

现代国际商务丛书

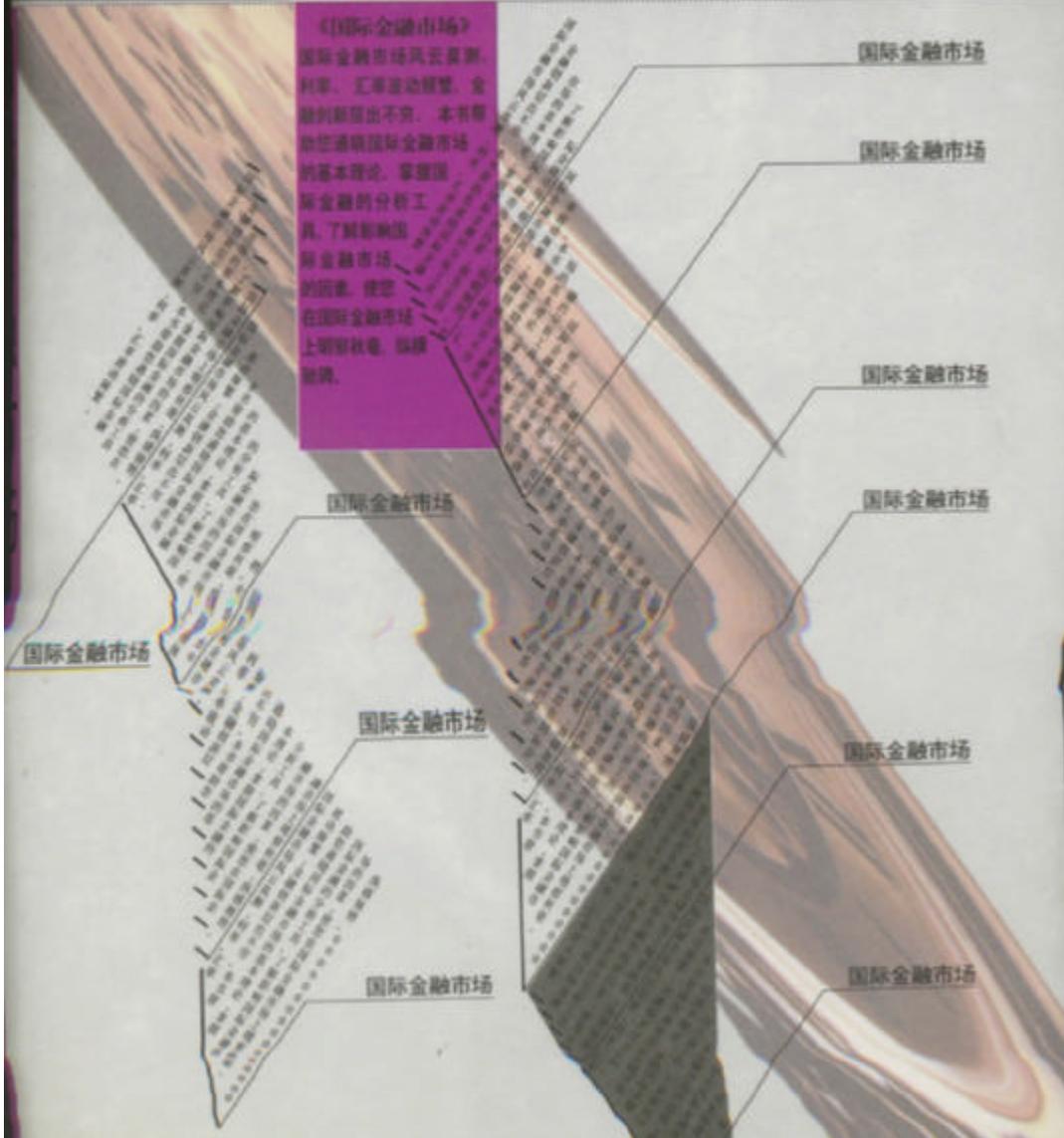
洪银兴 张二震 | 主编

国际金融市场

孙克强 著

《国际金融市场》

国际金融市场风云变幻，利率、汇率波动频繁，金融创新层出不穷，本书帮助您透彻了解国际金融市场的基本理论，掌握国际金融的分析工具，了解影响国际金融市场的重要因素，使您在国际金融市场上明察秋毫，纵横捭阖。



中国计量出版社

国际金融市场 现代国际商务丛书

第一章 国际货币制度与汇率制度

国际金融市场，一方面是国际金融领域的一个组成部分，另一方面其运行机制等又与国际金融领域其他组成部分相互依存、相互制约。因此，要深入地理解国际金融市场方面的有关概念、内容和方法，必须对整个国际金融领域的所有内容有一个总的了解。

一、国际货币体系的演变

随着社会分工的不断深化，生产力发展水平不断提高。商品交换既是经济发展的必然结果，又是进一步促进社会经济发展的必然要求。而商品交换一旦超出一国的范围，就形成了国际贸易。

在国际贸易产生初期，贸易的规模、范围及交换商品的种类很有限，而且很多情形下采取的基本上都是物物直接交换的形式，因此，当时根本不存在对交换商品的计价与结算等问题。随着国际贸易的规模、范围及次数等的不断扩大和增多，客观上产生了对每一批所成交的商品进行计价及交易后进行结算的要求。这样，也就客观地要求一种特殊商品担当国际货币的职能。纵观国际贸易与国际金融的发展历史，国际货币体系大体经历了以下几个发展阶段。

1. 国际金本位制度

第一次世界大战以前，资本主义各国普遍实行金本位制。在金本位制度下，各国对本国的货币单位都规定了含金量。国际货币兑换以货币的含金量为基础，黄金作为国际支付手段和流通手段而被各国普遍接受，从而使金本位制度具有国际货币制度的性质。

国际金本位制度按照货币与黄金的联系程度不同，可分为金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制。

(1) 金币本位制。

金币本位制是 19 世纪末 20 世纪初资本主义各国普遍实行的一种货币制度。首先在英国实行，到 20 世纪初，资本主义各国都实行了金币本位制，使金币本位制成为国际性的货币制度。

一个国家宣布实行金币本位制，立法规定，它的主要银行和金融机构要按一个固定价格，即法定平价换算特定数量的黄金。这个法定平价表示该国货币单位换算成特定数量的黄金价值。例如，1816 年英国议会法令规定英格兰银行以每盎司 3 英镑 17 先令 9 便士的价格购买黄金，并按每盎司 3 英镑 17 先令 10.5 便士的价格售出黄金，且黄金的成色或纯度是 91.667，由各国中央银行按它们的法定平价来买卖黄金。大多数以略低于法定平价的价格买进黄金，而以略高于平价的价格售出黄金。法定平价与黄金买卖平价之间的差价是手续费。

由各国承诺把它们的货币钉住黄金而产生的是钉住汇率制度。例如，英国英格兰银行以一盎司 3 英镑 17 先令 10.5 便士价格买卖黄金，美国财政部以一盎司 20.67 美元平价买卖黄金，那么，1 英镑的美元价格就等于 4.865 美元。

金币本位制的特点是：金币可以自由铸造；价值符号可以与金币自由兑换；黄金可以自由输出入。

金币本位制是国际货币制度中一种比较稳健的货币制度。

在金币本位制度下，各国通货相对稳定，对于促进资本主义经济的发展起到了重要作用。

(2) 金块本位制。

第一次世界大战时期，各帝国主义国家为准备战争，加紧对国内外黄金

的掠夺以及银行券的大量发行，使金币本位制运转机制受到破坏。一次世界大战改变了世界经济及政治面貌。战后，一些国家出现了严重的通货膨胀。这一时期中，货币币值起伏不定，汇率变化无常，许多国家呼吁恢复金币本位制，但资本主义各国已经无力恢复金币本位制，主要资本主义国家相继建立起金块本位制。

金块本位制是以黄金作为准备金，以有法定含金量的价值符号作为流通手段的一种货币制度。黄金只作为货币发行的准备金集中于中央银行，而不再铸造金币和实行金币流通。流通中的货币完全由银行券等价值符号代替，银行券可以在一定数额上按含金量与黄金兑换。中央银行保持一定数量的黄金储备，以维持黄金与货币之间的联系。在金块本位制度下，金币的铸造和流通以及黄金的自由输出入已被禁止，黄金已不可能发挥自动调节货币供求和稳定汇率的作用，从而使金块本位制失去了稳定的基础。因此，金块本位制度实际上是一种残缺不全的金本位制度。

（3）金汇兑本位制。

20 世纪 30 年代初期的金融市场危机对于银行产生了巨大的支付压力，继而许多银行破产倒闭，一些国家先后放弃金块本位制。

实行金汇兑本位制的国家，对货币只规定法定含金量，禁止金币的铸造和流通。国内实行纸币流通，纸币不能与黄金兑换，而只能兑换外汇，外汇可以在国外兑换黄金。本国货币与某一实行金块本位制或金本位制国家的货币保持固定汇价，以存放外汇资产作为准备金，以备随时出售外汇。

在金汇兑本位制度下，国家虽规定了货币的含金量，但流通中的货币是不能与黄金保持兑换的纸币，黄金已不能发挥自发地调节货币流通的作用，使货币流通失去了调节机制和稳定的基础，从而削弱了货币制度的稳定性。因为，如果纸币流通量超过了流通对货币的需要量，就会发生货币贬值。假如国家为弥补财政赤字而大量发行纸币，就会引起通货膨胀，导致物价上涨，影响经济的发展。而实行金汇兑本位制度的国家，其货币与某大国货币保持固定比价，其对外贸易和金融政策又必然受到与之相联系国家的货币政策的影响与控制。因此，金汇兑本位制度，是一种削弱了的极不稳定的金本位制度。

2. 布雷顿森林货币体系

第二次世界大战以前，资本主义国家普遍实行过金本位制度。在经历了第一次世界大战和 1929—1933 年的世界性经济危机以后，金本位制度已经成为历史的陈迹。由于各国普遍实行了纸币流通制度，国际货币体系失去了统一的稳定的基础。各国货币集团的建立和外汇管理的加强，使国际货币金融关系更加剧烈动荡，妨碍了国际贸易和世界经济的发展。因此，战后有必要建立一个统一的国际货币制度，加强国际经济合作，改变国际金融领域动荡不定的局面。

1944 年 7 月 1 日，在美国的新罕布什尔州布雷顿森林召开了有 44 国参加的联合国国际货币金融会议，会议通过了《国际货币基金组织协定》和《国际复兴开发银行协定》，即所谓“布雷顿森林协定”。并且在协定的基础上建立了战后资本主义世界货币体系，即布雷顿森林货币体系。

布雷顿森林货币体系的主要内容是：建立会员国货币平价和确立固定汇

率制，即所谓美元与黄金挂钩、其他货币与美元挂钩的原则。所谓美元与黄金挂钩，是说国际货币基金组织成员国必须确认美国政府在 1934 年规定的 35 美元合 1 盎司的黄金官价，并把这一官价作为国际货币制度的基础。美国政府承担各国政府或中央银行按这一黄金官价用美元向美国兑换黄金的义务，各国政府要协同美国政府进行干预。其他货币与美元挂钩，是指各会员国的货币必须与美元保持固定比价。美国政府根据 35 美元 1 盎司黄金的官价，规定美元的含金量为 0.88671 克纯金，各会员国货币对美元的汇率按各自货币的含金量与美元确定固定比价，或者直接规定与美元的固定比价，并不得轻易改变。如果货币含金量的变动超过 10%，必须得到货币基金组织的批准。各国政府之间在进行即期外汇买卖和黄金交易时，汇率和金价变动幅度不得超过法定汇率和黄金官价的上下各 1% 的范围。各国政府有义务干预金融市场的外汇行市和黄金价格，以保持汇率和金价稳定。

布雷顿森林货币体系的双挂钩原则，使美元等同于黄金，充当了黄金的代表或等价物。各国货币不能直接兑换黄金，而只能通过美元间接地与黄金挂钩，从而确立了美元在国际货币制度中的中心地位。在这一货币制度下，资本主义世界各国都用美元代替黄金作为清偿对外贸易逆差和对外债务的主要国际支付手段。许多国家用美元作为主要的外汇储备，有些国家还用美元代替黄金作为发行纸币的准备。因此，二次世界大战后的国际货币制度实际上是一种美元本位制。有的称黄金—美元本位制，或美元—黄金本位制。

维持布雷顿森林货币体制有效运转的机制主要包括：（1）汇率机制。布雷顿森林货币体系所确定的美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩的原则，是维持这一货币体系正常运转的机制。维持这一货币体系的正常运转，保持货币汇率的稳定，首先，黄金价格必须保持 35 美元 1 盎司的官价不变，使美元的金平价稳定在 1 美元 = 0.88671 克纯金的水平上。第二，各国货币与美元的比价必须保持相对稳定，即汇率波动的幅度不得超过官定汇率上下各 1% 的范围，并在这个限度之内进行波动。如果汇率波动超过这一限度，该国政府或中央银行要以抛出或购进的方式进行干预。例如，英镑对美元的汇率为 1 英镑 = 4.03 美元，英镑汇率波动幅度应为 ± 0.0403 美元。就是说英镑汇率上涨不能超过 1 英镑 = 4.0703 美元，如果汇率超过上限，英政府必须抛售英镑购买美元，促使汇率下降；如果汇率下跌低于下限，必须抛售美元，收进英镑，促使汇率上浮。可见，在布雷顿森林货币体系中，稳定汇率的机制，不是黄金的自由输出输入，而是各国中央银行干预能力，首先是美国的干预能力，即黄金外汇储备的状况。（2）国际货币组织。为使战后成立起来的布雷顿森林货币体系得以正常运转和保持汇率的稳定，根据 1944 年布雷顿森林协定，于 1945 年 12 月 27 日建立了国际货币基金组织。该组织主要宗旨是：为成员国在国际货币问题上进行磋商与协作，提供所需要的机构，促进国际货币合作；促进国际贸易的均衡发展，借此达到高水平的就业与实际收入，扩大生产能力；促进汇率稳定，避免竞争性的货币贬值；建立一项多边支付和汇兑制度，设法消除对世界贸易发展形成障碍的外汇管制；在临时性基础上和有保障的前提下，为成员国提供资金融通便利，纠正国际收支不平衡，争取缩短和减轻国际收支不平衡的时间和程度。

为了使各成员国的国际收支得到改善，以保持汇率的稳定，货币基金组织向成员国提供贷款以支持成员国的经济发展。国际货币基金组织从 1947 年 3 月 1 日开始，也办理金融业务，向成员国发放普通贷款，以解决暂时性

国际收支逆差。基金组织所发放的各类贷款，与各国在基金组织所缴纳的股份有联系，如普通贷款的最高累计额为会员国所缴纳份额的 125%，在 25% 的限度内，可以自动提取。

布雷顿森林货币体系是在美国经济实力雄厚、国际收支大量顺差、黄金储备比较充足的条件下建立起来的。二次世界大战期间，美国经济力量得到了新的增强。战后初期美国对外贸易和资本输出都比战前有了巨大增长，国际收支连年顺差，黄金储备由 1937 年的 127.90 亿美元，增加到 1949 年的 245.63 亿美元，拥有当时资本主义世界黄金储备总量的 71.2%。而西欧和日本在战争中受到严重创伤，面临着物资匮乏、资金短缺、物价上涨、通货膨胀严重的局面。它们为了恢复和发展本国经济，大量利用美国的资金和技术，对美贸易收支发生巨额逆差，但又无法通过商品和劳务输出获得足够的美元。

由于资本主义经济发展不平衡规律的作用，50 年代以来，美国经济力量相对下降和国际收支持续逆差，从根本上动摇了国际货币体系的基础，从而导致布雷顿森林货币体系崩溃。

以美元为中心的国际货币体系瓦解以后，日本、意大利、瑞士、英国等国纷纷宣布放弃与美元的固定比价，改为浮动汇率。特别是经过几次美元贬值，企图挽救美元的地位的行动失败以后，资本主义各国从各自的利益出发，不再与美元保持固定比价，实行联合浮动。

3. 牙买加货币体系

布雷顿森林货币体系崩溃以后，各国普遍实行了浮动汇率。汇率的变动由外汇市场的供求情况自行决定涨落，进而加剧了国际金融市场的动荡与混乱。许多国家为避免美元汇率变动对美元外汇储备所产生的影响，开始实行储备货币多元化，将美元外汇储备分别转换成联邦德国马克、瑞士法郎和日元等货币，以便各种储备货币汇率涨落可以互相抵消，从而达到保持外汇储备的购买力，稳定外汇储备价值的目的。

以美元为中心的国际货币制度解体以后，美元虽然失去了作为国际货币制度中心地位的作用，但这并不意味着美元的影响和作用完全消失。美元长期以来作为二战后国际货币制度的中心货币，在国际结算和国际支付中充当国际间的主要支付手段。同时，美国所处的经济大国地位，使美元继续发挥着重要作用，西欧和日本等国的经济实力虽然增强，但还不具备取代美元地位的力量。美国也不甘心让美元的霸权地位和影响消失下去，必然要采取各种措施继续保持着美元在国际金融领域的地位和影响，从而加剧了主要资本主义国家在国际货币领域里的激烈争夺，使国际货币金融关系更加复杂化。

1976 年 1 月，国际货币基金组织在牙买加首都金斯敦举行会议，就许多有关国际货币制度的问题达成协议，并建议修改国际货币基金协定的条款。1976 年 4 月，国际货币基金组织理事会通过了基金协定修改草案，并送交各成员国国家完成立法批准手续。1978 年 4 月 1 日，修改后的国际货币基金协定正式生效。由于这个协定是牙买加会议的产物，所以称为“牙买加协定”。国际上把牙买加协定后的国际货币体系称为“牙买加货币体系”。

牙买加协定的主要内容是：

(1) 增加成员国的基金份额。国际货币基金组织成员国的基金份额，从

原来的 292 亿特别提款权增加到 390 亿特别提款权，即增加 33.6%。各成员国基金份额的比重有所升降。石油输出国的比重由 5% 提高到 10%，联邦德国和日本也有所增加，其他西方工业国家都有所下降。

(2) 承认了浮动汇率合法化。1973 年美元危机以后，西方国家普遍实行了浮动汇率制度，几年后已成事实，而又无条件恢复固定汇率制度，因此，国际货币基金组织只好使它合法化。修改后的基金协定规定，成员国可以自行选择汇率制度，事实上承认固定汇率制度与浮动汇率制度并存。

(3) 降低了黄金在国际货币体系中的作用。新条款废除了原协定中所有的黄金条款，割断了黄金与货币的联系，黄金不再作为各国货币定值的标准。废除黄金官价，成员国之间可以在自由市场上买卖黄金。

(4) 规定特别提款权作为主要国际储备资产。新协定规定，特别提款权可以作为各国货币定值的标准，可以供参加这种帐户的国家用来清偿对基金组织的债务，也可以特别提款权进行借贷。

(5) 扩大对发展中国家的资金融通。用按市场价格出售 1/6 的黄金超过官价的收益部分，设立一笔信托基金，向最不发达的发展中国家以优惠条件提供援助，帮助其解决国际收支问题；扩大基金信用贷款的额度，由占成员国份额的 100% 增加到 145%；增加基金“出口波动补偿贷款”的数量，由占成员国份额的 50% 提高到 75%。

严格地说，国际货币基金组织的牙买加协定，对于国际货币制度并没有进行根本性改革，而只是一个变革的起点。

4. 特别提款权

(1) 创立和作用。特别提款权是国际货币基金组织创设的一种储备资产和记帐单位，亦称“纸黄金”。它是基金组织分配给会员国的一种使用资金的权利。会员国在发生国际收支逆差时，可用它向基金组织指定的其他会员国换取外汇，以偿付国际收支逆差或偿还基金组织的贷款，还可与黄金、自由兑换货币一样充当国际储备。但由于其只是一种记帐单位，不是真正货币，使用时必须先换成其他货币，不能直接用于贸易或非贸易的支付。因为它是国际货币基金组织原有的普通提款权以外的一种补充，所以称为特别提款权 (SDR)。

特别提款权的创立经过了一个长时间的酝酿过程。60 年代初爆发的美元第一次危机，暴露出以美元为中心的布雷顿森林货币体系的重大缺陷，使越来越多的人认识到，以一国货币为支柱的国际货币体系是不可能保持长期稳定的。从 60 年代中期起，改革二战后建立的国际货币体系被提上了议事日程。以美英为一方，为了挽救美元、英镑日益衰落的地位，防止黄金进一步流失，补偿美元、英镑、黄金的不足，适应世界贸易发展的需要。而以法国为首的西欧六国则认为，不是国际流通手段不足，而是“美元泛滥”，通货过剩。因此强调美国应消除它的国际收支逆差，并极力反对创设新的储备货币，主张建立一种以黄金为基础的储备货币单位，以代替美元与英镑。1964 年 4 月，比利时提出了一种折衷方案：增加各国向基金组织的自动提款权，而不是另创新储备货币来解决可能出现的国际流通手段不足的问题。基金组织中的“十国集团”采纳了这一接近于美、英的比利时方案，并在 1967 年 9 月基金组织年会上获得通过。1968 年 3 月，由“十国集团”提出了特别提款

权的正式方案。但由于法国拒绝签字而被搁置起来。美元危机迫使美国政府宣布美元停止兑换黄金后，美元再也不能独立作为国际储备货币，而此时其他国家的货币又都不具备作为国际储备货币的条件。这样就出现了一种危机，若不能增加国际储备货币或国际流通手段，就会影响世界贸易的发展。于是，提供补充的储备货币或流通手段就成了基金组织最紧迫的任务。因此，基金组织在 1969 年的年会上正式通过了“十国集团”提出的储备货币方案。

(2) 分配和用途。按国际货币基金组织协定的规定，基金组织的会员国都可以自愿参加特别提款权的分配，成为特别提款帐户参加国。会员国也可不参加，参加后如要退出，只需事先以书面通知，就可随时退出。

基金组织规定，每 5 年为一个分配特别提款权的基本期。第 24 届基金年会决定了第一次分配期，即自 1970 年至 1972 年，发行 95 亿特别提款单位，按会员国所摊付的基金份额的比例进行分配，份额越大，分配得越多。这次工业国共分得 69.97 亿，占总额的 74.05%。其中美国分得最多，为 22.94 亿，占总额的 24.63%。这种分配方法使急需资金的发展中国家分得最少，而发达国家则分得大部分。发展中国家对此非常不满，一直要求改变这种不公正的分配方法，要求把特别提款权与援助联系起来，并要求增加它们在基金组织中的份额，以便可多分得一些特别提款权。

特别提款权的用途是：参加国分得特别提款权以后，即列为本国储备资产，如果发生国际收支逆差即可动用。使用特别提款权时需通过国际货币基金组织，由它指定一个参加国接受特别提款权，并提供可自由使用的货币，主要是美元、德国马克、法国法郎、日元和英镑。还可以直接用特别提款权偿付国际货币基金组织的贷款和支付利息费用；参加国之间只要双方同意，也可直接使用特别提款权提供和偿还贷款，进行赠予，以及用于远期交易和借款担保等各项金融业务。

特别提款权的利息开始时较低，1970 年间仅为 1.5%，1974 年 6 月起提高到 5%。以后，特别提款权利率的计算方法，大致是根据美、德、日、英、法 5 国金融市场短期利率加权平均计算而得，每季度调整一次。

(3) 特别提款权的定值。特别提款权不是一种有形的货币，它看不见摸不着，而只是一种帐面资产。

特别提款权创立初期，它的价值由含金量决定，当时规定 35 特别提款权单位等于 1 盎司黄金，即与美元等值。1971 年 12 月 18 日，美元第一次贬值，而特别提款权的含金量未动，因此 1 个特别提款权就上升为 1.08571 美元。1973 年 2 月 12 日美元第二次贬值，特别提款权含金量仍未变化，1 个特别提款权再上升为 1.20635 美元。1973 年西方主要国家的货币纷纷与美元脱钩，实行浮动汇率以后，汇价不断发生变化，而特别提款权同美元的比价仍固定在每单位等于 1.20635 美元的水平上，特别提款权对其他货币的比价，都是按美元对其他货币的汇率来套算的，特别提款权完全失去了独立性，引起许多国家不满。20 国委员会主张用一篮子货币作为特别提款权的定值标准，1974 年 7 月，基金组织正式宣布特别提款权与黄金脱钩，改用“一篮子”16 种货币作为定值标准。这 16 种货币包括截至 1972 年的前 5 年中在世界商品和劳务出口总额中占 1% 以上的成员国的货币。除美元外，还有联邦德国马克、日元、英镑、法国法郎、加拿大元、意大利里拉、荷兰盾、比利时法郎、瑞典克朗、澳大利亚元、挪威克郎、丹麦克郎、西班牙比塞塔、南非兰特以及奥地利先令。每天依照外汇行市变化，公布特别提款权的牌价。1976 年 7

月基金组织对“一篮子”中的货币作了调整，去掉丹麦克郎和南非兰特，代之以沙特阿拉伯里亚尔和伊朗里亚尔，对“一篮子”中的货币所占比重也作了适当调整。为了简化特别提款权的定值方法，增强特别提款权的吸引力，1980年9月18日，基金组织又宣布将组成“一篮子”的货币，简化为5种西方国家货币，即美元、联邦德国马克、日元、法国法郎和英镑，它们在特别提款权中所占比重分别为42%、19%、13%、13%、13%。1987年，货币篮子中5种货币权数依次调整为42%、19%、15%、12%、12%。

牙买加协定的签定已经有十几年时间了，它规定的把特别提款权作为主要国际储备资产的目标远未实现。特别提款权在国际储备总额中，1971年占4.5%，1976年下降到2.8%，1982年重新增加到4.8%，十几年来基本上没有什么进展。而外汇在全部国际储备中的比重多年来都高达80%左右，因而在世界储备资产中主要的储备仍然是外汇，其中主要是美元。特别是随着世界经济多元化和区域一体化的不断深入发展，围绕国际金融领域的领导权问题的斗争依然激烈，特别提款权要成为牙买加货币体系的支柱看来不是容易实现的。

5. 欧洲货币体系

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货币体系运转尚好，没有明确提出货币一体化的目标，只是注意到了协调货币金融政策问题。60年代初，布雷顿森林货币体系陷入危机，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。1977年初，联邦德国总统德斯坦建议重新推动经济和货币同盟的计划，并提出先从建立欧洲货币体系着手。同年10月，欧共体主席詹金斯也旧事重提。他们的建议得到共同体大多数成员国的响应。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联盟。1989年6月，欧共体主席德洛尔提出关于欧洲货币联盟的定义是：成员国货币之间的完全的可兑换性；资本自由流动；完善汇率机制；创设欧共体中央银行；统一货币。这一定义逐步为欧共体成员国所接受。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，它为实现欧洲货币联盟制定了一个明确的时间表。在1994年1月1日以前建立欧洲货币协会，作为拟于1999年成立的欧洲统一的中央银行的前身，最终达到由欧洲中央银行统一发行货币。

欧洲货币体系包括三个基本的组成部分，即：欧洲货币单位、固定汇率与浮动汇率相结合的汇率体系、欧洲货币基金。

（1）欧洲货币单位。欧洲货币单位（简称埃居 ECU）是欧洲货币体系的核心。它是以共同体原有的欧洲计算单位为基础创设的，因此欧洲货币单位的组成和价值同原来的欧洲计算单位，是一个货币“篮子”，由德国马克、法国法郎、英镑、意大利里拉、荷兰盾、比利时法郎、卢森堡法郎、丹麦克

郎、爱尔兰镑、希腊德拉克马、西班牙比塞塔和葡萄牙埃斯库多等欧共同体成员 12 种货币组成，是一种没有现钞、没有中央银行而又具有多种货币功能的一种特殊货币。组成欧洲货币单位的每一种货币在欧洲货币单位中所占权重，主要根据各成员国的国民生产总值及其在欧洲共同体内部贸易总额中的比重平均加权计算。权重一般每 5 年调整一次，如果其中一种货币的权重变动超过 25%，或有新的成员货币加入货币篮子时，也可提前调整。欧洲货币单位自创立以来，各种货币的权重调整过 4 次。最近调整的是 1989 年 9 月 21 日，其中德国马克所占权重为 30.1，法国法郎为 19，英镑 13，荷兰盾 9.4，意大利里拉 10.15，比利时法郎 7.6，卢森堡法郎 0.3，丹麦克郎 2.45，爱尔兰镑 1.1，希腊德拉克马为 0.8，西班牙比塞塔 5.3，葡萄牙埃斯库多为 0.8。

欧洲货币单位中有 10 种货币（希腊德拉克马、葡萄牙埃斯库多未加入欧洲货币单位），与欧洲货币单位之间定有中心汇率，每种货币的中心汇率可上下浮动 2.25%，英镑和比塞塔为 $\pm 6\%$ 。当汇率波动幅度接近上下限时，有关国家中央银行有义务进行干预。由于参加欧洲货币体系的 10 个国家经济发展不平衡，成员国货币之间的汇率就会出现高低不同的情况。当一个成员国对另一个成员国的货币汇率不能维持在允许波动幅度内时，它和欧洲货币单位的中心汇率可进行调整。

欧洲货币单位作为欧洲货币体系的核心，具体表现在它的作用上：

第一，欧洲货币单位是成员国货币中心汇率的计算标准。根据欧洲货币单位中各国货币的数额，确定成员国货币与欧洲货币单位的中心汇率，然后计算出各国货币之间的双边中心汇率，形成欧洲货币体系的平价网。

第二，欧洲货币单位是衡量成员国货币强弱的偏离指示器。各成员国货币与欧洲货币单位都有一个中心汇率，实际汇率偏离中心汇率程度，表明该种货币的强弱程度，从而显示有进行干预的必要。

第三，欧洲货币单位是成员国之间业务和信贷活动的结算手段。各成员国政府之间发生的业务往来或中央银行之间发生的借贷活动，都用欧洲货币单位进行结算和清偿。

第四，从发展上看，欧洲货币单位将成为一种国际储备货币。欧共同体计划随着欧洲货币基金的建立，逐步赋予欧洲货币单位一定的储备职能，使它成为共同体成员国的储备货币。而且从长远看，也有可能成为共同体的统一货币。

（2）固定汇率与浮动汇率相结合的汇率体系。稳定成员国货币之间的汇率，是欧洲货币体系的主要目标。为此，欧洲货币实行固定汇率和浮动汇率相结合的制度。成员国货币相互保持可调整的固定汇率，而对第三国货币则实行联合浮动。成员国间的固定汇率是通过规定中心汇率、波动幅度以及必要时对外汇市场的干预来实现的。

由于成员国货币双边汇率背离中心汇率 $\pm 2.25\%$ 要进行干预，各国货币偏离同欧洲货币单位的中心汇率，到一定界限也要进行干预，所以，欧洲货币体系采用了两种干预体系：平价网体系和货币篮体系。这两种干预体系，在准备建立欧洲货币体系的过程中曾引起激烈争论。最后在 1978 年 12 月召开的首脑会议上审查了这两种体系的优缺点，决定同时使用，以平价网体系为主，把货币篮体系作为各种货币偏离程度的早期警报系统或进行干预的基准轴线。

平价网体系的优点，在于一国货币对其他货币汇率的变动一目了然，但

是它不能明确表示偏离中心汇率的两种货币到底是哪一种货币真正出了问题。而在这种情况下，通常主要由弱币国家担负起纠正汇率的责任，因而损失大量外汇储备。货币篮体系的优点在于各国货币的波动是通过欧洲货币单位表示出来，所以，能够看出哪种货币偏离它同欧洲货币单位的中心汇率最远，从而表明哪种货币的问题最大，这种货币的有关当局就必须首先采取措施。而这种货币不一定是弱币，可能是最低的货币，从而避免了平价网体系的弱点。

（3）欧洲货币基金。欧洲货币体系要稳定成员国间货币的汇率，必须建立强大的干预力量，以对付外汇市场上的投机力量。欧共体 1973 年设立欧洲货币合作基金，数额为 28 亿多欧洲计算单位，力量不足，成效不大。欧洲货币基金（EMF）的规模大大扩大了。它集中共同体 9 国黄金、外汇储备的 20% 以及相应数量的各国货币。英国一开始没有加入欧洲货币体系，但英镑是欧洲货币单位的组成部分。1990 年英国宣布加入欧洲货币汇率机制。

二、汇率与汇率制度的基本内容

虽然国际货币与国际货币制度的建立为国际贸易的正常进行提供了一种各国普遍接受的媒介物，但参与国际贸易的各国本国货币与国际货币之间的关系和比例如何，这是应该依次加以解决的。

国际经济交易与国内经济交易不同的地方，是国际经济交易活动所引起的债权债务关系，超出了一国的范围。这些债权债务关系必须通过银行把本国货币转换成外国货币（外汇），或者把外国货币转换成本国货币来了结。

1. 外汇

国际汇兑的简称。可从动态和静态两个方面来理解外汇的概念。从动态意义上讲，外汇是一种过程，即一个国家的货币通过“汇”和“兑”转换成另一个国家的货币，并转移到另一个国家的金融活动。其基本原理是：通过国际信用工具（主要是汇票）的买卖和转帐，将因进出口贸易和其他方面交往所发生的债权债务关系，集中到银行的存款帐户上加以抵消，从而实现国际间的支付。例如，甲公司向乙公司出口一批价值 10 万英镑的农产品，根据双方协议，产品运出后，甲方即开出以乙方为付款人的、票面金额为 10 万英镑的汇票，并把它卖给甲方所在国的对外银行，获取相应数额的本国货币量。对外银行则将汇票等单据寄往乙方所在国的银行，由其向乙方收取 10 万英镑，记入出口方所在国的银行在进口方所在国的银行的存款帐户。可见，从动态角度理解外汇的概念，银行是个关键环节。银行居中作为媒介体，才实现了“汇”和“兑”的过程，国家间的债权债务关系才得到清偿。

从静态意义上讲，外汇是指以外国货币表示的、用于进行国际间结算的手段。按照这一定义，外汇具有两个特点：一是以外币表示的有价凭证；二是在国际收支中可以使用的支付手段。具体包括外币、存放在国外银行的外币存款、在国外能得到偿付的本票、支票、汇票，以及外国的国库券、债券、股票等支付凭证（或称有价证券）。外汇的静态定义所表达的概念比较明确和具体，运用得也很广泛。国际货币基金组织曾对外汇作过如下定义：“外汇是货币行政当局（中央银行、货币机构、外汇平准基金组织及财政部）以银行存款、财政部国库券、长短期政府证券等形式所保有的在国际收支逆差时可以使用的债权”。

从货币兑换的限制程度和国际支付的角度出发，外汇可分为以下三种类型：

（1）自由兑换外汇。是指不需要外汇管理当局批准可以自由兑换成其他国家货币，或者是可以向第三者办理支付的外国货币及支付手段。如美元、英镑、德国马克、日元等货币，以及用这些货币表示的汇票、支票、股票、债券等支付凭证和信用凭证，均为自由外汇。

根据货币基金组织协定第 8 条《会员国的一般义务》规定，一国货币成为自由外汇，必须符合三个条件：A. 对本国国际收支中的经常往来项目（贸易和非贸易的付款）和资金转移不加限制；B. 不采取歧视性的货币措施或多种货币汇率；C. 在另一个会员国要求下，随时有义务购回对方经常项目往来中所结存的本国货币。可自由兑换的货币在国际汇兑结算中被广泛使用，在国际金融市场可自由买卖，并可不受限制地兑换成其他国家的货币。在国际

贸易中，用这些可自由兑换的货币结算的进出口贸易叫现汇贸易。

(2) 有限自由兑换外汇。是指未经货币发行国批准，不能自由兑换成其他货币或对第三者进行支付的外汇。根据国际货币基金组织协定第 14 条规定，对国际性经常往来的付款和资金转移有一定限制的货币均属于有限性的自由兑换的货币。此类货币通常存在一个以上的汇率，外汇交易也常受限制。

(3) 记帐外汇。是指记载在双方指定银行帐户上的外汇，不能兑换成其他货币，也不能对第三者支付。这种外汇也叫清算外汇或双边外汇。

在清算（支付）协定下，两国之间的贸易往来无须逐笔结清。当一方完成一笔进口或出口交易时，两国银行根据协定分别记帐，将交易金额以记帐外汇记在双方指定银行的清算帐户上，到协定的期限再清偿双方债权债务的帐户差额。在国际贸易中，用记帐外汇清算结帐的进出口贸易叫做记帐外汇贸易。

2. 外汇汇率

是两种不同货币相兑换的比率，或者说是一国货币用另一国货币所表示的价格，也就是一个国家的货币兑换成另一个国家的货币时，买进卖出的价格。

一国的外汇汇率是以外国货币表示本国货币的价格，还是用本国货币表示外国货币的价格，这涉及到外汇汇率的标价方法。

(1) 直接标价法。用一定单位的外国货币作为标准，折算成若干单位的外国货币。如 100 美元等于 876.10 元人民币，就是直接标价法。这种标价方法是外国货币的数额不变（一般以 100 为单位计算），折算本国货币的数额根据本币和外币币值对比变化而变动，即外币是常数，本币是变数。如果一定数额的外币比以前换得更多的本国货币，说明本币币值下降，外汇汇率上升；相反，如果一定数额的外汇折合的本币数额比以前减少，则说明本币币值上升，外汇汇率下降，所以，外汇汇率的升降与本国货币对外币价值的高低成反比例变化。

(2) 间接标价法。用一定单位的本国货币作为标准，折算成若干单位的外国货币。例如，伦敦外汇市场上，1 英镑等于 1.4365 美元，便是间接标价法。这种标价方法是保持本国货币的数额不变，外国货币的数额随着本币币值对比变化而变化。如果一定数额的本国货币能兑换的外国货币数额比原来少，说明本国货币币值下降，外汇汇率上升；相反，如果一定数额的本币能兑换的外币数额比原来多，则说明本国货币币值提高，外汇汇率下跌。与直接标价法相反，在间接标价法中，外汇汇率升降与本国货币币值的高低成正比例变化。英国伦敦外汇市场上一直采取间接标价法。美国纽约外汇市场自 1978 年 9 月 1 日起，美元对外国货币（英镑除外）的汇率改用间接标价法。其他国家（包括中国）都采用直接标价法。无论采用哪种标价法，要判断外汇汇率的升降，都应看外币币值变动情况。如果外币变贵，则外汇汇率上涨；如果外币变贱，则外汇汇率下跌。

(3) 美元标价法。第二次世界大战以后，特别是 60 年代欧洲货币市场兴起以来，国际金融市场上的外汇交易量迅猛增长。为便于在国际间进行外汇业务交易，银行间的报价都以美元为标准来表示各国货币的价格，至今已

成习惯。例如，从法国巴黎向瑞士银行询问瑞士法郎的汇率，瑞士银行不是直接报瑞士法郎对法国法郎的汇率，而是报美元对瑞士法郎的汇率。世界各金融中心的国际银行所公布的外汇牌价，都是美元对其他主要货币汇率。非美元货币之间的汇率则通过各自对美元的汇率套算，作为报价的基础。

外汇汇率的种类很多，从不同角度划分，就有各种不同的汇率。

(1) 按制订汇率的方法划分，有基本汇率和套算汇率。A. 基本汇率。各国的货币的种类很多，并各有自己的货币制度。但制定汇率时，必须选择某一国货币作为主要对象。选定这个货币的条件是：本国国际收支使用最多的，外汇储备中占比重大的；同时，又是可以自由兑换，国际上可以普遍接受的货币，称之为关键货币。根据本国货币与这个货币的实际价值对比，制订出对它的比率，这个汇率是基本汇率。美元是国际支付中使用较多的货币，一般来说各国都把美元当作制定汇率的主要货币。因此，常把对美元的汇率作为基本汇率。B. 套算汇率。主要有以下两种含义：a. 由于世界主要外汇市场只公布按美元标价法计算的外汇汇率，而不能直接反映其他货币（如德国马克对瑞士法郎、或意大利里拉对法国法郎）之间的汇率。为了换算出各种货币的汇率，必须通过各货币对美元的汇率进行套算。b. 各国在基本汇率制订出来后（其关键货币大多是美元，但不一定都是美元），对其他国家的货币的汇率，就可以通过这一基本汇率套算出来。

(2) 按国际货币制度的演变，划分为固定汇率与浮动汇率。A. 固定汇率。是指两国货币的比价基本固定，其波动界限在一定幅度之内的一种汇率制度。固定汇率制度又分为以下两种情况：a. 金本位制度下的固定汇率制度。在金本位制度下，金币的含金量是法定汇率的物质基础，黄金输送点是汇率波动的界限，汇率变化的幅度很小，有其自然限制，因而是一种典型的固定汇率制度。b. 纸币流通下的固定汇率制度。第一次世界大战和第二次世界大战之间，汇率是以货币的含金量作为制定汇率的基准，由政府根据不同货币的含金量，规定一国货币同其他货币的比价，通过对外汇市场的干预等措施，把两国汇率的波动限制在一定幅度之内，汇率相对稳定。

B. 浮动汇率。是指一国货币对外国货币的汇率不固定，随着外汇市场上供求变化而自由波动的一种汇率制度。外汇市场上外汇供求数量的多寡成为决定汇率涨跌的主要因素。外汇供过于求时，外汇汇率就会下跌；相反，当外汇供小于求时，外汇汇率就会上涨。汇率的下跌，实质上就是货币贬值。从不同的角度划分，浮动汇率有不同的类型：a. 从政府是否对市场汇率干预来划分，浮动汇率可分为自由浮动汇率与管理浮动汇率两种。自由浮动汇率指政府不加干预，完全随外汇市场的供求变化而自由浮动，又称清洁浮动。管理浮动汇率是指政府为了本国利益，以各种形式间接进行干预，促使汇率朝着有利于本国要求的方向变动，又称肮脏浮动。b. 从是否组成集团来划分，浮动汇率又可分为单独浮动与联合浮动。单独浮动是指一国货币的币值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动而单独浮动；约有 20 个国家实行单独浮动汇率。联合浮动是介于固定汇率与浮动汇率之间的一种混合汇率。参加联合浮动的国家组成集团，集团内货币之间实行固定汇率，规定汇率波动幅度，各有关国家有义务共同维持彼此间汇率的稳定，而对集团外国家的货币则实行联合浮动。欧洲货币体系的汇率机制即为典型的联合浮动制，体系内各成员国货币对欧洲货币单位有固定汇率（称为中心汇率），各成员国根据中心汇率确定各自货币之间的双边中心汇率。一成员

国对其他成员国货币的汇率波动幅度不得超过其中心汇率上下各 2.25% (个别国家可放宽)。对非成员国货币的汇率则实行联合浮动。

(3) 按银行买卖外汇的角度划分, 有买入汇率、卖出汇率、中间汇率和现钞汇率。A. 买入汇率。也称买入价, 即银行向同业或客户买入外汇时所使用的汇率。采用直接标价法, 外币折合本币数较少的那个汇率是买入价; 采用间接标价法时则相反。B. 卖出汇率。也称卖出价, 即银行向同业或客户卖出外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时, 外币折合本币数较多的那个汇率是卖出价; 采用间接标价法时则相反。买入卖出都是从银行买卖外汇的角度来看的, 二者之间有个差价。这个差价是银行买卖外汇的收益, 一般为 1%—5%。银行同业之间买卖外汇时使用的买入汇率和卖出汇率也称同业买卖汇率, 实际上也就是外汇市场买卖价。在正常情况下, 银行同业买卖汇率的差价比银行同一般客户的买卖差价小。C. 中间汇率。这是买入价与卖出价的平均数。西方报刊报道汇率消息时常用中间汇率。套算汇率也用有关货币的中间汇率套算得出。D. 现钞汇率。一般国家都规定, 不允许外币在本国流通, 只有将外币兑换成本国货币, 才能够购买本国的商品和劳务, 因此产生了买卖外币现钞的兑换率。按理买卖外币现钞的兑换率与外汇汇率应该相同, 但因需要把外币现钞运到各发行国去, 由于运送外币现钞要花费一定的运费和保险费, 因此, 银行在收兑外币现钞时的汇率, 要稍低于外汇买入汇率。卖出外币现钞时的汇价和外汇卖出价相同。

(4) 按银行外汇汇付方式, 划分为电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率。A. 电汇汇率。是经营外汇业务的本国银行, 在卖出外汇以后, 即以电报委托其国外分支机构或代理行付款给受款人所使用的一种汇率。在国际金融市场上外汇汇率是极不稳定的, 有时波动幅度很大。因此, 在国际贸易中, 进出口商为避免外汇汇率波动所带来的风险, 在买卖合同中规定使用交付时间最快的电汇方式。银行同业之间买卖外汇或资金划拨也无不使用电汇。由于电汇付款快, 银行无法占用客户资金头寸, 同时, 国际间的电报费用较高, 所以电汇汇率较一般汇率为高。但是, 电汇调拨资金速度快, 能加速国际资金周转, 因此, 电汇在外汇交易中占有很大的比重, 电汇汇率已成为基本汇率, 计算其他各种汇率都以此为基准。B. 信汇汇率。信汇是用银行开具付款委托书, 用信函方式通过邮局, 寄给付款地银行转付收款人的一种汇款方式。付款委托书的邮递需要一定的时间, 银行在这段时间内可以占用客户的资金, 因此, 信汇汇率比电汇汇率低。C. 票汇汇率。是指银行在卖出外汇时, 开立一张由其国外分支机构或代理行付款的汇票交给汇票人, 由其自带或寄往国外取款。和信汇一样, 由于票汇从卖出外汇到支付外汇有一段间隔时间, 银行可以在这段时间内占用客户的头寸, 所以票汇汇率一般比电汇汇率低。票汇有长期票汇与短期票汇之分, 其汇率也不同。长期票汇汇率较短期票汇汇率低, 这是因为银行能更长时间运用客户资金的缘故。

(5) 按外汇交易交割期限划分, 有即期汇率和远期汇率。A. 即期汇率。也叫现汇汇率, 是指买卖外汇双方成交当天或两个营业日以内进行交割的汇率。即期汇率表面上看来似乎是同时支付, 没有风险, 但由于各国清算制度技术上的原因, 只能在一天后才能知道是否已经支付, 因此也承担一种信用风险。又由于亚、欧、美三大洲之间各有 6—8 小时时差, 有时就会遇到营业时间已过问题, 仍可能产生风险。B. 远期汇率。是在未来一定时期交割, 而事先由买卖双方签订合同, 达成协议的汇率。到了交割日期, 由协议双方按

预订的汇率、金额进行钱汇两清。远期外汇买卖是一种预约性交易，是由外汇购买者对外汇资金需要的时间不同，以及为了避免外汇汇率变动风险而引起的。远期外汇的汇率与即期汇率相比是有差额的。这种差额叫远期差价。差额是用升水、贴水或平价来表示。升水是表示远期汇率比即期汇率贵；贴水则表示远期汇率比即期汇率便宜；平价表示两者相等。

(6) 按外汇管理的宽严，划分有官方汇率和市场汇率。A. 官方汇率。是指国家机构（财政部、中央银行或外汇管理当局）公布的汇率，并规定一切外汇交易都按其公布的汇率为准。官方汇率是一国政府对本国货币规定的一种以上的对外汇率，是外汇管制的一种特殊形式。B. 市场汇率。是指在自由外汇市场上买卖外汇的实际汇率。外汇管理较松的国家，官方宣布的汇率往往只起中心汇率作用，实际外汇交易则按市场汇率进行。由于政府有关部门往往运用各种手段进行干预，市场汇率一般不致脱离官方汇率过大。如果过大，政府又无力干预时，就不得不宣布货币贬值或升值。

(7) 按银行营业时间划分，有开盘汇率和收盘汇率。A. 开盘汇率又叫开盘价。是外汇银行在一个营业日刚开始营业，进行外汇买卖时使用的汇率。B. 收盘汇率又称收盘价。是外汇银行在一个营业日的外汇交易终了时使用的汇率。随着外汇交易设备的现代化，世界各金融中心外汇市场的联系更加密切，时差因素也把世界各地外汇市场联接起来。如伦敦外汇市场的营业时间为当地时间 9 时到 17 时，纽约市场的营业时间为格林尼治 14 时到 22 时，香港市场的收盘时间正值伦敦市场的开盘时间，在时差上正好填补了欧美伦敦开市前、纽约收市后的空档。这样，世界各大外汇市场互相影响，一个外汇市场的开盘汇率往往受到上一时区外汇市场收盘汇率的影响，从而发生较大的变化。

各国货币都具有或代表一定的价值。因此，从本质上讲，决定汇率的基础是各国货币价值量的比率。当一国货币具有的或代表的价值变动时，外汇汇率就会发生相应的变动，这也是导致汇率变动诸因素中最实质的一条。货币制度不同，各国货币具有或代表的价值也不同。

(1) 金本位制度下决定汇率的基础。

在第一次世界大战前的 100 多年时间里，资本主义国家一般都采用金本位制。各国货币都规定含金量。各国货币的兑换比率就是依照含金量计算出来的。例如，当时 1 英镑含纯金 7.32238 克，1 美元含纯金 1.50463 克，用英镑的含金量除以美元的含金量： $7.32238 \div 1.50463 = 4.8665$ ，即 1 英镑等于 4.8665 美元。这种比价是两国货币的法定汇率，又称法定平价，也是两国货币兑换的标准。由于外汇供求关系的变化，外汇市场的实际汇率往往环绕法定汇率上下浮动，但在金本位制度下，汇率变动总不会超过一定的限度，这个限度就是黄金输送点。

在金本位制度下，黄金可以自由输出入。因此，如果汇价涨得太高，人们就不愿购买外汇，而直接运送黄金进行清算。但运送黄金是需要种种费用的，如包装费、运费、保险费和运送期间的利息等。假定在英国和美国之间运送一英镑黄金的费用为 0.02 美元，那么法定平价 4.8665 美元加上运费 0.02 美元等于 4.8865 美元，即为美国对英国的黄金输出点。当英镑的汇价高于 4.8865 美元时，美国债务人便觉得购买外汇不合算，而改为直接在美国购买黄金向英国偿还债务，因为此时采用直接运送黄金的方法，偿还 1 英镑的债务只需 4.8865 美元。于是美国的黄金便开始向英国输出。黄金输出的界

限，叫做黄金输出点。法定平价 4.8665 美元减去运送费用 0.02 美元等于 4.8465 美元。如果 1 英镑的汇价跌至 4.8465 美元以下，美国的债权人就会不要外汇，而直接用英镑在英国购买黄金运回美国。因为此时用运送黄金的方法收回 1 英镑债权，至少可得到 4.8465 美元。于是美国开始从英国输入黄金。黄金输入的界限，叫做黄金输入点。因此，在金本位制度下，汇价的波动是以黄金输出点作为上限，黄金输入点作为下限的。它是以平价为中心，在上限与下限的幅度内摇摆。而且因为一国的黄金输出点就是另一国的黄金输入点，在金本位制度下，黄金输送点的变化基本上是稳定的。

第一次世界大战以后，金币的自由兑换和黄金的自由移动遭到破坏，各国被迫相继停止实行金本位制而改行金块本位制和金汇兑本位制。在两种货币制度下，金币已不流通，决定汇率的基础是它们所代表的含金量，即黄金平价之比。1929—1933 年资本主义世界经济大危机爆发后，金本位制便彻底崩溃了，资本主义各国普遍实行了纸币制度。从此以后，汇率波动幅度更大，更不稳定了。

（2）纸币制度下的外汇汇率的决定。

纸币是价值符号，它是金属货币的代表，代表金属货币执行流通手段的职能。因此，纸币所代表的价值是决定外汇汇率的基础。在实行纸币制度时，资本主义国家一般都用法律规定纸币的金平价，即纸币所代表的含金量。从理论上讲，两国纸币金平价应当是法定汇率的基础。但是，由于纸币并不能自由兑换黄金，加之资本主义各国通货膨胀经常发生，纸币不断贬值，纸币的金平价已同它实际代表的含金量完全背离。70 年代以来，国际货币基金组织干脆在协定中取消了黄金条款。资本主义各国也竭力鼓吹黄金的非货币化，并从表面上割断了黄金与货币的关系。虽然在这些表面现象背后，蕴藏着深刻的政治内容，但有一点可以肯定：一国通货膨胀越严重，纸币实际所代表的价值量越少，则以本国货币表示的外国货币的价格就越上涨，外汇汇率也就越高。这时，汇率的变动已经不像在金本位制度下那样，受黄金输送点的限制了。所以，以纸币流通为基础的资本主义国家的外汇汇率是脆弱不稳定的。第二次世界大战后，资本主义各国政府往往利用外汇管制等手段直接干涉外汇汇率，人为地维持汇率在一定水平上。当外汇需求增长，汇率涨得过高时，政府金融当局就要抛售外汇，以阻止汇率的上涨；反之，当外汇供给过多，汇率跌得过低时，金融当局就要大量收购外汇，以抑制汇率的下降。同时，各国政府还采取各种财政货币政策引导汇率朝着有利的方向运动。发达国家还采取联合干预的方式对汇率施加影响。总之，在纸币制度下，决定货币汇率的基础问题相当复杂。从本质上讲，纸币汇率取决于纸币所代表的价值量之比，但从表象上看，情况要复杂得多。

汇率变动是一个错综复杂的问题。汇率变动的基本特点是，汇率以两种货币之间的价值比率为基础，随供求关系变化而变动。而影响供求关系变化的主要因素有：

（1）国际收支。国际收支情况对汇率变动发生直接影响。当一国国际收支出现顺差时，其他国家为顺差国的需求货币增多。由于求大于供，顺差国的货币汇率就会上升。反之，一国国际收支发生逆差，由于该国货币供大于求，其货币汇率就会下跌。在固定汇率时期，国际收支是影响汇率的特别重要的因素，国际收支的大量逆差，往往是货币贬值的先兆。随着浮动汇率制的出现，通货膨胀和利率变得更加重要了。

(2) 通货膨胀。通货膨胀是纸币流通的产物。当纸币发行过多，流通中的货币超过了社会商品的需要时，就会导致物价上涨，国内货币购买力下降，必然会引起货币对外贬值，从而使其货币汇率下降。下跌幅度取决于各国通货膨胀程度的差异。

(3) 利率。利率是金融状况的一种反映。国际间利率的差异，会引起短期资金的流动。当一国利率提高时，就会吸引外资流入，对该国货币的需求增加，汇率上升；反之，利率调低导致资金外流，汇率将会下跌。近年来，利率高的通货处于强势，所以国际金融界日益重视利率对国际资本流动的影响作用。

(4) 财政赤字。政府的财政赤字常常用作汇率预测的变化指标。但财政赤字对汇率的影响往往不明确。例如，巨额赤字一方面因导致通货膨胀而使汇率下降，但另一方面又因利率上升而使汇率上升，其实际影响取决于实质利率的升降。

此外，政治因素、中央银行干预、投机因素、经济增长等都会对汇率发生影响。总之，汇率变动问题是很复杂的，存在着相互联系、相互制约乃至相互抵消的关系。很难用单一因素来解释汇率变动的全过程。从本质上说，货币价值的变动和供求关系的变动是理解汇率变动的基础。

汇率变动使两国货币的相对购买力发生变化，从而对各国经济带来广泛的影响：

(1) 对进出口贸易的影响。在一定条件下，汇率下跌，有利于本国的出口，不利于进口；反之，如果汇率上升则不利于出口，有利于进口。一般说来，采取大幅度贬值本国货币的措施来扩大出口，可以使以外币表示的本国商品价格大大降低，提高本国商品的国际竞争力。

(2) 对资本流动的影响。在实行货币自由兑换的国家，当本国货币对外价值贬低时，本币的持有者为避免损失，就会将本币兑换成其他较坚挺的货币或购买其他外国有价证券，把资金投向国外，这就会导致国内资金的外流，造成国际收支逆差，从而促使汇率继续下跌。反之，本国货币对外汇率上升，就会出现相反的情况。

(3) 对非贸易收支的影响。如果汇率下跌而国内物价水平不变或上涨不多，外国货币的实际购买力将相对增强，从国外旅游者来看，他们用本国货币或其他货币可以兑换更多的该国货币。这样，该国的商品和劳务的价格就变得相对便宜了，对旅游业的发展会有促进作用，同样也会增加侨汇等其他非贸易收入。反之亦然。

(4) 对物价水平的影响。本国货币汇率下浮，则以本国货币表示的进口商品价格提高，进而带动国内同类商品价格的上升。如果进口商品作为生产资料投入生产，引起生产成本的提高，还会促使其他商品的价格普遍上涨。在货币自由兑换的国家，当大量国外资金流入追逐汇率好处时，该国中央银行会被迫增加本国货币的投放来吸收流入的资金，也会导致通货膨胀。本国货币汇率下浮时，情形正好相反。

(5) 对国际经济关系的影响。由于某些发达国家的货币起着国际储备和支付手段的作用，因此，这些货币汇率的变化对发展中国家的经济影响很大，加剧发达国家和发展中国家的矛盾。外汇市场动荡不定，还会加剧发达国家之间的矛盾。

当汇率的变动超过一国所允许的程度时，该国政府就会采取一定的汇率

政策，对汇率的变动及其影响加以干预。汇率政策一般有：

(1) 直接汇率政策。它的主要手段是中央银行的市场干预。当市场对外汇的需求大于供给时，中央银行就向外汇市场抛售外汇；反之，当外汇市场的外汇供应出现剩余时，中央银行则从外汇市场购买外汇，从而使本国货币对外国货币的汇率不致发生剧烈波动。自实行浮动汇率制以来，发达国家不断加强外汇干预。它们日益意识到，在浮动汇率制度下，受某些因素的影响，汇率极易发生大规模的波动，仅仅靠外汇市场的自发力量往往很难在短期内平息。而在抑制汇率波动方面，中央银行通过在外汇市场上买卖外汇进行的汇率干预往往要比其他的汇率管理手段方便灵活，且作用大、见效快。自 80 年代中期以来，西方发达国家更重视对外汇市场的联合干预，这是西方国家在汇率政策方面的一个重要动向，也是二战后国际货币关系史的一项重要发展。

(2) 间接汇率政策。是通过该国金融如财政政策的调整，经过一系列的传导机制达到影响汇率的目的。该政策虽然是货币、财政政策的延伸，但货币政策与财政政策各自对汇率的影响是不尽相同的。先以美国为例考察一下货币政策是如何影响汇率的。如果金融当局实行紧缩的货币政策，中央银行则在公开市场抛售债券。各商行银行的购买行为导致法定存款准备金的减少。为此，各商业银行不得不收回贷款，并提高利率以吸收存款。利率水平的上升不仅促使美国证券价格的下跌，而且使其收益相对于外国证券有所增加。于是，外国购买美国的证券量就会增加，对美元的需求也相应增加；同时，外币因外国证券对美国的吸引力减退而需求下降，最终导致美元汇率的上升。如果实行扩张性的货币政策，其传导机制正好相反，结果是美元汇率下跌。

财政政策对汇率的影响。如果实行紧缩的财政政策，政府总支出减少，投资需求减少，利率下降。由于利率下降，引起美国证券价格上升，证券收益减少，外国购买美国证券需求减少，从而对美元需求减少，最终导致美元汇率的下跌。如果实行扩张性财政政策，政府总支出增加，投资需求增加，利率上升，最终导致美元汇率的上升。

间接汇率政策所产生的效果要视货币政策和财政政策的不同组合而定，尽管它们在实际运用中会联合发挥作用。同步的政策，即“双松”或“双紧”政策对汇率产生相互抵消的作用，其影响力要视货币政策和财政政策各自的力量而定。而非同步的政策，即“紧货币、松财政”或“松货币、紧财政”，对汇率产生的效果是一致的，是一股合力。因此，不同政策配合会产生不同的汇率效果。

汇率政策应该与宏观经济政策、货币财政政策的目标一致，即促进经济增长、保持充分就业、稳定物价和平衡国际收支。但在政策的实施过程中，货币财政政策会与其派生的汇率政策，即间接汇率政策发生冲突。为解决政策的不协调性，除根据具体经济情况改变货币财政政策从而修正间接汇率政策外，还必须辅以直接汇率政策，即外汇市场的直接干预。

当汇率政策不能奏效、未达到预期目标时，还可以采取外汇管制，通过法令规定等形式对汇率进行干预和控制，这一点在发展中国家表现得尤为明显。

第二章 国际黄金市场

黄金自古以来就是货币。形成世界经济体系以后,黄金是国际货币。1976年,国际货币基金组织在牙买加首都金斯敦召开的会议上决定,废除黄金官价,用特别提款权逐步代替黄金作为国际货币制度的主要储备资产,宣布黄金非货币化。但是从那以后,黄金仍然被世界上绝大多数国家作为国际储备资产、价值的最终储藏手段。在通货膨胀严重、政治经济危机时期,黄金的价值更会增加。

一、国际黄金市场的演变及其分类

1. 发展变化

早在 19 世纪初期，世界上就已经出现了较为健全的国际黄金市场。当时处于金本位制时期，西方国家的黄金市场都是自由交易、自由输出入。后来，随着金本位制的崩溃，各国政府纷纷实行外汇管制，黄金交易受到很大程度的限制，如规定黄金一般要出售给官方外汇管理机构或指定的银行，至于工业和其他用途的黄金，也需向外汇管理机构或指定的银行购买。但是，国际黄金市场没有因为黄金已不再是货币材料而萎缩。第二次世界大战以后，各国对黄金管制有所放松，黄金市场得到进一步发展，交易量也明显增多。进入 70 年代以后，国际黄金市场又有了新的发展变化，主要表现在以下几个方面：

(1) 市场规模进一步扩大。一些国家和地区相继开放黄金市场或放松对黄金输出入的管制。如加拿大温尼伯期货交易所以于 1972 年 11 月开业进行黄金买卖；美国于 1975 年宣布允许居民持有和买卖黄金；香港在 1974 年也撤消了对黄金输出入的管制。此外，澳大利亚、新加坡也先后于 1978 年 4 月和 11 月设立了黄金期货市场。这样，加上原有的伦敦、巴黎和苏黎世黄金市场等，黄金市场几乎遍布世界各地，而且黄金交易量也迅猛增加，最终导致巨大的国际黄金市场的形成。

(2) 伦敦以外的一些黄金市场的重要性上升。伦敦的黄金市场在历史上虽然始终是西方世界最重要的国际黄金市场，但是，由于 20 世纪 60 年代以来世界各地黄金市场的开放及其业务的不断扩大，伦敦作为国际黄金市场的重要性有所下降。例如，1969 年后，苏黎世通过给予南非储备银行以优惠的信贷支持，以获得南非 80% 黄金新产量的供应，加之原苏联所抛售的黄金大部分也通过苏黎世黄金市场进行交易，因此使其很快成为西方世界很重要的国际黄金市场之一。另外，纽约、芝加哥国际黄金市场的扩展也十分迅速。目前，它们对黄金的吸收量已占到世界总吸收量的 25% 左右，对国际金价的动向起着越来越重要的作用。尽管如此，由于伦敦国际黄金市场对黄金的运输、精炼、库藏等，具有较高的技术和管理水平，其黄金价报价对世界黄金行市仍有很大影响。所以，伦敦仍不失为世界上最重要的国际黄金市场之一。

(3) 各黄金市场金价波动剧烈，投机活动越来越频繁。自从布雷顿森林体系崩溃以来，国际黄金市场的金价一直动荡不定。如 1980 年 1 月黄金价格曾达到 850 美元/盎司的破纪录的高峰，然而仅到当年 3 月，又迅速下跌至 470 美元/盎司。波动幅度高达近 80%。与此紧密相联，国际黄金市场中“买空卖空”的投机活动日益盛行，而这种投机活动又进一步加剧了金价的波动。

(4) 期货市场发展迅速。自 1947 年美国解除黄金禁令，开办了黄金期货市场以来，纽约、芝加哥两大期货市场的发展速度十分惊人。受此影响，不仅新加坡、澳大利亚相继开辟了期货市场，就连一贯以黄金现货交易著称的伦敦市场也于 1981 年开办了期货市场，使国际黄金市场的结构和布局发生了重大的变化。由于各地黄金市场对金价波动的敏感性进一步增强，黄金价格的差距也随之趋于缩小。此外，期货交易的性质也较以前有了重大变化。过去对黄金的期货交易通常是为了使买卖双方免受金价波动的影响，而近年来对黄金的期货交易在很大程度上是为投机服务，期货交易双方到期后，大

多数并不实际交割，而只是支付金价波动的差额。

国际黄金市场的参加者。作为卖方出现的参加者主要有：产金国生产黄金的企业；拥有黄金需要出售的集团或个人；为解决外汇短缺和支付困难的各国中央银行；预测金价下跌做“空头”的投机商等。作为买方出现的参加者主要有：为增加官方储备的各国中央银行；为投机或投资的购买者；预测金价上涨做“多头”的投机商；以黄金作为工业用途的工商企业等。此外，一些国际金融机构，如国际清算银行和国际货币基金组织等也参与黄金市场的买卖活动。

在世界的黄金自由市场上，黄金的交易是操纵在交易商或经纪人手中的。交易商或经纪人的区别主要是他们在市场上的功能所决定的。经纪人所担任的是在固定的交易所与投资者之间发挥媒介作用的角色，他仅收取一些佣金，并不在交易过程中拥有交易的黄金；而交易商则是以自己的钱购买黄金，然后再转卖给投资者，反过来又从投资者那儿收购黄金，随时在市场上扮演着买进卖出的销售商角色，以赚取黄金买进与卖出之间的差额。交易商必须时刻注意和预测金价市场的波动情况，如果他们预测金价会上涨，就设法增加他们手中所持有的黄金数量，并提高黄金的出售价；相反，如果他们预测金价会下跌，就会适度降低价格，以便尽快卖出手中所持有的黄金。

交易商和经纪人每天都必须处理业务，他们是以开发黄金市场为主要工作的专业人员，与各大洲的黄金交易中心都有联络。他们的利润主要来自复杂的“套利”作业。黄金在不同市场上的价格可能会有出入，交易商便可在低价的市场上买进而在高价的市场上出售以赚取其中的差价。

从事黄金买卖的交易所都有一种特色，即使是一家小小的交易公司，里面也是情绪高昂、喧闹异常。由于政治和经济情况的变化都会引起金价的升跌，交易商必须随时收听有关世界各地政治与经济情况的报道。无论是中东杂志所做的有关石油价格的评论，或者南非金市的销售量等等消息，对现代的黄金交易商而言都是同等重要的消息。

目前世界上只有少数几个国家对黄金的交易持完全不加限制的政策，而大多数国家都有对黄金交易和管理的具体限制和规定，甚至在特定时代的某些地区，私人持有黄金可能会被当局判处死刑。因而在黄金买卖中有“黑市”和“灰市”两种情况。

所谓“黑市”，就是在黄金的持有被完全禁止的地方，需要以不正常的高价才能在暗中交易的市场（即“黑市”）上买到。黑市的高昂价格常造成日益猖獗的黄金走私集团。印度是黄金走私最为严重的国家，走私进入印度的黄金，大部分经过阿拉伯联合酋长国的迪拜。从迪拜经过阿拉伯海湾到印度，是世界上最为活跃的一条黄金走私路线。

所谓“灰市”，是指像大部分的亚洲、非洲和南美洲的国家，黄金的买卖和持有要受到许多方面的限制，即便能够持有或买卖黄金，往往也要课以重税。当然，即便是在拥有自由市场和公开市场的国家中，黄金市场的买卖通常也得对官方做报告、请示，真正毫无限制的国家是十分稀少的。

2. 市场类型

国际黄金市场可根据其性质、作用、交易类型和交易方式、交易管制程度和交割形式等作不同的分类。

(1) 按其性质和对整个世界黄金交易的影响程度,可分为主导性市场和区域性市场。A.主导性市场。是指其价格的形成及交易量的变化对其他黄金市场起主导性作用的市场。这类市场主要有伦敦、纽约、苏黎世、芝加哥、香港等。B.区域性市场。主要指交易规模有限,且大多集中在本地区并对整个世界市场影响不很大的市场。这类市场主要有巴黎、法兰克福、布鲁塞尔、卢森堡、新加坡、东京等。

(2) 按交易类型和交易方式的不同,可分为现货交易和期货交易。所谓现货交易,是指交易双方成交后两个营业日内交割的一种交易方式。所谓期货交易是指交易双方按签订的合约在未来的某一时间交割的一种交易方式。

在同业间通过电话联系进行交易的欧洲型市场,如伦敦、苏黎世等是以现货交易为主;设有具体交易场所的美国型市场,如纽约、芝加哥、香港等,是以期货交易为主。

由于黄金交易及其类型上的差异,黄金市场又呈现着国际化的趋势,因而世界上就出现了两大黄金集团:一个是伦敦—苏黎世集团,另一个是纽约(包括芝加哥)—香港集团。这两大集团之间的合作十分密切,共同操纵着世界黄金市场。其中伦敦黄金市场的作用尤为突出,至今该市场的黄金交易和报价仍然是反映世界黄金市场的一个“晴雨表”。

(3) 按对黄金交易管理程度的不同,可分为自由交易市场和限制交易市场。A.自由交易市场。是指黄金可以自由输出入,居民和非居民均可自由买卖的黄金市场,如苏黎世。B.限制交易市场。又可分为两种情况:一种是黄金的输出入一般要受管制,只准非居民自由买卖,而不准居民进行自由交易的黄金市场,如1979年10月英国撤消的全部外汇管制前的伦敦市场;另一种是对黄金的输出入实行管制,只准许居民自由买卖的国内黄金市场,如巴黎市场。但这并不意味着它同国际黄金市场没有联系,事实上黄金也可以流入,且在黄金的交易价格上是相互影响的。

二、影响国际黄金市场的因素

1. 黄金的计量问题

(1) 黄金的重量标准。与任何物品一样，无论是金块、金条或金币，黄金都有其重量规格。国际上计算黄金、白银等贵金属的基本单位是金衡盎司，也称“特洛伊”盎司。盎司旧称“英两”，系英制中的容量、重量和质量单位。金衡盎司是重量、质量盎司中的一种，其质量折算表如下：

1 金衡盎司 = 31.103477 克 = 0.62207 市两（中国 10 两制） = 1.09714 常衡盎司 = 0.8310106 司马两。

金块的质量大小不等，既有仅仅 10 克左右（轻于 1/3 盎司）的薄片形式的小块状金锭，也有重达数百盎司的金条。同时还可以根据需要铸造成任何形状与规格的黄金条块，不过购买这些金块时需要支付铸造费用。对于标准规格 100 盎司或 400 盎司条金的购买，则不必支付铸造费用，当然，与其他投资一样，经纪人或零售商品的“佣金”是必不可少的。

对于投资者来讲，根据自己的资金状况与喜好选择恰当规格的黄金进行投资十分重要。一般而言，对于喜欢购买小于 10 盎司条金的投资者来说，购买金块并不经济，因为购买较轻的金块不但要支付铸造费用，同时要付出较高的额外价格（溢价）与经纪佣金。例如，一盎司金块的额外价格可能是 10 盎司金块每盎司额外价格的 10 倍。因此，如果你只想购买少量的黄金，最好是投资金币或纸黄金（黄金券、黄金储蓄户口、黄金抵押贷款户口和保证金交易合约等都称为纸黄金）。不过，通常只有小额投资者才对金币感兴趣，如果你拥有较雄厚的资金或对金条有偏好或者较大的金块符合你的预算与投资理念时，则就购买大的条金，这样可相对地支付较低的溢价（因为大小与重量不同的条块金，各自需要支付的溢价所差无几），获得规模经济效益。

(2) 成色要求与“K”金。成色是指金属货币、金银条块或饰品的金属纯度，一般以千分比表示，也可用百分比表示，还可用“开”或“K”表示。黄金的成色是指金币、金块及黄金饰品的纯度，其可分为 24 分，1 分为一开（K），纯金为 24 开（K）。

黄金分为生金与熟金两大类，天然生金经熔化提炼后即成为有光泽、柔韧性强的熟金，熟金可以铸造成金条、锭、宝、块，或制成各种不同的饰品、器皿等。由于提炼的技术不同，过去曾以成色高低分为纯金、赤金、色金。因为黄金所含的杂质很难提净，所以，纯金实际并非百分之百的足金。现在把熟金统称为色金（指成色不足的黄金）。只是根据所含其他金属成分的不同，分为清色金与混金两种。凡黄金中只含白银的，不管成色高低都称为清色金。成色在 95% 左右的为赤黄色，80% 左右的为正黄色，70% 左右的为青黄色。人们常说的：“七青，八黄，九五赤”，就是识别清色金的口诀。混金，是指黄金内除含白银外，还含有铜、铅等其他金属。通常含铜和银的多，含铅与其他金属的少。根据含金量成分的不同，又分为大混金、小混金、金币、K 金等。美国与英国的金币较多，其成色一般为 90%，印度金币的成色高达 90% 以上。

K 金也称洋金，其成分除黄金外，还含有铜、银等。其成色以 K 为计算单位，一般分为 24K、22K、20K、18K、14K、12K，每 K 含金量为 4.15%。

K 金计算成色的方法是：

成色 = K 数 × 4.15% (每 K 含金量)

24K 成色金为 $24 \times 4.15\% = 99.6\%$

18K 成色金为 $18 \times 4.15\% = 74.7\%$

12K 成色金为 $12 \times 4.15\% = 49.8\%$

以上分别表示 24K、18K、12K 的含金量为 99.6% (或 996‰)、74.7% (或 747‰)、49.8% (或 498‰)。

由于 K 金多用于镶嵌珠宝饰品、表壳、眼镜等，人们在购买金饰时，常常发现饰品上标有 24K、18K 等纯度。不过，饰品上打印的 K 数，只能作为鉴定成色时参考，不能作为依据，要以实际成色为准。

就黄金条块而言，目前可买到最纯的金块其纯度为 0.9999，即专家所称的“四九纯金”。

对于黄金的成色要求，一般都有明确规定，比如香港政府 1985 年实施的金饰标注法令指出，所有售出的黄金饰品，均须附有标示黄金含量成色的标记，而出售者也须就所供应的每件制品给出详细的发票或收据。对成色标志规定的形式有：

黄金及黄金合金制品的成色标注，除以阿拉伯数字及英文字母“K”“C”“ct”等来标志(如 18K、14K 等)外，还可用精确到三位数的阿拉伯数字表示，例如“750”(表示含金量为 750‰相当于 18K 金)、“500”等。对于含金量不低于 950‰的黄金饰品，也可用中文字“足金”表示。

(3) 品质标志与鉴定。与购买任何商品一样，投资黄金的人对其品质十分敏感，是否货真价实，成色纯度如何，是每个黄金买卖人士都要明确的问题。

黄金与其他商品一样，也有不同的品牌(商标)。但由于黄金这种商品看起来十分相似，非肉眼所能鉴别，故通常采用黄金所具有的化学特性来验证其真伪。因此，黄金的品质，必须符合其化学成分的要求。不同熔炼业者的金条，如果品质标准一致的活，其本质应无差别，但实际情况并非如此。一些熔炼业者的商誉较佳，而他们熔炼的黄金条块，也确实优于其他厂一家，特别为投资者所信赖，并得到全世界的公认。

因此，当你购买黄金时，一定要先确定你所购买的黄金是由世界公认的精炼业者所制造。如果你所买的金块并非出自国际公认的精炼业者，则当你再出售时，某些销售商会向你索取分析金块的费用。

所有金片或金条表面上都铸印有许多资料，包括黄金的成色、重量、注册编号以及生产公司的名称或标记等，用以“验明正身”。

2. 影响国际黄金市场价格的因素

(1) 黄金供求数量的变化，对国际黄金市场黄金价格的涨跌有着直接的影响。

一般他说，在供应量有限，需求量较大、供不应求的时期，国际黄金市场上的金价就会上涨；反之，金价就会下跌。南非是生产和供应黄金最多的国家，它所生产的黄金已占到西方世界黄金产量的 70% 以上。因此，南非的黄金年产量的变化，对世界黄金市场的供应量的增减有着举足轻重的影响。1970 年南非黄金年产量达到 1000 吨左右。从 1974 年开始，产量有所下降，近些年南非的黄金年产量维持在 700 吨左右。据有关资料统计，1978—1981

年世界黄金供应量分别为 1265 吨、1300 吨、1029.5 吨、1153.9 吨。基本上处于停滞状态，甚至有所下降。另一方面，世界各国对黄金的需求逐年增加，主要用途是：补充官方黄金储备、私人储藏、作为工业原料、用于投资和投机性需要。据有关资料统计，1976—1979 年世界对黄金的需求量分别为 1570 吨、1650 吨、1840 吨、1860 吨，呈逐年上升趋势。由于世界黄金产量徘徊不前，且在短期内很难有较大增长，而对黄金的需求量却逐年增加。这种供不应求的局面，给世界黄金市场造成了巨大压力，促使国际黄金市场的金价呈强势上涨。当然，这种总量供应不足和金价呈强势上涨态势，是从总体上讲的，实际上黄金价格在很大程度上，还要取决于国际黄金市场上瞬时供求的变化。

(2) 经济因素对国际黄金市场黄金价格亦有很大的影响。

A. 世界经济周期发展趋势的影响。一般来说，在经济危机或发生经济“衰退”的时期，利润率会降低到最低限度，人们对经济前景缺乏信心，于是纷纷抛售纸币去抢购黄金，以求保值。这时对黄金的需求就会增加，从而刺激黄金价格上涨。反之，在经济复苏时期，由于对资金的吸收量大，利润率增高，人们反过来愿意把黄金抛出，换成纸币进行投资，以获得更多的利润。这时候如果持有黄金非但不能获取利息，还要支付保管费等。因此，在这一时期，人们对黄金需求就会减少，黄金价格便会呈现疲软局面。黄金价格徘徊不前，时起时伏，经济危机的影响是比较强烈的。但 1973—1975 年的世界性经济危机属于例外。在这次危机中，国际黄金市场的黄金价格非但没有下降，反而呈现明显的涨势。但这种异常现象并不能说明经济周期变化对黄金价格的影响消失了，而是在伴随经济危机的进程中，其他刺激黄金价格上涨因素的影响力要大于经济危机迫使金价下降的影响力。当时正值石油输出国组织大幅度提高石油价格，对这一时期的黄金价格上升起到了决定性的作用。

B. 通货膨胀率和利率对比关系变化的影响。一般他说，通货膨胀会使人们手中持有的货币无形地贬值。当利息收入不足以抵消通货膨胀所带来的损失时，人们也会对纸币失去信心，认为持有黄金比持有纸币更稳妥、更安全，对黄金的需求增加，金价就会上升。但如果利率与通货膨胀率变化不一致，在通货膨胀率低于利率时（即实际利率较高的时候）不仅会抑制金价的上涨，甚至可以迫使金价下跌。因为这时候将资金投入证券市场或存入银行，不仅可以保值，而且还可以获取较高的收益。例如，国际黄金市场上，黄金价格自 1980 年 2 月以来，一直处于稳中有跌的态势，在很大程度上，就是由于美国的利率一直居高不下，加以各国通货膨胀率均呈下降趋势。

C. 石油价格变动的的影响。石油一向以美元标价。如果石油价格上涨，美元就会贬值，而美元的贬值又会导致人们抛售纸币抢购黄金来保值，进而刺激黄金价格上涨。如 1973 年 10 月第 4 次中东战争爆发，为了抵制以色列对阿拉伯国家的侵略，中东产油国决定对非友好国家实行石油禁运，同时大幅度提高油价，使油价上涨近 4 倍，对西方的经济产生了深刻的影响。一方面西方工业国家石油进口费用急剧增加，国际收支状况普遍恶化，通货膨胀加剧，货币信用低落；另一方面，产油国美元收入显著增加。为了减少美元汇价下跌造成的损失，这些产油国便将出口石油所得的部分美元抛向黄金市场，形成黄金价格节节上涨的局面。而 1981 年后，由于石油供过于求，油价不断下跌，又对 1982 年上半年出现的金价下跌风产生了明显的影响。

D. 外汇市场变动的影晌。一般他说，当某种货币地位疲软，出现汇率下跌，导致货币实际贬值时，人们就会急于抛售持有的该种货币去抢购黄金，以求保值。这样以该种货币所表示的黄金价格就会上涨。以美元为例，由于美元仍是目前国际清算、支付以及储备中使用最多的货币，其国际货币市场中所占比例亦最大，所以，当美元汇价出现波动时，国际黄金市场上的黄金价格，就会相应地出现波动。当美元汇价出现“疲软”时，往往会引起大量抛售美元抢购黄金的风潮，从而导致金价的大幅度上涨。反之，当美元汇价出现“坚挺”时，金价一般都处于比较平稳或稳中略有下降的趋势。

(3) 政治局势与突发性重大事件，对国际黄金市场上的黄金价格也有一定的影响。

黄金是一种非常敏感的投机商品，任何政治、经济的大动荡，都会在国际黄金市场的金价上反映出来。如 1979 年 11 月，美国和伊朗的关系恶化后，伊朗停止向美国出售石油。美国则采取了冻结伊朗在美国存款的报复行为，伊朗扣留美国人质的问题也迟迟得不到解决。同年 12 月，原苏联出兵阿富汗，立即加剧了中东地区的紧张局势，美苏关系也呈现出紧张状态。由于上述两个政治事件的发生，增加了西方人士的忧虑。他们害怕政治局势的恶化使自己的美元财产遭到损失，便大量抢购黄金，从而使金价急剧地大幅度地上涨。在伦敦国际黄金市场上，黄金的价格每盎司连破 500、600、700 美元大关，到 1980 年 1 月 21 日，竟达到每盎司 850 美元的高峰。此后，国际政治事件对黄金市场的影响力逐渐减弱。当 1982 年上半年的马尔维纳斯群岛发生危机时（英国与阿根廷为争夺该岛而发生战争），只使国际黄金市场的金价略有回升。而波兰局势紧张、两伊战局相持不下等接二连三的事件，不仅均未能引起金价的上涨，相反，在这些事件发生后，金价仍然呈稳中有跌的势态。这是因为不少人认为那不过是局部或区域性的动乱而已，酿不成世界大战，对他们的资本均构不成严重的威胁。不管怎样，一些重大的国际政治事件，对国际黄金市场的金价还是有些影响的。

3. 国际黄金市场的交易方式和特点

国际黄金市场的交易方式主要有现货交易和期货交易两种方式。

(1) 黄金现货交易及其特点。国际黄金市场上黄金现货交易的价格较为特殊。在伦敦国际黄金市场上的黄金现货交易价格，分为定价交易和报价交易两种。

定价交易的特点是提供客户单一交易价，既无买卖差价，按所提供的单一价格，客户均可自由买卖，金商只收取少量的佣金。定价交易只在规定的时间内有效。短则一分钟，长则一个多小时，具体时间视供求情况而定。

报价交易的特点就是有买、卖价之分。一般是在定价交易以外的时间进行报价交易。如伦敦国际黄金市场，每日进行两次定价交易，第一次为上午 10 时 30 分，第二次为下午 3 时。定价交易在英国最大金商洛希尔父子的交易厅里进行，该公司担任首席代表，其他各金商均选一名代表参加。在定价交易前，市场的交易活动要停止片刻，这时各金商对外均不报价，由首席代表根据市场金价动态定出开盘价，并随时根据其他代表从电话里收到的订购业务调整价格。若定价交易开盘后没有买卖，则定价交易结束。若有买卖，首席代表就不能结束定价交易活动。订购业务完成时的金价即为黄金现

货买卖的成交价格。定价交易是世界黄金行市的“晴雨表”，世界各黄金市场均以此调整各自的金价。定价交易结束后，即恢复正常的黄金买卖报价活动。

国际黄金市场上的报价交易由买卖双方自行达成，其价格水平在很大程度上受定价交易的影响。但一般说来，报价交易达成的交易数量要多于定价交易达成的现货交易数量。在黄金市场上进行现货交易，除支付正常的黄金价格外，还要支付给金商一定的手续费。伦敦国际黄金市场的手续费一般为0.25%。由于市场竞争日益激烈，近年来，支付给金商的手续费已有下降的趋势。

(2) 黄金期货交易及特点。在国际黄金市场上进行的期货交易，又分保值交易和投机交易两种。

保值交易是指人们为了避免通货膨胀或政治动乱，出于寻求资产价值“庇护所”的意图，而购买黄金的活动。当然，也有的是以避免由于金价变动而遭受损失为目的而进行黄金买卖的。一般他说，套期交易是保值的理想办法。对套期交易者来说，期货市场是最方便的购销场所。

国际黄金市场上的投机交易，则是利用市场金价波动，通过预测金价在未来时期的涨跌趋势，买空或卖空，从中牟取投机利润。在进行期货投机时，金投机者预测市场金价将会下跌时，便卖出期货，即所谓的做“空头”或“卖空”。如果届时金价果然下跌，他就可以按跌落后的价格买入黄金，以履行卖出期货的义务，从而赚取先贵卖后贱买的差额投机利润。但在一般情况下，他并不必购买黄金现货来履行卖出期货的义务，而只是收进价格之间的差额。反之，当投机者预测未来市场金价趋涨时，他买进期货，即所谓的做“多头”或“买空”。期货到期后，如果金价真的上涨，他可以将原来低价买入的期货，再按上涨后的价格卖出，从中赚取先贱买后贵卖的差额利润。同样，一般情况下也不需要买卖时交割实际黄金，而只由投机者收取金价差额即可。当然，投机者可以一面做“空头”，又可另一面做“多头”。例如，当投机者预计1个月后金价会上升，但到3个月后金价又会下降，那么，他可以一面做购进1个月的远期黄金合约，另一面出售3个月的远期黄金合约。在国际黄金市场上，那些实力雄厚的银行和垄断企业，往往在一定程度上主宰市场的投机活动，制造市场金价的大起大落，而它们在价格之前，购之于先或抛之于先，以从中牟取暴利。

(3) 各类黄金的交割方式和特点。在国际黄金市场上，所交易的黄金，不论是期货还是现货，其大宗交易，特别是在国际金融机构、国家之间，以及大的垄断金融机构之间的黄金买卖，一般是采用帐面划拨方式，把存放于某金库的属于某一国家或集团的寄存黄金改变一下标签即可，很少采用直接以黄金实物进行交割的方式。但是在黄金市场上，私人或企业集团对新开采出来的黄金进行交易时，一般多按实物进行交割。在黄金交易活动中，成交额较大的是各种成色和重量的金块。其中，专业金商和中央银行交易的对象一般是重量为400盎司、成色为99.5%的大金锭。进入世界黄金市场的大金锭，必须有国际公认的鉴定机构的印记。世界上的主要产金国，如南非、加拿大、原苏联等，所开采的黄金一般都以这种形式投放市场。各金库储存的大量黄金，也大多是这种规格的金锭。普通私人黄金储存者交易的对象一般是成色和重量不等的小金条，最常见的是1公斤重的金条（合32.150742盎司），小金条的成色分为99.5%、99.9%和99.99%几种。小金条的售价要

高于大金锭。

在国际黄金市场上交易的黄金，除金锭、金条外，还有各种金币和黄金券。作为贮藏手段，1 盎司 1 枚的金币，不仅比 400 盎司一块的大金锭和 1 公斤一条的小金条便于转移，而且在很多西方国家还可以逃避遗产税。因此，不少人对金币趋之若鹜，争相购买，用于贮藏。金币有旧金币和新金币两种。旧金币的可供量有限，是一种稀有金币，一般为古玩收藏家购买的对象。因此，旧金币的价值可高于其本身所含金量实际价值的 30%—50%。新金币的购买者多为以保存贵金属价值为目的的投资者。新金币价格的涨落直接依存于黄金市场黄金价格的变动。一般他说，新金币的价格要比金条的价格高出 3%—5%。另外，近年来各国政府、国际组织、宗教团体甚至企业，纷纷发行纪念金币。这种金币不仅有特定的纪念意义，而且限量发行，一般不再翻新，储藏时间越久，其收藏价值越高，价格就上涨。由于纪念币的图案设计优美、雕型逼真、纹饰清晰、工艺精致、包装美观，所以购买者均把它视为一种稀有的保值手段和工艺珍品或高级礼品。虽然纪念币均标有面值，但出售价格大大高于所标面值。其具体出售价格，一般是以其实际含金量按当时国际黄金市场上黄金价格乘以 1.5 来计算的，它随着国际黄金市场上的黄金行情的变动而变动。

黄金券是黄金的凭证，持有人可随时向发行银行兑换黄金或与其等价的货币。黄金券的面额有多种，最小的仅 0.5 盎司。黄金券有编号和姓名，不得私自转让，遗失可以挂失。对于购买人来说，由于黄金券可以随时兑现，与持有黄金实物无异，既可以用于保值，又可以用于投资，而且比持有黄金实物更为安全，所以很受欢迎。对于发行银行来说，由于黄金交易逐渐增大，而黄金的可供量有限，往往不能满足交易的需要。而通过发行黄金券，不仅可以扩大黄金交易量，还可以增加自身的收益。所以，近些年来黄金券的交易量逐年增加。

三、国际黄金市场上的交易方式分析

1. 即期交易

在即期交易中，黄金以固定价格买卖，买卖时必须说明黄金在什么地方交收、存入或提取，有关款项从哪个帐户借记或贷记，报价以哪种货币为主。现在以苏黎世黄金市场为例说明即期交易是如何进行的。在苏黎世最常见的报价是以每盎司值多少美元，或每千克值多少瑞士法郎的形式提出来的。

黄金和其他贵金属的有形交易可以在银行的柜台上进行，或通过运输公司运送方式进行。若要运往国外，一切运费、保险费及进口关税和有关税金都要由顾客承担。

例 1 某银行在黄金柜台上，用瑞士法郎向某顾客买入 100 克 99.99% 纯金金条。

1 盎司 = 337.85 美元

1 美元 = 1.4890 瑞士法郎

1 千克 = 32.1507225 盎司 (1000/31.1035)

1 千克 = 10862.1216 美元 (32.1507225 × 337.85)

1 千克 = 16173.7 瑞士法郎 (10862.1216 × 1.4890)

100 克 99.99% 纯金的价格 = 1617.37 瑞士法郎
对这笔 1617.37 瑞士法郎，银行可以直接给顾客支付现金，也可以贷记该客户在银行的瑞士法郎帐户。

例 2 某客户用美元从银行购进 100 条 1 千克的 99.99% 金条，交收地在多伦多。

1 盎司 = 337.85 美元

1 千克金条每盎司的制造费 = 1.10 美元

每盎司运费和保险费 = 0.90 美元

每盎司的售价 = 339.85 美元

1 千克金条的总价 = 32.1507225 × 339.85 = 10926.4 美元

100 条 1 千克金条的总价 = 1092640 美元

这些金条在两个工作日内装运，而 1092640 美元在两个工作日后借记在顾客的银行美元帐户上。

2. 远期交易

黄金的远期交易是买卖双方根据双方商定的价格，在稍后的一段日期里买卖一定数量的黄金的责任和义务。与即期交易不同，远期交易的义务（交易的结果）和义务的履行（交割和付款）在时间上是清楚地分开的。

黄金远期价格的计算是以所交易的对象即期价格及相应的货币在欧洲市场的利率及其到期日为基础。

黄金远期交易要缴纳保证金。

远期交易是不可撤消的，但它可以在任何时候按原来商定的日期通过再买卖相应数量的黄金而结清。在到期日时，可得知因价格变动而引起的损失或收益。

例如某人在 4 月 8 日买入 100 盎司 6 个月的远期黄金。

即期金价为 1 盎司 = 337.85 美元

远期费率 6%

期限 180 天

远期费 $337.85 \times 6\% \times \frac{180}{360} = 10.14$ (美元)

每盎司 6 个月远期价格 = 即期价格 + 远期费

= 337.85 + 10.14

= 347.99 (美元)

成交后 100 盎司的黄金将会贷记在该客户黄金帐户上，起息日是 11 月 8 日。在同一起息日，该客户的美元帐户上将被贷记 34799 美元。

一个月后，黄金价格上涨到每盎司为 367.85 美元，而 5 月期的存款利率为 5.5%。该投机者卖出 100 盎司黄金，远期费为：

$367.85 \times 5.5\% \times \frac{180}{360} = 8.43$ (美元)

远期价格 = 即期价格 + 远期费

= 367.85 + 8.43

= 376.28 (美元)

100 盎司的卖出价 = 37628 美元

于是，该投机者黄金帐户借记 100 盎司黄金，起息日为 11 月 8 日，在同一起息日，其美元帐户则贷记 37628 美元。

到了 11 月 8 日，该投机者黄金帐户余额为零，而其美元帐户的余额为 (37628 - 34799) = 2829 美元。

卖出远期黄金及其他贵金属的交易适合于保值，同时对于不需要马上套现获得等值货币资金的人，希望销售其期货的黄金生产者以及那些认为黄金价格要下跌的投机者也是适用的。而买入远期黄金的，则主要是那些工业贵金属使用者和那些认为黄金价格将要上升的投机者。

3. 黄金期货交易

黄金期货交易和一般的商品和金融工具的期货交易一样，买卖双方先签订买卖黄金期货的合同并交付保证金，规定买卖黄金的标准量、商定价格、到期日。在约定的交割日再进行实际交割。一般不真正交货，绝大多数合同在到期前对冲掉了。以黄金期货为主的期货市场为黄金期货市场。

下表为 1993 年 4 月 8 日纽约商品交易所黄金期货交易的行情。

黄金期货交易的标准量为 100 金衡盎司，买卖一笔合同的交易量均为 100 金衡盎司。

变动的最小单位：1 盎司。

- (1) 列为一季度之内每盎司黄金的最高价格；
- (2) 列为一季度之内每盎司黄金的最低价格；
- (3) 列为交割月；
- (4) 列为当天每盎司最高价格；
- (5) 列为当天每盎司最低价格；
- (6) 列为当天的收市价；
- (7) 列为当天价格与前一天价格之差；

(8) 列为尚未结清的合同的数量。

以第三行为例,交割月份为6月,季度最高价格为1盎司=418.50美元,最低价格为1盎司=327.10美元,当天最高价为1盎司=340.80美元,当天最低价格为1盎司=337.20美元,当天收市价为1盎司=336.90美元。4月8日的收市价比4月7日收市价低0.80美元,尚有78110笔合同未结清。

黄金期货也像一般商品期货一样,采取逐日盯市结算方法。设起始押金为交易量的4%,那么购买交割日在6月份一笔期货的押金为1347.6美元($4\% \times 336.9 \times 100$),若维持押金为初始押金70%,则为943.32美元,表上指出4月8日的收市价比4月7日收市价低0.80美元。期货买者当天损失80美元(0.80×100),这80美元要从其押金中扣除。若4月8日的收市价比7日的收市价高0.80美元,买者押金增加80美元,买者可以从其押金帐户上提取这80美元。这种逐日盯市结算制度使期货交易的利润和损失立即实现。这是黄金期货合同和远期合同的主要区别。

黄金期货交易实质上是买卖保证金制度,因此适合于做黄金投机交易和保值交易。

例如,某黄金交易的投机者根据有关信息预测,黄金期货价格上涨。他决定先贱买,待价格上升之后贵卖。4月8日买一笔6月交割的黄金期货,价格为1盎司=336.9美元,总价值为33690美元(336.9×100),到5月8日,6月交割的黄金期货价格升为1盎司=356.9美元,该投机者立即决定卖出一笔6

表纽约商品交易所黄金期货交易 100 金衡盎司每盎司的美元价格

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
最高价	最低价	月份	最高价	最低价	收市价	变动	尚未结清的合同
410.00	325.80	4	339.40	336.0	337.60	-0.80	1222
339.40	339.40	5			338.20	-0.80	10
418.50	327.10	6	340.80	337.20	336.90	-0.80	78110
426.50	328.50	8	341.50	338.60	340.20	-0.80	13916
395.00	330.60	10			341.50	-0.80	2503
383.00	331.70	12	344.70	341.10	342.80	-0.90	155004
376.00	333.80	2	344.50	344.40	344.30	-0.90	5815
360.00	335.20	4	346.00	345.50	345.90	-0.90	4720
383.00	332.80	6			347.20	-1.00	3123
385.50	341.50	8			348.80	-1.10	3100
352.00	344.00	10	350.00	350.00	350.60	-1.10	1207
356.70	343.00	12			352.50	-1.20	3541

月份交割的期货。对冲原来的购买其净利润2000美元(35690—33690),若投机者认为黄金期货的价格将要不断地下跌,他们就会以高价卖出,待价格下跌之后,再以低价买入,对冲原来的交易赚取利润。

某珠宝制造商在5月份与客户签订黄金为原料的金首饰合同。在合同签订时黄金期货市场的价格为1盎司=340美元,该珠宝制造商以这个价格作原料成本,加上其他生产费用来确定金首饰的价格。该珠宝制造商根据一些

信息，预料到 6 月份黄金的现货价格和期货价格都要上涨。如果他不采取什么防范措施，黄金的现货价格上涨，他的生产成本提高，产品价格不变，他的利润会减少，或者亏损经营。为了防止这种情况发生，该珠宝制造商在签订出卖产品合同的同时，决定在商品交易所购买交割日在 8 月的黄金期货。

该制造商通过期货交易，成功地对现货交易进行了保值，防止了黄金现货价格上涨、生产成本提高、利润下降的风险。

日期	现货市场	期货市场
5 月 10 日	预料 6 月 1 盎司 = 340 美元 购买 1000 盎司 价值 340000 美元	1 盎司 = 345 美元 买 10 笔 8 月交割期货合同 每笔 100 盎司价值为 345000 美元
5 月 20 日	1 盎司 = 360 美元 买进 1000 盎司 支出 360000 美元 损失 20000 美元	1 盎司 = 365 美元 卖出 10 笔 8 月交割期货合同 价值为 365000 美元 利润 20000 美元

4. 黄金期权交易

黄金期权合同是指规定按事先商定的价格、期限买卖数量标准化的黄金的权利。

黄金期权合同也同其他商品和金融工具的期权合同一样，分为看涨黄金期权和看跌黄金期权。看涨期权的买者交付一定数量的期权费，获得在有效期内按商定价格买入数量标准化的黄金权利，卖者收取了期权费必须承担满足买者需求，随时按商品价格卖出数量标准化的黄金的义务。看跌期权的买者交付一定数量的期权费，获得了在有效期内按商定价格卖出数量标准化的黄金权利，卖出者收取期权费，必须承担买者要求随时按约定价格买入数量标准化的黄金的义务。

黄金期权交易是最近 10 年来出现的一种黄金交易。最早开办黄金期权交易是荷兰的阿姆斯特丹交易所，1981 年 4 月开始公开交易。期权以美元计价，黄金的成色为 99% 的 10 盎司黄金合同，一年可买卖四期。之后，加拿大的温尼伯交易所引进黄金期权交易。后来，英国、瑞士、美国都开始经营黄金或其他某些贵金属的期权交易。

表 1 和表 2 分别为 1993 年 4 月 8 日美国纽约商品交易所公布的有关黄金、白银的期权交易的资料。黄金期权交易的标准量为 100 金衡盎司，白银期权交易的标准量为 5000 金衡盎司。表 1 中数据为 1 盎司黄金相当于多少美元。表 2 中的数据为 1 盎司白银相当于多少美分。两个表中的 (1) 列为商定价格，(2) (3) (4) 列分别为 5 月、6 月、7 月到期的看涨期权费，(5) (6) (7) 列分别为 5 月、6 月、7 月到期的看跌期权费。

以表 1 为例，(1) 列为每笔黄金期权合同的商定价格，商定价格不断提高，由 1 盎司 = 310 美元，升到 1 盎司 = 370 美元。若购买到期日在 6 月的看涨期权，1 盎司黄金的期权费为 28.90 美元，购买一笔合同的期权费总和为 2890 美元 (28.90 × 100)。若购买到期日在 6 月的看跌期权，1 盎司黄金的期权费为 0.20 美元，购买一笔看跌期权的期权费总和为 20 美元 (0.20 ×

100)。(1)列和(2)(3)(4)列指出随着商定价格不断提高，

表1 纽约商品交易所黄金期权交易 100 全衡盎司每盎司美元价格

商定价格	看涨期权费			看跌期权费		
	5月	6月	7月	5月	6月	7月
310	28.90	28.90	s	r	0.20	s
320	18.90	18.90	s	r	0.40	s
330	8.90	9.80	s	r	1.00	s
340	r	3.00	s	1.10	4.30	s
350	r	0.90	s	11.10	21.10	s
360	r	0.40	s	21.10	21.10	s
370	r	0.30	s	31.10	31.10	s

表2 纽约商品交易所白银期权合同 5000 全衡盎司每盎司美分价格

商定价格	看涨期权			看跌期权		
	5月	6月	7月	5月	6月	7月
325	58.70	61.7	61.5	r	0.1	0.3
350	33.7	36.6	32.5	r	0.4	1.3
375	8.7	15.4	12.5	r	4.2	6.3
400	r	4.7	7.2	16.3	18.5	21.0
425	r	2.2	4.0	41.3	41.0	42.8
450	r	1.1	2.3	66.3	64.8	66.0
475	r	0.6	1.7	91.3	89.4	90.0

注：r表示未进行交易，s表示没有期权合同。

期权费不断下跌，因为购买黄金看涨期权者，指望在有效期内，黄金的价格上升。商定价格越高，黄金期货价格上升的可能性越小，提高的幅度小，买者获利的机会小，获利小，买者不愿花高价购买，所以黄金看涨期权的期权费与商定价格成反比。

(1)列和(5)(6)(7)列显示，随着黄金期货价格不断提高，看跌期权费也不断提高，看跌期权费和商定价格成正比。因为黄金看跌期权的买者，指望在有效期内，黄金期货价格下跌。商定价格越高，下跌的可能性越大，下跌的幅度越大，获利越大，所以，黄金看跌期权的购买者愿意花高价购买。表2 白银期权合同的情况与表1 黄金期权合同内容完全一样。

黄金期权交易像商品和金融工具的期货合同一样，买者的损失是固定的，利润则可能是无限大的，是一种更好的花小成本做大生意的投机和保值形式。下面举例说明期权的买者和卖者如何买卖黄金期权获利。

例1 买入黄金看涨期权

美国某一金首饰制造商在3月份发现黄金的即期价格为1盎司=400美元，黄金的3个月远期价格为1盎司=415美元，到期日在6月份的黄金期权合同的商定价格为1盎司=405美元，期权费为1盎司=5美元。该金首饰制造商在5月份要买1000盎司黄金用以制造金首饰，他担心黄金价格上涨，生产成本提高，他决定购买10笔看涨期权合同以进行保值。

该金首饰制造商支付的期权费的总额为：

$$5 \text{ 美元} \times 100 \times 10 = 5000 \text{ 美元}$$

该金首饰商购买黄金最高价格为：

商定价格=405 美元

$$+ \text{ 期权费} \quad = \quad 5 \text{ 美元}$$

$$\text{最高价格} \quad = \quad 410 \text{ 美元}$$

黄金价格可发生两种变化，该金首饰商则要采取不同的方法应付相应的价格变化。

(1) 到 5 月份，黄金即期实际价格跌为 1 盎司 = 390 美元，该金首饰商放弃期权，直接在黄金现货市场上购买 1000 盎司黄金，他花钱购买黄金期权已成多此一举，他的损失是期权费总额共 5000 美元。

若该金首饰商不购买黄金看涨期权，而购买远期黄金的损失为：

$$(415 - 390) \times 1000 = 25000 \text{ 美元}$$

比购买期权损失大得多。

(2) 到 5 月份，黄金即期实际价格为 450 美元，该金首饰商执行期权，以商定价格购买 10 笔期权合同。他的净利率为：

$$[450 - (405 + 5)] \times 1000 = 40000 \text{ 美元}$$

若不购买看涨期权，而购买远期黄金，盈利为：

$$(450 - 415) \times 1000 = 35000 \text{ 美元}$$

这个例子说明，在预测黄金价格上涨的情况下，若期权费较低，买看涨期权，比购买远期合同更为有利；若期权费过高，比如说，1 盎司的期权费为 15 美元，则购买远期黄金合同，比购买看涨期权合同更有利。

例 2 买入黄金看跌期权

某投资者以 1 盎司 = 350 美元的价格购买了 500 盎司黄金，在最近几周内黄金的现货价格和期货价格不断上升，现在的价格为 1 盎司 = 400 美元，该投资者预料金价还要继续上涨，现在抛还不是最佳时机，还要等一等。但是，他又觉得黄金市场变幻莫测，最容易受突然爆发的重大政治事件所影响，突然大跌。为了预防不测，他决定购买黄金看跌期权。现在是 4 月，到期在 7 月，有效期为 3 个月，商定价格为 1 盎司 = 400 美元，期权费为 1 盎司 = 10 美元。

总期权费为

$$10 \times 500 = 5000 \text{ 美元}$$

该投资者保证能获得最低利润为：

商定价格 400 美元

- 期权费 10 美元

- 买入价 350 美元

$$\text{每盎司利润} \quad 40 \text{ 美元}$$

$$\text{总利润} \quad 20000 \text{ 美元}$$

这就是说，该投机者通过买入看跌期权，就避免了黄金价格下跌的风险，不管黄金价格如何下跌，他都能以 400 美元的价格出售，把他的总利润锁在 20000 美元水平上不变。

根据黄金的未来价格变化情况，该投资者可采用不同的措施来应付。

(1) 在有效期内黄金的价格大涨上升到 1 盎司 = 450 美元，该投资者放

弃使用期权，直接在黄金现货市场上以高价抛售黄金，他的利润为：

每盎司的即期价格	450美元
+ 每盎司的期权费	10美元
+ 每盎司的购买价	350美元
<hr/>	
每盎司利润	90美元 < /PGN0074.TXT / PGN >

总利润=90 × 500=4500 美元

(2) 黄金的即期价格跌为 1 盎司 = 380 美元，而且在期权的有效期内不会上升，反而可能继续下降。该投机者别无选择，只能行使期权，以 1 盎司 = 400 美元价格卖出 500 盎司黄金，稳获 20000 美元利润。

(3) 黄金的即期价格跌为 1 盎司 = 380 美元，但是，该投机者认为，黄金价格下跌仅是上涨大势中的小回跌，小试整理之后，在期权有效期内金价还要上升。因此，他决定暂不行使期权的同时，还以 1 盎司 = 385 美元的远期价格购买 500 盎司远期黄金，到期日与他购买的看跌期权的到期日为同一天。这回，该投机者既有一笔买入 500 盎司黄金交易，又有卖出 500 盎司黄金交易。

A. 若价格低于 400 美元，但高于 385 美元，为 390 美元。这时该投机者会以 1 盎司 = 385 美元的价格购买 500 盎司黄金，履行远期合同，再把这 500 盎司黄金用来行使买入看跌期权而卖出。他仍然有 500 盎司黄金在手，他的利润为：

每盎司的商定价格	400美元
- 每盎司期权费	10美元
- 每盎司远期购买价	385美元
<hr/>	
每盎司的利润	5美元

总利润 = 5 × 500 = 2500 美元

通过上述交易每盎司带来 5 美元的利润。投机者继续保留以每盎司 350 美元价格购买的 500 盎司黄金。这样，每盎司黄金的价格降为 345 美元 (350 - 5)。

B. 若黄金价格上升到 450 美元，该投机者一方面放弃使用看跌期权，另一方面又要按约定价格以 1 盎司 = 385 美元的价格买入远期黄金，然后把新买的 500 盎司黄金和原有的 500 盎司黄金一起按即期价格 1 盎司 = 450 美元的高价抛出，他将获得更多的利润。首先计算一下，每盎司黄金的平均价格：

原来500盎司的买入价	350美元
+ 后来500盎司的买入价	385美元
+ 每盎司的期权费	10美元
<hr/>	
两部分黄金的价格之和	745美元
每盎司的平均价格	372.5美元

总利润 = (450 - 372.5) × 1000 = 77500 美元

例 3 看涨期权的出卖

某投资者 1 月份以 1 盎司 = 450 美元的价格买入 500 盎司黄金，花 225000 美元。从那以后，黄金的价格一路下跌，到 3 月份，黄金价格盘旋不动，但

仍然无力上升。1 盎司 = 350 美元，该投资者不甘心以如此低的价格出卖黄金，遭受损失。为了减少损失，他决定出卖黄金看涨期权，商定价格 1 盎司 = 380 美元，期权费为 1 盎司 = 10 美元，到期日在 6 月份，收入的总期权费为 $10 \times 500 = 5000$ 美元。

该投资者出卖黄金的最高价格为：

商定价格	380美元
+ 期权费	10美元
<hr/>	
	390美元

(1) 在期权合同的有效期黄金的市场价格一直低于商定价格，期权的买方放弃执行期权，看涨期权的卖方的最大盈利为 5000 元期权费。

(2) 在合同的有效期内，由于某种有利因素，黄金价格上涨到 390 美元以上，期权的买方执行期权，以 1 盎司 = 380 美元价格购买 500 盎司黄金。由于黄金即期价格高于商定价格与期权费之和，期权的卖方遭受了损失，黄金即期价格越高，期权的卖方损失越大。

例 4 看跌期权的出卖

某金商预料在 3 个月之内黄金的价格会不断地上涨，他决定出卖看跌期权。商定价格为 1 盎司 = 400 美元，期权费为 1 盎司 = 8 美元。若在有效期内黄金价格高于 400 美元，看跌期权的买者，放弃期权，以高于 400 美元的价格出售黄金，看跌期权的卖方的利润为期权费总和。若在有效期内黄金的价格低于 392 美元，看跌期权的买者执行期权，以 400 美元价出卖期权，看跌期权的卖方以较高的市场价格买期权，使他遭受损失。黄金市场价格越低，他的损失越大。

5. 黄金债券

黄金债券是指有条款规定必须以一定重量和成色的金币付款的债券。

80 年代以来，西方国家的政府和企业发行了黄金债券。美国的精炼国际公司发行期限从 1981—1996 年的黄金指数化债券，年利率 3.5%，一张债券价格为 10 盎司黄金，年利息为 0.35 盎司黄金。加拿大的莱克·米尼埃勒斯有限公司发行了期限从 1984 年至 1989 年的黄金债券，年利率为 8%，并附有权益证。债券的持有者持一张权益证可以从该公司以 1 盎司 = 230 美元的价格买入 0.5 金衡盎司。法国政府发行了两种黄金债券：一种叫比尼，期限从 1973 年至 1999 年，年利率 4.5%；另一种叫吉斯卡德，期限从 1973 年至 1988 年，年利率 7%。比尼债券相对名为拿破仑的法国金市指数化，吉斯卡德相对巴黎黄金市场的金价指数化。一张吉斯卡德的含金量是 95.3 克，年利息是 6.67 克。

黄金债券的价格受黄金的市场价格和债券的收益率制约。

设：

G_t = 黄金在 t 年的预期价格

C = 黄金债券利息的含金量

R = 债券赎回价值的含金量

r = 黄金债券的收益率

P = 黄金债券的价格

一张黄金债券的现价值从理论上说，在有效期之内每年的利息所贴现成现价值相加在一起，再加上债券赎回价值的现价值之和。用公式表示为：

$$P = \frac{CG_1}{1+r} + \frac{CG_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CG_n}{(1+r)^n} + \frac{RG_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

公式(1)说明黄金债券的现价值的大小与黄金的市场价格成正比，黄金市场价格越高，黄金债券的现价格越大；黄金债券的现价值与其收益率成反比，其收益率越大，现价格越小。

黄金在未来某一年的预期价格是由黄金价格的增长率决定的。比如该黄金在 t 年的预期价格为：

$$G = G_0 (1+a)^t$$

在这里：

G_0 = 黄金在 0 年的价格，即即期价格

a = 黄金价格的预期增长率

这样，可把(1)式改写为：

进一步指出黄金债券的现价值主要是由黄金价格的增长率和债券的收益率决定的。在这两个因素中，黄金价格的增长率是最重要的因素。

黄金债券所以对投资者有吸引力，是因为购买黄金债券在有效期内每年可稳获一定量的黄金利息，而保留黄金不但没有利息而且要花贮藏费，债券到期时，还要用金市归还本金。

6. 黄金矿山股票

黄金矿山股票是一种所有权凭证，是一种纸金证券，它的价格和红利受黄金的现货价格所影响。但黄金矿山股票股息的确定与黄金债券利息的确定是不一样的，后者是通过合同的条款使利息相对黄金价格指数化，前者是由采矿经济的特殊性决定的。

在采金矿业，采 1 盎司金的成本是由技术、工资、能源、金矿等级因素决定的。1 盎司金的收益是由黄金价格、政府的补贴、税收等因素决定的，采金的总收益是黄金的开采量、黄金的价格和开采成本决定的。即：

$$E = Q(G+C) \quad (4)$$

在这里，E = 总收益，G = 黄金价格，C = 成本，Q = 产量。采金矿业不会把所得总收益作为红利分配给股东，红利仅占总收益的一部分。设红利占总收益的比例为 d，d 是一个百分比，它的大小是由采金矿业公司决定的。黄金矿山股票的价格决定模型是：

$$P = dQ_1(G_1 - C_1) / (1+r) + dQ_2(G_2 - C_2) / (1+r)^2$$

(5) 式说明黄金股票价格的大小是与黄金产量、黄金价格、红利在总收益中所占的比率成正比，这几个因素越大，黄金股票价格越高；与采金成本、贴现率成反比，这两个因素越大，黄金股票的价格越低。

需要进一步研究的问题是黄金股票价格对黄金现货价格变化所作出的反应程度如何，也就是黄金股票价格对黄金现价的弹性。

金矿收益对黄金现货价格变化作出的反应程度为弹性。设弹性为 b，则有：

$$dEG$$

$$b = dG \cdot E \quad (6)$$

1dGE

已知毛利率 = 销售利润格。设毛利率为 H，则有：

$$H = EG = G - CG = 1 - CG \quad (8)$$

根据 (4) 式 $E = Q(G - C)$ ，当研究单位产量的收益时， $Q = 1$ ，故有：

$$E = G - C \quad (9)$$

在成本不变的情况下，把 (9) 式全微分，则有：

$$dE = dG \quad (10)$$

把 (10) 式和 (8) 式代入 (7) 式有： $1b = 1 - CG \quad (11)$

故有：

$$b = 1C = 1 - GC \quad (12)$$

$$1 - 1G$$

(12) 式说明金矿收益对黄金现货价格弹性为金矿毛利率的倒数。在这里金矿收益对黄金价格的弹性也是一个乘数。(12) 式说明乘数的大小与成本/价格之比成正比，成本/价格之比越大，乘数越大，成本/价格之比越小，乘数越小。

金矿收益的大小是影响金矿股票价格的决定因素，金矿收益越大，黄金股票的价格越大。(12) 式说明成本/价格之比是影响金矿收益弹性的决定因素，也是影响黄金股票价格的决定因素。

设某一高成本矿山，生产一盎司黄金的成本和价格之比 (C/G) 为 4/5，换句话说，毛利率为 20%，弹性为 $5[1/(1 - 0.8)]\%$ ，在这种情况下，当黄金现货价格提高 10%，收益就会提高 50%。

设某一低成本矿山，生产一盎司金的成本和价格之比 (C/G) 为 1/5，毛利率为 80%，弹性为 $1.25[1 - (1 - 0.8)]\%$ 。在这种情况下，黄金价格上涨 10%，收益只能增长 12.5%。

这两种不同的情况说明，如果投资者能较准确地预测黄金价格上涨，就应该购买高成本矿山的股票，以获得较高的收益，股票价格将比黄金价格上涨率高好多倍的比率上涨。当然，如果黄金价格下跌，高成本矿山的股票价格比金价快几倍下跌，会使股票持有者遭受损失。

投资于黄金股票所以有吸引力，就是因为当黄金价格上涨时能产生较高的红利，而持有黄金产生不了什么收益。但是在经济危机时，黄金股票价格大跌，红利减少，而黄金则是最好的保值工具。

四、主要国际黄金市场

1. 伦敦黄金市场

伦敦黄金市场历史悠久，也是世界主要现货市场，由 5 家大黄金交易公司组成。二次世界大战前，伦敦是世界上最大的黄金市场，黄金交易的数量巨大，约占全世界经营量的 80%，是世界上唯一可以成吨买黄金的市场。

二次大战后，英国的政治、经济地位下降，经济尚未恢复，英镑大幅度贬值，黄金市场大大超过国际货币基金组织规定的 35 美元 1 盎司的黄金官价，英国被迫实行外汇管制，伦敦黄金市场也因此关闭。进入 50 年代后，英国和世界各国经济都趋于好转；1954 年，伦敦黄金市场重新开放。1960 年，第一次美元危机爆发，伦敦黄金市场价格上涨到每盎司 41.50 美元，美、英、法等 8 国组成“黄金总库”，以维持金价。1968 年，美元危机再度兴起，形成抢购黄金风潮，仅半个月內，英国的黄金储备就流失 14 亿美元，“黄金总库”也无力维持金价，被迫实行黄金双价制。1979 年 10 月，英国废除了全部外汇管制，英国居民可以自由买卖黄金，伦敦黄金市场现在虽然不是世界最大的黄金市场，但仍不失为世界主要的黄金现货交易市场，其价格变化，被看作国际黄金市场价格的晴雨表。

伦敦黄金市场交易的黄金数量巨大，多采用批发交易。该市场现货交易由美元计价，期货交易为英镑计价。

2. 苏黎世黄金市场

苏黎世黄金市场是二次世界大战后发展起来的世界性黄金自由市场。它以瑞士三大银行为中心，联合经营黄金。与伦敦金商不同的是，他们不但充当经纪人，还掌握大量黄金储备进行黄金交易。瑞士是著名的西方各国的资金庇护所，每逢国际政治局势发生动荡或货币金融市场发生波动时，各地大量游资纷纷涌向瑞士，购金保值或从事投机活动。加之，瑞士利率低，持有的黄金可以列为现金项目，市场交易没有任何限制，其业务发展趋势，已成为世界最大的黄金现货交易中心。

3. 纽约黄金市场

纽约黄金市场是目前世界上最大的黄金期货市场。每年有 2/3 的黄金期货契约在纽约成交，但交易水分很大，投机活动充斥整个市场。纽约黄金市场的发展历史很短，但发展速度相当快。1974 年在纽约商品交易所黄金交易开业之初时，每月黄金买卖数量不超过 4 万笔，而到 1976 年初，每月成交数达 50 万笔。1977 年底，每月上升到 100 万笔。1979 年上升到每月 650 万笔。1981 年每月成交数达 1040 万笔，日交易量达 30000—40000 笔，成交额约 70 吨黄金。1980 年，纽约黄金市场交易量达 8 亿盎司，约 25000 吨黄金，而世界黄金供应量每年只有 1700 吨。

纽约黄金市场的建立和发展，使得世界黄金市场的格局发生了重大变化：一方面促进了纽约黄金市场的发展，另一方面，纽约黄金期货市场巨大的交易量，使伦敦黄金市场的每日定价制的权威受到影响，有时还不如纽约

黄金市场的定价更具适合性。

4. 香港黄金市场

香港黄金市场已有 70 多年的历史。从 20 世纪 60 年代开始，香港黄金市场已发展成世界主要的黄金交易中心。1987 年黄金进口总值达 186 亿港元，比 1986 年增加了 273.5%，同期黄金成交额由 1231 亿港元上升到 3714 亿港元，升幅高达 300%。香港黄金市场可分为：（1）主体市场，以集资为主的金银贸易市场，以港元计价。（2）无形市场，以伦敦经营方式，通过电讯成交。（3）期货市场，按纽约、芝加哥方式交易，美元计价。香港黄金市场的黄金买卖集中在香港金银贸易场进行。由于香港时间凌晨 2 时 30 分至 3 时这段时间正值世界其他黄金市场休市之际，欲继续进行黄金买卖交易者，就必须到香港黄金市场，加之香港黄金市场无外汇管制等客观有利条件，使香港黄金市场迅速发展，现已成为世界四大黄金市场之一。

第三章 国际货币市场

当黄金退出国际货币体系之后，美元取而代之，行使国际货币的各项职能，在各国之间流通，成为坚挺的国际货币。随后，在其他国家经济实力不断提高，美国经济地位相对下降的情况下，特别是在布雷顿森林货币体系崩溃以后，其他国家的货币，如英国的英镑、德国的马克、日本的日元、瑞士的法郎等也纷纷成为国际货币，发挥着计价、结算和储备等各项职能。

一、国际货币市场的业务

国际货币市场主要是指各国银行对多种货币所开展的业务活动。货币市场是经营期限在一年以内的借贷资本市场。常用的借贷方式如银行信贷、同业拆放等短期周转的业务。在货币市场上发行和流通的票据、证券也是短期的，如国库券、商业票据、银行承兑汇票和转让大额定期存单等。这些票证的共性是期限短、风险小和流动性强，都具有活跃的次级市场，随时

可以出售变成现金。由于这些票证的功能近似于货币，所以把短期信贷和短期票证流通的市场叫做货币市场。

国际货币市场的业务主要有以下几种：

1. 短期信贷

短期信贷市场主要包括银行对工商企业的信贷和银行同业拆放市场。前者主要解决企业流动资金的需要，后者主要解决银行平衡一定头寸、调节资金余缺的需要。

(1) 银行短期信贷。

外国工商企业在西方国家的货币市场上进行存款或放款。首先应注意的是利息率惯例。按国际惯例，外币存款的利息计算方法是以存款按年历的实际天数除以 360 天计算；英国的惯例是英镑、比利时法郎、新加坡元。爱尔兰镑、南非兰特等按年历的实际天数除以每年 365 天计算；瑞士的惯例是，瑞士法郎在国内市场上以每月 30 天计算，每年 360 天计算。

比如说，有一笔金额为 500000 瑞士法郎，在瑞士某家银行从 1 月 31 日起存到 2 月 28 日止，年利率 7%。若按国际惯例，存款利息为 $500000 \times 7\% \times 28/360 = 2722$ （瑞士法郎）

若按瑞士惯例，存款利息为

$500000 \times 7\% \times 30/360 = 2917$ （瑞士法郎）

这个例子说明，外国工商企业在西方货币市场进行融资时，要注意利息率惯例。

西方国家还规定，在本国的外国工商企业以自由兑换的货币在本国银行进行短期存款，根据不同的期限，有不同的数额规定。比如说，在瑞士，存款期限在 3 个月以上，最低额为 100000 瑞士法郎，存款期为 1 天或 1 天以上，最低额度为 2000000 瑞士法郎。数额小于 1000000 瑞士法郎的存款，期限必须在 1 个月以上。外币存款的最低数额要相当于 100000 瑞士法郎，存款期限在 1—12 个月。

48 小时的通知存款，是指那些不定期的提前 2 天通知便可增减和提取的存款。这种存款的最低额度必须相当于 2000000 瑞士法郎。

(2) 银行同业拆放。

在银行短期信贷业务中，银行同业拆放业务相当重要。伦敦银行同业拆放市场是典型的拆放市场，它的参加者为英国的商业银行、票据交换银行和外国银行等。伦敦同业银行拆放利率是国际金融市场贷款利率的基础，即在这个利率的基础上再加一定的附加利率。伦敦同业银行拆放利率有两个价：一个是贷款利率，另一个是存款利率。二者一般相差 0.25%—0.5%。在报纸上见到的报价如果是 9%—9.25%，那么，9% 为存款利率，9.25% 为贷款

利率。

第二次世界大战以后，西方各国政府为了通过中央银行管理和控制信用，都以法令的形式规定银行和其他金融机构在接受客户的存款后，必须按一定比例，也就是法定准备率，向中央银行交纳一定的法定准备金。这种准备金就是商业银行在中央银行的存款，但这种存款没有利息。中央银行通过变动法定准备率来控制商业银行的贷款能力，控制信用扩张的幅度。法定准备率越高，商业银行的贷款能力越小；反之，法定准备率越低，商业银行的贷款能力越大。

由于中央银行接受商业银行交纳的准备金不付利息，商业银行不愿在中央银行有超额准备金而损失利息，但商业银行在中央银行的准备金也不得低于法定准备率所规定的限额。商业银行和其他金融机构在存贷业务中使其资产和负债经常变动，其在中央银行的准备金也要变动。在一天之内，有些商业银行在中央银行的法定准备金可能超过法定准备率规定的最低限度，而另一些商业银行在中央银行的法定准备金低于法定准备率规定的最低限度。如果中央银行发现，某家商业银行的法定准备金不足的话，就会立即公布该行不能参加票据交换。如果一个银行被停止参加票据交换，这家银行存款人所开出的支票，就不能存在别的银行帐户上，那么这家银行的存款人别无选择，只能到它那里去提取现金。如果这一消息一经广泛传播，这家银行所有的存款人都来提取现金、挤兑，这家银行的倒闭之日也就到来了。

因此，凡是那些在中央银行法定准备金不足的银行，丝毫不能抱侥幸心理，蒙混过关，必须当天立即以可用的资金把不足的法定准备金补足。所谓立即可用的资金也叫当天抵用的资金：一是现钞，二是向中央银行借款，三是向同业银行借款。各商业银行自己保留的现钞不会太大，若法定准备金短缺不太大时，可把现钞存入银行，缺口太大，现钞难以应付。商业银行的法定准备不足时，一般不愿向中央银行申请借款，因为这样做是把自己的真面目暴露给了中央银行，只有在万不得已之时，方采用此下策。法定准备金不足的银行最好的办法就是向同业银行借款，把同业银行在中央银行多余的法定准备金的一部分转到自己的帐户上来，待到自己在中央银行的法定准备金多余之时，再把相当于原来的借款额度部分转到其债权行的帐户上来。

同业拆放业务是银行一项经常业务，以隔夜拆放为多，今天借明天还，绝大部分是1天期到3个月期，3个月以上到1年的较少。同业拆放，彼此之间靠信用办事，一般打个电话就解决了，也不用什么契约、票据之类的工具。在英国，同业拆放的最低额度为25万英镑，高的可达数百万英镑。

同业拆放可以由资金短缺方找资金有余方，资金有余方也可主动找资金短缺方。双方也可通过经纪人去寻找借贷对象。由于现代通讯设备发达，借贷双方已经不限于同一城市了，而成为全国性的交易，成交后立即通过中央银行的通讯网络拨帐，次日仍通过电讯拨还。

同业拆放是商业银行之间进行的借贷业务，但在美国中央银行有存款的不只是商业银行，还有外国银行、联邦机构和证券经纪人等。这些机构根据同业拆放的原则，也可以把它们存在中央银行帐户上的余额借给需要资金的机构。借出和偿还同样是通过中央银行拨帐的方式进行。

2. 可转让定期存单

简称定期存单（CD），指银行发行对待有人偿付具有可转让性质的定期存款凭证。凭证上载有发行的金额及利率，还有偿还日期和方法。如果存单期限超过1年，则可在期中支付利息。在纽约货币市场，通常以面值为100万美元为定期存单的单位，有30天到5年或7年不等的期限，通常期限为1—3个月。一律于期满日付款。

从本质上看，存单仍然是银行的定期存款。但存单与存款也有不同：

（1）定期存款是记名的，是不能转让的，不能在金融市场上流通，而存单是不记名的，可以在金融市场上转让。

（2）定期存款的金额是不固定的，有大有小，有整有零，存单的金额则是固定的，而且是大额整数，至少为10万美元，在市场上交易单位为100万美元。

（3）定期存款虽然有固定期限，但在没到期之前可以提前支取，不过损失了应得的较高利息；存单则只能到期支取，不能提前支取。

（4）定期存款的期限多为长期的；定期存单的期限多为短期的，由14天到1年不等，超过1年的比较少。

（5）定期存款的利率大多是固定的；存单的利率有固定的也有浮动的，即使是固定的利率，在次级市场上转让时，还是要按当时市场利率计算。

可转让定期存单是近30年出现的新的存款方式，1961年由美国纽约花旗银行首先发行。当时的背景是，市场利率上下波动，投资者觉得，把闲置资金以活期存款的形式存放在银行，固然方便灵活，但没有利息，以定期存款的方式存在银行，利息与债券、商业票据产生的利息比也是比较低的，而且有上限约束，定期存款不能转让，提前支取损失利息。所以投资者把投资方向由银行存款转向短期债券、商业票据、国库券上去。对商业银行来说，没有存款就没有贷款。面对这种情况，商业银行发现，他们的经营方式有问题，应当革新。商业银行的传统经营方式仅仅是管理资产，存款增加，就增加贷款或其他形式的投资，资金不足就取回贷款，或出售有价证券。对负债则毫无办法，只能听之任之，客户来存款，就接受，客户不来，就等待。面对新的问题，商业银行认为用这种守株待兔的办法对待客户的存款不能适应新的形势，对存款不能一味等待。如果老是等待，只能眼巴巴地看着社会闲置资金流向国库券和其他短期债券。

纽约花旗银行经过深思熟虑，创造出可转让定期存单这种新的方式，变等待为主动出击，在货币市场上与其他投资方式争资金，以求增加存款。纽约花旗银行在发行存单之前，先取得一些大经济商的支持，保证为存单提供活跃的次级市场。由于一些大经济商的鼎力相助，花旗银行第一次发行存单一举成功。接着，其他银行也立即仿效，从那以后定期存单成了短期融资的工具。

银行发行的可转让定期存单，在性质上仍属于债务凭证中的本票，由银行允诺到期时还本付息，购买存单的投资者需要资金时，可把存单出售换成现金。存单把存款和短期证券的优点集中于一身，既为银行带来了方便，又为客户提供了好处。

存单的利率高于类似的偿还期的国库券的利率。这种差异是由存单的信用风险程度比较大决定的，还由于存单的流动性没有国库券的流动性强，二级市场对存单的需求较少，存单的收益纳税面大。在美国，存单收益在各级政府都纳税，现在，各个发行银行的不同也反映了存单的利率差异。存单市

场发展的初期，存单的差别是比较小的，可是逐渐地存单的买者开始对不同的银行发行的存单进行选择，资信高的银行发行的存单利率低，资信差的银行发行的存单利率高。

存单的利率是固定的。存单的持有者在出卖存单时，市场现实利率可能与存单上商定利率不一致，可能高于商定利率，也可能低于商定利率。在次级市场上购买存单的人，要求按当时的现实利率计算。因为他若不在次级市场上买存单，而到银行直接买原始存单，只能依据这个当时利率，而在次级市场上买到的存单到期时，银行是按商定利率支付利息的。比如说，存单转让时，市场利率为 10%，而存单利率为 9%，市场利率高于存单商定利率 1%，存单的卖者要把这 1%补给存单的买者。由发行存单那天起到期满那天为止的利息归买者。由于市场利率高于存单上的商定利率，存单的卖者要从他所得到的利息中减去补给存单买者两种利率之差。这就是说，若市场利率高于存单商定利率，存单的卖者有一定损失；若市场利率低于存单商定利率，存单的买者要对卖者支付这两种利率之差。这时，存单卖者得益。

3. 商业票据

是指没有抵押品的短期票据。从本质上说，它是以出票人本身为付款人的本票，由出票人许诺在一定时间、地点付给收款人一定金额的票据。

商业票据是最早的信用工具，起源于商业信用。而商业信用的出现先于金融市场的产生之前。在没有金融市场时，商业票据没有流通市场，只能由收款人保存，到期才能收款。到有了银行，有了金融市场，商业票据的持有者才可以拿商业票据到银行去抵押，到市场上去贴现，提前取得资金。近年来更进一步演变为一种单纯的用在金融市场上融通筹资的工具，虽名为商业票据，却是没有实际发生商品或劳务交易为背景的债权凭证。

商业票据的主要种类和特点是：

(1) 短期票据，是货币市场中的短期信用工具，最短期限是 30 天，最长是 270 天。

(2) 单名票据，发行时只须一个人签名就可以了。

(3) 融通票据，为短期周转资金而发行。

(4) 大额票据，面额是整数，多数以 10 万美元为倍数计算。

(5) 无担保票据，不须担保品和保证人，只须靠公司信用担保。

(6) 市场票据，以非特定公众为销售对象。

(7) 大公司票据，只有那些财务健全、信用卓著的大公司才能发行商业票据。

(8) 贴现票据，以贴现的方式发行，即在发行时先预扣利息。

商业票据市场基本上是一种初级市场，没有二级市场。其原因在于：第一，大多数商业票据的偿还期很短，20 天到 40 天。第二，大多数商业票据的发行人对投资者面临严重流动压力时，是准备在偿还期到期以前买回商业票据的。

商业票据利率一般比政府发行的短期国库券的利率高，这是由风险、流通和税收的原因决定的。商业票据的风险大于政府国库券的风险，所以其利率要高于国库券的利率。同是商业票据，资信程度高的公司发行的利率低，资信程度差的公司发行的利率高。商业票据没有二级市场，国库券有二级市

场，所以商业票据利率比国库券的利率高，商业票据的收益在各级政府纳税，在美国，国库券的收益只在联邦政府纳税，所以商业票据的利率要高。

商业票据利率和银行优惠利率也有重要关系。优惠利率是商业银行向与它关系最好的企业贷款所收的利率。商业票据利率和银行优惠利率是互相竞争的。如果银行优惠利率高于商业票据利率，一些大企业就通过发行商业票据筹资；反之，若优惠利率低于商业票据利率，一些大企业不发行商业票据而向银行借款融资。

4. 银行承兑汇票

是指发票人签发一定金额委托付款人于指定的到期日无条件支付于收款人或持票人的票据。汇票在性质上属于委托证券，是由发票人委托付款人付款，而本票是由发票人自己付款，两者的区别是明显的。

银行承兑汇票指以银行为付款人并经银行承兑的远期汇票。“承兑”就是银行为付款人，表示承诺汇票上的委托支付，负担支付票面金额的义务的行为。

一旦银行在汇票上盖上“承兑”字样，汇票就成为银行的直接债务，在此后银行负有于汇票到期时支付现金给持票人的义务。

汇票是随着国际贸易的发展而产生的。国际贸易的买卖双方相距遥远，所用货币各异，不能像国内贸易那样方便地进行结算。从出口方发运货物到进口方收到货物，中间有一个较长的过程。在这段时间一定有一方向另一方提供信用，不是进口商提供货款，就是出口商赊销货物。若没有强有力中介人担保，进口商怕付了款收不到货，出口商怕发了货收不到款，这种国际贸易就难以顺利进行。后来银行参与国际贸易，作为进出口双方的中介人，开出信用证，一方面向出口商担保，货物运出口，开出以银行为付款人的汇票，发到银行，银行保证付款，同时又向进口商担保，能及时收到他们所进口的货物单据，到港口提货。出口商开出的汇票，如为即期汇票，开证行于见票后立即付款；如为远期汇票，开证行见票予以承兑，到期付款。银行承兑汇票就是通过国际贸易的结算过程被创造出来的。

设美国某一进口商从法国某一出口商那里进口一批价格 10 万美元的货物。为了进行支付，美国的进口商从美国某一家银行取得以法国出口商为收款人的信用证。凭这张信用证允许法国出口商对美国这家银行开一张汇票。法国出口商发出商品并把信用证转交给法国银行，法国银行开一张对美国银行的汇票，并寄给美国银行。美国银行确认之后，汇票上盖“承兑”印记，这就创造出一张银行承兑汇票。

应注意的是，美国银行只是保证到偿期支付，不必为这种交易提供信用。

(1) 出口国——法国银行提供信用。法国的出口商出口货物后持承兑汇票要求法国银行对汇票议付，也就是支付现金，并把这笔款存在法国银行。美国的进口商已经收到货物，同时对美国承兑银行有一笔短期负债。美国银行则既有一笔新资产（美国进口商所负责的汇票金额），又有一种新负债（银行承兑汇票对汇票持有人支付），等到汇票到期时，美国银行向法国银行支付 10 万美元，美国进口商向美国银行支付 10 万美元。这个过程说明，是法国的银行提供了信用。

(2) 证券商提供信用。法国银行接受本国出口商的议付后，把汇票卖给

美国一家证券商，得到美元并存在美国银行。待汇票到期时，美国银行向持有汇票的美国证券商支付 10 万美元，美国进口商对美国银行付款。这个过程说明是美国证券商提供了信用。

(3) 美国承兑银行提供信用。法国银行提供本国出口商议付后，把汇票卖给美国承兑银行，获得美元并存在美国银行。待汇票到期时，美国银行不必对自己支付了。美国进口商对美国银行付款。这个过程说明，美国银行提供了信用。

承兑汇票的主要用途是为国际商品流通融资。一是为本国的出口商融资，本国的出口商持有外国银行承兑的汇票可以在本国银行贴现，直接取得出口货款。汇票到期之后，本国银行再从外国银行收回汇票所载的金额。二是为本国进口商融资，本国进口商与外国出口商签定进口合同之后，可要求本国银行通知外国出口商开出以本国银行为付款人的汇票，使外国出口商及时交货。本国进口商从本国银行得到提单并向本国银行付款。

银行承兑汇票是随着国际贸易产生的，可以说没有初级市场，但有次级市场。参加银行承兑汇票次级市场交易的有三种人：一是创造银行承兑汇票的承兑银行；二是经纪人；三是投资者。承兑银行所持的银行承兑汇票都是自己承兑、自己贴现的。这部分汇票的大多数没有进入初级市场，没有流通。经纪人主要是代客买卖，收取佣金。投资者持有的银行承兑汇票占市场流通总额的绝大多数。

5. 贴现

是指持票人以未到期票据向银行兑换现金，银行将扣除自买进票据日（即贴现日）到票据贴现日的利息（即贴现息）后的余额付给持票人。从本质上看，贴现也是银行放款的一种形式，这种方式与一般放款的差别在于是在期初本金中扣除利息，不是在期末支付利息。

贴现在西方国家是货币市场的一项重要融资活动。贴现市场并不是指各银行和其他金融机构之间买卖票据或银行直接与客户进行贴现的行为。而是指银行与票据经纪人成立的公共的贴现市场。如英国伦敦贴现市场银行所持有的票据，主要是从经纪人那里买进的。票据经纪人或以自己的资金或从银行取得随通知随还的票据进行贴现。将所贴现的票据向银行再贴现。票据经纪人有时介绍买卖票据，以形成活跃的贴现市场。美国纽约的贴现市场分为两部分：一为买卖银行承兑票据的贴现；另一个是国内商业票据买卖的市场。前者指贴现商与银行间形成承兑汇票的市场；后者是指票据商将其为顾客贴现的商业票据卖给银行而形成的贴现市场。

贴现市场在英国是英格兰银行与商业银行间的桥梁，也是英国金融制度的一个特色。伦敦的贴现市场主要是由 9 家贴现公司组成的。这 9 家贴现公司都是伦敦贴现市场协会的成员。贴现市场在英国货币体系中发挥中心的作用。贴现公司利用他们借入的低利资金，再以较高的利息贴现票据。每月派代表拜访各清算银行、其他银行及承兑公司等，借入通知及隔夜资金。另一方面购买并探询各银行购买的票据，如国库券、商业票据、短期政府债券等。贴现公司可将流动资金存入英格兰银行，后者成为前者的最终依靠。

贴现公司的经营活动为银行提供调节资金，增加其流动性之方便。当银行资金盈余时，就把资金贷给贴现公司；当银行资金不足时，就从贴现公司

收回贷款。银行把多余资金贷给贴现公司，安全、方便，又有利可图。

贴现公司是国库券、商业票据、银行承兑汇票及大额定期存单的买者。这是贴现公司最重要的活动。持有上述可转让金融资产的机构和个人，总是希望有人买这些金融资产。贴现公司经常买这些金融资产，保证这些金融资产的可转让性，增强这些金融资产的流动性。这既对银行有好处，又对客户有益处，更重要的是加速了资金的周转，促进了生产和交换的发展。

英国的中央银行——英格兰银行也通过贴现市场来贯彻其货币政策，若英格兰银行要增加货币供给，就从贴现公司买国库券、商业票据、银行承兑汇票和大额存单，贴现公司用中央银行的资金再从经纪人手中买上述金融资产，使流通领域中的货币供给增加。若中央银行要减少货币供给，就不购买贴现公司票据，贴现公司没有足够资金也要减少从票据经纪人处买票据，票据不能转变成现金，流通中货币供给减少。

二、欧洲货币市场

欧洲货币市场，就是经营欧洲美元和欧洲一些主要国家境外货币交易的国际资金借贷市场。这里所谓的“欧洲”一词，实际上是“非国内的”、“境外的”、“离岸的”或“化外的”意思。

欧洲美元，是指存放在美国境外各银行（主要是欧洲银行和美国、日本等银行在欧洲的分行）内的美元存款，或者从这些银行借到的美元贷款。这与美国国内流通的美元是同一货币，具有同等价值，两者的区别只是在于帐务上的处理不同。例如，一家公司在欧洲的一家银行存进一笔美元，实际上只是把它原来存在美国银行的一笔美元转存到这家欧洲银行的帐户上。

所谓欧洲其他货币，有欧洲英镑、欧洲德国马克、欧洲法国法郎、欧洲瑞士法郎、欧洲荷兰盾等等。它们的性质也与欧洲美元的性质相同，都是指在本国境外的该国货币资金。比如，日本银行存放在法国银行的英镑存款或德国银行对瑞士公司提供的英镑贷款，就叫做欧洲英镑。

欧洲美元起源于欧洲，欧洲英镑、欧洲德国马克、欧洲法国法郎以及其他同样性质的欧洲国家的货币的借贷也集中在欧洲，因此，这些国家的境外货币，一般统称为欧洲货币。

1. 欧洲货币市场的形成和发展

欧洲货币市场起源于 20 世纪 50 年代，市场上最初只有欧洲美元。当时，美国在朝鲜战争中冻结了中国存放在美国的资金，原苏联和东欧国家为了本国资金的安全，将原来存在美国的美元转存到原苏联开设在巴黎的北欧商业银行和开设在伦敦的莫斯科国民银行以及设在伦敦的其他欧洲国家的商业银行。美国和其他国家的一些资本家为避免其“帐外资产”公开暴露，从而引起美国管制和税务当局追查，也把美元存在伦敦的银行，从而出现了欧洲美元。当时，欧洲美元总额不过 10 亿多美元，而且存放的目的在于保障资金安全。

在第二次世界大战结束以后，美国通过对饱受战争创伤的西欧各国的援助与投资，以及支付驻扎在西欧的美国军队的开支，使大量美元流入西欧。当时，英国政府为了刺激战争带来的经济萎缩，企图重建英镑的地位。1957 年英格兰银行采取措施，一方面对英镑区以外地区的英镑贷款实施严格的外汇管制；另一方面却准许伦敦的商业银行接受美元存款并发放美元贷款，从而在伦敦开放了以美元为主体的外币交易市场，这就是欧洲美元市场的起源。

到了 60 年代，欧洲货币市场逐渐发展起来。其主要原因是：

（1）美国国际收支发生逆差。这是欧洲美元迅速增长的最根本原因。欧洲美元存在的形式首先是美元存款。私人公司或其他经济实体在欧洲银行存入一笔欧洲美元，归根到底，只能是把原来在美国银行里的一笔活期存款转存到欧洲银行里来。同样，一家欧洲银行贷出一笔欧洲美元，也只能是把这笔原来存在美国银行里的活期存款转贷给借款人。所以欧洲美元的根于是美国银行对外负债的转移。没有这个根子，欧洲美元是无从产生的。这种对外流动性负债的转移与美国国际收支逆差有着直接关系。

（2）美国政府对资本输出入的限制措施促使大量美元外流。由于美国国

际收支不断出现逆差，趋势日益恶化，所以从 60 年代开始美国政府就采取了一系列限制美元外流的措施。如美国政府从 1963 年起实施利息平衡税，对外国政府与私人企业在美国发行的债券利息，一律征收平衡税，借以限制美国企事业对外直接投资，同时限制设立海外分支机构和银行对外信贷。1968 年美国政府的金融管制当局正式停止美国企业汇出美元到国外投资。还有，根据在 30 年代美国联邦储备银行制订的 Q 项条款规定，美国商业银行对活期存款不付利息，并对定期与储蓄存款利率规定最高限额，而在国外的欧洲美元存款则不受此种限制。另一个联邦储备银行的 M 条款规定，美国银行对国外银行的负债，包括国外分支行在总行帐面的存款，必须缴存累进的存款准备金，而国外的欧洲美元存款则可以缴存任何存款准备金。这些措施引起美国国内商业银行的不满，纷纷向国外寻求吸收存款的出路。全世界的跨国公司也不得不转向欧洲货币市场，以满足其资金融通的需求。这些因素都大大地促进了欧洲货币市场的发展。

(3) 欧洲一些主要国家解除外汇管制，并实行各国货币自由兑换。西欧主要国家从 1958 年 12 月开始，允许出口商和银行拥有外币资金，主要是美元资金。当时，美元是国际间主要的支付与储备货币，西欧各国解除对外汇的管制，就意味着各国货币可以自由兑换美元。这些措施使得欧洲银行的美元存放业务迅速增长，同时也促进了美国银行的分支机构大量增加。

进入 70 年代以后，欧洲货币市场进一步发展。无论从该市场上的资金供应方面，还是从资金需求方面来看，都在迅速增加。

从资金供应方面来看，有以下因素促进了欧洲美元的发展：

第一，美国巨额和持续的对外军事开支和资本输出，使大量美元流入外国工商企业、商业银行和中央银行手中，它们把这些美元存于欧洲各国银行中套取利息。特别是 1971 年 8 月 15 日美国宣布停止美元与黄金兑换后，促使更多的美元流入欧洲市场。

第二，石油生产国的美元。1973 年 10 月油价提高，石油生产国的石油美元收入急剧增加，这些国家将美元收入的一部分存入欧洲货币市场。

第三，经营欧洲货币市场业务的各国商业银行的分行，为适应业务的需要，常将其总行的资金调至欧洲市场，以便调拨使用。一些大的跨国公司，为促进其业务的发展，便于资金的使用，也增加在欧洲银行的投放。

第四，派生存款的增加。欧洲银行在吸收一笔欧洲美元存款后，留存一定的备付金，将剩余资金贷出，而接受贷款的借款人，又将所得贷款存入欧洲银行，这样就像在国内银行体系中所发生的存款派生过程一样，在欧洲货币市场上，也会发生类似的存款派生过程。而且，由于没有法定存款准备金的规定，其派生存款的倍数往往要高于国内派生存款的倍数。

从资金需求方面来看，60 年代到 70 年代欧洲货币市场以短期贷款为主，主要满足工商企业短期资金周转的需要，所贷款期限多在 1 年以下。但在 70 年代后，发生了一些变化。

(1) 自石油提价后，1974 年以来，西方工业国及第三世界非产油国出现国际收支巨额逆差，开始向欧洲货币市场举债。原苏联及东欧一些国家也到欧洲货币市场举债。

(2) 1973 年资本主义国家开始实行浮动汇率后，一些银行与工商企业，为了减少汇率风险并投机牟利，增加了外汇买卖，从而扩大了对欧洲货币市场的资金需求。

其他欧洲货币是在美元危机中逐渐形成的。从 60 年代以来，美元的霸权地位日益衰落，抛售美元、抢购黄金或其他硬通货的风潮频繁发生。而各国的企业与投机商，以及西方各国中央银行所掌握的外汇储备，绝大部分是美元。因此，它们就不得不按照在金融业务中要谨慎行事这一个最简单的原则，使它们的储备构成多样化。这种储备多样化的过程，必然导致美元在国际市场的价格下降。美元价值下降，又会使大量持有美元的外国企业以及各国中央银行的储备头寸价值低落。由于在储备多元化的过程中，导致人们对美元的信心动摇，致使当时国际市场上的硬通货，如联邦德国马克、瑞士法郎、日元等，身价倍增，成为抢购的对象，再加上有些国家对非本国居民存入所在国货币施加种种限制，而对外国货币则不加限制或限制较少，这就形成了“欧洲德国马克”、“欧洲瑞士法郎”等其他欧洲货币。最初的欧洲美元市场，也就逐渐发展成为欧洲货币市场了。

同时，欧洲货币市场的范围也在不断扩大，它的地区分布区扩展至亚洲、北美和拉丁美洲，因此，所谓欧洲货币，不一定是存放在欧洲各国的生息资本。欧洲货币市场这一名词的含义不断发生变化。这个名词的词头“欧洲”是因为原先的市场在欧洲，但实际上由于欧洲货币市场的不断发展，它已不再限于欧洲地区了。

这些欧洲货币的存放借贷多集中于银行业务和金融市场比较发达的伦敦市场。1980 年时，它占整个欧洲货币市场的份额的 1/3 左右。

现在欧洲货币市场规模已经很大。所谓市场规模，是指某一时点未清偿的欧洲货币存放款或其他金融资产的存量。在实际统计时，人们是以银行的欧洲货币负债额而不以资产额来测定欧洲货币市场的规模。这是因为银行的资产除了金融资产以外，往往还包括有形资产。而银行的负债主要是存款，从是否存缴法定准备金上就可以辨认出存缴某笔外币存款是不是欧洲货币存款。

目前，关于欧洲货币市场规模有多种统计资料，其中以国际清算银行、摩根保证信托公司和英格兰银行的统计比较可靠。国际清算银行根据与欧洲美元市场有联系的大多数银行的报告，对这一市场的资金总额和净额进行估计。其总额只限于报告国银行的外币负债的总计，它没有把所有有关国家和地区都包括进去，例如巴林、拿骚等地。而且，它只计算呈报银行对非居民的外币负债，而呈报银行对本国居民，包括本国银行和本国金融当局的外币负债则略而不计。因此，这种估计显然是偏低的。

摩根保证信托公司的资料，在统计方法上和国际清算银行相同，但范围大。在测度欧洲货币市场总额时，它是将商业银行所有外币负债汇总而得出的，总额中剔除银行间负债的数字就是净额。不过，它用各国官方关于本国银行的外币资产负债的资料对国际清算银行的估计进行补充和核实，差别不太大。

2. 欧洲货币市场的特点

欧洲货币市场是一个有很大吸引力的市场，这个市场与西方国家的国内金融市场以及传统的国际金融市场有很大的不同，关键在于这是一个完全自由的国际金融市场，主要有如下特点：

(1) 欧洲货币市场经营非常自由。由于欧洲货币市场是一个不受任何国

家政府管制和税收限制的市场，所以经营非常自由。例如，借款条件灵活，借款不限制用途等。因此这个市场不仅符合跨国公司和进出口商的需要，而且也符合许多西方国家和发展中国家的需要。

(2) 欧洲货币市场资金规模极其庞大。欧洲货币市场的资金来自世界各地，数额极其庞大，各种主要可兑换货币应有尽有，故能满足各种不同类型的国家及其银行、企业对于不同期限与不同用途的资金需要。

(3) 欧洲货币市场资金调度灵活、手续简便，有很强的竞争力。欧洲货币市场资金周转极快，调度十分灵便，因为这些资金不受任何管辖。这个市场与西方国家的国内市场及传统的国际金融市场相比，有很强的竞争力。

(4) 欧洲货币市场有独特的利率体系，其存款利率相对较高，放款利率相对较低，存放款利率的差额很小，这是因为它不受法定准备金和存款利率最高额限制。因此，欧洲货币市场对存款人和借款人都更具吸引力。

(5) 欧洲货币市场是一个“批发市场”。欧洲货币市场的经营以银行间交易为主，银行同业间的资金的拆借占欧洲货币市场业务总量的很大比重；它也是一个批发市场，由于大部分借款人和存款都是一些大客户，所以每笔交易数额很大，一般少则数万元，多则可达到数亿甚至数十亿美元。

3. 欧洲货币市场的组成及其业务活动

欧洲货币市场是由一个世界性的广泛的国际银行网所组成。这些银行被泛称为“欧洲银行”。所谓“欧洲银行”与其说是一种机构，不如说是一种职能。

“欧洲银行”以伦敦为中心，散布在世界各大金融中心。它们之间通过信函、电话、电报和电传联系。伦敦有许多金融机构，它们同世界各国有千丝万缕的联系，形成了伦敦特有的金融地位。这些机构由三类银行组成：A. 英国商业银行在伦敦开设的总分行；B. 其他各国商业银行和金融机构在伦敦开设的分行、金融公司或投资银行；C. 由不同国家大商业银行组成的联合银行集团。

欧洲货币市场的业务由两部分组成：一部分是银行同业之间的交易；另一部分是非银行之间的交易。就资金的借贷的期限、方式和业务性质而言，可分为欧洲货币市场和欧洲资本市场。

(1) 欧洲货币市场。

欧洲货币市场主要指欧洲银行间的借贷市场。短期借贷的期限大多数为1—7天或1—3个月，少数为半年。这种业务主要凭信用，无须提供担保品，一般也不签订合同，只通过电话或电传进行。成交额往往以100万美元为一个单位。存放利率由双方具体商定，贷款利率一般低于各国商业银行对国内大客户的优惠利率，由经营欧洲货币业务的大银行于每个营业日按伦敦银行同业拆放利率商定公布。

欧洲货币市场的存款来源，主要是美国的银行、各国的一些官方银行和企业、国际财团、跨国公司和私人企业的资金、石油输出国油款收入以及个人在短期内的闲置资金。

从资金需求的情况来看，大致是进口商支付出口商贷款需要和纯粹为了国内资金需要。在欧洲美元贷款利率低于国内利率时，借入欧洲美元换成本币使用。

（2）欧洲资本市场。

是指欧洲银行经营的中长期借贷的市场，系由银行中长期信贷和欧洲债券市场组成。

欧洲银行的中长期信贷，最短在1年以上，一般为1—3年、5年、7年、10年或更长。资金的借贷者，大多数是世界各国私营或国营企业、社会团体、政府当局或国际机构组织。资金来源，少数为长期存款，多数为较短期存款。

办理中、长期信贷，一般都需签订合同，有的合同还需经借款国的官方机构或政府担保。利率一般以伦敦同业拆放利率为基础，根据金额大小、时间长短或借款人的资信，再加上不同幅度的附加利率，一般为0.25%—2.5%。对于金额大、时间长的贷款，往往由几家、十几家甚至数十家不同国家的银行组成银行集团，由一家或几家大银行牵头，向借款人共同提供。

发行欧洲债券是在欧洲资本市场上筹资的另一种主要形式。特别是70年代以来，由于对长期资金需求增加，债券形式的借贷活动发展很快，形成了专门的欧洲债券市场。欧洲债券的特点是债券发行人属于一个国家，债券面值则用另一个国家的货币标示。例如，日本金融机构在东京市场上发行的美元债券，则算为“外国债券”，而不能算为“欧洲债券”。

欧洲债券往往由一家大商业银行牵头，联合几家甚至数十家不同国家的大银行代为发行，大部分先由这些银行买进，然后转到销售证券的二级市场或本国市场卖出。现在，欧洲债券在资本市场借贷总额中的比例已超过中、长期银行信贷。

欧洲债券主要分为以下三种：一种是普通固定利率债券，即在发行时，利率和到期日均有明确规定，不再改变。另一种是浮动利率债券，即利率按约定时间调整，多数为半年调整一次，以6个月期的伦敦银行同业拆放利率或美国商业银行优惠放款利率为基础，再加上一定的附加利率计算。还有一种是可转换为股票的债券，购买者可以按照发行时规定的兑换价格，换成相应数量的股票。

（3）与出口项目相结合的资金借贷。

根据使用出口信用的对象不同，在出口贸易中，使用欧洲货币市场资金的形式有两种：

A. 卖方信贷。大型成套设备的出口常常采取延期付款的方式，进口厂商除支付一部分订金外，等到出口厂商全部交货后，再分期偿还成套设备的出口货款，并随同利息一并支付。出口厂商为继续进行正常生产，常与欧洲货币市场上的商业银行签订协议，商借出口信贷。进口商偿还货款后，再归还其从银行所借得的出口信贷资金。由于这种信贷是由出口商方面的银行提供给出口商（卖方）的，所以叫做卖方信贷。

B. 买方信贷。上述成套设备延期付款的交易，不是由出口商向其往来银行商借资金，而是由进口商（买方）向出口商方面的银行商借资金，用以向出口商偿付成套设备的货款，这也是利用欧洲货币市场资金的一种形式。由于信贷资金是由银行提供给买方的，所以叫做买方信贷。

此外还有一种方式是由进口商方面的银行向出口商方面的银行商借资金，用以偿付出口商成套设备的货款，这也是买方信贷的一种形式。

欧洲货币市场的业务特点是：

第一，国际借贷业务趋向分散，国际金融垄断组织的活动进一步向发展中国家和地区渗透。

在以伦敦为主体的欧洲货币市场之外，卢森堡金融市场的作用日益增长。此外，像香港、新加坡、巴拿马等也都经营各地区的“亚洲美元”或“拉美美元”业务，并逐渐发展成为国际资金市场。

第二，银行资金来源由零星转为大宗，由零存整放转为整存整放。

欧洲货币市场的资金来源逐渐由吸收短期资金到发行大额可转让的存单来吸收资金。在资金运用上，中长期贷款、买方信贷及欧洲债券的业务量急剧增加。

第三，中长期贷款额度不完全以存款及营运资金大小为依据，常常先贷放后借入，贷款利率也随借入利率的变化而定期调整。经常是先与借方签订贷款合同，以后再从其他地方设法借入资金。

第四，综合货币单位在国际借贷与债券发行中开始作为计算单位，如欧洲货币单位（ECU）及特别提款权（SDR）。

4. 欧洲货币市场的影响

欧洲货币市场对世界经济发生了不可低估的影响，主要表现在以下几个方面：

（1）欧洲货币市场导致了国际金融市场的联系更加密切。

欧洲货币市场在很大程度上打破了各国间货币金融关系的相互隔绝状态，它将大西洋两岸的金融市场与外汇市场联系在一起，从而促进了国际资金流动。因为欧洲银行的套利套汇活动，使两种欧洲货币之间的利率差别等于其远期外汇的升水或贴水，超过这个限度的微小利率差别都会引起大量资金的流动，于是这个市场所形成的国际利率，使各国国内利率更加相互依赖。它促进了国际金融的一体化，这是符合世界经济发展的基本趋势的。

（2）欧洲货币市场促进了一些国家的经济发展。欧洲货币市场在很大程度上帮助了西欧和日本恢复它们的经济并使其得到迅速发展。欧洲货币市场是日本60年代以来经济高速发展所需巨额资金的重要补充来源。发展中国家也从这个市场获得大量资金。据世界银行统计，从1973年到1978年6月底，两年半时间内发展中国家从国际货币市场上借进621亿美元，其中绝大部分是从欧洲货币市场上借来的。第三世界运用这些资金加速了经济建设，扩大了出口贸易。因此，它加强了第三世界和第二世界的经济力量。

（3）欧洲货币市场加速了国际贸易的发展。在不少国家，对外贸易是刺激经济增长的重要途径。60年代中期以来，如果没有欧洲货币市场，西方国家对外贸易的迅速增长是不可能的。（4）欧洲货币市场帮助了一些国家解决了国际收支逆差问题。欧洲货币市场方便了短期资金的国际流动，特别是促进了石油美元的回流。据国际货币基金组织估计，1974—1981年，世界各国的国际收支经常项目逆差总额高达8100亿美元，但各国通过国际金融市场筹集的资金总额即达7530亿美元，这在很大程度上缓和了世界性的国际收支失调问题。在这期间，欧洲货币市场所吸收的石油出口国的存款就达1330亿美元，从而发挥了重要的媒介作用。

当然，欧洲货币市场也给世界经济带来了不可低估的不稳定性，主要表现在以下几方面。

（1）经营欧洲货币业务的银行风险增大。欧洲美元等货币的拆放都具有以下几个特点：A. 借款人除了本国客户外，尚有外国客户，或虽系本国客户，

但又转手再放给外国客户，所以，它具有国际间极其复杂的连锁关系；B. 借款金额巨大，而又缺乏抵押保证；C. 由于借款人有时把资金转借出去，几经倒手，最后甚至连借款人是谁也不能完全掌握。

（2）影响各国金融政策的实施。对参与欧洲货币市场的国家来说，如果对欧洲美元等资金运用过多，依赖过深，或这种资金流入流出过于频繁，数额过大，那么，在一定程度上将会影响到该国国内货币流通的状况。

（3）加剧外汇证券市场的动荡。欧洲货币市场上的资金具有很大的流动性，每当某一主要国家货币汇率出现动荡将贬值下浮时，它的流动性将进一步加剧。

（4）加剧资本主义国家的通货膨胀，这是国际性通货膨胀加剧的一个因素。

三、亚洲货币市场

亚洲美元市场，是由亚洲、太平洋地区的美元存、放款活动而形成的金融市场。这个市场是为满足亚大地区的经济发展的需要而产生的，其发展对亚大地区的资金融通以及全球性国际金融市场的业务扩展都起到了积极的作用。

亚洲美元市场起初是作为欧洲美元市场的补充而建立的。以伦敦为中心的境外美元市场的交易量在 60 年代后期迅速增加，伴随着业务增长而来的还有一个希望欧洲美元市场不要受伦敦交易时间限制，在 24 小时内都可以进行交易的要求。在伦敦市场停业后，这种境外货币市场的交易便转向亚太地区的金融中心。在国际、国内各种因素的推动下，以新加坡为中心的亚洲美元市场逐渐获得了较大的发展。

亚洲美元市场自 1968 年创立以来，已成为亚大地区不可忽视的一个区域性及至国际性的金融市场。这一市场的范围已从新加坡扩展到香港、马尼拉和东京。

亚洲美元市场的形成和发展大体经历了三个阶段：

第一阶段，1968—1970 年为亚洲美元市场的形成阶段。

亚洲境内早已存在可自由兑换的美国境外美元，但作为境外借贷交易对象的美元资产，只是在 60 年代末才出现的。60 年代初，美元过剩危机过后，美国加强了对国内银行的存款准备金管理，致使境外美元的存贷成本相对优惠。获得独立不久的新加坡政府为适应国际经济形势的需要，为金融形势的发展制定了把新加坡发展成为一个国际金融中心的经济发展战略。到 1970 年，新加坡共批准 16 家国际大银行在该国设立分支机构，这些机构设立的“亚洲货币帐户”与非居民外币存款和放款业务，就是亚洲美元市场的开端。

第二阶段，1971—1975 年为亚洲美元市场的巩固阶段。

1973 年新加坡政府颁布《所得税修正法》，把外币经营所得税率从原来的 40% 降为 10%，鼓励外国银行到新加坡设立分支机构。新加坡金融管理当局还放宽了对外国金融机构亚洲美元业务的管制，规定对亚洲美元存款免缴存款准备金，并允许本地公司和居民在亚洲货币帐户上开立外币帐户，扩大了亚洲美元市场的经济基础。

第三阶段，1976 年以后为亚洲美元市场的稳步发展阶段。亚洲美元市场的发展大大扩展了新加坡、香港等地的国际金融业务。1975 年在香港持有执照的境外银行为 49 家，由于香港当局宣布不再颁发新的银行执照，希望进入香港美元市场的外国银行只能通过购买股权和直接投资控制现有银行来达到目的。外国银行也通过开设银行代表处来扩大业务联系。1976 年香港已有 80 多家外国银行代表处。新加坡市场的美元资产由 1968 年的 3000 万美元增加到 1987 年底的 2174 亿美元，美元资产的年增长率达到 90%。经营亚洲美元的外国银行有 121 家、外国证券公司 54 家。世界最大的 50 家银行中，有 40 家在新加坡设有分行或子公司。

亚洲美元市场的经营范围较广，业务种类也增加较快，交易中 90% 的业务是以美元进行的，联邦德国马克、瑞士法郎、日元、英镑等十几种货币仅占很小的比重。

亚洲美元市场是在以下两个方面的基础上进行经营的：一方面它接受自由兑换货币的活期和定期存款；另一方面它又把这些货币资金贷出去，以供

亚大地区以及国际性的企业和公司在贸易与投资方面运用。亚洲美元市场的同业拆借是这一市场的最大组成部分。在 1980 年的存款总额中，银行同业存款为 408.8 亿美元，占总额的 75%；在贷款总额中，银行同业拆借为 395.5 亿美元，占贷款总额的 73%。

亚洲美元市场资金来源主要来自以下方面：各国中央银行和政府机构的存款，跨国公司调拨资金和闲置资金，各国进出口商、外国侨民的存款及银行同业存款。

亚洲美元市场基本上是一个短期资金市场。近年来随着国际金融工具创新和国际金融市场一体化的发展，亚洲美元市场出现了很多筹资方式，其中美元存单是发行得最多的一种筹集中、短期资金的工具。美元存单不记名，随时可在市场上转让，利率高于银行存款利率，在新加坡等市场上享受免税优惠。美元存单有固定利率和浮动利率之分，但大多是浮动利率，利率通常比新加坡同业 6 个月期拆放利率高 0.125% 到 0.1875%，期限为 1—5 年。

发展中国家在亚洲美元市场上筹集的数额日益增多。亚洲美元市场上贷款的申请手续简便，贷款费用比较低。贷款机构还可以根据借款的需要提供不同的还款期限、还款计划表、还款优待、取消贷款及抵押条件等各种便利。

亚洲美元市场上筹措长期信贷的主要形式是亚洲美元债券的发行。亚洲美元债券是一种由一个联合银团包销的国际性债券。债券必须在新加坡证券市场上挂牌，包销团中至少有一家金融机构在新加坡注册，债券的支付代理人必须有新加坡的金融机构，债券一般主要在亚大地区销售。

亚洲债券的发行者主要是亚大地区的银行、企业和各国政府。70 年代以来，世界银行、亚洲开发银行、非洲开发银行也进入这一市场筹措资金。

亚洲债券的购买者主要是世界各国的中央银行、商业银行、企业、投资公司、年金机构以及个人投资者。

1971 年亚洲美元债券创设之初，发行者多采用固定利率。80 年代以来，由于通货膨胀率和利率波动引起的风险难以确定，浮动利率为越来越多的筹集者和投资者所接受。到 1987 年，亚洲债券市场共计发行了 171 笔美元债券，筹资总额达 92.99 亿美元。

四、石油美元问题

石油美元的历史并不长,它是 70 年代中期石油提价后出现的一种金融力量。石油美元是一种流动性的资金,大量投放在欧洲货币市场,成为欧洲美元的组成部分。石油美元在美国纽约市场上也十分活跃。90 年代以来,大量的阿拉伯石油美元流入东京市场和新加坡亚洲美元市场进行各种存放和投资。石油美元是目前国际金融市场上举足轻重的一支力量,对当前国际经济、国际金融的发展影响较大,值得研究。

1973 年的中东战争,导致石油价格大幅度上涨,形成世界性的能源危机。1977 年 10 月,石油输出国组织宣布石油价格由每桶 3.011 美元提高至 5.11 美元。稍后,又再度提高到 11.65 美元,结果使得世界的国际收支结构发生很大变化。这些变化表现在:因石油输出收入大增,石油输出国家的国际收支出现巨额顺差;而石油消费国家的国际收支因石油输入支出剧增,出现了巨额赤字。原来,国际收支的格局为“发达国家为顺差、发展中国家为逆差”,这种国际收支的格局被石油提价冲击后,发生了很大的变化。

在石油消费国家中,发达国家遭受的打击较为严重,发达国家的经常收支因石油提价而多呈现庞大逆差。相反,石油输出国的经常帐户则发生巨额的顺差——这就是“石油美元”。对于这种资金的规模,有各种不同的估计,根据一般推算,1974 年石油输出国家的石油输出总收入约为 1150 亿美元,其经常输入则约为 400 亿美元,因而计有盈余约为 750 亿美元。这项盈余,一方面表示了石油消费国家的外汇减少额,这也是一些发达国家国际收支出现巨额逆差的主要原因,另一方面则表示石油输出国拥有丰富的石油美元。

这种巨额的石油美元,无论是对石油输入国还是对石油输出国,甚至对整个世界经济,都有很大的影响。对石油输出国家来说,由于石油美元收入庞大,而其国内投资市场狭小,不能完全吸纳这么多美元,必须以资本输出方式在国外运用。对于西方工业发达国家来说,由于进口石油对外支出大幅度增加,国际收支大多呈巨额逆差,倘若采取紧缩性措施,或限制进口石油等来谋求国际收支状况的改善,则可能导致经济衰退,并影响世界贸易的发展。因此,工业国家大多希望石油美元回流——由石油输出国家回流到石油输入国家,这就出现了石油美元的回流。

石油美元的回流,在最初期间,主要是流向欧洲货币市场、纽约金融市场、各国金融机构和国际金融机构等,其流入地区主要是西欧,英、美等国家。发展中国家也多希望能利用石油美元资金来发展经济。

但是,这种庞大的石油美元,又给国际金融市场带来了动荡。石油美元在性质上大多是国际短期资金,可能在国际间大量而迅速地移动。而这种移动,又将严重地影响国际金融市场的安定。因此,世界各国都密切地注视着石油美元的变动问题。

第四章 国际外汇市场

随着布雷顿森林货币体制的崩溃，黄金作为国际货币退出了历史舞台。各国间贸易等经济往来活动，主要用一些国家的货币作为“硬通货”进行计价和清算。这样，各种“硬通货”之间的关系及各国货币与“硬通货”之间的关系，便在国际外汇市场的行情变化中显示出来了。

一、国际外汇市场的分类与作用

1. 国际外汇市场的涵义

由于各国货币制度的不同，所以，为了使不同的货币间的清算得以顺利进行，就必须解决各国货币彼此之间的兑换问题，即买卖不同的货币，也就是进行外汇买卖。进行外汇买卖要有一定的场所，这就形成了外汇市场。

狭义的国际外汇市场是指银行间的外汇买卖。外汇银行与客户之间的交易所产生的结果必然有买卖差额，银行本身经过抵冲，其结果可能出现头寸过剩或头寸不足，根据不同的差额，银行就可以在外汇市场上进行抛售或买进，以避免汇率变化所带来的损失。

外汇市场，按有无固定场所分为两种形式：一种是定点交易，凡是参加外汇交易的代表，在一定时间内集中于外汇交易场所进行交易。外汇期货交易就是在交易所内通过公开喊价、拍卖的方式进行。外汇期货市场的首创者是美国芝加哥商品交易所的国际货币市场，它成立于1972年5月。此外，有固定场所的，还有法国巴黎、德国的法兰克福、比利时的布鲁塞尔等。另一种是非定点交易，即买卖双方通过电话、电传等通讯手段进行交易，如伦敦外汇市场就是这种交易方式。这种交易一般能在1—2分钟内结束讨价还价，达成口头协议。目前，除德国、法国等少数国家的外汇市场外，多数国家的外汇市场都脱离了交易所，成为没有固定场所的无形市场。

2. 国际外汇市场的组成

国际外汇市场主要由下列参与者组成：

(1) 外汇银行。通常包括：专营或兼营外汇业务的本国银行、外国银行分行或代办处，其他金融机构。外汇银行不仅是外汇供求的主要中介人，而且它们自己也对客户买卖，外汇银行在外汇市场中占据着主要地位。

(2) 外汇经纪商。在外汇市场上进行买卖的主要是商业银行，不仅交易额大，且很频繁。为了促进他们之间的交易，出现了专门从事介绍成交的外汇经纪人。他们自己不买卖外汇，而是通过同外汇银行的密切联系和了解外汇供求情况，促进供需双方成交，从中收取手续费。

(3) 中央银行。各国政府为了防止国际短期资金的大量流动对外汇市场的猛烈冲击，往往由中央银行对外汇市场加以干预，即在市场外汇短缺时大量抛售，外汇过多时大量买进，从而使本国货币的汇率不致发生剧烈的变动。因此，中央银行不仅是外汇市场的成员，而且还是外汇市场的实际操纵者。

此外，还有外汇的实际需求者和供应者，以及外汇投机者参与外汇市场。

3. 国际外汇市场的作用

国际外汇市场的作用主要表现在以下几个方面：

(1) 清算作用。国际间的政治、经济和文化往来等都会产生国际间的货币支付行为。为实现国际间债权债务关系的清偿与支付，必须借助于外汇和外汇市场。外汇本身就是作为国际间经济往来的支付手段和清算手段的，所以，清算作用是外汇市场的基本作用。

(2) 授信作用。外汇银行是外汇市场的主要参与者，由于银行经营外汇业务，这就可能利用外汇收支的时间差，为进出口商提供贷款。

(3) 套期保值作用。套期保值就是保值性的期货买卖，即为了使一项外汇收入不会因今后汇率的变动而遭受损失，所进行的期货买卖。套期保值对进出口商来说非常必要。例如，某出口商有一笔远期外汇收入，为了避开因汇率变化可能导致的风险，可将此笔外汇做期货卖出；反之，进口商也可在外汇市场购入外汇期货，以备将来支付之需。

(4) 投机作用。所谓投机，即预测外汇价格变动而买卖的行为。在外汇期货市场上，投机者利用汇价的变动来牟利，以产生“多头”和“空头”。“多头”就是预计某种外汇的汇价将上涨，即按当时的价格买入，而使远期交割到期时，该种外汇汇价上涨，再按“即期”价格立即卖出，就可牟取汇价变动的差额。“空头”就是预计某种外汇的汇价将下跌，即按当时价格售出远期交割的外汇，到期后价格下跌，再按“即期”价格买进补上。这种投机活动，是利用不同时间外汇行市的波动为前提而进行的。

二、国际外汇市场的业务种类及其操作

1. 即期外汇交易

在二日之内进行交割的外汇交易，叫做即期外汇交易或即期外汇市场。这种交易所依据的汇率叫做即期汇率。这里所说的交割就是指商业银行付出外汇，买者支付本币，或者商业银行支付本币，卖者交付外汇。

在零售外汇市场，商业银行总是要挂当天买卖外汇的牌价表。列出银行买入外汇的价格和卖出外汇的价格。所谓买价也叫买入汇率，是指银行从银行或客户那里买入外汇时所依据的汇率。所谓卖价也叫卖出汇率，是指银行向银行或客户卖出外汇所依据的汇率。卖价总要比买价高，二者之差是银行买卖外汇过程中所赚取的利润。

设在巴黎某商业银行的外汇价目表上写着：

$$\$ 1 = \text{FF}5.7505—5.7615$$

这是法国实行的直接标价法。5.7505 < 5.7615，前一个数字为买入价，即银行买 1 美元花 5.7505 法郎；后一个数字为卖出价，即银行卖出 1 美元收 5.7615 法郎，从这里进一步看出，所说的“买入”或“卖出”都是指银行的买入和卖出，不是客户买入或卖出。根据这个数字，买入价格和卖出价格的差额为 0.011，差额率为：

$$\frac{5.7615 - 5.7505}{5.7505} \times 100\% = 0.19\%$$

设某日在伦敦某商业银行的外汇价目表上写着：

$$\pounds 1 = \$ 1.8870—1.8890$$

这是英国实行的间接标价法，是用外汇来表示本市英镑的价格。前一个数字小于后一个数字，前一个数字为卖价，后一个数字为买价。它表明银行卖 1.8870 美元收入 1 英镑，而买入 1.8890 美元花 1 英镑。这还是说明银行对美元贵卖贱买。买入价与卖出价的差额为 0.002，差额率为：

$$\frac{1.8890 - 1.8870}{1.8890} \times 100\% = 0.1\%$$

买入价与卖出价之间差额的大小受下列一些因素影响：（1）交易量。交易量越小，差额越大。（2）金融中心。金融中心越大（纽约、伦敦），差额越小。（3）交易涉及的外汇的价格波动越大，差额越大。（4）交易涉及的外汇越稀少，差额越大。（5）交易工具。银行活期存款差额较小，银行券、银行汇票差额大。

我国出口以外币报价，外币成交结汇，具体可分为两种情况：一是原出口商品底价为人民币，改用外币报价，成交结汇；另一种是原出口商品底价为外币，改用另一种外币报价，成交结汇。

（1）原出口商品底价为人民币，外商要求改以外币报价。在改报时，把人民币报价转换为外币报价时要依据买价计算。改报的外币在外汇市场可能有牌价，也可能没有牌价。A. 改报的外币在外汇市场有牌价。设当日的牌价另：

买入价 1 美元 = 5.4253 元（人民币）

卖出价 1 美元 = 5.4686 元（人民币）

中间价 1 美元 = 5.4460 元（人民币）

设我某厂家向美国出口某商品，每单位价格为 200 元人民币，现在外商要求改用美元报价，根据上面三种不同的牌价，200 元人民币价格有 3 个不同的美元价格：

$$\text{依据买入价} \frac{200}{5.4253} = 36.86 \text{ (美元)}$$

$$\text{依据卖出价} \frac{200}{5.4686} = 36.57 \text{ (美元)}$$

$$\text{依据中间价} \frac{200}{5.4460} = 36.72 \text{ (美元)}$$

可见，按买入价把用人民币表示的价格换算成美元价格对我有利，而且这样做也是合理的。因为我出口厂家收到美元外汇后，要把美元卖给中国银行，中国银行结汇是按买入价结算的。出口厂家把 36.86 美元卖给中国银行所得人民币近似 200 元。这一结算后的人民币数额正好与原底价人民币数额相等。如果按卖出价或中间价把人民币价格换算成美元价格，收入的人民币分别为 198.4 元和 199.2 元，均低于原人民币底价 200 元，我方受了损失，而且这样做也是不合理的。

B. 改报的外币在外汇市场无牌价。假设某出口公司向爱尔兰出口一批商品，底价为人民币 100 元，而爱尔兰进口商要求改用爱尔兰镑报价。我们可参照纽约外汇市场美元对爱尔兰镑的汇率，假定纽约外汇市场 1 美元=0.6670—0.6685 爱尔兰镑，我公布的美元对人民币的汇率为 1 美元=5.9123—5.9185 元人民币，则有：

爱尔兰镑报价=100/5.9123×0.6685=11.30 爱尔兰镑。改报后的价格为 11.30 爱尔兰镑。计算时所使用的汇价都是买入价。因为我们收取的爱尔兰镑要卖给美国银行换取美元，换得美元为 16.90 美元(11.30÷0.6685)，然后再把美元卖给中国银行，换得 100 元(16.90×5.9123)。

(2) 原报出商品底价为一种外币，外商要求改用另一种外币报价。目前，我国出口商品直接以外币作底价对外报价、外币成交结汇的交易有呈增加趋势。具体计算方法有两种：

A. 用我国外汇市场牌价计算。

第一步，按卖出价，将原外币底价折成人民币；

第二步，将折算得出的人民币数额除以人民币对另一种外币的买入价。

比如说，某日我外汇管理局公布的牌价为：

$$£ 1 = ¥ 8.6341—8.6774$$

$$\$ 1 = ¥ 5.7047—5.7333$$

某出口商向英国出口某种商品，原报外币底价为每单位 500 英镑，现应对方要求改用美元报价。

第一步：500×8.6774=4338.7 (人民币元)

第二步：43387÷5.7047=760.54 (美元) 这样，每单位出口商品的价格由 500 英镑变为 760.54 美元。从上面的换算过程发现，把英镑换算成人民币时用的是卖出价，而把人民币换算成美元时用的是买入价。因为，改用美元报价之后，对方付给我出口商的 760.54 美元，出口商要将其卖给中国银行，银行买美元依据买入价。由于原定商品底价用英镑，出口商要用 4338.7 元人民币买英镑，而银行卖英镑要依据卖价。

B. 用国际外汇市场牌价计算。用国际外汇市场牌价计算的原则是：将本

币（某外汇市场所在国家的货币）折成外币时，采用买入价计算；将外币折成本币（某外汇市场所在国家的货币）时，采用卖出价计算。

根据上面的例子，在其他条件不变的情况下，在伦敦外汇市场上，外汇牌价为：

$$£ 1 = \$ 1.5243—1.5289$$

500 英镑在英国是本土币，把它转变成美元（外币）要用买入价计算：

$$500 \times 1.5289 = 764.45 \text{ (美元)}$$

这样，出口 1 单位商品的价格由 500 英镑折算成 764.45 美元。当把英镑折算成美元时，所以采用买入价，是因为我方得到 764.45 美元后，把美元卖给英国的商业银行时，银行买美元要依据买价。（ $764.45 \div 1.5289 = 500$ ）

当原报出口商品底价为一种外币，外商要求改用另一种外币报价时，我方应把上面两种方法得出的两种结果进行比较，哪一种对我有利就采用哪种方法。在上面举的两个例子中，以伦敦的外汇牌价换算对我有利。

2. 远期外汇交易

即期外汇汇率是由供求关系决定的，经常波动。供求关系的变化不仅要受纯经济因素影响，而且还受政治气候和军事行动等一些突发性事件的影响，即使是经验丰富的外汇交易商也很难准确地预料外汇汇率趋势和度数。此外，外汇交易商在交易过程中，外汇的收入和外汇的支出有时会发生脱节。由于这两方面的原因，外汇交易带有一定的风险。汇率的变化可能会使一些交易商无故遭受损失，也可能使一些交易商幸运地获得收益。正是为了避免损失和赚取利润，才出现了远期外汇交易。

远期外汇交易是指买卖双方现时签定买卖契约，仅提供若干保证金，不提供现货，约定在未来某日依照约定的汇率进行交割的外汇交易，或者叫远期外汇市场。远期外汇交易所依据的汇率叫远期外汇汇率。

远期外汇交易的特点，是买卖双方现时确定契约，规定交易的数额、依据的汇率，在有效期内，买卖双方必须承担契约所规定的经济责任，不得反悔。即使即期汇率发生变化，与契约规定的汇率大相径庭，也要遵守契约所规定的汇率，不管其他远期外汇交易所依据的汇率如何，契约所依据的汇率都有效。

远期外汇交易的期限不等，有 1 个月（30 天）的，有 2 个月（60 天）和 3 个月（90 天）的，其中 3 个月期限远期外汇交易最为普遍。

下表是 1993 年 9 月 10 日，星期五，纽约外汇市场汇价。表上记录了 1993 年 9 月 10 日纽约外汇市场的实际汇价，详细地研究这个表有助于理解远期外汇交易。表的第 2 列，是一定量美元表示 1 单位外币的价格，是直接标价法；第 3 列是用一定量外币表示的 1 美元的价格，是间接标价法。

表美国纽约外汇市场 1993.9.10 货币汇价

货币名称	外币兑美元	美元兑外币
澳大利亚元	0.6547	1.5274
英国英镑	1.5510	0.6447
30 天远期	1.5474	0.6462
60 天远期	1.5435	0.6479
90 天远期	1.5405	0.6491
加拿大元	0.7602	1.3154
30 天远期	0.7593	1.3170
60 天远期	0.7583	1.3187
90 天远期	0.7572	1.3207
人民币	0.1749	5.7190
欧洲货币单位	1.16000	0.8621
法国法郎	0.1778	5.6250
德国马克	0.6264	1.5965
30 天远期	0.6245	1.6014
60 天远期	0.6225	1.6064
90 天远期	0.6211	1.6101
意大利里拉	0.000643	1556.25
日元	0.009515	105.10
30 天远期	0.009514	105.11
60 天远期	0.009507	105.19
90 天远期	0.009500	105.26
瑞士法郎	0.7156	1.3975
30 天远期	0.7145	1.3995
60 天远期	0.7136	1.4014
90 天远期	0.7128	1.4030

表中既列出即期汇率，又列出英镑、加拿大元、日元、瑞士法郎和德国马克的 30 天、60 天和 90 天远期外汇汇率。

从表中可以看出，英镑、加拿大元、德国马克、日元、瑞士法郎的远期汇率都比即期汇率低，远期外汇汇率是由远期外汇的需求和供给决定的。比如说，美国一出口商向英国出口计算机，在 90 天内，他将收到用英镑表示的支付。如这一出口商担心英镑汇率下跌，使他遭受损失，他就会出卖 90 天远期英镑，如果所有的美国对英国的出口商都出卖远期英镑，英镑的远期外汇供给增加，英镑的远期汇率要下跌。相反，如果美国人增加购买远期英镑，远期英镑需求增加，远期英镑汇率就要提高。

外币的远期价格比即期价格高叫远期升水，外币的远期价格比即期价格低叫远期贴水。表上显示，远期英镑，远期加拿大元、远期德国马克、远期瑞士法郎都是贴水；贴水（升水）等远期外汇价格和即期外汇价格之差，是一个绝对量，不便于把不同的外币的升水和贴水程度加以比较。要进行比较，得使用远期贴水率或远期升水率这二个概念：

远期升水率（+）或远期贴水率（-）

$$= \frac{\text{远期汇率} - \text{即期汇率}}{\text{即期汇率}} \times \frac{360 \text{天} \quad (12 \text{个月})}{\text{远期天数} \quad \text{远期月数}} \times 100\%$$

根据表上的数据

$$30 \text{天远期英镑的贴水率} = \frac{1.5475 - 1.5510}{1.5510} \times 360 \times 100\%$$

$$= -2.7\%$$

60 天远期德国马克的贴水率 =

$$\frac{0.6225 - 0.6264}{0.6224} \times \frac{360}{60} \times 100\%$$

$$= -7.5\% < \text{ /PGN0127.TXT / PGN} >$$

90 天远期瑞士法郎的贴水率 =

$$\frac{0.7128 - 0.7156}{0.7156} \times \frac{360}{90} \times 100\%$$

$$= -4.7\%$$

该表还说明了远期外汇的贴水（升水）与期限的长短有一定关系。期限越长，贴水越大。

3. 保值

保值是指外汇交易商通过即期外汇市场和远期外汇市场来避免或消除汇率变动风险的买卖外汇的行为。保值仅仅是为了消除或避免外汇风险，把由外汇风险所带来的损失降到最低限度，不是利用外汇风险赚取利润。

（1）对资产或负债的保值。

如果一个商业银行的外汇资产和外汇负债不平衡，就是头寸失衡，无论是外汇资产大于外汇负债，出现多头寸，还是外汇负债大于外汇资产，出现缺头寸，它都有无端地遭受损失的危险。在多头寸的情况下，如果表示其资产的外汇的即期汇率不断的下跌，其资产的价值越来越小，财富就会一点一点地化为乌有；在缺头寸的情况下，如果表示其负债的外汇的即期汇率不断提高，其负债的价值变得越来越大，债务负担越来越重。这种外汇风险并非是在劫难逃的，是可以巧妙地加以避免的。在多头寸的情况下，可以通过出卖用来表示自己资产的通货的远期通货，可以把损失降到最低点。例如，某一美国居民在 3 个月后将收到 2000 英镑，当前的即期汇率是 £ 1 = \$ 2.00，根据这一汇率，3 个月后的英镑可换成 4000 美元。但是英镑汇率呈下跌趋势，如果 3 个月后的英镑即期汇率为 £ 1 = \$ 1.50，那么 2000 英镑仅值 3000 美元，这个美国人无端地损失 1000 美元。如果 3 个月英镑的远期汇率为 £ 1 = \$ 1.90，这个美国人为减少损失，他现在可签定卖 3 个月远期英镑合同，3 个月后，他收到了 2000 英镑，履行合同。尽管那时汇率为 £ 1 = \$ 1.50，但在交割时，他仍然按 £ 1 = 1.90 的汇率卖掉 2000 英镑，收到 3800 美元。通过这种保值行为，这个美国人仅损失 200 美元，损失可谓最小。如果不进行保值活动，他将损失 1000 美元。

保值成本 = 净外汇资产策远期外汇贴水

在上面这个例子中，净外汇资产为 £ 2000，远期贴水 \$ 0.1 / £，保值成

本 = £ 2000 × \$ 0.1 / £ = 200 \$。

如果一个美国人 3 个月之后将要支付 2000 英镑，现在的即期汇率为 £ 1 = \$ 2，根据这一汇率 3 个月后支付 2000 英镑，他要花 4000 美元。如果英镑汇率呈上升之势，3 个月后升到 £ 1 = \$ 2.5，那么，在 3 个月后，支付 2000 英镑，他要花 5000 美元。很明显，由于英镑汇率提高，他的债务增加了 1000 美元。如果 3 个月英镑远期汇率为 £ 1 = \$ 2.2，这个美国人，为了减少债务负担，他可签定买 3 个月远期英镑合同，到交割时，依据 £ 1 = \$ 2.2 汇率，他花了 4400 美元，买了 2000 英镑，偿还了债务。

$$\begin{aligned} \text{保值成本} &= \text{净外币负债额} \times \text{远期外汇升水} \\ &= £ 2000 \times \$ 0.20 / £ \\ &= \$ 400 \end{aligned}$$

这两个例子，更进一步说明保值行为把汇率变动带来的损失减少到最低点，并不是为赚取利润。保值并没有完全冲消汇率变动所造成的损失。在前一个例子中，保值使损失由 1000 美元减少到 200 美元；在后一个例子中，保值使债务负担的增加额由 1000 美元减到 400 美元。

(2) 对进出口额的保值。

A. 加价保值与压价保值。

在国际贸易中，出口收硬货币，进口付软货币是人所共知的原则，若交易双方都坚持这种原则，那么这个原则往往就不可能实现。出口有时不得不用软货币成交，进口有时不得不用硬货币成交。这就有了汇价风险。为此，进出口商可以采用加价保值和压价保值的方法。

加价保值主要用于出口交易中，它是出口商接受软货币成交计价时，将预计的损失计入出口商品价格中，以转嫁外汇汇率变动的风险。根据国际惯例，即期交易调价公式为：

$$\text{加价后的商品价格} = \text{原价格} \times (1 + \text{计价货币贬值率})$$

例如，我某厂家出口商品以美元计价结算，现在成交，1 年后结汇。美元为软货币。年贬值率预计为 5%，每单位商品的原价格 500 美元，加价后的商品价格为：

$$500 \times (1 + 5\%) = 525 \text{ 美元}$$

远期交易调价比即期交易调价要复杂。不仅要考虑计价货币的贬值率，而且还要考虑由于远期收汇而造成的利息损失。远期调价公式为：

$$\text{加价后的商品价格} = \text{原价格} \times (1 + \text{计价货币预期贬值率} + \text{利息率})$$

根据上面的例子，其他条件不变，远期交易期限为 5 年，5 年之内计价通货年贬值率为 5%，年平均利率为 10%，加价后的价格应为：

$$500 \times (1 + 5\% + 10\%)^5 = 1005 \text{ 美元}$$

压价保值方法主要用于商品进口交易中，就是进口商接受硬货币计价成交，将预计的汇价损失，从商品价格中剔除，以转嫁外汇风险。压价保值也分为即期交易和远期交易两种，其公式与加价保值公式相反。即期交易压价公式为：

$$\text{压价后的商品价格} = \text{原价格} \times (1 - \text{计价货币贬值率})$$

B. 进出口合同加列货币平价条款。

货币平价条款是交易双方经过协商后，在合同中加列照某种公式双方均摊汇率波动造成损失的条款。现在以我国向英国出口价值为 10000 美元的贸易为例。

a. 以美元计价调整后的美元价格 = 签约时等值人民币 ÷ [(签约时美元汇价 + 结价时美元汇价) ÷ 2]

我国出口商以美元计价出口，若签约时汇价为 1 美元 = 6 元人民币，即 1 元人民币 = 0.16 美元，结汇时 1 美元 = 5.5 元人民币，1 元人民币 = 0.18 美元，售价调整为：

$$60000 \div [(6 + 5.5) \div 2] = 10434 \text{ 美元}$$

美国进口商实付货款为 10434 美元，不是 10000 美元。美国进口商多付 434 美元。美国进口商的损失率为 $434 \times 1/10000 = 4.34\%$ 。

中国出口商实收款为 57387 元人民币 (10434 × 5.5)，而不是 60000 元人民币，少收 2613 元人民币，损失率为 $2613 \times 1/60000 = 4.355\%$

可见，中美双方分担了汇率变动产生的损失。

6. 以人民币计价调整后的人民币价格 = 签约等值美元 ÷ [(签约时人民币汇价 + 结汇时人民币汇价) ÷ 2]

美国进口商以人民币计价进口，货价调整为：

$$10000 \div [(0.16 + 0.18) \div 2] = 58824 \text{ 元 (人民币)}$$

美国进口商实际付款为 10695 美元 (58824 ÷ 5.5)，比原来多付 695 美元，美国进口商损失率为 $\frac{695}{10000} = 6.95\%$ 。

中国出口商实收 58824 元人民币，少收 1176 元人民币，损失率为 $\frac{1176}{60000} \times 100\% = 1.96\%$ 。

以上说明均摊损失货币平价条款可以将外汇风险的损失大致平摊给买卖双方，所以这种条款易被双方接受。

C. 硬通货保值。

这种办法是在以软货币为计价结算货币的情况下采用的。比如说，我国大陆向香港出口的产品以港币计价，若港币汇价下跌，就要签订保值条款，即如果港币对美元的汇率上下浮动达 3% 时，就按港币对美元的汇率变化幅度，相应调整港币价格，上下浮动不到 3%，价格不变。

比如说，某厂家向香港出口商品，每单位价格为 10 港元，签约时汇率为 1 美元 = 6 港元，付款时汇率为 1 美元 = 7 港元，港元下浮率为 $(7 - 6) \div 6 \times 100\% = 7\%$ ，超过 3%。所以出口价格调整，公式为：(商品原港元价格 ÷ 签约时 1 美元的港元价格) × 结汇时 1 美元的港元价格。根据上面的例子调整后的价格为：

$$(10 \div 6) \times 7 = 11.7 \text{ (港元)}$$

通过保值条款我出口商避免了外汇风险。

4. 投机

投机与保值恰好相反，投机不是避免外汇风险，而是接受或利用外汇风险。投机不是要尽量减少损失，而是要最大限度地追求利润。汇率不断变动恰好为投机者追求利润提供了机会，创造了条件。投机者既可以利用软货币投机，也可以利用硬货币投机。

(1) 利用软货币投机。

软货币投机的本质是“先贵卖后贱买”。投机者一向善于观察外汇市场

的走向，能较准确地预测各种通货汇率变动的趋势。如果投机者断定某种通货估价过高，在一定阶段内必然贬值，他们就要在贬值前以比较高的价格出卖这种通货，等到贬值后，再以较低的价格买回这种通货。卖价与买价的差额越大，投机者赚的利润越多。这种贵卖贱买的行为，即可以在即期外汇市场上进行，也可以在远期外汇市场上进行。

投机者的本金 = £ 1000，贬值前的即期汇率 £ 1 = \$ 2.8，3 个月后，贬值的即期汇率 £ 1 = \$ 2.4。3 个月远期英镑汇率为 £ 1 = \$ 2.765，英国的利息率 $i_{uk} = 10\%$ ，美国的利息率 $i_{us} = 5\%$ 。

通过远期外汇市场，投机者首先以 £ 1 = \$ 2.765 高价签定卖 £ 1000、为期 3 个月远期合同。3 个月后将收到 \$ 2765 美元，即：

$$£ 1000 \times \$ 2.765 / £ = \$ 2765$$

三个月后，投机者再以 £ 1 = \$ 2.4 的低价在即期外汇市场上卖掉美元，买回英镑，即：

$$\$ 2765 \div \$ 2.4 / £ = £ 1152$$

通过贵卖贱买，投机者的利润为：

$$£ 1152 - £ 1000 = £ 152$$

如果这个投机者在即期外汇市场上进行投机，首先，他以 £ 1 = \$ 2.8 的价格出卖 £ 1000 得 \$ 2800，即：

$$£ 1000 \times \$ 2.8 / £ = \$ 2800$$

然后他把这 \$ 2800 存在美国银行，3 个月后的本利之和为：

$$\$ 2800 \times \left(1 + 5\% \times \frac{3}{12} \right) = \$ 2835$$

相当于 £ 1181 (\$ 2835 ÷ \$ 2.4 / £)，投机者得到的毛利润为：

$$£ 1181 - £ 1000 = £ 181$$

如果这个投机者不进行投机活动，把 1000 英镑直接存在英国银行，他所得到的利息为：

$$£ 1000 \times 10\% \times 3 = £ 25$$

这部分利息是投机者在投机过程中损失的机会成本，只有把这部分机会成本从它的利润中扣除才能得到投机的净利润。投机者净利润为：

$$£ 181 - £ 25 = £ 156$$

即期外汇市场的投机比远期外汇市场的投机复杂一些，在计算投机净利润时需要考虑存款的利息收入和失去的利息机会成本。

在金融领域中，把先贵卖后贱买软货币的投机行为叫做“空头”。在西方国际金融市场上投机活动对某种货币的汇率涨落有着十分重要的影响，特别是 1973 年以前的固定汇率制度下，投机活动更为猖狂。随着各国经济实力的变化，有些国家通货的价值被高估，有些国家通货的价值可能又被低估了。就拿英镑来说，在 1945 年确定与美元的比价为 £ 1 = \$ 2.8。到 60 年代，英镑显然是被高估了，投机者预料英镑迟早要贬值，所以大量抛售英镑，英镑的供给增加，英格兰银行的国际储备不断减少。在 1967 年 11 月，英国政府不得不宣布英镑贬值为 £ 1 = \$ 2.4，使投机者大获其利。

除了贵卖贱买的空头行为之外，进出口商也可以利用软货币进行投机，这是通过早付迟收进行。如果英镑的进口商发现了英镑估价过高，迟早要贬值，为了获利，他们对进口可以采取提前付款的办法。根据上面提到的案例，贬值前付款 1 英镑可支付 2.8 美元的债务。如果等到贬值后再付款，1 英镑

只能付 2.4 美元的债务。如果多数进口商提前付款，英镑供给大量增加，促使英镑更快地贬值。如果出口商发现英镑高估，为了赚取利润，他们可采取推迟收款的办法。因为即时收款，2.8 美元才能兑换 1 英镑，如果等到贬值后再收款，2.4 美元就能兑换 1 英镑。如果出口商都迟收货款，对英镑的需求减少，同样可更快推动英镑贬值。

(2) 利用硬货币进行投机。

硬货币投机的实质是先贱买后贵卖，这时投机者主要瞄准那些价值被估价过低的通货。在 70 年代初，联邦德国的经济实力越来越强，联邦德国马克的购买力越来越强，对联邦德国马克的估价明显过低。所以在 1973 年布雷顿森林货币体系崩溃之前，在国际金融市场多次出现抢购联邦德国马克的风潮，推动联邦德国马克的价格进一步上涨。

设投机者的本金 = \$ 1000，马克升值前的即期汇率为 $DM1 = \$ 0.250$ ，3 个月后，升值的即期汇率为 $DM1 = \$ 0.270$ ，3 个月远期马克的汇率为 $DM1 = \$ 0.254$ ，联邦德国的利息率为 $I_g = 3\%$ ，美国的利息率为 $I_{us} = 10\%$ 。

如投机者在远期外汇市场上投机，他首先以 $DM1 = \$ 0.254$ 的汇率签定 3 个月远期马克的合同：

$$\$ 1000 \div 0.254 / DM = DM3937$$

3 个月后，投机者支付 \$ 1000 得到 DM3937，然后再以 $DM1 = \$ 0.27 / DM$ 的高价卖掉：

$$DM3937 \times \$ 0.27 / DM = \$ 1063$$

投机者赚取的净利润为：

$$\$ 1063 - \$ 1000 = \$ 63$$

如果投机者在即期外汇市场上投机，他首先以 $DM1 = \$ 0.25$ 低价买进联邦德国马克：

$$\$ 1000 \div \$ 0.25 / DM = DM4000$$

他把这 DM4000 存在联邦德国银行 3 个月后的本利之和为：

$$DM4000 \times \left(1 + 3\% \times \frac{3}{12} \right) = DM4030$$

相当于 \$ 1088 ($DM4030 \times \$ 0.27 / DM$)。投机者的毛利润为：

$$\$ 1088 - \$ 1000 = \$ 88$$

如果这个投机者不进行投机活动，把 \$ 1000 直接存在美国银行，他所得到的利息为：

$$\$ 1000 \times 10\% \times \frac{3}{12} = \$ 25$$

这 25 美元是投机者进行外汇投机活动损失掉的机会成本。从毛利润中去掉这部分利息，投机者的净利润为：

$$\$ 88 - \$ 25 = \$ 63$$

在金融领域，这种先贱买后贵卖硬货币的投机行为叫“多头”。这种多头行为强烈地冲击硬货币。

对硬货币的投机和对软货币的投机，对中央银行所产生的后果不一样，对先贵卖贱货币，使软币国的中央银行国际储备不断减少，中央银行受的压力较大。先贱买硬货币使硬货币国的中央银行增加国际储备，受到压力较小，但硬货币供给增加，使硬货币国出现通货膨胀。

5. 掉期

掉期是指在外汇市场上买进即期外汇的同时又卖出同种货币的远期外汇，或者卖出即期外汇的同时又买进同种货币的远期外汇，也就是说在同一笔交易中将一笔即期和一笔远期业务合在一起做，或者说在一笔业务中将借贷业务合在一起做。

西方国家的商业银行之间进行商业交易时，很少使用远期交易合同而采用掉期协议的办法。比如说，美国的大通曼哈顿银行现在需要英镑，它可以与英国的巴克莱银行达成掉期协议，先在大通曼哈顿银行依据即期汇率把美元付给巴克莱银行，巴克莱银行把英镑付给大通曼哈顿银行，3 个月后交易逆转，大通银行根据当时合同规定的远期汇率再把英镑支付给巴克莱银行，从它那里收回美元。

设英镑的即期汇率为 $\text{£}1 = \$1.7634$ ，3 个月远期英镑汇率为 $\text{£}1 = \$1.7415$ ，英镑贴水为 $\$0.0219$ 。在掉期交易中，把即期汇率与远期汇率之差，即升水或贴水叫做掉期率。在这里可以看出，掉期率不是汇率，仅仅是差价。当升水或贴水当作掉期率时，是以基本点形式报价的。在外汇交易报价上，基本点指小数点以下第四位，是报价的最小单位。1 个基本点是 $\frac{1}{100}\%$ ，即 0.0001。根据上面的数字，英镑贴水 $\$0.0219$ ，转化为掉期率就形成了 219 基本点。掉期交易者所关心的是即期汇率与远期汇率的高低，即基本点的大小。因为只有升水或贴水的大小方决定银行是否进行掉期交易。当银行把买即期外汇和卖同种国通货的远期外汇合起来做时，如果该种通货贴水，它要付出一定的成本，如果贴水过大它就要考虑该不该做这笔交易。因为银行需要某种外汇，它也可不做掉期交易而采用直接借款的途径。借款要支付利息。因此，当银行在借款和掉期之间进行选择时，它就会把借款利息率与掉期率的年率进行比较。掉期率的年率就是升水率或贴水率。根据上面数字，这笔掉期交易的年掉期率为：

$$\frac{1.7415 - 1.7634}{1.7634} \times \frac{360}{90} \times 100\% = 4.97\%$$

如借款利息率为 5% 或 5% 以上，大通曼哈顿银行可以从事掉期交易，如果借款利息率在 4.97% 以下，大通曼哈顿银行就可不做掉期交易，直接借款的成本更小。从这里可以看出，掉期交易的实质还是进行保值。对于英国巴克莱银行来说，它从事这笔掉期交易的实质是在从事软货币投机。它先以 $\text{£}1 = \$1.7634$ 的高价把英镑卖出去，到期后再以 $\text{£}1 = \$1.7415$ 的低价买回来，从中赚取了利润。巴克莱银行在从事这笔掉期交易时也要把对外贷款利息率与年掉期率进行比较。如果贷款利息率高于 4.97%，它不会从事这笔掉期交易而直接贷款，如果贷款利息率低于 4.97%，它可以从事这笔掉期交易。

在美国商业银行的外汇交易中，大约有 65% 为即期外汇交易，30% 为掉期外汇交易，5% 为远期外汇交易，可见掉期交易在外汇交易中占有相当的比例。

6. 套汇

是指利用不同外汇市场的外汇差价，在某一外汇市场上买进某种货币，同时在另一外汇市场上卖出该种货币，以赚取利润。在套汇中由于涉及的外汇市场多少不同，分为两角套汇、三角套汇和多角套汇。

(1) 两角套汇，是利用两地间的汇率差价，在一个外汇市场上以低价买入一种货币，同时在另一个外汇市场以高价卖出该种货币，以赚取利润。由于是在两个市场之间，套汇者直接参加交易，所以又叫直接套汇。

比如，在伦敦外汇市场上，英镑对美元的即期汇率为：

$$£ 1 = \$ 1.98 \text{ 或 } \$ 1 = £ 0.505$$

在纽约外汇市场上，英镑与美元的即期汇率为：

$$£ 1 = \$ 2.00 \text{ 或 } \$ 1 = £ 0.5$$

很明显，在伦敦外汇市场上，由于英镑是本国货币，供给充足，英镑的价格低。在纽约外汇市场，英镑是外汇，供给不足，英镑价格高。同理，美元在纽约外汇市场上价格低，在伦敦外汇市场上价格高。

如果某一套汇者在伦敦花 1980 美元买 1000 英镑，同时在纽约卖 1000 英镑收 2000 美元。这简单的一买一卖使套汇者就赚得 20 美元。一些套汇者在伦敦花美元低价买英镑，英镑需求增加，推动英镑的价格上涨。套汇者在纽约卖英镑，英镑供给增加，促使英镑的价格下跌。可见套汇者的投机行为会自发地把伦敦和纽约两个外汇市场的价格拉平，自发地使两个外汇市场的供求关系协调一致起来，使两个外汇市场更有效地运行。根据这一点，西方人认为套汇对调节外汇供求关系来说是不可缺少的，套汇活动是正当的。

在买卖外汇时是要花手续费的，套汇者的净利润等于毛利润减去买卖外汇时所花的手续费。

(2) 三角套汇是指利用三个外汇市场上外汇的差价，在三个外汇市场同时进行贱买贵卖，以赚取利润的活动。三角套汇又叫间接套汇。

设：伦敦外汇市场上 $£ 1 = \$ 2$

巴黎外汇市场上 $£ 1 = \text{Fr}10$

纽约外汇市场上 $\$ 1 = \text{Fr}5$

在这种情况下，如果不考虑买卖外汇的手续费，某套汇者在伦敦以 100 英镑买 200 美元，同时在纽约外汇市场用 200 美元买 1000 法郎，在巴黎外汇市场以 1000 法郎再买 100 英镑。交易结束，套汇者拿出 100 英镑收回 100 英镑，一个便士没有增加而且还白花电报费和手续费。

这个例子说明三角套汇值不值得进行，不像两角套汇那样分明。首先要看，上面涉及到的英镑、美元、法郎这三种货币之间的交叉汇率与公开汇率是否一致。交叉汇率也称套算汇率，两种货币之间的汇率是通过二者各自与第三国货币间的汇率间接计算出来的。根据上面的情况，在伦敦外汇市场上， $£ 1 = \$ 2$ ，在巴黎外汇市场上 $£ 1 = \text{Fr}10$ ，由此可得 $\$ 2 = \text{Fr}10$ ， $\$ 1 = \text{Fr}5$ 。这 $\$ 1 = \text{Fr}5$ 是利用英镑与美元的公开汇率、英镑与法郎的公开汇率套算出来的。这个套算汇率与公开汇率 $\$ 1 = \text{Fr}5$ 完全一致。同样，根据美元与法郎的汇率，美元与英镑的汇率也能算出英镑与法郎之间的套算汇率与公开汇率完全一致。由此可以得出结论，如果套算汇率与公开汇率完全一致，就不存在三角套汇的条件，不能进行三角套汇。只有套算汇率与公开汇率不一致的情况下，才可以进行三角套汇，才能有利可图。比如说：

在伦敦外汇市场上 $£ 1 = \$ 2$

在巴黎外汇市场上 $£ 1 = \text{Fr}10$

在纽约外汇市场上 $\$ 1 = \text{Fr}6$

根据伦敦和巴黎外汇市场上英镑与美元的汇率，英镑与法郎的汇率，套算出的美元与法郎的套算汇率为 $\$ 1 = \text{Fr}5$ ，而美元与法郎的公开汇率为 $\$ 1 = \text{Fr}6$ 。可见套算汇率与公开汇率不一致，为从事三角套汇提供了条件。套汇者在伦敦花 100 英镑买 200 美元，同时在纽约外汇市场上用 200 美元买 1200 法郎，在巴黎外汇市场上用 1200 法郎买 120 英镑。套汇者拿出 100 英镑，收回 120 英镑，三角套汇利润为 20 英镑。

三角套汇对外汇市场所起的作用与两角套汇的作用一样。当美元与法郎的公开的汇率与交叉汇率不一致，公开汇率高于交叉汇率，套汇者就会增加美元的供给，高价卖出美元买法郎。美元的供给增加，美元的价格逐渐下跌，法郎的美元价格逐渐上升，最终美元的价格降到 1 美元 = 5 法郎，使交叉汇率与公开汇率一致，消除了三角套汇的条件。所以三角套汇也能调节三个不同的外汇市场的供求关系，使外汇市场运行的更有效率。

7. 套利

在一般情况下，西方各个国家的利息率的高低是不相同的，有的国家利息率较高，有的国家利息率较低。利息率高低是国际资本活动的一个重要的函数，在没有资金管制的情况下，资本就会越出国界，从利息率低的国家流到利息率高的国家。资本在国际间流动首先就要涉及国际汇兑，资本流出要把本币换成外币，资本流入需把外币换成本币。这样，汇率也就成为影响资本流动的函数。

套利是指投资者或借贷者同时利用两地利息率的差价和货币汇率的差价，流动资本以赚取利润。套利分为抵补套利和非抵补套利两种。

(1) 非抵补套利。

是指套利者仅仅利用两种不同货币所带有的不同利息的差价，而将利息率较低的货币转换成利息率较高的货币以赚取利润，在买或卖某种即期通货时，没有同时卖或买该种远期通货，承担了汇率变动的风险。

在非抵补套利交易中，资本流动的方向主要是由非抵补利差决定的。设英国利息率为 i_{uk} ，美国的利息率为 i_{us} ，非抵补利差 UD ，则有：

$$UD = i_{uk} - i_{us}$$

如果 $i_{uk} > i_{us}$ ， $UD > 0$ ，资本由美国流向英国，美国人要把美元兑换成英镑存在英国或购买英国债券以获得更多利息。非抵补套利的利润的大小，是由两种利息率之差的大小和即期汇率波动情况共同决定的。在即期汇率不变的情况下，两国利息率之差越大套利者的利润越大。在两国利息率之差不变的情况下，利息率高的通货升值，套利者的利润越大；利息率高的通货贬值，套利者的利润减少，甚至为零或者为负。

设英国的年利息率 $i_{uk} = 10\%$ ，美国的年利息率 $i_{us} = 4\%$ ，英镑年初的即期汇率与年末的即期汇率相等，在 1 年当中英镑汇率没有发生任何变化 $\text{£} 1 = \$ 2.80$ ，美国套利者的本金为 $\$ 1000$ 。这个套利者在年初把美元兑换成英镑存在英国银行：

$$\$ 1000 \div \$ 2.80 / \text{£} = \text{£} 357$$

1 年后所得利息为：

$$\text{£} 357 \times 10\% = \text{£} 35.7$$

相当 \$ 100 (£ 35.7 × \$ 2.80 / £ = \$ 100) ,这是套利者所得到的毛利润。如果该套利者不搞套利而把 1000 美元存在美国银行,他得到的利息为:

$$\$ 1000 \times 4\% = \$ 40$$

这 40 美元是套利的机会成本。所以,套利者的净利润为 60 美元 (\$ 100 — \$ 40) 。

实际上,在 1 年当中,英镑的即期汇率不会停留在 \$ 2.8 / £ 的水平上不变。如果年末时英镑的即期汇率为 \$ 2.4 / £ ,由于英镑贬值,35.7 英镑只能兑换成 85 美元,净利润 60 美元减到 45 美元,这说明套利者在年初做套利交易时,买即期英镑的时候没有同时按一定汇率卖 1 年期的远期英镑,甘冒汇率变动的风险,结果使其损失了 15 美元的净利息。从这个例子可以看出,英镑贬值越大,套利者的损失越大。当然,如果在年末英镑的即期汇率 \$ 3 / £ ,这个套利者就太幸运了,化险为夷,他的净利润会达到 67 美元 [(\$ 35.7 × 3) = 40] 。

(2) 抵补套利。

汇率变动也会给套利者带来风险。为了避免这种风险,套利者按即期汇率把利率较低通货兑换成利率较高的通货存在利率较高国家的银行或购买该国债券的同时,还要按远期汇率把利率高的通货兑换成利率较低的通货,这就是抵补套利。还以英、美两国为例,如果美国的利率低于英国的利率,美国人就愿意按即期汇率把美元兑换成英镑存在英国银行。这样,美国人对英镑的需求增加。英镑的需求增加,在其他因素不变的情况下,英镑的即期汇率要提高。另一方面,套利者为了避免汇率变动的风险,又都按远期汇率签定卖远期英镑的合同,使远期英镑的供给增加。远期英镑的供给增加,在其他因素不变的情况下,远期英镑的汇率就要下跌。西方人根据外汇市场上的经验得出这样一条结论:利率较高国家通货的即期汇率呈上升趋势,远期汇率呈下降趋势。根据这一规律,资本流动的方向不仅仅是由两国利率差价决定的,而且是由两国利率的差价和利率高的国家通货的远期升水率或贴水率共同决定的。抵补利差为 CD,英镑的贴水率或升水率为 F £ ,则有:

$$CD = I_{uk} - I_{us} + F \text{ £}$$

如果英国利率 $I_{uk} = 10\%$,美国利率 $I_{us} = 4\%$,远期英镑的贴水率 $F \text{ £} = -3\%$, $CD = 10\% - 4\% - 3\% = 3\%$) 0 ,这时资本会由美国流到英国。因为套利者认为,尽管远期英镑贴水使他们利润减少,但仍然有利润可赚。如果远期英镑的贴水率 $F \text{ £} = -8\%$,其他情况不变, $CD = 10\% - 4\% - 8\% = -2\%$ (0 ,这时,资本会由英国流向美国。因为套利者认为,远期英镑贴水率太高,不但使他们的利润减少,而且使他们的利润为负。而英国人则愿意把英镑以即期汇率兑换成美元,以远期汇率把美元兑换成英镑,使资本由英国流到美国。

下面,再用一个例子说明抵补套利的实际情况。设套利者的本金为 \$ 1000 , $I_{uk} = 10\%$, $I_{us} = 4\%$,英镑即期汇率为 \$ 2.8 / £ ,英镑远期汇率为 \$ 2.73 / £ 。套利者年初把美元换成英镑存在英国银行:

$$\$ 1000 \div \$ 2.8 / \text{ £} = \text{ £ } 357$$

1 年后所得利息为:

$$\$ 357 \times 10\% = \$ 35.7$$

根据当时签定合同的远期汇率,相当于 \$ 97 (\$ 35.7 × \$ 2.73 / £) ,这

是套利者的毛利润，从中减去套利的机会成本 40 美元（ $\$ 1000 \times 4\%$ ），套利者所得的净利润为 57 美元（ $\$ 97 - \$ 40$ ）。这个例子说明，套利者在买即期英镑的同时，以较高远期英镑汇率卖出英镑，避免英镑汇率大幅度下降产生的损失，在 1 年之后，即期英镑汇率 $\$ 2.4 / \text{£}$ ，套利者仍按 $\$ 2.73 / \text{£}$ 卖出英镑。

套利活动不仅使套利者赚到利润，在客观上起到了自发地调节资本流动的作用。一个国家利息率高，意味着那里的资本稀缺，急需要资本。一个国家利息率较低。意味着那里资本充足。套利活动以追求利润为动机，使资本由较充足的地方流到缺乏的地方，使资本更有效地发挥了作用。通过套利活动，资本不断地流到利息率较高的国家，那里的资本不断增加，利息率会自发地下降；资本不断从利息率较低国家流出，那里的资本减少，利息率会自发地提高。套利活动最终使不同国家的利息率水平趋于相等。

世界上几个重要的金融市场的外汇供求关系的失衡为保值、投机、掉期、套汇和套利等外汇交易提供了机会，反过来这些交易活动又能自发地使世界上各金融市场的外汇供求关系趋于均衡。均衡总是相对的，失衡才是绝对的、长期的。所以，保值、投机、掉期、套汇和套利等活动是外汇市场上必不可少的交易。离开了这些交易，外汇市场就要萎缩，也起不到调节资金或购买力的作用。

三、主要国际外汇市场

世界上交易量大且有国际影响的外汇市场有伦敦、纽约、巴黎、法兰克福、苏黎世、东京、卢森堡、香港、新加坡、巴林、米兰、蒙特利尔和阿姆斯特丹等。在这些市场上买卖的外汇主要有美元、英镑、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、日元、意大利里拉、加拿大元和荷兰盾等十多种货币，其他货币也有买卖，但为数极少。

1. 伦敦外汇市场

伦敦外汇市场是建立最早的世界性的市场。尽管第二次世界大战后，英镑作为国际储备与国际贸易支付手段的地位被美元所代替，而且从 40 年代英国就开始实行了严格的外汇管制，但由于伦敦银行界在外汇交易中的丰富经验和完备的机构，它仍保持着世界性外汇市场的中心地位。现在，由英国中央银行——英格兰银行指定的“外汇指定银行”约有 300 家，此外，还有十几家外汇经纪公司专门充当外汇交易的中介人。英格兰银行时刻注视着整个市场的动向，并利用“外汇平衡帐户”随时进行市场干预，以稳定汇率，维持市场秩序。

伦敦外汇市场作为一个世界性的外汇中心，并无一个具体的外汇交易场所，它与欧洲大陆某些国家的外汇市场固定在一定的场所进行交易有所不同。在伦敦市场，被批准的外汇经纪商，包括清算银行、商业银行、外国银行设在伦敦的分支行及其他金融机构之间，有十分完整的电讯网络设备，专用的对讲电话，灵敏的电子装置，迅速灵活地处理着各种即期和远期外汇买卖业务。

1979 年 10 月 24 日，英国政府宣布自即日起完全解除外汇管制，伦敦外汇市场成为基本上完全自由的市场，外汇交易量不断增长，并以交易效率高、货币种类多、交易设施先进和拥有一批训练有素的专门人才而闻名。

伦敦市场经营一切可兑换货币的现货交易，也经营为期 1 年的期货交易。

(1) 现汇交易。在伦敦外汇市场上，大部分经营的是现货交易（即期交易），即在外汇买卖成交后 2 天之内进行交割。如果外汇银行直接向客户买卖外汇，其交割日则在当天。伦敦外汇市场的外汇标价方法为间接标价法，亦称之为货币汇率，就是以若干外国货币等于一个单位的本国货币。汇率均采用双档式，即买价和卖价。

在外汇行情表中，一般均标明两套不同的汇率：一种为上日幅度，即指前一天的最高与最低的行情；另一种为“本日收盘”，即指本日收盘时的买价与卖价。在该市场上，英国银行与顾客进行交易的汇率，均以市场行情为依据，各银行的分支机构每天清晨都收到当天的汇率表，可在此幅度内自行变动，银行也可以从中收取手段费。

(2) 期货交易。外汇期货交易是在外汇买卖成交时，双方签订合同，规定按约定的时间进行交割。伦敦外汇市场上的期货交易预约的期限都按月计算，一般为 1 个月、3 个月或半年，最长可达 1 年，通常以 3 个月较为普遍。

2. 纽约外汇市场

美国对经营外汇业务没有限制，政府不专门指定外汇专业银行。因此，几乎所有银行和其他金融机构都可以经营外汇买卖。参与外汇业务活动的主要有商业银行、储蓄银行、投资银行、人寿保险公司、外汇经纪商甚至股票经纪商，其中商业银行占最重要的地位。此外，美国联邦储备银行作为美国的中央银行也参与外汇市场的交易活动，以维持美元地位。

目前，纽约外汇市场的参加者主要包括：美国联邦储备系统的成员银行和非成员银行，外国银行在纽约的分支机构，以及外国建立的代理行和代表处。此外还包括一些外汇经纪商等。

纽约外汇市场并无固定的交易场所，属于无形市场。经营的业务主要有即期外汇买卖、远期外汇买卖和掉期交易等。交易的货币，按其市场份额依次为：德国马克、英镑、瑞士法郎、加拿大元、日元和法国法郎。各类外汇交易都是通过电话、电传和电报来进行的。它的电脑系统和监测系统，纳入了外汇交易和信贷控制的全部程序，主要货币的即期、远期汇率及货币市场利率，都在电控中心控制的行市电子设备上表示出来，电子数据处理设备也随时标明外汇头寸，并为所作的交易作管理性的处理。

纽约外汇市场由于历史的原因，以往一直采用较为通用的直接标价法来表示外汇行市，即用一定单位的外国货币折合成若干数量的美元本币。自1978年以来，这种情况发生了变化，即对国内的外汇交易仍沿用直接标价法，但对在国际外汇交易中，美国银行使用了间接标价法，即以1单位美元为基准来折合若干数量外币表示，无论是升水或贴水，美元单位不变，只是外币数量发生相应的变化。

虽然美国境内的进出口贸易结算以及各种对外支付活动多以美元计价结算，纽约外汇市场的外汇交易量不大，但世界各地的美元买卖，包括欧洲美元市场和亚洲美元市场的交易在内，最终须在美国，主要是在纽约的商业银行的帐户上支付、划拨和清算。纽约外汇市场上的大商业银行是市场交易活动的主要金融机构，它们通过在海外的分支机构及其广泛的国外关系，承担着主要国际资金结算和国际资本转移的任务。因此，纽约已成为全世界美元交易的清算中心。说纽约市场是世界上最重要的国际性金融市场之一，在很大程度上就是由于纽约市场有着无法代替的清算划拨职能所决定的。

3. 苏黎世外汇市场

苏黎世作为一个国际金融中心，具有许多特殊的有利条件。首先，瑞士是一个永久中立的自由经济国家，经济繁荣、政局稳定、保护私人财产，被认为是国际游资的安全存放地。瑞士对资本输出入基本无限制，是国际资金的分配中心。其次，苏黎世在国际外汇交易中处于重要地位。这一方面因为瑞士法郎是世界上最稳定的货币之一，从历史上看瑞士法郎只在1936年有过一次贬值和1971年进行了一次升值，甚至在第二次世界大战后欧洲各国货币纷纷对美元贬值时，瑞士法郎仍然保持其汇率平价；另一方面在过去“欧洲支付同盟”存在的年代里，瑞士法郎是唯一可自由兑换美元的货币，这就使得瑞士法郎在对许多国家，包括对当时英镑区的属于可能转让帐户的那些国家的贸易上，享有特殊地位。所以，对那些当时有外汇管制的国家来说，苏黎世是比纽约更为重要的清算中心。第三，瑞士处于欧洲大陆的中心，通讯

设备完备，交通便利，以及传统的外汇交易程序，娴熟的业务经验，先进的银行设施等，都使得苏黎世能够成为全球性的国际金融中心。

苏黎世外汇市场的构成，主要有瑞士的三大银行，即瑞士银行、瑞士信贷银行和瑞士联合银行；经营国际金融业务的银行；外国银行在苏黎世的分支机构；国际清算银行和瑞士的中央银行——瑞士国家银行。

苏黎世外汇市场是一个无形市场，外汇交易由银行之间通过电话或电传进行，不通过外汇经纪人或外汇中间商。这与伦敦和纽约外汇市场有所不同。该市场采用直接标价法，美元作为干预市场和交易媒介的工具，因此美元在市场上具有特殊的重要地位。欧洲货币之间的外汇交易却并不常见，在绝大部分交易中，美元总是作为媒介货币。银行之间的外汇交易也大多使用美元与其他外汇的汇率。换言之，在苏黎世外汇市场上的外币价格，不是以瑞士法郎而是以美元来表示的。

苏黎世外汇市场可进行即期和远期的外汇买卖业务。银行的外汇业务即期汇率视对各种货币的需求而随时变动，但当天业务的开盘价格是参照纽约和远东在前一天的收盘价、经济政治形势的新发展，以及银行各种外汇头寸来确定的。由于市场即期价格竞争激烈，且价格波动频繁，所以市场报价一般并不报出行市的全部数字，而是只报最后两位百分点，如 $\$/SF = 1.6550 - 1.6560$ 时，只报 50—60。

苏黎世在外汇市场的远期外汇买卖也很活跃，从事远期交易可抵补或对冲将来可能发生的外汇风险，这些大多是为了商业或金融上的安全考虑的。但也不能排除投机因素，特别是发生货币风潮时，投机之势更为炽热。掉期交易业务也是该外汇市场的一项惯常业务。

4. 东京外汇市场

东京外汇市场是由政府批准的外国银行或外汇专业银行、经纪商与客户所组成。但能与外国银行直接进行外汇交易的，仅限于经政府批准和与外国签订通汇合同的银行。因此，东京外汇市场的交易规模与范围尚有一定的局限性。实际上，作为日本中央银行的日本银行，也是外汇市场的参与者。

东京外汇市场的外汇交易可分为三种：即期外汇银行与客户之间的交易、外汇银行之间的交易、本国外汇银行与外国银行之间的交易；以外汇的交割期限来划分，分为即期交易、远期交易和掉期交易。

日本过去实行严格的外汇管制，50年代后，逐渐放松外汇管制。从70年代起，东京外汇市场有了很大发展，经营业务较为多样化，涉及范围也与以前大不相同。但还是不能像伦敦和纽约外汇市场那样，成为一个真正的国际性的金融市场，只是一个地区性的外汇市场。这是由于日本是个出口贸易占国民经济比重较大的国家，外汇波动对其整个国民经济的影响十分巨大，如果外汇发生供不应求的现象，则将导致外汇汇率上升，日元汇率下降，国内物价随之上涨的危险。日本政府为防止汇率波动，不得不采取一定的干预市场的措施，这就是日本外汇市场上的平衡管理。

东京外汇市场进行交易的货币种类较为单一，外汇交易的90%以上都是以美元和日元成交。其他货币交易量所占的比重很小，且在交易时受到一定的限制。

日本是个典型的出口加工型国家，因此东京市场受进出口贸易集中收付

的影响较大。也就是说该市场具有明显的季节性特点。还由于日本工商业界习惯在月末和企业结算期间进行结算，出口换汇时间比较集中。

80年代以来，日本政府力图使日元走向国际化，摆脱东京外汇市场地区性限制的羁绊，使之与日本在世界经济中的实力地位相适应，于是在1980年修改了战后初期制定的《外贸和外汇管理法》，改变过去只有经过政府批准的外汇银行和经纪商才能经营外汇业务的规定，使所有银行都可在国内经营外汇业务。因此外汇市场有了较快发展，与纽约外汇交易市场规模的差距越来越小。

第五章 国际信贷市场

第二次世界大战后，国际信贷的规模不断扩大，国际信贷的作用日益增强。国际信贷包括各种国际金融组织的贷款、各国政府贷款、商业银行贷款及与国际贸易有关的贷款。

一、国际金融机构的贷款

国际金融机构一般是指从事国际金融管理及国际金融活动的超国家性质的组织机构。它包括全球性的国际金融机构和区域性的国际金融机构两种。

1. 国际货币基金组织

国际货币基金组织是根据 1944 年 7 月联合国国际货币金融会议通过的《国际货币基金组织协定》而于 1945 年 12 月 27 日建立的，1947 年 3 月 1 日开始工作，同年 11 月 15 日成为联合国一个专门机构。总部设在美国首都华盛顿。

(1) 国际货币基金组织是战后国际货币体系的支柱，其使命是监督、协调国际货币关系的发展。基金组织的宗旨是：

A. 为会员国在国际货币问题上进行磋商和协作提供需要的机构，以促进国际货币合作。

B. 促进国际贸易的扩大与平衡发展，以此达到高水平的就业和实际收入，以及所有会员国生产资源的发展，作为经济政策的首要目标。

C. 促进汇价的稳定，维持成员国间有秩序的外汇安排，并且避免竞争性的货币贬值。

D. 协助建立成员国间经常性交易的多边支付制度，并消除妨碍世界重要发展的外汇管制。

E. 在充分保障下，以基金的资金暂时供给成员国，使其有信心利用此机会调整其国际收支的不平衡，而不致采取有害于本国繁荣的措施。

F. 根据上述目标，缩短成员国国际收支不平衡的时间，并且减轻其程度。

(2) 国际货币基金组织的资金来源。

A. 会员国认缴的份额。基金组织的资金主要来自于会员国缴纳的份额。这些份额起着国际储备的作用，可解决会员国国际收支不平衡时的短期资金需要。

会员国缴纳的份额大小，是根据一国的黄金外汇储备、对外贸易量以及国民收入的大小，由基金组织与会员国磋商后确定。

份额单位原来为美元，1969 年以后改为特别提款权。会员国缴纳份额的办法是：份额的 25% 原规定以黄金交纳，1976 年改以特别提款权或外汇交纳；份额的 75% 以成员国本国货币交纳，存放于本国中央银行，在基金组织需要时可以随时动用。

基金组织刚建立时，会员国缴纳份额总计为 76 亿美元，其中美国的份额为 27.5 亿美元，占总额的 36.1%，是缴纳份额最多的国家。基金组织规定，每 5 年对基金份额进行一次普遍检查，如有必要，可对会员国的份额进行调整。随着成员国的不断增加和份额的先后数次调整，份额总数不断变化。经过工业七国集团内部协调，五大国的份额由于日本的特殊增资作了重新排队，日本由原来的第五位升至与德国并列第二，英国由第二位退下来与法国并列第三，美国仍列第一。

基金组织是类似于股份制企业的机构，因此几乎它的一切活动都与成员国的份额相联系。份额决定成员国的普通提款额和特别提款权的分配额。

B. 向会员国借款。基金组织通过与会员国协商，向会员国借入资金，如

1962年10月基金组织从“十国集团”借入了60亿美元，这是第一次向会员国借款。

C. 出售黄金。1976年1月，国际货币基金组织决定，将其库存量1/6的黄金（约2500万盎司）分4年按市场价格出售，以所得利润的一部分作为基金组织的资金来源。

（3）国际货币基金组织的重要业务活动。

A. 稳定会员国的汇率，促进国际货币合作和国际金融合作；限制会员国实行外汇管制和其他贸易壁垒，以促进国际贸易的发展。

B. 向会员国提供贷款。基金组织设有多种贷款，根据不同的政策向会员国提供资金。基金组织贷款的对象限于会员国的政府，是为了帮助会员国弥补因经常项目收支而发生的国际收支不平衡。贷款的形式，以会员国用本国货币向基金组织申请换购外汇。贷款额度与成员国缴纳的份额成正比，一般都是短期信贷。

a. 普通贷款。这是基金组织为了解决成员国一般国际性收支逆差的短期资金需要而设立的一项贷款，也叫普通提款权。期限3—5年，第一年利率为4.375%，1—2年为4.875%，2—3年为5.375%，3—4年为5.875%，4—5年为6.375%。这种贷款数额最高限额是会员国所交份额的125%。普通提款权由储备部分贷款和信用部分贷款两部分组成。储备部分贷款，亦称黄金份额贷款（按规定会员国份额的25%需用黄金缴付），会员国申请的第一个25%贷款，这部分贷款有十足保证，会员国可以自由动用，不付利息。信用部分贷款，又称基本贷款，即普通提款权最高份额的125%，除去25%的储备部分贷款后，剩余的100%为基本贷款，这部分贷款分为4个信用部分，即14信用部分。每个信用部分相当于份额的25%。会员国借第一档信用部分贷款条件还是比较松的，只要提出克服国际收支困难计划，就可以得到基金组织的批准使用。第二档信用部分（份额的50%—75%）、第三档信用部分（份额的75%—100%）和第四档信用部分（份额的100%—25%）统称为高档信用部分贷款，必须由基金组织审议和批准。贷款的条件比较高，档次越高，条件越严。会员国在申请贷款时，需提出具体的理由和一项全面的财政稳定计划，还要附许多相关资料，如信贷政策、外汇政策等。

b. 补偿贷款。60年代以来，主要出口初级产品的广大发展中国家，贸易条件不断恶化。初级产品的出口收入下降，外债负担沉重，国际收支不断恶化。为了缓和发展中国家的不满情绪，基金组织于1963年设立了补偿贷款，以解决初级产品出口国因收入暂时下降而发生的国际收支逆差。贷款额度是会员国份额的50%，期限为3—5年。

c. 缓冲库存贷款。1969年6月，为了帮助初级产品出口国稳定国际市场初级产品的价格，基金组织设立了缓冲库存贷款，该项贷款额最高为会员国份额的5%，期限3—5年，年利率6.25%。

d. 信托基金贷款。1976年5月设立此项贷款。基金组织售出5000万盎司黄金，其中2500万盎司以市价出售，所得利润专门用于支持较贫穷的发展中国家，为其提供优惠贷款。即1973年人均国民收入不超过300特别提款权的国家，才有条件取得此项贷款。贷款年利率0.5%，期限10年，提款后5年半开始每半年归还一次，分十次还清。该贷款于1981年3月完成最后一笔，并于同年4月终止。

e. 石油贷款。于1974—1976年间设立，专门用于援助因油价上涨而发生

国际收支困难的石油消费国。资金来源于石油输出国和发达国家。各会员国贷款的多少，取决于基金组织可能借到的贷款。贷款的利息也取决于基金组织贷款的利息，但是由于基金组织贷款利息一般过高，基金组织就另外设立补贴帐户，吸收各国的捐赠，以补贴受石油价格影响的国家的贷款。这类贷款于 1976 年终止。

f. 中期贷款。设立于 1974 年 9 月，用于解决会员国较长期的国际收支逆差状况。当会员国发生长期的国际收支逆差，而且普通贷款又不足以解决困难时，可以向基金组织申请该贷款，最高限额为会员国份额的 160%，贷款期限为 4—10 年，可以分为 16 次偿还，年利率 6.25%。基金组织对该项贷款控制非常严格，只有当其认为申请国确实需要而且提出逐年改进国际收支和状况的报告，才根据借款国实现计划的状况分期发放。g. 补充贷款。当会员国遇到严重国际收支不平衡时，需要比普通贷款所能提供的更大的数额和更长期资金时，可以向基金组织申请。1977 年 4 月设立补充贷款。这种贷款必须与普通贷款或中期贷款相结合才能取得，其数额可达成员国份额的 140%。其资金由发达国家和产油国提供，年利率 7%，总额为 84 亿特别提款权，还款期为 3.5—7 年。目前，该类贷款已终止。h. 扩大贷款。1931 年 3 月基金组织设立了此项贷款，目的与条件同补充贷款相似。该贷款资金来源于金融市场，按市场利率借入，年利率为借款利率加上 0.2%—0.5%，每一借款国的贷款额 1 年不能超过份额的 150% 或 3 年不能超过份额的 450%。

C. 提供培训咨询等服务。基金组织帮助会员国组织人员培训，提供各种建议和资料，提供技术援助等，帮助和指导会员国制定经济发展规划，解决国际收支困难，促进该国经济的发展。

D. 向会员国分配特别提款权。

事实上，在过去的 50 多年时间中，国际货币基金组织在维持国际货币制度的稳定，保证国际贸易发展方面发挥了重要作用。在 60 年代的国际货币危机、70 年代的石油危机和 80 年代的债务危机中，基金组织积极开拓、筹措资金，帮助会员国渡过了困难时期，对世界经济发展、国际货币制度改革做出了重要贡献。80 年代以来，国际货币基金组织积极推动会员国经济结构调整和经济体制改革，投入了大量的资金和专家。

2. 世界银行

世界银行是根据 1944 年 7 月布雷顿森林会议的决定，于 1945 年 12 月 27 日正式宣告成立的，并于 1946 年 6 月 25 日开始营业。参加世界银行的国家必须是国际货币基金组织的会员国，但国际货币基金组织会员国不一定非参加世界银行不可。世界银行建立时，共有成员国 39 个，目前已有会员国 165 个。行址设在美国的华盛顿，在纽约、巴黎、伦敦、日内瓦、东京设有办事处，在东非、西非地区和 26 个发展中国家设有常驻代表或代表处。

(1) 世界银行的宗旨。

A. 对用于生产目的的投资提供便利，以便帮助会员国的复兴与开发，并鼓励不发达国家生产与资源的开发。

B. 通过保证或参与私人贷款和私人投资的方法，促进私人的对外投资。

C. 鼓励会员国从事生产资源的国际开发，以促进国际贸易的长期平衡发展，维持国际收支的平衡。

D. 与其他方面的国际贷款相结合，提供贷款保证。

(2) 世界银行的资金来源。

A. 会员国交纳的股金。由于会员国实际交纳的股金是其认交股金的一小部分，而实交硬通货则更少，所以世界银行在实际业务中对股金的依赖于其保证性，而非实用性。例如，世界银行刚成立时，尽管其法定股金是 100 亿美元，但当时实收到的股金中能供该行使用的自由外汇不过 1.5 亿美元。

B. 向国际金融市场借款。世界银行的资金主要来自国际金融市场借款，特别是在资本市场上发行中长期债券。1946 年 7 月，世界银行开始向美国资本市场发行中长期债券共计 2.5 亿美元。60 年代以前，其中长期债券主要在美国市场发行，随着西欧和日本经济实力的加强，逐步推广到联邦德国、瑞士、日本、沙特阿拉伯等国的资本市场发行。由于世界银行在国际上获得最高级资信评级，所以它进入市场的能力强，筹资成本较低。

C. 出让债权。世界银行可将贷出的债权出让给私人投资者，主要是商业银行，收回一部分资金，以扩大银行的资金周转能力。世界银行在与其他会员国达成贷款协议后，或者达成贷款协议前，与其他国际组织、私人或政府机构达成协议，将其贷款全部或部分转卖给上述机构。这样，世界银行和其他金融机构或个人便成为共同的债权人，这也是世界银行所特有的职能，对世界银行的资金周转有重要作用。

D. 利润与准备金。历年的营业利润也是资金来源之一，由于世界银行资信卓著，经营得法，每年利润相当可观。1988 年财政年度的净利润达 10 亿美元，1989 年 7 月至 1990 年的 6 月，净利润达 10.46 亿美元，1991 年为 12 亿美元，1992 年则超过了 12 亿美元。此外，世界银行还从收入中提取一定的准备金，这也是其资金的一个重要来源。到 1990 年末，世界银行的准备金以及未处理净收益累计额为 105 亿美元。

(3) 世界银行的业务。

贷款业务是世界银行的重要业务。

A. 贷款原则：a. 贷款只贷给会员国，并且只贷给中等收入水平的国家。接受贷款的部门只能是会员国政府，或者必须经会员国政府、中央银行担保的公私机构。b. 贷款一般用于复兴或开发的特定项目，包括交通、运输、农业、教育等，但在特定条件下银行也可以发放非项目贷款。c. 确定不能以合理的条件从其他来源得到资金，才考虑给予贷款。

B. 贷款的具体条件：a. 贷款额度，世界银行对任何项目的贷款只占所需资金的一定比例。这种比例根据情况常常调整，以前一般都在项目所需资金的 40% 左右，近来已提高到 50%，有时甚至高达 70%，其余资金借方自筹。世界银行的项目贷款平均为 5000 万美元，一般只提供项目所需的外汇资金，当地资金原则上只能由借款国自筹，但在特殊情况下，世界银行也能提供当地资金。b. 贷款利率。由世界银行自己决定。在 1982 年 7 月 1 日之前，采用固定利率，即从执行董事会批准贷款协议之日起至贷款还清之日止贷款利率不变。此后，采用浮动利率。浮动利率在每年的 1 月 1 日和 7 月 1 日各调整一次。c. 贷款期限。由世界银行按照项目建设期决定，还款期一般 15—20 年，宽限期 3—5 年。d. 贷款使用范围。规定贷款只能在成员国境内使用。e. 贷款费用。只对签约后使用的贷款额收取 0.75% 的承诺费。f. 汇率风险。由借款国承担。贷款以美元计算，借什么货币还什么货币，借款国要承担该货币与美元的汇价变动风险。

C. 贷款种类：a. 项目贷款。这种贷款拨付款为 4—9 年，是世界银行贷款的主要部分，约占世界银行贷款总额的 50% 左右。b. 部门投资和维持贷款。创设这种贷款，重点是帮助部门方面的开支，特别是新投资与恢复和维持现有投资能力的平衡，以及规划、执行和监测投资的机构能力。这类贷款的拨付期为 3—7 年。此类贷款 1989 财政年度占世界银行贷款总额的 7.5%。c. 金融中介贷款。该贷款重点是客户类别、投资类型、服务水平和资本费用，包括机构建设、转贷利率等，以通过中间人向中小农业生产者和企业提供资金，其拨付期为 3—7 年。此类贷款 1989 财政年度占世界银行贷款总额的 11.1%。d. 部门调整贷款。主要用于部门问题和投资方案。通常是贷给没有进行全面经济结构调整的国家。这种贷款的拨付期为 1—4 年。此类贷款 1989 财政年度占世界银行贷款总额的 21.6%。e. 结构调整贷款。世界银行于 1980 年创设了结构调整贷款，主要用于宏观经济方面涉及到几个部门的体制改革等问题。这种贷款的拨付期为 1—3 年。世界银行原来认为对各国的结构调整要持续 3—5 年。但是，80 年代的发展同 80 年代初所预期的情况有很大差距，这类贷款不是消失，而是更频繁了。1989 财政年度占到世界银行贷款总额的 8.6%。f. 技术援助贷款。是为了加强借款国有关机构制定发展政策和准备具体的投资项目的的能力而创立的，这种贷款拨付期一般为 2—6 年，1989 财政年度占世界银行贷款总额的 0.9%。g. 应急性贷款。用于支持自然灾害后的重建活动，以及迅速恢复现有物资结构和生产活动。这类贷款的拨付期为 2—5 年，1989 财政年度占世界银行贷款总额的 0.2%。

D. 贷款的主要程序。世界银行贷款程序往往因国、因时、因地、因项目而异，但随着贷款业务的发展正逐渐形成贷款的一般程序：a. 贷款国的确定。决定向哪个国家贷款之前，需要取得该国经济结构发展前景的资料，如对农业、矿业、工业、人力资源等的评价；交通运输、发电等基础设施的分析；公共制度与教育质量；对外贸易与收支平衡以及国内金融经济情况等。世界银行了解了这些事项后，就与有关国家讨论由其资助的发展方案与计划，进行可行性研究。世界银行派员与该政府有关部门直接接触并且定期向总部汇报，以进一步研究该国的项目是否适合资助的类型。b. 双方选定具体项目。确定应当援助的项目有很多渠道，会员国可以要求世界银行资助哪些项目，负责该会员国的世界银行职员也可提出意见，世界银行还可以派出人员进行实地考察等。世界银行和联合国在许多国家设有办事处，对该国执行的项目和贷款使用情况进行全面的了解。这些对于确定贷款的优先性有重要作用。c. 双方对贷款项目进行审查和评估。对资助的项目初步确定后，世界银行的职员开始对该项目的不同组成部分进行审查和评估，包括：项目生产的产品或提供的服务；项目所需的当地人力和物力资源；项目外汇收支平衡；项目运转的有关技术性问题、管理问题及该项目所需要的资金等。d. 双方就贷款项目进行谈判、签约。在项目审查和评估研究完成以后，世界银行就同有关国家的政策就贷款问题进行谈判，谈判主要是技术性问题，谈判结束后双方订立有关协议。e. 贷款项目的执行和监督。谈判、签约后，同可行性研究一起提交给世界银行的执行董事会批准。在贷款开始执行以后，世界银行要求借款国将贷款情况定期报告，同时派员到借款国进行实地考察，检查项目的执行情况，项目完成以后要进行评估总结。

E. 贷款业务的发展变化。a. 贷款总量的变化。1947 年的财政年度里，世界银行只贷出一笔款子，即贷给法国的 2.5 亿美元。从这以后一直到 1984

年6月30日,世界银行共向106个国家和地区贷款2429笔,总金额为1015.65亿美元。1985年—1989年5年中,世界银行的贷款金额分别为119.47亿美元、113.56亿美元、131.79亿美元、141.88亿美元、147.62亿美元,共计654.32亿美元,为前37年贷款总额的一半以上。90年代以来,由于国际金融形势的变化,世界银行的贷款额增加更快。例如,在1992/1993财政年度中,世界银行的贷款达到255亿美元以上,主要原因是增加了对独联体的援助。

b. 借款国的变化。在世界银行成立之初,主要的资助对象是遭受战争破坏的国家,它的第一笔贷款就是用来帮助法国重建遭受战争破坏的经济。日本在1953—1967年的14年内,先后从世界银行取得了31笔贷款,总金额达8.63亿美元。在50年代,世界银行的实际贷款一半是贷给发达国家的。60年代以后,世界银行逐渐将其贷款重点转到发展中国家的开发项目。亚洲、非洲与拉丁美洲的低收入国家取得的贷款日益增加。世界银行与国际开发协会承诺贷给低收入和较低收入国家的贷款,在1947—1968年度,占贷款总额的37%。从1974年度起到80年代的头几年增至50%以上。其中,1984年世界银行向发展中国家的贷款达110亿美元。80年代以来向世界银行贷款的也主要是发展中国家。例如,在1989财政年度中,世界银行最主要的借款国是墨西哥(6个项目22.3亿美元)、印度(10个项目21.36亿美元)和印度尼西亚(9个项目16.4亿美元)。进入80年代以后,世界银行对人均收入在480美元或480美元以下(以1987年美元计算)的最贫穷国家尤为重视,在1985—1989的5个财政年度中,对这些国家的贷款额分别为34.26亿美元、31.69亿美元、33.03亿美元、39.44亿美元和42.81亿美元。从1989年以来,东欧及苏联的局势发生了重大变化,使这一地区的国家的经济发展遇到严重困难,因而世界银行对这些国家的贷款迅速增长。例如,1992年5月首次向独联体国家提供了15亿美元贷款,主要用于帮助独联体国家发展石油和天然气生产;1992年8月,第一次向俄罗斯提供了6亿美元贷款,以帮助俄国进口必需品,贷款期限15年,包括展期5年;1992年4月向匈牙利贷款2亿美元,贷款期15年。从世界银行的贷款投入地区来看,1991/1992财政年度的投入重点仍然是非洲,占贷款总额的46%;东亚和太平洋地区占9%;南亚占14%;欧洲和中亚占4%;拉美和加勒比地区占18%;中东和北非占9%。

c. 贷款种类的变化。在世界银行项目贷款仍然处于主导地位的情况下,非项目贷款受到重视和发展,尤其是调整贷款。世界银行在1980年贷出第一笔结构调整贷款,到1983年9月先后贷出27笔,总金额达36亿美元。而到1989年时,包括部门调整贷款和结构调整贷款在内的世界银行调整贷款占其总贷款的比例已由1981年的7.5%上升到30%以上,达52.79亿美元,涉及近30个发展中国家的几十个项目。这种贷款属于长期贷款,付款迅速,一般在2—3年内就能支付完毕,快的不到1年。这类贷款,借款国必须采取改变政策和改革机构等措施,并要同世界银行达成谅解。

d. 贷款的部门结构变化。在1947—1968年的20多个财政年度中,世界银行有近2/3的软贷款、硬贷款用于资助电力和运输部门,其余1/3多一点则用于农业、工业方面的项目和非项目贷款。至于教育和社会服务领域的项目贷款只占贷款总额的2%。在1969—1984年的财政年度中,贷款的部分构成有所变化,电力和运输降至贷款总额的30%,而农业与农村建设、教育、人口保健与营养、中小企业、城市建设等,升至贷款总额的40%。在1989财政年度中,世界银行对能源的贷款为38.64亿美元,对农业和农村贷款金额为34.9亿美

元，在后者的 51 个项目中，有 25 个是以解决贫困问题为导向分类的，即预期使处于相对贫困和绝对贫困中的人口成为主要受益者。在最近几年里，能源和农业仍是世界银行的贷款重点。

(4) 世界银行的技术援助与共同融资。

A. 技术援助。这是世界银行业务中的一个重要组成部分。发展中国家不但在确定和谈判项目时需要世界银行的指导与协助，而且在制定经济政策时，也逐渐倾向于接受世界银行的建议，并直接要求世界银行提供技术服务。如对经济各方面的分析，政策制定与发展项目相关的其他辅助性项目的确定；投资项目的准备与指导；不同经济领域发展的研究；经济发展优先项目的确定等。当然，世界银行的技术援助常常是与贷款相结合的，以帮助借款国进行项目的组织和管理，努力提高资金的使用效益。在必要时，世界银行也可以提供专门用于技术援助的贷款。同时，世界银行还经常帮助会员国制定社会经济发展计划，并且为会员国在经济发展中遇到的某些特殊问题提供解决方案。

此外，世界银行设立的经济发展学院为发展中国家培训了大量的中高级管理人才。

B. 共同融资。世界银行帮助兴建的项目，约有 1/2 是向世界银行借款的，其余的是从其他国家或国际金融机构取得资助。由几个金融机构同世界银行共同提供资金的项目，就是共同融资。这可以使借款国在建设项目中，多从国外取得一些资金，而世界银行也可因此对一些项目提供更多的资助。

3. 国际开发协会

由于使用基金组织资金和世界银行的贷款要求较高，数量有限，不能帮助较贫穷的发展中国家摆脱困境，这些国家的不满情绪日益明显。因此，1959 年 10 月 1 日经世界银行理事会批准，于 1960 年 9 月正式成立国际开发协会，同年 11 月开始营业，总部设在美国首都华盛顿。

国际开发协会的宗旨是：专门对较穷的发展中国家提供条件极其优惠的贷款，加速这些国家的经济发展。

国际开发协会的资金来源主要有：

(1) 成员国认缴的股本。国际开发协会刚成立时，由各成员国认缴了十亿美元的股金，各成员国在此认缴的股额所占比例基本上同它们在世界银行的认股额比例相同。

(2) 世界银行拨款。在 1964—1984 财政年度，世界银行一共从其净收入中拨出 19.69 亿美元，交给协会放款。在 1985—1988 年财政年度，又增拨了 5.98 亿美元。

(3) 借款人归还的本息。随着国际开发协会的发展，到期或快到期的贷款数额逐年增加，预期在分期还款加快的年份里，协会的还款额会迅速增加，如从 1989 财政年度的 1.88 亿美元增加到 1990 财政年度的 9 亿美元左右。

(4) 特别基金。协会在 1982 年 10 月设立了特别基金，其资金由开发协会成员国的捐款组成，以补充其贷款的正常资金。

(5) 非洲基金。1985 年 5 月设立此项基金，其资金由世界银行及其他捐款国捐款组成，用于撒哈拉以南非洲地区。

国际开发协会的贷款属于软贷款，条件非常优惠：(1) 期限长达 30 年。

(2) 不收取利息,对已支付额每年只收 0.75%的手续费,对未支付额每年收 5%的承诺费。(3) 头 10 年不必还本,第二个 10 年起每年还 1%,其余 10 年,每年还 3%。(4) 贷款可以全部或部分用本国货币偿还。

协会贷款的程序与世界银行一样。贷款主要用于农业、交通运输、教育、能源等基本建设。

国际开发协会对借款国的资格有严格限制,从四个方面来考虑:(1) 贷款国的人均年收入;(2) 贷款国的国际信誉;(3) 贷款国的人口总数等;(4) 贷款国的经济情形,包括资源是否可以有效利用,是否已经选定相当的项目等。开发协会在执行各项标准时,仍然要根据具体情况作出具体的判断。

4. 国际清算银行

1930 年 1 月 20 日,为了处理第一次世界大战后德国战败赔款和同盟国的债务问题,由英国、法国、瑞士、比利时、德国、意大利、日本在荷兰海牙签订了关于建立清算银行的协定,该协定于 1930 年 2 月 26 日生效。同时瑞士政府向该银行颁发了具有法律效力的《创办特评证书》。因此,由比利时、法国、德国、英国、意大利和日本的中央银行,以及美国的一个金融机构共同建立了国际清算银行,总部设在瑞士的巴塞尔。1945 年国际货币基金组织和世界银行成立之后,国际清算银行变成了经济合作与发展组织成员国之间进行结算的代理机构,是与各国中央银行进行业务往来的国际金融机构。

国际清算银行的宗旨是:“促进中央银行之间的合作并向它们提供更多的国际金融业务的便利,在国际金融清算业务方面充当受托人或代理人”。

国际清算银行成立之初,核定的资本为 5 亿金法郎,1969 年增加到 15 亿金法郎,1989 年时,其中的 11.83 亿已按股份的形式认缴,但实缴资本为 25%,即 3 亿金法郎。此外,所用的金法郎是 1865 年法国、瑞士、比利时等国成立拉丁货币联盟时发行的一种金币,含金量为 0.29032258 克纯金,与 1936 年贬值以前的瑞士法郎的含金量相同。该行一直以金法郎作为记帐换算单位,含金量至今不变。但是日常营业中并不使用金法郎,只作为资产负债表上的记帐单位,按 1.94 美元 = 1 金法郎的比例换算。目前,国际清算银行的 15 亿资本金共分成 60 万股,每股 2500 金法郎,其中 85%的股份由各成员国中央银行拥有,其余 15%的股份由个人所有。国际清算银行的储备充足,其黄金和其他资本储备约合现值 30 亿美元。

国际清算银行主要和各国中央银行往来,包括成员国和非成员国的中央银行,进行国际金融合作。此外,也在一定条件下和一些国家的商业银行有往来关系。根据其成立章程,国际清算银行可以从事以下业务:为自己或中心银行购买、出售、交换和储存黄金;为各中央银行提供贷款或接受它们的贷款;为各中央银行办理和重办期票,收买或出售期票以及其他优惠短期债券;收购或出售外汇和有价证券(股票除外);接受各中央银行的往来资金和存款;按协议规定,被委托接受政府存款或者根据董事会的决定,接受其他资金等。此外,国际清算银行作为某些国际机构的代理人,其发挥的作用也是十分重要的。

5. 亚洲开发银行

1963年8月，联合国亚太地区经济及社会理事会讨论关于建立亚洲开发银行的建议。同年12月，在马尼拉召开的亚洲经济合作部长级会议上，这一建议被原则上接受，并组建了专家工作小组。1964年10月，该临时专家工作小组在泰国曼谷集会，起草了一个执行章程。经过一段时间的磋商，1965年11月，亚洲经济合作第二次部长级会议在马尼拉召开，这次会议决定亚洲开发银行的会址设在菲律宾首都马尼拉，并一致通过了建立亚洲开发银行的章程，1966年8月22日生效。1966年11月，亚洲开发银行在东京召开董事会，举行了开幕典礼。成立时，亚洲开发银行共有30个成员，到目前为止，已发展到47个成员，其中32个是本地区成员。

亚洲开发银行建立的目的是，在于促进亚洲和太平洋地区的经济发展与合作，特别是通过发放贷款、进行投资、提供技术援助，促进成员国加速经济的发展，亚洲开发银行的主要职能是：（1）促进在开发地区的公共和私人投资，以开发本地区。（2）向本地区的成员国提供资金，促进整个地区经济协调发展。（3）帮助开发地区成员国制定协调发展政策和计划，更好地利用自己的资源，扩大对外贸易。（4）为成员国发展项目提供技术援助。（5）与联合国及其机构密切合作，组织对本地区开发基金投资。

亚洲开发银行也是股份制企业性质的金融机构，凡成员国均认缴该行的股本。成立时的股本以1966年1月13日的美元的含金量和成色计值，为10亿美元，分为10万股，每股面值为1万美元。第一批股本分为实缴资本和待缴股本，两者各占一半。

随着亚洲开发银行业务的发展，其法定股本已经多次增加。亚洲开发银行的股本不能以任何形式用作抵押品或偿债，也不得转让。

亚洲开发银行的资金来源主要是：

（1）股本。是亚洲开发银行的普通资金，用于银行的硬贷款。

（2）借款。属于普通资金，是成员认股资金的补充，用于硬贷款业务。从1969年起，亚洲开发银行就开始在西方各金融市场上以发行债券的形式筹措资金。

（3）普通准备金。理事会每年把净收益的一部分划作普通准备金。

（4）特别准备金。该行对其1984年3月28日前发放而未偿还的普通资金贷款，除了收取利息和承诺费外，还收取一定数量的佣金，留作特别基金。

（5）亚洲开发基金。为了能够向亚太地区贫困成员发放优惠贷款，亚洲开发银行于1974年6月28日建立了亚洲开发基金。

亚洲开发银行的主要业务活动是：向成员国提供贷款，进行投资和技术援助。

亚洲开发银行的贷款，主要用于亚洲地区的经济合作与发展。（1）项目贷款。这是亚洲开发银行传统的贷款形式，是对特定项目进行固定资产性投资。项目贷款必须符合以下基本要求：项目经济效益好；有利于受授国的经济发展；借款成员政府有较好的资信。（2）规划贷款。1978年为了帮助成员国克服由于第二次石油危机带来的经济困难，开始实施规划贷款，即对某一个需要优先发展的部门或所属部门提供资金。这种贷款不进行固定资产投资，而是资助借款国进口紧缺的生产物资，使有关部门的现有生产能力得到改进并实现现代化，从而达到充分利用现有生产能力的目的。（3）部门贷款。

是亚洲开发银行为了借款国的部门的整体发展而于 1980 年开始发放的一种贷款。(4) 开发金融机构贷款。也称中间转贷，是通过成员国开发性金融机构进行间接贷款的一种形式，目的在于促进亚大地区私营工业的发展。(5) 综合项目贷款。是把一些小项目捆在一起作为一个综合项目办理贷款。(6) 特别项目执行援助贷款。这是亚洲开发银行为了解决其所贷款的项目在执行过程中遇到的困难，帮助这些项目继续进行发放的一种贷款。(7) 私营部门的贷款和股本投资。此项贷款是为了推动私营部门的发展，以促进亚太地区国家和地区的国民收入、投资、就业和出口的增长，促进技术水平的提高，积极扩大对私营部门的援助。还有，就是用于技术援助。亚洲开发银行自成立以来，就十分重视技术援助工作。技术援助的目的在于提高发展中成员国执行机构的技术、管理和组织能力，更有效地监督、制订和执行发展中成员国的开发项目，建立并加强发展中成员国的开发性金融机构，帮助发展中成员国制订全国的和部门的发展计划和策略。技术援助包括项目准备技术援助、项目执行技术援助、咨询性技术援助和区域性技术援助四种。在通常情况下，技术援助可能最后全部或部分转入贷款。

二、政府贷款

政府贷款是以双边国家政府的名义提供和接受的贷款。

1. 政府贷款的特点

(1) 政府贷款是以政府名义进行的政府双边贷款，一般是在两国政治外交关系良好的情况下进行的。是条件优惠的贷款。

(2) 政府贷款是具有双边经济援助性质贷款，期限比较长，属于中长期贷款，一般从10年到30年，有的甚至长达50年；利率比较低，一般在1%—3%左右，有的无息。除贷款利息外，有的贷款国政府规定借款国须向其支付费率很低的手续费。

有些国家为了援助最不发达国家和某些发展中国家，有时还向这些国家政府提供赠款，即受赠国政府无须还本付息。这种赠款形式不属优惠性贷款，而属国际经济援助范畴。

(3) 政府贷款额一般不大，因它受到贷款国的国民生产总值、国际收支及财政收支的制约，不大可能像国际金融组织那样经常提供大额贷款。

2. 政府贷款要考虑的问题

(1) 利率。利率是借款国的成本，借款国筹措资金时首先要考虑利率的高低。因为它对借款国家的财政负担影响很大。

(2) 币种选择。这是最关键的问题，选择的货币若是软货币，借款负担较小，若是硬货币，借款负担加重。借款国利用外国政府贷款所采用币种有以下几种情况：使用贷款国货币即原币，全部使用美元，原币与美元混合使用。

(3) 贷款期限。政府贷款的期限一般分为贷款使用期、偿还期和宽限期。贷款的使用期，一般规定在贷款协议当年或1—5年内按建设进度的实际需要提取贷款。偿还期一般规定开始偿还的年度和最后还清的年度日期，以及在偿还期内的年偿还次数与日期。宽限期一般包含在偿还期内，宽限期内只付利息不付本金。从整体来讲，外国政府贷款均属于中长期贷款。

(4) 数额。外国政府发放贷款一般根据本国的财政收入、国民收入、国际收支的具体情况而定。同时，还要取得贷款国立法机关或议会批准。因此，优惠性政府贷款金额不太大。与政府贷款混合使用的出口信贷各国的数额都有所不同，它一般根据贷款对象如单机、成套设备或劳务多少而定。由于政府贷款的每批数量较小，所以在利用外资时，可以考虑与其他类型的贷款相结合。

(5) 还款。贷款的偿还方式有实物偿还和自由外汇偿还两种，通常都采用后者。

(6) 赠与率。赠与率是“经济合作与发展组织”(OECD)为计算优惠贷款中赠与成分所占比重而设计出来的一种算法，计算公式为：

$$GE = 100 \times \left(1 - \frac{R/A}{D}\right) \left(1 - \frac{[1/(1+D)AG - 1/(1+D)AM]}{D(AM - AG)}\right)$$

GE = 赠与成分

A = 每年偿付次数

M = 偿还期

R = 年利率

D = 每期贴现率，一般按综合年率 10% 算

G = 宽限期，发展援助委员会定义是第一次贷款支付期至第一次还款期之间的周期

按该公式计算，若年利率 3% 的贷款，宽限期 5 年，偿还期 20 年，每年还款一次，其赠与成分是 46.25%。

(7) 采购。政府贷款往往以借款国向贷款国及与贷款国有国家购买商品为条件。采购方式大致有 5 种：A. 自由采购。这一般仅仅适用于采购合同金额较小的商品，如日本规定为一亿日元。B. 国际招标。C. 从指定货源国采购。例如日本规定指定货源国为经济合作与发展组织所有成员国，以及经济合作与发展组织发展援助委员会所规定的发展中国家。D. 从贷款国采购，这种情况较为普遍。E. 从国内采购，这在政府贷款协议中常附加一些条件。

(8) 使用条件。贷款国在发放贷款时，常对借款国的经济政策的实施，某一特定产业或部门的经营，或项目方案的落实施加一些条件。谈判项目贷款时，贷款国还常常要求复杂的合同和法律安排，来保证债务偿还。另外，还对使用政府贷款的项目所涉及的领域有所限制，如芬兰限制资助带有军事性质或商业性质的项目。

(9) 费用收取。政府贷款附加费用低，它主要有承诺费及手续费。承诺费是指借款人没有按协议如期使用定额，造成贷款人资金闲置而向借款人收取的一种补偿性费用。承诺费率一般按未提取贷款金额的 0.125%—0.25% 年率计算。手续费则是按贷款金额的一定比例向借款人收取。手续费率为贷款金额的 0.25%—0.5%。总的说来，政府贷款收取费用较小，而且有些国家可以不收附加费。

(10) 服务质量。一般贷款国出于贷款的经济方面考虑，它们除了贷款以外，还往往是提供其他服务。借款国也可以借此机会引进先进技术，学习一些行之有效的管理手段。

(11) 非财务代价。利用外国政府贷款，还需付出非财务代价：A. 政府贷款具有强烈的政治色彩。这种优惠贷款的分配更多是政治上的原因。因此，即使已达成的政府贷款协议，甚至已开始动用款项，也会因双方外交关系的变化而减少甚至中断贷款。B. 政府贷款的申请程序复杂。这一点使项目筹集资金所需时间较长，建设项目时间效益较低。

各国的政府贷款一般都由国家的财政部主管或通过财政部由政府设立的专门机构办理，如美国的“国际开发署”、日本的海外经济协力基金会、科威特的阿拉伯经济发展基金、德国经济合作部设立的“复兴信贷局”等等。

各贷款引入国为了更加合理地引入和更加有效地使用外国政府贷款，也根据各自的国情特点制定了不同管理规定。

三、国际商业银行贷款

国际商业银行贷款是指一国借款人在国际金融市场上向外国银行借入货币资金。外国银行既包括资金雄厚的大银行，也包括中小银行及银行的金融机构。

1. 外国商业银行贷款的种类

根据贷款对象的不同，可划分为企业贷款、银行间贷款以及对外国政府和中央银行的贷款。根据贷款的期限不同，可分为短期、中期和长期贷款；短期贷款是指期限在1年以下的贷款，中期贷款一般分为1—7年，长期贷款一般是指7年以上的贷款。根据贷款银行的不同，可分为单一银行贷款和多银行贷款。单一银行贷款是指仅由一家银行提供的贷款。由于国际贷款风险较大，一时发生损失难以挽回，所以单一银行贷款一般数额较小，期限较短。多银行贷款是指一笔贷款由几家银行共同提供。这种贷款主要有两种类型：第一，参与制贷款，这是指一家银行对某一外国客户提供了一笔贷款后，邀请其他银行参加进来，向借款人提供资金；第二，银团贷款，这是多银行贷款的主要形式，一般由一个或几个银行首先发起，接受债务人的借款要求，然后，发起行邀请其他行参与进行，共同向借款人提供资金。

2. 国际商业银行贷款的主要特点

- (1) 来源广泛。国际上众多的商业银行和银行集团，均可作为资金来源。
- (2) 手续简便。安排融资时间较短，且无附加条件，资金的用途一般不受贷方限制。
- (3) 方式灵活。可借到不同的货币资本，期限与数额也可由自己选定后与银行协商，还本付息的方法也较多。
- (4) 成本高。利率远较其他国际信贷形式为高，而且其他费用也较高。
- (5) 风险大。银行日益普遍采用的浮动利率计息和汇率的频繁变动，增大了客户的利率风险和汇率风险。
- (6) 期限较短。通常以中、短期贷款为主，长期的一般也限于10年以内。

3. 筹措国际商业银行贷款的一般程序

(1) 做好前期准备工作。在洽谈前，借款方必须做好调查研究。了解和掌握各国货币汇率、利率与国际资本市场的供需情况及变动规律，预测出各国货币汇率及利率的发展趋势，选择有利的货币种类及贷款利率种类，为成功地筹资打好基础。

(2) 询盘阶段。就像招标一样，借款人选择一些国外银行发出询价函电，内容包括款种、币种、金额、期限、形式、浮动利率还是固定利率，以及其他特殊要求（宽限期与建设期利息资本化等问题），要求国外银行按这些条件向借款人报价。借款人广泛询价，意在摸清市场底细，并造成国外银行间的竞争。

(3) 发盘阶段。国外银行收到询盘后，设计贷款方案，向借方报价。此类发盘大致分为两类：一是虚盘，二是实盘。虚盘只提出意向性的报价，“投石问路”，报价条件可以再议。实盘内容全面一些，贷款主要条件乃至相关法律问题均已明确，并确定了有效期限。在此期间，借款人只要表示接盘，这些条件就确定下来，双方不得反悔。国外银行大都喜欢先发虚盘，试探借款人的反应，环顾一下其他竞争对手的行动，然后再调整条件，与借款人讨价还价，直到借贷双方均达成一种默契，再正式发实盘，以期一矢中的。

(4) 还盘阶段。借款方接到国外银行报价后，通常都要对贷款者作必要的调查研究工作，然后再决定是否进一步商谈。一般他说，借款人对贷款者选择的条件，首要的并不是货币的种类、利率水平的高低等问题，而是主要顾虑贷款者的信誉，所提供资金的来源和可靠程度，然后选定几家资信和报价都较好的贷款者作进一步接触，讨价还价。这是相当重要的阶段，要充分利用国外银行之间的竞争，把贷款价格一轮轮削减下去，争取到最优惠的条件。

(5) 接盘阶段。一俟双方谈妥条件，借款方就要在对方发实盘的基础上正式发一个接盘电文。至此阶段，贷款的金额、期限、利率、提款方式、还款方式、费用、法律依据以及其他重要的特殊条款都要明确下来，并且一经接盘，这些条件就不宜再变，借款协议也要按这些条款来成文。

(6) 借款协议的签订。借款协议内容是发盘和接盘主要条件的具体化，并进行技术和法律上的处理。当有关各方对贷款条件的各项条款没有异议时，就要签订贷款协定。贷款协定是贷款人、借款人及代理人之间的一种契约，具有法律效力。贷款协定的内容主要有：借款人、保证人、贷款人、代理人、贷款数额、期限、利率、贷款支付方式、借款人和贷款人的特殊要求、违约的处理方式等。协议一般是由国外银行请专门的法律人员起草，采用的法律也一般是贷款人所在国或第三国法律。因此在谈判过程中，应请国际经济法律顾问参加，以保证法律上不出差错。协议达成前，借款方一般还要按协议内容准备年报、营业执照副本、董事会批准借款的决议、律师事务所的法律意见书。贷款协定一般要在专门的场合举行正式的签字仪式，借款人、贷款人、代理人、保证人都要在上面签字。

(7) 外国商业银行贷款的偿还。贷款偿还应按贷款协议的规定进行。为保证贷款按协议规定偿还，协议中通常都有违约条款和交叉违约条款，借款人如不按期还付本息，贷款银行有权实行罚款并收回贷款，或提高利率。交叉违约条款指债务人对本债务以外的任何债务契约违约，从而也构成对本债务的违约，债权人可凭借本条款立即停止贷款并要求偿还。因此，违约或延期付款都会给借款人在经济及信誉上带来损失，也会损害一国的国际声誉。同时，借款人为保护其利益，常规定提前还款条款，该条款赋予借款人在贷款到期前偿还贷款的权利。一般在提前还款前，借款人应提前通知贷款银行，否则将被罚款。

4. 国际商业银行贷款的条件

(1) 贷款利息与各种费用。外国商业银行贷款的借款成本由支付的利息与有关费用构成。利率可分为固定利率和浮动利率两种。目前商业银行贷款普遍采用浮动利率，其利率通常由伦敦银行同业拆放利率(LIBOR)和加息率

组成。拆放利率随资本市场供求情况而上下浮动，各大国际金融中心有着各自的拆放利率，并且相互影响。加息率是在拆放利率之外，依据贷款期限的长短、资金数额与供求关系的变化情况，以及借款者资信的高低所附加的利率，一般为 0.375%—0.5%（有时超过此数）。固定利率一般由借出国的国内优惠利率和加息率组成。费用是指除支付利息外，借款者还应支付与借款有关的其他费用，主要有承担费、管理费、代鲤费、杂费等。

由于国际市场上利率上下波动而造成借贷双方的损失叫做利率风险。采用浮动利率可以使债权人在利率剧烈波动时，免受利率风险，但对债务人要承担较大的风险。一般来讲借款人在利率上升时，应采用固定利率计息，在利率下降时应采用浮动利率计息。

外国银行贷款除收取利息外，往往还收取承担费，一般按 0.125%—0.25% 的年率计算。在签定借款协议前，都要规定承担期，在承担期中一般又分为两部分，前一段为不收承担费时期，后一段为计收承担费期。

银团贷款除收承担费外，还收取如下费用：

A. 管理费。在银团贷款中，由牵头银行向借款人收取的一种费用，费率一般是贷款金额的 0.25%—0.5% 之间。

B. 代理费。由于牵头银行在整个贷款期内，需要与借款人、参与行联系，在联系过程中需要借款人支付的电报、电传费及办公费等，叫代理费。代理费的收取标准不一，计算方法是按年计算。在贷款期内每年由借款人支付一笔固定金额给牵头银行。目前，国际上最高的代理费是 1 年 5—6 万美元。

C. 杂费。指某银行作为牵头银行与借款人之间进行联系、谈判，直至签订贷款协议前所发生的费用。这种费用包括牵头银行为贷款协议的达成而发生的旅费、律师费等。一般的支付方法是牵头银行提出帐单，由借款人一次支付。杂费的收取标准不一，高的可达 10 万美元。

(2) 贷款期限与偿还方式。贷款期限是指贷款协议生效 3 日起，到还清全部本息为止的整个时期。中长期贷款通常都规定宽限期（只付利息，不还本金的期限）。短期贷款有隔夜、7 天、1 个月、3 个月、半年、1 年等几种。中长期贷款的期限和宽限期可由借贷双方商定。

利息一般是半年或 3 个月支付一次。本金的偿还是在宽限期后根据协议，半年或 1 年支付一次。每年的支付额可参考下列公式计算：

每年支付额 = (LIBOR + 加息率) × 在使用的贷款额 + 规定的还本额 + 承担费率 × 未用贷款 + 利息税 + 代理费

还款方式有以下三种：

A. 到期一次还款。在签定贷款协议后，对贷款分次支付，期满时一次归还本金。

B. 分次还款。在宽限期后开始还本，每半年还等额本金并付息一次，宽限期内只付息不还本。

C. 无宽限期自支用贷款日起，逐年归还。

对借款人来说，在上述三种偿还方式中，以到期一次偿还最为有利，因为实际期限与名义期限相一致，占用的时间较长。有宽限期的尚可接受，没有宽限期最为不利。

第六章 国际债券市场

国际债券是指国际金融机构和一国的政府、金融机构、企事业单位，在国际市场上以外国货币为面值发行的债券。发行国际债券，对借款人来说，可筹到还款期限较长的资金，使资金来源多样化，并扩大影响，提高自己的声誉。对投资人来说，可获得资金收益，也可在市场上随时出售债券变现。正因为国际债券对借款人和投资人都能带来好处，所以 80 年代以来，国际债券业务发展极快，国际金融市场出现了证券化的趋势。

一、国际债券市场的一般内容

1. 国际债券市场的定义与国际债券分类

国际债券市场是指由国际债券的发行人和投资人所形成的一种金融市场。这个市场可具体分为发行市场和流通市场，前者组织国际债券的发行和认购，后者安排国际债券的上市和买卖。这两个市场是相互联系、相辅相成的，从而构成统一的国际债券市场。

国际债券从不同的角度可分为不同的类别，现择其中主要类别介绍如下。

(1) 外国债券和欧洲债券。A. 外国债券是指借款人在其本国以外的某一个国家发行的、以发行地所在国的货币为面值的债券。外国债券是传统的国际金融市场的业务，已存在几个世纪，它的发行必须经发行地所在国政府的批准，并受该国金融法令的管辖。在美国发行的外国债券（美元）称为扬基债券；在日本发行的外国债券（日元）称为武士债券。B. 欧洲债券。欧洲债券是借款人在债券票面货币发行国以外的国家或在该国的离岸国际金融市场发行的债券。欧洲债券是欧洲货币市场三种主要业务之一，因此它的发行无需任何国家金融法令的管辖。

(2) 公募债券和私募债券。A. 公募债券，是向社会广大公众发行的债券，可在证券交易所上市公开买卖。公募债券的发行必须经过国际上公认的资信评级机构的评级，借款人须将自己的各项情况公之于众。B. 私募债券，是私下向限定数量的投资人发行的债券。这种债券发行金额较小，期限较短，不能上市公开买卖，且债券息票率偏高；但发行价格偏低，以保障投资者的利益。私募债券机动灵活，一般无需资信评级机构评级，也不要求发行人将自己的情况公之于众，发行手续较简便。

(3) 一般债券、可兑股债券和附认股权债券。A. 一般债券，是按债券的一般还本付息方式所发行的债券，包括通常所指的政府债券、金融债券和企业债券等，它是相对于可兑股债券、附认股权债券等债券新品种而言的，后两种债券合称“与股权相联系的债券”。B. 可兑股债券，是指可以转换为企业股票的债券。这种债券在发行时，就给投资人一种权利，即投资人经过一定时期后，有权按债券票面额将企业债券转换成该企业的股票，成为企业股东，享受股票分红待遇。发行这种债券大多是大企业，近年来在国际债券市场上可兑股企业债券发展得很快。C. 附认股权债券，是指能获得购买借款企业股票权利的企业债券。投资人一旦购买了这种债券，在该企业增资时，即有购买其股票的优先权，还可获得按股票最初发行价格购买的优惠。发行这种债券的也多为大企业。

(4) 固定利率债券、浮动利率债券和无息债券。A. 固定利率债券，是在债券发行时就将债券的息票率固定下来的债券。B. 浮动利率债券，是指债券息票率根据国际市场利率变化而变动的债券。这种债券的利率基准和浮动期限一般也参照伦敦同业拆放利率。浮动利率债券是 80 年代以来国际债券市场上发展起来的一个新的金融工具。发行这种债券有一定的利率风险，但倘若国际利率走势明显低浮，或借款人今后的资金运用也采取同样期限的浮动利率，利率风险则可以抵免。C. 无息债券，是指没有息票的债券。这种债券发行时是按低于票面额的价格出售，到期按票面额收回，发行价格与票面额的

差价，就是投资人所得的利益。发行这种债券对借款人来说，可以节省息票印刷费用，从而降低筹资成本；对投资人来说，可以获得比有息票债券更多的利益。

(5) 双重货币债券和欧洲货币单位债券。A. 双重货币债券，是指涉及两种货币的债券。这种债券在发行、付息时采用一种货币，但还本时付另一种货币，两种货币间的汇率在发行债券时就确定了。发行这种债券的最大优点是可以防止和避免创汇货币与借款货币不一致所带来的汇率风险。B. 欧洲货币单位债券，是以欧洲货币单位为面值的债券，价值较稳定，近年来这种债券在欧洲债券市场上的比重逐年增大。

2. 国际债券的发行

(1) 国际债信评级与评级机构。

A. 国际债信评级。借款人发行国际债券（主要指外国债券），一般需要对其所具备的经济实力和信誉作出评级。

目前国际上债信评级一般有9个级别，即：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。其中A级以上者信用较好，投资安全；BBB级者信用还可以，但其所在国的政局和经济有突变的可能性；BB级以下者属有风险的借款人。

这种债信评级在债券发行时公之于众，评级的高低对债券的发行有很大的影响。按国际惯例，借款人每发行一次债券，都要重新确定一次债信级别。

B. 国际债信评级机构。是对借款人发行国际债券所具备的实力和信誉进行评级的机构。目前，世界上最有名的评级机构是美国的标准—普尔公司和穆迪投资服务公司。这两家评级机构对借款人评定的级别不仅为美国市场所承认，而且通常被包括欧洲和日本在内的国际市场承认。

(2) 参与国际债券发行的成员。

A. 发行人，即借款人，也称债务人，它通过发行国际债券筹措所需的资金。

B. 投资人，即购买债券的人，也称债权人，它通过购买国际债券盈利。

C. 主干事，即发行国际债券的主要组织者，一般由一家知名度高的投资银行或证券公司担任。主干事的职责是受债券发行人的委托，负责组织、安排债券的发行工作，同时，它还要选择几家金融机构；组成干事集团，共同商办发行债券事宜。D. 承购集团。即由主干事组织的向广大公众销售债券的中间人。一般由数十家金融机构参加承购集团，如果债券销售后有剩余，那么承销集团的各承购人有义务在自己承购的额度内买下未售出的债券。

E. 销售集团，即由主干事组织的向广大公众销售债券的中间人。一般由数十家金融机构参加销售集团，但销售集团对未能推销出去的债券，一般不承担承购的责任。

F. 受托机构，即受债券发行人和投资人的委托，经办有关债券发行事宜的金融机构。

G. 登记代理机构，即对投资人手上的债券进行登记的机构，一般均由金融机构担任。

H. 支付代理机构，即帮助发行人对债券还本付息的金融机构。

I. 律师，向发行人提供法律咨询意见，并帮助起草各种法律文件。

(3) 国际债券的发行方式。

在国际债券发行中，公募债券和私募债券的发行方式有很大的不同，这里讲的是更具体的债券发行方式。

A. 直接发行。是指由发行人自己出面发行债券。具体分为：a. 直接募集，即由发行人自己办好发行债券的全部手续，做好发行前的准备工作，并直接向投资人出售债券，剩余的债券也由自己处理。b. 按销售发行，即债券发行前，先在规定期限内接受投资人的申请，按申请数印制债券，并直接发行，这样可以防止债券剩余。

B. 间接发行。是指由发行人委托中间人代理发行债券。具体分为：a. 委托募集，即委托销售集团推销债券，推销不完的债券退回发行人处理。B. 承购募集，即由承购集团推销，推销不完的债券由承购集团的承购人买下。在国际债券市场上，一般都采用承购募集的方式发行债券。

(4) 发行国际债券的基本条件。

发行国际债券的基本条件主要包括以下内容：

A. 发行额。应根据发行人的资金需要和市场销售的可能性确定。B. 货币。各种可兑换货币均可。C. 债券票面额。应根据发行货币的货币体系和市场流通需要而定。D. 期限。一般短则 5 年，长则 10 年、20 年以上。E. 发行价格。是指债券发行时实际售价，用对债券票面金额的百分比表示。一般来说，固定利率的债券通常以不同于票面金额的价格发行，因为利率固定后，在债券发行时，如市场利率高于息票率，则有低价发行的情况；反之，如市场利率低于息票率，则有溢价发行的情况。而浮动利率的债券则通常以 100% 票面金额发行。F. 利率。债券的利率分表面利率和实际收益率。表面利率就是息票的利率；实际收益率是投资人实际的得收益率。由于债券可以低价或溢价发行，就会使投资人的实际得益增加或减少，从而产生了收益率。收益率的计算公式是：

$$\text{收益率} = \frac{\text{债券票面额} \times \text{息票利息} + (\text{票面额} - \text{发行价格}) \div \text{期限}}{\text{债券发行价格}}$$

G. 费用。发行债券的费用，包括债券印刷费、广告费、律师费、承购费、登记代理费、受托费、支付代理费等。发行人最终发行成本率计算公式是：

$$\text{成本率} = \text{收益率} + \frac{(\text{发行额} - \text{按发行价格收入资金额} + \text{费用}) \div \text{期限}}{\text{按发行价格收入资金额} - \text{费用}}$$

H. 偿还。国际债券的偿还，主要有两种方式：a. 偿还期满时一次偿还。b. 债券在期中开始偿还，期中偿还有以下三种方法：一是定期偿还，即每半年或一年偿还一定的金额，期满时还清余额。二是任意偿还，即由发行人任意偿还债券的一部分或全部，但按这种方法，必须在票面额上加上一定的升水，以补充投资人的损失。三是购回注销，即由发行人在规定期限内从市场上购回债券予以注销。采用期中偿还的方式，计算债券的实际期限的一个公式是：

$$\text{实际期限} = \frac{\text{每年偿还本金额} \times \text{使用年限}}{\text{债券发行额}}$$

(5) 发行国际债券的主要文件。

发行国际债券所需的文件主要有：A. 有价证券申请书，是发行人向发行地政府递交的发行债券申请书，主要包括以下内容：发行人所属国的政治、经济、地理等情况；发行人自身地位、业务概况和财务状况；发行本宗债券

的基本事项；发行债券集资的目的与资金用途等。B. 债券说明书，是发行人将自己的真实情况公之于众的书面材料，主要内容与有价证券申请书相仿。C. 债券承购协议，是由债券发行人与承购集团订立的协议，包括以下几方面主要内容：债券发行的基本条件；债券发行的主要条款；债券的发行方式；发行人的保证和允诺；发行人对承购集团支付的费用；承购人的保证和允诺等。D. 债券受托协议，是由债券发行人和受托机构订立的协议，主要内容除受托机构的职能和义务外，基本与承购协议一样。E. 债券登记代理协议，是债券发行人与登记代理机构订立的协议，主要内容除登记代理机构的义务外，与承购协议基本一样。F. 债券支付代理协议，是债券发行人与支付代理机构订立的协议，主要内容除债券还本付息地点、债券的挂失登记和注销外，与承购协议基本一样。G. 律师意见书，是债券发行人和承购集团各自的律师就与发行债券有关的法律问题表示的一种书面意见。

(6) 国际债券的发程序。

国际债券的发程序大致如下：A. 发行人确定主干事和干事集团。B. 发行人通过主干事向发行地国家政府表明发行债券的意向，征得该国政府许可。C. 在主干事帮助下，发行人申请债信评级。D. 发行人通过主干事，组织承购集团，设立受托机构、登记代理机构和支付代理机构。E. 发行人与以主干事为首的干事集团商讨债券发行的基本条件、主要条款。F. 发行人按一定格式向发行地国家政府正式递交“有价证券申报书”。G. 发行人分别与承购集团代表、受托机构代表、登记代理机构代表和支付代理机构代表签订各种协议。H. 发行人通过承购集团，向广大投资者提交“债券说明书”，介绍和宣传债券。I. 承购集团代表（一般是主干事）组织承购集团承购债券，各承购人将承购款项付给承购集团代表。J. 承购集团代表将筹集的款项交受托机构代表换取债券，随后将债券交给承购人。K. 各承购人将债券出售给广大的投资者。L. 登记代理机构受理广大投资者的债券登记。M. 受托机构代表将债券款项拨入发行人帐户。

一般来说，发行公募债券基本上按上述程序进行。

3. 国际债券的流通

(1) 国际债券流通的方式。主要有两种：A. 在证券交易所挂牌上市。公募债券发行后，一般来说，发行人在主干事的协助下，应使债券尽可能快地上市。债券上市的手续是发行人必须向债券上市地的证券管理部门提出申请，提供所需要的文件，以便他们审核。债券上市后，只要债券未全部清偿，发行人始终要对债券进行管理，包括参与交易，以维持债券在市场上的信誉。B. 在柜台交易。是指在证券交易所以外的地方进行的证券交易，通常是在证券公司或银行的柜台，以电话、电报或电传等方式成交。在柜台交易的债券无需登记上市。

(2) 国际债券流通的作用。A. 使债券具有变现性。任何债券持有人若要收回资金，可随时通过流通市场将债券售与他人。B. 使投资者可随时买入债券，作为投资。C. 使债券能形成一个统一的价格。因为有了流通市场，世界各地的买主与卖主都汇集在流通市场交易，他们通过公开的竞争，有助于形成统一的债券价格。D. 由于债券的不断流通，投资者可以从债券的长期价格变动趋势中，摸索出资金投向，从而对国民经济的发展起到促进作用。

二、外国债券

外国债券是外国借款人在本国资本市场用本国货币发行债券筹措资金。例如，日本公司在美国资本市场发行用美元计价的债券。外国债券的发行和交易必须在本国当地市场管理者的监督之下进行。

外国债券市场是一种传统的债券市场，早在 19 世纪就已经存在。英国、德国、法国、荷兰是当时外国债券市场主要中心。但是，第一次世界大战后，美国的经济实力迅速增强，纽约取代了伦敦、巴黎、柏林成为世界的外国债券市场的中心。现在，美国、瑞士、德国、日本成为四大外国债券市场，这四个国家发行外国债券的总额为全部外国债券总额的 95% 左右。

1. 美国的外国债券市场

美国的外国债券叫“扬基债券”（Yankee Bond），就是在美国证券管理委员会登记，以美元为面额，在美国市场发行的外国债券。第二次世界大战后，美国经济实力急剧膨胀，美元成为国际货币，资金比较充足，美国以外的借款人纷纷到纽约以美元发行债券筹集资金。

但是到 60 年代，美国的经济实力相对下降，国际收支逆差不断扩大。美国政府为了限制资本大量外流，于 1963 年实行“利息平衡税”制度，规定美国居民购买外国债券所得到的利息要向联邦政府交纳一定的税金，以此束缚美国人对外国债券的购买，间接地限制外国人在美国用美元发行债券。外国人在美国发行扬基债券，要能足以吸引美国人购买，就必须提高债券利率。提高债券利率，借款成本提高，债务负担加重。这一政策的实施，使美国的外国债券市场萎缩，只有世界银行、加拿大和世界一些发展中国家在美国用美元计价发行债券，欧洲一些国家减少了在美国发行扬基债券。1974 年美国权衡利弊，取消了利息平衡税，要重新吸引外国人发行扬基债券，但由于发行手续繁杂及欧洲外国债券市场的竞争，美国的外国债券市场仍没有多大发展。

美国的外国债券有以下几个特点：

（1）发行额大，流动性强。近年来平均每笔扬基债券的发行额度都在 7500 万至 1.5 亿美元之间。澳大利亚政府、世界银行、加拿大政府发行的扬基债券，每次金额都达几亿美元，扬基债券的发行地在纽约证券交易所，但实际遍及美国全国，能吸收美国各地的资金。同时，欧洲货币市场又是扬基债券的转手市场，扬基债券的交易实际上遍及全球。

（2）期限长。70 年代中期扬基债券的期限为 5—7 年，从那以后达 10 年。近年来，由于国际债务危机，国际信贷有些冷清，不像 70 年代那样红火，但一些信誉比较高的债券发行者可以在美国发行期限为 20—25 年扬基债券。这说明美国的外国债券市场适合于长期筹资者的要求。

（3）债券的发行者为机构投资者，如各国政府、国际机构、外国银行，民间企业较少。购买者主要是美国的商业银行、储蓄银行和人寿保险公司，这三大投资者起着主导作用。

（4）公开募集和私下募集。外国人在美国发行扬基债券若采用公开募集的方式，即以不特定的公众为推销对象，也就是向一般投资人和机构投资者发行债券，必须将发行者的有关事实全部公开，并向美国证券管理机构登记，

要经过严格的审查。若采取私下募集的方式，即发行债券不是面向一般不特定的对象的投资者，而是出售给特定的投资者，或一个、数个团体投资者，例如储蓄机构和保险公司等，则不必向美国证券管理机构办理登记手续，但不允许投资者超过 35 个，而且债券不得转卖。由于没有流动性，私募债券比公募债券利息率高。

(5) 无担保发行比有担保发行比例大。

(6) 由于评级结果与销售有密切关系，评级的高低直接影响发行和流通，评级是非常重要的事。

在美国债券市场上发行公募债券的手续较为复杂，从开始筹集到正式发行，大约要用 6 个月时间。具体步骤是：

(1) 外国债券发行人首先要向美国的资信评定机构，如穆迪公司、标准—普尔公司等评级机构提供资料，以便后者调查和评定债券发行人的资信等级。同时发行还要草拟向美国证券委员会呈报的注册文件。

(2) 发行人选择一名主牵头公司，由他负责组织包销及有关工作。发行人同有关人员决定发行条件，并分发初次发行说明书。但在委员会宣布登记报告书生效之前，不得出售有价证券。

(3) 美国证券委员会对注册报告进行审查，并对其中一些明显的疑问向发行人提出意见，发行人应对此作出明确答复。

(4) 发行人根据证券委员会的意见对提交的注册报告进行补充修改，向证券委员会提交一份“补充说明书”作为发行说明书的最后文本。

(5) 发行人和有关认购人员签定认购协议，并向包销团成员分发债券。

(6) 证券交易委员会收到补充说明书和请求在当天几小时之内，即通知注册报告生效。发行人及其有关人员选择一个生效日期，根据他们视为最有利的市场条件给有价证券定价，并在市场上正式发行。

2. 日本外国债券市场

日本的外国债券是指非居民在日本市场上发行的以日元为债券面额的债券，在日本叫武士债券。日元债券最初是在 1970 年亚洲开发银行发行的。1981 年后剧增。1982 年为 33.2 亿美元，1985 年为 63.8 亿美元，超过美国的外国债券。

日元公募债券缺乏发行的灵活性，缺乏流通性，不易作美元互换业务，发行成本高，不如非居民欧洲日元债券便利。因此，对信誉良好的投资者来说，它的吸引力不大。目前，发行日元债券的筹资者主要是需要在东京市场筹资的国际机构和一些要发行期限超过 10 年以上的长期筹资者，再就是在欧洲市场上信誉不佳的发展中国家。发展中国家发行日元债券占总量的 60% 以上，这是日本外国债券市场的特点之一。

日元公募债券的发行手续是：

(1) 发行人选择牵头人、支付代理人，计划发行债券的各项工作。发行人为牵头人，编写有价证券申请书，牵头人向大藏省申请以及准备起草有关合同文件。

(2) 集团讨论有价证券申报书和其他合同文件定稿后印刷成册，签字生效后向大藏省递交。

(3) 由牵头人着手组织承购团，发行双方共同确定承购团成员。

(4) 牵头人代表发行人向日本银行递交呈报书，申请支付日元投资资金。

(5) 发行双方最后确定发行条件，牵头人与其他承购团成员签定承购合同。

(6) 发行人签定承购合同、募集委托合同、登记合同和支付合同。将这些合同作为附件，第二次向大藏省提交有价证券申请书，并得到批准生效。

(7) 开始销售债券。销售结束，投资人在规定日期内向发行人缴款。两个月后，债券在东京证券所上市。

3. 瑞士外国债券市场

瑞士外国债券是指外国机构在瑞士发行的瑞士法郎债券。瑞士是世界上最大的外国债券市场，其原因主要是：

(1) 瑞士经济一直稳定繁荣，国民收入在较高的水平上持续提高，储蓄不断增加，有大量的盈余资金。

(2) 苏黎世是世界的金融中心之一，是世界上最大的黄金市场之一。金融机构发达齐全，擅长安排组织巨额借款。

(3) 瑞士没有外汇管制，资本可以自由流进流出。

(4) 瑞士法郎日趋坚挺，投资者购买以瑞士法郎计价的债券，可从中得到相当大的好处。

(5) 瑞士严厉的银行法闻名于全世界，各国有钱者感到在瑞士投资安全可靠。

(6) 瑞士法郎债券利率较低，发行人可以通过互换成所需要的货币，从而即享受了瑞士法郎低利率带来的筹资成本低，又通过互换业务避免了瑞士法郎升值可能带来的损失。

瑞士法郎外国债券的发行方式分为公募和私募两种。瑞士银行、瑞士信贷银行和瑞士联合银行是发行公募债券的包销者。私募发行时，没有固定的包销团，而是由牵头银行公开刊登广告推销，并准许债券在转手市场上转让，但迄今为止，瑞士不允许瑞士法郎外国债券的实体票据流到国外，必须按瑞士中央银行的规定，由牵头银行将其存入瑞士国家银行保管。

三、欧洲债券

1. 欧洲债券的特点

欧洲债券是借款者用某一国货币计价而在另一国的市场上发行出卖，并且由一些大的银行团所包销的债券。这种债券不受任何国家的限制，免除扣缴税。如日本公司用美元计价在英国资本市场上发行债券。欧洲债券可以使用几种不同的通货发行，其面值为单一货币。投资人可由几种通货中选一种还款。欧洲债券也可以使用记帐单位发行，即用欧洲货币单位、特别提款权等记帐单位发行。欧洲债券市场是典型的最大的国际债券市场。它出现于 60 年代，它的地理范围不仅仅限于欧洲，而且还包括亚洲、中东等地的国际债券市场。它以欧洲美元为主，还包括德国马克、瑞士法郎、英镑、日元、荷兰盾、欧洲货币单位、特别提款权等货币。

欧洲债券市场出现、发展和扩大，从根本上来说是由资本国际化的趋势决定的。资本按其本性是要自由流动、打破国家界限的，但各国从自己的利益出发，总是要采取措施适当地限制资本的流动。从资本自由流动这一角度看，国内债券和外国债券市场的缺点就是所在国政府的严密的检查和严格的控制。1963 年，美国为了限制资本流出实行利息平衡税制度，使外国筹资者在美国的外国债券市场上遇到了困难。外国筹资者不得不转向美国银行直接贷款。1965 年美国实行的“自由信用限制计划”，又使外国筹资者从美国银行直接借款受到了限制。这两项措施几乎使外国筹资者被关在纽约外国债券市场之外，他们只好转向欧洲，去发行以美元计价的债券，欧洲债券市场就这样产生了。

欧洲债券市场的主要特点是：

(1) 没有官方机构管制，发行债券的手续简便，不需要在证券委员会登记注册，除了欧洲日元债券以外，一般也不需要获取评级资格。发行者不必提供大量数据资料，指定主办银行后，即可公布发行事宜。

(2) 发行时机、发行条件（发行价格、利率、手续费等）可随行就市，由当事各方自由决定。

(3) 发行债券由跨国的银团、包销团和销售团组成。面向以欧洲为中心的广大地区销售，可以自由选定债券经纪人。

(4) 债券为不记名的实物债券，有利于发行者和投资者保密。

(5) 投资者购买债券免缴利息所得税，可以促进债券的流通。

2. 欧洲美元债券市场

欧洲美元债券是指在美国境外发行的以美元为面额货币的债券。欧洲美元债券在欧洲债券中所占的比重最大。但近年来欧洲美元债券的绝对量在增加而相对量在下降。这是因为美元不断贬值，投资者对美元缺乏信心，不愿过多地购买欧洲美元债券，而转向购买欧洲马克债券和欧洲日元债券。

欧洲美元债券市场不受美国政府的控制和监督。是一个完全自由的市场，欧洲美元债券的发行主要受汇率、利率等经济因素的影响。它没有发行额限制和标准限制，只需根据各国交易所上市规定，编制发行说明书等书面资料。它和美国、日本的国内债券市场相比，具有发行手续简便、发行数额

较大的优点，它的发行由世界各国知名的公司组成大规模的辛迪加认购团完成，因而较容易在世界各地筹措资金。

3. 欧洲日元债券市场

欧洲日元债券指在日本境外发行的以日元为面额货币的债券。欧洲日元债券的发行不须经过层层机构的审批，只需征得日本大藏省的批准便可发行。发行债券不必准备大量的文件，发行费用也较低。

欧洲日元债券市场有以下两个主要特点：

(1) 债券发行额较大，一般说来一笔发行额都在 200 亿日元以上，加拿大发行的一笔欧洲日元债券达 800 亿日元。

(2) 欧洲日元债券大多与互换业务相结合，筹资者首先发行利率较低的日元债券，然后将其调换成美元浮动利率债券，以较低利率获得美元资金。

80 年代以来，欧洲日元债券增长较快，在欧洲债券总额中所占的比例不断提高。欧洲日元债券的迅速增长的根本原因是日本的经济实力增强，日元坚挺，日本国际贸易大量顺差，投资者认为购买欧洲日元债券从日元升值中获利。此外，日本政府为了使日元国际化，日元在国际结算和国际融资方面发挥更大的作用，从 1984 年起，对非居民发行欧洲日元债券放宽了限制。其主要措施有：

(1) 扩大发行机构。将发行机构由原来的国际机构、外国政府扩大到外国地方政府机构及民间机构。

(2) 放宽了发行条件。将发行公募债券的资格由原来的 AAA 级降到 A 级。

(3) 放宽了数量限制。在发行数量上，取消了对发行笔数及每笔金额的限制。

(4) 扩大主办银行的范围，除日本的证券公司外，其他外国公司可以担任发行债券的主办机构。

日本政府放宽对发行欧洲日元债券的限制，使筹资者积极发行欧洲日元债券，增加了日元债券的供给。

4. 欧洲马克债券市场

欧洲马克债券指在德国境外发行的以马克为面额货币的债券。欧洲马克债券在欧洲债券总额中所占的比例不断提高，与其经济实力的增强、马克的日益坚挺密切相关。

除了欧洲美元债券、欧洲马克债券、欧洲日元债券之外，欧洲英镑债券、欧洲加拿大元债券也占有一定的比重。

5. 以多种货币为面值的欧洲债券

欧洲债券多数以美元、日元、马克、英镑等货币单独表示面值，但也有以多种货币共同表示面值的。这些年来，由于单一通货的汇率的经常变动，风险较大，用多种货币表示面值的欧洲债券呈增加趋势。多种货币表示面值的欧洲债券有以下两种：(1) 几种货币共同表示欧洲债券的面值。每一种货

币占有一定的比例，这种计价的好处对于欧洲债券的发行者和购买者来说，都是减少风险。比如说，一个英国投资者购买了用美元、日元、马克三种货币共同计价的欧洲债券。如果这三种货币对英镑都升值，投资者获利，若这三种货币对英镑都贬值，该投资者受损失。不过这两种情况都是少见的。常见的是，这三种货币中有的对英镑升值，有的对英镑贬值。升值和贬值可以互相抵消，避免了汇率变动的风险。（2）用欧洲货币单位和特别提款权这两种由多种货币加权平均所形成的记帐单位表示欧洲债券的面值。欧洲货币单位是欧共体创造的由欧共体 12 国货币加权平均组成的货币。特别提款权是国际货币基金组织创造的由美元、日元、马克、英镑、法郎这 5 种货币加权平均组成的记帐单位。这两种记帐单位都是被普遍接受的国际货币。由于这两种国际货币是多种货币的加权平均，各种货币汇率变动可以互相抵消，其价值也是稳定的，使发行者和投资者能减少或避免汇率变动风险。近几年，以多种货币表示面值的欧洲债券在逐年增加。

6. 欧洲债券的发行

欧洲债券的发行是在国际银行组织下进行的。这种国际银行叫主办银行，主办行邀请几个合作行组成发行管理集团，发行量过大时，要由几个主办银行联合进行。这种发行方式叫辛迪加集团发行。主办银行为发行债券做准备，规定一些条件，包销人的推销集团中某一个主办行专作付款代理人 and 财政代理人。所发行债券的大部分由发行管理集团所认购，有贷款（募集）能力的包销者将参加债券的发行。包销者是由世界各地的国际银行和大公司构成，数量在 30—300 家之内。发行集团和包销者共同保证借款者以确定债券价格募集资金。

推销集团的责任就是把债券卖给公众。公众也包括主办行、包销者和有销售基础的银行。主办行、包销者、推销者就是债券市场的参加者。这些参加者都要得到一定的佣金。

欧洲债券市场不受政府的管制，欧洲债券能比较容易地在 3 周内募集到资金。发行债券的程序是决定发行欧洲债券、宣布发行债券、上市日、结束日、推销集团支付债券。具体程序如下：

（1）主办者和借款者一起决定发行债券的条件（数额、期限、固定或浮动利息率、息票），在这个阶段主办行组建发行管理辛迪加，准备各种文件，最主要的文件是说明书，在这个阶段叫初步说明书。

（2）宣布日。主办行通过电传对债券的发行进行说明，并邀请银行参加包销和推销集团向可能包销者送初步说明书，在一两周之内，制定出发行债券的最终条件，辛迪加集团的借款者承担责任。

（3）上市日。发行最终说明书，债券公开上市，公众募集阶段大约是 2 周。

（4）结束日。认购结束，债券和现金交换，借款者实际卖出债券，取得现金。在各大报纸上登醒目的广告，公开宣传这次债券的发行成功，并列出主办银行和合办银行名单。

（5）债券交易结束日之后债券就可以上市交易，其实在结束日之前，债券交易就开始了。在上市日开始之前，在灰市上一部分债券已经卖出去了。这些提前卖出去的债券，在上市日阶段就开始再出卖了，有的以溢价方法出

卖，有的以折扣方式出卖。以折扣方式出卖并不意味着损失，因为在灰市上买债券者是主办行、包销行、推销行，他们获得很多的劳务费。

四、互换

互换是一种双方商定在一段时间内彼此相互交换现金的金融交易。这种交易的渊源是背对背的贷款。比如说，一家法国公司向一家美国公司贷出一笔为期 5 年的法郎贷款，利率 10%，而这家美国公司反过来又向这家法国公司贷出一笔等值的同样为期 5 年的美元贷款，利率 8%，通过这一过程，这两家公司就交换了本金和利息支付，这就等于法国公司按固定汇率以一定量的法郎换取一定量美元。从本质上来说，这是一种远期外汇交易。这种背对背的贷款在 70 年代很盛行。1981 年，出现了货币互换，接着又出现了利率互换及通货利率相混合的互换。

1. 互换的种类

(1) 货币互换。

货币互换是指以一种货币标价的债务或资产与以另一种货币标价的债务或资产的互换。

例如，一家法国公司想要借美元为国外投资融资，但它对法国以外的情况一点不了解；同样，一家美国公司在法国的子公司需要法郎，而又很容易进入美国债券市场。一个专门从事互换交易的银行从中把这双方联系起来安排美元与法郎的互换。根据互换协定，法国公司签订契约对美国公司偿还本金利息。这两个契约都规定如一方违约，另一方也可以不履行契约规定的义务。在这项互换交易中，汇率为 $\$ 1 = \text{FF}7.00$ ，法国法郎的利率为 10%，美元的利率为 8%，期限为 5 年，法国公司贷给美国公司 140 万法郎，美国公司贷给法国公司 20 万美元。每年美国公司都要向法国公司支付 14 万法郎利息，法国公司要向美国公司支付 1.6 万美元利息。5 年以后，140 万法郎和 20 万美元再互相交换回来。

可以把货币互换看作一笔带有每年利息支付的远期外汇交易合同。上面的互换协议就是一笔总括的带有每年利息支付的为期 5 年的远期外汇合同。第一年后法国公司向美国公司支付 1.6 万美元利息，美国公司向法国公司支付 14 万法郎利息，隐蔽的远期汇率是 $\$ 1 = \text{FF}8.75 (14/1.6)$ 。在第 5 年，法国公司向美国公司支付本金加利息共 21.6 万美元，美国公司向法国公司支付本金加利息共 154 万法郎，隐蔽的远期汇率是 $\$ 1 = \text{FF}7.13 (154/21.6)$ 。各公司和金融团体常常通过货币互换来管理长期通货风险的发生。例如，一个公司当前负有用通货 A 计价的长期债务，而且担心通货 A 升值，该公司就可以通过货币互换把用通货 A 计价的债务换成用通货 B 计价的债务，以此种方法来减少风险。

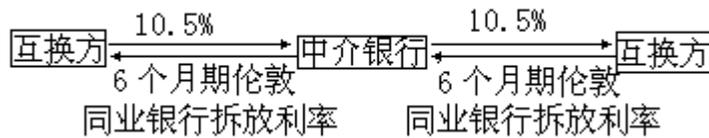
(2) 利率互换。

利率互换是指用固定利率债务或资产与浮动利率债务或资产的交换（或浮动利率与固定利率的交换），从期初到期末都没有实际本金交换，仅仅是根据事先的规定并以名义本金为基础进行不同的利息率的交换。

利率互换有三种形式：

A. 利息率互换。一方支付一笔固定利率利息，同时收到对方支付的一笔浮动利率利息。两笔支付额都是同一种货币；当然，另一方也相应收到一笔固定利率利息，支付浮动利率利息；不交换本金的现金流量。例如，一方同

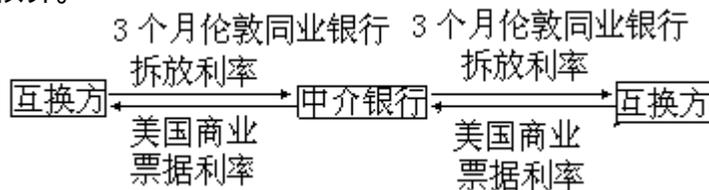
意支付名义本金为 100 万美元，固定利率为 10.5%，期限为 5 年的利息，通过交换，该方收到本金相同、利率为伦敦同业银行拆借利率，期限为 6 个月的利息支付金额。



同业银行拆放利率 同业银行拆放利率

本金：100 万美元；期限：5 年；利息支付时间：固定利率和浮动利率平均半年付息一次。

B. 基础利率互换。交换利息支付额以两种不同的浮动利率指数进行核算。比如，3 个月期的美元伦敦银行同业拆放利率对美国商业票据混和利率进行核算。



本金：100 万美元；期限：5 年；利息支付：每 3 个月支付一次。

C. 交叉货币利息率互换。指以不同货币、并按不同利率，比如浮动利率、固定利率进行支付的互换。一些交易者把这种安排当作单一的交易来进行，而另一些交易者则把交叉货币与利率组成区别开来。在通常情况下，这种互换就是把非美元固定利率支付换成美元浮动利率支付，比如说，一个公司用它的期限为 5 年、固定利率为 10% 的 140 万法郎的负债与另一个公司的为期 5 年、浮动利率为 6 个月期的伦敦同业银行拆借利率再加 0.25% 的 20 万美元负债互换。这种互换可以看成美元与法郎货币互换与利率互换相结合。

2. 互换市场参与者的动机

互换市场有两种参与者：最终用户和中介银行。最终用户出于经济与财务方面的目的参与互换，以避免利率和汇率变动的风险。中介银行从事互换活动，是为了获取手续费或交易利润。

(1) 最终用户的目的。

今天的互换市场已包含了各种各样的最终用户，世界范围内的银行和公司、储蓄机构和保险机构、政府代理机构、国际金融机构都积极参与了互换活动，具体地说，最终用户参与互换有以下几个原因：

A. 降低融资成本。互换是一种新的融资工具，任何一个想以比较优惠的条件进行债券融资的借款者都可以用互换来筹集便宜的资金，假如一个国际金融机构的贷款者能按比较优惠的固定的利率随时能在美元市场筹集到资金，但他现在不想筹集美元资金，而想筹集瑞士法郎资金，因为借瑞士法郎支付的利息率较低。另一方面，一个美国公司可能很容易地借到瑞士法郎，但它所急需的不是瑞士法郎而是美元。在这种情况下，这家国际金融机构和这些美国公司就可以签订一个互换协议，前者借美元，后者借瑞士法郎，然后互换。通过互换双方都用比较低的成本借到了自己所需要的资金。如果没

有互换，国际金融机构将要花费较高的成本借到瑞士法郎，美国公司也要花费较高的成本借到美元。

B. 避免利率变动的风险，对资产和负债进行保值。例如，一个法国公司在1年以前以9.5%的利率借100万美元，长期美元利率开始下降，这家法国公司已经发现了这种情况，而且确信美元借款利息还将继续下降。为了得到美元利率下降的好处，这家法国公司决定参与美元利率互换活动。它以名义本金为100万美元的基础上，以固定9%的美元利率，换取6个月期的伦敦同业银行存放利率的浮动利率。通过利率互换，这家公司支付浮动利率，而浮动利率呈下降趋势，这家公司的利率成本下降。否则，随着美元长期利率的下降，这家法国公司的利息成本将会不断提高。

C. 获取高收益率。设一个机构投资者例如保险公司，拥有信用良好的浮动利率资产，但该公司希望换成固定利率资产以获得较高的收益率。为达此目的，它不必买卖资产承受价格风险和信用风险，而只要通过利率互换，用浮动利率换取固定利率就可以获取高收益率。

D. 对汇率变动产生的长期负债风险进行管理。一家公司在两年前借了一定数量的瑞士法郎，现在瑞士法郎不断升值，这家公司的债务越来越重，为了避免债务增值，这家公司可以用瑞士法郎换美元，把瑞士法郎负债变成美元负债，美元汇率不断下跌，债务负担减轻。

(2) 中介银行的动机。

在早期互换市场上，大多数中介机构仅仅把互换双方集中起来并安排互换，有时它们也为信用较差的一方安排信用或以其他形式来提高信用。互换市场规模扩大，给大的商业银行和投资银行创造了以缔结两个冲消互换充当中介人作用的机会。

在互换市场上，最大的中介人是美国大银行，英美大投资银行和商业银行，还有日本大证券公司，加拿大、法国、日本、瑞士和英国的商业银行也十分活跃，这些机构承办互换业务，以求获得手续费收入和从交易机会中盈利。对商业银行和投资银行来说，互换既是便利其他业务发展的一个品种，比如，包销欧洲债券，又是资产负债者盈利的富有吸引力的一个来源。

五、其他问题

1. 债券的发行技术

国内债券都由国内银行团包销。但是，荷兰、英国、加拿大和瑞士政府债券是通过投标制度出售的，在这一制度下由银行出价。在英国，一旦发行的证券挂牌，英格兰银行直接通过经纪人卖出一部分金边债券（英国政府出售的债券，安全可靠，利率优厚），英格兰银行还把信誉好的与新发行的具有同样特点的金边债券一并出售一部分。这种金边债券叫做现成债券，当其市场价格达到一定水平时，英格兰银行按照既定的价格自动销售，投资人有需求时就可以获得债券，就像水龙头流出水一样容易。英格兰银行这样做的主要目的，就是要避免不同的证券之间因过分增值而引起债券市场供求状况的混乱。

欧洲债券的发行是通过国际银行团进行的，不过，大的团体投资者在公开发行日的前几天就可以直接买到新的债券。

在欧洲债券市场上，经纪人要把订单送到交易大厅。在美国，只有少量债券，主要是外国美元债券在纽约证券交易所挂牌发行，而多数债券是柜台市场上发行的。这种市场是在证券交易所以外进行证券交易的广泛市场，事实上，美国今日的证券交易已经很少在柜台前直接进行交易，大多数通过电讯设备联系而完成交易，故又称为电话交易市场。就交易方式而言，柜台对于证券价格的决定是采取私人议价的方式，其投资者可以直接向证券公司议价买卖。就组织形态而言，柜台市场是一个组织分散的市场，没有集中进行的交易所，一切买卖都是散在各地的证券公司的经营柜台进行的。就交易的对象而言，主要是未在证券交易所上市的股票、公司债券和政府债券。就市场功能而言，基本上与交易所相同，但其交易的方式比交易所单纯，且手续简便。瑞士、英国、德国、荷兰发行债券既在证券交易所又在柜台市场上进行。

在经纪人市场，债券的买者和卖者支付同样价格，但必须对经纪人支付佣金。在美国，债券价格不把佣金包括在内，但是在所有的标价上，买卖价有价差。

虽然欧洲债券市场也没有具体交易地点，但大多数债券都在卢森堡的股票交易所上市，少数交易通过证券交易所。欧洲债券交易商创造了一个国际债券交易商协会。这是一个经营欧洲债券发行的机构。这个组织在世界很多国家都有分支机构，90年代中，在英国有219个，瑞士有141个，美国有48个，远东有33个，德国和奥地利有57个，荷兰有47个，西班牙有52个。英国和瑞士的地位最为突出。

债券的定价是根据市场价格和应付利息制定的。应付利息是指付息债券在流通市场进行买卖，当交割日在两次付息之间，应由买方付给卖方已生息部分的金额。这就是说价格与应付利息是分开的，买者既支付市场价格又支付应付利息，去掉应付利息之后的市场价格，便于把各种债券互相比较。但是这种标价方法并不普遍。可转换债券、指数化的债券、浮动利息债券的标价都把利息包括在其中，甚至一些直接债券也把利息包括在价格之中，这类债券期限为5年者都没有把债券利息与价格分开。在债券除息日当天或以后买的债券得不到本期利息，这时，债券的价格下降。

除息日指由于股票或债券的交割系在除权之后，本期的红利或利息将由卖方收取，买价为市场价格减去股利或利息金额。不附红利日或除息日就是指当债券交易时，去掉下一个利息支付的日子。正常不付红利日为每次付息日前的 37 日加上或减去几天周末或节日，在这 37 天之内的人购买债券不会得到利息，利息属于以前债券持有者。

各国在应付利息的计算上也是不同的。在美国，直接债券既不能转换成优先股票或普通的债券，通常半年支付一次利息，在 1 年 360 天之内，以每月 30 天为标准，计算应付利息的月天数。这就是说基本时间单位是月，不管一个月是 30 天、28 天、31 天，都算作 30 天，投资者握有债券达 1 个月就获得每年利息的 $1/12$ ($30/360$)，或者说，半年利息的 $1/6$ 。德国、瑞士、荷兰也都应用这种方法计算实际利息。相反，英国、加拿大和日本则把一年 365 天中的实际天数作为计算应付利息的基本时间单位。所以投资者得到的实际利息与他握有债券的实际天数成比例。欧洲直接债券不管是用哪一种通货计价，支付应付利息按美国惯例办。所以，日元和英镑欧洲债券以每月 30 天，按日支付利息。另一方面，欧洲浮动利率 1 年中的实际天数作计算应付利息的天数，短期存款也是如此。这是因为浮动利率欧洲债券相对短期利率指数化，直接债券则每年支付利息，浮动利率欧洲债券是按季度或半年支付利息。下表指出了主要债券市场上利息的特点。

主要直接债券市场利息的特点

特点	美国	加拿大	日本
支付利息的通常频度	半年	半年	半年
天数(月/年)	30/360 天数	实际/365	实际天数/365
特点	澳大利亚	英国	瑞士
支付利息的通常频度	半年	半年	半年
天数(月/年)	实际天数/365	实际天数/365	30/360
特点	德国	荷兰	法国
支付利息的通常频度	1 年	1 年	1 年
天数(月/年)	30/360	30/360	实际天数/365
特点	欧洲债券		浮动利率债券
支付利息的通常频度	1 年		1 季度或半年
天数(月/年)	30/360		实际天数/360

2. 法律问题

债券可以采取无记名和登记注册两种形式发行。在欧洲债券市场上，或者是在一些欧洲国家债券市场上，债券的持有人就是债券的法定所有者。在美国和其他一些国家，债券的所有者必须在债券的发行机构登记注册。债券登记对于转变利息支付和分期付款比较方便。在债券以无记名方式发行的市场上，利息每年支付一次，这会降低利息支付的成本。无论是用何种通货计价的欧洲债券都是用这种方式支付利息。无记名债券确保了债券的所有权，这一点对一些投资者来说是很重要的。

在很多国家，投资者购买外国债券要登记注册，登记注册的目的就在于

对外汇进行管制或者是保护本国投资者。美国的证券法是为了保护美国自己的投资者，这项法令要求公开发行的证券必须在美国证券管理委员会登记，不在美国证券交易所登记的证券在发行时不能向美国公民出卖。发行证券和登记制度使发行证券的有关信息普遍公开。在外国市场发行的债券和欧洲债券都不需要满足这一规定，但是外国人在美国债券市场上用美元发行的扬基债券要按这一要求办，必须登记注册。没有登记的所有其他债券在发行时，美国公民都不能购买。只有等待这些债券在次级市场交易超过 90 天后，美国公民才能购买。在次级市场上交易超过 90 天后的债券被称为成熟债券。美国银行只有在确认美国投资者不能够买欧洲债券时，才能参加欧洲债券发行的银行团。不过，实际上由于欧洲债券发行是不记名的，美国银行很难知道美国投资者购买还是没有购买欧洲债券。

3. 税收政策问题

各国政府的税收政策对证券影响很大。在很多国家都对该国的借款者所支付的利息课征扣缴税。这可能使外国投资者被课税两次：第一次是在借款者所在国被课征扣缴税；第二次是在投资者所在国被课征所得税。一些西方国家互相签订税收公约，以求避免双重税收。但是这是一个时间很长、成本过高的过程。避免双重税收是欧洲债券市场发展起来的一个重要原因。自从 1986 年以来，一些国家为了扩大外国的债券投资，开始取消了扣缴税，借款的门路多了，不必通过在不征收扣缴税的国家设立子公司的办法筹资。1984 年以后法国也取消了对发行外国债券征收的扣缴税。

扣缴税的取消促进了欧洲债券市场和国内市场的结合，但并没削弱欧洲债券市场。从 1984 年以来，欧洲债券市场发展得更快。

第七章 国际期权市场

虽然说国际金融是随国际贸易的产生、发展而产生与发展起来的，并对国际贸易的正常运行和不断发展产生了积极的促进作用，但是后来在国际金融的发展过程中，依据其自身的发展规律，形成了脱离于国际贸易发展过程的一些新的情况和新的特点。国际期权市场就是国际金融创新的一个很显著的方面。

一、概况

期权交易的历史很短。1978年，荷兰的欧洲期权交易所最先进行期权合约的买卖。1982年，加拿大蒙特利尔交易所也开始从事期权交易，美国的费城交易所进行了第一批英镑期权和马克期权交易，芝加哥期货交易所引进了美国国库券期货期权。80年代中后期，期权交易在主要国际金融中心盛行起来了。

期权交易又称期货选择权，简称期权，是指在约定的期限之内，按事先商定的价格，购买或卖出数量标准化的商品或金融工具的权利。期权交易把“权利”作为可以自由买卖的商品，通过买卖合同进行。对期权合约的购买方来说，支付一定的期权费，就拥有在一定的时间内以一定价格出售或购买数量标准化的商品或金融工具的权利，而不必承担买进或卖出的义务。在美国，期权的购买方可在到期前的任何时候行使或放弃这种权利；在欧洲，则必须在到期日行使或放弃这种权利。他们最大的损失只是购买期权所花的费用。对于期权的卖方来说，由于收取了期权费，则要承担到期和到期前由买方行使权利时所要尽的责任或义务。

期权合约是期权交易双方确定交易关系的正式法律文件，也是已经标准化了的契约。期权合约的主要内容包括买方、卖方、商定价格、通知日和到期日，期权交易中的唯一变量是期权费或叫期权价格。

期权交易的买方在支付期权费后，获得在未来买卖某种商品或金融工具的权利，买方不承担任何义务和责任。买进期权的好处是：风险有限而且可预测；亏损有限：最大的损失是支付的期权费；利润无限。

期权交易的卖方通过卖出期权合约而赚取期权费，并在买方要求行使权利的时候负有履约义务。在期权交易中，买方不需要开设保证金帐户，而卖方必须存入一笔保证金。以表明其具有履约的能力。

商定价格是看涨期权购买者依据合同规定买进相关期权合约，或看跌期权的购买者依据合约规定卖出相关期权合同的价格，也叫履约价格。

期权费也叫期权价格，或保险费。它是期权买方为获得买卖商品或金融工具的权利而支付的费用。一般情况下，新签定的期权合约的期权费大约为交易的商品或金融工具的价值10%左右。期权费不是一成不变的，而是根据交易的商品和金融资产的价格变化而变化。

通知日是期权买方在决定履行期权合约所规定的某种商品或金融工具的买卖时间，应在合约规定的到期之前预先通知卖方，以便卖方有充足的时间做好履约准备。

到期日是期权合同的最终有效日期，超过这一天，期权合约自动作废，在此之前已经通知的，应在这一天交割。

期权交易的种类很多，有农产品（包括糖、咖啡、可可、棉花、玉米、大豆、小麦等）期权。贵金属（包括黄金、白银、铜等）期权，有金融工具（包括通货、利息率、股票价格指数等）期权和期货权等等。但从交易形式来看可分为看涨期权和看跌期权两种。

看涨期权又称买入期权，它赋予期权的买者以权利，在期权的有效期内，无论市场价格升高多少，都有权以原商定价格（低价）购买某种商品或金融工具。当人们预料某种商品或金融工具的价格趋于上升时，就会购买看涨期权。看涨期权的卖者收到期权费以后，不管市场价格比商定价格高出多少，

都要时刻准备承担按商定价格（低价）出卖商品或金融工具的义务或责任。

看跌期权又称卖出期权，它赋予期权的卖者以权利，在期权的有效期内，无论市场价格降低多少，都有权以原来商定价格（高价）出卖某种商品或金融工具。当人们预料某种商品或金融工具的价格趋于下跌时，便愿意购买看跌期权。看跌期权的卖者收取期权费以后，不管市场价格低到什么程度，只要期权的买者要求行使权利，就得以原商定价格（高价）买入某种商品或金融工具。

期权费是期权买方向卖方支付的为获取买卖某种商品或金融工具权利的价格。期权费由两部分构成，即内涵价值和时间价值。这两种价值是决定期权费用高低的主要因素。

内涵价值是买方履行期权合约时可获得的总利润，它的大小是由有关期货合约市场流行价格、商定价格及其期权费的大小决定的。就看涨期权而言，当有关期权市场价格高于商定价格加上期权费之和时，具有内涵价值；就看跌期权而言，当有关期权市场价格低于商定价格减期权费之差时，不具有内涵价值。具有内涵价值期权的买方，在履约后，能获利，所以又称为溢价期权。没有内涵价值，买方可能在日后放弃权利而遭受损失的期权叫亏价期权。

例如，棉花的看涨期权合约商定价格为每蒲式耳 5 美元，期权费为 0.25 美元，若市场价格为 5.5 美元，期权的买者可能履行权利，每蒲式耳棉花可赚 0.25 美元。这个例子说明，看涨期权的市场价格高于商定价格加期权费之和时，该期权价格为溢价。在其他条件不变的情况下，棉花期权合同的市价为 4.5 美元，期权的买者可能放弃权利。当看涨期权的市场价格低于商定价格加期权费之和时，该期权价格为亏价。

棉花的看跌期权合同的商定价格为每蒲式耳 5 美元，期权费为 0.1 美元。若市场价格为 4.5 美元，买方可能行使权利，以商定价格卖出，每蒲式耳赚 0.4 美元。当看跌期权的市场价格低于商定价格减去期权费之差时，为溢价；反之，若市场价格为 5.5 美元，买方可放弃出卖的权利。当看跌期权的市场价格高于商定价格，该期权价格为亏价。

若看涨期权市场价格等于商定价格加期权费之和，看跌期权的市场价格等于商定价格减期权费之差，称为平价，期权没有内涵价值。

溢价期权有内涵价值，内涵价值大，期权的价格即期权费要高，内涵价值小，期权费要低。

时间价值是构成期权费的另一个组成部分。时间价值是指当期权买方希望随着时间的延长，相关期权合同的价格的变动可能使期权增值时，乐意为购买这一期权而付出期权费。一般来讲，期权有效日越长，其时间价值也就越大，因为对买方而言，期权有效期越长，其获利的可能性越大，因而期权费要高。对于卖方而言，期权有效期越长，担的风险越大，因此要价也就高，期权费就高。

此外，期权费的高低与下列两种因素也有关：

（1）商定价格。商品或金融工具的商定价格反映了人们对商品或金融工具的未来价格的预期。对看涨期权而言，期权费和商定价格成反比，商定价格越高，期权费越低。期权的买方花钱买期权，指望期权价格上涨。商定价格定得过高，未来的市场价格高于商定价格的可能性较小，或者说高出的幅度较小，买方获利机会小，因此不愿花高价买期权，期权费低。反之，商定价格低，买方获利的机会大，愿花高价买期权，期权费高。

就看跌期权而言，期权费和商定价格成正比。商定价格高，期权费高，商定价格低，期权费低。因为期权的买方花钱买期权，希望期权合同的未来市场价格下跌，以商定的高价出卖期权。商定价格越高，市场价格下降的可能性越大，获利的机会越大，买方愿意花高价买期权，期权费高。反之，商定价格低，价格下降的可能性小，获利的机会小，所以，买方不愿意花高价买期权，期权费低。

(2) 交易的商品或金融工具的价格是否易于变动。期权费是期权买者投机或保值而付出的成本。交易商品或金融工具的价格易于变动是从事投机或保值的条件。就看涨期权而言，市场价格上涨的可能性或上涨的幅度较大，就愿意花高价买期权，期权费高。反之，市场价格上涨的可能性小或上涨的幅度小，买方就不愿花高价买期权，期权费低。就看跌期权而言，市场价格下降的可能性越大，下降的幅度越大，期权的买者就愿花高价，期权费高；反之，市场价格下降的可能性小，下降的幅度小，期权的买者就不愿花高价，期权费低。

二、通货期权

通货期权是买卖双方按先商定的汇率和期限买卖数量标准化的通货的权利，并签订相应的合同。

看涨通货期权的买者，交付一定数量的期权费，即获得在有效期内按商定汇率买入数量标准化的某种通货的权利，卖者收取了期权费就必须承担满足买者要求随时按约定的汇率卖出数量标准化的某种通货的义务。

看跌通货期权的买者交付一定数量的期权费，即获得在有效期内按商定汇率卖出数量标准化的某种通货的权利，卖出者收取期权费就必须承担满足买者要求随时按约定的汇率买入数量标准化的某种通货的义务。

在通货期权交易中，当看涨期权的即期汇率与商定汇率加期权费之和相等，或看跌期权的即期汇率与商定汇率减期权费之差相等时为平价；当看涨期权的即期汇率高于商定汇率加期权费之和，或看跌期权的即期汇率低于商定汇率减期权费之差为溢价；当看涨期权的即期汇率低于商定汇率加期权费之和，或看跌期权的即期汇率高于商定汇率减期权费之差为亏价。

期权持有者只有在即期汇率处于溢价时，才会行使权利，获得收益。否则，将不行使权利，使合约过期。当通货市场即期汇率提高时，看涨期权价值提高，移向或进入溢价的范围。在同样的情况下，看跌期权的价值下降。移向或进入亏损的范围。

就风险而言，期权交易和其他交易相比，市场风险在期权买卖双方之间的分配不是均等的。如果期权逐渐地移向溢价，则期权持有者可能获得无限的利润，但是若期权到期时处于亏价，则他的损失仅限于支付的期权费。反过来，期权的出售者的收入仅限于所得期权费，而期权如果逐渐地移向溢价，他要承担越来越大的风险。

例 1 看涨通货期权的购买

美国某一进口商在 4 月份与英国商人签定一项进口合同，总值为 312500 英镑，结汇时间为 7 月份。4 月份的即期汇率是 $\text{£} 1 = \$ 1.5250$ ，90 天远期英镑汇率是 $\text{£} 1 = \$ 1.5348$ ，7 月份到期英镑的商定价格为 $\$ 1.5$ ，期权费为 $\$ 0.02$ 。为了回避英镑汇率万一上升的风险，该进口商买 10 笔英镑看涨期权，每笔为 31250 英镑，总值 312500 英镑。

该进口商支付期权费为：

$$\$ 0.02 \times 312500 = \$ 6250$$

该进口商买英镑的最高汇率为：

商定汇率 $\$ 1.5000$

十期权费 $\$ 0.0200$

英镑汇率可能发生两种变化，该进口商则要采取不同处理办法应付相应的汇率变化。

(1) 在结汇时，英镑汇率跌为 $\text{£} 1 = \$ 1.4200$ ，该进口商放弃期权，直接在外汇市场购买英镑。该进口商的损失为期权费总额共计 6250 美元。

若该进口商不购买看涨英镑期权，而按远期汇率购买远期英镑，其损失为：

$$(\$ 1.5348 - \$ 1.4200) \times 312500 = 35875 \text{ (美元)}$$

可见，购买英镑看涨期权所遭受的损失比购买远期英镑所遭受的损失要小得多。

(2) 在结汇时, 英镑的汇率升为 £ 1 = \$ 1.6200, 该进口商就要行使购买的权利, 即以商定汇率 £ 1 = \$ 1.5 购买英镑, 按购买 10 笔的期权合同, 该进口商的净盈利为:

$$[1.6200 - (1.5000 + 0.0200)] \times 312500 = \$ 31250$$

若该进口商不购买看涨英镑期权而购买远期英镑, 盈利为:

$(1.6200 - 1.5348) \times 312500 = 26625$ (美元) 可见购买英镑期权获利比购买远期英镑获利大。但在实际上, 并非永远都是如此。为了期权、期货和远期交易, 给买卖外汇者提供几种不同方式, 便于互相比较, 择其最佳。

例 2 看涨通货期权的出卖

在 4 月份美国某投资者在银行有 500000 加拿大元存款, 7 月份到期, 他认定加拿大元汇率下跌, 为了避免损失决定卖出 10 笔看涨期权, 每笔为 50000 加拿大元, 商定汇率为 1 加拿大元 = 0.7850 美元, 1 加拿大元的期权费为 0.012 美元, 到期日为 7 月份。

该投资者收取的总期权费为:

$$0.012 \times 500000 = 6000 \text{ (美元)}$$

该投资者出卖加拿大元的最高汇率为:

商定汇率	0.7850	
+ 期权费	0.0120	
最高汇率	0.7970	(美元)

(1) 到期时市场即期汇率为 1 加元 = 0.7250 美元, 看涨期权的购买者将放弃购买权, 直接到现汇市场以 0.7250 美元的汇率购买加拿大元。该投资者收取了 6000 美元的期权费, 他可以按 0.7250 美元的价格在现汇市场上卖掉 500000 加拿大元, 也可以继续存加拿大元。总之, 在这种情况下, 看涨期权的卖者获利弥补了一些由于加拿大元汇率下跌所造成的损失。

(2) 到期时的市场即期汇率为 0.8200 美元, 高于商定汇率与期权费之和, 看涨期权的买方要执行期权, 卖者只能无条件地以 0.7850 美元的价格卖掉 500000 加拿大元, 而不能以 0.8200 美元的高汇率出卖。他们净损失为:

$$[0.8200 - (0.7850 + 0.0120)] \times 500000 = 11500 \text{ (美元)}$$

例 3 看跌通货期权的购买

美国某出口商 4 月份与瑞士商人签定出口合同, 总值为 625000 瑞士法郎。7 月份结汇, 他担心在此期间瑞士法郎汇率下跌, 他决定买 10 笔瑞士法郎看跌期权, 每笔 62500 瑞士法郎, 每瑞士法郎的期权费为 0.002 美元。商定汇率 SF1 = \$ 0.67。

该出口商支付期权费总额为:

$$0.002 \times 625000 = 1250 \text{ (美元)}$$

该出口商出卖瑞士法郎的最低价格为:

商定汇率	0.67	
- 期权费	0.002	
最低汇率	0.668	(美元)

(1) 结汇时瑞士法郎汇率为 SF1 = \$ 0.7, 该出口商放弃执行看跌期权的购买, 在外汇市场上以 SF1 = \$ 0.7 汇率出卖 625000 瑞士法郎。他们最大的损失是 1250 美元的期权费。而通过出卖现汇赚得 $(0.7 - 0.67) \times 625000 = 18750$ 美元, 扣掉期权费净赚 $[0.7 - (0.67 + 0.002)] \times 625000 = 17500$

美元。

(2) 结汇时瑞士法郎的汇率为 $SF1 = \$ 0.628$ ，该出口商执行看跌期权，以商定汇率 $SF1 = \$ 0.67$ 卖出 625000 瑞士法郎，该出口商盈利：

$$[0.67 - (0.002 + 0.628)] \times 625000 = 25000 \text{ (美元)}$$

例 4 看跌通货期权的出卖

美国某进口商在 4 月份与法国出口商签定进口价值为 250000 法国法郎的货物，7 月份结汇。为了防止法国法郎汇率上升，他决定卖出 10 笔法国法郎看跌期权，每笔为 25000 法郎。商定汇率为 $FF1 = \$ 0.1825$ ，期权费为：1 法国法郎 = 0.0025 美元。

该进口商收取的期权费共为：

$$0.0025 \times 2500000 = 6250 \text{ (美元)}$$

该进口商买法国法郎的最低汇率为：

商定汇率 0.1825 美元

– 期权费 0.0025 美元

最低汇率 0.1800(美元)

(1) 到期时，市场上的法国法郎的即期汇率为 $FF1 = \$ 0.1880$ ，看跌期权的买者放弃期权，以 $FF1 = \$ 0.1880$ 美元的高价在市场上出卖法国法郎，看跌期权的卖者收取的期权费 (6250 美元) 是他的最大盈利。

(2) 到期时，市场的法国法郎的即期汇率降为 $FF1 = \$ 0.1750$ 美元，看跌期权的买者执行期权，以 $FF1 = \$ 0.1825$ 美元的高价出卖 2500000 法郎，这时看跌期权的卖者不能以 1 法国法郎 = 0.1750 美元的低价买 2500000 法国法郎，只能以 0.1825 美元的高价购买。他们的净损失为：

$$[0.1825 - (0.0025 + 0.1750)] \times 2500000 = 12500 \text{ (美元)}$$

三、利息率期权

利息率期权是买卖双方在期权交易所内，买卖数量标准化的短期存款、短期债券、长期债券等金融工具的权利，其价格是以利息率为标准确定的。

同利息率期货交易一样，利息率期权交易也是繁忙、活跃的金融工具。利息率期权交易，从交易方式看可分为两种：一种是以短期存款、短期债券为工具的利息率期权，这种期权叫做利息率期货期权；另一种是以长期债券为工具的利息率期权，又叫做封顶期权和保底期权。

1. 利息率期货期权

利息率期货期权交易和利息率期货交易密切相关，而又有区别。利息率期货，是以利息率为价格买卖数量标准化的短期存款、短期债券的合同。买卖双方各有权利和义务，买者有付款的义务，取得金融工具的权利，卖者承担付货的义务，有收款的权利。而利息率期货期权交易，对买卖双方来说，权利和义务不是对称的，买方交期权费取得决定是否买与不买的权利，卖方取得期权费必须承担在有效期内应买者之要求，随时卖出之义务。

但利息率期货期权与利息率期货密切相关，主要在于商定价格和期权费这两个方面。

短期利息率期货的定价方式是从 100 向下折扣 期货价格 = 100—商定金融工具的利息率。比如说，在报纸上公布的某种金融工具的价格为 91.28，那么，该种金融工具的利息率为 $100 - 91.28 = 8.72$ ，实际上是 8.72%。利息率期货期权的商定价格也同样是这种方式标出来的，比如说，某种短期存款的利息率期货期权价格为 90.46，那么，该项存款的期货期权的商定价格为 $100 - 90.46 = 9.54$ ，也就是 9.54%。

利息率期货期权的期权费的表示方法与商定价格的表示方法一样，若公布的利息率期货期权的期权费为 0.54，就是 0.54%，若购买一笔 3 个月欧洲美元存款的利息率期货期权的总值为 1000000 美元，所花的总期权费为：

$$1000000 \times 0.54\% \times \frac{90}{360} = 1350 \text{ (美元)}$$

由于利息率期货期权的特殊计价方式，期权价格的涨跌和利息率的升降正好是反比。设短期存款利率现在为 6%，利率期权价格为 $100 - 6 = 94$ ；若 3 个月后，利息率上升为 7%，期权价格则下降为 $100 - 7 = 93$ ；若 3 个月后利息率下降为 5%，期权价格则上升为 $100 - 5 = 95$ 。

利息对于存款者来说是存款的收益，存款者总希望利息提高，担心利息率下跌。利率提高，利息增加；利率下跌，利息减少。若某美国人在 3 个月后将收到 1000000 美元，他打算把这笔美元存入银行作为 3 个月短期存款，但他预测到 3 个月后银行存款利率要下降，为了避免损失，根据利息率和利息率期货期权的关系，利息率期货期权的价格要提高，他就得现在购买看涨利息率期货期权。

利息是借款者的成本，利息率越高，借款者的成本越高。某企业根据经营方面的需要，3 个月后，要借入 1000000 美元，他预料 3 个月后利息率要提高，为了避免损失，企业可以现在购买看跌利息率期货期权。

在看涨通货期权中，平价为市场即期汇率 = 商定汇率 + 期权费，这时期

权的买者盈亏相当；在看跌通货期权中，平价为市场即期汇率 = 商定汇率 - 期权费，这时期权的买者盈亏相当。

利率期货期权的平价利率的计算方法与通货期权的平价利率的计算方法相类似。看涨利率期货期权的平价利率 = 商定价格 + 期权费，比如说，有效期权在 9 月份的看涨利率期货期权的商定价格为 92.5，期权费为 0.26，平价为 $92.5 + 0.26 = 92.76$ ，这意味着商定利率为 7.5%（即： $100 - 92.5$ ），期权费为 0.26%。市场的平价利率 = $100 - (\text{商定价格} + \text{期权费})$ 即 $100 - (92.5 + 0.26) = 7.24$ （即 7.24%），换句话说，市场平价利率 = 商定利率 - 期权费，即 $7.5\% - 0.26\% = 7.24\%$ 。

如果在有效期内看涨利率期货期权的市场价格等于平价（92.76），这就意味着市场利率等于平价利率（7.24%），低于商定利率（7.5%），这时看涨期权的购买者处于均衡状态，得失相当。若看涨利率期货期权的市场价格高于平价（92.76），这意味着市场利率低于平价利率（7.24%），看涨利率期权的买者获利；若看涨利率期货期权的价格低于平价（92.76），这意味着市场利率高于平价利率（7.24%），看涨利率期货期权的买者受损。

2. 封顶期权和保底期权

以短期债务工具为基础的利率期货期权是在期权交易所内进行交易。近些年来西方金融市场上又出现了封顶期权和保底期权这两种与一般利率期货期权有别的特殊利率期权。封顶期权通过固定一个最高的利率来防范利率升高的风险；保底期权通过固定一个最低利率来防范利率降低的风险。

封顶期权和保底期权不在期权交易所内进行交易，而是在柜台进行交易。这两种期权所涉及的借贷工具的金额较大，一般来说是银行与大公司所进行的交易，不是小投资者所能从事的。

封顶期权和保底期权所依附的债务工具的期限较长，从 1 年到 10 年，甚至更长的时间。这样两种期权可以根据支付利息的次数之间的间隔分成几个结算期限。

购买这两种期权所支付的期权费通常采取一次性全部付清方式，但也有采用每年有规则支付的方式。

参照的利率主要是伦敦同业银行拆放利率、定期存单利率、商业票据利率等。

（1）封顶期权。也叫帽子期权，是在银行同业市场上进行交易的利率期权，它通过在未来特定时间内，给带有可变动利率或浮动利率的债务工具确定最高额，以确定其利息成本的上限。如果参照市场利率升高到商定利率之上，则封顶期权的卖者把差额付给买者，在达成交易时买者对卖者支付一定数量的期权费。

对封顶利率期权的买者来说，他支付了一定的期权费，不管市场利率上升多高，他都能以商定利率支付借款利息，把利率锁在商定利率加期权费之和的水平上，消除了利率上涨、借款成本加重的后顾之忧。对封顶利率期权的卖者来说，只要市场利率不升到商定利率加期权费之和以上，他就有收益可获，但当市场利率超过商定利率加期权费之和的水平之上，他就亏了，而且市场利率越高，他亏得越多。

例 1 购买封顶利息率期权

某公司 1 年以前从某家银行取得 20000000 美元的贷款，期限为 3 年。这是一笔可变利率贷款，以 6 个月伦敦同业银行拆放利率为基准利率。这笔贷款是 1 年之前借入，到今年残留期限仅 2 年了。该公司决定购买一笔期限为 2 年、数额为 20000000 美元的封顶期权，商定利率为 7%，参照利率为 6 个月伦敦同业银行拆放利率，期权费 1.4%。第一次结算在 6 个月后进行，第二次结算在 12 个月后进行，第三次在 18 个月后进行。因为该项借款残留期限仅剩 2 年，由于对头 6 个月的现行利率已经知道，所以，防止利率变动的期限仅 18 个月，分 3 次结算。

该项封顶期权费的支付方式为一次性全部付清，期权费总额为：

$$20000000 \times 1.4\% = 280000 \text{ (美元)}$$

对这项借款来说，封顶期权的有效期限为 18 个月，一年为 12 个月，年期权费率应为：

$$1.4\% \times \frac{12(1\text{年}12\text{个月})}{18(\text{期限为}18\text{个月})} = 0.9\%$$

购买封顶利率期权所应支付的最高利率等于商定利率加年期权费率，即 $7\% + 0.9\% = 7.9\%$ ，只要参照利息率（伦敦同业银行拆放利率）高于 7.9%，期权的买者就有利可图。低于 7.9% 就无利可图，而受损失。

这笔借款在三次结算中利率演变如下：

A. 6 个月后（第一次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率 9%，高于 7%，封顶期权的卖者对买者支付金额为 $(9\% - 7\%) \times 180/360 \times 20000000 = 200000$ （美元）。尽管该公司按 9% 的利率支付 6 个月借款，但其中 2% 的利率是期权的卖者支付的，该公司还是按 7% 的利率支付借款。

B. 12 个月后（第二次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 8%，仍然高于商定利率 7%，该公司购买封顶期权的收益为 $(8\% - 7\%) \times 180/360 \times 20000000 = 100000$ （美元），仍然把借款利率固定在 7% 上。

C. 18 个月后（第三次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 6.5%，低于商定利率 7%，该公司没有任何收入，按 6.5% 利率支付 6 个月的贷款利息。

表包括期权费在内的三次结算利息率

项目	第一次结算	第二次结算	第三次结算	平均值
利息率	7%	7%	6.5%	6.8%
期权费率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
总利息率	7.9%	7.9%	7.4%	7.7%

如果该公司不购买封顶利息率期权，将支付的利率如下表：

项目	第一次结算	第二次结算	第三次结算	平均值
利息率	9%	8%	6.5%	7.8%
与买封顶期权后 支付利率之差	1.1%	1.1%	-0.9	0.1%

上述两个表格说明该企业通过购买封顶利息率期权，使其对借款实际支付的利率由 7.8% 下降为 7.7%，借款成本下降。

例 2 卖出封顶利息率期权

某公司 3 年前购买外国政府发行的债券，总价值为 40000000 美元，期限为 5 年，以 6 个月伦敦同业银行拆放利率为标准，浮动计息。到今年残留期限仅 2 年，该公司认为从今年起，伦敦同业银行的利息率要下降，为了弥补利率下降所带来的损失，该公司决定卖一笔期权为 2 年、数额为 40000000 美元封顶利息率期权，商定利率为 10%，期权费为 0.5%，一次收完。参照利率为 6 个月的伦敦同业银行拆放利率。第一次结算在 6 个月后进行，第二次结算在 12 个月后进行，第三次结算在 18 个月后进行。

出售封顶期权所得的期权费总额为：

$$40000000 \times 0.5\% = 200000 \text{ (美元)}$$

年期权费率为：

$$0.5\% \times \frac{12}{18} = 0.3\%$$

封顶期权在有效期内利率变化情况如下：

A. 6 个月后（第一次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 9.5%，低于商定利率。该公司对封顶期权的买者不支付任何款项。

B. 12 个月后（第二次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 9.3%，低于商定利率，该公司不支付任何款项。

C. 18 个月后（第三次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 10.5%，该公司对封顶期权的买者支付款额为：

$$(10.5\% - 10\%) \times \frac{180}{360} \times 40000000 = 100000 \text{ (美元)}$$

$$\text{付款率为 } 100000 / 40000000 \times 360 / 180 = 0.5\%$$

现在，把该企业在债券上所获得利息率与卖出封顶期权的得失结合起来，看一下该企业的实际收益率如何。设伦敦同业银行的拆放利率在 3 个月、6 个月内分别为 9.4%、9.2% 和 10.3%。下表对该企业的实际收益率给予详细说明。

	第一次结算	第二次结算	第三次结算	平均值
存款利率	9.4 %	9.2 %	10.3 %	9.6 %
年期权费率	0.3 %	0.3 %	0.3 %	0.3 %
付款率	—	—	0.5 %	—0.2 %
实际收益率	9.7 %	9.5 %	10.1 %	9.8 %

该表说明公司通过出卖封顶利息率期权，使其实际利率由 9.6% 提高到 9.8%。

(2) 保底期权。也叫地面期权，是在买者和卖者签定合同时，规定在未来特定的时间内，给有变动利率或浮动利率的债务工具确定利息率最低点以确定利息收益的下限。保底期权的买者支付一定的期权费给卖者，若市场参照利息率低于商定利息率之下，则卖者把差额付给买者。

对保底期权的买者来说，他支付了一定的期权费之后，不管市场利息率如何下降，他都能以商定利息率得到利息，把收益率锁在商定利率减去期权

费之差的水平上，消除了利率大幅度下降的风险。对于保底期权的卖者来说，他收取了一定的期权费，只要市场利息率不跌到商定利率减期权费之差以下，他总有利可图。但当市场利息率跌到这个水平之下，他就亏了，利息率跌幅越大，他的损失越多。

例如，某公司从现在起存款 50000000 美元，期限 2 年，以 6 个月伦敦同业银行拆放利率为标准，浮动计息，该公司担心在存款期内利息率下降，决定购买保底期权，商定利率为 8%，期权费为 0.6%，每次结算期限为 6 个月。

$$50000000 \times 0.6\% = 300000 \text{ (美元)}$$

$$0.6\% \times \frac{12}{18} = 0.4\%$$

保底期权在有效期内利率变化情况如下：

A. 6 个月后（第一次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 6%，低于商定利率，该公司收到的款额为：

$$(8\% - 6.5\%) \times 180/360 \times 50000000 = 500000 \text{ (美元)}$$

B. 12 个月后（第二次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 6.5%，该公司收到的款额为：

$$(8\% - 6\%) \times 180/360 \times 50000000 = 375000 \text{ (美元)}$$

C. 18 个月后（第三次结算），6 个月伦敦同业银行拆放利率为 7%，该公司收入的款额为：

$$(8\% - 7\%) \times 180/360 \times 50000000 = 250000 \text{ (美元)}$$

把保底期权购买者所支付的期权费考虑在内，该公司的实际收益率要比商定利率为低，实际收益率为 7.6%，即 8% - 0.4%。若该公司不购买保底期权，第一次结算依据的利息率是 6%，第二次是 6.5%，第三次是 7%，平均利率为 6.5%。这说明，由于该公司正确地判断出利率下降的趋势，又及时地购买了保底期权，在利率不断下跌之时，该公司始终以商定的 8% 的利率获息。扣除期权费之后，平均实际收益率仍为 7.6%，而市场平均利率仅为 6.5%。

四、股票价格指数期权

股票期权交易在美国已经有多年历史,早在 20 年代就开始了。但在 1973 年芝加哥期权交易所首先推出了挂牌期权合同之前,交易规模一直不大。从那以后,交易规模扩大,合同也标准化了。80 年代以来,在美国、西欧各国及日本、香港、新加坡、澳大利亚又推出股票价格指数期权交易。

1. 股票期权交易

股票期权是指股票交易的买方与卖方经过协商之后,签定合同,规定买方支付一定数额期权费之后,根据股票价格变化的行情,在有效期内,有选择买进(卖出)股票的权利,而期权的卖方收取期权费之后,不管股票价格如何变化,对其是否有利,只要买方执行权利,他就必须按着买方的意愿卖出(买进)股票,他没有什么选择的权利。超过规定期限,买卖双方的合同义务自动解除。

(1) 看涨期权。

看涨股票期权是指期权的买方支付一定期权费之后,获得了在有效期内,按商定价格购买股票的权利,而卖者收取期权费之后,承担买方要求,随时按商定价格出卖股票的义务。

例如,A 种股票在 4 月份现价为每股 10 美元。投机者认为 A 种股票在今后一段时间内价格要上涨,决定购买 10 笔 A 种股票看涨期权,每笔 100 股,共 1000 股,商定价格为 12 美元,到期日在 7 月份,每股期权费为 0.5 美元。该期权的买者购买股票的实际价格为 12.5 美元(商定价格+期权费),在有效期的某一天,A 种股票价格上升到 20 美元,该投机者认为此时执行期权最有利可图,就以 12 美元的价格买进 1000 股,然后立即以 20 美元的价格抛出 1000 股。一买一卖所赚的净利润为:

$$[20 - (12 + 0.5)] \times 1000 = 7500 \text{ (美元)}$$

如果期权合约签定之后,股票价格一路下跌,买方无利可图,只好放弃购买权利,他损失的期权费总和为 $(0.5 \times 1000) = 500$ (美元)

(2) 看跌期权。

看跌股票期权是指期权的买方支付一定期权费之后,取得了在有效期内,按商定价格出卖股票的权利,而期权卖方收取期权费之后,按期权买方之要求,随时承担按商定价格购买股票的义务。

例如,B 种股票在 6 月份的现价为每股 30 美元,某投机者认为 B 种股票在今后一段时间之内要下跌,他决定购买 10 笔 B 种股票看跌期权。每笔 100 股,共 1000 股,商定价格为 18 美元,到期日在 9 月份,每笔期权费为 1 美元。在有效期内的某天,B 种股票的价格跌到 12 美元,该投机者认为此时是执行卖出权利的最好时机,他就以 18 美元的价格卖出 1000 股,然后,立即以 12 美元的价格再买进 1000 股。经过这次倒手,他所得净利润为 $[18 - (12 + 1)] \times 1000 = 5000$ (美元)。

如果期权合约签定之后,股票的价格一路上升,看跌股票期权以买方无利可图,只好放弃以商定价格卖出的权利,以较高的市场价格出售股票,他的损失是支付的期权费,总额为: $(1 \times 1000) = 1000$ (美元)。

2. 股票价格指数期货期权

股票价格指数期货期权是买卖股票价格指数期货合同的权利，合同的大小是由某种股票的价格指数乘以一个固定的货币金额决定的。买卖双方经过协商之后，签订合同。买方支付一定数额的期权费之后，根据股票价格指数变化的情况，在有效期之内有选择买进（卖出）股票价格指数期货合同的权利，而期权的卖方收取期权费之后，不管股票价格指数如何变化，随时承担应买方之要求，按商定价格卖出（买进）股票价格指数的期货合同。

表芝加哥商人交易所标准—普尔 500 种股票价格指数期权

(1993 年 4 月 8 日) 乘数为 500 美元

商定价格看涨期权看跌期权

表芝加哥商人交易所标准 普尔 500 种股票价格指数期权

(1993 年 4 月 8 日) 乘数为 500 美元

商定价格	看涨期权			看跌期权		
	4 月	5 月	6 月	4 月	5 月	6 月
435	8.50	11.85	14.05	0.90	4.30	6.50
440	4.50	8.45	10.80	1.90	5.85	8.20
445	1.75	5.65	7.95	4.15	9.06	10.35
450	0.45	3.50	6.65	7.65	10.85	12.9
455	0.10	1.95	3.75	12.50	14.30	16.05
460	0.05	1.00	2.35	17.45	18.30	19.60
465	r	0.45	1.40	22.40	r	23.65

表中的第一列为商定价格由股票价格指数表示，例如 435 为该种股票商定的指数 435。第二大列为看涨期权到期日（4 月、5 月、6 月）的期权费，第三大列为看跌期权到期日（4 月、5 月、6 月）的期权费。在这里商定价格和期权费都是以点数表示的。标准-普尔 500 种股票价格指数的期货期权合同所乘的固定金额是 500 美元。所以 1 点的价值为 500 美元。

以表的第四行为例，商定价格为 450，它的价格为 $450 \times 500 = 225000$ （美元），看涨期权有效期在 4 月的期权费为 0.45 点，期权费总额为 $0.45 \times 500 = 225$ （美元），看跌期有效期在 4 月的期权费为 7.65，期权费总额为 $7.65 \times 500 = 3825$ （美元）。

例 1 利用看涨股票价格指数期权保值

某投资者到 1993 年 6 月将收到一笔数量相当大的收入，准备用其购买股票，而现在是 3 月，股票价格一直不断上升，预料到 6 月份股票之涨势还要强，为了预先固定购买股票的价格，该投资者决定在大批资金还没有到手之时，先用小额资金购买看涨股票价格指数期权以期获利，弥补因股票价格上涨之损失。该投资者用小额资金通过购买看涨股票价格指数期权，可以成功地实现为现货市场的交易保值。

股票现货市场	股票价格指数期权市场
3月, 预料股票价格急剧上升, 欲购买价格为1000000美元股票, 但资金不够	以450点买进10笔6月到期看涨股票价格指数期权, 期权费6点, 乘数为500美元, 支付期权费为30000美元(即 $6 \times 500 \times 10$)
6月, 股票价格上升, 购买的股票升为1400000美元, 损失400000美元	股票价格指数升到536点, 该投资者执行期权以450点买入, 随即以536点卖出, 毛利润为 $(536-450) \times 500 \times 10=430000$ (美元), 净利润为400000美元

例2 利用看跌股票价格指数期权保值

某投资者认为G股票是蓝宝股, 实力雄厚, 业绩好, 利润高, 从长期来看, 其价格是能稳定上涨的, 但现在股票大势下跌, G股票价格也要有所下降, 为了弥补大势下跌, G股票价格下跌所造成的损失, 该投资者在买进价值为1000000美元的G股票的同时, 买进看跌股票价格指数期货期权, 以进行保值。该投资者利用了购买看跌股票价格指数期权的所得, 弥补了股票现货市场上的损失。

股票现货市场	股票价格指数期货期权市场
3月, 买入G股票1000000美元	以440点的商定价格买进10笔6月到期的看跌股票价格指数期货期权, 期权费为8点, 乘数为500美元, 期权费为40000美元(即 $8 \times 500 \times 10$)
6月, 股票下跌, G股票价值为950000美元, 损失50000美元	股票价格指数下降到422点, 该投资者执行期权以440点卖出, 随即以422点买入, 毛利润为 $(440 - 422) \times 500 \times 10 = 90000$ (美元), 净利润为 $90000 - 40000 = 50000$ (美元)

五、期权交易中的投机策略

期权交易就是一种纯粹的贵卖贱买，以小本赚大利的投机活动。在投机过程中有一些比较复杂和微妙的策略，熟练地掌握这些策略，不仅可以避免商品和金融工具价格变动的风险进行保值，而且可以利用这些策略来获利。

1. 最简单的看涨和看跌策略

最简单的看涨策略就是预料商品或金融工具的价格上涨，购买看涨期权，价格上涨之后，获得利益是很大的，而价格下跌的损失是很小的，仅仅是期权费。当预料商品或金融工具的价格下跌，就购买看跌期权，价格下跌之后，获得的利润是相当大的，而价格上升的损失仅仅为期权费。风险和收益的不对称是期权交易区别于其他交易的明显特点。

2. 合成多头和合成空头

合成多头是指当投机者准确地预料某种商品或金融工具的价格将不断地上升，他可以在买进看涨期权的同时，再卖出看跌期权。当价格不断上升时，买进的看涨期权的利润不断增加，而卖出看跌期权又稳定获得期权费，两者合成，便产生了一个随价格不断提高而收益不断增长的局面。

合成空头是指当投机者准确地预料某种商品或金融工具的价格将不断下降，他可以在买进看跌期权的同时，再卖出看涨期权，当价格不断下跌的时候，买进的看跌期权的利润不断增加，所收到卖出的看涨期权费又万无一失，两者合成，价格越跌，利润越高。

3. 对敲

对敲是指同一买主在同一时间之内，按相同的价格和相同的到期日，既买某种商品或金融工具的看涨期权，又买了该种商品或金融工具的看跌期权。或者是，同一卖主在同一时间之内，按相同的价格和相同的到期日，既卖了某种商品或金融工具的看涨期权，又买了该种商品或金融工具的看跌期权。一般情况下，都是在商品和金融工具的价格反复上下波动，投机者看不准方向时，才采用对敲策略。

例如，某投机者在3月份某一天，买一笔玉米期货对敲期权。每个合约的标准量5000蒲式耳，商定价格是每磅2.5美元，到期日在6月份。买看涨期权的期权费为0.045美元，买看跌期权的期权费为0.165美元。全部期权费为：

$$(0.045 + 0.165) \times 5000 = 1050 \text{ (美元)}$$

(1) 若3个月后，玉米的价格维持2.5美元的水平上不变，采用对敲策略的投机无法行使期权，他遭受最大损失也只是1050美元的期权费。

(2) 若3个月后，玉米的价格高于2.71美元 $[2.5 + (0.045 + 0.165)]$ 时，该投机者买入看涨期权，放弃行使买入看跌期权，其收益肯定大于期权费总额而盈利；若价格低于2.29美元 $[2.5 - (0.045 + 0.165)]$ 时，该投机者买入看跌期权，放弃行使买入看涨期权的权利，其收益也会大于期权费而

盈利。

(3)若3个月内玉米的价格围绕2.5美元上下波动,波幅不超过 $(0.045 + 0.165) = 0.21$ 美元,该投机者行使期权,也会遭受损失,但损失要小于期权费总额1050美元。

(4)若价格仅在2.71美元与2.29美元之间波动,只要波幅大于0.21美元,该投机者执行期权就会盈利。比如说,玉米的价格升到2.65美元,该投机者执行看涨期权每蒲式耳的收益为0.15美元。当价格跌到2.35美元,该投机者执行看跌期权,每蒲式耳的收益为0.15美元,上涨波幅与下跌波幅之和为0.3美元 $(0.15 + 0.15)$,大于期权费之和0.21美元,所以行使期权就可以获利。

这个例子说明,投机者采取对敲策略,比单向买卖获利机会多。

4. 异价垂直看涨套利

异价垂直看涨套利为同时买进和卖出有效期相同而商定价格不同的看涨期权。如果投机者认为某种商品或金融工具的价格将要不断上升,则可买低卖高,即以某商定价格买入一笔看涨期权,而按一个更高的价格卖出一笔看涨期权。

采用这种策略,利润和亏损都是有限的。最大的亏损是买进看涨期权支付的期权费与出售看涨期权收入的期权费之差额。按较低价格买进看涨期权的成本总要比按较高价格出售的看涨期权所得收入要大。其差额会随着两个协定价格的差额的增大而上升。显然,当这两种协议价格之间的差额扩大,盈利的机会就会增加。

如果两个期权期满时都处于亏价状态,投机者就会遭受损失,其损失与支付的纯期权费相等。如买入的期权变为溢价状态,就会产生利润,而当出售的期权处于平价或溢价状态时,就会获得最大利润。投机者一般会在接近此点时结清交易。因为利润不可能进一步增大。

下面用《纽约时报》1993年4月8日公布的棉花期货期权的实际价格来进一步说明这个问题。

50000磅棉花,用美分表示的每磅价格: EMBED Word.Document.6 \s

根据上表提供的资料,设某投机者,同时买卖到期日在5月的棉花看涨期权。

买看涨期权的商定价格为0.59美元,每磅期权费为0.041美元,支出期权费总额为 $0.041 \times 50000 = 2050$ (美元)。

卖看涨期权的商定价格为0.64美元,每磅期权费为0.014美元,收到的期权费总额为 $0.014 \times 50000 = 700$ (美元),该投机者的净投资,或者说最大损失为:

$$2050 - 700 = 1350 \text{ (美元)}。$$

(1)如果在期权的有效期之内,棉花期货期权价格为 (P) 大于0.64美元。该投机者,作为买方,他要执行期权;作为卖方也要承担他的买方执行期权的义务。作为买方,他所赚得的利润为 $(p - 0.59) \times 50000$;作为卖方,他的亏损为 $(p - 0.64) \times 50000$ 。他的净利润 $= (p - 0.59) \times 50000 - (p - 0.64) \times 50000 - 1350 = 1150$ (美元)。这1150美元是采用异价垂直看涨套利所能赚到的最大利润。

(2) 如果棉花的期货市场价 $0.59 < P < 0.64$ ，则空头期权未被执行，投机者本人执行买入权利，赚得利润为 $(p - 0.59) \times 50000$ 。投机者的净利润为 $(P - 0.59) \times 50000 - 1350 = 50000P - 30850$ ，若 $P = 0.617$ 美元，投机者不盈也不亏；若 $P > 0.617$ 美元，投机者盈利；若 $P < 0.617$ 美元，投机者亏损。

(3) 如果 $P < 0.59$ ，两个期权均未被执行，投机者的净亏为 1350 美元。

5. 异价垂直看跌套利

异价垂直看跌套利是指同时买进和卖出有效期相同而商定价格不同的看跌期权。如果投资者认为某种商品或金融工具的价格将要下跌，则应以买高卖低，即以某种协商价格买入一笔看跌期权，同时以较低商定价格卖出一笔看跌期权。损失只限于卖出看跌期权收到的期权费与买入看跌期权支出的期权费之差。如果商品或金融工具的价格低于卖出看跌期权的商定价格，就会获得最大利润。

根据上表的资料，设某投机者同时买卖到期日都是在 5 月的棉花的看跌期权。买入看跌期权的商定价格 0.64 美元，每磅期权费 0.03 美元，支出期权费总额为 $0.03 \times 50000 = 1500$ (美元)，卖出看跌期权的商定价格为 0.60 美元，期权费为 0.011 美元，收到的期权费为 $0.011 \times 50000 = 550$ (美元)，该投机者的净投资或者说最大的损失为 $1500 - 550 = 950$ (美元)。

(1) 在期权的有效期内，棉花期货价格 (P) 低于 0.60 美元，两个期权都会被执行，该投机者所能赚得的利润为：

$(0.64 - p) \times 50000 - (0.6 - p) \times 50000 - 950 = 1050$ (美元)。这 1050 美元是采用异价垂直看跌套利所能赚到的最大利润。

(2) 如果棉花的期货市场价格 $0.6 < P < 0.64$ ，空头期权未被执行，投机者本人执行买入看跌期权，赚的利润为 $(0.64 - P) \times 50000$ 。

净利润 = $(0.64 - p) \times 50000 - 950 = -50000P + 31050$

若 $P = 0.621$ 美元，投机者不盈不亏；

若 $P > 0.621$ 美元，投机者亏损；

若 $P < 0.621$ 美元，投机者盈利。

(3) 如果 $P > 0.64$ ，两个期权均未被执行，投机者的净亏损为 950 美元。

第八章 国际金融市场的管理

相对于各国国内金融业的经营管理、运行和发展来说，国际金融市场的运行过程中所受到的来自所在国政府的管制是很小的，这也是国际金融市场获得较快发展的一个主要原因。但从根本上说，国际金融市场的业务开展与开拓，仍不同程度地受到来自不同途径的所在地政府的管理，或通过制定有关法规直接管理国际金融市场的业务，或者通过对国内金融业的管理实现对国际金融市场的间接管理。同时，国际金融市场的经营管理活动还时常受到来自于国际金融组织的管理和调节。

一、中央银行的管理

中央银行是一国国内最高的金融管理政府部门。虽然，在不同的国家中央银行的独立性和权限受到相应限制的程度不同，但它的管理与调节作用是公认的。中央银行对金融业与金融市场的管理主要通过以下几种方式进行。

1. 存款准备金制度

为了保证金融业经营安全，增强中央银行调节、控制货币供给的能力，各国银行法都建立存款准备金制度，即确定存款准备金的缴存范围和缴存比例，要求所有吸收存款的银行或其他金融机构，都必须按规定向中央银行缴存存款准备金。存款准备金制度包括：

(1) 确定中央银行调整存款准备率的幅度。

各国中央银行法，一般都授权中央银行根据不同时期货币政策的要求和银根松紧的需要调整存款准备率，但是对调整存款准备率的幅度有法律限制。例如，美国《联邦储备法》以及后来的修正案，根据不同时期的情况对存款准备率变动的幅度，分别作出明确的上、下限限制。最初规定，活期储蓄的准备率的变动区间为 12%—18%；1935 年，联邦储备法修正案对存款准备率的限制幅度作了改动，储备城市的存款准备率的调整限制区间为 13%—26%，一般城市银行为 10%—20%，县镇银行为 7%—14%。1980 年美国通过《放松管制法》以后，对存款准备率的调整范围又作了重新规定。法律之所以规定联邦储备调整存款准备率的上、下限，是由于存款准备率的变动直接影响商业银行的贷款能力，存款准备率变动幅度过大，容易造成经济剧烈震荡。

(2) 确定存款准备制度的实施对象。

各国最初开始实行存款准备制度时，一般只要求商业银行（在美国是联邦储备体系的会员银行）缴纳存款准备金。后来，随着金融活动的发展，非银行金融机构也以各种方式开展存款业务。这样，使得超脱于存款准备制度管理之外的存款数额大量增加。于是，存款准备制度的实施对象从原来单一的银行扩展为所有吸收存款的金融机构。例如，美国为了克服非会员银行和其他吸收存款的金融机构游离于管理之外的缺陷。1980 年通过了《放松管制和货币控制法》，要求所有吸收存款的金融机构按联邦储备委员会的规定缴纳存款准备金。

(3) 规定存款准备金的种类。

美国将存款准备金分为五大部分：

第一，交易帐户的存款准备金。交易帐户随时可以以各种方式进行转帐或支取的存款帐户，包括支票帐户、股金提款帐户。自动转帐帐户。金额在 2500 万美元以下的交易帐户的存款准备率为 3%、或根据联邦储备委员会的要求在不低于 0%、不高于 9% 之间浮动。金额超过 2500 万美元的交易帐户的存款准备率为 12%，或根据联邦储备委员会的要求在 8%—14% 之间调整。

第二，企业定期存款帐户的准备金。企业定期存款帐户即公司或集团拥有的半年期以下的定期存款帐户。定期存款帐户的平均存款准备率为 3%，联邦储备委员会根据不同存款的不同期限，在不低于 0%、不高于 9% 之间进

行调整。立法规定，除特殊情况以外，联邦储备委员会无权对个人定期存款和企业半年期以上的定期存款实行存款准备金制度。

第三，与外国资金有关的存款帐户的准备金。与外国资金有关的存款帐户包括：通过海外分支机构吸收的外国客户或银行的存款；由海外分支机构对美国国内居民贷款而增加的国内存款；直接向国外银行或其他国外金融机构借款，由此增加的国内存款；在国际资金市场上卖出有价证券，从而取得存款资金来源。上述与外国资金有关的存款帐户的准备金率，由联邦储备委员会根据国内货币政策和国际经济因素来单独设计，立法上不加任何限制。

第四，补充准备金。为了使联邦储备更灵活、有效地贯彻货币政策，授权联邦储备委员会对商业银行和其他金融机构的交易帐户存款征收补充准备金。补充准备金是一种特殊的存款准备金，与其他类别的存款准备金不同，法律规定联邦储备银行必须对补充准备金支付利息，但利率不得高于联邦储备银行在公开市场上买卖证券的盈利率。同时法律规定，施行补充准备金必须符合下列条件：一是征收补充准备金完全是为了贯彻紧缩银根的货币政策需要；二是补充准备金率最高不得超过 4%；三是征收补充准备金必须先征得联邦存款保险公司、联邦住房贷款银行委员会、国民信贷公会管理局的同意；四是联邦储备委员会必须向国会递交关于实行补充准备金的特别报告，说明实行补充准备金的政策考虑和预期效果。

第五，紧急准备金。当经济形式发生特殊变化或遇紧急情况时，联邦储备委员会有权实施紧急准备金制度。紧急准备金率在幅度和存款类别上都不受限制。即联邦储备委员会可以对任何存款类别征收任何比率的紧急准备金。由于紧急准备金是一种临时应急措施，所以实行紧急准备金的最长期限为 180 天。但是，如果联邦储备委员会认为有必要延长期限，经投票通过后，可展期 180 天。一俟法定实行紧急准备金制度，联邦储备委员会必须立即向国会提交报告，对该项措施做出报告和解释。

(4) 规定存款准备金的计算方法和统计报告制度。

美国规定，计算存款准备金，采取两周为一个结算周期的办法，即每两个星期结算一次各类存款平均余额，按照这个余额计算并上缴存款准备金。德国规定，商业银行每月 15 日前必须向中央银行递交报告，提供本银行有关存款准备制度的执行情况、计算过程和帐务记录。其他国家也有类似规定。

(5) 规定违反存款准备金制度的处理措施。

美国联邦储备银行对少缴存款准备金的银行或金融机构，按联邦储备银行贴现率加 2% 的比例对少缴部分处以罚款。德国中央银行规定，商业银行实缴存款准备金额低于应缴存款准备金的，对少缴部分收取特别利息，其利率应比同期贴现贷款率高 3%。

2. 贴现贷款制度

对商业银行进行贴现贷款，是中央银行的一项重要业务，有必要通过规定贴现贷款种类、程序和对贴现率的调整权力，建立有秩序的贴现贷款制度。中央银行贴现贷款制度包括以下主要内容：

(1) 规定贴现贷款的对象。

一般情况下，各商业银行和吸收存款的金融机构都可以从中央银行取得贴现贷款。例如，根据美国 1980 年颁布的《货币控制法》，所有银行和金融

机构，包括非会员银行、储蓄银行、储蓄贷款协会、信贷公会都有权利向联邦储备银行申请贴现贷款。此外，不属于金融业的公司、企业如遇紧急情况，也可以从本储备区的储备银行取得贴现贷款。

（2）规定贴现贷款的种类。

西方各国对贴现贷款种类的划分有所不同。以美国为例，美国联邦储备委员会关于贴现贷款的管理制度规定，贴现贷款分为以下几种：

第一种，调节性贷款。该贷款主要用于补充商业银行短期资金来源不足的一种贴现贷款，凡商业银行或其他金融机构在经营过程中，遇到突然的存款外流、临时性资金周转困难、贷款需求突然增加等情况，都可以向联邦储备银行申请调节性贷款。调节性贷款的期限不得超过1个月。

第二种，季节性贷款。该贷款主要是为小银行和小储蓄机构开办的一种贷款。这些小银行和小储蓄机构一般多经营农业贷款，一方面由于财力薄弱，难以跻身于货币市场筹到足够的资金，另一方面农业生产的季节性需要有贷款，因此，联邦储备银行专门为它们开办季节性贷款。按照规定，季节性贷款只能到存款额在25000万美元以下的商业银行和储蓄机构办理。季节性贷款必须完全用于季节性的临时需要，贷款期限可以比调节性贷款期限略长。

第三种，紧急贷款。该贷款用于解决银行和其他金融机构紧急资金需要的一种贴现贷款。它主要用于满足以下三种紧急贷款需求：A. 由自然灾害或主要产业部门倒闭引起的贷款需求，对于这种资金需求，储蓄银行一般给予及时满足。B. 由银行本身经营管理不善、濒临倒闭而引起的贷款需求。对这种资金需求，要检查该行的管理现状和改进计划，当确实明确其改进计划合理可行时，才予以贷款。C. 由于货币市场发生意外变化，大量投资于长期贷款的一些储蓄银行、互助贷款协会发生资金危机时的贷款需求。对这种情况，储备银行要先征得直接负责储蓄银行的联邦住房放款银行委员会的意见，再根据具体情况决定是否贷款。

第四种，其他紧急贷款。这类贷款是用于满足金融业以外的工、商、农业等部门、企业、个人的紧急资金需求的一种特殊贴现贷款。

当对国民经济有重大影响的一些部门、公司或个人发生紧急资金需要而又不能从其他渠道得到满足时，可以直接向联邦储备银行申请紧急贴现贷款。联邦储备银行必须将紧急贷款申请和有关审核意见上报联邦储备委员会，经联邦储备委员会5名以上理事表决通过以后，才能发放该项贷款。

（3）规定贴现贷款的审批权和管理权。

美国联邦储备委员会对超过3个月期的贴现贷款实行数量管理，即分别制定3个月期和6个月期以上贴现贷款占贴现贷款总额的比例，储备银行必须根据这个比例确定贷款数额，不得超过。联邦储备委员会还规定了关于贴现贷款总的使用范围：贴现贷款不得用于补充商业银行自有资本；商业银行不得将贴现贷款转手让给他人；贴现贷款不得用于证券交易或证券投机；不得将贴现贷款用于不动产投资等长期资金的运用上。

（4）规定贴现率的制定权和调整权。

西方各国中央银行法，都授权中央银行制定并调整贴现率。美国最早的《联邦储备法》授权各储备银行制定、调整本储备区的贴现率，后来发现贴现率的制定调整权过于松散，妨碍了贯彻、执行货币政策的一致性和有效性。于是由《1935年银行法》将以前贴现率一级决策制改为两级决策制。所谓两级决策制就是：联邦储备银行根据本储备区的经济、金融等情况每融隔 14

天提出制定或改变贴现率的建议，上报联邦储备委员会；联邦储备委员会根据货币政策的要求和地区间协调、平衡的考虑，对贴现率的调整幅度、范围作出最后决策。在维持基本贴现率水平不变的条件下，联邦储备委员会给予储备银行一定的贴现率调整权。根据联邦储备法细则规定，储备银行可以根据本地区的经济、金融发展状况和借款银行的不同借款条件，对贴现贷款另加一个附加贴现率，即高于联邦储备委员会规定的贴现率水平。在实际执行过程中，储备银行通常对期限较长的贴现贷款，另加一个附加贴现率。

3. 公开市场操作业务

西方许多国家的中央银行通过在公开市场上买卖有价证券的方式来影响市场上的信用量。如果中央银行在市场上买入证券，这就等于向商业银行投放货币，促使其扩大放款与投资；相反，如果中央银行卖出证券，则会起到紧缩信用的作用。许多国家的中央银行法对公开市场业务的组织管理机构、公开市场的业务经营对象、经营方式都有详细的规定和限制。现仅就美国联邦储备的公开市场操作制度介绍如下。

(1) 对公开市场操作的早期管理。

1913年的《联邦储备法》并没有制定对各储备银行的公开市场活动的统一管理法规，各储备银行可以根据自己的决策在公开市场上买进或卖出证券。这是因为，那时公开市场运用被认为是与贴现贷款等量齐观的调节手段，甚至不少人根本不把公开市场运用看作一种调节手段，而只不过是买进政府债券、支持战争需要或增加储备银行盈利的一种方式。但是经过几年实践以后，纽约联邦储备银行行长本杰明·斯特郎发现公开市场运用在吞吐资金、调节银根松紧方面有着比其他手段更为灵活、及时、有效的特点。于是，1922年协同当时的美国财政部部长安德鲁·梅隆组建了“特别政府委员会”，专门决策并管理联邦储备体系的公开市场业务。特别委员会由7名委员组成，除财政部长和纽约联邦储备银行行长以外，还有美国东部5个储备银行行长。特别委员会的成立形成了对联邦储备委员会的挑战，于是联邦储备委员会宣布解散“特别政府委员会”，成立“公开市场投资委员会”。“公开市场投资委员会”隶属于联邦储备委员会，它必须根据联邦储备委员会的要求来决定公开市场政策，并接受管辖和监督。这是美国历史上第一次把公开市场业务置于统一的决策和监督之下。

(2) 公开市场委员会的建立、权力范围和组织结构。

经历了20世纪30年代初期的金融危机以后，美国金融立法者决定，把公开市场运用作为联邦储备调节货币供应的主要手段来使用。于是，于1933年通过《银行法》，正式建立联邦公开市场委员会，授权其全权制定、贯彻公开市场政策，操纵公开市场业务，进行公开市场管理。最初开始建立的联邦公开市场委员会的12名委员是由12家联邦储备银行的行长担任的，这样不利于集中管理。这个问题很快就被发现，并通过1935年的《银行法》对公开市场委员会的人选规定作了重要的修正。1935年《银行法》规定，联邦储备委员会的所有理事（共7名）是联邦公开市场委员会的当然成员，其他5名成员由12个联邦储备银行的行长轮流担任，联邦储备委员会主席是公开市场委员会的当然主席。这样，就将联邦公开市场委员会的权力由储备银行转移到联邦储备委员会，从而改变了公开市场运用决策机制的松散局面，为联

邦储备委员会运用公开市场实施货币政策创造了较为合理的组织结构。1935年《银行法》授予联邦公开市场委员会的管理权限是：

- A. 制定公开市场政策；
- B. 决定储备银行在公开市场上买卖证券的种类、数量并决定证券买卖的时间、地点及其他条件；
- C. 制定有关公开市场活动的管理规定；
- D. 按照有关法律规定，对公开市场活动进行管理和监督。

（3）公开市场运用的决策程序。

法律规定，公开市场委员会每年至少举行4次会议，事实上，委员会每隔5—8周就举行一次会议。会议议题主要有三个：A. 上次公议到本次会议期间公开市场政策的执行情况；B. 适应货币政策的总要求，公开市场运用应作哪些调整；C. 对下一期公开市场状况和整个金融市场发展作出预测。

每次会议以前，必须提前将会议要讨论的议题细节和有关经济、金融统计资料送交每个委员，这些资料包括：短期货币政策的实施情况；近期全国经济发展情况；金融情况；非金融、但对金融市场有直接影响的其他情况。

公开市场委员会通过任何调整公开市场运用的决策都采取表决方式，并公开表决记录，只有取得半数以上委员通过才能在法律上有效。如果有人投反对票，表决记录上必须详细记载反对者的意见和理由。

为了使公开市场决策迅速、及时地适应客观经济、金融形势的变化，法律还规定，公开市场委员会可以采取会外决策，即由公开市场委员会主席召集电话会议，或通过电报、电传等通讯工具，随时将公开市场运用中的问题提交讨论，采取调整决策。

（4）公开市场决策的贯彻与反馈。

公开市场委员会把会议决策或会外决策（其中包括在一定时期内买进或卖出债券的数量、范围、条件、地点等）直接下达给负责具体执行公开市场业务的纽约联邦储备银行和其他进行公开市场业务的储备银行，作为公开市场业务的指导性文件。纽约联邦储备银行，严格根据命令在市场上买进或卖出证券，放松或抽紧银根。纽约联邦储备银行和其他储备银行，必须将公开市场政策的执行情况和公开市场上的各种动向，及时反馈给公开市场委员会。每个储备银行每天早上定时召开关于公开市场业务的电话会议，由公开市场业务部的总经理报告当天准备进行的公开市场运用计划。电话公议的内容在当天早上同时送达公开市场委员会的每个委员。

4. 清算制度

西方各国中央银行法都赋予中央银行主持全国票据清算的职能。中央银行执行票据清算的过程是：各商业银行都必须在中央银行开立存款准备金帐户，并保有足够的支付余额，各商业银行之间发生资金往来，经过清算后出现的差额，通过中央银行划拨转帐的方式结清债权债务。

（1）中央银行清算业务的分类。

中央银行清算业务大体上分三类：

A. 集中票据交换，通过组织票据交换所进行。有些国家由各银行联合举办，如加拿大的票据清算协会；有些国家由中央银行举办，如日本。不管采取上述哪种形式，最后都通过中央银行转帐。

B.集中清算交换的差额，各家银行都在中央银行开立帐户，保管准备金。各行之间应收应付的差额，利用这个帐户划转。

C.办理异地资金转移，提供全国性的清算职能。

由于各国的银行组织体系和使用票据的方式不同，具体做法也不一样。在英国，以伦敦为全国的结算中心；在美国，由各联邦储备银行代收外埠支票，以华盛顿为全国的最后清算中心；在法国和德国，利用中央银行遍布全国的分支机构，建立转帐帐户，为银行界的客户服务。

(2) 美国的清算制度。

根据美国《联邦储备法》，联邦储备具有主持全国各银行之间的清算往来、执行清算中心的职能。联邦储备组织、管理并监督全国清算系统，提供票据清算工具，制定有关清算纪律和清算的收费标准。

具体他讲，联邦储备有 48 个清算中心，25 个联邦储备银行分行的清算中心和 11 个分布在储备银行分支网络顾及不到地区的清算中心。在这 48 个清算中心的基础上，形成了联邦储备的三级清算系统，即以华盛顿联邦储备委员会为中心对 12 个联邦储备银行的一级清算系统，以各储备银行为中心对储备银行分行和联邦储备地区清算所的二级清算系统，以各储备银行分行和联邦储备地区清算所为中心对本埠银行和金融机构的三级清算系统。一级清算系统负责全国范围的、不同储备区之间的外埠清算，二级清算系统负责本储备区范围内、不同地区之间的外埠清算，三级清算系统负责本埠的票据清算。需要提出的是，联邦储备执行清算中心的职能并不是垄断全国的清算业务。

除了联邦储备的清算系统以外，美国还有一些全国性的清算公司也办理票据清算业务。据统计，1952—1982 年间，通过联邦储备清算系统办理的清算业务占全国票据清算额的 40% 左右。

(3) 日本的票据清算制度。

日本银行（中央银行）和民间银行都是自成联行系统，它们之间的资金往来都是通过民间银行在日本银行开立的活期存款帐户进行清算的。

日本银行只对民间总行而不直接对其分支机构进行资金清算。各民间银行对所属分支机构在资金清算上自成系统，但在各民间银行之间不能互相直接清算，只能通过日本银行。

同城结算通过票据交换办理，每天在规定的票据交换时间，各金融机构把收入的票据拿到交换所进行交换。在票据交换所，将每个金融机构提出的票据金额和收回的票据金额集中计算，然后通过各自在日本银行开立的活期存款帐户划拨结算。

异地结算主要是汇总结算，必须通过日本银行进行。也就是说，把各金融机构之间的债权债务转成日本银行同各金融机构之间的债权债务，然后通过在日本银行开立的帐户清算。例如，东京富士银行要汇款到大阪住友银行，必须由东京富士银行将汇款存入在东京的日本银行，再由大阪的日本银行付款给大阪的住友银行。

5. 利率管理

各国银行法都不同程度地授权中央银行制定利率政策和管理利率。综观西方各国的利率管理，大致有三种模式，一是全面管理制；二是最高限额控

制；三是利率自由化。

（1）全面管制利率。

全面管制利率，就是对全国所有存、贷款利率规定统一标准，实行严格控制，任何银行不得以高于或低于规定的统一利率吸收存款和发放贷款。实行全面利率管制的历史背景是，高度集中统一的计划体制或政权交替时期，需要将利率制定权和调整权高度集中。但是实践表明，在商品经济条件下实行全面利率管制，容易使利率背离由市场决定的均衡水平，失去资金的“价格”作用。尽管全面利率管制在短期可以帮助政府控制金融，但从长期来讲，最终会导致市场扭曲和金融萎缩。因此，全面管制利率只宜阶段性采用，而不宜长期使用。

（2）利率最高限额控制。

利率最高限额控制，是指对商业银行吸收存款利率规定最高限额或对商业银行发放贷款利率规定最低限额，不得超过。中央银行根据不同时期的货币政策要求调整限额。

美国等一些西方国家曾长期实行利率最高限额管制。美国从 30 年代初期经济大危机以后直到 1980 年《放松管制法》以前，一直实行存款利率最高限额管理，其主要内容是：A. 所有联邦储备体系的成员银行和在联邦存款保险公司投保的非会员银行、其他金融机构是存款最高限额的管理对象。B. 由联邦储备委员会、联邦存款保险公司和联邦住房放款银行委员会共同商议，决定各项存款利率的最高限额。

C. 联邦储备委员会负责管理监督所有会员银行的存款利率，不得超过规定的限额，联邦存款保险公司和联邦住房放款银行委员会负责管理监督所有参加保险的非会员银行和其他金融机构的存款利率。

美国的存款利率最高限额管理产生于 1931 年。当时的历史背景是：一场给予经济沉重打击的金融危机刚刚结束，痛定思痛，美国金融管理者发现，银行在互相倾轧的竞争中，不顾风险地攀比提高存款利率，是造成这次大危机的原因之一；而银行之间所以能开展“利率战”，又归因于没有一个统一的存款利率最高限额管制，于是存款利率的最高限额管制应运而生，而且一直延续了 50 年。

到了 70 年代，经济形势和金融形势与 30 年代相比都发生了很大变化，存款利率最高限额管制的弊病逐渐暴露了出来。

首先，最高利率限额管制是对市场利率的一种扭曲。在市场经济条件下，利率是根据资金供求关系和人们对未来通货膨胀的预期自发形成的。当市场上资金供大于求，人们预计未来将要发生通货萎缩时，利率水平就低；当市场上资金供不应求，人们预计未来将要发生通货膨胀时，利率水平就高。而利率管制是在利率形成过程中对利率水平的一种强行干预，它不可能随行就市地反映市场的真实利率水平。因而在利率管制下形成的利率，对市场经济的发展造成了许多不利因素，其中最主要的是它破坏了银行业在平等基础上的有效竞争。在美国，有 20% 的商业银行和大量的储蓄贷款协会、信贷公会等金融组织不受存款利率最高限额的约束，它们用高于存款利率最高限额的利率吸引存款，使大量存款从商业银行体系流出；特别是当市场利率普遍提高时，它们在吸收存款的竞争中总是处于天然的优势，使那些受存款利率管制的银行和金融机构不能与之在平等的基础上展开竞争。

其次，利率最高限额管制在实际上很难起到防止银行进行过度风险性经

营的作用。受利率最高限额管制的商业银行为了加强自己在吸收存款方面的竞争实力，经常采取其他间接的办法付给存款客户以较高的利息，如送客户礼品、给予存款客户低息贷款等等。

鉴于上述原因，美国 1980 年《放松管制法》决定，从当年开始用 6 年的时间逐渐取消存款利率限制。1986 年 4 月，美国按期完成了渐进取消存款利率最高限额的计划，取而代之的是利率自由化。

（3）利率自由化。

在利率自由化制度下，商业银行的各种利率不受限制，可以自由浮动。但是实行利率自由化的国家，一般都采用由中央银行制定基准利率来引导全国各种存、贷款利率的控制体系。绝大多数国家都把贴现率作为基准利率，通过调整贴现率，影响和控制整个金融体系的利率水平。

中央银行制定和调整基准利率的方法有两种：一是根据市场变化和货币政策要求对基准利率进行不定期的随机调整；二是定期地盯住某个利率按一定比例调整。例如，加拿大中央银行设定的基准利率，是由拍卖政府发行的 90 天国库券形成的利率加上 0.25% 形成的。由于中央银行每星期四都在公开市场上拍卖国库券，所以拍卖形成的国库券利率每周变化，从而中央银行基准利率每周变化。当中央银行拍卖形成的国库券利率下降时，中央银行基准利率下降，带动商业银行优惠贷款利率和所有市场利率下降；当中央银行拍卖形成的国库券利率上升，则中央银行基准利率上升，带动整个市场利率上升。

二、国际借贷的法律问题

国际借贷是一种间接利用外国投资为本国经济发展服务的融资方式。其主要形式包括：国际银行团贷款、国际官方金融机构贷款、发行债券、项目融资与船舶融资等。与吸收外国直接投资的融资方式不同，在国际借贷中，外国投资者对所投资的企业没有经营管理权。

在上述国际借贷的各种形式中，即存在着一些共同的法律问题与业务做法，也存在着一些因不同的借贷方式而异的法律问题与业务做法。对此，各国都制定了一些有关国际借贷的法律，并遵循一些国际融资惯例。然而，目前在国际融资方面还没有一套统一的国际借贷法。当前在国际金融市场上所使用的各种借贷法律文件的模式受英美法的影响很大，而且，尽管英美法和大陆法之间存在着重大分歧，但所有大陆法国家所使用的借贷法律文件都是参照英美法国家的模式拟定的。

尽管如此，随着国际借贷中各种融资形式的产生和发展，有关国际借贷的法律也在逐步趋向于统一和完善。

国际借贷法所包括的主要内容有：国际银行团贷款的有关法律问题；世界银行集团贷款的法律程序和贷款合同；共同融资的法律问题；项目融资有关立法；发行国际债券所涉及的有关法律及债券市场的管理；债权担保的有关法律问题；船舶抵押条款；国际借贷争议与法律解决方式；国际借贷的法律适用；国际借贷的司法管辖；主权国家的司法豁免等。

1. 国际贷款协定

具有涉外因素的贷款合同就是国际贷款协定，也称为国际借贷协定。

(1) 国际贷款协定的特征。

与国内借款合同相比较，国际贷款协定有如下特征：A. 国际贷款协定涉及的当事人范围广。不同国籍的个人、公私企业、政府及其所属机构、国际组织等都可以成为国际贷款协定的当事人。B. 国际贷款协定的标的——货币，数额大、种类多。C. 国际贷款协议订立程序复杂，附加条件多。D. 国际贷款协定的法律适用和管辖权问题极为复杂。一项国际贷款协定（如辛迪加贷款协定）涉及两个以上国家的法律和管辖权，有时可多达十几个国家，因而常常产生法律适用或管辖权问题。

(2) 国际贷款协定的种类。

第一类，按贷款主体可将协定划分为官方的国际贷款协定和民间的国际贷款协定。

官方的国际贷款协定，其贷款方可以是政府，也可以是国际金融组织。前者主要向另一国政府提供贷款，后者则向成员国政府提供贷款。

民间的国际贷款协定主要有银行同业间国际贷款协定和非银行同业间国际贷款协定。民间国际贷款主要由国际金融市场的商业银行和各国国内的商业银行提供。这种贷款也称为国际商业贷款。

第二类，按贷款期限可将协定划分为短期、中期和长期三种。

短期贷款协定通常规定的贷款期限是1年以下，包括1年、6个月、3个月、1个月、1个星期、1天，甚至隔夜。这样贷款额度一般不大。

中期贷款协定规定的期限一般在1—5年之间。这种贷款额度常在1亿美

元上下。

长期贷款协定规定的期限一般在 5 年以上，最长可达 50 年。这种贷款额度较大，少则 1 亿美元，多则 10 亿美元以上。

第三类，按贷款是否有担保可将协定划分为有担保的贷款协定和无担保的贷款协定。

国际贷款大部分是有担保的。担保的主要形式是保证，物权担保的形式则不常见。有的政府或国际金融组织的贷款不要求任何形式的担保。

第四类，按贷款利率是否浮动可将协定划分为浮动利率的贷款协定和固定利率的贷款协定。

一般短期国际贷款协定规定的利率都是固定的，即在整个贷款期间利率不变。在长期贷款协定中规定的利率常是浮动的。借贷双方约定在一定时期后，按市场利率变动情况对协定利率进行调整。

第五类，按贷款方的数量可将协定划分为独家贷款协定和银团贷款协定。

银团协定又可分为联合贷款协定和辛迪加贷款协定。前者指国际金融组织和商业银行的共同贷款，后者指仅由商业银行参加的共同贷款。

(3) 订立国际贷款协定的法律程序。

国际贷款协定的订立同其他合同的订立一样，都要经过要约和承诺两个步骤。但不同种类的国际贷款协定在签定的具体程序上略有差别。

A. 国际商业贷款协定的订立。

a. 独家银行贷款协定的订立。借款方一般直接和贷款银行商议，双方就贷款条件达成一致意见，贷款协议即告成立。

b. 出口信贷的买方信贷协定的订立。在出口方银行直接向进口商提供信贷时，进口商必须先和出口商签订出口合同，然后才和出口方银行就贷款条件达成协议；在出口方银行向进口方银行提供买方信贷时，先由出口商和进口商签订进口合同，然后进口商和进口方银行、进口方银行和出口方银行各自订立贷款协定。

c. 辛迪加贷款协定的订立。首先是经理银行从借款方获得订有贷款初步条件和授权银行安排贷款的委托书；然后由牵头经理银行向其他对贷款有兴趣的银行提供有关借方财务及其他方面情况的备忘录；最后是议定贷款文件。先由牵头银行和借款方确定具体贷款条件，然后交辛迪加成员讨论，一旦贷款条件按规定的程序（多数赞同或一致同意）通过，贷款协定便告成立。

B. 政府贷款协定的订立。

政府贷款协定的贷款方一般都是发达国家，借款方是发展中国家。这种双边或多边援助贷款协定的订立通常都是以当事国之间的友好关系为前提。一般有两种方式：一种是两国政府先已就援助事项达成协议，然后由贷方办理对外政府间贷款的专门机构或金融机构与受援国金融机构签订具体的贷款协定，以履行前述政府间协议；另一种是贷款方办理援助贷款的机构直接和借方受援部门签订具体的贷款协定。

C. 国际金融组织贷款协定的订立。

国际金融组织贷款协定的订立有两种情况：

a. 国际金融组织章程的通过，本身就意味着对成员国贷款协定基本达成。因为国际金融组织章程中已详细规定了各种贷款的条件和程序。成员国申请贷款时无需再具体谈判和签订新的贷款协定，只按章程的有关规定办理

即可。

b. 大部分国际金融组织章程只规定了向成员国贷款的一般要求。当成员国申请贷款时，它首先必须按该组织一般要求提出贷款使用计划，交国际金融组织的主管部门初步审查，然后，该组织派人到借款国作实地调查。在此基础上，再由有关专家对计划作细致的审查，并向国际金融组织负责人提出推荐报告，经批准后，还要求借款方和国际金融组织签订正式的贷款协定。

(4) 国际贷款协定的主要条款。

国际贷款协定规定了借贷双方的具体权利和义务。其主要条件为：

A. 贷款货币。一般规定有三种形式：a. 单一贷款货币，即确定以一种货币贷款。b. 选择贷款货币，即借款方在提款时可以在约定的几种货币中选择一种货币，或在贷款转期时选择另一种货币。c. 综合贷款货币单位，即以欧洲货币单位（ECU）、特别提款权（SDR）作为贷款货币。

B. 贷款期限。国际贷款协定所规定的贷款期限，指从协定生效之日起到全部本息还清为止的整个时期。

C. 贷款额度。贷款额度因贷款期限长短而有所不同。一般期限越长，额度也越大。

D. 贷款利率。分为固定利率和浮动利率两种。后者常以伦敦同业银行拆放利率加上一定的附加利率计算。有时在浮动利率贷款协定中也确定最低利率，当市场利率低于最低利率时，以最低利率为准。无论是固定利率还是浮动利率，都可采用对贷款本金计息的单利或对本息一起计息的复利计息方式。

与利率有关的还有利息期问题。利息期有两个含义：a. 确定利息的日期；b. 利率适用的期限。如浮动利率贷款多采用3个月或半年为一个利息期，到期再确定新利息。利息一般在利息期末支付。

E. 贷款偿还。国际贷款协定规定的贷款偿还方式有三种：a. 到期一次还本付息。b. 规定宽限期和还款期。宽限期指协定签订后到开始还款日止的期间，这段时间只用款不还款。宽限期过后开始连用带还的期间就是还款期。

c. 自支用日起分期偿还。

F. 贷款的提取。国际贷款协定对借贷方提取贷款款项的程序（如事先通知贷款方等）、方式（一次提取还是分期提取）、地点（在贷款方所属国或借款方所属国、或第三国提取）都有明确规定。

G. 各种费用。国际贷款协定除规定本息外，往往还规定借款方承担的其他费用。这些费用包括：a. 管理费，相当于手续费。b. 代理费，即在国际贷款中向代理人支付的有关代理事项的开支。c. 承诺费，即借款人对未按规定及时支用的款项应承担的费用。d. 杂费，主要指国际贷款协定签定前所开支的费用，如交通费、律师费等等。上述费用中的代理费和杂费一般只适用于银团贷款。

H. 违约。国际贷款协定对违约的各种情况以及违约补救措施都有明确规定。

I. 争端解决。国际贷款协定规定解决争端的方式有三种：a. 协商和解，即争端双方当事人互相让步，达成谅解从而解决争端。b. 仲裁，即争端双方当事人约定将争端交给双方同意的第三方裁决。c. 诉讼，即向法院起诉来解决争端。如果采用后两种方式之一，贷款协定大都明确规定解决争端的适用的法律和受理案件的法院或仲裁庭。

J. 税收。贷款协定一般都规定所有因贷款而课征的税收由借款方承担，极少有例外。

2. 国际借贷争议与法律解决方式

国际借贷是跨国界的商业活动，势必涉及两个或两个以上国家的管辖权。如果当事人之间就借贷事项发生争议，那么就不可避免地产生以何种方式解决争议、应适用那一国法律、应由何国法院或仲裁庭来审理等一系列问题。

(1) 国际借贷争议解决方式。

解决国际借贷争议的方式通常有协商解决、司法诉讼和仲裁三种。

A. 协商解决。是指争议双方进行磋商，彼此都作出一定程度的让步，达成谅解，从而解决争议。在国际借贷争议不涉及重大问题或仅仅是一些技术性问题时，当事人一般都谋求协商解决争议。在大部分情况下，协商解决不是必经程序。但许多政府贷款协定常规定协商解决是必经程序，只有在规定期限后仍未能协商解决争议时，当事人才可诉诸其他解决方式。

B. 司法诉讼。指当事人向法院提出诉讼，法院审理后作出判决，从而解决争议。司法诉讼程序虽较为复杂，但也较为完善。国际商业借贷争议大都通过这一方式得到解决。

C. 仲裁。是指当事人在争议发生之前或之后达成协议，愿意将他们之间的争议提交双方约定的第三方裁决。国际金融组织贷款和政府贷款的争议，一般都通过此方式解决。

(2) 国际借贷的法院选择和管辖权的根据。

A. 当事人选择法院，除了要考虑和准据法（就有关协议选择应适用的法律）选择类似的一些非法律因素外，所考虑的法律因素主要是：避免受法律变化或法律限制的影响。贷款方常常不愿选择借款方国家的法院，因为借款方所属国家的法律限制或变化对其法院的审理或执行有很大影响。

B. 在国际借贷争议解决中，法院行使管辖权所依据的因素主要有两个方面：一是当事人是否合意；二是地域管理是否合理。

(3) 国际借贷争议的仲裁。

仲裁是国际借贷争议解决的一条重要途径。

仲裁和司法程序相比较：仲裁裁决一般都是终局的，而司法诉讼则是多级诉讼；仲裁所涉及的争议技术性较强，需要专家调解；而许多司法诉讼涉及技术性问题较少；仲裁常是保密的，而司法诉讼多是公开的；仲裁一般是法院执行的先决条件，在仲裁前不能获得法院的即速判决，而司法诉讼无需先决条件就可作出即速判决；仲裁法庭的选择是排他的，而法院的选择有较大灵活性；仲裁程序不如司法诉讼程序完整发达；仲裁裁决的结果是折衷的，而司法诉讼则常常是胜方得到充分的补救。

不同贷款人对待仲裁的态度有所不同。就国际商业贷款来说，一般很少选择仲裁来解决争议，即使在借款方所属国法律禁止贷款协定选择外国法和外国法院的情况下，贷款方宁可省略有关准据法和管辖权条款。这是因为：第一，国际信贷额度大，当事人不会放过任何主张权利的机会，而仲裁裁决一锤定音，败诉方上诉权的机会受到限制。第二，贷款本身技术性不强，无需专家调解。第三，仲裁裁决的折衷结果对贷款方不利。第四，仲裁裁决的

执行结果（特别是中立国的仲裁结果）是不确定的。除这些因素外，从法律角度看，前面涉及的仲裁和司法诉讼比较的其他方面也表明仲裁并不比司法诉讼对贷款方更有利。

但是与国际商业银行贷款相反，政府或金融组织的信贷却对以仲裁解决争议方式有格外的偏好。世界银行集团及大部分地区开发金融机构的贷款协定几乎无一不以仲裁为解决争议的手段。其原因主要是政治和商业方面而不是法律方面的。

第一，国际金融组织力图避免成员国法院审理贷款争议可能造成的偏袒。

第二，这些组织的贷款大都是为开发目的而不是为了盈利，因此通过仲裁调解争议可避免诉讼所形成的紧张和敌对的气氛。实际上世界银行甚至没有仲裁过一起贷款争议。

第三，国际金融组织在外交权利的主张方面比商业银行强得多。许多事项无需通过诉讼就可以解决。

3. 国际借贷的法律适用

在国际融资中，无论是订立国际借贷协议或者是发行债券，都会涉及到两个以上国家的法律。例如，借贷双方是属于不同国家的法人，借贷的货币可能是第三国的货币等。这就必然会产生这样一个问题：这项国际借贷协议应当受哪一个国家的法律管辖，如果发生争议，应当根据哪些原则来确定它所应当适用的法律。这是属于国际司法领域的问题，通常称之为国际合同的法律适用问题。

双方当事人在协议中明确规定的应当适用于他们之间的协议的法律，或者双方当事人事先对此没有作出具体规定时，法院根据法院所在国的冲突法规则认为应当适用于该协议的法律，称为准据法。

（1）准据法的确定。

一般认为，每一个国际性的合同都有一个准据法，该合同所引起的问题，大部分都要受准据法管辖，特别是有关合同的成立、合同的履行、双方当事人的权利义务等问题，都要依照合同的准据法来确定。

A. 以明示方式作出的法律选择。明示的法律选择，是指双方当事人在协议中明文规定，同意以某种法律制度作为他们之间的协议的准据法。现在世界各国的法律都普遍承认“当事人自主”的原则，按照这一原则，当事人有权自由选择合同的准据法，法院应当尊重当事人所作出的法律选择。

就国际借贷协议来说，各国法律对当事人选择法律的自由所施加的限制，主要有：协议必须具有国际性；当事人所选择的法律必须与合同或协议有某种自然的联系或接触；当事人所选择的法律不能是为了逃避按照“客观上有联系的原则”本应适用的法律中的某项强制性规定，等等。

借贷协议的当事人在选择协议的准据法时，往往受各种因素的影响，这些不同的因素又各有利弊。因此，当事人必须慎重考虑，以便作出恰当的法律选择。贷款银行和购买债券的投资者，一般都要求适用其本国法或以金融交易中习惯适用的法律作为借款协议或债券的准据法。当事人在选择法律时，还必须考虑到他们所选择的法律在法院所在国是否能得到承认和执行。

B. 在无明示的法律选择条款时如何确定准据法。国际借贷协议和债券通

常都有一项法律选择条款，明文规定它所选择的准据法。但有时它们对其适用的准据法并不作出明示的选择。在当事人没有作出明示的法律选择时，法院一般首先审查在借贷协议或债券上有没有选择适用某一国法律的意思的证明。许多国家的法院认为，接受该国法院的管辖或在该国仲裁就构成当事人默示选择适用该国法律的证据。

在没有默示选择的情况下，许多国家的法律采用所谓“重心说”的原则来确定合同的准据法，即适用与合同联系最密切的国家的法律。另外，还有美国法学者提出的使用灵活标准、硬性推定、适用使合同有效的法律等方法来确定借贷协议的准据法。

C. 选择国际公法为准据法。在国际融资中，双方当事人除了可以选择某个国家的国内法作为借贷协议的准据法外，还可以选择国际公法作为准据法。按照国际法院章程第 38 条第 1 款 271 的规定，国际公法包括：条约、国际惯例、文明国家公认的法律原则、国际法院判例以及有代表性的法理。当事人可以选择其中之一作为协议的准据法。

D. 法律选择条款。国际借贷交易中的法律适用问题虽然十分复杂，但国际借贷协议或债券中的法律条款却非常简短。双方当事人有时还把准据法以外的某个国家的法律规定吸收到借贷协议或债券中去。有些贷款人在同意以借款人国家的法律作为借贷协议的准据法时，往往力图使准据法具有稳定性。此外，有些法律选择条款还规定，在某些情况下可以适用另外一个国家的法律为准据法。

(2) 准据法的适用。

A. 准据法的适用范围。

每一个国际性合同都应当受准据法管辖，但这并不是说凡涉及该合同的一切事项均应受准据法管辖。现在大多数国家都放弃了所谓“分割的原则”，而主张采用单一的准据法。按照这种理论，合同的准据法应当尽可能管辖与合同有关的各个方面的问题，特别是有关合同的实体方面的问题，只有某些必须受其他国家法律管辖的问题，才由其他国家的法律管辖。根据各国的法律和实践，准据法的适用范围主要包括合同的有效性、合同的解释、合同的效力以及合同的履行与解除等方面的问题。

B. 不受准据法管辖的事项。

当事人的地位、能力和授权方式等问题，原则上应按其本国法来确定。如果当事人是政府，应依其本国法；如果是公司，应依其设立地法或主营业所在地法；如果是国际组织，则应依照其章程来确定。

关于合同是否必须采用某种特定的形式订立为有效的问题，现在大多数国家，都主张既可以按合同的订立地位，也可以按合同的准据法来确定合同的有效方式。

关于付款的时间、方式及方法等具体事项，均应按照付款地的法律来确定。

关于外汇管制法，按照国际货币基金协定第 8 条第 2 款 (b) 的规定，凡依据该协定承担义务的国家，在某些情况下，都不得强制执行与其他成员国的外汇管制条例相抵触的“外汇合同”。

关于诉讼程序法，一国法院不能适用外国的法律。因此，有关程序法方面的问题，都必须由受理该案的法院所在地来确定，不能按照合同所选择的外国法来决定。

