

## 案例库

### 第一单元 外汇与汇率

#### 外汇引入案例：

#### 鑫隆玩具公司的一笔出口业务

中国鑫隆玩具公司向美国进口商出口一批玩具产品，价值 100 万美元，合同签订后，美国进口商开出面值 100 万美元的本票，鑫隆公司接到该本票后，遂向美国进口商发出货物。随后，鑫隆公司持该本票以及全套出口贸易单据到中国银行兑现，中国银行按当天美元对人民币汇率，将 100 万美元转换成等值人民币支付给鑫隆公司。

#### 案例分析

本案例是一笔典型的出口案例，案例中涉及到了外汇（本票）的买卖，在现代发达的银行制度下，商人之间的外汇买卖往往都是通过有外汇业务的银行进行的。案例中鑫隆公司将美元转换成人民币的行为就是将一种货币转换成另一种货币的行为，这一行为过程是外汇最原始的概念，即外汇的动态概念，也即国际汇兑。

本案例中的美国进口商除了采取以本票方式结算货款之外，还可以采取汇票、支票以及其他支付工具来结算货款，这些支付工具我们都可以将其称为外汇。

#### 汇率案例引入：

#### 澳元狂飙 50% 中国中铁、中国铁建转悲为喜

30 年河东，30 年河西。2008 年让市场心有余悸的“澳元跳水”以及受关联上市公司临时停牌等诸多事件，现已由利空转利好，逾 30 家上市公司 2009 年三季度将直接受益。

2008 年 10 月 28 日，澳元最低跌至 0.6007，澳元兑美元半年内贬值幅度近 40%。由于澳元的俯冲式贬值，让大量持有澳元资产的上市公司损失惨重，既有

以稳健著称的中信泰富，也有中国中铁、中国铁建、中国铝业等国内行业龙头。

2009年10月6日，澳大利亚央行突然宣布提高基准利率，这一举动立刻引发了澳元兑多国货币的升值，摩根士丹利等多家外资投行相继预测，澳元兑美元在年内将升至0.95，6个月内升至1.00。

事实上，2009年年初至今，澳元兑美元汇率一直走势强劲，中国中铁、中国铁建、中国铝业等上市公司的汇兑损失金额大幅降低。10月6日加息引发的升值预期，不但澳元兑美元连续刷新年内高点，而且直接影响持有澳币的上市公司业绩。

据初步估算，澳元升值会直接影响约30家上市公司的全年收益，给10家集中持有澳元资产的上市公司全年带来超过20亿元的汇兑收益。中国中铁仅三季度或将增加3.33亿元收益，约占上半年利润的10%。

据统计，持有澳元的上市公司约30家，多为资源类上市公司，主要集中在钢铁、有色金属、建筑材料等行业，其中，中国中铁、中国铁建持有额过亿澳元，中国铝业、宝钢股份、马钢股份、唐钢股份、兖州煤业、中国中冶等均有大额澳元资产。

根据中国铁建半年报，截至6月30日，公司澳元资产为1.75亿，约合9.73亿元人民币。

中国中铁和中国铁建相关人士都曾表示，去年10月开始，公司持有的澳元头寸并没有变动，可以判断，澳币的升值周期会直接降低2008年的汇兑损失。

事实的确如此，2009年上半年，中国中铁和中国铁建分别发生汇兑收益6.60亿元和1.92亿元，占公司净利润的21.38%和8.64%。而去年上半年，两家公司的汇兑损失金额分别为6.70亿元和4.56亿元。

澳元资产带来的汇兑收益在三季度继续增长，以6月30日澳元兑人民币折算汇率5.54至9月30日的6.02，那么初步估算，第三季度，仅澳元资产就会为中国中铁带来3.33亿元人民币的收益，约占今年上半年利润的10%，为中国铁建带来8400万元人民币收益，约为今年上半年利润的4%。

可以预见，“澳币升值”不单影响三季报业绩，还将影响今年全年甚至明年首季收益。

10月6日澳大利亚央行突然宣布提高基准利率以来，澳元兑美元不断刷新

年内高点，受加息预期提振，澳元会持续强势上扬。

自9月30日以来，澳元兑人民币折算汇率也从6.02升至10月19日的6.26，如果逼平美元，那么，澳元兑人民币折算汇率将达到6.83左右。

这意味着，持有澳元资产的上市公司，今年全年至明年上半年，将继续享受汇兑收益。

据估算，10家集中持有澳元资产的上市公司澳元资产总额为10.71亿元，若上市公司澳元头寸保持不变，这10家上市公司2009年全年仅澳元资产带来的汇兑收益高达20亿元，2010年一季度的汇兑收益总额约为3亿元。

（资料来源：李域，21世界经济报道，2009-10-21）

案例分析：

本案例反映了汇率变动对企业经营业绩的影响。由于公司以人民币为记账本位币，澳元外汇相对于人民币的任何变动均以报表编制日的汇率进行调整并记入当期汇兑损失或收益，因此当澳元升值时，同样数量的澳元资产折合成人民币的数量就会增加，这直接增加了公司的汇兑收益。

在开放经济条件下，汇率变动对一国国民经济的影响是多方面的。

## 人民币汇率案例引入：

### 人民币汇率与美元“脱钩”声渐起

人民币汇率将在今年第二季度末或者第三季度与美元脱钩，重新恢复兑美元的缓慢爬升之势。这是渣打银行在最新发布的题为《人民币——平静中暗流涌动》的报告中提出的观点。事实上，随着人民币升值预期自岁末年初重新升温，关于人民币将在今年实现与美元脱钩的判断也开始出现。

渣打银行指出，2005年7月人民币汇改开始，实行“以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度”，但是从2008年7月开始，人民币实际上又重新盯住美元。

从美元兑人民币汇率中间价的走势图来看，自2005年7月至2008年7月，曲线基本呈现单边、缓慢下行趋势，其中2008年10月之后是下行速度最快的阶段，这意味着人民币兑美元汇率的走势基本上以升值为主。但是，曲线在2008年7月之后呈现出明显的“直线”形状，这也是之所以在此期间的人民币汇率被评



价为与美元“挂钩”，因为美元兑人民币的汇率基本保持在 6.82-6.84 区间波动，上下震荡幅度仅有 200 个基点。

渣打银行报告指出，在人民币与美元重新“挂钩”期间，人民币实际上转而盯住了美元。这带来了人民币跟随美元而动的特征——2008 年第四季度至 2009 年第一季度经济危机集中爆发，美元因避险优势而走强，其他货币币值纷纷下跌，人民币却较主要贸易伙伴货币处于强势；2009 年 3 月以后，美元恢复弱势，人民币即跟随，对除港币外所有主要贸易伙伴货币走弱。

摩根士丹利和渣打银行认为，预计人民币将在不久的将来与美元“脱钩”。

人民币兑美元保持稳定，是我们应对危机的一种策略，但是随着经济的复苏，当前保持人民币兑美元稳定，已经带来一系列弊端。从长远来看，有必要在适当的时机转向参考一揽子货币进行调节。

但是渣打银行在报告中也表示，一旦人民币开始恢复对美元浮动后，并不会像汇改后那样对美元快速升值。因为 2008 年 7 月之前人民币汇率快速升值，主要是因为当时恰逢全球经济繁荣期，也是中国出口业的黄金时期。而 2010 年情况有所不同，全球经济不太可能出现快速上涨，西方经济体对中国出口商品的需求仍比较疲弱。“在此背景下，我们预计人民币将逐渐恢复对美元升势。”“脱钩”之后，人民币兑美元的任何升值都将是温和的、渐进的。

（资料来源：上海证券报，2010.1.20）

案例分析：

保持人民币对美元的稳定是非常时期的非常之策。2008 年国际外汇市场上主要货币汇率动荡不定，危机深不见底。而 2005 年汇改以来，人民币汇率经历了连续三年的回归升值，已在逐渐靠近均衡水平，危机时刻理应调整汇率管理思路。放弃非对称参考一篮子货币，转向保持汇率的相对稳定便是应对危机的非常之策。

## 第二单元 国际金融市场与外汇市场

### 外汇市场基本内容案例引入：

#### 银行间外汇市场

在外汇交易中的行间市场 (Interbank Market)，是一个只有世界上大银行才

能参与的市场。他们的标准合约是一百万美元，而且没有保证金交易制度。行间市场不接受“零售”客户，只接受其它的银行或超级大客户。

由于外汇市场的国际性，其交易金额的巨大，也使操控价格变得十分困难。在这个市场中自我约束有时比政府机构的监管更有效。在美国，合格的外汇经纪商必须是美国商品期货交易委员会(CFTC)和美国全国期货协会(NFA)的会员。

根据统计，全球有十大银行控制了80%的外汇交易。这十家都是知名度非常高的银行，各家银行的架构虽然不尽相同，但是一定设有一个“业务及交易”部门。这个部门的其中一项主要任务就是为客户及银行本身报外汇牌价。在这个外汇部门中分别设有业务及交易盘房(Sales Desk, Dealing Desk)。业务盘房负责接客户的单，然后从现货交易者(Spot Trader)那里得到报价，再把价格转报给客户，看他是不是能接受。

在现货交易盘房中每一种货币对由一到二位做市者(Market Maker)负责。例如欧元/美元对就由一位主做市者负责。而他可能另有一位辅助做市者负责相对较小金额的交易，四种主要货币对(EUR/USD、GBP/USD、USD/JPY、USD/CHF)的情形也都大都是这样。另外还有一到二位做市者负责货币期货。负责澳元的做市者也会同时负责纽西兰元，而加拿大元则需要另一位做市者单独负责。银行一般都不设为交叉汇率负责的做市者，而由负责主要货币的主做市者同时负责，例如负责日元的主做市者同时负责所有和日元有关的交叉汇率。最后还有一位做市者负责较少交易的货币，如墨西哥比索、南非兰特等。同样的配备在纽约、伦敦、东京都有，银行会把客户的单子从一个交易市场转到另一个交易市场，确保单子24小时都在市场内。

银行会根据多种不同的因素来决定外汇汇率，例如市场现在的汇率，在现在汇率下市场货币的供需情形如何、银行本身的外币库存量等等。另外很重要的一点是做市者对货币价格走势的判断，如果他判断价格会上升，那么银行卖出的价格就会提高，相反如果判断价格会下降，那么银行买进的价格就会压低，所以银行的汇率报价的点差(Spread)是不固定的。

行间市场也有自己的交易平台，一个是由路透社提供的 Reuters Dealing，另一个是由电子经纪服务(Electronic Brokerage Service, EBS)提供。

行间市场交易主要靠信用制度，每家银行都是在其它和它交易的银行中有信

用额度。每家银行都可以通过行间交易平台获悉当时的最优惠汇率，但是除非它在提供这个汇率的银行中有信用额度，否则就没办法交易。银行越大，信用额度就越大，和它交易的银行就越多，能得到的汇率就越优惠。对银行的客户来讲也是一样，例如越大的外汇经纪商得到的汇率就越优惠，而较小的客户，甚至小的银行就没有那么幸运了。

EBS 和路透社基本上提供同样的服务，但是有些货币流通量在一个平台上比另一个平台上大，所以这二家公司虽然也在竞争，但各有自己的主力货币对。

这二个平台的报价一般不包括其它的交叉汇率，这些汇率可由银行自己计算。例如某银行有一客户要求买进 EUR/CAD，银行就会计算在 EBS 上买进 EUR/USD，再由路透社买进 USD/CAD，最后计算出 EUR/CAD 的汇率报给客户。因为这次交易牵涉到二种货币对，所以交叉汇率的点差一般都比主要货币大。

#### 案例分析

行间外汇交易市场是外汇“批发市场”。

个人交易者不能直接参与行间外汇市场交易，而只能在外汇经纪商那里交易，而外汇经纪商利用自己的资金在银行建立信用额度后进入行间市场，所以外汇经纪商的资金越雄厚，建立的信用额度就越高，得到的汇率也就越俱有竞争力，它们能提供给自己客户的汇率也就越优惠。但是如果资金不充裕的经纪商就很难做到这一点了，所以我们选择经纪商的时候一定要把这个因素考虑进去。

#### 外汇交易方法案例引入：

##### 泰国金融危机

1971 年到 1991 年，泰国经济年均增长率达 7.9%，1991 年至 1996 年的年均增长率则达到 8%，而且长期以来，泰国通胀率一直有效地控制在 3%~6% 之间，被称为亚洲的“第五小龙”。

然而，1997 年泰国爆发了金融危机。1997 年 2 月初，国际投资机构掀起抛售泰铢风潮，引起泰铢汇率大幅度波动。于 1997 年 2 月开始向泰国银行借入高达 150 亿美元的数月期限的远期泰铢合约，而后于现汇市场大规模抛售，使泰铢汇率波动的压力加大，引起泰国金融市场动荡。同年 3 月 5 日和 6 日，投资者就从泰国 10 家出现问题的财务公司提走近 150 亿泰铢(约兑 5.77 亿美

元)。与此同时，投资者大量抛售银行与财务公司的股票，结果造成泰国股市连续下跌，汇市也出现下跌压力。5月7日，货币投机者通过经营离岸业务的外国银行，悄悄建立了即期和远期外汇交易的头寸。从5月8日起，以从泰国本地银行借入泰国铢，在即期和远期市场大量卖泰铢的形式，在市场突然发难，沽空泰铢，造成泰铢即期汇价的急剧下跌。泰铢一度兑美元贬至 26.94 : 1 的水平。6月中下旬泰国前财长辞职，引起泰铢汇率猛跌至 1 美元兑 28 泰铢左右。泰国股市也从年初的 1200 点跌至 461.32 点，为 8 年来的最低点。最终 1997 年 7 月 2 日，泰国实行有管理的浮动汇率制。并由此引发了著名的东南亚金融危机。

1997 年 7 月至 1998 年 1 月仅半年时间，东南亚绝大多数国家和地区的货币贬值幅度高达 30%~50%，最高的印尼盾贬值达 70% 以上。同期，这些国家和地区的股市跌幅达 30%~60%。据估算、在这次金融危机中，仅汇市、股市下跌给东南亚国家和地区造成的经济损失就达 1000 亿美元以上。受汇市、股市暴跌影响。这些国家和地区出现了严重的经济衰退。

案例分析：

东南亚金融危机持续时间之长，危害之大、波及面之广，远远超过人们的预料。然而，危机的发生绝不是偶然的，它是一系列因素共同促成的必然结果。

### 远期外汇买卖的操作案例

日本某一贸易事业公司，每月外币交易量为 2000 万美元左右。在远期外汇交易中，公司规定买方持有只能为 200 万美元。而未结算外汇余额（相反交易完毕部分除外）买卖各为 1000 万美元。银行买卖手续费为 0.1 日元。交易期间是从 7 月到 11 月，共 5 个月。不考虑实际需要的预约保证金部分。这个公司进行了以下几次远期外汇买卖交易：

1. 7 月 3 日，订立美元期货买进预约（买进持有 200 万美元）。合约内容：200 万美元，1 个月期货（8 月 6 日交付），远期汇率 1 美元=238.60 日元。买进远期美元的理由是：美元利率差距甚大，故判断目前美元将持续坚挺；对强势货币，以期货折价买进的原则。

2. 7 月 24 日，订立美元期货卖出预约 400 万美元（卖出持有 200 万美元）。合约内容：1-采取 7 月 3 日买进外汇期货预约的相反交易，即卖出远期外汇 200

万美元，8月6日交割，远期汇率为1美元=245.50日元。这两个买卖合约8月6日到期结算时可获得利益 $(245.50-238.60) \times 200$ 万=1380万日元。2-新卖出外汇期货200万美元，期限3个月，10月26日交割，远期汇率为242.740。卖出远期美元的理由是：1美元兑换247日元为9月2日以来的最高价格，首先予以谋利，并具有支援其后的买进操作之意而重新卖出。

3.8月30日，买进远期外汇预约200万美元（买卖持有者为0）。期限为1个月，10月3日交割，远期汇率为1美元=239.70日元，买进理由：8月上旬美元行情虽为243日元，但当时未决定，故已来不及，以后再未突破240日元。由于从日本流出资本颇巨，因此月底出现240日元时就应把握此机会。

4.9月4日，买进1个月2远期外汇预约200万美元（买方持有200万美元），远期汇率1美元=241.90。买进理由：7月从日本流出的长期资本净额为71.4亿美元，以致基本收支、综合收支均有大量的逆差，认为美元仍将趋坚，于是考虑预约增加买进。

5.9月18日，卖出远期美元预约400万美元（卖出持有200万美元）。合约内容：①采取第3笔预约买进部分的相反交易，即卖出远期外汇200万美元，10月3日交割，远期汇率1美元=247.30日元。到期结算时，可获得利益 $(247.30-239.70) \times 200$ 万=1520万日元。②新卖出远期外汇合约200万美元，期限2个月，11月20日交割，远期汇率1美元=246.00日元。卖出理由：显示248日元的美元高价，预约买进的部分已获利，于是决定重新卖出。

6.9月25日，买进远期外汇预约400万美元（买进持有200万美元），其中200万为1个月远期外汇，10月29日交割，远期汇率1美元=243.70日元；200万为2个月远期外汇，11月27日交割，远期汇率1美元=242.80日元。买进理由：从9月18日的高价下跌近4日元所致。

7.10月1日，卖出远期外汇预约200万美元，此为预约买进部分相反交易（持有为0）。因为第4笔的远期外汇预约买进部分获利，所以预约卖出约200万美元，10月8日交割，远期汇率1美元=246.50日元，到期结算可获得收益 $(246.50-241.90) \times 200$ 万=920万日元。

8.10月18日，卖出远期外汇预约200万美元（预约买进部分套利，卖出持有200万美元）。由于10月17日汇率到达250日元大关后，认为目前美元价位

已达顶点，而且9月25日第6笔预约买进部分已获利，于是卖出远期外汇200万美元，10月29日交割，远期汇率1美元=249.00日元。可获利润 $(249.00-243.70) \times 200$ 万=1060万日元。

9.10月24日，从即期市场买进现货外汇预约200万美元（持有为0）。第2笔订的卖出预约10月26日到期，必须在到期2日前以买回200万美元，2个营业日后即10月26日交割，即期汇率1美元=244.20日元，结算时损失为 $(244.20-240.40) \times 200$ 万=360万日元。

10.11月8日，买进远期外汇预约（卖出预约部分的买回）200万美元（买进持有200万美元）。此为9月18日第5笔预约卖出部分的买回相反交易，11月20日交割，远期汇率1美元=240.70日元，到期结算时可获得收益 $(246.00-240.70) \times 200$ 万=1060万日元。

11.11月26日，预约卖出（预约买进部分的结算）远期外汇200万美元（持有为0）。此为第6笔预约买进的余额部分的相反交易，11月27日交割，汇率为1美元=245.70日元，结算时可获益 $(245.70-242.80) \times 200$ 万=580万日元。

从以上多次外汇远期交易看，先买进后卖出的操作共1000万美元，而先卖后买的操作仅400万美元，综合结果获利6880万日元。先预约卖出远期美元，是为了防止万一美元下跌时所造成的损失。而上例的美元、日元行情分析，已事先预约买进远期美元的期汇操作，则可获得上述操作收益。

### 远期对远期的交易案例

英国某银行在6个月后应向外支付500万美元，同时在一年后又将收到另一笔500万美元的收入。此时，若市场上汇率较为有利，它就可以进行一笔远期对远期的掉期交易。假定此时市场上英镑对美元的汇率是：

即期汇率：1英镑=1.8980/90美元

一月期：20—10

二月期：30—20

三月期：40—30

六月期：40—30

十二月期：30—20

可以看出，英镑对美元买卖的格局是高/低，因而英镑对美元是贴水。之所以如此，其原因在于英国的利率高于美国。但预计英美两国的利率在6个月后将发生变化，届时英国的利率可能反过来低于美国，因此英镑会变为对美元升水。所以，可以做“6个月对12个月”的远期对远期掉期交易。即按1英镑等于1.8940美元的比价，卖出英镑购买500万6月期远期美元，需支付2639915.5英镑。同时，再按1.8970美元的比价，卖出1年期的500万远期美元，由此可得到2635740.6英镑，整个交易使其贴出4.174.9英镑。

可是，当第6个月（即距第一次交易180天）到期时，假定市场汇率果然因利率变化而发生变动，此时我们有：

即期汇率：1英镑=1.750 0/10 美元

6个月期：100/200

于是，我们按1.751 0美元比价，将第一次交易是时卖出的2639 915.5英镑在即期市场上买回（注意，当时是将它远期6个月卖出，此时正好到期），为此须花费4 622 492美元。同时再将这笔英镑按6个月的远期售出（注意，当时在第一次交易时，曾买入一笔为期12个月的远期英镑，此时正好相抵）。该笔英镑售出时，汇价为1.760 0美元，因而可得到4 646 251.3美元。

这样一买一卖，就可获利23759.3美元，这按当时即期汇率可折合为15 633.9英镑。如果除去第一次掉期交易时贴出的4174.9英镑，可获利11459英镑。这样一笔数目是十分可观的。

## 我国外汇市场案例引入：

### 人民币结算可规避企业汇率风险

目前，我国的进出口贸易中，绝大部分都是以美元结算。但受金融危机影响，美元大幅波动，也给我国进出口企业带来较大影响。不少企业表示，开展跨境贸易人民币结算，将为他们有效规避汇率风险。

纺织行业是我国传统的外贸优势行业，此前由于人民币累计升值20%左右，尤其是金融危机导致外需减少，纺织行业经营出现困难。而目前，国际金融危机还没有见底，美元表现并不稳定。而开展跨境贸易人民币结算，对纺织行业来说应该说是重大利好。



中国纺织工业协会新闻发言人孙淮滨：“这个政策出台，对我们出口的纺织企业规避汇率风险，肯定会起到积极的作用。去年（2008年）我们在出口方面，上半年我们跟美元之间，人民币升值美元贬值，造成了比较大的损失，下半年对欧元也出现了同样的情况。”

孙淮滨给记者算了笔帐，如果一家国内企业想从境外进口价值 50 万美元的货物，当时美元对人民币汇率为 1: 6.8，如果按照这个汇率计算企业应该付出的人民币是 340 万元人民币；但一般货款都是等到 10 天后对方货物运到时才支付，这个时候汇率已经变成了 1: 6.85，也就是说这个时候美元升值了，境内企业最终支付的其实是 342.5 万元，比原来增加了 2.5 万元。孙淮滨告诉记者，这样的情况并不少见，尤其在汇市极为动荡的 2008 年，不少企业深受其害。不过，使用人民币进行结算的话，就不涉及汇率波动的问题了。

中国纺织工业协会新闻发言人 孙淮滨：“因为现在汇率变化确实让我们出口企业很难预计，我们企业好不容易创汇获得一些收入，却由于汇率的波动而损失掉了，这个是非常可惜的，2144 现在直接用人民币结算，我想减少了环节和程序，对企业肯定是有益的事。”

当然，人民币结算受益的不止纺织等外贸行业，所有母公司在境内，但在海外也有投资的中资企业都是受益者。因为今后在母公司和子公司之间，可以直接使用人民币进行结算，而不用再进行汇率换算，遭受汇率风险。

#### 案例分析

以前人民币不能作为贸易结算货币，2008 年的金融危机以来，美元、英镑、欧元、日元等相继贬值，在这种情况下，人民币作为贸易结算货币会受到全球贸易企业的欢迎，人民币作为结算货币的时期已经成熟。人民币结算可以通过避免汇率波动带来的风险，使我国出口导向型企业直接受惠。人民币直接结算也是人民币国际化的一个重要步骤。

## 第三章 国际收支

### 案例引入：

抑制热钱 外汇局封堵个人分拆结售汇



2009年11月25日，国家外汇局下发《关于进一步完善个人结售汇业务管理的通知》（下称“通知”）。该通知的主旨是，对于个人分拆结售汇行为进行了针对性管理，防止通过个人渠道流入热钱。

《通知》的主要内容有四方面：一是对个人真实、合理的购、结汇需求仍按照现行政策的便利化要求予以满足，但对具有分拆特征的个人购、结汇行为，银行应根据具体情况采取不予办理、进行真实性审核或按要求上报外汇局等三类方式处理；二是明确要求个人大额外币现钞结汇应审核外币现钞来源证明；三是明确个人办理经常项目下除贸易以外的其他项目购汇，应使用人民币现钞、本人或其直系亲属的人民币账户或银行卡内的资金；四是明确了对个人分拆结售汇行为的处罚依据，并将个人本外币兑换特许业务试点机构纳入《通知》管辖范围。

建设银行研究员赵庆明认为，通过对个人分拆结售汇业务的严格管理，可以在一定程度上防止热钱通过个人渠道逃避限额管理，分批出入。

2007年2月，我国对个人结售汇进行了一次大调整。在热钱汹涌的情况下，本着均衡外汇管理、藏汇于民的初衷，对个人结售汇由限额管理改为年度总额管理，并将个人年度购、结汇总额均由以前的2万美元提高到5万美元。

这一调整，标志着原来“宽进严出”的管理理念业已调整。而为了防止出现重复购汇和分拆结汇等规避管理的行为，保证年度总额管理的有效性，外汇局在2007年建立了银行与外汇局联网的个人结售汇管理信息系统，该系统为银行提供了统一、规范的操作平台。

但是实行2年多来，在强烈的人民币升值预期下，该政策在“藏汇于民”方面收效甚微，而却成为不少热钱涌入的主渠道之一。

“贸易、个人单方面转移、地下钱庄，这三大方面已经成为热钱流入的主渠道。”赵庆明说。

从2000年迄今，通过侨汇流入境内的外汇急速增加。外汇局公布的国际收支平衡表显示，从2000年到2008年，经常项下其他部门的经常转移数字分别为：67亿美元、89亿美元、137亿美元、183亿美元、242亿美元、277亿美元、315亿美元、426亿美元、525亿美元，2009年上半年为200亿美元。

赵庆明指出，这其中大约有3/4具有热钱性质。

借助侨汇，分账户、小额汇入，从而逃避外汇管理，已经成为热钱低成本入

境的坦途。

国家行政学院决策咨询部副主任研究员陈炳才认为，由于我国存在资本项目管制，热钱通过资本项目入境是有一定难度的，而最难控制的就是贸易和个人渠道。

与个人渠道的管理难度类似，贸易项下通过延期付款和预收货款，热钱同样来势汹汹。

2009 年以来，随着人民币对美元汇率由贬值预期转为升值预期，且预期日益加强，热钱再次呈现出加速流入之势。

金融机构人民币信贷收支表显示，9 月份外汇占款增加 4067.69 亿元，而创造了前 9 个月的最高纪录。今年前 8 个月的数据基本都维持在 1000 元-2000 元左右。其中，7 月和 5 月最多，分别为 2204.56 亿元和 2425.65 亿元，除此之外，均在 2000 亿元之下。

第一创业证券研究所副所长王皓宇认为，9 月单月外汇占款创 16 个月新高，而 9 月份的贸易顺差和 FDI 加总只有 208 亿美元，约相当于 1420 亿元人民币，两者相较有 2648 亿元外汇占款差额，这种异常的变化说明，热钱开始回流中国。而这其中，陈炳才估算，个人项下的外汇流入甚至可能大于贸易项下。这成为本次加大个人外汇分拆购、结汇管理的主要原因。而之前，外汇局通过进出口联网核查系统的建立、加强税单核查、规范境外机构境内外汇账户管理等对贸易项下进行了更严格的管理。资料来源：21 世纪经济报道 [http://www.21cbh.com/HTML/2009-11-26/155411\\_2.html](http://www.21cbh.com/HTML/2009-11-26/155411_2.html)

案例分析：

关于导致热钱涌入的原因，国内外机构比较一致的看法是，热钱的加速涌入主要受到人民币升值预期影响，这使得银行间市场流动性充裕，并支撑了中国的资产价格的上涨。并且随着美元汇率逐步下行，美国本土投资回报率未来可能面临长期向下的趋势，所以导致大量中短期资金流出，涌入新兴市场，如正在从全球金融危机中迅速回升的中国。

热钱的流入将会加剧国内的流动性过剩，进一步推高股市或房市资产价格。一旦美联储重新开始加息，或国内外投资者对新兴市场居高不下的资产价格失去信心，热钱流向可能再度逆转，从而刺破资产价格泡沫。

有专家表示，由于外汇储备的增加原因主要是来自于热钱的流入，这就使得目前中国政府在提高外汇储备有效运用的战略上大打折扣，同时也会使保持汇率和利率的稳定趋于困难。

### 第三章 国际收支

#### 国际收支调节案例引入：

##### 日本的贸易顺差时代与广场协议

1970 年代末，日本政府制定了一个 1979-1985 年的《新经济七年计划》，提出了强化“贸易立国”扩大出口这一基本国策，拉动发展日本经济。1980 年代，日本连年巨额外贸盈余使它成为世界上最大的债权国、外援国和外汇储备国。

1980 年代后期，与日本发生贸易的美国及西方各国，开始对日本的长期顺差，持严厉批评态度，对日本出口采取一个又一个的制裁决议，以限制日本商品进口。美国以其是日本最大市场为由，要求日本进行市场开放和金融自由化。为缓和同美国的经济摩擦，从 1980 年 10 月始，日本原则上开放了外国资本和国内资本的跨越国境流动。1985 年 9 月 22 日在纽约的广场宾馆聚集了美、日、德、英、法 5 国财长和央行行长，发表共同声明，认为有必要对异常的美元升值进行调整，包括美国在内的 5 国抛售美元，购入日元和马克，进行协调介入。日本之后对美国约定了几项实施，(1) 实行国内市场开放计划，(2) 实行政府管理和制度的缓和，(3) 调整日元汇率，(4) 刺激内需。广场协议翌日，美元日元汇率从 1 美元兑 239 日元到 234 日元，有了立竿见影的效果。G5 各国商议的协调介入期限是 6 周，金额是 180 亿美元，但截止到 10 月末，仅用 102 亿美元就达到了预定的美元上调 10% 到 12% 的目标。到年末，美元日元兑换汇率达到 1 美元兑 200 日元，广场协议的目标很容易就达成了。此后日元进一步升值，到 1986 年 8 月，美元日元兑换汇率达到 1 美元兑 152 日元。

但是汇率调整想要消除对日美贸易不平衡的原始目的却收效不大。虽然在接下来的三年，即 1988、1989 和 1990 年出现一定下滑(分别为 524 亿、490 亿和 418 亿美元)，但是从 1990 年代开始日本对美贸易收支在短暂下降之后，又恢复了快速增长。



对日本国内经济来说，广场协议后，在 1985-1987 年的 3 年间里，日元升值 75%。汇率的调整要求原来在贸易品部门的投资大量转向非贸易品部门。日本储蓄率非常高，高储蓄率同时也支撑着非常高的投资率。当贸易品部门突然难以为巨大的资本创造利润时，日本国内金融市场难以在短时间内为这些过剩资本找到合理出路，于是，大量资本涌向房地产市场和股票市场。此时，迫于日元升值压力的日本货币当局又一次大幅下调利率，希望能缓解日元升值压力，也希望借此减少汇率升值带给日本经济的负面影响。但扩张货币政策还是没有改变日元升值的趋势，相反地，低利率向市场注入了大量流动性，刺激着洪水般的资本涌向房地产和股票市场，泡沫经济由此而生，日本经济也由此陷入长时间的低迷。（资料来源：[http://www.21cbh.com/HTML/2006-7-31/HTML\\_4A7H7AMA0M02\\_10.html](http://www.21cbh.com/HTML/2006-7-31/HTML_4A7H7AMA0M02_10.html)）

案例分析：

当年美国和西方其他国家要求日元升值是平衡这些国家与日本间国际收支不平衡的一种手段。一国宏观经济政策有四大目标，国际收支平衡就是其中之一。解决收支不平衡的办法还有很多。

当前，人民币也面临着升值压力。但与日本不同，中国在经济实力、产业竞争力、本币国际地位等方面都与当年的日本差距甚远。对于日益开放的中国，人民币汇率不仅是国际收支的风向标，更是整个国民经济发展的风向标，加快国内产业结构调整 and 竞争力培育，是回应人民币升值压力的治本之道。

我国的国际收支案例引入：

### 2009 年上半年中国国际收支“双顺差”

国家外汇管理局（下称外管局）10 月 15 日公布的《2009 年上半年中国国际收支报告》（下称报告）显示，上半年，中国国际收支总顺差 1955 亿美元，同比下降 26%，为 2001 年以来首次出现国际收支总顺差同比下降。

对于下半年的国际收支趋势，报告指出，下半年，随着国内经济进一步回升，外汇净流入可能增加，不过，外资大量流入的内外部环境尚不具备，预计全年国际收支平衡状况有望较前些年改善。

上半年，中国实现经常项目顺差 1345 亿美元，同比下降 30%；2008 年同期为增长 4%。

外管局指出，今年上半年，由于外需减弱，中国经济结构在外部压力和内部



推动的双重作用下加快调整，经常项目顺差与同期 GDP 之比为 6.6%，较 2008 年末进一步下降。2008 年末，该比重为 9.8%，比 2007 年低 1.2 个百分点，为 2002 年以来首次下降。

从 2009 年上半年国际收支平衡表可以看出，货物贸易进出口规模减少是经常项目顺差下降的主要原因。报告指出，由于外需持续低迷，国际大宗商品市场价格同比下降，货物贸易进出口规模缩减。

国际收支平衡表显示，上半年，中国实现货物贸易顺差 1190 亿美元，同比下降 10%，降幅比上年同期扩大 8 个百分点。

同期，服务贸易逆差大幅扩大。今年 1 月至 6 月，服务贸易逆差 167 亿美元，同比增长 4.1 倍。报告指出，旅游和其他商业服务由上年同期的顺差转为逆差，以及运输项下逆差较快增长，是服务贸易逆差扩大的主要原因。

此外，受全球经济不景气影响和中方投资者分配利润较多影响，经常项目下的收益项目顺差也大幅缩减。上半年，收益项目顺差 169 亿美元，同比下降 56%，而上年同期为增长 2 倍。

2009 年上半年，资本和金融项目顺差延续了去年以来的下降趋势，但降幅趋缓。今年前六个月，中国实现资本和金融项目顺差 610 亿美元，同比下降 15%，降幅较上年同期缩小 5 个百分点。

国际收支平衡表显示，外国来华直接投资减少和撤资清算是资本和金融项目顺差下降的原因之一。

外管局指出，上半年，由于国际资本流动规模收缩，外国来华直接投资净流入 289 亿美元，下降 61%。其中，外国来华直接投资流入 480 亿美元，较上年同期下降 40%；撤资清算等流出 192 亿美元，同比增长 222%，增幅比上年同期增加 186 个百分点。

外管局认为，下半年，外汇净流入可能增加，但大量流入的内外部环境尚不具备。主要原因是，中国适度宽松的货币政策使得境内信贷环境较为宽松，国内企业境外融资的冲动不高；而且，当前人民币汇率保持基本稳定，汇率升值预期有所弱化，并出现一定分化，近期难以重现前些年强烈的人民币升值预期。（资料来源：财经网 [http://www.caijing.com.cn/2009-10-15/110283657\\_1.html](http://www.caijing.com.cn/2009-10-15/110283657_1.html)）

案例分析：

国际收支作为一国宏观经济治理的目标之一，一直受到我国的重视。但在开放经济条件下，我国的国际收支平衡状况又受到多方面因素的影响。

### 2014年国际收支平衡表

中国国际收支平衡表(以美元计价)  
2014年

项 目	行次	差 额	单位:亿美元	
			贷 方	借 方
<b>一.经常项目</b>	<b>1</b>	<b>2,197</b>	<b>27,992</b>	<b>25,795</b>
<b>A.货物和服务</b>	<b>2</b>	<b>2,840</b>	<b>25,451</b>	<b>22,611</b>
<b>a.货物</b>	<b>3</b>	<b>4,760</b>	<b>23,541</b>	<b>18,782</b>
<b>b.服务</b>	<b>4</b>	<b>-1,920</b>	<b>1,909</b>	<b>3,829</b>
1.运输	5	-579	382	962
2.旅游	6	-1,079	569	1,649
3.通讯服务	7	-5	18	23
4.建筑服务	8	105	154	49
5.保险服务	9	-179	46	225
6.金融服务	10	-4	45	49
7.计算机和信息服务	11	99	184	85
8.专有权利使用费和特许费	12	-219	7	226
9.咨询	13	164	429	265
10.广告、宣传	14	12	50	38
11.电影、音像	15	-7	2	9
12.其它商业服务	16	-217	14	231
13.别处未提及的政府服务	17	-10	11	20
<b>B.收益</b>	<b>18</b>	<b>-341</b>	<b>2,130</b>	<b>2,471</b>
1.职工报酬	19	258	299	42
2.投资收益	20	-599	1,831	2,429
<b>C.经常转移</b>	<b>21</b>	<b>-302</b>	<b>411</b>	<b>714</b>
1.各级政府	22	-29	16	46
2.其它部门	23	-273	395	668
<b>二.资本和金融项目</b>	<b>24</b>	<b>382</b>	<b>25,730</b>	<b>25,347</b>
<b>A.资本项目</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
<b>B.金融项目</b>	<b>26</b>	<b>383</b>	<b>25,710</b>	<b>25,328</b>
<b>1.直接投资</b>	<b>27</b>	<b>2,087</b>	<b>4,352</b>	<b>2,266</b>
1.1我国在外直接投资	28	-804	555	1,359
1.2外国在华直接投资	29	2,891	3,797	906
<b>2.证券投资</b>	<b>30</b>	<b>824</b>	<b>1,664</b>	<b>840</b>
2.1资产	31	-108	293	401
2.1.1股本证券	32	-14	170	184
2.1.2债务证券	33	-94	123	217
2.1.2.1(中)长期债券	34	-92	123	215
2.1.2.2货币市场工具	35	-2	0	2
2.2负债	36	932	1,371	439
2.2.1股本证券	37	519	777	258
2.2.2债务证券	38	413	594	181
2.2.2.1(中)长期债券	39	410	497	88
2.2.2.2货币市场工具	40	4	97	94
<b>3.其它投资</b>	<b>41</b>	<b>-2,528</b>	<b>19,694</b>	<b>22,222</b>
3.1资产	42	-3,030	995	4,025
3.1.1贸易信贷	43	-688	282	970
长期	44	-14	6	19
短期	45	-674	276	950
3.1.2贷款	46	-738	177	915
长期	47	-455	0	455
短期	48	-282	177	459
3.1.3货币和存款	49	-1,597	514	2,111
3.1.4其它资产	50	-8	22	29
长期	51	0	0	0
短期	52	-8	22	29
3.2负债	53	502	18,699	18,197
3.2.1贸易信贷	54	-21	154	174
长期	55	0	3	3
短期	56	-20	151	171
3.2.2贷款	57	-343	17,464	17,807
长期	58	-57	511	569
短期	59	-286	16,953	17,239
3.2.3货币和存款	60	814	994	180
3.2.4其它负债	61	52	87	35
长期	62	58	64	6
短期	63	-6	23	29
<b>三.储备资产</b>	<b>64</b>	<b>-1,178</b>	<b>312</b>	<b>1,490</b>
3.1货币黄金	65	0	0	0
3.2特别提款权	66	1	1	1
3.3在基金组织的储备头寸	67	10	13	4
3.4外汇	68	-1,188	298	1,486
3.5其它债权	69	0	0	0
<b>四.净误差与遗漏</b>	<b>70</b>	<b>-1,401</b>	<b>0</b>	<b>1,401</b>

## 第四章 国际信贷

### 国际金融机构贷款案例引入：

#### 世行贷款助推珠江污染治理

世界银行执行董事会于 2007 年 3 月 21 日批准给中国广东珠江三角洲城市环境项目二期提供 9600 万美元贷款，通过加强污水处理和污泥处置、工业污水控制和水质监测、航道清淤、防洪和堤坝加固等一揽子关键措施，帮助广东省开展对珠江流域水环境的污染整治。

广东省珠江三角洲地区是中国发展最快的地区之一，近年来年平均增长率高达 14%，主要是由于大量外资流入进行制造业生产。此地区集中了许多出口加工区。然而，高速经济增长也带来了沉重的环境代价。没有经过妥善处理的工业和居民生活污水直接排入河流，造成了这一地区河水水质的严重恶化，对饮用水资源包括对香港的饮用水供应构成了严重威胁，同时也使得河水无法用于灌溉、水产养殖和娱乐休闲活动。

为了解决水污染问题，广东省政府 2002 年推出了一个大规模的珠江水环境综合整治方案，计划用 8 年时间投资相当于 50 多亿美元在珠三角地区的城镇兴建污水处理系统。负责珠三角城市环境项目的世界银行中国局城市发展部主任哲理说：“世界银行将通过在珠三角地区的一系列环境治理措施，帮助实施这一宏伟计划。世行在 2004 年启动了珠三角地区城市环境项目一期，重点是在广州市投资兴建污水处理设施等，整治这个最大的单一污染源。新项目将扩大到佛山和江门，这两个珠三角地区的城市占珠江污水排放总量的 15%。”

在佛山，世行贷款将用于扩建一个污水处理厂，新建一个污泥集中处理和处置设施，加固防洪堤坝，建立水环境管理信息系统和水质监测设施，组织人员培训，开展一个对 GDP 增长的环境成本和绿色经济计划的研究课题。在江门，世行贷款将用于扩建一个污水处理厂，建设污水截留管、二级污水管和泵站、污泥处理和处置设施等，改善水质监测系统，提供技术援助加强江门新组建的江门碧源污水治理有限公司的运营和商业管理能力。

据悉，项目总投资为 1.88 亿美元，世行贷款为 9600 万美元。

（资料来源：<http://www.sina.com.cn> 2007 年 03 月 27 日）

案例分析：



世界银行作为一个重要的国际金融机构一直活跃在国际金融市场。我国作为世界银行的会员国，也多次获得世界银行的贷款援助，为我国国民经济建设和社会发展发挥了一定的作用。

### 国际商业银行信贷案例引入：

#### 上港集箱获国内首例外资银行贷款

上港集箱(600018)与美国花旗银行有限公司上海分行等 18 家银行签署了一项金额为 10 亿元人民币的三年期无抵押信用贷款合同。这是国内首例由纯外资银行向国内公司发放的纯人民币银团贷款，美国花旗银行担当了本次贷款的牵头安排行、代理行、主贷款行和簿记行。

据了解，这是外资银团第一次对国内企业组织的人民币贷款，鉴于市场反响热烈，认购金额高达 3.4 倍、远远超出 7 亿 5 千万人民币的拟定金额的情况，因此，上港集箱最终将贷款金额增至 10 亿元人民币。该笔贷款的利率为同期银行贷款基准利率下浮 10%。共同参与的其他 17 家贷款银行由美国银行、法国巴黎银行、新加坡星展银行、荷兰商业银行等组成。上港集箱此次贷款主要用于改善和调整公司的债务结构，为企业的发展提供后劲。贷款合同的签署是外资银行用国际通行的风险评价体系对国内上市企业——上港集箱的一次成功检阅，这将进一步有利于上港集箱依托资本市场发展港口集装箱物流产业链，有利于上港集箱战略发展的实施、实现，并有利于公司积极参与上海国际航运中心的建设。

(国际商报，2005 年 3 月 12 日)

#### 案例分析：

相对于国际金融机构贷款而言，国际商业银行贷款具有利率高，条件严格，贷款方式灵活等特点。本案例，上港集箱获得的是国际银团贷款。

## 第五章 国际储备

### 国际储备作用案例引入：

#### 中国巨额外汇储备是把双刃剑

近年来，中国的外汇储备总额和持有的国外主权债务都是世界第一。截至 2009 年末，中国外汇储备余额 2.39 万亿美元，预计 2010 年，这个数字将上升



到 2.8 万亿美元。那么，中国外汇储备持续增加的原因何在，它将给中国经济带来哪些机遇和挑战，又该如何管理这些高额外汇储备？这些都成为业界关注的焦点。

我国外汇储备规模的变动，是一种复杂的经济现象，并不仅仅是我国政府刻意追求所为，在更大的程度上，其实是国内国际各种因素交互作用的结果。大规模国际资本的持续流入，不仅造成了我国资本项目的巨额顺差，同时也造成了我国经常项目的巨额顺差，这是我国外汇储备规模日益巨大的最根本的原因。

《纽约时报》用“中国的里程碑”来评论中国外汇储备达 2 万亿美元：中国坐拥 2 万亿美元外汇储备，是国力的具体表现，也为保障国民经济的稳定发展提供上佳的安全系数，尤其是对日后中国放宽资本项目，推进人民币可自由兑换，可起护航作用。

尽管高额外汇储备有其优势，但也面临一些问题。据报道，我国外汇储备中，有美国证券约占外汇储备总额的 70%，这既加深了政府控制流动性的难度，又存在如果美元大幅贬值，中国庞大的美元储备将面临巨额损失的风险。

有分析指出，虽然中国可以利用不断膨胀的外汇储备购买更多美国政府债券，增加中国对美国的影响力，但也可能造成中国庞大的外汇储备遭到美国的“绑架”。如果中国停止购买美元票据，美元将加快贬值，因为美国目前的财政赤字，已无人愿意资助他们。而美元贬值会侵蚀到中国持有的资产值。而且，在当今世界的金融体制下，除了美元票据，没有多少其他选择。由此可见，中国无论继续购买美国证券，还是停止购买，都面临持有美国资产贬值风险，中国庞大的外汇储备有可能成为美国信贷危机的“人质”。

案例分析：

巨额外汇储备是中国经济的稳定基础，同时也面临随美元贬值而发生巨额风险的可能。

### 国际储备的构成案例引入：

#### 中国外管局：09 年国际储备资产变动 3932 亿美元

中国国家外汇管理局 2010 年 2 月 5 日表示，09 年国际储备资产变动 3932 亿美元，其中外汇储备资产交易变动 3821 亿美元；国际收支经常项目、资本和

金融项目仍呈双顺差；国际储备资产继续增长。

数据显示，09年国际收支中资本和金融项目顺差1091亿美元，其中直接投资净流入365亿美元；国际收支经常项目顺差为2841亿美元，较上年下降35%。

外管局称，09年新增外汇储备中，因汇率和价格变动等非交易因素增加710亿美元。另外，外管局还对外汇储备计算方式进行了调整。

此外，中国2009年特别提款权增加108亿美元，在基金组织储备头寸增加3亿美元。

案例分析：

在不同的历史阶段，国际储备构成不同，发展到今天，主要有四种形式：对任何个国家来说，国际储备中至少有两项：黄金储备和外汇储备；若该国为国际货币基金组织(简称IMF)成员国，则有第三项：在基金组织的储备头寸；若同时又参加特别提款权的分配，则具备第四项：特别提款权。

### 国际储备的需求和来源案例引入：

#### 白俄将人民币作为新外汇储备看重价值稳定

据俄罗斯纽带网报道，莫斯科时间10月1日，白俄罗斯国家银行官方网站宣布，将人民币列为国家新的外汇储备之一。据该银行负责人介绍，之所以选中中国的人民币主要是看重人民币的价值稳定。

报道称，此次白俄罗斯将纳入两种新货币作为国家外汇储备：日本日元以及中国的人民币。之前白俄罗斯的外汇储备主要有三种货币：美元，欧元以及俄罗斯卢布。在白俄罗斯的官方消息中特别强调了此举的原因主要是因为首先人民币的价值稳定，其次中国经济在全球生产总值经济系统中占有巨大比重，同时也是由于近年来白俄罗斯与中国的贸易往来越来越密切。日前，白俄罗斯正着力开拓中国旅游市场，目前白俄罗斯已具备与中国发展旅游合作的基本条件，但在旅游资源和配套设施等方面尚有欠缺。考虑到白俄罗斯的地理位置和旅游资源特色，打算明年开通“莫斯科-圣彼得堡-明斯克”特色旅游线路，针对中国游客的需求主打白俄罗斯城市观光游、生态游、狩猎游和滑雪休闲游。

据悉，白俄罗斯专家认为，国家银行此举将会对白俄罗斯的经济外汇市场等方面起到积极影响。

案例分析：

一国国际储备的需求包括了对储备量的需求以及资产品种的需求，这些需求都来源于多个方面。

国际储备管理案例引入：

### 各国央行大举分散美元储备

（纽约、华盛顿综合讯）外汇储备充沛的各国中央银行日益冷落美元，青睐欧元和日元，令美元在创下近 20 年来最大双季跌幅后，进一步承受贬值压力。

根据彭博社资料显示，上季度各国外汇储备增加 4130 亿美元，创至少 2003 年以来最多，达到 7 万 3000 亿美元。根据巴克莱资本最新资料，报告储备明细的国家第二季度将 63% 的新资金投入欧元和日元，创下历来季度最高比例。

各国决策者正在将抛售美元的威胁付诸实施，而奥巴马政府显示只要贬值不会吓跑美公债权人，愿意容忍美元贬值，以支持美国出口和经济。

各国央行分散外汇储备预示美元不会很快回升，美元在过去六个月按贸易加权计算贬值了 10.3%，创下 1991 年以来的最大双季跌幅。

前联储局研究员、现任巴克莱驻纽约的美国货币首席策略师英格兰德说：“全球央行正在更认真地对待分散美元储备，而过去他们只是纸上谈兵。看来他们会真的远离美元。”

另一方面，由于美元贬值，外资购买标准普尔 500 指数股票享有史上最便宜的价格，同时美元汇价跌到七个月低点，也增加外资的购买力。

标准普尔 500 指数本益比为 19.9 倍，相较于摩根士丹利资本国际（MSCI）世界指数的 27.7 倍。对于欧元的基金经理人来说，美元贬值，美股本益比压低到 13.6 倍。

标准普尔 500 指数上市公司海外营收增长，外资拼命买，外资持有美国股票 2 万 5000 亿美元。上一回美股这么便宜是在 2003 年，接下来标准普尔 500 指数展开四年 62% 的涨幅。

亨德森全球投资者基金经理人吉尔佛特说：“由于美元贬值，才有机会买到这么便宜的全球性公司股票。”

上周标准普尔 500 指数涨 4.5% 报 1071.49，为 7 月以来最大涨幅。



过去六个月以来，美元兑欧元、日元贬值 11%，兑英镑贬值 7.4%。

上周美元指数最低来到 75.767，比 2008 年 3 月史上最高的 70.698 高出 6.7%。

因投资者削减美元空头仓位，美元昨天进一步升离 14 个月低点。

不过，美元本周可能继续下挫，反映出投资者对非美元资产的偏好以及官方任由美元下滑的明显信号。

(资料来源：《联合早报》2009-10-13)

案例分析：

自布雷顿森林体系崩溃后，国际金融危机频繁爆发。在经历此次全球金融危机的过程中，各国也达成了一项重要共识：现行以美元主导的国际储备货币体系存在着重大缺陷和系统性风险，这是导致此次国际金融危机的根本制度性原因。现行国际储备货币体系是脆弱性和不公平的，对于新外围国家而言，现行国际储备货币体系的不公平性更甚于旧布雷顿森林体系。新外围国家通过大量积累美元储备对美国的过度消费提供融资补贴，使得全球经济失衡问题变得更为严重。在新的储备货币体系建立起来之前，分散美元储备是理性的选择。

我国国际储备的管理问题案例引入：

### 去年 12 月中国减持 342 亿美国国债

美国财政部 16 日公布的国际资本流动报告显示，2009 年 12 月份中国大幅减持 342 亿美元美国国债，至 7554 亿美元，此次减持为近年来规模最大的一次。与此同时，日本增持美国国债 115 亿美元至 7688 亿美元，一年多来首次超过中国成为持有美国国债最多的国家。

这意味着，2009 年全年我国增持的美国国债仅为 280 亿美元，增持步伐明显放慢。而 2008 年，我国增持的美国国债超过 2000 亿美元。

业内人士指出，去年 12 月份我国再次减持美国国债是在美元出现技术性反弹下做出的选择，并不意味着我国将大举减持美元资产。

中国外汇投资研究院院长谭雅玲指出，此次我国缩减美国国债的持有规模是在评估市场风险之后做出的选择，也和海外投资组合的结构性调整有关。当前我国减持美国国债并不意味着放弃投资美元资产。

“一方面，我国仍持有大量美元资产，放弃投资美元必然会对现有资产产生



不利影响；另一方面，从海外金融市场的品种来看，美国国债的稳定性、安全性和盈利性仍然比较好，尚未有一种货币能够取代美元的地位。”谭雅玲表示。

值得注意的是，虽然去年我国多个月份都选择了减持美国国债，但从去年2月份开始，我国持有的长期国债却持续不断上升，即使是在去年12月份当月仍增持了46亿美元。持有的美国短期国债余额总体保持下降，12月当月更是大幅减持388亿美元，致使所持短债占比从2009年5月份的26.6%一路下滑至年底的9.6%。

分析人士认为，去年12月份中国大幅减持美国短期国债在很大程度上缘于债券到期。中国继续购买期限在一年以上的美国国债，说明当前多种经济数据和市场信号都在支撑人们对美债市场的信心，对美元贬值以及长期通胀上升的忧虑当下已得到一定缓解。

（资料来源：2010年02月22日 04:15 中国证券网—上海证券报）

案例分析：

一直以来，对于中国外汇储备如何运用颇具争议。特别是国内一些民众以及专家对大量购买美国国债颇有微词。在外汇储备使用中，中国购买美国国债占三分之一还多，2009年4月份达到7635亿美元，成为美国第一大债主。把这么多的“鸡蛋”放在一个篮子里是不科学的；再加上金融危机以来，美国经济陷入深度衰退，人们对美国国债的安全性担忧更大，这是4月份中国减持美国国债44亿美元备受社会各界关注的原因。是继续购买还是减持美国国债问题，要完全根据中国的需要，完全根据外汇储备是否安全、增值的目的而为之。