

外汇 市场

主编 龚慧峰

〔美〕天时投资公司
市场研究部 编

外汇市场

主编 龚慧峰

目 录

前 言.....	2
1 . 外汇市场的由来与发展	王灵遐 1
2 . 外汇市场全球网络的形成与交易方式	孙亮 25
3 . 汇率与利率的关系	黄古 42
4 . 影响外汇市场走势的短期因素.....	托马斯·G·汤姆森 68
5 . 工业国家之间的政策协调与外汇行市的波动...	皇佩深 86
6 . 政府对外汇市场的直接干预	王大卫 102
7 . 欧洲货币体系漫谈	汇丰 121
8 . 外汇市场心理行为分析	华培明 137
9 . 外汇市场的风险控制	卢龄 159
10 . 外汇市场投资高手经验谈	吴奈 176
后 记.....	204

前 言

80年代以后出现的国际金融一体化把几乎所有参与国际分工的国家卷入其中，全世界的股票、外汇、债券等市场正形成一个相互依赖、相互影响的网络，交易方式也不断增多。中国在参与国际分工、进入世界的过程中，必然会面临参与国际金融市场的问题。为此，美国天时投资公司与美国上海远东出版社商定，组织出版10卷一套的《天时金融丛书》，着重介绍国际金融市场各个领域的最新发展、投资技巧、前人投资成功的经验等。我们希望通过它系统地把国际金融市场介绍给中国读者。

本书专三题介绍外汇市场。外汇作为投资的资产进行大规模的交易，是70年代固定汇率制瓦解以后的事。外汇成为投资对象，表明货币的一个新职能的出现，也是对现有政治经济学的一个冲击。而外汇市场的迅速扩大，已大大超过其他任何一种金融市场的发展速度。在这一卷中，我们仍选择10个题目，从各个侧面去分析和观察外汇市场的发展。“外汇市场的由来与发展”这一章从理论和历史的角度形象地说明了外汇市场的起源。“汇率与利率的关系”和“影响外汇市场走势的短期因素”两章，从经济学原理的角度，剖析了决定外汇价格波动的长短期因素。由于外汇价格波动与各国宏观经济发展的重大关系，世界各国的政府在制定本国经济政策，特别是货币政策时，都特别注意它对本国货币汇率的影响。对

政府经济政策的追踪，是任何一个外汇投资者都必须花时间去努力的。读者可以从“工业国家之间的政策协调与外汇行市的波动”、“政府对外汇市场的直接干预”和“欧洲货币体系漫谈”三章中对这方面有一个大致的了解。对外汇投资有兴趣的读者应该读一下“外汇市场心理行为分析”、“外汇市场风险控制”和“外汇市场投资高手经验谈”三章，它们都从不同角度总结了前人投资的经验教训，我们相信读了以后会受到启发的。“外汇市场全球网络的形成与交易方式”这一章则从另一个侧面介绍了全球外汇网络的形成。

本丛书的作者大部分是在美国的中国专家、学者，他们的经历不同，写出的文章观点与文笔也风采各异，这也正是我们想保留的。

编 者

1993年6月

1 外汇市场的由来与发展

王灵遐

当今世界,外汇交易已是天文数字——日逾1万亿美元!据统计,在1991年时,外汇交易额就已是每周万亿美元,日交易量在5千亿到7千亿之间。无疑,这是迄今为止世界上最大的交易市场。

当今世界已进入了一个相互依赖的时代。人们时时可以看到,在一国吹风,会在另一国起浪;一国感冒,好几个国家会同时打喷嚏。中国纺织业的繁荣会触发美国贸易市场的投机。伊朗巴列维国王的下台,会把石油价格从14美元一桶涨到32美元一桶,会造成严重的通货膨胀和经济萧条。1986年当日元相对于美元上升24%时,日制丰田、佳美(Camry)车在美国的价格从9378美元上升到10,648美元,涨幅13.4%。一些国家利息率的提高和美国贸易逆差的上升,会触发世界范围的股票市场恐慌,各国损失惨重,特别是美国,一天之内丧失5,000亿美元的财富。

是什么经济机制把国与国日益紧密地系在一起的呢?这里有世界贸易、国际投资等等的作用,但国际货币交换在此

扮演了一个十分重要的角色。我们这里讲的不是美国的计算机换取中国的纺织品这种商品与商品的交换，而是通过货币这个中介物，通过商品交换取得美元、日元、英镑、法郎或其他国家的货币，然后就不同的货币之间进行交换。没有这种货币交换，国际间的贸易、旅游、集资、借贷款等等都难以进行。

外汇交易可以说是货币的一种新的功能。我们知道，货币是固定充当一般等价物的特殊商品，它同其他商品一样，具有使用价值和价值。但作为一般等价物，货币直接体现社会劳动，是财富的一般代表，所以又是同其他商品相区别的特殊商品。货币有五种职能：价值尺度、流通手段、贮藏手段、支付手段和世界货币。作为世界货币，它在国际市场上作为一般等价物发挥作用。这一职能只有黄金、白银或由金银作后盾的货币才能执行。一般讲来，世界货币有三种作用：(1) 作为支付手段来平衡国际贸易的差额；(2) 作为购买手段，在世界市场上购买各种商品；(3) 作为社会财富的一般体现物，由一国向另一国转移。现在我们这里讲的，是指这三种作用之外的一种新的作用，那就是货币被用来在国际市场上购买别国货币的手段。这是货币功能的一种延伸。要懂得外汇市场的活动，就必须了解外汇的基本原理和历史演变过程。

本章概要论述外汇和汇率体系。第一部分介绍外汇的基本概念和运作特征；第二部分考察古典的金本位制，分析固定汇率体系即布雷顿森林体系的确立及其在战后发展中的作用，并讨论了浮动汇率体系及其在今天的发展。

一、外汇及其汇率的决定

1. 什么是外汇和汇率

外汇是以外国货币表示的、用于国际结算的信用凭证和支付凭证。外汇包括银行支票和汇票（电汇和邮汇）、期票、息票、中签或到期的外国债券，以及其他可以在国外兑现的凭证。在对外贸易中，出口物资可以换得外汇，进口物资则需支付外汇。

我们对国内贸易都很熟悉。当你去商店买米的时候，你会很自然地支付人民币。当然米店也很乐意接受人民币。贸易可以用人民币进行。在一国之内的商品交换相对讲来是简单的。

但是，如果你想去买一台美国造的电子计算机，事情就复杂了。或许你在商店支付的是人民币，但通过银行等的作用，最终支付的还是美元，而不是人民币。同样，美国人如想买中国商品，他们最终支付的则是人民币。这样，我们就由国际贸易引进了外汇汇率的概念，那就是一国货币单位兑换他国货币单位的比率。例如，目前人民币外汇比率是：100美元= 556 . 03 元人民币；100 英镑= 848 . 88 元；100 德国马克= 351 .55 元；100 元港币= 71 .81 元；100 日元= 4 .479 元，等等。

有了外汇汇率，现在我们就可以去买美国电子计算机了。假如计算机价格是 1,000 美元，根据汇率，100 美元= 556 元人民币，你只要拿出 5,560 元人民币就可买下美国计算机了。

你付的是人民币，但银行最终会付美元，因为这是美商所要求和所能接受的。

这里只是一个简单的例子，在外汇市场的实际情形当然要复杂得多。

2. 外汇供求关系决定汇率

是什么经济原则决定外汇汇率，又是什么使之改变的呢？这必须从分析外汇市场入手。外汇交易市场，顾名思义，是不同国家货币交换的市场。汇率就是在这里决定的。外汇的零售往往在银行或专门从事这类交易的公司里进行。在纽约、东京、伦敦和苏黎世等地，都有着世界规模的外汇交易市场，那里每天都有着上百亿美元的货币交易。

外汇市场与其他市场一样，主要由两大因素决定，一是货币的供给和需求，二是各国货币的价格，这种价格是以各国自己的单位标定的。投入外汇市场的当然有不少是按照当时的币值进行交换，但也有不少是根据某些货币今后可能出现的比率交换，这样外汇交易就产生了不同的种类。首先是现货市场 (spot market)，在这一市场交易的货币是可以兑换的，交易成立后可以立即交割，或在极短的时期内交割。第二是远期市场 (forward market)，大多数货币都有着远期市场。在这里，货币交易是在今后的某一时候交付，通常是1个月、3个月或6个月等等，因而交易的价格也是按今后交付时的价格计算。第三是期货市场 (future market)，在世界上广泛流通的货币都有期货市场。期货市场基本上与远期市场相似，只是交易是逐日结算的。这种交易多少是与猜测

和幸运连在一起的。第四是期权市场 (options market), 也是世界广泛流通的货币的市场。这是一种契约交易, 而不是直接的货币交易。交易者具有在契约期内按照规定的价格买卖货币的物权。这 4 种外汇交易看来已是够复杂的了, 但事实上外汇市场更为错综复杂, 常常会有好几种交易交杂在一起的情形。

尽管外汇市场上有如此种种不同的交易, 但汇率决定的基本原则是一样的。许多经济学家倾向于用供给和需求关系来解释外汇市场的活动。

美国经济学家萨缪尔森曾用供给和需求曲线来分析外汇汇率的市场决定。他用的例子是英镑和美元之间的双边贸易。图 1- 1 表明的是英镑的供给和需求。美国对于英镑的需求, 是由于英国向美国提供商品、服务和投资等等。美国需用英镑来支付这些商品和服务。英镑的供给则取决于美国向英国提供的商品、服务和美国在英国的投资等。外汇交换的价格, 即汇率, 就定于供给和需求取得平衡的那一点。

为进一步理解这一过程, 让我们沿用萨缪尔森的说明, 从需求一方开始。美国对英镑的需求, 源于美国人需英镑去买英国自行车或其他商品, 或去威尔士度假, 或购买英国的保险服务等等。此外, 如美国想买伦敦的土地、或英国的股份公司, 都需外汇。总之, 当美国去购买外国商品、使用外用服务和资产时, 就产生了对外汇的需求。图 1- 1 所示需求曲线用下降曲线 DD 表示, 竖坐标代表美元的价格。需求曲线向下倾斜表明, 当英镑价格下降时, 外国人就倾向于购买更多的英国商品。例如, 英镑价格从每镑 1 .80 美元降到 1 .20 美

元，其他都不变，美国人就会买更多的英国自行车和化更多的时间去英国旅游。

图 1—1 中 SS 曲线是英镑的供给曲线，是什么促使外国人提供他们的货币给美国呢？当一个英国人进口商品、服务和资产时，他就提供了英国货币。例如当一个英国学生买美国书或到美国旅游，他那必要的支出就提供了英镑。或者，当英国政府购买美国高级气象预报计算机时，也增加了英镑的供给。图 1- 1 中 SS 曲线斜率上升，意味着英镑价格上升时（这时美元就变得相对便宜了），英国就会买更多的外国商品、服务及投资，因而就会向外汇市场提供更多的英镑。

图 1- 1 市场汇率由外汇供需关系决定

英镑的供给和需求在外汇市场上相互作用。市场的力量使汇率上下移动，以平衡英镑的流入和流出，价格就会停在外汇汇率的平衡点上。在这一点上愿意买进英镑的量正好等于愿意卖出的量。

外汇交换的供给和需求的平衡，决定了货币的汇率。图 1- 1 中所示的 E 点就是均衡点。这时的市场汇率是 1 . 80 美元换 1 英镑。这个均衡点就是汇率。这种外汇的供给和需求存在于每一种货币，于是供给和需求就来自世界的四面八方，这个多边的交换决定了整个世界的汇率。

3 . 外汇汇率的变化

在这一节中，我们仍然沿用萨缪尔森的图示说明。

如果国际贸易量发生了变化，或者如果美国从欧洲撤兵，或者欧洲限制从英国进口，或者由于美国国内机票降价、美国人减少了国外旅行，结果会怎样呢？

在上面提到的种种情形中，美国对外汇的需求就会减少。其结果可以在图 1- 2 中反映出来：曲线的移动影响英国。美国购买国外商品、服务和投资的减少，造成了对外汇需求的减少。这一变化是需求曲线向左移动。结果是外汇价格下降，即英镑汇率下降而美元汇率上升。汇率变化是多少呢？刚好足以使美国出口和资本流通上升，而英国出口和资本流通下降，直到供给和需求重新达到平衡。在图 1- 2 所示的例子中，英镑从每镑 1 . 80 美元降到 1 . 25 美元。

除了上述贸易之类的影响之外，货币本身的贬值和升值也会严重冲击汇率。

一国货币的价格相对于另一国或所有国家的下降，叫做“贬值”，一国货币的价格相对于另一国或所有国家的上升，叫做“升值”。实行货币贬值的方式有两种：(1) 降低平价，即减少货币的法定含金量或降低货币对黄金及外币的比价。这一政策的目的在于压低对外汇价，使本国商品的价格在国外低于他国商品价格，以增强其在国际市场上的竞争力。例如美元从 150 日元换 1 美元降为 120 日元换 1 美元，这就是贬值。(2) 实行通货膨胀，即纸币增发日益超过商品流通所需金属货币量，使币值不断下跌。美国在 1971 年把官定金价从 35 美元 1 盎司改为 38 美元 1 盎司，就是这种贬值。

货币升值是指国家通过增加本国货币的含金量，提高本国货币对外国货币的比价。这种升值常常是在世界金融危机时，一国为了阻止外国货币的大量流入，避免本国货币在国内加速贬值而被迫采取的一种措施。货币升值的国家，由于货币对外比价提高，出口商品价格随之提高，进口商品价格相应降低，削弱了商品的竞争能力。同时，这些国家的外汇储备以及从国外调回的资金，折成本国货币计算，也会相应减少。在 1984 年和 1985 年初，美元价格相对于别国货币达到了一个高峰，美国在世界各地的商品价格大涨，外国手中同样数量的美元只能买到较少的美国商品了。于是美国出口剧降，削弱了竞争能力。

图 1- 2 外汇汇率的变化

当然外汇汇率还受其他种种因素影响 ,例如利息率等 ,我们在后面还会提到。

二、三大汇率体系的演变

国际货币体系在世界经济中的地位举足轻重。国际经济学家罗伯特·所罗门曾说过：国际货币体系“就像城里的红绿灯一样”，“一个功能完善的货币体系能为国际贸易和投资提供方便，能自然地适应各种变化；一个功能差的货币体系不但妨碍国与国之间的贸易和投资，而且在对各种变化作调整时，甚至会起阻止和推迟作用，引起阻碍经济发展的动荡”。

世界货币体系可以用不同汇率体系作为标志划分为三大类：金本位制、固定汇率制和浮动汇率制。浮动汇率又可分为自由浮动汇率和管理浮动汇率（managed floating exchange rate）。这些汇率体系基本上是按历史的程序发展过来的。下面我们将分别论述这三大汇率体系的发展和演变。

1. 古典的金本位制及其向纸币制的过渡

历史上最重要的汇率体系之一是金本位。在这一体系中，参与国之间有一个固定的汇率，在 1880~1913 年间金本位以其最纯粹的形式占着统治地位。在这一体系之下，大多数国家的货币都与黄金挂钩，从而国与国之间在金本位的基础上建立了汇率体系。

为什么各国货币都与黄金挂钩呢？这是因为金是最合适的世界货币。人类最早的货币有牛羊、兽皮、贝壳、布帛和金属等各种物品。由于金的自然属性，它逐渐取代了其他各

种实物货币而成为真正的货币。金天然很纯，虽说金无足赤，但相对于其他金属可以说是近乎足赤了。金的质地均匀，且易于切割。更何况金的数量不多，难以开采，因而它含有的价值较高。随着世界范围商品交换的发展，金也就成了最理想的世界货币了。

金成了世界货币之后，各国的货币都与黄金挂钩，确立了金本位。英国是在 1816 年实行金本位的，法国虽说是 1928 年正式实行金本位制，但在 1873 年限制银币自由铸造时在事实上已是金本位制了。美国在 1900 年正式实行金本位制，但实际上在 1873 年也停铸银元。德国在 1871 年，日本是 1897 年相继都实行了金本位制。不发达国家实行金本位制稍晚于发达国家。埃及是不发达国家中最早实行金本位制的国家之一，那是在南非发现大金矿后的第二年，即 1885 年。墨西哥是 1904 年实行金本位制的，印度到 1927 年才实行金本位制。

在这里我们想插一段中国的银本位制的废除。中国长期实行的是银本位制。1935 年废除银本位制。美国在 1929 年经济危机的冲击以后，实施“白银政策”，提高银价，以图操纵世界银市，迫使中国加入“美元集团”，从而取得在对华贸易和投资的有利地位。结果使中国白银大量外流，在中国国内造成严重银荒，一时物价暴跌，企业纷纷倒闭。1935 年 11 月在英国的操纵之下，国民党政府宣布废除银本位。由于当时金本位的地位已在动摇，中国也就没实行金本位，而是通行法币，即纸币制度。法币和英镑挂钩，1 法币 = 英币 1 先令 2.5 便士，这样中国就加入了英镑集团。但美国在同年 12 月变更购银办法，抑低银价，使中国在国外市场出售白银处于不

利地位。国民党政府被迫作出让步，补充宣布对美元的比价：法币 1 元 = 0.2975 美元，这样又使法币同时依附于美元。有趣的是，最近美国经济学家弗里德曼写了《货币的危害》一书，其中一章专门论述美国当时对中国的白银政策。他提到有一种观点是，美国的白银政策使中国在很长一段时期通货膨胀严重，促使了中国经济的破产。

现在我们再回到金本位去。金本位的功能是比较容易理解的。假如人们到处支付的只是黄金，于是购买别国的商品只要支付相当于商品价格的黄金就可以了。这里没有外汇汇率的问题，因为金是世界共同的货币。当然每个国家都发行自己的金币，选择不同的金币单位。维多利亚女皇选的是 1/4 盎司的金量（英镑），麦肯利总统选的是 1/20 盎司的金量（美元）。在这种情况下，英镑的重量是美元的 5 倍，这就有个自然的汇率：5 美元 = 1 英镑。这是 1914 年以前金本位的基本情况。各国都倾向于用它们自己的金币，但任何人都可以自由熔化金币，然后按当时的金价出售。除了有些熔化、海上运输和重新铸币的损耗，所有国家都按金本位的固定汇率交换，这汇率是由各国货币单位的含金量决定。

第一次世界大战以后，随着国际政治、经济关系的发展，国际结算增多，各国越来越意识到金作为支付手段，携带实在不方便，各国政府都逐渐过渡为使用信用货币，不过当时的信用货币仍是以金币为本位货币。银行券等各种信用货币可以自由兑换金币或黄金。但由于大多数国家黄金储备日益减少，这种制度无法再维持下去，到 20 年代，金本位制进入了一个新的阶段，即金块本位制和金汇兑本位制的阶段。

金块本位制和金汇兑本位制都是由金本位制衍生出来的，是金本位制的两个分支。

在金块本位制之下，国内不流通金币，银行券在一定数额以上才能按含金量兑换金块。第一次世界大战后，英国、法国、比利时、荷兰等国曾相继采用这种制度。如英国在 1925 年规定，银行券兑现只能兑换净重 400 盎司的金块。这是一种残缺不全的金本位，很不稳定，实行不过几年，1929 年的世界经济危机后，都先后崩溃了。

金汇兑本位制又称“虚金本位制”。在这种制度下，国内不流通金币，只流通银行券，对外则无限制供应外汇。银行券可以兑换外汇，但这种外汇只能到国外才能兑换黄金。这种制度，是把本国货币同另一金本位国家的货币保持固定比价，并在该国存放大量黄金或外汇基金，以备随时出售外汇。一次大战的战败国德、意、奥等曾以国外借款作为外汇基金实行金汇兑本位制。除这些经济实力薄弱的资本主义国家外，实行金汇兑本位制的主要是国外殖民地。爪哇、印度、暹罗、菲律宾分别于 1877 年、1893 年、1902 年和 1903 年实行这种制度。清朝末年荷兰中央银行总裁卫士林曾主张中国实行这种制度。

采用金汇兑本位制的国家在对外贸易和财政金融上受到与其相联系的金本位或金块本位制的国家的控制，在本质上是一种附庸的货币制度。实行金块本位制或金本位制的发达国家可以视其需要将货币贬值，也就是降低其流通的银行券的含金量，降低价格标准，这样，实行金汇兑本位制的落后国家由于要在发达国家存放大量外汇准备金，就会白白丧失

部分价值。那些发达国家在 30 年代经济危机中，经常贬值货币以增加其输出。此外，因为实行金汇兑本位制的国家，其银行券只能购买外汇，再用外汇到国外才能兑换黄金，外汇行市下跌又会使金汇兑本位制国家受到损失。金汇兑本位制与金块本位制一样也很不稳定，1929 年世界经济危机以后，许多国家都实行纸币制度了。

1923~1933 年世界经济危机爆发以后，金块本位制、金汇兑本位制和仅存在于美国的金本位制都无法继续维持下去了。许多国家改为实行不能兑换黄金的纸币本位制。美国则稍有不同，虽也改为纸币本位制，但在 1971 年以前，对外国银行持有的美元还始终允许以官价 35 美元换 1 盎司黄金的比率兑换黄金。在纸币制的基础上，主要发达国家又把一些在贸易、金融上与其有密切联系的国家以及国外殖民地联在一起，组成货币集团，建立其内部的依附性的汇率制度。主要的货币集团有英镑集团、美元集团和法郎集团，后来这些集团又先后发展为英镑区、美元区和法郎区。

英镑区：英国控制下的排他性国际货币集团，成立于 1939 年，前身是 1931 年组成的英镑集团。它是英国为其经济扩张，同美国等国家相对抗，以争夺国际市场的工具。英镑区的范围主要有除了加拿大以外的英联邦各国和地区，以及爱尔兰、冰岛、马尔代夫、科威特、约旦、阿曼、巴林、卡塔尔、阿拉伯联合酋长国、也门民主人民共和国、塞拉利昂等国家。在英镑区内，各国货币对英镑保持固定比价，随英镑的变动而改变汇率。区内各国货币可以自由兑换，贸易、信贷都用英镑结算。资金移动在区内不受限制，对区外国家则

须经外汇管理机关批准。区内各国和各地区收入的黄金和美元须按一定的比例售给英国财政部，集中存入“美元总库”，作为英镑区的共同储备。1971年世界货币危机深化后，不少成员国的货币与英镑脱离联系。1972年6月英国政府宣布英镑实行浮动汇率，对区内资金移动加以管制，英镑区的范围缩小到了只包括英国本土和爱尔兰，英镑区基本上瓦解了。

法郎区：法国控制下的排他性国际货币集团，第二次世界大战期间形成。法郎区的成员主要是法国和当时的法国殖民地、托管地。区内各成员国货币都与法郎保持固定比价，区内贸易用法郎结算，资金流动不受限制，黄金外汇储备集中在法国保管。法国殖民地和托管地纷纷独立后，有些国家退出了法郎区。其成员国主要有法国、塞内加尔、马里、象牙海岸、上沃尔特、贝宁、尼日尔、多哥、喀麦隆、乍得、中非、加蓬和刚果等。

美元区：美国控制下的排他性国际货币集团，成立于1939年，前身是1934年美国废除金本位制、实行美元贬值后所建立的美元集团。美元区不像英镑区、法郎区那样用法律形式固定下来。区内各国货币对美元保持固定比价，对外贸易不实行外汇管制，并把大部分黄金和外汇储备存于美国，贸易结算通过美元进行。这样美国通过这个以美元为主的区内附属性汇率制度，增强其对世界市场和原料产地的控制。美元区主要包括美国及其属地、玻利维亚、加拿大、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼加、巴拿马、菲律宾、委内瑞拉等。

由于英镑区、法郎区和美元区的存在，世界上出现了以英镑、法郎和美元为中心的三个依附性汇率体系。这样世界

外汇活动就主要集中在英镑、法郎和美元之间，世界各国五花八门的外汇交易就简化为以几个大国货币为主的体系。而这些大国则利用各自的货币集团控制成员国，对抗其他货币集团，使外汇交易向有利于这些大国的方向发展。

1929~1933年的世界经济危机结束了20年代西方国家相对稳定时期。相对稳定的货币制度——金本位制也随之瓦解了，各种对立的、排他性的货币集团及其依附性的汇率制随之出现，以帝国特惠制为代表的贸易保护主义盛行一时。这一切使得国际贸易和金融关系受到严重影响而处于混乱和动荡之中。不难看出，这种国际金融的混乱和动荡对第二次世界大战的爆发所起的催化作用。

2. 布雷顿森林体系及其固定汇率制

第二次世界大战以后，古典的金本位制退出了历史舞台，以布雷顿森林体系为代表的固定汇率制取而代之，成为占世界统治地位的汇率体系。这一体系一直延续到70年代初。

第二次世界大战以后，世界政治经济格局发生了重大变化，建立一个世界统一的货币汇率体系迫在眉睫。经过两次世界大战，美国取代了英国在全球长期的首富地位，成为世界的政治、经济霸主。西欧国家曾经是国际政治经济中的主宰力量，现在已沦为二三等国家。在欧洲和日本忙于清理战争的废墟瓦砾的时候，美国的经济影响则在进一步扩大。它一方面担负起了援建盟国的任务，另一方面又乘机扩展它的世界霸权。这些任务当然牵涉到巨额资金在国际范围的流动。于是，美国作为西方世界的霸主，迫切需要建立一个世界统

一的货币汇率体系以便于外汇的流通和结算。

其次，第二次世界大战既严重地破坏了社会生产力，又对战后社会生产力的迅速发展产生了巨大影响。战争破坏带来了固定资本的大规模更新和扩大。战时发展起来的军事工业也大批转入民用工业，为整个工业带来了新技术、新工艺、新设备和新材料，许多新兴工业部门应运而生。资本主义世界出现了一个比历史上工业革命更为广泛深刻的科技革命。在这一背景之下，世界各国经济联系更为紧密了，国际资本的流动也迅速增加。这是迫切需要建立一个统一的货币汇率体系的原因之一。

第三，30年代经济与社会的动荡，以及两次世界大战的教训，给40年代的经济学家和政治家们留下了深刻的影响。他们总结经验，决心要建立一个新的货币汇率体系，以避免经济混乱和减少大萧条的影响。

为筹划一个新的国际经济秩序，1944年7月，美、英、苏、法等44个国家的代表在美国新罕布什尔州布雷顿森林举行“联合国货币金融会议”，又称“布雷顿森林会议”。在英国经济学家凯恩斯和美国外交家怀特的影响下，这一划时代的会议通过了《联合国货币金融会议最后决议书》及由美国提出的设立“国际货币基金组织”和“国际复兴开发银行”两个协议，从而确立了布雷顿森林体系。与会者当时都清晰地记得早些时候金本位的失败，他们吸取了历史的教训，设计了固定汇率的框架，同时这种固定汇率在必要时又可作适当的调整。这一框架力求降低黄金在外汇交易中的地位。这与凯恩斯对金本位的批判是分不开的。凯恩斯曾写道：“如果……

能最终废除黄金那种至高无上的控制我们的地位，把它降到立宪君主的位置，历史的一个新的篇章就会开始。人类就会向自我统治迈出新的一步。”

会议降低了黄金的地位，但是美元的地位却被抬高了。美国在世界大战期间已积累了大量的外汇和黄金，成了世界金融霸主。这种霸主的地位在国际货币制度上得到了充分的反映，那就是布雷顿森林体系是以美元为中心的。在布雷顿森林体系之下，金与美元一起成了二元君主制。黄金不再是唯一的国际货币。美元直接与黄金挂钩，确立比价为 35 美元 1 盎司黄金。其他货币都与美元和黄金定出比价。例如，12.5 英镑等于 1 盎司黄金。在既定的黄金与美元比价之下，这就意味着美元和英镑的官定比价为 35 美元 = 12.5 英镑，或者说 2.80 美元 = 1 英镑。这样，一系列的货币就由这一国际协议固定下来了。

实际上布雷顿汇率体系是以美元为基准通货的国际金汇兑本位制。其他国家的政府和中央银行只要取得已成为世界货币的美元，就能按 35 美元 1 盎司黄金的比率取得黄金。美元就同黄金一样成为许多国家的储备。

与古典的金本位制不同的是，布雷顿森林体系采用的是固定汇率体系，而这种固定汇率又是可作适当调整的。

固定汇率体系的主要依据是，第一，国际流通货币的真正价值是可以预测的；第二，利息率从长远来讲在不同的国家会趋于相等，至少在理论上是如此。这第二条依据也可以通过前面论述的供求理论予以解释。

假如有甲、乙两个国家，甲国收支平衡有逆差，笼罩在

通货迅速膨胀和高利息率的阴影之下。乙国则相反，收支平衡上有顺差，因而有低通货膨胀和低利息率。假定在固定汇率之下对资本流通没有任何限制，那末，乙国的资金就会流入甲国，以从高利息率中获利。然而甲国由于资金供给的增加，国内可获得的信贷也会增加，通过供给和需求的相互作用，利息率会降低。同时在乙国，资金供给的减少，可获得的信贷也会减少，导致高利息率。甲国由于利息率低，其经济会逐渐扩展，通货膨胀会降低，最终会结束收支平衡上的逆差。资金在甲国和乙国之间会持续流通下去，直到两国利息率相等，这样也就达到了平衡点。

事实当然要比这里论述的复杂得多。上面理论上假定国与国之间资金的流通不受限制，低利息率会自动地促使经济扩展，以及两国政府无所事事地坐在那里。在实际上，乙国政府很可能会放慢或阻止资金外流到甲国，或者阻止甲国相对便宜的货币流入乙国。有一个办法可以缓和两国之间的资金流通，那就是通过改变货币的价值，但这是背离固定汇率的原则的，而布雷顿森林体系恰恰就在固定汇率制上引进了这一条。

布雷顿森林体系在 1945~1971 年间成功地保持着固定汇率，同时，在一国货币离开它应有的或基本的价值线太远的时候，比价可以得到调整。德国马克曾好几次向上调整，而英镑在 1967 年从 2.80 美元 1 英镑贬到 2.40 美元 1 英镑。这种调整是通过政府的干预予以实施的。

当汇率从基准平衡点移开时有能力予以调整，从而使之成为具有一定灵活性的固定汇率体系，这是布雷顿森林体系

与金本位的关键区别。有了这一既固定又可适当调整的汇率体系，世界外汇市场得到了双重的优越性：一是它一方面仍基于稳定的金本位，汇率可以逐月预测，因而鼓励了世界贸易和资本的流通；二是这一体系采用具有一定灵活性的固定汇率，相对持久的价格可以通过汇率变化得到一定的调整，这在一定程度上避免了金本位之下那种痛苦的通货紧缩和大量的失业。

在二次大战后到 70 年代初的 30 多年中，这个世界一直是事实上的美元本位制。美元是核心的货币，大多数国际贸易和金融都以美元结算和支付，汇率的标定也是以美元为基准。在这一阶段世界经济繁荣，工业国开始减少贸易壁垒，使它们的货币可以自由转换。欧洲和亚洲的经济从废墟中恢复，并以惊人的速度增长着。然而，这种经济的发展和的背后却包含着自我毁坏的种子。这种自我毁坏的种子主要来自两个方面：

第一，美国国际收支出现逆差和严重的通货膨胀。德国、日本等国经济的迅速发展，很快就出现了贸易顺差，而美元则在国外堆积起来。美国又由于国外军事项目的支出（包括越战）和美国公司国外投资的增长，国际收支形势江河日下，到 60 年代美国倒出现了国际收支逆差，国外拥有的美元在 1945 年还几乎没有，但到 70 年代初已逾 500 亿美元了。大量的逆差又加剧了美元的通货膨胀。其结果是美元的实际含金量已经降低。可是通货膨胀又大量转嫁到国外，持有美元的国家都因此受到损失。可是这个转嫁出去的通货膨胀总有一天又会回到美国去的。

第二,国际流通资金庞大,美元在巨资面前无能为力。在60年代末,70年代初,世界经济已得到了长足的发展,工业国减少贸易壁垒,使得国际经济、金融活动十分活跃,这样国际范围资金的流通规模巨大,已使美国政府难以维持官定汇价。人们开始对“全能的美元”丧失信心。

美国经济地位的相对下降,国际收支逆差的增大,严重的通货膨胀,都使美国难以维持原定的汇率巨大的国际资金流通又把转嫁出去的通货膨胀送回到了美国。布雷顿森林体系终于到了逊位的时候。1971年8月,尼克松总统正式切断了美元与黄金的联系,布雷顿森林体系到此结束。这时美元不仅贬值,而且不再自动地转换为资产,不再允许外国政府与中央银行将美元换成黄金,不再正式规定美元与其他货币的比价。

这一变化,对世界各国影响极大。因为这在一方面是冻结了国外部分欠帐,甚至把部分欠帐一笔勾销;另一方面又是将以黄金计价的债款打了折扣。据统计,1971年底美元第一次贬值7.89%,也就是从35美元1盎司黄金贬为38美元1盎司,仅发展中国家的外汇储备损失就达13.56亿美元。其后美元又第二次贬值,乃至最终同黄金脱钩,美元购买力不断降低,世界各国为此受的损失就更大了。随着布雷顿森林体系的结束,世界进入了现在这个浮动汇率的时代。

3. 当代外汇市场及其浮动汇率制

布雷顿森林体系崩溃以后,世界金融进入了浮动汇率体系。当一个旧的体系破裂时,并不意味着一个完善的新体系

就在眼前。在 70 年代初，国际货币基金组织的主要成员国举行了一次又一次的会议，试图建立一个新的体系来替代布雷顿森林体系。但是未能达成协议。在没有人能设计出一个新体系的情况下，金融世界自然而然地走进了浮动汇率体系的阶段。

浮动汇率体系是指一国的货币汇价不规定上下波动的幅度，外汇汇率主要由供给和需求的市場力量决定。在浮动汇率体系中，货币的相对价格由人们、公司和政府之间的买卖来决定，任其自由涨跌，中央银行没有义务予以维持。理论上尽管如此，但在实际上，中央银行或多或少还是有所干预的。因而浮动汇率可以分为两类：自由浮动汇率和管理浮动汇率。这是根据不同程度的政府干预予以区分的。政府干预指通过政府买卖货币或外汇以影响汇率。例如日本政府可能在某一天购买 10 亿美元价值的日元，去与美元交换。这会导致日元价格的升值或贬值。政府在认为其汇率过高或过低时，往往会有较大的干预。自由浮动汇率纯粹由供给和需求决定，没有任何政府干预。当政府干预交易市场从而影响汇率时，这一体系就是管理浮动体系。

自由浮动体系完全可以用本章开始时描述的供求关系来解释，外汇的价格完全由供给和需求的力量来决定。如果汇率是 5 元人民币换 1 美元，中国进口许多美国商品，而美国进口较少的中国商品，这就意味着中国需大量美元去购买美国商品，而美国则向中国提供较少的美元。可是，对美元的过高的需求会抬高美元价格，或者说，会降低人民币的价格。从理论上讲，汇率就会停在外汇市场的平衡点上。当美元变

得更贵的时候，要进口美国商品、服务和投资时，中国就得支付更多的人民币，于是对进口的需求就会下降。现在人民币便宜了，外国人购买我们的商品会付少些，他们就想买更多的中国商品。自由浮动汇率就是这样周而复始地运转着。美国在 70 年代中期和里根政府早期，以及其他一些国家在布雷顿森林体系瓦解以后的几年中，都试行过自由浮动汇率体系。这也许是对布雷顿森林体系固定汇率制的一种反动。当时各国都避免对外汇市场作任何实质性的干预，而是允许市场去决定其货币的价值。

在自由浮动汇率中，政府是完全被动的。但在实际上，那些实行纯粹自由浮动制的国家先后都暴露出各种弊病来。为时不久，各国政府就开始插手外汇交易了，它们用买卖货币的方式去阻止汇率的急剧动荡，以保持官方宣布的与别国货币之间的平价。于是我们就有了浮动汇率的另一种形式，即管理浮动体系。布雷顿森林体系以后直到今天，大多数国家都采用这一体系，包括美国、日本和英国等。在这一体系之下，国家除了买进和卖出货币以减少外汇每天的波动外，有时也会作些体制上的干预。1973 年以后，英国、加拿大、日本和美国都经常采用这一手段。

目前，我们看到许多不同汇率体系同时并存。西欧国家自成一个货币体系（参见本书第 7 章“欧洲货币体系漫谈”）。自 1973 年以来，三个主要货币区——美元、日元和欧洲货币——或多或少都反对对方的自由浮动。许多国家、特别是小国，都把它们的汇率与大国货币挂钩。这些货币集团、包括欧洲货币体系，都允许它们的货币相对于世界其他国家作灵

活调整，以稳定其汇率。

综上所述，我们可以看到，货币作为在国际市场上购买别国货币的手段，是货币职能在当代的一种延伸。外汇市场的汇率往往是由货币的供求关系决定的。金本位制在三四十年代由于世界经济的冲击退出了历史舞台。以美元为中心的布雷顿森林体系取而代之。这是一个固定汇率但又可作适当调整的体系。这一体系对稳定世界金融、促进国际贸易和投资起了一定的作用。然而在 70 年代初随着国际外汇流通量的激增，随着美国经济地位的相对下降，严重的通货膨胀带来了美元贬值，世界经济、贸易和金融矛盾激化，布雷顿森林体系寿终正寝。随后世界市场进入了浮动汇率、特别是管理浮动汇率的时代。浮动汇率制一度促进世界贸易和金融市场的迅速发展，但外汇市场毕竟受到经济发展的制约，时兴时衰，不时地在那儿捉弄着弄潮儿。人们设想过世界货币，但特别提款权显然成不了气候。人们还在争论，还在探索，到底怎样的外汇体系是最理想的？崇拜黄金的人还想回到金本位去；看到 70 年代浮动汇率好处的人则针砭任何政府干预，鼓吹彻底的自由浮动汇率。最近又有人著书立说提倡取消各国货币，建立大一统的世界货币，这样外汇市场的一切辛酸苦辣，一切投机钻营，都会随之烟消云散。但是，这种想法也许太遥远了吧，眼下就连欧洲共同体内部还统一不起来，今秋的货币危机竟然使英国、意大利不得不退出欧洲货币体系。看来我们现在只能说：良方难觅，沉痾尤在。然而，不管怎样，外汇市场还是真正地建立起来了，而且还有不断扩大的趋势。

2 外汇市场全球网络的形成 与交易方式

孙 亮

目前世界上的金融商品市场有许多种，但概括起来可分为：股票市场、利息市场（包括债券、商业票据等）、黄金市场（包括黄金、白金、银）、期货市场（包括粮、棉、油等）和外汇市场。

外汇市场作为一个国际性的资本投机市场的历史要比股票、黄金、期货、利息市场短得多，然而，它却以惊人的速度迅速发展。今天，外汇市场每天的交易额已达 1 万亿美元，其规模已远远超过股票、期货等其他金融商品市场，已成为当今全球最大的市场。纽约证券交易所每天股票的交易额只有几十亿美元，东京证券交易所每天股票的交易额只不过 100 亿美元。从全球贸易的角度来看，1990 年全世界的进出口贸易总额为 6.7 万亿美元，与当年 180 万亿美元的外汇成交量相比，可谓小巫见大巫了。可见，外汇市场不仅是全球

最大的金融市场，也可以说是全球最大的商品市场。

如此庞大的外汇市场，是在近 20 年、尤其是近几年发展壮大的。就最大的外汇金融中心伦敦来讲，每日外汇的成交额，1986 年为 900 亿美元，1989 年为 1,870 亿美元，1992 年达 3,500 亿美元，可以说每 3 年翻一番。从全世界每日的外汇交易额来看，1989 年为 5 千亿美元，1991 年为 7 千亿美元，1992 年已达 1 万亿美元。近年来外汇市场的发展速度是任何一种商品所无法比拟的。

一、外汇市场发展的原因

外汇市场之所以能脱颖而出，成为全球最大的市场，主要有以下几个方面。

1. 汇率的自由浮动是外汇市场发展的前提条件

1944 年 7 月，在美国新罕布什尔州的布雷顿森林，召开了联合国货币金融会议，建立了美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩的金汇兑本位制。在这种货币体制下，汇率基本上是固定的，美元兑主要工业国家货币的汇率波动一般不能超过 1%，从而制约了外汇市场的发展。以日元为例，从 1949 年 4 月 1 日至 1970 年 8 月 1 日的 21 年又 4 个月，1 美元始终兑换 360 日元。波动也只不过在 360 的正负 1% 之间。1973 年，布雷顿森林体制崩溃以后，主要资本主义国家的货币汇率处于浮动状态，尽管这种自由浮动并非完全自由，主要工业国家的中央银行或明或暗的干预外汇市场，但是，外汇市

场的汇率波幅越来越大,1985年9月,1美元兑换220日元,而1986年5月,1美元只能兑换160日元,在8个月里,日元上升了27%。近几年,外汇市场的波幅就更大了,1992年9月8日,1英镑兑换2.0100美元,11月10日,1英镑兑换1.5080美元,在短短的两个里,英镑兑美元的汇价就下跌了5000多点。不仅如此,目前,外汇市场上每天的汇率波幅也不断加大,一日涨跌2%至3%已是司空见惯。1992年9月16日,英镑兑美元从1.8755下跌至1.7850,英镑一日下挫5%。正因为外汇市场波幅之大,给投资者创造了更多的机会,吸引了越来越多的投资者加入这一行列,可以说,没有浮动汇率制也就没有今天如此规模的外汇市场。

2. 金融的自由化是外汇市场发展的重要因素

从70年代末期开始,一场波及主要工业国家的金融改革拉开了帷幕,这些国家的金融制度开始朝自由化方向迈进。西方国家的金融自由化主要表现在三个方面:其一,金融市场的自由化,即放松或取消外汇管制,资本的输入和输出更趋向自由;其二,利率自由化,即放松或取消银行存款与贷款的限制;其三,金融业务自由化,即放松或取消银行业务与证券公司业务的交叉限制。放松或取消外汇管制是金融自由化的主要内容。美国在1980年通过了新的银行法,促使美国的金融业朝自由化、多样化方向发展。1979年英国宣布取消了实施40年的外汇管制,建立了金融业自我约束机制。特别是,战后日本经济的发展使日元的国际地位日益提高。1980年12月,日本通过了新的外汇法,开始逐步推进金融国际化。

1984年，日本政府取消了日元兑换的规定，允许日元自由兑换。1986年12月1日，东京金融市场正式开始营业，标志着东京成为与伦敦、纽约鼎足而立、各据一个时间区的国际金融中心。主要资本主义国家的金融自由化大大推动了全球外汇市场的发展。

3. 新技术革命为外汇市场的发展奠定了物质基础

第二次世界大战以后，随着以计算机、新材料等科学技术为代表的第三次科技革命的发展，尤其是70年代以后，大型计算机、超大型计算机的研制与应用，加之小型计算机的普及，促进了西方金融界向计算机化发展。1970年4月，纽约建立了通过电脑网络清算的纽约同业清算系统。由于当时的电脑技术尚处于初级阶段，当日无法处理全部的美元收付，必须第二天方能完成全部清算工作。1986年10月，纽约当日结算系统开始运行。另外，伦敦电子自动收付系统和西欧与北美15国组成的环球银行同业金融电讯系统也相继投入运行。此外，西方主要工业国家利用卫星通讯网络，使得全球各地的终端机得以连线，形成了全球外汇交易网，而且，结算的速度十分迅速，成百上千乃至上亿元的资金在10几秒钟甚至几秒钟完成从一个帐户划拨到另一个帐户，从一个国家划拨到另一国家。

4. 各行各业的参与是外汇市场发展的重要支柱

外汇交易是伴随着国际贸易而产生并发展的，但是，目前因国际贸易而产生的外汇交易在全球外汇交易中已是微乎

其微了，据统计，这一比重目前仅占 4% 左右。那么，现在参加外汇交易的可以说是五花八门，各行各业。参与外汇市场的，主要可分为五类：一是银行。银行的外汇买卖是纯投机性的，买卖频繁，数额庞大，有微利或小亏就会马上获利或止蚀，银行是外汇市场上的主力军，银行的交易金额占整个外汇市场交易金额的 80% 左右，因此，银行在某种程度上可以影响外汇市场的价格；二是大企业特别是跨国公司。它们为了融资贸易或海外直接投资，必须参与外汇买卖。由于它们的目的在于保持汇价不致损失，因此，它们不重视短期的汇率变化，而注重汇率的长期变化趋势；三是金融机构投资者，像信托投资公司、保险公司等，它们将货币换来换去，目的在于赚取高利息收入。不过，当高息货币汇价可能下降时，它们便会断然放弃高息，改持利息较低但汇价坚稳的货币；四是中央银行。中央银行入市的主要目的是政策性的，而不是以赢利为目的，有时一国的中央银行为了使本国货币稳定在有利于本国经济发展的水平上而进入市场，有时几国的中央银行联手同时干预外汇市场。近年来，也有少数国家的中央银行为了获取利润而入市；五是众多的散户投资者。目前，外汇已经和股票一样，成为一种大众化的金融商品，在香港等地区已成为投资的热门话题。由于银行是外汇市场上的主力军，散户的资金对汇价起不到任何作用，因此，散户投资者往往处于被动挨打的局面。尽管如此，外汇市场还是吸引了越来越多的散户。

二、外汇市场的特点

近年来，外汇市场之所以能迅速发展，为越来越多的人所青睐，成为国际上投资者的新宠儿，这与外汇市场本身的特点也分不开。外汇市场的主要特点是：

1. 有市无场

西方工业国家的金融业基本上有两套系统，即集中买卖的中央操作和没有统筹场所的行商网络。股票买卖是通过交易所买卖的。像纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所，分别是美国、英国、日本股票主要交易的场所，集中买卖的金融商品，其报价、交易时间和交收程序都有统一的规定，并成立了同业协会，制定了同业守则。投资者则通过经纪公司买卖所需的商品，这就是“有市有场”。而外汇买卖则是通过没有统一操作市场的行商网络进行的，它不像股票交易有集中统一的地点。但是，外汇交易的网络却是全球性的，并且形成了没有组织的组织，市场是由大家认同的方式和先进的信息系统所联系，交易商也不具有任何组织的会员资格，但必须获得同行业的信任和认可。这种没有统一场地的外汇交易市场被称之为“有市无场”。全球外汇市场每天平均上万亿美元的交易。如此庞大的巨额资金，就是在这种既无集中的场所又无中央交收系统的管制，以及没有政府的监督下转来转去。尽管外汇市场“有市无场”，但它具备信息公开、传递迅速等特点。因此，今后全球金融业将朝“有市

无场”方向发展。

2. 循环作业

由于全球各金融中心的地理位置不同，亚洲市场、欧洲市场、美洲市场因时间差的关系，连成了一个全天 24 小时连续作业的全球外汇市场。早上 8 时半（以纽约时间为准）纽约市场开市，9 时半芝加哥市场开市，10 时半旧金山开市，18 时半悉尼开市，19 时半东京开市，20 时半香港、新加坡开市，凌晨 2 时半法兰克福开市，3 时半伦敦市场开市。如此 24 小时不间断运行，外汇市场成为一个不分昼夜的市场，只有星期六、星期日以及各国的重大节日，外汇市场才关闭。这种连续的作业，为投资者提供了没有时间和空间障碍的理想投资场所，投资者可以寻找最佳的时机进行交易。比如，投资者若在上半纽约市场上买进日元，晚间香港市场开市后日元上扬，投资者在香港市场卖出，不管投资者本人在哪里，他都可以参与任何市场，任何时间的买卖。因此，可以说外汇市场是一个没有时间和空间障碍的市场。

3. 零和游戏

在股票市场上，某种股票或者整个股市上升或者下降，那么，某种股票的价值或者整个股票市场的股票价值也会上升或下降，例如日本新日铁的股票价格从 800 日元下跌到 400

零和游戏 (zero-sum game), 博弈论的一个概念, 意指在游戏双方中, 一方得益必然意味着一方吃亏。

日元，这样新日铁全部股票的价值也随之减少了一半。然而，在外汇市场上，汇价的波动所表示的价值量的变化和股票价值量的变化完全不一样，这是由于汇率是指两国货币的交换比率，汇率的变化也就是一种货币价值的减少与另一种货币价值的增加。比如在 22 年前，1 美元兑换 360 日元，目前，1 美元兑换 120 日元，这说明日元币值上升，而美元币值下降，从总的价值量来说，变来变去，不会增加价值，也不会减少价值。因此，有人形容外汇交易是“零和游戏”，更确切地说是财富的转移。近年来，投入外汇市场的资金越来越多，汇价波幅日益扩大，促使财富转移的规模也愈来愈大，速度也愈来愈快，以全球外汇每天 1 万亿美元的交易额来计算，上升或下跌 1%，就是 1 千亿美元的资金要换新的主人。尽管外汇汇价变化很大，但是，任何一种货币都不会变为废纸，即使某种货币不断下跌，然而，它总会代表一定的价值，除非宣布废除该种货币。

三、外汇交易的种类

外汇是伴随着国际贸易而产生的，外汇交易也是国际间结算债权债务关系的工具。但是，近十几年，外汇交易不仅在数量上成倍增长，而且在实质上也发生了重大的变化。外汇交易不仅仅是国际贸易的一种工具，而已成为国际上最重要的金融商品。外汇交易的种类也随着外汇交易的性质变化而日趋多样化。

外汇交易主要可分为现钞、现货、合约现货、期货、期

权、远期交易等。具体来说，现钞交易是旅游者以及由于其他各种目的需要外汇现钞者之间进行的买卖，包括现金、外汇旅行支票等；现货交易是大银行之间，以及大银行代理大客户的交易，买卖约定成交后，最迟在两个营业日之内完成资金收付交割；合约现货交易是投资人与金融公司签订合同来买卖外汇的方式，适合于大众的投资；期货交易是按约定的时间，并按已确定的汇率进行交易，每个合同的金额是固定的；期权交易是将来是否购买或者出售某种货币的选择权而预先进行的交易；远期交易是根据合同规定在规定日期办理交割，合同可大可小，交割期也较灵活。

外汇交易品种的多样化一方面是国际贸易的发展对外汇交易提出了多种的要求，尤其是汇率波幅日益扩大，进出口商为了避免汇率变化而带来的损失，远期外汇交易、期货外汇交易便应运而生。另一方面是主要工业国家金融业不断发展的结果。近十几年，主要工业国家的金融商品日趋多样化，而且互相渗透，相互“嫁接”。例如，随着大豆、棉花等商品期货的发展，外汇也加入了期货的行列，在股票领域中，出现了股权交易，外汇交易也引进了“权力”的交易，发展成为外汇期权交易。

从外汇交易的数量来看，由国际贸易而产生的外汇交易占整个外汇交易的比重不断减少，据统计，目前这一比重只有4%左右。那么，可以说现在外汇交易的主流是投资性的，是在外汇汇价波动中赢利为目的的。因此，现货、合约现货以及期货交易在外汇交易中所占的比重最大，而现货交易主要是银行与银行之间的买卖，本文不准备详加叙述，下面

将主要介绍适合于大众投资而同时又在主要工业国家十分流行的合约现货外汇交易和期货外汇交易。

1. 合约现货外汇交易

合约现货外汇交易指投资者委托从事外汇买卖的金融公司，与金融公司签定买卖外汇的合同，缴付小额的开户保证金，便可买卖 10 万、几十万甚至上百万美元的外汇。因此，这种合约形式的买卖只是对某种外汇的某个价格作出书面或口头的承诺，然后等待价格出现上升或下跌时，再作买卖的结算，从变化的价差中获取利润，当然也承担了亏损的风险。由于这种投资所需的资金可多也可少，所以，近年来吸引许多投资者对它进行投资。

外汇投资以合约形式出现，主要的优点在于节省投资金额。以合约形式买卖外汇，投资额一般不高于合约金额的 5%，而得到的利润或付出的亏损却是按整个合约的金额计算的。外汇合约的金额是根据外币的种类来确定的，具体来说，每一个合约的金额分别是 12,500,000 日元、62,500 英镑、125,000 马克、125,000 瑞士法郎。每种货币的每个合约的金额是不能根据投资者的要求改变的。投资者可以根据自己定金或保证金的多少，买卖几个或几十个合约。每个合约的外币金额相当于 10 万美元左右，投资者利用 1 千美元的保证金就可以买卖一个合约，但必须在一天之内清盘。用 2 千美元的保证金可以做两天以上的投资，当外币上升或下降，投资者的盈利与亏损是按合约的金额即 10 万美元来计算的。有人认为以合约形式买卖外汇比实买实卖的风险要大，但我们

仔细地把两者加以比较就不难看出其差别所，请详见下表。

假设：在 1 美元兑换 135：00 日元时买日元		
	实买实卖	保证金形式
购入 12,500,000 日元 需 要	US \$ 92,592.59	US \$ 1,000.00
若日元汇率上升 100 点 盈 利	US \$ 680.00	$\frac{680}{1000} = 68\%$
利 润 资 本 比 率	$\frac{680}{92,592.59} = 7.34\%$	US \$ 680.00
若日元汇率下跌 100 点 亏 损	US \$ 680.00	US \$ 680.00

从上表中可以发现，实买实卖的与保证金形式的买卖在盈利和亏损的金额上是完全相同的，所不同的是投资者投入的资金在数量上的差距，实买实卖的要投入 9 万多美元，才能买卖 12,500,000 日元，而采用保证金的形式只需 1 千美元，两者投入的金额相差 90 多倍。因此，采取合约形式对投资者来说投入小、产出多，比较适合大众的投资，可以用较小的资金赢得较多的利润。

但是，采取保证金形式买卖外汇特别要注意的问题是，由于保证金的金额很小，运用的资金却十分庞大，而外汇汇价每日的波幅又很大，如果投资者在判断外汇走势方面失误，就很容易造成保证金的全军覆没。以英镑为例，投资者用 1 千美元在 1.6000 价位买了一个合约的英镑。可是，投资者买入之后，英镑没有上升，反而下跌，跌至 1.5850，这样，投资者的 1 千保证金全都赔掉了，如果英镑还继续下跌，投资者又没有及时采取措施，就要造成不仅保证金全部赔掉，而

且还要追加投资。因此，有人说合约现货外汇交易赚也赚得快，赔也赔得快。实际上，若投资者买卖方法得当，赔得快在一定程度上是可以控制的。

在合约现货外汇交易中，投资者还可能获得可观的利息收入。合约现货外汇的计息方法，不是以投资者实际的投资金额，而是以合约的金额计算。例如，投资者投入 1 万美元作保证金，并买了 5 个合约的英镑，那么，利息的计算不是按投资人投入的 1 万美元计算，而是按 5 个合约的英镑的总值计息，即英镑的合约价值乘合约数量（62,500 英镑 × 5），这样一来，利息的收入就很可观了。1992 年底，买英镑的利息为 5%，一个合约一天的利息达 15 美元左右，一个月的利息可达 450 美元，5 个合约的利息收入高达 2,250 美元，投资者买入英镑，一个月以后英镑汇价上升，投资者既得汇价上升的收入，又得高利息的收入。当然，这个例子有点极端。如果汇价不升，反而下跌，那么，投资者虽然拿了利息，怎么也抵不了亏掉的价格变化的损失。

财息兼收也并不意味着买卖任何一种外币都有利息可收，只有买高息外币才有利息的收入，卖高息外币不仅没有利息收入，投资者还必须支付利息，而且往往付得更多。什么是高息外币呢？即某些国家的利率高于美国的利率，德国在 1992 年底的利率为 8.25%，而美国的利率只有 3%，马克就成了高息外币了。投资者先买马克可以得利息，先卖马克就要支付利息。由于各国的利息会经常调整，因此，不同时期不同货币的利息的支付或收取是不一样的，投资者要以从事外币交易的金融公司公布的利息收取标准为依据。

利息的计算公式有两种,一种是以美元对外币的汇率,像日元、马克、瑞士法郎,另一种是以外币对美元的汇率,如英镑、澳元等。

日元、马克、瑞士法郎的计算公式为:

$$\text{合约金额} \times \frac{1}{\text{入市价}} \times \text{利率} \times \frac{\text{天数}}{360} \times \text{合约数}$$

英镑的计算公式为:

$$\text{合约金额} \times \text{入市价} \times \text{利率} \times \frac{\text{天数}}{360} \times \text{合约数}$$

合约现货外汇买卖的方法,既可以在低价先买,待价格升高后再卖出,也可以在高价位先卖,等价格跌落后再买入。外汇的价格总是在波浪中攀升或下跌的。这种既可先买又可先卖的方法,不仅在上升的行情中获利,也可以在下跌的形势下赚钱。投资者若能灵活运用这一方法,无论升市还是跌市都可以左右逢源。举例来说明,当英镑升至2.0000高位后,英镑上升的势头已明显减弱,这样,投资者就可以在此价位卖英镑,英镑下滑后,就把手中的卖单平掉。当英镑跌至1.5000低位后,估计在此位会反弹,就可在此位买入,当英镑反弹后,再卖出。

那么,投资者如何来计算合约现货外汇买卖的盈亏呢?主要有3个因素要考虑。

首先,要考虑外汇汇率的变化。投资者从汇率的波动中

赚钱可以说是合约现货外汇投资获取利润的主要途径。盈利或亏损的多少是按点数来计算的,所谓点数实际上就是汇率,比如说1美元兑换130.25日元,130.25日元可以说成13025点,当日元跌到131.25时,即下跌100点,日元在这个价位上,每一点代表了6.8美元。日元、马克、英镑、瑞士法郎等每种货币的每一点所代表的价值都不同,而日元、马克、瑞士法郎在不同价位每一点所代表的价值也不一样,只有像英镑是以英镑作为本位货币,它对美元的汇率才在任何价位上每一点均代表6.25美元。在合约现货外汇买卖中,赚的点数越多盈利也就越多,赔的点数越少亏损也就越少。例如,投资者在1.6000价位时买入1个合约的英镑,当英镑上升到1.7000时,投资者把这个合约卖掉,即赚1000点的英镑,盈利高达6,250美元。而另一个投资者在1.7000时买英镑,英镑下滑至1.6900时,他马上抛掉手中的合约,那么,他只赔了100点,即赔掉625美元。当然,赚和赔的点数与盈利和亏损的多少是成正比的。

其次,要考虑利息的支出与收益。本文曾叙述过先买高息外币会得到一定的利息,但先卖高息外币就要支付一定的利息。如果是短线的投资,例如当天买卖结束,或者在一二天内结束,就不必考虑利息的支出与收益,因为一二天的利息支出与收益很少,对盈利或者亏损影响很小。对中、长线投资者来说,利息问题却是一个不可忽视的重要环节。例如,投资者在1.7000价位时先卖英镑,一个月以后,英镑的价格还在这一位置,如果按卖英镑要支付8%的利息计算,每月的利息支付高达750美元。这也是一个不少的支出。从目前

一般居民投资的情况来看，有很多投资者对利息的收入看得比较多，而同时忽视了外币的走势，从而都喜欢买高息外币，结果造成了以少失多，例如，当英镑下跌时，投资者买了英镑，即使一个合约每月收息 450 美元，但一个月英镑下跌了 500 点，在点数上赔掉 3, 125 美元，利息的收入弥补不了英镑下跌带来的损失。所以，投资者要把外汇汇率的走势放在第一位，而把利息的收入或支出放在第二位。

最后，要考虑手续费的支出。投资者买卖合约外汇要通过金融公司进行，因此，投资者要把这一部分支出计算到成本中去。金融公司收取的手续费是按投资者买卖合约的数量，而不是按盈利或亏损的多少，因此，这是一个固定的量。

以上的三个方面，构成了计算合约现货外汇盈利及亏损的计算方法。

日元、马克、瑞士法郎的计算公式为：

$$\text{合约金额} \times \left(\frac{1}{\text{卖出价}} - \frac{1}{\text{买入价}} \right) \times \text{合约数} - \text{手续费} + / - \text{利息}$$

而英镑的计算公式为：

$$\text{合约金额} \times (\text{卖出价} - \text{买入价}) \times \text{合约数} - \text{手续费} + / - \text{利息}$$

2. 期货外汇交易

期货外汇交易是指在约定的日期，按照已经确定的汇率，用美元买卖一定数量的另一种货币。期货外汇买卖与合约现货买卖有共同点亦有不同点。合约现货外汇的买卖是通过银行来进行的，期货外汇的买卖是在专门的期货市场进行的。目前，全世界的期货市场主要有：芝加哥期货市场、纽约商品

交易所、悉尼期货市场、新加坡期货市场、伦敦期货市场。期货市场至少要包括两个部分：一是交易市场，另一个是清算中心。期货的买方或卖方在交易所成交后，清算中心就成为其交易对方，直至期货合同实际交割为止。期货外汇和合约外汇交易既有一定的联系，也有一定的区别，以下从两者对比的角度，介绍一下期货外汇的具体运作方式。

期货外汇的交易数量和合约现货外汇交易是完全一样的。期货外汇买卖最少是一个合同，每一个合同的金额，不同的货币有不同的规定，如一个英镑的合同也为 62,500 英镑、日元为 12,500,000 日元，马克为 125,000 马克。

期货外汇合同的交割日期有严格的规定，这一点合约现货外汇的交易是没有的。期货合同的交割日期规定为一年中的 3 月份、6 月份、9 月份、12 月份的第 3 个星期的星期三。这样，一年之中只有 4 个合同交割日，但其他时间可以进行买卖，不能交割，如果交割日银行不营业则顺延一天。

期货外汇合同的价格全是用一个外币等于多少美元来表示的，因此，除英镑之外，期货外汇价格和合约外汇汇价正好互为倒数，例如，12 月份马克期货价格为 0.6200，倒数正好为 1.6126。

期货外汇的买卖并没有利息的支出与收入的问题，无论买还是卖任何一种外币，投资者都得不到利息，当然也不必支付利息。

期货外汇的买卖方法和合约现货外汇完全一样，既可以先买后卖，也可以先卖后买，即可双向选择。

关于期货的详细论述，可参阅本丛书的《期货市场》，这

里就不再赘述了。

3 汇率与利率的关系

黄 古

汇率和利率是国与国之间经济赖以进行的一种手段。通过汇率，两个国家进行国际贸易，通过利率，两个国家之间资金的转移，直接和间接的投资才得以发生。国际间的任何经济和投资决策都离不开对汇率的分析。不言而喻，汇率的分析对外汇交易更是必不可少，预测得愈准确愈好。本章主要阐述汇率分析的基本框架。

一、分析的基础

汇率是两个国家的货币之间的相对价格。和其他价格一样，它由外汇市场上的供求关系所决定。

外汇是一种金融资产，人们持有它，是因为它能带来资产的收益。人们在选择是持有本国货币，还是持有某一种外国货币时，首先也是考虑持有哪一种货币能够给他带来较大的收益，而各国货币的收益率则是由其金融市场的利率来衡量的。在外汇市场均衡时，持有任何两种货币所带来的收益

应该相等。这就是：

$$R_i = R_j \text{ (利率平价条件)} \quad (1)$$

这里， R 代表收益率， i 和 j 代表不同的国家。如果持有两种货币所带来的收益不等，则会产生套汇：买进 A 种外汇，而卖出 B 种外汇。这种套汇，不存在任何风险。因而一旦两种货币的收益率不等时，套汇的存在就会促使两种货币的收益率相等。

但这里有一个问题，这两种收益 R_i 和 R_j 不能直接进行比较，因为它们是用不同的货币表示的。要消除这个问题，可将它们转换为用同一种货币表示。这里假定两种货币：美元和马克。将马克的收益率用美元表示：

$$R_{DM} - \frac{E_{\$/DM}^e - E_{\$/DM}}{E_{\$/DM}}$$

这里， R_{DM} 是德国的利率， $E_{\$/DM}$ 是马克相对美元的汇率（每单位美元多少马克）， $E_{\$/DM}^e$ 为马克相对美元的汇率的预期值。而整个 $(E_{\$/DM}^e - E_{\$/DM}) / E_{\$/DM}$ 代表马克相对美元的预期贬值率。由这个转换公式，利率平价条件（1）就可表示为：

$$R_{\$} - R_{DM} = \frac{(E_{\$/DM}^e - E_{\$/DM})}{E_{\$/DM}} \quad (2)$$

在（2）的条件下，外汇市场达到了均衡。这时的汇率（均衡汇率）也就决定了。

（2）式可以改写为：

$$R_{\$} - R_{DM} = \frac{(E_{\$/DM}^e - E_{\$/DM})}{E_{\$/DM}}$$

可以看出，当 $R_{\$} > R_{DM}$ ，时，即美国的利率大于德国的利率时， $E_{\$/DM}^e - E_{\$/DM} > 0$ ，即美元预期会相对马克升值。反之，当 $R_{\$} < R_{DM}$ 时，美元预期相对马克贬值。

二、分析的中介：利率和预期

两种货币之间的汇率，如前所述，是由货币市场的利率和对今后汇率变化的预期决定的。这里的问题是，利率是怎么决定的？对今后汇率变化的预期又是如何形成的？

1. 利率问题

利率是货币供求关系的产物。在货币市场上，货币的需求取决于三个因素：(1) 利率。利率上升，人们愿把货币存入银行，或进行投资，对货币的需求减少；(2) 价格水平。价格水平（通货膨胀）越高，同等数量的货币所能买到的东西越少，人们为维持自己的购买力，手里需要持有更多的货币，对货币的需求增加；(3) 实际收入。作为国家来讲，这就是实际的国民生产总值（GNP）。当 GNP 增加时，商品的交易量增加，作为对交易媒介的货币的需求自然也就增加。如用 M^d 表示对货币的需求， P 表示价格水平， R 为利率， Y 为实际 GNP，则货币的需求可以用公式表示为：

$$M^d = PL(R, Y)$$

货币的供给，受各个国家的中央银行所控制，可以人为地进行调节。如果中央银行想使货币的供给 (M^s) 等于货币的需求 M^d ，则 $M^s = M^d$ 。

图 3- 1

货币市场在货币的供给等于货币的需求时，就达到均衡和稳定。这意味着：

$$M^s = M^d = PL(R, Y) \quad (3)$$

用图 3- 1 可以直观地将它们之间的关系表示出来。

货币供给 M^s 由于受中央银行直接控制，因而在图上，它是一条垂直的线。由 3- 1 可以看出：当货币供给增加时，利

率会降低（由 R_0 降为 R_1 ），而减少货币供给时，利率升高（由 R_0 增为 R_2 ）。利率便随着货币供给的增加或减少而上下浮动。

汇率，便由货币市场和外汇市场的均衡共同决定。在第一节，我们已经知道，当外汇市场达到均衡时，利率平价条件必须成立，而在这一节我们又知道，货币市场达到均衡，(2) 式必须满足，汇率即是这两个市场的综合。假定两个国家美国和德国，它们各自的货币政策决定各个利率水平，这两个利率在外汇市场上通过利率平价关系进行综合。不难看出，结论是，当美国的货币供给增加时，美国的利率下跌，由 (3) 式可知，如果这时德国利率保持不变，则美元会相对马克贬值。

$$\uparrow M_{US}^s \Rightarrow \downarrow R_U \cdot s \Rightarrow \downarrow \text{美元（美元相对马克贬值）}$$

对马克来说，亦是一样：

$$\uparrow M_G^s \Rightarrow \downarrow R_G \Rightarrow \text{马克（马克相对美元贬值）}$$

如果削减货币供给，我们会得到相反的结果，即货币升值。

结论是：(1) 一个国家货币供给的增加或减少，会通过利率，直接影响它的汇率；(2) 汇率是两个国家货币之间的关系。其中任何一个国家货币政策发生变动，或两个国家的货币政策的变动方向不一致，或者方向一致但程度不同，它们之间的汇率都会受到影响。

以上的分析，实际上是短期分析。这里所谓短期，是指在这一段时间内，尽管两个国家的货币供给发生变化，但两

国的价格水平却保持不变。实际上，就长期而言，一个国家货币供给的变化会影响它的价格水平。这时的汇率又如何发生变化呢？结论是否和短期一样？我们的基本结论是，就长期而言，一个国家货币供给的变化，对它的实际利率和实际GNP都没有影响，变化的只是它的价格水平，价格水平与货币供给成比例地上升或下降。当然，在实践中，货币供给的增加或减少，与价格水平的上升或下降变成精确的对应关系。因为实际的经济增长，利率和实际货币需求也受到与货币供给无关的因素的影响，例如经济增长随资本的积累和进步而增加，货币的需求由于金融工具和手段的不断更新等原因而减少。不过，用过去的数据进行统计分析，发现一个国家的货币供给和它的价格水平之间却有很高的正相关关系。

现在回到本题。既然就长期而言，货币供给的增加不影响实际利率，那么它是否影响汇率？答案是，一国货币供给的增加，会引起本国货币成比例的贬值。一国货币供给增加50%，则该国货币最终也会贬值50%。道理很简单，从(3)式可得

$$P = \frac{M^s}{L(R, Y)}$$

现在既然P和 M^s 成比例地增加，要使该式保持平衡，利率R必然成比例地降低，货币的需求L才能相应地增加。利率降低，根据利率平价条件(2)，货币必然成比例地贬值。

2. 预期问题

对未来汇率的预期，是影响汇率的另一个主要因素。这

里的预期，可以分作两个层次。先说第一个层次，在前面分析货币供给的变化在短期内对汇率的影响时，我们假定，尽管由于货币供给发生了变化，但价格水平不变。这个假定，不很现实。因为商品的价格，每天都在发生变化，有上升，也有下降。但也有很多商品的价格是通过合同形成的。譬如厂商之间的供货合同，在短期内，价格保持不变。工人的工资，短期内也不会发生变化，因为它也是通过合同形成的，1年的合同或3年的合同。在发达国家中，工资成本占商品价格的比例很大，因而我们可以合理地假定，一个国家在短期内，尽管由于货币供给发生变化，但价格水平却保持不变。不过，尽管价格水平在短期内由于合同的关系保持不变，但它却会带来使价格水平在未来增加的压力。有压力就有预期：预期价格水平会上涨。有预期时和无预期时的结果不同，以美元为例：

没有预期时：

$$M^s \uparrow \Rightarrow \downarrow R \Rightarrow \downarrow \text{美元 (货币贬值)}$$

有预期时：

$$M^s \uparrow \Rightarrow \uparrow \text{预期价格水平} \Rightarrow \downarrow \text{预期汇率贬值}$$

上例表明，在存在通货膨胀的压力和预期通货膨胀时，货币供给的增加导致美元的贬值包括两个部分，一是由于利率的降低而引起的，二是由通货膨胀的预期而引起的。显然，有通货膨胀的预期时，美元贬值的幅度要更大一些。

预期对汇率发生影响的第二层次是，前面我们已经讨论

过，一个国家利率的下跌会引起它的货币贬值，利率上升，会引起它的货币升值。但这里利率变化和汇率变化之间的关系并不这么简单，利率对汇率的影响还取决于利率变化发生的原因。不同的原因会造成不同的结果。例如完全可能利率上升，而货币反而贬值。这种差异的出现，和通货膨胀的预期有关。

一般，在货币市场上：

名义利率 = 实际利率 + 通货膨胀率

我们在市场上所见到的利率，几乎全是名义利率。但作为投资者而言，他要求的收益是实际的，他考虑的也是实际收益。就投资者而言：

预期的实际利率 = 名义利率 - 预期的通货膨胀率

如果令 P^e 为今后一段时间内预期的价格水平，则预期通货膨胀率 e^e 为：

$$e^e = \frac{P^e - P}{P}$$

这时，预期实际利率 r^e 为：

$$r^e = R - e^e$$

也就是 $R = r^e + e^e$

这个等式告诉我们，即使实际利率 r^e 不变，预期通货膨胀率 e^e 的出现或增加，就会引起名义利率的上升。

考虑两个例子。(1)假定根据目前的国内的经济形势，人们分析出中央银行可能会在近期增加货币供给。既然货币供给的增加最后都会提高一般物价水平，通货膨胀的预期就出

现了。通货膨胀的预期出现后，工人开始要求增加工资，工厂为防止通货膨胀和原材料价格提高时出现亏损，就会提高自己生产产品的出厂价格，造成真正的通货膨胀。实际上，这时货币供给并没有实际增加。价格水平已经上升，而货币供给没有增加，造成实际的货币供给反而减少，利率提高。但这时，因为人们预期一般价格水平的上升，这种价格也包括货币的价格，价格上升，实际购买力却不变。这就是货币的贬值。结果是，由通货膨胀的预期，尽管引起利率上升，但它并不能使货币升值，反而使之贬值。

第二个例子。假定名义利率上升的原因是因为通货膨胀预期的下跌，或者是实际利率的上升。这时如果中央银行减少货币供给，货币供给的减少导致利率的上升，由于货币供给的减少，人们预期通货膨胀率会降低。这时由于利率 R 上涨，预期通货膨胀率 e 下降，货币市场的实际利率 $r^e = R - e$ 必然上升。实际利率的上升，促使货币升值。

这两个例子表明：外汇市场上，由预期通货膨胀率的增加而引起的名义利率的上升，会引起货币贬值。反之，由预期通货膨胀率的下降（以及随之而来的实际利率的上升）会引起的名义利率的增加，使货币升值。同样的道理，由于预期通货膨胀率的下降而引起的名义利率的下降，会使货币升值，而由于预期通货膨胀率的增加，以及由之而来的实际利率降低所引起的名义利率降低，会使货币贬值。

三、实际汇率的变动

就长期而言，汇率是由什么因素决定的？前面，我们把汇率放在外汇市场和货币市场中来进行分析。通过外汇市场和货币市场各自的均衡，以及这两个市场之间的均衡，我们发现了一个国家的货币供给、利率、通货膨胀率以及预期的因素与汇率之间的关系，这里，我们想把汇率放在一个更大的环境中，即不仅包括外汇市场和货币市场，而且还包括商品市场来进行分析。这样的分析更全面一些。

基本的论点是：从长期来看，汇率与两个国家之间的价格水平之差有着密切的关系。道理很简单，汇率的作用在于帮助和促进两个国家之间的商品流通。如果两国之间不存在贸易障碍（如关税、配额、交易成本，以及非关税壁垒），同一种商品在两个国家的价格应该完全相同。如果不相同，贸易商就会从价格便宜的 A 国买进而在价格较贵的 B 国卖出。这种“套利”的活动，最终会使两个国家的同一种商品价格完全相同。用公式表示，即

$$P_{us}^i = E_{\$/DM} \times P_G^i$$

这里 P_{us}^i 代表某件商品 i 在美国 (US) 的价格， P_G^i 代表这件商品在德国 (G) 的价格。 $E_{\$/DM}$ 是两国间的汇率。这个公式可以改写为：

$$E_{\$/DM} = \frac{P_{us}^i}{P_G^i}$$

这个式子表明，两国间的汇率，和两国之间的价格有关。不过，这个公式只是就一种商品 i 而言，如果把它扩展开来，不是指一种商品，而是指一个国家的所有商品。那么，汇率和两个国家之间的价格水平之间的关系就可表示为：

$$E_{\text{SODM}} d \frac{P_{\text{US}}}{P_{\text{G}}} \quad (4)$$

这就是非常著名的“购买力平价定理”：两个国家之间的汇率等于这两个国家货币的购买力之比。这个定理的政策含义十分明显：如果美国的物价水平 P_{US} 上升，美元就会按照与物价上升的相同比例进行贬值。反之，如果美国的物价水平下跌，美元就会按同一比例升值。马克的情形与之类似。如果德国的物价水平上升，马克就会贬值。相对马克而言，美元升值。反之，如果德国的物价水平下跌，马克升值，美元则相对贬值。如果两国的物价水平同等程度上升或下降，两国之间的汇率则不会改变。

(4) 式称为“绝对购买力平价定理”。从绝对购买力平价定理，可以推出“相对购买力平价定理”。相对购买力平价定理更容易使用。对 (4) 式进行微分，得：

$$dE = dP_{\text{US}} - dP_{\text{G}} \quad (5)$$

微分之后， dE ， dP_{US} ， dP_{G} 分别表示变化率。结果是，两个国家之间汇率的变化率等于这两个国家之间的价格水平变化率之差。这意味着，如果美国的物价水平在一年中上涨 10%，即 $dP_{\text{US}} = 10\%$ ，而德国的物价水平在同一段时间内只上升了 5%，即 $dP_{\text{G}} = 5\%$ ，则根据相对购买力平价定理，美元相对马克会贬值 5% ($dE = dP_{\text{US}} - dP_{\text{G}} = 10\% - 5\%$)。

购买力平价定理，在理论上十分简单。但问题的关键是，

它能否解释汇率的实际变动？研究表明，购买力平价定理能相当好地解释 70 年代以前的汇率变动，但对 70 年代以后的数据，则似乎不可靠。值得注意的是，70 年代以前，世界各国主要工业国家实行的是固定汇率制，而 1973 年之后，实行的是浮动汇率制。为什么不能解释，原因何在？一方面这是因为在实行固定汇率制的时候，各国可能是依靠购买力平价定理来规定各国之间的汇率关系的另一方面也还需要从我们对购买力平价的分析说起，在讨论购买力平价问题时，我们作了 3 项假定：

(1) 假定国际贸易之间不存在交易成本，如运输费用，也不存在人为的贸易壁垒，如关税、配额等；

(2) 假定各国的市场都是完全竞争的；

(3) 假定各国的产品都是可以在国际间进行贸易交换的。

实际上，很容易看出，这些假定并不现实。国际贸易中，通常存在关税、配额以及其他非关税贸易壁垒，也存在运输费用。它们的存在，使国际间同一件商品的价格不再相同。再如，同一件商品，即使在国内，在不同的市场上价格也不一样，何况是国际市场。再如，一个国家，有很多商品只能在国内使用，而不能进行国际贸易，如建筑业、服务行业等。而我们假定一个国家的所有商品都能进行国际贸易，从而把只适用于能进行国际贸易的那些商品的价格的变动，推广到非贸易商品中来，这当然不符合现实。

不过，购买力平价的基本思路是正确的，因而我们想对它 (4) 式进行修正，使之能符合实际。修正后的购买力平价定理是：

$$E_{\$DM} = \frac{P_{US}}{P_G} \times \frac{(P_G^N/P_G^T) - (1-\alpha)}{\alpha (P_{US}^N/P_{US}^T) - (1-\alpha)} \times J_{G,US} \quad (6)$$

这里， P_G^N ， P_{US}^N 分别为德国和美国非贸易商品的价格水平；

P_G^T ， P_{US}^T 分别为德国和美国贸易商品的价格水平；

α 和 α' 分别为美国和德国的消费中，非贸易商品所占的比例； $J_{G,US}$ 表示德国的贸易商品的价格水平和美国的贸易商品的价格之比。

从(6)式可以看出，两个国家之间的汇率，这时受4组因素的影响：

(1) 两个国家的相对价格水平 (P_{US}/P_G)，这我们在前面已经指出过。

(2) 两个国家的非贸易商品在各自的消费中所占的比例 (α 和 α')。如果德国非贸易商品在其消费中所占的比例不变，而美国的比例增加，美元则相对贬值。

(3) 两个国家的非贸易商品的价格相对于其贸易商品的价格 ($P_G^N/P_G^T/P_{US}^N/P_{US}^T$ 和 α/α')。如果德国的非贸易商品与贸易商品之间的相对价格 P_G^N/P_G^T 上升，则会引起美元相对马克贬值。反之，如果美国的非贸易商品与贸易商品的相对价格 (P_{US}^N/P_{US}^T) 上升，则会引起美元相对马克升值。

(4) 两国间的贸易商品的相对价格 $J_{G,US}$ 。如果德国的贸易商品的价格水平高于美国贸易商品的价格水平，美元会相对马克贬值。反之，则引起升值。

既然如此，那么任何能引起这4组因素发生变化的因子，都会使两国间的汇率发生变化。这里值得稍微详细地分析一下。

(1) 社会需求发生变化。消费较少的进口商品而消费较多的国内商品。例如在经济衰退时，美国发出“Buy America”（买美国货）的口号。这个口号的结果是引起美国非贸易商品的价格提高 (P_{Us}^N/P_{Us}^T)，由 (6) 式可知，美元会由此升值。

(2) 社会需求的全面提高。一个国家的经济开始复苏和繁荣时，就属于这种情况。社会需求的全面提高，一部分增加了对本国商品的需求，一部分增加了对进口商品的需求。对进口商品需求的增加，幅度一般不如对本国商品的需求增加的幅度大，结果是 P_{Us}^N/P_{Us}^T 的值提高，美元升值。

(3) 外国的需求发生变化。例如德国由于某种原因，譬如时尚的变化，而对本国商品的需求减少，对美国商品的需求增大。这个问题较为复杂，因为它一方面降低了德国和美国的非贸易商品的相对价格，另一方面它又提高了美国的贸易商品与德国的贸易商品的相对价格。这两种因素，在一定程度上相互抵销。不过，一般说来，总的结果是，美元会相对升值。

(4) 本国在非贸易商品上劳动生产率的提高。这种提高的结果，一方面增加了对非贸易商品的供给，降低了国内非贸易商品与可贸易商品之间的相对价格 (P_{Us}^N/P_{Us}^T)，另一方面也可能会同时提高本国的贸易商品价格与外国的贸易商品价格之比 ($J_{6,US}$)。前者的结果，从 (6) 式看，是使本国货币贬值，而后者的结果，使本国货币升值。总的影晌不甚清楚。不过，一般是使本国货币贬值。

(5) 本国在可贸易商品上的劳动生产率的提高。和上例

类似,这种提高一方面引起 P_{Us}^N/P_{Us}^T 值增加,引起本国货币升值。但另一方面,它使 J_{Us} 值上升,引起本国货币贬值。长期来看,在世界市场上,如果贸易商品的价格是由劳动生产率决定的,那么本国在贸易商品上劳动生产率的提高,最终是使本国货币升值。

这里,我们只分析了本国经济发生的变化对汇率的影响,国外经济发生的变化,对汇率的影响,可用(6)式进行类似的分析。

四、汇率的短期变化

在分析实际汇率的变动时,我们知道,从长期看,两个国家之间的汇率是由这两个国家各自内部的价格结构和这两个国家之间的相对价格水平决定的。价格水平变化了,汇率也随之变化。这里的问题是,如果从短期看,价格水平没有变化,汇率又是怎么变动的呢?这里,我们仍把汇率放在外汇市场、货币市场和商品市场的均衡中来进行分析。

在经济学中,我们知道,一个国家的经济总需求 D 为:

$$D = C(Y - T) - I - G - CA(EP^*/P, Y - T) \quad (7)$$

这里, C 代表消费,它是社会可支配收入(社会可支配收入=总收入-税收)的函数。 I 代表投资, G 代表政府支出, CA 表示净出口(出口与进口之差),它是一个国家的汇率 E , 价格水平 P 和国外价格水平 P^* , 以及社会可支配收入 $Y - T$ 的函数。

一般，当社会可支配收入增加时，不管这是由于国民生产总值 Y 的提高，还是由于税收 T 的减少，都可以引起社会总需求的增加。投资 I 的增加，政府支出 G 的增加，也有着相同的效果。需要稍加说明的是公式的最后一项 CA ($EP^*/P, Y - T$)。社会可支配收入 ($Y - T$) 的增加，会提高到商品的需求，使 CA 值降低，这比较容易理解，因为 $Y - T$ 的增加，使进口也增加， CA 值当然下降。一个国家的汇率贬值 (E 上升)，出口商品的价格较为便宜，出口增加， CA 值亦随之增加。反之，本国的汇率升值， CA 值会减少。外国商品的价格水平 P^* 上升和本国商品的价格水平 P 下降，也会使 CA 值增加。 CA 值的增加，会刺激本国经济的发展。

但这些只是经济的需求方面。如果要使经济均衡，社会总需求 D 应该等于社会总供给 Y_e 。这就是商品市场均衡的条件：

$$Y = D (EP^*/P, Y - T, I, G) \quad (8)$$

这里，我们是把 (7) 式简化了。形式虽然不同，但实质一样。

汇率是一个国家经济状况的综合反映，它必然受商品市场，即 (8) 式的制约。现在，我们的问题是，分析汇率和商品市场的均衡是怎么同时决定的。为此，需要分析两个关系：

- (1) 当商品市场达到均衡时，产出 Y 和汇率之间的关系；
- (2) 当外汇市场和国内货币市场达到均衡时，产出和汇率之间的关系。外汇市场和国内货币市场的均衡，也称为资

产市场的均衡。

经济只有在商品市场和资产市场同时达到均衡时，它才能达到均衡。这里，我们先分析商品市场达到均衡时，产出和汇率之间的关系。

当本国和外国的价格水平 P 和 P^* 不变时，本国货币的贬值 (E 上升)，使本国商品相对外国商品更加便宜，出口的增加，导致国内需求 D 增加，产出 Y 也随之增加，这种关系可用图 3- 2 表示。

如果汇率贬值，从 e_0 提高到 e_1 ，则需求增加，要使商品市场保持均衡，产出 Y 也必须增加。结果 GNP 从 Y_0 增加到 Y_1 。汇率升值，会发生相反的结果。

再来看国外价格水平 P^* 的变化。如果 P^* 提高，国内商品相对便宜，刺激出口，有助于提高国内的 GNP 水平。反之，如果国内价格水平 P 上升，国内商品价格相对较贵，于出口不利。需求下降，经济衰退。由此可知，在国外价格水平 P^* 上升，国内价格水平 P 下跌，和本国货币贬值时，都会使图中的 DD 曲线向外移动（从 D_0D_0 移到 D_1D_1 ）。这时，即使汇率不变，都会刺激 GNP 的增加。

图 3- 2

下列各种因素也会使 DD 线向外移动：

- (1) 政府支出 G 的增加；
- (2) 税收 T 的减少；
- (3) 投资 I 的增加；
- (4) 消费函数 C 的变化；
- (5) 社会需求从国外转向国内。

如果以上这五项因素向相反的方向变化，DD 曲线就会向左移。总的结果是，任何能增加社会总需求的经济政策或其他变化，都会使 DD 线向右移，而任何降低社会总需求的经济政策或其他变化，都会使 DD 线向左移。

现在，我们来分析资产市场的均衡。资产市场的均衡由两个条件所组成：

- (1) 外汇市场的均衡：

$$R = R^* - \frac{(Ee-E)}{E} \quad \text{利率平价条件}$$

(2) 货币市场的均衡：

$$\frac{M^s}{P} = L(R, Y) \quad \text{货币的供给} = \text{货币的需}$$

求

这两个条件同时满足时，资产市场就达到了均衡。资产市场达到均衡时，汇率 E 和产出 Y 之间的关系可用 AA 曲线来表示（图 3- 3）。

图 3- 3

这是一种逆关系：当 GNP 增加时，汇率应当升值（ $E \downarrow$ ），而当 GNP 下跌时，汇率贬值（ $E \uparrow$ ）。原因是，当 GNP 增加时，对货币的需求增加。如果在短期内，货币供给保持不变，国内利率就会上升。因为是短期，人们对未来汇率的预期保持不变，国外利率 R^* 也没有发生变化，国内利率的上

升，必然导致本国货币的升值。反之，GNP 降低时，本国货币相应地就会贬值。有各种因素会使 AA 曲线向外移动：

- (1) 国内货币供给的增加；
- (2) 国内价格水平 P 的增加；
- (3) 预期汇率会贬值；
- (4) 国外利率 R^* 的上升；
- (5) 国内货币需求的降低。

如果以上这五个因素向相反的方向变化，AA 曲线就会向左移动。

DD 曲线表示的是商品市场的均衡，AA 曲线表示的是资产市场（外汇市场和货币市场）的均衡。对汇率的分析，要求商品市场和资产市场两者同时达到均衡。两个市场共同的均衡，只有一点，这就是 AA 曲线和 DD 曲线的交点（图 3-4）。

图 3- 4

有了这种均衡，我们就可分析货币政策和财政政策对汇率的影响了。

1. 货币政策对汇率的影响

货币政策的主要形式是改变经济体系中的货币供给量。当货币供给变化时，利率也随之变化。就货币政策而言，货币供给量的变化是主要的。虽然人们主要根据利率来决定自己的经济行为，但在分析过程中，利率只是一个中间变量。

前面，我们已经知道，当一个国家的货币供给增加时，它会使AA曲线向外移(图3-5)。商品市场和资产市场的均衡点，由0移到1。可以看出，货币供给增加的结果是：(1)GNP从 Y_0 增加到 Y_1 ，(2)货币从 e_0 贬值到 e_1 。这说明，货币供给的增加，会造成货币的贬值。

图 3- 5

为什么会造成货币的贬值？原因在于利率。在GNP和价

格水平 P 不变，即对货币的需求不变的情况下，增加货币供给，会引起利率下降。而利率下降的结果，从利率平价定理可知，是本国货币相对外币贬值。反之，如果货币供给减少，结果是汇率升值。

2. 财政政策对汇率的影响

财政政策的主要形式是改变政府支出和税收的水平。税收的改变，可以纳入政府支出的变化中一起分析。

对财政政策的分析，与对货币政策的分析类似。只不过，在货币供给变化时，变动的是 AA 曲线，而财政政策发生变化时，变动的是 DD 曲线。

从图 3-6 可以看出，当政府支出增加时， DD 曲线向外移，由 D_0D_0 移到 D_1D_1 。结果是：(1) GNP 从 Y_0 增加到 Y_1 ，(2) 本国货币从 e_0 升值到 e_1 。当政府支出增加时，货币之所以会升值，原因也是利率。政府支出增加，对货币的需求也相应地增加。在货币供给不变时，对货币需求的增加，引起利率上升。利率上升的结果，就是汇率的升值。

图 3- 6

比较一下，虽然扩张性的财政和货币政策都可以刺激经济，增加产出。但货币政策和财政政策对本国货币却有不同的作用：货币扩张使货币贬值，而财政扩张使货币升值。

这里，应该注意的是，上面我们对货币政策和财政政策与汇率之间的关系进行分析时，有一个基本的假定，即假定政策的变化只是暂时的，政府还会将它逆转过来。这个假定十分现实。因为只有当经济不按政府预定的轨道行进时，政府才进行政策干预。一旦经济上了轨道，原来的扩张性政策就会停止或者反转过来，变为不扩张的，原来的紧缩性政策也会变为不紧缩性的。由于大家相信，政府目前的政策改变只是暂时的，因而这种政策的变化就不会影响人们对未来汇率的预期。在这种情况下，尽管政府的政策发生了变化，但人们对汇率的预期水平仍然没变。这也就是前面我们分析货币政策和财政政策对汇率的影响时，并未考虑汇率预期的变化的原因。

不过，在很多情况下，人们认为政府政策的变化是长期的。例如换了一届总统，体制发生了变化，政府政策的指导方针发生了改变等等，都会引起人们对政策变化的看法转变。这种看法的转变，会改变人们的预期。前面我们已经知道，预期的改变，会影响汇率。政府政策的作用，在有预期时和在没有预期时，不完全一样，需要分析一下。

(1) 在有预期时，货币政策对汇率的影响

假定货币供给增加，其结果和没有预期时一样，即 GNP 增加，汇率贬值。但现在人们预期到，这种货币供给的增加是长期的。既然是长期的，人们就会预期汇率会按货币供给增加的幅度同一比例贬值。从图 3- 7 可以看出，当没有预期时，GNP 从 Y_0 增加到 Y_1 ，货币从 e_0 贬值到 e_1 。在有预期时，GNP 从 Y_0 增加到 Y_2 ，货币从 e_0 贬值到 e_2 。这就是说，当人们认为货币供给的增加是长期的时，它使货币贬值的程度更大。同时亦使 GNP 增加更多。

图 3- 7

(2) 在有预期时，财政政策对汇率的影响

在有预期时，货币政策只影响资产市场（货币市场和外汇市场）。与货币政策不同，财政政策在人们认为是长期的时，它同时影响两个市场，既影响商品市场，也影响资产市场。

当政府支出增加时,它的直接影响是DD曲线向外移。但这时由于人们认为政府支出的增加是长期的,人们预期今后汇率必然升值,这造成AA曲线向左移。新的均衡点位于2点。如果没有预期,均衡点应该在1点(参见图3-8)。两相比较,可以看出,在有预期的情况下,财政政策会使汇率的升值幅度更大,但对经济的刺激作用反而较小。

图 3- 8

这里,我们只是提供了一个汇率分析的框架,说明了汇率和利率、预期、通货膨胀率,以及它和货币和财政政策之间的基本关系。但实践上,问题要复杂得多,需要仔细地分

析和研究。

4

影响外汇市场走势的 短期因素

托马斯·G·汤姆森

从长期来看，外汇价格是由外汇市场上的供求关系决定的。但是从短期来看，外汇的现货价格总是与外汇的长期均衡价格发生背离。自从70年代浮动汇率制占主导的外汇市场出现以来，外汇市场的行市每天都在变动，其幅度远远超过股票、债券等行市的变动。造成外汇行市波动的短期因素有经济的、政治的，也有心理方面的，由于短期因素又都制约于长期因素，所以，外汇的短期均衡价格是与长期均衡价格趋于一致的。

一、外汇市场的短期过分波动

国际外汇市场上外汇价格的每天波动幅度大致在0.5%至1.0%之间（即一至两分钱，用外汇市场的术语来说就是100点至200点），波动幅度大时可达5%以上（即700点

到 1000 点)。外汇市场上外汇价格经常性的的大起大落说明了外汇市场的两大特征：第一，风险很大；第二，在外汇市场投资获得巨额利润的可能性存在。对于外汇市场经常出现的短期剧烈波动，经济学上称之为对信息的过分反应 (overshooting)。对于什么是外汇行市的过分反应，经济学界始终有争论，目前大致有以下三种解释。

第一，外汇的现货价格与外汇汇率的长期均衡价格发生偏离。人们经常在报纸上读到，某种货币的“汇率目前是被高估的”，或者是某种货币“目前的汇率已远远低于它的合理价格”。这些话所指的就是这种现象。

外汇的价格是根据市场制定的人为的价格，由于外汇市场波动这一因素的存在，各大银行在每天报出外汇牌价时，往往在报出现货价格的同时，还会有一个远期价格，至少在外汇的期货市场里可以找到外汇的期货价格。外汇的期货价格从理论上来说应更接近于外汇的长期均衡价格。外汇的现货价格过分地偏离外汇的长期均衡价格也可以由多种原因来解释，可能是现货价格太低或太高，也可能是长期的均衡价格被估计得太低或太高。从市场运行本身来看，在投机性资本不充足时（在市场上交易的很少），或在外汇市场上投机性资本过分多的时候（市场交易过热），现货价格的波动超过它的长期均衡价就不是一种难以理解的现象了。

第二，外汇的短期均衡价格波动幅度总是会超过它长期的均衡价格波动幅度。这种解释，假设所有会影响外汇行市的因素都会对外汇的价格波动产生作用，但这种作用的生效在时间和渠道上有差别，造成短期均衡价偏离长期均衡价。

对于外汇的短期均衡价偏离长期均衡价的现象，目前经济学界流行的解释是，当政府扩大货币供应量或降低利率时，市场上物价并不会马上上升，导致实际的货币供应量增加，外汇市场则迅速反应，本国货币的汇价大幅度下跌，使外汇的短期均衡价过分地低于长期均衡价。而当物价在完全消化货币供应量增长因素时会上升，实际的货币供应量会有所下降，外汇的短期均衡价也会逐渐恢复到与长期均衡价趋于一致。

第三，外汇市场不是一个有效益的市场，即外汇价格的波动不能充分反映市场在一定时期内出现的全部信息，导致外汇的实际价格经常会过分地偏离均衡价格。

探讨外汇市场是不是一个有效益的市场 (market efficiency) 十分重要。首先，宏观经济模型应该包括所有影响这一模型的变量，并相信这些变量的总和会决定这一模型的结果。这一原则同样运用于外汇市场。外汇市场的短期剧烈波动可能是由于市场参与者主观地排斥某些信息，片面地接受或过分地接受某些信息，使外汇价格过分扭曲；也可能是某些影响外汇波动的信息掩盖了其他一些同样重要的信息，造成外汇价格大起大落。其次，如果外汇市场不是一个有效益的市场，就会导致一些纠偏的行为在市场出现，如以牟利为动机的投机者介入市场、需要准确地发布影响市场的信息、政府干预等。这些纠偏的行为有时会使实际价格与均衡价格趋于一致，有时却会进一步扭曲市场的价格波动。再次，外汇市场是不是一个有效益的市场，将直接关系到国际金融市场的投资决策，成为投资者考虑是否把资本投在外汇市场的重要因素。

从现在外汇市场的实际波动来看，外汇市场在长期可能是一个信息有效益的市场，但在短期却还远远没办法证明。目前对外汇市场每天波动影响最大的是新闻，它包括经济和政治两大类。此外，市场投资者的意愿和心理因素，又常常使这些新闻对外汇市场的影响进一步扩大了。

二、经济新闻对外汇市场短期波动的影响

在影响外汇行市波动的经济新闻中，美国政府公布的关于每月或每季度美国经济统计数据的作用最大，其主要原因是美元仍是外汇市场交易的最重要的货币。从经济统计数据的内容来看，按作用大小排列可分为利率变化、就业人数的增减、国民生产总值、工业生产、对外贸易、通货膨胀情况等。这种排列并不是绝对的，例如，美国对外贸易的每季度统计数曾是最重要的影响美元走势的数据之一。80年代中期以前，每当美国贸易数字公布前几天，外汇市场就会出现种种猜测和预测，引起外汇市场的剧烈波动。但是在80年代中期以后，其作用越来越小，原因是市场已真正意识到，目前外汇市场的交易额中，国际贸易额所占的比重仅仅为2%左右。所以，现在美国对外贸易统计数据公布时，外汇市场经常不会对它作出大的反应。

在各种经济数据中，各国关于利率的调整以及政府的货币政策动向无疑是最重要的。对外汇汇率和利率的相互关系，本书第3章已作了专门的介绍，但这里要强调的是，有时政府虽然没有任何表示要改变货币政策，但只要市场有这种期

待，或者说其他国家都采取了类似的行动，那么，外汇市场会继续存在这一政府会改变政策的期待，使这一国家的货币汇率出现大幅度波动。例如，1992年下半年，德国奉行反通货膨胀的紧缩性货币政策，德国中央银行一而再、再而三声明要坚持这一政策，但外汇市场经常流传德国要减息的谣言和猜测，理由是德国的利息已经加到顶了。虽然德国没有任何减息动向，但在英国、法国、丹麦、瑞典等相继减息后，外汇市场又顽固地认为德国会减息，即使年底不减，第二年初也会减。这使马克对美元的汇价在美国与德国的利率差仍然很大的情况下，节节下跌。

美国关于非农业人口就业人数的增减数和失业率是近几年影响外汇行市短期波动的重要数据。这组数字由美国劳工部在每月的第一个星期五公布。在外汇市场看来，它是美国宏观经济的晴雨表，数字本身的好坏预示着美国经济前景的好坏。因此，在这组数字公布前一星期，市场就开始预测就业数字的好坏，以及它对美元与其他货币汇率的影响。这使外汇市场出现许多戏剧性的局面，有时外汇市场会持续出现抛美元风，但到了非农业人口数字公布前的一、两天，只要市场上有任何关于这一数字可能不错的风言风语时，这种抛售风就会嘎然而止。较典型的例子是1992年1月上旬的美元对其他外汇的走势(参见图4-1)。从1991年下半年开始，外汇市场由于对美国经济可能陷入两次衰退的担忧，开始不断抛美元，使外汇对美元的汇价节节高攀，英镑对美元的汇率从1991年7月的1.60涨到1992年1月初的1.89。1992年

5-MIN
最高价: 1.8780B
最低价: 1.8020A
开市价: 1.8770

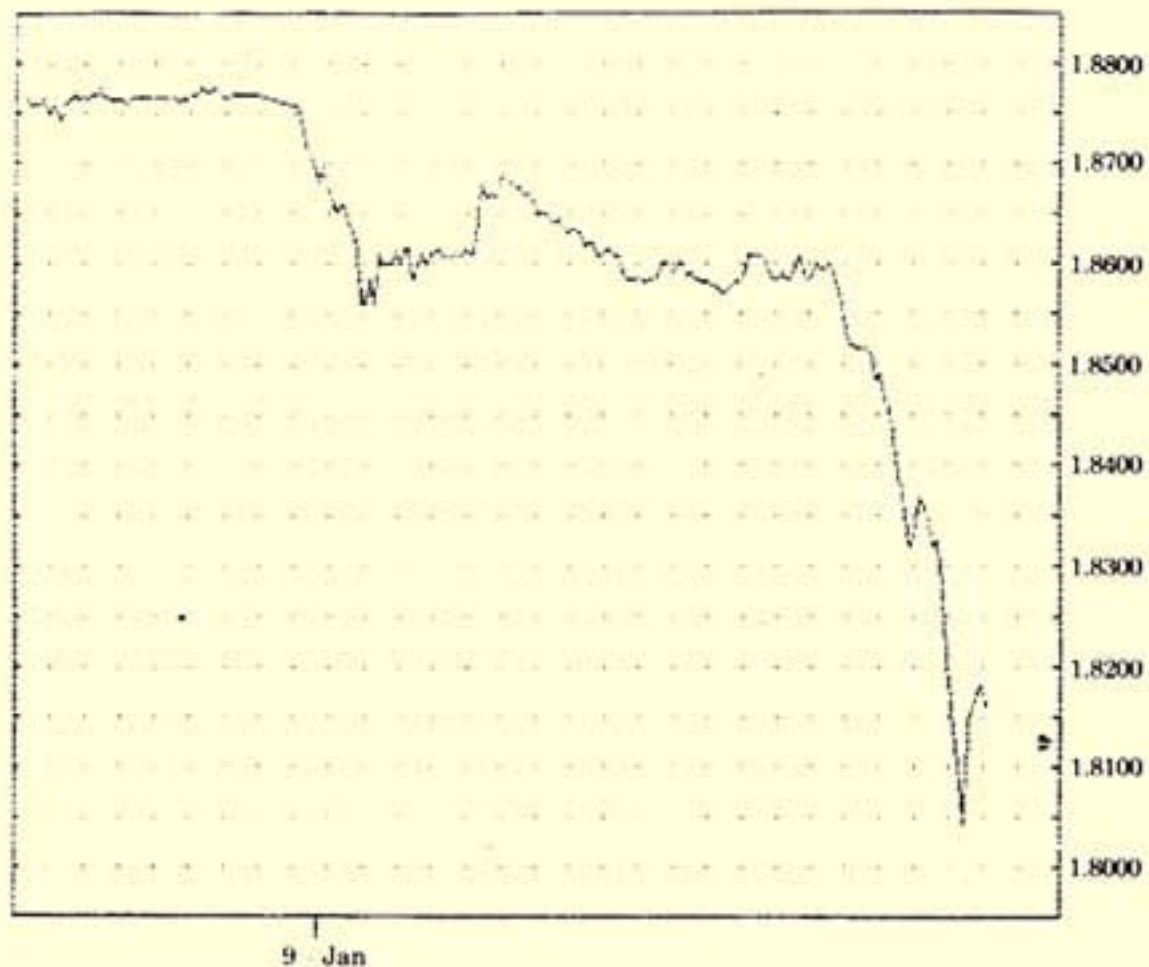


图4-1 1992年1月9日英镑对美元的趋势 (英镑/美元)

1月9日，也就是美国劳工部公布美国前一年12月份非农业就业人口数的前一天，市场上流传说，第二天公布的非农业就业人口数可能增长10万，致使这一天外汇市场一开市，就有人开始抛外汇买美元，英镑对美元的汇价从1.88跌至1.86，跌幅近200点。经过几个小时后，外汇市场便开始恐慌性地买美元，马克、英镑、瑞士法郎等对美元的汇价出现狂泻，英镑又掉了近600点，跌至1.8050。第二天公布的非农业就业人口数虽仅增长了3万，但这次恐慌改变以后4个月美元对其他外汇的走势。美元在对美国经济前景看好的前提下，一路上扬，一直到4月份，美国经济情况并不如预期中那么好的事实才被外汇市场所接受，美元从此又开始走下坡路。

其他一些美国经济统计数据对外汇行市也有影响，这些数据包括工业生产、个人收入、国民生产总值、开工率、库存率、美国经济综合指标的先行指数、新住房开工率、汽车销售数等，但它们与非农业就业人口数相比，对外汇市场的影响要小得多。这些经济指标对外汇行市的影响也有其独特的规律。一般来说，当美元呈一路上扬的“牛”势时，其中任何指标在公布时只要稍好一些，都会被外汇市场用来作为抛外汇买美元的理由，使美元进一步上扬，而指标为负数时，外汇市场有时就对其采取视而不见的态度。同样，当美元呈一路下泻的“熊”势时，任何公布的经济指标为负数时，都会成为外汇市场进一步抛美元的理由。

美国、德国等每月公布的批发价、零售价指数的变化情况对外汇行市也有影响，但影响的大小要看特定的条件。一

一般来说,当市场对某国中央银行存在着减息或加息的期待时,其每月公布的物价指数对外汇市场的敏感性就很强。例如,1992年11月,澳大利亚的澳元对美元的汇率已创近几年的最低点,外汇市场许多人认为澳元已接近谷底,有可能开始反弹了。但市场上也有人根据澳大利亚经济前景暗淡的预测,传言澳大利亚中央银行可能会采取减息的刺激经济措施。这时,澳大利亚政府公布的10月份批发物价上涨率仅为0.1%,为近10多年来的最低水平,外汇市场仿佛找到了其减息期待的依据,当天就出现抛澳元风,使澳元在低谷徘徊。

除了经济统计数据之外,其他关于经济活动的报道也会对外汇行市产生很大的影响。外汇价格的变动在很大程度上是外汇市场上的人对外汇波动的期待的反映,换言之,如果人们期待外汇有某一个长期的均衡价格,那么,现货价格的被动就会朝这个价格的方向移动。而这种期待是主观性的东西,它必然会受到客观经济环境的影响。因此,在连续几天没有关于经济活动数据公布的情况下,有关国家货币当局官员的讲话、《华尔街日报》关于外汇市场的有影响力的一篇文章、某研究机构或大企业关于外汇走势的研究报告等,都可能会在某一天造成外汇市场的剧烈波动。这种现象对那些身处外汇市场以外的人来说,似乎很难理解,为什么一个官员的讲话会使美元猛跌或猛涨2至3美分(即200至300点)?如果把人们主观期待的因素考虑在内,这种现象就不难解释了。一个官员的讲话或一篇关于外汇的重要文章仅仅是提供了某种信号,给人们的合理预期起了催化剂的作用,最后导致外汇市场的波动。而波动幅度的大小,就由这些信号在合

理预期中的催化剂作用大小来决定。

如果市场不认为它是信号，则这种讲话再多，外汇市场的人也会充耳不闻。较典型的例子是英镑在 1992 年年底的跌势。自 1992 年 9 月欧洲货币体系危机以后，外汇市场出现了猛抛英镑风，其原因在于英国经济前景暗淡、英国经济政策不明朗、英国减息期待等多种因素，为了稳定英镑的汇率，英国财政大臣拉蒙特多次发表讲话，表示要稳定英镑汇率，甚至可能以加息来提高英镑的汇价。但每次都只能给英镑的汇率以微弱而短暂的支持，在英镑稍有回弹后，外汇市场就有更多的人抛英镑。

三、影响外汇行市短期波动的政治因素

与股票、债券等市场相比，外汇市场受政治因素的影响要大得多。当某一件重大国际事件发生时，外汇行市的涨落幅度会经常性地超过股市和债券市场的变化。其主要原因是外汇作为国际性流动的资产，在动荡的政治格局下所面临的风险会比其他资产大；而外汇市场的流动速度快，又进一步使外汇行市在政治局面动荡时更加剧烈地波动。

外汇市场的政治风险主要有政局不稳引起经济政策变化、国有化措施等。从具体形式来看，有大选、战争、政变、边界冲突等。从资本安全角度出发，由于美国是当今世界最大的军事强国，其经济也仍处于领先地位，所以，一般政治动荡产生后，美元就会起到“避风港”（safe haven）的作用，会立刻走强。政治事件经常是突发性事件，出乎外汇市场的

意料，这又使外汇市场的现货价格异常剧烈地波动，其波动幅度大大超过外汇价格的长期波动幅度。下面选择苏联 8.19 事件、英国 1992 年大选和美国攻打伊拉克的“沙漠风暴”计划为例子，说明政治事件对外汇行市短期走势影响的一些规律。

苏联 1991 年 8.19 事件对外汇市场的影响 从 1991 年下半年开始，美元对几乎所有的主要外汇都呈弱势。但是，苏联 8.19 事件使这走势完全打乱，而事件失败后，又使走势恢复到原来的状态，美元又一路走弱，到第二年 1 月才止跌回升。

外汇市场在苏联 8.19 事件前后的波动完全说明了美元作为“避风港”货币的作用。在 8.19 事件发生以前，外汇市场已在流传苏联政局不稳的消息，美元连续 7 天小涨，但谁也没有预料到会有突发事件发生。到 8 月 19 日，当外汇市场所有交易者的计算机屏幕上打出“苏联发生政变”的字样时，便立刻出现一片恐慌性地买美元风。以英镑为例（图 4-2），英镑对美元的汇率在短短的几分钟内从 1 英镑兑 1.6633 美元猛跌至 1.6130，跌幅达 3.1%。第二天，外汇市场又随着戈尔巴乔夫失去联系、发动事件者似乎难以控制局势等消息的不断出现而涨涨落落。到第三天，8.19 事件宣告失败，外汇市场立刻抛出美元。同样以英镑为例，英镑对美元的汇率从 1.6363 美元涨到 1.6915，猛涨 3.4%，使英镑对美元的价位迅速超过 8.19 事件前的高点。此后，英镑又同其他外汇一起，开始了对美元的汇价一路上扬的走势。

苏联 8.19 事件期间外汇市场的走势表明，外汇价格的

变动有其内在的规律。短期的突发性事件会引起外汇的现货价格明显地背离其长期的均衡价。但是，在事件过后，外汇走势又按照其长期均衡价格的方向移动。一般来说，短期的价格变动至多会修正长期外汇均衡价格的方向，却很难改变或彻底扭转它的长期波动趋势。

至于在政治性突发事件发生时，外汇行市的波动幅度的极限有多大，始终是一个有争论的问题。一般认为，在突发性事件发生

图 4- 2 苏联 1991 年 8 .19 事件前后英镑对美元走势图(英镑/美元，单位：日)

时，外汇价格的波动完全由市场参与者的心理因素决定，取决于人们对这一事件的承受能力。这种解释在实际运用中说服力不强。但是，技术分析专家却认为，外汇对美元的汇率在突发事件时能跌多少，完全是规律可循的。以苏联 8.19 事件为例，英镑对美元的汇价之所以跌至 1.6130 时止跌回升，完全是因为这一点是近 5 年来英镑对美元汇率移动平均线的底部，英镑对美元的汇率不太可能一次就穿过这条线，以后苏联 8.19 事件失败，更说明这一点的支撑作用。

1992 年 4 月英国大选对外汇市场的影响 在英国大选前的一个多月，外汇市场就开始受到这次大选的影响。在大选以前，保守党候选人即现任首相梅杰在民意测验中一直落后于工党候选人尼尔·金诺克。英国的工党在 80 年代以前执政时曾坚持实行国有化政策，导致资本外流的局面。保守党撒切尔夫人在 1979 年上任当首相后，花了近 10 年的时间推行私有化政策，而梅杰上任后也继续执行这一政策。因此，如果金诺克在大选中获胜，就可能意味着英国政府政策的改变。虽然工人出身的金诺克在工党内属保守派，但人们还是担心英国有可能回到国有化政策推行的年代。由于金诺克在民意测验中领先于梅杰，英国的金融界从 3 月就出现了两种现象，一是资本开始逐渐外流，另一是英镑的汇价逐步下跌。以英镑对马克的汇率为例（参见图 4-3），英镑的汇价从 2 月中旬就开始下跌，从 2 月底的 1 英镑兑 2.96 马克逐步跌至 4 月 6 日的 2.83。

英镑是欧洲货币体系的成员货币，它对马克的汇率制定是由固定但可调节的汇率制决定的，上限在 3.1320 马克，下

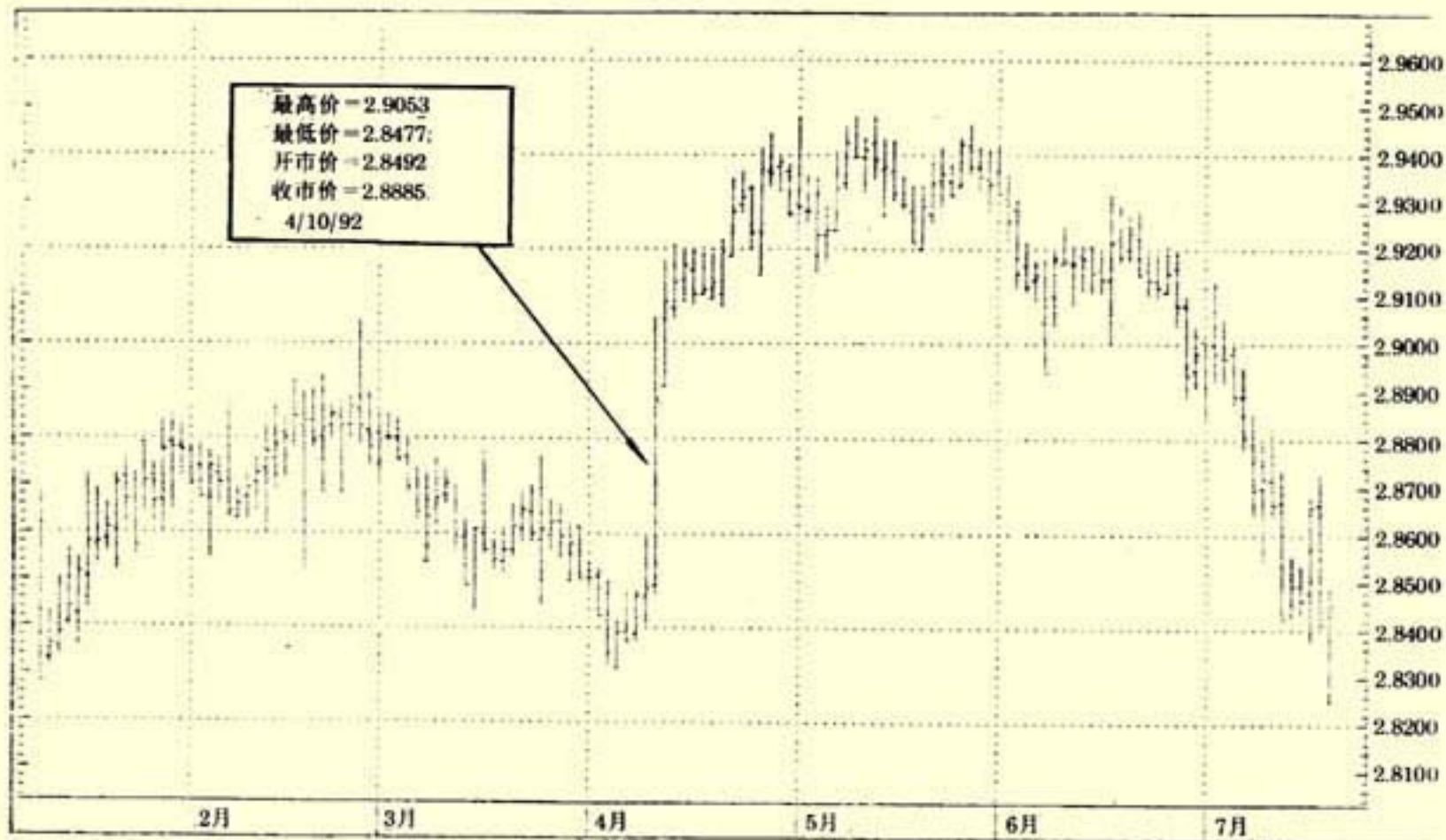


图 4-3: 1992 年 4 月 10 日英国大选前后英镑对马克的走势 (英镑/马克, 日图)

限在 2.7780 马克，中心汇率为 2.95。但自从英镑在 1990 年加入欧洲货币体系后，外汇市场一直认为英镑的汇价是高估的，所以经常在英镑走强时抛英镑。在英国大选到来时，梅杰在民意测验中落后，自然使外汇市场认为英国的政策前景不稳，进一步煽起了市场的抛英镑风，使英镑对马克的汇率向欧洲货币体系规定的底限逼近。

大选这一天，英镑在外汇市场出现了剧烈的波动。从英镑对马克的汇率来看，波幅为 2%，达 600 点，即 6 个芬尼，而且整个一天的波动是很有戏剧性的。在大选前两天，外汇市场由于听到梅杰在民意测验中已接近金诺克的传闻，就已经开始买英镑抛马克等外汇。在大选这一天，金诺克的选票和民意测验结果在一开始仍然领先于梅杰，使外汇市场又大幅度地抛英镑。但没过多久，梅杰的选票就开始节节上升，立刻在外汇市场刮起了抛外汇买英镑的旋风，使英镑对马克的汇价迅速攀升，从 2.8477 马克猛涨到 2.9053。

大选结束以后，英镑似乎从此扭转了弱势，成了坚挺的货币。外汇市场总是谈论英国的经济前景看好，流到海外的资本会返回英国，梅杰的胜利表明英国政局的稳定等等。其实，这时的梅杰还是原来当首相的梅杰，而以后一段时期内经常出现英国经济不景气的统计数据。但英镑在以后的近两个月内还是一路上涨。许多预测专家和技术分析专家都预言，英镑对马克的汇价将上升到 3.10，去试探欧洲货币体系规定的 3.13 上限。从图形上来看，英镑对马克的汇价在大选后一直居高不下，但每次冲高时都在 2.9500 处被弹回，经过近两个月的高处徘徊，英镑对马克的汇价终于在 6 月份开始

下跌。

英镑在英国大选前后的走势表明，外汇价格在短期内的过度波动可能会由于市场预期的支持而维持较长时期。在这种预期被打破以前，市场有时会认为短期的均衡价格是一种合理的价格，而预测中的长期均衡价格反而被认为是存在偏差的。但是，如果外汇市场的预期始终得不到证实，因意外事件而扭曲的外汇价格走势就会恢复到原来的趋势上去，甚至走得更远。从6月份开始，英镑对马克的汇价一路下跌。在外汇市场证实英国经济前景并不十分乐观时，英镑的弱势就成为大势所趋了。以至在9月份的欧洲货币体系危机后，英镑对马克的汇价直线下降，仿佛如自由落体，迫使英国退出欧洲货币体系，英镑对马克的汇率在10月跌至2.40马克。

美国攻打伊拉克解放科威特的“沙漠风暴”计划对外汇市场的影响 “沙漠风暴”计划也很典型地反映出美元和黄金作为资金的“避风港”作用。世界局势的动荡不安会使美元和黄金大涨，以前人们所说的“大炮一响，黄金万两”应该就是这个意思。

外汇市场的许多投资者都认为，外汇价格的走势有其一定的规律。但是在“沙漠风暴”计划前后，外汇市场的价格走势忽上忽下，显得非常凌乱。美国进攻伊拉克是1991年1月17日，在这以前的一个月里，外汇行市围绕美国究竟会不会打的猜测，大起大落，很明显地说明了上述特点。每当美国政府要员发表态度强硬的讲话，表示要采取军事行动，美元就会在一天内大涨一波；而外汇市场听到有西欧国家出面



图表4-4: 美国攻打伊拉克的“沙漠风暴”前后英镑对美元走势图(日图)

调解的传闻，似乎和平解决可望实现时，美元就会下跌一次。在 1 月 17 日战争爆发这一天，美元一开始也是猛涨。从图 4 - 4 英镑对美元的走势来看，英镑跌到过 1 . 8990。但没隔多久，新闻界传来美国已很快控制局势，稳操胜券时，美元的“避风港”作用立刻消失，市场便开始抛售美元，英镑对美元的价格猛涨到 1 . 9353，以后的一个月便一路上涨。

其实，根据对美国 and 伊拉克两国的军事实力分析，以及

图 4- 5：“沙漠风暴”前后的黄金价格走势（日图）

国际上舆论的倾向，任何理智的结论都会认为美国会达到把

伊拉克赶出科威特的军事目的。然而，外汇市场并不接受这种逻辑判断，而是根据人们第一产生的心理和期待去寻找价格。只有在事实被人们接受之后，市场价格才会猛然回到原来趋势上去。黄金的美元价格更能说明这一点（参见图 4-5），在美国向伊拉克进攻后，黄金价格出奇地涨到 410 美元 1 盎司，但在美军取得绝对优势的消息传出后，黄金又猛泻到 373.70 美元，其间的跌幅高达 9.7%，大大出乎人们的预料，许多市场的小投资者顿时全部被“套”在里面，而且又由于黄金以后又持续下跌，使这部分投资者的损失十分惨重。

从任何一种主要外汇对美元的汇率走势 10 年图中，人们都可以发现这 10 年国际政治、经济格局的变化情况。由于每次突发事件，每项重要的经济统计数据都会在每天的外汇市场上引起剧烈的波动，使汇率涨跌史成为国际政治经济发展史的缩影这一结论更具有说服力。在外汇市场投资，在把握住外汇走势的长期趋势时，更要十分注意它在短期的波动，只有认清它的短期波动规律，才能在外汇市场立于不败之地。

5 工业国家之间的政策协调 与外汇行市的波动

皇佩深

在外汇市场的长期波动中，有一个值得注意的现象，就是外汇价格的波动在许多时候是由政府的政策变化引起的。这种政策变化包括两个方面，一是单独一个国家的货币和财政政策变化引起本国货币汇率变动，从而影响国际外汇市场；另一方面是工业国家之间的经济政策出现趋同或背道而驰时，外汇市场也会经常剧烈波动。本章主要分析后一种波动。认清工业国家之间经济政策协调的问题，对于认识外汇市场的长期波动规律、政府干预外汇市场的原因和效果，都有很重要的帮助。

一、工业国家之间外汇政策协调的必要性

实行固定汇率制的布雷顿森林体系解体后，国际货币体系面临的是没有体系的体系。1975年底，主要工业国家的首

脑第一次在法国巴黎郊区开会，作出了修改国际货币基金组织有关固定汇率制条款的决定。据此，国际货币基金组织于1976年1月在牙买加的金斯顿举行会议，决定每个国家可选择任何自己愿接受的本国货币汇率。经过修改的国际货币基金组织协定第4款只是承认当时已实行的浮动汇率制，在工业国家之间如何就汇率问题加强协调方面，并没有任何明确的意见。

与固定汇率制相比，浮动汇率制似乎在宏观经济政策方面，减轻了各国政府的干预负担，而实际情况并不如此。对赞成浮动汇率制的人来说，浮动汇率制的下面三个问题都要求工业国家之间加强经济政策协调。

(1) 货币政策的独立性问题。在固定汇率制条件下，各国货币当局的货币政策必须为本国货币的汇率负责，如果膨胀性货币政策导致本国货币汇价下跌，中央银行必须出面干预，支持本国货币的结果是膨胀性的货币政策失效。如果采取紧缩性的货币政策，本国货币汇价就会上涨，中央银行也必须出面干预，放松银根使利率下跌，汇价下跌，则紧缩性货币政策失效。所以，货币当局在固定汇率制时期是没有独立性可言的。在浮动汇率制的条件下，各国政府从理论上来说可以不对本国货币的汇率进行任何干预，让市场去决定它的均衡汇率，因而政府可以自由选择适合本国国情的货币政策与财政政策。

然而，从以下的分析中我们还会看到，在目前生产、资本、劳动力和商品日益一体化的世界，任何一个国家的政府已很难采取完全独立的政策。只要有资本的国际间自由流动，

一国的货币政策变化，就必然通过利率和汇率的变化，影响到其他国家的利率、汇率和整个经济的内外供求平衡。资本的跨国流通越自由，政府货币政策相互之间的影响就越大。这是当前工业国家在外汇方面需要加强政策协调的一个首要问题。从实行浮动汇率制以来，每次工业国家高峰会议在谈到汇率波动问题时，都要谈到政策协调问题，而每次都不能使问题得到圆满的解决。

(2) 货币政策的对等或平等问题。在战后固定汇率制时期，工业国家在制定和执行各自的货币政策时，所承担的义务和权利不是对等的。其模式是所有货币与美元挂钩，而美元与黄金挂钩，因此，从理论上讲，美国可以制定任何符合其经济利益的货币和财政政策，义务是保证美元与黄金在名义上等价；而其他所有参与这一固定汇率制的国家都必须对本国货币与美元的汇率挂钩负责，货币政策的制定也必须充分考虑美国的货币政策变化。例如，美国采取宽松的货币政策必然导致美元贬值的压力，美元的贬值等于其他国家货币升值，所以，其他所有国家在本国货币面临升值压力时，必须也采取相应的宽松的货币政策，以支持美元的汇价。这种货币政策上的不对等或不平等性，是固定汇率制必然会解体的原因之一（虽然不是主要原因）。在浮动汇率制条件下，各国从理论上可不必为维持本国货币与美元的汇率而承担义务，可选择符合自己经济利益的货币政策，使得工业国家在选择和制定货币政策方面从不平等（不对等）走向平等（对等）。

工业国家在选择货币政策上的权利对等并没有带来外汇

政策上的协调。固定汇率制保障了美国在货币政策制定上的我行我素权利，而浮动汇率制则是体现了经济政策制定上的强权政治效应。经济大国由于其经济地位，可以在制定货币政策时更多地我行我素，甚至顺我者“行”，不顺我者“改”。而经济小国虽然也能选择符合本国国情的政策，在实际中不得不更多地考虑其他国家政策的影响。80年代初，美国的高利率导致美元坚挺，其他工业国家在货币和财政政策制定上便始终受到巨大的压力，必须为防止资本外流和本国货币贬值而努力。80年代后期以后，德国的紧缩性货币政策导致英国等许多欧洲国家也被迫采取紧缩性的货币政策，而一旦其他欧洲国家想通过减息等来刺激经济时，这些国家的货币就立刻会受到贬值的压力。1992年9月，欧洲货币体系发生危机，原因之一就是这种货币政策的不对等或不对称性。解决货币政策不对称性的唯一方法是工业国家加强货币政策的协调。

(3) 汇率的自动稳定作用问题。在固定汇率制的后期，美元已受到越来越大的贬值压力，各工业国家的政府为了维持本国货币与美元的汇率，必须人为地干预外汇市场，确保一个已不能为市场所接受的汇率，这导致政府与外汇市场的尖锐对立。而浮动汇率制则把汇率的高低交给市场决定。而许多人又相信，对于经济和经济政策的变化，浮动汇率制条件下的汇率会通过市场迅速地自动进行调整，例如，一个国家出口减少导致生产下降，需求和生产的下降导致货币供应下降与利率上升，由此引发的本国货币汇价上升会使国内需求从进口商品转向国产商品。随着对国内产品需求上升，国民

生产就增加，国民收入和货币供应上升，本国货币的汇价会因此下跌。所以，本国货币的短期的市场汇率会变动，但长期汇率是在市场上保持均衡的。

上述这种汇率的自动稳定作用避免了对汇率的人为扭曲，但不能完全取代政府之间政策协调的必要。浮动汇率制实行至今已有近 20 年历史了，但这期间并没有事实能说明浮动汇率制一定比固定汇率制更能促进价格稳定、就业增长和国民收入的提高。相反，浮动汇率制时期的汇率每天都会随着经济政治新闻而变动，有时政府官员关于政策变化的暗示，会导致汇率变动的幅度更大。几乎所有的政府都不欢迎本国货币汇率的不稳定，但汇率的经常不稳定又是今天外汇市场的一个重要特点。政府要干预和外汇市场，也就离不开政府在政策上的相互协调。

浮动汇率制中存在的许多问题反映了政府之间经济政策协调的必要性。事实上，从外汇市场的波动本身来看，有些长期性的波动正是政府之间经济政策的配合失衡或背道而驰造成的。加强政策协调也就部分解决了外汇市场汇率的某种过分波动问题。

从外汇市场波动的形式来看，波动存在两种形式：短期波动和长期失衡。短期波动指几天、几个星期或几个月的变动，它往往由短期因素造成，又不代表汇率波动的长期趋势。短期波动有很大的偶然性，一条消息、一起政治事件、某个政府官员的一次讲话、甚至是重要报刊的一篇文章，都可能使外汇市场在当天或几天内大幅度波动。对于外汇市场的短期波动，政府的干预也会有效。长期失衡是指外汇市场的价

格长期性地偏离其均衡价格，如汇价长期高估或低估，直接影响到一个国家的外贸状况。讨论长期失衡的意义在于，长期失衡可能是政府政策或政府之间政策配合失调造成的，在不改变政策的情况下进行外汇市场的干预是无效的。当然，从理论上很容易区分短期波动和长期失衡的区别，但在实际运用中往往较难分清。

二、工业国家外汇政策协调的难题

要解决外汇价格可能出现的长期偏离均衡价格的问题，政府之间政策协调是必不可少的，尤其是在这种长期汇率失衡是由政府政策引起的时候，更是如此。而工业国家政府之间的政策协调，主要是指货币政策和财政政策的协调，而不是对外汇市场的直接干预。从以上的分析中我们已经知道，在目前，没有一个工业国家能制定一套完全不影响其他国家的货币政策或财政政策。减少外汇方面摩擦的唯一有效途径就是双方妥协。

事实上，工业国家的经济政策始终处于相互影响、相互协调状态。我们以美国和德国为例。假设资本在这两国之间能自由流通，两国靠货币政策影响美元和马克的汇率以及世界的利率，货币扩张会导致本国货币汇率与利率下跌，而货币紧缩会导致汇率和利率上升。如果德国政府对本国的宏观经济状况非常满意，不想作任何货币政策的调整，但美国为了刺激本国经济复苏，打算采取宽松的货币政策，以降低利率。由于德国政策未变，其结果是导致美元贬值马克升值。但

美国希望的是减息，而不是美元贬值，在这种情况下，美国只有要求德国协调，也采取相应的宽松性货币政策。而德国既不想减息，更不愿看到马克升值，所以，要求美国采取紧缩性的货币政策。这使两国政府都面临政策选择。德国如果对美国的要求置之不理，必然要被迫应付马克升值的局面；而如果美国对德国的要求置之不理，则难以达到减息而不让美元贬值的目的。结果是双方必须协调，美国采取有限的宽松性货币政策，而德国也适当放宽货币供应，使马克升值不至于太多。

如果双方都不愿协调，各自推行自己的政策，其最终效果就得看哪个国家的经济实力强，对世界利率等影响大。如果双方经济实力差不多，就被迫进行政策协调。同样用上述例子。如果美国大幅度推行宽松的货币政策，达到了使利率降低和美元贬值的目的。如果德国什么变化都不愿意接受，就立刻面临一个两难的选择。如果德国也采取宽松的货币政策，它可以避免马克升值，使马克与美元的汇率回到美国改变货币政策以前的水平，但这样会使利率过分下跌，这是德国一直难以接受的；如果德国采取背道而驰的货币紧缩政策，它因为也是经济大国，可以使利率立刻恢复到美国货币政策变化以前的水平，但副作用是马克升值，情况更为严重，这又是德国所不能接受的。要解决这一难题，德国可以对美国的政策变化进行抱怨或公开指责，也可以采取某种中和的政策。

工业国家货币政策的协调之所以重要，就在于缺乏协调的政策不但可能使外汇市场的汇率扭曲更严重，而且可能使现有的政策达不到应有的效应。例如，美国和德国都意识到

经济衰退即将来临，希望通过降低利率来刺激经济，但又不希望现有的美元与马克的汇率波动太大。这要求双方共同采取扩张性政策。如果双方不协调，都以为对方不一定会采取相应的政策，那么，美国单独先采取扩张性货币政策，使利率下跌，美元贬值，而德国也采取相应的措施，也达到相应的目的。由于从政策推行到实际效果之间存在时间差，等两国都看到政策效果在市场上反映时，都会发现扩张性的政策有点过分，市场上外汇的波动已经太大，造成对外汇市场和国民经济不必要的扭曲。

当然，我们选择上述例子解释时，是假设国际资本流畅，有一个统一的利率；这个例子也没有把外汇市场的期待因素考虑在内。从实际情况来看，政府也可以采取货币政策以外的手段来调节宏观经济和外汇价格。然而，这个例子已足以说明工业国家之间的政策协调对外汇市场的重要性。

从 1976 年浮动汇率制以来，工业国家在影响外汇市场方面的政策协调基本上是不成功的。1974 年世界性经济衰退后，美国为了抑制高失业率，从 1976 年开始采取连续性的财政扩张政策，刺激经济复苏。美国还一再要求日本和德国一起用扩张财政来刺激经济。但日本和德国一直担心本国通货膨胀压力上升，到 1978 年的波恩高峰会议上，才决定与美国一起刺激经济，充当世界经济回升的“火车头”。但由于财政政策推行的时间不一致，美国经济在财政刺激后，失业率从 1975 年的 8.3% 降到 1978 年的 6%，但带来的是通货膨胀上升和国际收支逆差。与此同时，德国和日本的通货膨胀率在 1978 年降到很低的水平，分别为 2.7% 和 3.8%，远远低于

美国的 7.6%。这一政策失衡导致美元汇率从 1976 年开始大幅度下跌,以至最后招来卡特政府 1979 年用 300 多亿美元在外汇市场进行支持美元的干预。

1980 年 ~ 1985 年美元汇率狂涨是工业国家经济政策配合失衡的又一个例子。从 1979 年年末开始,美国联邦储备委员会在新任主席保罗·沃尔克的主持下,开始执行严厉的反通货膨胀政策,严格控制货币供应量的增长。第二年里根总统上任后,又明确坚持这一政策,使美元开始止跌回升。里根政府同时又坚持其大规模的赤字财政计划,造成美国利率上升,从国外吸引大量的资本,美元的汇价进一步上涨。而从 1979 年至 1982 年,德国和日本不仅财政上采取的是紧缩政策,在货币上也采取相应的保守政策。这种政策上的差异立刻在外汇市场上显示出来。美元一路走强,马克、日元等货币一路下跌。虽然从 1982 年开始,美国和日本、德国的政策都开始转变,美国转向货币上宽松的政策,日本和德国则继续采取较为紧缩的政策,不使货币供应量增长太快,但外汇市场并没有立刻接受这一信号。美元的走弱是 1985 年以后的事。许多人把美元在 1985 年从顶峰上跌下来归之为 1985 年 9 月西方五国“广场饭店协议”的发表。其实,如果没有美国、欧洲和日本在货币、财政政策上的协调,美元的坚挺还会维持较长的时期。

同样,1992 年 4 月以后外汇市场上马克的一路上涨,主要原因之一也是美国、德国等货币政策的配合失调,美国利率不断下降,德国等欧洲国家利率不断上升,而且巨大的利率差维持很长的时间,当然使美元不断下跌。进入 90 年代以

后,美国为了刺激回升无力的经济,在通货膨胀率较低的情况下,连续十多次减息。到1992年底联邦政府贷给商业银行的贴现率已减到3%;而德国在东西德合并后,通过扩张财政给东德以大量财政补贴,扶助东德经济发展,大量的开支使通货膨胀的压力也在不断上升,为此,德国中央银行坚持采取货币紧缩计划,把利率维持在很高的水平,1992年8月还进一步加息,把短期贷款利率加到9.75%,贴现率提高到8.5%。欧洲共同体实行的是固定但可调节的汇率制度,其他欧洲货币体系的国家都希望以减息来刺激经济,当然忍受不了德国的高利率。在这种情况下,德国才于9月把短期贷款利率从9.75%降到9.5%,把贴现率从8.5%降到8.25%。尽管如此,美国和德国的通货膨胀率都已很低,在扣除通货膨胀因素后,美国和德国的实际利率差更加明显,以至马克对美元的汇率一路上涨,连创二次大战结束以来的最高点,到1992年9月2日,1美元对马克的汇率是1.3870马克。在马克的持续上涨过程中,美国、德国等15家工业国家的中央银行进行了许多轮支持美元的干预,但基本上是以失败而告终。

对于美国和德国在货币政策上的失衡,从西方七国首脑和财政部长的各次会议上都会反映出来。由于在这些会议上都不能达成任何明确的协议,每次会后发表的公报都是强调,一方面要不断通过减息来刺激经济增长,特别是在通货膨胀和预期的通货膨胀较低时,强调经济增长的重要性尤其必要;另一方面却又不得不提到,某些国家或德国存在通货膨胀压力,有必要在控制通货膨胀的条件下刺激经济增长。这种写

明双方立场的妥协措辞,总是给外汇市场一个明确的信号,就是现行的政策还要继续下去,而已经出现的外汇市场价格失衡情况还会照原来的趋势发展下去。

三、政策协调的方式对外汇市场的影响

对于在外汇市场投资的人来说,最关键的问题是找出或掌握外汇市场波动的一些规律。由于政府之间政策协调失衡也是外汇市场波动的原因之一,人们就可以从现有的政府间外汇政策协调中,找到外汇波动的某些趋势。应该承认,工业国家之间汇率政策的协调程度高,则外汇市场波动的幅度就相对减少。

工业国家在经济政策上的彻底协调就是政策的同步性,它要求所有国家在经济衰退时采取较一致的扩张性刺激措施;在通货膨胀上升时,采取一致的紧缩性政策;而在需要采取混合的政策时,各个国家也能配合一致。这种做法的好处是可以稳定外汇市场,又不影响利率、贸易条件和供求关系的水平稳定。

由于各国奉行的经济哲学不一致,各国的经济需求也不一致。货币紧缩对一国有利,对另一国可能造成衰退;财政扩张对一国能刺激经济,在另一国可能引起通货膨胀。因此,完全同步的货币和财政政策不可能维持很长时期,但在短期内却是可行的。而经济的互相依赖性也要求工业国家在汇率政策上进行协调。

由此可见,工业国家的政策同步性便可成为我们判断外

汇市场走势的一个标志。如果汇率与长期汇率出现巨大偏差，或某种外汇连续猛涨或猛跌，我们就不但要判断工业国家的政策情况，而且要注意判断有关国家经济政策的同步性，而且可以从政策同步性的持续长短中寻找答案。例如，如果德国的高利率使马克持续坚挺，而美国的低利率又使美元十分疲软，那么，只要德国没有减息的打算，而美国也没有加息的期待，美元对马克疲软的情况就会维持下去。如果德国有减息的打算，而美国仍然没有加息的打算，则两国政策至少向趋同的方向发展，这会使美元对马克的汇率上升。反之亦然。如果德国有减息的意图，美国也有加息的意图，则马克对美元的汇价会迅速下跌，由于这种情况反映政府政策趋势的改变，经常会在外汇市场上导致马克对美元汇价的过分下跌，使美元坚挺，直到两国货币政策出现趋同的征兆或趋势，美元的升势与马克的跌势才有可能止住。从 70 年代末到 80 年代初，美元汇率由十分疲软走向十分坚挺，部分的原因就在于政府政策的变化。需要指出的是，在判断政府经济同步性问题时，期待的因素要予以充分考虑。如果政府之间的政策并不存在同步性，但外汇市场已经对它有此期待，那么，这种期待与实际的政策变化所起的效果是大同小异的。

经济政策完全的同步性在外汇市场并不多见，经常可能观察到的是经济政策的共同协调。它的目的并不是使经济政策完全趋同，而是为了稳定外汇市场的剧烈波动。例如，1992 年 9 月德国减息，并不是因为德国的宏观经济发展有此需要，而是为了缓和岌岌可危的欧洲货币体系危机。这样做的目的基本上是为了帮助欧洲共同体其他成员国稳定它们的货币汇

价。

要判断政府之间这种政策协调对外汇市场的影响，首先要分清这种让步性协调对该国经济的效益。政策协调从实际效果来看有两种，一种是对双方经济都有利的协调，另一种是牺牲自己的利他主义协调。第一种协调并不常见，因为既然于己有利，或利大于弊，又何乐不为。经常看到的是第二种被迫性协调，由于民族利益等原因，它常常不能维持很久。因而，它会给外汇市场传递各种信号，使人们不断去判断它对外汇行市的影响，这本身有时会引起外汇市场的剧烈波动。

在判断政策的共同协调时，还要看这种协调政策与其现有的长期政策之间的关系。例如，为了政治利益的需要，如大选等，现任政府可以临时采取扩张性的政策来刺激经济，从政策的推行到引起通货膨胀又有一个时间差。对于这种政策变化，外汇市场当然会作出迅速反映，外汇价格便出现一个大起大落的局面。其他国家有时会作出相应的调整，希望能纠正外汇市场出现的波动。但是，等这种临时性的政策执行过后，如大选结束，外汇价格又会朝原来的趋势靠拢。对那些能充分认清政府经济政策变化实质的投资者来说，就能较准确地预期到外汇行市的波动规律，作出准确的投资抉择。

比政府之间经济政策直接协调次一等的协调，就是工业国家联合对外汇市场进行干预。一般来说，如果工业国家有经济政策的趋同性，或能在外汇市场上进行良好的政策协调，那么，如果外汇长期波动（或失衡）是由政府政策不协调引起的，这种外汇波动会随着政策趋同而自动纠正，并不需要政府共同对外汇市场进行大规模的干预。可见，如果工业国

家对外汇市场进行大规模的联合干预，常意味着各国的货币和财政政策不变，而且也都不愿意进行协调，其原因又常常是各国所面临的经济问题不同。

对于外汇市场出现的政府共同干预，投资者应该坚持的准则是，汇率主要是资本市场的变化，即利率的变化决定的。利率变化会导致外汇市场对未来汇率期待的变化，外汇的现货价格就根据这种变化进行调整。如果投资者仅仅根据政府干预本身来判断外汇的未来走势，就可能选择了虚假的经济新闻，或对正确的经济新闻进行错误的分析，从而作出最后输钱的投资决策。例如，如果美国的实际利率始终高于德国和日本，大量的国际资本自然会流向美国，而美元对马克和日元的汇率就会持续坚挺。在这一状况没有任何改变的情况下，投资者就没有任何理由和必要把资本从美国转移到德国和日本去，也没有必要把外汇投资从美元转移到马克和日元上面。在这种情况下政府进行支持马克和日元的共同干预，是一种违背公共利益的干预，虽然会有短期的效应，但很快就会被外汇市场拒绝。

当然，人们也不能绝对地从利率差来判断政府之间协调干预外汇市场的有效性。用利率差来判断外汇市场波动趋势的前提是资本要有充分的流动性。例如，如果日本对本国资本的国际流动有一定的控制，日本的利率变化对美元和日元汇率变化的影响就不会很大。其原理不难理解，如果日本政府严格控制本国公民对外汇的持有额，则日本利率的上升并不会导致日元对美元的大幅度上升。这也是 80 年代以前，日元与美元的汇率并不能充分反映美国与日本之间利率差变化

的原因所在。

比政府联合干预效果还要差的是一国政府单独干预。由于一国的外汇资源有限，在工业国家经济政策不协调的情况下，这种干预经常会失败。1992年11月19日，瑞典想坚持把本国货币克朗与欧洲货币体系挂钩，但由于马克在德国坚持高利率政策的影响下保持坚挺，克朗在外汇市场上被猛抛，克朗对马克的汇价迅速下跌。瑞典中央银行不但在外汇市场进行支持克朗的干预，而且把隔夜短期利率从8.5%猛增到20%，仍没有最后止住克朗的跌势。没隔一天，瑞典被迫宣布将克朗与欧洲货币体系脱钩，任其在外汇市场自由浮动。

工业国家最不需要花大代价的政策协调方式是相互之间及时交换信息，它的优点在于使工业国家的政府不仅知道其他国家的政策变化，而且了解其他国家对本国经济政策变化可能作出的反应。这样交换信息的积极意义在于它有时能避免外汇市场的剧烈波动。但是，它避免外汇市场波动的前提就是信息协调的准确性。事实上，由于交换信息的官僚主义程序、某些政府官员对其他国家政策的无知或错误理解，反而可能会使政府之间的信息交换给外汇市场以错误的信号，引起外汇市场不必要的波动。从理论上判断政府之间的信息交换比较容易，而实际上去理解就比较困难。例如，每年发表的七国高峰会议公报并不一定使外汇市场得到准确的政府交换信息的信号。又如，1987年2月22日，西方工业六国在法国巴黎开会，就稳定外汇市场达成“卢佛尔协定”，它虽然表面上只是一个政府的口头承诺，暗地里确有一个确定的干预目标，即如果美元对马克的汇率上下浮动超过1.8250马

克的 5%，对日元的汇率上下浮动超过 153.50 日元的 5%，政府就出面干预。这一浮动目标是根据对各国政策目标和经济情况决定的，但会议结束后不久，这些目标就在外汇市场被打破。这里有两个失误，一个是政府对信息判断的失误，另一个是政府对市场反应的判断失误。

最后一个值得注意的问题是，如果政府之间的经济政策协调经常失败，那么，在新的协调目标提出后，也不一定立刻被外汇市场所接受，原因是它在外汇市场上已经失去新闻作用。对于外汇市场上的这种现象，理论上已难以解释，而要靠心理因素去解释。不管怎样，在判断外汇市场的长期走势时，工业国家之间的政策协调是不可能忽视的。

6 政府对外汇市场的直接干预

王大卫

1978年以后国际货币体系中实行的浮动汇率制并不是一种彻底的浮动汇率制(clean floating),而是一种所谓肮脏的浮动汇率制(dirty floating),其原因是工业国家中央银行对外汇市场的经常性干预。从“汇率与利率的关系”这一章的分析中可以看出,政府制定的货币政策和财政政策每天都影响着外汇市场的价格波动。其实,工业国家的中央银行对外汇市场不但会有这种间接性的干预,还经常在外汇行市异常剧烈地波动时,直接干预外汇市场。这种直接干预的方式和效果是外汇市场讨论的重要话题。

一、中央银行干预外汇市场的目标

自从浮动汇率制推行以来,工业国家的中央银行从来没有对外汇市场采取彻底的放任自流的态度,相反,这些中央银行始终保留相当一部分的外汇储备,其主要目的就是对外汇市场进行直接干预。

一般来说,中央银行在外汇市场的价格出现异常大的、或是朝同一方向连续几天剧烈波动时,往往会直接介入市场,通过商业银行进行外汇买卖,以试图缓解外汇行市的剧烈波动。对于中央银行干预外汇市场的原因,理论上可以有很多解释,为大多数人所接受的原因大致有三个。

第一,汇率的异常波动常常与国际资本流动有着必然联系,它会导致工业生产和宏观经济发展出现不必要的波动,因此,稳定汇率有助于稳定国民经济和物价。现在国际资本跨国界的流动不但规模很大,而且渠道很多,所受到的人为障碍很小。工业国家从70年代末开始放宽金融方面的规章条例,进一步为国际资本流动提供了方便。在浮动汇率制的条件下,国际资本大规模流动的最直接的结果就是外汇市场的价格浮动。如果大批资本流入德国,则德国马克在外汇市场的汇价就会上升,而如果大批资本流出美国,外汇市场上的美元汇价必然下降。从另一方面来看,如果人们都期待某一国货币的汇率会上升,资本就势必会流向该国。

资本流动与外汇行市变化的相关性对一个国家的国民经济产业配置和物价有着重要的影响,例如,当一个国家的资本大量外流,导致本国货币汇价下跌时,或者当人们预计本国货币的汇价会下跌,导致资本外流时,这个国家的产业配置和物价必然出现有利于那些与对外贸易有联系的产业的变动。任何一个国家的产业从对外贸易角度来看,可分为能进行对外贸易的产业和无法进行对外贸易的产业两种。前者如制造业,生产的产品可出口和进口,后者如某些服务业,生产和消费必须在当地进行,当资本流出货币贬值时,能进行

对外贸易的产业部门的物价就会上升，如果这一部门工资的上涨速度不是同步的话，追加这一部门的生产就变得有利可图，出口因此也会增加，但是从国内的产业结构来看，资本就会从非贸易产业流向贸易产业。如果这是一种长期现象，该国的国民经济比例就可能失调。因此，工业国家和中央银行是不希望看到本国货币的汇价长期偏离它认为的均衡价格的。这是中央银行在本国货币持续疲软或过分坚挺时直接干预市场的原因之一。

资本流动与外汇行市变化的相关性对国民经济的另外一个重要影响在于，大量资本流出会造成本国生产资本形成的成本上升，而大量资本流入又可能造成不必要的通货膨胀压力，影响长期资本投资。美国从 80 年代初实行紧缩性的货币政策与扩张性的财政政策，导致大量资本流入，美元汇价逐步上涨，而美国的联邦储备银行（联储会）在 1981 年至 1982 年间对外汇市场又彻底采取自由放任的态度。西欧国家为了防止资本外流，在欧洲货币的汇率不断下跌时，被迫经常直接干预外汇市场，并一再要求美国的联储会协助干预。

第二，中央银行直接干预外汇市场是为了国内外贸政策的需要。一个国家的货币在外汇市场的价格较低，必然有利于这个国家的出口。而出口问题在许多工业国家已是一个政治问题，它涉及到许多出口行业的就业水平、贸易保护主义情绪、选民对政府态度等许多方面。任何一个中央银行都不希望看到本国的出口因为本国货币的汇率太高而受到阻碍，也不希望看到本国外贸顺差是由于本国货币的汇率太低而被其他国家抓住把柄。因此，中央银行为这一目的而干预外汇

市场，主要表现在两个方面。

中央银行为了保护出口，会在本国货币持续坚挺时直接干预外汇市场。对那些出口在国民经济中占重要比重的国家来说，这样做就更有理由。1992年4月以前，澳元一路看涨，而且涨势平缓。但是，在3月30日澳元对美元的汇率涨到0.77美元时，澳大利亚中央银行立刻在市场上抛澳元买美元。又如，德国是世界制造业出口大国，70年代实行浮动汇率制以后，马克的汇价随着德国经济的强大而一路上扬，为了维持其出口工业在国际上的竞争地位，德国政府极力主张实行欧洲货币体系，以便把马克与欧洲共同体其他成员国的货币固定在一个范围内（详见本书第7章“欧洲货币体系漫谈”）。

从日本中央银行经常干预外汇市场，可以充分看出贸易问题的重要性。80年代以来，日本对美国的贸易顺差每年保持在一个天文数字的水平，1991年为500亿美元，已成为美日关系之间的一个政治问题。1992年是美国大选年，美国国内针对日本的贸易保护主义情绪十分强烈，国会议员仍然在国会里抨击日本对美国的市場封闭。日本中央银行为了缓和美国国内的反日情绪，经常发表讲话，要求日元走强，还不时地查询汇率情况（check rate），以表明自己的态度。1992年1月17日，日本中央银行在美元走强的趋势形成时，突然在市场抛日元买美元，使美元对日元的汇率一下子从128.35日元涨到124.05日元（参见图6-1）。当时日本利率较高，日本政府并无减息意图。对于干预的理由，中央银行只是说希望日元走强。在以后的3个星期内，日本中央银行又以同样的方式几次干预外汇市场，抛日元买美元，除了2月7日

这一次在图形上较明显外，其余的几次都不十分有效。

从国际外汇市场发展史来看，利用本国货币贬值来扩大出口是许多国家在早期经常采用的政策，它被称为“乞邻政策”(beggar- thy- neighbor policy)，在经济不景气时，常引起两国的贸易战。由于现在非关税贸易壁垒名目繁多，这一人为干预外汇市场的政策已很少采用，而且也会明显地引起其他国家的指责。

第三，中央银行干预外汇市场是出于抑制国内通货膨胀的考虑。宏观经济模型证明，在浮动汇率制的情况下，如果一个国家的货币汇价长期性地低于均衡价格，在一定时期内会刺激出口，导致外贸顺差，最终却会造成本国物价上涨，工资上涨，形成通货膨胀的压力。在通货膨胀已经较高的时候，这种工资- 物价可能出现的循环上涨局面，又会造成人们出现未来的通货膨胀必然也很高的期待，使货币当局的反通货膨胀政策变得很难执行。此外，在一些工业国家，选民往往把本国货币贬值引起的通货膨胀压力作为政府当局宏观经济管理不当的象征。所以，在实行浮动汇率制以后，许多工业国家在控制通货膨胀时，都把本国货币的汇率作为一项严密监视的内容。

英镑自 80 年代以来的波动，很清楚地说明货币贬值与通货膨胀的关系。70 年代，几乎所有工业国都陷入两位数的通货膨胀，英镑也在劫难逃。在整个 80 年代，美国和西欧国家的中央银行都把反通货膨胀作为货币政策的首要或重要目标，美国、德国等都取得明显效果，而英国则效果较差。欧洲货币体系在 1979 年成立后，英国在撒切尔夫人执政时期出

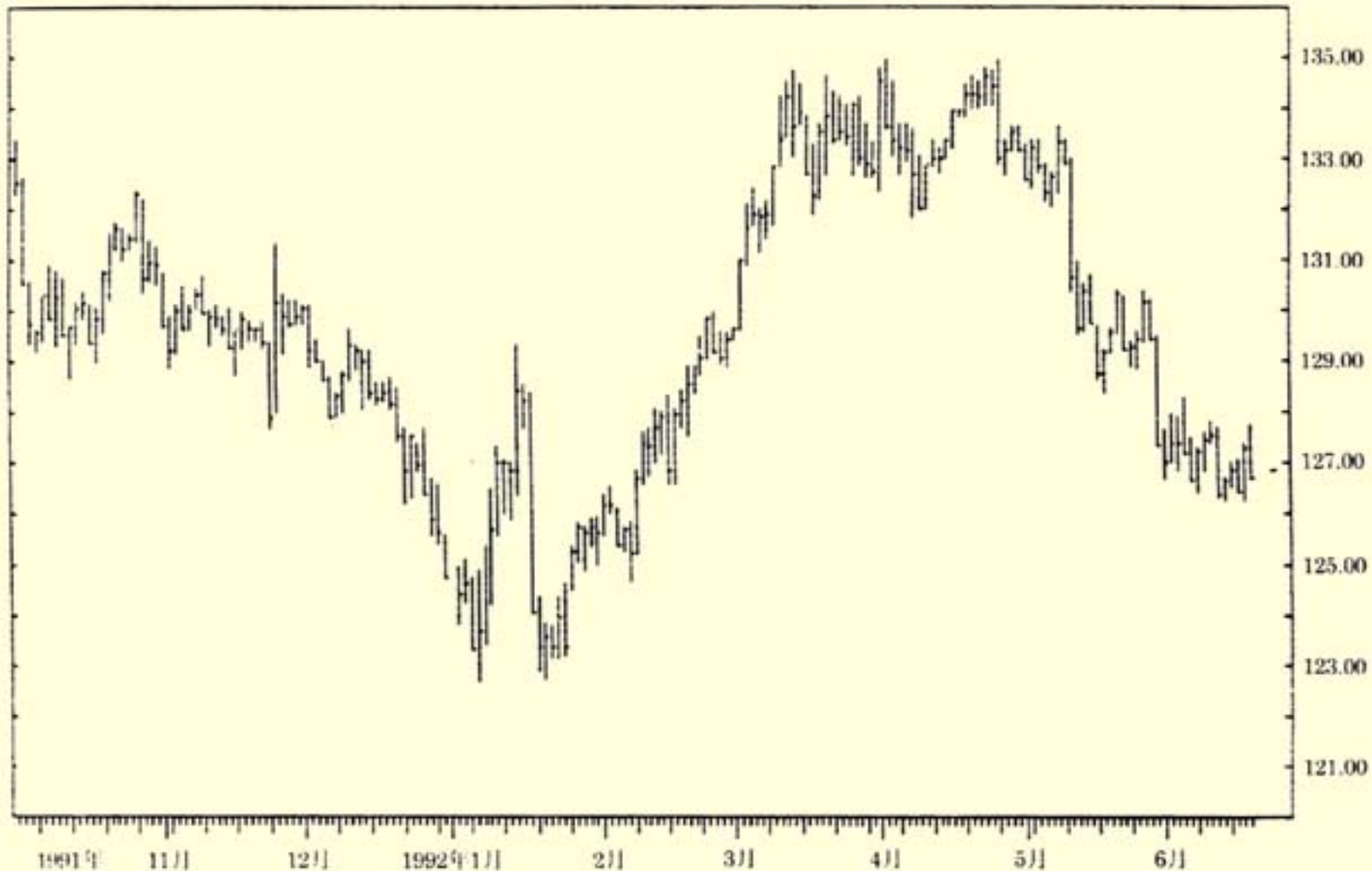


图6-1 1992年初日本中央银行对美元和日元汇率的干预（日图）

于政治等因素的考虑始终不愿加入，在抑制本国通货膨胀方面也做了很大的努力。在顶了 10 多年后的 1990 年，英国终于在梅杰任首相后宣布加入欧洲货币体系。其首要原因就是希望通过欧洲货币体系，把英镑的汇价维持在一个较高的水平，使英国的通货膨胀得到进一步的控制。但是好景不长，1992 年欧洲货币体系出现危机，外汇市场猛抛英镑、里拉等，终于导致意大利里拉正式贬值。同样是基于反通货膨胀的考虑，英国政府花了 60 多亿美元在市场干预，德国中央银行为了维持英镑和里拉的币值，也花了 120 多亿美元在外汇市场干预。在英镑继续大跌，英镑在欧洲货币体系内贬值的呼声很高的情况下，英国宣布退出欧洲货币体系，而绝不正式将英镑贬值，同时宣布仍要继续执行反通货膨胀的货币政策。

二、中央银行干预外汇市场的手段与效益

关于什么是中央银行对外汇市场的干预，有一个较为正式的定义。80 年代初，美元对所有欧洲国家的货币汇率都呈升势，围绕着工业国家要不要对外汇市场进行干预，1982 年 6 月的凡尔赛工业国家高峰会议决定成立一个由官方经济学家组成的“外汇干预工作小组”，专门研究外汇市场干预问题。1983 年，该小组发表了“工作组报告”（又称“杰根森报告”），其中对干预外汇市场的狭义定义是：“货币当局在外汇市场上的任何外汇买卖，以影响本国货币的汇率”，其途径可以用外汇储备、中央银行之间调拨，或官方借贷等。其实，要真正认清中央银行干预外汇市场的实质和效果，还必须认清这

种干预对该国货币供应及政策的影响。因此，在中央银行干预外汇市场的手段上，可以分为不改变现有货币政策的干预（sterilized intervention，又称“消毒的干预”）和改变现有货币政策的干预（nonsterilized intervention，又称“不消毒的干预”）。所谓不改变政策的干预是指中央银行认为外汇价格的剧烈波动或偏离长期均衡是一种短期现象，希望在不改变现有货币供应量的条件下，改变现有的外汇价格。换言之，一般认为利率变化是汇率变化的关键，而中央银行试图不改变国内的利率而改变本国货币的汇率。

中央银行在进行这种干预时可采取双管齐下的手段：

(1) 中央银行在外汇市场上买进或卖出外汇时，同时在国内债券市场上卖出或买进债券，从而使汇率变而利率不变化。例如，外汇市场上美元对日元的汇价大幅度下跌，日本中央银行想采取支持美元的政策，它可以在外汇市场上买美元抛日元。由于大量买进美元抛出日元，美元成为它的储备货币，而市场上日元流量增加，使日本货币供应量上升，而利率呈下降趋势。为了抵消外汇买卖对国内利率的影响，日本中央银行可在国内债券市场上抛债券，使市场上的日元流通量减少，利率下降的趋势因此而抵消。需要指出的是，国内债券和国际债券的相互替代性越差，中央银行不改变政策的干预就越有效果，否则就没有效果。

(2) 中央银行在外汇市场上通过查询汇率变化情况、发表声明等，影响汇率的变化，达到干预的效果，它被称为干预外汇市场的“信号效应”（signaling effect 或 announcement effect）。中央银行这样做是希望外汇市场能得到这样

的信号：中央银行的货币政策将要发生变化，或者说预期中的汇率将有变化等等。一般来说，外汇市场在初次接受这些信号后总会作出反应。但是，如果中央银行经常靠“信号效应”来干预市场，而这些信号又不全是真的，就会在市场上起到“狼来了”的效果。1978年至1979年卡特政府支持美元的干预，经常被认为是“狼来了”信号效果的例子。而1985年西方五国财政部长和中央银行行长的“广场饭店声明”立刻使美元大跌，就经常被认为是“信号效应”成功的例子。

所谓改变政策的外汇市场干预实际上是中央银行货币政策的一种转变，它是指中央银行直接在外汇市场买卖外汇，而听任国内货币供应量和利率朝有利于达到干预目标的方向变化。例如，如果马克在外汇市场上不断贬值，德国中央银行为了支持马克的汇价，它可在市场上抛外汇买马克，由于马克流通减少，德国货币供应下降，利率呈上升趋势，人们就愿意在外汇市场多保留马克，使马克的汇价上升。这种干预方式一般来说非常有效，代价是国内既定的货币政策会受到影响，是中央银行看到本国货币的汇率长期偏离均衡价格时才愿意采取的。

判断中央银行的干预是否有效，并不是看中央银行干预的次数多少和所用的金额大小。从中央银行干预外汇的历史至少可以得出以下两个结论。

第一，如果外汇市场异常剧烈的波动是因为信息效益差、突发事件、人为投机等因素引起的，而由于这些因素对外汇行市的扭曲经常是短期的，那么，中央银行的干预会十分有效，或者说，中央银行的直接干预至少可能使这种短期的扭

曲提前结束。

第二，如果一国货币的汇率长期偏高偏低是由该国的宏观经济水平、利率和政府货币政策决定的，那么，中央银行的干预从长期来看是无效的。而中央银行之所以坚持进行干预，主要是可能达到以下两个目的：首先，中央银行的干预可缓和本国货币在外汇市场上的跌势或升势，这样可避免外汇市场的剧烈波动对国内宏观经济发展的过分冲击；其次，中央银行的干预在短期内常常会有明显的效果，其原因是外汇市场需要一定的时间来消化这种突然出现的政府干预。这给中央银行一定的时间来重新考虑其货币政策或外汇政策，从而作出适当的调整。

三、中央银行干预外汇市场的历史发展

从 1973 年到现在，工业国家的中央银行经常在外汇市场上进行直接干预，其中较大的联合干预约有 5 次，成功和失败的兼而有之。

对 1976 年～1979 年美元弱勢的干预 在经过 1974 年至 1975 年的世界性经济衰退以后，美国的经济仍处于高通货膨胀、高失业率和低经济增长率的处境。卡特政府为了刺激经济，决定采取扩张性的财政政策和货币政策，虽然利率在上涨，但美国的通货膨胀率涨得更快，外汇市场因此开始不断地抛美元，使美元的汇价一路下跌。

面对美元的跌势，卡特政府决定干预外汇市场。1978 年 10 月底，卡特政府宣布了一项反通货膨胀的计划，但由于对

美国未来的货币政策并没有明确的表示，美元反而在外汇市场上狂泻。面临马克和日元升值的巨大压力，德国和日本两国的中央银行被迫进行不改变自己政策为前提的大规模干预，买美元抛本国货币，但收效甚微。

1978年11月1日，卡特总统宣布美元汇价太低，美国财政部和中央银行将直接进行干预。由于前一星期的反通货膨胀计划使外汇市场大失所望，卡特这次宣布的干预包含两项重要的政策转变。第一，货币政策将紧缩。联邦储备银行将把贴现率提高一个百分点，使贴现率达到当时历史高点的9.5%，从而使这次干预包含政策内容。第二，美国中央银行将调用300亿美元干预外汇市场，平稳美元的汇价。其中150亿将从其他中央银行借调，50亿从国际货币基金组织提取和特别提款权的销售，50亿为所谓“卡特债券”（Carter bonds），即财政部在国外销售的以马克和瑞士法郎记帐的债券。卡特计划宣布后，外汇市场果然受到震动，对其第一项紧缩政策更加十分警觉。在11月1日上午9:13，美元对马克的汇价立刻比前一天的最低点上升37.25%，达到1.83马克；几分钟后，随着中央银行抛出6,900万马克、1,900万瑞士法郎后，美元继续上升，对马克的汇价又上升1%，对瑞士法郎的汇价也上升到1.567。在针对日元的干预动用了500万美元之后，美元对日元的汇价也跌至187.5日元。在这一天外汇市场收市时，美元对主要外汇的汇价平均上升了7%~10%（参见图6-2）。

在以后的两个星期内，外汇市场仍有抛美元风，以试探美国等中央银行干预市场的决心，但美国联邦储备委员会联

合德国、瑞士和日本中央银行，一次又一次地在市场干预。到11月底，美国干预市场的总额达350亿美元，使美元明显回升。但是，到12月初，外汇市场开始怀疑美国是否会真正采取货币紧缩政策，又开始抛美元，使美元再度下跌。美国等中央银行继续大规模干预外汇市场，光是美国就花了310亿美元，但干预的效果已明显下降，到12月底，美元汇价已低于11月的水平。美元的真正走强是1979年10月新的联储会主席保罗·沃尔克上台宣布货币供应控制以后的事。

图 6- 2 1978 年 11 月美元对日元和马克的走势图
(100 日元/美元和马克/美元)

1985年9月工业五国对外汇市场的干预 如果说70年代末美国等中央银行干预外汇市场是一场失败的持久战,1985年9月工业5国对外汇市场的干预则是一场成功的速决战。里根上台后,美元就开始一路走强,到1985年2月25日达到最高点,对马克的汇率高达1美元兑3.4794马克(参阅图6-3)。经过春季和夏季的调整后,美元在该年9月又开始上涨。美国、英国、法国、德国和日本等五国的财政部长与中央银行行长在纽约广场饭店开会讨论外汇干预问题。9月22日星期天,五国发表声明。声明说,五国财长和中央银行行长一致同意,“非美元货币对美元的汇价应该进一步走强”,他们“在有必要时将进一步合作,进行干预”。第二天早上,外汇市场上美元便立刻大跌,对马克的汇率从2.7352跌到2.6525马克,跌幅达3%以上。美元从此一路下跌,以至到1986年底,日本和德国的中央银行又被迫采取支持美元的干预措施,收效仍然甚微,美元的跌势到1987年初美国中央银行也参加市场干预时才止住。1985年9月的干预是否有效,外汇市场存在着争论。有人认为,美元在干预前已经开始走弱,即使中央银行不干预,它也会在9月份反弹后继续走弱。但更多的意见认为,这次干预还是有效的。

这次干预如果说是成功的话,那就是“信号效应”起的作用。在干预的前后两个星期,汇率大变,而工业国家之间的利率差根本没有变化,一直到10月底,日本在信贷市场上实行紧缩政策,才使利率差开始有真正的变化。但是,这次五国联合至少使外汇市场得到两个强烈信号。首先,这次声



图6-3 80年代中期美元对马克的涨势及其转折点（马克/美元）

明使外汇市场意识到，五个工业国家将会充分协调，竭尽全力地进行更大规模的外汇市场干预。而以后的事实证明，中央银行在干预外汇市场时，确实是那样做的。其次，这次声明意味着美国外汇政策的重大转变。里根政府一开始就奉行让市场自由竞争的自由放任政策，一直听任美元的一路走强，而且对其他国家中央银行干预外汇市场的要求置之不理。这次美国与其他工业国一起参与干预，使外汇市场有理由相信，美国为了与其他工业国家协调，有可能调整货币和宏观经济政策，使美元开始走弱。

1992年夏季美国等中央银行对外汇市场的干预 1992年3月中旬开始，外汇市场对期待已久的美国经济复苏再次失望，在德国高利率和美国坚持宽松的货币政策影响下，开始不断抛售美元，致使美元对几乎所有欧洲货币的汇价都一路下跌。美国与欧洲国家的中央银行分别在7月20日和8月11日两次大规模干预外汇市场。这两次干预从性质上来说，都是属不改变各自经济政策的干预，虽然有短时的效果，从中、长期来看却完全是失败的。

第一次干预是7月20日马克与美元的汇价冲击 1991年2月以后的新高点1.4430时进行的，美国等15个工业国家的中央银行联手在市场抛马克买美元，经过3次干预后，美元对马克的汇价一下子从1.4470上升到1.5000，美元在两天内反弹了500多点（参见图6-4）。但是这次干预并没有止住美元的跌势。在经过半个多月的徘徊后，美元又继续下跌。美国等13个工业国家的中央银行于8月11日再次联手干预，但效果比第一次还要差（参见图6-5）。第一轮干预使

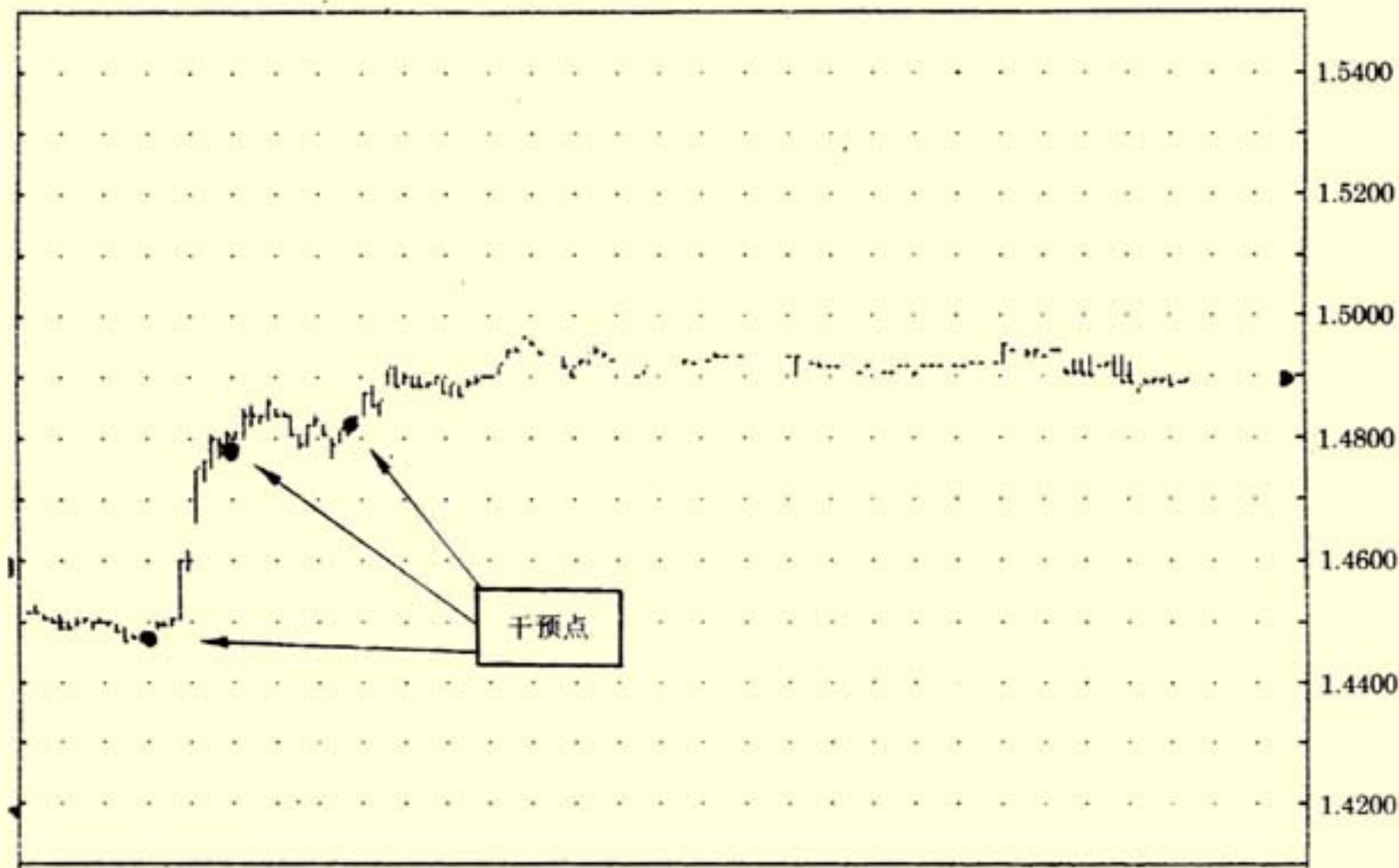


图6-4 1992年7月20日美国等中央银行干预外汇市场时
美元对马克的汇率变化(马克/美元)

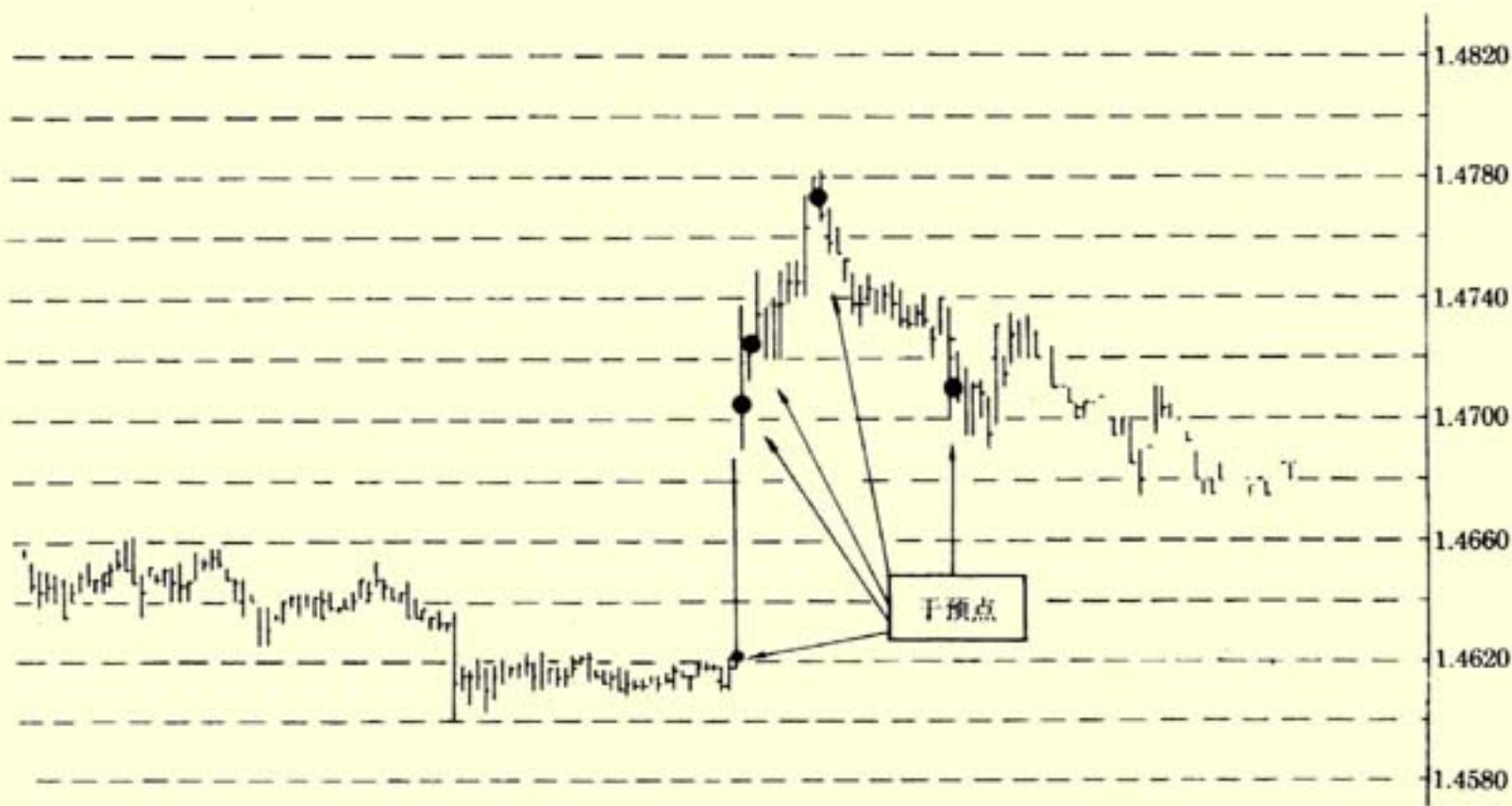


图6-5 1992年8月11日中央银行干预外汇市场时
美元对马克的汇率变化(马克/美元)

美元对马克的汇率从 1 4620 马克反弹到 1 4780,仅上升 150 点,而且时效仅维持了半个多小时。以后美元重新下跌。美国联邦储备委员会在 3 个多小时内分别在美元兑马克的汇率 1.4715、1.4730 和 1.4770 等处 4 次干预市场,抛马克买美元,但仅仅使美元略有反弹。在这次干预中,美国等工业国家共动用了 10 至 15 亿美元。然而,两天以后,美元又跌过干预前的最低点。

这次干预之所以失败,除了上面所说的属于不改变政策的干预外,外汇市场对这些干预早有期待也是个重要原因。对外汇市场来说,最能推动市场的是突发性事件,而预料之中的事件往往会提前反映到外汇行市中去。这是第一次干预比第二次干预有效一些的原因。而这两次干预最终不能改变美元的弱势,原因是中央银行不能使外汇市场相信,美元的汇价应该比市场价高一些。

1992 年 9 月欧洲货币体系成员国对外汇市场的干预
1992 年 9 月欧洲货币体系出现危机,外汇市场猛烈地抛售成员国中几乎所有的疲软的货币,英镑、意大利里拉、爱尔兰镑等无不出现大幅度币值下跌的情况。受其株连的是非成员国芬兰等国货币,在外汇市场上也出现大跌,迫使这些国家宣布脱离与欧洲货币体系的自愿挂钩。

关于欧洲货币体系危机的原因和中央银行干预过程,本书其他章节有专门介绍。但这里要强调的是,这次干预中,欧洲共同体的成员国几乎都花了很大的代价。德国中央银行花了 120 多亿美元,英国花了近 60 亿,而法国向德国中央银行借调外汇进行干预的钱,到 11 月初才还清。这次干预使欧洲

货币体系的矛盾有所缓和，但远远没有解决问题。

* * *

中央银行直接干预外汇市场所反映的根本问题是，既然在市场经济和浮动汇率制条件下，外汇汇率应由市场本身来决定。如果相信市场的供求关系会自动调节外汇的长期汇率，中央银行的直接干预充其量只有短期效应，或缓和猛烈的涨势或跌势，而从长期来看是徒劳的。要真正控制外汇汇率，对中央银行来说只有实行固定汇率制。而固定汇率制在目前的世界经济形势下是否行得通，是经济学研究的另一个问题。对外汇市场的投资者来说，认清中央银行干预外汇市场的原因、途径、效果和规律，对提高投资效益是很有意义的。

7

欧洲货币体系漫谈

汇 丰

1992年9月下旬，欧洲外汇市场弥漫着一种恶战的气氛，一方是以德国中央银行为首的欧洲货币体系成员国的中央银行，立志要保护马克兑英镑、意大利里拉等的汇率，不断在外汇市场抛马克买英镑和里拉，另一方是外汇市场的投机势力，似乎联合着要与中央银行对着干，抛英镑和里拉买马克。在外汇市场的激烈厮杀中，中央银行先后抛出200多亿美元的马克，全部被市场投机者吃进。最后，这场较量以欧洲中央银行无力维持马克与英镑、里拉的固定汇率范围而败北、英镑和里拉被迫脱离欧洲货币体系而告终。许多大的风险资本投资集团都在这一个月赚了数千万美元，最多的赚了近十亿美元。其实，欧洲货币体系的这场危机的种子是从欧洲货币体系产生的这一天起就埋下的。

一、什么是欧洲货币体系？

1979年3月，在德国总理和法国总统的倡议下，欧洲经济共同体的8个成员国（法国、德国、意大利、比利时、丹

麦、爱尔兰、卢森堡和荷兰) 决定建立欧洲货币体系, 将各国货币的汇率与对方固定, 共同对美元浮动。在欧洲货币体系成立后的 10 年内, 它的内部固定汇率不断在调整, 使它的汇率体制得以生存。1989 年 6 月, 西班牙宣布加入欧洲货币体系, 1990 年 10 月, 英国也宣布加入, 使欧洲货币体系的成员国扩大到 10 个。

欧洲货币体系内部的汇率制并非完全固定的, 成员国之间货币汇率有一个可波动的范围。每一成员国的货币都与欧洲货币单位 (ECU) 定出一个中心汇率, 这个汇率在市场上的上下波动幅度为正负 2.5%, 对英镑来说是 6%。由于马克是欧洲货币体系中最强的货币, 马克又是国际外汇市场上最主要的交易货币之一, 人们便常常把欧洲货币体系成员国货币与马克汇率的波动, 作为中央银行干预的标志。以下是 1992 年 12 月 17 日, 各成员国货币与马克汇率上下波动的界限, 超过上下两个界限, 有关国家的中央银行就必须干预。由于英镑和里拉已在 9 月 16 日退出, 它们与马克的汇率波幅要在它们重新回到欧洲货币体系时再定。

欧洲货币体系成员国货币与马克汇率波动的上下限

货币名称	上限	下限
比利时法郎	20.166	21.095
荷兰盾	1.1017	1.1524
丹麦克朗	3.7299	3.9016
法国法郎	3.2792	3.4305
爱尔兰镑	2.7400	2.6190
西班牙比塞塔	68.550	77.280
葡萄牙埃斯库多	87.108	98.232

欧洲货币体系成员国中央银行干预外汇市场的方法是, 每个

成员国把黄金和美元储备的 20% 交给欧洲货币合作基金，同时换回相应数量的欧洲货币单位。如果某个成员国的中央银行需要对本国货币与马克的汇率进行干预，它就可以用手中的欧洲货币单位，或其他形式的国际储备金向另一个成员国中央银行购买本国货币，从而对外汇市场进行干预。

根据规定，成员国之间任何两种货币的汇率波动超出规定范围的话，这两国的中央银行都有义务进行干预，干预所需的费用也应共同负担。但实际情形并不一定如此。因为在一般情况下，当某成员国货币与马克的汇率接近上限或下限时，该国中央银行就往往要引起警觉，或直接进行干预。而德国就没有义务进行干预。因此，中央银行要转移干预的负担也是可以的，转移的方式也有多种，此处不再赘述。

二、欧洲成立欧洲货币体系的原因

固定汇率制在 70 年代初解体后，整个西方工业国家的中央银行便处于一种学会如何适应浮动汇率制的状态中，欧洲经济共同体的国家更是如此。浮动汇率使欧洲联合进程中又冒出一个货币问题。

对欧共体国家来说，欧洲货币体系首先是一个政治考虑，它是欧洲全面联合的一个组成部分。只要欧洲联合的进程不放弃，欧洲货币体系就得维持。1970 年 10 月，欧洲共同体就提出了“沃纳报告”（the Werner Report），建议共同体到 1980 年建立经济和货币联盟。由于这一目标要求有完全统一的中央银行和纯自由的资本流动，这一报告的设想并不现实。

欧共同体因而在 1972 年 4 月提出了货币汇率“蛇形浮动”的设想,即把欧共同体成员国货币汇率的浮动限制在一个范围内,就像蛇在一管道内爬行一样,超出这个范围,中央银行就不得不进行干预。这便是欧洲货币体系的早期设想。以后随着欧洲联合的目标越来越高,欧洲统一货币的问题就变成一个很现实的政治和经济问题。根据 1999 年欧洲大联合的设想,欧洲货币体系要不断缩小和固定成员国之间的货币汇率,以至到 1999 年,能达到欧洲货币同盟的最终目标,欧共同体只有一种货币和一个统一的中央银行。

对于欧共同体来说,实行欧洲货币体系当然还有更多的经济原因。首先,欧洲的现代史经常使许多欧洲人对汇率的大动荡所触发的经济灾难记忆犹新。在本世纪 20 年代和 30 年代,世界经济萧条曾触发工业国家靠货币贬值来扩大出口的贸易战。至今仍有许多人认为,当年的这种贸易战扰乱了国际经济和贸易活动,导致了当年欧洲民主的崩溃,使法西斯上台。有鉴于此,二次大战后西方建立了固定汇率制。

欧共同体本身的存在使它的成员国更需要货币汇率的稳定。欧共同体并不是一个经济和贸易对外十分开放的实体,进口在 90 年代初占欧共同体国内生产总值的 10% 略多,与美国和日本的差距并不很大,所以欧洲货币与美元或日元的汇率波动并不是欧共同体经常忧虑的问题。但是,欧共同体内部却是一个非常开放的实体,相互之间基本上没有关税壁垒,成员国之间的外贸额都占国内生产总值很高的比重,有的甚至高达 70%。因而,任何汇率上的大波动都会直接影响到欧共同体成员国之间的贸易和经济发展。

欧共体对汇率大幅度波动的忧虑实际上从欧共体一成立就产生了。欧共体实行共同的农业政策，而共同的农业市场首先就得依靠稳定的汇率才能维持。因为法国的谷物和德国的谷物并没有什么区别，而谷物价格在欧共体国家也应该是基本相同的，所以汇率的变化势必造成价格变化，使粮食贸易在欧共体内部受到干扰。

对欧共体的各个成员国来说，加入欧洲货币体系也各有自己的考虑。对德国而言，欧洲货币体系可以保护德国的外贸竞争力。德国是欧洲经济实力最强的国家，它的出口不仅数量最大，而且具有很强的竞争力，因此，德国马克一直有升值的压力。欧洲货币体系实际上是稳定了德国的贸易条件。根据对德国贸易统计资料的分析，德国的外贸竞争力在欧洲货币体系建立后，已明显地比以前稳定。

对其他国家如法国来说，参加欧洲货币体系有助于稳定国内的物价。从70年代开始，法国、意大利、英国等一直受到通货膨胀的巨大压力，本国货币也就受到贬值的压力。而德国马克坚挺，德国中央银行在控制通货膨胀方面一直有很高的信誉。欧洲货币体系是把这些国家的货币汇率相互间固定住。因此，加入欧洲货币体系对法国等来说，就意味着能从德国的反通货膨胀政策中借“信誉”，即德国中央银行会致力于维持低通货膨胀的政策，而法国等则致力于维持本国货币如法郎与马克的汇率，那么，法国等的通货膨胀压力就会受到抑制，本国工资增长就不致于太快。

三、欧洲货币体系潜在的矛盾

欧洲货币体系并不是一种货币联盟，甚至还算不上一种假联盟。它主要有三大特点，第一，它是靠一连串的双边固定汇率组成，每一对汇率波动出现危机，基本上靠有关的两个国家中央银行进行干预；第二，它建立了许多中、短期的信贷，从而能干预外汇市场，这一点比布雷顿森林体系的固定汇率制强；第三，各参与国的中央银行对维持本国货币汇率并没有不可收回的义务，换言之，成员国在本国经济不允许的情况下，也可以退出这一体系。例如，英国和意大利在1992年9月就退出欧洲货币体系。因此，从这意义上来说，欧洲货币体系实际上是一种勉强的双边汇率协调体系。而这一体系不能促使成员国的货币政策趋于一致，是这一体系可能出现危机的最大潜在因素。而当今国际外汇市场日益扩大，大量外汇在基本上没有障碍的情况下到处流动，给欧洲货币体系的维持带来了第二个巨大障碍。

欧洲货币体系成立后的最初几年，欧洲共同体成员国的货币政策和财政政策基本上是相同的，即朝同一方向的，其主要原因是各国内部经济发展需要这样做，这种政策上一致性的巧合使欧洲货币体系能比较顺利地生存。但80年代末东西德合并以后，情况出现了明显的变化。80年代初开始，世界经济基本上处于回升期，为了应付可能死灰复燃的通货膨胀，各国普遍采取较谨慎的货币紧缩政策。到80年代末以后，世界经济以美国经济为先导，步入不景气状态，并且断断续

续持续到 90 年代初。美国为了刺激经济复苏，已转向较为宽松的货币政策，通过不断减息来鼓励投资。欧洲国家面临基本相同的问题，通货膨胀已得到初步控制，工商界因本国的高利率政策而不愿扩大投资，因此经济活动并不活跃。欧洲国家的中央银行普遍希望也通过减息来刺激本国经济的增长。但是，欧洲国家减息而德国不减息，则利率差会导致马克与欧洲货币体系其他成员国货币的汇价上涨，迫使这些成员国通过加息、直接买卖外汇来干预外汇市场，这在客观上会使原来的减息效果降低。

德国在东西德合并后，西德给予东德大量的财政补贴，以支持东德的经济复兴。德国的政府开支因此而大幅度增长，政府开支的增长导致货币供应的增加，通货膨胀的压力上升。而通货膨胀压力的增加，又使德国工会每年在工资谈判中，提出把通货膨胀也考虑在加工资的要求之中。德国中央银行为了抑制通货膨胀和对通货膨胀的期待，被迫继续采取紧缩性货币政策，严格控制货币供应量，把利率维持在一个较高的水平。由于东德的投资受到政府另一方面的利率补贴，经济复兴并不受到高利率的很大影响。而西德的私人经营就在一定程度上受到不利影响。因此，德国经济增长比较缓慢。在另一方面，美国和欧洲其他国家也希望德国能减息。但德国中央银行始终以通货膨胀压力为理由，拒绝实行宽松的货币政策的要求。

对美国和欧洲其他国家来说，德国减息自然会给它们的经济带来好处。德国是世界经济大国，具有“火车头”的作用，德国经济回升能带动其他国家的经济回升。所以，美国

经常在工业国家首脑会议或部长级会议上呼吁德国减息，其因盖出于此。欧洲其他国家更是希望德国减息，从1992年下半年开始，许多欧洲国家如英国、法国等在德国不愿减息的情况下，纷纷开始减息，从而酿成许多欧洲货币体系双边汇率上的风波。

正如本书有关政府协调这一章所述，对任何一个国家的政府而言，若要内部（主要是经济增长和物价的关系）与外部（主要指国际收支）的同时均衡，必须依靠两种政策工具，即货币政策和财政政策，否则是不可能同时达到两个经济目标的。欧洲货币体系奉行固定但可调节的汇率制，等于是削弱了各成员国货币政策的独立性。因为从以上的分析可以看出，如果德国的货币政策是紧缩性的，而意大利的货币政策是宽松的，马克与里拉的汇率必然会出现马克坚挺里拉疲软的局面，强迫两国的货币当局去干预。欧洲货币体系要求其成员国奉行趋同的货币政策。但是，如果一国不能用货币政策来调节本国经济的内部和外部均衡，就只能依靠财政政策去调节。这样，不仅效果有限，而且目的也很难达到。

与布雷顿森林体系的固定汇率制相比，欧洲货币体系在政策制定的平等性或对等性方面要灵活一些，但并不能完全排除固定汇率制所存在的缺点。在固定汇率制时期，美元是这一体制的中心。美国经常按自己的经济需要制定货币政策，由此引起美元汇率的压力常由其他国家去分担或负担，这是固定汇率制瓦解的原因之一。在欧洲货币体系内，如果所有成员国的经济实力对等，任何一种汇率因某国经济政策变化引起波动后，由此引起的负效应必然会迫使这个国家重新考

虑其政策。但是，如果成员国的经济实力相差悬殊，强国在制定其经济政策时，就可以较少地考虑其他国家的要求或利益。欧洲货币体系面临的正是这种情况。马克成为欧洲货币体系中事实上的中心货币，正是由于德国经济在欧洲的实力地位。当初围绕着英镑是否加入欧洲货币体系的问题，英国有过许多激烈的争论。英国《经济学家》1985年9月21日一期的文章评论说：“如果英镑真的加入（欧洲货币体系），最大的变化就是英国货币政策的责任从英国中央银行转移到德国中央银行，因为德国中央银行总是要保证可靠的货币，它怎样做，其他国家也会跟着做。”英国加入欧洲货币体系的好处也是众所周知的。英国《金融时报》在1987年9月28日的文章中写道，英国加入了欧洲货币体系后，英国政府“就可以由德国中央银行站在背后做靠山，控制随时可能出现的两位数通货膨胀率”。

其实，布雷顿森林体系的固定汇率制所具有的弊端，已经在欧洲货币体系中体现出来。德国的高利率使其他国家在货币政策上明显地受到压力，但这些国家对德国又无可奈何。从1992年9月开始，欧洲货币体系出现一连串的危机。英镑和里拉退出这一体系，是这种危机的第一个征兆。而其他一些与这一体系挂钩的国家也受到很大的伤害，较为突出的是瑞典。瑞典不是欧洲货币体系的成员国，为了稳定瑞典克朗的对外汇率，瑞典中央银行自愿与马克挂钩，共同浮动。在1992年9月开始的欧洲货币体系危机中，瑞典曾通过减息来刺激经济，但克朗始终受到币值下跌的压力，成为外汇市场投机势力狂抛的对象。为了稳住克朗与马克的汇率，瑞典政

府不仅直接在外汇市场干预，而且通过加息来保卫克朗的汇价，甚至一度把隔夜短期贷款利率提高到 500% 和 1500%，想以此来惩罚市场的投机者。最后，瑞典中央银行不得不在外汇市场上升起白旗，宣布将瑞典克朗与马克脱钩，从而避免了克朗的进一步动荡。这场危机的结果并没有使问题得到解决。

欧洲货币体系是欧洲最终联合的一个阶段，但欧洲共同体成员国经济水平参差不齐，是实现统一货币目标的一个矛盾。从欧共体经济发展来看，德国的经济始终强于其他成员国，使马克始终有升值的压力，但德国不愿意看到马克经常升值，而其余成员国又不愿看到本国货币经常贬值。欧洲货币体系如果不经常调整已经固定的汇率，就只能人为地维持，而且有可能维持住原有的固定汇率制。从欧洲货币体系的历史来看，如果美元对马克保持强势，就等于帮助欧洲货币体系成员国货币保持对马克的汇率、不受贬值的压力。80 年代上半期，美元的强势就起到了上述作用。如果美元疲软，马克坚挺自然会带动其他国家货币对美元的坚挺，但马克对美元坚挺的同时，对其余货币的汇率也会出现坚挺，使这些货币少掉一层保护。1992 年 9 月欧洲货币体系爆发危机时，正值马克对美元的汇价创战后历史新高点的时候，这绝不是偶然的。德国中央银行站在这场危机中强调的是欧洲货币体系重新调整固定汇率 (realignment)，而拒不接受减息的呼吁，并指出让市场决定汇率的最终均衡价格，这些自然使其他成员国的货币疲软。但是在克林顿竞选总统获胜后，美元出现大幅度的反弹，理由是克林顿刺激经济而可能采取的扩张性

财政政策会导致美国利率上涨，而美元的上涨立刻缓和了欧洲货币体系成员国货币对马克疲软的压力，其效果大于欧洲中央银行的直接干预。

从体制本身来说，欧洲货币体系是难以与国际上盛行的浮动汇率制并存的。目前世界外汇市场十分庞大，每天的全球外汇交易量达 1 万亿美元，并且有继续扩大的趋势。大量外汇的跨国界流动，是任何一国政府都难以扭转的，这是固定汇率制瓦解的重要原因之一。在这种浮动汇率制的外汇市场中，欧洲货币体系推行的是一种可调节的固定汇率制，希望能保持两种制度并存，势必困难重重。浮动汇率制要求让市场决定任何两种货币的汇率，任何对汇率的人为的扭曲，或把汇率人为地固定住，都可能给风险投资者提供牟利的机会。如果中央银行要保护人为决定的固定汇率制，就等于把自己置于巨大的外汇市场对立面，随时有可能在汹涌的投机浪潮面前败下阵来，1992 年 9 月的欧洲货币体系危机正是说明了这个问题。当然，欧洲货币体系成员国的中央银行在制定固定双边汇率目标时，自然会充分考虑它们的市场均衡条件，并不断加以调整。但一旦遇到几个国家货币政策失调或失衡 (misalignment) 时，这种调整就会变得非常困难，甚至成为政治问题，而调整本身又有一个时间过程，投机势力的冲击也可能使这种调整不能达到预期的目标。

许多人把二次大战后固定汇率制的弊端说成是政府的货币政策缺乏对称性或对等性，其他国家的货币政策必须围绕着美国的改变转。欧洲货币体系并没有完全改变其他成员国围绕着德国货币政策转的局面。在这方面，欧洲货币体系与

固定汇率制唯一不同的是，在固定汇率制下，其他国家如果不满美国的经济政策，它们并不能退出布雷顿森林体系，退出就意味着脱离世界金融和贸易体系，使本国的经济发展与世隔绝。而在欧洲货币体系下，其他成员国如果不满德国的经济政策，除了抱怨以外，还可以干脆退出这一体系。而这正是欧洲货币体系的脆弱性所在。一个体系的约束力不强，它解体的可能性就越大。欧洲货币体系所拥有的例外情况是，欧洲要想在 1999 年实现统一，它就必然要求货币也统一。虽然这一目标很难达到，但是对欧洲国家的政治家来说，仍必须朝这一方向去努力，这时的欧洲货币体系就如前面所说的，已经演化成一个政治问题。

四、1992 年 9 月欧洲货币体系的危机

这次危机的导火线是对欧洲联合的信心发生动摇。欧共体的领导人于 1991 年 12 月在荷兰小城马斯特里克特 (Maastricht) 通过了计划到 1999 年实行欧洲全面联合的方案 (以下简称“马城条约”)。这一方案在欧共体每个国家都通过才有效，而任何一个国家对它都有否决权。丹麦在 1992 年 6 月的公民投票中，已第一个否决了这个条约 (1993 年 4 月，丹麦将再次进行公民投票)，理由是许多丹麦人不赞成欧洲统一军队、统一外交、统一货币、统一公民的想法。这使“马城条约”的实行立刻蒙上阴影。而 1992 年 9 月 20 日，法国也对这一条约进行了公民投票。在这以前，许多人猜测这一条约在法国可能通不过，或者即使通过，赞成的超过反对

的比例也不会很悬殊(后来实际结果是 51%对 49%通过)。在投票前几天,法国总统密特朗公开向法国公民呼吁投赞成票,并称,如果不能通过,法国法郎在外汇市场上可能大跌,不符合法国的经济利益。

外汇市场在法国投票前一个多星期就作出了反应。由于丹麦已否决“马城条约”,如果法国再否决它的话,欧洲货币体系就可能瓦解。在欧洲货币体系中,英镑、里拉、西班牙比塞塔等本来就是较弱的货币,而德国紧缩性的货币政策早已使外汇市场持续看好马克。因此,外汇市场就不断地大买马克,抛英镑等弱货币。而外汇市场这样做并不是没有道理的,原因是德国中央银行在其他国家要求其减息的一片呼吁声中,不但没有减息,反而在 7 月份将短期利率再次提高,使欧洲十分吃惊,也奈何不得。

根据欧洲货币体系的规定,英镑兑马克的汇率不能低于 1 英镑比 2.7780 马克,低于此价,两国中央银行都得进行干预。从 1992 年 9 月 14 日开始,英镑与马克的汇率已逼近上述汇率的下限。为了缓和欧洲货币体系可能出现的危机,德国中央银行被迫在这一天减息,但这一减息之举似乎来得太晚,在外汇市场仅仅引起了短期效应。到 9 月 15 日,即第二天,外汇市场继续大量抛英镑,使英镑兑马克的汇价低于 2.7780。为此,外汇市场还充斥着英国可能被迫贬值的传说,但英国政府官员一再声明不愿将英镑贬值。英国不愿贬值也自有道理,上一次英镑贬值是 1967 年 11 月工党首相威尔逊执政时期,英国在维护英镑币值作了很久的努力以后,被迫将英镑贬值 14.3%。英镑在那一次贬值以后,财政大臣卡拉汉

立刻宣布辞职,原因是英镑贬值意味着其经济政策的失败,而两年半以后,威尔逊政府在竞选中被击败,这当中当然还有英国经济困难的因素。

英国政府在这次挽救英镑的过程中作了很大的努力。9月16日上午,英国宣布将短期利率从10%增加到12%,但并不能止住英镑的跌势(参见图7-1),到这一天的下午,英国宣布将利率从12%再次提高到15%,却仍然不能止住英镑的跌势。英国于是被迫宣布将英镑退出欧洲货币体系,任其在外汇市场浮动。英镑于是在外汇市场继续下跌,而英国中央银行已不再需要对英镑的汇率进行干预。英国财政大臣拉蒙特这天向首相梅杰汇报情况后,从首相官邸唐宁街10号走出来时脸色苍白,十分尴尬,对记者说:“今天是特别困难和混乱的一天。”在以后的几天里,社会上一直流传拉蒙特可能辞职。但英国保守党领袖诺曼·福勒说:“坦率地说,如果说谁应该辞职的话,那就是德国中央银行主席。”在英国人看来,德国中央银行不仅不早减息,而且一直暗示只有英镑等贬值才能解决欧洲货币体系的危机,助长了投机力量抛英镑。

在英镑危机时,意大利里拉的危机更大。在外汇市场狂抛里拉的时候,意大利曾被迫宣布同意贬值。与其他成员国达成协议,里拉对欧洲货币单位贬值3%,其它货币升值3%,这样里拉总的贬值6%。但这样做并不能止住里拉的跌势。在英国宣布英镑与欧洲货币体系脱钩时,意大利也如法炮制,才使里拉的狂跌止住(参见图7-2)。在这次危机中,西班牙比塞塔也被迫贬值5%。在这次风波过后,英国、意大利等许多欧洲国家都相继宣布减息。

9月的风波并没有使欧洲货币体系的问题得到根本解决。到12月,外汇市场把注意力转向马克与法国法郎的汇率,几次把这一汇率推向欧洲货币体系规定的上限,迫使德国和法国的中央银行几次在外汇市场直接干预,抛马克买法郎,与市场投机力量顶着干。与此同时,两国中央银行还不断发表讲话,声明两种货币的固定汇率是稳固的,不需要作任何调整。如前所述,美元在这一时期仍比较强硬,或至少说市场上许多投资者对美元的长期汇价比较看好,才大大间接地支持了法国法郎对马克的汇率。

总之,欧洲货币体系只能是欧洲货币在走向一体化过程中的一个阶段,成员国之间的经济政策协调是维持这一体系的关键,由此引起的外汇市场动荡,会最先冲击体系中较弱的货币。政策协调问题不解决,欧洲货币体系就会难以维持。但从欧洲货币体系的发展历史来看,成员国在政策协调过程中,经常以弱小国家作更多的让步而结束。

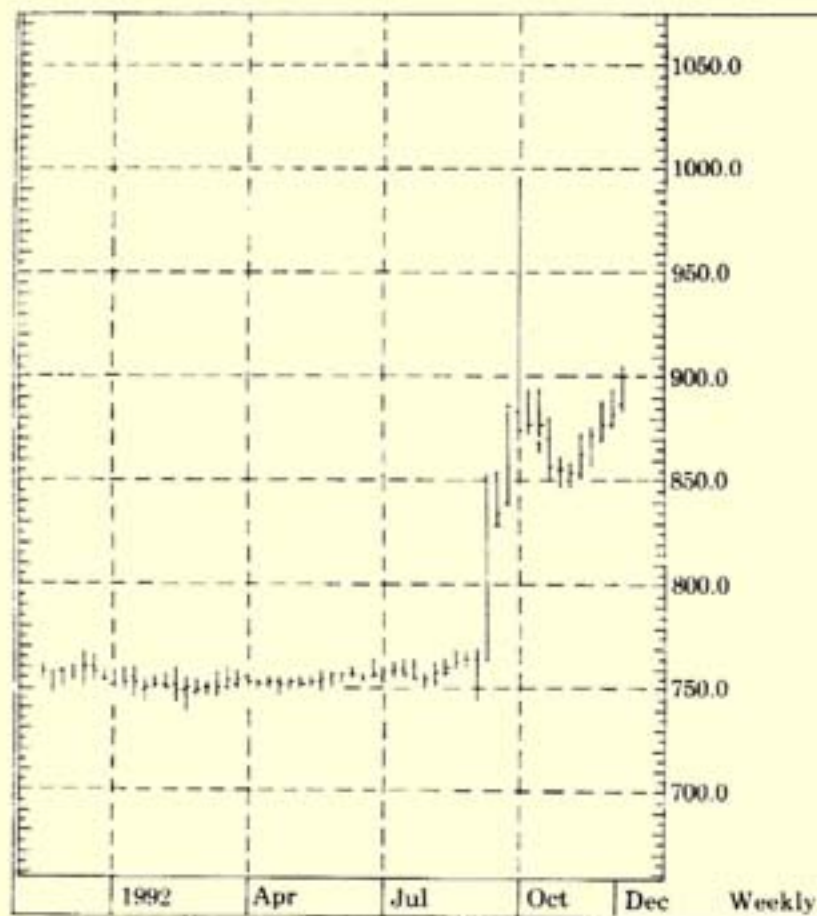


图7-2 1992年下半年马克与里拉汇率走势 (马克/里拉)

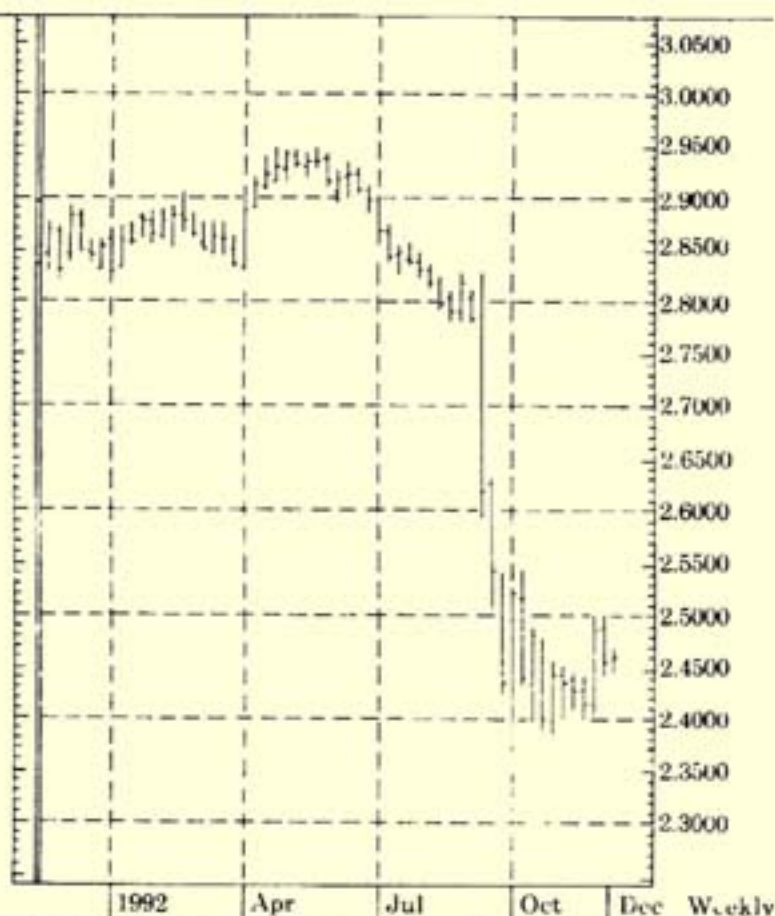


图7-1 1992年下半年英镑与马克汇率走势 (英镑/马克)

8 外汇市场心理行为分析

华培明

外汇市场是这样—个市场：—大群智力差不多的人，面对大致相同的市场资料，使用大致相同的分析预测手法，遵循众所公认的交易规则，进行—场零和游戏。其结果是既有少数高手从几千、几万元起家，累积了数千万乃至数亿元的财富，亦有芸芸大众始终小赚大赔，直至血本殆尽犹不知道自己究竟失败在哪里。

对于散户小额投资人来说，他们的处境更为不利：经验有限，要为每一个自己未遇过的陷阱缴—次可观的学费；资本有限，常常刚入外汇市场之门，已弹尽粮绝；资料的占有方面也处于劣势。因此，小户大众在这场充满魅力的零和游戏中，往往成了垫底的牺牲品。

本章的目的正是告诉小户大众他们失败的根本原因。从某种意义上来说，外汇市场的失败者，往往并不是不能战胜这个市场，而是不能够战胜他们自身。

一、小户心理之一：人多的地方抢着去

有一则小笑话说，有一群男人在谈论怕老婆的问题，有人提议怕老婆的站到右边来，不怕老婆的站到左边来。结果，几乎所有的男人都站到了怕老婆的这一边，只有一个男人站在左边。有人问那人为什么能不怕老婆？那个男人畏畏缩缩地说：

“我老婆告诉过我，人多的地方不要去。”

在外汇市场，特别是在小户大众中，“人多的地方不要去”乃是值得铭记在心的箴言。

盲从是小户大众的一个致命的心理弱点。一个经济数据一发表，一则新闻突然闪出，5分钟价位图一“突破”，便争先恐后的跳入市场。不怕大家一起亏钱，只怕大家都赚钱只有自己没赚。

记得1991年海湾战争时，战前形势稍一紧张，美元就大涨，外币就大跌，1月17日开战那天，笔者在一家金融公司，亲眼看见几乎百分之百的小户投资人都跳入场卖外币，结果外币一路大涨，小户们的单子被套住后，都不约而同信心十足地等市场回头，结果自然是损失惨重。

战争、动乱有利于美元走强，这是一个基本原理，为何会突然失效呢？小户大众常常在市场犯相同的错误，有时不同的金融公司的小户大众单子被套住的价位都几乎相同，以致小户大众都怀疑市场有一双眼睛在盯着自己。

其实，市场是公正的，以外汇市场目前每天近万亿美元

的交易额，任何个人都难以操纵。1992年9月开始因欧洲货币体系危机，市场投机客猛抛英镑，使英镑在短期内暴跌5000点，英国银行一再干预，乃至采用加息的办法，都无济于事。

从某种意义上说，有时看错市场走势，或进单后市势突然逆转，因而导致单子被套住，这是正常的现象，即使是高手也不能幸免。然而，在如何处理亏损单上，愚蠢的行为却是源于小户心理。

二、小户心理之二：亏生侥幸心，赢生贪婪心

价位波动基本可分为上升趋势、下跌趋势和盘档趋势，不可逆势做单，如果逆势单被套牢，切不可追加做单以图扯低平均价位。大势虽终有尽时，但不可臆测市价的顶或底而死守某一价位，市价的顶部、底部，要由市场自己形成，而一旦转势形成，是最大赢利机会，要果断跟进……这些顺利做单的道理，许多小户投资者都知道，可是在实际操作中，他们却屡屡逆市做单，一张单被套几百点乃至一二千点，亦不鲜见，原因何在呢？

一个重要的原因是小户由于资本有限，进单后不论亏、盈，都因金钱上的患得患失而扰乱心智，失去了遵循技术分析和交易规则的能力。

小户大群在做错单时常喜欢锁单，即用一张新的买单或卖单把原来的亏损单锁住。这种操作方法是香港、台湾的一些金融公司发明的，它使投资者在接受损失时心理容易保持

平衡，因为投资者可期待价位走到头时打开单子。

实际上，小户投资人在锁单后，重新考虑做单时，往往本能地将有利润的单子平仓，留下亏损的单子，而不是考虑市场大势。在大多数情况下，价格会继续朝投资者亏损的方向走下去，于是再锁上，再打开，不知不觉间，锁单的价位便几百点几百点的扩大了。

解锁单，无意中便成了一次次的做逆势单。偶尔抓准了一二百点的反弹，也常因亏损单的价位太远而不肯砍单，结果损失还是越来越大。

大概每个投资者都知道迅速砍亏损单的重要性，新手输钱都是输在漂单上，老手输钱也都是输在漂单上，漂单是所有错误中最致命的错误，可是，小户大群还是一而再、再而三地重复这一错误，原因何在呢？

原因在于小户大众常常凭感觉下单，而“大户”则常常按计划做单。

小户盲目下单导致亏损，垂头丧气，紧张万分之余，明知大势已去，还是存侥幸心理，优柔寡断，不断地放宽止蚀盘价位，或根本没有止蚀盘的概念和计划，总期待市价能在下一个阻力点彻底反转过来，结果亏一次即足以大伤元气。

和这种亏损生侥幸心相对应的小户心理，是赢利生贪婪心。下买单之后，价位还在涨，何必出单？价位开始掉了，要看看，等单子转盈为亏，更不甘心出单，到被迫砍头出场时，已损失惨重。

许多人往往有这种经验：亏钱的单子一拖再拖，已盈亏几百点，侥幸回到只亏二三十点时，指望打平佣金再出场，侥

幸能打平佣金时，又指望赚几十点再出场……贪的结果往往是，市价仿佛有眼睛似的，总是在离你想出单的价位只有一点点时掉头而去，而且一去不回。

亏过几次后，便会对市场生畏惧心，偶尔抓准了大势，价位进得也不错，但套了十点八点便紧张起来，好容易打平佣金赚 10 点 20 点后，便仓皇平仓。

亏钱的时候不肯向市场屈服，硬着头皮顶，赚钱的时候像偷钱一样不敢放胆去赢，如此下去，本钱亏光自然不足为奇。

三、小户心理之三：迷信外物而非市场本身

畏惧心还容易使小户投资人变得犹豫不决，常常错失良机，多次分析准确的时候都不敢进场，看得特别清楚时进场，倒往往会进错了。这个市场，实在是很难看得特别清楚的。

如果做到等待时机有耐心，而进场果断，这就常常能赚到别人赚不到的钱。最危险的时候，常常是价位最理想的时候。

等待时机时，小户的另一大心理弱点是迷信市场的某些消息、流言，而不是服从市场本身的走势。

图 8- 1 是日元日线图，右上角的资料显示 A 线那天日元最高价、最低价、开市价和收市价的情况，在 2 月 7 日前几天，日本银行曾干预市场，买日元抛美元，使日元走强至 124 附近。2 月 7 日前后，日本银行又开始干预市场，日本政府官员也多次发表谈话，表示美国和日本都同意日元继续走

强，于是小户大众蜂拥而入购买日元，然而，日元却开始下跌（日线图上往上走）。

在这种情况下，小户往往不去寻找和相信推动日元下跌的理由，而是因为有买日元的单子被套住，就天天盼望日本银行来救自己。结果，几乎每天都有日本官员谈日元应该走强，有时日本银行也一天进场干预三四次买日元，但是价位却一路下跌，跌幅几乎达一千点，许多小户只做一二张买日元的单子，就损失了六七千美元，砍完单大骂日本言而无信，却不反省一下自己为何会损失那么惨重。让小户亏钱的并不是日本银行，而是小户自己。因为在当时，日元由于发生了一些丑闻而导致政局不稳，市场选择了这一因素，而小户却不敢相信市场本身。

日本经济强盛，美国和日本之间也确实有让日元走强以利于美国增加对日本出口、减少对日本的贸易逆差的默契，这些因素，在日元跌到 135 附近时发挥作用，推动日元大幅走强，可惜那时候，小户却找不到买日元的理由，或许因买日元而留下的伤口尚在流血，畏惧之心一起，自然会犹豫不决无法把握时机了。

小户大群中当然也有可能产生外汇市场中一流好手，关键是要克服掉小户心理。即便是大银行的交易员，染上小户心理，也难免赔钱，最终被市场淘汰。

散户投资者其实可分为三种人。第一种是对外汇市场基本上还很陌生的初学者；第二种是在外汇市场已有一点经验，自以为对技术分析、基础分析已有独到体会的人；第三种是经过多年悉心钻研和实践，确已炉火纯青的人。



图8-1

第二种人是散户投资者中最大量的一群，也是最容易亏钱的一群，他们往往过度自信地认为自己可以很轻易地用自己所掌握的方法从外汇市场赚大钱，结果却往往是：他们一次跌入市场的陷阱，直到本钱输光的时候，才发现自己对“砍亏损单要快，平赢利单要慢”之类最基本的外汇市场制胜技巧，都未能透彻地掌握。

有一种观点认为外汇操作像烹调，原料、菜谱等等都差不多，但烧出的菜大不相同。其实，外汇操作更接近于博弈，像下围棋、象棋一样，同样的棋局，不同的棋手来处理，结局或胜或负或和，顶尖的高手只能是少数既能下苦功又有悟性的人。另一部分人在克服弱点经验增长后，有机会成为外汇市场的好手，而相当多的人即使有经验最终也会输掉。

当然，被外汇市场淘汰并不表明你智力有问题，而仅仅说明你目前不能适应这一市场而已。许多雄才大略的人，棋艺也可能很平凡。所以如果你的积蓄来之不易而又为数不多，不必悉数用来证明你会下单。要知道，偶尔赢一盘棋并不等于你成了棋坛好手。

不过，外汇市场这个对手虽然深奥莫测，但你常常可以中盘加入，耐心地等到你较易把握的局面出现时再入场。这是弥补你功力不足的极好方法。

单纯的依靠技术分析或基础分析，是很难对外汇市场走势作出准确预测的。因为影响价位变化的因素复杂而多变，有太多不可预知的事件，很难完全靠技术和可能的规律来解决。技术分析手法，有些实用，有些则有花俏的摆设，真正胜算极高的绝招，恐怕也不会轻易透露出来，因为用的人

多了，就可能失效——在外汇市场这样的有效市场里，不可能每个人都同时赚钱。

即便是实用的技术，在不同的场合和不同的时间其效用可能大相径庭。比如破点追击法，在十几年前曾一度很有效，现在技术分析手法如此普遍，市场走势假破点的现象便增加许多，破点追击法就不会每次都有胜算了。

与其把精力花费在某些华而不实的技术上，还不如先踏踏实实摸透外汇市场走势的特性，特别是特定时间内价位走势的行为特性。

市场预期心理的作用常常比基础因素方面的新闻更敏感和有效。比如当市场预期某国会减息或美国某一重要经济指数会好转时，市场价位便在预期心理作用下往该方向走足，称为价格反应在先，以至当消息正式公布时，市场反应很小，甚至反杀。研究价位走势的行为特性的一大好处是，价位走势忠实记录了变幻莫测的市场预期心理的作用，虽然研究过去不等于能够精确预测未来价位，但是，只要摸透市场价位走势特性，不强求预测未来，只要能在相类似的市场走势出现时，能针对其特性作出反应，则已获益匪浅了。这正如克服小户心理一样，摸透外汇市场心理特性后，你虽然不可能总是准确预测未来价位，但是，你能使自己进单前、进单后、出单时基本保持正确的方法，一旦有错误，能够及时地觉察和纠正。

四、敏感多变的即时图

外汇市场价格的变动，按时间的不同，可以分为即时图（tick chart）、分钟图、小时图、日线图、周线图和月线图等，不同的走势图有其独特的行为特性，不掌握这些特性，技术分析的工具就失去了意义。

许多投资人做单都习惯于看着即时图来做，即时图一动，就跳进场，也有人按事先计划好的价位买入后，即时图迅速下跌，便匆忙砍单，这都是不懂即时图特性的表现。即时图的主要作用，仅在于精确记录价位，它的走势方向，随时都会改变。在正常情况下，即时图的波动都比较小。

外汇价位的变化，基本上是波浪起伏的，在上升的大浪中，会有许多下跌的小浪参错其间。因此，小时图基本呈涨势时，5分钟图的价位可能在下跌，而即时图在5分钟内可能会涨跌许多次，因此，有经验的投资人不会让自己被即时图牵着走。有些投资人在按计划下单后，还有意识地避免看即时图，以免干扰情绪。

在对即时图作细致研究后，可以发现它除了有精确易变的特点外，还有敏感的特性。比如当德国马克的交叉盘汇率强于英镑时，投资人手中持有买英镑的单子，当英镑价位上升遇到阻力点时，投资人或可参考马克的即时图，因为马克较强，它的即时图可能率先冲破阻力点，这时英镑的买单就可以不必急于平仓了。

此外，当按照计划进单，可是阻力点价位没找准，已有

JPY-DID TIC



图8-2

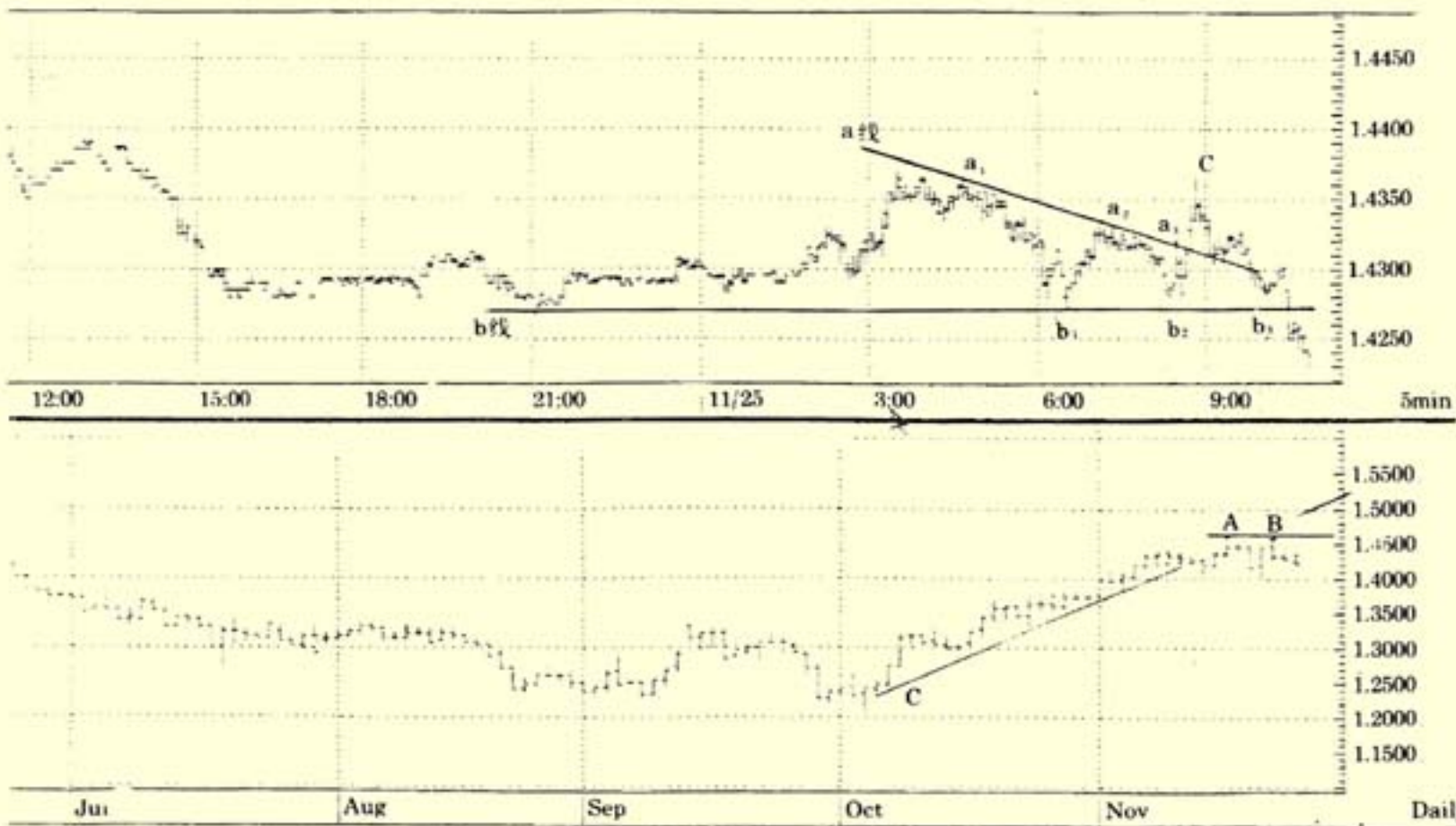


图8-3

几十点损失时，可密切观察即时图，价位如有新的突破，即宜考虑砍掉亏损单，图 8- 2 是一张日元的即时图，图下方的数字代表时间，右侧的数字代表美元对日元的汇率，图示价位在 1 美元等于 123 . 60 至 123 . 90 日元之间变动。

比起敏感多变的即时图来，5 分钟图显得沉着多了，5 分钟图的特点是对阻力点、支撑点的价位比较敏感，适宜于抓准进单、出单的时机。

图 8- 3 的上图为瑞士法郎的一张 5 分钟图，这时图记录了瑞士法郎从 1992 年 11 月 24 日中午 12 点至次日上午 11 点的价位变化图，从图中可看出，瑞士法郎在 11 月 25 日 10 点以前，基本上在 1 . 4270 至 1 . 4370 之间波动，波动幅度约 100 点。

许多投资者每天做单基本上都看着 5 分钟图来做，以图 8- 3 的上图为例，他们经过 b_1 点的证实，增加了对支撑线 b 的信心，但他们在 b_2 点可能没敢进场卖瑞士法郎，或者已经进场，却因走势喜人而未在 C 点附近获利平仓，这样，当价位走强往下突破 b_3 点时，他们就面临一个困难的选择：是认赔出场呢，还是再看一看？

相反，当天也会有投资者认为瑞士法郎要涨而做买单，他们可能在阻力线 a 线的 a_1 点、 a_2 点附近进买单，在 b_2 点已有利润，但期待价位能突破 b 线，结果，当价位异常迅猛地直冲 C 点时，他们不得不考虑出单，通常只是赚出了佣金就平仓了。

严格地说，技术分析很多方法用在 5 分钟图上，其可靠性都要打一个很大的折扣，因为 5 分钟图的特点仅仅是对

阻力点、支撑点反应灵敏，而它的起伏变化通常没有走势方向的含意。仅仅依靠5分钟图找出的阻力点，强度通常也不大。

图8-3的下图是一张瑞士法郎的日线图，每根线记录一天的价位变动，每根线左侧的小点代表开市价，右侧的小点代表收市价。图中最右侧的线，即是11月25日价位纪录。从日线图中可以看到，从10月份以来，瑞士法郎的主要走势是跌势，但是最近的一个星期，它已往下穿破了支撑线C，并在A、B两点形成一个小型的双顶，而25日前两天收市价都在当天的低点附近，这显示出瑞士法郎短期内有向下走（走强）的趋势。

看5分钟图则很难看出趋势，在图8-3的上图中，一直价位冲C点的时候，5分钟图给人的感觉仍是b线支撑很有力，涨跌势均力敌，或者跌势还更大一些。

大多数投资者都习惯于做短线，特别是当天收市前就平仓的短线操作。对这类投资者来说，他们最佳的做单工具不是即时图、5分钟图，而是15分钟图、小时图。

五、短线操作的利器

15分钟图和小时图是短线操作的利器，这两种图能够反应近几天的趋势，对阻力点、支撑点反应又比较灵敏，它们的一大优异特性是可将即时图、5分钟图过多的不规则变动过滤掉，使依照这两种图做单的人，比较容易保持冷静理智的分析和思考。

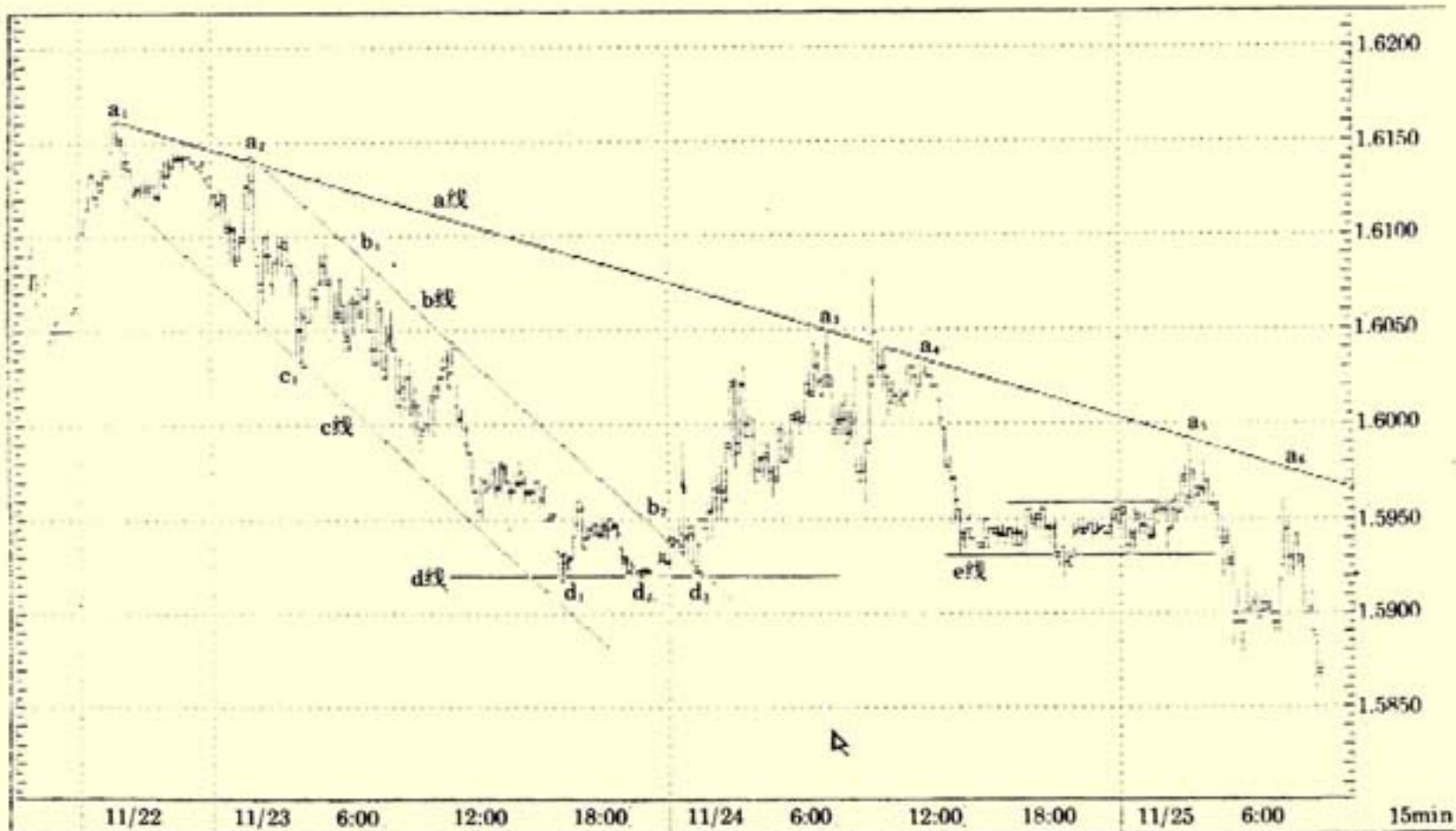


图8-4

此外，技术分析的一些手法用在这两种图上，准确率远高于5分钟图。

图8-4所示是一张德国马克的15分钟图，图下方的数字代表日期和钟点，右侧的数字代表价位。如图所示，马克在1.6150附近遇到阻力，开始往下走（走强），连接 a_1 、 b_1 点，可得出阻力线 b 线，以 c_1 点为准画一条 b 线的平行线 c 线，可发现马克在 b 、 c 两线组成的走强通道范围内活动，接近 b 线时是较佳的买点，而接近 c 线时，可考虑获利平仓。

当价位到达 d 线时，遇到了较强的支撑，连续在 $d_1d_2d_3$ 三点形成一个小型的底，并且在 b_2 点突破了上升阻力线，这意味着马克走强的 b 线 c 线通道暂告结束。

价位反弹到阻力线 a 线时，在 a_3 点被拦住， a_4 点再次证明马克短线仍然走强，在 a_4 、 a_5 、 a_6 等点买入马克，仍有可观的利润。

从图8-4可以清楚地看到11月25日这一天直到价位冲 a_6 点时，仍是在 e 线形成底部然后上冲的走势，在5分钟图里容易只见上冲的走势而看不到向下的趋势，但是在15分钟图里，阻力线 a 线的作用，使投资者可以较容易地找到向下走强的趋势，价位往下突破 e 线后，趋势就更为明显了。

图8-5是英镑的小时图，每根直线记录一小时内价位的变化。

从1992年11月11日~24日，英镑基本上在1.5050~1.5550的幅度里波动，而且有一波比一波低的趋势。

需要注意的是，英镑价位图往上走，则表示英镑走强，而其他外币如马克、法郎、日元等价位图往上走，则表示该种

货币走弱，这是因为英镑价位代表英镑对美元的汇率，如英镑 1.5100 代表 1.51 美元等于 1 个英镑，而马克等的价位则代表美元对马克等的汇率，如日元 124 代表 1 美元等于 124 日元。

从图 8-5 可以看出，从 a 点到 b 点，英镑处于涨势，从 b 点下跌到 c 点，在 c 点和 c₁ 点可以看出跌势的结束，而 d 点的阻力很明显将价位压住，一整天都未能冲破，所以从 d 点到 e 点又进入新一轮的跌势通道。

外汇市场的变化极为复杂，影响价位变化的因素复杂多变而且常常突如其来，因此对未来价位走向的预测只能是一种模糊数学。这方面，掌握小时图的涨跌韵律是十分重要的，比如在 a₂ 点可以考虑进买单，准备好跌破 a 线时就平仓，在 d 点可考虑进卖单，价位如冲破 1.5400 就砍掉损失单，这样风险就可以被限定。

六、趋势和周期

即使是只做当日结清的短线单，也不能仅仅依赖小时图，何况在外汇市场如想得到更多的利润，中长线的操作是十分有益的。周线图和日线图的作用，正在于帮助投资者认清趋势和周期。

图 8-6 是英镑日线图，分析这张图可以看出，英镑在 a 点得到支撑，打破阻力线 a 线后进入一个上升的大趋势中，只要在接近支撑线 b 线的附近买入英镑，都有可观的利润。价位冲破阻力线 c 线后，即成为强有力的支撑，而当价位跌破 b

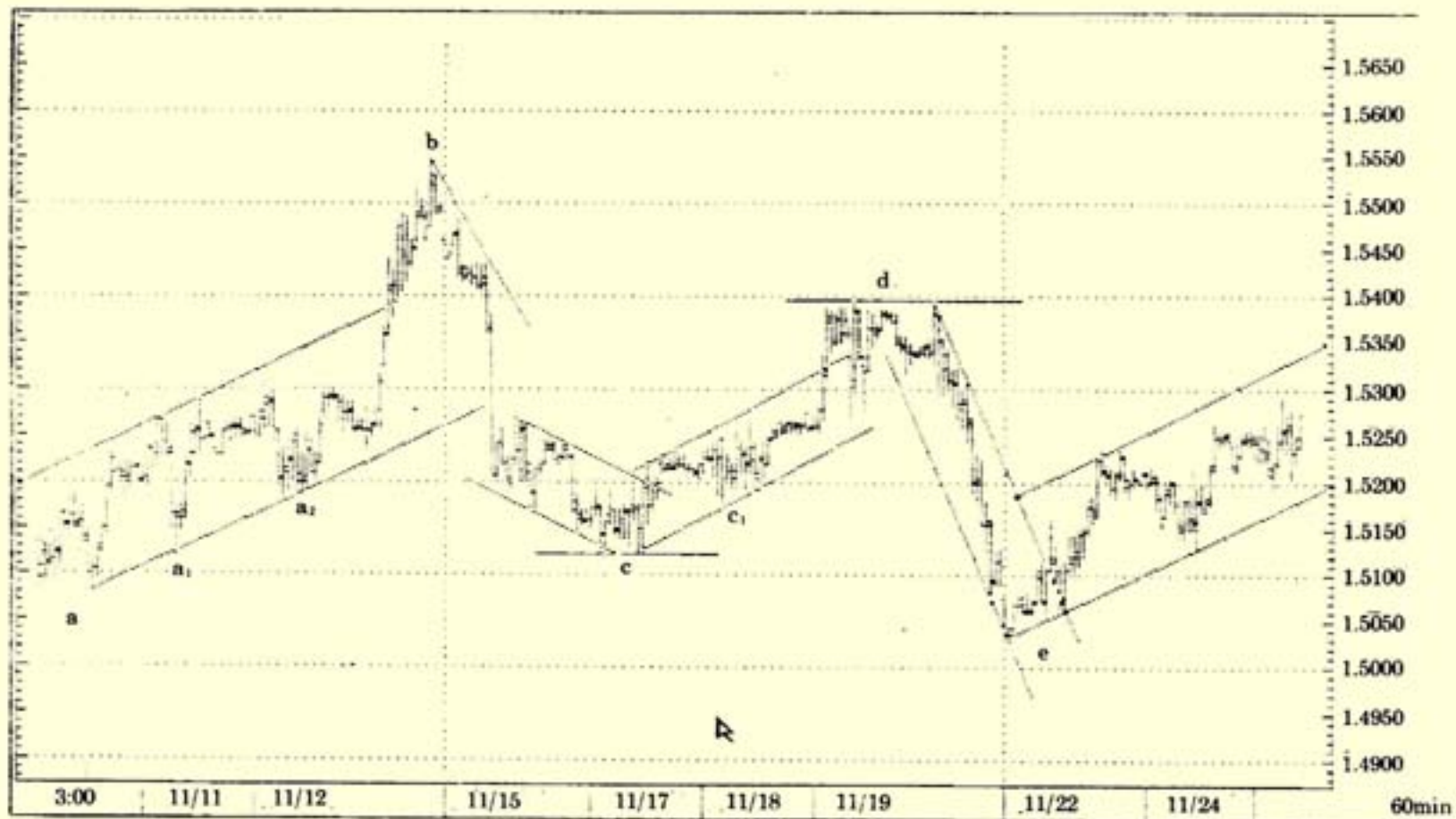


图8-5

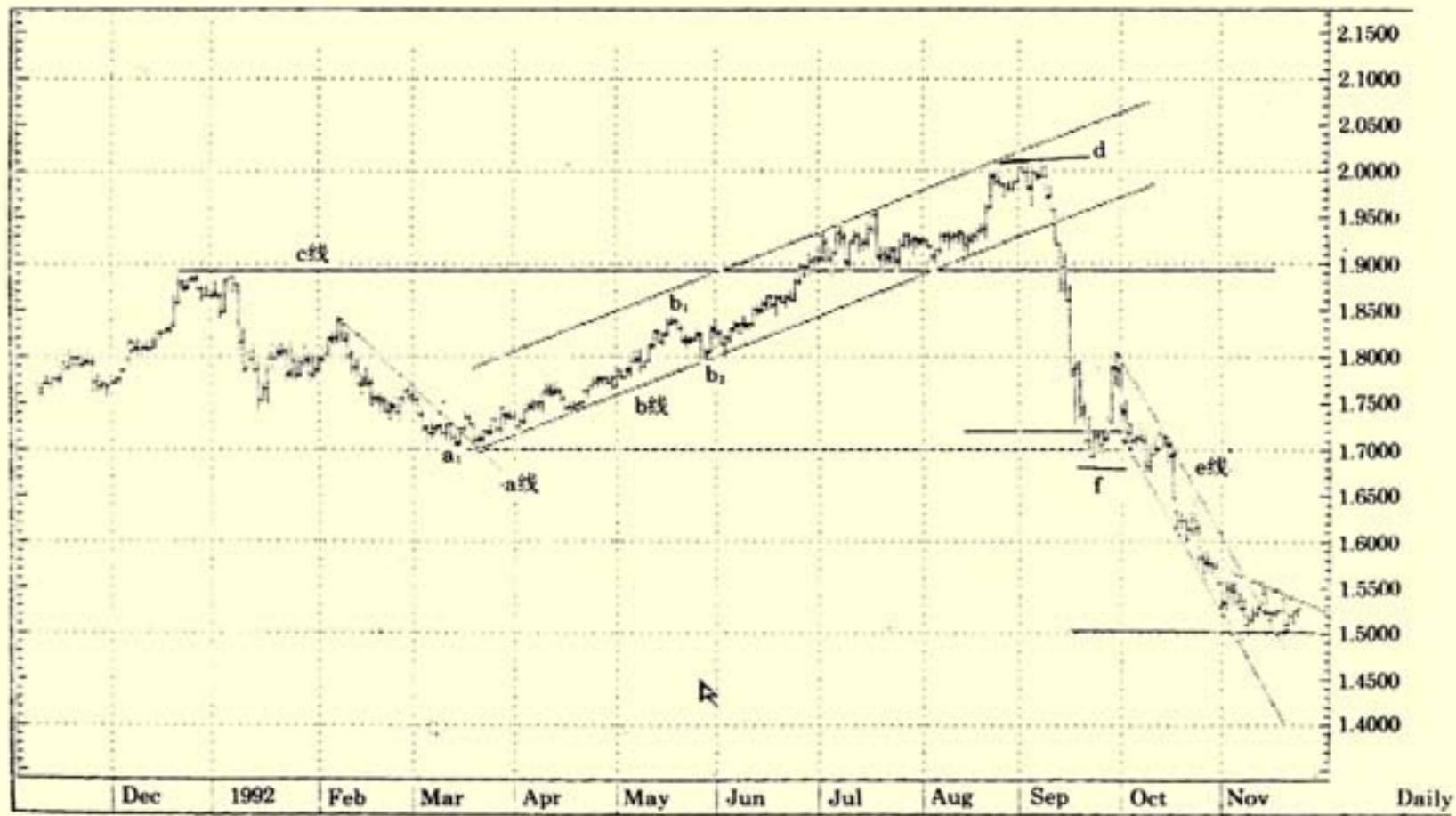


图8-6



图8-7

线、c线时，都是很明显的转势信号，而在d点形成的双顶，也是明显的转势图形。价位跌破阻力点f后，阻力线e线形成了又一轮的跌势。

顺势做单是外汇市场制胜的秘诀，从对图8—6的简单分析就可看出，提供趋势和重大阻力点，是日线图最重要的功能。此外，每一根日线图直线的象征意义：通常情况下，开市价很低而收市价接近全天最高价，是买入信号；收市价和开市价持平，是市场有所等待、可能会转折的信号；而开市价较低，价位上涨后，又退回到开市价以下收市，是明显的下跌信号。需要注意的是，这些信号须和其他分析手段合并使用，准确率才更高。

在大的涨势中，常夹杂有一些小的跌势，这些小跌势的时间通常在一星期左右，如 b_1 至 b_2 即是典型的短期趋势，只有经常研究日线图和周线图，才可能不被短期趋势搅浑了头脑。

顺势买卖要注意在势刚刚形成时就果断跟进，大多数投资者容易犯的错误是在跌势中跟进太晚，总以为价位已太低，于是不断地逆势买进，偶尔抓准了反弹机会可赚一点，但如果抓错了阻力点，或未能及时获利平仓，就会被套牢，拖得越久，损失越大。

周线图和月线图并不仅仅是供长线投资者参考的。周线图（见图8-7）的作用是除了揭示大势外，它还揭示外汇的周期性规律。比如在1985年初之前，英镑基本上在阻力线a线下处于下跌周期，此后在支撑线b线上方持续上涨了4年，涨幅近9千点。从1989年开始，英镑则在1.5~2.0的幅

度内周期性循环。

通常情况下，如果周线图的位置在上涨周期中，上一根周线图收市在高处，本周价位突破上周最高点，这些都是上涨的信号。在判断市场走势的大转势时，周线图在外汇循环周期中的位置是十分重要的。

外汇市场的用兵之道，贵在随机应变。对于功力不深的投资者来说，寻找市场的顶和底，或许会使你倾家荡产，但是功力高深的外汇交易大师，却有人专用找顶和找底的办法，输小赚大，累积了几十亿美元的财富。外汇市场的心理行为特性，亦并非一成不变，随时研究这些变化，对市场和自身的心理行为特性善加把握，则知己知彼，离战胜外汇市场就不太遥远了。

9 外汇市场的风险控制

卢 龄

外汇市场是一个风险很大的市场，它的风险主要在于决定外汇价格的变量太多。虽然现有的关于外汇波动原理的书可以说是汗牛充栋，有的从经济理论去研究，有的从数理统计去研究，也有的从几何图形去研究，更有的从心理和行为科学的角度去研究，但外汇行市的波动仍经常出乎投资者们的意外。对外汇市场投资者和操作者来说，各方面的知识都应具备一点，而统计概率方面的知识尤其不可少。概率统计的主要意义在于，它能更好地帮助投资者进行投资决策，包括是否投资、怎样投资、出了意外如何处理，等等。因此，在外汇投资中，有必要充分认识风险和效益、赢钱与输钱等几层关系。如果对这些方面没有一个准确的认识，随意进行外汇的买卖，视金钱如儿戏，那么输钱是必然的。

一、乐观和概率

在所有要做的决定中，首先是决定怎样使用自己的资金

和使用多少资金去冒险。处理这些问题时，理解“资金处理”这个概念十分重要。

资金处理主要有四个要素：

1. 个人的目标和偏好，包括这个人目前对钱的态度；
2. 在交易中用来进行冒险的初始资本和后续资本；
3. 期望的收益值；
4. 输钱的概率。

外汇经纪人或投资人是在不确定的气氛中开展业务的。他无法确切地知道任何一项交易的结果会是怎么样。但他可以，而且他总是会根据他相对乐观或悲观的判断，计算出种种可能出现的结果的概率。概率是什么呢？简单说，它不过是一个用来表示某种结果的数字，这个数字反映出人们对某种结果可能出现的看法。这个数字上下波动的幅度在零和1之间。举例来说，一个人可能感到，他在一项交易中达到目标的概率是0.4；而达不到预定目标的概率是0.6。在这种情况下，概率可被看作是衡量一个人对某项交易持乐观还是悲观态度的一个指数。如果他感到达到目标的概率从0.4上升到0.5了，那么我们就可以说他开始较为乐观了。

需要指出的是，上例中那个人的乐观情绪究竟从何而来，是来自于客观的证据呢，还是来自新闻报道，是来自掮客的分析，还是来自个人的直觉，这些都是无关紧要的问题。重要的是，不管概率数值来自何处，它都反映出一个人对不同结果可能会出现的机会的估计，它会影响到这个人接下去的行动，从而也影响到市场价格。

二、偏好和效用

假定一个外汇期货经纪人已经对一项交易可能出现的各种结果确定了不同的概率数值。比如，他可能认为出现结果 A 的概率是 0.3；出现结果 B 的概率是 0.6；出现结果 C 的概率是 0.1。那么，他又会遵循什么原则来作出成交还是不成交的决定呢？

很难用一种简易的标准来作出成交与不成交的决定。我们用下面的一些例子来说明这一点。

试将外汇经纪人放到以下四个假设情形中，看他应该如何作出决定。

1. 如果在一个赌局中，让他投掷硬币，如果硬币正面朝上，他可赢 200 美元；如果硬币反面朝上，他将输 100 美元。根据统计学定律，在任何一次投掷中，硬币正面朝上或反面朝上的概率各是 0.5。那么，外汇经纪人在这种情况下压不压赌注呢？

2. 某人有财产值现金 500 万美元，这笔财产是她 50 年的积蓄。现在她面临一场赌局：如果硬币正面朝上，她可赢 1,000 万美元；如果反面朝上，她将输去 50 年积存的 500 万美元。她应该下注吗？

3. 某人该月计划去佛罗里达渡假旅游，他打算用掉该月他手上可得的所有现金。假定他有 5,000 美元。再假设他也面临一场赌局：如果硬币正面朝上，他可赢得另外 5,000 美元；如果硬币反面朝上，那么他就输去原先计划用于渡假旅

游的 5,000 美元。赌不赌？

4. 某人极想出国旅游一趟。她有 5,000 美元现金，但她和全家的所有旅游花费需要 8,000 美元。有人给她一个赢钱的机会：如果硬币正面朝上，她可赢得 5,000 美元；反之，她就输掉原先已有的 5,000 美元。她应该赌吗？

在上述情况下，笔者将在第 1 和第 4 种情况下一试赌运；在第 2 和第 3 种情况下是不去冒险的。为什么呢？因为在第 1 种情况中，在相同的概率下，可能赢到的钱数是可能输的钱数的两倍。第 2 种情况中，尽管在相同的概率下，可能赢的钱数也是可能输的钱数的两倍，但与失去 50 年积蓄所可能产生的不快相比，得到 1,000 万美元实在不是太大的刺激。第 3 和第 4 种情况与以上两种情况相似。笔者之所以作出不同反应，主要是因为赢钱所可能产生的满足不同。

很显然，在不确定的情形中，人们并不总是考虑平均货币收益。但是，人们在任何情况下总是考虑得到最大的满足。在这方面，人们已提出过很多理论，也做过不少实验，还建立了不少模型来衡量具体个人的偏好和满足。其中“效用”就是一个人们常用来衡量偏好和满足的尺度。

下面这一节涉及到一些计算问题，因此在看书时最好准备好纸、笔，随着笔者的讲述一起做一些运算。

三、效用及其计算

如果说一个人是“理性的”，也就是说，他清楚地知道在两种选择中他偏向于哪一种；再假定他的这种选择倾向性是

比较稳定的话，那么，他就能够对于这两种选择用数量来表示自己的倾向。对于他所偏向的那种选择，他可加之于较大的数字（即效用）。一旦不同的效用值确定，一个人就可根据效用值的大小作出自己的选择。

下面用三个例子来说明怎样计算效用，即怎样测量偏好。理解这些例子将有助于读者画出自己的交易曲线。

【例 1】例如专做法郎的张先生已经进入了外汇期货市场，定下了自己的目标。一旦这个目标实现，他就可赚到 1,500 美元。他同时也定下了退出该市场的底线，这样，一旦最坏的局面出现，他将输掉 900 美元。假如对张先生来说，赚到 1,500 美元的效用是 10（10 是随意定下的），记作 $u(1,500 \text{ 美元}) = 10$ ；输掉 900 美元的效用是 -6（随意指定的），记作 $u(-900 \text{ 美元}) = -6$ 。再假定张先生相信成功的概率是 $1/2$ 。那么，这项交易的效用就是：

$$u(\text{交易}) = \frac{1}{2}(10) + \frac{1}{2}(-6) = 2$$

注意，交易效用正好处在 10 和 -6 当中。

假如张先生对成功的概率的判断是 $2/3$ ，那么，他的交易效用就是：

$$u(\text{交易}) = \frac{2}{3}(10) + \frac{1}{3}(-6) = \frac{14}{3} = 4.7$$

这个数字正好处在从 -6 到 10 之间 $3/2$ 的地方。

与此类似，如果他判定成功的概率是 $9/10$ ，那么交易效用就是：

$$u(\text{交易}) = \frac{9}{10}(10) + \frac{1}{10}(-6) = 8.4$$

为了说明“期望效用”（赢和输的效用的平均数）和“期望获利”（获利和损失本身的平均数）的不同，我们不妨转到例 2。

【例 2】假定一项交易如果成功，某人可获利 600 美元，如果失败，他将损失 500 美元。再假定成功的概率为 0.8。如果获利 600 美元的效用值人为地定为 20，损失 500 美元的效用值定为 10，那么，期望效用就是：

$$U(\text{效用}) = 0.8(20) + 0.2(10) = 18$$

而期望获利（用钱来计算）就是：

$$0.8(600 \text{ 美元}) + 0.2(-500 \text{ 美元}) = 380 \text{ 美元}$$

【例 3】在上例中，最好和最坏结果的效用分别定为 20 和 10。假如它们分别被定为 1 和 0，那么期望效用就变成：

$$u(\text{交易}) = 0.8(1) + 0.2(0) = 0.8$$

注意，当最高效用和最低效用分别定为 1 和 0 时，期望效用总是等于最好的结果的概率。选用 1 和 0 为最高和最低效用值常常是为了简化计算。

效用概念对有些人来说可能太学究气了，但它实际上可以解释人们在相似的情况下为什么会有不同的选择。两个人在相同的赌局中可能作出不同的决定，但是他们有一点是相同的，即他们都是按照自己认为对自己最有利的路线作出决定的。一个人可能用一笔巨款去冒险，以期得到更多的钱；另一个人则可能不愿用哪怕是一点点钱去赌博。这倒并不意味着前者胆大或不负责任；也不意味着后者谨慎或过于胆小。他

们不过是对赢或输的效用看法不一样。

除了输赢以外，其他效用也会影响一个人的决定。比如时间。有些人偏好用大部分时间去赚更多的钱，另一些人则可能宁愿用这些时间于其他事。有些人喜欢体验由冒险压力而产生的刺激，另一些人则不愿在压力下度过一个不眠之夜。

总之，不管哪一种效用在影响一个人的决定，最要紧的一点是，每个人要对赢或输的效用有成熟的看法。这种看法将决定一个人是否去冒险，影响到他赢钱的可能和输钱的可能程度。

四、做单技术

生意人做生意各有自己的一套诀窍，有些人按计划步步为营，有些人凭直觉时进时退。总的来说，这两种人这么办事都不能算错。凭直觉做生意的人自然无需求教于书本，但凭计划做生意的人最好耐下性子读完本章。

做外汇生意的计划有很多原理和细则，但若归结为最简单的要素，它无非是制定出一个进入和退出任一交易的起点，不管此项交易最终是否有利可图。一旦确定了这个起点，价格水平的变化就可归结为上升、下降或维持原状。一个交易计划就必须为进入实际交易市场制定行动蓝图。一旦价格水平发生如上所述三种变化中的任何一种，交易人就可根据计划做出卖或买的决定。

在制定计划时，尽管需要考虑许多关键因素，但核心问

题始终是在什么情况下退出已经进入的交易。这实际上包括三个退出计划。其一，必须有一个接受损失的计划，一旦交易失利，就应坦然退出。其二，必须有一个接受赢利的计划，一旦赢利目标达到，即可满意而归。其三，必须有一个计划，它使交易人在发现市价在相当一段时间内不会发生重要变化时退出交易。

要退出一个已显赔钱的交易，最有效的程序就是发出“停止损失订单”。当然这样做的前提是交易人心中有数，他究竟愿意承受多大的损失。如果他在进入交易前已定下可接受的损失程度，那么，市价一达到事先已定下的这个点，他唯一能做的就是发出“停止损失订单”。

对于一个正在赢钱的交易，如何制定交易中的指令就不像制定计划应付赔钱交易的指令那么容易了。这里存在着多种可能。

如果一个交易人在进入交易前已定下赢利目标，那么一个明显的可能就是一旦达到这个目标，他就立即发出一文“限价订单”，从而退出此项交易。还有一种可能是交易人一直让利润上涨，直到某种价格变化朝输钱方向转化的迹象出现。在这种情况下，退出计划就可能定为：“在停止损失点卖出，或者在指数 X 给出卖出信号时卖出；哪种情况先出现就按哪种方法行事。”

不论使用哪一种赢利计划，至为重要的一点是，交易人必须认识到，交易的终极目标是接受利润。除非他决定再试运气，否则他应当时刻记住他见好就收的明确界线。许多成功的交易人都十分明白，钱易赚难保。将赢利计划置之脑后

的交易人最终都会体会到一个痛苦的真理：“树是长不到天上去的。”

五、计划的要素

资本 任何计划都包括一些要素。首先要做的一个决定就是用多少钱去做外汇期货生意。实际使用多少钱取决于很多考虑。第一是交易人的动机，如果仅仅是尝试一下或者做做玩玩，那还是少出一点钱为妙。其二是交易人的进取心，他为了赚钱愿意冒多大的险。还有一个相关的因素是交易人的年龄，因为这牵涉到他的家庭负担，健康状况，工作年资，以及他家人对他做投机生意的态度。这些都不是无关紧要的因素。总而言之，最基本的一点是，交易人不应冒那种潜在的赢利可能性与这种赢利对自己的重要性不相称的险。

交易的选择和评估 从事外汇期货生意，一个人必须掌握选择有利可图的交易方法。介绍具体方法不是本书的目的。这里只是介绍一些交易选择中要考虑的因素。

首先，要选择一种交易选择方法。交易选择的方法是五花八门的，咨询、研究或跟从熟人，都是选择具体交易项目的方法。那种方法较好，这是因人因事而异的。当然也有一些基本的参考因素，比如，交易选择的方法应当有理论根据。如果某种方法中所含的一些基本概念毫无道理，那么这种方法就是不足为训的。其次，交易选择的方法应该能告诉交易人捕捉市场信号。最后，这种方法应该提供某种现实的方法让交易人退出交易，而不是诱使交易人竭尽自己的资本

从事某种交易。

跟踪市场的数量 计划的另一个要素是确定所要跟踪的外汇期货市场的数量和在一定时间内从事交易的数量。

时间因素 一项交易的预期时间是个值得考虑的问题。不言而喻，生意的总体目标是实现与冒险相当的最大可能的收益。如同在任何其他冒险投资中一样，“收益”是所需时间的一个函数，它不仅用所得的货币收益来衡量。两三天内能获得一笔小利就说明交易是成功的。反之，这笔小利若要等两三个月才能获得，即使这是 100% 的赢利，从时间的角度考虑，也不是很合算的。

停止交易 停止交易是计划的一个重要内容，这在前面已经阐述过，这里就不再多说了。

六、计划详例

计划对交易的成功是如此重要，因此有必要用一个假设的例子来进一步说明。

假定一个投机商决定进入外汇期货市场。他准备拿出 1 万美元进行投机。他选定了经纪商行和注册代表，开了户头，将钱存入。为了谨慎起见，他决定先做英镑生意，等积累了一些经验后再进入其他市场。

这是在 10 月，英国经济衰退使英镑汇价下跌。但他觉得，英镑现价已反映了衰退后的水平，价格没有理由进一步下跌了。他还估计到英国衰退可能结束，推测英镑汇价有可能上涨。他手中的资料也已表明价格下跌业已停止，他认为这是

一个价格上涨行将开始的信号。因此他决定买进英镑。

进一步的市场分析表明，他可能赢利和输钱之间的比率很小，而所需的时间又很长，因此他决定尽快抽出钱来从事其他交易。他打算在英镑上最多输 1 千美元。他此时更关心的是他交易资金可能损失多少而不是英镑汇价的变动了。在交易备忘栏里他记下了如果在某月某日关市前价格如果没到赢利目标点，又没有到“停止损失”点，那就清帐结束此项交易。

在这么一个简单的交易上，这里所讲的计划细节和考虑已经超过了许多交易人在实际交易时所能做到的。因此，不难理解，为什么有那么多人在外汇期货市场上输钱。

七、外汇市场的赢家和输家

外汇市场的弄潮儿有的发财致富于顷刻之间，有的倾家荡产于弹指一瞬。输赢之际，巨款转手。人们不禁要问，究竟多少人能赢，多少人会输呢？

当代最知名的投机记录分析家布赖尔·史迪华曾经对期货市场的输赢分布做过一个分析。他抽取了 8,746 个交易商进行分析。分析结果表明，75%的投机商是输家。在这个统计样本中，输家有 6,598 个，而赢家仅 2,148 个。输家的损失总额近 1,200 万美元，远远超过赢家总利润 200 万美元。输赢的美元比率是 6 比 1！

输赢分布情况还表明，对大多数投机商来说，输赢量都不大。84%的赢家每人在 9 年期间赢数不超过 1 千美元。史

迪华的研究还表明，大投机商并不比小投机商更成功。当然就最后这项结果来说，由于样本太小，结论是否具有普遍意义还有待证明。

另外一些重要发现有如下述：

1. 投机商们表现出了明显的倾向性，得利时能及时退出，失利时“不见棺材不落泪”。

2. 投机商更倾向于做长期生意。

3. 在价格下滑时，长期期货投机商明显倾向于买进；在价格上涨时，短期期货商明显倾向于卖出。

史迪华在分析中还做了些案例研究。另外，其他分析家也都对期货和外汇投机的输赢做过系统分析。

八、输的教训，赢的诀窍

投机商们在极度不确定的投机市场中，以自己成功和失败的滴滴血泪，蒸馏出大量箴言名句，汇集成一套套经验集粹。汇拢起来加以分析，倒也是不无趣味的。先请看下面这一长列追悔莫及的“警句”吧。

1. 我早就该见好就收了。

2. 我要不抽出来就好了，那样的话我现在就不知道在哪儿享福了。

3. 我应该让利润一直往上长。

4. 我一达到原先目标就抽出来就好了。

5. 我应该多买进一些。

6. 我不该做软商品生意。
7. 我要把钱存在银行就好了。
8. 我在一输时就应抽出来。初次损失是最小的损失。
9. 我要听经纪人的话就好了。
10. 我不该把我的银行帐目告诉我妻子。

凡此种种，可以列出无数。别看它们语不惊座，可字字全是由血泪凝成的呵！

除了这些极为一般的经验教训，投机交易的各个方面，各个阶段还都有各自特殊的警句和箴言。以下分别将之列出。

冒险和报偿 做外汇的第一个决定就是确定目标。准备投入多少资金去冒险。一句话，准备冒多大的险去争取得到赢大钱的机会呢？

很多外汇期货商将愿意去冒险看作是一种去争取某种荣誉的勇气。这类箴言俯拾皆是。比如：“困难见好汉，烈火见真金。”又如，“无险不乐，无乐不险。”再如，“冒险之后的成功更甜。”如果这些箴言不能激起某人的勇气去投资冒险，那么，讥讽就会被用来加大刺激量。“忧虑担心，犹如轮椅，动个不停，一步没移。”或者，人们可以用憧憬的力量鼓起勇气：“此生惟有一事重，银行存款用不空。”此类豪言壮语若还不能让人动心，那人们只能说，“人若不冒险，不干事，两手空空，一无所有，那他就仅具一副人的躯壳。”确实，现在的人若要真信达·芬奇的劝诫：“勇气毁人生，畏惧保生存”，那他就真是愚蠢至极了。

选择 外汇期货商在一开始就要做的另一个决定是究竟集中财力做一种商品的生意呢，还是分散财力，广种薄收？倾向于广种薄收的期货商往往提出告诫，“不要将所有的蛋放在一个篮子里。”而喜欢集中财力于一点的期货商则会说，“把所有的蛋都放在一个篮子里，然后集中精力看好这只篮子。”

在实践中，这两种选择都会奏效，也都可能失败。作何选择主要看个人的目标和经营风格。就风格而言，有些人比较保守，他们会说，“耐心为德。”爱冒险的人就会说，“到达橡树顶端有两种选择，爬上去，或者坐在落在地上的橡树果子上。”

有时有些选择很难做出。针对相同的市场情况，会出现完全相反的警句，比如“大落之后莫卖出”和“大落之后莫买进。”何去何从，着实难做决定。

人们可以遵循这样的诚言：“买进在空头市场上不落价的东西。”这一诚言的含义是，这样的买进可能会导致价格进一步上涨。这种结果当然是可能的，但是，另一种结果也不是不常见的，即由于其他期货商对买进的结果信心不足，致使该空头商品的价格虽不下跌，但也不上涨。同样，人们也可听到，“绝不要买进在多头市场上价格不上升的东西。”常有这样的情况，有人按此办理了，到头来却发现他们本想买进但没买进的东西价格上涨了。

购买的选择应该建立在隐含在某一交易中的机会大小的基础上，还是建立在买者想赚一笔钱去买一辆车或其他什么东西的意愿的基础上。在这方面，人们应该记住：“绝不要为某一特殊需要去投机。”玩牌的朋友都有这样的体会，如果他

打牌是想赢一顿晚饭，那他十有八九将饿着肚子回家。

卖者的选择绝不比买者的更容易做出。他们可以听到，“卖出价格已经上涨得最高的货币，因为市场的反弹也将是最猛的。”但同时，他们也可听到这样的告诫，“卖出价格上涨得最低的货币，因为某货币的价格若上不去，那势必往下跌。”

买者和卖者都有自己的苦衷，也都有自己的真经。

咨询 对一下子拿不定主意的外汇期货商来说，有一个接受咨询的问题。求教于人，不仅能得到启发，而且能得到信息。对于他们来说，当然万万不能听信“不要听知情人的建议”这样的警言。但同时，他们也不要上说这种大话的人的当：“只要给我时间，我相信内部情况可以挤垮英格兰银行或美国财政部。”（意指政府无法阻止市场抛英镑或美元的势头。）

不同来源的信息自有其不同的价值。有些人认为读报纸就可获得需要的信息。另一些人则告诫说：“如果你买了今天的报纸，那你明天就将去卖报纸了。”这当然有些过分，但也不失其中的一些真谛。

甚至有人警告，不要过于信任经纪人的意见。“对于没有东西会失去的人要小心提防。”“市场从不出错，出错的是建议。”“建议一文不值，事实乃无价之宝。”

有些建议确实不足为训。比如：“别人卖时你买，别人买时你卖。”如果每个人都照此做生意，这样的建议不就成了没有意义的空话了吗？

时间选择 大多数市场赢家都承认，时间选择是决定输赢的最终因素。他们认为：“何时买卖比买卖什么重要得多。”这几乎已经成了外汇市场和搞期货行当的商人的共识。“什么样的货都能赚钱，唯有掌握不准时间的人赚不了钱。”

如果一个人既无计划，也不想按计划行事，那么，何时中止获利的交易就会成为严重的问题。没有人会反对这个告诫：“停止赔钱的交易，听任有利润的交易继续赚钱。”但何时停止赔钱交易，赚钱交易又放纵到什么程度，这些就很难决定了。

“在好消息没有了的时候卖出”这句箴言的的信誉，也许比它应得的信誉高得多。实际上，有些市场根本置新闻于不顾。在实践中，对新闻的第一个价格反应也许不过是目前所有价格变化的结果。但在另一些场合，它也许仅仅是将要出现的价格变化的开始。在后一种情况下，在好消息没有了的时候，买进比卖出更为有利。“听到罢工消息不要卖出”这句格言也属这样的情况。有些罢工是预料中的，有些是意料之外的。有些罢工很快就结束了，这样就提供了清理库存的机会；而另一些则旷日持久，竟至于暂时性或永久性的失去市场，在这种情况下，听到罢工消息赶紧卖出也许是个明智的选择。

有利的市场机会不会始终存在，因此，有些交易商认为：“没有必要老是在市场上”，因为他们坚信每天做交易未必见得赚得大钱。大多数投机商认为，交易过头是最严重的错误之一。他们认为：“交易太频是经纪人的朋友，交易不过分是自己的朋友。”

在不确定的情况下，商人对生意的看法也不同。有人认为：“在能清楚市场的情况下，不要动作。”但这种态度显然是不实际的。因此有些人认为：“在有疑问时，干些什么事。”这种态度似乎更可取些。

总之，商界的格言警句五花八门。初涉足者听听无妨。但若真想成功，还是要靠做计划，多实践。

10 外汇市场投资高手经验谈

吴 奈

与股票、期货市场相比，外汇市场历史尚短，但近年来也涌现出一批交易高手。从投资理论和经验方面讲，他们或许比股市老手略逊一筹，但在赢利方面是有过之而无不及。他们的年收益都是以亿计算。本篇介绍的几位外汇高手有大公司外汇部主管，有大基金老板，还有单干户。他们在中国自然是鲜为人知，在美国的金融界以外，也不是享有盛名。但是在外汇和期货行业，只要一提到这些人，人们便立刻肃然起敬。这倒并不是这些人长相出众，而是他们靠天才与勤奋，从市场赚了许多财富，而这些财富又是许多投资者都想赚并且似乎都可以赚的。

比尔·利普舒茨

比尔·利普舒茨今年刚刚 36 岁，主持索罗门兄弟公司外汇部已近 10 年，为该公司赚取了五六亿美元的巨额利润。这位三十出头的年轻人被华尔街称为“外汇苏丹王”。他进单的

规模之大令人咋舌，一次进几亿美元，甚至几十亿美元是家常便饭。由于他的出色成就，辅之以索罗门公司的财力，他主持的外汇部在全世界上百家银行共有 800 亿美元的信用额度，每年从外汇市场赚取的利润数以亿计。

有趣的是，利普舒茨刚开始做外汇时对外汇市场的了解几乎等于零。在无人指导的情况下，他借助本公司在华尔街的声誉和实力，几年之内闯出一片新天地。利普舒茨原本是学建筑的，但读研究生时对股票期权产生了兴趣，干脆同时选修了工商管理硕士的学位，毕业后被索罗门公司录用。该公司管理得法，任人唯贤，经常破格选拔人才。1982 年费城交易所新开外汇期权交易，当时外汇部只有利普舒茨做过期权，所以他被委任负责这一业务。利普舒茨在同事的协助下建立了一个关系网。他认为做外汇主要靠消息灵通，赚大钱的都是被银行同业所接受的人。大户的动向影响市场，一些重大消息得到得早也能赚钱。当然大部分消息是公开的，关键是看如何分析。信息的运用要灵活，要看市场的反应。利普舒茨认为德国统一对外汇市场的影响最能说明问题。当柏林墙倒下时，市场的情绪是，这下子大家都要把钱投到东德去，所以马克要大涨。过了一阵子市场意识到，德国统一后要吸收东德尚需时日，所以把钱投进去不明智。市场是如何改变看法的呢？无非是德国总理科尔的一次讲话，美国国务卿贝克的一句评论，东德的高失业率，以及东德人对西德的过高期望，等等。投资界开始意识到重建东欧谈何容易。等这种想法占了上风后，马克便开始大跌。实际上很早就有人持这种观点，但市场走向往往取决于某一个时刻市场的焦点。

这就需要同市场的参与者通气，并非每个人都往一处想，但大家的注意力是可以觉察得到的。比如某一天市场关注利率差，第二天又强调经济增长。

有一个具体例子可以看出利普舒茨处理人际关系的功夫。他做期权遇到对手因疏漏来求情时从不心慈手软，一定要对方执行合约。但有一次例外。那天他发现费城交易所一位外汇交易专员报价比市价明显低 100 点。他去询价，对方报价照旧，他立即买进 50 张合约。接着他又要求对方再报价，结果还是一样。他客气地要对方再核实，答复是照旧，他连续又吃进 250 张。另一家大公司发现这一错误后也吃进了好几百张。过了一会儿利普舒茨再去问价，那位粗心的专员依旧没有察觉。利普舒茨便问他 1000 张单卖不卖。这下子对方吓坏了，一查才发现自己完蛋了。这时候利普舒茨手下留情，告诉他除了头 50 张单外，其他一笔勾销，对方感激不尽。利普舒茨事后解释，他完全是出于长远利益考虑。当时费城交易所刚开展外汇期权交易不久，若把专员杀垮，这一新市场可能也会夭折，这时索罗门公司也没什么好处。多年后那人成了一家大户的首席现场交易员，给索罗门公司提供了很多便利。而当时趁火打劫的另一家公司事后坚持要对方兑现，多年后在费城交易所时常遇到麻烦。在现货市场也经常有报错价的，按常规只要你让对方核实对方仍报错，那就不能悔改了。

利普舒茨印象最深的一次交易是 1985 年 9 月。7 个发达国家举行首脑会议，确定了让美元走弱的政策。当时他正在意大利撒丁岛度假，对 7 国高峰会议的消息一无所知。以前

美元一路走强时各国中央银行曾多次干预,但却徒劳无益。因而这次一开始也没引起多大反响。利普舒茨打电话给公司,得知了这一消息,当时他的助手安迪生病在家。他赶紧给安迪打电话。等新西兰市场(每天最早开盘)一开盘,安迪便进场抛了6,000万美元。当时对于新西兰盘来说这不是个小数目。许多银行对高峰会议的影响没有把握,市场几乎没有交易量,买卖差价达200点(正常情况下为10点左右),安迪照进不误,6,000万美元抛出后市价已经到600点开外了。利普舒茨干脆接通一根24小时电话线,与安迪以及交易所直线联系,又做了大量外汇期权。那一天索罗门公司外汇部是大丰收,净赚500万美元,相当于外汇部全年收益的25%。

利普舒茨有一次差点翻船。1988年秋,外汇市场本来风平浪静,突然有一天苏联领导人戈尔巴乔夫到联大大谈裁军问题,市场理解为美国也可随之裁减军备,削减赤字这对美元有利。美元在纽约盘开始上升,很快就涨了1%。索罗门公司这时有30亿美元的卖单在手,情况危急。1%涨幅等于3,000万美元亏损。那天正好是星期五,市场交易量不大,他想砍单出场很困难。他决定再抛3亿美元,试图压住美元的涨势,等拖到周一日本盘开市后再平单出场。谁知外汇仍然猛涨,很快索罗门公司的损失就达到9,000万美元。利普舒茨赶紧向总裁汇报。总裁在问明情况后鼓励他沉着冷静,按计划去做。周一日本盘开市,美元果然开始下跌,他耐心等到欧洲盘平单出场,最后死里逃生,只损失1,800万美元。事后,利普舒茨深刻反省,认为自己错误地估计了纽约市场的流动性,使局势失控。幸好后来处理得当,避免了更大的损

失。

利普舒茨自己还有过一个私人帐户，是他祖母留下的一笔遗产，共 12,000 美元。他做期权 4 年内赚到 25 万，但一次不小心全部赔光。那是 1982 年 9 月，他利用股市下跌倒垒金字塔本来赚了很多，但赶上 9 月 23 日股市见底，接着便大幅反弹。由于进单量过大，3 天之内他便全军覆没。那次教训第一使他认识到风险控制的重要性，第二使他分清公私，集中精力为公司赚钱，因而有了后来的成就。

关于银行同业市场(外汇现货)，利普舒茨有独特的见解。他认为银行主要靠吃买卖差价赚钱。美国花旗银行做外汇最成功，每年大约赢利 3、4 亿美元。如果只吃差价，自己不进单，那么可以赚 6 亿美元。花旗银行自己不承认这一估计。银行还有一个赚钱的途径：每次有大客户进单，它跟在后面尾随，立刻就能赢利。这在期货业是违法的，但在现货市场却是允许的。

利普舒茨认为，交易高手既要聪明，又要勤奋。干别的行当，聪明人或许可以投机取巧，笨人可以以勤藏拙，但做外汇既要有天赋，又要加倍努力，有人到公司常问他应该什么时候上班，什么时候下班？利普舒茨家里连床头都安有电视显示器，以便随时观测价位，了解行情，另外直觉也非常重要，利普舒茨梦中都不忘外汇市场。有一次他梦见第二天公布的贸易赤字数字对美元有利，美元大幅上涨。他先梦见新的外贸数字，又梦见上月的修订数，接着又梦见自己进场买美元，价格连续上涨，上了一个台阶后他又买一批，再上一个台阶他又买了一批，破了第三道关后他本来要出场，结

果决定又买了一批。第二天外贸数字出来与他梦中的数字一模一样，后来汇市的走势也跟他梦见的一模一样。唯一不同的是他一张单都没进。事后他解释，真正的感觉是要以市场分析为依据，凭梦做单是靠不住的。

保罗·都铎·琼斯

1987年10月，世界上大部分投资者损失惨重。同一个月，保罗·都铎·琼斯掌管的都铎基金却获得62%的收益。琼斯的出色表现是一贯的，他曾经连续5年保持三位数的增长，1992年底欧洲货币体系发生危机，琼斯数月内在外汇市场赢利十几亿美元。

琼斯从做经纪人起家，1976年开始做起，第二年就赚了100多万美元佣金。1980年琼斯到纽约棉花交易所当现场交易员，几年之内赚了上千万。1984年琼斯离开交易所，创建都铎基金，从150万做起。4年后投资到他的基金的每1,000美元已增值到1,700多美元。到1992年底，都铎基金总额已增长到60亿美元。如果不是琼斯于1987年底停止接受新投资并开始分发利润，那么60亿是绝对打不住的。

琼斯的交易生涯并非一帆风顺。1979年他逞一时之勇，一次进单过多，结果连遇跌停板，等平单出场时资金损失达三分之二。他懊丧至极，对自己几乎完全丧失信心，差一点改行。从那以后他开始学会控制风险，遵守原则。

琼斯做单每天都是新的起点，昨天赚的成为过去，今天从零开始。每个月亏损最多不能超过10%。顺手时，琼斯可

以连续十几个月不输钱。三位数的年增长率对他来说是司空见惯。由于风险控制得法，琼斯的基金在分析判断失误的情况下仍能赢利。1992年年初，琼斯认为美国减息已到尽头，欧洲利息将下降，欧美利率差的缩小将扭转美元弱势。都铎基金因而进场买了大量美元。刚开始还较顺利，美元果然走强了几百点。但不久美国经济不振的消息频传，美元对欧洲货币大幅下跌，直至创历史最低价位。琼斯在发觉大势不对后及时砍单出场，避免了更大的损失。他同时耐心等待时机，追回损失。年底欧洲货币体系发生危机，英镑、意大利里拉等货币大跌，琼斯及时进场抛售外币，一月之内赚了数亿美元。

琼斯有一些具体的做单原则：

不平均加单。一批单子进场后，市场反走说明判断可能有问题，盲目加单平均价位虽然稍好，但如果方向错了，新加的单只是错上加错。反过来讲，如果你相信方向没错，只是价位不够好，那就不必过于计较。琼斯认为，哪里进单不重要，关键是这一天你是看涨还是看跌。新手最爱问琼斯：你是买还是卖呀？琼斯认为他是买还是卖不应该影响旁人对市场的判断。新手也要独立思考。再一个问题就是：你从哪里开始买的？琼斯认为这也与当天是赚还是赔无关，关键是判断涨与跌。

琼斯认为，做单最重要的是防守而不是进攻。他每天都假设自己进的每一张单都是错的，事先设好止蚀位，这样他对最多一次会赔多少心里有数。琼斯奉劝所有交易员不要逞强，更不能自负。要不停地怀疑你自己，怀疑你的能力，永远不要自以为了不起。你一飘飘然就完蛋。这并不是说对自

己毫无信心，信心一定要有，但适可而止。琼斯自言他对这一行是越干越怕，因为他知道要保持成绩有多难。每次大输往往都是在连续做了些漂亮单后自我感觉良好之际。

琼斯的做单策略与众不同。他不愿意随大流，很少追势，总喜欢在转势之际赚钱。他自诩为最大的机会主义者。一旦他发现这种机会，便进场兜底或抛顶。错了马上就砍单，然后再试，往往是试了几次以后开始赚大钱。市场上很多人认为一味找底或顶很危险，要赚钱最好抓势的中段。琼斯十多年来却成功地抓住了不少顶和底。琼斯的理论是，跟势的人要在中段赚钱，止损单就得设得很远，一旦被迫砍单，损失就很大。再说市场只有 15% 情况下才有势，其他时间都是横走。所以他比较喜欢做两头。

琼斯觉得外汇市场任何人都操纵不了。一般人有种错觉，以为华尔街大户能控制市场价格的变化。琼斯说，他可以进场闹腾一、两天，甚至一个星期，特别是如果时机正确，他进场后加加油，可能造成某种假象，但他一停买，市场价格就会掉下来，除非市场本身就很强劲。他打了个生动的比方：你可以在冰天雪地的阿拉斯加开一家最漂亮的夏装店，但没人买，你总归要破产。

琼斯还注意听取同行的意见，特别是战绩较佳的同行。如果自己意见和他们一致，他就多做一点，如果有很大分歧，他就观望。本来他看好某一种货币想买进，但得知某位高手在抛出时，他就耐心等待。等到有一天市场开始走平，那人说：我看该出场了，他就进场大买特买。

琼斯在具体分析手段方面最推崇“艾略特波”理论。他

认为自己的成功很大一部分应归功于这一周期理论。艾略特波理论是凭借黄金分割法推算市场涨跌周期的一种分析方法，在股票和期货市场广为采用。琼斯认为外汇市场也不例外。艾略特波理论吃透后，可以帮你找到很多低风险高收益的进单机会。

谈到成功的秘诀，琼斯认为自己的长处是超脱。任何已经发生的事都成为过去，3秒钟之前发生的事无关紧要，关键是下一步怎么办。感情上离市场要远一点，以前的看法不对就得及时修改。思想要开放，信心要坚定。他自己虽然偏好做两头，找逆转，但都铎基金也采用了几套跟势的电脑交易系统，成绩也很不错。但琼斯认为好交易员应该比电脑系统能赚钱，因为人脑能够灵活变通，更快地适应市场的变化，以及不同市场之间的差异。

布鲁斯·柯夫纳

布鲁斯·柯夫纳从事外汇交易十几年，战绩惊人，每年平均收益将近翻一番。1978年投资1千美元给他操作，到1991年已变成百万美元。

柯夫纳学者出身。哈佛毕业后在哈佛和宾州大学教授政治学。他喜欢教书，但对学者生涯没太大热情。70年代初，他开始从政，先是帮别人竞选，打算将来自己参加竞选。由于缺少经费，他又不愿意从委员会做起慢慢往上爬，所以最终只好放弃从政的计划。柯夫纳四处探寻事业方向，最后决定自己的政治和经济学背景很适合金融市场。一旦明确奋斗目

标，柯夫纳便一头埋进金融文献里，能找到的书全都读遍。他特别感兴趣的是利率问题，在这方面下的苦功对他日后的外汇交易帮助甚大。

柯夫纳的第一笔交易就是以利率差的变化为基础的，结果正如所料，赚了一笔小钱。他如法炮制，又做了两个市场间的差价，但进场太早，结果赔了一点。两笔交易算下来略有盈余。真正使他起步的是第三笔交易。1977年他发现大豆供应将出现短缺。近期的期货已开始上涨，但远期期货却没跟上节拍。他利用这一差幅做套期交易，从一对合约做起，赢利后倒金字塔加码，很快就加到15对合约，浮动利润达4万多美元。这时候他误听经纪人的劝告，为贪图更大利润而单向平掉近期合约。结果15分钟后经纪人来电话告诉他大事不好，市场开始快速回跌，已至跌停板。他大叫赶快平单。还算走得及时，在跌停板回弹的短暂期间他顺利离场，原先4万美元的利润只剩下一半。虽然帐户翻了好几番，但柯夫纳还是为自己最后一刻所犯的错误痛心疾首，几天吃不下饭。他有两个深刻体会。第一，期货交易风险和收益一样大，赚到的钱稍有不慎得快就会赔回去。第二，要永远保持理智，不要轻信旁人而采取冒失行动。

一个月后柯夫纳恢复交易，很快又将帐户增值到4万美元。他到一家公司应征一个交易助手的位置，面试之后几周，主考人迈克尔·马科斯召他到公司：“我既有好消息又有坏消息。坏消息是那个助手的位置不能给你。好消息是我们想雇你直接做交易员。”马科斯后来成为柯夫纳的老师。柯夫纳承认从他那里学到很多重要的东西。首先他让柯夫纳建立信心，

只要处理得当，进场出场依照原则行事，赚 100 万美元不是难事。他还让柯夫纳意识到要勇于认错，只要判断明智，错了不要紧，重新做出明断，再错，再明断，然后加倍盈利。

柯夫纳主要从事外汇交易，期货现货都做，而且不管哪国货币，只要有机会就进场，经常是每天进出交易量达数亿美元。他深厚的政治、经济学功底使他对外汇市场有透彻而独到的见解。他对技术分析是有取有舍，既不依赖，也不废弃。柯夫纳对市场博大精深的见解可以从一篇专题采访中窥视一二。以下摘录他与采访者的部分对话。

问：你是全世界最成功的交易员之一，很少有人能与你匹敌。你与众不同之处在哪儿？

答：我觉得很难讲清楚为什么有人行，有人不行。就我个人而言，我想有两个重要因素：第一，我对世界的未来有想象力，能看到未来与现实的差异。比如说，我觉得美元兑日元跌到 100 是可能的（他讲这话时 1 美元兑 150 日元）。第二，我在压力下能保持理智，遵守原则。

问：交易技巧教得会吗？

答：有一定限度。多年来，我训练了大约三十来人，但只有四五个成了好手。

问：其他 25 人怎么啦？

答：全都改了行。这与智力无关。

问：成功的和失败的学徒之间有什么明显的差异？

答：成功者坚强、独立，想法与众不同。他们在别人不愿进场时勇于行动。他们严于律己，进场规模适中。太贪的人总是砸锅。有些很有灵气的人赚了钱老是守不住。我有位

同事聪明透顶，主意极佳，市场也选得好，就知识而言他比我更懂行，但我赚了钱能守住，他老是不行。

问：他错在哪儿？

答：进场规模太大。我做一张单，他做 10 张。每年他总有两次本金翻倍，但一年下来还是打平。

问：你做进场决定时总是靠基本分析吗？

答：我基本上总是根据市场判断做单，而不单凭技术分析。我常用技术分析作指导，但如果弄不清市场走动的原因，我不进场。

问：是不是说每一张单都得有基本原因作后盾？

答：可以这么讲。我还要补充一点，技术分析常常使基本分析更明了。我举个例子：过去 6 个月来，我觉得加拿大元涨的理由很多，跌的理由也不少，我弄不清楚哪一种解释是正确的。要有人拿枪逼着我表态，我可能会选择“下跌”。接着美加贸易协定公布了，市场往上突破。实际上在谈判接近尾声时加元已经在上涨。这时我完全明白了市场选择的是上而不是下。在协定公布之前，我觉得加元走到了一座山顶，我不知它是要掉下来还是继续往上爬。从基本分析方面看，美加贸易协定对加元既有积极的一面，也有消极的一面。从技术分析上看，加元往上突破。也就是说市场上更多的人认为正面大于负面，所以买进加元。

问：这一例子是不是说明，当某个重大事件发生或某种基本因素形成时，市场的最初反应预示着长期的趋势？

答：正是如此。市场总是先导，因为总有人比你懂得多。比如，苏联人就 very 行。

问：做什么行？

答：做外汇，粮食期货也不错。

问：这是不是有点矛盾？苏联经济搞得一团糟，但外汇却做得棒。为什么？

答：开个玩笑，他们也许真的偷看我们的信件。不过他们情报的确很快。他们有全世界最发达的谍报系统，常常偷听商业通讯。所以有些大交易商在电话上谈敏感问题时常使用反窃听器。我的意思是有很多难于理喻的机制会引导市场，往往是在一般人还不知晓时先动。

问：那不正是技术分析的基本原理吗？

答：我觉得技术分析有些很在理，有些则是蒙人。有些搞技术分析的宣称能预测未来，未免有些浮夸。技术分析追踪过去，但不预测未来。你得自己动脑筋做结论，看过去某些交易商的活动能否揭示未来别的交易商的动向。

我个人觉得技术分析像支温度计。那些自称从不看图的基本分析派就像医生说他不给病人量体温。你要是对市场认真负责的态度，就应该了解市场的现状——是热还是冷，是动还是滞。技术分析反映了全市场的投票，所以会有怪现象出现。从定义上讲，任何新的图形出现都不同寻常。因而研究价格的详细变化非常重要。看图可以使我警觉异常，探索潜在的变化。

问：遇到市场与你走反时你怎么办？如何区别小反弹和坏单？

答：只要一进场，我总是事先定好止蚀位，只有那样我才睡得着。我进场之前就知道何处出场。进场规模取决于止

蚀位，止蚀位凭技术分析确定。比如说，市场正在一个价格范畴内走动，止蚀位不能设在价位之内，那样很容易碰到。我总是将止蚀位定在某个技术障碍点（阻力或支撑）之后。如果位置选得好，一般不易碰到。

问：谈到止蚀，由于你的交易量特大，所以我推测你的止蚀单只是，心中有数，对不对？

答：这么说吧：我把生活安排妥当，让止蚀单总能得到及时执行。它们不入盘面，但绝对不是心理止蚀，到位时一定执行。

问：你现在进单量比从前大得多，这是不是增添了额外难度？

答：能有足够流动性让我充分发挥的市场少多了。比如铜期货，我很喜欢做，但市场太小，流动性不够。像咖啡市场我也做，去年赚了几百万。但几百万对我来说已无关紧要，反倒消耗不少精力。所以我主要做外汇。

问：你负责运作的做恐怕比世界上任何其他交易员都要多。如果赶上一段时期老是赔钱，你如何应付心理压力？

答：心理负担的确很大，随便哪一天我都有可能赔掉几百万。要是把损失看得太重，那就没法再做。我唯一担心的是资金运作不善。每隔一段时间我也会有某一笔交易赔得过多。但对赔钱本身我从没问题，只要是赔得明明白白，而且完全按交易技巧行事。我从经验中学会控制风险。但每天的赚与赔不影响我的情绪。

问：你有没有赔钱的年份？

答：有的，1981年我赔了16%。

问：你做外汇是现货还是期货？

答：我只做现货，除非有时套市吃吃现货和期货的差价。银行同业市场（现货）流动性好得多，交易费用也低得多，并且是 24 小时交易。这对我们很重要，因为我们一天做 24 小时。我们什么外汇都做，所有欧洲货币。包括北欧货币，所有亚洲和中东主要货币。交叉盘也是现货好做。期货因合约金额固定做交叉盘算来算去比较麻烦。在现货市场，全世界都是以美元为计价单位，连交叉盘也不例外。

问：你是不是在美国盘之外还做很多交易？

答：是的，首先，我所到之处无不备有监测屏幕，家里、乡间别墅里，到处是。其次，我手下人 24 小时值班。遇到大事他们马上叫我。我们每一种货币都有呼叫价位。我有个助手专门负责为我处理电话。我们开玩笑说，他一年只许把我从家里叫醒两次。他每晚可能接到三四次电话。由于事先有计划，他可以自行处理。

我通常把自己的交易时间限定在早上 8 点到晚上 6、7 点钟。远东市场很重要，晚上 8 点开盘，东京早盘到夜里 12 点。如果交易很活跃，我也会做。12 点后睡几个小时，然后起床赶下一次开盘。市场大动的时期才这样。我在全球各个市场都有关系，所以消息很灵通。这是一种非常刺激的游戏。抛开交易赚钱不讲，我干这一行的主要原因之一就是因为我分析世界政治、经济局势非常着迷。

问：听你讲起来，似乎整个过程像是玩游戏，而不是干活儿。

答：的确不觉得像干活儿，除非你输了，那样就觉得很

辛苦。对我来说，市场分析就像一块多元的棋盘，个中乐趣纯属精神享受。

问：你既谈到控制风险的重要性，又谈到持单的信心，你一次交易一般担多大风险？

答：首先，我尽量做到任何一次交易承担的风险最多不超过我的帐户的 1%。其次，我们每天检查所做的单子是否相关。如果有 8 种单子都是高度相关，虽然分成 8 种，但实际上是一种，只不过风险大 8 倍。

问：这是否意味着如果你既看好马克又看好瑞士法郎，那你就只选买一种？

答：的确如此。但更重要的是在一个市场做多头的同时要尽量选一个能做空头的市场。比如，眼下我虽然做美元空头，但我在做日元多头时还做马克空头。

问：像你这样做马克/日元交叉盘，是不是比做单独货币来得慢？

答：不一定。有时照样能赚大钱。

问：你的交易风格是基本分析和技术分析相结合。如果硬要你选择，你选哪一个？

答：这就像问大夫他是喜欢靠诊断看病还是靠观测看病。哪一个都不能少。70 年代时靠技术分析赚钱容易一些。那时候假破关现象少得多。如今人人都是图像派，而且技术交易系统泛滥，我觉得这对技术派不利。

问：你觉得做单高手有没有特殊才能？

答：本来超级高手就应该是极少数。

问：做单成功天份和努力占多大比份？

答：不下苦功极少有可能成为高手。有人可能短期得手，但长了总不行。最近我刚听说有人做铜期货去年一年赚了2,700万，但很快又全部输回去。

问：你对新手有何忠告？

答：首先，一定要认识到风险管理的重要性。第二个忠告是，少做，少做，再少做。不管你认为你应该进多少单，先减掉一半再说。除此之外，新手往往把市场人化。最常见的错误是把市场看作个人的对头。实际上市场是完全超脱的，它才不管你是赢钱还是输钱。一个交易员如果主观地说：“但愿”或“希望”如何如何，那他就没法集中精力分析市场，这样有害无益。

迈克尔·马科斯

迈克尔·马科斯搞研究出身。但他对实际操作更感兴趣，一开始是偷偷摸摸地干，后来干脆辞去高薪研究员职位，专职从事外汇、期货交易。他在一家期货公司做交易员，有几年他赚的钱比公司所有其他交易员赚的还要多。10年内，他的公司帐户增长了2,500倍！

马科斯的成功有多方面因素：首先是个人努力，有一段时期他几乎是24小时不停地转。第二是遇明师指点，从黑暗走向光明。对于大部分交易高手来讲，早期失败似乎是司空见惯。马科斯也不例外，他头几次交易没有一次赚钱。更有甚者，他不只一次全军覆没。这说明一个道理，早遭败绩表明你一定有什么地方做得不对，但并不一定证明你将来一定

失败。

问：你当初是怎样对做期货感兴趣的？

答：我本来是要搞学问的。1969年从约翰斯·霍普金斯大学毕业，成绩优秀，是班上的尖子。克拉克大学为我提供心理学博士奖学金，本来就要安安稳稳地当教授的。当时我结识了一个叫约翰的人，他宣称可以帮我投资，每两个星期保证翻一番。我被说动了心。我从未投资过，所以一点疑心都未起，连问都不问他怎么能赚那么快，马上雇他为投资顾问，周薪30美元。我拿出自己1,000美元的积蓄来做期货。

第一次我和约翰到期货公司，看到各种报价根本不明白是怎么回事。公司的扩音器上有人建议买大豆期货。我问约翰该不该买，结果发现他也一窍不通。不过我们还是进了一张买单。说也奇怪，我们刚进场，大豆价格就开始下跌，就好像市场专等着我进场然后反走一样。不过我那时候似乎直觉就不错，我们马上砍单出场，只赔了100美元。下一笔做的是玉米，结果与第一笔差不多。第三笔做的是小麦，结果还是赔。我们花了3天把钱输光。当时我们是以几天输光来衡量我们是否成功的。一千块赔光，我解雇了约翰。他说我犯了一生最大的错误，他要到百慕大去洗碟子挣本钱，然后做期货，等成了百万富翁后就退休。从那以后我再也没听到他的消息。我后来又攒了500美元，做了几次银子，但还是输光了事。我的头8次交易全部赔钱。

问：你有没有想到过或许你不适合做期货交易呢？

答：没想过。我读书一向成绩很好，所以我觉得只是个经验问题。我父亲在我15岁时就去世了。他留下了3,000美

元的保险金。我不顾母亲的反对，把钱兑现了。这一回我学乖了，先读了一本关于小麦和大豆的书，然后按照一家投资顾问的建议买了张小麦合约，赚了两百块钱。我激动得不得了，等价格回跌时又买了一张，又赚了一笔。接下来纯属是走大运：我在1970年夏天买了3张12月玉米合约，正赶上那年的大虫灾。我接着又买了些小麦、大豆合约，一个夏天过去后，我一共赚到3万美元。第二年春天，市场上有一种广为接受的理论：蝗虫热过了严冬，又要再一次危害庄稼了。我向母亲借了两万块，连同自己的3万全都投进小麦和玉米期货。我进场后市场不上也不下。有一天《华尔街日报》发表了一篇题为《芝加哥交易所蝗虫比玉米地里还多》的文章。玉米期货开始下跌，很快就到跌停板。我一下子愣住了，想出场但只是傻看着，希望市场会逆转回来。我看着，看着，等到跌停板时我已经出不了场了。当晚我想了一夜，没有选择只能砍单出场。第二天一早我平掉所有单子，一结帐自己的3万赔光不说，母亲的钱也赔了12,000。我气极了，决定去找一份工作。

我到一家证券公司当分析员，看到隔墙别人在做单心里总是痒痒的。那家公司禁止分析员做单，但我不管那么多，从母亲、兄弟和女朋友那里借了些钱，又悄悄干了起来。为了保密，我和我的经纪人约定好一些密语。“太阳出来了”是一个意思，“天阴”是另一个意思。这样做下来我还是输钱。输了借，借了再输，同一个周期一再重复。

问：你当时知道自己什么地方做得不对吗？

答：问得好。我当时根本就没有做单原则，我哪儿都做

得不对。1971年10月,我在经纪人的办公室碰到艾德·西柯塔,我的成功全归功于他。他当时刚刚毕业,研究了一套电脑技术交易系统。他让我和他一起边搞研究,边做单。他对市场的知识很丰富,交易方面也很成功。他基本上是顺势做单。他教我如何砍单,如何赚足利润。虽然有艾德的指导,可我还是继续赔钱,主要是我自己耐心不够,时机掌握得不好。

1972年夏天,尼克松政府开始放松物价冻结。我在胶合板市场赚了一大笔钱,从700赚到12,000。当胶合板价格上升1倍多期间,木材市场几乎没多大动静。我又像上次做玉米一样把所有钱压上。这时正好赶上政府出面发表一连串表明,说要打击木材市场的投机者,期货一下子猛跌,我又一次陷入绝境。两个星期我一直处在即将全军覆没的边缘。我痛恨自己又犯了同样的错误,从那以后我再也不敢做单过多。还算运气好,政府终究没能控制住物价,两周后市场开始逆转,我扭亏为盈,等出场时赚了1倍。到1973年我已将帐户增值到64,000美元。

马科斯后来在纽约棉花交易所做了几年交易员。现场交易培养了他对市场敏锐的感觉。1974年8月他应聘到一家期货公司做交易员,从3万美元做起,10年后滚成了80万。其间公司只给他增加过10万本金,其余年份每年从他账户里提取30%。这10年他平均每年收益都超过100%,1979年更是成绩惊人。黄金从400美元涨到900美元一盎司,马科斯出出进进,获利颇丰。苏联入侵阿富汗那一天,他在电视上首先看到消息,打电话到香港发现金价未动,立即买进20万盎司,几分钟后消息传开,金价大涨,他一下子赚了上千万美

元。至今马科斯到香港访问时还不敢去参观黄金交易场，那一次吃亏的人都还记得他。

对外汇市场，马科斯更有深刻体会，他说：

有一段时间，我做外汇量很大。比如里根当选总统后那几年，美元很强，我经常抛空几亿马克，这样大的进单量当时并不多见。由于外汇市场是24小时运转，非常劳累。睡觉时我总是每隔两个小时起来一次看市场。澳洲盘、香港盘、苏黎世盘和伦敦盘都是晚上，我每一盘都看，结果婚姻破裂了。

问：你晚上起来看其他市场，是不是怕纽约盘开市时自己方向反了？

答：是的。虽不常发生，但总要警惕。这样可以防止吃跳空的亏。我记得有一次，大概是1978年年底，当时美元被杀得一塌糊涂。我和柯夫纳合作甚密，天天谈美元的走势。有一天我们注意到美元莫名其妙地走强，没有任何消息可以解释价格的大动。我们赶紧平掉所有外币买单。那个周末，卡特总统宣布了支持美元计划，要是我们等到纽约盘开盘，我们早就完蛋了。那件事证明了我们一个想法：大玩家，包括政府，总是有小道消息。如果我们发现无法理解的意外价格波动，总是先出场，然后再查原因。我的意思是，出于礼貌，美国政府事先把消息通告欧洲中央银行，它们常常在美国政策公布之前先采取行动。因此价格总是在欧洲盘先动，尽管新政策是我们这边提出的。如果是欧洲人发起的，那价格自然也是在欧洲盘先动。我认为最好的交易时间常常是欧洲盘。

问：你除了早期赔钱外，还有哪些失败的教训呢？

答：最惨的一次是德国中央银行干涉市场那次。当时我做得好好的，买了很多马克。德国中央银行突然决定进场惩罚投机客。我打电话过去，得知 5 分钟赔了 250 万，赶紧砍单出场，而不是坐待 250 万亏损变成 1,000 万。但半个小时后跌下去的又全部涨了回来。

问：你又跟进了没有？

答：没有。到那时我已毫无斗志。

问：事后看来，你觉得当时砍单对不对？

答：对的。但事后全走回去，心里总是不好受。

问：你觉得做一个高手是不是内在的技巧？

答：我觉得要成为顶尖高手的确需要内在技巧——天份。这就像出色的小提琴手一样。但做一个有竞争力的赚钱能手是一种可以学会的技巧。

问：经历过转败为胜，你对初学者或赔钱的交易员有何建议？

答：首先，每次进单风险不得超过本金的 5%，这样你可以错 20 次。第二，一定要有止损单，要真进场。

问：你进单的同时是不是出场单也交给经纪人呢？

答：是的。还有一点，进单后要是感到不妙，不要怕难为情，该出场就马上出场。心里不踏实时先出场，好好睡一觉。我经常那样做，第二天就全都清楚了。

问：你有时出场后不久是不是又马上进场？

答：是的，常常是第 2 天。你进场后没法思考。出场后才能想清楚。

问：你对新手有何忠告？

答：也许最重要的原则是守住赢单，砍断输单。两者同样重要。赢单要是不守住，输单就赔不起。

要根据自己的判断做单。我有许多朋友都是有才气的高手。我常常提醒自己，要是盲目跟着他们做一定赔钱。他们有的人赢单守得好，但输单可能守得太长了点；有的人砍单很快，但赢单也走得快。你坚持自己的风格，可能好的、坏的都沾。若愣去学别人的风格，结果可能两边的缺点都让你赶上。

问：什么观念最容易让人上当？

答：你以为专家的建议一定靠得住。要真是个专家倒真可以帮上忙。比如说，你如果是保罗·琼斯的理发师，而他正好和你谈市场，那倒不妨听一听。一般说来，所谓“专家”，自己都不做单。一般的经纪人永远不可能是交易高手。听信经纪人的话最容易输钱。做单需要个人亲自努力，要自己做功课。

问：还有别的错觉吗？

答：有一种想法很蠢：市场到处是阴谋。我认识世界上许多大交易员，可以说百分之九十九情况下市场比谁都大，迟早会走到它要去的地方。例外是有的，但持续不久。

问：直觉对做单有多重要？

答：非常重要。高手直觉都很灵。勇气也很重要：要敢试、敢败、敢胜，不顺时要能挺住。

问：你碰到连续输钱时怎么办？

答：过去我曾试过加单，但不管用。后来我就尽可能减少做单量，要是太糟，干脆停做。但往往不会坏到那种地步。

问：很少有人像你这么成功的。你觉得自己有什么与众不同之处？

答：我脑子很开放。我不管感情上能不能接受，只要理智上认为正确的信息都接受。

问：你每天都记录自己的实际资本吗？

答：我过去常做记录。这很有用。如果你的资本有下降的趋势，那是减少做单量重新评估的信号。或者你发现自己赔得比赚得快，那也是一种警告。

问：市场与市场之间有多少共同之处？比如说，你能像做玉米那样做外汇和债券吗？

答：我觉得一通百通。原则都是一样的。做单是一种感情，是大众心理：贪和怕。任何情况下都是一回事。

兰迪·麦克

兰迪·麦克在华尔街鲜为人知，但他 20 年来在外汇期货市场的战绩却很少有人能匹敌。他以 2,000 美元起家，第一年就赚到 7 万，以后每年的利润都超过头一年。80 年代麦克年收益均在 100 万美元以上。麦克除了自己赚钱外还代家人、朋友做外汇，最早的两个帐户，1982 年从 1 万美元做起，10 年后已超过百万。

大学二年级，麦克迷上桥牌，白天黑夜地玩牌，结果 6 门功课不及格。麦克辍学从军，被送往越南战场。在那里，麦克经受了严格的纪律训练，并学会了生存保护。他同时还成为和平主义者。1970 年回国后，麦克继续求学，他哥哥为他

在芝加哥交易所找到一份临时工，他开始接触期货。麦克本来是要当心理学家的，但临毕业前正赶上芝加哥交易所新开一个交易所，从事外汇期货交易业务。当时芝加哥交易所的一个席位值 10 万美元，但为吸引投资者，外汇交易厅的席位只卖 1 万美元，并且免费赠送每个现有交易所会员一个席位。麦克的哥哥把他的免费席位转送给了弟弟，还借给他 5,000 美元。麦克将 3,000 美元存进银行作生活费，另外 2,000 美元拿来作外汇期货。当时麦克对外汇的知识非常有限，看到别人买马克，他就跟着去买瑞士法郎，没事时就下棋玩，就这样第一年居然赚了 7 万美元。

麦克 1976 年迈出了一大步。当年英国政府担心英镑升值增加进口过多，因而宣布不允许英镑涨到 1.72 美元之上。当时英镑本来在 1.6 美元之间徘徊，在听到消息后却出人意料地一下子猛涨到 1.72 美元。以后每到这个点都反弹，但越弹越少。大部分人都在盘算，英国政府不让英镑超过 1.72 美元，所以在这一点做空头应该是没有风险的。麦克却另有打算：既然英国政府态度如何明确都压不住英镑的涨势，那么说明内在需求很旺，市场实际上是涨停板。这可能是一次千载难逢的机会。在此之前，麦克最多只做三、四十张单，这一次却一下子进了两百张买单。尽管心里很自信，但他也怕得要死，因为这么多单子稍一反走就会完蛋。麦克连着几天夜不安寝，早上 5 点钟起床向银行询问报价。一天早上，他听到银行报价：英镑 1.7250 美元。他以为对方报错了，等再一次核实后欣喜若狂。他不光自己又买了些英镑合约，还鼓动亲友一起去买，然后舒舒服服地看着英镑涨到 1.90 美

元。三个月后他平单出场，顺手在 1.90 又抛了几百张合约，结果也赚了钱。这一次交易麦克净赚 130 万美元。

麦克另一次得意之作是 80 年代初抛空加拿大元，从 85 美分一路抛到 67 美元，前后达 5 年之久，进单量 1,500 张，赢利数百万美元。这几年期间，加拿大政府虽然多次干预支撑加元，但总是半心半意，直到有一天加拿大总理马尔罗尼气愤地说：我们不能任凭芝加哥的投机商决定我们的币值。市场自此逆转，麦克也及时出场。

麦克也有走麦城的时候。1978 年 11 月卡特宣布挽救美元计划时，麦克正好手头有大量外币买单。但头两天他从市场的力道看出涨势在衰退，所以平掉了所有马克买单，只剩下英镑。得知消息后第 2 天，一开市外币就大跌，期货很快便到跌停板。麦克赶紧到现货市场平单，亏损 1800 点，损失 150 万美元。另外还有一次更大的损失也是做加元。80 年代末加元一路上扬，麦克追势进单，一共吃进 2,500 张买单，本来是赚了 200 万美元。时值加拿大大选，在一次辩论会上，本来遥遥领先的现任总理吃了大亏，民意测验突然大跌 16 点，结果加元大幅下跌，等麦克受不了压力砍单出场时整整赔了 700 万美元。

麦克分析市场有独到的见解。一方面他是技术分析派，相信最好的赚钱方法就是跟势，特别是中间那一段。另一方面他又认为基本分析非常管用，是战略决策的基础。他认为一个势头的开端很难做，因为你对势的方向没有把握。结尾也很难做，因为许多人开始获利回吐，市场来回波动很大。他认为中间这一段最好抓，兜底和找顶都是徒劳。对于基本分

析，麦克不迷信经济理论，他主要靠观察市场对各种消息的反应来判断市场走向。比如坏消息出来不跌反涨，说明市场内在因素非常看好。

麦克觉得市场本身也在变化。70年代的市场比较好做，破关跟进百试不爽，每一波涨或跌也比较明显，中间周折比较少。麦克认为这跟当时大众投资者较多有关。如今的市场是越来越专业化，假破关现象越来越多，狂热过度的现象比从前少，所以赚钱难度加大了。过去只要方向判断对了，具体怎样做单无关紧要。如今市场复杂得多，方向看对了，进单出单时机不对也赚不了钱。麦克认为过去判断占9成，执行只占1成，如今判断只占2成半，执行占7成半。

麦克虽然20年来保持不败，但风险控制意识仍很强。他认为如果发觉市场对你不利，一定要赶紧砍单出场，不管损失有多大。为了保全性命，哪管受伤多重！麦克给同行的忠告是：千万不要让赔单失控。要确保即使自己连续错二三十次也要保留一部分本钱。他进单一次承担风险一般为帐户的5~10%，如果输了，下一次便只承担4%风险，再输的话便减到2%。麦克做单不顺利时可以从3,000张单递减到10张单，等顺手时再恢复做单量。

麦克认为，成功的交易员可以有不同的性格，断有一点却是共有的：他们都找到了适合自己性格的做单策略。他哥哥天性沉稳，从不愿承担过多的风险，所以多年来专做套期交易，成绩也不错。他自己一方面喜欢冒险，他将这方面的勇气用来进单，另一方面由于传统保守的家庭教育又非常谨慎，他将此用在风险控制上。有些人违背自己的个性，采取

与己不符的交易策略。比如有的人擅长系统交易，但做单时却任意否决自己的交易系统提供的建议。还有些人倾向于做长线，但由于耐心不够或者觉得不进场不舒服，结果老是走短线。有的人本来很适合做现场交易员却偏要去当一个平庸的投资经理。有的人花了很大精力研究出一些可行的低风险套市交易策略，最后却决定做高风险的战略性的交易。总之，扬长避短在麦克看来是制胜的要诀。

后 记

我们的宗旨是把《天时金融丛书》编成一套融知识性、实用性和趣味性为一体的通俗性金融读物，在编写时，我们力求通俗简化，把原稿中的引文出处和参考书目都删去了。与本丛书的其他各书一样，我们要求作者在介绍经济模型时，尽可能加以简化。对理论问题有兴趣进一步探讨、对本丛书有什么建议或设想，欢迎来信与我们联系。来信请寄上海远东出版社转交。我们希望读者通过本丛书，对整个国际金融市场有一个充分的了解。

最后要说明的是，本丛书的所有文章反映的都是作者本人的观点。

编 者

1993年6月