

学校的理想装备

电子图书·学校专集

校园网上的最佳资源

人民币汇率改革与金融创新



迎接中国经济发展的新时代 ——贺《对外经贸热点研究丛书》出版

改革开放十几年来，中国在经济发展、社会保障和完善政治体制等方面均取得了举世瞩目的成就。这些伟大的业绩，都是与邓小平的改革开放思想密不可分的。正是这一关于改革和开放的决策，揭开了中国发展史上崭新的一页。经过十几年的共同努力，终于使中国在通向繁荣昌盛的道路上迈出了关键性的一步。

机遇对任何人都是公平的，但又不尽如此。历史上美国、日本都曾把握了机遇，抓紧时间，大大发展了自己并取得了成功。这次中国也面临着机遇，而邓小平毅然抓住了它。中国能不能利用今后几十年的时间，全国上下协力、万众一心来实现中华民族十二亿同胞的愿望——振兴中华呢？我认为十分可能，关键在于稳定、持续而有效地发展。

随着科技不断进步，世界各国之间的相互依存不断加深，这正是所谓“你中有我，我中有你”、“你离不开我，我也需要你”。这种相互依存的局面，既表现在经济上，也表现在政治上，甚至军事上。基于这一点，全世界各种国际经济、金融、科学、技术等方面的组织机构，都应在和平共处、相互依存、取长补短的前提下，求得共同发展，使世界人民都能分享科学技术和经济发展所带来的成果。

既然“相互依存，共同发展”是世界各国间相处的一个前提，那么各国之间相互了解，共同制订并遵守规则就很有必要。中国经过几十年的摸索、实践，终于作出了建设有中国特色的社会主义市场经济的决策。这充分表明了中国政府能高瞻远瞩，有雄才大略。随着中国成为世界贸易组织（WTO）的创始成员国，中国的经济体制向市场经济体制转换的过程也必然会加快。因此，研究中国与世界市场接轨问题就迫在眉睫。对外经济贸易大学一些热心于此事的教授和中国青年出版社的负责人，对这个命题作出了积极的反应，组织了对外经济贸易大学的一些充满活力、颇有才华的中青年教师，及时编写了《对外经贸热点研究丛书》。这是一种有益的尝试，也是对社会的一种贡献。尽管它还是初步的，但有积极意义，我赞成他们的这一举动。长江后浪推前浪，今朝新人展才华。作为一个在半个世纪前也曾热心为我国国际贸易著书立说的老人，对此我感到非常欣慰。我祝愿我国对外经济贸易界能有更多的优秀科研成果问世。

安子介
一九九五年七月于香港

人民币汇率改革与金融创新

一 国际金融与国际收支

1. 确立金融的基本概念

在研究国际金融之前，让我们首先树立一些关于金融的基本概念和思维方式。

我在国际金融的第一节课，总是提问：什么叫金融？

学生的答案五花八门。大抵是说：金融是借钱，是货币流通，是资金的流动，等等。总起来说，关于金融不是一般商品交换，而是货币的独立运动；不是技术和使用价值的学问，而是有关价值的学问，这一点是意识到了。

金融，是货币的流通与信用。

金融不是一般商品的流动，一般商品的流动叫做贸易，但是贸易里面有金融。买卖东西要经过货币中介，要使用汇票、期票、支票和信用卡，有赊购、租赁，有贷款，有信用证，这些都属于金融范围。金融也不完全等于资本的流动，马克思说资本有三种形式：商品资本、生产资本和货币资本，前两种是实物形态的资本，不是金融，但是货币资本；贷款、股票、债券、金融期货、外汇、保险，就属于金融范围。可以说，金融是货币和支付凭证的流通和借贷。

另有一类特殊的金融：商品期货、租赁、土地买卖等，表面是商品而实质是金融，即实质上是价值的独立运动，但是采取了商品的形式。

货币为什么能够流通起来？是因为商品的流通需要货币的流通。一般买卖商品总要付款，这就是货币流通。但在大多数场合，只要不是零售，货币并不总是与商品同步运动。比如批发商甲向生产商乙订购 10 万元家具，当时不能付款，要在 3 个月后将家具卖出以后，才能付款；但是乙方需要先拿到钱去买木材，这笔钱从何而来？如果乙方有钱，可以垫付。甲可以在 3 个月后将家具直接卖给丙，也可以开一张汇票给乙，指明要乙在 3 个月后将票向丙兑现——前提是正好丙方欠甲 10 万元。这实际上是甲把钱借给了丙，又向乙贷款，而由丙在 3 个月以后直接向乙还款。类似的办法还有很多，于是就出现各种各样的商业信用和债权债务关系。

1.1 从商业信用到银行信用

如果甲乙双方都没有钱，乙方可以把汇票卖给银行，当然银行要扣掉 3 个月的利息，10 万元按照年息 8%，3 个月的利息是 2%，要扣掉 2000 元——这就叫做贴现。银行到 3 个月后将汇票向甲指定的丙方要回现金。这实际上是银行贷款给甲方。此时，商业信用就变成了银行信用。

商业银行可以把汇票卖给中央银行——叫做再贴现。中央银行可以改变再贴现率，来控制信用的规模。如果再贴现率太高，乙方宁可不要生产，也不愿意把汇票卖给银行，于是生产就出现下降。再贴现率成为国家干预经济的三大杠杆之一，另两个杠杆是变动存款准备金比率和中央银行参加公开市场买卖——国家介入了金融活动。

1.2 资金有时间价值——时空转换不仅仅是游戏

从贴现引出了一个极为重要的概念——资金的时间价值。

资金有时间价值：今天的 10 万元可以推迟到明年花，但只要不是往地底下埋金子的地主，就要使资金增殖，要跟上社会总资本的运动，至少可以存入银行，假设年息 10%，一年后成为 11 万元。今年的 10 万元就等于明年的 11 万元。这是存款的概念：

$$A = B(1 + R)^n$$

n——时间 A——资金未来价值 B——资金现在价值 R——利率

反过来，未来的资金也可以提前到现在花，明年的 11 万元，贴现到今年来，就是 10 万元，这就是贴现的概念：

$$B = A / (1 + R)^n$$

至此我们可以发现金融一个十分有意思的特性，它可以脱离商品和资金物质形态的限制，成为抽象的价值符号；它不仅可以在不同空间移动，比如把钱从美国汇到英国——如果英国的利率高于美国——去吃利差；也可以在不同的时间移动，把钱从未来提到现在，或者从现在推迟到未来，其价值将随着时间的变化而变化。

到此，我们或许可以理解美国儿童电视剧里，人们可以通过时空隧道，从 19 世纪跑到 20 世纪，不仅仅是一种幻想，而是某种现实规律的形象化的表现。

1.3 收入的资本化

金融，是货币的流通与信用。资金具有时间价值，它的时间价值是以利率为基本依据而变化的。

把未来的资金贴现到现在来花，这一金融现象产生了收入的资本化。

国库券的价格是怎么形成的？

面值 100 元的国库券，年利 10%，1 年期，到期收入 110 元。但是国库券与存款不同，不是支付 100 元，取出 110 元，而是采用“倒扣”的办法；财政部在出售时预先扣除 10 元利息，100 元面值的国库券用 90 元卖出；1 年后用 100 元购回来。

倒扣的数额 = 国库券面值 × 利息率

$$\begin{aligned} \text{国库券出售价格} &= \text{面值} - \text{倒扣的数额} \\ &= \text{面值} - \text{面值} \times \text{利息率} \\ &= \text{面值} \times (1 - \text{利息率}) \end{aligned}$$

股票的价格和地价是怎样形成的？

马克思在《资本论》里说，股票和地价，是没有劳动投入的，没有价值但是有价格。股票价格是股息的资本化，土地价格是地租的资本化。资本化，是收入的资本化，即用股息或者地租除以利率，其含义是：把未来的收入按照年份，贴现到目前，一次性出卖，其出卖的价格就是股价或地价。这说明，所有者是一次性地把未来若干年获取股息或地租的权利，卖了出去。

简单公式是： $P = A / i$

i——利率 P——股价或地价 A——收入：股息或地租

如果加入时间因素如 20 年，就要把每年的收入贴现以后相加，成为理论上的股票价格和地价：

$$\begin{aligned} & \text{1 年} \qquad \qquad \text{2 年} \qquad \qquad \text{3 年} \\ P &= A_1 / (1 + i) + A_2 / (1 + i)^2 + A_3 / (1 + i)^3 \\ & + \dots + A_n / (1 + i)^n \end{aligned}$$

实际的股票价格和地价，是以理论价格为基础，在公开市场上拍卖而形成的。股票价格，取决于股民的经济预期，看涨则先买后卖，看跌则先卖后

买。地价则是许多准备买地的公司，预计收入并扣除可以计算的成木以后，剩下的资金多少，就是可以用于买地的最高价格。各个公司公开竞争，出价最高者买到，地价得以形成。

可以看出，收入的资本化，在数量上是用收入除以利息率，将未来收入“贴现”到目前；在性质上是将自己获得未来收入的权利一次性卖出；而通过资本市场的公开竞争确定实际价格。

利息率是资金的价格，通过利息率的换算和金融机构的操作，可以实现目前资金和未来资金的互相转换，可以将未来资金的收益权标价出售。收入的资本化，是特殊的金融现象。

1.4 结论

在论述国际金融以前，首先建立基本的金融概念和思维方式，十分重要。

金融是货币流通与信用，是资金的独立运动，这种运动具有时空转换特性，使资金具有时间价值。这就使得资金的运动更加灵活和变化无穷。无数金融工具的创新，使运动的灵活性变为现实的操作，大大提高了经济的效率。

资金的价格是利息率，利息率的水平是由资金市场上的供求关系决定的。

通过利息率的中介，可以使收入资本化，产生了股票价格、土地价格这一类特殊的金融范畴。

在资金、股票、土地、国库券市场上进行买卖和商品买卖一样，基本的原则是“贱买贵卖”，即在价格低处买进，在价格高处卖出，在价格低的时刻买进，在价格高的时刻卖出。空间上的价格差构成现货买卖，时间上的价格差构成期货买卖。两者是互相联系的。以最简单的商品买卖为例：北京的毛毯 100 元，新疆的毛毯 50 元，商人就会从新疆买进而到北京卖出。但是运输是有时间的。如果运到以后北京的毛毯落价到 50 元，那么商人就会亏本。

金融——货币的流通与信用不仅仅是借钱，而是包含了十分丰富和复杂的内涵，特别是它的运动速度，比一般商品要快得多，灵活得多；运动形式要复杂得多。这就产生了独立于一般商品运动之外的金融的运动、金融的操作机构和金融的独立学问。

2. 外汇与外汇管制

2.1 五花八门的各国货币

国际金融，所研究的是国际间货币流通与信用。

在一般情况下，各国都不允许外国货币在本国流通。本国居民和法人需要进口或出国时，必须用本市去外汇银行或政府指定的可以经营外汇的非银行金融机构兑换外汇；出口创汇及其它外汇收入，在汇回本国时，应该卖给本国银行，称为“结汇制”。本国法人到外国去投资，或借款给外国人，本市需要兑换成外币；外国投资进来，外币需要兑换成本市。国际金融与国内金融不同的，就是有各种不同的货币互相兑换和买卖，以各种不同的货币计价和计算，因而在技术上更为复杂。

正因为各国之间的货币经常需要互相兑换，所以就形成了货币兑换的数量和价格。在完全的市场经济下，国家不限制外汇兑换的数量，外汇之间的兑换价格，外币与本市之间的兑换价格即汇率，由市场决定；在计划经济下，国家控制外汇兑换数量，规定汇率标准，一切要经过行政部门的审批。实际上，外汇与汇率制度，在于两个极端之间，存在形形色色的外汇管制。

表 1—1 世界主要国家及地区货币（1985 年）

国家	货币		外汇管制情况	定值标准	汇率 (1 ¥ = ?)
中国	人民币	RMB ¥	严格管制	出口换汇成本	3 . 2
台湾	新台币	NT \$	非居民申报制, 限制居民	一揽子货币	39.89
香港	港币	HK \$	1972 年全部自由兑换	与美元挂钩	7.8
澳门	澳门元	Pat	全部自由兑换	与港币挂钩	8.1164
缅甸	缅元	Kyat	限制居民	特别提款权	7.842
印度	印度卢比	Rs Re	限制居民	一揽子货币	12.166
印尼	盾	Rp	基本自由	美元	1125
伊朗	里亚尔	RL RLS	严格管制	特别提款权	84.228
伊拉克	第纳尔	ID	限制居民	美元	3.2169
日本	日元	¥	自由兑换	市场供求	220
朝鲜	圆	Won	严格管制	黄金 卢布	0.94
韩国	圆	W	自由兑换	一揽子货币	890.2
马来西亚	圆	M \$	自由兑换	一揽子货币	2.4265
蒙古	图格里克	Tug	严格管制	卢布	3.3555
菲律宾	比索	P	限制居民	市场供求	20.9
沙特阿拉伯	里亚尔	SRL	自由兑换	特别提款权	3.645
新加坡	圆	S \$	自由兑换	一揽子货币	2.1
泰国	铢	B	限制居民	一揽子货币	26.65
越南	盾	D.	严格管制	计划汇率	91.88
以色列	新谢克尔	NIS	自由兑换	一揽子货币	1.4995
尼日利亚	奈拉		部分管制	美元	1
南非	兰特	R	限制居民	美元	0.391
阿根廷	奥斯特	\$ A	自由兑换	美元	0.8

续前

国家	货币		外汇管制情况	定值标准	汇率(1 ¥=?)
玻利维亚	诺	\$ b	自由兑换	市场供求	1.69
巴西	克鲁扎多	Cr \$	自由兑换	市场供求	1989年 11.358
加拿大	圆	Can \$	自由兑换	美元	1.3975
美国	美元	US \$	自由兑换	市场供求	ISDR=1.09842
法国	法郎	FF	自由兑换	市场供求	7.561
德国	马克	DM	自由兑换	市场供求	2.4613
意大利	里拉	Lit	自由兑换	市场供求	1678.5
荷兰	盾	Gld	自由兑换	市场供求	3.0448
葡萄牙	埃斯库多	ESC	部分管制	一揽子货币	157.49
西班牙	比赛塔	Pta	限制居民	美元	154.15
瑞典	克朗	SKr	自由兑换	市场供求	7.6155
瑞士	法郎	SF	自由兑换	市场供求	2.2809
英国	英镑	£	自由兑换	市场供求	1 英镑=1.4445 ¥
澳大利亚	圆	\$ A	自由兑换	一揽子货币	0.6809
新西兰	圆	\$ NZ	自由兑换	市场供求	0.4985

2.2 外汇：不仅是外国钞票

外汇 (Foreign Exchange)，是“国际汇兑”的简称，指一个国家兑换另一个国家的货币。外汇主要是指外国钞票，但是不仅仅是外国钞票，还包括：以外国货币表示的，用以进行国际结算的支付手段。

国际货币基金组织 (International Monetary Fund, IMF) 对于外汇的定义是：

“外汇是货币行政当局 (中央银行，货币机构，外汇平准基金组织和财政部) 以银行存款，财政部库存，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。”

我国《外汇管理暂行条例》的定义是：外汇是指外国货币，包括钞票、铸币等；外币有价证券，包括政府公债、国库券、公司债券、股票、息票等；外币支付凭证，包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄等；其他外汇资金。

以上定义说明了外汇的几个特点。

——外汇不仅是外国钞票，也包括其他信用工具和有关证券；

——外汇必须是以外币表示，而不是以本币表示；

——外汇必须是能够在外国获得补偿的债权，外国人拒付的票据是不能够称为外汇的；

——外汇必须是能够兑换为其他支付手段的外币资产，即用可兑换货币 (Convertible Currency) 表示的支付手段，以不可兑换的货币表示的支付手段，不能作为外汇。

2.3 外汇管制：使外汇成为稀缺资源

外汇管制 (Foreign Exchange Control)，指国家直接控制外汇兑换的数量和价格。出口和其他渠道获得的外汇，必须按照政府制定的外汇价格——牌价汇率，全部结售给政府指定的外汇银行；所有外汇资源的分配集权于有关当局；进口和其他的外汇需求必须首先向当局申请，得到批准后，按

照当局制定的牌价汇率购买外汇。在外汇管制下，外汇成为一种稀缺资源，社会公众和厂商不能把持有的本国货币自由地兑换成外汇，本市的流通被界定在本国范围以内。

外汇管制的要素包括以下几个方面：

——机构。一般由政府授权中央银行作为执行外汇管制的机关。英国和日本由财政部管理。许多国家包括中国在内，专门成立了外汇管理局。中国的外汇管理局隶属于中央银行，中央银行副行长兼任外汇管理局局长。

——管制对象。居民（Resident），是指在外汇管制国家以内居住和营业的本国和外国的自然人和法人。非居民（Non-Resident），是指在外汇管制国家以外居住的自然人和法人。外汇管制对于居民和非居民，待遇是不同的。

——管制目标。包括外钞，外国铸币，支付工具（汇票，期票，支票，旅行支票等），有价证券（股票，公债，公司债券，人寿保险单，存折），黄金，白银，白金，钻石等等。

——管制范围。包括对贸易收支，非贸易收支，资本收支，银行帐户存款，汇率，黄金和现钞等进行管制，不准自由汇出和携带出入境。对于各种项目的管制程度，可以有许多不同，构成了各种各样的外汇管制。

2.4 外汇管制与货币可兑换性

外汇管制，与货币可兑换性，有着密切的联系。所谓货币可兑换性，是指一种货币兑换别种货币或支付手段的能力。按照货币可兑换性程度，可以分为：

——可自由兑换货币。按照《国际货币基金组织章程》第八条规定：成员国对国际经常性交易的资金支付和转移不加限制，不实行歧视性安排或重汇率制，有义务随时按照别国要求换回其经常性往来中结存的本国货币，该货币即为可兑换货币。第十四条规定了过渡措施，即成员国可以在一段时期内，维持其加入基金时正在实行的，对经常项目的支付和转移的限制。到1990年底，世界上已经有60多个国家接受基金章程第八条义务，成为货币可自由兑换国家。

——可自由兑换货币，分为不完全自由兑换货币和完全自由兑换货币。不完全自由兑换货币是局部的自由兑换货币，只有厂商和公众能够在国内不受限制地用本国货币从金融机构购买外汇。如果一国货币不仅能在国内，也能在国外和国际外汇市场上自由兑换成其他货币，同时在任何项目下都可以自由兑换，就是完全自由兑换货币。在国际结算、国际信贷、国际储备三个方面都能为国际社会所普遍接受和承认的，完全可自由兑换的货币，即成为国际货币，例如美元、英镑、日元、马克等。

——有限度可兑换货币，是指本国货币实行一种介于完全和不完全自由兑换之间的体制，即在货币持有者身份、交易方式、资金用途、支付方式等方面采取一定限制。只有很少的国家实行完全不可兑换的货币制度。

可以看出，货币可兑换性的高低，主要取决于外汇管制程度。外汇管制严格的，货币可兑换性弱；外汇管制不严格的，货币可兑换性强；完全没有外汇管制的，货币是完全可以自由兑换的货币。但是，真正要取得国际货币资格，则需要国际上普遍接受，作为结算、信贷和储备手段才行，这就不是自己国家取消外汇管制，宣布自由兑换，就可以达到的了。

3. 国际收支

3.1 从宏观角度看外汇流量

一个人，一个家庭，一个企业，每年每月都会有一个收支表，记载收入多少，支出多少，这是从微观角度看收支。如果是外汇收支，对企业来讲，叫做外汇平衡。如果不平衡，可以使用本市，买卖外汇，达到外币和本市都平衡。

一个国家，要从宏观角度看外汇收支。各国之间在经济、政治、文化等各方面的交往，必然产生国家之间的债权债务关系，到期要进行结算，这就引起国家之间的货币收入与支付。一个国家在一定时期，一般是1年内的外汇收支，称为国际收支。这种以外汇现金统计的国际收支，是比较老的方法。由于信用的发展，许多项目虽已发生，但没有付款；有的已经付款，但没有发生。于是新的国际收支概念，不再以现金为基础，而是以实际发生的经济活动为基础。只要实际经济活动已经发生，无论付款与否，都计入当年的国际收支；如果实际的经济活动没有发生，即使已经付款，也不能计入当年的国际收支。

这种以交易为基础的国际收支概念，反映在国际货币基金组织的手册中：“国际收支是某一时期的统计表，它表明：1.某一经济体同世界其余国家或地区之间在商品、劳务以及收益方面的交易；2.该经济体所持有的货币黄金、特别提款权以及对世界其余国家或地区的债权、债务的所有权的变化和其它变化；3.为平衡不能抵消的上述交易和变化的任何帐目所需的无偿转让和对应项目。”

可以看出，新的概念，不把国际收支看成是一个实际支付的帐目，而看成是一个实际经济活动的“统计表”和“系统记录”，这反映了在国际经济活动中，由于信用的发展，外汇支付已经和实际经济活动脱节。

3.2 国际收支平衡表

国际收支平衡表(Balance of Payment Statement)是指，一个国家在一定时期内，所有对外外汇收支总额的对照表。

主要的项目是：

1.经常项目(Currency Account)

——贸易(Trade)：进口，出口。

——劳务(service)：运费，保险费，旅游费，互派大使和代表团的费用，利息股息利润汇出，等等。

——单方面转移(Transfers)：汇款，年金，赠与，援助，赔款等。

2.资本项目(Capital Account)

——长期资本：借贷期在1年以上的资本，包括直接投资，证券投资。

——短期资本：借贷期在1年以内的资本。

3.分配的特别提款权(Special Drawing Rights)

4.错误与遗漏(Error and Omissions)

5.官方储备项目

看懂国际收支平衡表，对于分析经济形势是非常重要的。外汇储备对于经济发展的意义，我们将在“人民币汇率的变化与改革方向”一章中，结合人民币汇率详谈。

3.3 国际收支不平衡的调节

国际收支不平衡，包括两种情况：外汇收入大于外汇支出，称为顺差(Surplus)；外汇支出大于外汇收入，称为逆差(Deficit)。

对于国际收支不平衡的调节，是政府宏观调控的四大任务之一。政府宏观调控的四大任务即经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡。调剂国际收支的不平衡，可以调节各个项目的任何一个或者几个项目。顺差时可以增加进口，鼓励海外投资和旅游；逆差时可以增加出口控制进口，引进外资，发展国际旅游，鼓励劳务输出。

到最后的不平衡，可以用“官方储备项目”来平衡，包括外债和储备增减两项，当顺差时，可以增加外汇储备，向国外贷出款项；当逆差时，可以减少外汇储备，或者借入外债。作为国际收支平衡表，最后必然是收支平衡的。

对于深层次的国际收支不平衡的调节，需要变动国内宏观经济政策。

——当顺差时，可以将汇率升值，扩张国内经济，以增加进口，同时因为国内物价上升，出口会减少，这样，顺差就会减少。

——当逆差时，可以将汇率贬值，收缩国内经济，减少进口，国内物价下降，出口增加，这样，逆差就会减少。

这是变动国内经济，求得外部平衡的办法，同时国际收支也可以主动进行调整，以求得内部平衡。在一个时期内，当然应该做到国内外经济双平衡。在以后的分析中我们可以看到，中国在建国 40 多年来是如何被外汇不足所苦恼，到了 1994—1995 年，又如何被突然膨胀的外汇储备所折磨。

3.4 几个数字“小游戏”

既然我们已经谈到了国际收支平衡表，那么顺便来谈谈统计问题。

研究经济学，数字统计是基本功之一，国内外的统计方法往往有差距，国内的统计又十分不完整、不准确，要搞清楚，有时候并不容易。试举几例：

——我国进口数字，有两种口径。一个是经贸部数字，一个是海关数字。经贸部数字每年比海关数字要少 100 多亿美元。原因是，经贸部只统计进口以后，向国内市场销售的部分，而海关是按照入海关的登记，只要入了海关，不管是在国内市场销售，还是加工之后再出口，都算做进口。因此，每年 100 多亿美元的加工出口，都计算为进口。这显然是高估了我国的进口。但是我们对外是愿意公布海关数字的，以免国际上说我们出口太多，进口太少。

——我国与美国的贸易，美国方面一直鼓吹对中国予以制裁，因为每年对美国贸易顺差 100 亿美元；而我国数字，对美贸易不仅没有顺差，而且有逆差。这 100 多亿美元的出口，是经过香港向美国出口的。大陆商品经过香港出口美国，究竟算做中国向美国出口，还是算做香港向美国出口，成为争议问题。1997 年回收香港后，香港作为中国的一个特别关税区，仍旧是独立进行统计，问题还是有争议的，当然根本问题不在统计，而在中美双方的利益和政治关系。

——我国 1992 年的外汇储备，有两种数字，一说是 200 亿美元，这是指国家可以动用的外汇；一说是 400 亿美元，包括了中国的外汇头寸。

——我国 1993 年的外贸情况，公布为 120 亿美元的逆差，即进口比出口多 120 亿美元；实际上，外汇储备不仅没有减少，反而增加了。这是因为外资大量进入中国。在数百亿美元的进口中，有 160 亿是外国直接投资，即外国企业以设备进口做投资，虽然记为进口，但是中国方面没有支付现汇。这样，在进口帐上多记了 120 亿美元，但是在资本输入帐上，又多了 160 亿美元。所以在贸易项目是逆差 120 亿美元，而在总的国际收支上，反而是 40 亿美元的顺差。

——按照不同的方法计算的人民币汇率，相差 7 倍之多，成为国际级的大争议。本书将在第六章人民币预测中，结合汇率理论详细分析。

——对于中国关税的估计：1992 年以前按照算术平均数计算的关税是 36%，按照几何平均数计算的关税是 22.5%，后者是以实际进口数量为权重，分别乘以名义关税率计算出来的，反映了我国实际关税的征收情况。但是中国存在名义繁多的减免税措施，在行政主管部门和海关行政领导人手中掌握着减免关税的权力，每年正式批准减免的关税，估计占名义关税的一半。1992 年以后，中国经济的失控和腐败更加严重，这一年进口数量最大，据海关统计是 806 亿美元，减去“三来一补”等在国内加工后又出口的部分，真正在国内市场上销售的进口额，估计是 650 亿美元，按当期 1: 5.8 汇率换算为人民币，是 3770 亿。1992 年海关征收关税 270 亿元人民币，创历史最高水平，实际征收的关税率是 7%（270 除以 3770）。如果将大约 100 亿美元走私算上，进口总额是 750 亿美元，换算为 4350 亿人民币，以 270 亿除以 4350，关税率是 6%。如果把走私的 100 亿美元按照 20% 的关税率计算，应该征收 116 亿人民币的关税，逃掉的关税相当于征收的 42%。这样的统计绝对不是没有意义的，比如对估计“复关对于中国的影响”这样的大问题，显然可以提供重要的根据。

3.5 国际收支平衡表的“平衡项目”

一张简化了的国际收支平衡表是这样的：

单位：亿美元	分 析	
经常项目	- 60	经常项目逆差 60 亿美元，原因是：
进口	- 160	进口 160 亿美元
出口	+100	出口 100 亿美元
资本项目	+20	资本项目顺差 20 亿美元，
平衡项目	+40	总的国际收支逆差 40 亿美元，由官方储备下降弥补

分析似乎很简单。但是其“诀窍”在于，官方储备下降 40 亿美元，在国际收支平衡表中，不是负号，而是正号。这是由于平衡表的技术性质所决定的。平衡表，要求收支平衡。实际上是不可能完全平衡的，这就需要有一个“平衡项目”在技术上来平衡，使得一个平衡表算下来，收支相抵，其和为零。于是，平衡项目的符号就需要与一般符号相反，支出是正号，收入是负号。这个问题，在我每次对于学生的“国际金融考试”中，都有 1/4 的学生答错。

4. 国际储备与国际清偿能力

国际储备 (International Reserve) 是一国货币当局持有的，用于国际支付，平衡国际收支，维持汇率的各种形式的国际储备资产的总称。

一个国家的国际储备包括：黄金储备、外汇储备、普通提款权和特别提款权。

战后国际经济领域出现了三个国际组织：世界银行负责长期贷款和投资，关贸总协定负责贸易，而国际货币基金组织负责汇率和短期借款。会员国要按照自己在基金中的份额，交纳本国货币，其中有 25% 必须是黄金或可兑换货币。于是，国际货币基金组织，就具有一个巨大的、由各国货币组成的“货币篮子”。当一个国家出现国际收支逆差的时候，可以向基金借任何

一个国家的货币。

普通提款权，就是指各会员国向基金认缴份额的可兑换部分。由于会员国可以随时借到相同数目的款项，等于在基金中有一部分“储蓄头寸”，因此算做一个国家的国际储备。

特别提款权(SDR)，是国际货币基金组织创造出来的一种新的储量资产。不发纸币，只在各会员国中央银行记帐，每年按照份额分配一次，可以用做各会员国政府之间的支付。开始发行时与美元等价，1特别提款权等于1美元，后来美元逐步贬值。现在，特别提款权在国际货币体系中，具有了越来越大的价值标准，支付手段，储备手段的货币职能。

国际清偿能力(International Liquidity)，包括国际储备，但是不等于国际储备。一个国家的国际清偿能力，即还债能力，不仅仅看它的国际储备的多少，而且要看它的向国外筹借资金的能力。就是说，借新债以偿还旧债的能力。在金融上，一个国家或企业能借到多少钱，不仅仅取决于有多少自有财产和外汇可供还债和抵押，也取决于这个国家或企业的“筹款能力”，即它的金融联系和信誉。如果能够随时筹借到上亿美元，那么外汇储备即使不多，国际清偿能力仍旧很强，就可以借到更多的钱。

国际储备的结构变化的几个特点

——外汇储备代替黄金，成为主要的国际储备资产。80年代，黄金在国际储备总量中占10%，到1988年下降到6%；

——马克与日元的比重上升。1987年，各国官方储备资产的结构是：美元67.1%，英镑2.6%，马克14.7%，法郎1.2%，瑞士法郎1.6%，荷兰盾1.1%，日元7%，其他货币4.7%；

——特别提款权比重上升，但是仍旧没有能够成为主要的国际储备资产；

——国际储备大部分在发达国家。1988年，发达国家占65.1%，发展中国家占34.9%，石油输出国占7.5%，非石油输出国占27.5%；

——黄金的收益最高，但是流动性差；美元则因为贬值，二者在国际储备中比重下降。说明国际金融的某些特点：在各种货币中，偏爱流动性高又有升值趋势的货币。

——外汇储备的水平，并不是越高越好，资金不流动，就没有价值。而外汇储备的高低，受到一个国家的汇率制度、外贸依存度、国际信誉的影响。

5. 结论

1. 外汇与外汇管制，是讲外汇的数量问题。外汇不仅仅是外国钞票，也包括其它信用手段和支付凭证，当然它们必须都是以外币单位所表示的，为外国某一经济主体所承认、并且兑现的。

外汇管制使外汇成为稀缺资源，是一个重要观点。它说明，一开始时可能是因为外汇短缺，才实施外汇管制，但是一旦实施了外汇管制，外汇就越来越成为稀缺资源。越管制，外汇越不够用，不管制了，外汇反而没有人要了——好比1994年的中国。这说明，短缺主要是一种体制现象，而不是自然现象，短缺是计划经济造成的，又是计划经济的存在条件。只有消除计划经济，才能消除短缺。

2. 国际收支，是以一个国家为单位，以1年为单位，看一个国家的外汇支出和收入情况。顺差和逆差，各自有调节方法。保持国际收支的动态平衡，是一个国家宏观调控的四大目标之一。其它三个是：经济增长，就业增加，

物价稳定。它们是衡量国内经济平衡的标准，而国际收支平衡，是指国内外经济平衡。3. 国际储备主要是外汇储备，这是一个国家维持国内外经济平衡的关键。在研究宏观经济形势时，要经常注意外汇储备的数量，这是静态指标。动态指标是国际收支状况，二者共同构成一个国家的国内外经济平衡与否的标准。

清偿能力比储备更为重要。如果一个国家的信誉好，借款能力强，就可以减少外汇储备数量，提高运用资金的规模和效益。

最后，要注意在基本统计和分析上过关，首先是看到数字和公式不头疼，然后能够取舍、分析和应用。学会了哲学和数学，学经济就不难；学了经济，再接受政治、文学、法律、历史、文化，似乎要比从其它学科进入经济，更容易些。可能就是因为经济学枯燥、抽象的缘故。因此，具备一个周密、灵活的好的思维方式，掌握适当的分析方法，可能是最重要的。

二国际货币体系与汇率制度

1. 国际货币体系

1.1 国际货币体系的概念与要素搭配

国际货币体系(International Monetary System), 是各国政府对货币在国际范围内发挥世界货币职能, 所确定的原则, 采取的措施和建立的组织形式。

一个货币体系, 有几个要素:

——定值标准: 各国货币根据什么确定自己的比价。作为国际货币体系, 最早是采用黄金做价值标准, 战后采用黄金和美元双重标准, 1973 年以后, 采取特别提款权和货币篮子作为定值标准。

——互相比价: 各国货币之间如何确定比价? 在黄金为价值标准时, 两国货币是根据各自的含金量确定各自的比价。比价波动的界限是什么? 在不同的货币制度下, 一般规定 1—2.5% 不等。货币比价的调整, 根据什么原则, 采取什么手段?

——汇率形成机制: 是固定的, 浮动的, 有管理的浮动, 还是组织货币区域, 对内固定汇率, 对外浮动汇率?

——储备货币: 是黄金, 外汇, 还是特别提款权?

根据各种要素的相互搭配, 就产生不同的货币体系。

表 2—1 汇率体系比较

货币要素	金本位制	金汇兑本位制	有管理的浮动汇率制
定值标准	黄金	黄金、本位币	特别提款权与货币篮子
互相比价	含金量	与本位币的比价	多元化选择
汇率机制	固定汇率	固定汇率	管理浮动
储备货币	黄金	黄金、外汇	外汇

1.2 金本位: 典型的南场调节

古典经济学所鼓吹的“看不见的手”, 表现在国际经济中, 是自由贸易和金本位的汇率制度。

两个国家的货币制度, 如果都是金本位, 那么两国之间货币的比价, 就根据含金量来确定。比如, 英国确定, 1 英镑的含金量是 1 克黄金, 美元确定 1 美元的含金量是 2 克黄金, 那么, 1 美元就可以兑换 2 英镑。

金本位制实行的条件: 第一, 是各国货币在国内可以自由兑换黄金; 第二, 是黄金可以自由进出口。

在金本位下, 纸币如果发行多了, 就会大量流向中央银行去兑换黄金, 国家黄金储备少了, 就会收缩纸币发行。其实, 当时真正的货币不是纸币, 而是金属铸币。一个人有了黄金, 可以到铸币厂去铸造金币; 金币多了, 也可以融化成为金块。只要流通中的金币多了, 自动就可以退出流通。在真正的金本位或银本位下, 一般没有通货膨胀的可能。

在金本位下, 两国货币的比价即汇率, 是政府规定各自的含金量时就固定了的。而黄金自由进出口, 是自动维持汇率的机制。

举例:

1 英镑含金量为 1 克，1 美元含金量为 2 克，1 美元兑换 2 英镑。

此时由于特殊原因，在美国发生了美元贬值，1 美元只能兑换 1 英镑。

于是，就会发生货币投机。投机者总是遵循“低处买进，高处卖出”的原则行事的。这时他将怎样投机呢？

他首先要寻找，何处何货便宜？美国美元便宜，在美国以 1 英镑买进 1 美元。换成黄金 2 克，运到英国；按照 1 英镑含金量 1 克，换成 2 英镑。此时投机者已经赚了一个英镑。他继续把 2 个英镑运到美国，换成 2 美元，再换成 4 克黄金运到英国，又换成 4 英镑。

这样投机的结果，会造成黄金大量从美国流向英国。美国黄金储备少了，就会收缩美元发行，美元少了，就会升值，回到与英镑 1：2 的比价。

——投机是市场经济的润滑剂，这点可以从古典的金本位运行中看出来。但是，这种投机必须是不带垄断的。

1.3 金汇兑本位制：双重标准的汇率制度

金本位可以在完全的市场调节下维持经济和汇率的稳定，当然是十分优越的。但是，它具有不可克服的内在矛盾，这就是其赖以存在的基础——黄金本身，不能够适应市场经济的发展。

马克思说，货币天然不是黄金，而黄金天然不是货币。就是说，没有谁一定要把黄金做为货币材料，黄金是因为它的自然性质，才在一定历史条件下成为货币的。其实，黄金作为电线或者装饰品可能是优越的，但是作为货币材料，未必优越。黄金适于做货币的自然性质，无非是：价值高，易于分割，易于保管。实际上，黄金并不易于分割，与金币并存的，有大量辅助货币。黄金的保管费非常高。特别是，黄金分布十分不均衡，主要集中在南非和俄罗斯；更为致命的是，黄金的生产根本跟不上世界贸易的增长。

金本位的存在，与其说是资本主义历史上一个黄金时期，不如说是一个逻辑起点，用它分析市场经济的逻辑，恐怕更有价值。有人甚至怀疑历史上是否真正有过纯粹的金本位。总之，金本位只存在一个不长的时期。一遇战争和经济危机，各国就纷纷禁止黄金出口，停止纸币与黄金的自由兑换，金本位失去了存在的条件，在两次世界大战之间，演变为金块本位制——黄金基本上下能自由兑换和自由进出口，只有大量兑换——以“金块”为单位时，才可以兑换。实际上，在一般交换中，黄金与纸币已经脱钩。

另一种更有意义的货币制度，是金汇兑本位制。就是规定一种重要的货币为本位货币，与黄金挂钩，规定含金量，并维持自由兑换；其他各国的货币，与本位币挂钩。这种制度在第二次世界大战后，作为整个资本主义世界的货币制度，实行了 25 年，取得了很大的成功。

2. 布雷顿森林体制：战后金汇兑本位制

2.1 基本特征：“双挂钩”

第二次世界大战尚未结束，资本主义世界特别是美国和英国，就开始考虑战后世界经济重建的问题，特别是解决“资本主义各国之间由于政治和经济发展不平衡”，所产生的按照实力变化重新瓜分世界的问题。国家资本主义在战后取得了充分的发展，不仅在国内减少了失业和经济波动，在国际上也大大地发展了互相的合作与协调，使斯大林在 1953 年的“资本主义国家之间的战争不可避免”的预言失效。

战后世界各国的合作，在政治上表现为联合国的建立，在经济上表现为三个世界经济组织的建立：贸易上的关税与贸易总协定；投资上的世界银行；

货币上的国际货币基金组织。

新的世界经济组织，既体现了经济与社会一般发展规律，即人类在国际协调和合作方面的发展，逐步取代无秩序的竞争和战争；又是在一两个大国的主宰和支持下进行的，谁有实力，谁就最有发言权，就可以当霸主。同时，谁就要负担更大的义务和责任。在战后一大堆烂摊子上当霸主，也不是那么容易的。

经过 4 年战争，德日战败，英法削弱，苏联削弱且不属于资本主义经济阵营。美国拥有资本主义世界一半的工业生产，3/4 的黄金储备，成为资本主义世界的霸主，进而支配世界的主要事物，是必然的，同时，美国负担了联合国大部分经费，对许多国家如日本实行低关税的鼓励措施，以其实力为背景，支持各国际组织的发展，这点在国际货币体系方面，表现得更为突出。

1944 年在美国布雷顿森林召开会议，筹建联合国的 44 个国家的代表参加该会议，确立了以美国为中心的国际货币体系，实际是金汇兑本位制，以美元做为本位货币。战后国际货币体系的基本内容是“双挂钩”：

——美元与黄金挂钩：固定官价为 1 盎司黄金 = 35 美元；这个比价有意压低了黄金价格，目的在于压制黄金生产，扩大美元作用。美国政府负责维持这个价格，并保证美元自由兑换黄金。

——各国货币确定含金量以后，换算成对美元的比价，也是固定汇率。各国政府有义务维持本国货币对美元的比价，把波动控制在正负 1% 以内；各国货币不能直接兑换成为黄金，只有先兑换美元，再兑换黄金。

2.2 美国国际收支逆差：布雷顿森林体制的内在矛盾

在布雷顿森林体制 (International Gold Exchange Rate) 中，美元成为唯一与黄金挂钩的世界货币，实际上，美元就等于黄金符号。美国拥有随意发行美元，弥补自己的国家收支逆差的特权。就是说其它国家出现国际收支逆差，必须增加出口或者借债弥补，或者收缩国内经济以减少进口，都需要付出真正财富的代价。只有美国可以随意发行美元，美元在理论上可以直接兑换黄金，但是在一定时期内，流出的美元尚不会流回美国兑换美国政府的黄金，于是美元在概念上就等于黄金，可以暂时充当国际经济中一般财富的代表，美国可以大量发行美元，去购买其它国家的商品和企业，美国国内的通货膨胀，可以随意向国际输出。

这种在一定意义上的所谓“白拿白要”的特权，是以美国的经济实力和信誉保证的。美国必须承担以自己的黄金自由兑换美元的义务，必须承担巨额的国际收支逆差，必须使得各国政府、企业和居民信任美元，愿意接受美元。而美国长期的国际收支逆差和美元的信誉，是以美元为中心的国际金汇兑本位制的存在条件。

布雷顿森林体制具有不可克服的内在矛盾，表现为美国大量的国际收支逆差。

美元要想作为有特权的“国际货币”，一个前提条件是，美元必须能够大量流到世界各地去。怎么能够大量流出呢？

——白给行吗？援助是很少的，而且不能构成一种经济机制。

——国际收支顺差行吗？如果美国的国际收支是大量的顺差，其他各国的货币就会流向美国，美元还是流不出去。

——美元要想成为国际货币流向世界，只有在国际收支大量连年的逆差时才有可能。在贸易方面，美国降低了对自己盟国的关税，使得大量盟国的

产品得以向美国出口，比如战后 20 年内，日本对于美国产品的关税税率是 15%，而美国对于日本产品的关税税率是 5%。在投资方面，美国大量进行海外投资。这种战略是为美国以军事为中心向全世界扩张的“超级大国”霸权服务的。

以上政策，主要是根据美国的世界政治军事战略制定执行的，不能说美国在经济上占了多大便宜。相反，其他各国倒是在经济上占了极大的便宜。向美国的高出口，不仅使各国获得了当时十分宝贵的美元，更为重要的是，促进了本国经济的发展，增加了就业。出口是经济增长的“发动机”和“火车头”，1 美元的出口，可以促进本国几倍的国民收入的增长，这是众所周知的“出口乘数效应”。说美国为了称霸世界的政治目标，而丧失了巨大的经济利益，可能更符合于实际。否则，怎么解释美国在不到 20 年的时间内，在经济上就被德国和日本所赶上了呢？

美国以巨额的国际收支逆差，支持了资本主义 20 年的经济发展。因为美国有多少逆差，资本主义其它各国就有多少顺差，其它各国获得经济动力迅速发展，是和美国的扶持，包括以美元为中心的金汇兑本位制分不开的。美国以巨大的经济代价，换来遍布全球的势力范围，包括遍布全球的海外投资网。当美国趋于衰落时，就开始收缩其势力范围。“百足之虫，死而不僵”，收缩起来，也还有巨额财富可以失而复得，比如里根把利率从 5% 提高到 20%，一下子吸引了巨额海外资本，同时解决了美国的长期国际收支逆差和美元贬值问题。以后的过程，就是美国不断收缩其势力范围，降低其国际地位，回收其经济利益的过程，其政治军事地位的下降和经济地位相对的回升，是有联系的。

3. “货币篮子”：人类智慧与伦理的结晶

正因布雷顿森林体制造成美国巨额的国际收支逆差，所以它维持 20 年，实属长命。因为，世界经济恢复以后各国拥有了大量美元，就要用美元向美国政府兑换黄金，美元定价高，黄金十分便宜，到 60 年代初期，就连续出现美元危机：大量美元到黄金市场上抢购黄金，使黄金价格猛升。美元有义务维持黄金官价，就不得不大量抛出黄金以收购美元。美国的办法是：拉各发达国家共同抛出黄金。以致维持了十年的黄金官价，终于无法维持。

1971 年，美国单方面停止了黄金与美元的自由兑换，在自由市场上，金价上升到 1 盎司黄金 200 美元，以后连续上升到 400 美元，最高达到 600 美元。同时美元仍旧维持按照官价，与各国政府之间兑换黄金，称为“黄金双价制”——双轨制并不是中国人的创造。但是这次黄金双轨制，不过两年多，到 1973 年，美国终于完全停止了兑换黄金的义务，宣布美元与黄金脱钩，听凭美元在国际市场贬值。

这一次是美国在经济上真正地“坑”了西方的盟友。各国储存的大量美元，不再能够低价取得黄金，只能任其日益贬值。美元虽然仍旧有实力作为主要的国际储备手段和结算手段，但是已经无法任意发行，因为它无法自由兑换黄金。失去了发行特权和信誉的美元，不再具有稳定的性质——以前这种稳定，是依靠美国的经济力量，维持美元与黄金的固定比价和自由兑换造成的。

作为国际货币体系的最重要职能——价值标准，由谁来承担呢？

——特别提款权行吗？新的国际货币体系确实规定，特别提款权代替美元作为定值标准。但是，特别提款权的价值又由什么决定呢？开始规定与美

元 1 : 1, 是一个循环决定, 不久, 美元就贬值到 1.4 美元兑换 1 特别提款权。特别提款权也规定了含金量, 但是, 黄金价值不再稳定, 又怎样解决呢? 问题的关键, 是失去了维持固定比价的调节机制。

——直接恢复金本位行吗? 这是一种开历史倒车的空想。连简单国际贸易都对付不了, 金本位怎能调节如此复杂, 如此规模巨大的国际经济呢? 恢复金本位制的努力不会有成果, 说明完全自由竞争、自发调节的国际经济不会再有, 黄金也将摆脱不成熟的生产力和生产关系所赋予它的“一般等价物”的特殊职能, 回到它的自然状态中去: 去做工业原料, 做首饰项链和戒指。社会赋予一种不怎么样的东西以这么大的职能, 寄希望一种本来就不怎么稳定而且越来越不稳定的东西对于整个货币制度和经济制度做自发调节, 只能说明社会的不发达, 说明人类的智慧和伦理的不发达, 说明人类社会组织协调能力的落后。而目前那些主张恢复金本位的观点, 只能是人类智慧和创造力枯竭的表现。

——实际上, 人类的创造力并没有枯竭, 而且在 25 年后, 比 25 年前创造美元本位的时候更加发达了。1973 年以后, 为了解决特别提款权以何为标准定值的问题, 国际货币基金组织创造了“货币篮子”——合成货币。

“货币篮子”本来早已存在。国际货币基金组织的帐目, 就是由各国货币所组成的一个大的“货币篮子”。1973 年, 专家们挑选出在国际贸易中占前 16 位的国家, 以他们在国际贸易中的比例为权数, 对这 16 个国家的汇率做加权平均, 算出一个平均汇率, 就是特别提款权应该具有的价值, 换句话说, 特别提款权是根据世界 16 个最大贸易国汇率的加权平均数计算出来的, 并且可以每年加以调整。

1981 年, 国际货币基金组织又把篮子里的货币数量缩小到 5 个, 1991 年这 5 种货币权数是: 美元 40%, 马克 21%, 日元 17%, 法郎和英镑各占 11%。为什么以货币篮子计算出来的特别提款权的价值, 可以保持其价值的稳定性呢?

这是因为, 这 5 个国家是世界最大的 5 个贸易国家, 其互相之间的贸易占了世界贸易相当大的部分。一个国家的顺差, 就是另一个国家的逆差, 5 个国家之间的总顺差和总逆差, 基本是相等的。顺差国货币升值, 逆差国货币贬值, 其平均数是不变的。正因为 5 个国家之间的国际贸易不平衡可以在很大程度上互相抵消, 汇率变动可以互相抵消, 因此, 做为加权平均数, 特别提款权的价值可以保持相当的稳定性。

从“货币篮子”的设计, 我们可以看出, 战后国际经济的有序化是大大地发展了, 各国之间协调矛盾的能力大大发展了, 市场经济的导向仍然得以坚持, 市场经济的规律越来越多地被人们所认识、所利用、所调节, 这象征着人类智慧和伦理关系的发展。这是国际社会发展的总趋势, 其经验对于中国的改革也是有用的。

3.1 人类的智慧与组织能力仍然受到挑战

1973 年以后实行新的有管理的浮动汇率, 以“一揽子货币”为特别提款权的定值标准, 以特别提款权为各国货币的定值标准, 波动幅度从 1% 扩大到 2.5%, 克服了黄金价值的不稳定性, 克服了美国国力下降无法维持世界货币稳定所带来的美元危机, 以主要国家的互相协调, 取代了美国一国独霸的局面, 可以说是国际间经济协调能力的一大进步。但是, 又经过 20 年以后, 国际货币制度仍然出现缺点。

最大的缺点是，浮动汇率即市场经济，似乎没有能够解决基础性失衡这一个根本性的问题。按照浮动汇率的性质，是应该能够调节各国和汇率之间的不平衡的。甲国的国际收支出现顺差，货币马上升值；不到1年，顺差自动纠正；出现逆差，货币贬值，促进出口限制进口，逆差消失。各国之间的汇率是经常小幅度变动的，进出口也是互相变动的，可以随时调节国际收支不平衡。

但是，出现了十分奇怪的现象：美国的国际收支逆差越来越大，对日本的逆差超过了每年600亿美元，美元无论怎样贬值，日元无论怎样升值，都无法调节美国对日本的巨额逆差。而且美元的贬值趋势，早已经不是什么“暂时性的”，而是长期性国际收支失衡所带来的。有人用长期竞争力的差距和日元信誉程度高来解释这种现象。但是无论如何，浮动汇率在解决长期不平衡方面是无能为力的。

这无疑会使得国际货币体系出现新的危机，特别是严重的外汇投机，使得浮动汇率逐渐失去稳定性。人类的智慧又在经受新的考验。

4. 结论

战后金汇兑本位制，是以美元为中心的固定汇率制度，它以美国强大的、垄断性的实力为后盾，以美国长期巨额国际收支逆差为代价，取得了可观的成就。一方面巩固了美国的霸主地位，扩大了美国在全世界的势力范围，另一方面促进了资本主义各国的经济复兴。

但是，它的优点同时就是它的缺点。美国国力的降低和国际收支逆差的发展，最终使这个国际货币体系垮台，代之以“货币篮子”即合成货币，做为国际货币体系的定值标准。

了解各种国际货币体系的机制和特征是一项基本知识，在此基础上才能考虑更加复杂的问题。

三汇率：货币的价格

1. 汇率的定义与表示方法

1. 汇率是货币的价格

市场经济，依靠价格起最基础的调节作用。价格受商品的供求关系的影响，当供大于求时，价格下降，供不应求时，价格上升。商品数量的变化，又是由价格所调节的。价格高昂，生产扩大，消费下降，会产生供过于求，使价格回落；价格低落，会使生产下降，消费扩大，产生供不应求，使价格上升。价格受数量的影响，又能够调节数量；价格受生产和消费的影响，又能够调节生产和消费。

政府对于经济的宏观调控，有行政和经济两种方法。行政方法的特征是直接控制数量，基本方法是行政领导层层审批；经济方法主要是通过变动经济参数，影响商品的成本和价格，通过价格的变化，间接影响商品的数量，基本的手段是公开拍卖，特别是政府手中掌握的紧缺资源，如土地、贷款指标、进出口许可证、平价物资、原始股票，等等，通过进行公开拍卖以确定价格。目前中国这类紧缺资源，基本是由行政审批，存在各种优惠，优惠的权力掌握在行政官员手里，成为腐败的温床。因此，目前的中国，市场经济远远未曾完善。

政府用以调控价格的“参数”，包括：利率，税率，汇率等等。政府以市场经济手段进行宏观调控，主要是变动这些参数。参数本身也可以看成是一种价格，利率是资金的价格，工资是劳动力的价格，而汇率是货币的价格：是以外币所表示的本市的价格，或者是以本市所表示的外币的价格。

1.2 1 美元兑换 5 元人民币：谁是商品？谁是货币？

价格是价值的货币表现，或者叫做成本加利润，在我国实行价内税的情况下，还包括税收。在国外实行价外税，税收是另标出的。商品标价 100 + 10 元，说明价格是 1.00 元，消费者多交 10 元是给政府的税收。这样可以明确纳税人的意识，我国早晚要实行价外税。

在一般研究货币与商品的关系时，由于商品总是一个具体的使用价值，比如 1 台电视 1000 元，商品是商品，货币是货币，不可能弄混。但是在货币兑换中，双方都是货币，谁是买主，谁是卖主，搞不清楚。必须指出：搞清这点是十分重要的，否则你在货币兑换方面，将永远是一团乱麻。

货币兑换，比如 1 美元兑换 5 元人民币，谁是商品？谁是货币？

我们规定一条十分简单的原则：外币是商品，买卖对象；本市是货币，支付对象。——你永远不可能自己买卖自己国家的货币，只能去买卖外币。就中国人来讲，主要是指位于中国的银行，它只能以人民币为支付手段，去买其它货币；而美国的银行，只能以美元为支付手段，去买其它货币。

下一步的逻辑，就是判断：何为本市？何为外币？

1 美元兑换 5 元人民币。如果你知道是在那国的银行兑换，就可以知道哪为本市，哪为外币。对于美国银行来说，美元是本市，人民币是外币；对于中国银行来说，人民币是本市，美元是外币。如果把美元和人民币在伦敦兑换；就无法判断了。此时可以根据其它因素分析，比如买卖者是谁，为什么进行等等。

另一种判断办法，是首先知道了汇率的标价方法，从而推算出来的。

2. 技术难点：直接标价和间接标价

汇率有两种标价方法：直接标价(Direct Quotation)：以1个或100个外国货币为单位，折算为一定数量的本国货币。如1美元等于5元人民币，对于中国来讲，就是直接标价。

间接标价(Indirect Quotation)：以1个或100个本国货币为单位，折算为一定数量的外国货币。如1英镑等于5美元，对于英国来讲，就是间接标价。

使用间接标价的，主要是英镑和美元，这主要是因为历史原因，英国和美国曾经先后是世界金融中心，习惯于以自己为标准去衡量别人的缘故。

加上买入价与卖出价，问题就搅得复杂了。从银行的角度出发，买入外汇以后，要加上5‰的手续费，再卖出去，就出现了买入价和卖出价的区别。

在直接标价时，买入价在前，卖出价在后。

比如1美元等于5元人民币，实际上是：

1美元等于4.9 - 5.1元人民币，4.9是买入价，5.1是卖出价。

其含义是：

中国的银行买卖美元时，每买入1美元，支付4.9元人民币；每卖出1美元，收入5.1元人民币。每买卖1美元，赚取0.2元人民币价差。

在间接标价时，卖出价在前，买入价在后。

比如1英镑等于4.9 - 5.1美元，4.9是卖出价，5.1是买入价。

其含义是：英国的银行在买卖美元时，每卖出4.9美元，收入1英镑；每买入5.1美元，支付1英镑。每支付1次英镑，再把英镑收回，赚取0.2美元。

可以看出，由于标价方法的不同，本来是一样性质的外汇买卖，有了不同的表示方法。直接标价与我们的常识相似，因为买卖对象是外汇——美元，并以美元为1，就是说，做为商品一方的美元，单位是不变的，而做为货币一方的人民币，是变化的，增长了0.2元——我们在买卖一般商品时，也是如此。4900元买进一台电视，5100元把它卖出去，赚了200元价差，商品没变，也不可能变，而货币一方是增长了。

但是，间接标价与我们的经验相反。1英镑 = 4.9—5.1美元，买卖对象——商品一方是美元，支付对象——货币一方是英镑。规定以英镑为1，就是说，货币支付一次再收入一次，没有变化，还是1英镑；银行赚的手续费在哪里呢？在商品一方：美元增长了。在英国的银行买卖美元时，开始是卖出4.9个美元，收入了一个英镑；然后再把这个英镑支付出去，买回5.1个美元。做为货币的英镑没有增加，但是做为商品的美元增加了0.2元。这在一般商品买卖中是荒谬的，一个商人只有赚取货币，没有赚取商品的。电视批发商多赚一台电视，有什么意义呢？但是在货币买卖中，商品是外汇，赚取商品就是赚取外汇——比在直接标价法下赚取本国货币还要好得多。这可能就是以自己货币为标准的好处吧！

3. 固定汇率与浮动汇率

3.1 固定汇率与浮动汇率的概念

固定汇率(Fixed Rate)，是由政府规定的汇率，政府有义务维持汇率的波动幅度，不能超过1%。金本位和金汇兑本位，都是固定汇率制。在某些国家之间实行的“钉住制度”，或者西欧各国货币之间的“蛇形浮动”，都是政府所规定的固定汇率。

在固定汇率下，货币价值上升称为升值（Revaluation）；货币价值下降称为贬值（Devaluation）。这是指固定汇率下法定汇率的变化。

如果法定汇率规定的货币价值高于货币的实际价值，称为货币高估（Overvaluation）；法定价值低于货币价值，称为货币低估（Undervaluation）。浮动汇率（Floating Rate），是由外汇市场的供求关系决定的汇率。一般是有管理的浮动汇率，政府规定的波动幅度比较大。如果货币价值上升，称为上浮（Appreciation），下降称为下浮（Depreciation）。

两种汇率机制的特点，将在下面相互比较中体现出来。

3.2 两种汇率不同的调整方式与调整代价

固定汇率一般不做微调，只是在出现基础性国际收支失衡以后，才由政府做一次性的大调整。

固定汇率的调整代价是很大的。平时把汇率固定起来，而市场经济的供求是经常变化的，要求价格和汇率及时变化，如果维持不变，就要实行外汇外贸管制，损失经济效益；如果在市场经济下维持固定汇率，就要不断变化国内经济，以与涉外经济取得均衡。如德国常年国际收支顺差，德国企业家赚取了大量外汇，到本国出售，德国外汇市场上外国货币多了，本市马克就有升值趋势。但是固定汇率下不允许马克升值，德国政府有义务发行马克，收购美元，以维持汇率不变。这样，德国等于被迫扩张国内经济，制造通货膨胀，扩大本国外汇储备，以维持固定汇率。这对于一战以后饱尝通货膨胀之苦，二战以后坚决不搞通货膨胀的德国来说，绝不是什么福音。

顺差毕竟是一种富裕病。经常遇到国际收支逆差，货币贬值的国家更惨。需要抛出外汇收购本国货币，或者收缩本国经济，维持固定汇率。可以说，固定汇率的实质是以国内经济的波动，来换取涉外经济的稳定，并需要较多的外汇储备来干预外汇市场，在被迫实行货币的大幅度贬值时，对国内经济和外贸的冲击又太大。可以说，实行固定汇率的代价是很大的，国家负担了维持本国货币与外汇比价的责任，而且这个干预外汇市场的责任，主要是由出现国际收支失衡的一方单独承担。

浮动汇率是主要依靠市场规律，自动进行调整，汇率几乎每日都在小幅度波动，给外贸财务和经营带来不稳定，但是没有突然的大幅度的变化。政府干预的义务不大，需要维持或调整汇率时，也是由双方政府共同出面干预，调整的代价较小。

在浮动汇率下，需要经常变化的不是国内经济，而是外贸。当国际收支出现逆差时，货币贬值，出口上升进口下降；顺差时货币升值，进口上升出口下降。进出口的数量是由价格和汇率调节的，是经常变化的，根本不是计划经济下按照计划进出口的概念。由于无法事先由计划规定进出口数量，进口多少，出口多少，主要是看国内外价格的对比。如果国内价格高于国际价格，就进口；国内价格低于国际价格，就出口。可以说，浮动汇率是以外贸的不稳定换取国内经济的稳定。

3.3 汇率应用的不同历史阶段

一般来说，依靠市场机制的浮动汇率，效率较高，代价较小，可以分散风险，体现市场供求关系，比固定汇率优越。但是，它主要适用于经济比较发达的国家。在这些国家，由于国内经济已经足够强大，足够复杂，足够自立，国内各种政治力量存在互相制约的关系不允许国内经济发生大的波动。

国家对外经济关系只是国内经济的次要部分，特别是国内经济不再受到外汇短缺的制约。因此，在汇率选择上，不可能牺牲国内经济的稳定，来换取涉外经济的稳定。同时，发达国家的企业已经足够强大和独立，不需要国家为它承担外汇风险。在固定汇率下，汇率风险是国家代替企业承担的。而在浮动汇率下，汇率风险是企业自己承担的。企业自动承担汇率风险以后，就发展起一套风险防范的机制，通过各种保值措施，利用市场规律来避免外汇风险。再者，发达国家的经济结构比较先进，比较灵活易于调整，进出口商品的价格弹性高，就是说，销售数量对汇率和价格的变动比较敏感，货币升值，出口马上下降，进口马上上升；货币贬值，出口马上上升，进口马上下降。——想要搞浮动汇率调节外贸，起码的条件是本国的进出口商品要对价格和汇率的变动有反映。——正如我们马上就要论述到的，在许多发展中国家和中央计划经济国家，事情往往并不如此。

与发达国家相反，发展中国家往往倾向于固定汇率。在经济发展初期，外汇短缺是致命的弱点，使得发展中国家不得不把出口创汇，放到经济各目标的首位，就连国内经济的稳定，也要服从于出口创汇。出口计划，是经济计划中最重要的计划，只要能够完成出口任务，国家外贸公司亏损多少，一律由国家财政补贴。补贴不起，就采取人民币贬值的办法，促进出口。国家垄断对外贸易甚至对内贸易，为的是挤出国内资源，保证出口。汇率贬值的实质，也是贬低国内资源的价值以廉价出口。因为外汇是经济发展的主要“瓶颈”，所以只要有了外汇，就可以支持整个国民经济的发展和新技术的引进。进口耐用消费品的利润和关税，也是惊人的。于是，计划经济就有所谓“外贸宏观效益论”，认为出口亏损没有关系，只要有了外汇，就可以发挥更高的国民经济整体的效益——这是以进口用汇的高效益为前提的。但实际上，计划经济的审批用汇制，无法提高外汇使用效益；出口计划虽然能够完成，但是出口效益不能提高，成为国家的沉重负担。

在“以出口为生命线”的发展阶段，实行固定汇率，有利于稳定外贸成本，使国家为外贸企业承担汇率变动的风险。为了稳定汇率，即稳定出口，不惜动员国家力量，全力支持出口创汇。在这个阶段，采取固定汇率是有利的。何况，发展中国家没有发达的国内金融市场，过早实行浮动汇率，企业承担全部外汇风险，又没有转移风险的工具，将会造成严重的损失，就像1994年的中国一样。

因此，虽然我们从价值取向上，肯定浮动汇率的优越性，但是也应该做具体分析。不同汇率，适用于不同国家，不同的发展阶段。即使是在全世界普遍实行浮动汇率的情况下，也有许多弱小的国家，采取“盯住”某一个国际货币的办法，与之建立固定汇率，随同这个本位货币一同浮动。最著名的港币，就是在全部自由兑换后，承受不了国际资本向港币投机的压力，与美元建立了固定汇率的。而更为弱小的澳门，则把货币盯住了港币，这是总体浮动汇率中的固定汇率。

3.4 汇率制度的选择

国际货币基金组织（IMF），把汇率制度按照灵活程度分为三大类：

——盯住汇率：盯住某种货币或货币篮子不变，当国际收支出现根本性的不平衡时，允许小幅度波动，但是波动幅度在2.25%之内。

——有限灵活汇率：要求一国汇率相对于某种货币平均每月浮动幅度保持在0.5%以下。

——更为灵活的汇率：不受幅度限制，实行独立自主调节原则。

IMF 成员国对于汇率制度的选择是：

——绝大多数成员国选择盯住汇率，但走势趋减。更多的国家采取更为灵活的汇率。1981 年 143 个成员国中有 93 个采取前者，31 个国家采取后者，1985 年 151 个成员国中有 93 个采用前者，1990 年 151 个成员国中，前者为 89 个，后者增加到 48 个。

——在采取盯住汇率的国家中，盯住美元的国家减少，盯住货币篮子的国家增多。盯住美元的国家，由 1981 年的 38 个减少到 1990 年的 28 个，而同期盯住货币篮子的国家从 21 个增加到 35 个，盯住特别提款权的国家，由 15 个减少到 7 个。

——在选择更加灵活的汇率的国家中，实行有管理的浮动汇率的国家越来越多。1981 年选择管理浮动汇率制度的 18 个，1990 年增加到 21 个，而同期选择独立浮动汇率制度的由 8 个增加到 23 个。

未来国际货币体系，再向固定汇率方向发展，也未可知。总的趋势是把浮动汇率和固定汇率结合起来，采取更加有效控制的浮动汇率。

4. 汇率贬值与价格弹性

汇率变化对于国民经济有什么影响？

我们主要研究国际收支逆差对于经济的影响，顺差的影响是相反的，可以简略。

货币贬值，最主要的作用是促进出口，限制进口。贬值降低了本国商品和劳务的相对价值，使出口上升，进口下降，国内替代品的价格上升，外国旅游者和投资者手中的美元，其购买力提高，刺激消费，从而促进了本国外汇收支由逆差转变为顺差。

贬值促进出口的作用，从微观角度可以看得更清楚。

一个出口商，从中国购买出口商品，假设价格是 10 元人民币，他需要向银行借钱，收购国内产品。出口到美国后，收入 1 美元，就是说，他的“换汇成本”是 10 元人民币——就是说，他每创汇 1 美元，要花 10 元人民币。他是否亏损，要取决于汇率是多少。

如果汇率是 1 美元等于 8 元人民币，那么出口商把 1 美元卖给中国银行时，可以得到 8 元人民币——他是亏损的，不可能继续出口这种商品。国家如果想要出口这种商品，或者给予补贴，或者把汇率贬值到 1:10，此时，换汇成本在 10 元以下的商品全部可以出口了。中国的出口，在汇率贬值过程中得到了发展。

这种汇率贬值，降低本国出口商品的价格，以促进出口数量的增加的情况，是一般的宏观经济规律。在研究这种规律时，我们没有涉及微观基础对于宏观的影响，在这个“降价能够促进销售”的结论上，我们是有前提的，这就是假定出口商品的价格弹性大于 1。

当我们把希腊字母“得尔塔”，引进分析时，就已经超过了纯粹宏观的范围，接触到了微观方面的问题。“得尔塔”是增量的意思，两个增量之比叫做弹性。只有当弹性大于 1 的时候，许多宏观规律才能够正常地发挥，如果弹性小于 1，规律就起相反的作用。

弹性有许多种，我们在这里主要接触需求对于价格的弹性问题。

需求对于价格的弹性 = 购买数量变动% / 价格变动% 汇率贬值 意味着出口商品降价出售。比如电视机，当每台 10000 元的时候，销售 1000 台，总收

入是 $10000 \times 1000 = 10000000$ 元。

如果降价 10%，每台 9000 元，每台首先损失 1000 元，降低的结果，至少要扩大销售 10% 的数量，即销售 1100 台，才能补偿降价的损失，此时的销售额是：

$9000 \text{ 元/台} \times 1100 \text{ 台} = 9900000 \text{ 元}$

而价格弹性是 $10\% / 10\% = 1$

如果要继续赚钱，就只有扩大销售量，即销售数量扩大的幅度，超过降价的幅度，这时价格弹性，就大于 1。比如销售量扩大 20%，即在 9000 元价格上销售 1200 台，此时，销售量增加所获得的利润超过了降价的损失：

$9000 \text{ 元/台} \times 1200 \text{ 台} = 10800000 \text{ 元}$

价格弹性是：（销售量增加比例）20% / （价格变动比例）10% = 2

结论是，降价（在对外贸易中是汇率贬值），只有在出口商品的价格弹性大于 1 时，才能够促进出口。

在宏观分析中引进微观结构，可以看出微观经济对于宏观政策的影响。一个国家的生产结构先进，价格弹性必然是高的，因为只有加工产品特别是耐用消费品，其销售量的变化才与价格变化关系密切，一台彩电或录相机，其价格弹性一定比一斤粮食的高。粮食这类生活必需品，无论价格高低，消费量变化不大。无论是 1 元 1 斤还是 100 元 1 斤，人们总是吃进相同的粮食。所以价格弹性的高低，是区别计划管理范围的一个标志。价格弹性高的，宜于由企业根据市场情况自由定价，随时调整，以及时调节生产和销售。价格弹性低的，由于对于调节销售和生作用不大，宜于由政府定价，保证价格基本稳定。

引进价格弹性以后，货币贬值对于国际收支的影响，就和价格弹性的高低有关系。

——当价格弹性大于 1 的时候，货币贬值可以促进出口限制进口，鼓励国外旅游和投资，从而改善国际收支，变逆差为顺差；

——当价格弹性等于 1 的时候，货币贬值可以促进出口数量，但是不能促进出口额，即以货币表示的出口数量；货币贬值对于改善国际收支，没有多大的作用，是否实行贬值，要根据其它因素确定，比如国内产品积压，就可以实行贬值，如果国内通货膨胀严重，商品紧张，就不必贬值，以鼓励商品内销；

——当价格弹性小于 1 的时候，货币贬值不仅不能扩大出口，反而减少出口收入，此时贬值，不如不贬值。

上面所加入的只是出口价格弹性对于汇率变化过程中的其它影响因素，还有许多，比如进口价格弹性、供给弹性等等。经济结构、经济效率、企业素质等等，都会对宏观政策的实施产生影响。但是在分析汇率变化对于经济的影响的时候，还是遵循抽象方法，把它当作宏观控制问题来谈，其中必然有许多假定，比如假定价格弹性大于 1，等等。

5. 国内外经济“双平衡”

5.1 四个宏观目标的相互关系

国家对宏观经济的调控，一般有四个主要目标：经济增长，充分就业，物价稳定，国际收支平衡。前三个是国内经济目标，后一个是涉外经济目标。四个目标的统一，意味着国内外经济总体平衡。但是在国内经济与国际经济之间，存在着矛盾，使得有时宏观经济政策很难兼顾。

	国内形势	国内政策	国际收支	对外政策	国内外目标
1.	衰退	扩张	盈余	扩展	一致
2.	通货膨胀	收缩	赤字	收缩	一致
3.	失业	扩展	赤字	收缩	不一致
4.	通货膨胀	收缩	盈余	扩展	不一致

如表所示，第一种情况，国内经济衰退，需要扩张经济；同时国际收支是顺差，也需要扩张经济，扩大进口。此时国内外经济目标是一致的。如同 1992 年中国的经济那样。经过三年治理整顿，中国国内经济收缩，物价低落，同时积累了 200 亿美元的外汇。此时，无论就国内经济还是国外经济目标，都指向经济扩张，由此奠定了后几年经济高速增长的基础。

第二种情况，国内通货膨胀，需要收缩经济；同时国际收支是逆差，需要收缩经济，减少进口。此时经济政策的内外目标也是一致的，好比 1993 年中国的情况。

第三种情况，国内经济衰退，需要扩张经济；但是国际收支逆差，需要收缩经济，国内外政策目标发生矛盾。此时的办法是将汇率贬值，一方面促进出口，改善国际收支；一方面减少进口。必须强调，货币贬值必须和国内经济紧缩相配合，才能真正起到促进出口的作用。但是此时经济衰退，需要扩张经济，很难采取紧缩政策。能否坚持宏观紧缩，是政策成功的关键。国内紧缩，可以使物价下降，出口成本降低，出口可以带动国内的需求和生产；另外，国内经济的紧缩，特别是利率的提高，可以大量吸引外资进入，很快解决国际收支逆差的问题。刺激国内经济的任务，不能由金融政策实现，但是可以由财政政策实现，比如采取减税方法刺激投资。——美国 80 年代的里根政策，正是面临国内经济衰退和国际收支逆差的双重困境，采取了提高利率，减税和减少政府开支的一揽子措施，同时解决了经济衰退和国际收支逆差的问题。其代价是美国势力范围的缩小，由资本输出国变为资本输入国。

第四种情况，国内通货膨胀需要收缩经济，国际收支顺差需要扩张经济。此时的办法是将货币升值，鼓励进口和向海外投资，以达到国内外经济的均衡，如同德国和日本的情况。

5.2 国际经济政策的互相干扰与协调

各国之间的经济是互相联系的，一国的逆差必然是另一国顺差，一国货币贬值，必然是另一国货币的升值。各国宏观经济政策也是有联系的。A 国刺激经济，扩大国内需求，进口必然扩大，这就需要从其它国家增加进口。如果 B 国正好收缩经济，物价下降，出口旺盛，那么两国的经济政策正好是互补的。也有互相矛盾的时候，特别是各国都想向其它国家多出口，而少进口，在 30 年代大危机时期，各国纷纷将货币贬值，向外国低价倾销，最后为争夺市场和势力范围，发生了战争。

战后 20 年，在美国经济实力的支持下，世界贸易自由化取得了进展，各国之间的协调显著增强了，经济一体化、区域集团化迅速发展，甚至出现了欧洲的统一。西方七国首脑会议及其他数不清的国际合作，说明了经济政策之间的国际协调是多么的重要。浮动汇率的实行，也加强了汇策国际协调的必要性。保护主义的潮流，虽然也正在兴起，但是各国之间的互相合作，无疑是主导的趋势。中国涉外经济政策和国内经济政策的制定，也越来越多

地受到国际经济的制约，需要更多地与国际社会进行协调和合作。近来美国一再指责中国，操纵汇率，对外倾销。是非暂且不论，我国的对外贸易经济，不可能不与国际社会协调，不受国际社会制约，这一点是越来越明确了。

6. 结论

1. 汇率的本质是价格，是货币的价格，是以外汇表示的人民币的价格，或者是以人民币表示的外汇的价格。

在货币的互相买卖中，仍然有一方是商品，做为买卖对象；另一方是货币，做为支付对象。在任何情况下，商品只能是外币：你不可能买卖自己国家的货币，只能去买卖外币，而支付本币。

正确区分本币和外币是十分重要的。外币市场在哪国，那国的货币就是本币。

直接标价法是以外币为一，间接标价法是以本币为一。

直接标价法，买入价在前，卖出价在后。间接标价法卖出价在前，买入价在后。

2. 从汇率机制的不同，可以分为计划决定的固定汇率和市场决定的市场汇率两种。从两者的比较看两种汇率的各自特点，便于综合分析问题。

固定汇率的实质是以国内经济的波动来保持对外贸易特别是出口稳定，并由国家承担汇率变化风险，承担维持固定汇率的义务；浮动汇率是以对外贸易的波动来维持国内经济的稳定，汇率波动的风险、由企业自己承担，并发展起一套保值措施。

从各国的选择来看，选择有管理的浮动汇率，并以合成货币为定值标准，是一个趋势。

3. 进出口价格弹性的引进，使得宏观调控的作用，包括汇率调节打了折扣。只有在价格弹性大于1的情况下，经济参数（利率，汇率，税率，价格）的变动才能够达到预定目标。在研究宏观政策的时候，一定要注意它的微观基础。

四 远期汇率与远期外汇买卖

1. 汇率风险

在生活中，有各种各样的风险，也有各种各样的保险。比如坐飞机，你如果怕出事，可以花钱买一份保险，如果出事，你的家属可以得到一大笔赔偿；如果不出事，你实际上是白花了这份保险费。但是因为你没有出事，保险费又不高，它实际是根据事故出现的概率设计的，多数不出事的人为少数出事的人出赔偿费，这个多数人由于没有出事，即使多花一些钱，还是比出了事的幸运得多，高兴得多。

市场经济的基础是价格机制，基本的风险当然是价格风险。

在商业上完全没有价格风险的买卖是零售，一手交钱，一手交货。涉及批发加工和外贸，一般是3个月后交货付款，就有价格风险。商人在1月份订购一批电视机，合同上规定单价10000元，3个月后交货付款。到4月份，电视机批发价格上升到11000元。他仍旧可以按照10000元得到，当然是赚钱。对方肯定是亏本。

在国际贸易中的价格风险，除了具体商品价格的变化以外，还有汇率风险。汇率风险也是一种价格风险。

1月份，中国企业甲购买50000元人民币的商品向美国出口，美国企业乙将在3个月后收到商品并付款10000美元，这是按1月份汇率1:5计算的。到了4月份，人民币贬值为1:6，10000美元汇到中国以后出售，可以兑换60000人民币，甲方多得10000人民币，乙方亏损10000人民币。这就是汇率风险。

由于价格风险的存在，买卖双方可能在谈判中出现预测不一致的情况，谁都想把风险推给对方，这样许多合同都谈不成，谈成了也会违约。在积累千百次经验后，商人们发现风险其实是按照概率由大家分担的，谁都不可能把风险全部推给别人，自己只得利益。能不能设计一种预防风险的机制，大家不用再想从风险中得益，也不会再在风险中吃亏，只需要交纳一定保险费就可以？

最初的风险预防，是在买卖双方之间一对一的谈判中进行的。在合同中可以规定许多种保险方法。比如防止汇率风险，可以规定以一个价值相对稳定的标准，像黄金、特别提款权、货币篮子等等，也可以规定按照一定标准进行调整，像物价指数，等等。其中，最为简单规范的方法，是规定远期汇率。

2. 远期汇率

2.1 远期汇率概念的出现

最初的远期汇率概念，很可能是在商人的合同中，作为汇率保值的手段出现的。

如上例，甲乙两人谁也不知道3个月后汇率变动如何，谁也不想再在汇率风险中受益或亏损，于是就可以在合同里规定：4月份交货时，无论当时市场汇率如何，就按照1月份汇率1:5计算。到了4月，汇率可能是1:4，或者1:6，甲乙双方均不受损，也不受益，仍旧按照1:5汇率计算买卖问题。这种规定中，出现了非常重要的一个现象：两个商人可以自行在1月份规定4月份的汇率。4月份的汇率对于1月份来说，就是3个月的远期汇率。

因为交货期一般是3个月，所以有必要规定3个月远期汇率。当然也有许多买卖是4个月、6个月、1年交货的，于是就有各个期限的远期汇率。

于是，我们关于汇率的概念就更为丰富了，不仅有即期汇率，还有各个期限的远期汇率。远期汇率的概念不是虚无，也不仅仅是理论研究，而是实际外贸中，交货期付款的期限与合同签约时间不一致，为了预防汇率风险，商人们需要在签约时就把汇率固定下来，使之不随着市场汇率而变化。

当大多数商人都采取远期汇率方法保值时，银行就有了新的业务来源，远期外汇买卖做为新的金融工具被设计出来了。

2.2 远期外汇买卖

远期外汇买卖即预约购买与预约出售的外汇业务。买卖双方先行签订合同，规定买卖外汇的币种数额，汇率和将来交割时间，到了交割时间，再按合同规定，卖方交汇，买方付款的外汇业务。

中国出口商人甲，以短期信贷方式把50000元人民币的商品卖给美国进口商乙时，他是1月份发货，4月份收款，他实际上是贷款给了乙，并且有一笔远期外汇收入，即在1月份的合同中，就规定了甲方将在4月份有10000美元的外汇收入——1月份的汇率是1:5。如果甲在1月份就收到10000美元，他可以马上兑换为50000人民币。如果甲在4月份得到10000美元，就有汇率风险。如果甲方预计汇率可能贬值，变为1:4，他得到10000美元后，只能兑换40000人民币。甲的方法是，1月份在订立了出口合同以后，就再与银行订立一个出卖远期外汇的合同，按照即期汇率出卖4月份外汇10000美元。这10000美元甲方在1月份没有，而是预计在4月份可以收入，他在收入以后一定要把它出售给银行，但不是按照4月份的汇率，而是按照1月份的汇率。这样就预先固定了3个月以后的汇率。如果4月份汇率变为1:4，甲方仍旧可以按照1:5的汇率向银行出售美元，亏损由银行垫付。如果4月份汇率变为1:6，甲方也只能按照1:5出售美元，亏损10000元人民币，这是在甲方决定购买远期外汇时的选择：只为保险，不为赚额外的钱。

有人问，银行为什么会负责保这个险，它难道不会亏损吗？由于乙方，做为以延期付款方式买进商品的进口商，他在4月份需要买进10000美元，付给甲方，为了防止美元升值的风险，也去银行订立买入远期外汇的合同，所以银行在实质上是为甲乙双方的远期外汇买卖做中介人，只收手续费，而不实际负担盈亏。当然，这个“甲乙双方”，我们应该理解为大量的买卖主体，而不是具体的一两个人。由于大量的商人都去买卖远期外汇，所以就总体来说，买卖双方应该是平衡的。

就总体来说，国际贸易是买卖平衡的，总进口额一定等于总出口额。但是到具体商品、具体国家、具体时间、具体币种又总是不平衡的。于是才有汇率的波动，有些升值，有些贬值；对于远期汇率来说，也有两种趋势：

——远期外汇比即期外汇贵，称为升水（At Premium）：

——远期外汇比即期外汇贱，称为贴水（At Discount）。

远期汇率，是由于大量远期外汇买卖形成的。当买多卖少时，远期汇率升水；卖多买少时，远期汇率贴水。

2.3 远期汇率的报价方法

由于通讯设备日益完善，各个外汇市场已由国际卫星通讯网络密切联系，以统一方式报价。所有报价都是针对美元的，报买卖两个价，除英镑、澳大利亚元、新西兰元、欧洲货币单位用间接标价法以外，其它都用直接标

价法。汇率一般用 5 个数字表示，如 1：2.3456；小数点后面第四位数称为“基本点”。

路透社终端 (BAXX) 所显示的远期汇率是这样的：

	SPOT (即期汇率)	3 个月远期汇率
STG	1.6960/70	231/228
DEM	1.7480/90	135/137
CHT	1.4700/20	94/98
NLG	1.9640/50	155/160
FRF	5.8950/00	468/478
JPY	138.30/40	62/65
XEU	1.1800/05	109/103
ESB	107.60/70	190/198
ITL	1293.0/5.0	168/178
BRF	35.8/34	25/31

根据汇率表计算美元对于其它货币的远期汇率：

——德国马克买价 $1.7480 + 135 = 1.7615$

卖价 $1.7490 + 137 = 1.7627$

远期汇率的两个数字 135—137，是小数在前，用加法，这是表示马克比美元远期汇率贴水即贬值的，原来是 1 美元兑换 1.7480 马克，3 个月后兑换 1.7615 马克，同一个美元可以兑换比较多的马克；如果是大数在前，则用减法，表示马克对美元的升水。

3. 远期外汇买卖的保值原理

外汇期货，有套期保值和投机两个功能，其中的套期保值功能，与远期外汇买卖的保值功能类似，可以一同介绍。期货与远期外汇买卖所不同的是，期货是靠标准合约，在期货市场进行公开的拍卖；而远期外汇买卖，是企业对于银行，进行一对一的个别买卖。

合约单位： DMK 德国马克 125000 YEN 日元 12500000

STG 英镑 62500 SWF 瑞士法郎 12500

AUD 澳元 100000

期货市场是统一规定了合约的标准的。一张合约称为一“手”。如果你所买卖的数量与合约不符，你可以买卖几张合约，而合约的数量是不能变的。

正因为使用标准化合约，把交易的数量、质量、交货期和地点固定下来，合约本身才能够成为买卖对象。在期货市场的标准合约买卖中，比较公正地实现了市场经济的标准化、公开化、制度化的原则，买卖双方可以公开、反复地竞争，多次地根据信息的变化调整自己的预期和决策。在期货市场上，保值功能和投机功能明显地分化，表现在具体人的分工上。有 5—10% 的人是套期保值者，90—95% 的人是投机者。这种分化，使得投机成为一种专门的职业，其功能就是专门有一部分人，通过预测，不断地买进卖出，在承担风险中，赚钱或亏损。这 95% 的投机者，给 5% 的生产者提供了一个没有价格风险的生产环境。而在我们所说的外汇远期买卖中，功能分化没有这么彻底，仍旧是企业与银行之间进行买卖。但是比起企业之间一对一的保值办法，是前进多了。银行在金融外汇方面的知识、人才、操作工具和操作成本，特

别是大量进行专业化业务所具有的保险性，都大大超过企业之间的保值操作。本书不介绍期货，只就外汇远期买卖与期货的大致相同的保值原理进行研究。

外汇保值的基本原理是对冲：用外汇买卖中的盈利或亏损，与实际项目中的汇率亏损或盈利相抵消，以达到保值目的。

例 1 进口保值

美国企业 A 于 1991 年 11 月 12 日，与德国公司 B 签约，进口 175000 马克商品。即期汇率 1 美元 = 1.5860 马克，折合 110340 美元。3 个月后付款时，1992 年 2 月 12 日的汇率 1 : 1.5420 马克升值，此时美国公司需要支付 113489 美元，才能兑换 175000 马克，向德国付款，因汇率变动亏损 3149 美元。

美国公司的保值方法是：在开始时，买入 12 手 3 个月远期马克，按照 1 : 1.5860 的比价，理论上应付 110340 美元；3 个月后将这些远期马克卖出，按照升值以后的马克汇率 1 : 1.5420，应收入 113489 美元，在远期买卖上赚取 3149 美元，弥补了即期外汇买卖上的汇率损失。

在此用一种专用表格，来表示保值原理。

日期	即期外汇市场	远期外汇市场
1991.11.12.	合同价位 1 : 1.5860 合同金额 175000 马克 应付 113040 美元	买入合约 12 手,价位 1 : 1.5860 应付 110340 美元
1992.2.12.	到期价位 1 : 1.5420 实际付出 113489 美元	卖出合约 12 手, 价位 1 : 1.5420 应收 113489 美元汇率风险
项目风险— 3149 美元		合约盈利+3149 美元

例 2 出口保值

A 向英国出口 375000 英镑，按汇率 1 英镑 : 1.880 美元，折合 705000 美元；3 个月后英镑贬值，1 英镑 : 1.7200 美元，此时，A 收入 375000 英镑以后，只能兑换 645000 美元，亏损 60000 美元。其保值方法是：卖出 375000 远期英镑，按照 1 : 1.8800 美元，应收入 705000 美元；3 个月以后买回，按照贬值以后的汇率 1 : 1.7200，应付出 645000 美元。对冲后赚取 60000 美元。

	即期外汇市场	远期外汇市场
1 月	合同出口收入 375000 英镑 汇率 1 英镑 : 1.8800 美元 应收入 705000 美元	卖出 6 手英镑 1 : 1 : 8800 应收入 705000 美元
4 月	1 英镑 : 1.7200 美元 实收入 375000 英镑 折合 645000 美元	买入 375000 英镑 1 : 1.7200 应付出 645000 美元
汇率风险 645000 — 705000 = — 60000 \$		705000 — 645000 = 60000 \$

例 3 外汇存款——储蓄保值

9 月份存款 12500000 瑞士法郎，当时汇率 1 美元兑换 1.2200 瑞士法郎，

折合 1024590 美元。12 月取出时，美元升值，1 美元兑换 1.3400 瑞士法郎，此时取出的 12500000 瑞士法郎（不计算利息），只能兑换 9328358 美元，存款者按照美元计算的货币，亏损了 917543 美元。保值方法是：在 9 月份卖出 100 手 3 个月远期瑞士法郎，按 1 : 1.2200 汇率，应收 1024590 美元；12 月买回，按 1 : 1.3400 汇率，应付出 9328358 美元，对冲后赚取 917543 美元。

即期外汇市场	远期外汇市场
9 月份 存款 12500000SWF 汇率 1 : 1.2200 折合 1024590 \$	12 月 卖出 100 手 SWF3 个月 远期外汇应收 1024590 \$
3 个月后 1 : 1.3400SWF 贬值 取后折合 9328358 \$	买入 100 手 SWF 应付 9328358 \$
汇率风险 9328358 — 1024590 = — 917543 \$	1024590 — 9328358 = 917543 \$

例 4 外债项目保值

中国 A 公司向日本借款 20 亿日元，以美元结算，汇率 1 美元 : 155 日元，折合 12900000 美元。期限 4 年。4 年后，日元升值，汇率 1 : 130，中国 A 公司需要付出 15384615 美元，才能兑换 20 亿日元还债，亏损 2484615 美元。保值方法是：买入 160 手 4 年期远期日元，应付 12900000 美元；4 年后卖出，因日元升值，应收 15384615 美元，对冲后盈利 2484615 美元。

即期外汇市场	远期外汇市场
1990 年 借款 20 亿日元 汇率 1 美元 : 55 日元 应该付出 12900000 美元	买入 160 手日元 应付 12900000 美元
1994 年卖出 160 手日元 汇率 1 美元兑换 139 日元 实际付出 15384615 美元	还款 20 亿日元 应书 15385615 美元
汇率风险 12900000 — 15384615 = — 2484615	15384615 — 12900000 = 2484615

必须指出，以上列出的这些表格，不仅是纸上谈兵，有些正是我国对外开放中发生的事情。特别是，因为日元利率较低而大量借入日元外债，因日元升值而付出巨大的代价。不仅如此，我国向日本借债，很少借入现金，主要是进口日本设备和原材料，但是生产出来的商品，主要是内销，收取人民币；部分出口美国收取美元。这样我国企业在归还日元时，无法直接用自己赚取的日元归还，而是要用美元或人民币兑换成日元以后归还。近年来因美元对日元贬值，人民币又对美元贬值，我国企业承受了汇率变动的双重损失。这样的学费，我们不能够再无限度地缴下去了！

4. 远期汇率和利率的联系

远期汇率与利率之间存在密切的联系：

如果美元的利率是 10%，英国的利率是 8%，那么英镑就会兑换成美元流向美国，去吃两个百分点的利率差。这样美国的外汇储备就会增加，使美元即期汇率对英镑升值。同时，为了回避汇率风险，英镑在购买即期美元的同时，要卖出同等数额的远期美元，使得远期美元供大于求，从而对英镑“贴水”即贬值。就是说：利率高的国家，其即期汇率会升值，远期汇率会贬值。这种联系的建立，是靠“套利”（Arbitrage）投机活动来实现的。

套利是指：在确定的情况下，同时买进或卖出（借入或贷出）两项资产，因而能够固定住一定利润的行动。例一：

英镑利率 = 12%，美元利率 = 10%，即期汇率：1 英镑 = 2 美元，6 个月远期汇率 1 英镑 = 1.99 美元。

操作：从欧洲货币市场借入 100 万美元，买进 50 万即期英镑，卖出 50 万远期英镑，将买进的英镑存入欧洲英镑存款。

创造了一笔美元负债，一笔英镑存款，一张英镑预售契约。到期结算：

1. 借入美元本息： $1000000 \times (1 + 10\% \times 1/2) = 1050000$ （美元）。

2. 存入英镑本息： $500000 \times (1 + 12\% \times 1/2) = 530000$ （英镑）。

3. 英镑本息转换成美元： $1.99 \times 530000 = 1054700$ （美元）

4. 利润： $1054700 - 1050000 = 4700$ （美元）。

投资者不使用自有资金，无利率和汇率风险，获得上述利润。这就是英镑利率高于美元时，出现的套汇行为。于是，许多人会借入美元，买入即期英镑。卖出远期英镑，使美元利率上升，远期英镑贴水，英镑利率下跌，直至套利利润消失。此时英镑利率高于美元所得的英镑，在兑换为美元时，正好被英镑远期汇率的贴水所抵消，达到“利率平价”，这就是关于远期汇率决定的“利率平价”理论。

例二：

结合 1994 年中国的情况，说明利率与汇率的关系。

假设人民币可以自由兑换，中国又有发达的金融市场，那么套利和套汇的活动肯定十分发达。此时如果出现目前中国的局面：人民币利率高达 10%，而美元利率只有 5%，大量美元就会存往中国。

假设 10000 美元，存到中国 1 年，先要转换成人民币：

$10000 \text{ 美元} \times 8.6 \text{ 人民币/美元} = 86000 \text{ 元人民币}$ 1 年的本息和是： $86000 \times (1 + 10\%) = 94600 \text{ 元人民币}$ 如果汇率不变，换成美元是： $94600 / 8.6 = 11000 \text{ 美元}$ 10000 美元如果存在美国，1 年的本息和是： $10000 \times (1 + 5\%) = 10500 \text{ 美元}$ 套利的结果，在中国多吃利息差 500 美元。

但是，如果 1 年之后人民币贬值较大。比如 20%，为 1 美元兑换 10 元人民币，取出的 94600 人民币就只能换回 9460 美元，还不如存在美国多。要保持原来本金 10000 美元，就要支付 100000 人民币，不用说没有利息可赚，还要追加 14000 人民币。为了防止人民币贬值损失，套利者在一年前，在现汇市场上出售 10000 美元，兑换人民币的同时，就在远期外汇市场上，买入 10000 美元；理论上按照当时汇率 1 美元等于 8.6 人民币，应当支付 $10000 \times 8.6 = 86000$ 人民币；1 年以后可以在远期外汇市场上，将所买入的 10000 美元卖出，按照贬值以后的汇率 1：10，可得 100000 人民币。

远期外汇买卖可以赚得： $100000 - 86000 = 14000$ 人民币整个买卖过程是：

	即期外汇市场	远期外汇市场
前一年	出售 10000 美元现汇 汇率 1 : 8.6 收入 86000 人民币	买入 10000 美元 1 年远期 应付 86000 人民币
后一年	买回 10000 美元现汇 汇率 1 : 10 支出 100000 人民币	卖出 10000 美元 应收 100000 人民币
外汇风险	86000 — 100000=亏损 14000 人民币	盈利 14000 人民币

在远期外汇市场上所盈利的 14000 人民币，正好抵消了在即期兑换现汇的损失。此处为了简便，没有计算利息的保值。

套利和套汇的微观活动，对于汇率变化会有什么影响？按照本例，中国利率高于美国很多，国际游资流入中国，大量美元在现汇市场出售购买人民币，会抬高人民币的即期汇率；同时，套利者买入大量远期美元，就抬高了美元的远期汇率，叫做美元“升水”，而压低了人民币的远期汇率，叫做人民币“贴水”。

在国际资本流动非常发达的条件下，两国的利率差异对于汇率变动有影响，利率高的国家，其货币的即期汇率会因购买增多而上升，远期汇率会因售卖增多而下跌；利率低的国家，其货币的即期汇率会因售卖增多而下跌，远期汇率会因购买增多而上升。

对于上述利率差决定远期汇率的情况，在汇率理论中称为“利率平价理论”，它把利率与汇率联系起来，这在理论上是一个突破。但是这只有在一个国家的经济充分国际化，特别是金融市场国际化以后，才能变成实际，而且它忽略了外汇交易成本和外汇管制的因素，在国际上往往和购买力平价理论结合起来解释汇率变动，称为“综合平价理论”。关于人民币汇率决定与国际上的汇率决定理论，容下章再述。这里是论述利率，即期汇率和远期汇率的关系，上例以 1994 年人民币汇率为例，是假定人民币可以自由兑换，利率已经市场化的情况。从理论上讲，人民币远期汇率应该贬值。但是在实际中恰恰没有上例假设的条件，而且在实际上，远期汇率的变化并不是严格按照利率差变化的，甚至相差甚远，原因是有投机和政府的干预。现代远期汇率理论弥补了这个缺陷，这个理论认为，远期汇率是决定于利率投资者、贸易商和投机者三者的需求曲线和供给曲线相交之处。所以，人民币并没有贬值的趋势，所以就出现了许多“怪事”——在中国，市场规律是起作用的，但是往往是扭曲的。这种扭曲，在 1995 年的中国，将为美元贷款大量流入中国，为中间人的暴利提供了一个新的机会。

5. 与即期和远期汇率相关的外汇业务

5.1 套 汇：

套汇(Arbitrage)即在即期外汇市场上，利用国际间汇价不一致的机会，牟取地区间差价利益。两角套汇：

伦敦市场 1 英镑 = 1.6 美元，

纽约市场 1 英镑 = 1.7 美元；

可以看出，美元在纽约便宜。按照“贱买贵卖”原则，套汇者可以用 1

英镑在纽约买入 1.7 美元，扣除 0.1 美元的利润，将 1.6 美元汇到伦敦，购回一个英镑。

三角套汇：

伦敦市场 1 英镑 = 1.6 美元，

纽约市场 1 英镑 = 1 马克，

东京市场 1 马克 = 1.7 美元。

可以看出，美元在东京便宜，因此购买在东京开始。套汇者用 1 马克在东京购入 1.7 美元、扣下 0.1 美元利润，将 1.6 美元汇到伦敦买入 1 英镑，再将英镑汇到纽约买回 1 马克。

另有一种所谓“消极套汇”，目的不是套汇，而是跨国公司在转移资金时，顺便利用利率差牟利。

举例：美国跨国公司从其法国子公司向德国子公司调度资金，各地汇率如下：

美国银行 1 美元 = 0.3660/0.3662 马克 1 美元 = 0.1877/0.1879 法郎

法国银行 1 法郎 = 5.3250/5.3260 美元 1 法郎 = 1.9495/1.9499 马克

德国银行 1 马克 = 2.7310/2.7320 美元 1 马克 = 0.5128/0.5130 法郎

有几个方案：

1. 按 1 马克 = 1.9499 法郎，向法国银行卖法郎买马克，1 法郎 = 0.512847 马克。

2. 按 1 法郎 = 0.512800 马克，向德国银行卖法郎买马克。

3. 按 1 法郎 = 0.1877 美元，向美国银行卖法郎买美元。再按 1 马克 = 0.3662 美元买马克，计算交叉汇率：

1 法郎 = 0.1877/0.3662 = 0.512561 马克

4. 按 1 美元 = 5.3260 法郎，向法国银行卖法郎买美元，再按 1 马克 = 0.3662 美元，向美国银行卖美元买马克，计算交叉汇率，1 法郎 = 1 马克 / (5.3260/0.3662) = 0.512720 马克

5. 按 1 法郎 = 0.1877 美元，向美国银行卖法郎买美元，再按 1 美元 = 2.7310 马克，向德国银行卖美元买马克。

计算交叉汇率，1 法郎 = 0.1877 马克 / 2.7310 = 0.512608 马克

6. 按 1 美元 = 5.3260 法郎，向法国银行卖法郎买美元，再按 1 美元 = 2.7310 马克，向德国银行卖美元买马克。计算交叉汇率，1 法郎 = 2.7310 马克 / 5.3260 = 0.512767 马克。

比较各方案：

1 法郎分别等于：0.512847, 0.512800, 0.512561, 0.512720, 0.512608, 0.512767 马克。

第一方案，1 法郎兑换的马克最多，应该选择该方案。

5.2 掉期

掉期 (Swap) 指外汇交易者在买进或卖出即期外汇的同时，卖出或买进数额基本相同的远期外汇。

例一：按 1 美元 = 1.7339 马克的即期汇率，卖出 100 万美元买进 1733900 马克，同时在远期外汇市场上，按 1 美元 = 1.7627 马克的远期汇率，买进 3 个月期的 100 万美元。

掉期率等于两笔交易所使用的汇率的差价，即买进和卖出两种不同期限的外汇所使用的汇率的差价， $1.7627 - 1.7339 = 0.0288$ ，即 288 点。

例二：远期对远期的掉期，买进（卖出）某种货币较近的远期，卖出（买进）该货币的较远的远期，以利用有利的汇率机会。

美国某银行在 3 个月后应向外支付 100 万英镑，同时在 1 个月后又将收到另一笔 100 万英镑的收入。汇率是：

即期汇率：1 英镑 = 1.6960/1.6970 美元

一个月远期汇率：1 英镑 = 1.6868/1.6880 美元

三个月远期汇率：1 英镑 = 1.6729/1.6742 美元

第一种办法：进行两次即期对远期交易。

1. 将 3 个月应支付的英镑，先在远期市场买入（1：1.6742），同时在即期市场卖出（1：1.6960），每英镑可得 $1.6960 - 1.6742 = 0.0218$ 美元。

2. 将一个月应收入的英镑，先在远期市场卖出（1：1.6868）同时在即期市场买入（1：1.6970），美国英镑要亏损 $1.6868 - 1.6970 = 0.0102$ 美元两笔总计 $0.0218 - 0.0102 = 0.0116$ 美元盈利。

第二种办法：直接进行远期汇对远期的掉期交易：

买入 3 个月远期（1：1.6742），卖出一个远期（1：1.6868），盈利 $1.6868 - 1.6742 = 0.0126$ 美元。

5.3 远期合约与二元货币债券

二元货币债券（Dual - Currency Bonds）是以某种货币发行和支付利息，而以另一种货币还本的债券，可以看成是一般债券与远期外汇合约的结合体。

举例：某公司发行 10 年期，面额 5000 法郎，息票利率为 6% 的债券，利息以法郎支付，本金支付 2800 美元。这即一种债券，也是一个按照 1 美元 = 1.7857 法郎，将 5000 法郎购买 2800 美元的一个远期外汇合约。债券的利率较高，但是还款选用另一种货币，是为了减少汇率风险。

6. 结论

1. 远期汇率的概念对于我们来说，比较生疏，因此就更加重要。所谓汇率，实际是包括即期和远期汇率两种，远期汇率从 1 个月到 24 个月都有。在实际操作中，是十分丰富的。

2. 利用远期外汇买卖和期货保值，理论上似乎复杂，实际上十分简单。和你上飞机前买保险单一样，交给银行一份手续费就可以了。这就是理论和思维的作用，将原理研究出来，设计成为操作程序，就可以将价格—汇率风险完全游离出来，由投机者专门承担，而使生产者、销售者完全避免价格—汇率风险。

3. 联系即期汇率与远期汇率的概念，是升水与贴水。远期外币比本币升值是升水；远期外币比本币贬值，是贴水。

4. 在升水贴水概念之上，利率与汇率建立起了联系，这是一个很大的进步，说国内外经济之间终于在市场机制基础上，在国际金融基础上，建立起了平衡的关系。当然像一切市场规律一样，利率和汇率之间相互影响的变化规律只能理解为一种趋势，而不是在每个个别场合都是如此。

本章使用的大量的帐户，希望你耐心读懂。如果你的思维能过关，你将在金融市场上成为一把好手。

五 人民币汇率的变化与改革方向

1. 计划经济下的牌价汇率

1.1 计划经济：以扭曲对扭曲

中国的计划经济，在历史上起到了依靠行政力量实行“原始积累”的作用。

从 19 世纪中叶到 1949 年将近 100 年里，中国的近代工业，从洋务派到四大家族，包括手工业在内，积累了不过 100 亿元资本，而在计划经济的 40 年里，国营资产达到 8000 亿元，重工业比例达到了 70%，建立了以军事工业和重工业为基础的、比较完整的国民经济体系。这样的积累规模和速度，外部靠的是一个安全、统一、和平的经济环境，内部靠的是行政手段，压抑市场机制，扭曲价格信号，强行积累起巨大的财富。

以计划经济压抑市场规律，最基本的是扭曲价格体系，被扭曲的价格不能发挥调节经济的职能，只能做为核算的工具；即使核算，也是扭曲的，于是需要另外一个扭曲，来平衡这一个扭曲。以扭曲对扭曲实现的平衡，只能靠强有力的行政手段加以维护，表现在指令性的经济计划和为实现计划经济而实行的巨额财政补贴。

扭曲价格的第一个环节是压低粮食价格，这同时需要压低一切农业投入品的价格，国家对于粮食，化肥、农药、农业机械、电力、运输、能源、土地全部实行低价格。以粮食价格为中心，棉花、生猪、油料、麻、糖、副产品、鸡蛋都是与粮食维持固定比价的，也必须压低价格。为了防止农民“自由”卖高价，国家对于上述产品，基本上实行了垄断经营，叫做“统购统销”。通过农产品的低价格，数千亿财富流向了工业部门——我国农民为中国工业化做出了巨大的牺牲和贡献。

工业部门特别是轻工业部门，由于享受廉价的原材料及能源，无偿使用国有土地，发放低工资，从而获得极高的利润——这部分利润主要是从其他部门转移过来的，当然不能留给企业自用，更不能发奖金，国营工业不能自负盈亏，不能为市场而生产，而需要将利润全部上缴给国家。其他经济成分则微乎其微，个体经济被限制在极为狭小的范围内，集体经济实际是变相的国营。整个中国的经济，包括农业，基本是在行政直接指挥之下运行的。

工资是由国家统一规定的，数千万人遵循基本一致的标准，按年头发放工资——而且只发放基本生活费，住房、医疗、退休基金没有建立社会保险，而是由国家财政统一收取，做为新的国营企业投资。同时，国家承担了把全部国营职工和干部的生者病死“包下来”的义务，并且基本上取消了人才自愿流动的自由。

扭曲的价格体系和经济结构需要强大的行政权力来维系，表现在两个方面：一是强制执行的经济计划，完不成计划的单位，其领导要受到行政和法律的处分；二是巨额的财政补贴，来填补计划价格和市场价格差距。因国家定价过低而亏损的农业、煤矿、油田、铁路、电站、粮食企业、化肥厂、农业机械厂等等，都需要国家财政弥补亏空。城市居民的低工资，配合以低价粮油定量供应，同样要国家补贴。进门的粮食、化肥、农药的国际价格高于国内价格，也需要国家补贴。在 80 年代中期，国家对于商品粮的补贴达到每年 400 多亿元，出口补贴 100 多亿元，进口补贴又是 100 多亿元；据统计，

1989 年为控制物价上涨，北京市政府每降低物价一个百分点，需要支出财政补贴 1 亿元。巨额的财政补贴，使得政府最终承受不了而“甩包袱”，向价格转移负担，这种财政危机向价格的转移，成为我国改革的推动力，计划经济最终支持不下去，直接的经济原因也在这里。

1.2 国内外价格差、货币差：隔绝国内外经济联系的“断裂带”

国内价格扭曲，必然造成与国际价格体系隔绝，形成国内外价格差与货币差。

所谓“国内外价格差”，是指国内农产品和资源价格低于国际市场，而国内加工产品价格高于国际价格。在这种价格体系下，对外贸易不可能不由国家垄断，如果由企业按照利润原则经营，带有国家巨额补贴的资源产品就会因为价格低而廉价出口，国际廉价的加工产品特别是高档消费品，就会大量进口而冲垮民族工业，——扭曲了的价格体系造成国家垄断经营，这是计划经济下宏观与微观的一致性，只改革一面，不改革另一面，肯定要出乱子。

这种宏观与微观的矛盾，导致了我国第一个“双轨价格”：1981 年石油部对中央实行总承包，当时石油国内价格极低，不到国际价格的 1/10，如果按照计划牌价价格出口，石油资源将大量廉价流出，国内外价格差中的财富，将被石油出口企业和外国人分享，这当然是不行的。为此，国家规定了石油的两种价格：国内销售实行低价，出口按照国际市场价格定价。——但是，这不是后来的“双轨制”，即计划一轨，市场一轨，而是计划内部的双轨制，两轨都是计划决定的，只不过后一轨是参照了国际价格。

所谓“国内外货币差”，是指人民币实行计划价格（汇率就是人民币的外汇价格，或者叫做外汇的人民币价格），汇率由国家计划规定，固定不动，实行严格的外汇管制。国家规定的人民币汇率，往往是高估的，比如市场汇率是 1 美元兑换 10 元人民币，计划牌价汇率就规定为 1 美元兑换 5 元人民币。计划经济下的人民币汇率之所以要高估，是因为需要割断国内外的经济联系。汇率是一种综合性的价格，是国内外价格体系的综合表现。国内外都是市场价格，汇率一般就是浮动的，国内是计划价格，就需要一个固定的计划牌价汇率，以割断国内外价格的联系。国内基础价格因为巨额财政补贴，而维持低价，造成国内整个物价水平低于国际市场；人民币发行很少，因而购买力甚高。正如国外许多学者从货币购买力的观点，认为 1 元人民币在中国的购买力与 1 美元在美国的购买力相同，因而汇率就应该是 1 人民币等于 1 美元。这种说法的片面性，下面另述，但是，至少给人民币长期高估，提供了一个合理的解释。因为从外贸角度，我们实在看不出来人民币高估的好处。

1.3 人民币牌价汇率：补贴出口的财政手段

在计划经济体制下，我国长期实行计划单一汇率，1 美元兑换 1.7 元人民币。80 年代初，实行计划内部的双轨汇率，内部贸易结算价格是 1 美元兑换 2.8 元人民币，对外公开是 1 美元兑换 1.7 元人民币。1984 年两轨价格合并为 1 美元兑换 2.8 元人民币。

市场经济下的自由汇率或管理浮动汇率，是本国货币的外汇价格，是外汇市场上本市和外币供求关系的产物。而计划经济下的牌价汇率，在实质上并不是价格，而是一种财政手段，是国家对于计划内出口的补贴。

这里我们引进一个重要概念：出口换汇成本。

出口换汇成本，是指每出口创汇 1 美元，在国内付出多少人民币。主要是国内出口商品收购价格，加上 13% 的外贸手续费决定的。每年年底，出口

任务完成后，外贸部都要向财政部和计划委员会上报各个行业及全国平均出口换汇成本，牌价汇率要根据平均出口换汇成本的变化进行调整，以保证按汇率支付给出口公司的人民币，能够补偿平均出口换汇成本。

如果一个外贸公司的换汇成本是 10 元，但是人民币计划牌价汇率是 1 美元兑换 5 元人民币，那么就意味着：此公司在国内花了 10 元人民币，收购商品出口到国外，收入 1 美元，汇到国内卖给中国银行，只能得到 5 元人民币。在市场经济下，此公司肯定不能再出口。但是计划经济只要外汇，不计人民币盈亏。国营外贸公司只要完成了出口创汇计划，全部亏损可以上报国家，获得财政补贴。这种“花多少，补多少”，和国内企业只顾产值，不计盈亏是一样的。

在出口数量不大时，这种体制包括计划牌价汇率，有利于集中国力大量出口，取得宝贵的外汇。但是，当我国出额由 1978 年的 97 亿美元剧增到 10 年以后的 400 亿美元时，财政负担就不能承受了。加上国际压力、我国在 1990 年取消了中央政府对于出口企业的财政补贴，当时出口额是 400 亿美元，补贴额是 120 亿美元，计划内每出口 1 美元，补贴 0.3 元人民币，加上银行“挂帐”，即外贸公司欠了银行的帐无法归还，1988—1990 年外贸承包的三年内，一共在银行挂帐 100 多亿元，估计每年 50 亿人民币；加上出口退税和地方政府对于出口形形色色的补贴，我国出口每赚 1 美元，所付出的国民财富应当不在 8 元人民币以下。

取消了财政补贴以后，出口亏损只能靠汇率贬值。这也是一种从财政向物价“甩包袱”的过程。于是人民币走向了迅速贬值的道路。不断贬值的计划牌价汇率，仍然是财政补贴手段，只不过披上了价格的外衣而已。

2. 人民币汇率的变化历史

2.1 1978—1993：人民币牌价汇率连续 15 年贬值

我国计划出口体制及其决定的牌价汇率最大的弊病：一是只能补贴平均出口换汇成本，不能解决出口结构问题，各类出口商品的出口换汇成本相差甚远，土特产品和丝绸的出口换汇成本只有 2—3 元，出口赚钱；而化工产品的在 10 元以上，严重亏损，因此无论把牌价汇率贬值到什么程度，总有出口换汇成本超过平均数的那一部分，需要财政补贴。二是效率低，既然只要完成出口任务，亏多少补多少，那么为了出口就可以不计经济效益，于是出口换汇成本连续上升，每年平均上升 15% 左右，迫使牌价汇率连续贬值，到 1993 年底，已经贬值为 1 美元兑换 5.8 元人民币，1994 年 1 月 1 日，牌价汇率与调剂汇率并轨，当时是 1 美元兑换 8.7 元人民币。15 年来，人民币贬值 450%，国内物价水平上升了 200%，这就是说，人民币对外贬值的速度超过了对内贬值的一倍。

人民币贬值，很快引起国内出口商品收购价格的上升和出口价格的下降，比如 1991 年比 1990 年，牌价汇率由 4.7 元贬值为 5.2 元，推动国内物价上升一个百分点。国内物价的上升使出口换汇成本上升，在 1—2 年以后，又需要将牌价汇率贬值了，特别是 1990 年取消出口财政补贴以后，对于出口的支持完全压在汇率上，贬值速度大大地加快了。

牌价汇率贬值的最大效果，是促进出口，但是由于我国出口商品价格弹性低，靠降低价格并不能按比例扩大出口额；我国进口商品 80% 是必需的生产资料，国内没有替代品，汇率贬值抬高了进口价格，却不能限制进口数量，由于生产结构的落后，靠汇率贬值总的效益并不理想，加上在外债和旅游方

面的亏损，人民币汇率贬值总的效益是亏损的，按上海 1989 年的估计，人民币贬值 21% 以后 3 个月，上海出口亏损减少了 10 亿人民币，但是出口收购价格上升了 10%，出口换汇成本上升了 14.6%，出口的综合效益下降了；进口亏损增加了 15 亿元，推动工业成本上升了 3—4 个百分点；旅游非贸易外汇券收入与上年持平，但折成美元下降了 21%；合资企业中方股本投资增加 3 亿元人民币；还外债成本增加 20 亿元人民币；资金占用增加 11 亿元，全市支出增加 9.7 亿元，推动物价上升 1.5—2 个百分点。就总体经济效益来说，人民币贬值是亏损的。靠汇率贬值支持出口，会加速国民财富外流，造成“财富贫困增长”，更会加快国内物价上升，因此国家不可能因为出口的利益，使人民币无限制地贬值。

2.2 近似的市场汇率：调剂汇率

牌价汇率不可能因为出口而连续大幅度贬值，我国在 1982 年试行汇率双轨制。在 1 美元兑换 1.7 元的同时，确定了 2.8 元的内部贸易汇率，适用于贸易，1.7 汇率适用于非贸易，这是计划内部的双轨制。3 年以后结束计划双轨制，实行外汇额度留成制度，每创汇 1 美元，外贸公司可以得到一定比例的外汇额度。外汇额度不是外汇，而是外汇使用权，经过行政审批，公司可以用外汇额度配上人民币，向国家按牌价购买外汇。外汇额度留成比例，各行业不同，如机电行业可以留成 100%，一般行业留成 25%，其中一半归地方政府，一半归出口企业，不同行业不同的外汇留成比例，可以解决出口结构的补贴问题。

1988 年设立外汇调剂市场，允许额度在企业之间买卖，形成了外汇调剂价格，这是近似的市场价格。从此，人民币正式实行汇率双轨制；计划牌价和调剂价格并存，二者之差是外汇额度价格。由于调剂市场受到国家外汇管理局的干预，因此，在管理严格的时候，调剂汇率与真正的市场汇率相差较多，就出现黑市汇率。

表 5—1 我国的外汇调剂市场

	1988 年	1989 年	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年
外汇调剂额 (亿美元)	62	85.66	125	180		
外汇调剂价 (人民币/美元)		6.38	5.8	5.7	6.5	8.5
人民币牌价 (人民币/美元)	3.72	3.72	4.72	5.2	5.4	5.8
外汇额度价 (人民币/美元)		2.66	1.08	0.5	1.1	2.7

人民币汇率双轨制的实行，是计划与市场在汇率方面的结合，我国实际上形成了综合汇率。

$$\text{综合汇率} = \frac{\text{牌价}}{\text{汇率}} + \frac{\text{外汇额度}}{\text{价格}} \times \frac{\text{外汇额度}}{\text{留成比例}}$$

在 1988 年，人民币牌价汇率是 1 美元等于 3.72 元，但是外汇额度价格高达 2.66 元，外汇调剂价格实际上是 1 美元等于 6.38 元，综合汇率是：

$$3.72 + 2.66 \times 60\% \text{ (当时的平均外汇留成比例)} = 5.32 \text{ (元)}。$$

1991 年牌价汇率贬值到 5.2 元，但是外汇额度价格升值到 1 美元兑换 0.5 元，综合汇率是 $5.2 + 0.5 \times 0.6 = 5.5$ 元，人民币在实际上并未贬值，这是双

重汇率矛盾运动的结果。

在双重汇率下，出口公司又有了一条可支持出口的办法。

如前所述：公司在国内花费 10 元人民币，换回 1 美元，按 1:5 汇率，可兑换 5 元人民币，亏损的 5 元，以前靠财政补贴。现在假设汇率贬值为 1:7，公司可以兑换 7 元人民币，同时，还可以得到 0.8 美元的“外汇额度”（按照国家规定，1992 年左右的外汇留成比例为 80%），可以拿到外汇额度市场上去换人民币。假设当时外汇额度价格是 1 美元外汇额度兑换 3 元人民币，0.8 美元的外汇额度可以卖 2.4 元人民币，公司基本上可以弥补 10 元的人民币成本。

3.1 1994：汇率并轨与未来改革的方向

外汇额度，虽然不像计划牌价汇率是一种变相的财政补贴，但是它的性质仍然是出口补贴，从而为关贸总协定禁止。我国在 1994 年面临复关，因此采取了并轨的步骤，将双重汇率合而为一。

计划牌价汇率从 1993 年已经由计划定期调整，改为每日微调，到 1994 年 1 月 1 日，正式取消，合并到调剂汇率中去，同时外汇额度和外汇额度调剂市场也取消，调剂汇率不复存在。新的汇率称为“有管理的浮动汇率”。

在理论上，国际收支的贸易项目，即进出口，外汇应该是可以自由兑换的。但实际上还有限制，出口实行“结汇制度”，企业不能再留外汇和外汇额度，所有外汇必须卖给政府指定的可以经营外汇的机构。进口买汇的自由比价难以实现，外贸公司必须是一个出口企业，可以自由买出自己创汇额的 50%，另一半外汇当需要买出时，还需要审批，没有出口的企业要进口，使用外汇更需要审批。如果国家外汇紧张，买外汇还不如在调剂市场方便。

随着市场经济的发展，人民币汇率改革的进一步深化，到本世纪末，人民币有可能成为自由兑换的货币，其根据是：

第一，外汇管制的松弛和投机因素的增加。

1993 年由于经济政策变化，心理预期和外汇投机因素增强，人民币调剂汇率连续发生了 4 次剧烈的市场性波动，每次都在 20% 以上，波动之频繁和激烈，是前所未有的。1 月份，由于强化加入关贸总协定的宣传，企业及个人预期关税降低，纷纷储存外汇以备进口，出现了对外汇和黄金的抢购，人民币调剂汇率由 1 美元兑换 7 元人民币，迅速贬值为 8.5 元。3 月份以后，国家对外汇调剂价格实行最高限价，1 美元兑换 8.4 元，但是有行无市，外汇黑市扩大。

6 月份放开汇率，再次下浮 28%，1 美元兑换 10.8 元人民币，最高时达到 12 元。此次人民币大幅度贬值，主要是因为国内经济过热，通货膨胀严重，对人民币继续贬值的预期已经形成，于是人们纷纷抛出人民币，囤积外汇，外汇价格越炒越高，成为泡沫经济的一部分。至此，人民币的信誉已经严重受到影响。7 月份国家紧缩经济，规定限期使用外汇额度，停止了外汇抵押人民币贷款，迫使大公司抛售外汇额度；特别是改变了人民币的贬值预期，人民币又极其紧张，于是囤积的外汇现汇和额度纷纷抛出，中国银行亦抛出 10 亿美元干预外汇市场，使人民币调剂汇率迅速上浮 28%，至 8.5 元水平，月底定在 8.8—9 元。10 月份以后，经济紧缩的效果充分显示出来，中国经济增长速度下降，人民币资金紧张到了极点。外汇调剂价格仍然停留在 8.7 元；但是外汇黑市价格突然下降，1 美元等于 8.4 元，竟然低于调剂价格，这种汇率双轨的倒挂，为各国货币历史所罕见。10 个月之内，人民币调剂汇

率竟然出现 4 次大浮动，每次都在 20% 以上，人民币主要机制从计划牌价汇率的连续贬值，发展到调剂汇率在波动中趋于下浮，外汇管制失效，黑市严重。以上现象说明，我国外汇管理制度与实际经济的要求，已经极不适应。

第二，中国经济的市场化和国际化。

我国对外经济关系已经极为扩大，国际价格波动直接影响国内经济；人民币不能自由兑换，国际通货膨胀大量向国内转移，而国内通货膨胀却不能向国际转移；人民币没有期货市场，汇率波动的巨大风险和损失，全部由企业承担；在人民币向自由兑换过渡的过程中，存在着诱发通货膨胀的巨大风险，广大居民与外汇的关系也逐渐密切，汇率的杠杆将成为调节国内外经济关系的主要手段。国内价格 90% 已经由市场决定，经济的市场化和国际化，要求人民币是一个自由兑换的货币，要求人民币价格由市场决定。

第三，加入关贸总协定，要求取消外汇额度补贴，因此，人民币汇率改革势在必行。

人民币汇率改革的第一步，是实行双轨汇率的合一。

并轨意味着贸易外汇在原则上实行结汇和自由兑换，但需要全国外汇交易市场的完善，使外汇能够在全国及国际自由买卖；国家通过参与外汇买卖，调节汇率水平，真正完善的外汇买卖，应该在银行之间、企业与银行之间进行，因此外汇调剂市场将会被银行和金融机构的外汇买卖所取代。

汇率改革的第二步，是取消外汇管制，实现非贸易外汇的自由兑换。

汇率改革的第三步，是使人民币真正能够出境，成为国际货币，这要取决于中国经济的强大，外汇储备的增长，世界各国是否接受人民币。

人民币汇率改革的逻辑和历史过程，就是如此。

4. 新汇率制度对企业的影响

4.1 新汇率机制使得企业的外汇风险增大了

第一，人民币不断贬值对于企业的影响。

汇率合一，意味着把牌价汇率贬值到调剂汇率的水平，为纠正 1993 年的百亿元贸易逆差，汇率只能低估，不能高估。在我国通货膨胀日益严重的形势下，人民币将会不断贬值。对企业的影响是：

提高出口竞争能力，增加进口和外债成本。外商投资企业的股本将会相应增加，投资品的价值提高，对于外资投入和出口有利，但是内销收入兑换外汇汇出的成本也会提高，对于内销型企业不利，所以以占有中国市场为目的的外资企业，对于人民币贬值并不满意。

在贬值情况下，实行结汇制，出口创汇企业要承担一部分贬值的损失，因为汇回外汇总比使用外汇要晚。比如一个出口企业，1 月份汇回 100 万美元，售给外汇银行，按 1 美元等于 8 元人民币的汇率，收入 800 万元人民币；3 个月后进口 800 万美元，届时汇率变为 1 : 9，企业再购买这 100 万美元，就需要 900 万元人民币。

第二，结汇制的实行使企业外汇风险增大。

如果实行结汇制，企业出口所得外汇将全部按当日汇率卖给中国银行，用汇时将有一部分自由兑换，一部分经审批后兑换，因为汇率每日都在浮动，因此产生汇率风险。在货币自由兑换条件下，可以通过外汇期货和远期买卖进行保值。比如当企业 1 月份从海外汇回 100 万美元，按照 1 : 8 汇率卖给中国银行，收入 800 万元人民币，准备 3 个月后使用 100 万美元进口。此时它可以在按即期汇率 1 : 8 卖出外汇时，在远期外汇市场，同时买进 100 万美元

的远期外汇，名义上支付 800 万元人民币。3 个月后，如果汇率变为 1 : 9，那么在企业可以按照 1 : 9 将远期外汇卖出，赚取 100 万元人民币；弥补了在现货市场上按照 1 : 9 购买美元的亏损。

但是人民币不是自由兑换货币，没有远期买卖，没有期货。这不仅是因为人民币在法律上不能自由兑换，也不仅是技术问题，而是因为整个金融货币体系的缺陷，特别是人民币没有一个市场价格：市场利率。即使取消一切外汇管制，人民币与外汇之间的远期和期货买卖还是形不成。这是一个市场经济的建设过程。在逐步取消外汇管制的过程中，要通过公开市场业务形成短期国库券利率，在此基础上形成人民币市场利率，才能够出现人民币汇率的远期价格，一般来说，货币远期价格等于即期价格加上市场利息之和，缺少一个参数都不可以。

在贸易汇率基本放开而人民币对外汇的远期和期货买卖无法开展的情况下，所有汇率变动风险都集中在企业身上。因此，企业必须随时预测汇率变动趋势，在结汇和买汇，借外债和还债时，注意克服人民币汇率变动的风险。大多数企业将因不熟悉汇率变化而承受汇率变化的损失，而少数金融意识和能力强的企业将通过正确的外汇买卖而获利。机会和风险总是并存的，企业在金融领域的竞争，将会越来越重要。

第三，汇率的大幅度波动给外贸造成不稳定。

前一章讲过，固定汇率的实质在于牺牲国内经济的稳定来保证对外贸易的稳定，每当汇率需要变化时，就调整国内经济来改变国内收支，在一国经济尚不发达，外汇紧缺时，往往采取固定汇率，以保证外贸的稳定。当国内经济实力增强以后，实行浮动汇率，则是不断变动外贸的相对价格和数量，提高外贸效益，以取得国内经济的稳定和发展。中国实行单一浮动汇率，是复关形势和发展市场经济的需要，但是国家和企业的准备是不足的，外贸波动，企业外汇风险，国内外汇储备的变动，都将给经济造成新的更高层次的不稳定，这对于政府和企业都将是一个新的考验。从配套意义上说，应该先改革国内金融，后改革国际金融，先利率市场化，后汇率市场化。从这个角度看，1994 年的汇率并轨是超前了。

新汇率机制使得企业的外汇风险增大了的同时，也向企业提出了新的任务和要求。1993 年以来，人民币调剂汇率出现了 4 次大波动，每次幅度都在 20% 以上，其原因主要是外汇管制的放松，使外汇投机大大发展起来。预期价格上升先买后卖，预期价格下降先卖后买，无论是炒股票、房地产还是外汇，都是如此，企业风险是加大了，但是在波动中也有机会，无论是参与投机还是仅仅为了保值，企业都必须密切分析经济趋势，预测人民币汇率变动，及时进行人民币和外汇之间的兑换。与此同时，外汇市场的波动，除了心理预期和投机的作用外，垄断的作用可能更大。1992 年以来钢材和外汇市场价格的巨大波动，垄断和投机因素越来越大。这需要国家采取反垄断措施，规范投机行为，以国内外经济双重平衡为目标，以更大的经济实力为后盾，进行经济宏观调控。而国家的调控行为，又会作为经济变量之一，对企业行为产生影响。这就给企业提出了更高的预测经济形势，在市场价格包括汇率的不断变动中，进行保值、避险和盈利的要求。凡有一定实力的企业，都应该尽量介入外汇、期货、股票市场，并聘用专家进行形势预测。

5. 结论

本章及后两章，分析人民币汇率机制的改革和水平的走势。

人民币汇率机制，经历了从单一计划汇率到双重汇率，再到单一的、有管理的浮动汇率的过程。计划牌价汇率是以出口换汇成本决定的，以财政补贴出口的一种方式。在出口数量不大，企业实力弱小的情况下，国家为了保证出口创汇第一的战略，实行了外贸垄断经营——主要出口商品的国家垄断经营，外汇的国家垄断，汇率的国家制订和调整。在改革过程中，出现了外汇调剂市场和调剂汇率，是近似的市场汇率。经过 6 年的双重汇率，于 1994 年初实行了并轨，未来人民币汇率改革的方向，是实行完全的自由兑换。

就人民币汇率水平而言，1987—1993 年经过了一个不断贬值的过程，牌价汇率从 1 美元兑换 1.7 元贬值到 8.7 元。贬值了 450%；人民币对外贬值超过对内贬值一倍。

1994 年汇率并轨，超前于国内利率的改革，使企业承担汇率风险的损失，也给企业提出了预测汇率走势的任务。

六 汇率改革与我国对外开放的战略转换

1. 第四种汇率：黑市汇率

在第四章里，我们从改革角度分析了人民币汇率改革的历史过程，描述了从单一计划汇率向双重汇率过渡，又实行并轨的过程。双重汇率，是指计划牌价汇率和近似的市场汇率——调剂汇率并存，实际上还有个人调剂汇率：个人凭出国护照可以定量兑换一部分外汇，原来是按照牌价购买，后来提高了价格，国家想多收入外汇，就不得不再提出一个个人调剂汇率，比企业之间调剂外汇的价格还要贵些。

第四种汇率，是黑市汇率。

黑市汇率是局部地区形成的，带有投机性的市场汇率，比个人调剂汇率还要贵一些。黑市汇率和调剂汇率的关系，取决于外汇管制。外汇管制强，调剂汇率受到限制，黑市汇率就高，范围就大；外汇管制弱，调剂汇率接近于市场供求所决定的均衡价格，黑市汇率就低，范围就小，外汇管制完全取消后，就没有黑市汇率。

对于黑市汇率的研究，可以换一个角度。从对外开放角度看，首先遇到的障碍，是国内外价格体系的隔绝，特别是综合性价格——汇率的扭曲。国内是计划汇率，以严格的外汇管制为保障；国际经济是市场汇率，以外汇自由买卖为前提。在我国对外开放初期，涉外经济关系不发达的时候，克服国内外价格差、货币差的办法，是发行一种专门的有价证券——外汇券，法律上与人民币等值。外国人到中国，使用外汇兑换人民币，因为人民币汇率高估，在实际上要吃亏，比如1美元按照市场汇率应该等于8元人民币，但是只能兑换5元，外国人岂不是吃亏了吗？兑换外汇券给他，虽然在法律上与人民币等值，实际上，中国人没有外汇券，持有外汇券的外国人可以到专门的外汇商店里去，购买比价便宜、质量较高的商品，这就在实际上提高了外汇券的购买力，而贬低了人民币的购买力。

这种制造变相货币，指定特殊场所，经营特殊商品的办法，在计划经济下和开放初期，可以使人民币在实际上贬值，暂时解决国内外价格体系和汇率不接轨的问题。但是，这种办法只限于购买部分消费品，只适于少数外国人，范围极其狭窄，绝对适应不了在对外开放条件下大规模的商品交换，特别是资本的流通的需要。

对外开放需要一个与国际市场接轨的国内的市场价格和市场汇率。但是它们的形成又只能是市场经济发展的产物，需要一个历史过程。在渐进改革下，价格和汇率都不是一次放开的，而是逐步向市场化过渡的，总要有一个过渡时期。这个过渡时期的汇率将是一个什么形态？

本章，我们结合对外开放，研究人民币的国内价格和国际价格，计划汇率和市场汇率，国际市场汇率之间是怎样结合起来的。从中，可以总结和探讨一些对外开放的规律，也研究一些货币和国际金融的规律。

2. 我国对外开放的特征

2.1 中国的对外开放度

对外开放15年以来，取得了巨大的成就。对外贸易平均年增16%，从1978年的97亿美元增加到1993年的1600亿美元，在世界贸易中的名次从第32位上升到第11位；工业制成品占出口总额的80%，比1978年提高了33.5个百分点；到1993年9月底，批准外商投资企业15.3万个，协议金额

1915.4 亿美元，外商实际投入 495.5 亿美元；外资企业占我国工业产值的 6%，投资的 10%，出口的 25%；到 1994 年，我国借用外债 800 多亿美元，到本世纪末可能超过 1000 亿美元。大量的先进技术和设备的引进，改善了国内企业的经济素质；信息和人才的交流，大量的进口，为国内经济提供了新的资源；对外开放使我国充分享受到了国际分工的比较利益，扩大了中国人活动的空间和自由度，促进了中国的发展和繁荣。

我国的对外开放度究竟有多高？

按照国际标准，对外开放度的衡量主要是看“外贸依存度”，即进出口总额占 GNP 的百分比。1993 年我国进出口总额为 1600 亿美元，GNP 为 32000 亿人民币，按照 1:8 的汇率换算，进出口总额为 12800 亿人民币，占 32000 亿的 40%；按照 1:5 的汇率计算，为 25%。同样的指标，在日本是 20%，在美国不到 10%，可见中国对外开放度之高。我国的出口收购总额，是国内商品零售总额的一半左右，就是说，我国生产的商品，有 1/3 是输往国际市场，其中 40% 是输往北美。

度是质和量的结合，只看进出口数量，往往夸大对外开放度，必须和性质结合起来考虑。从“质”方面来考察对外开放度，大约有以下几个方面：

——中性的贸易政策：政府不补贴出口；

——实行低关税，取消非关税壁垒，取消行政手段对于进口的限制，实行进口自由化；

——自由的汇率政策，取消外汇管制，实现货币的可兑换性；

——有发达的资本市场，资本流动自由；等等。

可以看出，要从质的方面提高我国的对外开放度，关键是进行国内市场经济导向的改革，使国内外经济体系逐步融为一体。

2.2 “三位一体”的战略

我国对外开放，不仅在于引进外资，发展外贸，对外开放更加深远的意义，在于推动国内改革。对外开放给国内改革提供了标准、动力、经验和实验场地，特别是促进了国内市场经济的发展，这种促进，采取了地区政策差异的特殊形式，这是由对外开放的特点决定的。

改革前 15 年，我国采取了三位一体的战略：

——优先发展沿海地区的梯度发展战略：我国的计划经济，长期实行优先发展内地的平衡发展战略，改革以来改变了方向，优先发展沿海地区；

——中央向地方分权的改革战略：我国地方政府，管理着广大的农村地区，承担着地方治安、教育、建设等多种功能，特别是人民生活消费品的生产，比起承担重工业和基础设施建设的中央部门企业，带有更多的市场经济色彩。因此，改革以来中央向地方分权，实际是间接地向市场经济过渡。

——相应的开放战略，是采取分层次开放，其内容是：中央针对不同的地区，分别给予不同的优惠政策，包括较大的项目审批权和税收减免权，并允许经济特区率先改革。这就造成了全国各地不同的“政策差”，政策差不同于计划经济下的财政补贴，不是给钱，而是给政策，通过政策差别造成了各地不同的竞争条件。

三位一体的战略，核心是地方政府获得了充分的自主权力，成为改革以来中国最大的利益主体和经济增长的主要推动力量。在对外开放方面也是如此，以地方优惠为特征的分层次开放，造成了我国多层次的对外开放格局。

比如政策优惠程度，可以分为：香港、澳门——经济特区——福建、广东经济实验区——经济技术开发区——沿海开放城市——沿边沿江开放城市——沿海开放地带——广大内地。不同的优惠政策，使得各地区具有不同的竞争条件，经济特区利用优惠政策，首先积累财富，积蓄了市场经济的“势能”，然后通过抢购、进出口等形式，造成了市场经济的“动能”，在改革开放初期，起到了促进市场经济发展的作用。

2.3 特区与内地：谁赚谁的钱？

在上述背景下，内地与特区之间产生矛盾是必然的。内地说特区利用优惠政策赚了它们的钱，特别是像上海这样的地区，支持着 1/6 的中央财政，认为如果自己有同样的政策，要比深圳快得多。

深圳人是决不承认自己赚了内地的钱的。有人甚至计算出，内地向深圳汇去的人民币，要少于深圳向内地汇出的人民币，因此，不是深圳赚了内地的钱，而是内地赚了深圳的钱。的确，从人民币的流动来说，在 1984 年是这个事实，那年从深圳向内地净流出 8 亿人民币。如果是从深圳向内地汇款，要经过深圳的邮局回流到深圳的银行，货币仍然在深圳，没有流出。所谓“净流出”只能理解为，在深圳打工的人，把人民币带在身上回到了内地，或者是在深圳放在家里，没有存入银行。这样的钱 1 年之中有 8 亿人民币，不能说少，中央银行的深圳的分行，的确发放了大量的人民币，当时深圳几乎看不到旧钞，都是新发行的钞票。1984 年广东甚至发行了面值 100 元的大额钞票，没有几天，中央下令收回，理由是反对通货膨胀。深圳，的确是通货膨胀的发源地之一，不仅因为特区经济活动的市场化程度高，也是因为人民币实际上在特区贬值了一倍，故需要更多的货币。

深圳发行大量人民币流向内地，是由于深圳向内地采购物资，购买出口商品，内地在深圳的公司汇回利润，民工向家乡汇款造成的；其数量超过了内地向深圳的投资和进口所汇去的人民币。但是，不能以此认定内地赚了深圳的钱，从深圳向内地汇去大量人民币，从个人来看是赚了钱，从宏观上看，是特区向内地转移了通货膨胀。更为严重的是，从内地向深圳的人民币汇款虽然少，但是内地的外汇券和外汇，却是大量流向特区，购买进口商品，远远超过了深圳向内地汇去的外汇券和外汇。在人民币不能自由兑换的情况下，外汇比人民币更能代表一般财富。因此，经济特区在发展初期，利用优惠政策赚了内地的钱，特别是外汇，这是一个实证性的正确判断。

做为价值判断，是否肯定特区的优惠政策，是另一个问题。但无可否认，在对外开放初期，特区利用优惠政策首先发展，其积极作用是主要的。

3. 经济特区中的两种货币同时流通

3.1 商品替货币标价：黑市汇率在特区公开出现

为了促进经济特区的发展，中央给予特区以特殊政策，使特区出现了以转口贸易为中心的商业繁荣与房地产繁荣。利用优惠政策在经济特区从事进出口，有超额利润可得，经济基础是国内外的价格差：公司可以从国内收购低价的农副产品特别是土特产品，经过特区出口，取得全额外汇留成；然后进口低价的国外高档消费品，这是一个潜在取得超额利润的可能性。优惠政策使得潜在可能变为现实的巨额利润，但是，这个利润是人民币。要想进行下一轮“暴富的飞跃”，手中的人民币就必须能够大量地、自由地兑换成外汇，这就产生了对自由外汇市场、自由汇率的要求。

国家无法给予少数经济特区以汇率上的优惠政策：不可能规定一个“特

区汇率”。于是，一个庞大的外汇黑市在经济特区出现了，外汇黑市在深圳经济特区最为典型，最为发达，是因为深圳靠近香港，具备大量套汇的方便的地理位置。

香港临近大陆，每天有大量的人民币需求，香港人每天都需要以港币兑换人民币，到大陆办公司，做买卖，甚至只是到深圳采购和度假，对于人民币的需求就很可观。按照我国外汇管理条例规定，外汇兑换必须到中国银行，按照牌价汇率，当时是1港币兑换0.35元人民币进行，而按照市场汇率兑换，应该是1港币兑换0.7元人民币。就是说，按照牌价兑换，香港人要少换一半人民币。

内地依靠进口赚得大量人民币的公司，自然想到了私下兑换黑市外汇的招数，你可以按照1港币兑换0.7元人民币的价格，拿人民币与香港人兑换，虽然你多付出了一倍人民币，但是你终于可以自由地得到了大批外汇，可以开始下一轮的进口了。你进口的商品，只能是在国内价格很高，在国外价格很低，国内外价格对比，超过了黑市汇率比价的，使得公司按照黑市汇率计算成本，仍旧有可观的利润可图。香港人按照黑市汇率兑换，可以多得一倍人民币，何乐而不为呢？于是，再也没有比这样的买卖更加方便，更加为双方都乐于接受的了。

于是，经过外汇黑市的媒介，国内外自由贸易的市场终于得以自由运转了。

既然外汇黑市已经成为特区经济以至国内经济自由联系的纽带，那么总会以某种形式公开化。于是，就出现了公开的黑市汇率标价。只是不是直接用货币形式标价，比如1港币兑换0.7元人民币，而是采取了商品形式：一种商品两种标价。

在1984年深圳的商店里，可以看到几乎所有像样的商品，都有三种标价。比如一辆上海自行车，标价：

人民币	400元
港币	570元
外汇券	350元

首先我们看到，以人民币标价的上海自行车，是400元，而在当时上海是200元——人民币贬值一倍这一个简单而又被人为掩盖的事实，已经在商品价格上表现出来了，深圳的自行车比在上海贵一倍，如果只局限在自行车上，你可以理解为，只是自行车的供求关系造成的。但是，如果大多数商品如此，就能说明，深圳的物价普遍高于内地一倍，人民币在深圳就是贬值了一倍。

更为明确的表现，还是在双重标价上。对应400元一辆自行车的标价，是一个港币标价：570元。这首先说明，在深圳，政府允许以外汇直接买东西，而不是必须兑换成人民币，再拿人民币买东西。第二，说明如果你拿外汇购买自行车，可以便宜一倍：按照牌价汇率，400人民币的东西，要以1港币兑换0.35人民币的汇率兑换，港币标价应该是 $1 \div 0.35 \times 400 = 1143$ 港币。但是，实际只标出570港币，意味着：如果有港币，可以少付一半款。

黑市汇率的标价，不是通过以货币表示货币的方式，而是通过以大量商品的两种价格对比，间接地表示出：黑市汇率是多少。

如果你抄下任何一个商店的价格表，可以看出几乎所有比价都是相同的：

自行车人民币 400 港币 570 比价 1 港币 = 0.7 人民币
彩电 人民币 4000 港币 5700 比价 1 港币 = 0.7 人民币
录音机人民币 600 港币 857 比价 1 港币 = 0.7 人民币
摩托车人民币 10000 港币 14285 比价 1 港币 = 0.7 人民币

.....

不用多看，你一定知道今天的黑市汇率是多少了。其实你只要问问售货小姐，她们几乎会一致告诉你：今天的黑市汇率是“七零”，即 1 港币兑换 0.7 元人民币，到明天，可能是“七二”，即 1 港币兑换 0.72 元人民币。至于那个“三五”的兑换率，只是空挂在中国银行的柜台上，你有港币，绝对不会卖给银行；你有人民币，银行也绝不会按照牌价卖港币给你。真正通行于经济特区的，是黑市汇率。

黑市汇率比价究竟是谁决定的？有没有人操纵？没有人研究。但是，的确有人在操作。每天上午，无论你问到那一个售货员，她都会告诉你，今天的黑市汇率是多少。这个机制，至今是一个谜。中国的黑市汇率居然有一个公开的形式，而且是用商品来表现的，是多么地有趣。

马克思当年所说，货币是价值的一般形态，商品的价值开始是个别形态：

一把斧头 = 一头绵羊
后来是扩大的价值形态：
一头绵羊 = { 一把斧头
一只猪
三只鸡
五件衣服
.....
再发展到一般价值形态：
一把斧头
一只猪
三只鸡
五件衣服
..... } = 一头绵羊

绵羊成为一般等价物，最后一般等价物由金银承担，成为真正的货币。国家形成后，不断采取行政强制手段，发行纸币作为货币符号。两国之间的货币兑换，逐渐形成了汇率和外汇市场。这是人所周知的货币发展史。在开放初期的中国、由于金融外汇体制改革滞后，经济发展又极其迅速，因此就出现了以扩大的价值形态表示一般价值形态的“反常”现象。在 20 世纪的中国的深圳出现：一系列商品进行两种标价，标价的比例是相同的，来间接地表现黑市汇率。——正如马克思所说：行政力量对于经济规律，就像数学乘法表对于流水那样，无能为力。

3.2 历史经验：陕甘宁边区的两币流通

1941 年的陕甘宁边区，通过了独立发行边币，禁止国民党法币流通的决议。但是多年以来，一直到解放，边币也没有能够全部取代法币的位置。法币一直在陕甘宁边区流通，在有些时期法币流通量占整个流通量甚至高达 50%，在边区与国民党统治区交界地区，法币的地盘更大。为什么只靠法令，

并不能驱逐一种货币，而保证一种货币流通？

当年的原因是：

——边区经济力量薄弱，生产不能自给，物品需要大量从国民党统治区输入，从布匹、棉花、文具、农具、糖、西药，甚至饭碗和针线，都需要进口。所能出口的，只是食盐、皮毛和中药。每年出现大量的贸易逆差。进口商从国民党统治区进口了商品以后，利润虽然高，但是，所得边币无法自由兑换成法币再进口，只能去黑市兑换。

——在陕甘宁边区 31 个县市，218 个区中，有 24 个县市 81 个区是与国民党统治区接壤，有 40% 的人民生活与国民党统治区紧密相连，许多边界没有集市，居民需要到对方地界去进行贸易；交界区域犬牙交错，无法用行政力量封锁。在对方地界，法币是唯一的交换媒介。就是说，你的货币无法被人家接受，人家的货币你又离不了。

于是，在边区内，就出现了边币和法币同时流通的局面。我们的结论是：

——当两个相对独立的经济区域发生经济联系时，经济实力较弱的一方，需要从较强的一方输入必需品，又无法出口足够的商品，在经济上即出现对于强者的依赖性。

——这种依赖性，在商品流通方面，表现为弱方必须从强方输入商品；在货币流通方面，则表现为弱方的货币不能自由兑换，而强方的货币非法地在弱方地区内流通。

——同一地区出现两种货币同时流通，也是由于弱方无法垄断全部对外贸易。或者说在一定程度上存在着自由贸易。

可以看出，当年边币法币同时流通的戏剧性场面，又出现于我国的经济特区。其原因大致相似，目前的经济特区，仍旧是港币、外汇券、人民币三分天下。

3.3 通货膨胀：由沿海向内地的转移

通货膨胀与物价上升，一样又不一样。通货膨胀是指：流通中的纸币数量超过了流通本身所需要的货币数量。在市场经济下，这种情况一定要表现为物价上升，靠涨价来吸收多余的纸币。但是在计划经济下，可以用行政手段压抑物价，所以通货膨胀，并不意味着物价一定上升——当然这只是暂时的压抑。通货膨胀因素会长期积累起来，集中爆发；或者表现在企业亏损，物资匮乏，凭票定量供应，排长队等方面，最终导致整个经济活力的丧失。

通货膨胀与货币贬值，也是一样又不一样。货币发行过多，就一定会贬值。贬值的意思就是货币购买力降低了，过去 1 角钱买一根冰棍，现在要 1 元钱。物价不上升，货币的购买力就不会降低，也不能说货币贬值了。所以说，货币贬值与物价上升是同一种现象，但是与通货膨胀不尽相同。通货膨胀，是货币发行过多了，但是可以用行政限价和财政补贴，压低物价，维持货币的购买力。这时，通货膨胀可以暂时不表现为货币贬值，而表现在存款大增；居民有钱没有地方花。

汇率贬值，是指本国货币相对与外国货币的购买力降低了。原来 1 美元兑换 5 元人民币，你可以买两个美国面包；现在人民币贬值了，1 美元兑换 10 元人民币，你有 5 元人民币，就只能买一个面包了。人民币贬值，使得国内涉外经济一部分的价格整个地提高了，并且逐步扩大到整个国民经济。这个问题，下面再谈。

深圳经济特区，既然已经实现了黑市汇率的变相公开化，使得人民币在

大多数商品的买卖上，按照黑市汇率兑换港币，即贬值了一倍，那么深圳的物价水平，如果以人民币来表示，比内地物价水平高出一倍，就是肯定的了。这就可以解释，为什么上海的自行车 200 元一辆，一到深圳就涨价到 400 元。

同样的人民币，在深圳的购买力比在内地低一倍，表现在汇率上，是深圳黑市汇率，使得人民币兑换外汇时多付出一倍；表现在物价上，是深圳的物价水平，高于内地一倍；表现在货币发行上，是深圳的货币发行量多于内地一倍——道理很明显：物价高出一倍，同样的商品流通量，就需要多一倍的货币。

——结论是：深圳经济特区，是我国通货膨胀的一个发源地！

这个结论不带贬义。通货膨胀，总是由发达地区向落后地区转移，带来了发展，也带去了物价的上升。

当年陕甘宁边区，边币与法币同时流通，边币贬值，1943 年 12 月，1 法币兑换 2.1 边币，到 12 月，兑换 9 元边币，个别地区兑换 18 元。同时，出现了通货膨胀由边境地区向延安的转移。边境地区边币贬值最早，幅度最大。物价首先上升。这就吸引了周围地区物资的流入，货币从边境地区向中心地区流动，使得中心县城的物价上升，最后波及到延安。

我国改革开放初期的通货膨胀，一部分就是从沿海向内地转移过去的。

广东和深圳地区所出现的人民币在黑市上的贬值，货币发行量的扩大，加上价格改革的首先出台，都使得物价上升成为必然。广东作为价格改革的实验区，在 1984 年首先放开了价格，取消了价格补贴，物价大幅度上升，工资随之上升。高物价、高工资、高消费的模式首先形成。

随着广东的物价上涨，首先吸引了大批的内地物资。物资丰富了，物价就停留在一个较高的水平上不动。然而，与广东相邻的江西、广西、湖南等省大批低价或一些带有财政补贴的物资被吸引流入广东，引起这些地区物价的上涨。而且只涨物价，不涨工资。但是，广东的购买毕竟增加了周围地区的收入，刺激了它们的生产，虽然有通货膨胀，但是生产也发展了。

这个通货膨胀从沿海向内地转移的过程，实际上是国际通货膨胀向国内的转移过程，下章将专门论述。

4. 新的格局：取消沿海地区优惠政策，对外资实行国民待遇

目前国内外形势的发展，要求我们结束以地区优惠为特征的对外开放战略格局：

——1992 年全国各地对外商竞相优惠，自办开发区 2000 个，占地 2000 万亩，需要资金 36000 亿元，相当于国家 50 年的总投资，注册了 40000 个外资企业，相当于前 13 年的总和，其中大量是假合资、假合营。我国对外地区性优惠政策系统和管理系统出现了紊乱、失控和崩溃，说明地区性优惠战略已经走到了尽头。

——目前主张以产业优惠代替地区优惠的呼声甚高。但是，产业政策的作用一直是很有局限的。近年来，市场经济已经开始调整国内的产业结构和产业组织，对于外资，更要靠市场机制的调节。因此我们在寻求地区优惠向产业优惠转变的同时，应该寻求更加根本性的转变，这就是由计划性的优惠向市场机制的转变。

——复关要求我们与国际经济统一规则，建立平等的权利义务关系。中国加入 GATT 的过程，实际是按照国际惯例，不断发展市场经济的过程。从降低关税，放开物价，保护知识产权，取消出口补贴，统一双重汇率，公开贸

易政策，到开放国内市场，都是如此。

——国际分工深化使得跨国经营成为国际资本流动的主要形式，跨国公司的发展和各国对于外资的竞争，使得一般的外资政策，如方便注册、国有化补偿、争议解决、税收优惠、利润汇回等效果逐步丧失，整体政策框架的性质和生产的条件成为投资区位决策的关键因素。国际经济的一体化和周边关系的发展，都要求我们扩大对外开放。

——国内东西部差距迅速拉大，不仅影响西部乃至整个国家经济的继续发展，也不利于国家的统一和防止极端的贫富分化。优惠政策的实施，在基本取消的前提下，应该保留给“老少边穷”地区，主要是我国的西部落后地区。

综上所述，我国对外开放进入新的阶段是历史的必然。国内市场经济的发展是其内部动力，国际形势变化是其外部环境，而加入 GATT 和世界贸易组织则是新阶段到来的时间标志。

4.1 手段和目的：哪个更为重要？

我国对外开放新阶段的主要内容是什么？——是国内外经济全面接轨。

国内外经济全面接轨的核心是什么？——是与国际经济统一规则。

为什么把与国际经济统一规则，作为国内外经济全面接轨的核心？

——这就提出一个重大的哲学问题：目的和手段，哪个更重要？

规则，是事物运行的机制的程序化表现，它是形式而非内容，是手段而非目的。把国内外经济全面接轨的核心归结为“与国际经济统一规则”，意味着形式重于内容，手段重于目的。这是一个新的价值标准。

历史上一切理想主义者包括社会主义者，特别是那些理想化的教条主义者，往往把目的看得比手段更为重要，自认为只要目的高尚，可以不择手段，结果破坏了事物进步的规则，目的适得其反。把手段看得比目的重要，比较实际。就目的来说，大家都差不多，没有谁更为高尚的，至少不把目的高尚看成是主要标准。相反，手段进步却往往反映社会的进步。同是剥削，在目的上都是一样的，资本主义的剥削率甚至更加残酷。但是，由于资本主义的剥削方式和手段比较进步，所以优于奴隶和封建社会。

马克思指出：衡量一个社会的进步程度，不是看它生产什么，而是看它用什么生产。马克思把生产工具作为划分社会形态的主要标志，生产工具就是一种手段。我们强调以法治代替人治，法律也是一种手段。计划经济是审批经济，市场经济是拍卖经济，二者的根本区别在于手段和程序不同。秦统一中国的关键措施是统一度量衡，而阎锡山为地方割据，在山西修窄轨铁路。

历史一再证明，理想主义者掌权后屡遭挫折的哲学根源，是自以为目的崇高而可以不择手段，所以无法确立新的规则和秩序。我们追求在改革开放中塑造出一个新的体制，也必须在手段的更新上下功夫。

在对外开放中强调手段进步的意义，是因为非此不能真正融于国际经济，不能对中国带来根本性的好处。我们之所以在一定时期内肯定地区优惠的积极意义，主要是因为它是通过市场机制发挥作用，而不同于计划补贴，是造血而不是输血。我国对外经济体制改革的成功与否，不取决于出口多少，外资多少，外债多少，而取决于它们是通过计划与补贴手段强行达到的，还是通过市场机制由企业自行完成的。只有后者，才能有经济效益，才能与国际经济建立有机的内在联系。在国内外经济全面接轨的过程中，需要我们参照和模仿的国际通行作法浩如烟海，而我们在理论上所能抓住的最核心的线

索，是与国际经济统一基本的规则，把中国的“窄轨铁路”修成世界通用的路轨。

在统一规则方面，GATT 给我们提供了有益的经验。GATT 数十年来面临错综复杂的国家利益和民族利益，能够靠协调和谈判，不断推进国际贸易自由化，它主要依靠的就是一套行为规则和调节机制。无论矛盾是多么复杂和尖锐，只要沟通了准则，在行为方式上达成共识，就是说建立了一定程度的伦理关系，那么具体内容方面的障碍，迟早都会得到克服和协调。中国的对外开放，如果不能带来国内体制上的根本改革，在机制和规则上与国际经济融为一体，只是依靠行政力量和优惠措施，片面追求外贸外资的数量，那么开放度增大的结果，也许是使我国国民财富加速外流，出口贫困增长，民族工业遭受过分的打击，国民经济越来越依附于发达国家。我国所力争的应该是通过对外开放，增强中国经济自我发展的能力。这就需要从更深的层次上，与国际经济统一规则，以此带动下一阶段的，更加广泛，更加深入的对外开放。

4.2 接轨之一：按国际标准衡量和分析国内经济

第一项内容，按国际通用标准，改革我国的统计和财务，把自己置于与国际经济可比的地位，在数学上叫做“可通分”；这样一比，就比出了许多问题。

——中美贸易摩擦：1992年，美国说对中国贸易有183亿美元逆差，它是按出口产品的原产地原则，把中国大陆经香港转口到美国的出口商品也算做中国的出口；而我国宣布对美国有几十亿美元逆差，双方差距极大。美国依此为由把中国列入制裁的对象。

——我国人民币在换算成美元时，有多种标准。按牌价汇率是1美元等于5.8元，按调剂价算是8.8元。美国兰德公司按实行购买力算，说1美元只相当于1.2元人民币，这样，我国的经济数字折成美元，就大得不得了。人均GNP达到1500美元，中国已经是一个发达国家，不能享受国际上对发展中国家的优惠。

我国国有企业潜亏很大，估计在资产的1/3左右。按国际标准统一财务会计制度以后，在10个方面进行了改革：

1. 改变了会计基本等式：原来是：资金运用 = 资金来源，是静态的。现筹资来源多样化了，商业信用和票据业务发展，不能反映企业的投资人权益和债权人权益，故改成资产 = 负债 + 所有者权益。

2. 采用复式借贷记帐法。

3. 突破了专款专用原则，让企业自主理财。

4. 建立了资本保全原则。

5. 改革了成本计算方法，全部成本改为制造成本法。

6. 规范了利润分配办法。

7. 改革了固定资产折旧制度，允许加速折旧。

8. 长期投资分别采取成本法或权益法。

9. 适度地考虑了谨慎性原则。

10. 建立了新的财务报告制度。

新的财务会计制度实行，国营企业潜亏暴露，亏损成为资产的2/3。

——我国公布的财政赤字，1989年是95亿元，如果按国际标准，把国内外债务也算进去，就扩大为375亿元。

——我国规定的小康标准，是国民经济在本世纪末翻一番——按人民币算，是可以超过的。但是，人均国民收入 800 美元，按当时汇率，就很难达到，因为人民币每年贬值 10—15%，比经济增长速度还要高，10 年来，我国人均国民收入一直停留在人均 300 美元的水平上。为自圆其说，有人说应该按 1982 年汇率，1 美元等于 3.2 元不变汇率折算。——很明显，按什么汇率折算，我国经济实力大不一样。

第二项内容，是吸收国际先进和通用的法则作为参照，分析和制订我国的发展战略。

——1987 年，日本企划厅提出“综合国力”的概念，我国专家用于本国研究，提出：国力是一综合概念，包括近期的经济力，远期的教育力；物质的经济力，自然力，精神型的精神力，政治力；等等。结论是：我国不能只在 GNP 上做文章，而应该全面地从经济、科技、教育、军事、法制、民主政治、国民素质等等在内的综合国力上赶超发达国家。

——美国专家王绍光提出“国家能力”的概念，指中央政府将自己的意志、目标转化为现实的能力，包括汲取财政能力、调控能力、合法化能力、强制能力。与我国学者胡鞍钢合作，研究了中国国家能力降低的问题，财政收入占 GNP 比重，只占 15%，预计到 2000 年，只占 11.7%，成为世界最低国家之一。中央财政收入占国民收入的比重，将由 2/5 下降到 1/3。中央政府成为“弱政府”。

——有人借鉴国际比较方法，对社会发展程度打分，中国 1987 年，社会发展总水平居世界第 70 位；人均 GNP 第 102；社会结构指标第 96；人口素质特别是寿命第 57；但是其中公共教育支出第 95，远远低于国际水平；生活质量第 43，高于中等水平国家。从中可以看出问题，中国福利相对于生产和教育，是太高了。

第三项内容：在各方面尽量采用国际标准，衡量和改进经济社会状况。

比如国际质量标准，进出口通用规则，商检标准，卫生标准，环境与污染标准，安全标准，健康标准等等。有许多标准我们达不到，需要付出很大的资金和努力。

在法律方面，应适用国际法准则，解决国内与国际的法律冲突问题。参加国际组织，按国际公认的程序进行仲裁和调解。在更大的范围内，应参照国际惯例，进行经济活动。

目前上海、广州已经正式加入了国际比较。我们把统一统计财务指标作为接轨第一项，是为了强调标准和程序的划一，确立一个比较科学的标准。先有比较，才能鉴别，才能学习和发展。全面修正比较标准，说明我国要与国际一般水平和先进水平进行全面的比较，进行全面的改革和接轨。

引进国际通行的、有权威的评估、审计、会计、律师、公证、咨询机构，对于迅速建立市场经济所需要的信誉和公正，十分重要，在这方面我国基本上没有开放，应该随着复关开放第三产业，大量引进。

4.3 接轨之二：以国内外双重平衡为目标建立宏观调控体系

我国经济的开放度按综合汇率计算，已经达到 35%，工业产值的 25% 直接依靠进口，投资每增加 1 元，3 个月后进口增长 1500 万美元左右；进口的 80% 是生产资料；外汇储备成为经济发展的硬制约；经济的高速度发展对于进口和外汇的需求日益增大，要求出口高速增长，我国的出口，已经占到国内商品的 1/2，我国商品市场，有 1/3 是国际市场，57% 集中于港澳及北

美地区；外商投资企业的出口每年增长 50%，已占出口总额的 15%，到本世纪末将达到 30%，外债已达 600 多亿美元，年还本付息额近 100 亿美元，人民币汇率在通货膨胀和外贸低效益的条件下，不断贬值，反过来促进了国内通货膨胀；人民币不能自由兑换，不仅造成国际通货膨胀向国内的单方面转移，而且把汇率风险完全压在企业身上，损失极大；国际市场价格波动和各国宏观经济政策，对国内经济影响日益增大；1997 年回收香港，将对我国改革开放产生巨大的影响。在这种局面下，我国经济的宏观调控在国内尚未完善，调整国内外经济关系，更为落后。

宏观经济调控，是国家采取财政金融手段及其它政策手段，对国民经济总供求进行调节，力求熨平经济周期，达到经济稳定增长，充分就业，物价稳定和国际收支平衡的目标。其中国际收支平衡，就是对外经济的目标，包括外贸外资旅游劳务，海外投资和借款，加上外汇储备的增减，要在一定时期内取得综合性的平衡。在开放条件下实行宏观调控，不仅要达到国内经济平衡，而且要谋求国内外经济关系的平衡，对外经济可以缓冲和弥补国内经济的不平衡，有时也会破坏国内经济的稳定，特别是各国宏观经济政策的互相影响，要求我们在制订国内经济政策时，充分考虑国际经济的状况。

我国没有市场利率的形成机制，利率与国际市场挂钩距离尚远，需要改革银行体系，开展公开市场业务，以短期国库券利率为基础，形成市场利率。近期可能实行的是汇率改革，首先将人民币双轨汇率合一，实行贸易外汇在全国范围的自由流动，然后逐步废除外汇管制，实行人民币完全的自

由兑换，在通货膨胀日益加剧的情况下，人民币自由兑换可能诱发抢购外汇和挤兑，风险很大。汇率是调节国内外经济的主要手段，为此国家需要强大的外汇储备和外汇平准基金，以保持人民币汇率的基本稳定。

4.4 接轨之三：借鉴国际经验完善国内市场经济建设

市场经济在国际范围内的发展，已经有了数百年历史，有其自身的规律和不同的模式，有成功和失败的经验。我国改革开放坚持实践第一，应该理解为在总结全世界范围内发展市场经济全部实践的基础上的自身实践，否则，一切都要经过自身实践和试点，甚至重复市场经济早期许多低级的失败的作法，损失太大，时间太长，甚至不可能成功。

在中国社会主义市场经济的实践中，特别是目前转型期社会双重体制并存的时期内，将会出现许多矛盾和风险，有许多我们不懂的理论和实践问题，比如市场经济的一般规律和各种模式的划分和评价，市场经济下的原始积累和产权转换，各种市场的组织和规范，宏观调控，农村与二元结构，价值转换，反对不正当竞争，教育和文化，反对腐败和整合社会利益，控制通货膨胀与失业，保护民族工业等等，应该大量研究国际经验，为我国发展市场经济提供参照系。有些改革与整顿，可以直接聘请国际机构和人才来进行。

在法律和管理各方面，都应该学习国际有益经验。仅举法律为例，我们不仅要引进有用的国际法律与国际惯例，而且要建立以权利为本位的，平等自主的，公平公开的，安全和信用的法律机制与概念，从深层次吸收那些反映了市场经济一般规律的观念和管理办法。

4.5 接轨之四：以价格—汇率机制代替计划—财政机制调节国内外经济关系

市场经济与计划经济在机制方面的最大不同在于：计划经济是直接靠行政命令控制商品的数量，可称为“审批经济”，而市场经济是靠价格机制间

接调节商品的数量，可称为“拍卖经济”。市场经济是以价格机制为基础的。对外开放的市场经济是以国内外价格机制共同调节为基础的，共同调节的条件有三个：

第一，国内外价格体系靠拢。主要是国内价格体系的改革成功，成为以市场价值规律为基础形成的价格体系。

第二，联系国内外价格体系的机制——汇率，由计划汇率变为市场汇率。

第三，国家不再以指令性计划强行出口，国营公司不再垄断外贸，对外贸易与国内贸易一样，基本实行自由贸易，形成国内外统一市场。

我国外贸—价格—外汇体制改革的目标，正是如此。

当上述改革成功以后，价格—汇率机制将代替计划—财政机制，成为调节国内外经济关系的基础。当国内总需求膨胀，国内价格水平高于国际市场的时候，进口增加出口减少，出现国际收支逆差；此时汇率贬值。当国内价格水平低于国际市场的时候，出口增加进口减少，汇率升值。对于价格和汇率变动的正确反应，要求企业必须是自负盈亏，而不是只对计划负责而不计盈亏的。

在国内外经济全面接轨的新的对外开放形势下，汇率的重要作用大大增加了。它将成为联系国内外价格体系，调节国内外经济关系的杠杆。

5. 结论

从我国对外开放的战略转换角度研究汇率改革，可以开拓研究的思路。我国市场导向的经济体制改革，绝不仅仅是中央命令的结果，更为重要的是市场发挥作用的结果。

在前 15 年地区性开放的战略格局下，在经济特区双币流通的形式下，市场汇率首先自发地发挥了作用，将国内外两个互相隔绝的市场联系起来，并且促进了全国市场经济的发展。

目前我国对外开放必须实行战略转换，目标是国内外经济全面接轨。在接轨中，价格—汇率机制将代替计划—财政机制成为调节国内外关系的基础。

人民币汇率的调节作用日益增大，需要进行认真的研究和预测。

七 人民币汇率前景预测

1. 外汇改革与新形势

1994 年我国宏观改革大量出台，而以外汇改革最为成功，这是在我国政府向国际社会承诺，于 2000 年实现人民币自由兑换的背景下进行的。1994 年进行的外汇改革包括：

第一，汇率并轨，实行单一的，有管理的浮动汇率制度。在新的汇率制度中，外汇市场供求是决定汇率水平的主要依据，人民银行将根据银行间外汇市场形成的价格，并参照国际外汇市场变化，公布人民币汇价。在汇率调控中，主要采取经济手段，调节外汇供求，保持汇率稳定。

第二，实行新的结汇售汇制度。新的结汇制度除外商投资企业暂时例外，要求企业全部外汇收入出售给外汇指定银行；银行可以将本市业务和外汇业务结合起来经营，形成合理的资产负债结构，这有利于按金融体制改革的要求，实现专业银行向商业银行的转化。中央银行可以自主地根据货币政策的要求，决定投入本币买入外币，或者抛出外币收回本币。

新的售汇制度，用汇统一由外汇指定银行售出，取消了用汇的计划审批，简化了用汇手续，过去由外汇管理部门承担的大部分批汇工作由外汇指定银行审核支付。经常项目下的外汇管理将进一步放宽。

第三，外汇市场有重大发展，将包括顾客、外汇指定银行、中央银行互相之间的交易行为，成为全国统一的、以银行为主体的同业市场，在结构、组织形式、交易内容和方式、以及管理调控等方面都更加符合国际惯例。

这次改革的意义是：

第一，在外汇领域内初步形成国家宏观调控下的市场机制。建立以市场供求为基础的人民币汇率制度；在外汇分配领域取消计划审批，全部外汇纳入市场轨道；国家通过市场对外汇收支进行宏观调控。市场作用充分发挥，为实现人民币的可兑换打下了基础。

第二，加速我国经济与国际经济接轨，进一步扩大对外开放。这次改革使我国的外汇管理体制向国际惯例靠拢，符合国际货币基金组织和关贸总协定的基本要求，为我国经济融入国际经济主流创造了货币制度方面的条件。

第三，外汇体制和其他领域的改革密切联系，互相促进。比如促进了外贸、企业、银行制度的改革。

1994 年外汇体制改革以后，对于整个国民经济也发生了重大的影响，相应出现了几个新的特征：

第一，汇率稳中趋升，并且出现了人民币连续升值的可能性。

外汇改革成功的主要标志，是汇率在 1994 年“稳中趋升”，这出乎人们的意料。15 年来，人民币连续贬值 500%，超过国内物价上升幅度一倍以上，已经形成了“人民币贬值的预期”。在汇率并轨时，政府和银行界领导人对于形势的估计仍然比较严重，认为：外汇供给不足仍然是主要矛盾，人民币汇率有贬值压力，资金外流可能影响人民币自由兑换，如果人民币贬值压力太大，又不能在实际中贬值那么多，外汇黑市将扩大，重新导致变相汇率双轨制。

实际上，汇率并轨后一直稳中趋升。上半年人们认为，只是由于并轨时低估了人民币，从 1 美元兑换 5.8 元一下子贬值到 8.7 元，贬值了 50%，当然不能马上再贬值。但是下半年以来，外汇供应越来越多，形成了对于人民

币越来越大的升值压力。如果不是中央银行敞开了人民币“外汇占款帐户”的口子，有多少外汇就收购多少外汇，那么1994年的人民币汇率，会出现更大的升值，比如说上升到1:7。

中央银行实际上是采取了维持固定汇率，不使本币升值的办法，大量抛出本币，收购外汇，才保持了汇率基本稳定，只升值了0.2元。面对人民币升值的趋势，很多人根本不信，一是举出马克思主义的基本原理，货币对内价值决定对外价值，1994年国内物价上升那么高，汇率理应贬值。对于升值，他们从根本上是不信的，总是怀疑中央银行“操纵汇率”，在实际上没有放开经常项目的外汇管制。

真实的情况恰恰相反，中央银行尽了最大的努力，在维持人民币稳定，不让它升值的太快——任何一个国家的政府都是不愿意自己的货币升值的。

第二，外汇储备猛增，通货膨胀由国际向国内转移。

这样做的结果，使我国外汇储备在一年之内增加一倍以上，从1993年底的190亿美元，达到520亿美元，创历史最高水平。同时，使得中央银行的基础货币在“外汇占款”的名目下，猛增到3000亿人民币。我国的货币乘数在2.5—3，这就扩大了8000亿人民币的货币发行。这8000亿人民币如果是用于收购产品出口，则是正常的。但是相当一部分，是国内各单位缺乏人民币，将自己的外汇存款出售，用途不是发奖金，就是扩大基本建设——这在实际上扩大了国内总需求，成为“国外输入通货膨胀”，干扰了国内宏观调控。

第三，制约国内经济增长的主要因素，由外汇不足变为通货膨胀。

发展中国家在发展初期，外汇储备不足是经济发展的最大制约。日本50年代初期，经过“道奇计划”，平息通货膨胀以后，已经陷入了经济危机，是朝鲜战争中为美国加工军需品，赚取数十亿美元外汇，使日本摆脱了困境。在1955—1973年18年经济高速增长中，前一半日本一直受制于国际收支逆差。经济增长速度一超过8%，即发生国际收支逆差，迫使日本收缩经济，这种因外汇储备不足而制约经济增长的现象，在日本经济史上称为“国际收支天花板”。在进入60年代以后，日本的外汇不再制约经济发展，没有出现经济周期，竟然连续10年平均年增11.3%。整个60年代，日本出现的物价方面问题，主要是消费品物价上升较高，在6%左右，超过了批发价格（主要是生产资料价格）3个百分点，这是结构性因素造成的：日本出口企业首先提高了生产率，工资上升，引起了全社会的工资上升，在非开放部分特别是服务部门，工资的提高超过了生产率的提高，因此消费物价的上升要快于生产资料。70年代两次石油危机，是进口能源推动日本的物价上升，以后出现了通货膨胀由国际向国内的转移：美国不断压迫日元升值，外汇大量流入日本，迫使日本政府抛售日元收购美元，扩大了国内货币发行，通货膨胀，游资充斥，为后来的“泡沫经济”造成了条件。

中国在1994年出现的情况，似乎也在重复日本的道路，只是来得太快了一些。

前15年，中国经济发展的最大制约是外汇储备不足。高速增长诱发进口，往往不到一年，就吃空外汇储备，比如1984年8月—1985年8月，外汇储备从138亿美元下降到38亿美元，迫使中央收缩经济。而1992—1994年，中国经济连续3年增长12%，并没有出现国际收支逆差。1992年外贸顺

差从 1991 年的 100 多亿美元减少到基本平衡，1993 年出现 120 亿美元逆差，但是由于有 160 亿美元进口属于外商直接投资，所以真正的外贸是顺差 40 亿美元。1994 年国内经济仍然增长 11.5%，但是出口已经超过了进口。加上大量外资进入，外汇储备反而猛增。真正影响经济高速增长的，明显的不是外汇储备不足，而是国内通货膨胀，也包括外汇储备过多引起的通货膨胀。这是中国建国以来从来没有出现过的事情。

第四，汇率的性质发生了改变。

人民币汇率，从出口补贴的财政手段，变为真正的调节国内外贸易关系的价格手段。以出口成本决定汇率的机制应该转变为以外汇供求关系决定。

人民币汇率也结束了因为汇率改革而连续贬值的过程。过去 15 年，人民币汇率连续贬值 500%，很大一部分是由于

取消出口财政补贴和额度补贴的结果，是把财政补贴变为汇率贬值，这是改革的需要。现在改革因素已经释放完毕，人民币如果再发生大幅度贬值，则主要是国内通货膨胀的结果。

2. 人民币汇率近期走势分析

2.1 升值还是贬值？

关于人民币汇率 1994 年“稳中趋升”的趋势，是否能够延续下去，看法分歧很大。

第一种观点，主要是国营对外经贸部门，根本就否认人民币汇率升值的事实，总是怀疑国家进行了外汇管制，人为操纵汇率升值。他们运用“货币对内价值决定对外价值”的理论，难以理解为什么国内物价高达 20%，汇率不但不贬值反而升值。人民币汇率升值在他们眼中，是虚假的。这种看法肯定是不对的，如果说国家操纵汇率升值，那么黑市汇率应该贬值，实际上并无此事。正如在第一节讲过的，1994 年，国家不但没有操纵汇率升值，反而在极力维持人民币不升值，为此付出了国内通货膨胀的代价。试想如果国家减少收购外汇的数量，人民币汇率会不会很快升值到 1:7？

第二种观点，认为人民币汇率快速升值是必然规律，过去按照出口换汇成本制订汇率，和国内价格体系的特征，将人民币市值贬得过低，现在必然要大幅度升值。即使国内通货膨胀再严重，人民币升值的趋势也是不可避免的。即使人民币汇率名义汇率保持不变，人民币实际汇率（即名义汇率与通货膨胀率之差）也将大幅度升值，因为中国的通货膨胀率将在长期内大大高于美国，如 1994 年中国的通货膨胀率是 20%，而美国是 3%。人民币购买力在国内大大下降，按照购买力应该贬值，但是由于外汇供大于求，在实际上无法贬值，最多维持对于美元的兑换率不变，这岂不是大大地在实际上升值了吗？这种观点，割裂了国内通货膨胀与汇率贬值的关系，没有注意到中国物价的结构特征，过于乐观了。

根据笔者的预测，1995—1996 年人民币很可能是继续“稳中趋升”的走势，与 1994 年相似。基本根据是，1995 和 1996 两年在宏观形势和具体经济因素方面，比起 1994 年都不会有阶段性的变化。可以把 1994 年的总结性分析，与 1995 和 1996 年的预测性分析结合起来分析。

2.2 1994—1996 年在我国经济周期中的位置

我国的经济周期，大约 6—7 年一个周期，目前正处于 1991 年开始的周期之内。1991 年下半年，我国工业开始高速增长，到 1993 年 6 月份达到最高点，然后逐步下降，到 1996 年应该是最低点。新的经济高涨，结合政治形

势分析，可能是在 1997 年。作为经济高速增长的后遗症，1993—1995 年，物价水平必然高涨。中央宏观调控的实施，可以减缓经济波动的幅度，不能改变周期本身的存在。就这一个周期而言，前半期发动过大，经济速度过高，必然给后半期的物价带来更大的压力。

表 7—1 本次经济周期的速度与物价预测 (%)

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	平均
GNP 增长速度	8	13	13	12	10	8	10.67
零售物价指数	3	6	13	20	15	15	12

1994—1996 年的经济特征是逐渐降低的经济增长速度和居高不下的物价水平。在物价方面的特征，是生产资料价格和消费资料价格的双重运动：在 1992—1993 年，投资需求膨胀时，生产资料价格连续十几个月上升 40—50%，而在 1994—1996 年，生产资料价格稳中趋降，而消费物价和居民生活费用指数连续上升。同时，农村物价的上升幅度超过城市，中西部地区超过沿海地区：都将是和 1992—1993 年相反的。从而反映出这两三年的经济是 1992—1993 年经济高速度发展的延续和“盘整”，通货膨胀正在从城市向农村、从沿海向内地转移。

表 7—2 1994 年我国物价变动趋势 (%)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	1—10月 累计平均
居民消费价格总指数	121.1	123.2	122.4	121.7	121.3	122.6	121.4	123.5	124.6	125.2	122.7
商品零售物价总指数	119	120.6	120.2	119.5	118.9	118	124	125.8	127.3	127.7	122.1

2.3 中国物价的“双重运动”

明了我国物价的“双重运动”性质，对分析汇率走势极为关键。1994 年出现的一个奇怪的现象，就是国内物价上升 20%，即人民币在国内的购买力下降了 20% 甚至更大，但是名义汇率却不贬值。如果按照购买力平价计算，人民币的实际汇率是大幅度上升。

人所共知，名义利率减去通货膨胀率等于实际利率。我国 1994 年通货膨胀率是 20%，名义利率是 11%，实际利率是负数（-9%）。汇率也是一样，名义汇率不变，实际汇率要看中国和美国通货膨胀率的对比。中国通货膨胀率是 20%，美国是 3%，人民币的实际汇率升值了 17%。

这种趋势，按照市场经济规律，人民币远期汇率必定是“贴水”，即相对于美元贬值。但是，估计后两年并非如此，和 1994 年一样将是“稳中趋升”。关键就在于中国物价的双重运动。1994—1995 年甚至 1996 年，我国只要不发生新的大规模的需求膨胀，生产资料价格相对平稳，那么就不会对出口收购价格的上升形成压力，也就不会对人民币汇率形成贬值的压力。因为我国的出口结构已经发生了很大的变化，目前制成品出口已经占 85% 以上，虽然主要是劳动密集型出口，受工资上升的影响，但是需求膨胀受到了抑制以后，制成品的出口收购价格应是平稳的。真正上升的是居民生活费用的部分——房租、水、电、煤气、交通、教育、医疗费用，这一部分价格上升，对

于出口成本没有直接的影响。只有农产品特别是棉花价格的上升，才影响我国纺织品出口，这种结构性问题可以通过进口原材料、出口退税等财政手段解决，不能使用汇率这种影响经济总量的价格杠杆。

因此，用中国物价的双重运动来解释 1994—1996 年发生的人民币名义汇率和实际汇率的差距，解释为什么国内物价上升不带来出口的压力和汇率贬值，是可以的。

2.4 外贸体制改革

近年来我国外贸体制出现的最重要变化，就是出口刚性计划不再支配国内经济，外贸逐步成为国内总需求变动的产物。

在计划经济下，最重要的计划是出口创汇计划。出口计划是刚性的，年年上升的，不论国内总需求和国内外价格对比关系如何，国营外贸公司必须完成出口任务。只要完成了出口创汇计划，亏损多少，国家补贴多少。1990 年取消了出口财政补贴（当年是 120 亿人民币，出口 430 亿美元，平均计划内出口 1 美元，财政补贴 0.3 元）；1994 年取消了外汇额度留成（也是一种出口补贴，按照留成比例 80%，额度价格 0.5 元计算，每出口：美元，额度补贴为 0.4 元）；出口补贴的取消，使得全部出口成本要以汇率来补偿，造成人民币汇率连年贬值。加上国内通货膨胀因素，形成了汇率贬值——物价上升的循环。

1992 年以来国内由于经济高速增长，促进了进口，抬高了国内生产资料价格，出口增长速度大大慢于进口的增长，1993 年出现了外贸 120 亿美元的逆差。实际上，进口中有 160 亿美元是外商直接投资，以进口名义计算，但是国内没有付外汇。所以 1993 年国家外汇储备没有减少，保持在 190 亿美元的水平。

1994 年以来，随着国内宏观调控，国内经济速度放慢，出口速度开始超过进口速度，至 1994 年 8 月，出口在绝对数量上超过了进口，全年外贸可望出现顺差。其意义并不在于外汇收入的多少，而在于。

——我国外贸正在摆脱出口刚性计划的模式，进出口的多少，成为国内总需求变动的产物。整个国民经济将不再围绕出口服务，而是外贸为国内经济服务；国家将不再为出口的稳定增长而牺牲国内经济的稳定，而是要以外贸的不稳定来换取国内经济的稳定。

——指令性的出口计划已经取消，国营外贸公司的行为正在起变化，从不计代价完成出口任务，享受国家补贴，变为自负盈亏，根据经济效益决定出口还是内销。虽然对于所有有进出口权的企业，都规定了一定的出口任务，但是并未规定一定要出口什么产品。有的企业可以用人民币购买外汇，来抵补出口任务。而且，我国出口以每年 20% 的速度增长，新增部分主要是外贸企业和乡镇企业，是计划外的出口。计划内的出口下降到 30%，以后还会下降。外贸计划作用的下降，并不完全是计划部门本身的自愿改革的结果，而是我国出口大幅度增加，而且是体制外出口大量增加的结果。

——当外贸公司不再以计划而是以经济效益决定进出口的时候，价格—汇率的市场机制就成为外贸的主要调节机制。当国内价格高于国外价格时就进口，反之就出口。这样必然大大提高进出口的效益，改变那种亏损性出口造成国民财富外流，国际上称为“出口贫困增长”的现象。

1994 年在外贸体制改革方面，还进行了以下实验：组建大型外贸集团；扩大进出口权；公开拍卖 24 种出口许可证，包括园木、大蒜、苧麻纱、苧麻

球、胚布、甘草制品、葡草及其制品、氟石块（粉）、棉漂布、轻重烧镁、人参、精干麻、蜂蜜等等。在我国的出口许可证共 138 种，其中被动配额 24 种。进口许可证数量更大。外贸改革还要继续进行下去。

1995 年，鉴于国内外汇储备增加，物价高耸及国际的压力，扩大进口在所难免。

外贸体制的改革特别是出口机制的改变，使得汇率脱离了计划经济补贴出口的财政性质，变为调节外贸的主要价格杠杆。此时汇率将不再取决于出口成本，而是取决于外汇供求关系，背后是国内外市场的变化，特别是国内通货膨胀状况。财政对于出口的补贴向汇率的释放已经完毕，汇率不再具有连续贬值的性质。

2.5 外资大举进入

汇率的变化既然取决于外汇供求关系，那么国际收支状况就是判断汇率走势的基本依据。在我国经济高速增长中，出现了贸易收支的逆差，这是必然的，但是外资的流入可以抵补贸易逆差而有余，同样出现国际收支顺差。

1992 年，外商协议投资相当于前 15 年的总和，直接投资的数额超过了外债；1993 年又超过 1992 年 50%，1994 年协议投资比 1993 年下降了 50%，但是外商直接投资的实际投入创历史最高水平，达到 300 亿美元。同时，我国的外债达到了 800 亿美元，本世纪将达到 1000 亿美元。中国已经是仅次于美国的世界第二大债务国，1995 年可能成为第一大债务国。

外商直接投资并未出现减弱趋势。从中国方面讲，复关将促进中国开放更多的领域，包括金融、服务、海运、商业等 36 个行业，特别是吸引国外大型跨国公司前来；从国外投资者讲，投资的主要目的已经不是利用中国的廉价劳动力，加工后再出口，而是看中中国庞大的国内市场。这里的关键，是中国从 1991 年开始，已经进入了标准的工业化时期，如果国内能够保持稳定的环境，那么在 30 年内保持 8—9% 的经济增长速度是可能的，在近 10 年内，增长速度可以达到 10%。在对于中国未来增长的预期上，外国人比中国人更加乐观一些，这就是外资大举进入中国的动机。

外商直接投资方兴未艾，间接投资又将出现高潮。股票和产权领域、中国迅速发展的证券市场，对外商都有极大的吸引力。虽然国内限制很多，但在实际上很难限制。中国出现的高通货膨胀率、高增长率、高利润率，造成了高利率达 11%，超过美元利率 6 个百分点，外国短期资本一定要通过各种形式进入中国，吃这 6 个百分点的利率差，这叫“套利”。看中了人民币的升值趋势，购买人民币，等到升值以后再卖出，叫做“套汇”。实际上两者是一个问题。外资投入到中国吃利率差，吃利润差，赚取高于国际水平一倍的人民币利润，如何汇出？一是面临中国的外汇管制，要靠自己去“变通”，二是人民币走势，如果贬值，其利润就要大打折扣，如果升值，就可以换得更多的美元。如此看来，1995—1996 年外资进入中国，不会出现减弱的趋势。

3. 人民币汇率中期走势分析

预测汇率走势，与汇率决定理论有关，决定汇率即期波动的，是心理和投机因素。决定汇率短期因素即 1 年左右走势的，是外汇供求关系。决定汇率长期走势的，是购买力平价理论。在金融资本发达以后，汇率与居民在金融资产之间的选择有关，出现了“有价证券选择理论”。远期汇率的走势，与两国之间的利率差异有关，利率高的国家，远期汇率呈“贴水”即本市相

对于外汇贬值，出现了“利率平价理论”。

本文进行人民币汇率中长期走势的预测，颇为费力和关键的是如何选择和适用汇率决定的理论，具体方法是：首先根据购买力平价理论，预测人民币汇率长期走势，即未来 20 年的基本走势，得出 20 年后汇率的终点。

“购买力平价论”，以两国货币的实际购买力之比，作为汇率的比价。

——汇率绝对水平，由两国货币的购买力决定：比如 1 元人民币在中国购买的商品，等于 1 美元在美国所购买的商品，那么人民币的汇率就应该是 1:1，即 1 元人民币兑换 1 美元。

——汇率相对水平，以两国货币购买力的相对变化决定，这就需要对比两国物价水平，比如中国物价 1994 年上升 20%，美国物价上升 5%，那么要保持实际汇率不变，人民币名义汇率就要贬值 15%，大致如此。

以购买力平价论衡量人民币汇率的长期走势，有两个问题：

——以中美两国现实的物价水平，确定汇率的绝对水平。我们可以按照国际比较的结果，假定 1 美元在美国的购买力和 2 元人民币在中国的购买力相当，于是长期汇率的起点，是 1 美元兑换 2 元人民币。

但是目前汇率是 1:8.6，如果假定 20 年内，中国和美国物价水平上升的幅度相同，那么，人民币肯定要大幅度升值，从 1:8 升值到 1:2。

——以中美两国的通货膨胀率，确定汇率的相对水平。假定未来 20 年，美国的平均通货膨胀率是 5%，中国是 15%，那么如果人民币名义汇率不贬值，实际汇率等于升值 10%。要想保持实际汇率不变，人民币名义汇率就要每年贬值 10%，从 1:2，经过 20 年以后贬值到 1:15。

人民币汇率在 2015 年贬值到 1:15，这是根据购买力平价理论计算出来的终点。起点应该是 1:2，实际是 1:8.6，这是无法改变的事实。造成 1:8.6 水平的，是目前经济发展条件下形成的出口换汇成本，有人为集中国力扩大出口的因素，也有出口效益低下和国内通货膨胀因素。现在要把短期汇率由出口换汇成本决定，改为由外汇供求关系决定，就是一个转折点，出现了判断上和决策上的争议。

根据 1994—1996 年的外汇供求关系，人民币汇率升值到 1:7 是不成问题的。国家为了防止升值，在 1994 年已经付出了国内通货膨胀的代价。因此人民币汇率起点的确定，在理论上是由 1:8.6 过渡到 1:2 的问题，在实际上是过渡到 1:7 的问题。

综合有关汇率的理论和实际，结论是：

根据购买力平价理论，假设未来中国 20 年内每年物价上升 15%，比美国平均高出 10 个百分点，人民币汇率即每年贬值 10%，从假设的 1:2 的起点贬值为 2015 年的 1:15。

根据出口换汇成本决定的 1:8.6 的现实汇率，是起点；但是要转换为以外汇供求关系决定的 1:7。建议是在 6 年内逐步把人民币汇率升值到 1:7，6 年升值 20%，平均每年升值 3%。

——这是一个相当乐观的预测。前提是通货膨胀率控制在 15%，20 年后中国物价总水平比现在提高 7 倍，即对内价值比现在贬值 7 倍；汇率比 1:2 的比例提高 7 倍，但是比 1:8.6 的实际水平提高 1 倍，即人民币的对夕贬值了 1 倍。

——如果真能达到，是一个相当好的情况。改革前 15 年，人民币汇率从 1:1.7 贬值到 1:8.6，贬值了 4 倍。国内物价水平上升了 2 倍。货币对外价

值贬值的速度超过对内价值 1 倍。改革未来 20 年，人民币汇率从 1 : 8.6 贬值到 1 : 15。贬值了 1 倍，而国内物价上升了 7 倍。货币对外贬值的速度大大低于对内贬值的速度。就是说，名义汇率虽然贬值了 1 倍，但是实际汇率升值了 3 倍。

3.1 关于人民币汇率 20 年预测

下面我们展开数学方法，将购买力平价理论和外汇供求理论结合起来，预测几种人民币汇率的前途。

——汇率 1：以外贸价格指数为根据，其中出口商品国内收购价格指数，出口商品离岸价格指数，进口商品国内销售价格指数，进口商品到岸价格指数，各占 1/4。假定中国外贸体制改革和外贸商品结构调整，使得贸易条件改善，出口成本下降，进口用汇效果提高，整体的价格指数，其上升幅度低于全国消费品价格指数 50%，平均每年上升 7%，使得名义汇率贬值 7%，实际汇率升值 8%。

预测结果，人民币名义汇率每年贬值 7%，1994 年是 1 : 8.6，2000 年是 1 : 13，2003 年是 1 : 16，2007 年是 1 : 21，2009 年是 1 : 24，2015 年即 20 年后，1 美元将兑换 36 元人民币左右，贬值 300%。

由于国内通货膨胀率是 15%，20 年后物价总水平将上升 7 倍之高，人民币的实际汇率，反而每年是升值 8%，20 年后升值 400%。

——汇率 2：以购买力平价为依据，以出口换汇成本决定的现实汇率为起点，从 1 美元兑换 8.6 元人民币出发，假定全国消费品价格指数每年平均上升 15%，而美国通货膨胀率平均每年上升 5%，按照购买力平价论计算的人民币的名义利率，应该贬值 10%，由于购买力平价就是从物价水平出发的，中国的物价比美国高多少，汇率就贬值多少，因此实际汇率与名义汇率是一致的。

预测结果，按照购买力平价，人民币的名义汇率和实际汇率是一致的，平均每年贬值 10%，1994 年按照 1 美元兑换 2 元人民币为假定的起点，1998 年为 1 : 3，2002 年 1 : 4，2007 年 1 : 7，2010 年 1 : 10，2015 年 1 : 15。如果我们想到，1993 年人民币汇率就已经达到过 1 : 11，那么在 20 年后达到 1 : 15，绝对不高。从 2 元人民币到 15 元，贬值 750%，幅度很大，但是由于起点低，绝对水平很低。

——汇率 3：在于汇率 2 是以 1 : 2 为假设的，所以起点要调整到 1 : 8.6，而 20 年后的终点仍旧是 1 : 15。从 8.6 到 15，名义贬值 74%。如果考虑到，物价总水平要上升 700%，汇率实际上出现大幅度升值。这种升值，是由于把基数从出口成本的 8.6，调整到购买力平价的 2 元造成的。

汇率 3 的预测的意义，在于把两种理论结合起来，以出口成本和外汇供求理论决定的目前实际汇率 1 : 8.6，做为汇率预测的起点——实际上也只能如此，我们无法改变历史和现状；而以购买力平价理论做为长期汇率预测的终点，20 年后为 1 : 15。

由此可以确定，我国汇率在 20 年以内，在通货膨胀率不超过 15% 的情况下，人民币汇率将从 1 : 8.6 贬值到 1 : 15，这样一个大致趋势。

现在的问题是，如何具体估计从 8.6 上升到 15 这一段过程。由于是从 2 元起点计算出最高水平是 1 : 15，那么从 8.6 到 15，可以不是直线上升，而是先升值后贬值。

笔者的方法是，按照 20 年贬值 74%，每年平均贬值 2%，先在汇率 3

算出一个直线过程，再加以均匀。

——汇率 4：就是一个按照购买力平价法，但是从现实汇率 8.6 出发的实际过程。笔者假定，从 1995 年到 2000 年，汇率从 1 8.6 升值到 1 7，然后再以每年 5% 的速度贬值，到 2015 年，贬值到 1 15。

以上四种汇率的具体预测情况见下表：

表 7—3 人民币汇率预测表（1 美元=? 人民币）

年份	物价指数 (%)	外贸价格指数 (%)	汇率 1	汇率 2	汇率 3	汇率 4
1994	100	100	8.6	2	8.6	8.6
1995	115	107	9.3	2.2	8.77	8.4
1996	126	114	9.96	2.42	8.95	8.2
1997	139	122	10.6	2.66	9.1	8
1998	153	131	11.4	2.92	9.37	7.8
1999	168	140	12.2	3.22	9.5	7.6

续前

年份	物价指数 (%)	外贸价格指数 (%)	汇率 1	汇率 2	汇率 3	汇率 4
2000	185	150	13	3.54	9.68	7.3
2001	203	160	13.97	3.89	9.88	7
2002	224	172	14.94	4.28	10.1	7.35
2003	246	184	16	4.77	10.3	7.77
2004	271	196	17.11	5.18	10.5	8.1
2005	298	210	18.3	5.7	10.7	8.6
2006	328	225	19.6	6.27	10.9	8.93
2007	361	241	21	6.9	11.12	9.38
2008	397	258	22.4	7.59	11.35	9.84
2009	436	276	24	8.35	11.57	10.34
2010	480	295	25.68	9.79	11.8	10.85
2011	538	316	27.47	10.1	12	11.4
2012	581	338	29.4	11.11	12.28	12
2013	639	361	31.46	12.23	12.53	12.57
2014	703	386	33.66	13.45	12.8	13.2
2015	773	414	36	14.8	13	13

4. 人民币“稳中有升”是一种战略选择

在 2000 年以前将人民币升值 20%，平均每年升值 3%，升值 0.2—0.3 元，到 2000 年时汇率为 1 7。这样一个预测，究竟是“客观经济规律”，还是一种可供选择的战略？笔者认为，既然是预测，就必然符合经济规律；但是符合“客观经济规律”的方案不仅是一个，因此笔者倾向在更大的程度上把自己的预测看做是一种战略选择，是人为可以控制或者不控制的方案，而不是“唯一的，绝对的规律”。

这种战略选择，主要是看中央的决策者是否选择坚决控制通货膨胀的战

略。

如果中国的通货膨胀控制不住，或者是害怕控制通货膨胀打击生产和改革，有意识地放松对于通货膨胀的控制，那么中国就十分可能走上物价上升—国内出口收购价格上升—出口成本上升—汇率贬值—工资提高—利率提高—物价再上升的高通货膨胀型的发展模式。这种模式已经在许多国家实行过，在促进经济增长和改革的同时，使通货膨胀成为恶性，于是又搞“休克疗法”，搞货币改革，废除旧货币，发行新货币。在中国，搞这样的“货币游戏”，人民币汇率必贬值无疑。如前苏联的卢布，从1美元等于0.5卢布贬值到4000，贬值了8000倍还是控制不住通货膨胀，于是选择了挂钩战略的结果。这自然也是一种办法。在中国实行之，主要害处是打击农业，因为九亿农民不拿工资，只能拿粮食价格与物价挂钩，而粮价上涨总是滞后，城市物价高涨，首先打击农业。因此在中国必须力争控制通货膨胀。当然，在结构问题和严重的垄断没有解决之前，不顾一切压抑物价，会打击生产，因此治理通货膨胀要采取综合手段。

在采取综合手段治理通货膨胀的条件下，汇率绝不只是被动承受国内物价变动的后果。在物价—工资—利率—工资—税率—汇率—系列经济参数中，汇率往往排列在最后，但是实际上，多年来国家是奉行“出口第一”的战略，商汇率贬值是促进出口的主要条件，因此汇率往往是最先贬值，使进口商品的国内销售价格上升，推动国内物价全面上升，这是成本推动；汇率贬值扩大出口即扩大国内需求，是需求拉动。

既然以往汇率贬值是第一位的，促进了国内的通货膨胀，那么也可以以汇率升值为起点，控制国内通货膨胀。在1994年以后，笔者以为我国已经具备了这样的条件。非常明显的是：我国目前外汇储备过剩，而国内物价高耸，做汇率升值的战略选择，在中期6—10年内，有以下好处：

第一，有利于扩大进口，减少基础货币中的外汇占款，减轻通货膨胀压力。

第二，有利于引进外资。人民币升值虽然不利于外资投入，但是有利于外资利润汇出，特别有利于以占领中国市场为目的的外资，它的人民币利润可以兑换更多的外汇。

第三，有利于消除通货膨胀预期。通货膨胀预期，对内由于物价连年上升，对外由于汇率连年贬值，已经变得十分严重，与投机资本相结合，成为干扰国内宏观经济稳定的因素。1994年人民币汇率稳定，开始减轻了社会的通货膨胀预期，对于人民币的信心有所增加。必须增强这种趋势。

第四，有利于人民币实行自由兑换。6年内实行自由兑换，只有在人民币稳中有升的条件下，才能顺利进行。在连续贬值趋势下，会出现抢购外汇，外汇外流和挤兑银行，迫使国家重新加强外汇管制，从而无法实现对国际社会的承诺。特别应该指出，这种反复的危害极大，它打击人们对于改革，对于政府能力的信心，使得重新加强的管制措施或者失效，或者不断强化，把经济重新管死。因此必须维持一个有利于改革的宏观经济环境，在各方面都是一样。在外汇管理体制改革中，关键就是维持人民币汇率的稳定。

现将人民币汇率升值的效益计算和经济条件分析如下：

我们应该算一算1995—2020年货币升值的帐：

——尝了多年外汇短缺的苦果，只知道一味靠财政补贴，计划强制和汇率贬值增加出口，把出口创汇视为命根子的中国人，能不能摆出大家风度，

开始向进口大国转变？从中国未来 15 年到 20 年的高速增长需要看，进口每年达到 1000 亿美元，是很平常的事。如果在 1994—2001 年 6 年内，进口总额是 8000 亿美元，那么人民币从 8.6 元升值到 7 元，按照笔者所预计的每年进口和汇率计算，支出人民币 85410 亿元，而汇率如果不变，需要支出 11000 亿美元乘以 8.6 人民币/美元，为 94600 亿人民币，节省人民币 9190 亿元。

——进口关税，是以人民币计算的，人民币升值会使以人民币表示的关税额减少。但是，由于进口数量增加很快——人民币升值本身就是鼓励进口的，只要卡住走私和各种优惠减免税，关税征收数量只会增多，不会减少。

——出口效益：人民币升值不利于出口数量的增加，但是可以缓解我国与国外的摩擦。我们应认识到，随着中国经济高速增长时期的到来，随着中国经济结构的改善，必将发生从出口主导向内需主导的转变，中国的对外贸易从顺差转为逆差，靠非贸易部分，特别是外资部分来弥补，是有希望的。如前面已经分析过，近几年，外资仍然有大举进入中国之势，国际收支不会出现大的问题，中国的外汇和出口有能力支持更大规模的进口，使得经济持续增长所需要的能源、粮食、原材料、设备和技术能够大量从国外买进来。中国国内物价的平抑，也可以经过进口解决一部分。

人民币升值会降低出口商品的价格竞争力，但是我国企业应该是到了具有非价格竞争力的时候了，靠贬值、降价、廉价出卖国内资源和商品的时代，应该结束了。

我国出口中，“以进养出”部分已经占到 40%，上海等地区超过了 50%，就是说，在出口中，有大量的原材料是进口的。汇率升值使进口价格降低，降低了出口成本，同样可以促进出口。按照我国出口总额未来 6 年 11000 亿美元，其中进口原材料 40%，4400 亿美元，人民币升值 20%，可以少支出 880 亿人民币，使得出口成本降低 10% 左右。汇率升值 20% 使得出口成本增加 20%，但是使得成本降低了 10%，已经抵消了一半。另外一半，通过生产率的提高，是完全可以消化的。日元多年来连续升值，并没有影响出口，可以成为我们的借鉴。

即使是出口的价格竞争力，也应该通过降低成本解决，而不是依赖汇率的贬值。必须提醒的是：国内通货膨胀，造成的物价—工资循环上升，才是削弱我国国际竞争力的最大危险。

另一大笔，是外债。我国外债在 1994 年已经达到 850 亿美元，到 2000 年将超过 1000 亿美元。目前的还本付息额，每年超过了 100 亿美元。假设 6 年内，外债偿还总额是 1000 亿美元，按照 1 : 8.6 汇率是 8600 亿人民币，而按照笔者所设计的汇率，是 7775 亿人民币，节省 3225 亿人民币。

进口和外债，两笔相加，在 6 年内因人民币升值 20%，可以节省人民币 $3325 + 9190 = 12515$ 亿。

进口关税的损失，按照 11000 亿美元，税率 10% 计算，是 1100 亿美元，按照 1 : 8.6 汇率计算，是 9460 亿人民币；按照 1 : 7 汇率计算，是 7700 亿人民币，损失 1700 亿人民币，还不到 12515 亿的零头。

出口效益不好计算。一方面汇率贬值增加出口成本大约 10%；另一方面，过去汇率不断贬值，外贸上不亏了，但是全国的财富是全部贬值了。这种靠贬值降价出口，国际上称为“出口贫困增长”，出口越多，财富外流越多。纠正它，应该不会是什么损失。加上提高国际竞争力，刺激生产和平抑物价的好处，人民在消费方面得到的实惠，人民币适当升值是好的。

表 7—4

1994—2001 年人民币升值效益

年份	汇率 1 :? 人民币	进口总额 (亿美元)	进口总额 (亿人民币)	外债总额 (亿美元)	外债总额 (亿人民币)
1994	8.6	1000	8600	100	860
1995	8.4	1100	9240	100	840
1996	8.2	1200	9840	100	820
1997	8	1300	10400	100	800
1998	7.8	1400	10920	150	1170
1999	7.6	1500	11400	150	1140
2000	7.3	1700	12410	150	1095
2001	7	1800	12600	150	1050
总额		11000	85410	1000	7775

最后需要说明的是：以上预测是在国内通货膨胀可以控制的前提下进行的。假设在 20 年内每年物价上升 15%，20 年增长 7 倍，已经很高。如果通货膨胀控制不住，成为恶性的，那么人民币将发生大幅度贬值，直至进行货币改革，兑换为一种新的货币。这种前景是由于国内经济的失控所造成的，汇率升值救不了它，它还会压迫汇率贬值。

最近的考验第一次在 1995 年，如何制定涉外经济战略。笔者的建议是：

第一，继续控制国内总需求，特别是由于收购外汇所制造的国内通货膨胀，使人民币汇率适当升值，可以减少人民币支出；是否要限制结汇，也可以考虑。

第二，扩大进口，可以减少外汇储备，回笼人民币，平抑国内物价，保持经济增长速度。这样可能出现贸易逆差。由于国内宏观调控造成的进口不赚钱的情况，可以通过降低关税解决，不必急于扩大国内总需求。这与复关的要求是一致的。

第三，限制外资，特别是短期投机资本的流入。第四，注意外汇外流状况。目前外汇外流已经十分严重，有人估计在海外的国有资产达到了 2000 亿美元。仅出口收汇比进口付汇慢一个月，1992 年就有 170 亿美元为外商利用。事实上，外汇储备猛增，导致本市升值压力，迫使本市扩大发行，制造国内通货膨胀，同时，外汇绝不可能存在国内，而是以各种形式流出海外生利，在中央银行“外汇占款”帐户膨胀的同时，“海外资产”帐户必然同时膨胀，把整个国家的膨胀水平提高到一个新的水平。我国的宏观调控，对此准备不足。有必要加以研究。

第二次考验是在 1997 年左右。中国面临新一轮经济高涨，能否控制住总需求膨胀？如果不能，生产资料价格猛涨，打击出口，贸易收支肯定出口逆差；此时外债将达到 1000 亿美元，年还本付息额达到 200 亿美元，发生债务危机是有可能的。贸易逆差要求人民币汇率贬值，外债负担要求人民币升值，情况就不妙了。因此关键是控制国内通货膨胀，推进外贸体制改革。

1996—1997 年，如果国内微观改革——企业和银行改革不能成功进行，国家将被迫再次扩大总需求，在 1996—1997 年再次出现投资膨胀和生产资料价格暴涨，届时不仅是汇率要贬值，而且国内物价上涨连续超过 20% 即不可避免，恶性通货膨胀的危险就迫在眉睫了。

为了在后几年防止恶性通货膨胀的发生，我们近两年可以做的事情，首先是推进国内改革，维持人民币汇率稳定，实际是维持本市对外价值的稳定，做为稳定本市国内价值的一个条件，从汇率稳中有升上打断通货膨胀循环的链条。如此，则稳定汇率的成就大矣！当然，只靠稳定汇率是控制不了国内通货膨胀的，通货膨胀有自己深刻的社会原因，稳定汇率，只是给控制通货膨胀创造一个外部环境而已。

5. 结论

对于人民币汇率的长期预测的理论难点，是如何把各种汇率理论统一起来。长期汇率由购买力平价决定，短期汇率由外汇供求关系决定。笔者在自己的模型里做了初步的尝试 把出口换汇成本决定的人民币汇率 1 : 8 作为汇率的起点，把购买力平价所决定的人民币汇率 1 : 15 作为 20 年以后的终点。在 20 年内人民币汇率从 1 : 8 向 1 : 15 的过渡中，前半期实行有限升值，作为整个国家反对通货膨胀战略的一个部分。

20 年内人民币名义汇率贬值 1 倍，但是国内物价可能增长数倍，即人民币实际汇率升值 3 倍以上。造成出口的减少和外资的进入，对我国出口是一个沉重的压力。

造成以上错综复杂的汇率变动的的原因，是我国物价的双重运动。国际贸易品的汇率由出口成本决定，非国际贸易品的汇率由购买力平价决定，随着市场经济国际化，两种价格将逐步融合。

对于人民币汇率长期预测的实际难点，是国内通货膨胀能否控制。本章预测是假定国内通货膨胀得到控制，每年上升 15%。真正的情况如何，将专门进行预测。

八控制通货膨胀是稳定汇率的前提

1. 改革以来我国三次通货膨胀及争论

1.1 “有意栽花花不开，无心插柳柳成荫”

关于我国经济改革开放和发展中的通货膨胀问题，从理论界、政府到政策研究部门，从来就没有统一过，是争论的焦点之一。

第一次争论是在 1985—1986 年。1979 年以来提高了农副产品价格，随之增加了城镇居民的价格补贴，物价很少上升。1985 年我国的价格改革方针发生了市场导向的变化，由“以调为主”变为“以放为主”，取消了大部分副食价格补贴，城镇消费品价格指数上升到 6% 左右，就出现了关于通货膨胀的争论。因为当时我国经济发展速度的主要制约不在物价，而在外汇储备，因此争论的结果是“适度通货膨胀无害论”占了上风。1986 年的经济紧缩流产，1987 年出现了居民的“通货膨胀预期”，1988 年中央关于“价格闯关”的决定又刺激了通货膨胀预期，诱发了全国性的抢购和挤兑，导致了上层领导人的更迭和经济政策的方向性改变，1988 年物价指数为 18.9%，1989 年为 19.8%，我国物价水平由一位数上升到两位数的层次。这种刺激使得中国社会出现了“过敏反映”：对于通货膨胀的不满，发展到“反对腐败”的社会动员，成为导致了 1989 年的政治风波的因素之一。在经过强力的社会整合之后，恢复了政治和社会的稳定，但是导致了对“市场经济导向”的否定和经济的过度紧缩。

第二次关于通货膨胀的争论是关于三年治理整顿时期的政策效果问题。

1989—1991 年，出现了非常奇特的现象：在舆论上，控制通货膨胀的倾向占了绝对的优势；在政策实施上急于求成，全国消费品物价指数，由 1989 年的 19.8% 下降到 1990 年的 7%，一年之内下降了 13 个百分点，造成了企业的亏损和市场的疲软；1991 年物价指数降低到 3% 左右，1992 年为 6%。连续的低物价水平，加上由于经济衰退造成的财政收入减少，迫使各地政府加快了价格改革的速度，物价补贴基本取消，到 1992 年底，市场定价在实际上占了全部价格的 90%——由于我国缺乏物资储备来调节物价，所以“国家调节价”基本上等于市场定价。

所谓“非常奇特的现象”，还不是指价格改革在宏观紧缩的条件下取得了成功——这条经验在国际上是惯例，只不过不符合中国“渐进改革”的思路——而是指：它是在中央计划经济的政策导向下，“自动地”取得了成功。

1989—1991 年三年治理整顿，基本上是在计划经济的指导思想下进行的，中央是充分考虑到了改革开放的现状，一再强调“改革开放政策不变”的，但是，在“反对和平演变”的总的口号下，强化了意识形态对于整个经济和社会的控制，在经济和改革方面则提出了“计划经济与市场调节”相结合，把计划经济作为经济主体，把市场经济作为调节方式，对比十三大提出的“计划经济与市场经济相结合”的提法，其向计划经济回归的政策导向是十分明显的。

上述历史事实给我们提出了一个十分有趣的问题：为什么在“价格改革”的全国性动员下，使得改革流产甚至倒退，而在计划经济导向下被迫“甩财政包袱”，却使得价格改革几乎在“一夜之间自动成功”？

这说明，在三年治理整顿期间，我国经济、政治与社会出现了全面的深刻的变化：

——经济出现了供大于求，加剧了企业竞争，非价格竞争力开始赶上了价格竞争力，大企业、基础产业、高科技产业开始在市场经济中具备了优势条件；

——中国改革的主要动力或者阻力，已经不是中央政府，而是新形成的各个利益集团；不是理想、理念，而是实际的利益追求甚至是摆脱财政和金融危机的措施；

——改革的轨迹和速度，也不再严格地遵循中央的计划和安排，更不可能符合人们心目中的理想模式，“改革走样”，“歪嘴和尚念错经”，已经不再是反常的社会现象；

——“先失控后追认”，成为中国改革的特殊形式。中国社会已经初步脱离了政治、经济、文化高度一体化的中央集权模式，开始了多元化的社会分化过程；

——计划经济缺乏动力的弊病已经基本解决，以市场化为导向的改革，在总的方向上是明确了。今后一个时期的重点，是规范市场，整合社会。只要能够保持一个基本稳定的宏观经济环境，中国的改革、开放和发展，自动就会进行。

以上变化，造成了 1992 年中国阶段性变化的社会基础，必须掌握上述新的特征，才能够深刻分析目前我国通货膨胀及其争论的社会意义。

2. 反对通货膨胀，是我国经济长期、稳定、协调发展的中心环节

2.1 驳“经济与物价同步增长论”

1993 年我国国民生产总值增长 13%，全国商品零售价格指数也上升 13%，偶然出现了一“同步增长”，于是在 1994 年初就出现了“经济与物价同步增长论”，认为只要能够“同步增长”，中国经济就是健康的。

只要了解中国统计状况的人都知道，两个 13%，并不一定反映中国经济的实际发展状况。虚报产值以骗取社会名誉，已经发展得十分严重。而物价指数是不可能高报的。可见，1993 年的“同步增长”，在事实上并非完全“同步”。

即使我们承认现存统计数字，“经济与物价同步增长”的规律也是不存在的。

我国理论和政策界一个长期的误解，即以为通货膨胀能够促进经济增长，尽管通货膨胀有许多危害，但是促进经济增长，似乎是没有疑问的。实际上，这是在理论上误用凯恩斯主义和“菲利普斯曲线”的结果。70 年代以来，由于在西方发达国家出现了“停滞膨胀”，经济增长与通货膨胀稳定的正相关关系，或者说失业与通货膨胀的负相关关系不再存在，出现了新的“自然增长率”理论，此理论认为，在自然失业率基础上，各国经济都有一个客观上合理的速度，称为“自然增长率”，超过这个速度，物价就加速上升；而想要降低物价，经济速度就要加速下降。长期来看，经济出现大起大落，平均速度并无增长。据许多专家计算，中国在未来 30 年内可以连续按照 9—10% 的速度增长，这已经是世界最高的速度了。但是连续增长 13%，物价必然加速上升，日后被迫紧缩经济，以前超高速度增长的百分点还要吐出来。

“上升规律”已经为我国经济发展所证明。

我国经济在 80 年代平均增长 8.8%，物价即加速上升，最高峰是 1989 年，全年上升 19.8%，2 月份上升 27.9%。当我们把物价压到 1989 年 9 月的 11.4% 时，工业速度降到了 0.9%；当物价降到 10% 以下时，1990 年 1

月份，工业生产速度是-0.6%，出现了改革以来的第一次负增长。1991年经济增长11.9%，物价上升2.9%；1992年经济增长13%，物价上升了6%；1993年经济继续增长13%，物价上升了13%，1994年经济增长率降低到11.5%，物价不仅降不下来，反而上升到21.7%，可以预见，以后两年如果不想将经济速度降低到8%以下，物价水平是很难下降到两位数以下的。

新的经济理论在解释通货膨胀与经济增长的关系的时候，加入了两大微观基础：资产组合与信息滤波理论，重视通货膨胀预期的因素对于经济增长和通货膨胀的影响。

当通货膨胀变化较大，信息严重混淆时，面对货币供给的增加，经济人可能犯两类判断错误，一类是把名义货币收入的增加，判断为实际货币收入的增加，即“货币幻觉”的错误，此时经济人会试图增加产出。但是货币幻觉不能长期存在，经济人会很快消除之，因此货币幻觉只能导致短期供给增加。第二类判断错误是把实际货币收入增加判断为名义货币收入增加，这会减弱货币对于产出的影响。第一类判断错误是预期站在较低水平上的情况，第二类判断错误是预期站在较高水平上的情况。当通货膨胀变化较小时，经济人易犯第一类错误，当通货膨胀变化较大时，经济人易犯第二类错误。这就导致了通货膨胀与经济增长关系的复杂化，有时较低的通货膨胀对应较高的经济增长，有时较高的通货膨胀对应较低的经济增长。

货币对于产出的影响，与供给相对于潜在供给的位置有重要关系。当供给高于潜在供给水平时，货币供给增加，较少作用于产出增加，较多作用于价格增加上；当供给低于潜在供给水平时，货币供给增加，较多作用于产出增加，较少作用于价格增加上。当供给达到上界，出现瓶颈资源硬约束时，货币供给增加，全部作用在价格上。可见，货币供给的增加，对于产出增加的影响不可能长期存在。一旦供给达到上界，就不可能再增加，还会退回潜在供给水平。因为投资的乘数作用，将会把备用资源消耗尽。投资一旦上不去，经济增长就会降下来。这是由投资的加速——乘数原理决定的（李拉亚，1994）。

当经济紧缩，经济增长率处于较低水平时，通货膨胀预期会下降，低于实际的通货膨胀；当经济扩张，经济增长率处于较高水平时，通货膨胀预期会上升，高于实际通货膨胀。这就造成以下情况：当经济处于上升阶段时，高经济增长率对应低通货膨胀，类似中国1991—1993年的情况；当经济处于下降阶段时，低经济增长率对应高通货膨胀，类似中国1994—1995年的情况。

我国通货膨胀预期形成于1987年，在1988—1989年最高，三年治理整顿时期低落，在1992—1993年再度高涨，1994年由于人民币汇率稳定，通货膨胀预期对外有所减弱，但是对内仍旧高涨。在连续高通货膨胀和高通货膨胀预期影响下，企业家会把自己产品的价格上升误认为是整个价格水平的上升，他的对策就不会是再扩大生产，而是提高价格，以抵消其他产品涨价对他的成本推动影响。工人也会根据通货膨胀预期，提出增长工资的要求。在中国如果不能增加工资，就会降低工作效率和产量。于是，全社会就会出现连续的价格总水平的上升和产量的下降，这就是“停滞膨胀”的局面。据估计，通货膨胀每刺激物价上升一个百分点，当年物价上升0.4个百分点，而对于第二年经济增长，将降低0.7—0.8个百分点；想要保持第二年的经济

增长，就要付出更大的通货膨胀代价。通货膨胀，除了带给我们一个停滞膨胀，甚至大起大落的局面以外，并不能够多带给我们什么东西。在中国目前的局面下，只能带来更多的乱涨价、垄断、欺诈和暴利行为。

无论在理论上还是实践上，通货膨胀政策都不能在一个较长的时期刺激经济增长。经济和物价也不可能“同步增长”。为了经济长期稳定持续协调发展，我们必须在一个长时期内，把控制通货膨胀作为重要的宏观调控目标。在中国控制通货膨胀不仅是短期措施，也应该是长期的政策目标，在这点上我们应该有清醒的认识。

2.2 驳“失业比通货膨胀更危险论”

在1994年初我国经济学界关于通货膨胀的争论中，出现了一种有代表性的论点：“失业比通货膨胀更危险”。其经济根据是，国有企业的改革因为社会保障制度尚未建立而无法迅速推行，此时失业比通货膨胀更危险。其社会根据是，失业是把经济压力集中在少数人身上，会发生少数人闹事，而通货膨胀是由全社会成员共同承担经济压力，虽然普遍不满，但是一般不会“有人挑头闹事”。其言外之意是，在中国可以用通货膨胀政策来缓解就业的压力。

主张在中国以通货膨胀缓解失业，与通货膨胀有利于经济增长一样，是一种妨碍治理通货膨胀的观点。

第一，此论主张以扩张经济总量的货币政策来解决经济结构问题，违背了经济政策实施的基本规律。

中国每年有2000万城镇新增就业人口，上亿农村过剩劳动力，经济高速发展特别是有效益的发展，对于他们的就业，肯定是有利的。但是低效益、超高速增长导致通货膨胀，既然不利于经济长期稳定发展，也就不可能有利于长期稳定就业。正因为中国存在大量潜在的劳动力供给，所以可以把经济速度保持在10%左右，至少不能低于8%，关于这一点，国内外经济学家是有共识的。

但是，“失业比通货膨胀更危险论”，在主张以高速增长缓解失业的时候，混淆了两种不同性质的失业。上述城乡待业人口，属于经济总量调控的问题，在一定时期、一定程度

是可以通过货币政策的扩张加以缓解。但是，我国所讨论的“失业”，主要是指中国现存特殊类型的“失业”，即一亿多的国有企业职工中大约30%的冗员，3000万国有工人的“潜在失业”。这是中国体制改革的核心问题，涉及计划与市场两类企业制度，两类劳动制度的衔接和前者向后者的转换，背景有三个：一是将潜在失业转化为公开失业所产生的社会问题，上亿国营工人将丢掉他们的“终生国家保障”的社会身份；二是工人阶级社会地位的重新定位，将对现行政治体制和社会稳定带来严重的冲击；三是在所有制转换背后所隐藏的中国产业结构的转换。据国际惯例，企业的平均寿命是30年。我国国有企业大部分年代已久，需要进行存量的转换与改造。如果我们承认国有企业的改革实质是经济结构问题，那么就应承认，在经济政策上主要应采取财政手段。试图用扩张经济总量的货币手段来解决经济结构的问题，不仅违背了经济学的基本原理，也为中国的实践所证明是行不通的：1992—1993年我国经济超高速增长，通货膨胀十分严重，国有企业的经济效益并无明显的好转。进行宏观调控以来，我国政府使用大量低息贷款补贴亏损的国有企业。国有企业占用银行低息贷款的70%，只生产45%的产值，使

我国资金配置效率不断降低。长期使用扩张货币的方法补贴国有企业，已经成为我国通货膨胀的特殊根源，不仅毫无经济效益，而且“此举绵绵无绝期”，如此下去，要多高的速度，多高的通货膨胀，才能够救治国有企业？

第二，此论夸大失业的危险而缩小通货膨胀的危险，不符合决策和社会控制的一般规律。

说“失业比通货膨胀更危险”，在表面上是有一定道理的。目前经济学界盛行以“成本收益学说”来评价经济现象。我们也不妨来评价一番：在一般情况下，失业的确比通货膨胀更危险，因为少数失业者承担了经济全部的压力，在无法生活时必然要“闹事”，这种“闹事”是直接为了自己的利益，也容易得到成效。比如得到政府补贴和政府对于企业的干预，要求企业负担“失业工人再就业”的义务。这种“闹事”，对于个人来说，成本较低而收益较大。通货膨胀则相反，承担通货膨胀压力的是一部分社会阶层，虽然会引起较多居民不满，但是只要不到恶性通货膨胀，一般是可以忍受的。如果有人“挑头闹事”，反对通货膨胀，那么他是为若干社会阶层的利益而闹事，其个人付出的成本较高，而得到的收益较少。从政府维持社会安定的角度来看，显然是更加害怕失业，一直采取银行贷款即通货膨胀的办法来补贴亏损企业。从地方政府角度来看，这是“全无成本而效益很大”的事情。因为本地区出现严重的失业者“闹事”，地方政府要承担全部的责任，但是多发货币缓解了本地区的失业，所产生的通货膨胀压力，却要由全国居民承担。这等于是让全国居民和其它地区，为自己地区的“就业收益和社会安定收益”付出成本。所以地方政府的政策，一定是力保就业而不惜付出通货膨胀代价的。

同样的“成本收益说”，对于中央政府来说，就完全不同了。局部地区出现失业者的“闹事”，只是局部问题，不一定马上危及全国；而采取“银行发放安定团结贷款”的方式，只能促使我国的通货膨胀日益加剧。中央政府所获得的是各个局部地区的短期稳定——这种“收益”从全国性的控制角度来说，并不有利，因为矛盾并未解决，只不过是积累起来，由国有企业危机转变为国家银行危机，再转变为政府信用危机，最后集中于某些突发事件，一次爆发出来，那时付出的“社会成本”将是无可计量的。当通货膨胀出现失控，向恶性发展的时候，即使成本再高，“挑头闹事”的一两个“小平头”，“牛金星”式的人物总是有的。波兰的三届政府都因通货膨胀而倒台、国民党政权因无法控制恶性通货膨胀而倒台，都是历史的教训。

进一步从决策论的角度分析，如果我们把“反馈”的概念加入进去，更加可以看出通货膨胀的危险性：正因为失业就局部利益和目前利益来说，比通货膨胀更加危险，又不符合各级地方政府的利益，因此各级政府必定把解决失业问题，作为政策的主要目标，包括用通货膨胀的办法来缓解失业；这样失业的问题反倒可以缓解。而中国的问题，最终可能是在通货膨胀问题上酿成大患，其所以最终比失业危害更大，不仅仅是由于其全局注、爆发的特点，也是因为“没有人管”。

第三，此论将政府推进国有企业改革的责任推向通货膨胀，是一种推卸责任的消极办法。

中国国有企业，以直接由国家官员经营的国家资本形式，已经演变为部门垄断资本形式，这是通过企业承包制实现的。股份制改造的实质是将部门垄断资本演变为社会混合型资本，使企业最终脱离行政主管部门的控制，最

终由经营者控制。国有企业将退出大部分竞争性领域。大部分夕阳产业国有成分比重很大，产业结构的调整和所有制的改革是一同进行的，这是经济规律决定的。推迟国有企业的改革，等于默认国有资产流失，最终使失业者的问题无法解决。

产业结构转换，对于每一个国家，每一种体制，每一个人，都会带来一定的痛苦，在中国特殊的历史条件下，痛苦更大，这一是由于社会主义“工人是企业的主人”的意识形态，使得工人阶级难以接受“劳动力商品化”的现实，更是由于计划经济40年的原始积累，在给我们留下数万亿国有资产的同时，也留下了工人阶级在国有资产中的产权。计划经济下长期低工资，上亿工人及干部的医疗养老费用，经财政集中于新的国营企业建设，形成了按照工龄在国有资产中的产权，国家或者保其终身生活，或者在破产时予以补偿，本属当然。如果难以保持国有资产不流失，则应主动采取措施，至少要保护国有企业工人这部分产权。其余许多问题的解决，关键在于政府能够保持信誉，承担历史责任，主动按照经济规律推进改革。

我们是在中国经济大繁荣的时期进行国有企业改革的，每一次改革，包括此次国有企业的改革，都会有大量财富焕发出来。如果在改革过程中，政府能够有效地进行领导，通过艰苦的组织工作，我国国有企业的改革是在不破坏社会稳定的条件下成功的。政府财政没有钱，可以向富人加税，可以整顿税收，可以消除腐败，减少浪费，可以使用一部分土地增殖收入，也可以公开拍卖一部分赚钱的国有资产，建立社会保障制度。何以国有企业就一定不能顺利改革成功？何以政府就一定在国有资产改革方面无所作为，一定要使用通货膨胀的办法？在历史关键时刻，如果政府不能够主动承担历史责任，克服腐败与失效，领导中国的改革走向成功，反而使用通货膨胀办法，一味拖延国有企业改革，那么真正是“饮鸩止渴”了。

3. 宏观金融稳定是市场导向改革的必要条件

3.1 驳“改革引起通货膨胀论”

为通货膨胀辩护的第三种观点，是说改革需要通货膨胀。

据有关专家计算，价格结构性改革，使物价每年上升3个百分点；缓解改革摩擦，需要增发货币，又是3个百分点，每年6个百分点的物价上升，成为“改革成本”（楼继伟等1994）。渐进改革需要在改革过程中保持经济发展，缓和社会摩擦，因此需要一定程度的物价上升，这也是为社会共识的。在80年代初期，物价管理部门估算，在保持宏观经济平衡的条件下，物价改革成功将使物价总水平上升70%。现在15年过去了，物价总水平上升了200%以上，价格结构反而重新扭曲。中国的物价上升幅度如果连续数年超过10%，甚至还要继续发展，就会使人对于这样的改革产生怀疑。

“改革成本说”只能适用于一次性的价格改革。在渐进改革下，农产品提价，工业品不降价，价格总水平肯定提高，此时的价格提高，并不是通货膨胀所造成的。通货膨胀是指货币发行超过了流通的需要。价格结构性的调整，本身调高了物价，需要增发货币。经济货币化也是如此。这种货币增发，并没有使货币量超过流通的需要，因此不是通货膨胀。只有那种追求高速增长，经银行透支而弥补财政赤字，或者搞信贷膨胀，才会导致通货膨胀。

在价格改革过程中出现物价总水平的持续上升，只有一小部分是价格改革引起的，大部分是需求膨胀和垄断引起的，只不过在发行货币时分不清楚，有人就以“改革需要”和“经济规律”为名，来为通货膨胀辩护。实际上，

中国价格改革早已经过了“价格调整促进物价总水平上升”的阶段，而进入“通货膨胀导致比价复归”的阶段。在农产品和基础产品向上调价，使价格结构趋于合理的时候，出现了连续的总需求膨胀，使得加工工业产品的价格以更快的速度上升，重新拉开了工农业价格剪刀差，于是又需要再次提高农产品和基础产品价格。

通货膨胀不仅不能促进改革，反而破坏稳定的经济社会环境。1988年的通货膨胀引起了社会的动乱，导致强力的社会整合，从而迫使改革的步伐放慢。1993年底出现的粮价上涨，钢材期货价格飞涨，从3000元一吨上升到4000元，零售物价上升20%，迫使中央将稳定放在首位，1994年元旦社论标题是“加快改革，加快发展”，到了2月初，中央就提出“抓住机遇，深化改革，扩大开放，促进发展，保持稳定”的20字方针，在上半年实际上把稳定放在了第一位，除政治因素外，物价也是一个因素。下半年物价出人意外地连续高涨，迫使中央把经济工作的中心放在控制通货膨胀上，企业和银行改革都未取得重大进展。而且，物价上升越高，行政手段越多，这是一个规律。恶性通货膨胀的出现，会导致全面的经济管制，使得市场经济向计划经济逆转，这在许多国家都出现过。

通货膨胀对于市场化导向改革的另一个不利之处，是破坏市场信号，增加经济的不稳定性。弗里德曼曾提出：“高通货膨胀导致高度变动的通货膨胀，高通货膨胀导致通货膨胀预期的高度不确定。”市场经济是以价格机制为调节供求关系的基础。一个混乱、不确定的价格体系是无法有效配置资源的。

通货膨胀与经济的不确定性有直接的联系，不可能有一个“稳定的通货膨胀”，像有些人幻想的那样，把价格、工资、利率、汇率挂起钩来，实行法制化、公开化的通货膨胀，以补偿受害阶层，稳定居民心理。严重的通货膨胀只要出现，就一定是不稳定的，必然带来混乱的市场信号，政府的政策也不可能稳定。

1993年以来，中国出现了3000亿元的投机资本，与混乱的价格信号、混乱的管理和政策、混乱的心理预期相结合，大大加剧了中国经济的不稳定性。李拉亚使用活期存款占定期存款的比重这一数字的增长，来反映居民对于未来预期的不确定意识的增强。这一比例在60年代保持在0.2，1988年为0.3，1993年为0.26，在1993年6月份经济秩序混乱最为严重时，增加到0.29，宏观调控以后，到1993年底仍维持在0.26。

中国的改革发展到了今天，通货膨胀率已经连续3年维持在两位数的水平，极不利于改革的进一步深化。

3.2 驳“物价—工资—利率—汇率挂钩论”

当我们强调控制通货膨胀的时候，除受到有关“通货膨胀合理论”的种种反对以外，还受到一种技术性的质疑：“中国居民可以承受多高的通货膨胀率？”

我国学者和物价部门对于居民的通货膨胀承受力估计是不断提高的。在80年代初认为是6%，在80年代末是10%。1988年物价到了18%，引起了全国性的抢购，应该是承受力的上限，但是1994年物价上升了21.7%，而且是连续第三年零售物价指数在10%以上，但是并没有引起全社会的抢购。原因就在于，与物价上升的同时，居民收入也在上升。1993年全国城镇居民平均收入扣除物价因素，实际上升10%，农村居民上升2%。无论物价上升

多高，几年来居民平均实际收入总是上升的。很明显，以实际平均收入衡量居民承受力并不合适，应该考察低收入居民特别是贫困居民的承受力，他们承受不了20%的通货膨胀率是肯定的，特别是承受不了连续几年两位数的通货膨胀。

当通货膨胀率上升到20%以后，许多国家政府被迫采取了“挂钩战略”，物价涨多少，工资涨多少，并且给贫困居民以补助。我国在实际上也是这样做的：

——1992年投资增长70%，生产资料价格上升40%，消费物价上升6%；

——1993年投资增长40%，生产资料价格上升幅度减缓，消费物价上升13%，汇率贬值，利率提高；

——1994年生产资料价格平稳，工资提高，消费物价上升22%，主要是农产品价格上升，粮食棉花大幅度向上调整价格，汇率先贬值后升值，利率提高。

这是一整个经济周期投资膨胀—汇率贬值—物价上升—工资提高—利率提高的“通货膨胀循环”，绝不止于“物价—工资”循环，只不过我国还没有公开公布“挂钩战略”，没有实行“公开化，法制化”的物价政策。一旦实行，物价就会以加速度上升，许多拉美国家年通货膨胀率达到百分之几百甚至几万，就是“挂钩战略”的结果。

是否实行“挂钩战略”，承受力的标准是不同的。

如果我们不实行“挂钩战略”，政策的重点在于压抑物价，如果实行，政策的重点在于补助贫困阶层。两种战略所必须遵循的共同原则是，第一，居民平均实际收入的增长不能低于通货膨胀率；第二，规定最低生活标准，对贫困居民发放补助。

但是我们将遇到统计上的困难，无法对于收入和物价的关系做出确切的估计。因为在平均收入上升的统计中，掩盖了社会严重的收入差距。

不实行“挂钩战略”，我们会遇到更多的统计困难，如无法确定“居民到底可以承受多高的通货膨胀率？”我们只能以某些近似的标准来综合考虑，比如：

——居民基本生活消费品如粮食、住房、水电费用大幅度涨价，较多地超过了平均收入的提高；在目前国民经济状况下，全国零售物价指数上升连续数年达到两位数；

——社会生活和社会心理发生剧烈动荡，表现在抢购、挤兑和某些社会事件的发生；

——社会动荡引起最高决策层的重大意见分歧，足以导致政局不稳，甚至发生人事更迭，等等。

在通货膨胀难以控制的情况下，许多国家实行了“指数化政策”，把工资与物价挂钩，实际上利率要上调，汇率要贬值，是4个参数挂钩，把通货膨胀公开化、法制化，以避免压抑通货膨胀所带来的经济停滞，并且补偿通货膨胀中受损害的社会阶层。反对者认为，这种“货币游戏”使得4种参数螺旋上升，通货膨胀很快成为不可控制的恶性的通货膨胀。在恶性通货膨胀中，居民工资总是落后于物价的上升，不仅达不到补偿的目的，而且加速了物价提高，提高了补偿的成本。

上述论点并不能完全驳倒“指数化”的观点，通货膨胀论者可以说，通

货膨胀是一个“客观经济规律”，压抑通货膨胀会妨碍改革和发展，而且改革本来就是一种“原始积累”和财富再分配，本来就需要有人在改革中做出牺牲。在恶性通货膨胀过程中，可以加速完成改革和发展，然后可以经过货币改革，结束“货币游戏”。于是反对通货膨胀论的观点，就只能在道德领域里占上风。

“指数化”的实行，无论是被迫的，还是一种主动的战略选择，都标志恶性通货膨胀的开始。

在中国不能实行高通货膨胀战略的原因主要在于：中国有九亿农民，农村已经发生了“增产不增收”，农业生产资料价格的上升和粮食价格的相对下降，迫使农民放弃种植业，粮食棉花生产受到严重打击。此时国家出面大幅度提高粮棉价格，使得城市物价再一次大幅度上升。城市物价和工资的上升，本来是为了吸收和补偿上一轮物价上升的，但是打击了农业，造成了下一轮的更为严重的物价上升。在涨价循环中，农产品在逻辑上总是后涨价，是在农业已经受到打击以后的补偿性涨价，农业在长期连续不断的通货膨胀周期循环中，不断受到打击。特别在市场经济初期和中国无数小农分散盲目生产的条件下，农业是经不住市场经济的波动的，更加难以经受严重通货膨胀的打击。

1991年比1978年，我国农副产品收购价格总指数上升

了173.9%，而农村工业品零售价格上升了77.4%，但是1992年以来，出现了相反的趋势。比如在黑龙江省，1994年，化肥、农膜、农用柴油等主要农业生产资料的综合价格比1993年上升了57.2%、10.84%和26.3%。工农业产品价格剪刀差的扩大，导致农民增产不增收。1989—1992年，全国农民人均纯收入年增1.88%，比城镇居民低5个百分点。

城乡收入1977年为1 2. 37，1984年缩小到1 1. 71，1992年扩大到1 2. 33。农民中，东、中、西部地区的收入差距也在拉大，1983年为144 126 100，1992年为166 115 :100。1992年，全国农民人均纯收入只有784元，中西部地区只有500—600元。加上农民负担加重，1985—1992年，农民人均集体负担年均增长15%，农户直接负担年均增长17.5%。

在这种形势下，1993年粮食、油料、棉花播种面积分别比上年减少76.5万亩、520.5万亩和2775万亩，尤其是南方稻谷减产，在粮食总量丰收的1993年出现了全国性的粮食涨价。这次粮食涨价，不仅暴露了我国粮食生产结构赶不上消费结构的变化，也暴露出我国农业的脆弱。1993年允许以货币代替粮食交公粮和以货币补偿国家定购粮与市场价格的差距，等于放松了国家对于粮食生产数量的直接控制，在通货膨胀状况下，肯定会降低生产，造成虚报。

1994年国有公司全面退出粮食流通，加上自然灾害，出现了7—9月份以粮食为中心的大涨价。上半年，食品涨价在零售价格上升中的份额为57.3%，1—8月份为60%，而8月份为67%。农产品提价，并未给农民带来好处。1993年农副产品价格上升了13.4%，而农业生产资料上升了14.1%。

这清楚地说明了，由于需求膨胀所造成的通货膨胀，是如何扩大了工农业产品价格剪刀差，造成了“比价复归”的。

“指数化”的办法之所以不能在中国实行，根本原因在于高度且不稳定的通货膨胀，首先会打击农业生产，动摇全社会生存和稳定的基础。因此说

“居民对于物价的承受能力”，无法用物价上升 10% 或者 20% 作标准，因为只要能够实行指数化，原则上物价多高，只要工资跟着涨，对于城镇拿工资的居民来说，都是可以承受的。关键是通货膨胀对于农业的打击，使得在中国无法实行“指数化”的高通货膨胀战略。多年来，我们所说的十亿人口八亿农民是中国基本国情，看来我们仍旧不能摆脱它的制约。广大的农村和巨大的农村人口，既是中国发展中应予重视的因素，它使得中国无法靠外贸立国，靠外债和通货膨胀起飞；同时又是中国政策失误的自动调节器，使得历次战略失误无法持久，同时能够迅速恢复过来，如大跃进、文化革命。它更加使得中国的改革能够绕过国有企业的难点，首先在农村中起步，它亦将使得“腐败和通货膨胀合理论”在中国破产。我们必须依据中国的基本国情，摆脱对挂钩政策的迷信，在中国探讨低通货膨胀的发展战略。

4. 政府能力和居民信心是防止通货膨胀爆发的关键

4.1 驳“通货膨胀不可避免论”

过去我们一直从货币供应角度看待通货膨胀问题，实际上超发货币只造成通货膨胀的潜在压力，物价上升正是吸收通货膨胀的压力，只要不发生通货膨胀的突然爆发——抢购和挤兑银行，仍然可以争取在经济发展过程中，逐步消化通货膨胀潜在因素。1988 年居民存款 3000 亿即发生大抢购，主要是当时“价格闯关”的动员加强了居民的通货膨胀预期；而目前存款 20000 亿也没有发生抢购，关键在于：通货膨胀的潜在因素如突然爆发需要一定条件，主要是居民通货膨胀预期如何？而稳定居民心理预期，主要是看政府的信誉和权威如何？

换一个角度，从社会契约角度看，通货膨胀问题可以看成是一个政府的信誉问题。纸币是国家强制发行的价值符号，所代表的是政府信誉的高低。政府强制居民使用一种货币，并保证其购买力不降低，同时政府还要保护产权、债权、安全和公平竞争，给经济发展提供良好的外部条件。如果政府不能行使应该行使的职能，纸币发行过多，不能实现其价值，就会引起社会公众对于政府的不信任，在某些突发事件的影响下，就可能出现大规模的抢购与挤兑银行，纸币是一种“经济选票”，与政治选票所不同的是，不是对信任者投票，而是对不信任者投出，当相当部分的居民不信任政府时，抢购和挤兑银行就难免发生。因此通货膨胀爆发与否是政府权威的标志，而提高政府信誉是预防通货膨胀爆发的关键。提高政府信誉是一个系统工程。就防止通货膨胀本身来讲，主要是控制货币发行数量，保持人民币对内对外价值的稳定。两年以来政府致力于控制通货膨胀，1994 年人民币汇率即对外价值稳中有升，开始改变了居民对人民币的贬值预期。应该在国内继续控制通货膨胀，消除通货膨胀预期，真正建立人民币的信誉。

应该指出，即使通货膨胀不爆发，连续的物价大幅度上升，对于社会的影响也是很坏的。除了上述种种，通货膨胀还会腐蚀社会道德，助长短期行为，我们可以称之为“社会心理的贴现率”。

贴现概念，是指将未来的货币提前到目前来使用。资金有时间价值，目前的货币可以推迟到未来使用，即储蓄，当然应该获得利息，在利息率的基础上，目前资金和未来资金在时间上建立了定量的关系：

$$\text{未来资金} = \text{目前资金} \times (1 + \text{利率})^N$$

$$\text{目前资金} = \text{未来资金} \div (1 + \text{利率})^N$$

N——时间

在贴现概念上，建立起全部的资本金融市场的理论和操作体系。股票是将未来股息收入贴现到目前一次出售，地价是将未来地租收入贴现到目前一次出售，目前即将盛行的国有企业出售是将政府未来的税收贴现到目前一次出售，分期付款是将居民未来购买力提前使用，借债是将他人目前资金借来，而用自己以后的收入归还。看来商品经济特别是资本经济，有一种“收入资本化”的功能，可以提前使用未来的收入和财富，以加速目前的发展。在政治社会稳定的条件下，不失为一种加速发展的战略。但是也必须使用得当，目标是提高整个综合国力，而不是坐吃山空，短期行为。在我国通货膨胀预期日益严重的环境下，出现了所谓“社会性的高心理贴现率”，是一种极为有害的现象。当越来越多的人对于经济前途没有信心时，就会出现越来越严重的经济不稳定和虚假繁荣，当越来越多的人感觉“通货膨胀和腐败无法避免”时，通货膨胀和腐败就真正变得越来越严重。古人云：“三人成市虎”，多数人的心理预期本身就会造就社会现象。

人民币连续贬值，意味着其未来越来越不值钱，现在越来越值钱，必然大大助长短期行为，这样所损害的不止是货币的价值，而是损害政府的信誉和居民的信心，损害一个社会长期发展的潜力。社会道德和法制会越来越差，市场规则迟迟不能建立，渐进改革无限期地拖延，长期的社会目标受到损害，教育、农业、基础设施、基础科学越来越受到“眼前暴富”行为的侵害。一个 12 亿人口的大民族，会在商品经济初期的初步繁荣中，丧失传统美德，丧失靠勤劳和节俭致富的品质，丧失对个人行为的内在制约和外在规范，出现渴望暴富，渴望一夜暴富，渴望不劳而获不择手段致富。这样，很快就会破坏发展经济的稳定的社会环境。

上述种种问题，关键在于政府在现代化的过程中能否有效地克服失效，包括控制通货膨胀在内。关于控制通货膨胀的实质是整合社会的问题，下节再述，本节只谈控制社会通货膨胀预期的问题。

有效地控制社会通货膨胀预期，第一，需要政府对于控制通货膨胀有一个坚定明确的态度，而不能当通货膨胀不严重时，冲昏头脑盲目发展，在通货膨胀严重时急于压抑物价，当通货膨胀稍缓以后，又开始新一轮的通货膨胀。必须选择低通货膨胀的长期发展战略，而不是把控制通货膨胀仅仅作作为短期的反周期措施，像战后德国 45 年来坚决摒弃通货膨胀战略一样。

第二，要使全国人民特别是各个利益集团，相信和服从政府的权威。违背政府政策和法律的，一定要受到惩罚；诚实经营劳动，奉公守法的，一定要受到鼓励。

第三，各级政府领导人要有清廉正直的形象，在突发事件发生时，具有足够的信誉和稳定局面的能力。突发事件，指那些突然发生，不可预见，难以控制，影响全局的事件。在通货膨胀潜在压力巨大的条件下，突发事件有可能促使社会性的抢购和挤兑发生，此时有权威有信誉的领导人，乃是稳定局面的关键因素。权威和信誉的形成，乃是平时克服腐败，讲究信誉的结果。当年反对法西斯的西方国家阵营中，最有信誉的是丘吉尔，他从不讳言本国在军事上的失败，因此说话为他人所相信。因此，平时政府的权威和信誉如何，居民对于经济前途的信心如何，实为控制通货膨胀爆发的关键。

第四，必须讲求方法，有效地控制通货膨胀预期。在金融市场上，有所谓“口头干预”之说，重要事件的发生，重要人物的讲话，都可以起到干预金融外汇市场的作用。我国在计划经济下形成的“群众动员”方法，在金融

市场发展的情况下，正在具有“口头干预金融市场”的性质。1988年中央关于“价格闯关”的号召，诱发了全国性的抢购；1993年关于复关的宣传，引起了外汇市场的投机，使人民币调剂汇率在一个月之内，贬值了20%；1994年初，关于“加快发展，加快改革”的宣传，引起了钢材期货价格的上升。在新的经济形势下，政府关于经济形势的宣传和判断，应该改变那种动员群众的性质，主要从稳定方面进行宣传。当然这是指政府直接发表的文件和讲话。对于一般性的社会舆论和学者言论，则可放开，对于一种事件，有多种说法，反而可以分散社会注意力，化解矛盾。

关于通货膨胀潜在压力和通货膨胀爆发的区分，对于“通货膨胀不可避免论”是一个有力的驳斥。在中国现代化过程中，通货膨胀的潜在压力是存在的，甚至在某些时期越来越大，但是并不一定出现严重的通货膨胀爆发。能否争取到一个较好的前途，事在人为，关键是政府在现代化过程中能够有效地克服失效，担负起责任特别是有效抑制利益集团，整合社会矛盾。而“通货膨胀不可避免论”，“腐败不可避免论”等似是而非的论调，表面上是改革者的论调，实际上是计划经济思想“生产力规律决定一切”在市场经济下的翻版，这是一种盲目崇拜历史规律，崇拜自发力量，放弃和否定人的主观努力，无所作为的机械唯物主义和客观历史唯心论，在我国目前形势下，实质上是为少数暴富集团为所欲为提供理论根据，绝不可取。

4.2 驳“单纯的货币数量论”

通货膨胀首先是一种货币现象，在任何时候只要有通货膨胀，就一定是货币发行过多，因此控制货币发行和财政赤字，杜绝财政向银行透支，就是控制通货膨胀的直接措施。在西方国家可能就是其控制通货膨胀的全部内容。而在中国，控制货币发行却往往不能如愿，或者因导致其他问题而不敢控制，我们必须看到在控制货币背后的整个社会问题，才能找到控制通货膨胀的办法。

在中国，中央银行是无法有效控制货币发行的。信贷计划经常被突破，地方政府在实际上可以迫使银行增发或挪用贷款，形成对中央银行的“倒逼机制”（钟朋荣等，1992）。因此控制通货膨胀，首先要求中央银行掌握独立的货币发行权，要求专业银行商业化和进行企业体制的改革。

无法控制货币发行的另一个原因，是垄断价格的普遍存在，除政企不分造成行政垄断以外，私人垄断也已经到处出现，甚至开始控制某些城市的粮食供应，当然，国有企业的僵硬体制也是一种垄断。在垄断、欺诈和暴利到处存在的环境下，如果紧缩货币，经济的垄断部分会减少生产而抬高价格，谋求高额垄断利润，而经济的非垄断部分，就会因经济收缩而萎缩。因此，在我国宏观调控已经坚持两年，人民币比较紧缩的情况下，应该大规模地反对垄断和暴利，包括改革国有企业和实行政企分开。

第三个原因，就是难以遏制的投资膨胀。各个地方政府对“发展是硬任务”最感兴趣，谁的投资越高，谁就可以从每年数量有限的资金资源中，分得较大的一块，而将通货膨胀转移给其它的地区。需求膨胀与价格垄断，虽然在通货膨胀原因是相反的，但是在中国，却反映了共同的本质：各个利益集团采取不正当的方式争抢资源，造成了社会整合危机。

计划经济最大的弊病是缺乏动力。经过15年的改革，已经得到了解决，这是因为中国出现了多元化的利益主体。主要表现在：

1. 经济成分的多元化与行为的市场化。

——从公有制占绝对优势变为以公有制为主导的多种经济成分并存；

——在公有制内部，以国家所有制占绝对优势变为国家所有、集体所有、混合所有但是以公有经济成分（国家所有或集体所有）掌握控股权的股份制企业，多种公有制形式并存；

——在国有制内部，以中央政府（通过各主管部）、省级、地级、县级分级管理，从以中央政府管理占主导地位，变为地方各级政府为主管理，多种管理形式并存；

——由单一的公有制特别是国有制独家垄断，到公有制为主体的多种经济成分并存，不仅仅是经济主体的变化，而且是经济机制的变化，整个经济机制从计划审批向市场机制转变。目前中国价格的 90% 已经由市场决定，对外经济关系主要由汇率—价格机制调节，指令性出口计划已经取消，基本的工资标准虽然由国家制订，但是居民收入的相当一部分来源是奖金和第二职业收入，这是由市场所决定的；虽然在基础产品和服务收费、工资水平上与国际水平尚有差距，但是总的方向是由市场决定，逐渐与国际接轨。各种经济成分在运行上，逐步统一于市场而不是统一于计划。

2. 多元化利益主体的形成。目前中国的利益主体主要有五种：

第一，中央政府。

中央政府代表国家的整体利益和长远利益，负责制订长远规划、基础设施建设、环境保护、宏观调控，保护债权、产权和安全，立法以规范市场。在中国，中央政府还有制订产业政策，指导产业结构转换的功能。改革以来，中央政府下放了相当一部分经济权力，中央财政比重降低，总体能力经济能力降低，在许多方面，使得国家与社会的长远利益受到了损害。

第二，地方政府。

地方政府分为省、地、县三级，在改革中获得了相当大的权力，在政企不分的情况下，直接介入经济，成为改革以来最大的受益者。地方政府权力的膨胀，一方面繁荣了地方经济，一方面出魂了严重的重复建设、投资膨胀、地方封锁，阻碍全国统一市场形成和中央产业政策的贯彻，各地方以投资膨胀为手段争抢资源，力争本地区的高速度、高收入，而把通货膨胀转移给其他地区。1994 年实行了新的分税制度，旨在提高中央财政的比重，重新调整中央与地方的关系。

第三，经济主管部门。

中央政府的各个经济主管部门，原来只是计划经济下的一个执行部门，在实行全行业承包以后，许多部门如铁道部、石油部等等，都有了独立的经济利益并且承办了大量的公司，新增的利润留成部分，其所有权不属于中央政府，而属于中央政府的“某个部门”，中央计划管理的国家垄断资本正在变为部门垄断资本。部门利益在中国经济中也起着相当的作用，比如在抵抗外资购买产权，寻求本部门的关税和非关税的国家保护方面，在“寻租”和垄断经营方面，都是能够影响中央决策的力量，比如对外经济贸易部为了出口的利益，年年鼓动人民币贬值，许多经济主管部门成立“行业协会”，垄断部门经济的利益，制订垄断价格等等，助长了国内的通货膨胀。

第四，企业。

各种类型的企业都是具有独立经济利益的法人。这里特别要分析国有企业利益的独立化问题。

十年承包制的实行，使得国有企业具有了相对独立的利益，培养了一个

新兴的经营者阶层。但是企业承包制没有解决“只负盈不负亏”的问题，而且没有超出部门主管的管理。目前以股份制为目标的现代企业制度的推行，和产权转让在实际上的展开，背景是经济结构转换所要求的企业兼并，因此改革将超出“增量改革”的阶段，向“存量改革”深入，这就会打破部门主管的限制，使部门垄断资本向混合型的资本形态过渡。所有者的界限将更加模糊不清，真正的变化是经营者之间的互相控制和兼并。

企业改革的结果，实质上将使国有企业大部分转化为为市场和利润而生产，从而丧失“国有”的性质。真正的“国有企业”将主要存在于两个方面：一是非竞争性的基础设施领域，二是国家经营用于调控市场，比如中央银行对于外汇、国库券市场的调控所进行的公开市场买卖，国营房地产公司、粮食公司对于市场供求和价格的调节，目标并不是利润，而是调控市场。对于国有企业的错误理解，导致国有企业调控市场的能力丧失，甚至为了利润而实行市场垄断。

第五，个人。

居民个人作为经济主体对于经济的作用，正在逐步增强。我国居民储蓄率保持在40%以上，储蓄连年增长，这是保证高积累的关键。

1994年我国城镇居民人均收入2286元，比1993年实际增长6.8%。农民人均现金收入840元，增长10%，存款新增5000亿，达到20000亿元人民币。居民存款的稳定与否对于经济稳定的关系极大。而决定存款稳定的是居民心理预期，背后是人民币的信誉问题。1994—1995年中央政府将着力控制国内的通货膨胀，同时人民币结束了连续15年贬值的历史，受为“稳中有升”，对于建立人民币的信誉，消除通货膨胀预期起到了良好的作用。居民个人行为对于经济的影响，还表现为消费结构的变化、金融资产的选择和对于市场的监督等方面。

北京市1994年3月底，居民金融资产变化情况如下：

银行储蓄12805亿元，占73%，比1991年同期增长240%；

手存现金1272亿元，占7.2%，比1991年同期增长110%；

有价证券3474亿元，占19.8%，比1991年同期增长610%；

1年之内，平均增长260%。

利益主体的多元化，对于中国社会产生下列的影响：

——克服了计划经济下缺乏经济动力的弊病，目前中国社会已经具有了强大的发展动力；

——改革在1992年前后发生了动力上的变化，由中央推动为主变为利益主体谋求利益推动为主，许多变化是自动发生的，特别需要指出的是：国有企业经营者及其行为趋于个体化，通过联营、价格转移和股份制，把国有财产实际上控制在自己的手里；许多国有企业的业务骨干，到私人公司或者实际上为私人公司服务，把技术和商业渠道变为自己个人的财富，因此中国的改革具有了自动发展的趋势；

——在经济迅速繁荣的同时，利益主体之间出现了相当大的分化：国有企业与私人企业之间，中西部地区与沿海地区之间，贫富之间，各个社会阶层之间的分化日益明显。特别是农村人口的失控，农业收入的相对低下，农村基层组织的失效，导致了巨大的民工浪潮，据估计在6000万左右，其中

2000 万是跨省市流动的。农民的流动，既给中国经济提供了廉价的劳动力，又带来了社会治安的混乱；

——利益主体行为缺乏规范，产生了腐败、垄断、欺诈、暴利、破坏资源等社会问题，社会控制能力降低，各个利益主体对于利益的追求，缺乏明确的规范，因而采取了种种不正当的方式，除了“寻租”，向政府寻求特殊的保护和优惠之外，涨价以牟取暴利也是其中之一。中国日益严重的通货膨胀，其根源就是各个利益主体争抢资源的结果。

中国通货膨胀的实质，就是各个利益主体缺乏有效的、公开的、法制化的利益整合机制，而采取投资膨胀和价格垄断的办法，在中国争抢资源所造成的。

5. 控制通货膨胀国际输入要求宏观经济“双平衡”

5.1 驳“人民币汇率继续贬值论”

各个开放国家的经济都是互相联系的，各国之间存在着一般性的、经常的、相互之间的通货膨胀转移。这主要是各国宏观经济政策之间的不平衡造成的。甲国采取扩张政策，必然降低利率，增加货币发行，使物价上升，又使资金外流，汇率升值，扩大进口。这就带动了乙国出口和投资的增加，产生推动乙国通货膨胀的压力。乙国经济上升，货币发行增加，进口增加，又促使甲国出口增加，货币贬值。这种通货膨胀的互相转移，实际是维持国际经济平衡的一种机制。

除了经济水平相近的国家之间通货膨胀的互相转移以外，还有一种，发达国家向发展中国家单方面转移通货膨胀。

发达国家的经济，已经到了高效率、高物价、高消费的阶段；而发展中国家仍旧处于低效率、低收入、低物价的时期，特别是中央计划经济国家，人为压低了基础产品价格，整个价格水平低于发达国家。因此在改革开放以后，价格结构会向国际价格体系靠拢，价格总水平将会出现较大幅度的上升，也可以叫做通货膨胀由国外向国内的转移。特别不利的是，当发展中国家的货币不能自由兑换，不能自由出境时，发达国家的通货膨胀可以向发展中国家转移，而发展中国家的通货膨胀却不能向发达国家转移。

对外贸易上著名的“斯堪的纳维亚模型”，是针对小国的贸易而言的，但是应用于大国开放中的通货膨胀转移，亦可参考。

$$A = B + a(TS - TE)$$

A——国内通货膨胀率

B——世界通货膨胀率

S——不参与对外开放的国内封闭部门

a——权数，S 部门的商品额在商品总额中的比例

E——参与世界市场竞争的开放部门

T——生产率提高速度

从模型可以看出，一个国家受国际通货膨胀影响的大小，首先取决于它的对外开放程度，就是公式中的 S；其次取决于它的经济结构，如果国内市场经济不发达，各个产业部门之间互相隔绝，有的是开放的，有的是不开放的，各部门之间的生产率相差比较大，对外开放部门生产率提高得快，不开放的部门生产率提高得慢——这正是中国开放之后的情况——这样，国内通货膨胀率就必然高于世界平均的通货膨胀率。

做为刚刚开放的发展中大国，中国已经迅速扩大了对外开放度，但是国

内经济结构落后，各个产业部门之间生产率相差悬殊，而且开放部门生产率的提高，大大快于封闭部门生产率的提高，因此，在对外开放过程中，中国有一个被动接受国际通货膨胀单方面转移的过程。如果国内控制不住总需求，就会更加加大国际通货膨胀转移的程度。

通货膨胀由国际向国内转移，有多种通道。 通道之一：地区传播。

通货膨胀的地区传播，主要是沿海发达地区从国际接受了通货膨胀，再向内地传播。经济发展水平的差距是这种传播的生产力基础，而沿海地区享受的优惠政策，加速了这种传播。

深圳特区的两种货币同时流通是这种传播的最典型的例子。

人民币不能自由兑换，币值高估，是开放初期中国经济的最大障碍，在1985年，牌价汇率是1港币等于0.35元人民币，外汇黑市上是1港币等于0.7元人民币，人民币在外汇黑市上贬值一倍。人民币贬值一倍，不仅表现为在外汇黑市上人民币将兑换比牌价汇率少一倍的港币，也表现为其它经济现象：

——同样的商品流通量，在特区需要多一倍的人民币，于是人民币在特区扩大了发行，并且通过向内地民工支付工资，向内地采购商品，将货币转移到内地去；

——特区商店接受港币作为支付手段，人民币和港币在特区同时流通；

——特区的同一种商品出现人民币和港币两种标价，两种价格之比，不是按照牌价汇率，而是按照黑市汇率，所有商品都按照黑市汇率同时标出两种价格，等于通过扩大的货币价值形态，间接地表现出人民币的一般价值形态；

——所有以人民币标价的商品，其价格高出内地一倍，比如上海自行车200元一辆，在深圳400元一辆，反映出人民币在深圳贬值的事实；

——同一种货币（人民币）在特区的购买力比在内地下降一倍，即特区的物价水平比在内地高一倍，必然造成内地低价物资向特区流动，而特区的人民币向内地流动，这就是通货膨胀由特区向内地的转移；——深圳特区的特殊地理位置是通货膨胀转移的客观条件，因为靠近香港，香港居民有大量的人民币需求，双方可以通过私下套汇，按照外汇黑市价格兑换人民币，结果是中国银行外汇收入减少，内地外汇纷纷流向深圳，以兑换较多的人民币；——中央给予特区的优惠政策使通货膨胀向内地转移，由可能性变为现实。

按当时国内计划对外贸易体制出口，出口企业只能得到25%的外汇留成，还要交给地方政府一半，而经过经济特区出口，则可以享受全部外汇留成；特区自用建筑材料可以免关税进口，实际上大量免税品经特区流入内地。于是，特区利用优惠政策，成为国家的转口贸易中心，出现了商业繁荣和房地产繁荣。

这种特区从国际输入通货膨胀，再向内地转移的货币机制，在80年代，起到了联系国内外经济机制，促进特区发展，促进全国的市场经济发展的积极作用，对于内地的经济，也是促进的。但是进入90年代以后，则应取消这种优惠。

通道之二：进口狂潮。

发展中国家在开放初期，最大的弊病就是，控制不住进口，特别是高档消费品的进口。无论国家是多么希望引进先进技术和先进管理，无论民族企

业受到多么大的冲击，但是首先进口、大批进口而且屡禁不绝的就是国外的豪华、高档、奢侈品。在中国特有的体制下，公款进口大大促进了进口的失控，各种优惠政策主要内容之一就是减免进口关税。进口高档消费品，提高了中国人的胃口，也提高了物价水平。外国产品好，价格高，于是就带动了国内产品的价格提高。进口冰箱价格高，国产冰箱无论好坏，也跟着涨价。

另一个问题是进口体制造成的。企业在没有真正自负盈亏时，分散进口，使我们国家丧失了在国际进口市场上的垄断地位。本来我们是大买主，可以压价购买，但是进口分散到各个省市，就自相竞争。1988 年化肥分散进口，在价格上损失了 25 亿美元。估计进口对于我国物价的推动，每年不少于一个百分点。

更为严重的是，在关税征收上出现了严重失控。我国名义关税按照算术平均数计算，在 90 年代初期是 36%，按照加权平均数（即实际进口情况）计算是 22% 左右，但是实际减免在一半以上。按照海关统计，1992 年我国征收关税 270 亿人民币，进口是 800 亿美元，按照 1 美元等于 5.8 元人民币计算征收关税的基数为 4600 亿人民币，关税实际征收率为 5.8%，如果把大约 100 亿美元走私所损失的关税计算进去，进口总额为 900 亿美元，合 5200 亿人民币，关税率为 5%。进口品增加，应该可以降低国内物价水平，但是打击了国内产业，加大了企业亏损，在国内企业不论破产和兼并的条件下，最终还是转移到通货膨胀方面去。

通道之三：出口波动。

改革 15 年中，我国出口增加很快，从 1978 年的世界第 32 位，提高到 1995 年的第 10 位，总额达到每年 1000 亿美元，这是很大的成就。但是这种高速度出口，主要是靠出口计划来保证的。为了完成出口计划，亏损由国家补贴，或者在银行挂帐，或者不断将汇率贬值，加上地方形形色色的出口补贴，我国每收入一美元，代价是很大的。

在计划经济下，我国的方针是：国内资源优先出口，只要国际上需要，挤出资源也要出口。靠什么“挤”？靠计划经济。国内同样制订收购计划，由商业部和供销合作总社垄断国内商品的收购，保证出口计划的完成。改革以后，国内商业首先放开了，但是出口计划并没有取消。这就产生了：计划经济的出口和市场经济的收购之间的矛盾，具体的反映就是连续不断的出口收购大战。

每当某种产品在国际上好销，比如亚麻纺织品，经济特区公司总是最先得到消息，于是出高价到内地收购。内地政府认为这样可以增加本地的收入，不愿意把资源以计划价格卖给国有贸易公司，因此以“市场经济，谁出价高就卖给谁”为理由，支持这种收购。于是出口商品的价格出现飞涨。当地的国有外贸公司为了完成出口任务，不得不参加抢购，出现巨额亏损，由地方政府向中央政府要补贴，或者逼迫汇率贬值。如果没有出口计划和其它工具及国有外贸公司的行为，出口收购价格高了，大量公司将不再收购出口，需求降低了，价格就会降低。但是，在出口计划和市场收购的矛盾中，以投机性的商业资本为抢购开端，以垄断性的国家资本采购为后续，形成了出口产品的“抢购机制”。

抢购所形成高现货价格，不仅使得国有外贸公司负债累累，更为不良的是，以现货价格指导生产，特别是农副产品、矿产品生产，是完全不行的。过高的现货价格，过分地刺激了生产，使得生产地区增收又增产，喜气洋洋。

地方政府甚至以计划手段动员农民生产出口产品，湖北洞庭湖沿岸 13 个县的耕地，几乎全部不再种植粮食，改种了亚麻。但是不过一年，产品就出现了积压。国际市场容量有限，国内市场更是无法打开，中国人不穿亚麻东西。农民遭受了沉重的打击。为了保护生产者，国有外贸公司和加工厂，不得不亏损收购。于是，一度猛涨的价格，又出现了猛跌。生产大幅度下降。湖北的苧麻，曾一度从 48 万亩上升到 130 万亩，又跌回 30 万亩；云南的兔子，从 30 万只增加到 120 万只，又下降到 20 万只；河北的貂皮，一张 1000 元，外贸仓库积压 1000 张，就是 100 万元。1988 年我国仅兔毛一项，就积压 40 亿元。

在抢购中出现的掺假和质量下降，极其严重。为了出口创汇，出现了毁灭性掠夺性的开采资源。宁夏的甘草几乎灭绝，山西的核桃，河北的板栗，都是不熟就打，不久里面就发了霉。仅河南出口薄荷油一项，做假方法就有 38 种。

不仅如此，占用耕地，出口索赔发生的更大的损失，应该说是十分惊人的。

在我国计划经济与市场经济并存，出现体制真空、经济秩序混乱的背景下，出现的出口波动是一个典型的例子。我们经常说，国际市场价格波动是价值规律自发起作用的，但是也毕竟是有规律的。我国失效的体制不仅不能缩小国际市场价格波动的影响，反而放大这种影响，使得国内出口产品的收购价格波动幅度高于国际价格，生产波动幅度甚至更高于价格的波动。国内价格水平，在大起大落中，迅速地提高起来。这是国际市场价格波动，通过中国的体制放大，助长国内通货膨胀的例子。

通道之四：汇率贬值。

1978—1993 年，人民币从 1 美元等于 1.7 元人民币贬值到 8.7 元，贬值 410%，而国内物价上升了 200%，人民币对外贬值超过对内贬值一倍，从两个方面促进了国内物价上升。

贬值促进出口，提高了国内需求水平，促进了国内出口商品收购价格的提高，进而促进了国内价格总水平的提高，这是从需求拉动方面提高国内物价。

贬值提高了进口价格，但是阻挡不了进口。高档消费品的进口直接抬高了市场物价。原材料的进口价提高经过连锁反映，成倍地推动成品的价格提高，这是从成本推动方面推动国内物价上涨。

据估计，在总供求平衡的情况下，汇率每贬值一个百分点，推动国内物价上升 0.3 个百分点，经过出口拉动的，比较小。汇率每贬值以后 1 年左右，国内物价的上升就“吃”掉了汇率贬值促进出口的作用，又需要贬值。令人不安的是，这个时间在需求膨胀的条件下，是越来越短了。

通道之五：外资外债与国际投机资本大量进入。

我国每引进 1 美元直接投资，需要 10 元人民币与之配套；外债是需要还的，而且在人民币贬值条件下，增加了还债负担。外资外债大量进入是否加剧国内通货膨胀，关键在于使用效益，在此不做详述。

1994 年我国出现了严重的通货膨胀国际输入，这是由于汇率并轨，将人民币贬值过低，又实行结汇制造成的，而且不易控制。通货膨胀从金融层次上直接向国内转移，大大加深了我国宏观调控的难度。我们必须将对外开放纳入宏观调控范围之内，谋求国内外经济“双平衡”：

——以刚性出口计划所保证的集中国力出口、以出口为中心的经济增长模式，应该向以国内需求为中心的模式过渡，出口计划应该取消，出口数量成为国内总需求变动的产物；

——取消公费进口，一般进口限制应该取消，大幅度降低名义关税，取消形形色色的减免税措施，打击走私；

——加速外贸体制改革，公开拍卖许可证，放开外贸经营权，以价格—汇率机制代替计划—财政机制，成为调节国内外经济关系的基本机制；

——在人民币汇率升值的趋势下，为了保持我国企业的出口竞争力，国家应该继续干预外汇市场，保持汇率基本稳定；当然更为重要的是改革企业机制，鼓励非国有企业直接打入国际市场。无论如何，人民币再度发生大幅度连续贬值，决不可取。前 15 年整个国家对于出口的财政补贴，已经全部用到了汇率上，改革因素促使汇率贬值已经不复存在，不惜国内经济代价全力扩大出口的战略也已经走到了尽头。今后应该在国内控制通货膨胀的前提下，保持人民币汇率稳中有升，达到对内对外价值双稳定。必须指出，汇率稳定不仅可以减少我国进口和外债的负担，更为重要的是：它是人民币自由兑换的前提条件。在人民币贬值的条件下进行汇率自由化，会出现严重的抢购外汇和挤兑银行，迫使外汇管制重新加强，汇率改革成果尽失，甚至促使国内潜在的通货膨胀压力爆发，这种危险的前途必须避免。

6. 结 论

人民币汇率稳定与国内币值稳定，是相互影响的两个方面。在 1994—1996 年我国外汇储备猛增的情况下，可以首先稳定汇率，扩大进口，以抑制国内日益严重的通货膨胀。但是从根本上来讲，汇率稳定取决于国内通货膨胀能否得以有效的控制。本章指出，通货膨胀在中国是有其严重爆发的社会基础的，关键在于中央政府能否有效整合社会，在中国控制通货膨胀，是一个整合利益集团、加速改革、规范市场的问题。如果政府无法有效克服在现代化中的失效，通货膨胀将成为少数人暴富的手段，那么，在物价加速上升，出口受到严重打击之后，人民币汇率重新开始大规模的贬值是有可能的。当然，这样的贬值必定是整个金融崩溃的一部分，我们一定要避免这样的情况发生。

本章所揭示的汇率与国内通货膨胀的关系，实际是指出了价格和汇率背后的社会关系，指出了稳定汇率是中国整个稳定发展战略的一个组成部分。

九我国周边汇率

1. 我国边境地区人民币与外币的出入境

近年来，我国周边国家和地区政局动荡，币值不稳，经济相对落后；而中国经济稳步发展，人民币汇率相对稳定，在这些国家不断坚挺，特别是在其边境地区居民心目中的信誉、地位不断提高，经济实力的增强使人民币在俄罗斯、东欧、东南亚、港澳以及缅越市场流通，并在国际交往、经贸往来中履行支付手段、贮藏手段的职能，成为计价和结算货币，且在其流通市场有不断扩大的趋势。对周边国家的易货贸易的开展，带动了双方经济技术合作、劳务输出、国际旅游、民间旅游贸易等的全面发展，边境地区在一定范围内出现了人民币、卢布、港币、美元等自由外汇多种货币流通及卢布、越南币、缅甸、哈萨克斯坦坎戈、蒙古图格里克、韩国圆、尼泊尔卢比等周边国家和地区货币共同流通的局面。

人民币、外币流出入境的渠道大致有四个：

一是边境互市小额易货币贸易差额，尾数付给人民币；二是边境旅游人员来往带出入；三是边贸公司业务人员、边境官方人员及出入境公务人员出访带出，国外来华旅游和来内地投资经商者为了便于工作生活，而带入人民币或外币投资或付费，华侨以人民币、外币汇款或以钞代汇。来华国外人员通常是在境外兑换成人民币带入我国境内；四是国内外炒买炒卖外汇及人民币的投机者。特别是1993年3月我国公布了《中华人民共和国国家货币出入境管理办法》和《中国人民银行关于国家货币出入境限额的公告》，允许从3月1日起个人出入境可携带6000元人民币之后，人民币流出入境的数额不断增大。据各方面数据预测分析，每月流入香港的人民币现钞达20亿元以上，澳门2亿元。人民币流出大于流入。另据香港汇丰《经济周刊》估计，国内流通港币为150亿（现钞），占港币发行量的三成，且集中在珠江三角洲一带。人民币出入境带动了港澳人民币兑换业的发展。

（1）港澳地区人民币流入量大客观要求兑换业。港澳与内地交往密切，国内商品价格比港澳地区便宜，港澳居民多用人民币来国内购物。

（2）国内人到港澳多购买首饰或以人民币兑换港币购买商品。人民币业务成为港澳零售业、首饰业、银行业吸引顾客、扩大营业额的手段，港澳商界及银行业纷纷接受人民币购物或开展兑换业务。

（3）兑换人民币收益较高，买卖存在价差，利润可观。

（4）港府对设置开办兑换点等外汇监管比较宽松，促进了人民币兑换业的发展，香港从事人民币兑换业的主要有：持牌银行、财务公司、一般公司的找换店、专门的找换店。此外，在河口中越边境地区，双方农业银行共同投资办起了货币兑换所，专门从事人民币、越南盾的兑换业务。

随着对外开放政策的进一步放开，边贸发展很快，边贸活跃使人民币大量流入周边。同时，经济的发展和人民币的外流，使边境地区长期滞销的工业、农业产品卖了好价，也使一些企业起死回生，有力地促进了这些地区的经济发展和人民生活水平的提高。这部分货币是会滞留在对方的。即使今后回流，由于受双方经济互补性制约也不会冲击国内市场。

2. 我国周边贸易的结算

2.1 我国同前苏联的记帐贸易

政府协定下的记帐贸易，贸易量随政治原因波动很大。中苏两国政府自1950年签署第一个政府贸易协定和支付协定以后，直到1990年，政府协定项下的记帐贸易一直是两国农产品贸易的主体。按照协定规定，两国贸易代表团每年轮流在两国首都进行贸易商谈，决定下一年的贸易量，采取划拨清算方式，双方互不支付现汇。这种政府直接控制下的易货贸易方式，体现了两国高度计划经济和硬通货短缺的双重特点。

2.2 我国同独联体和东欧国家的现汇贸易

东欧和苏联剧变之后，由于他们实行全方位开放政策，我国与其贸易发展具有巨大的潜力；同时，世界上发达的产品出口国对我国在独联体及东欧国家产品市场的地位和发展构成很大的竞争压力。这就要求我国实行新的出口战略和新的贸易结算方式。自1990年起，我国同波兰之间由政府协定记帐贸易转为现汇贸易。从1991年起，我国又同苏联、匈牙利、捷克和斯洛伐克、罗马尼亚、保加利亚以及蒙古从原来的两国政府间的协定记帐贸易改为现汇贸易。政府间不再一年一度地派代表团谈判年内贸易，改由双方各贸易主体自主地进行进出口贸易。中国银行对这些周边国家的现汇贸易业务，认真贯彻代理行政策，严格把关，资信调查通过信用证的转证或向中国银行莫斯科代表处咨询等办法解决。其授信额度，代理行按国家风险较大的比例掌握；非代理行则采取更加严密的安全措施，以保障及时安全收汇。

现汇贸易使得我国与独联体国家农产品贸易方式有了根本性的转变。但是，由于硬通货缺乏仍是双方的共同特点，所以我国的食品和轻工业品与独联体国家的重化工业品和木材等为主的易货贸易仍然占主导地位。以俄罗斯为例，1990年，中俄进出口贸易额58.6亿美元，其中易货贸易额37.2亿美元。我国与独联体国家经济互补性强，双方在较长时期内都需要对方的产品，同时，双方又同属外汇匮乏国家，所以易货贸易有坚实的基础和广阔的前景。目前，全世界参加易货贸易的国家已多达100多个，在国际贸易总额中，易货贸易占有一定的比重。目前，在政府间的协定记帐贸易大幅度下降，现汇贸易又不景气的情况下，外贸企业根据国家制定的政策，大力发展同周边国家的地方易货贸易。地方易货贸易大体有三种结算方式。一种是直接易货，即易货贸易的双方根据合同或协议，以货换货。年终凭合同发货单的提货单对帐，次年以货弥补差额的结算方式。在直接易货贸易中，我方进出口公司为避免风险，往往采取先收货后发货的方法。第二种是寄售方式，即我方外贸进出口公司在外国设立门市部，向外商推销商品，收取该国货币，然后在该国购买商品运回，销售给国内企业，或向外商销货收取该国货币后，将其兑换成美元或其他硬通货。由于相当数量的易货贸易不通过银行进行结算存在着潜在的风险，一次性等值的易货贸易受到选择商品的需求制约，不易于周边贸易的发展，迫切要求改进。币种选用瑞士法郎结算，卢布与人民币的汇率很难确定，应尽快制定汇率。目前可实行俄方提出的记帐贸易，用现汇找差的方法定期结算。

3. 对周边贸易结算的建议

1. 随着边境贸易的不断发展，将出现多种贸易形式并存的局面，应采取多层次结算方式与之相适应。

(1) 易货结算方式。一类是既不通过银行，也不以货币计值的狭义的易货贸易结算，主要用于边民互市中物物直接交换；另一类是虽不通过银行，却以货币计值的广义的易货结算，主要用于易货贸易中等量价值的货物交

换。

(2) 现钞结算方式。一是不通过银行，以现钞直接购货清算；二是通过银行收付本、外币现钞进行现款结算，即转帐结算方式。前者适用于小批量、小金额的贸易，后者则适用于大批量、大金额的贸易。

(3) 现汇结算方式。其特点是：以自由兑换的硬通货计价，及时逐笔收付结算。但必须具有对外金融机构网点，以及通讯、清算设备，且清算银行必须建立代理行关系。

(4) 记帐清算。适用于两国彼此设立帐户，进行贸易协定或支付协定下的债权债务的结算。支付手段可以是协定国任何一方货币，也可以是第三国货币，且不必逐笔支付。由双方银行定期（通常为一年）核对进行清算，差额由逆差方以货物或现汇补偿。记帐货币只能用于计算商品价格和抵偿协定项下货款，不能用于兑换其他国家的货币或偿付其他国家的现汇款项。

(5) 宣传推广适合同周边国家进行易货贸易的对开信用证业务，即双方银行互相开立以对方为受益人的金额相同或略有出入的信用证，两张信用证都以被受益人接到有关通知银行后同时生效，改变目前在易货贸易中大量使用商业信用的状况，使其成为国际贸易间的银行信用，为周边贸易双方提供银行信用担保，增强客户的安全感。鼓励有条件的企业开展现汇贸易。

2. 对周边国家双方公司间长期的大宗易货贸易，且为多批发货者，应通过双方有密切业务关系的银行直接通汇，开立易货贸易帐户结算。

3. 在周边贸易中推行人民币计价结算。

目前在蒙古、越南、老挝、缅甸已把人民币当作主要的支付手段，成为第二硬通货，有的甚至当作第一硬通货。除了印度、巴基斯坦、阿富汗以外，其余周边国家外汇储备很少，外汇支付能力差。在这种情况下，我们在周边贸易中推行以人民币计价结算，容易被外商接受。但是原则上鼓励开展以人民币、对方货币计价的易货贸易；由双方企业自行确定用哪一种货币计价、差额用哪一种货币找零，适当放松对参贸企业的现金管理，但银行不承担对方货币的兑换业务，对方货币贬值、升值的收益都由持有人接受。

从近几年的实际情况看，我国已经开始对外使用人民币计价结算了。例如，前苏联对我北疆铁路建设发放的 5 亿元人民币政府贷款；1990 年李鹏总理访问莫斯科时签订的我国给当时苏联的 10 亿元人民币提供日用消费品的政府贷款；1992 年我国政府给哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦各 3000 万元人民币政府贷款等，都是两国官方签订的以人民币作为计价单位的贷款协议。此外，目前中缅、中越、中老（挝）边境贸易，虽然双方货币均可流通支付，但实际上都愿意以人民币结算，原因是人民币币值比较稳定。缅甸官方收取过境费要 5 元人民币，而不要缅甸币。根据 1992 年年初统计，缅甸商人在我国云南边境的贸易都是以人民币作为支付手段，通过中方银行转帐结算，贸易双方都感到十分方便。目前独联体各国的商人对人民币是欢迎的，甚至兴趣很大。中亚五国使用的卢布也不是本国货币，受制于俄罗斯，并且很不稳定，一再贬值。因此，在这些周边国家推行以人民币计价结算是完全可以行得通的。

鉴于人民币在周边国家流通并做为结算货币的事实，我国应考虑准许人民币携带出境的数额扩大，放开人民币，允许进入双边国际贸易结算领域，允许人民币走向国际市场成为可自由兑换货币，这是我国经济发展的客观要求和参与国际场所必不可少的条件。目前我国经济实力明显增强，国家外

汇储备已约有 300 多亿美元，完全有能力在周边国家率先实现人民币的自由兑换。目前应因势利导建立起切合实际的边境贸易的人民币结算和两国货币兑换制度。越南已接受和使用人民币，银行也开办了人民币存款业务，经营人民币与越南盾的兑换业务。这说明，人民币在越南流通实际上已被政府和银行默认。人民币汇率并轨，人民币波动汇率机制的建立已为人民币成为自由兑换货币解决了技术上的难题。

4. 我国周边汇率的九个货币区

根据边贸金融迅速发展和汇率变动频繁的情况，中国人民银行金融研究所与国家外汇管理局外汇业务管理司从 1993 年 7 月开始对选定的 26 个沿边开放口岸作为人民币与周边国家（地区）货币市场汇率的监测点，以掌握周边国家（地区）货币汇率（对美元）以及人民币对这些货币的市场汇率变动情况，从而加强对人民币汇率及人民币可兑换性的研究，及人民币汇率变动对周边国家（地区）经济贸易、金融的影响的研究，为进一步深化人民币汇率制度的改革服务。

从掌握的 1994 年 7 月至 8 月的周边汇率情况可划分为九个货币区，即卢布区、哈萨克斯坦坎戈区、蒙古图格里克区、韩国圆区、港币美元区、越南盾区、缅甸元区、尼泊尔卢比区、新加坡元区。1993 年下半年，由于我国实行整顿金融秩序和加强宏观调控政策，我国人民币在除了新加坡元区 1993 年下半年无统计数字外，缅甸元区略呈降势，其他各个货币区均呈稳定升值态势；美元在卢布区、图格里克区、坎戈区、港币美元区呈上升趋势；美元在韩国圆区、越南盾区呈下降趋势；美元在尼泊尔卢比区保持不变。1994 年 1 月至 8 月由于人民币汇率并轨，中国外汇交易市场交投活跃，中国经济状况良好等有利因素的支持，人民币币值坚挺。人民币除了在新加坡元区呈下降趋势，但跌幅日渐缩小外，在其他货币区基本上呈上升趋势。美元在卢布区有升有降，在坎戈区、越南盾区呈上升趋势，在尼泊尔卢比区保持不变，在新加坡元区呈下降趋势。下面分区加以简要分析。

（一）卢布区

卢布区主要有牡丹江、佳木斯、黑河、满洲里、伊宁。在卢布区，由于各监测点所处的地理位置不同，造成经贸联系紧密程度和信息获取能力的不同。因此，在各监测点之间人民币与卢布、美元与卢布的比价不同。国家地理位置较近、交通便利、经贸往来密切、市场发达充分，汇率靠市场调节，汇率波动幅度不大；而牡丹江地处边贸腹地，信息不很灵通，汇率波动较大，总体水平高于卢布区其他监测点。从整体上看，人民币与卢布、美元与卢布的比价均呈上升态势。为便于分析，以具有代表性的黑河、满洲里为例加以分析。黑河地区人民币与卢布汇率的月度平均价由 1993 年 7 月的 1 129.87，逐月上升（除 11 月份下降外）至 12 月的 1 166.67，1994 年 8 月达 278.21；满洲里地区的人民币与卢布的比价由 1993 年 8 月的 1 138.50，升至 1994 年 8 月的 1 260.48，到 31 日已达到 300.00 的历史最高纪录。人民币对卢布比价的变化，主要有以下几个原因：受俄罗斯中央银行废除旧卢布的影响。在俄罗斯、哈萨克斯坦等独联体国家允许新旧卢布同时流通，且币值不等，发行新卢布后不久，旧版卢布比价多有下降趋势，随着政府采取相应的措施，旧版卢布比价有所回升。如俄罗斯中央银行 1993 年 7 月 24 日宣布从 7 月 26 日起废除 1961 年至 1992 年发行的所有纸币卢布。俄废除旧卢布造成全市损失合人民币 50 万元。卢布的信誉进一步降低，黑河

市场卢布存量、流入量和成交量都大幅度下降,7月26日叶利钦宣布修正旧卢布兑换措施,兑换时间限额放宽,外籍人持有护照也享此待遇,使黑河卢布持有者的紧张心理放宽。人民币与新版卢布的比价由1993年7月的1:129.87升至8月的1:141.07,上升3.26%。受季节性因素的影响。12月份,黑龙江结冰,每天只能通三班气垫船,出入境人员少,卢布成交量也不大,本月人民币卢布比价始终保持不变,为1:166.67,比上月的1:156.45增长6.53%。受俄罗斯国内通货膨胀加剧的影响及盛传俄罗斯将全部废除卢布,发行新货币的影响,致使卢布汇率猛跌。1994年1月人民币与卢布的比价升至1:219.78,比上年12月上升31.87%。1994年以来,由于卢布大幅度贬值,黑河地区停办“一日游”,开通二、三、五、八日游,且成本高,过境通行证和边贸企业出国护照办理困难,民贸参贸人员和业务人员人数大减;另一方面,俄罗斯国家实行签证制,我方旅游人数也大幅度减少。俄方游客到中国来很少带卢布,多数人都带人民币或美元,也有少数人带其他自由兑换货币入境采购。黑河市场的卢布来源主要是中方赴俄多日游客从俄市场以物换回,以物换回的卢布一部分在俄市场就地消化,一部分带回国内售出。到1994年6月份黑河市场多用人民币或美元交易,卢布兑换交易量极少。同年7月和8月卢布兑换量有所增加。卢布来源主要是我方游客、参贸人员带入,也有个别公司原存俄方银行的卢布取回;俄方入境人员也带入一部分卢布。

美元在卢布区除了1993年8月份受俄罗斯宣布废除旧卢布的影响美元呈下降趋势,满洲里地区8月美元兑卢布的比价为1:1189.48,比上月月底下降6.10%外,美元在卢布区基本上也呈上升趋势,如满洲里从1993年8月的1:

1218.58升至12月的1:1365.87,1994年8月达1:2218.89。卢布区美元升值除了受卢布贬值的影响外,与俄方入境人员带入美元购买商品、国内对美元需求旺盛的影响有关。如满洲里1993年年末由于中国在俄的劳务人员基本回国,国内居民借劳务护照购买免税商品,并从外汇黑市大量兑换美元,使当月美元与卢布的比价达到1:1365.87。此外,卢布入境数量的增加,卢布兑换量也有所增加。到1994年8月末,黑市倒卖美元活动又有所抬头。

(二) 哈萨克斯坦坎戈区

哈萨克斯坦坎戈区只有伊宁。人民币与坎戈及美元与坎戈的比价均呈上升趋势。人民币与坎戈的牌价从1993年11月的1:1.00升至1994年8月的5.65;美元与坎戈的比价同期由1:4.68升至47.67。1993年9月和10月哈萨克斯坦新旧卢布同时流通,11月初宣布退出卢布区。在伊宁,11月15日以后卢布逐步退出流通领域。11月1日至15日,人民币、美元与哈萨克斯坦新发行的坎戈的比价很不稳定,15日以后即形成较为稳定的坎戈比价。11月16日的人民币与坎戈的比价保持不变为1:1.00;美元与坎戈的市场价和牌价也保持不变,分别为1:7.00和1:4.68。以后逐月人民币和美元与坎戈的比价在坎戈区节节上升。

(三) 蒙古图格里克区

蒙古图格里克区只有二连浩特。人民币与图格里克及美元与图格里克的比价均呈上升趋势。人民币与图格里克的比价由1993年7月的1:39.25升至同年12月的1:49.40;同期美元与图格里克的比价由1:388.

25 升至 1 397. 00。

(四) 韩国圆区

韩国圆区只有延吉。人民币在韩国圆区有升有降。由 1993 年 11 月的 1 94.32 上升至 12 月的 1 95.16 后, 又降至 1994 年 3 月的 1 92.22 的最低水平后, 逐月回升, 6 月为 1 93. 36, 7 月又降为 1 93. 00。

(五) 尼泊尔卢比区

尼泊尔卢比区主要有拉萨和樟木。人民币与卢比的比价稳中有降, 由 1993 年的 1 6.55 降至 1994 年 1 月的 1 6.54, 4 月的 1 6.18, 6 月至 8 月一直为 1 6.50; 同期美元则保持绝对稳定, 一直为 1 54. 00。

(六) 缅甸元区

缅甸元区只有瑞丽。国家级边境口岸瑞丽市的货币兑换市场主要集中在街头, 货币兑换点均按市场价成交, 少则一次兑换几千缅元, 多则一次可兑换上百万缅元。1993 年 10 月至 12 月人民币与缅甸元的比价呈下降趋势。11 月的平均价为 1 15.92, 12 月为 1 14.08。缅币汇率回升的主要原因是由于我国国内物价上涨, 出口商品成本进一步增加, 造成出口困难, 人民币兑缅币汇率呈下跌态势。但从整体上看, 人民币在中缅边境地区仍呈坚挺之势。

(七) 越南盾区

越南盾区主要有凭祥、河口、东兴。人民币与越南盾的比价 1993 年下半年稳中有升, 到 1994 年年初有所回落, 随后又转为升值。1993 年下半年以凭祥为例, 我国实行整顿金融秩序和加强宏观调控政策见效, 人民币与越南盾的比价稳中有升, 由 7 月的平均价 1 1220 逐月上升至 12 月达 1 1305, 其中 11 月最高为 1 1321。人民币与越南盾比价的变化主要受我方对越贸易顺差变化的影响, 如 11 月份我方出口商品品种比 1992 年同期的数量多, 特别是布匹、成衣和北方产的苹果销售猛增, 边贸顺差扩大, 人民币与越南盾的比价由 10 月的 1 1283 升至 11 月的 1 1321。又如 12 月我方顺差缩小, 导致年末越南盾升值。1994 年以河口及凭祥两地为例, 人民币与越南盾比价年初回落的原因是: 一方面, 越南国家外汇交易中心的外汇供应量已超过市场的需求, 而近期越南各大公司纷纷出售美元, 以兑换成越南盾, 用以偿还国家贷款和所欠税款等。另一方面, 春节期间货物停止成交; 我国实行新税制, 使边贸的优惠税收政策失去优势以及工资改革从主观和客观上使商品价格上涨, 边贸进出口减少, 对人民币的需求也随之减少, 人民币价值下滑。凭祥 2 月为 1 1258, 3 月略有回升为 1 1266, 河口从 1 月的 1 1279 跌至 3 月的 1 1255。进入 4 月份以来, 人民币与越南盾的比价又开始回升, 河口从 4 月的 1 1267 升至 8 月的 1 1283。其原因是: 1994 年 3 月 20 日中国河口农业银行和越南老街农业银行根据两国边贸发展的实际和汇率尚未确定的现状, 商定了由越方农行到中方农行开立人民币支票结算户的协议, 基本上解决了双边客商贸易的结算, 比价由双方客商根据市场供求自行商定, 减少了使用人民币现金结算的种种弊端, 打击了贸易中“板凳银行”的投机。另外, 双方农业银行共同投资(各投资 20 万人民币)办起了越币兑换所。越方对我方白沙糖、国产农用汽车等需求较大, 我方贸易顺差等因素使人民币汇率升值。

美元与越盾的比价从 1993 年 7 月至 1994 年 8 月则先呈下跌趋势, 但跌中有升, 1994 年初呈上升势头, 6 月回落很大, 7 月至 8 月则较为平稳。其

原因是 1993 年下半年以来,越南政府对吸收和利用外资采取了更为优惠的政策,很多外商纷纷涌入河内等地市大量投资,开发房地产,兴办各种类型的企业,外币,特别是美元的大量流入,造成市场美元流通量增多,致使美元下跌。由 1994 年 7 月的 1 22250 跌至 8 月的 1 19578。最低时跌至 1:10200。但跌中有升,原因是越南国内企业为了生存,与外企竞争,而向西方国家进口先进设备和引进先进技术,造成市场上美元需求量增加,促使美元由跌转升。12 月美元升为 1 10813, 1994 年 3 月为 1 10890,其中最高时达到 1 11000。其后较为平稳,但 6 月跌至 1 10803。

在中越边境地区,中方边贸点外汇黑市活动猖獗,汇率由越方操纵。目前越方在边境贸易中一直是逆差,且缺乏足够的人民币支付,而我方企业在边贸中又不收越币。越南有较充裕的硬通货,因为:(1)越南政府于 1990 年开始逐步允许国民自由兑换硬通货,胡志明市和河内均设有外汇交易中心,交易额相当大。(2)越侨回乡探亲资助亲友,使大量外汇进入越南,至 1991 年止,资助亲友外汇累计达 3 亿美元。(3)外商投资增加,随之带进的硬通货流入越南市场。(4)政府为了稳定通货,从 1991 年开始抛售美元。因此越南内地以及沿海地区的硬通货有许多流向边贸点,换成人民币以弥补贸易逆差。由于我方边贸点上没有设立对外金融机构,开展外币兑换业务,而大量的外汇业务是在边贸点发生,市内的外汇业务网点外币兑换只能办理本国边民的,所以越南边民、商人手持的外币只能通过外币黑市进行兑换。由越南人操纵的黑市货币兑换点便随之产生,且大多是越南一些对华公司的代理人,据有关资料表明,仅广西浦寨、弄尧、平而、溢口四个边贸点,越方每天平均有 10—20 万美元要求兑换成人民币。在弄尧边贸点,每天的兑换额达 30 万元人民币,有时多达上百万元。汇率变动主要是两国边贸进口额大小的影响,当我方出口大于进口时,越盾便升值;反之越盾则贬值。由于货币兑换点由越南人把持,汇率变动由越南人操纵,因而越方往往高估越盾的价值,利用越盾升值来抵消一部分贸易逆差。针对这些情况,我方应尽快在边贸点设立金融服务网点,为边境贸易发展服务。(1)开展外汇业务,收兑硬通货。(2)在现有代理行关系的基础上,进一步发展与越南金融机构的业务关系,并开展越币兑换业务。银行应根据单位、企业提出的计划及申请进行收兑,量出为入;收兑牌价由广西壮族自治区外汇管理局制定和管理,只能在当地使用,收兑银行可按人民币兑换一定比例收取手续费,或尽快与越方签订《边贸货币兑换协定》,使货币兑换简化,打击外汇黑市。由于目前越方一直是逆差,因此,制定收兑比率,对我方是有利的。

(八) 美元和港币区

美元和港币区主要有上海、广州、深圳。该区人民币基本上呈上升趋势。其主要原因是:1993 年上半年,我国中央银行治理整顿金融秩序、执行紧缩信贷和货币政策,加强结留成外汇和企业用汇的管理,对外汇调剂价格实行宏观调控措施见成效。上海调剂中心外汇交易结构中,卖出的多为贸易留成外汇,外资企业的外汇卖出和买入基本持平,有时买入多于卖出。进入 9 月份炒汇热进一步降温,黑市外汇价也低于调剂价,调剂市场成交量较大,美元与人民币调剂价格趋于 1 8. 70。成交量显著增加的主要原因是:人民币资金仍较紧张,一些人民币资金紧张的企业纷纷将持有的外汇抛出,致使外汇流通量迅速增加;同时,由于国家对外汇调剂价格采取宏观调控措施,大量吸收外汇,但并没有使外汇调剂价格下浮,基本保持在 1 8. 70 的价

位。到 1993 年底，上海外汇调剂中心外汇交易额累计 19.46 亿美元。特别是 12 月 17 个交易日共成交 9.62 亿美元，日均 5659 万美元，是上海外汇调剂中心交易最活跃的一个月。外汇交易增长的旺盛势头及稳定的调剂价格，为 1994 年我国汇率并轨，实行有管理的单一的浮动汇率制及在上海开设外汇交易中心创造了条件。受以上因素的影响，广州调剂中心的港币与人民币的调剂价格也呈下降趋势。1994 年 7 月广州的港币调剂价格月平均为 1:1.20。深圳沙头角集市港币与人民币的比价受人民币与港币调剂价格下调的影响也有所回落，9 月的月平均价为 1:1.12，1994 年 1 月至 8 月，人民币在美元和港币区稳中有升，继续呈坚挺之势。人民币与美元的市场价前 4 个月基本维持在 8.70 元的价位，以后几个月逐月小幅上升，到 8 月升至 8.5881 元人民币兑 1 美元。港币汇率也呈下降趋势。人民币升值的原因是：随着我国外汇体制改革的深入发展，中国人民银行发出关于进一步改革外汇管理体制的公告，宣布从 1994 年 1 月 1 日起实行人民币汇率并轨，实行以市场供求为基础的有管理的单一浮动汇率制度。前 4 个月由于处于过渡阶段，外汇交易中心尚处于试运行阶段，网络还在沟通和调试中，整个汇率体制尚未完全照公告内容实施，但从交易情况来看，人民币市场汇价相当稳定。进入 5 月以来，中国外汇交易中心的美元汇价稳中见跌，整个市场交投活跃，5 月共成交 70 亿美元，是 4 月的一倍强。7 月的成交量为 37.4 亿美元和 14.6 亿港币。7 月开始美元跌幅增大，7 月比 6 月下跌 0.24%，8 月比 7 月下跌 0.55%，9 月进一步下跌。

（九）新加坡元区

新加坡元区只有新加坡。1994 年 1 月至 8 月，人民币与新加坡元及美元与新加坡元的比价均呈下降趋势。人民币与新加坡元的比价从 1 月的 1:0.1908 跌至 8 月的 1:

0.1785；同期美元与新加坡元的比价由 1:1.6099 跌至 1:1.5101。人民币汇率在新加坡具有以下特点：（1）新加坡与中国的贸易投资往来，大多以美元结算，而且新加坡金融管理局不鼓励新元国际化，规定凡每笔涉及 500 万及以上的新元外汇交易或其他可能导致新元流向境外的交易都须事先请准，因此，新加坡对人民币的市场需求不大，这可从上半年人民币与新元的汇率始终和美元与新元的汇率保持同步变化，即都呈下降的趋势中看出。（2）新元的汇率是与以美元为主的一篮子货币挂钩的，在需求因素不起重大作用的情况下，人民币兑新元的汇率便间接地（也主要地）受到美元兑新元的汇率的影响。美国贸易赤字、调高利率、通货膨胀率高等因素造成美元汇率全面下跌，使人民币兑新元的汇率受到下挫的压力；新加坡经济表现优异，外汇储备 1993 年底高达 788 亿美元，支持新元的市值进一步转强，在同人民币与美元汇兑时保持强势。1994 年上半年人民币兑换新元的降幅比美元兑新元的降幅大，反映了人民币兑美元和美元兑新元的汇率都告退低所产生的双重作用。（3）1994 年上半年中国对外贸易总额达 976 亿美元，增长 25.4%；贸易逆差 8.2 亿美元，缩小 76.5%。人民币汇率并轨，推动中国对外出口逐月取得强劲增长，为改善中国的国际收支状况、增加储备创造了条件；1994 年上半年以来中国对信贷与固定资产投资的调控取得了成效，金融体系和资金回笼情况良好，货币流通量得到控制，外商投资到位情况良好，为保证人民币币值稳走提供了必要的物质条件。另一方面，尽管美国联邦储备局采取紧缩银根措施，1994 年以来五次调高联邦基金利率，

两次调高贴现率，但在其经常帐项与贸易赤字依然庞大，对日贸易谈判未取得如意成果的情况下，美元继续受到投机活动的冲击而呈现弱势。在美元呈现弱势之际，人民币对美元汇率呈现升势，从而对人民币兑新元的汇率起支持作用。1994年7月份，人民币兑新元的平均汇率为1 0.1775，比上月上升0.2%，这是人民币汇率并轨以来兑新元首次止跌回升。另外，美元兑新元的平均汇率为1 1.5200新元，比上月下降1.0%。人民币兑新元与美元兑新元汇率走向自1994年以来首次出现不一致。8月份，人民币兑新元的平均汇率为1 0.1785，比上月上升0.56%；美元与新元的平均汇率为1 1.5101，比上月下降0.65%。

从1994年6月起，中国重新成为新加坡十大旅客来源之一。随着中国旅客的增加，新加坡市场兑换（主要是求售）人民币现钞的需求有所增加。8月份现钞买价不变对于新加坡市场上人民币的影响不大，人民币现钞的汇价相对平稳。

5. 结论

人民币汇率在1994年稳中趋升，最大的收获之一，就是使人民币在周边地区出境，成为边境贸易的重要支付和结算手段，这不仅增强了中国对于周边国家的影响，也给人民币自由兑换积累了经验，它说明，实行人民币自由兑换，最关键的并不是法律上规定与否，而是人民币市值和汇率能否稳定。本章介绍的大量关于周边汇率的知识、可以丰富我们关于汇率的讨论，并有一定实用价值。

十 国际金融市场

1. 特殊的市场：融通天下众通货

国际金融市场 (International Financial Market) 也称国际资金市场，是国际金融机构进行国际金融活动的场所，是由经营国际间货币业务的一切金融机构所组成的。由于其经营买卖的商品是国际货币和资金，使它成为超乎日常市场概念的特殊市场，主要表现在以下几方面：

1. 市场交易广泛，遍布全球。

在国际金融市场上基本上包括以下三种类型的交易，即国外借款人与国内贷款人、国内借款人与国外贷款人、国外借款人与国外贷款人之间的交易。在国际金融市场上，资金供求双方和中介机构把资金运用到国外，或者引导资金流向国内，进而形成资金的国际流动。

2. 国际金融市场是一个抽象的概念。

国际金融市场不同于一般的市场，乃至国内金融市场，它绝大多数是跨越地区、国界的抽象空间，是没有固定场所的抽象市场。因为科学技术的突飞猛进，使许多国际金融业务和交易不需要有特定的交易场所，它把整个世界已经联结成一个庞大无比的抽象市场。

3. 国际金融市场交易的对象是货币。

国际金融市场与一般的市场相区别的重要一点就是国际金融市场的交易对象是价值单一的特殊商品——货币。在国际金融市场上进行货币资金的交易，主要表现为多种多样的金融工具，即金融商品的买卖。金融商品具有期限性、风险性、流动性、收益性等特性。

4. 国际金融的当事人是非居住者。

国际金融的当事人包括资金的供给者和需求者以及介于二者之间的金融中介，金融中介既是资金的供给者也是资金的需求者，但不是最终的供给者和需求者，国际金融市场的当事者必须是非居住者，或者至少一方是非居住者。

5. 交易价格是通过竞争实现的。

货币资金作为国际金融市场上交易的特殊商品，它也是有价格的，它的价格变化表现为金融工具行市。金融工具的价格不像一般商品价格一样，是其价值的体现，而是金融工具利润的分割。在其价格决定上，它与一般商品有相似之处，即由供求等各种因素决定。

6. 国际金融市场的金融制度严密复杂。

国际金融市场的金融制度大多是约定俗成的，为国际金融市场的广大当事人所认可。国际金融制度体系是一个非常细致严紧，因而也是一个十分繁琐的体系，不易掌握和熟练运用。

2. 应运而生：天时、地利、人和

国际金融市场的形成是世界各国经济交往增加和世界经济形成和发展的产物，一经形成便获得迅速的发展、更新，成为影响以至左右国际经济发展的巨大力量。就某一具体的国际金融市场而言，其形成有着许多必备的条件。

1. 稳定的政治经济环境。

稳定的政治经济环境是建立国际金融市场的最基本的条件。政治的稳定，经济的发展才能确保所流入的外国资本的利益和安全，提高对外国银行和投资者的吸引力，从而形成国际间多边资金借贷关系的市场。

2. 完整的市场结构和宽松的金融环境。

完备的金融制度、种类齐全的金融机构、发达的国内金融市场以及一支熟悉国际金融业务知识和银行业务的金融专业人才队伍是形成国际金融市场的必备条件。同时，还必须具备自由的外汇制度，宽松的外汇管制，灵活的外汇调拨机制，以及低税率、低利率、银行金融业务法令约束少，非居民参与金融活动享受国民待遇等。

3. 信用制度发达、通讯设施完备。

国际金融市场建立的地方必须是银行金融机构比较集中，信用制度比较发达，且管理制度较完善的地方。不仅如此，还要有完善的现代化通讯设施，以及便利的交通地理位置，以适应国际金融业务的发展需要。

国际金融市场的形成有两种模式：一种是随着生产国际化、资本国际化和国际贸易的不断深化和发展，国际金融联系的加强和扩大，那些地理位置、金融服务和国际金融联系等有利的地区便在历史上遵循地方—全国—世界三段顺序发展而成。伦敦、纽约等国际金融市场就是这样发展而来的，另一种是依靠优越的地理环境、发达的通讯设施、健全的金融机构、优质的金融服务和政府实行优惠的经济金融政策，在较短的时间里形成和发展起来的。新加坡等新兴的国际金融市场的形成和发展就是如此。

3. 世界经济的“配电站”

把国际金融市场比喻为世界经济的“配电站”是非常恰当的，它的“配电”作用体现为四大基本功能：国际间资金优化、资金聚散、资金转换和资金调节。国际金融市场的形成和发展，得益于世界经济国际化和国际贸易的发展，尤其是跨国公司的全球经营。国际金融市场依靠其四大基本功能促进了世界经济和国际贸易的发展。

从实际的世界经济运行来看，国际金融市场——促进了生产国际化和经济国际化的进一步发展战后，从事跨国经营的跨国公司取得了飞速发展。国际金融市场是跨国公司取得外部资金的主要来源，是跨国公司进行资金调拨的方便场所，也是跨国公司存放闲置资金的有利可图的市场。所以，国际金融市场的存在和发展，为跨国公司在国际间的资本调拨和借贷提供了方便条件，推动了世界经济国际化和生产国际化的发展。

——促进国际贸易的发展，并为各国调剂资金余缺提供一个较理想的场所由于各国发展的不平衡，一些资金有闲置的国家可以在国际金融市场上找到理想的投资场所；而一些资金短缺的国家则可以从国际金融市场上融进经济发展所需的资金。

——调节各国的国际收支，促进国际贸易的发展一些外汇短缺、国际收支赤字国家和政府可以利用国际金融市场的贷款来弥补赤字。如在两次石油危机期间，许多发达国家和非产油的发展中国家都纷纷在国际金融市场上筹措资金用于本国出现的巨额国际收支赤字，缓解国际收支严重失衡。而国际金融市场的发展，可及时发挥国际结算和国际信贷中心的作用，办理国际贸易结算和货币收支，还可以为国际贸易的发展满足各类资金融通；贸易双方通过在国际金融市场上的外汇买卖，可以避免汇率变动带来的风险等，所有这一切，都将极大地推动世界各国经济的发展和国际贸易的发展。

——促进银行信用的国际发展世界各国经营外汇业务的银行和其他金融机构通过在国际金融市场上的业务活动有机地结合在一起，使世界各国国内银行信用的发展成为国际间的银行信用，推动了银行信用的国际化发展。

世间事物都有两面，国际金融市场的发展也会产生一定的副作用，这主要表现在国际资本在国际金融市场上的频繁流动，导致了外汇市场的不稳定，影响了一些国家国内货币政策的执行；国际金融市场上的货币投机，加剧了世界各国的经济金融动荡和危机；国际资本的流入导致资本流入国的货币供应量增加，引发各国的通货膨胀，助长各国通货膨胀的发展。

4. 国际金融市场的结构

按照国际金融商品性质的不同，可以把国际金融市场分成四类：（1）货币市场，即短期资金市场，这一市场的借贷期限一般在一年以下。（2）资本市场，即长期资金市场，这一市场根据不同的划分标准，可以区分为不同的市场，就借贷期限而论，有一般借贷期限在3—5年，最长不超过10年的中期市场，也有一般借贷期限在10年以上的长期市场；就借贷方式而言，又可分为信贷市场和证券市场两种。（3）外汇市场，即国际上进行外汇买卖的场所或外汇交易网络。（4）黄金市场，是国际间进行黄金买卖的场所。

5. 融通货币而不见货币的货币市场

顾名思义，货币市场（Money Market）应该是买卖货币的市场，但实际运行中的货币市场交易却并不见货币的踪影。货币市场也称短期资金市场，是专营借贷期限为一年以内的资金交易的市场。根据借贷方式的不同，可将货币市场分为三类，即短期信贷市场、短期债券市场和贴现市场。货币市场的中介机构包括商业银行、票据承兑公司、贴现公司和证券交易所等。

5.1 货币市场主要金融工具

即期	存款/贷款	证券
	通知存款	货币市场票据
	日拆借款资金	（短期国库券、商业票据）
	定期贷款	
	定期存款	
	信托存款	
远期	远期利率协议	
	利率期货	
	利率互换	
期权	利率期货期权	
	利率互换期权	
	封顶期权、保底期权、套期期权	

5.2 利息计算

计算一笔货币交易的利息，必须先确定两个问题：一是利率。二是时间的计算方法。

利率一般根据所签定的合同规定或者是根据市场的参考利率而定。世界主要的金融中心一般都在每天每个特定的时间确定银行同业间的拆借利率，然后所有的拆借都以这个利率作为参考。在伦敦，这种利率就称为伦敦同业银行拆借利率（LIBOR）：每天上午11时，伦敦同业市场中各“参考银行”宣布各自愿意拆借给一流银行1—12个月资金的利率。

计算利息所使用的时间因货币和金额的不同有不同的确定方法，主要区别在于交易时间天数的计算以及日历年天数的确定，这两个因素共同决定一个时间系数即：

$$\text{时间系数} = \frac{\text{交易期限中的天数}}{\text{一年总天数}}$$

计算交易天数有两种方法：（1）计算实际的天数；（2）将每个月作为 30 天计算，然后再加上剩余的天数。从支付那天起开始计息，偿还那天则不包括在内。

日历年天数的确定有两种方法：（1）360 天；（2）365 天（闰年为 365 天）。

以上两项变量不同计算方法的组合会产生不同的计算时间系数的方法，国际通行的算法是：

$$\text{时间系数} = \frac{\text{实际天数}}{360}$$

如借瑞士法郎 1000 万，年利率为 8%，借一年的利息为 $\frac{10000000 \times 0.08 \times 365}{360} = 811111$ （瑞士法郎）

5.3 短期信贷市场

银行对工商企业的短期信贷主要是解决临时性、季节性的短期流动资金的需要。对这种放款要注意款项的用途、借款者的财务状况和按时归还的可能性。

——同业拆借市场

在日常生活中，同事之间、朋友之间，经常会有借钱应急、周转的事。这实际上可以看作是生活中的资金拆借。资金拆借在银行之间每天都在大量发生。银行间同业拆借市场是指金融机构之间，由于资金头寸短缺，彼此之间进行调剂的场所。银行间同业拆借市场的参加者仅限于金融机构之间。一类是需求资金或供给资金的金融机构，一类是专门的中介机构——短期基金公司。

银行间同业拆借市场的资金拆放期限最短期为日拆，最长期不超过一年，一般为一周、一个月、三个月和六个月。银行间同业拆借利率是以伦敦同业拆放利率（LIBOR）为基础利率，并随市场的供求状况以及借款者的信誉、借款期限而酌情增加，波动的幅度在 0.25—1.25% 之间。此外，还有伦敦银行同业存款利率（LIBBR 或 LIBID），它与 LIBOR 一般相差 0.25—0.5%。除 LIBOR 外，其他一些国际金融中心也公布各自的银行同业拆放利率。在不同的市场对拆借额有不同的规定，伦敦每笔拆借额以 25 万英镑为最低限，最高达几百万英镑，同业拆借市场的拆借程序比较简单，存款和贷款由货币经纪人每天通过电话进行，且贷款不需担保。

——票据买卖市场

票据买卖市场是短期资金市场融资的主要手段之一，它在美、日的短期金融市场上占有较大的比重。票据买卖市场的参加者与同业拆借市场的参加者大致相同，包括需求和供应资金的金融机构、短期资金公司和中央银行。在这里，中央银行直接参加票据市场的票据买卖。

在票据买卖市场上，作为买卖对象的票据主要有两类：优良的商业票据。工业票据、贸易票据等原始票据；以原始票据为抵押而开具的、金融单位自己承兑、以短期资金公司为收款人的汇兑票据。

根据票据到期日的长短，短期票据市场上票据的买卖一般可分为一个月、两个月、三个月、四个月、五个月和半年期几个品种。票据买卖市场的

利率随着金融自由化的发展，各国普遍都实行自由利率，它随着市场需求的变化而频繁变动。同时，由于票据本身具有担保作用，所以，票据买卖交易不需在银行担保。

5.4 短期证券市场短期证券市场是指经营期限不到一年的各类可转让有价证券的买卖市场。短期信用工具是短期证券市场的基础，它们必须具备安全性、流动性，并符合有关金融法令的规定。短期信用工具主要包括国库券、可转让银行定期存单、银行承兑汇票和商业承兑汇票等。

可转让定期存款单市场

可转让定期存款单 (Certificate of Deposit, CD) 市场又简称 CD 市场，是以经营可转让定期存款单为主的市场。CD 是商业银行和金融公司吸收大额定期存款的一种手段，其特点是面额大、期限固定并且可以自由流通转让。CD 的流通一般要金融中介机构办理，金融中介机构有短期投资公司、商业银行、证券公司等。

可转让定期存款单市场的交易方法一般有两种：无条件买卖，指已经发行的 CD 在到期日之前都可以通过中介人或机构自由买卖；有条件买卖，指在买进或卖出 CD 时附上一定期限后的卖出或买进条件。在国际金融市场上，有条件买卖交易方式比较流行。

CD 的期限一般在 1—12 个月之间，最常见的是 3—6 个月。利率由发行银行的资信情况决定，利息一般以实际天数/360 计算。CD 在二级市场有较高的流通性。

——政府短期证券市场

政府短期证券是指中央政府发行的国库券、政府代理机构发行的短期证券等，其中主要是国库券 (Treasury Bill, TB)；而政府短期证券市场是指政府短期证券发行和流通的场所。

在货币市场上，国库券的利率随着市场利率的变化而变化，但它又和一般债券的计息方式不同，它按竞争出售的方式拍卖，不标明利息率，不付息票，且拍卖的价格低于面值；而当债券到期时则按面值收回债券，其利息就是面值与买卖成交价格之差。发行的方式是，在授权的一级市场，交易商以自己的名义或代客户进行投标，按报价高低和时间先后中标，中标者以投标价格支付，发行完后，国库券便可在二级市场进行交易，成交价格和期限都完全由市场行情而定。国库券市场价格计算方法为：

$$\text{市场价格} = \frac{1}{1 + \left(\text{收益率} \times \frac{\text{到期天数}}{360} \right)}$$

——贴现市场

贴现 (Discount)，就是把没有到期的信用票据提前卖给贴现公司换取现金，贴现公司则按照贴现利率扣除从贴现日到票据到期日的利息。它是短期资金融通的一种重要方式。而贴现市场则是以票据贴现为主的短期资金市场。它没有固定的交易场所，其主要经营者是贴现公司，贴现交易的信用工具除政府债券、短期债券外，主要是银行承兑汇票和商业汇票等，贴现率一般低于商业银行贷款利率。

贴现市场的交易一般分为贴现和再贴现两种，也就是票据在商业银行或贴现公司的一般贴现和将贴现过的票据向中央银行的再贴现。中央银行可以通过再贴现来调节信用和控制市场货币资金。贴现市场还是银行问票据买卖

市场的基础，商业银行卖出票据，或金融公司发出票据，都要以贴进的商业票据为基础。

6. 融通长期资金的资本市场

资本，大概可以望文生义地认作是可以长期用做经营本钱的资金。所以，资本市场又称长期资金市场，是指一年以上的中长期资金借贷市场。资本市场的主要职能是组织吸收国际国内的各种资金，用于生产建设，满足国民经济发展的需要。中长期资金的供应者是各种金融机构，如商业银行、储蓄银行、人寿保险公司、投资公司、信托公司等。中长期资金的需求者主要是国际金融机构、各国政府机构、工商企业、房地产经营商，以及耐用消费品零售商、买进分期付款合同的销售金融机构等。国际资本市场又可分为间接融资市场和直接融资市场。

6.1 间接融资市场

资金使用者不直接从投资者手中取得资金称间接融资，它是以银行为中心的金融机构为中介进行的融资活动。按照其中介机构的性质，中长期资金的间接融资可以分为银行信贷市场、保险融通市场、互助基金市场等。

保险融通市场是由于保险公司办理各种保险业务，从而吸收大量的保险基金，除一部分用来补偿保险损失外，其余部分用来进行长期投资使其资金增值，由此就形成了保险金的融通市场。

互助基金市场是由于股票、债券等购买单位的限制，众多的小投资者无法问津，从而产生了互助基金市场。这样，小投资者可以将其零星的资金先参加进互助基金中去，由此汇聚成巨额的资金，再投资于各种直接证券，从中获取较高的利息及红利收入。

银行中长期信贷市场是资本市场的主体，是指借款人向当地银行或外国银行筹措中长期资金的市场，在这一市场上筹措的资金的使用一般不受地域或用途的限制。其特点是金额大、期限长、利率浮动、有签定的贷款协议和政府提供的担保。银行中长期贷款的利率一般以伦敦同业拆放利率为基础，加上一定幅度的利差。在国际金融市场上，银行中长期贷款的方式有两种，一种是双边贷款；一种是多边贷款，其中主要是银团贷款。

——双边贷款又称单独贷款，是由一家银行根据与借款人签定的协议而发放的贷款。这种贷款的数额小、期限短，且费用低，不过其提供的贷款规模受限于单个银行的贷款限度。

——银团贷款：金融交易中的大规模兵团作战。

正是由于双边贷款的局限性，所以，在国际金融市场上导致了多边贷款的发展。对那些需要金额较大、期限较长的贷款主要采用的就是多边贷款的方式，其中主要的是银团贷款，也就是辛迪加贷款。

银团贷款真正有如大规模兵团作战，投入“兵力”之多，“作战”规模之大，都超乎我们的日常思维。这种贷款由多家银行等金融机构（有的甚至十几家）组成银团联合提供贷款，它既可以减少各家银行等金融机构所承担的风险，又可避免同业之间的竞争。

银团贷款的具体方式有两种：直接银团贷款。是由参加银团的各家贷款银行直接向借款人提供贷款，贷款工作由各贷款银行在贷款协议中指定的代理银行统一管理。间接银团贷款。是由牵头银行向借款人提供贷款，然后由该银行将参加贷款权分别转售给其他银行，后者成为参加贷款银行，它们按各自所承担的参加贷款额向借款人提供贷款。总的贷款工作由牵头银行

负责管理。

银团贷款的基本条件主要包括以下几项：

贷款金额和币种：银团贷款是数量较大的贷款，少则数千万美元，多则数亿美元。贷款的币种以欧洲美元居多，但也有日元、马克、英镑等贷款。

贷款的期限：贷款的期限包括提款期、宽限期和偿还期。提款期是贷款协议签定后，根据协议支用款项的时间。宽限期是不需要偿还本金，但需要按照协议中的约定支付利息的期限。偿还期是继宽期限后偿还本金的期限。

利率：银团贷款的利率一般是在欧洲同业短期资金拆放利率（London Inter - Bank Offer - Rate，即 LIBOR 利率）的基础上加上一个加息率而确定的。这个加息率的大小一般是视借款人的资信、贷款期限的长短和市场资金供求情况而定，一般在 0.25—1.25% 之间。

费用：银团贷款的费用一般包括这么几项：a. 管理费，借款者付给牵头银行的费用，一般是借款额的 0.5—1%，借款期初一次性付清。b. 代理费，借款者在贷款期限内每年付给代理行的费用。c. 杂费，是协议签定之前所发生的包括办公费、律师费、差旅费等在内的各种费用。d. 承担费，由于贷款人按贷款协议准备了资金，而借款人却没有根据协议按期使用贷款，这时，需要向贷款人支付具有补偿性质的费用。

担保和抵押：如果借款人的资信与其借款的数额不相称，则需有政府、中央银行、大的商业银行以及其他可以提供担保的机构提供担保。如果工程项目有自己偿还贷款的能力，则可以用该项目的财产和收入作抵押。

偿还贷款的方式：偿还贷款的方式一般有两种，一是分期付款，最后一次还本金，这种方式比较适用于金额不大，还款期限较短的贷款。另一种是本息分期摊还，这比较适用于贷款金额大，还款期限长的贷款。

另外，在所签定的银团贷款协议中，一般还包括费用增加补偿条款、货币选择条款、提前偿还条款、交叉违约条款、适用法律条款等方面的内容。

银团贷款的程序：

第一步，借款人选择牵头银行，通过谈判、协商，借款人向牵头银行出具委托书，牵头银行组建管理集团：

第二步，牵头银行按以下步骤完成贷款安排：（1）准备贷款期限、条件的文件，包括各种参与水平的费用，以及借款人的主要情况；（2）向可能参与银行发送材料，说明可能得到的利益；（3）草拟信贷推销备忘录，更详细介绍借款人的金融情况和交易金额、期限条件；（4）谈判并签定贷款协议；

第三步，由经理银行（通常由牵头银行担任）负责贷款协议的执行。其职责包括：（1）检查协议文件的签字，贷款的提取或展期的条件；（2）从银团筹集付给借款人的资金，发出取款通知，确定利率，计算和收集服务费，并按贷款参与比例分配给各参与银行，代理偿还本金；（3）检查担保条款；（4）监督贷款协议的其他项目，发送年度和半年度报告和其他材料。

80 年代，随着世界经济、国际金融形势的发展和变化，在国际金融市场上又出现了不少新的信贷方式。主要有自动延期包销信贷、机动偿还贷款、多种选择贷款等。

——自动延期包销信贷

创始于 1981 年，这是介于传统辛迪加贷款和国际债券之间的一种新方

式。其具体作法是：辛迪加银团与借款人签署协议，提供中长期贷款，借款人则发行总额相等的短期欧洲票据或货币存单，由辛迪加银团包销。这种筹资方式对借款人来说，一般费用低于传统的筹资方式，而提供贷款的一方则可在短期资金的基础上提供较长期的贷款。

——机动偿还贷款

这种贷款是按绝对条件偿还贷款，或者把本息与借款人的出口收入联系起来。当利率上升或出口下降时，债务分期偿还额占总还本付息的比例下降，贷款期相应延长。

——多种选择贷款

这是一种灵活的辛迪加贷款，包括多种集资选择，如商业票据发行、银行承兑、承诺贷款和短期现金预支等，这些根据借款人的意愿使用。

6.2 直接融资市场

直接融资市场也就是证券市场。这是经营股票、公司债券和国家公债等有价证券的场所。证券市场按证券交易的种类可以分为股票市场和债券市场。

证券市场是由股票、债券等有价证券的发行市场和买卖已经发行的各类有价证券的流通市场所组成。

发行市场，也称初级市场和一级市场，主要由投资银行、信托公司、经纪人和证券商所组成，专门经营证券的发行和分销业务。初级市场上的证券发行是先由包销集团认购后再向社会各界分销。债券的发行分公募和私募，公募发行的债券被认购后可以上市自由买卖，而私募发行的债券则不能。

流通市场，也称二级市场，是专门从事证券买卖的交易场所，由证券交易所、经纪人、证券商和证券管理机构组成。证券交易可分为交易所交易和店头交易。交易所交易是指在交易所内按照一定的时间、规则买卖特定种类的上市证券。店头交易是在交易所外的无组织的，由买卖双方议价进行的交易。

——国际股票市场股票市场是以股票的形式将闲置货币资本转化为生产资本的场所。由于任何国家的经济实体和个人都可以参与股票市场的交易，并且，国际性的大公司的股票也经常成为交易的对象，因此，它是国际化的市场。工商企业初创时发行股票是为了筹集股本，成立后增发股票是为了进一步扩大股本额，进一步拓展业务。

公司股票的发行一般委托专门的发行公司、商业银行或承兑公司办理，大宗的股票的发行则由数家投资银行和机构组成承销集团办理，集团包销股票发行时，必须按照本国公司法的规定，在股票上载明资本额、股份数额和每股金额。股票为法律规定的正式证券，必须按照公司法规定的格式和内容制成，并经主管机构登记审查、签证、发行后生效。这种交易方式是股票的现货交易。

国际股票发程序：

第一步，股票发行公司在作好公开上市的准备工作后，选择股票主承销商；

第二步，主承销商组织承销团；

第三步，推销股票；

第四步，确定股票发行价格，并发行股票；

第五步，承销团负责后市应对。

随着股票市场的国际化和电脑化的发展，在国际股票市场上又出现了一些防范股票交易风险的新的交易方式，如股票的期货、期权交易，股票指数期货期权交易等。

股票期货交易，在股票的交易中，由于实际交割要在一个月甚至几个月以后才能进行，所以，在此期间，买方可在到期日前卖出一个与原交割期相同的远期合同；相反，卖方也可在到期前买进一个与原交割相同的远期合同。交易成交后，交割和清算要按合约中规定的价格在规定的远期进行。

股票期权交易，股票期权交易又称为股票选择权交易，即投资人与交易商签定协议，允许投资人在规定的期限内按协定价格买进或卖出一定数量的选择权。通常包括买进期权、卖出期权和双向期权三种。

股票指数期货期权交易，股票指数期货期权交易共有三种，即股票指数期货交易、股票指数期权交易和股票指数期货、期权交易。

股票指数期货交易是投资者直接以某种股票指数为期货买卖对象，根据该项指数的未来变化情况，按期货合约的规定进行交易。这是利用股票价格指数的变动来避免股票价格变动的风险的一种没有股票的股票交易。

股票指数期权交易是指进行股票指数期权交易的双方约定在一定的时期内按照双方协议的价格买进或卖出该指数一篮子股票选择权。

股票指数期货、期权交易是以股票指数为交易对象，将期货交易与期权交易结合起来的交易方式，它允许买方在一定的时间内按照双方协议的价格向卖方购进或出售特定的股票指数期货的选择权。

——国际债券市场 (International Bond Market)

发行债券是筹集中长期资金的传统方式，其特点是能在较短的时间内筹集到数额较大的资金、国际债券市场是通过在国际金融市场上发行债券筹集中长期资金的市场；国际债券是在国际金融市场上发行的以外国货币为面值的债券，可分为外国债券和欧洲债券。外国债券 (Foreign Bonds) 是指在本国以外的其他国家或地区发行的以发行所在国货币为面值的债券。其主要种类有日本的武士债券、美国的扬基债券和英国的熊狗债券。欧洲债券 (Euro Bonds) 是指在本国以外的其他国家或地区发行的以发行所在国以外国家的货币为面值的债券。与外国债券比较，欧洲债券的发行一般不受政府的管制，发行便利、迅速，并且采取不记名形式，缴纳的税种少，筹资成本低。根据发行方式，债券还可分为“公募”债券即公开发行的债券与“私募”债券即私下发行的债券。

国际债券市场上的交易工具：

传统债券，也可称为典型债券。面值固定，附有固定的利息率和付息还本日期，发行价格可以是平价，也可以是溢价或折价。

可转换债券 (Convertibles)。公司债券的一种，可以在指定的日期，以约定的价格转换成债券发行公司的普通股票，或其他可转让流通的金融工具，如浮动利率票据，或转换债券货币面值等。

选择债券 (Option Bonds)。这种债券的面值货币转换成其他货币，但是仍按照原货币的利率收取利息。有的选择债券有双重或多重选择，除了选择转换面值货币外，还可以选择同时兑成其他货币并转换成普通股票，此外，还可能选择转换成普通固定利率债券，或使债券到期后自动延期的权力。

浮动利率票据 (Floating Rate Notes)。在票据的有效期限内，利率随市场利率波动而波动，通常是三个月或半年，按 LIBOR 或其他基准利率进

行调整。

零息债券 (Zero Coupon Bonds)。这种债券没有票面利率，到期一次还本，发行时以折价方式出售。

国际债券的等级评定：

由于债券市场的国际化程度越来越高，债券发行者的资信或债券的风险程度对投资者来说越来越重要，所以有必要对上市债券的风险等级进行评估。然而，评估债券特别是公司债券的风险是很复杂的，于是一些投资银行机构试图将风险的评判简单化、标准化，从而在某些发达国家，如美国和日本出现了一些专门评定债券和股票信用等级金融服务公司。在国际资本市场上，应用最广泛、最有权威性的是美国的“斯坦普尔公司” (Stand and Poor ' S) 和“穆迪投资服务公司” (Moody ' s Investment Service Company) 表。

下面对照列出这两种表：

表 10—1

斯坦普尔等级	穆迪等级	说明
AAA	Aaa	最高信用，最低风险
AA	Aa	高信用级
A	A	中高信用级
BBB	Baa	中高信用级
BB	Ba	中低信用级
B	B	低信用，高风险级
CCC	Caa	可能出现违约拖欠
CC	Ca	违约可能性很大
C	C	没有偿还能力

7. 各国通货换亲易主的外汇市场

由于有了国际间人员、货物、劳务等的往来交往，就有了外汇交易的需求。中国人到美国去旅游，不能支付人民币，只能用美元；法国商人卖给俄国人葡萄酒要收法郎，而不要卢布。

外汇市场 (Foreign Exchange Markets) 是由外汇需求者和外汇供应者及经营外汇买卖的中间机构所组成的外汇买卖场所或交易网络，是国际金融市场的重要组成部分。外汇市场的参加者主要包括：外汇指定银行、外汇经纪人、外汇交易商、贴现商号、跨国公司、进出口商和其他外汇供求者及中央银行等政府外汇管理机构。

外汇市场根据传统习惯的差异，在交易方式上形成两种形态。一种是顶点交易，这种交易有固定的交易场所，参加外汇交易的有关各方按照规定的在交易所里进行交易，如巴黎、法兰克福、阿姆斯特丹等外汇市场的交易就属于这一类。另一种外汇市场没有固定的交易场所，外汇交易是由外汇银行所设的外汇交易部，通过电传、电报和电话等通讯手段进行的，成交速度非常快。目前，世界上绝大部分外汇买卖属于这种非定点交易。

7.1 外汇市场的作用

自由的外汇市场是国内与国外成本、价格联系的纽带，也是产业资本和借货资本循环的渠道。外汇市场的存在和发展，是建立在国际经济交往不断得到发展的基础上的，反过来，它又促进了世界经济及国际贸易的发展。

1. 发挥货币兑换功能，使货币支付和资本转移得以实现。

国际商品转移、资本流动等必然发生国际间的货币支付行为；为清偿由此发生的债券、债务，必须将所持货币兑换成对方可以接受的货币。外汇市场上的外汇买卖可以把一种货币换成另一种货币作为支付手段，以实现不同币种之间的有效转换。并且，外汇市场上大量现代化通讯设备的存在，还使得相距遥远的国际支付能在很短的时间内完成，为外汇买卖者提供了十分便利的条件。

2. 融通资金，调剂外汇资金的余缺。

一个国家或一个银行的外汇收支很少出现完全相等的情况，绝大多数情况下是不相等的。力求取外汇收支的平衡，就必须进行外汇资金的融通。外汇市场上完善而先进的通讯设备，先进的经营手段，是外汇资金理想的聚散中心，从而成为世界资金再分配的重要渠道。大量外汇资金的需求者和供应者集中在外汇市场上，这就为外汇的交易和调剂提供了非常便利的条件。

3. 规避汇率风险，促进国际贸易的发展。

国际外汇市场汇率因多种因素的影响而经常动荡不定，给国际支付带来风险，特别是在浮动汇率制度下，更是直接影响国际贸易和国际资本流动。而外汇市场的期权交易、期货交易等等交易活动提供了套期保值的机会，可以减小或消除汇率风险，从而促进国际贸易的发展。

4. 中央银行利用外汇市场稳定汇率，进行经济干预。

由于国际短期资金的大量流动会冲击外汇市场，造成流入或流出国的本国货币汇价的剧烈波动。中央银行通过在外汇市场上的买卖活动，使汇价朝着一定的方向波动，以利于其经济的稳定和发展。

7.2 国际外汇市场的业务种类

国际外汇市场上的外汇交易根据交割日期的不同可分为即期外汇交易、远期外汇交易、套汇、掉期外汇交易、期货期权外汇交易等。

——即期外汇交易 (Spot Exchange Transaction)

即期外汇交易即外汇的现买现卖，所以又称现汇交易，指买卖外汇的双方按当日外汇市场的即期外汇成交，并在成交后的第二个工作日进行交割的外汇交易。

现汇交易根据传递方式的不同，可以分为信汇、票汇和电汇。信汇量小；票汇又可分为即期票汇和远期票汇，是外汇市场的重要外汇交易形式之一；电汇是由交易双方首先通过电话达成交易，然后用电传予以确认，是主要的外汇交易手段。

根据资金流向的不同，即期外汇交易又可分为顺汇和逆汇两种：顺汇，指付款人主动将款项交给银行购买外汇，委托银行通过其国外分支机构或代理行支付一定金额给收款人。因其汇兑方向与资金流向相同，故称顺汇。逆汇，指收款人主动将国外债权以开出汇票的形式委托当地银行向付款人收取汇票所列款项。因其汇兑方向与资金流动方向相反，故称逆汇。

即期外汇交易是外汇市场上一种主要的交易活动，它可以满足客户临时性的外汇付款需要；也可以帮助客户及时调整手中外汇头寸的货币种类结构，避免外汇风险。另外，在国际外汇市场上，即期外汇买卖还被外汇投机商用来进行外汇投机，从中谋取利润。

——远期外汇交易 (Forward Exchange Transaction)

远期外汇交易是一种预约购买或卖出外汇的交易，即外汇买卖的双方根

据签定的外汇买卖合同，交易双方无需立即

支付外汇或本国货币，到约定的日期按约定的汇率进行交割的外汇交易。按远期外汇交易的到期日分为固定日交割和择期日交割两种。

固定日交割。

固定日交割的远期外汇交易，其交割日一经确定，必须按时进行，不得提前或拖后，双方均无权更改交割日期。作远期外汇交易所使用的汇率是远期汇率。远期汇率以即期汇率为基础，或者高于即期汇率（升水），或者低于即期汇率（贴水）。远期汇率的升、贴水还取决于远期外汇交易期限的长短。远期汇率是在即期汇率的基础上加或减升、贴水点而计算出来的。

择期日交割。择期日交割是不固定的远期外汇买卖，客户可以在将来一段时间内（通常是在一个半月）的任何一天按约定的汇率进行交割。如果外贸公司或其他机构签定合同后不能把未来收、付款的具体日期确定下来，而只能预定在将来的某一段时间收付款时，可要求作择期交易。

远期外汇交易之所以在外汇市场上占重要地位，是因为能给交易者带来实际的利益：避免或减少外汇风险，固定进出口商品成本，达到保值的目的。国际外汇市场汇率是经常动荡起伏的，进出口商为避免汇率变动而发生损失，有远期外汇支付的进口商就买入远期外汇，而有远期外汇收入的出口商就卖出远期外汇。这样一来，实际上就把一段时期的浮动汇率变成了固定汇率，进出口商不致因汇价变动而发生损失。

外汇银行可平衡其外汇头寸或调节外汇资金结构。外汇银行为避免进出口商转嫁来的风险，也在外汇市场上通过远期外汇交易进行弥补；并且还要进行外币的掉期交易以避免因汇率及收支的变化导致的外币持有结构中的币种失衡，有利于外贸公司的对外竞争。如果进出口商在签定合同后能及时到银行办理外汇买卖，在合同签定时就可以不考虑汇率风险的变动问题，从而在合同的其他方面可以尽量争取更好的条件。

——掉期外汇交易（Swap Deals）

掉期外汇交易就是指在一个日期卖出甲种货币、买进乙种货币的即期的同时，买回甲种货币、卖出乙种货币的远期，即即期和远期的对调，轧平外汇头寸，达到保值目的。一般来说，掉期外汇交易由两笔业务组成，一笔是即期外汇买卖，一笔是远期外汇买卖，这是两笔金额相等、币种相同、买卖方向相反的外汇买卖业务。

掉期外汇交易可以降低筹资成本；有助于筹资人对冲货币风险。

——期权外汇交易（Foreign Exchange Option）期权外汇交易指外汇买卖双方签定一项买卖外汇的契约，根据契约中的要求和规定，在向卖方交纳一定保险费后，买方有权在到期日要求卖方按规定的汇价和金额卖出外币或买进外币，执行所签定的契约；买方也有权放弃所签定的契约，不履行上述买卖契约。

外汇期权的主要交易方式有三种：即期外币期权，又称现汇期权，它给予期权持有人在约定的期权期限内按约定的价格买进或卖出约定数量货币的权力。这是最基本的外汇期权交易方式。外币期货期权，它给予期权持有人在约定的期权期限内按双方约定的价格买进或卖出约定数额外币期货的权力。期货式期权，它是把期权当做期货形式的一种交易。

外汇期权交易为客户提供了外汇保值的权利，对于那些合同尚未确定的进出口业务有很好的保值作用，因为期权外汇交易到期时既可以执行，也可

以不执行。

——套汇套汇就是利用不同的外汇市场、不同的货币种类、不同的交割期限以及某些货币在汇率上的差异进行外汇买卖，从中获取利润的交易活动。

套汇的方式有时间套汇和地点套汇两种：时间套汇，又称掉期，是在买进或卖出即期外汇的同时，卖出或买进远期外汇以避免汇率变动的风险。进行掉期业务的目的在于平衡外汇头寸，回避汇率变动风险而不是以获利为目的。地点套汇，最简单的是双边两角套汇，也就是直接套汇，它是利用两个不同地点的外汇市场之间的汇率差异，赚取汇率差额的一种套汇交易。较复杂的地点套汇是三角套汇，也就是间接套汇，它是利用三个不同外汇市场之间的汇率差异，同时在三个外汇市场上进行外汇买卖，从汇率差额中谋取利润。在套汇买卖中，套汇者一方面在汇率低的外汇市场买进，另一方面又在汇率高的市场卖出，利用贱买贵卖的方式赚取利润。这种大量套汇的结果，使不同的外汇市场上的汇率趋于接近。目前，由于电子通讯技术的高度发达，不同外汇市场之间的汇率差异日趋缩小，地点套汇的机会一般情况下是不多的。

8. 长盛不衰的黄金市场

黄金是最早的世界性硬通货，因而一直是国际金融市场中特别重要的金融商品。世界黄金市场是世界各国买卖黄金的场所，通常它是一个无形市场。黄金市场的参加者中，作为卖方出现的有产金国、各国金融当局、私人、国际货币基金组织等；作为买方出现的有各国中央银行、国际货币基金组织、国际清算银行、工业企业、私人等。目前，伦敦、苏黎世、纽约、芝加哥和香港是世界五大主要黄金市场。

8.1 黄金市场的种类

——自由黄金市场

在自由黄金市场上，黄金可以自由输出入，居民和非居民都可以由买卖黄金，苏黎世黄金市场即属此类。——有管制的黄金市场在有管制的黄金市场上，黄金的出口受到一定程度的限制，只允许非居民自由买卖黄金，居民则被禁止从事黄金交易。

——国内的黄金市场

在这种黄金市场上，禁止黄金输出入，只准居民自由买卖黄金，非居民则被禁止从事黄金交易，巴黎黄金市场即属此类。

8.2 黄金市场的交易方式

黄金市场的交易方式有现货交易和期货交易两种。黄金的现货交易是指黄金买卖成交后，原则上在两个营业日内交割，但其价格较为特殊。黄金的期货交易则由买卖双方先签订合同，并在预定的日期办理交割，黄金的期货交易又可分为保值交易和投机交易两种。

8.3 影响黄金价格的因素

黄金价格的波动是各种因素综合作用的结果，它所反映的问题也较复杂。影响黄金价格的因素大致有以下几种：经济情况，经济不景气往往引起对黄金的投资和投机，引起黄金价格的上涨。利率，利率低，资金充裕，一般会引起对黄金的投资与投机。通货膨胀，通货膨胀会加剧促使人们增加对黄金的保值投资和投机的需要。政局状况。黄金的市场供应与需求状况，黄金生产增加，市场供应充足，黄金价格就下跌；否则，黄金价格就

上涨。

8.4 黄金市场的作用

黄金不仅供应工业用金和满足个人的消费需要，更多的而且更主要的还是充当各国的国际储备货币和私人的储备货币。虽然世界各国的国际储备向多元化方向发展，但黄金仍然是国际储备中最主要的货币，它在整个世界的国际储备中，比重远远超过了外汇储备。国际黄金市场上金价是频繁波动的，为了避免金价变动带来的损失，而经常在市场上买进和卖出黄金；政局动荡也会促使人们把其他资产转换成黄金，以寻求保值；通货膨胀也促使越来越多的人购买黄金保值。所以，黄金市场对国家的国际储备和私人储备的调节作用具不可低估的。

9. 世界上最富裕的城市

伦敦、纽约、东京是国际金融市场的三大中心，在外汇市场交易数额、股票市场规模、离岸市场规模等方面，它们在国际金融市场上占有主要的份额，虽然世界其他国际金融市场也都在不断发展壮大，但三大国际金融中心的地位始终没有动摇。

9.1 伦敦国际金融市场：老牌资本主义经济的中心

伦敦是老牌资本主义国家英国的首都，在“日不落帝国”时代，英镑是唯一的世界通货，伦敦国际金融中心的地位得以确立。二战后，由于英国经济及整个欧洲经济的衰落，伦敦国际金融中心地位下降，直到欧洲货币市场的兴起，其国际金融中心的地位才得到重新巩固和加强。

伦敦国际金融市场由货币市场、资本市场、外汇市场等构成，其中，货币市场中的银行同业市场有着举足轻重的影响，它所形成的银行同业拆借利率——LIBOR，已成为国际金融市场通用的基准利率。欧洲市场是伦敦市场的核心和支撑。伦敦市场是世界最大的外汇市场。重要的国际金融市场法兰克福市场、苏黎世市场是伦敦的卫星市场，它们加强了伦敦作为国际金融中心的地位。

9.2 纽约国际金融市场：依然作着世界霸主梦

二战后，美国成为唯一的世界经济霸主，美元跃升为世界通货，并且是世界的基准货币，纽约取代伦敦成为最重要的国际金融中心。短期金融市场和股票市场是纽约市场的主体。纽约股票交易所是全美最大的交易所，它所编制的道·琼斯股价指数是国际上最有影响的股市指数。70年代，由于美元地位下降，纽约的国际金融中心地位受到威胁，纽约市场从1981年12月3日开始设立离岸市场IBF，因此而得以保持其地位。

IBF是一种帐户，专户核算从非居住者那里筹措资金，再运用到非居住者的国际金融交易，与国内资金交易分开。它具有三个特点：一是不交存款准备金，没有存款利率上限的限制；二是IBF存款不向联邦保险公司交纳保险金；三是可免交州、市地方税。

9.3 东京国际金融市场：暴发户的钱匣子

日本经济奇迹是东京国际金融市场形成的原因和依托。从80年代开始，由于国际收支不断出现巨额黑字，日本成为

世界最大债权国，同时，随着金融自由化和日元世界化，东京终于取代巴黎，成为世界三大金融中心之一。东京市场主要由对外市场上的资本市场和离岸市场组成。东京证券交易所是世界最大的股票交易所，它所编制的日经指数是非常重要的世界经济参数。

10. 国际金融市场新发展

国际金融市场的新发展是指战后，尤其是近一二十年来原有的金融市场的不断完善，以及新的国际金融市场不断出现。

10.1 欧洲货币市场的发展

欧洲货币（Eurocurrency）市场起源于欧洲，但并不是仅指欧洲国家的货币，实际上，在这里，“欧洲”一词应该指“境外的”、“离岸的”或“非国内的”意思。因此，欧洲货币市场是指经营欧洲美元和欧洲一些主要国家境外交易的国际资金借贷市场。

欧洲货币市场的一个显著特点就是不存在法定准备金的要求，其交易不受管制，这样，就使得银行可以支付比较高的存款利息，也可以对信贷进行扩张。当然，这种没有管制和约束的市场并不是说银行可以经营的业务的风险是无限的，从银行经营者自身来说，必须注意维护银行的信誉。

伦敦是欧洲货币市场的一个重要的组成部分。伦敦之所以能够发展成欧洲货币市场的中心，与英国采取的政策有一定的关系。其中主要一点就是英国中央银行传统上对非英镑业务不加限制特别是在它涉及的借款人是非居民时更是如此。20多年来，随着国际银行业的发展、伦敦大银行代客户发行定期存款单股票、债券等方式筹措资金的业务有很大增长。加之英国地理位置靠近欧洲大陆，因此伦敦的欧洲货币市场有力量承做大额的存贷款业务。

在欧洲货币市场的发展中，最重要的一个发展就是1981年底美国批准了纽约的国际银行业务设施（IBF）。国际银行业务设施是美国的分行或附属行在外国市场中的活动迅速增长，和美国政府希望将这些活动引回国内的产物。因为在60至70年代，由于美国国内在税收和银行管制方面的原因，致使美国银行大量逃往国外有更多优惠（如存款准备金、税收、利率等方面的优惠）的地方从事国际金融业务，以便追求更大的利润。为了恢复和保持美国本土上的国际金融业务，美国批准建立了国际银行业务设施。国际银行业务设施是允许外国人在美国的银行持有存款的安排，这些存款可以以任何一种国际货币为面值，不受法定储备和存款保险条款的限制。这是自欧洲货币市场出现以来的一个重大发展。目前，纽约所经营的欧洲货币业务量已经占有相当的比重，成为了仅次于伦敦的经营欧洲货币的金融市场。

10.2 亚洲货币市场

亚洲美元市场是由亚洲银行的货币发行国以外的货币存款组成的，主要是在新加坡和香港。

亚洲货币市场的形成是在60年代末，一个原因在于国际经济环境的变化，另一个很重要的原因就是新加坡在地利的基础上采取了促进本国金融业发展的措施。新加坡一方面在税收上提供优惠，另一方面于1978年全面撤消了外汇管制，让资金可以自由地进出新加坡，这加快了外资金金融机构的进入，促进了新加坡岸外金融市场的发展。

在许多方面，亚洲货币市场与欧洲货币市场是相似的，主要的不同在地理位置上。

现在，亚洲货币市场虽然已经成为一个国际性的货币和资金市场，但与欧洲货币市场比较起来还是有一段相当长的距离。

10.3 欧洲美元期货市场

国际金融市场的另一个重要发展就是欧洲美元期货市场的出现。由于许多国家通货膨胀比较严重，利率浮动较大，汇率波动更是频繁，所以，为了

逃避各种市场风险，对期货市场的要求越来越强烈。1981 年以来，国际货币市场开办了欧洲美元期货业务。

现在新加坡、伦敦等欧洲美元期货市场也得到了较大发展。看来，随着欧洲美元市场的发展以及在交易市场上美元的持续不稳而继续得到发展。

十一 国际金融创新

1. 几天不看报，就看不懂国际金融信息

国际金融市场自产生开始，就处在不停的、迅速的创新之中，这既是对世界经济瞬息万变状况的生存性适应，也是由于国际金融市场本身具有内在的创新功能。随着时间的推移，金融的日益自由化、国际化以及计算、通讯的电子化。国际金融的创新速度、创新的传播速度也日趋加快。前些年，当金融创新处于高潮时，西方曾有人夸大他说，现在只要几天不看报，对报上的金融信息就看不懂。因为新金融工具和技术层出不穷，出现的新名词常是前所未见。

“创新”总是一个相对的概念，因而也就难以有一个统一的认识。一般认为，我们当前所说的金融创新是始于 60 年代，80 年代以来发展较快。所以，我们所说的国际金融创新是始于 60 年代，尤其是 80 年代由于西方经济形势的变化、通货膨胀的加剧、汇率与利率的频繁波动，以及科学技术革命的迅速发展，导致工业发达国家的金融业和金融市场普遍进行一场影响深远的结构性变革，这种变革一般称之为“金融创新”。所以，具体说来，金融创新又是技术（尤其是通讯技术）改进、银行避免繁琐管制、以及金融机构想方设法满足跨国公司和多国公司的需求等多种因素综合作用的结果。金融创新又分为金融市场创新和金融工具创新两个方面的内容。

2. 国际金融创新的原因和动力

总的来说，国际金融创新源于当时的世界经济形势和国际金融环境，即通货膨胀居高不下，利率也极易变化，在浮动汇率制下汇率也更加捉摸不定。在这种情况下，金融中介的资产负债的风险变得也越来越大。这就迫使金融中介想方设法采取有效的保值办法来减小和转移风险，刺激它们发展能够用来转移风险责任的新金融工具。于是，就出现了满足这种需要的新的金融工具和技术的扩散。同时，由于金融风险的加大，也使对金融的管制有所加强，并且使这种金融管制走向国际化。比如著名的巴塞尔协议，就是加强国际银行业监管的结果。巴塞尔协议规定了资本充足比率，即增大资本与资产的比率。这就迫使银行通过扩大表外业务活动来增加收益，从而增加资本基础。这主要是推动了表外业务的金融创新的发展。

在金融创新的过程中，技术方面的因素也是促进金融创新的不可缺少的因素。电讯、信息处理和计算机等方面的进步与发展使传统的金融业务出现相对萎缩，刺激金融机构开拓建立在现代技术上的创新业务。技术的发展至少在两个方面促进了金融创新，电讯的飞速发展，使金融交易的成本大大下降，使金融交易的范围日益扩大，有利于创造全球性的金融市场，从而也使金融交易的广度和深度增加不少。这刺激了金融机构为创新创造市场的积极性。计算机技术和信息处理技术的大发展，为日益复杂的新金融工具提供了连续不断的信息数据和报价服务，比如现在的期货和期权交易，就必须及时了解国际金融市场行情的动向，并据此及时做出选择。

3. 金融创新创了哪些“新”？

如上所述，国际金融创新的一个重要原因就是避免金融风险。所以，一般说来，国际金融创新所产生的新金融工具有转移风险和增加流动性的职能和特性，像金融期货期权等金融工具都有转移风险的功用，而债权的股权转让则有增加流动性的功用。

——转移风险

金融风险包括价格风险和信用风险。所以，转移风险也就相应地包括价格风险的转移和信用风险的转移。

由于金融环境的变化，使银行的资产很容易遭受来自价格变化的损失，所以，新金融工具最基本的要求就是转移价格风险。比如，70年代西方国家长期遭受高通货膨胀和高利率的困扰，而浮动汇率又使不断波动的汇率难以把握，这使资产的价格很容易发生变化。到80年代，情况虽然有所改观，但相对高利率和汇率动荡仍然没有多大改善。在这种情况下，在金融市场上就出现了许多浮动利率和汇率工具，以及诸如期货、期权等转移利率和汇率风险的金融工具的创新。

另一方面，又由于金融资产负债很容易受信用价值的恶化而遭到的损失，尤其是发展中国家的债务危机对债权的信用价值有很大影响，增加了对转移信用风险的创新。一个作法是投资者把资金从银行存款转向了子资本市场工具；另一个作法是银行更愿意进行间接的投资活动，比如证券形式的投资等。

——增加流动性

增加流动性也是人们对创新的一个新要求。国际银行业有一个惨痛的教训，就是发展中国家的债务危机使许多国际性大银行陷于困境。由于企业、公司负债比重加大，使金融资本往往面临更大的由于流动性差而产生的风险。所以，70年代以后开始出现的许多新金融工具往往都含有提供更大流动性的技术的作用。

4. 重组重排出新意：国际金融工具创新

国际金融市场的金融工具(Financial Instrument)的创新包括资产负债表内金融工具的创新和表外金融工具的创新，但更主要和更有决定意义的还是表外非资产负债业务金融工具的创新。银行对表外业务所进行的交易通常是收取手续费，但并不持有资产或吸收存款。

国际金融市场中金融工具的创新是由于以下原因促成的：即企业和公司以商业票据的形式筹集资金的方式发展迅速，导致了银行贷款的减少；尤其是国际银行业的扩张、竞争的加剧，国际金融、资本市场日益一体化和浮动汇率制加剧了金融风险等等。从银行监管方面来看，由于政府对银行的管理和监督只集中于资产负债表以内的业务活动，以促使银行在经营活动中采取安全和可靠的措施和政策，这种作法本身就促进了金融工具的创新。如果从筹资的角度来考虑，这些新创新的金融工具为筹资开辟了新的渠道。

金融工具创新五花八门，令人目不暇接，但它们有一个共同的特点，就是具有新的特性和功能，而这些特性与功能往往是金融工具固有功能特性新的排列组合或特别突出某一特性而形成的。任何金融工具都可以看作若干特性的结合，这些特性包括：收益、价格风险、信用风险、国家风险、流动性、可买卖性、定价惯例、数量大小、期限长短，等等。某一具体工具都是某些特性的组合。这些特性的不同排列组合，或者特别突出某一特性，就会产生具有新特性、新功能的金融工具。

长期以来，在国际金融市场中出现了不少新创新的金融工具，有一些在上面的论述中已经有所介绍，下面表 11—1 中是根据金融中介功能分类的新金融工具。

表 11—1

创新金融工具		功 能				
		价格风险转移	信用风险转移	流动性增强	信用创造	股权创造
资 产 负 债	可调整利率抵押	+				
	浮动利率贷款	+				
	互换贷款	+				
	无追索权资产出售		+			
	货币互换		+			
表 内 业 务	证券化资产		+	+		
	可转让的贷款合同		+	+		
	互换账户和其他			+		
	现金管理技术					
	可转让的货币			+		
	市场工具			+		
	货币市场互助基金					
	无息债券					
	垃圾债券				+	
	股权分享融资				+	
委托可转换债券				+	+	
表 外 业 务	期货	+	+			
	期权和贷款封顶	+	+			
	互换	+	+			
	远期利率合约	+				
	信用证				+	
	票据发行便利					
	证券信用增强担	+			+	

注：十国集团中央银行研究小组。《国际金融创新》

4.1 怎么方便怎么来：票据发行便利

票据发行便利(Note Issuance Facility—NIF)是一种有银行包销承诺的欧洲票据。银行不直接向借款人提供信贷，而是银行与借款人之间签定具有法律约束的协议，根据协议，银行以包销或备用信贷方式帮助借款人在一个中期时期内发行3—6个月的短期票据，如果票据没有全部售出，则银行买进所剩余的票据或提供贷款。票据发行便利不反映在银行的资产负债表上，它是表外业务的一种。

票据发行便利的票据期限短，银行承诺期限长。票据期限大部分是3个月或6个月，长的可达一年，短的为一周或几天。但银行的包销承诺期限可长达5年至7年。票据主要为专业投资者或机构投资者发行，而不是为私人投资者。银行不提供贷款，只在借款人需要资金时为其提供向其他投资者出售票据的途径，并以包销承诺提供票据转期的机会。

票据发行便利这种新发展起来的融资技术改变了传统的由一家金融机构负责履行职能的状况，允许由多家金融机构来履行职能。其中安排票据发行便利的人(承包银行)并不贷出货币，而只是在借款人需要资金时提供机制，把它发行的票据卖给其他投资者，由投资者提供货币贷款，并按包销承诺保

证借款人在中期内不断获得短期资金。这样就转移和分散了风险，由票据持有人承担短期风险，由承包者——银行承担长期风险。这种职能分担、风险分担的优越性就是票据发行便利获得成功并广泛推广流行的主要原因。所以，票据发行便利发展成了债务危机后取代银团贷款的中期信贷的一种主要形式。

应用假设：

假设某公司想通过欧洲银行提供的 NIF 发行 6 个月期限的浮动利率票据筹集总共 1.5 亿美元的资金，并与欧洲银行签定了协议，合同期限为 10 年，1994 年 7 月 1 日起生效，2004 年 6 月 30 日结束，在协议期间，由承购包销银行每半年为该公司安排发行面额 50 万美元的浮动利率票据 15 张。每张票据到期时，公司需向票据购买人或贷款人支付面值数额再加上按发行时的市场利率 LIBOR 计算的利息。票据发行时，在市场按折价出售，利率按 LIBOR + 0.0315% 计算，如果发行时的市场利率水平过高，比如高于 LIBOR + 0.15625%，则由各承购包销银行按 LIBOR + 0.15625% 的最高限额购买全部发行的票据。

假定票据发行时 LIBOR 年率为 8.25%，票据发行的利率 LIBOR + 0.03125% 为 8.40625%。这就意味着，在 184 天以后第一期票据到期时，每张 50 万美元面值的票据将兑现 $U \$ 500000 \times [1 + 0.0825 (184/360)] = U \$ 521083.33$ ，这个数据是票据的面值加应得的利息。由于票据的发行成本是年率 8.40625%，那么借款人在 1994 年 7 月 1 日出售的每张票据实际收到的资金是 $U \$ 521083.3 / [1 + 0.0840625 (184/360)] = U \$ 499617.14$ ，或者说是以平价 99.923% 的折价形式出售。

借款人除了要支付利息成本外，在每半年票据到期时，还要向承购包销票据的所有银行支付承购包销费用，按发行数额的 0.125% 支付；在 1994 年 7 月 1 日首期票据发行时，要向安排发行便利的银行一次性支付管理承诺费，按 1.5 亿美元的 0.3%（或 450000）支付。此外，借款人还要向安排银行支付所需律师费、广告费、票据制作费等等。

票据发行便利是在 1981 年首先推出的，当年金额只有 10.3 亿美元，到 1985 年就已经增加到 344 亿美元。近年来安排的票据发行便利中，更多的是部分或全部没有包销承诺。这是西方发达国家的大公司涌入欧洲信贷市场的结果。因为这些大公司的信誉高，它们发行的票据不至于推销不出去，用不着银行包销或部分包销。

4.2 为“预测成果”保险：远期利率合约

远期利率合约 (Forward (or Future) Rate Agreements, FRA) 是合约双方在所签定的合约中规定的某一未来时间内对某一具体期限的名义上的存款支付利率的合同。这种利率合约是基于一方想避免由于利率上升而造成的损失，另一方想避免由于利率下降所造成的损失，其实，在双方签定的合同中是没有任何借贷本金的。

远期利率合约的执行通常是在几个月后开始的几个月期，比如，利率合约中写成“8 个月对 2 个月”，意思就是说从 8 个月后开始的 2 个月期的利率。在双方签定的协议合同中，双方对本金只是规定一个数量，但并不进行实际的款项交换，双方的清算是合同到期后，双方用原先议定的协议利率与到期日的实际利率计算其差额。所以，远期利率合约在期满需要进行清算时，只需根据双方协议的利率和合同指定的参考利率（一般选择伦敦银行同业拆

借利率)计算它们之间的差额。然后再用合同中双方协议的本金数量和到期时间相乘,即可得出应收应付的金额。比如,如果协议利率高于参考利率,远期利率合约的卖出者将可获得利率下降损失,从买进方收取差额付款;否则,买进者将可获得利率上升的损失,从卖出方获得差额付款。这部分差额须用现金支付。

远期利率合约实际上是一种具有场外交易并以现金支付的远期金融交易,但它比金融远期要方便灵活得多,并且更具有可操作性。

远期利率合约是银行和非银行性金融机构等专门用来躲避利率风险的保值工具,它主要是为了保值而不是为了套利,其独到的具有吸引力之处就是不扩大资产或负债,不会增大资本比率,是一种表外业务。

远期利率合约交易通常在银行同业之间进行。投资者和一般事业法人参加交易时,须事先向金融机构提出申请,受理后方可进行。

应用举例:

3月1日,A银行拟自6月1日起的三个月内进款1000万美元。因预测美元利率将呈下降趋势,该行正寻找回避利率风险的办法。恰好,B银行决定对某公司发放自6月1日起的3个月期限的1000万美元贷款,因利率走势不明,该行正考虑如何避免筹措这笔资金的利率上扬风险对策。这样A、B两银行以FRA3×6,年利8.8%的条件达成1000万美元的远期利率协议。协议的含义是:A银行从6月1日起到9月1日止的3个月内,卖出以年利8.8%发放的1000万美元的FRA;B银行则在同一时期内以相同的利率和金额购买FRA。到5月29日即该FRA交割日之前的期间内,对协议双方来说,均不发生资本的成本、流量、资产和负债。5月29日,决定2个营业日后即6月1日执行的LIBOR为年利8.7%,低于FRA。所以,买方B银行决定在合同生效日——6月1日向卖方A银行支付将两个利率之间差额贴现后的现值款项。差额计算方式如下:

差额结算金额 = (协议期满日交割的差额将来值) × (贴现率)

L——LIBOR;

F——FRA协议利率;

N——协议天数;

P——协议金额。

按照协议条件,求得结算金额为2473.38美元。

6月1日,该日既是协议生效日,也是协议期限的第一天,B银行向A银行支付2473.38美元的利息差额。至此,A、B两银行之间的FRA协议便告结束。在这次交易中,由于利率走势预测的差异,A银行通过FRA协议弥补了它所预计的、因利率下降而减少的资金收益;B银行则损失了一部分利息差额,但这是情理之中的事,是为避免可能发生的更大的利率风险而付出的代价。

4.3 各有所图:互换交易

互换即相互交换,互换交易(Swap Transaction)即当时双方同意在预先约定的时间内交换一连串付款的一种金融交易。互换有两种类型:货币互换(Currency Swaps)和利率互换(Intrest Rate Swaps)。

互换交易是基于比较优势而产生的,所谓比较优势,就是不同的融资者具有各自擅长的、方便的、熟练的资金融通方法和领域,但无法在单一的资金种类和领域里避免风险,因而寻求互换,以有效地防范利率和汇率风险。

1. 货币互换。

货币互换是指交换具体数量的两种货币（例如 1 万英镑换 1.6 万美元）的交易，交易双方根据所签合约的规定在一定时间内分期摊还本金及未支付未还本金的利息。通常每种货币都带固定利率，货币互换一般以即期汇率为基础，两种互换货币之间存在的利率差，则按利息平价原理，由货币利率较低方向货币利率较高方定期贴补。

货币互换交易的基本步骤是：

（1）确定和交换本金，其目的是按不同的货币数额定期支付利息。本金的交换既可以是名义上的互换，也可以是实际的转手；

（2）利息的互换。交易双方按互换合约规定的各自固定利率，以未偿债务本金为基础支付利息；

（3）本金的再次互换。交易双方在合约到期日换回原先确定和互换的本金。

2. 利率互换。

利率互换是指交易双方在约定的一段时间内根据双方签定的合同，在一笔象征性本金数额的基础上互相交换具有不同性质的利率（如同一种货币的固定利率和浮动利率）款项的支付。在交易中，交易双方始终不交换本金，本金只是交易双方的资产或负债，它并不转手，交换的只是利息款项。交换的结果是改变了资产或负债的利率。

多数利率互换安排的典型和约条件如下：

（1）交易数量。一般从 500 万美元到 5 亿美元。

（2）到期日。一般为 3 年到 10 年。

（3）定价。经谈判确定，固定利息支付通常按当期市场利率，或在中期国库券利率之上加一个加息率，每半年或一年支付一次。浮动利息支付按一定的指数或基数定价，通常在 LIBOR 或短期国库券之上加一个加息率。

（4）费用。经谈判确定。安排、结算和担保通常需要费用。低利率一方要为固定利息融资支付债券发行费。

（5）结算日。从交易日起的 5 个营业日。

利率互换有三种主要类型。

（1）息票利率互换（Coupon Swap）。息票利率互换是同种货币的固定利率和浮动利率之间的互换，即交易的一方向另一方一系列固定利率的利息款项换取对方支付的一系列浮动利率的利息款项，从交易对方来说，则是支付一系列浮动利率的利息款项来换取一系列固定利率的利息款项，例如，A、B 双方签定协议进行息票利率互换，名义本金为 100 万美元，A 方以此本金为基础在 6 年内每 6 个月按 8% 的固定利率向 B 方支付利息，作为交换，A 方收到以相同数额本金为基础的按 6 个月伦敦银行同业拆借率（LIBOR）计算的利息。

（2）基础利率互换（Basis Swap）。基础利率互换是同种货币的不同参考利率的利息互换，即以—种参考利率的浮动利率交换另一种参考利率的浮动利率。在交易中，双方分别支付和收取两种不同浮动利率的利息款项。两种浮动利率的利息额都是以同等数额的名义本金为基础计算的。如甲、乙双方约定进行基础利率互换，双方同意在 5 年内由甲方以 1000 万美元的名义本金作基础每 3 个月按 3 月期美元 LI-BOR 向乙方支付利息，同时从乙方收取按

美国商业票据利率计算的利息。

(3) 交叉货币利率互换(Cross—Currency Intrest RateSwap)。交叉货币利率互换是不同货币的不同利率的互换；即一种货币的固定利率与另一种货币浮动利率的交换，这种交换既有不同种货币的交换，又有不同种利率的交换。最常见的交叉货币利率互换是美元浮动利率与非美元固定利率的互换，如浮动利率的3个月期美元与固定利率日元的互换。

应用举例1：货币互换 A公司在1989年底筹措到一笔50亿日元资金，期限五年，固定利率5%，用于项目投资。但是该公司项目投成后创汇美元，如果此后日元进一步升值，超过项目设计的汇率水平1美元兑145日元，A公司必将承受汇率损失，增加额外的成本。所以，该公司在1990年3月底出现1美元兑156日元行情时，及时委托一家知名度较大的银行（中介人）与B公司达成货币互换交易协议，把50亿日元债务互换为美元债务，汇率固定在1美元兑156日元，并支付美元固定利率7.4%（与项目当初设计时的筹措美元出口信贷利率水平相等），每半年交易双方相互支付一次利息，互换交易终止日相互交换本金。通过货币互换交易，如果将来一旦日元升值，平均汇率低于原设计水平，A公司就能避免由于汇率波动而增加项目设计成本。

应用举例2：利率互换 C公司无法以商业票据筹资，但希望以有利的商业票据·利率做为基础的浮动利率筹措资金。现在，该公司从某生命保险公司处接收了以固定优惠利率筹集长期资金的提案，于是，C公司便找D银行要求互换利息服务。D银行通过与本行有交易关系、可以发行商业票据的数家企业接触，寻找长期固定资金的需求者。E公司是可以发行商业票据的企业，但预测将来利率可能上升，因此正寻找有利的、以固定利率借入的资金，以解决长期固定资金的需求。因此，D银行决定从中撮合，让两公司做固定利率和商业票据利率的互换交易。具体作法是：E公司在五年期里每三个月连续不断地发行商业票据，决定将商业票据的利率款项通过D银行与C公司的固定利率债务交换。通过这一交换，C公司可以在5年内以商业票据利率为基础借入资金，E公司也可以以5年期固定利率借入资金。

4.4 权力的买卖：期权交易

权力与金钱交换，在社会和政治道义上是腐败，是罪恶，但在金融市场上权力却可以明码标价。

通俗地说，期权就是在未来某时期买进或卖出某种金融商品的权力，期权交易(Option Transaction)的完整定义是，在事先决定的货币、股票、债券、利率等商品的交易日期或期间内，以事先确定的价格进行“买的权力”或“卖的权力”的买卖交易。根据买卖商品的差别，这种交易可以分为货币期权交易、利率期权交易、债券期权交易等。前一章介绍的外汇期权交易即属于货币期权交易。

期权可以分为买权和卖权：

买权(Call Option)，也称看涨期权，指期权的买方有权在未来的一定时间内按约定的价格购买约定数额的某种金融商品。

卖权(Put Opion)，也称看跌期权，指期权的卖方有权在未来的一定时间内按约定的价格卖出约定数额的某种金融商品。

为了取得上述买卖的权力，期权（权力）的买方必须向银行支付一定的

保险费，以补偿汇率风险可能给卖方造成的损失，这部分保险费就是期权的价格，它决定于期权期限的长短、即期汇率与期权合同中的约定的汇率之间的差别、汇率波动的程度等。

期权按权力的时限可以分为两类：

欧式期权，期权的买方只有在期权到期前两个工作日，才能行使其是否按约定的汇率买卖某种货币的权力。

美式期权，期权的买方有权在期权的有效日内的任何一天行使卖或买的权力。显而易见，美式期权的灵活性较大，因而其费用也较高。

期权交易的基本要素：

(1) 交易金融商品的种类和金额。

(2) 协议价格(Strike Price or Exercise Price)，又称行使价格，是期权交易双方约定的在规定的未来时间内执行买权和卖权合同的价格。

(3) 期权价格(Option Price)，也称期权保险费，是购买期权的费用，即期权卖方向期权买方收取的交易费用。

(4) 期权合同的交割时间，期权合同的交割月份与一般期货合同的交割月份相同，为3、6、9、12月。但期权交割日常常是规定在相关金融商品期货合同交割月之前一个月的某天，如，12月期权合同的期权在11月某日交割，而名称仍为12月期权。

(5) 期权交易参与者，包括买方和卖方。购买期权合同的一方称为合同持有人(Holder)，出售期权合同的一方称为期权合同发行人或签署人(Writer)。

期权合同的使用：

期权合同的买方或持有人是否行使合同，取决于合同处于什么状态。总的说来不外有三种状态：

(1) 赚钱(In the Money)。指行使合同能带来净资产收益，即买权的协议价格低于金融商品的即期价格，卖权的协议价格高于市场价格，这时期权持有人如行使合同，按较低协议价格买进或按较高价格卖出金融商品，便可赚钱。

(2) 赔钱(Out of the Money)。指合同行使后会带来净资产损失，即买权的协议价格高于市场价格，卖权的协议价格低于市场价格，期权持有人如行使合同，会要赔钱。

(3) 不赔不赚(At the Money)。指合同行使时，期权协议价格等于或近于市场价格，如行使合同，期权持有人不赔钱，也不赚钱。

正常情况下，期权买方只有在合同处于赚钱状态时，才会行使合同。

—外汇期权

外汇期权是买卖某种外汇货币的选择权。外汇期权有规范化的合同。除保险费外，其他方面都是固定的。外汇期权的要点有：

(1) 交易单位或金额一定。通常每份英镑合同含12500英镑，每份马克合同含62500马克，每份日元合同含6250000日元，等等。

(2) 协议汇率以美元标出。协议汇率是期权合同中规定交易双方将来行使期权买卖外汇的交割汇率，一般情况下，货币期权均以百分之一表示，日

元单位较小，因此日元期权价格以万分之一表示。

(3) 保证金。为保证合同履行，期权卖方必须在签定合同时缴付保证金，存放于清算所的保证金帐户内，并随市场汇率的涨跌追加欠缺部分或退还多余部分。

(4) 保险费。保险费在签定合同时由期权买方支付给期权卖方，保险费通常以协议汇率的百分比表示。

(5) 交割月份。外汇期权的交割月份为每年的 3、6、9、12 月，其他月份只能进行交易，不能进行交割。

——利率期权

利率期权是把将来的利率作为交易对象进行买卖的权力，即在交易中，双方买卖的是在指定的未来日期购进或售出某种价格的有息资产的权力。利率期权交易中，期权合同对合同单位、协议价格、合同月份、最小变动单位和最大价格波动限制等都有一定的规定。

利率期权交易中的封顶或保底利率期权交易是比较特殊的利率期权交易，是交易双方达成协议，在一定期限内，对变化莫测的短期利率规定一个最高限（或最低限），其中一方是这个“封顶”权（或“保底”权）的买方，买方向卖方支付一定的费用，由此在合同期内的各利率更换日或交割日，当实际利率超过最高限（或不足最低限）时，买方可以从卖方收取利率差额的交易。交易合同一般必须包含基础利率、利率限度、名义本金、费用、利率差额计算、合同期限、利率更换日或交割日等项目。

——股票期权和股票指数期权

股票期权是指买卖股票的选择权力。在股票期权交易中，买方向卖方支付一定的保险费，获得在规定的时间内按某一协议价格购买或售出一定数量的股票的权力。在实际交易中，就买方来说，在购进买权后，如果股票市场价格上涨，并超过协议价格，他可按较低的协议价格买入股票，再在市场上高价卖出，从中获利。相反，如果股票市场价格下跌，他可以不行使合同，而只需支付期权购买保险金。对于期权卖方，则有相对应的情形。

股票指数期权合同是买卖股票指数变动率的期权合同，它将股票指数变动的百分点标价进行买卖。

应用举例 1：货币期权交易

A 公司要在 3 个月后支付一笔进口汽车货款。目前的汇价行情是日元趋于坚挺，但 A 公司的财务人员预测，大约在一个月以后由于美国贸易收支的改善，美元将成为抢手货，因此打算购进一批美元。但又考虑到，单纯地储备美元不但存在风险，当日元进一步升值时，收益的机会也会减少，因此决定做购买美元期权。

购买的条件是，1 美元兑 132 日元，购买费用为 1 美元付 1 日元 50 分。

果然，日元开始疲软，一个月后 1 美元兑 138 日元。其结果，因美元购买权比即期价格低，因此 A 公司行使其权利，并得以用 132 日元的价格筹措了资金。

A 公司的筹资成本为 132 日元 + 1 日元 50 分的费用 = 133 元 50 分，与在一个月后 1 美元兑 138 日元的汇价水平相比，便宜了 4 日元 50 分（138 日元 - 133 日元 50 分）

应用举例 2：利率期权交易

在利率波动较大，预测较为困难的情况下，X 银行拟将 3 个月后流入的资金进行运用。通过分析研究，X 银行认为，以后 3 个月后利率将呈下降趋势，有可能从目前的 5%，下降到 3 个月后的 4%。这样，该银行认为，至少应保证 4.5% 的资金运用收益率，才算经营得当，因此决定预先购买 4.5% 的利率期权。该利率期权，是当利率下降到 4.5% 以下时可以得到其差额补偿的期权。期权费用 0.1%。

3 个月后，利率果真降到 4%，X 银行只能按 4% 利率运用资金。但根据行使期权的合同，它还可以获得协议价格（= 4.5%）与时价间的 0.5% 利差收益，扣除 0.1% 的交易费用，X 银行可以以 4.4% 的利率水平运用资金，基本达到经营目标。

5. 国际金融市场的趋势

量的积累导致质的变化，金融工具的创新和新技术的运用导致国际金融市场在整体上发生了极其深刻的变化，出现了许多新情况，形成了许多新趋势。

5.1 人算不如机算：金融市场电脑化

电脑和先进通讯技术运用于金融市场，出现了数据处理电脑化和信息传递、货币回笼、资金转帐系统电脑化等新技术，推动金融市场全面电脑化，包括银行业务电脑化、金融交易电脑化和金融管理系统电脑化，最终产生了全球银行间金融电讯协会（SWIFT）。该协会覆盖全球、网罗了世界各地所有重要的金融机构。它保证了资料信息收集和处理的科学性、及时性、完整性和连续性，缩短了不同金融工具、票据的结算和交割的时间；扩大了金融交易规模，实现了金融市场的全方位、全时区开放。

5.2 真正的“国际市场”：国际金融市场一体化

金融市场电脑化把主要国际金融中心连成一片，使全球外汇市场、货币市场、证券市场、期货期权市场相互沟通，融为一体，打破了不同地区市场的“时差”障碍，使任何一种金融工具的交易，都可以在一天 24 小时内，在任何市场内实现。资金既能在某一类市场（如外汇市场）实现跨国界的流动，又能在不同类市场（如外汇和股票）之间迅速转移。

金融市场一体化还表现为利率的一体化。由于全球金融市场的高度结合，使各国际金融中心的主要金融资产价格和利率敏感度增大，差别缩小。西方国家的长期利率的相互关系明显加强，在主要国家的国内市场和欧洲货币市场之间借款条件趋于接近。以往利率、价格和交易的国际间变动要花几个月调整，现在则可以在几小时内完成国际间的突然大调整。

5.3 现代人偏爱证券交易所：金融市场证券化

证券化是指将金融中介机构发放的贷款汇集为更大数额，然后卖给投资者的过程，其实质是中介机构把非流动的资产（贷款）转化为可流通的证券（各种各样的金融工具）。

证券化的新意义在于主要企业和政府借款者通过直接向公众出售证券而不是靠从银行借款来获得资金。银行和其他金融机构主要提供担保服务、代理服务等等。

金融市场证券化的两个表现：一是国际证券市场扩展，在整个国际金融市场中的份额迅速增加；二是银行资产负债的可买卖性增加，银行成为最大的证券买卖者。

5.4 坐享其成：表外业务的重要性日益增加

表外业务即资产负债表以外的业务，它是指一般不增加记帐资产和接收存款的银行业务，通常是收费性质的业务。在过去的金融活动中，银行实际上早已从事过范围广泛的表外业务，如银行承兑、期货外汇交易、各种担保代理等。而近几十年来不断发展出的新的金融工具绝大多数都属于表外业务范围，它们的发展使银行的表外业务重要性日益增加。

十二我国利用外资的基本状况与前景

1. 借鸡下蛋的新发明

利用外资就是通过使用国外资本来发展本国经济。一般来说，在一个国家的经济增长与发展时期，往往面临着资金短缺，建设资金不足的矛盾和问题。在这种情况下，如果仅仅依靠本国的资金，势必会影响经济的发展。别无它途，只有走出国门，走向国际金融市场，在国际金融市场上寻求资金来弥补本国建设资金的不足。

我国是一个发展中国家，经济正处于一个新的历史时期和发展阶段，资金短缺也是制约我国经济发展与起飞的重要因素之一。因此，在我国改革开放的新形势下，吸收国际资本市场资金以弥补发展我国经济建设的资金不足，是明智和必然的选择。

2. 从被动接受到主动借用

我国利用外资，从无到有，从被动到主动，从小心翼翼到大胆引进，走的是一条逐步摸索、逐步发展的路子。这一点，从我国利用外资的形式基本上即可有出。

我国利用外资的形式包括以下几种：

——国外赠款。主要包括国外政府、国际经济组织及其他经济组织或个人提供的无偿援助。

——对外借款。主要包括国际金融组织、外国政府贷款、外国商业银行贷款、出口信贷以及对外发行债券和在国外开设银行吸收存款等。

——外商直接投资。主要包括以下几种合作形式，即外国独资或合资开办的合资经营企业、合作经营企业、外商独资企业以及合作开发等。

——海外证券融资。主要包括在国内证券交易所发行外币 B 股股票，在香港、纽约等地发行国际股票等。

——其他投资。主要包括：补偿贸易、国际租赁和实物折价投资等。

3. 我国利用外资的基本情况

自改革开放以来，我国利用外资的工作取得了飞速发展，具体表现在发展速度快，资金利用规模不断扩大，以及国际资金来源的渠道多元化和外资投资方式多元化等。截止到 1992 年底，我国已累计批准外商投资项目 9 万多个，协议外资金额 2000 亿美元，实际利用外资 1000 多亿美元。

3.1 好借好还，操作简单明了的对外借款

对外借款是指我国政府、部门、企业、金融机构以借款方式或发行债券等，从境外借入的还款期一年以上的贷款。1979—1992 年我国对外借款累计金额近 800 亿美元。

——国际金融组织贷款

国际金融组织贷款是国际金融机构向借款国提供的贷款。其特点是期限长，利率低，甚至为无息贷款。目前我国获得的国际金融组织提供的贷款主要来源于世界银行、亚洲开发银行、国际农业发展基金会和北欧投资银行。

世界银行贷款。

世界银行就是指国际复兴开发银行及其附属的国际机构。世界银行贷款的特点是以提供贷款来帮助发展中国家经济的发展，因此其贷款比较优惠，贷款期限长，一般在 20 年以上，且利率低，一般每半年调整一次。世界银行

的附属机构国际开发协会向发展中国家提供的贷款更优惠，贷款期限可长达35—40年。我国是世界银行的创始国之一，我国接受世界银行提供的优惠贷款始于1981年。随着我国与世界银行之间业务关系的不断发展，我国从世界银行获得的项目贷款的数额也不断增加。截止到1992年中期，我国与世界银行贷款协议总额已达130多亿美元。贷款项目主要集中在工业、农业、交通、能源、文教卫生等部门，其中仅工业、农业两个部门就利用世界银行贷款的50%。

亚洲开发银行贷款。

亚洲开发银行是地区性的政府多边发展金融机构。亚洲开发银行成立的宗旨就是向该地区的发展中国家提供资金和技术等方面的帮助，以促进该地区发展中国家的经济发展与经济增长，并以此促进亚大地区的经济合作与发展。亚洲开发银行提供的贷款也以期限长、利率低为特点，期限一般在15—27年，有的可以长达40年。亚洲开发银行与世界银行就提供的贷款相比，亚洲开发银行的作法更为灵活。亚洲开发银行也是我国利用外资的一个比较重要的渠道。我国是亚洲开发银行的成员国之一，是在1986年加入的。1986年亚洲开发银行首次向我国提供用于电场改造的1亿美元的中间贷款。随后贷款项目及协议金额不断增加。到1992年底，共签署协议21个，总金额20亿美元左右。亚洲开发银行贷款主要用于工业、交通、电力、农业、环保等领域。

——外国政府贷款

外国政府贷款是指一国政府利用国库资金向另一国政府提供的条件较为优惠的贷款，它具有双边援助的性质。其特点是利率低，一般在0—3%，期限长，一般在20—30年，有的长达50年，更为优惠的是约有30%为政府赠款。政府贷款比较通用的作法是与出口信贷一起组成混合贷款使用，这样，这种贷款的用途往往受到很大限制，一般是提供贷款国要求用其提供的贷款购买其国内的商品或物品，而这些商品或物品的价格往往要高于国际市场上同类商品的价格。这对接受贷款的国家是非常不利的。现在世界上已经有18个西方发达国家和石油输出国向我国提供了政府贷款。至1992年底，外国政府向我国300多个项目提供了贷款，签约金额近250亿美元。外国政府向我国提供的政府贷款主要集中于农牧渔业、石油化工、机械轻纺以及原材料、文教卫生、医药等几乎所有的社会经济领域。

在外国政府向我国提供的贷款中，日本政府贷款占很重要的地位。日本政府向我国提供的政府贷款主要包括以下三种：

“日本海外经济协力基金会贷款”。

“日本海外经济协力基金会贷款”又称“日元贷款”。日本海外经济协力基金会是归日本政府经济企划厅领导的专门办理向发展中国家政府或政府机构提供直接贷款的专门机构。日元贷款允许在经济合作与发展组织成员国和发展中国家采购，但采购的主要方式是国际招标和谈判选购。1979年我国第一次接受这种贷款，总金额是3300亿日元。到目前为止，我国共接受日本政府提供的这种贷款约67亿美元。这些贷款基本上都用在了港口、码头、铁路、电力、通讯、化肥生产等国家重点建设项目建设上。

“日本输出入银行贷款”。

“日本输出入银行贷款”是日本政府向发展中国家提供的专门用于能源开发项目的贷款。其特点是贷款利率低，一般在6.25%左右，偿还期限在15

年上下，且有 5 年的宽限期。但是，日本输出入银行贷款有一个限制条件，即，这种贷款的 55% 要用于购买国外的材料和设备。到目前为止，日本政府共向我国提供了三批这种能源贷款，期限为 9—15 年，外加 3—7 年的宽限期，利率在 4.9—7.1% 不等。日本政府提供的这些贷款，主要用于我国的能源建设项目上，其中主要是石油和煤炭等建设项目。

“日本黑字还流贷款”。

“日本黑字还流贷款”是日本的国际收支顺差贷款。日本的国际收支存在大量的顺差（又称黑字），它每年把一部分顺差用于向发展中国家提供贷款，以弥补发展中国家经济发展资金的不足和国际收支逆差，这是日本外贸黑字（顺差）向发展中国家回流的一种形式。黑字还流贷款允许采购 OECD 成员国和发展中国家的货物。我国从 1988 年开始获得日本提供的黑字还流贷款。这种贷款利率极低，我国获得的贷款利率为 2.5%，期限为 18—30 年，且有 5—10 年的宽限期。我国获得的日本黑字还流贷款主要用于机电、农业、轻纺等出口创汇的行业和部门。

——出口信贷

一国政府（主要是工业发达的资本主义国家）为了提高本国商品在国际市场上的竞争力，扩大本国产品的销售市场，支持、促进和鼓励本国商品的出口，而在本国设立专门机构（一般为商业银行）并以此通过出口信用保险、贷款保证、利息补贴等方式向本国出口商和外国进口商提供的一种利率较低的优惠贷款，它往往与政府优惠贷款混合使用。出口信贷主要是支持本国成套设备的出口。出口信贷按贷款期限或贷款的不同对象可分为短、中、长期信贷三种，或买方、卖方信贷两种。出口信贷是我国利用外资的一条主要途径，到 1992 年底，我国共利用出口信贷近 100 亿美元，有力地促进了我国企业的技术引进和技术改造。

——外国商业银行贷款

外国商业银行贷款是指在国际金融市场中的商业银行获得的商业性贷款和银团贷款。这种商业银行贷款以利率高、还款期限短、经营灵活为主要特征。由于商业银行贷款一般数额大且有较大的汇率、利率及其他风险，这是单个银行所不能承受的，所以，商业银行贷款以银团贷款为多。银团贷款是多家银行联合经办的贷款业务。由于商业银行贷款利高风险大，所以，利用商业银行贷款的国家一般主要集中在经济效益好，出口创汇能力强，回收期限短的建设项目上。我国开始大量利用国际金融市场的商业银行贷款是在 1979 年，到 1992 年底，我国共利用商业银行贷款约 200 多亿美元。我国利用商业银行贷款的途径是通过中国银行、交通银行和中信公司等金融机构，特别是中国银行作为我国的外汇专业银行，在我国利用商业银行贷款方面更是起到了主要作用。我国利用外资的重点领域是轻纺、机电行业一批企业的技术改造及一批石油、钢铁、化纤等重要原材料建设项目。

3.2 以优惠政策、优越投资环境吸引的外商直接投资

外商直接投资是指外国的企业、公司和其他一些经济组织在我国政策法规允许的范围内对我国的一些经济领域和部门进行的投资活动，这也是我国吸收外资、利用外资的一种主要方式和途径。外商直接投资包括各种有形和无形资本，它所采取的方式主要有：合资、合作、独资与联合勘探开发。截止到 1992 年底，我国累计外商直接投资项目近 10 万个，协议外资金额 1000 亿美元以上，涉及到国民经济的各个领域。外商直接投资为我国引进了大量

的先进技术、设备和管理经验，促进了我国企业的技术改造，增强了我国商品在国际市

场上的竞争力，也为我国培养了一大批高级管理人员和技术熟练人员。

——中外合资经营企业

中外合资经营企业是由外国公司、企业、其他经济组织根据我国的合资经营企业法在我国境内与我国的公司、企业、其他经济组织共同投资兴办的企业。其主要特点是共同投资、共同经营、共同管理、共担风险、共享盈利。合资的方式可以是现金，实物和其他知识产权等，并以投资的多少来决定收益分配的比例。我国对外方投资的比例规定在 25% 以上，没有上限限制。自我国改革开放以来，共建立中外合资企业近 6 万家，外资协议金额 500 多亿美元。

——中外合作经营企业

中外合作经营企业是外国的公司、企业、其他经济组织根据我国的合作经营企业法在协商的基础上面成立的公司和企业。合作经营企业一般是外国提供资金技术和机械设备等，而我方提供资源、基础设施和劳动力等。它根据合作的条件确定收益的分配，合作期满，所有机器设备全部属我方所有。到目前为止，我国共创办合作经营企业近 2 万家，协议金额 300 亿美元以上。

——外商独资企业

外商独资企业是外国企业、公司及其他经济组织根据我国外资企业法而在我国建立的自行投资、独立经营、自负盈亏的企业和公司。到 1992 年底，我国共有外商独资企业 1.5 万个，协议金额近 300 亿美元。

另外，合作勘探开发也是我国利用外商直接投资的一种方式。这种利用外资的方式主要在海上石油勘探与开发方面。

在勘探阶段，外商承担全部风险，外商的投资及各种费用可在生产的石油中获得。到目前为止，我国利用外资进行的合作勘探开发项目有 100 多个，金额达 30 多亿美元。

3.3 利用外资的其他方式

补偿贸易和来样（来料）加工也是利用外资的重要形式。

补偿贸易是外国公司和企业提供技术、设备、设计和原材料等，我国企业 and 公司提供劳动力和厂房设备等，直接用生产的产品支付外国投资和利润的一种利用外资的方式。

来样（来料）加工是外国公司和企业提供原材料、半成品、设计样品等，由我方根据规定进行加工和装配的一种利用外资的方式。这种方式我方只是收取一定的加工费。

我国开展补偿贸易和来样（来料）加工形式的引进外资工作是从 1978 年开始的，大部分集中在沿海开放区和沿边开放区，到目前为止这种经济合作的外资金额已达 50 亿美元左右。

4. 到国际证券市场上去融资

改革开放以来，我国已引进上千亿美元的外资。引进外资的方式主要有两种：一种是合资或独资办厂，即利用外商直接投资的方式；另一种是借债，即利用国际商业银行贷款、国际金融机构贷款、政府贷款以及外国提供的出口信贷等外商间接投资的方式。这两种引进外资的方式虽然对我国经济的发展起到了积极的促进作用，但是，也有所不足，有其局限性：首先，利用外商直接投资的方式来引进外资，外商的投资则主要是直接前来设厂或投资实

业，因此。在吸引外资的对象等方面一般要同时具备资金、技术和市场等条件，外资进入国内，要受到外汇平衡、人民币配套资金等环境因素的制约；同时，还取决于国内市场的开发度，特别是兴办高技术的外商投资企业，通常是以开放一部分国内市场为代价的。此外，这种投资方式对国内的整体经济建设来说，因外商投入的资金国内有关经济部门不能自行支配，用于投入经济建设中最需要的地方去，这样往往会出现外商的投资与国内经济结构不够协调的矛盾。其次，利用外商间接投资的方式来引进外资，作为债务人必须承担还本付息的全部责任与风险。世界上许多发展中国家如墨西哥、巴西等国曾经发生的国际性债务危机，不得不引起人们的高度重视。

当前，国际金融市场出现筹资证券化的趋势，即资金需求者更多地倾向通过发行各种债务性证券和各种不同类型的债券、商业票据、股票等，直接向公众筹集资金，有别于向银行借取公众存款的间接融资方式。国际证券市场融资具有筹资主体主动，筹资对象广泛，筹资用途灵活，筹集的资金使用期限较长等特点。现在，在国际资本市场上，商业银行的贷款逐渐下降，债券、股票投资增势明显。据国际货币基金组织在一项关于资本流动的报告中提供的数字，美国、欧洲和日本跨国持有的股票从 1986 年的 8000 亿美元增加到 1991 年的 13000 亿美元。据国际证券市场联合统计，1992 年欧洲债券市场的成交额达 70000 亿美元。据美国证券数据公司公布的数字，1993 年世界新发行的债券和股票额超过 1500 亿美元，打破 1992 年 11000 亿美元的纪录。证券市场已突破空间和人为的限制，其融资范围不断扩大。而我国利用国际证券市场融资在我国引进外资中只占很小一部分，据统计，1992 年，我国政府和企业在海外发行股票价值 11 亿美元，债券 16.6 亿美元。因此，我国政府和企业如何利用国际证券市场融资是目前急需解决的重大问题。

4.1 国际债券融资：充分利用我国的信用声誉

随着证券市场的国际化趋势，国际债券融资已取代国际贷款成为国际融资的主要方式。我国最初的国际债券发行是在 1911 年 5 月 20 日，清政府与美英等四国银团签订的湖广铁路借债合同，以出卖铁路修筑权为代价，换取 600 万英镑，债期为 40 年的债券在美英等国发行。新中国成立后，我国从 80 年代中期又开始发行国际债券。据统计，从 1986 年至 1992 年，我国在国际证券市场上先后发行了 49 次，总额为 67.23 亿美元的国际债券。通过发行国际债券筹集资金来投放到国内重点、骨干项目上，如港口建设、电讯设施安装、基础原材料工业技术改造等，对加快国民经济建设起到了明显的作用。

1. 主要国际债券市场和金融工具：

——欧洲债券市场欧洲债券市场是以伦敦为主的一个国际性交易的、多种货币的债券市场，投资者主要是大的国际性基金组织。欧洲债券市场有两个独立的管理机构：国际初级市场协会（IPMA），负责管理所有与初级市场有关的债券发行事务；另一个是国际二级市场协会（ISMA），负责管理二级市场的交易。每一次发行由一家银行作为牵头经理人承包销售。债券交易通过电话在从事欧洲债券二级市场交易的银行买卖，通过国际债券交易商协会的传输（Trax）系统报价。大部分欧洲债券在伦敦或卢森堡证券交易所上市。

发行欧洲债券的步骤：

（1）委托牵头经理人。经理人的职责包括：负责全部初级市场发行和选择承销团，并管理全部发行过程，在证券上市后，还要在二级市场提供支持。

（2）信用评级。欧洲债券投资者一般不要求债券发行人必须公开评级，

所以小额发行不一定要信用评级，但获得信用评级能带来许多实际的好处。

(3) 选择货币和期限。选择货币一般考虑以下因素：对某种所选货币，发行人信誉的可接受性；全部成本效益以及发行者的外汇收入与有效期限相一致。欧洲债券市场上，美元债券占最大部分，其次为日元、德国马克、英镑、法国法郎等。期限选择主要要考虑发行人的形象、市场投资者的喜好等因素。欧洲债券市场上的债券期限一般较短。(4) 准备文件、市场销售定价及开始发行。欧洲债券的法律文件大部分是标准化的。发行欧洲债券要签署下列文件：招股说明书，讲明发行人和所发行债券的期限和条件；认购协议，以证明包销商和发行人之间的合同规定的责任和义务；财务和支付代理协议，证明发行人和财务支付代理机构对于支付本金和利息的安排。在准备就绪后，举债方要将招股说明书和资信调查（通常由牵头经理人准备）分送给投资者。另外，举债方还要向各位经理人发邀请电，邀请他们出席发行仪式并说明期限和条件。如果是首次发行人采取“专场发行”方式，通常要安排有关人员单独引见介绍。在准备发行时，必须组成承销团，由他们在一级市场上销售债券。债券合理定价决定于销售时机的选择和对债券市场情况的把握。

——扬基债券扬基债券是外国发行者在美国发行的债券，是灵活有效的融资工具。扬基债券的投资者为美国多种金融机构，包括人寿保险公司、独立投资咨询机构、互助金管理机构、政府及公司养老基金等。扬基债券的发行可以采取公募和私募两种方式。公募发行扬基债券需要到证券交易委员会注册登记，并需经美国标准普尔公司和穆迪投资人服务公司评定信用等级。私募发行无需到证券交易委员会注册，但要进行信用等级评定。

美国证券交易委员会注册分为几种类型：

B类。外国政府或政府所属的政治机构发行的证券注册时按B类申报。所填内容包括：筹资具体目的（详细）及所需大约金额，并要说明其所采取的记帐制度。

表格F—1。所填内容包括：基本情况、风险因素、收益与固定支出的比例、以及贷款的用途等等。填写此类表格的发行者所采用的会计制度必须与美国一般公认会计原则相一致。

缓行注册。此种注册允许发行者向证券交易委员会注册其从注册生效日起之后两年内打算出售的债券总额。注册完毕，发行者有机会便可发行其债券，不必再经证券委员会审查。根据证券委员会的规定，凡是在过去的5年里成功地完成了一次注册的债券发行，而且对自己的债券从没有出现过还本付息上的违约现象的举债人都有资格进行缓行登记。

扬基债券的公募发行政序

1. 准备阶段	2. 推销阶段
完成文件准备工作	申请注册文件
执行发行者顶审	生效
取得董事会批准	分发初次发行说明书
获得债券评级	分发内部销售备忘录
债券研究	发行人促销展示会
制定推销前的战略	选定投资者
为正式推销准备材料	答疑（来自投资者）
	为发行定结构
	形成议价范围
	宣布发行条件及价格
3. 定价和发售	4. 交割
取得定单	交割并取得融资
定好条件	
组织包销	
二级市场销售开始	
售后服务	

——“龙”债市场“龙”债市场

是指在除日本之外的亚洲地区以亚洲国家货币计价的公开债务市场。“龙”债的发行者可以是主权国家、政府机构、超国家的实体或公司，主要销售对象为亚洲地区内有固定收入的投资者。“龙”债券一般是一次到期还本、每年付息一次的长期固定利率债券，或者是以美元计价、以伦敦银行间市场拆放利率（LIBOR）为基准，每一季或每半年重新定价一次的浮动利率债券。

每笔“龙”债券在发行之前，一般都要向投资者作展示，以努力使潜在的投资者了解预期的债券发行并充分阐述债券发行人的信用。“龙”债券通常都在香港和新加坡证券交易所上市。“龙”债发行所需要的文件一般遵循欧洲市场的惯例，主要包括认购协议、信托契约、代理协议、财务代理协议、承销人协议等。“龙”债券的发行多数使用英国法。“龙”债券的清算经由两个主要的欧洲清算体系 Euroclear 与 Cedel 办。理。“龙”债券的发行都是由一群由发行者与主干事行共同决定的国际及亚洲承销商以全部承销的方式进行的。大多数“龙”债的推出是在早晨（香港时间），承销则于午后开始。“龙”债券通常是按美国公债或 LIBOR 之上 2 到 3 个基本点的差价，或是按某一固定差价推出。“龙”债市场上的承销费率依照欧洲债券市场上的惯例。

2. 我国发行国际债券的实践

——政府和企业国际债券融资相结合

我国通过在国际证券市场上发行国际债券，既可以解决经济建设中的资金问题，尤其是外汇短缺问题，又可避免以银行借贷方式向海外筹措资金，降低付出利息。我国在国际证券市场上采取的是传统的发行国际债券的政府金融机构和符合资格的大型国有企业到境外发行国际债券相结合的方式筹措资金。

我国政府金融机构发行的国际债券是以中国政府名义发行的，有可靠的

信用保证。1987年，我国政府在德国法兰克福国际证券市场尝试发行过一次外汇国库券，取得了一定的经验。1991年，中国交通银行率先在新加坡发行浮息国际债券，从而带动了我国亚洲美元浮息债券的热潮。1992年，我国至少有4家金融机构在伦敦、东京、香港及新加坡等地发行多次国际债券，筹资额为16.6亿美元。1993年，我国各种金融机构在国际证券市场上发行债券额比上一年激增近1倍，达30亿美元。其中6月28日，中国银行在伦敦国际证券市场上发行的2亿美元的欧洲债券，是迄今为止中国银行在欧洲证券市场筹集到的最大一笔中长期资金。我国发行国际债券的市场包括欧洲市场、亚洲市场及美国市场，并且发行市场趋于分散。1993年，我国在国际证券市场上发行债券21次，其中在东京证券市场6次，其它欧洲证券市场6次，亚洲市场6次，美国市场3次。我国财政部1994年1月4日代表中国政府正式向美国证券委员会注册登记发行10亿美元的全球债券。债券发行的牵头机构为美国美林证券公司，债券将由包括全球各主要证券公司和银行在内的包销团承销，并同时在美国、欧洲、亚洲分销。此债券是我国政府发行的第一笔全球债券，也是我国政府国际债券首次进入美国市场。与此同时，我国国内符合资格的大型国有企业也到境外发行国际债券，并取得了巨大的成就。1993年7月28日，中国国际信托投资公司在美国发行2.5亿美元的公募债券，年限长达10年。这是我国大型国有企业在美国发行的第一笔公募债券。同年8月4日，中信公司就收到2.5亿美元债券的全部金额。这笔巨资将主要投放于能源、交通、原材料、通讯等国家重点扶植发展的建设项目。

我国采取政府和企业国际债券融资相结合的方式筹措外资，这一方面可以增加国家融资渠道，为外国基金增加投资中国的选择机会；另一方面可以实现我国国际债券融资多样化的要求，以扩大债券筹资规模。同时，这对我国政府和企业开拓国际证券业务，步入国际证券市场来说，也是一种十分有益的实质性尝试。我国大型国有企业国际债券融资尚处于尝试和起步阶段，扩大我国企业国际债券融资规模，需要不断地实践摸索。西方一些国营大型企业发行国际债券有政府担保。我国符合资格的大型国有企业发行国际债券可以尝试与效益好的项目挂钩，或在开始阶段由政府银行信用担保，在公司信誉建立以后再以企业信用发债。

——公募和私募国际债券融资相结合

在国际证券市场上，如美国和日本证券市场，发行的国际债券有公募债券与私募债券之分。在美国证券市场上，外国公司为在美国向公众发行债券必须按证券法的要求向美国联邦证券委员会（SEC）注册。证券发行公司必须向美国联邦证券委员会报送注册报告书和“募股说明书”。注册报告书和募股说明书均须包括某些特定的内容。证券发行公司在债券发行中不经注册便发行证券的最通用的方式是通过一般“私募”。依赖于私募而免于注册的发行公司必须确保债券销售交易不涉及公开发售。因此，发行私募债券时，证券发行公司不需编制和报送注册报告书和募股说明书，。但是需编制私募备忘录。发行私募债券时，可以避免费时地编制和报送注册报告书和募股说明书的过程，但需依据有关规定进入美国市场。最主要的不利是，根据有关规定出售的债券不能在美国二级市场上自由转让，只能向一个合格机构转售。发行公司必须运用各种机制以确保债券购买者不会继而将其转售给公众，从而不致使原先的私募去其私募的性质。因此，私募债券转售市场的流动性远不如公募债券大，这一点可能对这些债券的销售数量和价格产生不利

的影响。与私募债券相比，公募债券可以直接进入二级市场，挂牌买卖，可使外国公司有机会进入一个异常广阔和流动性一流的资本市场，但在编制注册报告书和募股说明书时，法律上的难度比较大。

1982年，中信公司在日本东京成功地发行了100亿日元私募债券，从而救活了濒于下马的国家重点建设项目——江苏仪征化纤工程。从那以后，该公司又相继在香港、伦敦、法兰克福、卢森堡、新加坡等地发行了十多笔债券。1993年，中信公司又在美国成功地发行了2.5亿美元的公募债券，从而标志着我国企业发行国际债券的一个战略性突破，从融资渠道上来说，它彻底改变了我国过去对外商业性长期资金主要依靠日本和亚洲市场的局面，而转向世界上资金力量雄厚和长期稳定的美国市场。公募和私募债券的成功发行，使我国在国际债券市场上开拓了一个全方位、多层次的融资渠道，提高了我国在国际证券市场中的信用，赢得了我国在国际证券市场上融资的主动权。

——国内外注册的我国企业国际债券融资相结合

1993年12月，中国建设总公司在香港的控股公司（控股比重为75%）——中国海外发展有限公司发行1.25亿美元的可换股债券（可换股债券是介于股票与债券之间的一种有价证券，和普通债券一样，发行者要付给持有者利息，所不同的是债券持有人在债券期内可随时兑换成现金或股票，债券期通常为5—7年）。该债券在香港和卢森堡证券交易所同时上市并配售给欧洲及亚洲的投资者，获集资净额1.22亿美元，将用于在香港及中国的房地产开发、建筑工程及其它实业投资。目前在香港注册的中资企业上市公司如奥海投资、越秀投资和香港中旅公司等5家大陆企业控大股的合资企业，均发行了可换股债券，发行额由1.02亿美元至1.83亿美元不等。

我国证券市场出现时间较短，许多法律和规则尚未健全，国内现行的会计、法律、审计等有关制度尚未国际化，从而影响了境外投资者对国内注册的我国企业在国内证券市场上发行债券时认购的积极性。而我国国内企业控股，并在海外注册的企业在海外发行国际债券则可弥补这方面的不足。在我国国内证券市场与国际证券市场相接轨的同时，为了及时地引进我国经济建设资金，有必要实行我国国内外注册的企业国际债券融资相结合的融资方式。

4.2 国际股票融资：检验和锻炼国内企业的国际竞争力

90年代以来，随着我国国民经济的迅速发展以及国内股票市场的逐步建立和完善，我国股票市场也开始走向国际市场。与国内股票市场不同，国际股票的发行是跨国界的，是世界性的，股票的认购和销售都是在发行公司所在国之外进行，即通过在由国际性银团和证券交易所参与的国际资本市场上进行买卖。通过国际股票市场融资，既可以在不增加外债的前提下直接以股本的方式引进外资，又可以把筹资对象扩大到国际领域，从而促使我国证券市场国际化，并促使企业走向国际市场。此外，通过发行股票来利用外资不仅是我国引进外资的新途径，而且较之对外借债，吸引外商直接投资，甚至对外发行国际债券等方式具有明显的优越性。对境外投资者而言，股份投资是一种符合国际惯例且熟悉的投资方式，股份投资不必对投资项目进行长期的论证考察，投资方式灵活便捷，可多可少，流动性甚强，而且随时可以转移，因而通常为投资者所采用。

1. 国际股票发行政程：

我国公司发行国际股票除要按国际惯例做好组建承销团、推销股票、定价发行、后市等步骤工作外，还必须特别做好两方面公开上市的准备工作：

(1) 重组发行公司。即对公司进行改造，改造的第一步是确定公司的竞争优势，然后制定出经营战略，使这种竞争优势发挥最大作用；第二步是确定哪些资产归到发行公司并同时分配负债；第三步是保证公司的独立盈利能力。

(2) 达到国际会计标准。公司的财务文件必须按国际会计准则编制，如果打算在美国上市，则公司的财务报表必须根据美国会计通用准则（GAAP）重新制定或进行调整。

2. 我国发行国际股票的实践

我国发行国际股票的种类及其比较

表 12—1

市场	在香港联交所 (HKSE)上市	在纽约股票交易所 (NYSE)上市	同时在香港和纽约 上市	香港上市全球发 售
信誉	高	很高	很高	高
流通性	高	很高	很高	高
投资者	大部分来自亚洲	全球	全球	全球
信息披露 要求	按 HKSE 要求	按美国证券交易委 员会 (SEC) 要求	按 HKSE 和 SEC 要 求	按 HKSE 要求
会计标准	国际会计标准 (IAS)	美国一般会计公认 标准 (USGAAP)	IAS US GAAP	IAS
定价方法	国定价格	公开定价	先在纽约市场上公 开定价，然后在香 港市场上固定定价	先在各国际市场 上公开定价，然 后在香港市场上 固定定价
定价结果	对股票发行最大 值打了很大折扣	接近股票发行最大 值	接近股票发行最大 值	对股票发行最大 值稍微打了折扣
时间	最快	另加 6—10 星期	另加 6—10 星期	另加 2 星期

——发行 B 股融资所谓“B”股指的是，在中国股票市场上，向境外发行一种只供中国境内外的外国和港澳台地区的自然人或法人用外币直接参与投资，并可在中国股票市场上上市的，只能在中国境内外的外国及港澳台地区的自然人和法人之间转换的人民币普通特种股票。

发行 B 股首先要得到国家有关部门的批准，这些部门包括国家证券监督委员会、财政部、国有资产管理局、国家体改委、对外经贸部、国家计委等。获准发行 B 股的公司要重组发行公司，即进行股份制改造，然后选择在上海证券交易所或深圳证券交易所挂牌上市。这两个交易所对上市资格有严格规定，只有符合条件的公司才获准上市。

1991 年 11 月，上海申银证券公司率先开辟了中国股票的国际市场，为上海真空电子器件股份有限公司成功地发行了我国第一张人民币普通特种股票——B 股，发行工作于 1992 年 2 月 1 日圆满结束，共发行 1000 万股，企

业实际筹资折算美元为 6750 万美元。这是我国首次以股票形式吸引外商投资的一种新的尝试，是继我国债券走向国际市场以后，我国在证券国际化道路上又一重大步骤。从那以后，上海、深圳共有 38 家上市公司成功地向境外投资者发行了 B 股，其中上海 19 家，深圳 19 家，上市总额达 24.5 亿人民币，筹集外资数亿美元。B 股的发行，对国内企业来说，除能克服其它融资途径的不足之处并能达到吸引长期稳定的外资的目的外，还能使国内企业通过 B 股市场进入国际市场；对境外投资者来说，通过 B 股市场，既能满足其投资中国经济建设的欲望，又能化解或降低外资投资中国的风险。

——我国企业直接到海外上市融资

我国内地注册的国有企业在海外证券交易所直接上市融资，一方面可以为企业筹集国际资金提供一条便捷的途径，另一方面可以提高企业的声望和国际地位，改变现有企业的经营机制。同时也有利于我国企业走向国际市场，通过在海外上市，把企业生产的产品推向国际市场。1992 年 10 月，中国国务院证券委员会确定 9 家大型国有企业在香港直接上市，发售“H”股（H 股是一种只供香港及海外投资者以港元认购及买卖的人民币特种股票）。1993 年，我国先后到港直接上市的国有企业有青岛啤酒股份有限公司、上海石化股份有限公司、广州广船国际股份有限公司、北人印刷机械股份有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司及昆明机床股份有限公司等 6 家企业，筹集资金 70 多亿港元，此外，上海石化股份有限公司还首次实现中国大型国有企业的股票直接在美国市场和香港市场同时挂牌交易，在全球范围内通过发行股票融资，也是亚洲最大的一笔新股在海外发行。

我国在香港上市的 6 家国有企业，具有一些共同的特点：企业欠缺发展资金，因而妨碍了企业正常业务的发展。现在通过到海外发行股票，筹集资金，对企业本身的业务发展、技术改造、扩大生产规模以及多元化发展等都有许多好处。

——我国海外注册的国内企业直接到海外上市融资

1991 年初，香港华晨集团有限公司（中国金融教育发展基金会下属的一个企业集团）与沈阳金杯汽车股份有限公司，以合资的方式建立了沈阳金杯客车制造有限公司。其中的股份分配为，金杯集团占 60%，香港华博财务有限公司占 25%，海南华银国际信托投资公司占 15%。1992 年初，中国金融教育发展基金会出资又在百慕大群岛注册成立了华晨中国汽车控股有限公司（China Brilliance Automotive Holdings Limited），然后向金杯、华博、华银收购完成 51% 的控股，并从华晨中国汽车控股有限公司转让 21.5% 的股份给金杯集团。这样华晨中国汽车控股有限公司通过收购的方式完成了对沈阳金杯客车制造有限公司 51% 的控股。1992 年 10 月 9 日；沈阳金杯客车制造有限公司的控股公司—华晨中国汽车控股有限公司（英文简称“CBA”）正式在美国纽约证券交易所挂牌交易，并一举成功。“CBA”开市价格即为每股 20 美元，价格上涨幅度为 25%，当天成交量为 100 万股，成为纽约股市当天最活跃的股票之一，并被作为中国股票的唯一代表列入所有大型国际基金组织都必须持有的 EAFE 指数。扣除上市、审计和与法律服务有关的费用，华晨中国汽车控股有限公司股票的这次对外发行共获招股收入 7200 万美元。根据百慕大群岛和美国法律，华晨中国控股有限公司只能将其招股收入投回到它唯一的资产所在金杯客车制造有限公司，这样就真正实现了直接以股本的方式引进外资的目的。

——买壳上市融资

所谓“买壳上市”，是指一些公司以现金或交换股票的手段收购另一家公司已在股票市场挂牌上市的公司部分和全部股权，借以取得上市地位。中资企业在香港买壳上市融资始于1984年初，当时中银集团与华润集团联手组建新琼企业有限公司，并先后向香港最大的上市电子集团公司——康力投资有限公司注资4.37亿港元，获得67%的股份。首钢是我国率先在香港实行买壳上市的内地国有企业。1992年10月，首钢以2.39亿港元收购东荣钢铁公司51%的股权，并改名为首钢国际公司；1993年4月，首钢又收购了三泰实业46.1%的股权；1993年5月，首钢利用首长国际公司大规模供股集资，筹资金额高达18.81亿港元。迄今为止，我国内地国有企业已有17家通过买壳上市到香港证券市场上市融资，筹资金额约79亿港元。内地一些具备实力、效益较好的国有大中型企业，收购香港的上市公司，然后在香港资金市场上融资，这样，不仅可以避免内地企业到香港直接上市时，由于内地会计和法律制度与国际制度的差异而引起的诸多不便，而且能够利用香港这一国际金融中心来筹措外资，并能以此为媒介，为企业向国内引进资金、技术和先进的管理经验，为今后企业的跨国经营奠定基础。

4.3 共同基金融资：国际游资的吸铁石

共同基金是指由专业经济人所管理的股票、债券和其它金融证券的投资组合，是现代金融市场中的一种主要投资方式。从国际惯例上来看，以共同基金来吸引外资是一项很成功的作法，它已为新加坡、韩国等新兴工业化国家所普遍采用。据报道，从1980年到1993年，美国国内共同基金资产增加了11倍以上，仅1992年一年，投资者从银行和储蓄机构提取款项用以购买共同基金股票，净额达2060亿美元。长期资本市场上的共同基金主要投资于股票和债券，这些基金必须按市场价格报告其股票价值；短期资本市场上的共同基金则主要投资于多种多样的短期资本市场金融手段组合，如商业票据、存款单和国库券等。由于共同基金比银行存款更具有吸引力，加之其流动性和其它一些特征，使之越来越受到人们的普遍关注。

香港中银集团、中信集团等中资金融机构在香港发起了中银中国基金、中信中国基金等中国投资基金。我国现阶段利用在海外发行共同基金的方式来引进外资尚处于尝试阶段。

5. 外资越多越好吗？

俗话说：饥不择食。倘若真的只顾一时需求，是要出问题的。改革开放以来我国经济的飞速发展，利用外资工作功不可没。但是，我国的引进外资工作也确实存在着很大的问题亟待解决，比如有的外资引进根本没有达到引进外资的初衷，外商投资企业的经营状况并不理想等。这些问题突出表现在贪多求快、不求质量上，具体表现在多头对外、自相拆台。

在引进外资方面，从中央到地方，从基础工业到加工工业乃至第三产业，都为了促进本地区、本部门、本行业的发展而千方百计地吸引外国投资，尤其是随着中央集中管理权限的下放，各地方、各部门各自为政、各自为战的态势愈演愈烈，缺乏相互之间的有效协调、控制和配合。各地区、各部门互相攀比之风盛行，有的甚至以引进外资的多少作为考核它们的一个重要指标，致使我国的引进外资工作在一定程度上失控。

5.1 钱好借，债难还——目前出现了偿债困难的先兆

借债还钱，这是天经地义的。目前，我国外资的主要组成部分是外商直

接投资和对外借款两部分。就外商直接投资来看，这部分是由外国直接投资者来承担所有风险的；但是，对外借款则是形成了我国的对外负债，而这部分是需要国家来偿还的，这对我国来说就有很大的利率风险和汇率风险。因此，对这部分利用的外资我们必须考虑我国的还债能力问题。外债并不是越多越好，利用外资也不是越多越好，这在国际上已有实例可作借鉴。一般来说，负债率高，偿债率低是比较理想的。虽然从目前的情况看，我国的负债率和偿债率都在国际公认的警戒线以下，但从其发展的速度来看，都发展较快，使我国的外债承受能力逐渐步入极限。更何况我国的很大一部分出口是由外商投资企业出口的，不能全部计入我国的出口。所以，我国的偿债还是有相当大的困难的。

5.2 追求数量还是质量？——盲目引进不利经济发展

引进外资是为了促进经济的发展，可是如果是盲目地引进，则适得其反了。由于我国有的地区和部门在引进外资的工作中只注重数量而忽视引进外资的质量和消化吸收，致使引进外资工作在一定程度上没有完全达到应有的目的。

——由于各地区和部门在引进外资中互相以提供更优惠的条件竞争，致使引进外资的水平不高。主要是资金规模小，实际利用金额平均只有 100 万美元；技术水平低，引进的主要是劳动密集型加工工业，有的地方高达 70%，这虽然在一定程度上解决了部分劳动力的就业问题，但并没有真正引进国际先进技术和管理经验，不利于我国产业结构的更新换代。

——各地区、各部门的互相“压价”，有的地区甚至违反国家的有关规定擅自越权行事，有的优惠条件甚至在开放城市和开发区之上。在你优惠我也优惠的互相攀比中，造成了 国有资产的大量隐性流失，严重损害了国家的利益。

——一些地区和部门在引进外资的条件并不成熟的情况下，仓促引资招商，很难得到有效地利用。更有甚者，有些在引进外资中草率从事，不对投资者的资信进行必要的调查，上当受骗者大有人在。

5.3 你准备好了吗？——不具备条件的引进会恶化投资环境

引进外资必须有相应的配套措施，这包括交通、能源、通讯等方面条件；还需要有相应的配套内资。我国的基础设施一直是制约经济发展的“瓶颈”。现在，在很多地区，到处是开发区热和引进外资热，而不顾当地的经济环境和配套措施，有的甚至就是便宜出租土地而已，更有甚者，开发区的过多过滥，有的根本就是有其名而无其实，仅仅是围了一大片土地，造成大量的土地等国有资产的浪费。正是基础设施的不配套和瓶颈产业的制约，以及各地区引进外资的盲目性，严重恶化了我国的外商投资环境。所以，我们所说的优化外商投资环境决不是简单的税收优惠和地租优惠，如果不能在交通、能源、原材料等方面有较大改善和提高，即使在税收和地租方面再优惠，对引进外资工作也不能取得多大的效果，只会造成国家资源的浪费。

5.4 外来的和尚未必个个会念经——外商投资企业的经营状况不理想

外商直接投资是不形成债务的引进外资，这对于急需国家建设资金的广大发展中国家来说是比较合算的一种利用外资的方式。但是，从外商直接投资的国际实践看，这种投资方式也有很大的弊端，尤其是在对投资的监管方面，发展中国家往往力不从心。一般来说，进行海外直接投资的公司和企业

都是跨国型的国际大公司和企业，他们在具体经营中考虑的重点是公司和企业整体利益，为此，有时甚至不惜牺牲局部或者某些小公司、小企业的利益，他们往往利用价格转移的方式进行利润转移，从而给接受投资国造成经济损失。在我国的外商投资企业的情况也不例外，据 1992 年有关资料统计分析，我国“三资”企业的基本状况是呈现三个 1/3 分布，即 1/3 企业盈利，1/3 企业微利，1/3 亏损，它们上缴的税额与我国“三资”企业利用外资的数量显然是不相称的。

5.5 人无远虑，必有近忧——债务结构不合理

引进外资需要注意的一个重要方面就是债务风险和还债能力。就债务风险来说，主要包括利率风险和汇率风险两种。利率风险一般是由于所借外债利率的跳高而增加了需要偿还的数量；汇率风险则是由于所借外债市种的汇率上升而增加了偿还外债的负担。所以，对于任何一个国家来说，认真把握住和协调好所借外债的币种结构、利率结构是非常必要的，是规避由此而造成的债务风险的一条重要途径。

从我国的外债结构上来看，无论是在利率结构上，还是在币种结构上都还需要有一个较大的改善，——尽管我国已经为此尽了很大的努力。在我国的外债结构中，在币种的组合上的不合理，就是外债的币种过于集中，仅美元和日元就占我国外债的 70% 以上，像马克等国际硬通货尚不足 3%。当然这有其历史原因。近来随着国际外汇市场的发展和变化，以及各种货币在国际市场上地位的消长，就我国的外债币种结构进行了必要的调整，使我国的币种结构有一个不小的变化，但从总体上来看，美元与日元所占的比重仍在 70% 以上，所改变的只是美元与日元的比重而已，即过去日元占的比重较大，现在美元的比重占到了将近 50%。

债务的利率结构应从两个方面来考虑，一是资金来源；二是固定利率与浮动利率的比例。在我国的改革开放初期，所利用的外资以优惠利率贷款为主，资金主要来自于外国政府和国际金融机构。这时的利率风险表现的并不是特别突出。但是，随着我国经济实力的增强，以及利用外资、引进外资数量的不断加大，致使在资金来源方面发生了很大变化，商业银行贷款的比重有所上升，其比重已近 50%。商业银行贷款比重的增加就意味着贷款风险的增加，因为商业银行贷款一般是利率高，风险大。

6. 要改善利用外资

世间没有绝对的好事，也没有绝对的坏事，关键是怎么对待，怎么处理。我国利用外资，已经迈出了第一步，有了基础，有了经验，第二步的问题是如何改善利用外资。

6.1 审时度势，认清我国所面临的国际金融环境

当前国际金融市场正走向全球化、自由化、证券化，金融创新不断。跟踪它们，适应它们，方可利用它们。

而就当前的国际资本市场来看，也是发展较快，变化大。

——资金规模大，供求结构变化快

各国经济发展对资金的需求旺盛，生产国际化、跨国公司的发展以及国际贸易的迅猛增长加速了国际资本的转移，再加上国际金融创新的发展，更是促进了国际资本市场资金规模的扩大。据经合组织的统计，1993 年国际贷款较 1992 年增长了 33%，由 6100 亿美元增至 8110 亿美元，是 1986 年以来的最高水平。1993 年世界的股票发行也创下了历史的高记录，发行额由

1992 年的 1470 亿美元增至 4810 亿美元，增幅达 227%。另外，1993 年上半年的债券发行为 2470 亿，较上年同期增长 30%。

另一方面，国际资本市场的供求结构也发生了重大变化，原有的资本供应国由于国内经济不景气，以及国际收支顺差下降或存在巨额国际收支和财政赤字，限制了国际资本市场的资本供应，比如美国就由于双赤字的困扰，目前已经变成了净债务国；德国东部地区的重建则需要大量的资金投入。从国际资本的需求结构上来看，变化更大，工业国、发展中国家、原苏联东欧国家等都对资金有比较旺盛的需求。

——国际资本市场的资金流向发生了变化

由于经济发展的不平衡，以及世界各国经济环境的差异，国际资本市场上的资金流向发生了很大变化。国际资本流向的变化主要表现在地域流向的变化和部门结构的变化。在地域流向上由于发达国家的经济开始恢复而出现向发达国家的回流，以及西方发达国家资本的东流和由于世界区域集团化的发展而出现的区域集团内部的内流，其中比较明显的是国际资本流向投资环境好的发展中国家的趋势越来越强。在资金流向的部门结构上已经明显地流向高技术产业、新兴产业以及金融、保险、房地产等非制造业部门。据统计，1993 年流入发展中国家的资本总额达到 1770 亿美元，较 1992 年增长了 13%。这些资金的大部分是流向经济发展良好的东亚和拉美发展中国家和地区。1993 年是我国吸引外资最多的一年，据估计，1993 年全年吸收外资总额约达 250 亿美元，是 1992 年的 2 倍以上。

——汇率更加动荡，利率开始稳中有升

在浮动汇率制下，各国货币经常性的，甚至大幅度的波动已为人们熟视无睹。90 年代以来，国际外汇市场汇率变化的基本趋势是美元不断贬值，日元大幅升值，马克也稳中有升。估计这一趋势在一定的时期内仍将是主流，但要有一些大的波动和反复。由于外汇市场投机力量的强大，以及国际金融市场上游资的增加，进一步加大了外汇市场的动荡和难以把握性。

利率一直是西方国家进行宏观经济调节的重要手段之一。从 80 年代末到 90 年代初，由于西方国家经济一直不景气，它们为了刺激经济的恢复与发展，普遍采取了比较宽松的宏观经济金融政策，连续多次下调了利率，现在利率几乎已达历史的最低点。估计，随着西方国家经济不断得到恢复和发展，通货膨胀将会抬头，为了防止通货膨胀的发生，西方国家将会转而采取紧缩的金融政策，提高利率水平。1995 年以来，美国就已经多次提高了基金利率和中央银行贴现率。

6.2 多方改进，实现利用外资最优化

吸引外资是一个复杂而细致的工作，不能一哄而上，不能把引进外资当做目的，它只是发展经济的一种必不可少的手段，所以，随着我国外资立法工作的不断完善和加强，以便为外资创造更好的法律环境和条件的同时，必须注意引进外资的质量和结构，注意解决引进与利用的关系问题。

——钱和钱不同，要选择外资对象

首先要选择好引进外资的渠道。从过去的实践看，我国利用外资的渠道基本上有三种，即国际金融组织贷款、外国政府贷款，商业银行贷款和外商直接投资。国际金融组织和外国政府提供的贷款一般是带有援助性质的优惠贷款，还款期限长，利息低或无息，有的仅收取一定的管理费等费用，国际金融组织贷款申请程序复杂，一般对项目的审批比较严格。外国政府贷款一

般对贷款申请和采购有较严格的限制。商业银行贷款在国际资金市场上是一种供应比较充沛，利用比较灵活的资金来源，但这种资金的利用成本较高，风险也较大。外商直接投资一般是一种不形成债务的利用外资的方式，但这种方式在防止利润的转移上有一定的困难，且在很多领域有一定的限制。根据这些外资的基本来源，我国可以选择的利用外资的方式很多，比如，国际金融组织贷款、外国政府贷款、国际商业银行贷款、买方信贷。发行债券和股票以及建立合资（合作）和外商独资企业等，当然，对于这些资金来源渠道和利用外资的方式，必需根据我国经济发展的需要和产业政策进行合理地选择。

在具体引进和利用外资上，要积极引导扩大从外国政府、国际金融组织的借款，和多利用买方信贷和混合贷款，促使这类官方性贷款与商业性贷款的比例的提高，提高这类贷款在我国利用外资中的比重。在利用商业银行贷款时，要尽量实现筹资市场、方式和币种多元化，鼓励研究和运用国际上金融创新工具和技术来调整债务，降低成本，减少外汇和汇率风险。

其次要选择好引进外资的结构。首先是利率结构的选择，这个问题其实就是固定利率还是浮动利率问题。一般来说，当市场利率趋升时，应选用固定利率筹资，以减少浮动利率债务；反之，当市场利率趋降时，应选用浮动利率筹资，以防止固定利率造成的债务的增加。在具体作法上，应采取的措施是，对于期限较长的债务，应尽量利用固定利率；而期限较短的债务，则应适当利用浮动利率。其次是币种的选择，因为汇率变动也是造成重大经济损失的一个重要原因。币种的选择一要坚持国家整体债务币种结构多元化，合理分布各种货币的比重；二要坚持单项债务的货币选择要尽量与实际使用货币和项目收益货币行统一的原则；三是要“软币”与“硬币”的利用要搭配好，不要把暂时表现较软的货币的债务搞的比重过大。

再次是要选择好国家总体债务的年期，作到长、短、中年期的债务的结构要合理，借款与还款的时间要配称得当。

——不是越多越好，在外资引进数量上要进行宏观控制

在引进外资的量上要遵循全国一盘棋的思想，从总量上进行宏观调控，严加监督。一是要考虑到我国的偿债能力，全国要有一个统一的协调、平衡和管理，外资引进方面的地方主义和自由主义的思想必须予以制止和克服，以免引进外资的工作宏观失控。况且，在引进外资方面，并不是越多越好，必须结合我国的具体实际，必须兼顾我国经济建设的需要和我国对外资的消化能力。条件不具备的盲目引进，一是会影响我国进一步引进外资的国际信誉，另一方面也会为此付出较大的代价，在这方面我国也是有可资借鉴的。总的来说，我国很多地方的交通、电力、劳动力、市场等还是很发达的，即使外资引进了，也难以发挥其应有的作用。

在引进外资中一定要作好中外双方的投入评估工作。有的地方和部门在引进外资的工作中只顾眼前利益、地方利益和个人小团体利益，有的甚至为了能引进外资而不借高估外资价值，低估我方资产的价值，结果导致我国国有资产的无形流失。所以在当前引进外资的形式日益多元化，尤其是非货币投资方式日益发展和扩大的情况下，必须对引进的外资的资产价值进行正确、公正、客观的估价。

为了更好地对引进外资的总量进行有效和符合国际惯例的管理与控制，鼓励外商对我国投资的积极性，必须对与引进外资有关的经济体制进行必要

的改革，根据我国建设社会主义市场经济的要求，加快我国的税收、价格、财政、金融、外汇等各项体制的改革，尽快建立起与国际管理相衔接的我国宏观经济管理和投资体制。尽管这将是一个长期的进程，但这也是有效引进外资的一项重要措施。

——无为而治未必“无不为”，对外资引进要加强监督和管理总的说，一是对引进外资本身的管理，谨防在引进外资中上当受骗，或搞假引进；二是加强对引进外资利用的管理，优化投资环境，提高利用外资的社会经济效益。

在引进、利用外资的实践中我们已经了解到，一些地区和部门在引进外资中对外资缺乏必要的资信调查和了解，往往会上当受骗，外资或者资金不到位，或者发生外资抽逃资金的事件，或者在引进的机械设备中都是一些国外淘汰下来的陈旧设备，这些都给我国造成了巨大的经济损失。所以加强对外资资信情况的调查，了解所引进外资的真实面目，必须成为我国引进外资工作的重要一步。在这方面有关部门必须配合起来。从宏观上，作好对各地区和部门所引进外资的审批和审查，也是对引进外资进行宏观管理和监督的一个重要方面。另外，还要加强对外资企业的财务监督，以防止企业搞假合资来骗取对外资的优惠政策，或者一些真正的外资企业通过价格转移等手段偷税逃款。

为了有效地利用外资，提高利用外资的水平和质量，发挥外资对我国国民经济发展的促进作用，首先要搞好经济预测和规划，确定合理的引进和利用外资的规模、时机和投向，并采取措施加以引导。其次要改善投资环境，一是加强交通、通讯、能源、原材料、劳动力等基础设施和基本条件的建设和改善，也就是硬环境的改善；二是要进行与引进和利用外资有关的各项规章制度和法律法规的改革。只有有一个良好的投资环境，才能更有力地引进外资，也才能更有效地利用引进的外资，使外资发挥更大的经济效益和社会效益。

利用外资不仅是用来弥补生产建设资金不足，更重要的是借助引进外资引进国际先进的技术设备和管理经验，改造和提升经济基础力度，增强对外竞争的能力。因此，在引进外资的利用上要兼顾国家的产业政策倾斜和项目的出口创汇能力。尽量投资于出口创汇行业、进口替代行业、技术先进企业和有利于改善创汇条件的更新改造项目和基础设施建设。

对引进和利用外资的优惠政策要改过去地区倾斜政策为产业、行业倾斜政策，促进引进和利用外资结构的优化。过去，我国主要采取的地区倾斜政策的作法，把引进外资的重点放在了经济特区、经济技术开发区、沿海开放区等。这种地区性倾斜政策，在改革开放的初期，由于缺乏引进和利用外资的经验，还是比较合适的，确实在全国起到了良好的示范效应，促进了这些地区的经济发展，提高了全国各地对引进外资的重视。但现在，我国利用外资的工作已基本成熟，全国各地、各行业已经充分认识到了引进和利用外资的重要性，在这种情况下，再实行过去的地区倾斜政策，只能造成地区间经济发展的不平衡，扩大它们之间收入的差距。因此，今后要变地区倾斜政策为产业倾斜、行业倾斜为主的引进和利用外资政策，使引进和利用外资与我国的产业结构、行业结构的调整和大中型企业的技术改造结合起来，促进外资投资结构的优化。

在以产业和行业政策为重心的引进和利用外资上，重点应放在能够加强

我国的经济基础的能源、交通、通讯、原材料的开发和农业的改造上；能够扩大我国出口创汇和实行进口替代的工业项目上；能够节约能耗，提高产品质量，改善服务素质等的技术更新和改造上。

基础工业的开发和建设项目以及农业的改造，一般来说投资规模大，建设周期长，且不能直接创汇，因此要尽量争取利用外国政府和国际金融组织的无息或低息优惠贷款。以优化产品品种，提高产品出口能力为主的项目，以及冶金、机械、电子、化工、轻工和纺织等工业项目，可根据投资规模、经济效益、创汇能力、替代进口效果和设备进口来源，分别选用外国政府贷款、出口信贷，国际金融组织的较优惠贷款，或商业银行贷款（包括双边银行贷款、银团贷款和债券等）。经济较发达的地区及投资小、见效快、创汇能力强的项目，如旅游业、商业服务业等第三产业项目，以及技术设备更新改造项目，应多利用商业银行贷款。

大型建设和基础改造项目要以多利用外国政府和国际金融组织优惠贷款为主，要力争国际上的官方信贷资金；投资周期短、创汇能力强的盛产性建设项目则可利用国际金融市场上的商业性贷款，包括商业银行提供的商业贷款。

随着世界经济的发展，国际上引进和利用国际金融市场资金的国家 and 地区越来越多，随着我国经济实力的不断壮大，我国在争取外国官方和国际金融组织优惠贷款方面的困难将不断增大，因此，商业性贷款在我国引进和利用外资中的比重将不断扩大，因此，在利用商业性贷款时，一定要把握住其对经济效益好的项目的投向，因为这类资金的成本和风险都比较大。

——有规矩才会成方圆，要加强利用外资的立法工作为了改善投资环境，扩大与国际间的交往和经济技术合作，我国的外资立法工作不断得到完善和发展，建立了一套比较完整的外资法律体系。1979年出台了《中华人民共和国中外合资经营企业法》，这是我国利用外资的第一个“基本法”，以后又相继颁布和出台了一些法律、法规和条例。1982年国务院会议通过了《中华人民共和国对外合作开采海洋石油资源条例》，1983年为了使《中华人民共和国中外合资经营企业法》得到顺利地贯彻实施，国务院又颁布了《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》，1986年我国颁布了《中华人民共和国外资企业法》，同年还公布了《国务院关于鼓励外商投资的规定》，1988年颁布了《中华人民共和国合作经营企业法》。三法、两个条例和一个规定的颁布与实施，为促进外资投资环境的改善打下了坚实的基础，对引进外资工作起到了重要的促进作用。然而显然，这方面的立法工作还应进一步加强。

后 记

国际金融，是国际经济发展最快的领域。大量金融工具为创新，使得国际金融在规模上迅速扩张，在内容上无限丰富，在作用上日益突出。无论在国际贸易，投资，技术转移，运输旅游，贷款，租赁，期货，加工生产，产权转移，股票买卖等各个方面，无不与国际金融发生关系。国际金融，就好比国际经济的中枢神经系统。国际金融，也同样深入到中国的宏观管理和企业管理之中，1994年出现的国际通货膨胀通过资本项目的扩张，向中国国内转移；中国证券市场与国际的接轨；国际贸易和投资领域中出现的汇率风险和价格转移，都与国际金融密切相关。

由于国际金融的发展极快，作为国内的研究者，我们能够跟踪介绍金融创新的发展，已属不易；作为青年朋友们，无论是专业还是非专业的，是大

学生还是自学者，对于国际金融这门课程，总是感到“头疼”。的确，金融是抽象掉了具体使用价值的价值形态，国际金融又涉及多种货币，一会儿美元兑换日元，一会儿日元兑换美元，就把人搞糊涂了。理解金融问题，的确比理解一般具体的经济活动，需要更多的抽象思维能力。要能够通俗地讲解清楚，更不容易。我本人曾经在大学、公司、政府多次讲解国际金融，开始时也是讲不清楚，有时自以为懂了，一讲又糊涂了。为此，一位少不免事的领导者甚至要把我赶下台。这倒督促我从抽象到具体，反复钻研，终于在各种课堂上赢得了学生们的欢迎，在各种报刊上得到了发表论文的认可。我本人，也从国际金融的学习中，获得了知识，特别是锻炼了思维和表达的能力。相信我主编的这本书，在内容上可能。是浅显的，是比较通俗的，特别适于青年朋友们的胃口。

本书分为两大部分，第一章到第九章，介绍国际金融体系和汇率，后几章写金融创新，除了通俗以外，切合实际也是一个优点。这不仅是因为几位合作者都是在中国银行系统工作的年轻人，有具体工作的经验和许多具体的研究成果，也是由于我多年的实际工作经验；不仅是讲课经验，而且是在深圳中国银行搞外汇，在天津开发区搞外资，在国家物价局搞涉外价格，在社会科学院经济研究所搞经济形势分析特别是人民币汇率的预测，十数年以来在对外开放第一线，边工作边研究，积累了大量经验和资料。现在能够以小册子的形式与青年朋友们见面，我想其中的许多亲身感受，能够打动青年朋友们，正像我的许多学生一样，我们通过写书、读书，可以结成很好的朋友。

当本书出版之日，我特别感谢对外经贸大学一批老教授们，比如王林生副校长，秦宣仁主编，朱国兴教授等，还有青年副教授夏友富，我与他们中的大多数人并无深交，有些人只是一面之交，我到经贸大学工作只有短短八个月就离开了。但是这些前辈们却再三鼓励和督促我，使我能够在工作繁忙、体弱多病的逆境中，以最大的努力写出这本小册子。在整个写作中，我的脑海中仿佛总浮现着这些不相熟，甚至不相识的学术界前辈的形象，他们那种害怕学术界“后继无人”的焦虑心情，那种尽一切努力帮助中青年学者尽快成长的精神，广而言之，就是中国知识分子“九死不悔”、“安贫乐道”的传统，无时不感动着我，督促着我，”使我能够排遣掉金钱的诱惑，世俗偏见的嫉妒和排挤，疾病的折磨，努力跟上学术前辈们的要求和希望。这种要求不是行政命令，不是金钱收买，不是朋友相托，也不仅仅是竞争的外在压力，这是一种中国知识分子的精神感召力，一种内在的道德压力，一种对于彼岸世界的终极关怀，使我对照自己，常常自惭形秽，无法停脑，无法停笔。我是领受着学术前辈们的关怀和激励，来写这本书和其他文章的。

一个知识分子，必须具有专业知识，但是更为重要的是有创造的冲动，有思想，有激情，有忧国忧民的气质。只有知识没有后者，最多算做一个专家，我看连学者也够不上。在经商下海潮里，那些本来就不适合搞研究的人，和那些又精明又灵活，干什么都行的人，下海经商去了，这是一件好事。中国人多，不怕没有人搞学问，而且搞学问这样高尚的事情，也不需要那些坐不住冷板凳，滥竽充数的人。十分令人欣慰的是，1994年的中国，已经出现了知识升值的曙光。在知识与金钱的较量中，我相信，知识最终不会吃败仗。

以下简述本书写的分工：

一至四，杨帆，五，中国进出口银行邹小燕，六至八，北京西城区党校

苑林亚，九，中国人民银行金融研究所王建华，十，中国银行国际金融研究所田传战，十一至十二，阵邦勋（其中田传战亦参加了十二）。

如果青年朋友们能够从抽象的国际金融术语中，领受到我们的一点思想和激情，那将是我们最大的快乐！

1995 2.1 于北京

