备的成本支出低于贷款购买成本支出。

2. 非节税租赁

非节税租赁在英国被称为租购,在美国称为有条件的销售式租赁。这类租赁在税收上被当作分期付款交易来对待。

在英国,一项租赁合同中如有“承租人享受留购权”的条款,这个租赁交易就被税务局视为租购。

在美国,一项租赁交易若符合下列规定中的任何一条,就被视为有条件的销售式租赁:

- (1) 租金中有部分金额是承租人为获得资产所有权而专门支出的;
- (2) 在支付一定数额的租金后,资产所有权即自动转移给承租人;
- (3) 承租人在短期内支付的租金,相当于购买这项设备所需要的大部分金额;
- (4) 一部分租金支出实际上是利息或被认为相当于利息;
- (5) 按名义价格留购一项资产;
- (6) 租金和留购价的总和接近购买设备的买价加运费;
- (7) 承租人承担出租人投资损失的风险;
- (8) 租金实质上等于租赁资产损失的风险。

销售式租赁在税收方面被视为一项买卖交易,享有与买卖交易相同的税收待遇,即由承租人而不是出租人作为设备的所有者享受税收折旧优惠和期末残值,但其所付的租金不能当作费用从成本中扣除。

(二) 杠杆租赁

杠杆租赁(Leverage Lease)是一种融资性节税租赁。在杠杆租赁交易中,出租人一般只需提供全部设备金额的 20% ~ 40% 的投资,就可获得设备的所有权,享受 100% 的设备投资的税收优惠,设备成本中的大部分资金则以出租的设备为抵押,从银行或金融机构贷款取得,贷款人提供贷款时对出租人无追索权,其还款保证在于设备本身和租赁费,同时需要出租人以设备第一抵押权、租赁合同及收取租金的受让权作为该贷款的担保。杠杆租赁主要用于资本密集型设备的长期租赁业务,如飞机、输油管道、石油钻井平台、卫星系统等租赁。

杠杆租赁可以为其参与者带来很多好处。对出租人来说,只需出资整个设备价款的一部分,即提供设备价款的20%~40%,就可以获得设备所有权,享受全部的所有权利益,获得设备残值收入以及获得相当于设备100%投资的税收上的优惠。出租人借入的贷款是不可追索的贷款,万一承租人违约,被清偿的资产仅限于设有担保权的出租资产,不涉及出租人其他资产。对承租人来说,由于出租人可以获得税收上的减税优惠,出租人可将一部分好处转移给承租人,降低承租人的租金水平。对贷款人来说,由于得到了高于贷款总额的设备第一留置权,收回贷款也有保障。

杠杆租赁的交易程序包括筹备阶段和正式进行阶段。

筹备阶段(1)承诺。包租人与未来承租人联系签署一项具有承诺性质的委托书,列出几项主要条款(如每期支付的租金和每期租金的时间间隔等)。(2)包租人寻找股权投资人和债权人。包租人(往往是投资人之一)与承租人签署委托书后,一边与其他未来投资人联系安排进行“股权承诺”,一边与未来债权人联系贷款,如果设备的交货期较远,有关的借款则可推迟到交货前才进行安排。(3)寻找物主委托人和合同受托人。由物主出租人与承租人共同选定一个物主委托人,若有多个债权人则选定一个合同受托人。(4)上述当事人签署一项参加协议。

正式进行阶段(1)物主出租人(即产权参加人)与物主受托人签署信托协议,以确定产权参加者所同意预付的现金投资比例和金额。(2)物主受托人与合同受托人签订合同信托协议,以确定贷款人在设备总投资中的贷款比例。(3)物主受托人和债权人分别把投资现金和贷款款项交付合同受托人。(4)物主受托人根据信托协议规定,正式向股权人、债权人签发股权信托证书及借据作为设备产权和设备物主的凭证和债权凭证。(5)物主受托人代表物主出租人与承租人签订租赁合同。(6)物主受托人与合同受托人签订担保契约,规定把设备物权、租赁合同和收取租金的权利抵押给合同受托人,以此作为对债权人提供无追索权贷款的担保,规定合同受托人交付贷款后,由物主受托人接受厂商转交的设备物权。(7)承租人与厂商签订购货协议。(8)在购货协议基础上,承租人与物主受托人签订购买协议转让书,规定承租人将其购买设备的权利,包括获得服务和培训的权利都转让给物主受托人。(9)合同受托人向厂商交付货款。(10)根据担保协议规定,厂商将设备物权交给物主受托人。(11)厂商向承租人直接发货,承租人向物主受托人签发租赁物件收据,至此,租赁正式开始。(12)承租人向合同受托人交付租金。(13)合同受托人收到租金,按贷款协议规定,向债权参加者偿付到期的债务本息,并在扣除信托费等费用后将租金余额交给物主受托人。(14)物主受托人将收到的

租金金额先扣除信托费等费用,再按出资比例分付给每个产权参加者。

所谓“物主出租人”是指杠杆租赁中租赁资产的产权分属于多个大公司或大银行,这些大公司或大银行就是物主出租人。物主受托人是指为了便于杠杆租赁中租赁资产的管理,物主出租人通常委托一个物主受托人经营管理该资产。合同受托人是指当债权人有几个时,一般设立一个合同受托人,负责代表债权人与物主受托人联系。物主受托人把出租资产、租赁合同和收取租金的权利交给合同受托人,使其在该资产上有权行使担保。

(三)直接租赁

直接租赁是指出租人根据承租人所选定的供货商和特定规格与数量的设备,利用自有资金或金融市场贷款向供货商购买设备,并根据租赁合同将设备出租给承租人使用。直接租赁一般涉及三方当事人,两个商务合同。目前国际租赁市场大多采用此种租赁形式。

(四)回租租赁

回租租赁(Sale and Back Lease)是指承租人将自己拥有的部分设备或其他动产不动产出售给租赁公司,然后再将其租赁回来使用的一种租赁方式。这种租赁一般是在承租人资金较为紧缺的情况下,承租人通过向租赁公司让渡自有资产的所有权取得所需资金,同时通过向租赁公司支付租金取得这部分资产的使用权,以保证自身正常生产经营所需设备。回租租赁一般包括两个当事人——出租人和承租人,其中承租人也是供货商,这种租赁对于资金短缺的承租人来说意义较大。

(五)转租赁

转租赁是接受承租人委托的出租人根据承租人所选定的设备,通过向制造商或其他租赁公司租赁此项设备,并转租给承租人。这种租赁一般发生在租赁方自身实力较弱,缺乏融资能力的情况下。在转租赁中,一般涉及三个当事人,其中有一方既是承租人,也是出租人。

第三节 租金的计算

租金(Rent)是指出租人通过让渡租赁物件的使用权而按约定定期向承租人收取的报酬或收入,或者说是承租人为使用租赁物件而按约定定期分次向出租人支付的费用。在国际租赁业务中,租金的构成和计算是双方十分关心的问题,也是签订租赁合同的一项重要内容。

一、租金的构成要素

租金的构成要素,取决于租赁方式。不同的租赁形式,其租金的构成要素是不尽相同的,但一般包括:租赁资产的购置成本(包括运费、保险费等)、租赁期间的利息费用和租赁资产的手续费、管理费、维修费、保险费及租赁资产的无形损耗和税收等。

(一)租赁资产的购置成本

它是构成租金的首要因素。租赁资产的购置成本由租赁资产(设备)购价、租赁资产从出口地运到进口地(即承租人所在地)起卸前的运输费和途中保险费所组成。

租赁资产购价一般根据市场行情,由出租人和承租人协商确定,确定的依据是该资产当时国际市场行情价格水平及供货商与出租人签订的该资产买卖合同价格,但为了避免出租人在租赁资产购价上加码,承租人可积极参与贸易谈判,或直接与供货商洽谈,商定购价及其他主要商务条款,有时甚至可先以买方名义同供货商订立供货合同,然后再将其转让给出租人执行,或指示出租人根据所商定的买卖合同另外与供货商签订供货合同。

在国际租赁中,租赁资产需从国外进口。如果租赁资产的进口价为到岸价(CIF),则到岸价就是租赁资产的购置成本,如果进口价是离岸价(FOB),则购置成本应等于离岸价加上途中的运输费和保险费,如果进口价为成本加运费价(CFR),则以成本加运费价加上途中保险费作为购置成本。需注意,有时承租人直接支付了租赁资产的运输费、保险费、安装调试费,这些费用虽也是购置成本的组成部分,但计算租金时应从购置成本中扣除。

(二)租赁期间的利息费用

租赁期间的利息费用是指出租人为购置租赁资产而向银行贷款所支付的利息,它也是租金的一项重要构成因素。租赁期间利息费用的高低主要受租赁资产的购置成本、利率、租期及租金支付方式的影响。其中,利率是影响利息高低水平的最重要标志。利率高低取决于公司的筹资成本、资金来源和运用状况及承租人的信用、资金使用方向等因素。

对于国际融资租赁而言,其利率一般包括筹资的基本利率、筹资手续费、税款(国家对利息收入课征的所得税)及利差风险等,基本利率随租赁公司的资金来源不同而有所不同。如在国际金融市场上筹集资金的利率一般比各国国内市场利率略高,但由于国际金融市场上筹资受本国政府的限制较少,调动灵活,因而已成为国际上各种租赁公司筹措资金的重要途径。利差风险是出租人为了防止因利率变化带来损失而向承租人收取的费用,其目的是为了保

值并取得合理盈利,通常采用“加息”或“加利差风险”的办法进行,它会提高实际的利率水平。

租赁期限是使用租赁资产的时间和支付租金的年限。租赁期越长,支付的利息就越多(以租金形式表现)。租赁期限的长短主要取决于租赁资产的法定折旧年限和经济寿命。我国财政部(85)财工字第29号文件规定,租赁设备的折旧年限在10年以上的(含10年),其租期不低于该设备折旧年限的50%~60%,折旧年限在10年以下的,其租期不低于该类设备折旧年限的60%~70%。租金用企业自有资金支付时,不受此限制。国际上融资租赁的期限通常为3~5年,大型设备的租期要长。

此外,租金支付方式和支付次数也影响租赁期间的利息费。因为不同的支付方式,其所占用资金的数量和时间不同。租金可以定期支付,也可不定期支付;可按月支付,也可按季或年支付;可等额支付,也可不等额支付;可递增支付,也可递减支付;可以一成交即开始支付,也可待项目投产后开始支付等等。关于不同支付方式条件下各期租金和利息的计算在后有阐述。

(三)租赁手续费

租赁手续费是租赁公司为承办租赁设备所开支的营业费用(包括办公费、工资、差旅费、税金等)和收取的必要盈利。有的租赁公司将手续费分为业务费用和利润两部分,有的未分。

租赁手续费的计算和收取方式有两种:一是按租赁资产现汇价格的一定百分比计算,于租赁开始日收取;二是酌量提高利息率,而在租期内逐次收取。这种方式一般为那些只参与融资而不参与贸易业务的租赁公司所采用。关于租赁手续费率的高低以及采用何种方法摊入租金进行收取,各租赁公司都有自己的规定和方法。有些公司透明度高,有些公司则是保密的,因为手续费高低往往是各租赁公司竞争的重要内容之一。一般来说,租赁金额较大的项目,收取的手续费率低一些。各国租赁公司收取手续费率的一般水平为租赁设备现汇价格的0.3%~2%。我国租赁公司收取的手续费率,目前尚未形成一个标准,一般是按照正常进口代办费的水平即按租赁设备现汇价格的1.5%~2%收取人民币手续费,或按租赁设备现汇价格的1%收取外汇手续费。

除以上租赁资产的购置成本,租赁期间的利息费和租赁手续费三项是租金的主要构成要素外,还有一些影响租金水平的因素,如出租人为承租人提供人员培训、专利发明、专有技术等,这些方面的费用也是租金的构成因素。

二、租金的计算方法

租金的计算方法很多,目前国际上常用的方法主要是年金法和附加率法

两种。

(一) 租金计算中需注意的相关概念

1. 利息的种类

利息分为单利和复利两大类。利息可按年也可不按年的周期计算。用以表示计算利息的时间单位称为计息周期。

单利是根据本金及未付利息的期间数计算利息。现设 P 为本金、 i 为利率、 n 为期间数, 则单利的表达式为:

$$\text{单利} = P \times n \times i$$

假定某租赁公司从银行借入 1 000 万元资金, 年利率为 6%, 借期 4 年, 则第 4 年末该租赁公司应向银行偿还的利息与本利和分别为:

$$\text{利息} = P \times n \times i = 1\,000 \times 4 \times 6\% = 240 \text{ (万元)}$$

$$\text{本利和} = P + P \times n \times i = 1\,240 \text{ (万元)}$$

复利是根据本金及以前未支付的利息之和来计算的利息。在以复利计息的情况下, 当期期末未支付的利息要计入下期本金。复利的计算公式为:

$$\text{复利} = P \times [(1 + i)^n - 1]$$

如果上例按照复利来计算, 则:

$$\text{复利} = P \times [(1 + i)^n - 1] = 262.48 \text{ (万元)}$$

$$\text{本利和} = P \times (1 + i)^n = 1\,262.48 \text{ (万元)}$$

2. 复利终值与复利现值的计算

复利终值是指一定量的货币本金, 按复利计算的若干期后的本利总和。复利现值是指未来某期的一定量的货币, 按复利计算的现在的价值。二者之间的关系为:

$$\text{复利现值} + \text{复利利息} = \text{复利终值}$$

现设 i 表示利率, n 表示期间数, P 表示复利现值, F 表示复利终值, 则:

$$F = P(1 + i)^n$$

式中 $(1 + i)^n$ 称为复利终值系数, 简称终值系数, 记作 $(F/P, i, n)$ 。上述公式可以写成:

$$F = P(F/P, i, n)$$

假定某租赁公司从银行借款 100 万元, 年利率为 6%, 如果求第 4 年年末的终值, 则:

$$F = 100 \times (1 + 6\%)^4 = 126.2 \text{ (万元)}$$

复利现值为复利终值的逆运算。公式为:

$$P = F[1/(1 + i)^n]$$

3. 计息频率

为了计算每年计息超过一次的复利和终值,必须用计息频率将年利率换成每一计息期的利率。计息频率就是1年内计息的次数,用 m 表示。用年利率 R 除以 m ,可得每一计息期的利率。年限数 t 乘 m 可得总计息次数。每年计息 m 次的终值公式:

$$F = P(1 + R/m)^{mt}$$

假定某项1 000万元的借款,如每季计息一次,则2年的复利值在利率为12%时为:

$$1\,000 \times (1 + 0.12/4)^{2 \times 4} = 1\,266.77 \text{ (万元)}$$

4. 年金现值与终值计算公式

(1)年金现值。年金是指在利率不变,间隔期相等(如年、季等)条件下,连续支付(或收取)的一系列等额款项。年金有多种,于每期期末支付(或收取)的年金称为普通年金或后付年金。于每期期初支付或收取的年金为即付年金或预付年金。在第一期期末以后的某一时间开始支付或收取的年金称为递延年金。无限期连续支付或收取的年金称为永续年金。

年金现值是指未来每期支付或收取的等额货币,按复利计算的现时总价值。例如某企业计划连续4年在每年年末支取10 000元,年利率为5%,问该企业最初(第1年年初)应存入多少钱?

我们将4年的终值分次换算成现值,即:

第1年现值为: $10\,000 \times [1/(1 + 5\%)] = 9\,524 \text{ (元)}$

第2年现值为: $10\,000 \times [1/(1 + 5\%)^2] = 9\,070 \text{ (元)}$

第3年现值为: $10\,000 \times [1/(1 + 5\%)^3] = 8\,639 \text{ (元)}$

第4年现值为: $10\,000 \times [1/(1 + 5\%)^4] = 8\,227 \text{ (元)}$

则该企业最初应一次存入的钱数为这些现值的总和,即35 460元。

从以上例子我们可以得出年金现值计算公式:

$$P_A = A \frac{(1 + i)^n - 1}{i(1 + i)^n}$$

(2)年金终值。年金终值是指每期支付或收取的等额货币,按复利计算的将来一定时期内的总价值。其计算公式为:

$$F_A = A \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$$

(二)租金的计算方法

1. 附加率法(Add-on Rate Method)

附加率法是指在租赁资产的设备货价或概算成本上再加上一个特定的比率来计算租金的方法。租赁公司根据营业费用、利润等因素来确定这一特定

比率。

设 R 为每期租金 P_V 为租赁资产的价款或概算成本 n 为租金支付次数, i 为每期利率 r 为每期附加率。则每期租金计算公式为:

$$R = \frac{P_V(1+ni)}{n} + P_V \cdot r \quad (16-1)$$

上式为单利计算公式,也可写成 $R = \frac{P_V}{n} + P_V \cdot i + P_V \cdot r$,该公式表明,分期均匀还本 $\frac{P_V}{n}$,但是每期均按租赁资产的价款或概算成本来收取利息 $P_V \cdot i$,还另收附加率 $P_V \cdot r$,因而按这种计算租金的方法所收取的租金相对较高。

【例 16-1】 设某设备的概算成本为 $P_V = 1\,000\,000$ (元),分 3 年 6 期偿还租金,年利率 8%。附加率为 $r = 5.5\%$,求平均每期租金与租金总额。

每期利率为 $i = 8\% / 2 = 4\%$

$$\begin{aligned} \text{每期租金为 } R_1 &= \frac{1\,000\,000 \times (1 + 6 \times 4\%)}{6} + 1\,000\,000 \times 5.5\% \\ &= 261\,666.67(\text{元}) \end{aligned}$$

租金总额为 $R_{\text{总}} = 6R_1 + 6 \times 261\,666.67 = 1\,570\,000.02$ (元)

2. 年金法(Annuity Method)

年金法是指一项租赁资产在未来各租期内的租金按一定的利率换算成现值,使其现值总和等于租赁资产的概算成本的计算方法。该方法又分为等额年金法和变额年金法。

(1) 等额年金法

等额年金法是指运用年金法,并使各期租金均等的租金计算方法。又分为先付租金与后付租金两种。

① 后付租金法。该方法规定每次租金在每个租金支付期期末支付,每期应付租金的计算公式为:

$$R = P_V \times \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1} \quad (16-2)$$

式中 R 为每期租金 P_V 为租赁资产价款 i 为每期利率(即年利率 ÷ 每年支付次数) n 为租金支付次数。

【例 16-2】 某企业承租一台设备,价款总计 140 000 元,运输费、安装调试费、保险费计 10 000 元,租期 5 年,每季季末交租金一次,年利率 8%,求各次应付租金和总租金。

$$P_V = 150\,000, \quad n = 5 \times 4 = 20, \quad i = \frac{8\%}{4} = 2\%$$

$$\text{则 } R = 150\,000 \times \frac{(1+2\%)^{20} \times 2\%}{(1+2\%)^{20} - 1} = 9\,173.78 \text{ (元)}$$

$$\text{总租金} = 9\,173.78 \times 20 = 183\,475.6 \text{ (元)}$$

②先付租金法。先付租金法的租金计算与后付租金法基本相同,区别在于每期租金在开始日支付,其每期应付租金的计算公式为:

$$R = P_v \times \frac{i \times (1+i)^{n-1}}{(1+i)^n - 1} \quad (16-3)$$

【例 16-3】假设一笔 10 万元的租赁交易,年利率为 10%,租期 3 年,每半年支付一次租金,1999 年 1 月 1 日起租,则按期末算法,每次租金为:

$$R = \frac{100\,000 \times 5\% \times (1+5\%)^6}{(1+5\%)^6 - 1} = 19\,701.73 \text{ (元)}$$

如按期初支付法计算,则:

$$R = \frac{100\,000 \times 5\% \times (1+5\%)^5}{(1+5\%)^6 - 1} = 18\,763.55 \text{ (元)}$$

即在其他条件不变的情况下,采用先付租金法比后付租金法可每次少付租金 938.18 元。

(2) 变额年金法

①等差变额年金法。等差变额年金法是指运用年金法,并从第二期开始,使每期租金比前一期增加(或减少)一个常数 d 的租金计算方法。假设 P_v 表示租赁设备的概算成本, n 表示租金支付次数, i 表示每期利率, R_1, R_2, \dots, R_n 分别表示第 1、2、...、 n 次支付的租金 ($P_v/A \cdot i \cdot n$) = $\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$ 表示年金现值系数, d 表示每期租金比前一期增加的常数。因此有 $R_1 = R_1, R_2 = R_1 + d, R_3 = R_1 + 2d, \dots, R_n = R_1 + (n-1)d$ 。则

$$P_v = \frac{R_1}{1+i} + \frac{R_1+d}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_1+(n-1)d}{(1+i)^n} \quad (1)$$

$$\frac{1}{1+i} P_v = \frac{R_1}{(1+i)^2} + \frac{R_1+d}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R_1+(n-2)d}{(1+i)^n} + \frac{R_1+(n-1)d}{(1+i)^{n+1}} \quad (2)$$

(1)-(2)得:

$$\left(1 - \frac{1}{1+i}\right) P_v = \frac{R_1}{1+i} + \left[\frac{d}{(1+i)^2} + \frac{d}{(1+i)^3} + \dots + \frac{d}{(1+i)^n}\right] - \frac{R_1+(n-1)d}{(1+i)^{n+1}}$$

两边同时乘以 $1+i$, 再同时除以 $\frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n}$, 整理得:

$$\frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1} P_v = R_1 + \frac{d}{i} - \frac{n}{(1+i)^n - 1} d$$

即：

$$\frac{P_v}{\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}} = R_1 + \frac{d}{i} + \frac{[(1+i)^n - 1 - (1+i)^n]}{(1+i)^n - 1} nd$$

$$\frac{P_v}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} = R_1 + \frac{d}{i} + nd - \frac{(1+i)^n}{(1+i)^n - 1} nd$$

$$\frac{P_v}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} = R_1 + \frac{d}{i} + nd - \frac{nd}{\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} \cdot i}$$

$$\text{则} \quad \frac{P_v}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} = R_1 + \frac{d}{i} + nd - \frac{1}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} \cdot \frac{nd}{i}$$

移项整理得：

$$R_1 = \frac{1}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} \left\{ P_v + \frac{d}{i} [n - (P_A/A \cdot i \cdot n)] \right\} - nd$$

该式即为等差变额年金法第一期租金的计算公式。并由此推导出租金总额的计算公式：

$$R_{\text{总}} = R_1 + (R_1 + d) + \dots + [R_1 + (n-1)d] = \frac{n}{2} [2R_1 + (n-1)d] \quad (16-4)$$

【例 16-4】 设某租赁设备的购置成本为 100 万元，租期 3 年，每半年后支付一次租金，年利率为 8%，从第二期起租金比前一期多支付 50 000 元，求第 1 年租金及租金总额。

每期利率 $i = \frac{8\%}{2} = 4\%$ ，租金支付次数 $n = 3 \times 2 = 6$

$$\begin{aligned} R_1 &= \frac{1}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} \left\{ 1\,000\,000 + \frac{50\,000}{4\%} \times \left[6 - \frac{1}{(P_A/A \cdot i \cdot n)} \right] \right\} - 6 \times 50\,000 \\ &= 71\,476.16 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$R_{\text{总}} = \frac{6}{2} \times [2 \times 71\,476.16 + (6-1) \times 50\,000] = 1\,178\,856.95 \text{ (元)}$$

②等比变额年金法。该方法是指运用年金法，并从第二期开始，使每期租金与前一期的比值是同一个常数 q 的租金计算方法。等比变额年金法的首期租金和租金总额可以利用等比数列的求和公式推导出来，在这里，我们直接给出其计算公式：

$$R_1 = \frac{P_v(1+i-q)}{1 - \left(\frac{q}{1+i}\right)^n}, \quad R_{\text{总}} = \frac{R_1(1-q^n)}{1-q} \quad (16-5)$$

【例 16-5】 设某租赁设备的概算成本为 10 万元，租期 4 年，每年末支付

一次租金,年利率为 12%,从第二期起每期租金较前一期递增 5%,求第一期租金和租金总额是多少?

根据已知条件 $P_V = 100\,000$ 元 $n = 4$ $i = 12\%$ $q = 1 + 5\% = 1.05$ 则:

$$R_1 = \frac{P_V(1+i-q)}{1 - \left(\frac{q}{1+i}\right)^4} = \frac{100\,000 \times [1 + 12\% - (1 + 5\%)]}{1 - \left(\frac{1 + 5\%}{1 + 12\%}\right)^4} = 30\,769.23 \text{ (元)}$$

$$R_{\text{总}} = \frac{R_1(1-q^4)}{1-q} = \frac{30\,769.23 \times [1 - (1 + 5\%)^4]}{1 - (1 + 5\%)} = 132\,619.23 \text{ (元)}$$

三、租金计算中应注意的问题

(一)影响租金总额的因素

租金总额除了受租赁设备的购置成本的影响以外,下列因素对它也有直接影响:

1. 融资利率。这是影响租金总额的重要因素之一。一般而言,利率越高,租金总额越大,反之则越小。

2. 租赁期限。租赁期限越长,承租人占用租赁公司资金的时间也越长,租赁公司为此所承受的融资利息负担也越重,而租赁公司的这部分利息负担是通过租金收取的。所以租赁期限越长,租金总额越大。

3. 支付方式。租金支付的方式很多,这都对租金总额有影响。

4. 保证金的支付与结算方式。承租人向租赁公司支付的保证金数额越多,租金总额越小,反之越大。此外,保证金是用作抵交最后一期租金,还是计算租金时从概算成本中扣除,都影响租金总额的多少。

(二)租赁资产的残值确定

租赁资产的残值是指租赁期满时,按租赁设备的市场售价估算的租赁设备的残余价值。租赁设备的残值根据租赁设备的种类、性能和市场情况等条件而定。在计算租金时不计残值,但在支付租金时,则扣除残值。因此,残值对租金的影响是很大的。

国际上,当租赁期满时,承租人要想获得设备的所有权,必须按合同规定的残值数支付残值费。

假定某租赁物件概算成本为 10 万元,租期为 3 年,每半年末等额支付租金,每期利率为 10%,残值率为 15% 时,求承租人应支付的租金总额。

已知条件 $P_V = 100\,000$ $n = 3 \times 2 = 6$ $i = 5\%$, 则根据等额年金法后付租金的计算公式,每期应付租金为:

$$R_1 = P_V \times (A/P_V, 5\%, 6) = 100\,000 \times (A/P_V, 5\%, 6) = 19\,702 \text{ (元)}$$

总租金应为 118 212 元

残值 = $P_v \times 15\% = 100\,000 \times 15\% = 15\,000$ (元)

承租人应支付的租金总额为 $118\,212 - 15\,000 = 103\,212$ (元)

通常这 15 000 元的残值在最后一次租金支付中扣除。租赁期满后,承租人可以留购、续租或退租租赁物件。留购或续租时,其购价或租金以 15 000 元作为基数依据,退回时双方应确定实际残值,当实际残值低于原定数,承租人应根据合约规定赔偿,相反出租人必须补偿承租人。

(三) 租赁手续费的确定

目前,常用的租赁手续费计算方法有以下几种:

1. 按租赁设备价款计算,并于租赁开始日一次性收取。

手续费 = 租赁物件的成本 \times 手续费率

2. 按租金总额计算,并于租赁开始一次性收取。

手续费 = 租金总额 \times 手续费率

3. 提高利息率,在租赁期内逐步收取。在该种情况下:

实际利率 = 原定利率 + 手续费率

4. 提高设备价款,在租赁期内逐步收取,在该种情况下:

设备价款 = 原设备价款 + 手续费,再按照新的价款计算租金。

第四节 国际租赁的法律和税收问题

一、国际租赁中的法律问题

在国际上,有关国际租赁尚无统一的官方法律文件,国际租赁的有关当事国在本国的民法及商法虽有一些法律规定,但由于各国的法律规定彼此矛盾,引起纠纷无法解决,从而成为开展国际租赁业务的障碍。到目前为止,租赁界仅就有关国际融资租赁的有关内容达成了某些共识。如:

1. 国际会计准则委员会在制订的国际会计准则中对融资租赁作了如下定义:“融资租赁是指出租人将实质上属于资产所有权上的一切风险和报酬转移给承租人的一种租赁。租赁期结束时,其名义所有权可以转移也可以不转移给承租人。”该定义:第一,着重强调租赁资产经济所有权的转移,不重视法律上的名义所有权的转移;第二,实质上只有将资产经济所有权转移给承租人,才算作融资租赁。

2. 欧洲设备租赁协会联盟为协调欧洲各国间有关租赁的不同法制和财务规定,避免纠纷,不致影响欧洲各国租赁业务的发展,而确定了租赁在欧洲地

域的定义。“融资租赁既非分期付款,也非担保债权的一种形式,且非单纯设备租赁,更非为回避所有权所附带的风险手段,而是别无其他更恰当名称的,在一组合同的基础上成立一种自成一类的三边交易。”这个定义的特点在于强调了融资租赁是一种独特的交易形式,明确了融资租赁交易涉及三方关系,包含了两个以上的合同。

但是一般性的定义共识仍不能在法律上解决具体的纠纷与矛盾。直至国际统一私法协会根据各方的要求,在调查研究各国融资租赁交易情况的基础上,指定专门小组起草了《国际融资租赁公约草案》,并于1984年5月由该协会执行理事第63届会议讨论,设立了一个政府级专家委员会,由其对研究小组提出的草案作出总结审定。这个政府级专家委员会于1985年4月和1986年4月在罗马先后召开了多次会议,对公约草案进行了讨论和修改。1987年4月该协会通过了《国际融资租赁公约草案》。1988年5月,国际统一私法协会在加拿大渥太华召开会议,由与会的55国政府代表签字,通过了《国际融资租赁公约》,从而使它成为该领域内的一项半官方法律文件。总的看来,该公约内容比较公平,无偏袒性,但也引起某些代表出租人利益的发达国家不满或不感兴趣,且公约中还规定参加国可随时对公约某些内容不适用于该国的发表声明,甚至可退出公约。这些都说明这个半官方法律文件约束力是颇为有限的。

二、国际租赁中的税收问题

税收问题是企业家考虑投资决策的一个重要因素。西方国家政府为了维持机器设备制造业的开工率,缓和失业状况,刺激经济增长和扭转经济不景气局面,鼓励租赁业购买机器设备去从事租赁业务,对租赁业务给予特别的税收优惠。税收优惠的主要内容包括投资税收减免和加速折旧两方面。

(一) 投资税收减免

所谓税收减免是指在征税时,按税法规定,可从应缴纳的税额中减去一部分。为了鼓励对某行业的投资所实施的投资税收减免,即对投资额设立一个百分比,算出应减税额,然后从应缴纳的税额中减去这个数额,以此作为对资本货物投资者的鼓励和诱导。这种方法在美国采用得最积极。如美国某租赁公司购买了一台价值为20 000美元的电子计算机,供出租用,税收减免的比例为15%,则该租赁公司即可从其应纳税额中扣除3 000美元,这无异于降低了购买成本,相应地增加了税后利润。英国也采用类似办法,它采取在资本投资的第一年给予比例较大的税收减免,如50%。日本对企业的投资税收减免制度虽规定在第一年度可按投资的7%扣除应纳税额,但这种税收减免制度

过去在日本一直不适用于租赁业,直到1984年才首次批准适用,这表明此时租赁业在日本的经济中已占有一定地位。西方国家租赁业务投资税收减免制度最初主要针对国内出租人,但随着国际租赁业的扩展和各国竞争的加剧,这一限制正在改变,因为作为国际租赁的出租人有了投资税收减免,才能具有对承租人酌减租金的潜力,而具备国际竞争优势。

(二)加速折旧

加速折旧是计算折旧的一种方法。所谓“加速”,即可按高于正常的折旧率来计算折旧,摊入费用成本,降低当年利润额。这样做,第一,可较按正常折旧法少缴当年的利润所得税;第二,由于利润所得税是采取累进税率征收的,利润额的降低又可降低其应纳税率的等级;第三,加速折旧又可加速回收投资,减少风险,可称“一石三鸟”。当然加速折旧所提折旧总额是一定的,但开始时,所提折旧额大,使当年利润降低,少交了利润所得税,随后,逐年所提折旧额变小,使各年的利润趋增,则所交利润所得税就多。实际上是将应交的利润所得税推迟到以后年份内缴纳,但投资家仍能从时间效益上获取好处。

对租赁业实施税收优惠政策的重点在国内租赁,对国际租赁中的国外承租人原先是难以从出租人那里以降低租金的形式分享税收优惠的好处。但随着国际租赁业务的发展,国际竞争的加剧,从有利于出租人国家经济发展着眼,上述现象正在转变。

三、我国租赁业务的税收管理

(一)中国境内设立租赁机构从事租赁业务取得的租金的征税

在中国境内设立的租赁机构,包括我国自己开办的租赁公司和外国投资者独立或与我国公司合资的租赁公司。

根据我国的有关规定,上述公司从事租赁业务所取得的租金,不论是何种租赁,都应列为营业收入,须缴纳营业税和所得税。

(二)我国境内没有设立营业机构而来源于中国的租金的征税

该种类型的租金是指包括向中国境内拥护提供财产设备的使用权所取得的租金,也包括以租赁贸易方式,将设备物件等租给中国境内用户使用,分期收取的租赁费。

根据我国的有关规定,上述公司的租金收入应向中国税务机关缴纳20%的所得税。

(三)租赁贸易的减免税优惠政策

为了鼓励国外租赁公司到中国创办分支机构或合资企业,中国各级政府自从1980年以来出台了許多减免税优惠政策。近年来,这些政策开始发生变

化。鼓励外商以租赁贸易方式为我国企业融资提供先进设备,以及在中国内地没有设立机构的外国租赁公司,用租赁贸易的方式,将设备租给中国内地用户使用,分期收取的资金,可与提供贷款取得的利息一样,得到如下各种减免税优惠:

1. 外国租赁公司用租赁方式向我国公司、企业提供设备,由我国公司、企业用产品返销或交付产品等供货方式偿还租赁费的,可以免征所得税。

2. 外国租赁公司取得的扣除设备价款后的租赁费中所包括的贷款利息,如果能够提出贷款协议合同和支付利息的单据凭证,足以证明是由对方国家银行提供的出口信贷的利息,准许按扣除利息后的余额征收 10% 的所得税。对租赁中所包括的贷款利息,如果不是对方国家的出口信贷,但其利率低于或相当于对方国家出口信贷利率,并能提供贷款银行利率证明的,经当地税务机关核实,也准予从租赁费中扣除利息后,按其余余额征收 10% 的所得税。

3. 支持我国企业通过租赁方式进行技术改造,生产、制造新设备、新产品,进口必需的机器设备和仪器、仪表,可以减半征收进口关税和增值税。

4. 中国在营业所得、投资所得、财产所得方面所采取的优惠措施。

(1) 对租赁营业所得的征税

根据协定,对租赁营业利润征税,仅限于设有常设机构的租赁企业。也就是说,凡是在我国设立租赁公司或外国租赁公司在我国设立分支机构,从事租赁业务的,才能征收营业所得税。否则,应按投资所得征收。

(2) 对租赁投资所得征税

融资租赁的租金,可以适用对利息征税的限制税率。我国一般规定,税率不得超过利息总额的 10%,特殊情况下还限制税率不超过 7%。

对经营租赁的征税,涉及协定的条文则比较多一些:一是对工业、商业和科研设备提供使用的租金,与提供软件使用权的性质相同,即对特许权使用费的限制税率,一般都规定不得超过特许费总额的 10%,但对有些国家,经双方商定,对工业、商业和科研设备,可以准予按特许权使用费总额征税。二是对不动产租金的征税,使用税收协定中对不动产所得征税的条款规定。

为了使我国所做出的减免税规定能够让投资者得到实惠,目前,中国同大多数国家在协定中约定,对于我国给予的减免税,对方国家要视同为已征税,给予抵免。

【背景材料】

中国国际融资租赁业的发展

一、我国国际融资租赁业的发展现状

我国的国际融资租赁业的起步和发展得益于党的十一届三中全会以来改革开放政策的实施。1980年在中国国际信托投资公司的推荐下,中国民航总局第一次利用杠杆租赁方式从美国租进了第一架波音747飞机,这一尝试标志着国际融资租赁正式进入了中国大地。1981年2月,中国国际信托投资公司、北京机电设备公司、日本东方租赁公司共同组建了我国第一家中外合资租赁公司——中国东方租赁有限公司,接着又与国家物资局等单位组建了中国租赁有限公司,这两家公司的组建标志着现代国际融资租赁体制在中国的建立,随后国际融资租赁在我国得到了发展,主要体现在以下几个方面:

1. 租赁机构数量迅速增加,初步形成了遍布全国各地的租赁机构网络。继东方租赁有限公司和中国租赁有限公司成立后,我国又相继成立了中国环球租赁有限公司、中国对外贸易租赁公司、中国电子租赁公司等全国性租赁公司,截至2000年底,经中国人民银行批准成立的金融租赁公司有16家,其中4家由于经营问题或破产或关闭,现仍有12家属于非银行金融机构的金融租赁公司,由外经贸部批准设立的中外合资融资租赁公司则有42家。此外还有200多家信托投资公司,80家财务公司和4家资产管理公司兼营融资租赁业务。

2. 租赁经营范围不断扩大。经过近20年的发展,我国的融资租赁范围日益广泛,已经从刚开始的飞机、汽车租赁等逐步发展到陆海空运输设备、农工商机械和医疗器械、旅游设施等。从新设备到二手货,从单纯的硬件到硬软结合,种类繁多,无所不有。同时,除了从国外租赁进口我国企业所急需的设备外,我国也开始向国外出租设备,从而标志着我国的国际融资租赁从单纯的进口租赁阶段发展到双向的进出口融资租赁阶段。

3. 融资租赁业务增长迅速。1981年我国的融资租赁总的合同成交金额为200万美元。1984~1986年,融资租赁总的合同成交额达20亿美元,比前3年增长了近10倍,完成租赁引进项目3000多个。从1987~1991年,通过融资租赁引进的外资在24亿美元左右,极大地支持了我国企业的技术改造。单中国民航自1980年首次利用杠杆租赁引进第一架波音飞机以来,已进口各类飞机超过50架,总的金额约为13亿美元,极大地改善了我国民航系统的技术水平,促进了我国民航事业和整个国民经济的协调发展。从1994年开始,

国际融资租赁方式已成为我国利用外资的重要渠道之一,它在促进外商在华投资,引进新的投融资理念和先进的项目评估及风险管理经验等方面发挥了重要作用。

表 16-1 中国租赁市场交易量

单位:百万美元

年份	金融租赁公司历年 租赁交易额	中外合资租赁公司 历年租赁交易额	租赁渗透率(%)
1981		1.86	0.01
1982		12.53	0.05
1983		38.05	0.13
1984		124.36	0.39
1985		404.72	1.17
1986	605.45	386.60	2.74
1987	905.40	440.66	3.30
1988	983.32	497.14	2.90
1989	868.50	347.14	2.60
1990	932.43	346.63	3.39
1991	1788.36	373.83	5.14
1992	3178.83	654.15	6.54
1993	3222.84	447.30	4.04
1994	1532.71	555.40	2.64
1995	1307.39	443.02	1.83
1996	1018.98	258.57	1.16
1997	1597.53	669.43	1.88
1998	1918.62	708.63	1.91
1999	1157.85	200	0.26

注:表中数据摘自《World lease Yearbook 2001》。

二、我国国际融资租赁业发展中存在的问题

经过 20 年的发展,我国的国际融资租赁业从无到有,从小到大,在国民经济中的重要性不断增强。但是融资租赁业发展中也存在许多问题,主要表现为:(1)融资租赁交易规模小,租赁渗透率低,1999 年按年租赁交易额排序,我国处于第 27 位,租赁设备渗透率只有 0.26%,按照租赁交易额与 GDP 的比率排序,则落到了第 49 位。(2)融资租赁基本上是企业筹资的方式,资产管理功能和促销功能远远未能发挥作用。(3)部分租赁公司资产质量恶化,资金周转困难,经营难以为继。造成这些问题的原因是多方面的,既有宏观经济环境的因素,也有租赁业自身的问题。从宏观经济环境看,在融资租赁业产生发

展后的相当一段时期内我国没有关于融资租赁业务的法律规定,出租人的经济利益在法律上没有保障。同时在会计制度上没有有关的融资租赁业务的会计规范,在税收上也缺乏相应的优惠政策,在资金来源上租赁公司筹资渠道少,这些问题既影响了企业运用融资租赁的积极性,也抑制了租赁公司的业务扩张能力和创新能力。此外,整个社会信用环境的恶化,承租人有意拖欠甚至拒付租金,致使租赁公司投资无法收回,经营陷入困境。从租赁业自身因素来看,主要问题是租赁公司租赁主业不突出,经营不规范,风险防范意识薄弱,管理水平低等等。

三、发展我国国际融资租赁的现实意义

虽然我国国际融资租赁业在发展中遇到了许多问题,但是融资租赁在我国仍然有广阔的发展前景。现阶段,国际融资租赁的发展对我国经济的积极作用主要有以下几点:

1. 发展国际融资租赁业务是扩大对外开放,积极吸收外资的需要。经过20多年的改革开放,我国在吸收外资方面取得了巨大的成绩,到1993年底,我国共协议利用外资2 218.96亿美元,实际使用外资金额617.97亿美元,其中通过国际融资租赁引进的外资占实际利用外资的10%左右。这些外资的流入对于我国国民经济的各个方面所取得的举世瞩目的成绩起到了积极的作用。但是从整体来讲,这些外资尚未能完全满足我国经济发展的需要,特别是无法满足我国国民经济的“十五”计划和2010年远景规划发展的需要,因此在今后相当长的一段时期内,继续大规模地吸收和引进外资仍将是我国经济建设中的一大重要任务。但是,由于我国外债基数已达相当水平,继续延用外商对企业的直接投资和通过银行的直接贷款的难度将越来越大,因此为了解决经济发展和资金不足的矛盾,必须进一步开辟利用外资的新工具,特别是拓宽国际融资的渠道。国际融资租赁具有期限较长,利率固定,支付方式灵活的特点,可以在不动用或少动用国内资金的条件下,完成融物功能,从而达到融资目的。

2. 有利于新技术新设备的引进工作,从而加快我国企业的技术进步步伐。随着社会经济水平的提高和科学技术的不断进步,企业的设备更新步伐越来越快,企业只有跟上这一时代步伐,才有可能在激烈的市场竞争中立于不败之地。如果企业单纯利用自身的能力来实现设备更新,或利用银行贷款来实现设备更新,则难以实现设备的迅速更新。相反,若企业能利用借鸡生蛋的融资租赁方式就可以避免上述风险。企业在租赁设备前,可以根据自身的产品、技术、现有设备情况确定租赁设备的技术性能,租赁数量和租赁期限,由于租赁

设备在租赁结束后承租人即可退还出租人,因此承租人在租赁期间可以通过加速折旧等形式实现设备的快速更新,从而不断提高企业的技术水平,确保企业在市场竞争中取得领先地位。

3. 有利于提高企业资金的利用效率。企业通过购买方式引进先进设备,往往需要一次付清设备所有价款,同时从决策到最后购买,期间经过的时间往往较长,需要耗费企业相当的人力物力,在设备的营运过程中尚需相应量的流动资金配套。而运用融资租赁方式企业可以先取得设备的使用权,然后利用租用设备所产生的效益以分期付款形式支付设备的租金,实际上这是节省了企业资金的需要量。这样两种方式相比,后者资金的机会成本明显要比前者低。也就是说,融资租赁提高了企业的资金利用效率。另外,由于融资租赁能使得一些资金缺乏但又急需引进设备的企业完成引进工作。

4. 有利于避免因通货膨胀而给企业造成的损失。通货膨胀是目前各国普遍面临的一种现象,由此而引起的是国家货币政策的变化,而货币政策的变化势必引起银行信用的扩张和收缩,从而使企业通过银行融资的风险大大增加,同时通货膨胀也会使企业购买外国设备时因设备价格的上涨而遭受损失。而融资租赁由于一开始就将全部租金用合同的形式固定下来,以当时的价值将设备租赁使用,以后分期支付租金,从而可以有效地避免因通货膨胀而造成设备价格上升给企业带来的损失。

5. 融资租赁有利于提高我国企业的经营管理水平。由于融资租赁实行了物的所有权和使用权的分离,出租人通过拥有设备的所有权而取得了向设备使用人即承租人收取报酬的权利,这样承租人经营状况的好坏将直接影响到出租人的利益,出租人也就势必利用自身的种种优势提醒、监督承租人,协助其取得良好的经营效果。同时,由于承租人必须定期向出租人支付租金,以防止违约的出现,势必使其通过提高自身的经营管理水平以强化租赁项目的经营管理,提高租赁项目的经济效益。

2000年6月30日,中国人民银行颁布了《金融租赁公司管理办法》,对金融租赁公司的机构设置、业务经营及监管等内容进行了规定,突出了金融租赁公司的主营业务,对规范金融租赁公司的经营具有重要作用。2001年1月1日起由财政部发布的《企业会计准则——租赁》开始实施,这项会计准则参照国际惯例,将租赁会计划分为融资租赁会计和经营租赁会计,确定了出租人和承租人在不同交易条件下的会计处理,信息披露的基本原则和方法,为我国经营性租赁的发展和交易形式的创新创造了条件。与此同时,许多企业已经认识到国际融资租赁在投资、融资、促销和资产管理等方面的独特作用,开始利用各种方式介入国际融资租赁业。随着我国国际融资租赁业发展的宏观环境

的不断完善和租赁业自身的不断完善,我国国际融资租赁业的前景是非常可观的。

本章小结

1. 国际租赁(International Lease)是商品信贷与金融信贷相结合的一种新型国际合作方式,即由出租人先行垫付资金,从外国或本国供货商那里购进承租人指定或所需要的设备,租给承租人使用,承租人则按约定的条件支付租金。一般情况下,国际租赁方式适用于大型成套设备的租赁,它涉及的当事人(供货商、出租人和承租人)分属两个或三个国家,至少是出租人和承租人在不同国家或出租人是承租人所在国的国际合资企业。

2. 目前国际租赁市场上从事租赁业务的机构主要有:专业租赁公司、融资租赁公司、银行、保险等金融机构所设的租赁公司、制造商附设的租赁部或租赁公司、租赁经纪人、国际性租赁联合组织等。

3. 从利用租赁的目的和收回投资的角度来分,国际租赁可分为融资租赁和经营租赁两种基本形式。其中,融资租赁又称金融租赁、完全付清的租赁,它又可分直接租赁、转租赁和回租租赁等。经营租赁属于一种服务性的租赁形式,又称“不完全付清的租赁”。

4. 租金(Rent)是指出租人通过让渡租赁物件的使用权而按约定定期向承租人收取的报酬或收入,或者说是承租人为使用租赁物件而按约定定期分次向出租人支付的费用。在国际租赁业务中,租金的构成和计算是双方十分关心的问题,也是签订租赁合同的一项重要内容。

5. 租金的构成要素取决于租赁方式。不同的租赁形式,其租金的构成要素是不尽相同的,但一般包括:租赁资产的购置成本(包括运费、保险费等),租赁期间的利息费用和租赁资产的手续费、管理费、维修费、保险费及租赁资产的无形损耗和税收等。租金的计算方法很多,但目前国际上运用最多的两种方法是年金法和附加率法。

6. 国际租赁业中的税收问题是企业家考虑投资决策的一个重要因素。西方国家政府为了维持机器设备制造业的开工率,缓和失业状况,刺激经济增长和扭转经济不景气局面,鼓励租赁业购买机器设备去从事租赁业务,对租赁业务给予特别的税收优惠。税收优惠的主要内容包括投资税收减免和加速折旧两方面。

7. 20世纪80年代,国际融资租赁业在我国起步和发展,主要表现在我国

的租赁机构数量迅速增加,租赁经营范围不断扩大。但在其发展过程中也出现了很多问题,如融资租赁交易规模小,部分租赁公司资产质量恶化等,急需采取相关措施解决。

关键词汇

国际租赁 International Lease 金融租赁 Finance Lease
完全付清租赁 Full Pay-Out Lease 经营租赁 Operating Lease
杠杆租赁 Leverage Lease 回租租赁 Sale and Back Lease
租金 Rent 年金法 Annuality Method
附加率法 Add-on Rate Method

本章思考题

1. 简述国际租赁市场的构成。
2. 结合国际融资租赁业务的特点,比较它与经营租赁的异同。
3. 分析国际租赁业务对出租人及承租人的影响。
4. 国际租赁业务中租金的构成受哪些因素的影响?
5. 国际租赁业务在我国开展具有哪些现实意义?
6. 假定某公司职工 10 年后将退休,他计划从现在起储蓄退休金,他将在每年年末存入等额年金 6 275 元,利率为 10%,10 年后他能取出多少钱?
7. 假设一笔 20 万元的租赁交易,年利率为 10%,租期 3 年,每半年支付一次租金,2000 年 1 月 1 日起租,请分别按期末和期初两种付息方式计算租金总额。

第十七章 项目贷款

项目贷款(Project Financing)是20世纪70年代国际金融市场推出的一种新型的借贷方式。它主要以需要巨额资金的大型工程项目为贷款对象,其产生和发展与各国国内对基础设施项目日益增长的需求密不可分。项目贷款不同于传统的融资方式,它凭借自身的优势,如资金来源渠道多样化、当事人为贷款建立担保体系等而深受各国重视。本章内容主要围绕项目贷款的特点、信用支持体系及贷款风险的管理等问题展开讨论。

第一节 项目贷款概述

一、项目贷款的概念和特点

(一)项目贷款的定义

项目贷款是为某一特定的工程项目而发放的,以项目本身预期的现金流量和经济效益为主要放款依据,并以项目资产和项目相关参与人的合同义务等为还款保证的一种中长期信贷方式。其中,工程项目是指一项复杂的、具有相当规模 and 价值的、有一定技术含量和明确目标的任务或工作。

(二)项目贷款的类型

按照追索权的安排划分项目贷款,它主要包括两种类型:

1. 无追索权(Nor-recourse)项目贷款

无追索权项目贷款又称纯粹的项目贷款,是指贷款银行(或机构)对项目的主办单位没有任何追索权,只能依靠项目所产生的收益作为还本付息的来源,并可在该项目的资产上设立担保权益。此外,项目的主办单位不再提供任何信用担保,如果该项目中途停建或经营失败,其资产或收益不足以清偿全部贷款,贷款人无权向主办单位追偿。这种类型的项目贷款对贷款人的风险很大,一般很少采用。

2. 有限追索权(Limited-recourse)项目贷款

这是目前国际上普遍采用的一种项目贷款形式。在这种形式下,贷款人除依赖项目收益作为偿债来源,并可在项目单位的资产上设定担保物权外,还要求与项目建设、完工、经营有利益关系的第三方当事人提供各种担保。第三

方当事人包括设备供应人、建设承包商、项目产品的购买客户或设施的用户、东道国政府等。当项目不能按时完工或经营失败,从而项目本身资产或收益不足以清偿债务时,贷款人有权向上述各担保人追偿。但各担保人对项目债务所负的责任,仅以各自所提供的担保金额或按有关协议所承担的义务为限。通常我们所说的项目贷款,均指这种有限追索权的项目贷款。

(三)项目贷款的特点

与传统的贷款方式相比,项目贷款有着明显的特点。在传统的贷款方式中,贷款人在决定是否对借款人提供贷款时,主要依据的是借款人自身的信誉,如借款人自身的道德品质、过去的经营业绩等,而对借款人所投资的某个具体项目的经济强度(指预期收益、现金流量及其资产价值)的评价、控制则放在较次要的位置,因为贷款人更看重借款人在一定历史基础上形成的经济实力,即使某个特定项目投资失败,贷款人仍有获得债权清偿的基础。与传统贷款不同,项目贷款具有自身的特点:

1. 项目导向原则

贷款人的贷款决策依据是某一特定项目的经济强度,即项目本身的未来收益、现金流量和资产价值,而不是依据项目的主办单位的资信。在项目贷款中,贷款人的注意力主要集中在:项目在贷款期间能产生多少现金流量可用于还款、项目资产可形成多大价值以保证贷款的安全、贷款人能否控制项目现金流量和项目资产等等。因此,在项目导向下,项目贷款方式可以向依据传统贷款决策标准不能发放贷款的大型项目贷款,提供比传统贷款比例高的资金量(通常项目贷款方式可为项目提供60%~75%的资金量,有时可能更高),以及比一般商业贷款期限长的贷款(实践中有的项目贷款期限可长达20年)。

2. 有限追索权原则

在传统贷款方式下,借款人对项目的全部借款承担全部的还款责任,若项目投资失败,借款人将以自身的综合财务效益来归还贷款,即传统贷款方式是完全追索权的方式。而在项目贷款方式下,贷款可以在贷款的某个特定阶段(如项目建设期和试生产期)或在一个规定的范围内(这种规定的范围往往包括金额和资产两方面的限制)对项目借款人进行追索,除此之外,无论项目出现任何问题,贷款人均不能追索到借款人除项目资产、现金流量以及所承担的义务之外的任何形式的财产。

3. 风险分担原则

在传统贷款方式下,项目的投资风险主要由借款人承担。而在项目贷款方式下,与项目建设、营运有关的各种风险,由项目利益相关的各方当事人共同分担,真正实现了项目收益共享、风险共担的原则。一个成功的项目贷款应

该是在有关当事人中,任何一方都不会单独承担全部项目贷款的风险责任。

4. 表外融资原则

即指项目贷款不列在项目发起人的资产负债表上,但是该项目的债务必须出现在资产负债表的附注上。这种安排不是为了隐瞒项目发起人对债权人、资信评估机构和其他项目投资人的责任,而是为了有效隔离和评价项目本身的风险。这种安排一方面可以有效区分项目发起人所承担的有限责任,实现债权人的有限追索权;另一方面,也可以有效隔离项目发起人其他资产经营风险损失对项目资产的影响。

5. 融资结构多样化

在项目贷款方式下,一个特定项目的融资结构是多元化的,既有商业银行的商业贷款,也有供应商方面提供的出口信贷、政府贷款、国际金融机构贷款等,甚至可以要求建筑开发商提供部分信用,并且可将融资结构与信用支持体系合理结合起来,实现“多赢”。

6. 融资成本较高

以项目贷款方式融资的大型工程项目往往具有以下特点:一是项目工程巨大,如矿产资源及油气田开发、高速公路、大型发电设施等,相应的项目所需资金巨大;二是项目未来的市场广阔、经营收益丰厚、项目经济生命周期长,对相关当事国的经济发展起着举足轻重的影响力;三是所用技术是成熟技术,基本上不存在较大的技术风险;四是建设、开发期长。具有上述特征的大型工程项目,一旦开发成功,经营者的经济效益和项目所在国的社会效益是明显的,但由于贷款的额度大、时间长,可能涉及的当事人和法律关系复杂,不确定性程度较高。因此,以项目贷款方式提供的融资相对传统方式而言成本较高。

除以上六个主要特点之外,项目贷款还具有项目目标的确定性、项目用途的限定性等特点。

二、项目贷款的历史发展

项目贷款在20世纪70年代产生后,在发达国家与发展中国家都获得了极大的发展,其主要原因如下:

(一) 为减缓经济危机与能源危机加深的影响,许多国家的政府兴建大型工程项目,促进了项目贷款的发展

二战后,特别是70年代以后,主要发达国家生产长期停滞、危机深化。同时由于石油提价,发达国家普遍发生能源危机,这些国家的政府为了缓和经济危机与能源危机的影响,缓和社会矛盾,都积极从事大型工程项目的建设,以带动有关部门的生产发展,部分地解决能源缺乏的问题。例如,英国

北海油田、美国天然气输送管道,以及许多国家的核电站都是在这一时期兴建的。一些发展中国家为发展本国经济,满足国际市场对燃料、矿产及其他初级产品的需要,也掀起兴建大型工程项目的热潮。这些项目的兴建,符合垄断资本的需要,获得了信贷机构的支持。同时,大的跨国公司为急于掌握并利用自然资源,也愿意承担购买某些能源、矿产品的合同义务,从而促进了项目贷款的发展。

(二) 为减缓提供大量资本的压力与风险,各国政府和国际机构参与国际资本市场和私人信贷机构对特定项目的融资,促进了项目贷款形式的出现

大型工程项目所需资金巨大,对各国国内资金市场与国际资金市场提出了严峻的挑战,它们无力提供如此巨额资金,更不敢独自承担工程项目本身存在的错综复杂的风险。工程本身及私人信贷机构要求有更多的组织,特别是国际组织、国际金融机构和政府机构也对工程项目提供贷款或援助,分担私人资本市场的压力,减少私人放款的风险。这样,在20世纪70年代后的实践中,逐步形成了多元融资的项目贷款新形式。

(三) 国际垄断资本战略目标的推行,使项目贷款进一步扩大

二战后,国际金融组织普遍建立,70年代以后其业务进一步发展。国际金融机构,如世界银行发放贷款的资金,一部分来自私人资本市场,一部分来自会员国所缴纳的资本,其中主要是发达国家所缴纳的资本。从这个意义上讲,国际金融组织的贷款业务是国际大垄断资本集团的资本输出。它们所掌握的借贷资本的投放方向,要符合国际垄断资本发展战略目标,要保障私人投资的安全。正是在上述思想指导原则下,世界银行批准对某些国家的项目给予基础工程贷款,由于项目中的基础工程需要资金多、周转期长、风险大,世界银行多承担此项贷款任务。项目的其他部分,如设备购置等所需资金相对少、周转期短、风险小,则由私人贷款承担,以保障私人垄断资本的利益。

(四) 生产国际化与专业化协作的发展,促进了工程项目的技术联合和资金联合

一个大的工程项目不仅需要国际资本的资金支持,而且需要先进的技术来武装。随着科学技术革命的发展而形成的生产国际化与国际间专业化协作,如从跨国公司取得技术与资金支持,为大型工程项目建设奠定了基础。一个项目通过使用各国提供的出口信贷,选择各国最先进技术装备以及不同国家供应商所给予的商业信用,购买各国最先进的设备与成品。在国际化协作深入发展的情况下,各国的跨国公司对某一工程的完成有着休戚相关的利害关系,这就促使一些跨国公司接受对工程项目的担保,承担工程不能完工或中途停建的风险。

(五)国际垄断组织既要防止直接投资风险,又想达到占有能源产品的目的,促进了项目贷款的推广

能源产品以及矿业、化工等产品是国际垄断组织发展生产的必需物资,是实现它们对外经济发展战略的基础。国际垄断组织常采取间接的方式,促进这些项目的建成,以获得工程产品,而避免直接投资。特别对发展中国家不愿进行直接投资、直接承担风险,以防占用资金。项目融资的一些原则与做法符合并体现了国际垄断组织的主观要求,所以在20世纪70年代以后得到了巨大发展。

三、与项目贷款相关的当事人

与项目贷款相关的当事人对贷款的取得和项目的完工起着关键的作用。他们的主要职责和作用:

(一)项目发起人

项目发起人即项目的主管部门和单位(Sponsor),一般包括政府机构、国营或私营企业等,它负有从组织上督导该项目计划落实的责任。贷款虽非根据项目发起人的资信而发放,但如发生意外的情况,导致项目所创造的收益不足以偿付债务时,项目发起人在法律上一般被安排为负有拿出差额资金用以偿债的责任。所以,贷款人发放贷款时,对项目发起人的资信情况也非常关注。

(二)项目单位(Project Entity)

又称承办单位。它是为工程项目筹措资金、建设并经营管理该工程的独立的经济组织。项目单位有独资的,也有与外商合资的,它的资产状况是贷款人的首要考察对象。

(三)外国合伙人

外国合伙人是指项目单位的合伙人。它往往是一家资历雄厚、信用卓著、经营能力强,并看好项目未来前景的跨国公司。选择这样一家跨国公司的好处在于:(1)可利用其入股的权益资本;(2)它有可能对该项目另外提供贷款;(3)它可协助该项目从国外市场融通资金。外国合伙人的资信状况是贷款人提供贷款时要考虑的重要因素。

(四)贷款人(Lender)

根据工程项目的具体情况,国际金融机构、各国政府、出口信贷机构、国际商业银行都可以成为项目贷款的贷款人。

(五)设备供应商(Supplier)

项目设备的供应商在保证项目按时竣工中起着重要作用。贷款人关心运

输、机械设备、电力、原材料等供应商的资信与经营作风,这是他们考虑是否发放贷款的因素之一。争取以延期付款方式向供应商支付货款,是项目单位获得信贷资金的渠道之一。

(六)项目产品的购买人或项目设施的用户

偿还项目贷款的资金来源主要依靠项目产品销售或设施使用权销售收入,因此,购买人或用户承担的购买产品或使用设施的合同义务,为贷款的偿还提供了可靠的保证。购买人(或用户)有时是一个,有时是几个,他们的资信状况是能否取得贷款的最重要的因素之一。

(七)工程师和承包公司

工程师和承包公司是工程技术成败的关键因素,他们的技术水平和声誉是能否取得贷款的因素之一。

(八)外国政府官方保险机构

银行等私人信贷机构向工程项目提供贷款,常常以能否取得借款人所在国官方信贷保险机构的信贷保险为先决条件。著名的外国政府信贷保险机构有美国的海外私人投资公司、英国的出口信贷担保局、法国的对外贸易保险公司、德国的赫尔默斯信贷保险公司等。

(九)托管人(Trustee)

托管人的主要职责是直接保管从项目产品购买人(或设施用户)处所收取的款项,用以偿还对贷款人的欠款。托管人保证在贷款债务清偿前,项目单位不得提取或动用该笔款项。

第二节 项目贷款的可行性分析

一、项目贷款的可行性分析(Feasibility Study)

由于项目贷款的周期长,影响项目按期完工和项目经营效益的因素很多,因此,贷款人在决定对项目提供贷款前,必须对与项目相关的各方面的要素进行全面、审慎的评估,以确保贷款的安全。主要评估的要素包括宏观经济环境要素、项目的经济可行性和投资收益等。

(一)宏观经济环境分析

1. 社会可行性评估

项目的社会可行性评估是根据该国经济发展的战略要求,衡量该项目与国家各项计划相衔接的程度,项目建设的所在地是否适应项目本身的发展,项目对周围环境的影响是否为该地区所允许等。

2. 政策性环境分析

该项分析注重考察分析项目所在国的国家法律、税收制度对此项目开发的支持程度,项目许可证是否具有转让性,国家对项目经营有无其他政策性限制等等。

3. 金融环境分析

金融环境分析的是考察项目所在国金融市场的发育程度。一是金融市场体系是否完备、统一、规范;二是外汇管制状况,这项内容与货币汇兑、转移直接有关;三是金融体系运行是否稳健,主要分析历年来通货膨胀率高低以及利率、汇率的波动程度。

4. 项目投资的硬件环境

这项分析关注项目所在地的基础设施状况,它包括能源、水电、通讯、交通运输等方面供给状况,要求能满足项目建设的需要。

(二) 项目的经济可行性分析(Economic Viability)

1. 技术支持要素分析

要正确评价项目生产技术的发展程度,确认项目所使用的技术是处于创新阶段,还是成熟阶段。要确立项目生产使用的技术有相当的可靠性,最新技术对项目贷款来说并不是最佳选择,因为最新技术在未经历市场检验时存在很大的不确定性,有时虽然在技术上可行,但在财务上却不可行。

2. 原材料供应状况分析

对项目所需的原材料和基础设施的配备进行评估,要求原材料供应要可靠,有计划,并有长期供应合同,合同条件要与该项目的经济要求相适应。要求不存在进口限制,如歧视性关税和外汇使用限制等。

3. 市场潜力评估

根据市场信息与条件,对该项目的潜在市场进行充分详尽的评估,核算项目的成本和费用,并对世界市场的价格趋势做出科学的预测和分析。要求该项目所产生的产品或服务在国内外市场上与其他供应者相比具有竞争性。只有销售市场得以保证,才能确保项目的收入和贷款的偿还。这是经济可行性研究中最主要的一项。

4. 项目人力资源评估

大型项目的开发、建设及经营管理需要有较高层次的人力资源准备。在项目评估中,根据项目单位管理层、项目设计、承包商以及项目产品市场研发等方面的人才资源状况做出客观评价,并且要考虑项目建成后,项目所在地能否提供适量适当的劳动者等因素,以达到客观评估项目管理水平的目的。

(三) 项目收益评估

1. 对项目的投资成本进行评估

首先,根据项目的设计要求和规模,确定总的筹资额,既要考虑到建设期利息和净周转资金的需求,又要考虑偶然事件和超支问题及通货膨胀对项目费用的影响。其次,根据项目投资结构特点和性质,确定筹措资金的来源和渠道,并根据建设期和营运期分别安排。再次,根据主办单位与合伙人的资财情况,确定以产权和借款方式分别筹资的金额。最后,要对各具体的筹资渠道、借款期限、币种等条件进行评估,以最大限度地降低筹资成本,防止汇率风险,避免收支脱节等情况的发生。

2. 对项目经营收益做出分析

在这里要对项目产品的价格做出分析和预测,要分析和预测项目生产的成本及经营性资本支出,并对项目经营期的现金流量进行分析和预测。

3. 对资本性收益进行分析

这里主要指的是在贷款期对引起项目资产价值变化因素做出分析和预测,正确评估不同阶段项目资产价值的大小。

4. 对项目效益进行综合性评估

目前评估项目收益主要使用现金流量贴现(DCF)技术进行评估,即对投资成本、项目建设期内投资支出及其资金来源、销售收入和税金、产品成本、利润、贷款的还本付息等因素进行预测,再根据这些预测数据来估计项目的现金流量。贷款人检查项目的盈利性,通常采取较为保守的方案,保证项目能产生充分的收入来偿还贷款。DCF技术适用于建设时间相对较短、市场条件稳定、偿还期较短的项目,如石油和工业项目。但对采矿等建设时间长、市场价格波动大的项目,使用DCF技术评估的误差较大、困难较多。由于长期预测内含的不稳定性,目前常使用另一种项目评估的分析方法——同行业的项目成本状况比较法。这种方法认为,只要本项目的成本比同行企业的成本低,那么,不管原材料成品价格走向如何,项目都可以进行下去,因为供求条件总会调整,但低成本生产者总是处在相对有利的位置上,拥有市场竞争力,从而保证预测的项目效益得以实现。

二、现金流量分析

项目经济强度最重要的组成部分是项目的现金流量,对项目进行可行性分析的重点是在现金流量分析上。

(一) 影响现金流量的变量

项目现金流量的数学模型需要准确地反映出项目各有关变量之间的相应

关系,以及这些变量的变化对系统输出值(项目净现金流量)的影响。这些变量包括:项目的投资费用,项目的建设时间表,项目产品的种类、数量、价格、销售收入,及其他市场因素;项目的直接生产成本,包括人工、原材料、能源、运输费用等;项目的非现金成本,包括折旧、摊销等;其他项目成本,如管理费用、技术专利费用、市场推销费用等;流动资金需求量与周转时间;公司所得税和其他税收,如资源税、营业税、进出口税等;通货膨胀因素;融资成本,包括汇率、利率、金融租赁成本等;不可预见因素及费用;项目的经济生命周期。

图 17-1 是项目的现金流量模型的结构示意图。

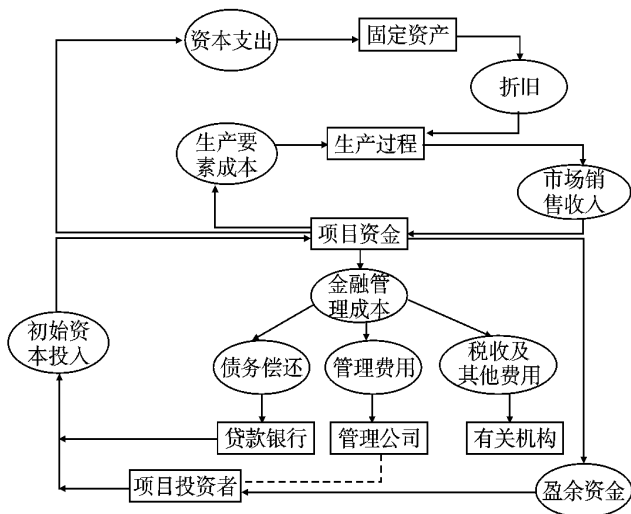


图 17-1 现金流量模型结构示意图

建立了项目的现金流量模型后,第一步工作是进行项目净现值的分析,如果项目的净现值小于0,说明项目的投资不能满足最低风险收益的要求,除了投资者有其他的战略考虑之外,没有必要再做进一步的工作了。如果这一步工作的结果是令人满意的,接下来的工作就是在现金流量模型的基础上建立项目融资结构模型。在一系列债务资金的假设条件下,确定项目合理的债务承受能力和投资者可以得到的投资收益率。如前所述,项目的技术可行性并不等于项目财务上的可行性,满足了投资者的最低风险收益要求,也并不意味着项目一定能够满足融资的要求。具体归纳起来,为了满足投资者和贷款银行双方对相应风险收益的要求,现金流量模型中股本资金投资水平实际上成为了以下三个变量的函数:(1)投资者所必须获得的最低投资收益率(大于或等于风险校正贴现率);(2)融资的可能性及债务资金的成本;(3)

股本资金的形式及成本。

能否通过调整现金流量模型中这些变量之间的比例关系,取得一个比较理想的能够被借贷双方接受的模型输出结果的过程,也就是验证预期的融资结构的基本可行性的过程。

确定项目现金流量模型的假设条件必须遵循现实、合理并且相对保守的原则,必须考虑到所有项目风险因素对现金流量的影响。在建立了现金流量模型的基础方案之后,需要建立相应的最差方案(在假设的最差条件下)和最佳方案(在假设的最好条件下)与之进行比较,并进行模型变量的敏感性分析,获取在各种可能条件下的项目现金流量状况及债务承受能力的一系列数据。

(二) 现金流量模型的敏感性分析

现金流量模型的敏感性分析是为了验证项目在不同假设条件下满足债务偿还计划的能力。一个最简单的判断是,如果在任何合理假设方案中项目的净现值总是大于项目的债务水平,则说明该项目具有偿还债务的能力。但是,敏感性分析不是简单的数学游戏,其真实性质是各种变量要素发生变化情况下的项目经济强度的数学表现。因此,在确定各种变量的敏感性区间和变化趋向时需要加入人们的合理的经验判断。通常,在项目融资中被要求测度敏感性的变量要素包括:生产水平(相对基础方案而言,下同)、价格、投资成本、生产成本、利率、汇率、工程延期及税收政策。

根据对每一个变量所做的敏感性分析,可以估计出该变量的变化对项目所造成的风险程度。如果某一变量的变化对项目净现金流量影响较小,就说明这一变量是不敏感的。反之,某一变量的变化对项目净现金流量影响较大,就说明该变量敏感性强,需要进一步研究这个变量取值的准确性,或者收集更多的相关数据以减小在预测中的误差。

1. 生产水平

项目的实际生产水平比预期低的原因可能有:(1)较低的生产率;(2)对于资源性项目来说,项目资源储量比预期的低。实际工作中很难找出一个统一的标准来规定生产水平敏感性的取值范围。对于一个正在生产的项目,取值可以参考项目的历史生产数据。对于一个新开发的项目,则可以根据使用同类技术的相似项目的生产情况做出判断。由于采用项目融资的项目所使用的技术属于成熟型技术,所以生产水平的变化应该相对较小,一般取值范围为10%~15%。

2. 价格

许多项目的产品价格不仅受到国内经济因素变化的影响,同时也受到国

际经济变化、汇率变化等因素影响。有些商品价格的变化规律性较为明显,有些则不明显。在项目贷款中需要分析的是未来价格的变化趋势。一种通用的方法是采用略低于当前实际价格的产品价格作为初始价格,然后按照预期的通货膨胀率逐年递增作为现金流量模型的基础价格方案。由于人们对近期价格变化分析的把握程度优于远期变化,并且近期变化对项目债务偿还能力影响也较远期大,所以应在基础方案之上重点对项目前几年(至少5年)的价格预测水平加以调整进行敏感性分析。

3. 投资成本

投资成本的波动很大程度上取决于工程建设合同的法律性质。在对投资成本做敏感性分析时,要考虑到工程合同的类型,工程公司是否有同类型项目的建设经验,以及工程地点、设备来源等因素的综合影响,也要考虑到投资预算中是否已包括了不可预见费用以及不可预见费用在整个投资预算中所占的比例。

4. 生产成本

实际生产成本超出基础方案有两种可能性:一是由于受到通货膨胀因素的影响。对于许多项目可以很容易地看到,在一个2~3年的时间范围内,项目的产品价格几乎没有变化,而其生产成本却由于通货膨胀的原因上涨了10%~15%。另一个可能性是在模型中生产成本费用根本就被低估了。因而,项目贷款通常要求做出两种生产成本的敏感性分析:(1)采用比基础方案生产成本高出5%~10%的数字;(2)采用比基础方案通货膨胀率为高的生产成本增长速度。

5. 利率

利率变化的趋势与项目贷款种类有直接的关系,金融市场上有大量的预测数据可以使用,利率敏感性取值不是一件困难的工作。

6. 汇率

汇率变化对项目现金流量有三种影响:(1)对投资成本的影响,如果项目需要进口设备,预算汇率与实际汇率的差别将有可能增加项目的投资成本;(2)对生产费用或销售收入的影响;(3)对债务偿还的影响。项目贷款一般要求以当前汇率作为基础方案,然后再根据各种权威预测对汇率加以调整。

7. 工程延期

工程延期属于投资成本敏感性因素中的一个组成部分,但是如果投资者承担了一些特殊的合同义务,例如工程延期或不能按期交出产品需要支付罚款,就有必要将这一内容单独列出来加以具体分析和测算。

8. 税收政策

一般不需要对税率变化做出敏感性分析,但是对于一些以税务结构作为一个重要组成部分的融资结构,有时需要对各种可能的税收政策变化影响加以分析。

第三节 项目贷款的资金来源和风险管理

一、项目贷款的资金来源

兴建工程项目的资金来源主要有两条渠道,一是股本投资,一是举借贷款。股本投资是由工程项目的主办单位(或东道国政府)和外国合伙人(如采取合资经营方式)以现金(外汇或本币)或实物投入。主办单位或东道国政府常以承担可行性研究、初步工程、提供水的使用权、矿产开采特权或其他实质性资产作为实物投资。外国合伙人则以提供专利、先进技术、设备和专有技术等形式作为实物投资。工程项目取得资金来源的另一条主要渠道则为借款。在现代国际工程项目筹资中,借款所占的比重大大高于股本投资。

(一) 政府贷款

政府贷款是工程筹资的一个来源。它是一国政府向另一国政府以财政资金提供的一种具有一定援助性质的双边贷款。获取政府贷款的优点在于利率较低、期限较长,但政府贷款所提供的资金金额有限,而且贷款一般附带条件,手续较复杂,比如承办单位所获贷款只能购买贷款国的商品和劳务,不能利用投标方式竞争以降低成本。

(二) 出口信贷

从发达国家的出口信贷机构取得出口信贷也是工程项目筹资的主要来源。它的优点在于利率固定,且一般低于市场利率,所得贷款可购买资本性货物。它的缺点在于承办单位所获贷款只能购买贷款国的商品,不能利用投标方式在国际市场上购买以降低成本,出口信贷通常为中期而非长期信贷,所获资金并不能用于支付全部工程费用等。

(三) 世界银行及其附属机构——国际开发协会的贷款

这部分贷款是项目筹资的主要来源,用于项目有关的基础工程建设及其他项目内容。它的优点是(1)利率固定,低于市场利率,并根据工程项目的需要定出较为有利的宽限期与偿还办法(2)世界银行与国际开发协会对工程项目所提供的贷款要在国际市场上进行竞争性招标,这样可最大限度地压低项目建设成本,保证项目建设的技术最先进(3)该组织以资金支持的项目

基础是扎实的,工程都能按计划完工(4)该组织提供资金支持的项目带有一定的技术援助成分。缺点是(1)手续复杂,项目从设计到投产所需时间较长(2)贷款资金的取得在较大程度上取决于该组织对项目的评价(3)该组织所坚持的项目实施条件,如项目收费标准与构成、项目的管理方法及项目的组织机构等,与东道国传统的做法可能不一致(4)该组织对工程项目发放的贷款,直接给予工程项目中标的外国厂商,借款国在取得贷款时,无法知道这一贷款对其本国货币或项目的核算货币所带来的影响,不易事先进行费用的核算比较。

(四)世界银行与其他信贷机构的混合贷款

通过世界银行与私人资本市场同时筹措资金,取得混合贷款,供同一工程项目使用。对于私人资本而言,贷款有世界银行的参与可在一定程度上降低风险,提供的资金相对安全,但这种性质的贷款同样需要花费大量时间且手续复杂。

(五)联合国有关组织的捐赠与援助

联合国开发计划署、联合国天然资源开发循环基金对工程项目提供用于可行性研究的资金,并提供技术援助,从这些来源取得资金既可用于可行性研究,也可用于工程准备工作,但是手续复杂,并须归还。

(六)商业银行贷款

可从国内和国外商业银行为工程项目取得贷款。它的优点在于(1)与上述各种形式相比,从商业银行取得贷款易于谈判,手续简单,时间短;(2)使用商业银行贷款没有任何限制,可用于向第三国购买资本货物、商品、劳务,工程承办单位可以在国际间招标采购工程设备,降低工程成本(3)与上述贷款形式相比,商业银行的贷款协定条款,对工程设施与工程收益的使用限制较少(4)从商业银行贷款,可以借取各种货币,便于事先估计货币风险,加强成本核算。它的缺点有(1)贷款按市场利率收取,高于上述各种形式的利率;(2)多数采用浮动利率,难于精确计算工程成本(3)除收取利息外,还收取其他费用,如承担费、管理费、代理费等,并规定在该行有最低存款额等,从而提高了总的借款费用(4)商业银行提供资金虽无一定限额,但有时出于对国际及借款国家总的政治风险的估计,也会限制其发放贷款的额度。

(七)发行债券

在国际市场发行债券也是工程项目筹资的一种形式。发行债券利率固定、期限长,并且由于债券投资者分散,资金使用不受控制。但是受市场利率与供求关系的影响,债券发行是否能筹集到预期的资金,并无准确的把握。而且发行债券的利率比世界银行的高,贷款期限相对较短。债券发行后还要设

立专门的机构,配备专门的人员,费用较高。

(八) 供应商提供的信贷

工程项目的大供应商所提供的金额较大的设备,允许承办单位以延期付款的方式支付货款。这实际上是向工程项目提供了资金。采用此方式,供应商会抬高设备的价格,增加工程成本。

综上所述,项目筹资的渠道较多,形式多样。根据工程结构的不同、主体工程及附属工程完工期限长短的不同、项目各组成部分对资金要求的特点不同,承办单位可以从上述各个渠道筹措资金,将不同来源的资金组成一个综合整体,以发挥资金最大的效率,降低成本。由于筹资工作手续复杂,专业知识强,承办单位常委托财务代理人负责筹资和管理。

二、项目贷款的风险管理(Risk Management)

一个工程项目尽管有了严密的可行性研究与规划,贷款人仍然担心由于不可预料的原因,贷款不能按期收回。为此,贷款人常常要求项目参与人或与项目有共同利害的关系人做出担保,保证在项目建设进行阶段发生费用超支或中途停建时,由他们负责偿还贷款。贷款人还要求项目一经建成投产,如发生开工不足甚至不开工,担保人也负有偿还全部贷款的责任。只有这些风险得以防止,项目贷款才能顺利实现。

(一) 项目贷款风险的类型

按项目风险的阶段划分:

1. 项目建设阶段中的风险

(1) 费用超支风险。该风险是由于工程建设、通货膨胀、技术和环境等方面的原因,或由于政府的新规定或币值波动,使项目的实际费用超出原来预算而产生的风险。

(2) 按期完工风险。由于技术、资金、政策环境或其他方面的原因导致工程不能按计划完工,给贷款人带来的风险。

(3) 中途停建风险。即使具备了完成项目建设的足够资金,但由于技术、政治或其他原因导致工程中途停建,从而产生偿还贷款的资金来源中断的风险。

2. 营运阶段的风险

(1) 经营和销售风险。项目的盈利性和现金流量将取决于产量水平、经营成本和产品的销售价格。其中产量风险表现为:生产过程中使用的技术、设计和产品规格不合实际要求;能源和原材料供应不足;劳动熟练程度不足;劳动生产率低;产品质量和品种低劣;由于价格因素造成的零件和设备置换成本

上升等。对经营成本的不正确估计也会损害项目的盈利性,如能源成本上升,通货膨胀引起的工资、能源、原材料成本上升等。而项目产品的未来价格水平及其需求也是难以预料的。

(2)管理风险。主办人开发和经营项目的能力或其他因素,导致项目经营未达到事先设计的管理水平所产生的风险。

3. 其他风险

(1)外汇风险。它又分两种情况:汇率变动的风险,项目可能会因为各种货币之间汇价的变动而遭受损失;外汇管制,即项目所在国对外汇实行管制而给项目带来的风险,如限制项目直接向国外借款、还款等。

(2)不可抗力风险。该风险是指无法预见和控制的、破坏项目正常运营的事件,如自然灾害、罢工、战争等。

(3)政治风险。当项目在主办人或贷款人之外的国家兴建,就可能出现政治风险。最极端的政治风险是没收而不给公平补偿,或因政治原因导致的出口限制,货币不可兑换,提高税率和特许权使用费,中断原材料供应和最终产品的运送等。

按项目风险的来源划分,可以将风险划分为以下七种基本风险:

1. 信用风险

信用风险贯穿于项目贷款期的全过程。由于有限追索的项目贷款依靠有效的信用保证结构来支撑,提供信用保证的项目参与人是否有能力,并是否愿意履行法律文件所规定的义务承担其信用保证责任,就是项目贷款人所面临的信用风险。参与人的资信状况、技术和融资能力,及过去的管理水平、经营业绩等是评价信用风险程度的重要指标。

2. 完工风险

项目完工风险存在于项目建设期和试生产期。其主要表现为:建设期拖延,建设成本超支,由于种种原因项目达不到设计规定的技术经济指标。完工风险是项目贷款的核心风险。

3. 生产风险

生产风险是在项目试生产阶段和生产经营阶段存在的技术、资源储备、能源和原材料供应、生产经营、劳动力状况等风险因素的总称,是项目贷款的另一个核心风险。

4. 市场风险

市场风险包含着价格和市场销售量两个因素。无论是未来项目产品价格下降,还是市场销售量因各种因素发生变化,都会影响项目的现金流量不能按计划获得。

5. 金融风险

项目贷款的金融风险主要表现在利率和汇率的波动方面。从汇率角度分析,不确定因素来自三方面:第一,本币与国际主要货币之间汇率的变动风险,将影响生产成本和利润。第二,各国货币间的交叉汇率变化会间接影响该项目产品在国际市场上的竞争地位。第三,汇率变化会对项目债务结构产生影响。从利率角度看,只要国内利率与国际利率变化不同幅度,就可能影响融资成本。

6. 政治风险(如前所述)。

7. 环境保护风险

环境保护风险是在项目开发建设后,项目所在国新颁布已生效的环境保护法律条款,迫使项目增加成本,降低效率,追加投资,甚至迫使项目无法继续生产的可能性。

(二) 项目贷款风险的管理

项目贷款风险管理的基本程序与其他贷款风险管理一样,由风险识别、风险评估和风险控制三大步骤构成。我们在认清了自己所面临的风险并对其做出正确的评估后,自然就进入风险的管理与防范问题上来。

1. 降低项目贷款风险的具体方法

为了降低和减少项目贷款中的风险损失,国际上参与项目贷款的主要银行(或机构)在实践中逐渐建立了一系列的方法和技巧,其核心就是通过各种类型的法律契约和合同将与项目有关的各个方面的利益结合起来共同承担风险。

较成熟的方法如表 17-1 所示。需要指出的是:在处理某些不同风险因素时,有时贷款银行选用的手段和方法是一样的,这是因为许多风险因素有着密切的内在相关性,不可能截然分开。然而,为了便于清楚地说明问题,现把一系列相同的方法分别列于不同的风险类别中。

2. 降低和控制项目贷款风险的合同体系

通过法律合同将项目贷款相关当事人构成一个利益共同体,共担风险损失,共享风险收益,实现有限追索是项目风险控制的基本理念。由多元化担保主体构成的信用支持体系为风险的控制提供了强有力的支持。在这个合同体系中,主要的合同有:

(1) 特许权协议

特许权协议是项目所在国政府授予项目发起人以勘探、开发特定项目的权利和从事经营项目的权利的法律文件。这是项目贷款担保合同体系的基础。

尽管特许权协议是项目所在国政府与项目发起人之间的协议,但特许权协议的相关内容对贷款人有着重要意义。如特许权或特许权协议项下的权利能否转让,政府对项目产品价格有没有限制,产品是否必须出口或限制出口,是

表 17-1 项目贷款风险种类及解决方法

风险类别	解决办法
资金风险	—足够的股本资金投入 —股本资金认购协议(规定在项目资金不足时项目股东注入资金的数额和条件) —现金流量差额保证协议 —流动资金维持协议 —成本超支基金 —项目的备用贷款
完工风险	—完工担保 —履约担保 —成本超支基金 —工程公司的履约保证金 —“交钥匙”工程合同 —使用先进、适用技术
生产/供应风险	—履约担保 —现金流量差额保证协议 —流动资金维持协议 —项目管理协议 —“生产或付款”协议 —劳工协议 —项目保险 —长期原材料/能源供应合同 —使用先进、适用技术
市场/销售风险	—长期销售协议(“无论提货与否均需付款”和“提货与付款”等类型合同) —现金流量差额保证协议 —能源、原材料价格指数化、浮动定价
金融风险	—各类有关利率、汇率的保值措施(如利率和汇率的期权、远期利率协议、互换等) —银团贷款
政治风险	—政府担保 —直接的政府介入 —政治风险保险

否允许原材料进口,对 外国人管理特许权协议项下的项目有无限制,特许权协议有效期及政府酬金获得方式(税收、参股或提成)等。贷款人要认真研究特许权协议中的各项规定,充分利用政策资源,在此基础上构建信用支持合同体系。

(2) 完工担保协议(Guarantee Agreement)

完工担保协议是项目发起人与贷款人签订的一份法律文件,它可以是独立的合同,也可是项目贷款协议书的附属合同。其主要内容有:关于完工标准及检测、验收方法及指标;关于成本超支或进一步融资的安排;按期完工担保合同等。

(3) 提货或付款合同(Payment Contract)

提货或付款合同是项目单位与项目产品购买者之间的长期购销合同。这份合同的核心内容是无论项目公司是否交货,买方都有义务支付约定数量的购货款。主要形式为最低支付额协议。即如果项目产品是国际市场上的紧缺商品,产品购买者(或设施用户)对其有迫切需要,则购买者与项目单位之间常常签订此类协议。协议规定产品购买者(或设施用户)即使未购到产品或未使用设施,也承担向贷款人支付一定最低金额,以抵偿项目单位对贷款人应偿付债务的义务。

(4) 投资协议书

投资协议书是项目发起人与项目单位之间的协议,规定项目发起人向项目公司提供一定金额的资金。

(5) 购买协议书

购买协议书是项目发起人与贷款人之间的协议书。其主要内容规定:当项目单位违约,发起人将购买相当于贷款人提供给项目单位的贷款额的产品。

(6) 先期购买协议书

先期购买协议书是项目单位与贷款人拥有股权的金融公司之间签订的协议。其主要内容是规定金融公司预付项目产品货款,项目单位用此货款从事项目建设,并支付利息;投产后,项目单位向金融公司交付项目产品。金融公司将协议项下的权利转让给贷款人。

(7) 产品支付协议

产品支付协议是项目单位与贷款人之间的协议。规定项目单位将若干比例的矿藏资源(或项目产品)及出售这部分产品的应收款权益转让给贷款人。

(8) 经营管理合同

经营管理合同是应贷款人要求借款人与第三人订立的项目长期经营管理合同。这第三人往往是贷款人委托的托管人。合同规定了托管人的权利和管

理范围,托管人的权利和管理范围视项目差异而有所不同。但无论何种项目,托管人的核心权利和管理范围都是对现金流量进行控制。

(9) 保险合同

保险合同是项目单位与保险公司之间的协议,是项目单位为防止由不可抗力、国家风险或出口信贷风险给其带来的损失而签订的,项目单位要将保险合同的受益权转让给贷款人。

上述合同是互相关联、互相制约和互相影响的复杂的合同体系。当项目贷款人对贷款进行承诺后,项目风险管理程序就开始启动。与一般单个国际信贷资产风险管理不同的是,项目贷款风险管理不仅涉及信贷资产风险管理,而且涉及实体经营资产管理,因此,贷款人要借助社会的中介机构力量,如建设工程质量监督、法律顾问、投资顾问、资产评估公司以及其他相关社会资源的力量,把复杂的管理落实到实处。

【案例分析】

广西某电厂的 BOT 融资项目

BOT(Build-Operate-Transfer)中文译为“建设—经营—转让”,在我国又称“特许权协议”。BOT 融资方式是 20 世纪 70 年代后期在西方国家开始流行的一种项目融资方式,并从 80 年代起逐渐成为发展中国家加强基础设施建设的一种有效方式。

我国自 1983 年在深圳“沙角火力电厂”项目首次引入 BOT 融资方式以来,BOT 项目融资方式日益受到有关部门的重视,已在不少基础设施项目建设中进行了试点,目前正在制定一系列法律法规以推广规范这种融资方式。随着我国政府对基础设施建设项目投资力度的加大,BOT 项目融资方式必将在我国得到广泛的应用,成为今后我国吸引外资的主要渠道之一。因此,了解 BOT 项目融资方式是十分必要的。

BOT 融资方式在我国的出现已经近 20 年。1983 年,香港合和集团就和广东省政府合作,首次采用了 BOT 方式在深圳投资建设了沙角火力电厂 B 厂项目,该项目由两组 35 万千瓦机组组成,项目开工于 1984 年,资金以无追索权的项目融资方式在国际资本市场筹集,电厂于 1987 年投产以来一直正常运行。但那时由于市场环境尚不具备,再加上此项目的具体做法尚不规范,因此并未引起人们的重视。1995 年 5 月,是我国引进 BOT 方式的一个里程碑,国家计委正式批准了广西某电厂二期工程作为我国第一个 BOT 试点项目,该项目进展顺利。1995 年 8 月,国家计委、电力部、交通部联合下发了《关于试办外商投资特许权项目审批管理有关问题的通知》,明确了我国实施 BOT 项目

的审批程序,勾画了在我国境内实施 BOT 方式的基本范围。另外,国家计委起草的《特许权项目暂行规定》,其目的是规范 BOT 这一方式在我国的运用。可以说,BOT 融资方式在我国经历了摸索、试验到试点的不同阶段,正逐步走向规范。

下面我们以广西某电厂的 BOT 融资为例进行介绍。

1995 年 5 月,中国国家发展计划委员会正式批准广西某电厂 B 厂进行 BOT 投资方式试点,该项目被《亚洲金融》杂志评为 1996 年亚洲最佳融资项目。

(一)项目基本情况

广西某电厂 B 厂位于广西壮族自治区的来宾县,距广西最大的工业城市柳州 80km。装机规模为 72 万千瓦,安装两台 36 万千瓦的燃煤机组。该项目总投资为 6.16 亿美元,其中总投资的 25%,即 1.54 亿美元为股东投资,由法国两大电力公司分别按 60% 和 40% 的比例出资作为项目公司的注册资本。其余的 75%,通过有限追索的项目贷款方式筹措。我国各级政府、金融机构和非金融机构不为该项目贷款提供任何形式担保。项目贷款由法国、英国的一些银行组成的银团联合承销,贷款中的 3.12 亿美元由法国某信贷机构提供出口信贷保险。

项目特许期为 18 年,其中建设期为 2 年 9 个月,运营期为 15 年 3 个月。特许期满,项目公司将电厂无偿移交给广西壮族自治区政府。在建设期和运营期内,项目公司将向广西壮族自治区政府分别提交履约保证金 3 000 万美元,同时项目公司还将承担特许期满电厂移交给广西壮族自治区政府后 12 个月的质量保证义务。

广西电力公司每年负责向该项目公司购买 35 亿千瓦时的最低输出电量(超发电量只付燃料电费),并送入广西电网,同时,由广西建设燃料有限责任公司负责向项目公司供应发电所需燃煤,燃煤主要来自贵州省盘江矿区。

(二)竞争性招标过程

该项目自 1988 年国家发展计划委员会批复项目建议书后,由于建设资金得不到落实,曾与 20 多家外商进行洽谈,未能取得实质性进展。为使该项目早日建成,1995 年初广西壮族自治区政府向国家发展计划委员会申请采用 BOT 方式进行试点。广西壮族自治区政府随即委托大桥基础设施投资咨询有限责任公司为其招标代理人,正式开始了对外招标工作。整个招标过程共分为资格预审、投标、评标及确认谈判、审批及完成融资等五个主要阶段。

此外,1995 年 8 月 21 日,国家计划委、电力部、交通部联合下发了《关于试办外商投资特许权项目审批管理有关问题的通知》,确定采用 BOT 方式试

办外商投资的基础设施项目,规定试点期间特许权项目范围暂定为:建设规模为 2×30 万千瓦以上火力发电厂,25万千瓦以下的水力发电厂,30~80km高等级公路,1000m以上独立桥梁和独立隧道及城市供水项目,为以后的BOT项目融资方式提供了政策参考。

1. 资格预审阶段

1995年8月8日,广西壮族自治区政府在《人民日报》、《人民日报(海外版)》和《中国日报(英文版)》发布了资格预审通告,公开邀请国内外公司参加来宾项目的资格预审。截至同年9月底,共有31个国际公司或公司联合体向广西壮族自治区政府递交了资格预审申请文件,这31家公司都是世界著名的大型电力投资营运公司、设备制造商和有实力的投资人。项目评标委员会(由国家发展计划委员会、电力部、广西壮族自治区政府和中国国际工程咨询公司的专家组成)经过对申请人的资格、专业能力、业绩等方面综合审查,确定其中12家公司列为A组,它们有资格单独或组成联合体参加投标,其余19家列为B组,它们需加入列为A组的一家或几家所组成的联合体后方可参加投标。

2. 投标阶段

1995年12月8日,广西壮族自治区政府正式对外发售了项目招标文件,通过预审列为A组的12家公司(或联合体)相继购买了招标文件,成为潜在的投标人。1996年1月8日至28日,广西壮族自治区政府组织他们进行了现场考察,使潜在投标人对来宾项目的现场条件和广西经济发展现状有了进一步的实际了解。1月28日,广西壮族自治区政府在南宁开会解答潜在投标人普遍关心的一些问题,参加会议的潜在投标人的代表超过100人。

经过6个月的投标准备,到1996年5月7日(招标文件规定的投标截止日),共有6个投标人向广西壮族自治区政府递交了投标书,分别来自香港、日本和法国。

3. 评标及确认谈判阶段

1996年5月8日至6月8日,广西壮族自治区政府组成了专家组对投标人递交的标书进行评估,最终写出了专家评估报告。6月10日至15日,项目评标委员会在专家组评估报告的基础上对每一份投标书进行了评审,经比较、充分讨论,评标委员会一致确定,法国的两家电力公司为中标者。

评标结束后,广西壮族自治区政府组成了确认谈判小组,于7月8日正式开始了与第一名法国公司进行特许权协议的确认谈判,经过三轮四个阶段的紧张工作,至1996年10月底双方就所有需确认的问题达成一致意见。1996年11月11日,广西壮族自治区政府与法国该电力公司在北京进行了特许权

协议的草签,同时经国家发展计划委员会批准,广西壮族自治区政府向法国该电力公司颁发了中标通知书。

4. 审批及完成融资阶段

项目特许权协议草签后,广西壮族自治区政府随即将草签的特许权协议正式报请国家发展计划委员会批复,经报请国务院批准,国家发展计划委员会于1997年3月25日正式批复了项目特许权协议。在此基础上,中标人法国电力公司先后完成了项目初步设计、建设合同、营运维护合同、保险协议、融资协议的签署。同时,对外贸易经济合作部批准了项目公司的章程,完成项目公司的注册成立工作,1997年9月3日,广西壮族自治区政府与项目公司在北京正式签署了特许权协议,时任国务院副总理邹家华出席了签字仪式,特许权协议的正式签署,意味着项目特许权协议正式生效,特许期开始并正式开工。

(三) 竞争性招标的成功之处

项目自1995年8月正式推向国际投资市场公开招标后,不仅得到了我国政府有关部门的大力支持,同时也得到了国际投资市场和国际金融市场的广泛关注,1995年该项目被海外誉为世界十大BOT项目之一,1996年特许权协议草签后,该项目又被《亚洲金融》杂志评为1996年亚洲最佳融资项目。该项目的国际招标工作是成功的,主要表现在以下几个方面:

1. 招标工作安排紧凑,用时较短

项目自1995年5月国家发展计划委员会正式批准进行BOT投资方式试点至1997年9月项目特许权协议正式签字生效后进入开工阶段,历时2年零4个月。在两年多的时间内完成一个总投资额超过6亿美元的项目的招标及全部融资工作,这在国内外同类利用外资项目上是没有先例的,与国内其他形式的大型投资项目相比也算快的。相对较短的招标时间,在一定程度上减少了政府和项目投资人的前期开发费用。

2. 注重上网电价,走出回报率误区

项目招标文件规定,上网电价水平、结构及走势占评标分数的60%。即在技术、法律、商务、融资等方面满足招标文件的前提下,引进竞争机制,让投标人就上网电价进行竞争。广西壮族自治区政府不与投标人在回报率高低上讨价还价,改变了以往外商投资电厂谈判中先谈回报率,并由投资成本加一定回报率确定上网电价的做法。在项目建设和经营过程中,如果项目公司加强科学管理,降低投资成本和经营成本,则可获得比预期还高的回报率,否则会达不到预期的回报率,较好地体现了谁投资、谁收益、谁承担风险的原则。

3. 充分体现竞争,电价较低

采用国际性竞争招标方式选择境外项目投资者,外商踊跃参与,通过激烈

竞争,项目上网电价较低,再加上销售增值税,营运第一年为0.468元人民币/千瓦时,在营运期15年内的水平电价为0.460元人民币/千瓦时。而据对东南亚一些国家BOT电力项目和外商独资开发电力项目的调查,一般水平电价都在6~7美分之间。同时,与国内同等规模的中外合资、外商独资电厂相比,其电价也很有竞争性,且营运期限还少5年左右。

4. 政策公开透明,外商放心

项目的国际招标,做到了BOT政策公开,招标程序公开,特许权协议内容公开,评标标准公开,谈判程序公开等,对外商普遍关心的问题也都有明确的答复,同时做到了对各投标人一视同仁。由于整个招标过程公开、公正、公平,不仅有力地促进了国外投资人的积极参与,同时也为政府创立了良好的形象,为政府今后其他类似项目的招标打下了良好的基础。

5. 特许权协议全面、严谨,有利于各方参与

项目的特许权协议包括协议正文及购电协议,燃料供应与运输协议,仲裁协议等24个附件,协议的拟定既遵循了国际惯例,同时又与中国国情相结合。在合理分担风险基础上既保护了政府利益,也兼顾了投资人及贷款人的利益,有关各方的权利和义务在协议中得到了充分的体现和落实,同时整个协议又具有较强的可操作性。此外,项目特许权协议中的主要条款与其他国家类似项目的协议条款相比对政府及广大消费者更为有利。

本章小结

1. 项目贷款是为某一特定的工程项目而发放的以项目本身预期的现金流量和经济效益为主要放款依据,并以项目资产和项目相关参与人的合同义务等为还款保证的一种中长期国际信贷方式。其中,工程项目是指一项复杂的,具有相当规模 and 价值的,有一定技术含量和明确目标的一次任务或工作。20世纪80年代初兴起的项目贷款与传统的贷款方式不同,它具有项目导向、有限追索权、风险分担、融资结构多样化、融资成本高等特点。

2. 项目贷款方式中,贷款人是以该项目未来的预期收益、与项目相关的资产和相关的当事人的担保作为发放贷款的主要依据。其中,涉及到的相关当事人有项目发起人、外国合伙人、设备供应商、项目产品的购买人或项目设施的用户等。

3. 由于项目贷款的周期长,影响项目按期完工和项目经营效益的因素很多,因此,贷款人在决定对项目提供贷款前,需要对与项目相关的各方面的因素进行可行性分析。主要是从宏观经济环境、项目的经济可行性和投资收益

三方面进行分析。

4. 项目贷款的筹资途径具有多样性,包括政府贷款、出口信贷、世界银行及其附属机构贷款、商业银行贷款和发行债券等方式。

5. 一个项目尽管有了严密的可行性研究与规划,贷款人仍然担心由于不可预料的原因,贷款不能按期收回,这必然要涉及该项目所面临的风险及风险管理问题。项目贷款风险包括项目建设阶段的风险和营运阶段的风险等。对不同的风险所采取的防范措施也不尽相同,但主要还是通过事先签订合同协议或担保协议的方法来进行。

6. BOT 融资在我国又称“特许权协议”,目前世界上已经有许多利用 BOT 方式获得资金来对本国的一些特定的工程项目进行建设的成功例子,如英国的北海油田的开发等。

关键词汇

无追索权 Non-recourse 有限追索权 Limited-recourse

主办单位 Sponsor 项目单位 Project Entity

贷款人 Lender 设备供应商 Supplier

托管人 Trustee 可行性分析 Feasibility Study

经济可行性 Economic Viability 担保协议 Guarantee Agreement

“建设—经营—转让” BOT(Build-Operate-Transfer)

外商直接投资 FDI(Foreign Direct Investment)

本章思考题

1. 项目贷款与传统的国际贷款方式相比具有哪些特点?
2. 对于某一特定项目,我们应该从哪些方面进行可行性分析?
3. 简述合同担保在项目贷款风险管理中的重要性。
4. 项目贷款的筹资途径有哪些?
5. 结合实例简述我国发展 BOT 融资方式的必要性及现实意义。

参 考 文 献

- 1 陈雨露. 国际金融. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
- 2 陈湛匀, 范卫尧. 国际金融实务和案例. 上海: 华东化工学院出版社, 1992
- 3 程祖伟等. 国际贸易结算与信贷. 北京: 中国人民大学出版社, 2001
- 4 [韩]崔永美, 朴明根. 现代信托典当与租赁论. 大连: 东北财经大学出版社, 1996
- 5 段文斌等. 现代期货市场学. 北京: 经济管理出版社, 2003
- 6 窦详胜. 国际收支调节与国际储备需求的经济分析. 财经研究, 2002(3)
- 7 杜金富. 金融市场学. 大连: 东北财经大学出版社, 2000
- 8 刘明康. 2002~2003 年国际金融报告. 北京: 经济科学出版社, 2003
- 9 刘舒年. 国际金融. 北京: 中国人民大学出版社, 2000
- 10 刘舒年. 国际信贷. 成都: 西南财经大学出版社, 1998
- 11 刘思跃等. 国际金融. 武汉: 武汉大学出版社, 2002
- 12 刘圆. 金融市场学. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2002
- 13 刘玉操. 国际金融实务. 大连: 东北财经大学出版社, 2001
- 14 金三林. 外汇储备激增背景下的人民币的汇率选择研究. 中国经济时报, 2005-04-25
- 15 龚维新. 国际融资. 上海: 立信会计出版社, 1997
- 16 郭华伟, 邓祥康. 我国外汇储备适度性的思考. 经济参考报, 2005-05-21
- 17 韩玉珍. 国际金融. 北京: 首都经济贸易大学出版社, 2002
- 18 黄泽民. 浮动汇率制与金融政策. 上海: 上海人民出版社, 1997
- 19 华民. 国民经济学. 上海: 复旦大学出版社, 1998
- 20 何泽荣. 中国国际收支研究. 成都: 西南财经大学出版社, 1998
- 21 姜波克, 陆前进. 国际金融学. 上海: 上海人民出版社, 2003
- 22 姜波克. 国际金融新编. 上海: 复旦大学出版社, 2001
- 23 姜波克. 国际金融学. 北京: 高等教育出版社, 1999
- 24 姜凌. 当代国际货币体系与南北货币金融关系. 成都: 西南财经大学出版社, 2003
- 25 江时学. 阿根廷债务危机评析及启示. 国际金融研究, 2002(2)
- 26 康灿华. 国际金融学. 北京: 企业管理出版社, 1995
- 27 马君潞. 国际金融. 成都: 四川人民出版社, 2000
- 28 黎孝先. 国际贸易与国际金融. 北京: 中国人民大学出版社, 1997
- 29 梅德平. 国际金融学. 北京: 中国经济出版社, 2004

- 30 穆怀朋. 国际金融. 北京: 中国金融出版社, 1999
- 31 钱荣□. 国际金融. 成都: 四川人民出版社, 2000
- 32 潘淑娟. 国际信贷——理论、实务、国际惯例与法律. 北京: 中国金融出版社, 2003
- 33 苏清斌, 杨前进. 发展中国家国际储备的增加——现状与原因分析. [J] 市场周刊, 2004
- 34 孙卫星, 刘振林. 影响中国国际储备规模因素的实证分析. [J] 江西教育学院学报, 2003
- 35 桑百川, 郑建明. 国际资本流动: 新趋势与对策. 北京: 对外经贸大学出版社, 2003
- 36 邵学言. 国际金融. 广州: 中山大学出版社, 2004
- 37 王淑敏, 陆世敏. 金融信托与租赁. 北京: 中国金融出版社, 2002
- 38 武剑. 我国外汇储备规模的分析与界定. [J] 经济研究, 1998(6)
- 39 奚君羊. 国际储备研究. [M] 北京: 中国金融出版社, 1998
- 40 叶永刚. 衍生金融工具概论. 武汉: 武汉大学出版社, 2000
- 41 杨柳勇. 国际收支机构研究——理论模式、国际比较及对中国现实的分析. 北京: 中国金融出版社, 2003
- 42 易刚, 方星海. 东南亚国家和墨西哥危机对中国的启示. 财贸经济, 1998(1)
- 43 余永定. 美元汇率走势分析. 中国证券报, 2002-08-03
- 44 余永定. 2004 年世界经济将保持良好的增长势头. 国际经济评论, 2004(2)
- 45 诸贵昌. 中国国际储备的分析与研究. [J] 国际金融研究, 2005(5)
- 46 钟伟. 资本浪潮——金融资本全球化论纲. 北京: 中国财政经济出版社, 2000
- 47 钟伟. 当代西方金融系统内在脆弱性及其防范理论. 金融体制改革, 1998(1)
- 48 朱淑珍. 国际金融: 理论·应用·创新. 上海: 东华大学出版社, 2002
- 49 张旭明, 刘则福. 项目融资理论与实务. 北京: 中国经济出版社, 1999
- 50 赵华. 工程项目融资. 北京: 人民交通出版社, 2004
- 51 朱叶. 国际金融管理学. 上海: 复旦大学出版社, 2003
- 52 张莲英, 雷秋惠, 王未卿. 国际金融教程. 北京: 经济管理出版社, 2003
- 53 左柏云, 陈得恒. 国际金融. 北京: 中国金融出版社, 2003
- 54 赵锡峥. 外汇交易指南. 成都: 四川人民出版社, 1994
- 55 夏德仁. 金融市场学. 大连: 东北财经大学出版社, 2002
- 56 钟伟. 当代西方金融系统内在脆弱性及其防范理论. 金融体制改革, 1998(1)
- 57 [美] 彼得·纽曼, 默里·米尔盖特 [英] 约翰·伊特韦尔. 新帕尔·格雷夫货币金融大词典. 北京: 经济科学出版社, 2000
- 58 [美] J. 奥林·戈莱比. 国际金融市场. 北京: 中国人民大学出版社, 1998
- 59 弗兰克·J. 法伯兹, 弗郎哥·莫迪里阿尼. 金融市场与金融机构通论. 大连: 东北财经大学出版社, 2000
- 60 兹维·博迪等. 投资学精要. 北京: 中国人民大学出版社, 2003
- 61 乔治·考夫曼. 现代金融体系——货币、市场和金融机构. 北京: 经济科学出版

社 2001

62 中国人民银行网站

63 国际金融统计月报 ,IMF 2004(3)

64 国家外汇管理局网站

65 美国商务部. Weekly Commentary on Economic and Financial Development. Dec. 1-5. 2003

66 Richard. M. Lerich. 国际金融市场——价格与政策. 北京 机械工业出版社 2003

67 Jeff. Madura . 金融市场与金融机构. 北京 中信出版社 2004

68 Jeff. Madura. International Financial Management. 北京 机械工业出版社 ,1998

69 IMF :World Economic Outlook 2003 Sep. Chapter1 ,P. 24

70 Maureen Burton ,Reynold Nesiba ,Ray Lombra. 金融市场与金融机构导论. 北京 清华大学出版社 2004

71 David. K. Eiteman ,Arthur I. Stonhill and Michael. Moffett. Multinational Business Finance(Ninth Edition). Addison-wesley Publish Company ,Inc. 2001

72 World Gold Council(世界黄金协会)2004 年 3 月

73 WTO :World Trade Report 2003 p. XV

74 The Institute of International Finance (IFF) ,Washington DC Sep. 18 2002

后 记

本书是由武汉理工大学经济学院国际金融课程组的多位教师共同参与编写的。这些教师具有多年讲授国际金融课程的第一线教学经验,了解国内外流行的同类教材的体系和主要观点。本书以近几年课程组教学研讨和精品课程建设的成果为基础,经过一年半的努力,反复修改,终于完成编写。我们希望通过向读者奉献的是一本体系新颖、难度适中、适应面宽泛的教材。

本书由王仁祥设计和提出编写大纲,由王仁祥和胡国晖对全书进行统稿。各章的编写者依次为:余海峰编写第1章和第8章;沈蕾编写第2章和第3章;曾玲玲编写第4章和第5章;周玉荣编写第6章和第7章;方建珍编写第9章;肖才林编写第10章和第15章;胡国晖编写第11章和第12章;许黎惠编写第13章和第14章;刘华编写第16章和第17章。此外,在编写过程中,程军、董志涛和刘志立三位研究生帮助进行了部分章节的资料收集,在此表示感谢。

由于我们水平有限,书中疏漏和错误之处在所难免,恳请专家学者和广大读者惠予指正。本书在编写过程中参考了大量资料,我们对其作者深表谢意,同时对给予我们大力支持和帮助的武汉理工大学出版社的领导和编辑一并致谢!

编 者

2005年10月

敬爱的读者：

您好！

在您阅读了我社出版的_____一书以后,请对本书质量给予综合评价并指出其不足。请填写“图书质量信息卡”,并及时将意见反馈给我社,以便提高图书质量,更好地为您和广大读者服务。

武汉理工大学出版社

地址 湖北省武汉市武昌珞狮路 122 号

电话 (027) 87395053 邮编 430070

联系人 崔庆喜

http ://www. techbook. com. cn

E-mail wutpcqx@ 163. com

wutpcqx@ tom. com

后
记

图 书 质 量 信 息 卡

书 名：

作 者：

责任编辑：

图 书 质 量	(请在 栏中 打○)	优质品	良好品	合格品	不合格品
内 容 质 量					
编 校 质 量					
装帧设计质量					
印 刷 质 量					

书 中 差 错		
页 码	错 误	改 正