

JINRONG TOUZI YU TOUJI

金融投资与投机

下 卷

法律·经济大全
青苹果电子图书系列

《金融投资与投机》

(下卷)

罗锐韧 梁海鹏 主编

第八篇 黄金投资

第一章 黄金投资概述	(1606)
第一节 黄金的来龙去脉	(1606)
第二节 黄金的特性和作用	(1609)
一、流通性	(1609)
二、稀罕性	(1609)
三、耐久及延展性	(1609)
第三节 黄金投资的优点	(1611)
一、黄金是个人财产保值的投资工具	(1611)
二、投资黄金可以免税	(1612)
三、黄金不会折旧	(1612)
四、黄金是世界通行无阻的投资工具	(1613)
五、黄金是投资组合中的重要工具	(1613)
第二章 卖买金币和金饰品的技巧	(1614)
第一节 金币投资的利弊分析	(1614)
第二节 黄金的重量和成色标准	(1615)
第三节 金币的产销体系	(1616)
第四节 金币的面值与价格	(1617)
第五节 投资金币的种类和选择	(1618)
一、一般金币	(1619)
二、纪念金币	(1619)
三、白金金币	(1620)
第六节 几种主要金币的优劣比较	(1622)
第七节 金饰品投资技巧	(1623)
第八节 鉴定黄金与金饰品的技巧	(1624)
一、用试金石鉴定法	(1624)
二、比重测试法	(1625)

三、察看颜色测试法	(1625)
四、火烧测试法	(1625)
五、掂试轻重法	(1625)
六、听音韵、看弹力法	(1625)
七、弯折测试法	(1626)
八、划痕测试法	(1626)
 第三章 买卖实金的技巧	(1627)
第一节 投资实金的利弊分析	(1627)
第二节 买卖金条的价差及其计算	(1628)
第三节 如何储存金条	(1630)
第四节 买卖港金的技巧	(1631)
第五节 买卖伦敦金的技巧	(1633)
第六节 纸黄金的投资技巧	(1634)
第七节 金条的品质及其鉴定	(1636)
 第四章 黄金期货交易实务	(1637)
第一节 黄金期货契约规则	(1637)
一、纽约商品交易所的黄金期货契约规则	(1637)
二、国际货币市场的黄金期货合约规则	(1638)
第二节 看懂期货价格表	(1638)
第三节 黄金期货交易的对冲策略	(1640)
一、卖出对冲策略	(1640)
二、买入对冲策略	(1641)
第四节 黄金期货交易的投机策略	(1642)
一、利多市场下的跨月套利(the bull spread)	(1643)
二、利空市场下的跨月套利(the bear spread)	(1643)
 第五章 黄金选择权交易实务	(1645)
第一节 黄金选择权的权价(期权费)	(1645)
一、内在价值	(1645)

二、时间价值	(1645)
第二节 黄金选择权的契约规则	(1646)
一、纽约商品交易所的黄金选择权契约规则	(1646)
二、国际货币市场的黄金选择权契约规则	(1647)
第三节 黄金选择权交易的作用	(1647)
一、用选择权交易对冲风险	(1647)
二、用选择权交易投机获利	(1648)
第四节 购买黄金选择权的策略	(1649)
一、已抛补购入选择权(covered purchase)	(1649)
二、锁住利润购买选择权	(1650)
第五节 发行黄金选择权的策略	(1651)
一、未抛补发行的策略	(1652)
二、已抛补发行的策略	(1653)
三、比例发行的策略	(1654)
四、持有实体金块而发行的策略	(1655)
 第六章 黄金市场行情的因素分析	(1657)
第一节 黄金的供求因素分析	(1657)
一、黄金的供给	(1657)
二、黄金的需求	(1661)
第二节 黄金价格的环境因素分析	(1664)
一、通货膨胀率	(1664)
二、美元汇率	(1664)
三、利率	(1664)
四、石油价格	(1665)
五、国际政治局势	(1665)
 第七章 黄金市场	(1666)
第一节 黄金市场概述	(1666)
一、黄金市场的种类	(1666)
二、形成黄金市场须具备的条件	(1667)
三、世界主要黄金市场	(1668)

四、黄金市场的参与者	(1669)
五、黄金市场上的交易商和经纪人	(1669)
六、为黄金市场交易提供服务的机构	(1670)
七、世界上主要的黄金期货市场	(1671)
八、世界主要黄金期权市场	(1672)
第二节 世界主要黄金市场	(1672)
一、伦敦黄金市场	(1672)
二、美国黄金市场	(1674)
三、苏黎士黄金市场	(1675)
四、新加坡黄金市场	(1676)
五、日本黄金市场	(1677)
六、香港黄金市场	(1678)

第九篇 外汇投资

第一章 外汇基础	(1681)
第一节 外汇及其应用	(1681)
一、外汇概述	(1681)
二、外汇的种类	(1682)
三、外汇的供求	(1683)
四、外汇的收付	(1683)
第二节 汇率	(1684)
一、汇率表示法	(1685)
二、汇率的种类	(1687)
第三节 汇率制度	(1689)
一、金本位体系下的固定汇率制	(1689)
二、布雷顿森林(Bretton Wood)体系下的固定汇率制	(1690)
三、浮动汇率制	(1691)

第四节 外汇市场	(1692)
一、外汇市场的参加者	(1692)
二、外汇市场业务概述	(1693)
第五节 国际资金融通市场	(1694)
一、国际货币市场	(1694)
二、国际资本市场	(1696)
 第二章 汇率的决定	(1698)
第一节 汇率决定和调整	(1698)
一、金本位制下的汇率决定和调整	(1698)
二、纸币流通下的汇率决定和调整	(1699)
三、汇率变动的影响	(1701)
第二节 西方主要汇率决定理论	(1703)
一、购买力平价说	(1704)
二、利率平价说	(1706)
三、国际收支说	(1707)
四、资产市场说	(1709)
 第三章 外汇市场概述	(1716)
第一节 什么是外汇市场	(1716)
一、外汇市场是进行货币买卖的市场	(1716)
二、外汇市场的形成和发展	(1716)
三、外汇的供求	(1717)
第二节 外汇市场分类	(1718)
一、按外汇交易的交割时间分类	(1718)
二、按外汇交易的范围分类	(1719)
三、按外汇市场的性质分类	(1719)
四、按外汇交易方式分类	(1719)
第三节 外汇市场的功能	(1720)
一、实现购买力的国际转移	(1720)
二、形成外汇汇率	(1721)
三、提供资金融通	(1721)

四、减少外汇风险	(1721)
五、作为国际金融活动的枢纽	(1721)
第四章 外汇市场的构成	(1722)
第一节 外汇市场的主体	(1722)
一、外汇银行	(1722)
二、外汇经纪人和外汇交易员	(1723)
三、一般顾客	(1724)
四、外汇投机者	(1725)
五、中央银行	(1725)
第二节 外汇市场的交易结构	(1726)
一、外汇市场的交易模式	(1726)
二、外汇市场交易的货币结构	(1726)
三、外汇市场的交易种类	(1727)
四、外汇市场的汇率结构	(1728)
第三节 外汇市场与货币市场	(1730)
一、外汇市场与货币市场的区别	(1730)
二、外汇市场与货币市场的联系	(1730)
第五章 金融机构与外汇市场的关系	(1732)
第一节 金融机构在外汇市场中的地位	(1732)
一、外汇银行是外汇市场的主体	(1732)
二、中央银行是外汇市场的监督者	(1733)
第二节 金融机构在外汇市场上的业务	(1735)
一、金融机构在外汇市场上要满足多方面外汇业务的需要	(1735)
二、金融机构在外汇主要交易范围内的业务	(1736)
第六章 世界主要外汇市场	(1743)
第一节 世界外汇市场概述	(1743)
一、世界外汇市场从空间和时间上联为了整体	(1743)
二、世界外汇市场交易规模迅速膨胀	(1744)

三、世界外汇市场金融创新层出不穷	(1744)
四、世界外汇市场上政府干预加强	(1744)
五、世界外汇市场间汇差日趋缩小	(1745)
第二节 纽约外汇市场	(1745)
一、构成	(1745)
二、交易的币种	(1747)
三、市场中的政府干预	(1747)
第三节 伦敦外汇市场	(1749)
一、形成与发展	(1749)
二、构成	(1749)
三、交易	(1750)
第四节 东京外汇市场	(1751)
一、形成和发展	(1751)
二、构成	(1751)
三、交易	(1752)
四、外汇银行的市场操作	(1753)
五、市场上的政府干预	(1753)
第五节 法兰克福外汇市场	(1754)
一、形式和发展	(1754)
二、构成	(1755)
三、交易	(1756)
第六节 苏黎世外汇市场	(1756)
一、形成和发展	(1756)
二、构成及交易情况	(1757)
第七节 香港外汇市场	(1757)
一、形成和发展	(1757)
二、特点	(1758)
三、交易	(1760)
第八节 新加坡外汇市场	(1761)
一、形成和发展	(1761)
二、构成	(1762)
三、交易	(1763)

第七章 中国外汇市场	(1765)
第一节 中国外汇市场的演变	(1765)
一、外汇调剂市场阶段	(1765)
二、汇率并轨与银行间外汇交易市场的建立	(1766)
第二节 中国外汇市场的运作	(1767)
一、外汇调剂市场阶段的运作	(1767)
二、银行间外汇交易市场的运作	(1769)
第八章 外汇交易	(1771)
第一节 外汇交易的种类	(1771)
第二节 外汇交易的报价形式	(1776)
一、直接标价法和间接标价法	(1776)
二、外汇汇率的分类	(1777)
三、路透社外汇交易系统报价公式	(1779)
第三节 外汇交易的技巧	(1781)
第四节 外汇交易的传统类型	(1785)
一、即期外汇交易	(1785)
二、远期外汇交易	(1786)
三、择期外汇交易	(1787)
四、调期外汇交易	(1788)
第五节 货币期权交易	(1789)
一、期权的定义	(1789)
二、期权的种类	(1789)
三、期权交易的两种基本合同和合同双方的损益	(1790)
四、期权费的决定因素	(1793)
第六节 货币期货交易	(1794)
一、货币期货与远期交易的区别	(1794)
二、外币期货合同的按市定价计算	(1796)
第七节 货币投机交易	(1796)
一、投机性即期交易	(1797)
二、交叉套汇	(1797)
三、运用其他货币交易手段进行投机	(1798)

四、保证金交易	(1798)
第八节 外汇交易案例精选	(1799)
一、索罗斯战胜英格兰银行先见于未萌	(1799)
二、东南亚金融危机背后的狙击手第一个猎物——泰国	(1810)
第九节 中国的外汇投机与防治	(1823)
一、外汇违规交易的主要表现	(1823)
二、加重对外汇投机行为的处罚	(1826)
第九章 外汇风险	(1827)
第一节 外汇风险的概念和种类	(1827)
一、外汇风险概念	(1827)
二、外汇风险种类	(1828)
第二节 外汇风险对国民经济的影响	(1830)
一、外汇风险的宏观影响	(1830)
二、外汇风险的微观影响	(1835)
第三节 外汇风险的成因	(1836)
一、汇率制度	(1837)
二、会计制度	(1838)
三、财政货币政策	(1838)
四、市场经济结构	(1839)
五、国家政治体系	(1840)
六、微观经济活动外汇风险	(1841)
第十章 外汇风险管理	(1842)
第一节 外汇风险测量	(1842)
一、外汇风险测量的前提	(1842)
二、会计折算风险的测量	(1845)
三、外汇交易风险的测量	(1845)
四、经济风险的测量	(1845)
第二节 汇率预测	(1848)
一、德尔菲专家预测法	(1849)
二、图表分析法	(1851)

三、计量经济学方法	(1856)
第三节 外汇风险管理战略	(1861)
一、外汇风险管理原则	(1861)
二、外汇风险管理态度	(1862)
三、外汇风险管理战术与措施	(1862)
第四节 我国的外汇管理战略	(1865)
一、建立我国外汇风险管理战略的必要性	(1865)
二、我国外汇风险管理战略构想	(1866)
附录 外汇投资最新法规	(1868)
国务院关于修改《中华人民共和国外汇管理条例》的决定	(1868)
中华人民共和国外汇管理条例	(1869)
贸易进口付汇核销监管暂行办法	(1874)
国家外汇管理局有关方面负责人就中有关问题答记者问《贸易进口付 汇核销监管暂行办法》	(1877)
国家外汇管理局、海关总署关于对携带外汇进出境管理的规定	(1879)
关于加强中资企业境外机构融资管理的通知	(1880)
境外进行项目融资管理暂行办法国家计划委员会国家外汇管理局	(1881)
国家外汇管理局检查处理违反外汇管理行为办案程序	(1883)
关于金融机构经营本外币业务统一发放许可证的通知	(1890)
经常项目外汇结汇管理办法	(1891)
境内外汇帐户管理规定	(1893)
境内外汇划转管理暂行规定	(1899)
国家外汇管理局决定提高境内居民个人因私兑换外汇标准	(1901)
中资企业保留限额外汇收入操作规程	(1901)
关于出口收汇核销问题的补充规定	(1903)
关于出具出口收汇核销专用联有关问题的规定	(1904)
《境内机构借用国际商业贷款管理办法》	(1906)
境内机构发行外币债券管理办法	(1912)

第十篇 租赁投资

第一章 租赁概述	(1917)
第一节 租赁的概念和意义	(1917)
一、租赁的基本概念	(1917)
二、中国对租赁的定义	(1918)
第二节 租赁的性质与特征	(1919)
一、融资租赁的性质	(1919)
二、租赁的特征	(1920)
三、租赁与分期付款及贷款购买的区别	(1921)
第三节 租赁的优点	(1922)
第四节 租赁的产生和发展	(1924)
一、现代租赁业发展简况	(1924)
二、现代世界租赁业的特点	(1925)
三、现代租赁业的发展趋势	(1926)
第五节 中国租赁业务的发展与现状	(1927)
一、中国租赁业务的产生	(1927)
二、中国租赁业务的发展	(1927)
三、中国租赁业务的经营范围	(1928)
四、中国主要租赁公司简介	(1928)
第二章 租赁的种类	(1930)
第一节 融资性租赁和经营性租赁	(1930)
一、融资性租赁	(1930)
二、经营性租赁 (operating lease)	(1933)
第二节 节税租赁和销售式租赁	(1934)
一、节税租赁	(1935)
二、租购或有条件的销售式租赁	(1935)
第三节 杠杆租赁和单一投资租赁	(1936)

一、杠杆租赁的定义	(1936)
二、杠杆租赁的当事人	(1937)
三、杠杆租赁的交易程序	(1938)
四、合同文本	(1940)
五、杠杆租赁的好处	(1941)
第四节 直接租赁、转租赁和售后回租	(1942)
一、直接租赁	(1942)
二、转租赁	(1942)
三、回租	(1943)
第五节 总租	(1944)
 第三章 租赁合同	(1945)
第一节 租赁合同的特点	(1945)
一、出租人保有租赁资产的所有权	(1945)
二、租赁合同的标的属特定物	(1945)
三、租赁合同是关于财产使用的合同	(1946)
四、租赁合同是一种继续性合同	(1946)
第二节 签订租赁合同的程序	(1946)
一、订立租赁合同的一般程序	(1946)
二、租赁合同的履行	(1947)
第三节 租赁合同的终止及违约处理	(1947)
一、租赁合同的终止	(1947)
二、租赁合同的违约处理	(1948)
第四节 企业租赁经营合同及主要条款	(1949)
一、企业租赁经营合同	(1949)
二、企业租赁经营合同的主要条款	(1950)
第五节 融资租赁合同及主要条款	(1950)
一、供货合同及主要条款	(1950)
二、融资租赁合同及主要条款	(1951)
三、融资租赁合同当事人的权利和义务	(1951)
四、融资租赁合同当事人的法律责任	(1951)
第六节 服务性租赁、房屋租赁合同及主要条款	(1958)
一、服务性租赁合同	(1958)

二、服务性租赁合同的主要条款	(1959)
三、房屋租赁合同	(1959)
四、房屋租赁合同的主要条款	(1959)
 第四章 租 金	(1960)
第一节 租金的构成	(1960)
一、租金的构成	(1960)
二、影响租金的因素	(1961)
第二节 租金的支付方式及计算方法	(1961)
第三节 企业租赁中租金的构成及其计租方法	(1965)
一、确定租金应考虑的因素	(1965)
二、计算租金的方法	(1966)
 第五章 租赁与购买决策分析	(1969)
第一节 影响租赁或购买决策的主要因素	(1969)
第二节 资金的时间价值	(1970)
一、复利的基本概念	(1970)
二、复利计算公式	(1971)
第三节 租赁的节税优惠	(1976)
一、投资税减免	(1976)
二、折旧	(1977)
三、利息费用	(1978)
第四节 租赁与自有资金购买比较	(1978)
第五节 租赁与贷款资金购买比较	(1979)
一、在不考虑税收情况下的比较	(1979)
二、在考虑税收影响下的比较	(1979)
第六节 承租人采用租赁的优缺点比较	(1981)
一、租赁的优点	(1981)
二、租赁的缺点	(1982)
 第六章 租赁的程序	(1983)
第一节 租赁谈判	(1983)

一、技术谈判	(1983)
二、商务谈判	(1984)
第二节 租赁招标书	(1984)
第三节 租赁项目建议书	(1985)
第四节 租赁合同	(1987)
第五节 租赁价格与交付	(1990)
一、租赁保证金	(1990)
二、租金	(1990)
三、担保费	(1991)
四、租金的计算	(1991)
五、租金的支付	(1993)
 第七章 国际租赁	(1995)
第一节 国际租赁的现状	(1995)
第二节 直接购买进口租赁的业务程序和方法	(1996)
第三节 进口转租赁的业务程序和方法	(1999)
第四节 进口返租赁的业务程序和方法	(2000)
 第八章 租赁融资渠道及方式	(2002)
第一节 人民币资金的融通	(2002)
一、中国的银行体制改革	(2002)
二、政策性银行	(2003)
三、商业性银行和其他金融机构	(2003)
第二节 外汇资金的来源	(2004)
一、国际金融市场	(2004)
二、外汇资金存款	(2006)
第三节 融通外汇资金的主要方式	(2006)
一、直接贷款	(2006)
二、发行国际债券	(2007)
第四节 融资利率和汇率	(2008)
一、利率问题	(2008)
二、汇率问题	(2009)

第五节 融资风险管理 (2010)

 一、筹资风险和管理 (2010)

 二、投资风险和管理 (2011)

 三、外汇风险管理 (2013)

第九章 租赁的法律问题 (2014)

第一节 国外租赁立法概况 (2014)

第二节 我国法律对租赁的调整 (2015)

 一、租赁属于民法和经济合同法调整的范围 (2015)

 二、租赁应遵循的法律原则 (2015)

 三、租赁法律关系的主体、内容、客体 (2016)

第三节 租赁合同的法律特征及保障 (2016)

 一、租赁合同的法律特征 (2016)

 二、租赁合同的公证 (2017)

第四节 金融租赁欺诈犯罪与防范 (2018)

 一、金融租赁欺诈的含义 (2018)

 二、金融租赁欺诈案例分析 (2019)

 三、我国金融租赁欺诈犯罪的防范 (2019)

第十一篇 股票投资

第一章 股票基础 (2023)

第一节 股份公司 (2023)

 一、公司的四种形式 (2023)

 二、股份有限公司的特征 (2024)

 三、股份有限公司的组织机构 (2025)

 四、股份有限公司的设立 (2026)

第二节 股票及其性质和特征 (2027)

一、股票的概念	(2027)
二、股票的性质	(2027)
三、股票的特征	(2028)
第三节 股票的种类	(2028)
一、普通股和优先股	(2028)
二、记名股票与无记名股票	(2029)
三、面值股票与无面值股票	(2029)
四、国家股、法人股和个人股	(2029)
五、其他分类	(2030)
 第二章 股票的发行与交易	 (2031)
第一节 股票的发行	(2031)
一、股票发行的条件	(2031)
二、股票发行的程序	(2031)
三、股票发行价格	(2032)
四、股票的发售方式	(2032)
五、投资者认购股票的方式	(2033)
第二节 股票的交易	(2033)
一、股票交易市场	(2033)
二、股票的上市	(2034)
三、股票交易的成交原则	(2034)
四、股票交易的竞价方式	(2034)
五、股票交易的单位和时间	(2035)
六、股票交易的费用	(2035)
第三节 进行股票交易的具体程序	(2036)
一、证券帐户和资金帐户的开立	(2036)
二、股票的委托买卖	(2036)
三、股票的清算交割和过户	(2037)
四、股票的分红派息	(2037)
五、深圳“8·10”事件	(2038)
六、美国的两次概念股投机狂潮	(2040)

第三章 股票价格与股价指数	(2044)
第一节 股票的价值和价格	(2044)
一、股票的面值	(2044)
二、股票的帐面价值	(2044)
三、清算价值	(2045)
四、市场价格	(2045)
第二节 股票价格的决定	(2045)
一、股票价格的微观决定因素	(2046)
二、股票价格的宏观经济影响因素	(2046)
三、股票价格的社会政治影响因素	(2046)
四、股票价格的技术性影响因素	(2047)
第三节 股票价格指数及其计算	(2047)
一、股票价格指数	(2047)
二、股票价格指数的计算步骤	(2047)
三、股票价格指数的计算方法	(2048)
第四节 我国股价指数的发展	(2049)
一、股价指数的意义和在社会经济中的作用	(2049)
二、我国股价指数发展概述	(2051)
三、我国股价指数计算的一些特点	(2055)
第五节 股市行情	(2057)
一、静态行情	(2058)
二、实时动态行情	(2058)
第六节 股票市场案例精选	(2059)
一、触目惊心——美国 1929 年的股灾	(2059)
二、“黑色星期一”——1987 年美国股灾	(2063)
三、“不堪回首”——中国股市第一次暴跌	(2066)
四、1990 年台湾股市惊涛骇浪	(2074)
五、香港的股灾	(2078)
第四章 股票投资的收益与风险	(2085)
第一节 股票投资的收益	(2085)
一、股票投资收益的构成	(2085)

二、股利支付及其种类	(2086)
三、股票投资收益率的计算	(2086)
四、市盈率及其运用	(2087)
第二节 股票投资的风险	(2087)
一、股票投资风险的概念	(2087)
二、股票投资风险的分类	(2088)
三、股票投资风险的评估	(2089)
第三节 反风险策略	(2090)
 第五章 股票投资的宏观经济分析	(2092)
第一节 国民经济基本状况分析	(2092)
一、国民生产总值与股价	(2092)
二、经济周期与股价	(2093)
三、通货膨胀与股价	(2093)
四、对外贸易与股价	(2094)
第二节 金融环境分析	(2094)
一、利率与股价	(2094)
二、货币供应量与股价	(2095)
三、汇率与股价	(2095)
第三节 政策法规环境分析	(2096)
一、财政政策与股价	(2096)
二、货币政策与股价	(2096)
三、产业政策与股价	(2097)
四、证券法规与股价	(2098)
第四节 社会政治环境分析	(2098)
第五节 投资者——人的分析	(2099)
一、投资条件分析	(2099)
二、投资行为分析	(2099)
三、投资心理分析	(2099)
 第六章 行业分析	(2100)
第一节 行业市场结构类型分析	(2100)

一、市场结构类型的划分	(2100)
二、各类型特征分析	(2101)
第二节 行业生命周期分析	(2101)
一、行业生命周期概念	(2101)
二、周期过程与特征的具体分析	(2102)
三、两点补充说明	(2102)
第三节 行业性质分析	(2103)
一、依照商品形态	(2103)
二、依照需求形态	(2103)
三、依照生产形态	(2103)
第四节 外部因素对行业的影响	(2103)
一、相关行业变动的影响	(2104)
二、政府干预的影响	(2104)
 第七章 公司分析	(2105)
第一节 公司的行业状况分析	(2105)
第二节 公司的态势及其评估	(2106)
一、公司态势分析	(2106)
二、公司态势的评估	(2107)
第三节 公司经营结构与绩效分析	(2108)
一、公司的经营结构分析	(2108)
二、公司的经营绩效分析	(2109)
第四节 公司产品分析	(2110)
一、产品的生命周期	(2110)
二、产品流通结构	(2110)
三、产品需求结构	(2111)
四、产品分析的其他方面	(2111)
第五节 公司利润水平与股价关系分析	(2111)
第六节 公司行为分析	(2112)
一、公司行为的概念	(2112)
二、优秀公司的行为特征	(2112)

第八章 公司财务分析	(2114)
第一节 财务报表的形式和内容	(2114)
一、损益表	(2114)
二、资产负债表	(2114)
三、财务状况变动表	(2118)
第二节 财务报表的分析方法	(2123)
一、财务报表分析的目的	(2123)
二、财务报表分析的方法	(2123)
三、财务报表的趋势分析	(2124)
第三节 从比率分析判断公司经营状况	(2126)
一、流动财务状况比率	(2127)
二、长期财务状况比率	(2128)
三、资产运用效率比率	(2129)
四、获利能力比率	(2131)
五、比率分析小结	(2131)
第四节 小心财务陷阱	(2132)
一、会计处理方法的差异	(2132)
二、通货膨胀的影响	(2133)
三、人为粉饰的迷惑	(2134)
四、成果解释的困惑	(2134)
五、案例:深圳发展银行基本分析(1995 年)	(2134)
第九章 K 线理论	(2141)
第一节 K 线的画法和主要形状	(2141)
一、K 线的画法	(2141)
二、K 线的主要形状	(2142)
第二节 K 线的组合应用	(2143)
一、单独一根 K 线的应用	(2144)
二、由两根 K 线的组合推测行情	(2149)
三、由三根 K 线推测市场行情	(2151)
第三节 应用 K 线组合应注意的问题	(2156)

第十章 移动平均线理论	(2157)
第一节 移动平均线概述	(2157)
一、移动平均线的概念及计算	(2157)
二、移动平均线的转点和交叉	(2158)
三、移动平均线的特征与作用	(2159)
第二节 移动平均线应用基本法则	(2160)
一、葛南维移动平均线四大买进法则	(2160)
二、葛南维移动平均线四大卖出法则	(2161)
第三节 移动平均线与股市进出时机	(2162)
一、移动平均线与买入时机	(2162)
二、移动平均线与卖出时机	(2163)
第四节 移动平均线的优缺点	(2164)
一、移动平均线的优点	(2164)
二、移动平均线的缺点	(2164)
第十一章 波浪理论	(2165)
第一节 波浪理论概述	(2165)
一、波浪的概念	(2165)
二、波浪理论的基本特点	(2166)
三、波浪的个性	(2168)
第二节 数浪的关键——铁律与规则	(2169)
一、波浪理论的铁律	(2169)
二、波浪理论的指导性规则	(2170)
三、铁律与规则应用示例	(2171)
第三节 波浪形态解析	(2173)
一、推动浪的形态	(2174)
二、调整浪的形态	(2178)
三、调整浪形态对后市的启示	(2183)
第十二章 趋势与形态分析	(2184)
第一节 趋势与形态	(21—84)

一、趋势及其种类	(2184)
二、趋势线	(2185)
三、形态的一般特性	(2187)
第二节 转势形态及其市场策略	(2188)
一、头肩顶与头肩底	(2188)
二、双顶与双底	(2190)
三、V 形	(2191)
四、圆顶与圆底	(2193)
第三节 盘整形态及其市场策略	(2194)
一、三角形	(2194)
二、箱形、旗形、楔形和钻石形	(2197)
第四节 形态运用精要——最后的提示	(2199)
一、卖出股票的信号	(2199)
二、买进股票的信号	(2200)
 第十三章 主要技术指标	 (2201)
第一节 从技术指标判断进出时机	(2201)
一、SAR	(2201)
二、ADR	(2202)
三、OBV	(2203)
第二节 运用技术指标中应注意的问题	(2205)
一、技术指标只是一种参考的工具	(2205)
二、把切线理论引入技术指标分析	(2205)
三、提高心理素质	(2205)
 第十四章 成交量分析	 (2206)
第一节 成交量里的市场秘密	(2206)
第二节 成交量与股价及股价指数的关系	(2207)
一、成交量与股价的关系	(2207)
二、成交量与股价指数的关系	(2208)
第三节 成交量分析的运用	(2208)

第十五章 战胜庄家	(2210)
第一节 洞悉庄家	(2210)
一、庄家如何炒作	(2210)
二、庄家常用战术	(2213)
三、案例	(2215)
第二节 战胜庄家	(2234)
一、发现吸筹,及时跟进	(2235)
二、面对洗盘,忍字当先	(2236)
三、戒贪下轿,落袋为安	(2237)
第十六章 涨跌板制下的操作	(2240)
第一节 涨跌停板制度及其历史沿革	(2240)
一、涨跌停板制度概述	(2240)
二、海外股市的涨跌停板制度	(2241)
三、沪、深股市涨跌停板制度的历史回顾	(2243)
第二节 涨跌停板制度下的市场特点	(2244)
一、涨跌停板制度下的交易特点	(2244)
二、涨跌停板制度下的价位填报特点	(2245)
第三节 涨跌板制度下的操作技巧	(2246)
一、涨跌停板制度下的选股与换股	(2246)
二、价格的选择	(2247)
三、新制度下的买卖策略	(2248)
第十七章 证券欺诈与防治	(2251)
第一节 证券欺诈	(2251)
一、证券欺诈概述	(2251)
二、内幕交易	(2257)
三、操纵证券市场	(2269)
四、妨害证券信息	(2279)
五、欺诈客户	(2282)
六、虚假陈述	(2289)

七、其他和证券欺诈相关的行为	(2298)
第二节 证券欺诈的法律责任	(2305)
一、警告	(2305)
二、罚款	(2305)
三、没收非法所获得的款项和其他非法所得	(2305)
四、停止或者取消发行证券的资格	(2305)
五、限制、暂停、撤销证券经营业务许可	(2306)
六、限制、暂停、撤销从事证券业务的许可	(2306)
七、暂停、取消上市资格	(2307)
八、责令退还非法所筹款项、责令退还非法所筹资金	(2307)
九、赔偿损失	(2307)
第三节 证券市场案例精选	(2307)
一、花若有情花亦老——郁金香球茎大恐慌	(2307)
二、金钱的疯狂——密西西比计划始末	(2311)
三、南海泡沫事件	(2317)
四、震惊华尔街的内幕交易	(2324)
五、俄罗斯 MMM 公司证券欺诈案	(2327)
六、“苏三山”股市诈骗风潮始末	(2329)
七、长虹事件	(2331)
八、原野事件	(2333)
附录 股票投资最新法规	(2335)
国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定	(2335)
督管理委员会关于证券交易所期货交易所做好审计工作的通知	(2339)
中国证券监督管理委员会关于 1996 年上市公司配股工作的通知	(2340)

第八篇

黄金投资

第一章 黄金投资概述

第一节 黄金的来龙去脉

从古至今,由东到西,流传着许许多多关于黄金的故事。在这些传说中,那黄灿灿的金子能使人发狂,能使一个民族兴盛,也能使一个国家毁灭。西方资本主义世界的兴起,便得益于黄金的刺激。

黄金在人类文明史中扮演了十分重要的角色,它是努比亚矿区悲剧的鉴证,置身于亚力山大和拿破仑时代的宫殿圆顶,遨游于浩瀚的太空。当第一个美国太空人漫步在太空中时,黄金覆满在连接太空人与双子星太空船的生命带上。在人类登上月球时,金箔保护着太空人所使用的器材,避免了这些器材因受到辐射而受损。

人类首次发现黄金的确切日期已不可考,不过,公元前 3500 年所制作的金杯及金饰,已在美索不达米亚(即现今的伊拉克)的乌尔城挖掘出土。约于同时期制作的黄金珠宝,也在埃及古墓中被发现。从这些出土物品的精致手工艺中,我们可以看出,制造黄金的技术在制作这些物品之前数百年就已得到发展了。

古时候,人们认为黄金具有不可取代的重要性,用黄金制成的手工艺品,广为人们所珍视。当时的黄金制品大多用于神圣的宗教祭典,这种黄色金属的灿烂光辉,曾使古埃及人联想起他们视为生命创造者而加以膜拜的太阳。人类对黄金的崇拜已有几千年的历史,远在美国进入农耕时代,黄金便开始奠定其地位。在埃及、中国、印度甚至于北美洲,莫不如此。据研究,这种崇拜与古代人对太阳的信赖有关。由于黄金的光泽类似太阳,而且几乎不会毁灭,因此被先民认为是“太阳的灵魂”以及可以“和太阳交流的权威”的象征。古埃及人非常崇拜黄金,黄金对他们具有宗教意义,3300 多年前,埃及王吐坦克哈曼就是被放在一具由纯金制成、重达 2450 磅的棺材中埋葬的。

南美洲已灭绝的印加帝国曾铸造为数极多的黄金制品。自从哥伦布发现了新大陆,欧洲人从那里掠夺了大量的黄金带回欧洲。近些年,在安底斯山附近出土的印加遗物中,仍有不少黄金制品。

大约公元前 550 年,第一枚金币被制造出来,利底亚(今土耳其西部)的克洛萨斯国王下令将其肖像铸印在每一枚金币上,因而铸造出了一种新的贸易媒介物,其价值由统治者做保证。渐渐地,黄金取代了贝壳、豆实、兽皮和牛羊牲口而成为新的价值单位。这种交易方式的改变,为此后几千年的货币交易制定奠定了良好的基础。

公元 1500 年左右,西班牙的征服者曾在墨西哥的阿芝特克及秘鲁的印加寻找黄金。在那个时候,关于有个黄金国的传说渐渐传开。传说中,这个国家的名字叫作爱尔·德拉多(ElDorado),意为镀金的国家,它的黄金就像沙石一样多。几个世纪以来,许多探险家曾寻找这个国家。加利福尼亚、澳大利亚、阿拉斯加和南非各地丰富金矿的发现,都曾使人们误以为这些地区就是黄金国。每一次的发现都激起一次采金热潮。

在黄金的开采史上,西方的殖民主义是一个十分重要的影响因素。人们为了寻找黄金,便不惧万难地去探险,发现、寻找他们所不知道的新地方。西班牙人曾到墨西哥寻找黄金与香料。但当他们一看到阿芝特克人所拥有的丰富的黄金宝藏后,便立即将香料的事全丢在脑后了,为了夺取蒙特瑞马及圭地莫克的黄金,他们不惜屠杀了 5 万多印第安人。在秘鲁,皮扎洛也制造了类似的悲剧,他带着军队侵入安底斯高地,掠夺了将近 13 吨的金制手工艺品。而为了便于将这些金制品运送回国,竟将所有的手工艺品全部熔化为金块,那些具有时代、民族和艺术性的文物珍品也就这样永远地从地球上消失了。

1792 年,美国成为第一个正式将黄金纳入货币系统的国家。1799 年,北卡罗莱纳州发现重要的金矿,美国成为第一次黄金热潮的发起国,1827 年乔治亚州又发现更多的黄金,这段时期所发现的黄金很可能是有史以来最多的。历史上最大的一次黄金热潮,发生于 1849 年的加州内华达山脉,当时约有 4 万多名投机者从遥远的澳大利亚、远东和欧洲赶到此地,在头两年内就挖出了 250 万盎司以上的黄金,到 1858 年黄金的开采量已增至 2400 万盎司,这种黄金热潮不但使挖金者致富,也蕴育了新的城市,产生了加州。成千上万的人在这种热潮过去后仍旧留下,继续建设未开发的地区。

1859 年“康斯特克”矿脉被人们发现,一个贫穷的爱尔兰矿工在内华达州维吉尼亚市附近发现了黄金,然后将这块矿区的请求购买权卖给了一个叫哈瑞·康斯特克的人,这个矿区就成为往后 20 年中美国黄金的主要产地,生产了价值将近 1.3 亿美元的黄金。1876 年,南达柯塔州又出现了一次黄金热潮,北美最大的金矿霍姆史跌克被发现。一直到今天,生产 30 万盎司黄金的霍姆史跌克金矿仍是美国最大的产金圣地。

在澳大利亚,一个名叫爱德华·哈格里夫的人发现了金矿,他的发现造成了一次空前绝后的淘金者大聚集,在不到 10 年的时间里,澳大利亚的人口从原来的 40 万人增加到 120 万人,最大的金块也于 1872 年在澳大利亚被人发现,这块金块重达 3000 盎司(超过 200 磅),被命名为“欢迎陌生人”。

1886 年,一位名叫哈里森的探矿人员,在现在的约翰内斯堡附近的一个农场中发现金矿,而为南非带来了它的黄金时代。哈里森仅从农场主人那里就获得了 30 美元的报酬,此后又获准拥有采矿权,不幸的是他不久就销声匿迹了,传闻是被一头狮子吃掉了。这次南非金矿的重大发现,使得前面的几次热潮都为之黯然失色,长 300 里的维瓦特斯兰矿脉对当时的采矿技术来说实在是太多了。

1896年,探矿者在育康河的克伦代克区发现金矿,这又造成了1897年开始的另一次黄金热潮,在1897年7月,斯加格威只不过是一个小码头。三个星期后,它成为一个拥有近4000人的城镇,一年之内,1万多位探矿者经由陆路从斯加格威经道森一道探测过去,只有2000人完成了旅程。有许多人在路上死于寒冷、饥饿或疾病;有些人则半途而废;也有一些人三天之内就淘到价值5000美元的黄金。一袋袋的黄金被人拿来当钱使用,人们提起袋子就可估计出黄金的价值。

黄金热潮促进了世界上许多地方的矿区及社区的发展,其中包括澳大利亚、南非、西非、马来西亚、墨西哥及西伯利亚等。

就在黄金热潮中,黄金逐渐与世界货币系统打成一片。1816年大不列颠成为第一个将货币值固定为对黄金兑率的国家,流通的金币和金条可以自由地与英格兰银行所发行的纸币兑换,纸币的发行使得个人之间使用金币作为交易工具的方式过时。但是黄金仍然是政府与中央银行最重要的准备媒介,并且很快就发展成为普遍地被公认的国际交易的媒介物。从第一次世界大战到本世纪30年代之间,通货膨胀迫使大部分的国家放弃了货币兑换黄金的制度,当时黄金的价格急速上涨,纸币的价值受到严重的打击。因此,英镑在1931年与黄金分离时就贬值了30%。二年之后,美国遭到严重的经济大萧条危机,罗斯福总统下令禁止个人拥有黄金,并将美元贬值40%。直到1944年黄金才又再度成为货币制度的一部分。由于“布雷顿森林”协定的签订,世界上所有的货币都以美元为基准按一定比例来兑换,而美金35元可兑换1盎司的黄金。“布雷顿森林”协定的规定在战后重建世界货币制度中发挥了重要作用,各国政府在搜集到足够数量的美元后即可随时兑换黄金。不过,个人不准拥有黄金的禁令仍然继续维持,以保护金价和新制定的货币兑换制度的稳定。到了本世纪60年代,美国国内相当猛烈的通货膨胀开始冲击“布雷顿森林”协定,大量的美元不断地流入外国政府手中,而这些国家在积集到足额美元之后,又将它兑换成黄金。在这种形势下,美国储备的黄金大为减少,并出现了一连串的抢购黄金、哄抬金价的风潮。为了维持黄金官价,抑制哄抢行为,美国政府和6个欧洲银行成立了伦敦黄金总库(中心),达成协议将黄金的价格稳定在每盎司35美元的阶段。黄金中心利用当时苏联大量抛售黄金的机会,吸纳了大量的黄金,巩固了基础。1967年英镑的危机冲垮了黄金中心,造成了市场对黄金的需求量增大,使该中心花费了约值30亿美元的黄金,才维持住了每盎司黄金35美元的表面价格。这种形势迫使黄金中心于1968年3月正式停止营业,而以黄金两价制度取而代之,在新制度下,黄金市场分为官方市场和“自由”(或民间)市场两种。官方市场的金价固定,作为政府之间交易支付和准备金的标准;自由市场的金价则依照供给和需求的情形自由变动,这种网开一面的价格立刻成为私人黄金交易的基准。

由于美国黄金储备数量的迅速下降,持有黄金的人与中央银行都急于将手中的美元兑换成黄金,致使又一次抢兑的狂潮。美国只得实行暂时停止人民兑换黄金权利的措施。最后,尼克松决定单方面取消“布雷顿森林”协定,于1971年停止了黄金与美元兑换的规定。

为了进一步削弱黄金的地位,全球推行了黄金非货币运动,并设立特别提款权来替代黄金作为国际储备。然而,由于黄金的历史地位以及世界的公认,黄金仍在一国的国际储备与对外支付中发挥重要作用。不少国家都大量收购黄金,扩大黄金储备量。其间,最重要的发

展是 1978 年欧洲货币系统的成立,这个系统的基础是建立在一个联合管理准备金中心之上,各国政府仍以部分黄金储备于中心,这是近些年来黄金又回到货币制度的第一次。然而,黄金是否再度成为一种货币标准?有待于时间来证明。但有一件事是已被时间证明了的,那就是在政治和经济不稳定的时候,持有黄金的人有福了。

第二节 黄金的特性和作用

一、流通性

千百年以来,黄金是人们主要的保值商品,是国际间的政府和私人之间交易及信用的工具。黄金不像钞票、证券等金融性资产那样受多种因素影响而造成通货膨胀,更不会因政治因素而贬值。黄金容易携带,而且是最容易兑现的资产,具有国际性的流通特性。

二、稀罕性

黄金的开采已逾 6000 年的历史,到目前为止仅开采了 10 万吨,把这些产量做成一个正立方体,每条边仅 17 米,与地球表面上已开采的其他金属相比较,黄金的开采比例是很小的。黄金在自然界中的存量本来就稀少,因此未来的供应量必有限。目前,世界每年黄金开采量大约为 1200 吨,相当于每条边约为 4 米的正立方体。

三、耐久及延展性

黄金不受环境因素影响而改变其外观,它不会褪色,不受腐蚀,不会生锈,能抗酸、抗碱,能永久保存,而且具有较好的延展性。用现代方法,可以将一盎司的黄金碾成足以遮盖 100 平方英尺面积的金箔,或拉成长 80 公里的金线,因此,黄金可以制出人们所希望的任何形状、样式;而且,由于黄金具有耐腐蚀不生锈的特点,使金制品可以永久地保持其造型。

由于黄金具有以上三个特性,因此黄金被广泛用于社会生活的各个领域。

首先,黄金具有货币的功能。世界各国都使用黄金作为国际间流通的货币,也接受以黄金来清偿债务。20 世纪初期,大多数国家都实行金本位制,因而,这些国家的纸币都可以以一定的兑换率兑换成黄金。在美国,每 1 美元纸币相当于 25.8 喱(或 1.67 克)黄金的价值。

1934 年,美元对黄金的价值降得相当低。美国于十多年前就放弃了金本位制。换句话说,美元不能再兑换成黄金。不过,一直到 70 年代中期,黄金仍作为衡量价值的标准。例如,在 1973 年 1 美元的价值被确认为等于 0.023684 盎司(即 0.552398 克)的纯金。这也就

是说,官方金价为每盎司 42.22 美元。但是从 1976 年起,美国政府不再设定美元的黄金价值了。黄金的价格也就随着市场需求的情况而升降。

当一个国家的货币不为另一个国家所接受时,这个国家就得使用它所储存的黄金来付款。

其次,黄金被人们用来作金饰,以美化生活。黄金与其他金属(如铜或银)组成的合金常被人们用来制造各种金饰。由黄金与其他金属(如白金、钯或银等)所组成的白合金是宝石戒指上最常见的镶座。

铜或银与金组成的合金可用来做金箔。其制作过程如下:将黄金熔化,做成金条,再经过滚筒碾压成 1/800 英寸(0.032 毫米)厚度的金带。将金带切成 1 英寸(2.5 厘米)见方大小的方块,夹于薄而粗糙的纸之间。堆了 210 片之后,以羊皮纸包起来,放在大理石块上,用一支重达 17 磅(7.7 公斤)的铁锤来敲打。

将金片打成 3.5 英寸(8.9 厘米)见方大小,再将每一片切成 4 个正方形,分别夹进膜皮间。此种膜皮就叫作金箔匠的薄皮,是由牛肠作成的。然后用一条 10 磅(4.5 公斤)重的铁锤再敲打 20 分钟。

再将金片拿出来切成 4 块,后用一支 7 磅(3.2 公斤)的锤子敲打。不断反复此程序,经过约 4 个钟头后,金片就已薄到光线都可以穿透的程度了——大约二十万分之一英寸(0.000127 公厘)厚。用木镊子夹起金片,放在皮垫上,以一把藤制的小刀把金片修剪成为 3.5 英寸(8.9 厘米)见方大小,所得的就是金箔了。25 片金箔算一“书”(Book),卖的时候以 20 书为一单位出售。金箔主要用于字体的烫金或其他金属的镀金。牙医也用它来填塞牙齿。金的其他二种形式,金丸及海绵金(sponge gold),也使用于牙医业。一种叫作“卡西尔紫紫色”(purple of cassius)的沉淀状态黄金,可用来制作红色玻璃。金花边的制作是以很细的黄金绕着丝缠起来的。

黄金不仅可用于铸造金饰,还能用来治病。以金制剂治疗类风湿性关节炎的金疗法被目前医学界认为极有价值,不可或缺。类风湿性关节炎是种免疫性疾病,患者多为中年人,病状是手指关节变形,膝关节腔变窄,严重者无法行动。将黄金和水所组成的金制剂注入深部肌肉,便可以阻断风湿性关节炎的病程。

黄金延展性极佳,可以打制得薄如蝉翼,透过光线,又能反射阳光,节省冷气耗电量,并能储备能源。太空人所戴的面罩也含有金的成分,以保护太空人的头部。

黄金可以溶解于油中,将含金的油涂在玻璃上加热,油逐渐挥发之后,剩下的便是五百万分之一英寸厚的纯金。通常,玻璃杯上的图案以及香水瓶表面的金字就是用这种方法弄上去的。

由于黄金比重大、抗蚀性强、熔点高、导电性大,又具有极佳的延展性,可以镀在其它金属上,所以袖珍计算器、电视、时钟、电炉、烤面包机甚至电脑零件都少不了它。

镶牙用的金通常都是合金,黄金占 65~90%,银的成份占 5~12%,有时还加入少量的白金。

白金学名称为铂,是一种稀少而贵重的金属,它的颜色是白的,是仅次于金和银,常被人利用做手饰的金属,人们经常以它来镶戒指、耳环或做成手表的外壳。

黄金经过化学处理,也可以制成很敏感的炸药。

在每年所采到的黄金中,约有 75% 用的珠宝界。私人收藏的黄金数量非常庞大,约有 1.5 万~2 万吨。这些藏金,多以金币、金条、金块、金片等形式被收藏。

意大利西部古国伊特洛斯曾有若干著名的金匠,他们能在一只小碗的桃子图形上,洒上只有在显微境下才可看到的 13.7 万多颗金点,构成花瓣。

大约在公元前 550 年,吕底亚国王奇里斯第一个以黄金铸成钱币,上有赖马豆及象征国王的狮子等简略图案。此种金币目前尚有若干枚流传于世上。

第三节 黄金投资的优点

一、黄金是个人财产保值的投资工具。

无论个人从事何种投资,其目的都是想增加自己的财产。但是,个人财产的价值却会因种种原因承受贬值的损失。然而,投资黄金可以使你的财产得到保值,而免受贬值的风险。黄金的保值功能是从它在世界货币的地位,对抗通货膨胀、纸币贬值及政治动荡等方面体现出来的。

首先,黄金几乎是世界上唯一突破地域性及语言性限制的国际公认货币,人们可能会对一张美钞或港币感到陌生,但绝对不会不认识一块金子。世界各国曾不约而同地将黄金列为本土最重要的货币之一。

其次,黄金代表着最真实的价值——购买力。虽然在这段时间中,即使最坚强的货币也难逃脱通货膨胀的命运,但是黄金却具有永恒价值。为此,成千上万的人将黄金作为投资资产之一,而且将黄金作为抵抗通货膨胀压力的工具。黄金之所以能作为对付通货膨胀的保值工具,主要是因为它具有高度的流通性,不像投资房地产那样难以在短期内转让,全球的黄金交易,每天 24 小时都在进行中,它是最具流通能力的硬体资产。除了流通性,黄金的另一个受人青睐的特性就是黄金被允许在市场上自由交易时,它的价格与其它财物资产具有背道而驰的特点,这样投资黄金就可以保证其它财物资产的实际价值。过去历史上已证明,黄金与其他投资工具的价格背道而驰,它与货币的价值也是背道而驰的。例如,1979 及 1980 年,美国的通货膨胀率高达 12% 引发了黄金热潮。投资者为了保值,大量抢购黄金,造成金价节节高升。这个事例说明,黄金是對抗通货膨胀的有效保值工具。当纸币的购买力日渐衰落时,黄金不仅是最佳保值工具。而且还有增值的能力。

最后,黄金的保值作用,不仅在于对抗通货膨胀,而且对于在政治局热不稳定地区的人们来说,黄金是极重要的保值工具。在许多国家发生革命或举行大选时,经常对货币的价值进行重估,但不管发生了多么严重的经济危机或者是政治动荡不安,黄金的价值仍然不会降

低(通常反而会提高)。许多人都注意到了这一点,所以全世界有大量人士都利用黄金为拥有的资产保值,以防止政治风暴的来临。

二、投资黄金可以免税

我们在评价任何投资的经济效益时,必须以各种税后的获利率作为标准。但目前投资市场上,究竟有哪些投资是税赋最少的投资呢?是黄金投资。即使你持有上百甚至上千条的金条,也不会像不动产那样要缴纳一大堆税捐,连投资证券时必须缴纳的交易税,亦全免了。

我们常听到一些人在继承遗产后,因缴纳庞大遗产税而大感吃不消的事;高高兴兴地继承了父亲一大笔财产后,却又不得不痛心地卖掉一大半土地或房子等财产,借以缴纳遗产税。若如父亲在当初留下的不是土地,而是大量金条的话,那么其遗产便可尽得而不受损失。

有关这一点,欧洲人比我们懂得多了。当亲人临终时,大家当着法官或律师面继承保险库中的财产时,金库中可能会排列有股票证券、受益凭证、不动产所有权状以及金条、金块等各式财产,但常有人会偷偷移走金条、金块,以减少税务负担。即使是未成年的继承人也懂得这一手。因为他们从小就接受这种“启蒙教育”。

这种情形在日本也一样。因为黄金交易不必像不动产需要登记制度,所以税捐机关根本无法着手追踪金条买卖的来龙去脉,也没有办法加以课税。

因此在所有投资市场中,金条投资是在税捐方面获得最大优惠的对象之一,因此我们主张,黄金投资应该越早越好。

三、黄金不会折旧

即使是一流名牌汽车,若在购买后开过 50 米以上,就被认为是中古车而作价买卖。所谓耐久消费品,都从购买完成的刹那间起变成了二手货。不论冷气机、彩色电视、大型冰箱,甚至钢琴及高级家具,都不能例外。而变成了二手货,就表示这些商品的原有价值将大打折扣,尤其是商品的附加价值或经销的佣金愈高,其所打折扣率也愈大。

我们拥有财产,应以拥有时能继续增值者为最上乘,即使不增值,也必须继续维持在原有价值水平上。如果财产价值一天天减少的话,这就违反置产的原有目的,而是仅为生活享受变得多彩多姿,在别人面前夸耀的一种拙劣手段而已。

目前最受大众注目与信赖的财产是什么呢?这就是不动产,但这些在时下被认为最具价值的房屋与土地,也经常发生问题。比如套房投资,不但每月可收取房租,在过个 5~7 年后,还完全变为已有。但却没料到届时收回的房子已不堪使用,必须重新装修,否则以中古屋二手货予以出售,都没人敢要。况且,目前公寓投资的获利率已呈不稳定状态,而偿还贷款期间又都延长,等到全部偿还清楚,可能因房屋陈旧破损而不能使用,使其价值大打折扣。

也许有人认为,土地绝不会变成中古品二手货。但它仍有流失消逝的特点。例如,河川

边缘的土地,一旦遇到洪水或海水倒灌时,将在一夜之间消失得无影无踪。只有黄金永远不灭,就是遇到火烧熔化,也会在冷却后立即复原。即使是溶解于强烈化学药水中,经过复原处理便可立即变回成黄金。永不灭失的黄金,就是经过几百年、几千年,也绝不会变成中古品二手货而遭受价值损失。

四、黄金是世界通行无阻的投资工具

只要纯度在 99.5 以上,或有世界性信誉良好的银行或黄金自营商的公认标志与文字的黄金,不论你携带到天涯海角,都能依照当天伦敦金市行情的标准价格作买卖。

由于现代化通讯网遍及全世界,黄金才能在世界不同地方获得几乎一致的买卖价格。比如在伦敦市场议价 1 盎司 400 美元的金条售价,在苏黎世市场喊价为 420 美元的话,这个讯息在三分钟内会传遍世界各角落。于是全世界的黄金投机家们就把自己手边或在伦敦或在巴黎购到的黄金,一鼓气涌进苏黎世市场去。结果卖多买少,供需失衡,黄金行情当然也随之下跌到 400 美元而与伦敦市场看齐。因此,投资黄金可以使你在国际市场随时进行公开的买卖。

五、黄金是投资组合中的重要工具

在投资理论中,主张投资者不仅要追求高利润,而且要注意分散风险。分散投资,以减少风险,称为最佳投资策略。在使投资多样化中,最流行的谚语是:“不要把你的鸡蛋,全部放在一个篮子里。”换句话说,现代投资理论认为,应当把资产分别投放到各种金融产品中,比如股票、债券、商业契约、定期存款单以及黄金等贵金属、艺术品、房地产、石油、邮票等实物金融产品。

众多的投资理论中,都强调黄金投资的重要性,在传统性股票及债券资产中必须拥有黄金才是最佳策略。特别是在动荡不安的世界里,许多投资者都认为只有黄金才是最安全的资产。由于害怕传统的财物资产因货币政策等而面临困窘的局面,大家都一致把黄金作为投资组合中的重要组成部分。

传统的投资策略应该是金字塔形,以保守性资产作为金字塔的底层,以比较投机性的资产放在中间,风险最高的投资则放在塔顶。这种金字塔式的投资是非常盛行的观念,在金字塔中,黄金自然必不可少,只不过不同的人对资产的分配有差异,有的人把黄金放在最顶层,而大多数则把黄金作为基础部分,尤其是金条或金币。

由于黄金具有珍贵的保值功能,可以对抗通货膨胀及货币贬值的危险。因此黄金成为个人理财中最理想的靠山。比如当经济不稳,股市大跌之后,很自然地,人们都将注意力集中到黄金身上。因为他们认为,黄金具有永恒的价值,值得作为投资组合中的重要工具而长期持有。

总而言之,任何一位聪明的资产持有者,任何一位真正的投资者,都会毫不犹豫地持有黄金,把黄金纳入投资组合之中。换句话说,没有黄金的资产组合是不完整而且不稳定的。一旦你拥有黄金,无论遇到什么困难,哪怕是在战争、动荡的岁月,都能顺利渡过难关。同样,在投资组合中,利用黄金可以冲消风险,保证资产的价值,其原理后文将详细论述。

第二章 买卖金币和金饰品的技巧

第一节 金币投资的利弊分析

金币投资是黄金投资中广受欢迎的投资方法。这是因为,金币除了可作黄金用于保值,还有收藏价值,尤其是那些做工精细、图案精美的纪念性金币,既具有欣赏价值,又具有极大的增值价值。例如,我国1982年发行的熊猫金币,由于结合浮雕和两种不同的抛光和磨霜工艺,加上图中的熊猫形态优雅,在国际上很受欢迎,许多人都视为收藏珍品之一,由此导致中国熊猫金币的价格增值惊人,现价已为发行价的7倍以上,

购买金币是一种很方便的黄金投资途径,因为目前在市面流通的金币,都是国际上公认的金币,买卖方便,任何一家银行都有挂牌交易,而且它具有国际流通性。

金币内所含黄金的价格与国际市场的金块价格变化幅度并不一致,通常起伏波动更大。举个例子来说,金价曾在1980年1月21日创下每盎司850美元的纪录,但到1981年就惨跌至420美元左右,跌了一半。而金币由于发行数量有限,供不应求,所以价格能稳定而持续地上涨。比如:台湾国民党政府于1976年发行的一套(二枚)蒋介石90诞辰纪念金币,当时的出售价仅9500元台币(约合美元240元),到1981年在美国的金币市场上已卖到1300美元,价格上涨了4倍多,而比同期金块价格波动大得多。因此一般而言,不论是哪一种金币,只要其发行量不太多,且金币本身具有纪念价值,其价格只会不断上涨,与它的含金量几乎没有什么关系。反之,如果铸造量过多,情况可能就不一样了。

金币本身除了有黄金的价值以外,一般是年代愈久愈值钱(不过,最重要的还是稀罕的程度,年代久而数量仍多反不如年代不太久却极稀少来得值钱),又具有纪念价值,这是一般金块所没有的特性。

金币的单位价值可能超过同等重要和同等纯度的金块的数百倍,甚至于数千、数万倍。美国于1879年所铸造的4元金币样版含金量不到1/5盎司,净重不到0.6克,价值却高达7.5万美元。以目前每盎司330美元左右的金价,这些钱可以买到227盎司黄金。在这个

世界上的确很难再找到像金币这样体积如此小,收藏、携带如此方便,而价值却如此高的物品了。

每枚金币都是精雕细琢的艺术精品,迷人而珍贵,不但可以保值,还可以当成投资,或当成一种嗜好来收藏。它不像邮票,既不会破,也不会腐烂,不怕水火,不会生锈,可以世代相传,比投资房地产、股票更稳当。

由于金币的“额外价值”极高,近年来国际上形成了伪造古币的风气,因此,收集金币时必须准确鉴别每一个古币的真伪及确切年代。这虽然很麻烦,却是必不可少的程序。当然,毫无疑问,选择一位商誉良好而信用可靠的销售商对你收集金币的安全性非常重要。

极高的额外价值,使得金币脱手转让比较困难,如果你打算收集金币,必须要有资金积压(因变现不易)的思想准备。否则,如果因资金紧张而急于脱手,自然就难以卖到好价钱。

要尽量避免“私人发行币”。有时候,你可能会收到一些小册子,里面刊载有私人铸造厂和精炼商的广告。由于印刷和推销费很高,这些金币的“额外价格”也极高,用以补偿其推销宣传费用。收集者称这种买卖为“限量发行”,因为只有极少量的金币能被卖出。为了避免作不适当的投资,你应该避开私人发行品。万一新发行的金币十分迷人,你实在想拥有它时,那就应该向发行机构索取详细含金纯度的资料,比较一下所含黄金和它的售价,并注意鉴定其品质。

在钱币的收集市场上,还有一种种类极多的“徽章”。这种徽章通常是由政府、机构、甚至私人铸造来纪念某事。它们不是钱币,因而没有面额。徽章对某些收集者可能有许多吸引力,然而却是属于一种冒险和有疑问的投资。

第二节 黄金的重量和成色标准

一般来说,金可以分为白金和黄金。白金的化学名称为铂,即 P_t ; 黄金为 A_u 。黄金又可以分为生金和熟金。生金可以分为砂金和矿金。熟金分为纯金、赤金、色金。色金,是成色不足的黄金,有清金和混金之分。凡黄金中只含白银的,不管成色高低都称为清金。成色在 95% 的为赤黄色,80% 左右的为正黄色,70% 左右的为青黄色。人们常说:“七青、八黄、九五赤”,就是识别清金的口诀。混金,是指黄金内除含有白银外,还含有铜、铅、银等其它金属。通常含铜和银的多,含铅与其它金属的少。根据含金属成分不同,又分为大混金、小混金、K 金三种。美国与英国的金币,成色一般为 90%, 印度金币的成色高达 90% 以上。

成色,是金属货币、金银条块或饰品器物的含金纯度,一般以千分比来表示,也可以用百分比表示,有时也以“K”或“开”来表示。黄金的成色分为 24 成,1 成为 1 开(K),纯金为 24 开(K)

K 金也叫洋金,其成份除黄金外,还有铜、银等。其成色以“K”或“开”为计算单位。一般分为 22K、18K、14K、12K,也有 24K 的。

K 金的计算成色方法如下:

成色 = K 数 $\times$ 4.166% (每 K 含金量)

例如, 24k 金成色为: $24 \times 4.166\% = 99.98\%$

22K 金成色为: $22 \times 4.166\% = 91.65\%$

20K 金成色为: $20 \times 4.166\% = 83.32\%$

18K 金成色为: $18 \times 4.166\% = 74.99\%$

与任何物品一样,无论是金块、金条或金币,黄金都有其重量规格。国际上计算黄金、白银等贵金属的基本单位是金衡盎司。

第三节 金币的产销体系

金币从铸造发行到上市销售有其十分健全的渠道,此渠道如一个金字塔形的体系,其顶部为发行并铸造的国家,如加拿大、南非与美国等;而底部则为各种零售商。

即使金币流通性不如货币,并且有些金币的面值远超过它们所含黄金的价值,但它们都具有发行该金币国家政府所认可的法偿(Legal tender)货币的地位。例如,加拿大政府指定其金币的面值为 50 美元,并承认其 50 美元之法偿货币的地位;另外,美国金币面值的法偿地位也相同:每盎司金币为 50 美元;1/2 盎司金币为 25 美元;1/4 盎司金币为 10 美元;1/10 盎司金币为 5 美元等等。另一方面,虽然南非金币并无所谓面值,但仍然在南非官方具有法偿地位;而英国金币的情形也一样。

澳洲 100 皇冠金币,匈牙利 100 皇冠金币以及墨西哥 50 披索金币等等都会由各该国政府购回,重新印上原来的铸造日期,但这些金币均不具法偿地位。“法偿”的意义并不表示金币具有一般的流通性或者人们可以把金币当作钞票支付日常所需;相反地,它仅仅意味发行金币国家有义务购回。此外,具有法偿地位的金币甚至在许多州里被视为通货而不涉及课征销售税的问题。但就小额资本的投资者而言,购买 400 美元的金币就得缴付 20 美元的税,似乎也是一笔不容忽视的负担。而且将它卖给零售商人时,这笔税款也不会获得偿还。

此金字塔型体系的第二层包括一些主要的代理商。大多数的国家都会选择几家容易控制的公司作为它们所发行金币的主要代理商。就美国而言,这些主要的代理商包括: Moccatta 金属公司、Republic National Bank 与 J. Aron/Goldman Sachs 公司等。而事实上,它们都是属于批发商:它们将金币卖给金字塔型体系下次一级的商家以及一些主要的机构投资者。

这些发行金币的国家政府均会要求它们指定的几家主要代理商采取双向的市场买卖方式,无论何时市场有任何状况,它们都会以公平的价格将卖出去的金币予以买回。但这并不意味着,如果你有两枚南非或加拿大金币,并且每一枚欲卖 1000 美元,则你就可卖给这些主要的代理商。实际上,主要代理商不会与你有任何商业上的直接买卖,它们进行交易的对象只是更低一层的商家。

金字塔体系最底下一层就是次级的代理商(Secondary Distributors)——包括:贵金属的

零售店、国立经纪商、作为金融中心的银行(如纽约、芝加哥以及旧金山等城市银行)、大的金币商,以及地区性的批发商等。这些金币交易商从主要代理商那里购买一批金币,然后销售。例如,贵金属的零售商虽然也会卖金币给邻近的小零售店,但主要的还是以个别投资者为销售对象;国立经纪商与金融中心银行则以其个别客户与小额机构投资者为主要销售对象。

金币零售商店位于金币产、销金字塔形体系的最底层,它有众多的销售渠道。这些零售商店通常收取较高的酬金;同时,当它们获得金币时,已辗转经过某些人手中,而每一次,其附加酬金就会提高一些。但无论如何,这些零售商店是该体系中最重要的一部分,也正由于它们的普遍存在,使许多买者可以很方便地购得,并且在想出售时也很容易脱手。

这里需要提醒读者注意,购买金币是一种投资,因此在购买之前务必证实一下买卖对象的零售商店,其信用如何?是否保证将来在必要的时候将金币购回?这正如你对你的股票经纪人或商品期货经纪人所应具备的基本要求一样。此外,也如其他的各种投资一样,如果你与一位信誉良好的经纪人、银行或金币专卖店等买卖金币,则你不必对所买的金币的真实性有任何疑问。一位专业的金币商将很容易地辨别金币真伪;并且,事实上金币很受欢迎的一个特点就是,它很不容易伪造、仿冒。从金币精铸程度、厚度、直径、色泽以及重量等方面来辨别,若系贋币的话,绝瞒不过这些专业人士的眼光。因此,在那些信用可靠的专业金币商买卖金币是非常重要的。

第四节 金币的面值与价格

纯金币有多种规格,以适应不同投资者的需求。目前市面流通的金币一般有四种重量:即一盎司、半盎司、 $1/4$ 盎司和 $1/10$ 盎司,而我国的熊猫金币还有 $1/20$ 盎司的更小规格。比如,奥地利的 100 皇冠金币、匈牙利的 100 皇冠金币以及墨西哥的 50 披索金币都非常接近一盎司的重量,南非的“克鲁格兰德”以及加拿大的枫叶金币则恰好为一盎司。澳洲的鸿运金币和加拿大的枫叶金币都是标榜以千足黄金(99.99 金)铸成,即含金量为 99.99%,而美国的鹰扬金币的标榜则更实际一些,宣称其含金量为 91.67%,并解释说其每枚金币除指定含金量外,尚含银铜合金,其主要目的是使金币更加坚固,但这并不影响价值。

大多数金币的重量,都易于换算成当时的金价。纯金币的价值主要是视其所含黄金的纯度以及当时的金市行情而定。有些金币上有面值,有些则没有。比如加拿大新铸造的金币上有 500 加元的面额,这样,即使金价大幅度下跌;纯金币仍有某种程度的保障。不过,面额的多少对其售价并不起决定作用。

一枚金币的价值主要取决于其含金量的多寡及当时的金价,因为金币成本的最大部分是该金币所含的黄金本身。金币的价格除依照基本黄金价格的波动而上涨或下跌外,其价格还有其它决定的因素。购买金币时,最主要的考虑因素是“额外价格”,也叫“溢价”。所谓额外价格,是指纯金币所含的黄金价值与其出售价格之间的差额(即金币的售价包括黄金成

本和溢价在内),其主要来自金币铸造与行销的费用。与纪念金币相比,纯金币的额外价值要低得多。

由此,纯金币的价值除本身含有纯金外,还要附加金币的铸造等其它费用。同时这种升水费用随着市价的波动和市场的供求而变化,当金价大跌时,实金的负盘量大,升水费相应提高,反之金价上升时,升水费相应减少。

实际上,金币的交易与金条十分相似。像枫叶与鸿运金等最具代表性的流通金币,其批发价格通常是以当时黄金市场上现货价格加上1~3%的额外价格为准(其现货价格以当天伦敦黄金市场上第二次所议定的价格为参考标准)。至于金币的零售价,一般依据其规格的不同,附加3~9%不等的销售费用。通常,一盎司金币的售价是成本加3%的溢价;0.5盎司金币则添加5%;0.25盎司加7%,0.1盎司加9%。一般国际金贸报刊上会刊登金币每日的买卖价,不过国外有些报刊提供的只是批发价,而一般投资者是以零售价进行交易,所以要支付较高的溢价。

值得注意的是,各种纯金币的额外价格有很大的差异。当你想购买纯金币时,最好先打电话给你的销售商或亲临交易行,比较一下当时的额外价格,同时也应当考虑到纯金币出售所能收回的额外价格,通常,销售商会偿还一部分额外价格,不过其多寡是依据市场供需情况而浮动的。

除了额外价格,与金块投资一样,在购买某种金币之前,你还应该了解一下金币零售商、银行或经纪人的信用情况,明确他们是否愿意在日后购回所出售的金币,以免将来准备卖出时遭受损失。一位信誉良好的金币商通常会对其卖出的金币不附加任何条件(除了价格波动和应有的差价)予以买回。

零售商向你购回金币时,开出的价钱为出价,而先前出售金币给你时的价钱为要价,两个价格之间相差的数目称“差价”。

对于黄金投资者,他所关心的不仅是目前买入金币的成本多寡,同时也关心这些金币在将来欲卖出时的行情如何。因此,买卖差价也是投资者在决定购买金币时要考虑的基本要素。鉴于此,当你决定投资金币前,首先要留意买卖价的大小,看看是否划算。

第五节 投资金币的种类和选择

金币是黄金提炼后而形成的一种钱币状金块,其历史相当悠久,可以追溯到公元前六世纪。据考证,古希腊的吕底亚国王奇其斯曾在公元前550年左右铸造了一批金币,这些以天然合金(含有白银)铸成的豆粒状金锭上带有官方的戳记,标明其重量和成色。我国也早在公元前八世纪到七世纪间,由楚国铸造了一批形如四方形印章的金币。到了汉朝,金币已十分流行。可惜的是,由于战乱及暴君的搜刮(如王莽篡权之后曾大量搜刮全国流通的金币,熔得10多万公斤的黄金),今天我们所能见到的几乎都是清朝以后的金币。目前市场上流通的金币主要有一般金币、纪念金币和白金金币三种。

一、一般金币

一般金币也称“纯金币”或流通金币。保证其黄金含量的国家大量制造。“纯金币”，纯粹是以金块铸成钱币的样子，并无太多纪念价值，它主要是为了满足某些想拥有钱币状金块的人之需要而铸造的。其价格比黄金的价格稍高一些，铸造量较大，交易量也大，只注意重量，并不讲究年代、造币厂记号和制造的工艺水平及表面磨损情况等。

比较流行的纯金币有：加拿大的枫叶金币，美国的鹰扬金币，澳洲的鸿运金币，南非的富格林金币，智利的皇冠金币，前苏联的十卢布金币，英国伊莉莎白二世金币，土耳其的标准金币。这些纯金币以加拿大、南非、英国等所发行的较为著名。南非的富格林 1980 年一年内卖掉了 300 多万枚。英国伊莉莎白二世金币（有些人将这类金币归类为纪念性金币），历史最为悠久，从 1957 年到 1980 年的 24 年中一共发行了 14 次，其正面都是女王头像（1974 年以后的头像与以前稍有不同），背面都是圣乔治屠龙。我国 1982 年发行的熊猫金币，也颇受人们欢迎。

购买金币时，如果不是出于单纯的收藏爱好，而是兼及投资，那么，投资者便要考虑其流通性或变现能力。一般来说，由于大家的认可与接受，金币已逐渐受到大众的喜爱，特别是像枫叶、鸿运、鹰扬等广泛流通的金币，其变现能力更强。通常，各种金币受欢迎的程度，要视其价值、市场行销策略等多种因素而定。

就行销策略而言，与普通商品一样，各国机构为了增强各自金币的流通性与竞争力，在国际黄金市场上展开激烈的金币销售大战。如 1986 年底，当美国鹰扬金币面世时，主要代理商已了解市场的竞争对手实力强大，于是集中力量，把鹰扬币宣传为“真正属于美国人的金币”，首先攻占国内市场，挤进国际黄金市场。其实，鹰扬跟其主要竞争对手富格林的规格十分相似，以一盎司装金币为例，两者的总重量均为 1.0909 盎司（都含有足一盎司的黄金并与少量的铜混合），纯度都是 22K。至于其另外的竞争对手鸿运金币与枫叶金币，纯度均是 24K，且它们拥有庞大的销售网和强大的市场占有率，因此其变现能力较强。

金币的变现能力除与其本身的品质、价格（主要是溢价）和营销竞争力等因素有关外，还受国际政治经济环境的制约。比如，南非的富格林与加拿大的枫叶，可以说是最具有变现性的金币，然而 1985 年，由于南非政府的种族隔离政策，使世界上大多数国家对南非实施一连串的经济制裁，包括禁止南非富格林金币的买卖，阻止其流通，人为地削弱了该金币的变现能力，一下失去了与枫叶金币抗衡的金币地位。

二、纪念金币

纪念金币是收藏家征集的对象。与纯金币相比，纪念金币在发行时其价格比黄金本身的价值高得多，但由于其铸造精美，而且严格限量发行，这类金币经过多年以后，常常大幅度升值，其中除黄金本身的价值外，纪念价值也升值，收藏者常获双重的收益，因此购买这类金币的人极多。纪念金币从公元前 550 年到现代都有。最近这些年来，各国纷纷发行金币来

纪念本国历史上的重要事件,这类纪念性金币已从某种程度上取代了昔日流通过的金币,它们的主要目的是供人们欣赏和收藏。这类金币所具有的美感、历史意义、投资价值与教育价值已使越来越多的投资者产生兴趣。

纪念性金币的种类包括奥运金币、独立周年金币、节庆金币,为某种运动或计划而发行的金币、战争或战役纪念金币、总统就职或国王加冕金币、为纪念某种新发现而发行的金币、英女王在位(结婚)周年金币、著名人物逝世(或诞辰)纪念金币。

纯金币的发行目的主要是为了满足一些投资者想拥有钱币状金块的要求,而且其制造最通常都很庞大,在钱币收集者的眼中,纯金币是没有多少收藏价值的;纪念金币则不同,它们发行的主要目的是为了观赏和收藏,用以纪念历史人物或有重大意义的历史事件,其收藏价值很高。

纪念金币的价格虽然多少也受到金价的影响,但这种影响往往是次要的,这类金币的价值主要由四种因素决定:稀有的程度、年代的久远、原铸造发行量和品相的美感性。通常数量越稀有、年代越长久、品相等级越高的金币,其价格越昂贵。

另外,有些纯金币的价值也会随时间的推移而受上述四大因素的影响,也即是说某些以金币投资为目的的一次性限量发行的纯金币,可能会因其发行量有限、欣赏价值高而成为收藏者购买的对象,从而会大大提高其收藏纪念价值(像我国的熊猫金币便是如此)。因此,从这个意义上说,就整个历史时期而言,有些纯金币与纪念金币并没有严格的界限。

纪念金币由于具有较高的收藏价值、考究的手工与设计、发行量有限,使得它的售价比其实际含金量高得多,其“额外价值”要比纯金币的“额外价值”高出许多。举个例子来说,一枚纪念金币只含有价值 80 元的黄金,但却可能卖到 1000 元,这种情形对纯金币来说通常是不可能发生的事。当然,如果你认为年代久远的金币其“额外价值”高得没有道理,这是不明智的想法,因为它们确实非常稀少,“物以稀为贵”!

不过,如果你想投资近几年才发行的金币,便需要仔细考虑其“额外价值”因素了。因为新发行的纪念金币其情形往往并非如此,其“额外价值”的变化也各不相同。如像香港市面上的生肖金币,在十二生肖中,大部分都升值,其中龙、蛇、最高,升幅最多的达 220%,紧跟其后的是马,为 186%(也许是人们喜欢它的威猛),猪的升幅也有 157%,其它的羊、牛、鼠、虎,升幅不超过 100%,而猴则只有 8.3%,但是鸡、狗和兔却降低。这个例子说明新近发行的纪念币其“额外价值”变化幅度很大,有眼光的投资者可以择优选购获取较高的利润。

三、白金金币

市面上除了黄金金币,近年来也出现了白金金币。由于贵金属的投资者越来越认识到白金可能较黄金稀有,工业用途也胜过白银,因此自 1983 年一盎司白金金币上市以来,吸引了大量投资者。不过许多投资者仍惯性地认为黄金与白银可以对抗通货膨胀,而白金只被视为一种奇异金属。同时由于其价格波动太大,精明的投资者都避免沾手白金。所以白金虽然罕有,但其售价通常不及黄金,故在贵重金属历史中,白金只能称“小弟”。

以前白金并不受投资者的注意,直到 1983 年爱尔兰海的马恩岛铸造发行的一盎司贵族

(Noble)白金币面世后,白金币才开始在欧洲投资者中流行,后来该白金币又流入美国。但此币的出入价差很大,比如当白金现货价是 618 美元/盎司时,该金币的买入价为 632 美元,卖出价则为 647 美元。

到 1987 年,法国政府才开始在国际市场上推出白金币,其销售对象主要是收藏家,并非投资者。紧接着更多的国家开始铸造白金币,这使得爱好收集投资金币的人士有更多的选择。

纽约、苏黎士、香港是目前世界上的三大白金市场。但由于工业对白金需求的周期性以及白金本身供应的不稳定性(白金的主要供应者是南非,其次是原苏联,这些国家的政局不稳,直接影响白金的产量,导致金价波动,比如,1987 年初南非的政局动荡引起生产停滞,致使白金价格猛涨)。因此,白金币对有些投资者来说,价格波动正好有利于投机,利用价差赚钱;但对于大多数稳健的投资者而言,白金金币的投资风险较大,应较少介入。

下面是目前国际上流通最广泛的 10 种黄金金币,投资者可以参考表中的有关数据作出比较和选择,见表 8.2.1。

金币的交易与金条的交易很相似,其标准的参考价格决定于当天伦敦黄金市场上议定的价格。在零售价格方面,所附加的酬金大约在 2%至 8%之间,批发价格通常是在当时市场价格上再加 3%的酬金。

表 8.2.1 目前国际上流通最广泛的 10 种黄金金币

金币名称	发行国家	含金纯度	升级	含金重量(盎司)	买卖差价
鹰扬	美国	0.900	22K	1.00	10~15
富格林	南非	0.9167	22K	1.00	20~30
枫叶	加拿大	0.999	24K	1.00	10~15
披索	墨西哥	0.900	21.6K	1.206	10~20
Onza	墨西哥	0.900	21.6K	1.00	10~15
皇冠	奥地利	0.900	21.6K	0.98	10~15
皇冠	匈牙利	0.900	21.6K	0.98	10~15
皇冠	英国	0.916	22K	0.2354	10~15
鸿运	澳洲	0.999	24K	1.00	10~15
熊猫	中国	0.999	24K	1.001	20~40

投资金币应注意以下重要事项:

(1)首先要搞清楚,金币是否由国家或中央银行发行。有面额的,则有保证;否则,只能视为金章。

(2)发行量有多大,金币发行量愈少,愈有价值。其中,纪念金币发行量一般较少。升值潜力也较高。

(3)手工艺是否精美,图案是否受欢迎。据经验显示,金币图案中以动物和女性的形像较受人们青睐。

(4)留心潮流和市场趋势,重点关注某种或某几种金币的市场供求和变现性,将有助于你投资成功。

第六节 几种主要金币的优劣比较

奥地利 100 皇冠金币与匈牙利 100 皇冠金币较南非富格林金币和加拿大枫叶金币所附加酬金低。在零售价格方面,其附加的酬金大约仅为黄金现货价格的 3~5%。因此,在一开始时购买这两种金币,则可购得更多的黄金;但相对地,当你欲卖出时其售价也偏低。这两种金币的一个主要缺点就是它们缺乏法偿地位,其次在重量方面,两种金币均只含有 0.9802 盎司的黄金,这一点对于许多的买者在任何时候计算其价值时非常不方便,因为在计算个人所拥有黄金的价值上,以 1 盎司为单位进行计算,这两种金币的黄金含量只有 90%。

墨西哥 50 披索金币较上述奥地利及匈牙利金币更具有“变现性”,但比起加拿大枫叶金币与南非富格林金币的变现性仍然较为逊色。此外,上述两种欧洲金币其黄金含量均略微低于 1 盎司;而这种 50 披索金币(或简称“披索”)其含金量却相当高,每一枚金币含有 1.2057 盎司的黄金,并且由于它也是一种合金,故每一枚金币重达 1.3396 盎司。然而,也正因为其不符合标准规格(每枚金币含黄金 1 盎司),故逐渐受到许多投资者的屏弃。除非你随身携带计算机或者你的心算速度与计算机一样,否则在计算每一枚金币所含黄金的价值时,由于其数字为小数点以下四位数,故徒增许多计算上的困扰。然而,在市场上就其外型的设计及投资的潜力方面而言,它仍是颇具吸引力的一种金币。

墨西哥政府发现了这种旧的披索在重量上所带来的问题,于 1981 年推出了一种新的金币——称之为 Onza。就像其他许多受欢迎的金币一样,Onza 金币每一枚含金量也刚好为 1 盎司。但是 Onza 金币虽然克服了投资者在计算上的问题,其本身仍然存在一些问题。一些投资者认为:在铸造方面,它不如旧的 50 披索金币精致。结果,在市场上这种新的 Onza 金币并不畅销。

以上所提到的披索金币、加拿大枫叶金币、100 皇冠奥地利金币以及 100 皇冠匈牙利金币在外观上均为较深的黄色,而南非的富格林金币略呈淡红色。

美国在金币的铸造和销售方面起步较晚。最近几年来,美国才开始金币的铸造与发行,目前仍处于尝试阶段。美国有史以来的第一批金币是在 1978 年由国会授权铸造的金质奖章(而非流通金币)。特别的是,国会授权铸造一系列 21.6K(90%纯度)一盎司与 1/2 盎司的纪念性金币,这种金币被命名为“美国艺术金质奖章”,它是用来颁发给在艺术领域上有杰出成就的艺术家的,如马克·吐温、路易士·阿姆斯壮等人。这一系列金质奖章由 1980 年

开始每年发行,一直持续到 1984 年。

最主要的问题是这些奖章在销售上遭遇到难题。当时,购买这种纪念性金币的人必须以邮寄订单的方式订购,并且须等待政府亦以邮寄的方式交货,这样一来一往通常都需要一个月以上的时间。正由于这一缺点,使得该纪念性金币很明显地处于非常不利的地位,因为那些来自国外的金币在购买时当即交货,银货两讫,买者可立即拥有金币。1982 年美国财政部鉴于此问题,与当时一家有名的金币商行 J·阿让公司订立契约,利用其行销上的技术。阿让首先建立起分布广泛的代理商行销网路,并努力建立起商场上的名号“美国金币”(U. S. Gold)。但由于在当时这种奖章仍然不具法偿地位,因而严重地影响其销售与再销售的潜力。

第一批美国真正的金币是在 1985 年底由美国国会授权而于 1986 年秋天引进市场。这种金币就像富格林金币一样,其含金纯度为 91.67%;并且与加拿大枫叶金币一样,每一枚金币的面值为 50 美元,其面值也具有百分之百的法偿地位;此外,也像其他竞争者一样,在造型上除了以标准的一盎司规格为主流,同时也打造了各种不同规格的尺寸,如 1/2、1/4 与 1/10 盎司大小的金币。美国财政部还委托 Saint—Gaudens 设计一个较别致的图样—双鹰(double eagle),这种新的美国金币即为大家所熟悉的美国鹰扬金币。

第七节 金饰品投资技巧

古时候,只有皇帝、国王或大贵族才拥有珍贵的黄金饰品,金匠也因此成为所有工匠中最受人尊敬的工种。在现代经济高度发展的世界里,许多人都拥有金饰。由于金饰在美学上的吸引力是无可比拟的,因而越来越多的人对金饰产生了浓厚兴趣。投资黄金的人,多半以购买金饰为入市的开端。

购买金饰品是黄金投资的一种方式,金饰投资既可以欣赏,又可以兑换现金,是一种两全其美的好方法。

然而,当你真正进入黄金投资角色时就会明白,虽然金饰品所具有的古典吸引力使它成为无可比拟的佳品,但它并不是投资的好对象。不少拥有金饰的人都把自己的感情注入他们的金饰品之中,事实上将感情与投资混为一谈是一种危险的投资行为。此外,还有以下因素使得金饰品在黄金投资中成为一种比较差的投资方式。

首先,购买金饰品无法得到购买黄金条块所得到的品质。由于黄金是比较柔软的金属,自然无法用纯金来制造金饰,通常必须以合金来制造。纯金含量比例可分为 22、18、14、12 甚至 10K。14K 是最普遍的金饰纯度。其次,从金块到金饰品,金匠们投入了一番心血,这将记入金饰品成本;另外,在运送成品到销售店时,金饰也会被课以重税,同时还要加上制造商、批发商及零售商的利润。这样,价值 1 元的黄金,变成金饰品时,其价格会增加到好几元(通常为 7 元左右)。当你危难之时出售金饰品,金行只按其黄金价值购买,这样你不仅不可能收回这些额外的费用,而且可能还需付出精炼费。

投资金饰品虽然有费用高、流通性差、不易转让、不完全是黄金本身的直接投资以及要交销售税等不足,但由于其美学上的吸引力,许多年来,金饰品一直是黄金投资市场的主体。从1986年至1992年,发展中国家和发达国家对金饰的需求年增长率分别为17%和8%。特别是远东地区,1992年比1986年增长250%。25年来,金饰行业一直十分活跃,加工金项链、金戒指、金手链、金表成为有利可图的行当。仅1992年首饰业用金就达2500吨。

在世界金饰珠宝的销售市场中,美国占世界的33%,日本占28%,欧洲市场占14%,亚洲市场占10%。

近年来,东南亚一些国家和地区出现需求高涨的趋势。如香港年进口首饰总值达32亿港元,金饰店铺已扩展到1000多家,在香港210万名女性中,有22%的人拥有金饰珠宝。而经香港转到世界各地的首饰达18亿港元。因而香港成为世界主要珠宝首饰黄金贸易中心之一,仅次于意大利及瑞士。

日本与台湾是世界两个黄金进口国(地区),年成交量在百亿美元以上。1992年我国台湾省黄金进口量达1700吨,比1991年增长53%。新加坡也是亚洲的另一大首饰市场,年销售量达10亿美元,同时新加坡又是首饰加工相当发达的国家,它加工的首饰以做工精细、色泽明亮而著称。素有“金饰王国”的意大利,全国人年均金首饰消费为300美元左右。在中东的沙特阿拉伯、科威特有不少的身佩半公斤重的黄金饰品的“寻常妇女”。中东每年黄金饰品进口量约为12吨。

欧洲金饰需求集中在圣诞节,其中以意大利K金项链为主,主要是作为圣诞礼物,对价格并不敏感。瑞士黄金主要用作制造手表,大部分是18K金。法国人用黄金制造的艺术品,从9K到18K皆有,主要出口到美国与日本。英国与爱尔兰则喜欢用22K黄金制造小饰物,一般只有一克重,主要出口到亚洲地区。

我国近几年来,随着人民收入水平的提高,广大民众对黄金首饰的需求量越来越大,尤其是当人们对通货膨胀的预期提高时,更表现出对黄金首饰的偏爱,一时使金价高涨。这是投资者要引起注意的。

第八节 鉴定黄金与金饰品的技巧

一、用试金石鉴定法

这是比较可靠的基本方法。利用金对牌(是已经确定成色的金牌,或称对牌)和被试的黄金及其饰品,在试金石(即磨金道的黑色石片)上磨道,通过对比颜色,以确定成色高低及真假。

清金只含白银,磨在试金石上的金道,颜色是赤黄、蛋黄、青黄或黄白色,即无紫色,也无

浮色。或者将黄金磨上金道后,用嘴接近试金石轻轻地哈一口气,含有铜质的混金,紫红色随着哈气退去光泽,约延续 20 秒钟才还原,清金则不明显。这是区别清金、混金的一个简便方法。对牌是鉴定黄金成色的衡器,由中国人民银行统一制定。

二、比重测试法

物质的比重,等于这一物质的重量跟它体积之比,也就是单位体积的这种物质的重量。黄金的比重为 19.3。按照比重的原理,接近 19.3 或等于 19.3 者,为较纯金或纯金,否则为非纯金或成色较差的黄金。其测试的公式如下:

$$\text{黄金比重} = \frac{\text{一定黄金的重量(克)}}{\text{一定黄金的体积(立方厘米)}}$$

可将黄金或金饰品放入盛水的量杯中,看水位升高的刻度,即可知被测物的体积数。

三、察看颜色测试法

清色金的颜色,随其所含银质的多少而变化。黄金以赤黄色为佳,成色在 95% 以上;正黄色,成色在 80% 左右;青黄色,成色在 70% 左右;黄白略带灰色的,成色为 50% 左右。所以,有口诀为:“七青、八黄、九五赤;黄白带赤对半金。”

用此方法,可以鉴别黄金的大概成色。紫白、黄铜,存放日久皆生绿锈;白银存放太久,也生黑锈。而黄金金光灿灿,不怕腐蚀,千百万年不变其色和光。

四、火烧测试法

黄金有耐高温、抗腐蚀的作用,在 1000℃ 高温下,可保持三不,即不熔化、不氧化、不变色。

五、掂试轻重法

黄金的比重稍小于白金,而比其他金属均重。白金的比重为 21.4,黄金为 19.3,白银为 10.5,铜为 8.9。根据这种差异,将被测试物掂在手中,黄金沉重,银铜轻飘,可作为初步鉴定。

六、听音韵、看弹力法

将黄金及其饰品抛掷于硬质地面上,质量好的,发出“噗噗嗒嗒”的低闷声,极少弹力。而质量差的,则发出尖而亮的音韵声,比成色高的弹力大。

七、弯折测试法

黄金有高度的延展性,真金易弯不易断,能压成极薄极薄的薄片,质地柔软。而白银次之,铜更次之。因此,纯金软,金银合金稍硬,金铜合金更硬。成色越低,则越硬。

97%以上成色的,弯折二三次后,弯折处便出现皱纹,也叫鱼鳞纹。95%左右成色的,弯折时,感觉稍硬,鱼鳞纹不明显。90%左右成色的,弯折时很硬,没有鱼鳞纹。含杂质较多的,弯折两三次即断。

八、划痕测试法

真金质软,用硬的针尖在黄金及其饰品不显眼的地方划去,即显出明显的痕迹;假的或成色差的,其痕迹则模糊。

除以上几种简便的方法外,鉴定黄金,还可以用更为精确的物理化学方法进行测试,例如,硝酸法、硫酸法、硝酸盐水法等。

第三章 买卖实金的技巧

第一节 投资实金的利弊分析

投资实金,就是买卖金条。金条又称金块,是黄金投资中最安全的方法。因为它是实金,没有包含任何“未定因素”,购买金条,就是购买黄金本身。因此,投资金条,对于那些想使自己资产长期保值的人来说是最为稳妥可靠的途径。

人们的传统习惯是喜欢购买小于 10 盎司的金条,这实际上是不经济的。如果您只想购买少量黄金,最好是买金币。而购买大的金条,可以获得规模经济的效果。因为无论您是购大金条还是小金条,都得要支付经纪人或零售商一笔佣金。另外,黄金可以打造成任何样式,但投资者须负担黄金铸造的费用。但是,原先的标准规格 100 盎司或 400 盎司的金条或金块,由于未经任何打造,而无须支付这笔费用,规格小于标准重量的金条,都要加计打造费用。

如同购买股票一样,支付给促成交易的经纪人的佣金(或称手续费)是每一位黄金投资者都必不可少的。简言之,它是付给你安排购买黄金事宜的人的一笔费用。黄金买卖的佣金,数额差异很大,通常决定佣金费率多少的因素有:交易额的大小、经纪间的竞争程度,顾客与经纪的关系是否良好等因素。佣金的实际数额可以小到交易额的 0.5%,或大到超过 15%。作为投资者,应当避免与那些收取高于 5%佣金的经纪进行交易,因为一般信用良好的零售交易商所索取的佣金都不会超过 3%。同时,应当注意的是不要把佣金与铸造费用混淆。后者是指将商标或标记烙印在金块或金条上面所索取的费用,虽然,这些铸造工序以大量生产方式进行,购买时仍需支付此等费用。

金条的形状、重量不一。那些标准规格的 100 盎司或 400 盎司金块或金条,由于未经打造,就不收取额外的熔炼费用,至于规格小于标准重量的金条,通常都要收取打造费用,重量越轻的金块,按每盎司计算的熔炼费用就越高。因此,除标准规格的金块外,所有的金条都需要支付所谓的“金条铸造费”,由于多数人根本买不起标准规格的大金块(这种金块通常是银行、政府及庞大机构之间的交易才用到),金条铸造费便是广大投资者一项不可忽视的因

素。表 8.3.1 是 1977 年的金条铸造费用一览表：

表 8.3.1 1977 年金条铸造费用一览表

1 公斤(32.15 盎司).....	0.80 美元/盎司
10 盎司金条.....	1.50 美元/盎司
5 盎司金条.....	2.25 美元/盎司
2 盎司金片.....	3.50 美元/盎司
1 盎司金片.....	5.00 美元/盎司

与佣金不同的是，金条铸造费在将金条块卖出去时，可获得部分偿还，只是可能不会刚好等于你当初购买时所支付的铸造费，尤其是在不同的交易商处买卖时更是如此。

第二节 买卖金条的价差及其计算

大多数黄金零售商店不仅出售条块黄金，而且当购买者决定不再持有所购入的黄金时，这些商店还会以市价购回。同外汇交易所挂牌外汇的卖出价要比买入价格略高一样，零售交易商在出售黄金时所订的价格通常都比买回价格要高，这种卖出与买入价格之间的差价称为“价差”。换句话说，当你按零售商的出价购入一定数量的黄金，然后即时依照零售商的要价卖出，就算黄金市场价格没有波动，你这宗买卖也一定有损失，其损失为价差所致。作为实金投资者，在选择到何处购买黄金之前，一定要了解清楚你打算光顾的黄金店、经纪行或银行能否提供销售与购回服务（即能维持双向的交易方式，以保证将出售给你的金条块予以购回）。同时还要查询清楚买卖的差价是否合理。这可以说是买卖金块的第一步。

黄金条块的买卖价位是如何确定的呢？通常，许多交易商（包括某些银行与经纪商）只是简单地以当天伦敦黄金价格或期货交易中当前的现货价格为基础，来制定其出售价与购回价格。比如说，如果当天伦敦黄金市场的议定价格为每盎司 560 美元，则交易商可能会以 561 美元为出销售价格，而以 559 美元为买回价格。如此经过一进一出后，该经纪商便赚取了 2 美元的价差。不过，实际在此价格基础上，还要再加上铸造费与佣金。较大规模的交易商通常只由卖出与买入的价格之差价，即可获得巨额的利润，而其所收取的佣金较低，通常刚好支付管理费用以及付给掮客个人的佣金。

下面以香港黄金市场为例来说明买卖价位的确定，香港的实金买卖，通常是经由金行、投资公司与银行进行，以港元报价，以金银贸易场价格为依据，各交易银行、金行等交易场所，都会挂出当时的买卖牌价。一般来说，买卖价格都会在贸易场交易价的基础上，适当增加或减少作为卖出或买入的价格准则。例如，当贸易场的价格为 4775 元时，则实金的买卖

价通常会 是 4770—4780 元。当然,在价格行情波动较大时,为了降低经营风险,买卖差价就会扩大,譬如当行情价格波动偏向买盘时,实金的卖出价格就会提高,相反则拉大买入价位。

金块买卖价位随行情而不断波动,而且各个时期的高低收市价可能很大,这说明为实金投资者提供获取巨额利润的机会是大量存在的。下面以香港 1974~1988 年九九金每年高低收市价情况为例予以说明见表 8.3.2。

表 8.3.2 九九金每年高低收支价格比较

单位:港元/市两

年份	最高价(日期)	最低价(日期)	高低差价	收市价
1974	1143(12.30)	682(1.2)	461	1099.2
1975	1062(1.2)	790.7(9.23)	272	850.3
1976	849.4(1.5)	607(8.28)	242	750.2
1977	942(11.11)	736(2.2)	206	914.2
1978	1338(10.31)	923.3(4.25)	415.9	1304
1979	3040(12.28)	1316.5(2.1)	1723.5	3023
1980	4850(1.18)	2760(3.18)	2090	3592
1981	3663(1.6)	2651(11.24)	1012	2714
1982	3655(9.9)	2105(6.23)	1550	3492
1983	4750(9.24)	3030(3.1)	1720	3569
1984	3767(3.7)	2810(12.20)	957	2891
1985	3236(3.20)	2649(2.26)	587	3040
1986	4095(10.7)	3030.5(1.3)	1064.5	3629
1987	4606(12.14)	3644(2.19)	962	4502
1988 年 (止于 6 月)	4525(1.2)	3994(2.29)	531	4097

作为实金的投资者,通常是利用买卖差价来衡量投资回报率的大小。差价可以视为投资报酬的一种成本,差价越大,则投资者所付出的越多,回偿就相对减少。因此,利润的多寡除与金价波动密切相关外,还与买卖价位差密不可分。那么,作为实金投资者,了解差价的计算方法就十分必要了。

下面举例说明如何根据差价计算利润。

例如,甲银行的差价为8元,当时黄金市场的价格为每盎司5420元,该银行的挂牌买卖价为5416—5424元(即买入价为5416元,卖出价为5424元,买卖价位差为8元),此时客户以5424元买入,当黄金市场的金价上升至5430元时,该银行的买卖价便调整为5426—5434元,如果此时客户以5426元卖出,则可获利2元(5426元—5424元=2元);而同一时期,假如乙银行的差价为14元,当黄金市场的金价为5420元时,其买卖价是5413—5427元(即买入价为5413元,卖出价为5427元,差价为14元),同样客户以5427元买入,当黄金市场的金价上升至5430元时,银行挂牌改为5423—5437元,这时客户如以5423元卖出,则亏损4元。这说明虽然黄金市场的金价波幅一致,但由于差价的不同,同样的投资便会有不同的结果。当然,在上例的乙银行中,如果客户一直到市场的金价上升至5440元时,才按银行挂牌价5433—5447元中的5433元卖出,也可获得6元利润,不过,此时差价为8元的甲银行的客户则获得12元利润[按银行挂牌价5436—5444元中的5436元卖出,获利 $5436-5424=12$ (元)]。

第三节 如何储存金条

许多购买黄金的投资者,认为黄金放在随手可拿到的地方最为安全,甚至认为将黄金寄放在别处会有被掉包或减损的风险,因而往往希望随身携带或把黄金贮藏在他们自己的保险箱或床铺底下,事实上这是十分愚蠢的做法。因为他们完全可以把购买的实金储存在金行或银行,而不必拿回家中存放。

不过,储存所购买的黄金也是多数投资者感到头疼的问题。黄金储存的安全性与品质保证是每个实金购买者都要面临的问题。如果你所拥有的黄金是购自信誉卓著的金店或银行,则你如同获得一份品质保证书一样,可以高枕无忧了,因为这些商行会对他们卖出去的黄金负责。不过为了保险起见,当你储存有黄金时,应当查证一下当你的经纪人破产时,你是否相对于其他债权人优先享有直接处置那些被该经纪人混杂在一起的黄金的权利(这如同股票市场的优先股,当企业破产时,享有优先清偿其资产的权利一样)。如果答案是否定的话,你应该考虑另外选择其他的经纪人。假如你不想与大金行往来,而只希望由小经纪商或黄金交易商替你安排黄金的储存的话,则你应该仔细明辨你所委托保管的黄金没有与该公司其他客户的黄金混杂在一起,否则将会引起不必要的麻烦。从近几年国际上的一些经验教训看,有些信誉不好的金块交易商在倒闭时才被发现,他们根本没有将每一位顾客托管的黄金分开保管,因此在公司倒闭破产时,其代管的每一份黄金的所有权归谁所有完全混淆不清,导致在清偿债务时增加了许多困难,投资者也因此而蒙受更大的损失。

把黄金储存在银行或金店有以下优点:

(1)如果你所购买的黄金条块一直委托银行保管,当你想将其卖出时,如果这些黄金没有离开过该银行的保险柜,则可以省下一笔验明黄金成色及其来源所需的费用,因为银行不会对自己卖出或鉴证并且托管于自己保险柜的黄金有任何怀疑,自然会无条件地购回。虽

然你必须向托管银行支付保险与保管费用,但其费用很低,通常储存在大银行保管箱每年的费用不足黄金价值的1%。

(2)如果你在购买黄金时就把金块提运到主要银行的保险柜储存保险,则日后你就不用担心所拥有的黄金是赝品,因为这些主要银行在未辨明被托管的黄金的成色与标志之前,是不会随便接受托管的。因此,如果你很在意自己购买的黄金的真实性,采用这种托管储存的方式就很有必要。

(3)在美国,把黄金交给银行托管还可以逃避政府对投资者征收的销售税,因为美国政府在1983年7月规定全美的黄金交易商与零售商必须将投资者所出售的黄金据实填报,这主要是避免投资者逃漏所得税,然而政府并没有规定交易商必须填报他们出售给投资者的黄金,这样投资者采用把黄金移至他处托管的方式,就逃脱了销售税。不过,依法纳税是每个中国公民的公德与光荣义务,每个黄金投资者都应当积极纳税。

第四节 买卖港金的技巧

港金的买卖,是指香港金银业贸易场的九九金买卖。香港金银业贸易场是世界最早的黄金市场之一,它成立于1910年,由195名会员组成。这个由银行、银号、金行和投资公司组成的黄金市场,每天的交易时间是上午9时30分至12时30分,下午2时30分至4时30分,星期六只有半个交易日,从上午9时30分至12时。香港金银业贸易场的交易规则是:①买卖单位每手为100两;②买卖差价,以港元/两报价;③买卖利息,即市不平仓,则以当天利息价收付;④买卖形式,是会员公开叫价。

香港金银业贸易场是一个现货市场,买方买入后可以提取黄金。但贸易场上有期货市场的特点,买卖双方可以不马上履行买卖义务,买家和卖家可以无限期延迟交收,没有时间限制。买家不付钱不收金,但在正常情况下他是要付利息的;卖家卖出黄金后,也不交黄金不收钱,但他是可以收取利息的。

买卖双方完成交易后,假如他们需要进行现货交收,他们便在每日上午的11时(星期六是10时30分)进行,这段时间称之为议息。

议息有两个目的:第一是让有需要的会员进行现货交收;第二是定出一个让不进行交收、未完成交易的买卖双方应收或应付的利息。议息开始时,参与者聚集在交易大厅的一块大告示板下,任何一个会员都可提出收金或交金,当交收金的数量和会员名字写在板上后,息价的决定权应落在数量大的一方上。

甲会员在开市时沽出了1000两,他在板上表示希望交出黄金1000两,假如没有会员收金,或收金的数量不足1000两,甲会员便有权决定今天的息价。其目的有二点:一是借息价的高低,吸引收金者出现,二是他不能为交出黄金而套现,因此他可定出一个有利自己的息价,以补偿之用。假如他提议某一息价后,收金的人涌现,板上收金的人多于交收者时,息价的决定权便会落在收金者身上。这样经过多次“议息”后,息价便定出来。息价分为以下三大类:

- (1)低息——买家付出利息,沽家收取利息。
- (2)高息——买家收入利息,沽家付出利息。
- (3)平息——买家和沽家不用计算和收付利息。

从三种息价的特性,简单地可解释为:当金价上升时,现货回吐多,交金者相应增加,这时息价将下降;当金价下跌时,现货买意大,收金者相应增加,息价有可能定为高息(注意只是可能,实际情况不一定,可能定出一个低的利息,买家付出较少利息,这已是一个有利他们的息价)。

息价的另一个作用是调节作用,因为息价的决定权是在交收实力大的一方,他必然会把息价定在对自己有好处的最极限点,这个息价对于另一方的投资者来说,是一项利息负担,他们不会坐以待毙,他们会竭尽所能,争取把息价定得合理一点。

何谓一个合理的息价呢?实金的交收取决于两个因素:实金和港币。交金的人多,即是实金多,而他们需要港币;收金的人多,即是他们愿意交出港币,收取黄金。衡量息价是否定得合理,除实金的供求起决定因素外,还可以把它和港币的银行利率进行比较。

假定贸易场息价定为 7.00 元。7.00 元是以十两为基数,因此一两金的息价便是 0.70。以每两金价 4,200 元计算,买家每买入一两每晚便需付出 0.70 元息价,折合年利率是:

$$0.70 \times 365(\text{日}) \div 4,200 \times 100\% = 6\%$$

假如当天银行折息只为 3 厘即 3%,息价一定不会定为 7.00。

理由是在 7.00 的情况下,买家买入黄金即市不平仓,他要付出六厘利息,假如他向银行以 3 厘利率借入港币在市场收金,在市场完成一笔交易,不用计算息价,他的利息成本只为 3 厘,这样收金的人必会增加,息价自会调低至一合理水平。

投资者不要轻视一二两的实金生意,它其实是九九金市场的最基本的支持者。实金投资者多采取较长的投资策略,这些细水长流的买卖,对价格波动产生稳定作用和在某些时候形成很强的力量。当金价出现大幅下跌,无论是什么原因,实金投资者入市买金时,九九金必受到支持,哪怕价格本处于下降轨道,金价在香港市场也暂时不会下跌,直至收市为止。

个人投资者想要参与贸易场的实金买者,必须经由贸易场会员进行,否则一切买卖都没有保障。

保证金是投资者在作出买卖前必须缴纳的,这笔保证金是存放在会员账户中,作为客户的保证,有些公司会付出利息,使客户乐意存放保证金。保证金的多少没有规定,贸易场兼作结算工作,它只给会员一个信用额。会员经贸易场结算,买卖余额超过于此数时,会员也要多付每 100 两 5 万元的保证金。会员为了增加竞争能力,对投资者收取较低的保证金(约 20,000 至 50,000 元不等)。保证金多少对投资者也颇为重要,保证金数目大,投资者负担增加,灵活性减少;保证金数目小,对投资者有利,但要注意它与价格波动成合理比例。

贸易场会员被规定只能进行代客买卖,客户的买卖要直接到市场买卖,会员不能从买卖差价中获利,因此他们将向客户收取买卖手续费。手续费在买卖完成后计算,每 100 两收取 30 元至 60 元不等。

即市买卖的投资者只需付出手续费,但隔市才平仓者,每个晚上要付出 5 元至 8 元不等的宿仓费。

第五节 买卖伦敦金的技巧

伦敦金的买卖,是采用交付保证金形式的一种投资方法。伦敦黄金市场早在 1840 年就已取代阿姆斯特丹而成为世界黄金交易的中心。1919 年 9 月 12 日,伦敦金市正式成立,实行每天早盘和午盘两次议价制度。

伦敦金是以美元/盎司报价,买卖成色在 99.5% 或以上的 400 盎司金条。伦敦黄金市场的买卖并不限于在伦敦交易,只要黄金交收地点是伦敦各大金商,在世界上任何国家、任何时候,各金商都可以参考其他市场报出一个伦敦交收的金价。因此,伦敦金的买卖成为全球性的无形交易市场。

投资者在买卖伦敦金之前,先要交付一笔保证金,数额为 5~10%。伦敦金市的报价和成交采用“对敲”形式,即金商以买卖价同时报出 451—451.50,客户可以即时以 451 美元卖出,或以 451.50 美元买入,而即时完成交易。

伦敦金主要通过电话、电讯和电传机进行交易,没有固定的交易地点。伦敦金的定盘是唯一有固定地点的。定盘由伦敦五大金商:罗富齐(Rothschild)、万达基(Samuel Montagu)、马加达(Mocatta)、金宝利(Sharps Pixley)、美思(Mase West-pac)进行。定盘分为伦敦时间上午 10 时 30 分的头盘和下午 3 时的尾盘。定盘开始时,参与定盘的五大金商代表通过电话与公司联系,而各公司的交易人士则把试盘的价格通知客户,当客户有兴趣入市时,便把买卖数量通知其代理人。当买家多于卖家时,将把试盘价向上调升,以吸引更多的卖家(或减少买家)。相反,当定盘卖出的数量大于买盘时,价格将下试调,直至某一价位,买卖双方数量平衡时,该价位便为定盘价。伦敦定盘不仅直接决定伦敦金的买卖,而且还是世界各国黄金市场价格的重要参考值。

伦敦黄金市场是现货买卖。买入伦敦金,需要付出美元收取黄金,其交收日期通常在成交后的第二个工作日。例如,某银行在 5 月 2 日买入 4000 盎司黄金,银行便可于 5 月 4 日在伦敦金商账户中收到 4000 盎司黄金;在同一天该银行要在纽约交付该笔美元,但工作日以伦敦为准。如果 5 月 3 日是伦敦假期,交收日将改为 5 月 5 日。

许多投资者买卖伦敦金并不希望进行交收,他们只期待价格的波动。作为买者买入伦敦金本来是要付出美元而收取黄金,但他们可以不要实际交收,这等于欠了金商或经纪公司的美元,而需要付利息。这种伦敦金的买卖,称为延迟交收户口,利息的计算日期同样从交收日算起。

在延迟交收户口中买卖黄金,所要付出或收取的利率由所经营的金商决定,他们会预先通知客户,报出卖金所收的利率和买金需付的利率。这个利率以美元利率为蓝本,例如美元利率是 8 厘(即 8%)的话,金商报出一个 7~8.5% 的利率,卖出伦敦金可收 7% 的利息,买入伦敦金要付出 8.5% 的利息。

每一个金商所报出的利率各有不同,要看客户的账目和市场情况而定。当伦敦金利率

和美元利率偏离太远时,表示市场不均衡。例如伦敦金利率比美元利率高 1~2 厘时,显示投资者买入兴趣浓厚,并且已建立多头,于是金商提高利率,收取更大利差,或迫使部分客户平仓,减轻它可能在操作上产生的困难;当伦敦金利率比美元利率偏 1~2 厘时,除同样显示客户多为卖家外,另一个信息可能显示伦敦金的现货缺乏。因为当客户看淡抛空黄金时,金商在另一处卖出平仓,若客户是延迟交收不能交出黄金,金商与金商之间却是进行现货交收的,因此,在客户的一边收不到黄金而在伦敦要付出黄金时,他便不得不向别人借入黄金。当伦敦金流量充足时,金商可以较低廉利率借入黄金,但当伦敦金流量缺乏时,借金利率可能较高。所以,这迫使他延迟交收户口的利率降低,平衡这方面的成本。

由于伦敦金采用对敲形式报价,金商可以在买卖差价中获利,因此投资者不用付出任何手续费。但是买入价格和卖出价格的差异却对投资者产生盈亏,利息收取或支付的多少影响他的投资收益率。

第六节 纸黄金的投资技巧

有许多投资者不愿购买实体黄金,他们或者没有保险箱,或者即使有也不愿将黄金置于其中,对于这种人而言,最好的方式之一就是买卖由一些主要银行和经纪商提供的“纸黄金”。“纸黄金”主要有两类:一是黄金券,一是黄金储蓄户口。

所谓黄金券,就是黄金的凭证,投资者可以凭券向发行银行兑换黄金。黄金券可在黄金市场上进行买卖。由于黄金券随时可能兑换黄金,可用于保值,也可用于投资,且这种证券为投资者提供了免于储存黄金的风险,比持有黄金实物更为方便与安全,不用担心提运与储存问题,而且在卖出时也不必验明正身的手续,以及可以避免前面所述一些购买黄金时的繁杂细节,故黄金券是想拥有黄金的便捷方式之一,受到投资者的普遍欢迎。

黄金券上记有购买者的姓名、购买日期、黄金的数量、金价及所支付的金额,上面还注明你有随时提取黄金的权利,或者你可以按市场价格将金券兑换成现金,收回你的资金

作为黄金投资者,购买金券时,由于收到的并不是被严格分离的黄金,因此必须向信誉好的银行或公司购买。同时,每一家发行银行的金券并不相同,在决定购买某一家的金券之前应当详加比较。一般而言,每一家发行机构都会收取佣金,佣金通常为交易总额的 1~6% 不等,目前各国多数机构所收取的储存费与佣金大致相同。另外,许多出售者可能还会收取每年或每季之保管费用,这可能是一笔每期均固定或依照当时黄金市场价格而变动的费用。不过,在购买金券时,并不需要支付任何铸造费用,当然,如果要将黄金券兑换成金条,提取实金时,就可能要支付运费及熔炼费了。值得注意的是,购买这种金券不能确保可收到印有某一特定标志的黄金,而且,有些黄金券的发行机构并不设提取黄金服务,但可以按市价变现手上的黄金券。另外,有的银行或销售商还发行一种在国外兑换的黄金券,也就是说,凡他们所发行的金券,你可以在发行国以外的市场中心提取黄金。

向银行开设黄金储蓄户口,也是一种可以取代购买实体黄金并具备实金与黄金券优势

的投资方式。黄金储蓄户口实际上就是银行或经纪商的积累账户,这种账户投资类似于“零存整取”的储蓄方式(黄金储蓄户口与储蓄存款的区别就在于前者存放于银行处的是银行代购的黄金条块现货而不是现金),在这种方式的黄金投资中,投资者必须于每月指定的日期向银行支付一笔定额款项,银行方面就利用这笔资金进行投资,替客户购入黄金(尽量购买他可能买到的最大数量的黄金),然后将结存的黄金数量,于月底或指定的日期通知客户,让投资者对其拥有的实体黄金做到心中有数,以便于评估。

如果定期向银行存一笔款的话,黄金储蓄户口为你利用平均价格购入黄金提供了一种方便的途径。当金价处于低位时,你存入的款项可买更多数量的黄金;相反,当金价处于高位时,则可购入的数量自然减少,这样,储蓄户口的投资方式可以让你获得黄金长期增值(即使短期有金价下跌的现象出现)的成果,同时无须理会金价的短期波动及投机因素,是一种维持稳健黄金资产的有效投资方法。因此,那些希望长期投资黄金,而又不愿承担高风险的投资者,采用这种投资办法不失为一种理想的选择方式。

一般说来,开设黄金储蓄户口时,要先存放一笔款项在银行。有些户口只要求低至 50 至 100 美元,但有些银行则要求客户存放 500 美元以上,甚至高达 1000 美元。然后按时定期存入较少的存款。

下表就是有关这种储蓄户口的一个实例。该例说明某一投资者在 11 年内(1976~1986 年)每季固定存入 1000 美元购买黄金,结果在期满后他一共购买了 161 盎司黄金,总价值达 70115.50 美元,而其购买黄金的实际支出额只有 44113.25 美元。11 年中的收益率达 58.87%,共获利润 25982.25 美元,见表 8.3.3。

表 8.3.3 黄金储蓄户口投资表

盎司数 年 份	第一 季度	第二 季度	第三 季度	第四 季度	全年合计	累计总数
1976	8	8	9	7	32	
1977	7	7	6	6	26	58
1978	6	5	5	4	20	78
1979	4	4	3	2	13	91
1980	2	2	2	2	8	99
1981	2	2	2	3	9	108
1982	3	3	3	2	11	119
1983	2	2	3	3	10	129
1984	3	3	3	3	12	141

盎司数 年 份	第一 季度	第二 季度	第三 季度	第四 季度	全年合计	累计总数
1985	3	3	3	3	12	153
1986	3	2	2		8	161

资产总值:US\$ 70115.50(1986年9月22日金价计算)

投资金额:US\$ 44113.25

收 益:US\$ 25982.25

投资报酬率:58.87%。

第七节 金条的品质及其鉴定

与购买任何商品一样,投资黄金的人对黄金的品质十分关心,是否货真价实,成色纯度如何,是每个黄金投资者首要的问题。

黄金与其它商品一样,也有不同的品牌(商标)。但由于黄金这种商品看起来十分相似,非肉眼所能鉴别。不同熔炼者的金条,如果品质标准一致的话,其本质上应无差别,但实际情况并非如此,一些熔炼业者的商誉较佳,而他们熔炼的黄金条块,也确定优于其它厂家,特别为投资者所信赖,并得到全世界的认可。这如同普通商品一样,当人们购买某种商品时,对挂有“无假冒伪劣商品”、“优质商品”等牌子的大商店的质量信任度远远高于个体摊位商店。

因此,当你购买黄金时,一定要先确定你所购买的黄金是由世界公认的精炼业者所制造。如果你所买的金块并非出自国际公认的精炼业者,则当你再出售时,某些销售商会向你索取分析金块的费用。在美国,即使是公认合格的精炼厂所制的金条,大部分仍要支付分析费用。不过,近来有些销售商开始推销一种装在封闭小包中的小金条,除了包有黄金,还有绝对权威证明,如果小包被拆开则另当别论。另外,从国外或信誉高的商店购买的黄金,其品质可靠性更大。当然,如你投资于“纸黄金”,而不买卖黄金实体,则无品质鉴定的风险。

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

第四章 黄金期货交易实务

第一节 黄金期货合约规则

一、纽约商品交易所的黄金期货合约规则

纽约商品交易所(Commodity Exchange Inc, New York, 简称 COMEX)成立于 1933 年,而于 1975 年开办黄金现货及期货交易业务。该交易所是全球最活跃的金属交易市场,也是全美第三大商品期货交易所,由于该交易所在黄金期货交易方面所占的绝对优势,纽约商品交易所的市场力量已足以主导全球的黄金市场。此外,该交易所在银、铜和铝等期货方面的交易,在国际上也举足轻重

纽约商品交易所的黄金期货合约的规则如下:

(1)交易地点。纽约商品交易所。

(2)交易时间。纽约时间上午 9:00 至下午 2:00。

(3)交易单位和等级。期货合约到期之时,卖方须交付金衡制(troy weight)100 盎司的提炼黄金,成色不得低于 99.5,可铸造成金条一条,或三条一公斤重的金条(每金衡盎司等于 31.1 公克),并印上经该交易所认可的提炼业者的徽印及编号。

(4)交割月份。交割月份有当月份、下两个月份、2 月份、4 月份、6 月份、8 月份、10 月份以及在当月份以后 23 个月以内的 12 月份等数种月份的合约。例如 4 月份可供交易的合约有 4 月份、5 月份、6 月份、8 月份、10 月份、12 月份、次年 2 月份、4 月份、6 月份、8 月份、10 月份以及 12 月份等合约月份。纽约商品交易所之所以限制上述月份为交割月份,其目的是为了以限制交割月份数量的方式,来增加上述月份合约之交易量,从而改善市场流动性,并且避免价格受到歪曲。

(5)报价方式。以每盎司提炼黄金多少美元来表示。

(6)交割的通知。第一通知日(first notice day)为交割月份前一个月的最后一个营业日,例如,1988年8月份期货之第一通知日为7月29日。

最后通知日(last notice day)为交割月份的第二最后营业日,例如,1988年8月份期货之最后通知日为8月30日。

(7)最终交易日。最终交易日(last trading day)为交割月份的第三个最后营业日,例如,1988年8月份期货之最终交易日为8月26日,8月份期货契约交易至8月26日营业结束为止,其后不得交易。

(8)价格升降的最低单位。期货价格升降的最低单位为每盎司10美分,亦即每张契约10美元。

二、国际货币市场的黄金期货合约规则

国际货币市场(International Monetary Market,简称IMM),是芝加哥商品交易所于1972年成立的一个专门交易金融期货的部门,并于同年开办了黄金期货业务。国际货币市场的黄金期货合约规则如下:

(1)交易地点。芝加哥商品交易所国际货币市场。

(2)交易时间。芝加哥时间上午7:20至下午2:00。

(3)交易单位。100盎司的精炼黄金。

(4)交割月份。2月份、3月份、4月份、6月份、8月份、9月份、10月份、12月份及当月份。

(5)报价方式。以每盎司精炼黄金多少美元来表示。

(6)交割的通知。交割的通知为交割日之前1天的交易所营业日,但需同时为新加坡的银行营业日且为新加坡国际货币交易所(Singapore International Monetary Exchange, SIMEX)的营业日;或者是同为芝加哥和纽约的银行营业日,而且该等地区中至少有一个交易所在当日是营业日。

(7)最终交易日。最终交易日为交割月份最后两个营业日之前的第一个营业日。

(8)价格升降的最低单位。每盎司0.10美元,或者是每张契约10美元。

(9)价位变动幅度限制。自1985年2月开始取消限制。

(10)投机部位限制。各种契约合计不得超过4,000张契约的净多头部位或净空头部位。其中当月份交割的契约不得超过3,000张契约。

(11)交割地点。伦敦黄金存储所。

第二节 看懂期货价格表

投资黄金期货如同买卖股票一样,投资者必须看懂通过新闻媒介或交易所的电子显示

板所公布的每天期货合约的价格。由于黄金期货交易具有国际性质,这里以纽约商品交易所的期货价格为例,介绍阅读黄金期货价格表的方法。

纽约商品交易所的黄金期货价格表登载于主要金融报纸。假定以某年4月2月之价格为例,见表8.4.1。表头黑体字说明本表价格为COMEX交易所(简称CMX)黄金期货价格,每张契约数量为金衡制100盎司;报价方式以每盎司纯金多少美元来表示。

表 8.4.1 纽约商品交易所黄金期货价格表

Futures Prices, Monday, April 2

Open Interest Reflects Previous Trading Day

	Open	High	Low	Settle	Lifetime Open		High	Low	Interes
					Change				
t									
GOLD(CMX)—100 troy oz. ; \$ per troy oz.									
Apr.	387.80	387.80	379.30	379.30	—8.20	572.00	369.00	3,147	
May				382.50	—8.40	409.50	403.50	0	
June	394.50	394.60	385.20	385.70	—8.60	580.00	376.00	39,145	
Aug.	401.50	401.50	391.00	392.50	—8.70	580.00	382.50	13,034	
Oct.	408.50	408.50	389.50	399.70	—8.90	597.00	388.50	10,546	
Dec.	416.50	416.50	406.50	407.30	—9.10	608.00	386.80	12,885	
Feb.	424.40	424.50	415.50	415.20	—9.20	522.00	402.60	15,200	
Apr.	432.50	432.50	424.00	423.20	—9.30	514.50	410.00	16,981	
June	437.00	437.00	437.00	431.70	—9.40	510.00	417.30	6,973	
Aug.	444.50	444.50	443.00	440.30	—9.50	485.00	425.50	830	
Oct.				449.10	—9.60	493.00	434.00	348	
Dct.	463.50	463.50	458.50	458.20	—9.70	489.50	453.00	115	
Est.	vol.	40,000;	vol	Fri	29,601;	open int	119,204,	—1,969	

各种不同交割月份列示在表的左旁,例如本表显示目前可买卖的期货契约交割月份有12种,从今年4月份到明年12月份。当月份到期的契约,亦称 spot month。而 open、high、low 及 settle 则分别表示各种契约在当天的开盘、最高、最低及收盘价格,因收盘价格最能代表期货契约于交易日结束时的价格,所以纽约商品交易所的清算所以此价格清算已交易的契约,因此称之为清算价格。至于本日清算价格与前一营业日清算价格相比较的增减额,则显示于 change 栏内。

其后两栏的数字,则显示各种不同交割月份的契约,从推出以来到本日为止的最高和最

低价格。

每个营业日结束后,交易所立即计算未了结契约数(open interest),所谓未了结契约数是指某种期货契约已交易,而未以抵销交易或到期交割之方式了结(liquidate)的总契约数,此数字代表潜在的市场力量,可作为衡量各种契约的市场流动性的参考。表中最末一栏未了结契约数是指前一个营业日结束时流通在外契约数。

表底各数字分别表示本日估计的交易量、前一营业日实际交易量、前一营业日的未了结契约合计数,以及与前一营业日比较之未了结契约数的增减数量。

如果仔细观察整个价格表,会发现交割月份距现在越远的契约,其交易价格越高,例如交割月份为今年4月份契约的收盘价格为每盎司379.30美元,而交割月份为今年6月份契约的收盘价则为每盎司385.70美元,其间的差价每盎司6.40美元,称交易延期费或持有成本(contango or carrying charge)。在正常的市场情况下,固然显示出上述特性,但在逆向的市场情况下,则交割月份越远的契约,其交易价格可能反而较低。

持有成本主要包括以对外融资之方式购买黄金、将之持有至交割月份、所发生的利息费用、储藏费用及保险费等成本。因交割月份距现在越远的契约,其持有成本越高,故期货价格越高。

第三节 黄金期货交易的对冲策略

所谓对冲(hedge)是指在期货市场建立与现货市场交易数额相等,但方向相反的部位,可分为买入对冲及卖出对冲两种。所谓买入对冲指预期未来将于现货市场购入黄金,为避免因金价上扬而增加成本,先在期货市场购入黄金期货契约;卖出对冲则指预期未来将于现货市场售出黄金,为避免因金价下跌而减少收益,先在期货市场售出黄金契约。对冲能降低金价波动风险原理,在于若在现货与期货市场建立等额而反向部位,则在其中一个市场所发生的损失,可由另一市场的利润获得抵消,因而避险者能预先固定住(lock in)金价。因现货价格与期货价格同向移动,当期货契约到期时则两者的价格一致。即使当现货与期货的价格各自变动的结果,使得现货与期货间的差价(basis)变大或变小,但金价朝不利方向变动的风险则远小于未作对冲的交易。下面分别以黄金的生产者和交易商为例,介绍卖出对冲和买入对冲策略的运用。

一、卖出对冲策略

某矿业公司生产部经理于12月间拟定下年度的产销计划。估计公司明年5月份将提炼及销售1,000盎司的黄金,经计算结果每盎司黄金售价须达400美元才足付生产成本,而当时纽约商品交易所明年6月份交割的黄金期货契约的交易价格为每盎司417美元,而且销售部预估明年5月金价将下跌,因此该公司运用卖出对冲策略来固定利润,见表8.4.2。

表 8.4.2 黄金生产者卖出对冲策略

现 货 市 场	期 货 市 场
在今年 12 月间,黄金期货市场市价为每盎司 405 美元,生产部经理预估生产成本为每盎司 400 美元	卖出明年 6 月份交割的黄金期货契约 10 张,价格为每盎司 417 美元。
到了次年 5 月份,黄金现货价格果然下跌为每盎司 395 美元,该公司在现货市场出售黄金,每盎司损失 5 美元。	买回 6 月份交割的黄金期货契约 10 张,价格为每盎司 395 美元,与当时卖出的契约抵消(offset)的结果每盎司赚 $417 - 395 = 22$ 美元。
净获利:每盎司 17 美元	

表中黄金现货价格果真如预期下跌为每盎司 395 美元,该公司虽在现货市场遭致损失,但因作了对冲交易,纵使现货市价已下跌,而仍能固定住利润。

假若到了次年 5 月份,金价不跌反涨,则该公司期货部位将发生损失,但该项损失可因现货价格上涨而获得抵消。因此该公司在拟定产销计划时,由于作了对冲交易,不论将来金价是涨或是跌,均可预先固定住利润金额,不必担心市价波动,而可以专心从事黄金的生产和销售业务。

二、买入对冲策略

1 月份某黄金交易商因签订一份 3 月份交货的黄金现货合约而在 3 月份向一炼金厂购买 3,200 盎司黄金,目前现货市场价格每盎司 398.50 美元,但他不能确定未来金价将作如何波动。为此,他预先在期货市场以每盎司 400 美元的价格买进 4 月份黄金期约 32 张,以确保利润。到了 3 月份,黄金现货市场价格涨到每盎司 422.50 美元,因此,该交易商亏损每盎司 24 美元,但是,黄金期货市场价格也上涨到 424 美元/盎司,他同时因卖掉手中的期约而在期货市场获利 24 美元/盎司,因此,盈亏两相抵消,而确保了该交易商的利润,回避了市场价格波动的风险。见表 8.4.3。

表 8.4.3 黄金交易买入对冲策略

现 货 市 场	期 货 市 场
在 1 月份,金价为 398.50 美元/盎司;交易商打算在 3 月份购买 3200 盎司黄金	交易商以每盎司 400 美元价格,买进 4 月份期货合约 32 张。
在 3 月 28 日,以 422.50 美元/盎司购买 3200 盎司金条。	以 424 美元/盎司价格卖掉手中 32 张合约。
亏损:24 美元/盎司	盈利:24 美元/盎司

第四节 黄金期货交易的投机策略

投机者参与黄金期货市场,不像避险者仅为寻求手中资产的保值,而是希望经由金价波动的不确定而致富,因此他买卖期货,是依靠本身对黄金未来供需展望、市场气氛及金价走势为根据来进行决策的,而不是以本身所握现货部位为依据决定买入还是卖出期货。

例如,某投机者5月1日预期金价将上扬,便以每盎司450美元价格购入8月份黄金期货契约一张,并且存入保证金4,000美元,到了5月15日,8月份黄金期货契约涨为每盎司480美元,该投机者便卖掉手中的契约了结期货部位而获利。见表8.4.4。

表 8.4.4 黄金期货投机策略

5月1日 以每盎司450美元价格买入8月份期货 契约1张,	并存入保证金4,000美元于经纪商处。
5月15日 以每盎司480美元价格出售8月份期货 契约一张,	收回保证金4,000美元及利润3,000美元
净利:每盎司30美元,	每张契约3,000美元。

此投机者利用具有高度财务杠杆作用的黄金期货投资工具,进行投资,因能正确预测金价上涨的趋势,于短短的两星期内赚了3,000美元,投资报酬率高达 $3,000 \div 4,000 \times 100\% = 75\%$ 。当然,倘若预测失败,金价不涨反跌,则其损失的金额亦相当惊人。

为降低期货投机风险,近年来期货市场已发展出多种交易策略,使参与高度财务杠杆作用的期货投机者能有效降低市场风险,其中应用得最广泛的是跨月套利(spread and straddle)交易策略。

所谓跨月套利交易是指以近期到期和远期到期的契约作反向交易,以从差价上获得利润。黄金市场因受持有成本改变的影响,远期到期契约的价格改变幅度通常大于现货金价改变的幅度,而跨期越远的期货价格变化幅度越大。投机者利用这一特性进行跨月套利,即可在低风险情况下获利,而由于采取套利交易策略的风险较低,因此,交易所一般规定对此类交易需要保证金较低。这里分别介绍在利多与利空两种市场情况下,如何运用跨月套利策略进行期货投机交易

一、利多市场下的跨月套利(the bull spread)

投机者虽预测金价将上扬,但为降低万一金价下跌的风险,需要进行某些避险措施。但月份的期金价格上涨的幅度未必一致,因而投机者便能从中套取利润。

例如,于2月1日售出近期到期的4月份期货合约,同时买入远期到期的12月份期货合约,总共交付保证金250美元。几个星期之后,利率轻微上扬,自11.25%上升为12%,而使金价每盎司上涨约100美元,因而改变了4月份期货合约与12月份期货合约间的差价,于是投机者便决定获利了结。见表8.4.5。

表 8.4.5 利多市场下的跨月套利

在2月1日当天以每盎司500美元的价格, 卖出4月份黄金期货合约1张。	以每盎司537.50美元的价格买入12份黄 金期货合约1张
--	----------------------------------

在3月15日当天 以每盎司600美元的价格,买入4月份黄金 期货合约1张。	以每盎司648美元的价格卖出12月份黄 金期货合约1张。
---	---------------------------------

损失:100美元/盎司	获利:110.50美元/盎司
-------------	----------------

净获利:10.50美元/盎司

本该投机者经过上述交易后,在一个半月的时间赚了1,050美元,投资报酬率高达 $1,050 \div 250 \times 100\% = 420\%$,若不进行跨月套利,只买12月份黄金期货合约,得缴保证金4,000美元,赚11,050美元,投资报酬只有 $11,050 \div 4,000 \times 100\% = 276.25\%$;另一方面,若只卖4月份黄金期货合约,则遭致损失。

因此,跨月套利的交易既可降低风险,又可提高投资报酬率。但如果利率与金价向相反方向变动,则投资利润便会减少。而且如果金价下跌,则远期的期货合约价格下跌的速度比近期的期货合约价格下跌速度快,则进行跨月套利交易便会遭受损失。

二、利空市场下的跨月套利(the bear spread)

当投机者预期金价将下跌,为降低万一金价不跌反涨的风险,也可以采取套利策略。况且。倘若利率不变或轻微下跌,金价下跌的结果会导致不同期期货合约间的差价变小。

例如,某投机者于4月1日买入近期到期的6月份期货合约,而同时卖出远期到期的2月份期货合约。到了5月中旬,6月份与2月份期货合约间的差价因持有成本减少而改变,

投机者了结跨月套利,从而每盎司赚 12.6 美元。见表 8.4.6。

表 8.4.6 利空市场下的跨月套利

4 月 1 日:	
以每盎司 600 美元价格,买入 6 月份,期货契约 1 张;同时	以每盎司 645 美元价格,出售 2 月份期货契约 1 张。
5 月 12 日	
以每盎司 450 美元价格售出 6 月份期货契约一张;同时	以每盎司 482.40 美元的价格,买入 2 月份期货契约一张。
损失:150 美元	获利:162.60 美元
净获利:12.60 美元	

若投机者对市价走势预测正确,则可利用利空时的跨月套利方式获取利润,但如果与预测相反,金价上扬了,则远期期货价格上扬的幅度,较近期的期货价格上扬的幅度大,因而 6 月份期货与 2 月份期货之间价差也会变大,结果遭致损失。当然,利率的变化对投资收益产生重大的影响,当利率随着金价而下跌时,则价差会进一步缩小。

从上面的例子可以看出,跨月套利交易的风险远比单纯建立期货部位的风险为低,但由于受到市场技术因素或不正常的资金流量影响,期货价位走势及其价差往往偏离理论上的预期,因而增加运用跨月套利交易的风险和操作难度。

期货投机者不仅可以运用跨月套利策略,而且还可以利用不同市场之间黄金差价,进行跨市场套利交易,来降低风险。所谓跨市场套利(Arbitrage),是指利用不同市场间的价格差异,从低价市场买进,而在高价市场卖出,或者是利用两个不同市场间不同期间的差异,而赚取差额利润的交易活动。它与跨月套利(spread)交易的最大不同点,在于前者是在两个不同市场同时进行套利交易,而后者则在同一市场进行套利活动。

此外,黄金期货投机者还可以采用“购入并持有现货,以交割期货”的策略进行交易。所谓“购入并持有现货以交割期货”,通常是指购买黄金现货,并且继续持有,直至最有利时机才出售,而且在购买黄金现货时,同时出售黄金期货契约,并以现货黄金交割期货契约。

对于经由短期借款取得资金,来生产及储藏黄金的炼金者而言,购入并持有现货以交割期货虽然是收回其存货融资成本的有效方法,然而,这种策略亦可用于专业黄金交易员、金融机构及个人投资者。这些人以购入现货黄金,并握有期货空头部位,然后于期货契约到期时,以所握存之现货黄金,来交割期货契约,了结期货空头部位,利用融资成本与期货市场的持有成本之间的差价,来获取利润。

第五章 黄金选择权交易实务

第一节 黄金选择权的权价(期权费)

选择权的权价即为权利金,是买方购买选择权的成本,也可以说是为了获取价格保障,所付出的保险费。选择权和期货一样,同样是由竞争的拍卖市场决定其价格。一般而言,当黄金价格上扬,则叫买选择权的需求增加;当黄金价格下跌时,则叫卖选择权的需求增加。至于买卖双方在一定期间想接受的确实价格,则由选择权内在价值和时间价值决定。

一、内在价值

黄金选择权的内在价值指黄金期货价格高于叫买选择权履约价格的那部分的金额;或者是低于叫卖选择权履约价格的那一部分的金额。具有内在价值的选择权称为买方愿意履约的情况(in-the-money);而不具有内在价值的选择权则称为买方不愿意履约的情况(out-of-the-money);至于期货价格与履约价格相同,或者是两者相当接近的情况则称为两平情况(ar-the-money)。

二、时间价值

选择权的权利金大于内在价值的金额称时间价值。买方因预期黄金期货价格在选择权契约到期日之前会增加选择权的内在价值,故愿意付出额外的金额以购入选择权,故在两平情况和买方不愿意履约的情况下的选择权权利金完全是时间价值的反映。至于买方愿意履约的情况下的选择权权利金则包含有内在价值和时间价值。例如,12月份到期,履约价格为380美元的叫买选择权的权利金若为1,500美元,此时如果12月份黄金期货价格为每盎司390美元,则选择权的内在价值为 $(390 \text{ 美元} - 380 \text{ 美元}) \times 100 = 1,000 \text{ 美元}$,时间价值为 $1,500 \text{ 美元} - 1,000 \text{ 美元} = 500 \text{ 美元}$ 。

愈接近到期日,因选择权可以产生价值的剩余时间越短,故选择权的时间价值逐渐下降。此外,在买方不愿意履约的情况很严重时(deep—out—of—the—money,指黄金选择权的履约价格与黄金期货价格存在极大的差距),较买方不愿意履约的情况很轻微时,其时间价值较少,这是因为前者的情况较不易获利。

总之,黄金选择权的价格受到黄金期货价格、黄金选择权的履约价格、距选择权到期日年限的长短、黄金期货价格的稳定性,以及现行市场利率等因素影响。而黄金选择权的交易,一般在交易所内进行。因买卖双方面对面公开喊价拍卖,故其价格完全是根据市场供需决定的,因而具有竞争性和公平性。

第二节 黄金选择权的契约规则

一、纽约商品交易所的黄金选择权契约规则

(1)契约月份。2月份、4月份、6月份、8月份、10月份及12月份等契约月份的最近四个。例如,1988年1月的时候,可供交易的选择权有1988年2月份、4月份、6月份及8月份等4种叫买选择权和4种叫卖选择权,而当1988年2月契约到期后,则新增加1988年10月份契约。因此,纽约商品交易所的黄金选择权的最长期间为8个月。

(2)交易时间。纽约时间上午8:20至下午2:30。

(3)契约标的物。在纽约商品交易所交易的黄金期货契约。

(4)价格变动的最低金额。每金衡盎司0.10美元,或每张契约10美元。

(5)履约价格的级距。履约价格低于400美元的,每一级距为10美元。履约价格介于400美元至600美元之间的每一级距为20美元。履约价格介于600美元至900美元之间的每一级距为30美元。履约价格高于900美元的,每一级距为40美元。

每一个契约月份在每一个交易日,均有9个叫卖选择权的履约价格,和9个叫买选择权的履约价格可供交易,其后可因期货价格的变动而增加履约价格以供交易。

(6)价格限制。无限制。

(7)最终交易日。纽约商品交易所期货契约交割月份前一个月份的第二个星期五。

(8)履约时间。买方可以在选择权任何交易日纽约时间下午3:00以前要求履约;而契约到期日当天,买方可延至纽约时间下午4:00以前要求履约。若选择权清算结果达到300美元以上,则自动履约。

(9)到期日。纽约商品交易所黄金选择权契约的到期日为其标的物期货契约到期日前一个月份的第二个星期五。

二、国际货币市场的黄金选择权契约规则

(1)交易单位。交易单位为在伦敦交货的一张该货币市场的黄金期货契约量——纯金100金衡盎司。

(2)交易月份 2 月份、3 月份、4 月份、6 月份、8 月份、9 月份、10 月份及 12 月份。

(3)权利金报价方式。以每金衡盎司多少美元来表示。

(4)价格变动的最低金额。每金衡盎司 0.10 美元,或每张契约 10 美元。

(5)每日价格变动幅度限制。无任何限制。

(6)投机部位限制。任何人持有或控制的选择权与期货契约合计数,不得超过 4,000 张契约。

(7)交易时间。芝加哥时间上午 7:20 至下午 2:00,自 1988 年 7 月 1 日起,延长交易时间至下午 7:00。

(8)最终交易日。契约月份前一个月的第二个星期五。

(9)履约价格的级距。履约价格低于 400 美元的,每一级距为 10 美元。如 370 美元,380 美元,390 美元。履约价格介于 600 美元至 900 美元之间的,每一级距为 30 美元。如 630 美元,660 美元,690 美元。履约价格在 900 美元以上的,每一级距为 40 美元。如 900 美元,940 美元,980 美元。

(10)新推出的契约月份。新月份的契约推出时,分别有 9 个叫卖选择权的履约价格和 9 个叫买选择权的履约价格以供交易,其中一个是最靠近前一个营业日期货契约的收盘价格,另 4 个履约价格低于期货的收盘价格,而其余 4 个履约价格则高于期货的收盘价格。

(11)新增加的履约价格。当期货契约的交易、买方报价和卖方报价的范围均发生在 4 个最高(或 4 个最低)的履约价格时,则于次一营业日增加次高(或次低)的履约价格以供交易。但上述情况若发生在距选择权契约到期日 10 个月的天数(calendar days)以内时,则不增加新的履约价格。

(12)履约时间。选择权买方要求履约的申请,须在期货交易日芝加哥时间下午 5:00 以前提出。

第三节 黄金选择权交易的作用

一、用选择权交易对冲风险

黄金生产商、工业用户,个人与机构投资者都可以利用黄金选择权来对冲金价波动所带来的风险。他们作为对冲者,即可从是选择权的买家,又可以是卖家,视其情况而定。现举

例来说明如何利用选择权来固定在现货市场或期货市场已赚取的利润。

例如,某黄金投资者在 10 月份以 400 美元购买 100 盎司黄金(现货或期货)。到 12 月份时,金价上涨至 430 美元,他可赚取 3000 美元。此时他不想急于卖出获利,还希望金价继续上升,获得更高的收益,但又担心金价万一回落,空欢喜一场。在这种情况下,你可以投资选择权合约,即买入明年 4 月份 420 美元叫卖选择权,只要于 3 月中旬或以前行使选择权,就可按 420 美元卖出所持有的黄金,稳赚每盎司 20 美元的利润(扣除买入选择权时支付的 4.5 美元权价,也可获净利 15.5 美元)。就算该期间金价下跌,你手上的黄金仍能以 420 美元的价格出售。

如果金价继续上涨,比如说每盎司上涨到 440 美元,你持有的黄金自然也增值,但是选择权的权价会下跌,因为市场行情与权价相差愈来愈大。如果金价继续上涨,你的选择权权价,可能化为零。不过,从 12 月至 3 月中旬之间,你持有的黄金并没有因金价的升跌而遭受损失,你支付的权价,就是避免这种风险的代价,见表 8.5.1。

表 8.5.1 用选择权交易对冲风险

日 期	现货金价	选择权的权价
12 月	430.00 美元	4.50 美元(4 月 420 美元卖出选择权)
明年 3 月	440.00 美元	0.00 美元(金价上升,选择权权价跌至 0,因为到三月时,选择权已届满。

每盎司毛利:20.00 美元(-4.50 美元)

每盎司纯利:20.00-4.50=15.50(美元)

二、用选择权交易投机获利

选择权的主要用途,除对冲风险之外,另一种用途就是借助让渡(出售)选择权这种方法,可充分利用已有的投资工具(例如黄金条块或期金合约等),从而产生更多利润。

例如你于 1 月底让渡一张 8 月份 540 美元低风险卖出选择权合约,权价是 10 美元,让渡选择权时,8 月份期货金价是 525.5 美元,而现货金价是 512.7 美元。若选择权的买家不希望出现亏损的话,那么 8 月份期货金价要上升至收支平衡点〔即 540 美元(约定价)加上 10 美元(权价),再加上买家所付出的投资成本〕,才会行使选择权。

作为选择权的卖家,你让渡一张选择权合约时,可获取 1000 美元的权价(以 100 盎司为基本交易单位),虽然这笔收益并不惊人,但假若你没有卖出选择权,这份收益不可能得到。

如果市场的走势与你估计的相反,金价上扬,待金价上涨至成交价格后,买家行使权利,

达成交易,这样对你更有利,既收了权价,又获得资产增值的利润。现以本例分析如下。

本例中你让渡的这张卖出选择权契约的买入价格是 525.50 美元,如果期货市场的价格已经上涨到 540 美元的行权价格,买方行使权利双方成交。那么在这笔交易中,这份契约你赚取了 1450 美元的利益,如果加上权价,总共赚取 2450 美元,见表 8.5.2。

表 8.5.2 用选择权交易投机获利

现货金价	8 月份期金价	8 月 540 美元卖出选择权权价
1 月 31 日 512.70 美元	525.50 美元	10.00 美元
7 月底 524.20 美元	526.20 美元	0.00 美元

投资成果:

资产利润:1450 美元(540—525.50)

选择权权价:1000 美元

总计收益:2450 美元

第四节 购买黄金选择权的策略

许多投资者发现购买选择权具有相当吸引人的利益,其中较重要的利益包括选择权具有财务杠杆的作用、限制价格风险以及持续力(staying power)等,以下将逐一说明。

买入 COMEX 黄金选择权的投资者,有机会实现投资额数倍,甚至数十倍的投资报酬,而其风险仅限于选择权的成本——权利金加交易成本而已。

例如,黄金期货价格为每盎司 400 美元的时候,以每盎司 10 美元的权利金购买两平情况(at-the-money)的黄金叫买选择权(亦即选择权的履约价格为每盎司 400 美元),若黄金市价在选择权到期日前上涨为每盎司 500 美元,则投资者每盎司赚 90.0 美元。另一方面,若黄金价格跌至每盎司 400 美元以下,则此选择权虽变为毫无价值,但此时投资者的损失仅为原始投资本金,每盎司 10 美元,或每张契约 1,000 美元再加上交易成本而已。

投资者购买 COMEX 黄金选择权,具有持续限制风险之特性,或者是说投资者购买选择权,于市场逆转时,具有在不必被要求增加保险金的情况下,继续持有已发生损失部位的能力,这是因为选择权买方缴纳权利金之后,则只享有权利而不负担义务。

一、已抛补购入选择权(covered purchase)

投资者可利用 COMEX 黄金选择权与黄金期货或与实体金块连结的方式,达到降低风险的目的。其中,多头叫买选择权与期货空头部位连结,称已抛补购入叫买选择权(cov—

ered call purchase);而多头叫卖选择权与期货多头长部位连结,称已抛补购入叫卖选择权(covered put purchase)。

4月份现货黄金交易价格为每盎司375美元,12月份黄金期货交易价格为每盎司405美元,某投资者相信黄金在年底将大幅上涨,但他为了避免因黄金暂时性的下跌而遭致损失,便以每盎司405美元价格购进一张12月份黄金期货契约;同时又以2,300美元之代价购进一张12月份到期、履约价格为每盎司400美元的叫卖选择权。

当金价果真如这位投资者预期而大幅上涨,他便实现了因握有期货长部位而获致巨额利润的愿望,至于购入叫卖选择权的损失,则仅限于选择权的权利金而已,见表8.5.3。

表 8.5.3 已抛补购入选择权

期 货 价 格	选 择 权 权 利 金
在 4 月间,以每盎司 405 美元购买涨期约。	以每盎司 23 美元权价购入叫卖选择权。 履约价格:每盎司 400 美元
在 11 月份,以每盎司 460 美元卖掉手中期约。	到期日变成毫无价值
结果:获利 $[(460-405)-23]\times 100=3,200$ 美元	

购入选择权的成本可视为保险费(insurance premium)。若金价下跌,叫卖选择权的利润可抵消期货长部位损失的大部分。例如,若11月份金价下跌为每盎司350美元,则履约价格为400美元的叫卖选择权的权利金将上涨为50美元/盎司以上,投资者可了结期货与选择权的部位,利用叫卖选择权(put option)的利润2,700美元来大幅降低在期货市场的损失。

二、锁住利润购买选择权

对于以金块或黄金期货方式握有黄金多头部位的投资者而言,可以黄金选择权来避免其投资因金价下跌而发生损失。同样,握有COMEX黄金期货空头部位的投资者,也能利用黄金叫买选择权来锁住(lock in)其最低的利润。投资者固然期望因金价下跌而获利,但更希望不再失去本身已获得的利润,在此情况下,他买入黄金叫买选择权,则可保障他不因期货价格回升而遭致损失,但若金价持续下跌,投资者仍能因握有黄金期货空头部位而累积利润,只是因支付选择权的权利金而使利润稍微降低而已。下面举例说明。

假定在某年1月间,某投资者以每盎司560美元的价格出售一张6月份黄金期货契约,到了3月间,6月份的黄金期货价格已经下跌为每盎司500美元,此时他若了结期货部位,可获取利润 $(560-500)\times 100=6,000$ 美元,但他希望黄金期货价格能进一步下跌而产生更多的利润,同时还必须预防万一黄金金价反弹的后果。于是他以每盎司20美元之代价,买

一张履约价格为 500 美元的 6 月份到期的叫买选择权。到了 5 月间,6 月份黄金期货价格为每盎司 470 美元,了结期货分,结果如下,见表 8.5.4。

表 8.5.4 锁住利润购买选择权

期 货 价 格	选 择 权 权 利 金
在 4 月间,卖出 6 月的黄金期货,价格为每盎司 560 美元。	
有 3 月间,6 月份期货价格为每盎司 500 美元	买入一张 6 月份的叫买选择权,履约价格为 500 美元,权价为每盎司 20 美元
在 5 月间,6 月份期货价格为每盎司 470 美元	该选择权权价为每盎司 2 美元
结果:获利 $[(560-470)-(20-2)] \times 100 = 7,200$ (美元)	

当 6 月份金价下跌时,履约价格为每盎司 500 美元的叫买选择权的权利金即权价也必然下跌,然而此选择权仍存在有一些时间价值,此投资者以每盎司 2 美元之价格卖出叫买选择权,则叫买选择权的净成本为 18 美元。但因他以每盎司 470 美元价格买入 6 月份黄金期货,故能有效弥补,价格为每盎司 488 美元的期货空头部位,获利 7,200 美元。

倘若 6 月份黄金期货价格上涨,则叫买选择权的权利金亦会上涨。例如,若 6 月份黄金期货价格为每盎司 550 美元,则履约价格为每盎司 500 美元的 call option 的价值,至少有内在价值每盎司 50 美元,投资者买回黄金期货的价格为每盎司 550 美元,减去选择权净利 30 美元,实际上等于 520 美元。事实上,金价上扬,不论涨幅大小,此投资者确定能于期货契约到期日,以每盎司 520 美元之价格购买黄金 100 盎司,从而可锁住利润。

第五节 发行黄金选择权的策略

投资者也可以通过发行(write)选择权,承诺在选择权买方要求履约时,以履约价格交付黄金期货契约的方式,赚取权利金收入。但必须注意的是,因黄金选择权的买方只有有限度的可能损失,而有无穷尽的潜在利润,故选择权发行者(option writer)只能收取有限度的收益,但必须承担无限制的价格损失风险。由此可见,选择权有点像保险契约,在投保人缴了保险费之后,一旦发生事故,则可领取数额庞大的理赔金,而保险公司只要向投保人收取少量的保险费,但须承担事故发生时支付大额理赔金的责任。所不同的是,保险公司可定

期向投保人收取保险费,而且一旦发生事故,其理赔金额虽大,但毕竟有一定的额度。至于选择权发行者则只能收取一定的权利金,而要负担无额度限制的损失,其所承担的风险较保险公司所承担的风险要大,故选择权发行者对于选择权的发行须持谨慎的态度,通常在市场行情看跌时发行叫买选择权,在市场行情看涨时发行叫卖选择权。因此,较少投资者采用发行策略投资。

倘若黄金期货价格朝不利于选择权发行者的方向移动时,选择权发行者尚可以用所收取的权利金来弥补损失,尤其在买者多于发行者时,更有能力弥补损失。从这一点看,发行黄金选择权的风险反而较建立期货部位的风险为低,这是因为建立期货部位亦无权利金收入可弥补市价损失。

黄金叫买选择权的发行者,在选择权契约到期日之前,如果选择权买方要求履约时,便有义务依履约价格出售黄金期货契约给选择权的方式,获得额外利润,所以黄金选择权在到期日之前的任何时间,买方均有可能要求履约。

若选择权买方要求履约叫买选择权的契约,则选择权发行者须以选择权的履约价格取得期货的空头部位;若叫卖选择权要求履约,则选择权发行者须从履约价格取得期货的多头部位。

发行选择权与买卖期货一样,也须缴纳保证金,而保证金也随权利金市价的波动情况,逐日调整保证金帐户余额。

虽然发行黄金选择权的风险较大,但投资者可以运用多种策略降低风险,增大投资收益。下面介绍四种典型的发行技巧及其策略。

一、未抛补发行的策略

所谓选择权的未抛补发行(naked or uncovered writing)是指发行叫买选择权而不买入黄金期货契约,或者是发行叫卖选择权而不卖出黄金期货契约,以未抛补方式发行选择权之后,因选择权买方随时可能要求履约,而使发行者取得期货部位,因而必承担风险,故通常是预期在选择权有效期内,期货价格可能变动不大时才可利用此策略。若黄金期货的价格变动很剧烈,则未抛补发行的风险非常大,因此发行者为预防期货价格朝不利方向变动,须随时准备迅速买回其所发行的选择权,或者是以抵消性期货部位轧平其风险。下面举例说明。

在某年9月间,12月份交割的黄金期货交易价格为每盎司485美元,某黄金投资者预期未来数月内市场将持续稳定,或仅轻微下跌,黄金市场可能在每盎司470美元与490美元间的价位盘整,于是决定发行五张履约价格为480美元的12月份叫买选择权,每张选择权每盎司吸取权利金9.50美元,共收入 $9.50 \times 100 \times 5 = 4,750$ (美元)。

若到11月的第二个星期五,12月份黄金期货交易价格为每盎司470美元,则这些选择权于到期之日,已毫无价值。因此,该投资者净利4750美元。见表8.5.5。

表 8.5.5 未抛补发行的策略

期 货 价 格	选 择 权 权 利 金
在 9 月间,每盎司 485 美元	发行 5 张 12 月份的黄金选择权契约,履约价格为每盎司 480 美元;权价为每盎司 9.50 美元
在 11 月间每盎司 470 美元	到期日 5 张选择权毫无价值
结果:获利 $9.50 \times 100 \times 5 = 4,750$ (美元)	

在本例中,金价略微下跌,投资者因而赚取了全部的权利金,但若金价上扬,则投资者可能要面对其他的结果。例如,12 月份黄金期货交易价格若为每盎司 489.50 美元,但因履约价格为每盎司 480 美元,加上叫买选择权权利金为每盎司 9.50 美元,所以投资者将仅损益两平而已;若期货价格高于每盎司 489.50 美元,则投资者将蒙受损失。

二、已抛补发行的策略

已抛补发行(covered writing)正好与未抛补发行相反。运用此策略需要在发行选择权同时,建立抵消性的期货部位。已抛补的叫买选择权包括买入叫买选择权与期货多头部位的结合;而已抛补的叫卖选择权则包括卖出叫卖选择权与期货空头部位的结合。两种策略均只适用于当投资者预期期货价格将不致有太大变动时。其中,已抛补叫买选择权通常应用当投资者认为期货价格可能上涨时;而已抛补叫卖选择权则通常应用于投资者认为期货价格可能会下跌之时。

已抛补发行中,来自抵消性期货部位的利润,有抵销选择权权利金朝不利方向移动的效果,因而使投资者赚取利润。

例如,某年 10 月间,2 月份黄金期货的交易价格为每盎司 420 美元,若某投资者于 6 月份已以每盎司 500 美元之价格售出 2 月份期货契约,此投资者相信金价将轻微下跌,而在每盎司 420 美元间盘整。他本来可以以每盎司 420 美元买入期货契约而实现利润 $(500 - 420) \times 100 = 8,000$ 美元,但他企图获得更多利润,便发行一张履约价格为每盎司 420 美元的 2 月份黄金叫卖选择权,每盎司吸取权利金 14 美元。

倘若到了选择权到期日,2 月份黄金期货清算价格低于每盎司 420 美元水准,则此选择权具有内在价值,买方因而要求履约。但是此投资者因以每盎司 420 美元的价格买回一张 2 月份期货契约,此契约正好抵销其期货空头部位,因此他实际上是以每盎司 $420 - 14 = 406$ 美元的价格轧平空头部位。若期货清算价格大于每盎司 420 美元的水准,则此投资者因选择权无价值而平白赚得权利金,但其期货空头部位的利润却因期货价格上扬而减少。

在次年 1 月间,黄金期货价格若跌至每盎司 410 美元的水平,则选择权买方会要求履约,因而投资者有义务以每盎司 420 美元的价格取得期货多头部位。

表 8.5.6 已抛补发行的策略

期 货 价 格	选 择 权 权 利 金
在 6 月间,卖出 2 月期货,价格为每盎司 500 美元	
在 10 月间,每盎司 420 美元	发行涨 2 月叫卖选择权,履约价格为 420 美元/盎司,权价为 14 美元/盎司
在 1 月间,每盎司 410 美元	买方要求履约
结果:获利 $[(500-420)+14]\times 100=9,400$ (美元)	

在本例中,此投资者因预期市场价格将略微看跌,所以利用此策略,以发行叫卖选择权的方式,增加了 1,400 美元的利润,因而确保较大利润的实现。倘若投资者预期金价将有较大波动,则使用该策略并不妥当。

三、比例发行的策略

比例发行(ratio writing)是一种收益导向的策略(income oriented strategy)。当选择权发行者不能确知市场的涨跌方向,但预期期货价格将在目前市价水平的狭小范围内盘整的时候,此策略相当有用。所谓利用比例发行的策略,是对每种期货契约发行多种选择权,因而同时创造已抛补和未抛补的选择权部位,其中包括对一个期货空头部位发行两种或两种以上的叫卖选择权;或者是对一个期货空头部位发行两种或两种以上的叫买选择权。因为这种策略涉及须发行多少张选择权契约方为适宜的问题,故称比例发行。此策略可用来与现有期货部位连结。下面举例说有。

某年 8 月间,某投资者以每盎司 440 美元价格买入一张 12 月份黄金期货契约,同时以每盎司 10 美元的权价发行两张履约价格为每盎司 440 美元的 12 月份叫买选择权。假设 12 月份黄金期货在选择权到期日的清算价格在每盎司 420 美元至 460 美元之间,则运用该比例发行策略是有利可图的,因为权利金合计数为 20 美元,必足以抵消期货在此价格范围内的期货多头部位与叫买选择权的空头部位损失。当然,若在选择权到期日,12 月份期货的清算价格低于每盎司 420 美元,或高于每盎司 460 美元,则此投资者所暴露的风险是无限的。

假定到了 11 月间,12 月的期货价格已略微下跌至每盎司 435 美元,则此投资者在期货多头部位的损失小于因发行选择权所收取的权利金,因而有利可图,见表 8.5.7。

表 8.5.7 比例发行的策略

期 货 价 格	选 择 权 权 利 金
8 月间,买进 1 张 12 月期货,价格 440 美元/盎司	发行 2 张 12 月份叫买选择权,权价 10 美元/盎司
在 11 月间每盎司 435 美元	选择权到期日变成毫无价值
结果:获利 $[(20-10)-(440-435)] \times 100 = 500$ (美元)	

倘若到了选择权到期日之际,12 月份黄金期货的清算价格为每盎司 440 美元,则投资者可获得最大的利润 2,000 美元(等于两张选择权的权利金);若黄金期货价格每盎司低于 420 美元,则该选择权在到期日变成毫无价值,买方不会要求履约。从这点来看,虽然该投资者有利,但其期货多头部位的损失将大于两张选择权契约的权利金金额。例如,当 12 月份期货契约价格跌至每盎司 400 美元,则期货多头部位每盎司发生 40 美元的损失,此金额大于投资者发行选择权每盎司所收取的权利金 20 美元。另一方面,若 12 月份期货清算价格高于每盎司 460 美元,则也同样发生损失金额大于所收取的权利金金额的事情。这是因为两张叫买选择权的买方要求履约,而该投资者须以每盎司 440 美元的价格取得两张期货空头部位,投资者在 8 月间购入的一张期货多头部位,虽然可以用来抵消其中一张期货空头部位,但此投资者仍须吸收另一张期货空头部位的损失。

四、持有实体金块而发行的策略

因为金块的保管持有可用来充当发行选择权的保证金之用,因此握有金块的商人(如黄金交易商等)可发行叫买选择权而不必担心金价上扬而发生须追加保证金的事情。黄金交易商借发行叫买选择权,并且收取权利金的方式,能对金价波动获得某种程度的保障。若金价上涨,则交易商实际售金所得为选择权履约价格加权利金,而此金额高于在期货市场进行对冲交易所能获得的价格。

但必须强调的是,根据所持有的金块而发行的选择权,亦包含有某种程度的风险在内,因为金价下跌,则发行选择权所受到的保险程度,仅限于所收取的权利金而已。因此,虽然任何持有金块的人均可发行叫买选择权,但应用此策略必须先对风险的本质作彻底的评估,不可贸然进行。下面举例说明。

1 月间,某贵金属交易商以每盎司 500 美元价格买入 1,000 盎司的黄金。此时此交易商为对冲其现货黄金部位风险,有以下两种方式可以进行:

第一种方式,在期货市场以每盎司 508 美元的价格卖出 4 月份黄金期货契约 10 张,以对冲其现货部位,确保黄金售价足以弥补交易商的持有成本。

第二种方式,在选择权市场发行叫买选择权。因 4 月份到期、履约价格每盎司 500 美元的叫买选择权的权利金为每盎司 20 美元,采用此策略以确保有 20 美元的收入,故只要金价在每盎司 480 美元以上,则对交易商均有利。

此交易商经上述分析后,决定发行叫买选择权,即以每盎司 20 美元的权价发行 4 月份到期、履约价格为每盎司 500 美元的叫买选择权 10 张。到了 3 月间,此交易商出售黄金存货时,以每盎司 2.50 美元的价格买回叫买选择权契约 10 张,以了结其选择权部位,见表 8.5.8。

表 8.5.8 持有实体金块而发行的策略

现 货 价 格	选 择 权 权 利 金
于 1 月间买入 1000 盎司黄金每盎司 500 美元	发行 10 张叫买选择权履约价格为 500 美元,每盎司 20 美元
在 3 月间出售 1000 盎司黄金每盎司 495 美元	买回选择权每盎司 2.50 美元
结果: $[(20 - 2.50) - (500 - 495)] \times 100 \times 10 = 12,500$ (美元)	

在本例中,此交易商以所持有的金块为保证,发行黄金选择权,结果实际售金所得价格为每盎司 495 美元加 17.50 美元,等于 512.50 美元,若利用期货市场每盎司只能得到 508 美元售价。但必须注意的是,倘若金价跌至每盎司 480 美元以下,则此交易商将因发行选择权而遭致损失,而每盎司的损失金额达 500 美元减 20 美元,再减黄金市价的差额。

第六章

黄金市场行情的因素分析

第一节 黄金的供求因素分析

供求因素,是影响黄金市场行情的最基本因素。供给与需求是决定市场价格变动的两股基本力量,二者的相互作用,影响价格的走势:

- (1)供给大于需求时,价格下降;
- (2)供给小于需求时,价格上升;
- (3)供给等于需求时,价格均衡。

以上供求规律也适用于黄金市场行情的分析。要了解金价的升降趋势,首先必须对黄金的供应与需求来源及数量变动有明确的认识,然后才能准确地判断供求关系的变动情况。下面将分别予以介绍。

一、黄金的供给

世界黄金市场的黄金供应来源,主要有三大途径:①产金国每年新开采的黄金,②还原重用的黄金,③各国政府抛售的黄金。此外,国际金融机构的交易活动和一些投资者出售的黄金也是黄金供应的来源之一。

1. 黄金的生产

很早以前,人类就从事黄金的开采。公元前 3000—2000 年中国就有开采黄金并制作金饰品的记载。公元后开采黄金的国家逐渐增多,开始时大都先开采富矿,以便尽快提炼出黄金。世界各地开采黄金的时间是:加纳 1471 年,墨西哥 1500 年,秘鲁、智利 1532 年,巴西 1577 年,俄国 1745 年,加拿大 1823 年,美国(加州)1848 年,澳大利亚 1851 年,南非 1884 年,阿拉斯加 1890 年。15 世纪时,资本主义萌芽已遍及西欧各国。经过原始积累及广泛发展,到 19 世纪初英、法等许多国家都先后建立起资本主义制度。世界各地的黄金大量开采

正发生在这一时期。由于采金技术的逐渐进步,到 19 世纪末 20 世纪初,黄金的产量大大增加。各地的金矿公司大大发展,形成了全球性的大规模开采活动。

金矿是黄金的初始来源。各国生产的黄金源源不断地流入黄金市场,成为市场供应者的主体。据有关资料统计,人类自有历史以来,生产黄金达 10 万多吨,其中 1 万吨左右在流通加工中消失,其余约 9 万吨为世界各地所储藏。其中作为民间首饰和作为投资用的黄金分别各占 2.5 万吨左右,目前每年全世界黄金总产量约为 2000 吨。

既然黄金市场的主要供应都来自金矿,所以金矿产量的多少,就直接左右着金价。但由于开采黄金不是一蹴而就的事,一个金矿从发现到开采,需要经历十分复杂的过程,因而黄金的供应缺乏弹性。这就是说,即使金价大幅度上升,黄金的供应量也不会在短期内很快增加,需要经过一段较长的时期才能提高产量。例如,1979~1980 年金价狂升,这期间各地新增了不少金矿探测与开采计划,但直到 80 年代中期,黄金产量才有显著的增加。由此可以看出,金价上涨速度超前于黄金产量的增长速度。

从投资的角度看,黄金投资者对金源增加的情况,不必过于乐观。因为金矿是一种固定的天然资源,总有挖尽的一天。世界上大部分蕴藏量丰富的金矿都已开采枯竭,现在余下的金矿产量已大不如前。许多老矿中,高级矿石已经采尽,至于新矿,大多生产量较少,矿石品质较差,蕴藏有限,所以新矿的寿命,相对很短。

全球的金矿生产主要集中在南非、原苏联、加拿大、美国、澳大利亚、巴西等国家,现分别介绍如下:

(1)南非的黄金生产。南非是世界上生产黄金最多的地方,南非的黄金生产有以下几个特点:①产量高。南非每年的黄金产量是西方国家黄金产量总额的 2/3 左右。黄金的生产在南非经济中占有重要地位,多年来,其产值约占国内生产总值的 9% 左右。②金矿品位高,产金成本低。南非的金矿含金品位高,据南非矿业协会 1981 年的统计,每吨矿石平均含金量为 6.92 克。南非的产金成本也远低于美国、加拿大和澳大利亚等国。③黄金大部分用于出口。南非的外汇收入 50% 左右来自黄金的销售,其每年新产黄金基本上通过伦敦和苏黎士黄金市场出售或铸成金币和纪念币出售。比如,1980 年南非产黄金 673.98 吨。金块出口 498.78 吨,金币出口 97.48 吨。

南非的黄金产量 60 年代稳步增长,从 1960 年的 665.09 吨上升到 1970 年的 1000.41 吨,而整个 70 年代的 10 年则呈下降趋势,到 1980 年已降至 673.98 吨。金块出口也由 1970 年的 1389.14 吨降至 1980 年的 498.78 吨。80 年代上半期产量有所回升,到 1984 年增加到 683.3 吨,但此后一直呈下降趋势,1987 年降至 607 吨。南非黄金产量下降的主要原因是受大部分商品价格疲软所致。据南非一黄金开发公司的高级业务经理预测,到 90 年代末,作为世界黄金市场生产大国的南非,其产量将减少 1/5,年产量仅 470 吨。

(2)原苏联的黄金生产。前苏联是世界黄金主要生产国之一,产量仅次于南非,居世界第二位。依据“格林商品评论”的材料,前苏联的黄金蕴藏量约为 1 万~15 万吨,比南非的藏量还多。其余矿区主要分布在西伯利亚东部,本世纪 20 年代初期,当西伯利亚东部阿尔丹河流域发现了金矿的消息传开后,便引起了一次与美国、加拿大和澳大利亚规模类似的黄金热潮,在短短的几个月内,约有 1.2 万采金者蜂拥而至,去寻找他们梦中的财富。自 1926

年起,原苏联即停止公布黄金生产数字,因此关于原苏联黄金产量的数字,均是西方估算的。据有关资料的估计,50年代初原苏联的年产量在128~175吨之间,60年代上升到200~300吨。苏联解体后,经济上的困难给黄金生产带来了许多阻力,1992年俄罗斯开采黄金146吨,比1991年减少6~7%,今年的开采量也大体同1992年持平。

(3)加拿大的黄金生产。加拿大也是世界上的主要产金国之一,但其生产的黄金只有约全球黄金产量的5%。第二次世界大战以后,它的采矿业便受到矿石蕴藏减少和开采费用过高的打击。1941年加拿大生产了170多吨的黄金以支付军事费用,从那时起,加拿大的采矿工业便大量依赖政府的补助,开采的矿区从大战结束时的125个减少到70年代初期的30个左右。黄金产量由1968年的84吨降低为1978年的52吨。为了扶持金矿工业,加拿大发行了新铸造的“枫叶”金币,首批的铸造量有500万枚,已分别于1979、1980和1981年发行。这样做的目的是要刺激开矿公司的活动,鼓励停产的公司恢复生产。80年代以来,加拿大的黄金年产量有大幅度增长,从1980年的51.60吨上升到1985年的90吨,1987年达到120.3吨。

(4)美国的黄金生产。美国也是世界黄金的主要生产国之一。根据美国官方统计,本世纪上半叶其黄金年产量大多在100吨以上,其中1940年达到151.47吨的高峰。本世纪下半叶曾一度不景气,原因在于美国政府一方面大力支持金价一盎司为35美元的政策,另一方面又拒绝给采金业任何补助。70年代初期,全国25家采金公司中,仅有4家公司是以黄金作为主要的开采产品。1970年美国黄金产量为154吨,而1978年则降至30吨。但80年代以来,美国的采矿业取得较快发展,其年产量从1980年的30.1吨上升到1985年的79.5吨,1986年的118.3吨和1987年的154.9吨,1990年高达300吨,随着美国各矿务公司继续进行大规模的投资计划,估计今后的黄金产量仍将保持一定的水平。

(5)其它国家的黄金生产。澳大利亚的黄金也是世界黄金市场的一大来源,1987年,澳大利亚共有40个新金矿投产,所以年产量达108吨(而1980年仅为17吨,1985年也只有58.5吨),1988年以来又有多个小型金矿投入生产,1990年产量达241吨。

巴西亚马逊河流域有许多冲积矿床,其黄金产量在80年代也呈上升趋势,从1980年的35吨上升到1987年的83.8吨。此外,智利、委内瑞拉的黄金产量在1987年也分别达到19吨和16吨。而同期,菲律宾和新几内亚的产量较高,分别为40吨和34吨,但这两地的金矿历史短,而且规模都较小。

我国是世界第六大产金国,拥有约30万人的黄金生产队伍,山东、河南、黑龙江等省是我国主要黄金产地。目前已发现有黄金资源的县约1000多个,已开采黄金的县有400多个。目前开发一个新金矿需要较高成本。以每盎司黄金计算发现金矿需30美元,开发需要70美元,投资生产需要225美元,另需10%的资金筹用成本。因此在当年金价水平(每盎司330美元)不可能大量的新矿投入生产,除非短期内金价上升到425美元以上,否则黄金产量难以有较大增长。

2. 黄金的还原重用

黄金的第二种供应来源是黄金的还原重用。其主要来自旧首饰、报废的电脑零件与电子设备、假牙,以及其它各式各样黄金制品。

与年产量的增长较稳定的金矿生产相比,这类黄金的供应极富弹性,当金价显著波动时,在短期内,供应都会大起大落。也就是说,还原重用的黄金供应具有价格弹性,其对黄金价格行情的变化极为敏感。例如,1977年,平均金价大约是每盎司148美元时,还原重用供应市场的黄金大约为450万盎司,但到1980年,当黄金价格高达612美元时,还原重用供应的黄金也立即膨胀到2100万盎司,相反,在1981年,当金价回跌至459美元时,还原重用的黄金来源也骤降至1050万盎司。在1983年,市场的金价反弹时,这种来源的黄金也随即增加了约50万盎司,而1984年金价再度回落时,还原重用的黄金供应便减少了约100万盎司。这期间,金矿的生产却一直呈上升趋势,并未受金价的升跌而起落。因此,从理论上说,还原重用的黄金数量与市场的价格成正比。造成这种现象的原因是因为黄金还原重用的供应者,为了获取更高的利润,往往不会及时把收集加工重制的黄金引进市场,而是在金价对他们有利时才采取行动,出售黄金。一旦金价下跌,无利可图时,便停止供应市场。

不过,利用金价与还原重用黄金的供应量关系来分析投资走势,有时也没有一定的规律,这是因为黄金还原重用的供应量,除受金价的左右外,还要随供应国的经济状况而定,因为出口这类黄金产品可为国家带来外汇收益,所以无论金价处于何种水平,如果这些国家因经济困难缺乏外汇,必须立即在市场上出售这类黄金。此外,在还原重用的黄金中,来自工业设备的黄金还原数量与日俱增,主要来源包括报废的电子、通讯及电脑产品,这种增长情况即使在金价处于低潮时也无改变,因为黄金还原技术的不断改良,有关的工业在70年代已飞跃发展。不过,进入80年代以来,由于工业技术的不断创新,加之金价的狂涨,许多制造商都尽量减少或甚至避免在生产过程中使用黄金,而改用其它金属代替,所以工业制品的含金量有不断减少的趋势。

3. 各国政府的售金量

黄金市场的供应量,除了以上所提及的金矿产量和黄金制品二次回收数量,另一个重要来源就是各国政府的售金量。该来源可以直接影响到黄金市场的行情走势,而且也最难以预测,因而投资者要充分重视。

在各国政府的抛售黄金中,原苏联的抛售量最多,1953~1981年,原苏联共出售了5383吨黄金,最多的年份每年可达400吨以上,1990年出口了380吨,但去年俄罗斯只出售了98吨黄金。其次是那些藏有大量黄金的发展中国家。许多国家官方抛售黄金的原因主要是因为外汇需求。与黄金市场的价格没有必然联系。就短期而言,市场状态与市场价格,都是国家抛售黄金的决定因素。而就长期来看,外汇需求量及贸易平衡,才是决定抛售量的主要依据。

既然这些国家抛售的黄金数量与金价的关系不大,那么,作为投资者,在考察抛售量时,就要密切注意这些国家的谷物等的生产量、进口量及贸易赤字状况,因为这些因素与黄金的抛售数量关系密切(通俗地说,当一国谷物欠收,需要大量进口谷物时,就要出售黄金换取外汇来购买进口品,否则,贸易赤字会扩大,不利于改善国际收支状况)。当然,如果上述国家的外汇充足,足以支付进口的必需品,不论它们进口多少谷物,都没有理由抛售黄金。所以外汇支付平衡是各国该年抛售黄金的主要依据。

由此看来,虽然黄金生产国在黄金价格下跌的时候都想保存黄金,但由于它们大多十分

需要外汇,而只好被迫定期地出售黄金。南非在 70 年代中期需要支付巨额外汇以购买军事武器,这笔庞大的军事费用支出使得南非的黄金储量在 1977 年底降到 10 年来的最低点。同样,前苏联由于必须从加拿大及美国进口大宗的小麦,而不得不出售黄金以支付进口小麦的费用。所以每当苏联小麦歉收时,就会造成金价下跌,对市场产生冲击,因为它将大量黄金抛出,成为黄金的大卖家。另外,前苏联对西方长期贷款所发生的依赖性,也曾对金价发生过较大影响。1978 年,当苏联无法顺利清偿债务时,其唯一能开辟的大财源就是出售手中的黄金。

产金国家对黄金储备量的管制,以及它们决定在国际市场上出售的黄金的数量,对黄金价格的波动起着决定性的作用。无论是独联体小麦收成预估量的公布,或是南非宣布提高售金量,都会对金价造成迅速而激烈的影响。这些动态消息是每一位短期投资者都必须加以密切注意的。

各国中央银行、国家货币局以至国际金融机构(如国际货币基金组织)等,很多时候也都是世界黄金市场的供应者。它们拍卖的黄金量,同样会冲击金市。如美国财政部和国际货币基金组织所拍卖的大量黄金,使得金价从 1974 年底的每盎司 200 美元降至 1976 年秋天的 100 美元。值得注意的动向是,由于战略性需要,1994 年年初荷兰出售了其库存 1/4 的黄金,达 400 吨,价值 43 亿美元。在此之前,比利时和加拿大也抛出过 300 多吨黄金,这使得金价降至 7 年来的最低点。

总的说来,各国官方出售的黄金量是影响黄金市场行情的一大因素。投资者在分析该因素与金价的走势关系时,要从这些国家的经济状况入手,重点考虑其谷物歉收量以及外汇短缺的情况。部分年份世界黄金供给量,如表 8.6.1。

二、黄金的需求

世界黄金的需求主要来自:工业用金、工艺手饰用金、私人收藏、各国官方增加本国黄金储备以及将闲置资金投入黄金的投资者和进行交易活动的投机商等。概括来说,主要有三

表 8.6.1 部分年份世界黄金供给量

单位:吨

年 份	金矿产量*	抛售黄金量	黄金还原重用	总供应量
1980	959	90	488	1307
1984	1162	290	288	1740
1987	1373	303	402	2008
1992	1841	599	390	2830
1993* *	1850	450	400	2700

注:* 该产量不含社会主义国家

* * 为预计产量

1. 工业需求

在黄金的需求中,工业用途占有一定比例。近年来,珠宝业与其他制造业者平均每年对黄金的总需求高达 3500 万盎司,其中大约 350 万盎司流入电子产品,约 200 万盎司流入牙医业,约 2800 万盎司流入珠宝行业,其余则为其他各行各业所消耗掉。

就工业用金而言,世界经济的复苏,带动了市场的繁荣,进而导致珠宝及其它饰金需求大幅增加。当然,从另一方面看,并非所有制造这些金饰业者都需要大量地使用黄金。在珠宝行业已有逐渐倾向制造合金成份较低以及中空的管状或线形的项链与手镯(取代以往制造的实心金饰)的趋势。金饰业在设计产品时,都尽量减少黄金的含量,以降低成本及金价。以后为了保持这一低成本出售的优势,金饰业者都一直致力于降低产品的含金量。

同时,在电子产品与牙科应用方面,也都趋向于减少黄金的用量,或者甚至以钯来代替黄金,结果,过去一段时间工业需求的增长有限。因此,作为投资者,在看到工业用金在整体上增长的同时,也要了解其用量有减少的趋势。下面列出 1980~1987 年黄金工业需求的增长数据,以示说明。见表 8.6.2。

表 8.6.2 1980—1987 年黄金工业需求的增长数据

单位:吨

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
发达国家:								
金饰	314.9	401.1	456.3	419.2	473.9	534.6	552.5	549.7
电子	93.5	91.5	87.3	104.8	128.2	111.6	119.5	118.1
牙科	62.5	63.7	59.1	50.0	51.0	51.5	49.2	45.2
其它工业	57.5	57.8	54.0	49.5	52.2	49.0	50.9	51.3
合计	528.4	614.1	656.7	623.5	705.3	746.7	772.1	764.3
发展中国家:								
金饰	195.9	379.0	439.7	395.1	581.0	593.4	551.8	558.5
电子	1.8	1.4	1.6	1.7	2.3	2.9	4.2	5.6
牙科	1.8	1.5	1.5	0.9	1.2	1.6	1.6	2.8
其它工业	4.2	4.3	3.9	3.2	3.3	5.2	5.3	5.8
合计	203.7	386.2	446.7	400.9	587.8	603.1	562.9	602.7
总计	732.1	1000.3	1103.4	1024.4	1293.1	1349.8	1335.0	1367.0

注:包括还原重用的黄金

从表中可以看出,80 年代工业用金量虽然增幅不是很大,但整体上一一直呈增长趋势,从 1981 年 1000.3 吨上升到 1987 年的 1367 吨,据世界黄金协会统计,1989、1990、1991 年这三年的工业消费量也都超过了西方本年度的黄金生产量,其中 1991 年达 2011 吨的高水平。而 1992 年增长更快,首饰业用金更高达 2500 吨,一年增长 14%。

2. 投资需求

投资需求是黄金市场需求来源的重要部分。所谓投资需求,顾名思义,就是黄金投资者购买黄金的欲望及实际活动。从黄金的总供应量中,减去金饰与工业产品的用金量,再将官方买卖的净量计算入内,就得出黄金投资需求量。1983年,全球黄金投资的需求量达到616.6吨,1986年再攀升至686吨。进入90年代以来,虽然西方对黄金的需求有所减少,但亚洲国家的需求量很大,因此黄金需求一直呈增长趋势。

投资需求量的增减,与金价有密切关系。二者可以说是互为因果,即金价上升,需求增加;反过来,需求增加,又促进金价的上涨。比如,回顾1983年,当年可供投资者吸纳的黄金数量十分庞大,而当时投资需求却不景气,结果1983年初金价开始下调,直到1985年初,当投资者愿意吸纳那些供应过剩的黄金(投资需求增加)时,金价才停止下跌,逐渐回升。因此,金价的升降要视黄金市场的供应量以及投资者的购买欲而定。如果市场供应充实,而投资需求不振,金价便趋跌,相反,若投资欲高昂,则金价便上扬,直至投资者认为价高而离市为止。

由此看来,作为投资者,分析整个市场的投资需求欲望对于预测金价走势十分重要。投资者购金欲望的强度,主要取决于下列因素:

(1)可供购金的资源数额有多少,资金是否充足,这就需要分析国际资本游动情况。

(2)持有黄金是否比其它投资更安全。这需要比较各种投资市场的金融工具,从中作出判断,一般情况下,投资黄金的安全性是不容怀疑的。

(3)投资黄金的预期收益是否较其它投资工具更高。

3. 各国官方储备

黄金储备是各国官方(中央银行、财政部或其它政府机构)集中管理的黄金条块或金币,其主要作用是作为国际支付的准备金,一国黄金储备的多少与其外债偿付能力有着密切联系。为了保持一定的黄金储备比例,各国中央银行、国家货币局以至国际金融机构都要参与世界黄金市场的交易活动。它们既是黄金市场的主要供应者,又充当买主的角色。有时在黄金需求方面的影响力很大。比如1980年,由于各国中央银行进场购买黄金,使得黄金在市场上消失了740万盎司;1986年底各国官方净购黄金达400万~500万盎司。

官方的这种黄金交易,通常与其货币的相对强弱和偿债能力有关,比如,1980年中东地区战乱频繁,局势极不稳定,因而许多国家大量收购黄金,形成市场上极为强劲的需求来源,又如巴西与菲律宾,在80年代上期由于外债庞大,使得其官方储备几乎耗尽。于是这些国家大量购进黄金,试图提高其在国际准备金中的地位。

由此看来,在考虑黄金的需求来源时,应当对国际黄金储备情况有所了解,尤其是那些一次购进黄金数额巨大的国家更是投资者要重视的对象。当然,一般情况下,各国政府的购金量不大,通常不会对金市造成大的影响。目前全世界各国中央银行总储存有35万吨黄金。

此外,在黄金需求方面,不可忽视制造业的需求。有时一国进口大量黄金,可能是因珠宝制造行业的需求增加,比如我国由于1993年对珠宝首饰的需求大增(增长5成),共进口黄金达250吨,有人估计,如果包括偷运入口的在内,实际数字可能达400~500吨。

第二节 黄金价格的环境因素分析

一、通货膨胀率

黄金市场上最重要的一个环境因素莫过于通货膨胀率。因为黄金本来在传统上就是通货膨胀期间最佳的保值工具。因此,倘若目前很明显地面临通货膨胀的威胁,或者预期将来通货膨胀率将升高,则对于黄金的需求很可能会增加。以黄金作为反通货膨胀的工具最明显的例子发生在 1979~1980 年,当时美国的通货膨胀率每年高达 12% 以上。在这期间,黄金的价值增加了 180%。

二、美元汇率

在国际市场上,黄金一般以美元标价,且美元是国际贸易的主要媒介并已成为黄金以外的另一个投资对象。因此黄金价格的变化,突出地表现在美元汇率的波动上。西方研究金价的一个机构也发现,在影响金价的各种因素中,金价对美元汇率的反应极为敏感。从总体上看,每当美元疲软时,人们就大量抛售美元,抢购黄金,促使金价上涨,而当美元坚挺时,黄金就被投资者冷淡,价格疲软。

1984 年,美元相对于其他货币猛升,很多机构投资者以及部分大额投资者都转购美元,他们预料投资于美元所得的收益,会比投资于黄金的收益高。结果,当年内黄金的需求减少,金价回落。1985~1986 年,情况刚好相反,美元开始疲软,导致金价回升。至 1987 年底,美元再度下滑,金价则攀升到 505 美元的新高点。

此外,美元汇率的相对强弱与美国国内的通货膨胀率之间存在密切的关系。通货膨胀率较高时,美元的价值降低;反之,通货膨胀率较低时,美元的价值提高。投资者应牢记,美元的发行数量可能无限,而世界上的黄金就只有那么多,时至今日,人类尚无能力创造出更多的黄金。

三、利率

这里是指银行的市场利率。市场利率对金价的影响主要表现为:市场利率高,会抑制黄金价格上涨或迫使金价回落。因为在高利率下,一方面借款购买黄金的成本增加,通过借款投资黄金的人减少;另一方面,即使手中持有大量资金的人也宁愿把资金存入银行以获取高利率带来的好处。这样,黄金的吸引力自然就减弱。

事实上,1980 年 2 月以后黄金价格的曲折下跌,就与美国政府的高利率政策有很大关系。目前我国提高银行存款利率的政策,也会在一定程度上把一些资金从证券、股票市场和黄金市场上吸走。

四、石油价格

长期以来,油价被视为金价升降的指标,金价通常追随油价的升降而波动。如果石油价格上涨,产油国手中持有的“石油美元”就会迅速膨胀,出于“保险”和“保值”的双重目的,他们就会提高黄金在其国际储备中的比例,将美元转向黄金,增加对黄金的需求,从而引起金价上涨。相反,如果石油价格下跌,石油输出国的石油出口收入就会减少,进而对黄金的需求也会减少。同时,如果石油收入不足以抵补其进口所需的外汇开支时,还不得不低价抛售黄金,以维持国际收支平衡,这样,油价的下跌自然会导致金价的回落。

然而,油价上涨,金价上升;油价下跌,金价下降的关系并非一成不变。有时候,油价下降,反而会引起金价的上涨,比如1985~1986年,就出现过这种情况,造成这种现象的原因除了当时美国的财政赤字政策引起的美元贬值,低油价也在一定程度上刺激了对黄金的需求。低油价对金价升值的影响主要表现在以下几方面:

(1)低油价刺激个人消费与生产业务,从而增加对包括黄金在内的原料的需求。

(2)石油出口国的外汇收益下降,国内可能出现政局不稳或社会不安。这种情况不仅在中东、南美洲和非洲的负债国时有发生,而且就是没有负债的国家也由于经济活动放慢,政治及社会方面都会受到影响。加上黄金在这些国家一向有着重要地位,所以一旦政局不稳,人们自然把资产转向购买黄金。

(3)国际性银行大量贷款给第三世界国家,如墨西哥、尼日利亚等国,油价下挫,这些国家的石油收入减少,国际银行及金融体系将受牵连,这时黄金便特别受重视。同时,为了避免触发国际债务危机,各国中央银行都致力于提高货币增长率,同时降低利率,这都会推动对黄金的需求,引起金价上涨。

五、国际政治局势

作为国际关系的晴雨表,黄金价格对国际政治局势的动荡或偶发事件的反应极为敏感,每一个异常的国际重大事件都会在作为世界政治、经济乃至军事形势晴雨表的国际黄金市场上引起轩然大波,形成一股抢购黄金的风潮,对黄金价格形成巨大冲击。

1982年以前的10年内,金价一直随国际政局的紧张程度而起伏。比如1979年底,原苏联进军阿富汗,又适逢美国与伊朗关系恶化,伊朗扣押美国人质,金价受到此等政治事件的刺激,一年内由每盎司300美元上升至800美元,1980年1月21日突破850美元的记录。90年代初的海湾战争,同样引起了金价的剧烈波动。

国际政治事件之所以对金价有影响,是因为这些事件直接对世界经济,以至美元汇价造成冲击。比如两伊战争期间,由于人们认为战争可能影响石油的正常生产与供应。更重要的原因是,黄金作为资产,是比其他任何资产如证券、钞票、外汇、房地产等更具有内在不变的价值和国际流通性,而且容易携带,所以,当政局不稳定时,人们便纷纷抛售其他资产而抢购黄金,从而导致黄金价格飞扬。

第七章 黄金市场

第一节 黄金市场概述

一、黄金市场的种类

黄金市场是一个集中进行买卖黄金的交易中心,是各国完整的金融市场体系的重要组成部分。黄金市场的分类基本如下:

(1)按照黄金市场所起的作用和规模,可分为主导性市场和区域性市场。主导性市场是指国际性交易集中的黄金市场,其价格水平和交易量对其他市场都有很大影响。这类市场最有代表的有伦敦、苏黎士、纽约、香港和新加坡。区域性市场是指交易规模有限且集中在某地区,而且对其他市场影响不大的市场,如东京、巴黎、法兰克福等。

(2)按照交易类型和交易方式又分为两种:一种是以现货交易为中心,在同业间用电话联系进行交易的欧洲类型的市场。另一种是以期货交易为中心,设有独立交易所的美国类型的市场。黄金现货交易主要指金块、金锭、金条和金币。黄金期货交易在成交后不立即交割,而由交易双方先签订合同,交付押金,在预定的日期再行交割。由此也形成黄金现货市场和黄金期货市场。世界上有的黄金市场只有现货交易,而有的只有期货交易,多半是既有期货也有现货交易。

(3)按照交易管制程度,可分为自由交易和限制交易市场。自由交易市场是指黄金可以自由输出入,而且居民和非居民都可以自由买卖的黄金市场。限制交易市场是指黄金输出入要受管制,只准非居民而不允许居民自由买卖黄金的市场,这主要指实行外汇管制国家的黄金市场,如英国在1979年10月撤销外汇管制前的伦敦市场。

在黄金市场上,不论现货还是期货交易,大宗买卖都很少直接以实物交割的,一般采用帐面划拨的方法,即把寄存于某金库的属于某个国家和集团的黄金改变一下标签,这样既节

省了黄金运输费用,又避免了风险。

近年来,由于世界性的通货膨胀加剧,黄金市场的交易出现了一些新动向。最突出的是黄金微型化交易发展很快,各种实金如金币、金条等形式多样,且数量轻,最小的只有一克,这大大便利小额资金持有者投资黄金保值。另外,黄金市场的交易方式亦多样化,如出现黄金券等的交易,实际上是一种黄金凭证的交易。

一般说来,完备的黄金市场只有在商品经济和信用制度发达的国家或地区,在实行外汇自由制度,允许黄金自由进出与买卖,社会局势稳定,市场基础设施完善发达的条件下,才可能形成。

二、形成黄金市场须具备的条件

形成黄金市场的条件大致有 5 个方面:

(1)发达的商品经济和信用制度。市场经济是在发达的商品经济的基础上产生的,没有高度发达的商品经济,没有商品流通,没有商品的信息机制、流通的约束机制和基础设施,就不可能形成黄金市场。黄金市场作为金融市场的组成部分,涉及到银行信用、商业信用、国家信用、消费信用、国际信用和民间信用等信用制度,没有发达的信用制度,黄金市场就难以形成,建立了也可能会畸形发展,无法顺利完成黄金的交易。

(2)实行自由外汇制度,允许黄金自由买卖和自由出入国境。每个国家都把外汇和黄金作为必要的国家储备,总称官方黄金外汇储备,用以维护国家的货币信用,应付国际支付。开放黄金市场必须要开放外汇市场,使各国货币能自由兑换,并允许黄金自由买卖和自由出入国境,使本地区和国家能报出其他金市的价格,使跨市交易成为可能。在市场经济上必须拥有较大的自由性和灵活性,将业务活动受到政策干预和约束的副作用限制到最低点。

(3)必须有健全的法制。各国黄金市场交易中的各种规章制度和办法都与商业法和银行法相联系的,并且以此为基础。例如关于佣金的规定、黄金交割的办法、违约的处理等,都必须以法律为依据。

(4)稳定的政治和经济环境。这是吸收资金的重要条件。每当出现经济和政治环境比较大的波动,世界上大批资金就会转移到经济和政治环境较为稳定的地区。如苏黎士的黄金市场形成就是得益这种优势。香港二战后政治的相对稳定,和经济的高速发展就为香港成为世界四大金市之一创造了条件。

(5)交通发达,通讯设备完善。黄金市场中的无形市场是通过电讯、电话来完成的。要开放黄金市场,必须具有先进完备的通讯设施。同时,还要有发达的交通,以使黄金安全迅速输入输出。

从世界各地的黄金市场形成情况看,凡符合上述要求,而且形成黄金市场的地点都位于国际金融较发达的地区,这也是衡量一个地区金融市场是否齐全的标志之一。

三、世界主要黄金市场

第二次大战时期和战后初期,黄金交易的最大中心在摩洛哥的丹吉尔。目前世界各地约有 40 个黄金市场。欧洲的黄金市场所在地是伦敦、苏黎世、日内瓦、巴黎、布鲁塞尔、法兰克福、米兰、罗马、里斯本、阿姆斯特丹、维也纳、斯德哥尔摩等,大都集中在西欧和北欧一些国家。亚洲的分布在迪拜、贝鲁特、卡拉奇、孟买、新德里、马德拉斯、加尔各答、澳门、香港、东京、曼谷、新加坡、马尼拉等地。非洲最有名的在卡萨布兰卡、达卡尔、的黎波里、吉布提、开罗、亚历山大港、金沙萨等地。拉丁美洲主要有多伦多、蒙维的亚、加拉加斯、墨西哥城、布宜诺斯艾利斯、里约热内卢、圣保罗、巴拿马城等地。1975 年美国允许私人买卖黄金后,黄金交易市场有纽约、芝加哥、底特律、旧金山等地。

这些大大小小的黄金市场大部分是地区性市场,主要满足本国本地区或邻近国家的工业企业、首饰商、私人贮藏及一般购买者的需求,有的则是国际性市场,实行全球性黄金交易。黄金的来源可以来自世界任何地方包括产地和各国中央银行等,黄金的购买者也可能是世界任何国家的政府或私人集团。世界最大的国际性黄金市场是伦敦、苏黎士、纽约和香港。

伦敦黄金市场历史悠久,19 世纪初,伦敦就是金条精炼、黄金销售和金币兑换的中心。1919 年 9 月,伦敦开始实行按日订价制度。英联邦的产金国家,如南非、澳大利亚和加拿大等将黄金运往这个市场销售。第二次世界大战期间,伦敦黄金市场关闭,停止 15 年之久,到 1954 年才重新开放。

苏黎士的黄金市场是在二次大战后发展起来的。瑞士在二战后的战时管制一结束,就实行自由买卖,所以当伦敦市场 1954 年重新运作之时,苏黎士的金币交易已令人瞩目了。它经销大约 80% 的南非新产黄金,世界第二大产金国前苏联也一直是它的主要用户。瑞士的银行业著名,苏黎士的黄金交易大都通过银行实现的。

纽约黄金市场设立在纽约商品交易所之内。过去美国政府禁止私人买卖黄金,投资者只能购买金矿股票。1974 年美国政府废除禁止美国居民拥有黄金的法令以后,纽约金市才迅速发展起来。同时芝加哥国际期货市场也是美国的另一大金市之一。由于纽约是世界最大的金融中心之一,其黄金市场的规模也就十分庞大。纽约金市只把黄金当作一种普通的商品来买卖,所以黄金期货的买卖就设立在纽约商品交易所内。美国和世界货币基金组织的黄金拍卖在纽约举行,遂使纽约的黄金期货交易交易量跃居世界首位。1976 年曾达 650 万盎司。

香港黄金市场包括金银业贸易场、当地伦敦金市场和在香港商品交易所举行的黄金期货市场三部分组成。香港的黄金市场是在金银贸易场的基础上发展形成的。开始时,贸易场只作一些金币买卖,不能算真正的黄金市场,二战爆发后,贸易场曾关闭,战后复业,不再进行纸币买卖,主要进行金银交易,才成为真正的黄金市场。1947 年 5 月,香港政府实施黄金进出口管制,到 1974 年 1 月才撤销,允许黄金自由买卖和进出口。当地伦敦金就是在这时才设立的,主要由世界一些大金商如伦敦的五大金商在港设立办事处,开展业务,交割地

点在伦敦。

新加坡 1965 年独立建国。政府最初对黄金的进出口和管制十分严格,没有黄金市场。1969 年 4 月,政府才给一些银行和贸易行颁发执照,允许黄金买卖,但只限于非居民交易。1973 年 8 月,政府才全面取消黄金的交易限制,允许居民和非居民自由买卖和持有黄金,取消黄金进口税。1978 年 11 月政府为进一步推动黄金市场的发展,组成了黄金交易所,正式进行黄金的现货与期货交易。

四、黄金市场的参与者

国际上黄金市场的参与者,主要有国际黄金商,金融机构如银行、投资公司及其海外的分支机构,公众法人团体或机构和公众个人。这些参加者,有的专门出售黄金,如黄金生产商;有的专门购买消费黄金,如个人或黄金制品商;有的既买又卖,从事投资或投机活动,如黄金商;有的则专门从事经纪业务,如投资公司等,主要是为他人代理业务,收取佣金。但有些投资公司也为自己从事黄金买卖业务。

一般黄金市场交易主要是指大宗的批发黄金交易,而不是指黄金经过加工再零售的买卖,如黄金制品或饰品的再出售,除非特指饰金市场或黄金制品市场。所以黄金市场交易无论是现货还是期货一般都通过经纪人或代理商成交。

黄金市场的参加者如从买卖双方来划分,以卖方出现的有金矿企业,出售黄金的集团或个人,中央银行等;作为买方出现的有银行,金商或黄金制品商,如珠宝商、企业家等。

黄金市场的参加者如从风险转加和承担的角度看,可分两类:一类是为获利而愿意承担风险的市场参与者;一类则是为转嫁风险而想保值的参加者。前者就是投机或投资者;后者则包括黄金的生产商、金商和黄金消费者。金商实际上处于卖方和买方之间,即黄金的生产者和消费者之间的中间人地位,他既买也卖,他手中必和黄金的生产和消费者一样拥有一定量的黄金,因此这三者都会因价格波动带来黄金价格下跌的风险,因此都欲将风险转嫁出去。

由此可以看出,黄金市场的参与者的划分一般是由各自的身份和参与市场的目的来确定的。

五、黄金市场上的交易商和经纪人

在世界任何一个自由黄金市场里,黄金交易是操纵在交易商或经纪人的手中。交易商与经纪人的区别,主要是由他们在市场上的功能来决定。经纪人所担任的是在固定的交易所与投资者之间的一个媒介角色。他仅收取佣金,在交易过程中,并不拥有交易的物品(黄金)。而交易商则不然,他们即是以自己的钱购买黄金,然后再转卖给投资者,反过来也从投资者处收买黄金。他们在任何时候在市场上都扮演销售商的角色。他们所赚取的黄金买进与卖出的差额,而不是抽取佣金为主。因此他们必须时刻注意并预测金价市场的波动。如要他们预测的价格会上涨,就会设法增加他们手中所持有的数量,而卖出的价格也较平日所

定的为高。相反,如果他们预测金价会下跌,则会适度降低价格,以便尽快卖出中所持有的黄金。交易商与银行业或精炼工业有相当密切的关系。从全球范围看,北美的黄金交易商主要以金块、黄金证券、金币买卖为主。他们之中有些还会提供帐目管理及预测金市动向等服务,所有的这些商人都拥有自己一套的研究设备。在经纪人方面,则将注意力集中在金矿股票、黄金期货合约及期权之上。

交易商或经纪人,都是全天候的专业人员,都必须处理业务。主要的工作都是开发市场。交易商一般与各大洲的黄金中心有联络,有些交易商的顾客仅限于公司,有些则专心寻找可能获利的市场变动机会。

六、为黄金市场交易提供服务的机构

发达的市场经济社会中,存在三种重要的金融机构,即银行、证券交易所及商品交易所。在黄金市场中,有以金商之间形成的联系网络形成无形的市场,有以银行为主买卖黄金的市场,有的以专门的黄金交易所进行黄金交易,有的在商品交易所内设置黄金买卖业务。后两种都属于有形的黄金市场,其提供黄金买卖服务的机构是交易所。

实际上交易所与大金商及银行自行买卖或代客买卖黄金的运作和交易性质是相同的,只是在组织机构、结算和交易程序等的具体形式和方式上有所不同而已。如果我们从黄金交易所或商品交易所的组织机构、结算和交易程序等方面去了解黄金市场,其他形式的黄金市场也容易理解了。世界上的黄金市场有的有专门的黄金交易所,如新加坡的黄金交易所、香港金银业贸易场;有的黄金市场设在商品交易所之内,如芝加哥的商品交易所和纽约的商品交易所、香港的商品交易所、加拿大的商品交易所。

所有的交易所在政府通过的有关法则的完善管理下执行职务,发挥其功能。生产者及消费者为维护本身的利益,和投机者甘冒投机风险,均在黄金交易内进行自由竞争形式的买卖。一般黄金期货都在交易所内进行,有的黄金市场现货也在交易所内进行。交易所把所有参加交易的人汇集到一起。它的作用就是为这些交易者提供场所,制定交易规则,监督交易场的业务管理并收集和发布市场的有关资料,保障交易者的合法权利。

交易所本身不参加交易。它既不影响也不确定价格。只有市场参加者和影响市场的经济力量才这样做。大多数黄金交易所本身不是牟利机构。交易所成员叫做会员,而不叫股东。会员享有某些特权,包括进入交易所的交易场,担任交易场交易员,在交易上只付较少的佣金,以及参加交易所的管理。会员空格的转让一般是要经过讨价还价的,价格一般由各交易所自行确定一个最低标准,但正式成交都比标准高的多。申请入会须向交易所提出,然后由交易所彻底调查申请人的财务状况和品德,最后须经理事会批准才正式入会。交易所管理成员一般由理事会选举。理事一般选自会员。黄金交易所通常设以下部门:①核数和调查部。监督检查会员公司的财务状况,并及早发现财务上的弱点以便采取纠正行动;监视市场,包括检查一切需在交易所登记的帐户,协助票据交换,经纪使用、律师使用所得的资料;选择申请人入会以及审查会员公司开设分行的申请。②统计部。报道及发布每日市价数据,以及可从政府和其他来源获得的有关供需因素的资料。③报价部。负责监督透过国

家和国际电报局即时发送的市价报价,以及监督贴在交易所的一切价格数据。④研究部和公共关系部。进行协助有关可能交易新合约的可行性分析,研究、分析和实施需要在现有合约上所作的改变。监督和管理与交易所的公共关系功能有关的一切事务,使社会对交易所的认识不断提高。⑤仲裁委员会。通过仲裁程序调停会员之间的争端等。⑥会员资格委员会。审查未来的所有申请书,调查他们的资格,并根据结果向理事会报告并推荐。⑦规则委员会。起草新规则或改变理事会通过的规则,并可根据形势向理事会提出拟定新规则的修改建议。⑧商业行为委员会。监督会员的商业行为,它也进行调查并对会员公司采取行动以确保维持合约的完整性以及交易程序。⑨交易所业务委员会。监督所有与交易有关的问题,进行调查和聆讯,并解决交易日期间和以后发现的错误或价格不符等问题。⑩合约规范委员会。审查现有合约并向理事会提出有关合约改变的一切问题。⑪交易场经纪资格委员会。监督属于经纪和交易者资格的一切问题。⑫交易中心委员会。监督交易所的开市和收市,并即时解决交易中由于价格违反规定而发生的抱怨和不满。⑬票据交换所委员会。在确定票据交换所成员申请人资格以及采用有关资格规章方面具有自行处理的特权。也审查票据交换会员、联营经纪、注册代表的申请以及会员等级的分配的申请。

交易所中心是交易厅(或场、圈)。这是交易所经纪进行买卖的特定区域。所有讨价还价在交易中心用公开叫价或手势进行,有的交易所则直接通过电脑反映。

七、世界上主要的黄金期货市场

黄金期货市场是为了对物价和外汇波动提供保护的一种交易方式而产生的。因为参加金市交易的买方对于远期交货的交易根本无法知道其可能的价格,而卖方也无法知道其将来生产的黄金是否能卖到原来的价位,期货市场正是为解决这两方面的需求而产生的。世界主要的期货市场有纽约、芝加哥、香港、新加坡、悉尼、伦敦、东京、加拿大、苏黎士。

最早进行黄金期货交易的是加拿大的温尼伯商品交易所。芝加哥的国际货币市场于1972年开始经营黄金期货,交易以100英两为单位,每日涨停板为50美元。

纽约商品交易所于1975年开始黄金现货与期货的买卖,交易单位也为100英两,每日涨停板为25美元。它和芝加哥与远东的香港、新加坡、东京黄金期货交易联网,覆盖面广。

新加坡的期金交易自1978年8月开始,是亚洲第一个国际性的黄金期货市场。

香港也于1980年8月19日在商品交易所内使黄金成为第4种上市的期货。为与美国金市相联,交易单位也为100英两,以美元报价,每日涨停板为40美元。

伦敦原本就有类似期金交易的黄金市场,为与日益蓬勃发展的纽约期金竞争,在1981年初专门开设黄金期货市场,以区别于其他伦敦原有的金市,并特别创立独立的国际商品清算公司来处理与国际金市的跨市交易。

日本的商品期货原本就有,但其期金市场于1981年5月初创办,1987年9月才正式营业。

黄金期货之所以在各大洲的主要黄金市场纷纷设立,其主要的优点在于:期金能取得成本与预期价格的变动控制,并事先转嫁给合约的价格。期货合约可于任一营业日变现,是有

流动性;随时可以买进或结清,具有较大弹性;又能在运用上选择不同的委托形式,在不同的期货市场上可以进行套利,以少许的保证金就可以掌握大量期货,故又具有杠杆作用,所以很受投机者或投资者的欢迎。

八、世界主要黄金期权市场

目前国际上买卖黄金期权的市场并不多,主要在美国、瑞士和加拿大三国的黄金市场上有这种交易。

在美国,黄金期权交易是由纽约的莫卡塔金属公司所掌握,它提供伸缩极大的议定价格及交货期范围。契约以 100 盎司为单位。莫卡塔公司也提供由南非克鲁格兰德金币的期权合约,交易单位为 100 个。

欧洲最大的期权销售商是瑞士信贷银行在日内瓦的分支机构,他们所提供的期权合约具有高度的流通性,而且它所报的买进及卖出价格差距非常合理。对于北美投资人唯一不方便的地方就是瑞士的契约是以 5 公斤(160.75 金衡盎司)为单位。不过,为了便于交易所交易,议定价格及额外价格仍以美元/盎司每单位。由于欧洲的期权销售商利用路透社的密码传送其交易价格,那些与路透社有通讯往来的销售商,报价非常方便。此外期权销售公司还出版详细的黄金期权合约说明的小册子,免费索取,顾客非常方便。

在加拿大温尼伯商品交换中心最近亦引进了新的观念,使交易更有弹性。其所提供的期权契约并非黄金本身,而是黄金期货合同。此种观念将期货合约与期权合约结合在一起。期权合约单位同样是 100 盎司,日期与期货合约相同。

第二节 世界主要黄金市场

一、伦敦黄金市场

伦敦早在 1804 年即已取代荷兰阿姆斯特丹而成为世界黄金交易的中心。1919 年 9 月 12 日伦敦金市正式确立,每天进行早盘和午盘两次的议价敲定制度。伦敦金市的交易曾因第二次世界大战而中止过一段时间,1954 年再度重新开放。

伦敦黄金市场交易会员是由传统具权威性的五大金商,以及一些被公认有资格可以向五大金商购买黄金的商店,然后再由加工成品和半成品工艺品制造商等构成。交易时由某一公司居间介绍,而一般大公司下还有许多中小商店和公司,如此连锁即形成市场形态。

伦敦著名的五大金商是:强生·马赛·班卡士公司,成立于 1817 年;摩加特·安特·洛尔特斯密司公司,成立于 1684 年;撒摩尔·蒙特鸠公司,成立于 1853 年;洛斯查尔特·安特

·撒士公司,1804 年成立;撒普士·安特·皮克士雷公司,1750 年成立。

伦敦的交易制度比较特别,因为伦敦并无交易所存在,它只是由各金商的联络网组成。金商由于熟悉何处有卖家和买家,所以能不断报出卖价和买价。由于各金商所接到的买卖盘不同,所以在同一时间内,各金商的买卖盘未必相同,有时甚至发生某金商的买入价高于另一金商的卖出价的现象,但这只能维持很短暂的时间,因为客户知道这种情况后,会立即由低价的金商买入,而售予高价的金商,从而使所有的金价拉平。伦敦金商代客买卖是不收佣金的(在定价时的买卖除外)。他们在某一客户处买入黄金即刻在其他客户或其他金商处出售,金商便可获利,否则便会亏本。所以金商在买卖时要负担金价波动的风险,一定要对黄金市况判断准确,才能获利。

目前,伦敦金市内交易最活跃的黄金以及方式为,100 金衡盎司,纯度为 0.995,报价以每盎司(若干)美元,交收日期当日以及几日以后的期货,交收地点为伦敦金商的金库或其他指定的地点,并须有伦敦金市的鉴定者和铸造者的证明。

伦敦的金市交易另一特点是充满灵活性,若客户需要的话,可以其他纯度的黄金交易,重量也可以有多种选择。假如客户要求在其他较远的地区交收,金商也会报出运费及保费等,如客户希望交收的日期较远时,金商也能报出期货价格。

如果客户与金商预先安排妥当,客户还可不用实金交收。这些客户即便买入黄金现货,当两日后交收期届时,客户也可无须立即付足全部款项,只要按金商决定的利率按日向金商支付利息便可,但这时客户也不能获取实物黄金。相反,客户亦可在金市抛空,交收期到时,客户可以不交出实金,而金商也不会付全款项,只须付利息给客户。这种买卖黄金的方式,实际上只在会计帐上进行数字游戏,直至客户进行了相反的买卖来平仓才停止。这种买卖方式,由于不牵涉到翻铸、搬运及储存黄金等问题,而且只要在金商处存下一部分保证金便可进行黄金买卖,所以最受黄金炒家欢迎,亦是最通行的买卖伦敦金的方式。

伦敦金商报出来的买卖价是实价。这即是说,客户可立刻以这价钱成交,若成交量少于 2000 盎司,买卖即可实物成交;成交数量若超过 2000 盎司(有的金商以 4000 盎司为限),则金商有权不接受超额的数量,但客户可预先要求金商出一个可以买卖的大手笔黄金的价格,例如 10000 盎司,若金商同意,即可以某一价位成交,但这时的金商买入金价与卖出价会有很大差异。

伦敦黄金市场在世界黄金市场体系中占有极重要的地位。这从两点可以看出:一是伦敦一手承购包销世界最大的产金国——南非所有的黄金;二是伦敦的黄金定价依旧是世界各地黄金市场价格的标准。

伦敦每日进行两次定价,第一次是在上午 10 时半,第二次在下午 3 时。

定价是在五大金商之一的洛斯查尔特公司的一间房子内进行,由五大公司各派代表参加,共 5 人。由洛斯查尔特公司代表任主席,提出一个价,然后由其他金商通知各客户,如果反馈的信息数量、买卖盘基本持平,则将该价定下,如买卖盘出入较大,则在该价的基础上下调或上升,直至市场基本稳定为止。定价整个过程由数分钟至一小时半不等,视市况而定。定价买卖的好处是价格比较合理。所以很多人均喜欢在定价进行买卖。但定价时买卖要付佣金的。如定价为 400 美元/盎司,而金商则规定客户在定价之买入黄金要支付 30 美分的

佣金,即客户要以 400.30 美元/盎司支付。而在定价时卖出黄金,则一般不收其他费用。

除了早上下午的两次定价之外,买卖伦敦金最大的好处在于不受时间的限制。虽然伦敦的金商只在上午 9 时半至下午 4 时半这段时间报价(即香港时间下午 5 时半至深夜 12 时半),非正式的交易买卖可以全天候进行,习称 KERB 交易,也称报价交易。这种外围的交易数量和价格均依买卖双方的同意为准。由于伦敦金市不需要交易所,所以也可于其它地区或其他时间进行买卖。其他国家的金商只要和伦敦安排了交收方法,同样可以报出伦敦金价。香港金商一向以香港金市来报出伦敦金的买卖价,而美国的金商则根据纽约商品交易所(COMEX)金价报出伦敦金价,甚至当这些市场收市或停板时,只要金商愿意,一样可以取得伦敦金价,于是投资者可以随时出货入货,这是伦敦金市的优势所在。

伦敦金市有两个缺点:一是报价交易中当金价波动大时,金商为了保障本身的利益,可能会把买入价及卖出价的差距报得很大,如每盎司价差几十美元,即投机者以很低的价格出手,或以较高的价格买入,有时黄金交换混乱得连金商也不知道那个价位才合理,只好停止报价,伦敦金的买卖便会被停止。但这时由于每日仍会进行两次定价,故此投机者仍能利用这两段时间以最合理的价格来买卖。二是伦敦黄金买卖的市场资料不完整。伦敦金的买卖家是绝对保密的,伦敦金的成交量也难估计,它不能像 COMEX(纽约商品交易所)那样提供未平仓合约的资料。

伦敦黄金市场的服务项目有:①黄金保管。伦敦金市设有非常坚固安全的库房,用以保存顾客存在帐户的金条或金币。黄金库房不但坚固而且配有精密的电子安全系统 24 小时看守。②黄金帐户。基于方便、安全等因素,有时顾客不愿将其黄金领走。伦敦黄金市场则设有黄金帐户供顾客使用,以满足顾客的安全方便需要。这种帐户又分为两种。一种是非特定条块帐户。顾客以其姓名开设此帐户,而他所持有的黄金并不会被标上特别的标志或单独存放,也就是说他的黄金是与其他相同帐户持有人的黄金放在一起。在他提领黄金时,他可以领其帐单上所定的量,而没有权指明领取那一条黄金。所以此帐户所有人的存放黄金之成色条号都不一一标明。另一种是特定条块帐户。顾名思义,此帐户的存放黄金须特别标注,其持有黄金的成色、条号重量等资料,都标在存单上。而其黄金也会被特别保管和单独存放,不与他人的黄金放在一起。客户领取时,有权要求库户交付他与标注一致的成色、条号和重量的黄金。由于保管方法特殊,手续较复杂,所以此种帐户存放的费用也相对提高。③远期交易。(Forward Trading)正如黄金期货交易一样,远期交易的投资方也只需付少量保证金,而不用一次付清所有的交易额款项,但须负担利息。而且交货的时间也有选择性。在交货日期到达之前,买方须付清余款。伦敦金市远期交易最小成交单位是 400 英镑。标准是 995 金条。价格多以伦敦金市为标准,但以美元报价。每天价格涨跌没有限制,也就是没有涨停板或跌停板的存在。

二、美国黄金市场

美国在 1933 年世界经济大危机期间,曾禁止过黄金的购买,1974 年才取消禁令。从那以后,美国人获得了接触期货黄金买卖的机会。美国的黄金期货市场主要集中在纽约和芝

加哥两地。与此同时,许多商行抓住机会零售金条,著名的有蒙卡塔金属公司、麦丽尔·蒙塔古·拜吉公司等等。

1974—1976年间,黄金价格从200美元/盎司跌至103美元/盎司,美元的坚挺和通货膨胀的控制,加上黄金不生利、不生息,并且要花费保险和储存,难以激发起人们对黄金现货和期货交易热情。但是到了1977年,美元贬值,美国人开始寻找保值工具,黄金期货发展迅速起来。美国的黄金现货和期货交易主要集中在Comex纽约商品交易所,IMM芝加哥商品交易所等5个交易市场。所有这5个市场均采用公开叫价的方式报价,并将成交额公布于众。其中规模以Comex最大。在美国以及西欧一些发达国家,个人购买黄金消费或保值的投资额不大,而以法人团体购买为多,目的则除保值之外,还在于投资增值和投机生利。以下介绍Comex的运作过程。

Comex纽约商品交易所成立于1933年,1974年12月31日才开始期货交易,是迄今为止世界上最大的金属期货交易所,是国际公认的最具效率和复杂的期货交易组织。其主要功能是为买卖双方提供一个期货合同买卖的场所。主要交易对象为黄金、白银、铜以及一些金融期货工具等。

与其他交易所一样,Comex本身不参加期货的买卖,仅提供一个场所和设施,并制定一些法规,保证交易双方在公平和合理的前提下交易。

Comex的现货和期货黄金交易合约规定,必须是100金衡盎司(允许5%的上下幅度),成色0.995,可以是铸成的整块金条,也可以是3条各1公斤重的金条,金条由认可的铸造商铸造。在每个成交月份确定的价格上,可有每盎司10美元的波动上下限。价格的变动由每次10美分计算,交易时间为每星期一至星期五,当地上午9点25分至下午14点30分。交易场所为纽约特定的保管所。交易日期为当日及2个月的期货,2、4、6、8、10、12月份可以接受17个月以上的期货。

纽约是世界四大金市之一,其重要性所以被世界各国的贵金属商、期货公司、精炼厂、中央银行所重视,其主要有以下几个原因:①Comex的黄金期货和期权成交量居世界首位。②纽约的黄金价格变动性较大,最高价高于东京和伦敦市场,而最低价又低于这些市场。③纽约是国际公认的贵金属交易根据地,大量交易商在此形成了大批发市场。同时纽约既是北美之中心,也是欧亚间的桥梁。北美是世界黄金盛产地,加拿大和美国都盛产黄金,黄金来源丰富,纽约又是北美的金融贸易中心,从而形成有利黄金市场发展的客观条件。

三、苏黎士黄金市场

原先欧洲的金市一直由伦敦独占,1968年以后,因英镑不断下跌,伦敦金市发生挤兑现象,伦敦金融界产生恐慌,同年3月,伦敦金市曾一度关闭,瑞士苏黎士金市也就更加引人注目。

实际上苏黎士火车站附近的金融街,本来就是世界著名的金融和黄金市场(瑞士的银行早就兼营证券和黄金业务)。其中著名的银行有瑞士银行、瑞士信贷银行和瑞士联合银行三大银行。这三大银行组成了苏黎士黄金市场的主体,即苏黎士黄金汇总。

苏黎士的黄金市场,在二战后迅速发展为世界性的黄金自由交易中心之一,是由于瑞士是西方著名的资金庇护所,加上他与南非也有协议,享有优惠条件,因此获得了 80% 的南非黄金。同时也由于前苏联的黄金也聚集于此,加上瑞士制造的金片、金条、金币在世界的销量很大,苏黎士在世界黄金交易市场上具有相当重要的地位。

与伦敦等其他黄金市场的结算方式不同,苏黎士的黄金市场一概由前面的三家大银行负责结帐。这三家大银行不仅为买卖双方代行交易,而且黄金交易也是这三家银行本身的主要业务。瑞士银行之所以与黄金买卖联系密切,主要是由于瑞士以往多年来所建立起来的信誉卓著的银行保密制度,能为各界要人严守秘密,并能提供优良安全的保险柜。而所有这些建立黄金市场和交易制度必不可少的条件。

苏黎士黄金市场中的交易单位一般为 400 盎司黄金,交易日期可以是当日以及几日以后的期货,黄金成色在 995 以上。交付场所为苏黎士的黄金存库或其他指定场所。当地交易时间为星期一至星期五的上午 9:30—12:00 和下午 14:00—16:00。苏黎士黄金市场在每个交易日任一特定时间,根据供需状况议定当日交易金价,此价格为瑞士的黄金官价。全日金价在此基础上的波动无涨停板的限制。

除期货和现货买卖外,苏黎士黄金市场的另一项重要服务是黄金帐户。它类似于前面提到的伦敦金市的黄金保管。投资者将所购的黄金存入此帐户后,帐户所有人即有提领某一定数量的金条或纯金币的权利。投资者付款后,银行即开给顾客“黄金购买证明单”。此单注明顾客购买的黄金数量、价格、纯度、费用及价款。此帐户最大的优点是在瑞士可免缴捐税。

四、新加坡黄金市场

1969 年 4 月新加坡开办现货黄金交易,其黄金的供应来源为欧洲的银行,经由 9 家拥有特准执照的交易商(新加坡政府的交易公司、6 家银行和 2 家金店组成)自欧洲进口后转售给非新加坡百姓和工业、饰金业者。那时新加坡百姓不得自行进口黄金或买卖黄金(饰金除外),当时的黄金交易带有明显的管制性。买卖的黄金成色为 999.9,1 公斤金条,以自备的外汇购买,进出口黄金征税。供应商的价格通常高于国际市场,原因是由运费、保险费和一定的利润所造成的差价。

1973 年 8 月新加坡政府开放黄金自由买卖。取消进出口黄金征税,取消自备外汇支付的规定。新加坡由此一改由少数拥有特许权利的金商坐收其利的状态,市场交易日趋活跃。1978 年 11 月新加坡为扩大黄金市场的机能,成立黄金交易所(UOB),开办期货交易,当时是亚太地唯一的黄金期货市场。

新加坡进行的现货黄金交易,有两个交货地点:一是新加坡当地,另一个是伦敦当地。其交割日为成交后的第二交易日。新加坡当地交易的黄金成色为 999.9,高过伦敦当地 995 黄金。所以新加坡金价高于伦敦金价。伦敦金价加上运费、保费和纯度贴水,之后再加利润才是新加坡金价。在现货交易中,亦销售轻量金条,又称币条,重量在 1 克到 500 克之间。币条的价格都高于实际金价,因为要加上铸造费用。许多币条都在密封塑胶盒中出售,发行

的公司或银行保证在封条没被动过的条件下不需检证即可从客户处购回。除了币条外,其他各国的金币也在现货市场上出售。

新加坡黄金鉴定业在 1978 年 3 月由伦敦金市公证为合格鉴定人,负责检查、试验及分析黄金品质、含量,成色纯度可检测至 999.9 度。这使黄金现货商不再需要花运输、保费把黄金运到海外,由其他伦敦认可的鉴定商鉴定(目前全世界共有 42 家世界公认的黄金检定商)。

新加坡黄金交易所(UOB),由 10 名发起会员成立,会员至少要有新币 1 百万元以上资本额的当地公司,且财务经营业绩良好。每名会员的交纳原始资本坡币 20 万元,成立之时每名会员要负责 2 万坡币的交易额(1981 年 4 月增加为 7 万坡币)。除 10 名会员之外,还有 25 名本地及海外附属会员。

会员分为两类,经纪商会员 5 名,自营商会员 5 名(均为银行)。经纪商可派场内代表在交易厅从事代理买卖,但不可自行买卖。自营商无场内代表,其代理买卖及自行买卖交易场需通过经纪商会员完成。

结算所为交易的清算单位,其资本额为 16 万坡币,由五位股东平均分摊,其中四家是新加坡当地银行(亦是黄金交易所自营商会员),一家是加拿大温尼伯黄金期货市场中从事黄金交易的诺杰斯哥地亚银行。结算所担保会员之间的交割,但不担保海外和其他本地附属会员的交割执行。附属会员必须如同其他大众客户一样通过十位发起会员买卖。但附属会员也可享有较低的手续费,并可向新加坡黄金交易所索取刊物及统计资料。

新加坡 UOB 金交易的细则包括:合约单位为 100 盎司纯金,交货方式用“黄金证书”代表,每张证书代表千足 1 公斤装黄金三条。交易期限分两种,一是现货交易,一是本日期货交易,可做 4 个月到 10 个月期货。报价单位为美元,交易佣金当天了结为每笔 20 美元,过夜 40 美元。交易时间每天分上下午两段进行。有意买卖黄金的人,必须和属于交易所会员的交易商或经纪商进行必要的安排,并缴付总价额 10%的担保和保证金,而在成交后所有单据都交由一个结算所处理,并安排各家交易之间交换和结算工作。交易商交割黄金时,必须先取得结算所的股东银行中任何一家所开出的黄金证书,作为黄金成分的保证。

五、日本黄金市场

日本东京黄金交易所成立于 1981 年 4 月,是以股份有限公司组织形态出现,仍以财团法人日本金砖流通协会为主体。东京黄金交易所设于东京纤维大楼,从周一至周五,每天分上午与下午两次交易,与世界各地黄金交易方式类同。

日本在 1968 年之前也实行黄金管制,由政府负责黄金的收购与进口,并转给日本贵金属黄金协会的商人。该协会由 14 家大商社组成,负责精炼由政府转买给他们的金砖,加工制做,再买给一般消费者。这 14 家贵金属公司,在日本都是百年以上的老店或企业,在国内外都有很良好的信誉。其中有田中贵金属工业、石福金属兴业、德力本店等。这些百年老店或企业,拥有很多黄金专业人员,如金砖精炼、分析、鉴定等。因此黄金交易在消费者心目中有良好的信誉。实行黄金自由化以后,1974 年,原日本贵金属协会正式成为财团法人日本

金砖流通协会,并经政府认可,从事黄金买卖。东京黄金交易所就是在此基础上才发展起来的。

日本黄金交易所的 14 家黄金业股东,都是黄金大盘商,可以直接从国际市场输入黄金,不仅从事大量黄金的条块买卖,同时也从事黄金加工,如装饰品及首饰的制造,直接销给消费者。这种多元性的经营,是日本黄金市场的一大特色。

这 14 家商社中,以田中贵金属工业、石福金属兴业以及德力本店三家公司最大,形成对金市的垄断地位,其余则是中小型商社。其中田中贵金属工业公司占日本金砖市场总收入的 44.7%,其次石福金属兴业为 14.9%,德力本店则占 10.1%左右。总计约为市场总额的 70%。这三家大公司是综合性的贵金属公司,各有特色,有的精于熔解精炼,有的长于制品加工。一般观察日本黄金市场情况,从这三家的动态可觅知大概。

日本黄金交易所于 1981 年 4 月开业后,先是仅做现货生意,1982 年开设期货交易。日本黄金交易所虽然成立较晚,但是其以日本金砖流通协会为主体组成,这个团体成员都具有良好的信誉,其中田中贵金属工业还是伦敦黄金市场认可的国际黄金公司之一;加上东京是国际著名的金融中心之一,其黄金交易发展十分迅速,具有和其他四大国际黄金市场并驾齐驱的潜力。

六、香港黄金市场

香港的黄金市场已有 70 多年的历史。它由一个买卖各国纸币、金币和银币的市场发展成为一个名副其实的黄金市场,又由一个地区性的黄金市场发展成为国际性的市场。

香港黄金市场的形成是以 1909 年香港金银贸易场的成立为标志的。从那以后直至二次大战爆发被迫关闭这段时间,场内只买卖大洋券(即上海钞)、西贡币和英美以及墨西哥等国的金币,尽管当时的贸易场还远称不上真正的黄金市场,但为日后黄金市场的发展打下了基础。

战后不久,贸易场复业,场内改以买卖成色为 99%的金条为主,其他的纸币买卖则相继停止,这样就成为一个名副其实的黄金市场了。但是,自 1947 年 5 月 10 日起,香港实施黄金进口管制,黄金基本上要从澳门走私进口,造成每盎司黄金比欧洲金价高出 25—30 港元,这在一定程度上限制了市场的发展。

1974 年 1 月 1 日,政府撤销了对黄金进出口的管制,此后金市发展极快。香港的优越条件引起了欧洲金商的注意,伦敦的五大金商、瑞士的三大金商与世界上一些较大的黄金经纪行陆续来港设立分公司。他们将在伦敦交收的黄金买卖活动带到香港,逐渐形成了一个无形的当地“国际伦敦金市场”,促使香港黄金市场成为世界四大金市之一。尤其是自 1975 年美国解除黄金禁令后,纽约、芝加哥黄金期货市场的买卖日趋活跃,逐渐成为领导国际金价走势的重要市场;而香港黄金市场在时差上刚好填补了纽约、芝加哥收市后和伦敦开市前的空档,从而可以连贯亚、欧、美三洲,形成一个完整的世界黄金市场。它每天进行 17 个小时全球性黄金买卖。

1980 年 8 月 19 日,香港又增设了一个黄金商品期货市场,它的交投方式比较正规,制

度也比较健全,可弥补贸易场的不足,使香港金市更趋于多元化。香港的黄金市场发展得益于许多独特的优越条件:如外汇自由买卖;高度发达的国际金融中心;自由港的政策;黄金进出不受限制;华人对黄金的偏爱;具有一批优秀的黄金交易人材;香港独具的时差区域,可沟通欧美两大洲的黄金交易;加上香港健全的法制和良好的基础设施建设等等。

目前,香港的黄金市场由三部分组成:香港金银业贸易、当地伦敦金市场和设立在香港商品交易所的香港黄金期货市场。

香港没有黄金生产,所有黄金来源包括本销和外销的黄金全靠进口。过去在黄金进出口受管制的期间,来自欧洲和澳大利亚的黄金大部分通过澳门的金商先运至澳门,再走私到香港。黄金到港后,小部分留作本销供一些居民购买“保值”,大部分转销东南亚,包括日本、泰国等地。黄金管制撤销后,来源和销路发生了变化。以前主要从欧洲进口,现在新加坡、日本的进口比重有所上升。

第九篇

外 汇 投 资

第一章 外汇基础

随着国际贸易与国际金融的发展,全球经济日趋一体化。外汇在经济生活中已变得不那么陌生。今天,美元兑日元,马克的汇率变动牵动着上至政府首脑下至进出口商的方方面面,随着我国对外开放的深入,国际贸易,国际投资的飞速发展,外汇已经关系到越来越多企业的切身利益,即使是古代,因为用汇的范围也越来越广。

第一节 外汇及其应用

一、外汇概述

外汇是国际贸易的产物,是国际贸易清偿的支付手段,各主权国都规定了自己的货币,作为本国商品流通的中介,而且一般不允许外国货币在本国流通,因此进行跨国贸易时,出口商品要向外国商人收取本币,而进口商品则向外国商人支付对方国货币,当然,本国商人或外国商人也可以只用本币,只用对方货币或用第三国货币进行结算。由此可见,国际贸易要求本币和外币之间能够按某种价值尺度进行兑换,从而清算各国之间的债权债务。

外汇(Foreign Exchange)即国外汇兑,“汇”是货币异地转移,“兑”是货币之间进行转换,从动态上讲,外汇就是把一国货币转换成另一国货币,并在国际间流通用以清算因国际经济往来而产生的债权债务。从动态上讲外汇表现为这样一种兑付过程,从静态上讲外汇又表现为进行国际清算的手段和工具,如外国货币,以外币计价的各种证券。国际货币基金组织(IMF)给外汇的定义是:“外汇是货币行政当局(中央银行、货币管理机构、外汇平准基金及财政部)以银行存款、财政部库券、长短期政府证券等形式所保有的在国际收支逆差时可以使用的债权。其中包括由中央银行及政府间协议而发生的在市场上不流通的债券,而不问它是以债务国货币还是以债权国货币表示。”根据IMF的定义,我国对外汇作了更为明确的规定。《中华人民共和国外汇管理暂行条例》第二条对外汇规定如下:外汇是指 1. 外国

货币,包括钞票、铸币等;2. 外币有价证券,包括政府公债、国库券、公司债券、股票、息票等;3. 外币支付凭证,包括票据,银行存款凭证,邮电储蓄凭证;4. 其他外汇资金。

在理解外汇定义时,必须防止一种错误认识,即认为所有的非本国货币都是外汇。从形式上看,外汇确实是某种外国货币或外币资产,但是只有那些具有可兑换性的外国货币才能成为外汇。凡是接受 IMF 协定第八条规定的国家的货币在国际上被承认为可自由兑换货币。这些国家必须履行三条法规:1. 对国际经常往来的付款和资金转移不得施加限制;2. 不施行歧视性货币措施或多种货币汇率;3. 在另一成员国要求下,随时有义务换回对方在经常往来中所结存的本国货币。迄今为止,全世界已有 50 多个国家的货币可自由兑换。这些国家主要是工业发达国家及石油输出国,具有雄厚的经济基础,进出口规模巨大,而且外汇收入稳定。此外,凡接受 IMF 协定第十四条规定的国家,其货币被视作有限度自由兑换货币,这些货币的共同特征表现为对国际经常往来的付款和资金转移施加各种限制。如限制居民的自由兑换或限制资本项目外汇的兑换。我国的人民币属于有限度自由兑换货币。

在我国涉外经济活动中,有 20 种外币可以在外汇市场上挂牌买卖,用于我国对外清算。它们是:美元(USD)、德国马克(DEM)、日元(JPY)、英镑(GBP)、瑞士法郎(SHF)、法国法郎(FRF)、意大利里拉(ITL)、荷兰盾(NLG)、比利时法郎(BEC)、丹麦克朗(DKK)、瑞典克朗(CEK)、奥地利先令(ATS)、港元(HKD)、加拿大元(CAD)、澳大利亚元(AUD)、新西兰元(NZD)、新加坡元(SGD)、澳门元(MOP)、马来西亚林吉特(MYR)、欧洲货币单位(ECU)。企业与这 20 种货币以外的国家从事国际经济活动时,也应选用这 20 种货币中的一种作为计价或结算货币。

二、外汇的种类

按不同的标准,外汇可以分为四大类:

(1)根据限制性不同,可分为自由外汇和记帐外汇。自由外汇又称现汇,是指无需货币当局批准,可以自由兑换成任何一种外国货币或用于第三国支付的外国货币及其支付手段。具有可自由兑换性的货币都是自由外汇,国际间债权债务的清偿主要使用自由外汇,自由外汇中使用最多的是美元、德国马克、日元、英镑、法国法郎和瑞士法郎。

记帐外汇又称协定外汇,是指不经货币当局批准,不能自由兑换成其他货币或用于第三国支付的外汇。它是签有清算协定的国家之间,由于进出口贸易引起的债权债务不用现汇逐笔结算,而是通过当事国的中央银行帐户相互冲销所使用的外汇。记帐外汇虽不能自由运用,但它也代表国际债权债务,往往签约国之间的清算差额也要用现汇进行支付。

(2)根据来源和用途不同,可分为贸易外汇和非贸易外汇。贸易外汇是对外贸易中商品进出口及其从属活动所使用的外汇。商品进出口伴随着大量的外汇收支,同时从属于商品进出口的外汇收支还有:运费、保险费、样品费、宣传费、推销费,以及与商品进出口有关的出国团组费。

非贸易外汇指贸易外汇以外所收支的一切外汇。非贸易外汇的范围非常广,主要包括:侨汇、旅游、旅游商品、宾馆饭店、铁路、海运、航空、邮电、港口、海关、银行、保险、对外承包工

程等方面的外汇收支,以及个人和团体(公派出国限于与贸易无关的团组)出国差旅费、图书、电影、邮票、外轮代理及服务所发生的外汇收支。

(3)根据交割期限,可分为即期外汇和远期外汇。交割,是指本币和外币所有者相互交换货币所有权的行为,也就是外汇买卖中外汇的实际收支活动。即期外汇指外汇买卖成交后在两个工作日内交割完毕的外汇。远期外汇则指买卖双方根据外汇买卖合同,不需立即进行交割,而是在将来某一时间进行交割的外汇。

(4)根据外汇管理对象,可分为居民外汇和非居民外汇。居民外汇指居住在本国境内的机关、团体、企事业单位、部队和个人,以各种形式所持有的外汇。居民通常指在某国或地区居住期达一年以上者,但是外交使节及国际机构工作人员不能列为居住国居民。各国一般对居民外汇管理较严。

非居民外汇指暂时在某国或地区居住者所持有的外汇,如外国侨民、旅游者、留学生、国际机构和组织的工作人员、外交使节等以各种形式持有的外汇。在我国,对非居民的外汇管理比较松,允许其自由进出境。

三、外汇的供求

一国对外经济活动中,所获取的外汇收入构成一国的外汇供给,相反,所交付的外汇支出则构成外汇需求。从理论上讲,外汇供求是指本币与外币在一定兑换率下所提供或需求的外汇量。外汇供求关系直接影响到外汇价格趋势,对一国国际收支状况起着决定性的影响,因此外汇收支普遍成为各国宏观经济政策的目标之一。一般地,外汇供给主要来源于以下活动:①商品出口,这是构成外汇供给的主要来源;②劳务输出,如承包工程、运输、银行、保险、股息、利息等收入;③资本输入,包括直接投资和间接投资输入;④外国人来华旅游、留学;⑤本国侨民汇款入境;⑥外国政府派驻本国人员开支;⑦外国政府的赠与、经济和技术援助、慈善捐款及军事赔款等。

外汇需求主要产生于以下活动:①商品进口,对发展中国家来讲,这是最大的外汇需求;②劳务输入,即本国向外国提供的各种劳务进行外汇支付;③资本输出,包括直接资本和间接资本输出;④本国人到国外旅游、留学;⑤外国侨民汇款出境;⑥本国政府派驻外国人员开支;⑦对外国的赠与与援助。

四、外汇的收付

外汇在国际间进行收支时采用非现金结算方式,而且是通过银行实现跨国流通。进口商需要外汇进行支付时,用本币向本国银行购买外汇,而本国银行则相应地减少其在国外银行的外汇存款,这样资金就转移到国外。相反,如果出口商将外汇卖给本国银行,则本国银行相应地增加其在国外银行的存款,表明资金转移到本国内。由于本国商业银行能够到国外设立众多分支机构或建立代理关系,互开帐户,通过汇票和帐户相互买卖外汇,本国对外经济活动所涉及到的外汇收支都可以集中到银行进行,从而避免了现金交易造成的运送风

险,并加速了资金周转。

外汇的国际汇兑方式按其汇票和资金流向异同可分为顺汇和逆汇两种。

顺汇又称汇付,指由债务人(即付款人)主动将款项交给银行购买外汇,委托银行付款给国外债权人(即收款人)的一种汇兑方式。因汇票与资金流动方向相同,所以称为顺汇。国际资本移动、侨汇、货款预付、延期付款、分期付款、出国旅游、对外援助、捐赠等多采用顺汇。顺汇时若使用加押电报、电传通知国外汇入行付款的方式叫电汇,电汇是最快的支付方式,但费用较高。若使用信函通知国外汇入行付款的方式叫信汇,信汇途中时间较电汇长,本国银行可占用客户资金,因此费用比电汇低;若汇款人自行邮寄或面呈本国银行出具的以国外汇入行为付款人的汇票,这种方式叫票汇。票汇的一种重要形式是旅行支票,由本国银行卖给出国旅游者,由后者到国外分行或代理行领取外汇。

逆汇又称出票,是指由债权人(即收款人)以汇票方式委托银行通过国外分行或代理行向债务人收取款项的一种汇兑方式。因其汇票与资金流动方向相反,所以称为逆汇。国际贸易中最常见的托收和信用证结算方式就属逆汇。关于托收和信用证结算,将在国际结算风险一篇中详细论述。

外汇与本币一样,是国民经济建设中不可缺少的重要资源,在促进国际贸易和国际经济合作方面发挥着重大作用。外汇的作用集中表现在以下几个方面:

(1)可以作为国际间债权、债务的清算手段。由于国际经济活动而产生的债权、债务关系,不能由本币进行清算,必须借助于外汇,如果缺乏外汇,就失去了国际清算手段,国际经济和贸易活动就不能顺利开展。

(2)可以调剂国际间资金余缺,推动国际合作的发展。世界经济发展很不平衡,发达国家总体上看资金相对过剩,而发展中国家却资金严重不足,既使在发达国家内部,也因经济周期的影响,年度或季度间出资金供求失衡,客观上需要在国际间进行资金余缺的调剂,以保障经济的稳定增长。外汇作为国际支付手段,使这种资金的跨国调剂成为可能。同时,先进技术和管理常附属于外汇资金在国际间流动,推动着国际合作的深入发展。

(3)可以促进国际贸易的发展,加速世界经济一体化进程。外汇结算是非现金结算,具有迅速、安全的特点,极大地方便了国际贸易。国际结算手段逐渐集中于美元、日元、德国马克等主要外币,货币一体化必将加速经济一体化。

第二节 汇率

外汇作为国际支付手段的关键在于它具有内在价值,代表着一定的购买力,因此能与另一种货币相交换。这种交换比率就是汇率。所谓汇率(Exchange Rate),是指一国货币兑换成另一国货币的比率,又称汇价,即由一国货币表示的另一国货币的价格。

一、汇率表示法

汇率的表示方法因基准货币选择标准不同而分为两种:直接标价法(Direct Quotation)和间接标价法(Indirect Quotation)。

直接标价法是以一定单位的外币(如 1 单位外币或 100、1000、10000 单位外币)作为基准货币,折算成若干本币的汇率表示方法。其显著特点是外币不动本币动,当一定单位的外币折算更多的本币时,表明外汇汇价上涨而本币汇价下跌;反之则相反,当一定单位的外币折算更少的本币时,表明外汇汇价下跌而本币汇价上涨。

间接标价法是以一定单位的本币为基准货币,折算成若干外币的汇率表示方法。其特点是本币不动外币动,当一定单位的本币折算更多的外币时,表明外汇汇价下跌而本币汇价上涨,当一定单位的本币折算更少的外币时,表明外汇汇价上涨而本币汇价下跌。

当今世界上,只有英国和美国采用间接标价法,英国自始至终一直是间接标价法,美国则是为了适应其他国际金融市场采用美元标价法的需要,于 1978 年 9 月 1 日起开始实行间接标价法,但对英镑仍实行直接标价法。世界上其他国家,包括中国在内,基本上采用直接标价法。无论使用直接标价法还是间接标价法,外汇报价的形式都是一样的,即要同时标出外汇的买价(Buying Rate)和卖价(Selling Rate),买卖差价反映了银行的利润,买卖价之间一般相差 1—5%,但是在外汇波动剧烈或风险较大的情况下,买卖差价也会相应扩大(见表 9.1.1)。我国的外汇市场汇价表,不仅报出外汇买卖价,而且还报出买卖价的平均数中间价(Middle Rate)(见表 6.1.2),中间价反映了汇率的一般水平,是预测汇率趋势的主要指标。在运用汇价买卖外汇时需要注意的是,外汇报价以银行为出发点,银行的买价正是客户的卖价,而银行的卖价却是客户的买价。例如:1994 年 1 月 8 日一进口商需要港币进行支付,他用人民币向银行购买港币时应使用港币的卖价,即按 1.1294 人民币/港元进行折算。而一出口商向银行出售港币时则按买价 1.1238 人民币/港元进行结汇。由于外国货币不能在本国流通,因此银行不得不把买入的现钞运送到各发行国,要额外支出运费和保险费,而这些费用应由客户承担,所以现钞买入价低于其他外汇形式的买入价。

表 9.1.1 纽约市场主要货币汇价

(1 美元兑各种货币)

日期 币别	1 月 3 日	1 月 4 日	1 月 5 日	1 月 6 日	1 月 7 日	1 月 8 日	1 月 10 日
马克	1.7430/40	1.7430/40	1.7350/60	1.7395/65	1.7446/53	—	1.7268/75
瑞士法郎	1.4935/45	1.4935/45	1.4825/35	1.492/02	1.4824/31	—	1.4653/63
英镑	1.4765/75	1.4750/60	1.4855/65	1.4870/80	1.4807/14	—	1.4930/40

日元	111.30/85	112.65/75	112.60/70	113.00/05	112.57/62	—	111.90/00
加拿大元	1.3215/20	1.3138/43	1.3166/71	1.3205/10	1.3190/95	—	1.3185/90
法国法郎	5.917/10	5.9325/40	5.8950/00	5.9040/70	5.9259/61	—	5.8819/21

表 9.1.2 人民币市场汇价表

中国人民银行

1994 年 1 月 8 日

单位:人民币元

	货币	中间价	买入价	卖出价	买入现钞价
〔调〕100	美元	870.00	867.83	872.17	846.13
100	英镑	1294.13	1290.89	1297.37	1252.16
100	加拿大元	658.22	656.57	659.87	636.87
100	德国马克	500.52	499.27	501.77	484.29
100	荷兰盾	447.07	445.95	448.19	430.34
〔调〕100	瑞士法郎	593.45	591.97	594.93	571.25
10000	比利时法郎	2401.32	2395.32	2407.32	2275.55
100	法国法郎	146.98	146.61	147.35	140.01
10000	意大利里拉	51.30	51.17	51.43	47.59
〔调〕100	瑞典克朗	105.98	106.71	594.93	571.25
100	挪威克朗	2401.32	2395.32	2407.32	2275.55
〔调〕100	丹麦克朗	146.98	146.61	147.35	140.01
100	奥地利先令	71.31	71.13	71.49	67.93
100000	日元	7719.61	7700.31	7738.91	7430.80
100	新加坡元	540.88	539.53	542.23	526.04
〔调〕100	澳大利亚元	596.69	595.20	598.18	577.34
100	港币	112.66	112.38	112.94	111.26
100	欧洲货币单位	970.63	968.20	973.06	
100	澳门元	109.38	109.11	109.65	108.02
100	芬兰马克	150.40	150.02	150.78	136.52
100	马来西亚林吉特	现钞买入价	316.26	现钞卖出价	324.34
100	记帐瑞士法郎	467.64	466.47	468.81	

注:(1)卖出现钞价与买出价相同

(2)〔调〕为当日调整的汇价

二、汇率的种类

(1)按汇率的稳定性分为固定汇率(Fixed Rate)和浮动汇率(Floating Rate)。

固定汇率指一国货币同另一国货币的汇率基本固定,其波动被限制在极小的范围内,波动幅度很小。

浮动汇率指一国货币当局不规定本币对其他货币的官方汇率,外汇汇率完全由市场供求关系来决定。实际上完全由市场来决定汇率的清洁浮动并不存在,各国货币当局都审时度势地干预外汇市场,实行有管理的浮动。

(2)按汇率的管制程度可分为官方汇率(Official Rate)和市场汇率(Market Rate)。

官方汇率指由一国货币当局或外汇管理部门制定和公布的,用于一切外汇交易的汇率。

市场汇率指在自由外汇市场上买卖外汇所使用的实际汇率。官方汇率与市场汇率之间往往存在差异,在外汇管制较严的国家不允许存在外汇自由买卖市场,官方汇率就是实际汇率。而在外汇管制较松的国家,官方汇率往往流于形式,通常有行无市,实际外汇买卖都是按市场汇率进行。

(3)按汇率的制定方法可分为基础汇率(Basic Rate)和套算汇率(Cross Rate)。

基础汇率指本国货币与基准货币或关键货币的汇率。基准货币或关键货币是国际上普遍使用,在本国国际收支中使用最多而且在国际储备中比重最大的货币。目前各国基本上都把美元作为基础货币。通过制定与美元的汇率来套算出与其他货币的汇率。

套算汇率指通过基础汇率套算出的本币对其他货币的汇率(见表 9.1.3)。

表 9.1.3 世界主要货币的套算汇率

1994 年 1 月 11 日

币别		德国马克	英镑	法国法郎	日元	瑞士法郎
德国马克	买入价	—	0.3857	3.4019	64.79	0.8487
	卖出价	—	0.3862	3.4024	64.82	0.8490
英镑	买入价	2.5903	—	8.8099	167.83	2.1977
	卖出价	2.5913	—	8.8188	167.95	2.2007
法国法郎	买入价	0.29380	0.1134	—	19.02	0.249373
	卖出价	0.29407	0.1135	—	19.07	0.249627

日元	买入价	0.29407	0.1135	—	19.07	0.249627
	卖出价	1.5443	0.5961	5.2532	—	1.3109
瑞士法郎	买入价	1.17735	0.4544	4.006	76.32	—
	卖出价	1.17883	0.4550	4.0101	76.37	—

例如,1994年1月3日,纽约市场上瑞士法郎和德国马克的报价为:1美元=1.4935/45瑞士法郎,同时1美元=1.7430/40德国马克,则德国马克对瑞士法郎的套算汇率为:

$$\text{德国马克买入价} = \frac{1.4935}{1.7440} = 0.8564 \text{ 瑞士法郎}$$

$$\text{德国马克卖出价} = \frac{1.4945}{1.7430} = 0.8574 \text{ 瑞士法郎}$$

若要计算瑞士法郎对德国马克的套算汇率,同理可得

$$\text{瑞士法郎买入价} = \frac{1.7430}{1.4945} = 1.1663 \text{ 德国马克}$$

$$\text{瑞士法郎卖出价} = \frac{1.7440}{1.4935} = 1.1677 \text{ 德国马克}$$

套算的要点在于:①基准货币的基础汇率作分母;②基准货币的基础汇率作分母时买卖价要互换位置;③折算货币的基础汇率作分子,买卖价位置不换。

(4)按外汇交易期限可分为即期汇率(Spot Rate)和远期汇率(Forward Rate)。前者指即期外汇交易所使用的汇率,后者则指远期外汇交易所使用的汇率。

(5)按银行汇兑方式可分为电汇汇率(Telegraphic Transfer Rate,简称 T/T Rate)、信汇汇率(Mail Transfer Rate,简称 M/T Rate)和票汇汇率(Demand Draft Rate,简称 D/D Rate),分别表示运用于电汇、信汇和票汇业务中的汇率,从前面的论述可知,电汇汇率>信汇汇率>票汇汇率。

(6)按外汇市场营业时间可分为开盘汇率(Opening Rate)和收盘汇率(Closing Rate),前者表示外汇银行或交易所一个营业日开始时头一笔外汇买卖使用的汇率,后者刚好相反,指一个营业日结束时最后一笔外汇买卖所使用的汇率。

(7)按汇率是否适用于不同来源与用途可分为单一汇率(Single Rate)和多重汇率(Multiple Rate)。前者指一国对外只有一个汇率,不同来源和用途的外汇收支均按此进行结算。后者则指一国对某一外币的汇价因来源及用途不同而规定两种以上的汇率。

(8)按外汇买卖对象可分为银行同业汇率(Inter-Bank Rate)和商业汇率(Mercantile Rate)。前者是银行间进行外汇买卖所使用的汇率,后者则是银行与一般客户进行外汇买卖时适用的汇率。通常银行同业汇率的买卖差价要小于商业汇率的买卖差价,因为银行间相互了银,而且交易金额较大。

第三节 汇率制度

汇率制度是指各国普遍采用的确定本国货币与其他货币汇率的体系。汇率制度的形成有两种方式,一是习惯的发展,某种制定汇率的方式为国际公认,并对各国的行为产生约束力,从而形成某种汇率制度;一是通过国际会议制定某种汇率制度,与会各国共同遵守并逐渐为其他国家广泛接受。汇率制度在汇率的确定,汇率的变动等方面都有具体规定,因此汇率制度对各国汇率的决定发挥着重大影响。回顾汇率制度,我们对国际金融市场上汇率的波动就会有更深刻的理解。

在国际金融史上,一共出现了三种汇率制度,即金本位体系下的固定汇率制、布雷顿森林体系下的固定汇率制及浮动汇率制。

一、金本位体系下的固定汇率制

1880—1914 年 35 年间主要西方国家通行金本位制,即各国在流通中使用具有一定成色和重量的金币作为货币,金币可以自由铸造、自由兑换及自由输出入。在金本位体系下,两国之间货币的汇率由它们各自的含金量之比——金平价(Gold Parity)来决定,例如一个英镑的含金量为 113.0015 格林,而一个美元的含金量为 23.22 格林,则

$$1 \text{ 英镑} = \frac{113.0015}{23.22} = 4.8665 \text{ 美元}$$

只要两国货币的含金量不变,两国货币的汇率就保持稳定。当然,这种固定汇率也要受外汇供求、国际收支的影响,但是汇率的波动仅限于黄金输送点(Gold Point)。黄金输送点是指汇价波动而引起黄金从一国输出或输入的界限,其数值等于金平价±黄金运送费用。金本位体系下的汇率是十分严格的固定汇率制,35 年间,美国、英国、法国、德国等主要国家的汇率从未发生过升贬值波动(见图 9.1.1)。

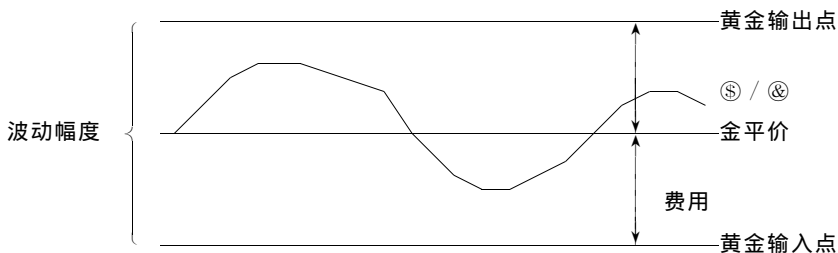


图 9.1.1 金本位体系下汇率的确定

1914 年第一次世界大战爆发,各国停止黄金自由输出入,金本位体系即告解体,第一次世界大战到第二次世界大战之间,各国货币基本上没有遵守一个普遍的汇率规则,各行其是处于混乱状态,有的实行固定汇率,有的实行浮动汇率,没有共同的汇率制度。金本位体系的 35 年是自由资本主义繁荣昌盛的“黄金时代”,固定汇率制保障了国际贸易和信贷的安全,方便生产成本的核算,避免了国际投资的汇率风险损失,极大地推动了国际贸易和国际投资的发展。然而严格的固定汇率制使各国难以根据本国经济发展的需要执行有利的货币政策,经济增长受到较大制约。

二、布雷顿森林(Bretton Wood)体系下的固定汇率制

1944 年 7 月,在二战胜利前夕,二战中的 45 个同盟国在美国新罕布什尔州的布雷顿森林召开了“联合和联盟国家国际货币金融会议”,通过了以美国财长助理怀特提出的“怀特计划”为基础的《国际货币基金协定》和《国际复兴与开发银行协定》,总称布雷顿森林协定,从此开始了布雷顿森林体系时代,美元与黄金挂钩,各国货币与美元挂钩是布雷顿森林体系的核心。

这种“双挂钩”制度的具体内容如下:美国公布美元的含金量,1 美元的含金量为 0.888671 克,美元与黄金的兑换比例为 1 盎司黄金=35 美元。其他货币按各自的含金量与美元挂钩,确定其与美元的汇率。没有规定含金量的货币由其货币当局确定本币与美元的中心汇率(Centre Rate),所有这些货币的汇率经国际货币基金认可后作为汇兑平价保持固定不变。汇率受外汇供求影响发生波动时,其波动幅度不得超过 1%,一旦超过这个界限,该货币国的中央银行必须在外汇市场上进行干预以保持汇兑平价。只有当成员国发生国际收支基本不平衡时,经国际货币基金 75%投票权同意才可改变汇兑平价。战后的固定汇率制实际上是一种可调整的钉住汇率制,“钉住”汇兑平价,但在特定条件下可以进行调整。

例如,1946 年 1 美元的含金量为 0.888671 克,1 英镑的含金量为 3.58134 克,则英镑与美元的汇兑平价为

$$1 \text{ 英镑} = \frac{3.58134}{0.888671} = 4.0300 \text{ 美元}$$

如果英镑发生波动,则其波动范围只能在 1 英镑=3.9897—4.0703 美元之间,即 4.0300(1±1%)之间,

战后固定汇率制主要靠美元实行金本位来维持,因此美元必须不可改变地保持黄金官价(即一盎司黄金等于 35 美元),并通过黄金窗口(Gold Window)维持黄金与美元之间的可兑换性。

1971 年 8 月 15 日,美国总统尼克松宣布美元贬值和美元停兑黄金,布雷顿森林体系开始崩溃,尽管 1971 年 12 月十国集团达成了《史密森协议》,宣布美元贬值,由 1 盎司黄金等于 35 美元调整到 38 美元,汇兑平价的波动幅度由 1%扩大到 2.25%,但到 1973 年 2 月,美元第二次贬值,欧洲国家及其他主要资本主义国家纷纷退出固定汇率制,固定汇率制彻底瓦解。

固定汇率制解体的原因主要是美元供求与黄金储备之间的矛盾造成的。货币间的汇兑平价只是战后初期世界经济形势的反映,美国依仗其雄厚的经济实力和黄金储备,高估美元,低估黄金,随着日本和西欧经济复苏和迅速崛起,美国的霸权地位不断下降,美元灾加剧了黄金供求状况的恶化,尤其是美国为发展国内经济及对付越南战争造成的国际收支逆差,不断增加货币发行,美元远远低于金平价,使黄金官价越来越成为买方一厢情愿的价格。加之国际金融市场上投机者抓住固定汇率制的瓦解趋势推波助浪,大肆借美元对黄金下赌注,进一步增加了美元的超额供应和对黄金的超额需求,最终美国黄金储备面临枯竭的危机,不得不放弃美元金本位,导致固定汇率制的彻底崩溃。

三、浮动汇率制

浮动汇率制是 1973 年固定汇率制崩溃后世界各国普遍采用的确立汇率的制度,在浮动汇率制度下,各国货币当局不再规定对美元的汇兑平价,也不规定汇率波动的界限,本币对外币的汇率完全由市场外汇供求关系来决定。各国实行浮动汇率时,基于各种考虑,往往采取更有利于本国经济发展的方式。

(1)单独浮动(Single Float)。指一国货币不与其他任何货币固定汇率,其汇率根据市场外汇供求关系来决定,目前包括美国、英国、日本、德国、法国等在内的 32 个国家实行单独浮动。

(2)钉住浮动(Pegged Float)。指一国货币与另一种货币或一篮子货币(如特别提款权、欧洲货币单位)保持固定汇率,随后者的浮动而浮动。一般地,通货不稳定的国家可以通过钉住一种稳定的货币或一篮子货币,约束本国的通货膨胀,提高币信,当然采用钉住浮动方式,也会使本国的经济发展受制于被钉住国的经济状况,从而蒙受损失。目前约有 100 个国家采用钉住浮动方式。

(3)弹性浮动(Elastic Float)。指一国根据自身发展需要,对钉住汇率在一定弹性范围可自由浮动,或按一整套经济指标对汇率进行调整,从而避免钉住浮动汇率的缺陷,获得外汇管理、货币政策方面更多的自主权。目前巴西、智利、阿根廷、阿富汗、巴林等 16 个国家采用弹性浮动方式。

(4)联合浮动(Joint Float)。指国家集团对成员国内部货币实行固定汇率,对集团外货币则实行联合的浮动汇率。欧共体 11 国 1979 年成立了欧洲货币体系,设立欧洲货币单位(ECU),各国货币与之挂钩建立汇兑平价,并构成平价网,各国货币的波动必须保持在规定的幅度之内,一旦超过汇率波动预警线(为最大波动界限的 75%),有关各国要共同干预外汇市场。1991 年欧共体签定《马斯赫特里特条约》,制定了欧洲货币一体化进程的时间表,如果欧洲货币一体化得以实现,欧共同的联合浮动将呈现崭新的面貌。

第四节 外汇市场

所有的外汇买卖,都要通过外汇市场进行,外汇市场(Foreign Exchange Market)就是外汇需求者、外汇供给者及买卖中介机构组成的外汇买卖场所或网络。外汇市场从形态上可分为有形市场和无形市场。有形市场(Tangible Market)表现为有具体的交易场所,如在证券交易所或交易大厅里专设一处外汇交易所,规定交易时间专门从事外汇买卖。无形市场(Intangible Market)没有具体的交易场所,但它通过电话、电传、电报组成外汇交易网络,从事外汇买卖。由于银行间的外汇买卖具有金额大、汇率买卖差价小的特点,一般把银行之间进行外汇交易而形成的外汇市场称为外汇批发市场,而把银行与一般客户之间买卖外汇形成的市场称为外汇零售市场。此外,外汇市场根据交易的币种和受管制程度可分为国内外汇市场和国际外汇市场。国内外汇市场只办理本币对几种主要外币的买卖,参加交易的客户基本上是本国居民,市场汇率及外汇交易要受本国货币当局的严格管理,如我国的外汇调剂市场。国际外汇市场几乎能办理所有主要货币的买卖。既可用本币买卖外汇,也可进行欧洲货币之间的买卖,国际市场的参加者不仅有本国居民,也有众多的外国居民,而且国际市场一般不受本国货币当局的外汇管制,如纽约、东京、伦敦等著名的国际外汇市场。

一、外汇市场的参加者

(1) 外汇银行。这是外汇市场的主体,90%左右的外汇买卖业务是在外汇银行之间进行的。外汇银行是经中央银行批准可以从事外汇经营活动的商业银行和其他金融机构,其主要业务包括:外汇买卖、汇兑、押汇、外汇存贷、外汇担保、咨询及信托等。外汇银行进行外汇买卖有两个主要目的,一是代客买卖外汇,取得手续费、佣金收入;二是用自己的资金买卖外汇,调整外汇头寸,获得最有利的资产负债结构。外汇银行之间的市场实际上分为三层,第一层是位于纽约、伦敦、东京等国际金融中心的大银行之间的交易市场,第二层是拥有少量交易员的区域性银行之间的交易市场,第三层是只有一、二名交易员的小银行之间的交易市场。大银行之间的交易市场对整个外汇市场有着重要影响。

(2) 外汇经纪人(Broker)和外汇交易员(Dealer)。外汇经纪人是专门介绍外汇买卖业务、促使买卖双方成交的中间人。外汇经纪人分为两类,一类叫做一般经纪人,他们要用自有资金参与买卖中介活动,并承担损益。另一类叫做跑街经纪人,俗称掮客,他们不参与外汇买卖活动,仅凭提供信息收取佣金,代客户买卖外汇。外汇经纪人主要依赖提供最新、最可靠、对客户最有利的信息而生存,因此他们一般拥有庞大的信息网和先进的通讯网,善于捕捉并利用信息,开发获利渠道。外汇经纪人在外汇市场上是一支非常活跃的队伍,即使许多大银行能够独立进行外汇买卖,他们也愿通过经纪人进行交易,因为经纪人不仅能报出最有利的价格,而且大银行免于暴露自己的经营活动,可以保护自己,顺利实施其市场战略。

外汇交易员是外汇银行中专门从事外汇交易的职员,交易员向客户报价,代银行进行外汇买卖。根据承担工作的责任不同,交易员可分为首席交易员、高级交易员、交易员、初级交易员和实习交易员。首席交易员一般负责好几种主要外汇的买卖,交易金额不受限制。高级交易员负责较重要的外汇交易,在交易金额上也很少限制。交易员、初级交易员和实习交易员则负责一种货币的交易,而且根据其经验规定交易限额,超限额时要请示高级交易员或首席交易员。

(3)一般客户。指外汇市场上除外汇银行之外的企业、机关、团体。他们是外汇的最初供应者及最终需求者,如从事进出口贸易的企业,进行跨国投资的企业和偿还外币负债的企业,以及需要汇款的侨民。一般客户的外汇买卖活动反映了外汇市场的实质性供求,尽管这部分交易在外汇市场交易中比重不大,但对一国国民经济却产生实际影响。

(4)外汇投机者(Speculator)。外汇投机者是通过预测汇率的涨跌趋势,利用某种货币汇率的时间差异,低买高卖,赚取投机利润的市场参加者。外汇投机者对外汇并没有真实的需求,如调整头寸,或清偿债权债务,他们参与外汇买卖纯粹是为了寻找因市场障碍而可能利用的获利机会,这些机会是隐藏的,难以被发现。外汇投机者通常以风险承担者形象出现在外汇市场上,他们出入于各个外汇市场,频繁地买卖外汇,使各外汇市场的汇率趋于一致,汇率更接近外汇供求状况,因此外汇投机者是外汇市场上不可缺少的力量,投机活动是使外汇市场完善的有效途径。但是,外汇投机者往往操纵大量的巨额资金,对某种弱币突然袭击,掀起货币风潮,影响某种货币的正常趋势,加剧外汇市场的动荡,尤其是当今世界,国际游资规模日增,在先进的通讯工具辅佐下,可以十分迅速地流进或流出某个外汇市场,成为一般势不可挡的投机力量,使外汇市场变得更为脆弱。

(5)中央银行。中央银行是外汇市场的特殊参加者,它进行外汇买卖不是为了谋取利润,而是为了监督和管理外汇市场,引导汇率变动方向,使之有利于本国宏观经济政策的贯彻或符合国际协定的要求。中央银行一般设立外汇平准基金,专门用于买卖外汇,以实现干预外汇市场的目的,同时,中央银行还利用利率工具,调整银行利率水平,直接干预远期汇率的决定。中央银行干预外汇市场时,买卖外汇金额非常庞大,而且行动迅速,对外汇市场的供求有很大的影响,特别是1985年9月英国、美国、法国、联邦德国和日本共同干预外汇市场,成功地使美元软着陆以来,各国中央银行间的合作不断加强,常常联合行动干预外汇市场,成为外汇市场的领导者。中央银行的货币政策是决定汇率的一个重要因素。

二、外汇市场业务概述

(1)即期外汇交易(Spot Transaction)。是指交易双方按当天的外汇牌价成交,并于当天或第二个交易日交割的外汇买卖活动。即期外汇交易的主要功能是实现货币的相互调换,一般用于清算到期债权、债务,或资产负债管理中轧平头寸,对于多数外汇银行,尤其是经营战略比较稳健的银行来讲,一般要保持当天卖出和买入的外汇金额相等,避免因外头寸暴露(Foreign Exchange Position Exposure)而导致的风险损失。

作为投机活动的套汇业务(Arbitrage Transaction)也是一种即期外汇交易,它是利用

不同外汇市场同一种货币的即期汇率差异,低买高卖,赚取利润的外汇交易活动。由于地理分割及时差原因,加之影响各外汇市场的因素有差异,各外汇市场的即期汇率水平有时会出现偏差,尽管纽约、旧金山、悉尼、东京、香港、新加坡、巴林、伦敦、法兰克福等世界著名国际金融中心在营业时间上相互连接,形成全球 24 小时外汇市场,通过现代化通讯设备和电子计算机连网,客户可在任一时间作外汇买卖,但是上一外汇市场的行情传递到下一外汇市场,总有一段时差,这就为投机者的套利活动提供了良机,只要抓住了哪怕是瞬息即逝的汇价差异,就能从中渔利。当然,当大量的投机者同时对此进行套汇时,这种价差很快会因供求关系的改变而消失。

(2)远期外汇交易(Forward Transaction)。是指外汇买卖成交后,根据合同规定,买卖双方在未来的某一时间,按约定的汇价和金额进行交割的一种外汇买卖活动。远期交易的功能主要是事先确定未来外汇交易的价格,避免未来汇率波动给客户造成的不可预料的影响,因此远期交易被广泛用于清偿远期债权、债务。轧平远期头寸,套期保值,以及投机活动。

远期外汇交易在 70、80 年代,有了长足发展,创新出能为客户提供更满意的服务的交易工具——期货与期权,使客户进行标准化的、富有灵活性的远期交易,获得更多的套期保值或赢利机遇。

(3)掉期交易(Swap Transaction)。是指买卖双方在一定时间内按事先规定的汇率相互交换使用另一种货币的外汇买卖活动,通常包含两个方向相反的交易:即期买入(或卖出)一种货币,获得另一种货币,同时又卖出(或买入)后一种货币的远期,到期时换回原来的货币。通过外汇掉期,买卖双方都可以把暂时不用的货币换成临时要用的另一种货币,并保证在未来需要原来的货币时及时如数地换回来,这样不仅方便了经营业务需要,同时也可调整双方资产负债头寸,避免因头寸暴露带来的不必要损失。一般地,掉期交易中两笔方向相反的交易金额相同,使用的汇率相等。

第五节 国际金融通市场

随着国际贸易和生产国际化的发展,企业对外汇借贷、外资融通、境外投资或融资的需求日益增加,为满足客户的这些需求,国际资金市场应运而生。根据外资融通的期限不同,国际资金市场可分为国际货币市场和国际资本市场。

一、国际货币市场

国际货币市场(International Monetary Market)是指短期国际货币融通的场所,各种货币的存放、借贷期限一般不超过一年。

国际货币市场按借贷方式不同,可分为信贷市场、贴现市场和票据市场。

(1)短期信贷市场。短期信贷市场分为两部分,一是银行同业市场,二是银行与一般客户间的公开市场。前者主要解决银行外汇头寸平衡问题,而后者则调整企业短期资金余缺。其中银行同业市场占有重要地位。银行同业市场的资金拆放一般不收任何抵押品,其拆放活动可以由两家银行直接进行,也可通过经纪人进行,同业短拆拆放的期限以日拆、隔夜、一周、一月期和三月期为主,也有半年及一年的资金拆放,但比重不大。银行同业拆放一般以伦敦银行同业拆放利率(London Interbank Offered Rate—LIBOR)为主,而存款则以伦敦银行同业存款利率(London Inter Bank Bid Rate)为主,往往根据银行的信誉等级,在 LIBOR 或 LIBID 的基础上加减不超过 1% 的加息率。

(2)贴现市场。贴现市场是经营国际货币贴现业务的短期资金市场。贴现是银行购买未到期票据,但要扣取自贴现日到该票据到期日利息的业务活动。贴现市场由贴现行、商业票据行、商业银行和中央银行组成。贴现成为进出口企业融通资金,加速资金周转的重要手段。

(3)短期票据市场。短期票据市场是通过短期信用票据的买卖而获取资金融通的市场。这个市场主要的交易工具有:①国库券。国库券是票据市场上信用最好、流动性最强、交易量最大的交易工具,例如美国的国库券就是国内外短期投资者最青睐的投资工具。②商业票据。是一些实力雄厚的大公司、大工商企业或银行控股公司为筹措短期资金而发行的借款凭证。商业票据一般不超过 270 天,由发行公司自行担保,可以流通、转让。③银行承兑汇票。指由进出口商签发的,经银行背书承兑,保证到期付款的汇票。银行承兑汇票不仅可以在承兑行贴现,还可以在二级市场上买卖,买卖时往往打一定的折扣。④可转让大额存单。它是银行或金融公司吸收大额定期存款而发给存款者的无记名存款单。这种存单可以转让,因此既能获得定期存款利息,又能在需要时及时转变为现金,很受投资者欢迎。

(4)欧洲货币市场。国际货币市场中最具影响的是欧洲货币市场。欧洲货币市场是指在原发行国领土以外流通、交换、存放、借贷和投资的各种国际货币的短期资金市场。例如“欧洲美元”市场就是在美国境外从事美元存贷业务的市場。这里所说的欧洲货币并非地理上的特指,不能理解为在欧洲从事存款的境外货币或在境外从事存贷的欧洲国家货币。因为在香港从事日元的存款或放贷业务,也构成欧洲货币市场业务的一部分。目前世界上各大金融中心均可从事主要国际货币的欧洲货币业务。

欧洲货币市场之所以能在国际金融领域发挥重大作用,关键在于它具有许多普通国内或国际性货币市场无法比拟的优势。首先,欧洲货币市场是一个不受管制的自由市场,无论是货币发行国还是市场所在国都无法对之进行管理,因此资金周转神速,市场发展很快,50 年代欧洲货币业务只是零星地出现在欧洲有限的几个国际货币市场,70 年代,五大洲所有国际货币市场都开辟了欧洲货币业务。其次,欧洲货币市场有独特的利率结构,其存贷利率差额远小于该货币发行国的同期存贷款,原因是吸收欧洲货币存款,银行不用交存款准备金,银行的资金成本降低,即使提高欧洲货币的存款利率,降低其贷款利率,银行的利润也不会减少。这种独特的利率结构,极大地提高了欧洲货币市场的吸引力。再次,欧洲货币市场是以跨国公司为主要客户,以跨国银行为经营主体的货币市场,其业务多为批发业务,每一笔金额都在几十万至几百万,甚至上千万美元。

二、国际资本市场

国际资本市场(International Capital Market)是指中长期国际资本融通市场,按资本融通方式可分为国际信贷市场和国际证券市场。

1. 国际中长期信贷市场

中长期国际信贷一般指1年以上至10年左右的贷款,有的长达30年。主要用于跨国企业固定资本投资、成套设备进出口、政府弥补长期国际收支逆差、金融机构进行长期资产负债头寸管理等。中长期信贷市场具有四个特点:(1)签订贷款协议。借贷双方就有关贷款的具体事项,如金额、利率、费用、期限、违约规定等达成协议,以便贷款的管理。(2)国家担保。国际中长期信贷规模较大,时间又长,一般需要借款方的官方机构提供担保。(3)银团贷款。绝大多数国际中长期信贷采取银团贷款形式,因为单家银行的资金实力很难满足跨国公司或成套设备进出口的巨额融资需要,同时单家银行也不可能承受如此巨大的信贷风险,因此由几家乃至几十家大银行联合起来共同对一笔巨额资金需求提供贷款。银团贷款是欧洲货币中长期信贷市场的典型形式。借款人可以根据自己的需要选择牵头行。(4)实行浮动利率。国际中长期贷款通常是浮动利率,可以选择不同的利率基础,如伦敦同业银行拆放利率、美国国债利率、美国优惠利率等,随市场波动三个月或半年调整一次,还款时按调整后的利率偿还本息。

国际信贷市场一直是国际资本中长期融通的主体,通过以银行或其他金融机构充当投资者和筹资者的中介,这种间接融资方式可以使资金得到最大限度的融通,投资者能够获得安全可靠的收入,筹资者多样化的需求能够及时得到满足,并且享有资金运用的灵活性,银行只要做好贷款项目的可行性研究,成功地避免信贷风险,就能够稳赚利差。然而70年代浮动汇率制取代固定汇率制后,特别是80年代国际债务危机爆发后,国际信贷市场受到严重冲击,许多银行因债权不能如期收回而倒闭,投资者的利益受到极大威胁,间接融资的脆弱性暴露无遗。80年代以来,国际资本市场出现了证券化趋势,1987年欧洲资本市场证券融资第一次超过间接融资。证券市场的业务增长迅速。

2. 证券市场

证券市场是以证券(如股票、债券、商业票据等)为经营、交易对象的国际资本融通场所。证券市场一般由发行市场(即一级市场)和交易市场(即二级市场)构成。

发行市场是指政府、工商企业及银行、金融机构等证券发行人发行的新证券,第一次销售给投资者,取得所需资金的场所。证券发行人可以直接发行证券,只要求投资公司或金融机构适当协助,以减少发行费用,中小企业发行金额不大的证券时往往采取这种方式。发行市场上广泛使用的是间接发行方式,又称承购发行,即由几家经理承购人(Managing Underwriter)牵头,组成承购集团来推销发行证券。这种方式又有包销和代销之分。包销是由承认商全部承担证券的销售,发行期结束时未销售证券由证券承购商全部买下。代销是承购商代理发行证券,发行结束时,剩余的证券退回发行人,承购商不承担购买证券的义务。国库券、大的工商企业股票、债券及商业票据,因金额巨大,需要广泛调动社会闲散资金,通

常采用承购发行方式,发行人可以利用承购集团已有的发行渠道和网络,以及承购商的经验 and 声誉,在较短的时期内完成发行任务。当然,发行人要按发行金额的一定比例向承购商支付发行费,尤其是使用包销方式发行,发行人把证券销售不出去的风险全部转嫁给承购商,因此需要支付更大比例的发行费。

交易市场是进行已发行证券买卖、转让的市场。证券在二级市场上的交易可以通过两条渠道进行,一是证券交易所,二是场外市场。证券交易所是按一定法律程序组织起来的专门从事证券交易的场所,它实行会员制,其会员一般是资力雄厚、信用极好的证券商和经纪人。所有的证券交易都必须通过会员进行。会员收取佣金代客买卖。由于交易所有固定的交易程序、交易准则,并提供清算系统服务,易于管理,因此许多国家规定证券上市交易必须集中在交易所内进行。然而,由于证券交易所规定证券交易需要一定的保证金,而且佣金也较高,促使部分非交易所会员在证券交易所外从事挂牌上市证券或非挂牌上市证券的买卖,从而形成场外市场,即第三市场或柜台交易市场(over the counter transaction)。场外市场属直接买卖证券,没有佣金,费用较低,提供此项业务的证券商或经纪人主要依靠证券买卖差价赢利。在欧美国家,60年代以来,场外市场发展速度,交易规模不断扩大,具有很大影响。

第二章 汇率的决定

第一节 汇率决定和调整

汇率就是外汇的价格,在市场经济条件下,价格由供求决定是不争的事实,但是汇率的决定并不完全是这样,由于汇率的重要性,各国政府都要对本国货币的汇率加以干预,国际间的合作与协议有时也成为必须,历史上有不同的汇率制度,不同的汇率制度下,汇率的决定机制并不相同。

一、金本位制下的汇率决定和调整

金本位制是以黄金为本位货币的货币制度,它包括金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制。金币本位制是典型的金本位制。1816年,英国首先实行金币本位制。随后,德国、法国、俄国、日本等也先后实行金币本位制,美国于1900年也颁布了金本位法案。这一金币本位制一直维持到第一次世界大战爆发。金币本位制有以下几个特点:

第一,以一定成色和重量的金币作为本位币,并成为市面流通的法定通货;

第二,金币可以自由铸造和自由熔化

第三,银行券可以自由兑换金币;

第四,黄金可以自由输出入国境。

由于银行券可以自由兑换为金币。因而在国际结算中,不论是通过银行券还是通过黄金来进行,两国货币之间的汇率就是两国本位币的含金量之比,即铸币平价(Mint Par)。如英国货币1英镑铸币的重量为123.27447格令,成色为22开金(24开为纯金),即含金量为113.0016格令。美国货币1美元铸币的重量是25.8格令,成色为90%,即含金量为23.22格令。根据含金量对比,两国货币的铸币平价就是 $113.0016 \div 23.22 = 4.8665$,即1英镑折合为4.8665美元。

但是,铸币平价只是决定汇率的基础。正如市场价格要背离价值那样,市场上的实际外

汇行市也要受到外汇供求情况的影响。如果市场上对某一外汇的需求增加,需求大于对这一外汇的供给,则该外汇汇率就要上浮;反之,如果市场上对某一外汇的供给突然增加,造成这一外汇的供过于求,该外汇汇率就要下浮。

可是,在金本位制下,汇率的波动不会漫无边际,而总是环绕着铸币平价上下波动,并以黄金输送点(Gold Points)为界限。这是因为,在金本位制下黄金可以自由输出入,当汇率对一国不利时,它就不用外汇,而改用输出入黄金的办法来办理国际结算,因而各国汇率的波动幅度很小,成为自发的固定汇率。

黄金输送点是如何限制外汇汇率波动范围的呢?请看下例就很清楚了。当时在英美两国之间运送一英镑黄金的各项费用(运输、包装、保险)要花费 3 美分。那么,外汇市场上英镑兑美元的汇率将在 4.8665 ± 0.03 之间的限制内波动,即不会超过 4.8965 和 4.8365 的上下限。这个限度即为黄金输送点。如果英镑汇率上涨超过 4.8965 美元,则美国进口商就宁愿直接运送黄金到英国来清偿债务,而不愿在市场上购买英镑外汇。这样,对英镑的需求就会减少,从而促使英镑汇率跌到 4.8965 美元以下。同样,如果英镑汇率下跌到 4.8365 美元以下,那么美国出口商就不愿按此低汇率将英镑换成美元,而宁愿用英镑在英国购进黄金,再运回本国。这样,对英镑的供给就会减少,从而促使英镑汇率回升到 4.8365 美元以上。显然,黄金输送点有两种。其中英镑兑美元汇率的上限 4.8965 称为美国向英国输出黄金的输出点,下限 4.8365 称为美国从英国输入黄金的输入点。

第一次世界大战爆发后,参战各国的金币本位制均陷于瓦解。战后,它们分别实行了金块本位制和金汇兑本位制,金币不再流通,但是,这两种货币制度都是严重削弱了的金本位制,汇率从此失去了稳定的基础。在 1929—1933 年大危机的冲击下,西方各国的金本位制终告崩溃。

二、纸币流通下的汇率决定和调整

金本位制崩溃后,西方各国都先后实行纸币流通。虽然有些国家仍对其货币规定有含金量,但实际上都是不兑现的纸币,含金量的规定形同虚设。各国实行纸币流通后,经历了浮动汇率到固定汇率再到浮动汇率的汇率制度,但都有着根本一致的汇率决定基础。在纸币流通条件下,由于各国货币发行量脱出了兑换黄金的物质制约,货币的对内价值和对外价值势必出现变化。汇率作为两国货币间的比价,是由两国货币在外汇市场上的供求状况决定的。只不过在固定汇率制下,各国汇率受到了强制的人为干预,各国货币当局有义务干预外汇市场来维持汇率的稳定,将汇率的波动限制在一个很小的范围内;而在浮动汇率制度下,由于各国货币当局不再承担干预义务,汇率受外汇供求关系的制约更明显化了。但是事实上出于政策的需要,各国当局仍然通过外汇市场干预来影响外汇的供求及价格。因此,这两种汇率制度只存在被动干预和主动干预的差别。

显然,在纸币流通条件下,外汇供求状况对汇率变动的制约仅仅是第一层次的,外汇供求的背后隐藏着更深层的决定因素。

理论上说,外汇的供给和需求体现着国际收支平衡表所列的各种国际经济交易,国际收

支平衡表中的贷方项目构成外汇供给,借方项目构成外汇需求。具体来说,一国外汇供给主要来自于:①本国的商品劳务出口;②外国对本国的单方金融资产转移;③外国居民购买本国的金融资产或对本国进行直接投资;④本国居民出售所持有的国外资产。外汇需求主要来自于:①本国的商品劳务进口;②本国对外国的单方金融资产转移;③本国居民购买外国的金融资产或对外国进行直接投资;④外国居民出售所持有的本国资产。因此,一国国际收支赤字就意味着在外汇市场上外汇供不应求,本币供过于求,结果是外汇汇率上升;反之,一国国际收支盈余则意味着外汇供过于求,本币供不应求,结果是外汇汇率下降。

进一步来看,一国的国际收支包括经常帐户收支和资本帐户收支,前者反映商品市场与他国商品市场之间的联系,后者反映金融市场(包括货币市场和证券市场)的国内外联系。因此,任何影响国内外商品市场和金融市场供求状况的因素变动都会反映在汇率的变动上。根据纸币流通条件下几十年,特别是实行浮动汇率制以来汇率变动的实际情况来看,影响各国汇率变动的深层因素主要有:

1. 通货膨胀率差异

在纸币流通的条件下,两国货币之间的比率,从根本上来说是由各自所代表的价值量决定的。物价是一国货币价值在商品市场的体现,通货膨胀就意味着该国货币代表的价值量的下降。因此,国内外通货膨胀率差异就是决定汇率长期趋势中的主导因素。在国内外商品市场相互密切联系的情况下,一国较高的通货膨胀率就必然反映在经常帐户收支上。具体来看,高通货膨胀率会削弱本国商品在国际市场上的竞争能力,引起出口的减少,同时提高外国商品在本国市场上的竞争能力,造成进口增加。另外,通货膨胀率差异还会通过影响人们对汇率的预期,作用于资本帐户收支。如果一国通货膨胀率较高,人们就会预期该国货币的汇率将趋于疲软,由此进行货币替换(Currency Substitution),即把手中持有的该国货币转化为其他货币,造成该国货币在外汇市场上的现实下跌。总而言之,如果一国通货膨胀高于他国,该国货币在外汇市场上就会趋于贬值;反之,则会趋于升值。

2. 利率差异

价格水平的变动影响着一国的商品流出入,而利率作为金融市场上的“价格”,其变动则会作用于一国的资金流出入。如果一国的利率水平相对于他国提高,就会刺激国外资金流入增加,本国资金流出减少,由此改善资本帐户收支,提高本国货币的汇价;反之,如果一国的利率水平相对于他国下降,则会恶化资本帐户收支。在国际资本流动规模巨大,大大超过国际贸易额的今日,利率差异对汇率变动的作用比过去更为重要了。

3. 经济增长差异

国内外经济增长率差异对汇率变动的作用是多方面的。第一,一国经济增长率高,意味着收入上升,由此会造成进口支出的大幅度增长。第二,一国经济增长率高,往往也意味着生产率提高很快,由此通过生产成本的降低改善本国产品的竞争地位而有利于增加出口,抑制进口。第三,经济增长势头好,一国的利润率也往往较高,由此吸引国外资金流入本国,进行直接投资,从而改善资本帐户收支。一般来说,高经济增长率在短期内不利于本国货币在外汇市场的行市,但长期来看,却有力支持着本国的强劲势头。

4. 中央银行干预

如上所述,无论是在固定汇率制下,还是在浮动汇率制度下,各国货币当局或为保持汇率稳定,或有意识地操纵汇率的变动以服务于某种经济政策目的,都会对外汇市场进行直接干预。毋庸置疑,这种通过干预直接影响外汇市场供求的情况,虽无法从根本上改变汇率的长期走势,但对汇率的短期走向会有一定的影响。各国货币当局在战后通过直接干预抵消了市场供求因素对汇率的影响,将固定汇率制度维持了 25 年之久,这足以说明直接干预的成效。特别是 80 年代以来,西方国家的管理浮动制走上了各国货币当局联合干预(Joint Intervention)的阶段,直接干预成为今日影响汇率的一个更不可忽视的重要因素。

5. 市场预期

市场预期因素是影响国际间资本流动的另一个重要因素。在国际金融市场上,短期性资金(所谓游资)达到了十分庞大的数字。这些巨额资金对世界各国的政治、经济、军事等因素都具有高度的敏感性,受着预期因素的支配。一旦出现风吹草动,就到处流窜,或为保值,或为攫取高额投机利润。这就常常给外汇市场带来巨大的冲击,成为各国货币汇率频繁起伏的重要根源。可以说,预期因素是短期内影响汇率变动的最主要因素。只要市场上预期某国货币不久会下跌,那么市场上立即就可能出现抛售该国货币的活动,造成该国货币的市场价格立即下降。有时据以形成市场预期的甚至也不须是真实的政治、经济形势和政策动向。

以上所谈到的几种因素是在纸币流通条件下影响外汇市场供求及汇率的主要因素。当然,影响汇率变动的还有许多其他因素,如各国的宏观政策等,但这些因素大都是通过以上各种因素对汇率发生作用的。在不同时期,各种因素对汇率变动的影响作用有轻重缓急之分,它们的影响有时相互抵消,有时相互促进。因此,只有对各项因素进行综合全面的考察,对具体情况作具体分析,才能对汇率变动的分析作出较为正确的结论。

三、汇率变动的影响

汇率是联结国内外商品市场和金融市场的一条重要纽带。一方面,汇率的变动受制约于一系列经济因素,但另一方面,汇率的变动又会对其他经济因素产生广泛的影响。了解汇率变动的经济影响,不论对于一国当局制订汇率政策,还是对于一个企业进行汇率风险管理都是极其重要的。汇率的变动无非是贬值和升值(或下浮或上浮)两个方面。我们集中分析汇率贬值的经济影响。对于升值的经济影响,则可以反过来叙述。

1. 贬值对国际收支的影响

(1)贬值对进出口收支的影响。一国贬值通过降低本国产品相对于外国产品的价格,诱发国外居民增加对本国产品的需求,本国居民减少对外国产品的需求,从而有利于一国增加出口,减少进口。如果一国进出口弹性符合马歇尔—勒纳条件,这将有助于贸易收支状况的改善。这是贬值最重要的经济影响,也是一国货币当局进行贬值或促成货币下浮时所考虑的主要因素。

(2)贬值对非贸易收支的影响。贬值对经常帐户中旅游和其他劳务的收支状况,也会起改善的作用。因为贬值以后,外国货币的购买力相对提高,贬值国的商品、劳务、交通、导游

和住宿等费用,就变得相对便宜,这对外国游客无疑增加了吸引力。对其他无形贸易收入的影响也大致如此。反过来说,贬值后,国外的旅游和其他劳务开支对本国居民来说相对提高,进而抑制了本国的对外劳务支出。但是,贬值对一国的单方面转移收支可能产生不利影响。以外国侨民赡家汇款收入为例,贬值后,一单位外币所能换到的本国货币增加,对侨民来说,一定的以本币表示的赡家费用就只需要用更少的外币来支付。这就意味着本国的外币侨汇数量下降。

(3)贬值对国际资本流动的影响。贬值对一国资本帐户收支的影响情况,取决于贬值如何影响人们对该国货币今后变动趋势的预期。如果贬值后人们认为贬值的幅度还不够,汇率的进一步贬值将不可避免,即贬值引起了汇率将进一步贬值的预期,那么人们就会将资金从本国转移到其他国家,以避免再遭损失。但如果人们认为贬值已使得本国汇率处于均衡水平,那些原先因本币定值过高而外逃的资金就会抽回到国内。如果人们认为贬值已经过头,使本币价格已低于正常的均衡水平,其后必出现向上反弹,那么,就会将资金从其他国家调拨到本国,以牟取好处。

2. 贬值对国内经济的影响

(1)贬值对产量的影响。贬值后,一国贸易收支往往会得到改善,如果一国还存在闲置的要素(包括劳动力、机器等资本品、原材料),一国的生产的产量就会扩大。贸易收支改善将会通过乘数效应扩大总需求,带动国内经济实现充分就业。如果一国经济已处于充分就业,贬值只会带来物价的上升,而不会有产量的扩大,除非贬值能通过纠正原先的资源配置扭曲来提高生产效率。

(2)贬值对资源配置的影响。贬值后,出口品本币价格由于出口数量的扩大而上升,进口替代品价格由进口品本币价格上升带动而上升,从而整个贸易品部门的价格相对于非贸易品部门的价格就会上升,由此会诱发生产资源从非贸易品部门转移到贸易品部门。这样的话,一国的产业结构就导向贸易部门,整个经济体系中贸易品部门所占的比重就会扩大,从而提高本国的对外开放程度,即更多的产品同外国产品相竞争。在发展中国家,贬值往往还会有助于资源配置效率的提高。首先,贬值后,一国就可以相应取缔原先因本币定值过高而设置的进口关税、进口配额等超保护措施,有利于进口替代行业的生产效率提高。其次,贬值后,原先因本币定值过高而受到歧视性损害的农业部门(往往是发展中国家的出口部门)获得正常发展。再者,与国外相竞争的贸易品部门扩大,往往也有助于效率提高。

(3)贬值对物价的影响。贬值对物价的影响是两方面的,一是通过贸易收支改善的乘数效应,引起需求拉上的物价上升。二是通过提高国内生产成本推动物价上升。这里,有必要对成本推动作简要的阐述。贬值后,进口商品以本币表示的价格会立即上涨,其中进口消费品的价格上升会直接引起国内消费物价某种程度的上升,但进口原材料、中间品和机器设备等的价格上升,则还会造成国内在生产使用这些进口投入品的商品的生产成本提高,推动这类商品的价格上升。其次,贬值后,出口品和进口替代品价格上升,也会造成使用这些产品作为投入品的非贸易品生产成本上升,也推动了非贸易品的价格上升。这样,贬值对物价的影响就会逐渐扩展到所有商品。

贬值对国内经济的影响还表现在收入分配、财政赤字、货币供给等方面,在此不一一叙

述了。

3. 贬值对世界经济的影响

小国汇率变动只会对贸易伙伴国的经济产生轻微的影响。这里阐述的主要是主要工业国汇率变动的影响。第一,主要工业国的货币贬值至少在短期内会不利于其他工业国和发展中国家的贸易收支,由此可能引起贸易战和汇率战,并影响世界经济的景气。第二,主要工业国的货币一般充当国际间计价手段、支付手段和储备手段,故其汇率变动将会引起国际金融领域的动荡。如在国际贸易和借贷活动中,将要收进贬值货币的经济主体将遭受损失,而要付出贬值货币的经济主体,则将从中获益。对于目前虽不运用,但却大量持有贬值货币作为资产的经济主体如外汇银行、中央银行和跨国公司来说,这至少是一种潜在的损失或账面损失。除非储备手段与未来的支付手段相一致,否则在未来运用这些作为储备手段的资产时,其兑换成其他货币(作为支付手段)的数额会因此而减少,这种账面损失也就转化为实际损失。第三,主要货币的汇率不稳定还会给国际储备体系和国际金融体系带来巨大的影响。目前的国际货币多样化正是其结果之一。历史上,英镑、美元的不断贬值致使其原有的国际货币地位严重削弱,继而出现了日元、德国马克等货币与其共同充当国际间计价、支付和储备手段的局面。

第二节 西方主要汇率决定理论

西方国家的汇率决定理论主要经历了国际借贷说、购买力平价说、汇兑心理说、国际收支说和资产市场说几个阶段。国际借贷说(Theory of International Indebtedness)出现和盛行于金币本位制时期,由英国学者葛逊(G. L. Goschen)于1861年系统提出。由于在金本位制度下,铸币平价是汇率决定的基础,故客观上所需要说明的仅仅是汇率的变动。葛逊认为,一国汇率变动是由外汇供给和需求引起的,而外汇供求又源于国际借贷,国际借贷分为固定借贷和流动借贷两种,前者指借贷关系已形成,但未进入实际支付阶段的借贷,后者指已进入支付阶段的借贷。只有流动借贷的变化才会影响外汇的供求。1914年第一次世界大战爆发后,金币本位制崩溃,各国货币发行摆脱了桎梏,致使物价飞腾,汇率也出现剧烈变动。瑞典学者卡塞尔(G. Casell)于1922年出版了《1914年以后的货币和外汇》一书,系统阐述了著名的购买力平价说(Theory of Purchasing Power Parity),认为两种货币间的汇率决定于两国货币各自所具有的购买力之比,汇率的变动也取决于两国货币购买力的变动。购买力平价说提出以后,引起了广泛的国际争论。不久(1927年),法国学者阿夫塔里昂(A. Aftalion)引用了法国和欧洲国家的统计材料说明了货币、物价和汇率变动之间的不一致,并根据奥国学派的边际效用理论提出了“汇兑心理说”(Psychological Theory of Exchange),他们认为,人们之所以需要外国货币,是为了满足欲望,如满足购买、支付、投资、外汇投机、资本逃避等需要,这种欲望是使外国货币具有价值的基础。因此,外国货币的价值不遵从任何规则,而是决定于外汇供求双方对外币边际效用所作的主观评价。随着外汇业务的发展

和汇率的剧烈变动,远期外汇业务也迅速发展起来。凯恩斯首次于1923年系统提出远期汇率的“利率平价理论”(Theory of Interest Parity),1931年英国学者爱因齐格(P. Einzig)出版了《远期外汇理论》一书,进一步阐述了远期差价与利率之间的相互影响。

第二次世界大战后,各国实行固定汇率制度,由此对汇率决定的研究也就一度沉寂。这一时期所出现和流行的各种理论,如弹性论、吸收论、货币论等都是围绕国际收支问题为主题的,其中对汇率的研究集中在汇率变动引起的经济后果上,即汇率如何影响进出口贸易、国内生产和就业等变量,而对汇率本身的决定完全不予以说明。只是到了1973年固定汇率崩溃以后,由于汇率波动异常剧烈,并且反复无常,严重影响着国际贸易和投资的发展及各国的经济,西方学者对汇率决定的研究才重新兴起,并且把战后发展的许多经济学理论成果应用到汇率分析中来,首先是一些学者在国际借贷说的框架基础上,将凯恩斯主义的国际收支均衡分析直接衍推至汇率决定的分析上,提出国际收支说(Balance of Payment Theory of Exchange Rate)。与之同时,另一些学者将固定汇率下的国际收支货币论演变为一种汇率决定理论,即汇率货币论(Monetary Approach to Exchange Rate)。由于国际资本流动的巨大发展,西方学者也愈来愈重视资本流动在汇率分析中的地位。1976年,美国学者多恩布茨(R. Dornbusch)在接受汇率货币论作为一种长期均衡分析的前提下,结合利率平价原理进行短期的汇率分析,提出了超调模式(Overshooting Model)。还有一些学者如布朗逊(W. Branson)等将托宾的“资产组合选择理论”(Theory of Portfolio Selection)运用于汇率决定分析,提出“资产组合平衡理论”(Portfolio—Balance Theory of Exchange Rate)。以上三种理论统称为资产市场说(Asset Market Approach to Exchange Rate)。

一、购买力平价说

购买力平价说的基本思想是,人们之所以需要外国货币是因为它在该国国内具有对一般商品的购买力。同样,外国人之所以需要本国货币,也是因为它在本国具有购买力。因此,对本国货币和外国货币的评价主要取决于两国货币购买力的比较。

购买力平价有两种形式:绝对形式(Absolute Version)和相对形式(Relative Version)。绝对形式说明的是某一时点上汇率的决定,相对形式说明的则是在两个时点内汇率的变动。这一学说认为,在某一时点上,两国货币之间的兑换比率取决于两国货币的购买力之比。由于购买力事实上就是一般物价水平的倒数,所以绝对购买力平价就可以表示为:

$$e = \frac{P_a}{P_b}$$

其中 e 为汇率,指1单位B国货币以A国货币表示的价格, P_a 为A国的一般物价水平, P_b 为B国的一般物价水平。绝对购买力平价学说实际上就是国际间的“一价定律”(The Law of One Price)。这就是说,在自由贸易条件下,同一种商品在世界各地以同一货币表示的价格是一样的。但由于各国使用的货币不同,一种商品以不同货币表示的价格,就需要经过均衡汇率来折算,才能保持相等,用公式表示为:

$$P_a = eP_b$$

这就是说,如果同一种商品在美国卖 10 美元,在英国卖 5 英镑,绝对购买力平价就是 1 英镑兑 2 美元。不然的话,国际间的商品套购(Commodity Arbitrage)活动也会使现实汇率调整到与绝对购买力平价相等为止。例如,假定汇率是 1 英镑兑 2.5 美元,即美元定值过低,英镑定值过高。在这种情况下,就会出现将商品从美国套购到英国的行为,即贸易商在美国以 10 美元的价格买入这种商品,运到英国出售,获得 5 英镑,再以 1 英镑兑 2.5 美元的汇率换回 12.5 美元,净赚 2.5 美元。贸易商不断卖出英镑,买进美元,势必使英镑贬值,美元升值。直到绝对购买力平价成立,套购活动才会停止。

相对购买力平价学说则将汇率在一段时间内的变化归因于两个国家在这段时期中的物价水平或货币购买力的变化。这就是说,在一定时期内,汇率的变化要与同一时期内两国物价水平的相对变动成比例,用公式表示为:

$$\frac{e_1}{e_0} = \frac{\frac{Pa_1}{Pa_0}}{\frac{Pb_1}{Pb_0}}, \text{ 或 } e_1 = \frac{\frac{Pa_1}{Pa_0}}{\frac{Pb_1}{Pb_0}} \times e_0$$

式中 e_1 和 e_0 分别代表当期和基期的汇率, Pa_1 和 Pa_0 分别代表 A 国当期和基期的物价水平, Pb_1 和 Pb_0 分别代表 B 国当期和基期的物价水平。仍以前例说明,假定同一种商品在英国由原来的 5 英镑上升到 6 英镑,在美国则由原先的 10 美元上升到 15 美元,那么英镑兑美元的汇率就会从 1 英镑 2 美元上升至 1 英镑 2.5 美元,计算过程为:

$$e_1 = \frac{\frac{15}{10}}{\frac{6}{5}} \times 2 = 2.5 (\text{美元/英镑})$$

或者说,由于商品价格在英国上涨了 20%,在美国上涨了 50%,故英镑兑美元的汇率就会上升 25% ($\frac{150\%}{120\%} - 1$)。

相对购买力平价学说与绝对购买力平价学说相比,更富有意义,因为它从理论上避开了一价定律的严格假设。如果相对购买力平价学说是正确的,绝对购买力平价学说却不一定正确,但如果绝对购买力平价学说是正确的,则相对购买力平价学说也一定是正确的。

购买力平价说提出后,在西方学术界引起很大争论,毁誉不一。但这一学说在外汇理论上占有重要的位置,却是不可否认的。一国货币的对外价值是货币对内价值的体现。购买力平价说在各国放弃金本位制的情况下,指出以国内外物价对比作为汇率决定的依据,说明货币的对内贬值必然引起化币的对外贬值,这当然有其合理性,它揭示了汇率变动的长期原因。在西方各国实行浮动汇率的当今,这一汇率理论自然在一定程度上符合汇率运动的现实,因此有很强的生命力。

然而,这一汇率理论仍然存在着一些缺陷,主要表现在:①从理论基础上来看,购买力平价是以货币数量论为前提的,卡塞尔认为,两国纸币的交换,决定于纸币的购买力,因为人们是根据纸币的购买力来评价纸币的价值的。这实际上是一种未末倒置。事实上,纸币所代表的价值并不取决于纸币的购买力。相反,纸币的购买力却是取决于纸币所代表的价值。②它假定所有商品都是贸易商品,忽视了非贸易商品的存在。实际上,非贸易商品的价格往

往难以通过国际贸易而趋于一致,因此两国的一般物价水平也难以通过国际商品套购机制而完全取得一致。③它还忽略了贸易成本和贸易壁垒。在国际贸易中,各国为了维护本国利益,往往对进出口贸易实行关税、限额、补贴等各种壁垒措施,因此两国贸易商品并不存在完全的替代性,其价格也不能通过套购而趋于相等。④购买力平价学说强调了物价对汇率的作用,但这种因果关系并不是绝对的,汇率变化也可以影响物价。⑤它忽略了国际资本流动对汇率所产生的冲击。这往往是现实汇率尤其在短期内偏离购买力平价的根本所在。⑥购买力平价说只是一种静态或比较静态分析,没有对物价如何影响汇率的传导机制进行具体分析,这也是其局限性所在。另外,在计算购买力平价时,编制各国物价指数方法、范围、基期选择等方面也存在着技术性困难。

二、利率平价说

汇率与利率之间的关系是极其密切的,这种密切关系是通过国际间的套利性资金流动产生的。凯恩斯和爱因齐格正是通过分析抛补套利所引起的外汇交易提出利率平价说,来说明远期汇率的决定。

利率平价说的基本观点是:远期差价是由两国利率差异决定的,并且高利率国货币在期汇市场上必定贴水,低利率国在期汇市场上必为升水。在两国利率存在差异的情况下,资金将从低利率国流向高利率国牟取利润。但套利者在比较金融资产的收益率时,不仅考虑两种资产利率所提供的收益率,还要考虑两种资产由于汇率变动所产生的收益变动。套利者往往将套利与掉期业务结合进行,以避免汇率风险,保证无亏蚀之虞。大量掉期外汇交易的结果,是低利率货币的现汇汇率上浮,期汇汇率上浮,而高利率国货币的现汇汇率上浮,期汇汇率下浮。远期差价为期汇汇率与现汇汇率的差额,由此低利率国货币就会出现远期升水,高利率国货币则有远期贴水。随着抛补套利的不断进行,远期差价就会不断加大,直到两种资产所提供的收益率完全相等。这时抛补套利活动就会停止,远期差价正好等于两国利差,即利率平价成立。

假定本国利率水平为 i_b , 外国利率水平为 i_a , e_s 为现汇汇率,即以本国货币表示的外国货币的价格, e_f 为期汇汇率。1 单位本国货币在国内投资所获的利益为 $(1+i_b)$, 在外国投资时,首先在现汇市场换得外币数额 $1/e_s$, 到期收回 $\frac{1}{e_s}(1+i_a)$, 再按原先约定的期汇汇率换回本国货币额 $\frac{1}{e_s}(1+i_a)e_f$ 。在抛补行为终止时,在两国进行投资的收益应该相等,即:

$$1+i_b = \frac{e_f}{e_s}(1+i_a)$$

整理得: $\frac{e_f}{e_s} = \frac{(1+i_a)}{(1+i_b)} \dots \dots \dots (1)$

从式中可以看出,如果 $i_a > i_b$, 则 $e_f > e_s$, 即远期外汇出现升水。反之,如果 $i_a < i_b$, 则 $e_f < e_s$; 即远期外汇出现贴水。

令 ρ 代表远期外汇升水率,并将式(1)进一步整理得:

$$\rho = \frac{e_f - e_s}{e_s} = \frac{1 + i_a - 1 - i_b}{1 + i_b} = \frac{i_a - i_b}{1 + i_b} \dots\dots (2) \quad \text{或} \quad \rho(1 + i_b) = \rho + \rho i_b = i_a - i_b$$

因为 ρ 和 i_b 都是分数, 所以其乘积 ρi_b 通常较小, 可以将之省略, 由此得:

$$\rho \approx i_a - i_b \dots\dots (3)$$

即远期升水率等于国内外利差。式(2)或式(3)就称为利率平价。这表明, 如果国内利率高于国外利率, 则远期差价必为升水; 如果国内利率低于国外利率, 则远期差价必为贴水, 并且升(贴)水率等于两国利差。

利率平价说对于我们理解期汇汇率的决定以及期汇汇率与现汇汇率之间的关系都很有意义。但这一理论也存在一些缺陷, 主要表现为: ①利率平价说并没有考虑交易成本。然而, 交易成本却是很重要的因素。如果各种交易成本(如银行手续费、邮费)过高, 就会影响套利收益, 从而影响汇率与利率的关系。如果考虑进交易成本, 国际间的抛补套利活动在达到利率平价之前就会停止。②利率平价说假定不存在资本流动障碍, 假定资金能顺利、不受限制地在国际间流动。但实际上, 资金在国际间流动会受到外汇管制和外汇市场不发达等因素的阻碍。目前, 只有在少数国际金融中心才存在完善的期汇市场, 资金流动也不受政府干预。③利率平价说还假定套利资金规模是无限的, 故套利者能不断进行抛补套利, 直到利率平价成立。但事实上, 从事抛补套利的资金并不是无限的, 因为: ①与持有国内资产相比较, 持有国外资产具有额外的风险。随着套利资金的递增, 其风险也是递增的。②套利还存在机会成本: 用于套利资金的金额越大, 则为预防和安全之需而持有的现金就越少。而且这一机会成本也是随套利资金的增加而递增的。基于以上因素, 现实世界中, 利率平价往往难以成立。

三、国际收支说

国际收支说是国际借贷说的现代形式, 这种理论认为外汇汇率是由外汇供求决定的, 而外汇供求又是由国际收支决定的。外汇供给与需求的均衡, 不过是国际收支均衡的另一种表现。因此, 凡是影响国际收支均衡的因素都会影响均衡汇率的变动。汇率主要决定于外汇资金流量市场上的供给和需求。实行浮动汇率制后, 一些学者很自然地就将凯恩斯主义国际收支均衡条件的分析应用于外汇供求流量分析, 形成国际收支说。到 1981 年, 美国学者阿尔盖(V. Argy)系统总结了这一理论。

国际收支均衡条件是经常帐户收支差额等于(自主性)资本流出入差额。如果用 CA 表示经常帐户收支差额, KA 表示资本帐户差额, 那么, 这一均衡条件是:

$$CA + KA = 0$$

经常帐户收支为商品劳务进出口差额, 其中出口(X)是由外国国民收入(Y_f)、相对价格 $\frac{R_d}{rP_f}$ 决定的。其中 P_d 为国内价格水平, P_f 为国外价格水平, r 为现汇汇率。

$$X = f(Y_f, P_d, P_f, r)$$

而进口(M)是由本国国民收入(Y)和相对价格($\frac{P_d}{rP_f}$)决定的。

$$M = g(Y, P_d, P_f, r)$$

至于一国的资本帐户收支,则主要取决于本国利率(i_a)与外国利率(i_b)差额,及人们对未来现汇汇率变化的预期,其表示式如下:

$$KA = KA(i_a, i_b, \frac{r_e - r}{r})$$

式中 r_e 为未来现汇汇率的预期值。当 $CA(Y, Y_f, P_d, P_f, r) = -KA(i_a, i_b, \frac{r_e - r}{r})$ 时,一国际收支处于均衡状态,由此所决定的汇率水平(r)也就是均衡汇率,因此,均衡汇率就可以表示为:

$$r = h(Y, Y_f, P_d, P_f, i_a, i_b, r_e)$$

该式表明,影响均衡汇率变动的因素有国内外国民收入、国内外价格水平、国内外利息率以及人们对未来汇率的预期。凯恩斯主义者认为:①本国国民收入增长,通过增加进口,引起国际收支赤字,由此外汇市场就会出现超额需求,本国货币趋于贬值。②外国国民收入增加,通过本国出口的增加,会引起国际收支盈余,造成本币趋于升值。③本国物价水平上升,或外国物价水平下跌(或更一般地说,本国物价水平相对于外国物价水平上升),通过提高本国商品相对于外国商品的价格,会引起出口减少,进口增加,导致本市贬值;反之亦然。④本国利息率上升,或外国利息率下跌(或更一般地说,本国利息率相对于外国利息率上升),会刺激国外资金流入增加,本国资金流出减少,从而带来外汇价格下降;⑤如果人们对外币现汇汇率的未来走势看涨,就会在外汇市场上将本国货币抛出,换成外国货币,由此造成外币现汇价格的上涨,反之亦然。

进一步地,在凯恩斯主义者看来,一国的收入水平、国内价格和利率都会受财政政策和货币政策的影响。由此财政、货币政策的变动也会影响均衡汇率的变化。扩张性财政政策一方面通过总需求的扩大而使收入和物价上升,因此不利于本国的经常帐户收支而产生汇率贬值的压力;但另一方面,又通过提高利息率而有利于资本帐户收支,带来汇率升值的压力;故总的影响如何要视具体情况而定。而扩张性货币政策通过总需求的扩大和本国利息率的下降,都会造成外汇市场上的超额需求,引起外汇价格的上升。

可以看出,国际收支说在运用供求分析的基础上,将影响国际收支的各种重要因素纳入汇率的均衡分析,这对于短期外汇市场分析是有意义的,至今这一理论仍为人们广泛运用。然而,它同样不可避免地存在着许多缺陷和不足之处,主要表现在:①这一理论实际上是以外汇市场的稳定性为假定前提的。②该理论的分析基础是凯恩斯主义宏观经济理论,弹性论、利率平价说,这样也就没有摆脱这些理论基础本身具有的缺陷,故其结论往往与经济现实发生抵触。如该理论明显的一个反例是,战后日本、德国在西方工业国收入增长最快,但日元、马克反而长期处于坚挺的势态。这与该理论注重短期分析是分不开的。

四、资产市场说

资产市场说是 70 年代中期以后发展起来的一种重要的汇率决定理论。这一理论一经问世,便迅速获得西方学术界的普遍关注,也获得一些实际部门的青睐,成为国际货币基金

组织、美国联邦储备银行和一些有条件的跨国公司和跨国银行制定汇率政策或分析和预测汇率变化的主要根据之一。

资产市场说是在国际资本流动获得高度发展的背景下产生的,因此特别重视金融资产市场均衡对汇率变动的影响。一国金融市场供求存量失衡后,市场均衡的恢复不仅可以通过国内商品市场的调整来完成,在各国资产具有完全流动性的条件下,还能通过国外资产市场的调整来完成。汇率作为两国资产的相对价格,其变动就有助于资产市场均衡恢复,消除资产市场的超额供给或超额需求。均衡汇率就是指两国资产市场供求存量保持均衡时的两国货币之间的相对价格。这是资产市场说的基本思想。

资产市场说的一个重要分析方法是一般均衡分析。它较之传统理论的最大突破在于它将商品市场、货币市场和证券市场结合起来进行汇率决定分析。基于国际商品资本流动的高度发展,国内外这六个市场的相互作用和联系大大加强。在这些市场中,国内外商品之间和资产之间有一个替代程度的问题。在一个国家的三种市场之间,则有一个在受到冲击后进行均衡调整的速度快慢对比问题。对替代程度和调整速度的不同假设,就引出了各种资产市场说的模型。对国内外资产替代程度的不同假定,引出了资产组合平衡论和货币论的区分。前者假定国内外资产之间不具有完全的替代性。如果国内外资产之间具有完全的替代性,那么它们在收益与风险之间存在等量的互补关系,风险较高的资产也同时具有较高的收益,收益率中含有风险补偿费(Risk Premium)。具有完全替代性的国内外资产之间的风险差异在于,持有外国资产会出现汇率风险。因此两国资产的收益差异在于预期汇率变化率。用公式表示即为 $i - i_f = \pi_e$ (π_e 为预期外汇汇率上浮率。若为负值,则表示下浮率)。在这种情况下,一国公众对于选择本国证券还是外国证券作为其投资组合的资产持无所谓的态度。如果国内外资产之间不具有完全的替代性,两国利率就不仅仅是预期的汇率变化率,而且还包括其他风险的补偿费。在这种情况下,投资者就得根据“收益—风险”分析法在国内外资产之间进行精心的选择。在这两类模型中,汇率在维持国内外资产市场均衡中的作用渠道是有所不同的。

1. 汇率的货币论(Monetary Approach to Exchange Rate)

这一理论强调货币市场对汇率变动的要求。一国货币市场失衡后,国内商品市场和证券市场会受到冲击,在国内外市场紧密联系的情况下,国际商品套购机制和套利机制就会发生作用。在商品套购和套利过程中,汇率就会发生变化,以符合货币市场恢复均衡的要求。但是,在调整过程中,是国际商品套购机制还是套利机制发挥作用呢?这取决于两个市场的调整速度对比。国际货币主义汇率模式假定商品市场与证券市场一样能迅速、灵敏地加以调整,由此国际商品套购机制发生作用。而汇率超调模式则假定证券市场的反应要比商品市场灵敏得多,故短期内由利率和汇率的变动,而不是价格和汇率的变动来恢复货币市场均衡。

(1) 国际货币主义的汇率模式。这一模式实际上是国际收支货币论在浮动汇率制下的变体。货币市场均衡条件是货币供给等于货币需求。货币供给来源于两方面的资产业务:国内信贷(Q)和外汇储备(R)。货币需求 K 为利率(i)、收入(Y)、价格(P_d)的稳定函数,其中国内价格(P_d)又通过国际商品套购机制与折算成本币的国外价格(eP_f)保持一致。这样:

$$Q+R=K(i,Y,eP_f)$$

在固定汇率制度下,不论是左边的 Q 变动造成货币供给变动,还是右边的 P_f 、 Y 、 i 变动造成货币需求变动,最终都需要左边的 R 来调整,以保持货币市场均衡,因为汇率(e)为常数。在浮动汇率制度下,若 R 不再发生变动,即货币当局不进行干预,那么上述因素所产生的货币失调则由右边的汇率 e 来承受。只不过前者是数量调整,后者是价格调整。但汇率和外汇储备的变化都是货币市场失衡的反映,是恢复其均衡的调整渠道。

在汇率模式中,由于各国商品具有完全的替代性,商品套购过程中一价定律就成立,各种商品的价格用同一种货币表示处处相等,即:

$$P_d = eP_f \dots\dots\dots (1)$$

在价格水平完全灵活可变的情况下,货币市场的失衡就立即反映到商品市场上。两国的价格水平决定于货币供应和货币需求,以 M_s 和 M_{sf} 分别表示国内和国外货币供给,以 K 和 K_f 分别表示国内和国外货币需求,那么

$$P_d = \frac{M_s}{K}, P_f = \frac{M_{sf}}{K_f} \dots\dots\dots (2)$$

将(1)式(2)式综合起来,就得到:

$$e = \frac{\frac{M_s}{K}}{\frac{M_{sf}}{K_f}} \dots\dots\dots (3)$$

这样,国际商品套购机制就通过商品市场的价格水平将汇率与两国货币市场的供给和需求存量联系起来。均衡汇率正是使两国货币市场的相对供给存量被公众意愿持有的汇率水平。两国货币需求函数为: $K = kY^\alpha i^{-\beta}$, $K_f = k_f Y_f^\alpha i_f^{-\beta} \dots\dots\dots (4)$

其中 K 、 α 、 $-\beta$ 分别表示以货币形式持有收入的比例,货币需求的收入弹性和利率弹性。 α 、 β 和 k 均为大于零的常数。为简便起见,假定两国的货币需求收入和利率弹性相同。

将(4)式代入(3),整理后即可得到国际货币主义的简单汇率模式:

$$e = \frac{M_s}{M_{sf}} \cdot \frac{k_f}{k} \cdot \left(\frac{Y_f}{Y}\right)^\alpha \left(\frac{i}{i_f}\right)^\beta$$

这一模式表明:①汇率变动与本国货币供给变化成正比,与外国货币供给成反比。当一国货币供给相对他国增加时,外汇汇率就会上升,即本币的对外汇价下跌。②外汇汇率与本国相对于他国的收入成反方向变动,与利率成同方向变动。当本国国民收入相对增加时,汇率就会下降,即本币的对外汇价上涨,当本国利率相对上升时,汇率则会上升。这与国际收支说的结论正好相反。

可以看出,国际货币主义汇率模式实际上是购买力平价说的现代翻版,只是在购买力平价说的基础上,采用现代货币学派的货币供求理论来进一步说明物价水平。这种理论对于说明长期汇率趋势有一定的意义,并唤醒人们对货币的重新重视。但是它也存在不少与国际收支货币论同样的缺陷,在此不复赘述。

(2)汇率超调模式(Overshooting Model)。汇率超调模式是美国麻省理工学院教授鲁迪格·多恩布茨(Rudiger Donibusch)于1976年提出的,它同样强调货币市场均衡对汇率

变动的作用。多恩布茨认为,货币市场失衡后,商品市场价格具有粘性,而证券市场反应极其灵敏,利息率将立即发生调整,使货币市场恢复均衡。正是由于价格短期粘住不动,货币市场恢复均衡完全由证券市场来承受,利息率在短时期内就必然超调,即调整的幅度要超出其新的长期均衡水平。如果资本在国际间可自由流动,利息率的变动就会引起大量的套利活动,由此带来汇率的立即变动。与利息率的超调相适应,汇率的变动幅度也会超过新的长期均衡水平,亦即出现超调的特征。这是汇率超调模式的基本结论。

汇率超调模式和国际货币主义汇率模式都强调货币市场均衡在汇率决定中的作用,同属汇率的货币论。但后者由于假定价格是完全灵活可变的,被称作弹性价格的货币论(Flexible-price Monetary Approach),而汇率超调模式修正了其价格完全灵活可变的看法,被称为粘性价格的货币论(Sticky-price Monetary Approach)。多恩布茨认为,在短时期内价格水平具有粘性,不会立即因货币市场失衡发生调整,因此国际货币主义汇率模式不能用来分析短期的汇率变动。只有从长期来看,价格才会完成因货币市场失衡所引起的均衡调整。这样,国际货币主义汇率模式可视为一种说明汇率长期变动的模式。货币市场失衡后,证券市场的利息率会立即变动,使其恢复均衡。汇率水平正是在证券市场的调整过程中被决定的。但变动后的汇率水平只是短期均衡水平,当商品市场价格开始调整,逐渐向长期均衡水平过渡时,汇率水平就由商品市场和资产市场的相互作用所决定。当调整过程完成,商品市场也达到长期均衡时,汇率水平也就达到国际货币主义汇率模式所说明的长期均衡水平。因此,汇率超调模式是一种动态模式,是货币论的动态模式。它说明汇率如何由于货币市场失衡而发生超调,又如何从短期均衡水平达到长期均衡水平。

多恩布茨关于汇率动态调整的具体分析可作如下表述:货币市场出现失衡(如由于货币供应量的扩张)后,由于短期内价格粘住不变,实际货币供应量就会增加。要使货币市场恢复均衡,人们对实际货币余额的需求就必然增加。实际货币需求是国民收入和利息率的函数。在国民收入短期内难以增加而保持不变的情形下,利息率就会下降,人们愿意拥有所增加的实际货币余额。在各国资本具有完全流动性和替代性的情况下,利息率下降就会引起资金外流,进行套利活动,由此导致外汇汇率上浮,本币汇率下浮。

然而,外汇汇率并不会永久高居在这一短期均衡水平上,而会逐渐回落,出现与最初反方向的变化。这时,商品市场并没有处于均衡状态,而是处于超额需求,这是因为:①利息率下降会刺激总需求;②外汇汇率上升使世界商品市场偏离一价定律,产生商品套购机会,由此使世界需求移向本国商品,从而带来总需求的上升。在产量不变的情况下,这两个渠道通过商品市场的超额需求,最终将带来价格的同比例上升。在价格上升的过程中,实际货币供应量相应地逐渐下降,带来利息率的回升,结果是资本内流和外汇汇率的下浮。由此,价格、利率和汇率相互作用下去,直到汇率达到国际货币主义汇率模式(实际上也就是购买力平价说)所说明的长期均衡水平上。最终来看,货币扩张所引起的仅仅是价格、(名义)汇率等名义变量的同幅度上升,而实际变量如实际汇率、实际货币供应量等则恢复到最初的水平。

这一模式的传递机制可表示为:

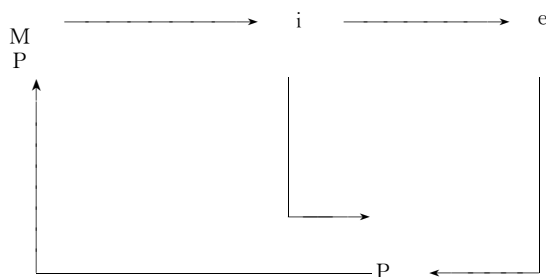


图 9.2.1

其中, M 、 i 、 e 和 P 分别表示货币供应量、利息率、汇率和价格水平。
汇率水平的动态调整则可用图 2.1 表示。

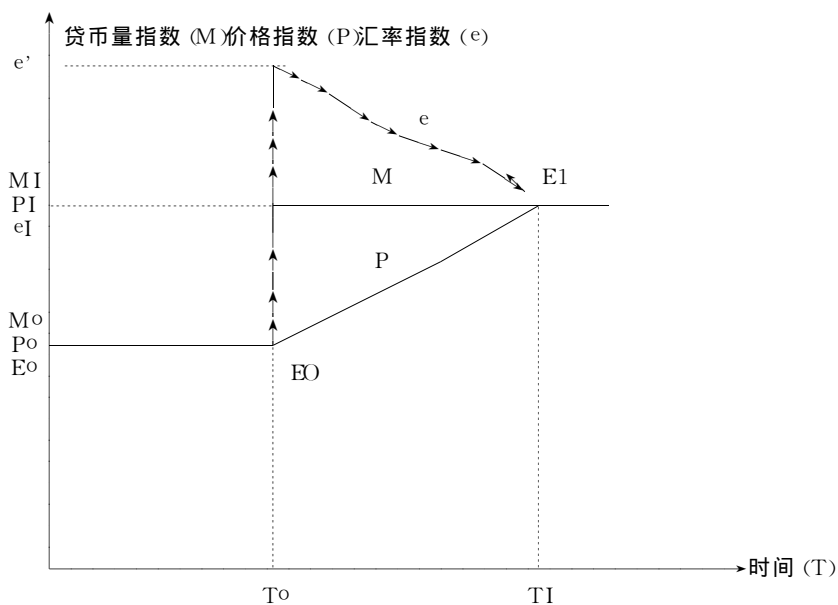


图 9.2.2 汇率的动态调整图

图 9.2.2 中,横轴表示时间(T),纵轴表示货币供应量(M)、价格水平(P)和汇率(e), M 、 P 、 e 均以指数来表示。在时间 T_0 之前,经济处于最初均衡点 E_0 。假定货币量、价格、汇率指数的超始值(M_0 、 P_0 、 e_0)都以同样的值(如 100)表示,在时间 T_0 上,货币量突然增加到 M_1 的水平(如 150),这时汇率首先会超调到 e' 的短期均衡水平(如 200)。随着时间的变化,价格水平从起始值(100)逐渐上升,到时间 T_1 上,达到均衡值(150);与此同时,汇率则从短

期均衡水平(200)逐渐回落到长期均衡水平(150)上。至此,经济到达新的均衡点 E_1 。

多恩布茨的贡献主要在于总结了汇率现实中的超调现象,并在理论上首次予以系统的阐述。在他看来,货币市场的失衡总是会造成汇率的超调,在浮动汇率制下汇率的大幅度波动是很难避免的。多恩布茨还认为汇率在短期内不仅会偏离绝对购买力平价,而且还会不符合购买力平价说的相对形态。在汇率从短期均衡向长期均衡过度中,本国价格水平在上升,但外汇汇率却不升反降,即本币在外汇市场上反而升值。这一论述对于我们分析购买力平价说和理解现实汇率的波动有一定的意义。但汇率超调模式也存在不足之处,主要是:①它将汇率波动完全归因于货币市场的失衡,而否认商品市场上的实际冲击对汇率的影响,未免有失偏颇。②它假定国内外资产具有完全的替代性。事实上,由于交易成本、赋税待遇和各种风险的不同,各国资产之间的替代性远远还没有达到可视为一种资产的程度。

2. 汇率的资产组合平衡模式(Portfolio Balance Model of Exchange Rate)

布朗逊·库礼(P. Kouri)等学者认为,汇率货币论仅仅强调货币市场均衡在汇率决定中的作用,未免过于片面。更重要的是,货币论关于各国资产具有完全替代性的假设过于严格。由此,他们主张用“收益—风险”分析法取代通过套利和商品套购机制的分析,来探讨国内外资产市场(包括货币和证券市场)的失衡对汇率的影响。他们接受了多恩布茨关于短期内价格粘性的看法,因此,在他们的模式中,短期内资产市场的失衡是通过资产市场内部国内外各种资产的迅速调整来加以消除的,而汇率正是使资产市场供求存量保持和恢复均衡的关键变量。这是资产组合平衡模式的基本思想。为了简便起见,这里仅介绍布朗逊的“小国模型”。

托宾的“资产组合选择理论”的中心论点是,理性的投资者会将其拥有的财富。按照收益与风险的权衡,配置于各种可供选择的资产上。在各国资产具有完全流动性的情况下,一国居民所持有的金融资产不仅包括本国货币和本国证券,还有外国货币和外国证券,后者合称国外资产。一国私人部门(包括个人居民、企业和银行)的财富持有可用以下方程式表示:

$$W = M + N_p + e \cdot F_p \cdots \cdots (1)$$

式中, W 、 M 、 N_p 、 e 、 F_p 分别表示私人部门持有的财富净额、本国货币、本国证券、汇率(以本币表示的外币价格)和国外资产。需要进一步说明的是:①私人部门持有的各种资产形式是以其净资产额(资产与负债的差额)来表示的。本国货币供应量中,尽管银行存款是个人居民和企业的资产,但却是银行的负债,因此整个私人部门以本国货币形式持有的财富额(M)应该是货币基数,即对中央银行所持有的资产。同样地,私人部门以本国证券形式持有的财富额(N_p)应是政府债券持有额,以国外资产形式持有的财富额(F_p)为对外资产和负债的差额。另外, F_p 应折算用本国货币表示,才能与其他用本国货币表示的资产汇总相加。②进一步来看, $N_p = N - N_c$, 即私人部门的政府债券持有额为政府债券总额(N)减去中央银行持有的部分(N_c),而政府赤字决定 N 的累积率(变动额); $F_p = F - R$, 即私人部门的对外资产净额为一国对外资产净额(F)减去中央银行持有的部分,即外汇储备(R); $M = N_c + R$, 即私人部门持有的本国货币基数源于中央银行持有的政府债券和外汇储备两部分,也就是说, M 是中央银行通过向私人部门买卖 N 和 F 来控制的。

那么,对于财富总额,私人部门又会如何在本国货币、本国证券与国外资产之间进行比

例分配呢?这显然取决于各类资产的预期收益率高低。本国货币的预期收益率为零,本国证券的预期收益率就是国内利息率(i),而国外资产的预期收益率为世界利息率 i_f 加预期汇率上升率(πe),各种资产的比例应与本身的预期收益率成正比,与其他替代性资产的预期收益率成反比。因此,私人部门资产组合中各种资产的比例分配将随国内外各种资产的预期收益率的变动而发生调整。这可用以下方程式来表示:

$$\begin{aligned} M &= \alpha(i, i_f, \pi e) W \\ N_p &= \beta(i, i_f, \pi e) W \\ eF_p &= \gamma(i, i_f, \pi e) W \\ \alpha + \beta + \gamma &= 1 \end{aligned}$$

式中, α 、 β 、 γ 分别表示私人部门愿意以本国货币、本国证券和国外资产形式所持有的财富比例。当各种资产供给存量发生变动,或者当各种资产的预期收益率发生变动时,私人部门实际的资产组合比例与其意愿的资产组合比例就不吻合,即原有的资产组合平衡被打破,或者说资产市场供求存量发生失衡。这样,私人部门就会对现有的资产组合进行调整,以使资产组合符合意愿,恢复资产市场均衡。在进行国内、外资产之间的调整过程中,本国资产与外国资产之间的替换就会引起外汇供求流量的变化,从而带来外汇汇率的变化。汇率的变动通过影响私人部门对财富的重新估价(因为汇率 e 的变动影响以本国货币表示的国外资产额 eF_p),起着平衡资产供求存量的作用。均衡汇率正是使私人部门意愿持有现有国内外各种资产存量的汇率水平。

下面我们看一看资产市场的各种失衡是如何影响汇率变动的。

(1)当外国资产市场失衡致使外国利息率上升时, γ 就会提高,而 α 、 β 则相应会下降。这样,在原先的资产组合上,国内货币和证券就会出现超额供给,而国外净资产(F_p)则出现超额需求,当公众重新平衡其资产组合时,就会拿本国货币和证券去换国外资产,由此导致外汇汇率上升,使国外净资产额(eF_p)上升,直到资产组合重新符合公众意愿。反之,当外国利息率下降到引起公众资产组合调整时,外汇汇率就会下降。

(2)当一国经常帐户出现盈余时,私人部门持有的净国外资产(F_p)就会增加,这样就使 F_p/W 大于意愿比率 γ 。在重新平衡资产组合时,人们就会拿超额的净外汇资产去换本国货币和证券,结果是外汇汇率下降,直到净国外资产额(eF_p)意愿为公众所拥有。反之,当经常帐户赤字时, F_p 就会下降,要求外汇汇率 e 上升,使 eF_p 回到原先水平。

(3)当一国出现政府赤字而发行政府债券时,本国证券(N)就相应增加。在政府向中央银行出售证券的情况下, N_c 的增加会导致 M 的增加,致使公众拿出新增的一部分货币去换本国证券和国外资产。对国外资产的需求增加,就会引起外汇汇率的提高。但如果政府债券由私人部门认购,那么 N_p 就会增加。一方面, N_p 的增加提高私人部门的财富总额,由此使得 F 的需求增加,促使外汇汇率提高,但另一方面,由于债券供给增加提高了本国利息率,会诱使公众将一部分对资产的需求由 F 转向 N ,由此又造成外汇汇率下降。净影响取决于国外资产的需求财富弹性与国外资产对本国利率的交叉需求弹性何者为大。

(4)当中央银行通过购入政府债券来增加货币供给时,私人部门就会发现本国货币供过于求,而证券却供不应求。当他们用超额货币去交换本国证券时,利率就会下降,这样对国

外资产的需求就会扩大,从而导致外汇汇率上升。当中央银行通过购入国外资产来增加货币供给时,本国货币就会供过于求。国外资产就会供不应求,从而引起居民拿本国货币去交换国外资产,同样也导致外汇汇率上升。反之,当中央银行减少货币供给时,外汇汇率就会下降。

(5)当各种因素引起私人部门预期汇率将下降或上升时,他们就会愿意提高或降低 γ ,相应降低或提高 α 和 β 。当重新平衡资产组合时,人们就会用本国货币和证券去换国外资产,或用国外资产去换本国货币和证券,由此导致外汇汇率上升或下降。汇率变动后,以本币表示的国外资产额(eF)就调整到与新的需求额相一致的水平。

至此,资产组合平衡模式关于外国利息率,各种国内外资产存量变动及汇率预期对汇率的影响的比较静态分析可用以下简式来概括:

$$+ \quad + \quad + \quad - \quad +$$

$$e=e(i_f, N, M, F, \pi e)$$

式中,各项因变量上方的“+”或(和)“-”表示,汇率与所指因变量成同方向或反方向变化。

值得注意的是,以上分析都是短期汇率均衡分析,对于汇率如何由短期均衡过渡到长期均衡,这里不予以叙述。

资产组合平衡模式的贡献主要在于使资产市场说避开了人们对利率平价说的攻击,并将传统理论所调强的经常帐户收支纳入了汇率的资产市场说。但这一模式也存在一些不足:①商品市场的失衡如何影响汇率,没有纳入其分析中;②它用财富总额代替收入作为影响资产组合的因素,而又没有说明实际收入对财富总额的影响。

就整个资产市场说而言,它对汇率研究的方法进行了重大变革,如运用一般均衡分析代替局部均衡分析,用存量分析代替流量分析,用动态分析代替比较静态分析,并将长短期分析结合起来,确实令人耳目一新,为今后的汇率研究创造了条件。再者,对于使以往理论迷惑不解的汇率剧烈波动现象,资产市场说提出了独特的见解,尤其是强调货币因素和预期因素在其中的作用。这对我们理解汇率现实有一定的意义。但资产市场说也存在一些缺陷:它仅仅是适应新的经济条件对以往的西方汇率理论进行一些修改,并没有把握问题的实质,仍在汇率的表面现象上做文章。实际上,汇率剧烈波动正是资本主义基本矛盾尖锐化在汇率市场的表现。②这一理论的根本假说是各国资产具有完全的流动性。尽管各国经济的相互依赖,相互影响在不断加强,但由于发达国家垄断资本之间的利益冲突、南北差距越来越大等问题,国际资本流动绝不可能完全自由化。这样,资产市场说的基础就具有很大的脆弱性。③资产市场说是以国内金融市场十分发达的工业国为分析背影的,在发展中国家不一定适用。

第三章 外汇市场概述

第一节 什么是外汇市场

一、外汇市场是进行货币买卖的市场

外汇市场是进行货币买卖、兑换的市场,是由外汇需求者、外汇供给者、买卖中介机构所构成的外汇买卖活动场所。

外汇的持有者,包括外币、外币支付凭证和外币有价证券的持有人,可以在外汇市场上以一定价格出售,换成本国货币;外汇的需求者,可以在外汇市场上用本国货币以一定价格购入外汇;凡持有某种外汇需要换成另一种外汇者,也可在这一市场上,以一定的汇率在两种货币之间进行兑换。这种买卖与兑换与进行国际资金存贷的国际货币市场、国际资本市场有着密切的联系,但应注意它们之间的区别。

外汇市场有两种组织形态。

1. 有形市场

在专门从事外汇交易的特定场所进行外汇买卖活动,或者在证券交易所内或交易厅的一角设立外汇交易所,买卖各方按照规定的时间,集中在一起进行外汇交易。

2. 无形市场

一切外汇交易通过连结银行之间及与外汇经纪人间的电话、电传以及其他通讯工具进行。从这个意义上讲,外汇市场是一个抽象的通讯交易网络。

二、外汇市场的形成和发展

国际贸易产生国际间商品和劳务价格的支付,国际借贷产生国际间资本的移动。由于

通常外国货币在本国是不能流通的,因而,都存在着把收入的外国货币兑换成本国货币在国内使用或把本国货币购买成外国货币,来清偿国外债务和输出资本。这就产生外汇交易,形成外汇市场。

最明显的是国际贸易,出口商获得的外币需要兑换成本国货币在国内使用;进口商则需要将本国货币兑换成外币以支付在外国购买商品的货款。这种兑换和交易通常有两种方法:

其一,典型意义上的外汇交易。即通过中介机构兑换。进出口商在外汇方面互通有无,最典型的方法是通过专门经营外汇买卖的中介机构来进行。这就避免了寻找直接兑换机会的许多不便。

其二,进出口商之间自寻对象直接兑换。在没有外汇管制的情况下,进出口商可以直接进行外汇买卖。但事实上往往存在许多困难。如进出口商分别在两个国家,而且相距较远。进口商需要的外汇种类、数额和时间,出口商往往不能满足,或不能完全满足。实际上,直接兑换的情况很少。

三、外汇的供求

外汇的供求来源于国际间的商品、劳务等交易和国际间资本的流动。外汇的供求构成外汇买卖的基础。因为一国的货币不能在他国使用,这就需要将本国货币兑换成外国货币或外币兑换成本币。这自然形成外汇的供求。国际间频繁的货币兑换和交易就形成了外汇市场。

1. 外汇供给的构成

外汇供给是指在一定的汇率水平上、外汇市场上所能提供的各种外汇数量。其特点是:在一般情况下外汇供给量同外汇汇率呈同方向变动。即当外币价格上升时,外汇供给量也趋于上升,当外币价格下降时,外汇供给量也趋于下降。这是因为:当外币价格上升时,本国出口数量增加,外币价格下降时,本国出口数量减少。

外汇供给一般由以下方面构成:

(1)商品出口外汇收入。

(2)劳务出口外汇收入。一般包括:①本国接受外国运输任务的客货运的运费收入;②接受外国工程建筑的承包费收入;③本国保险公司接受外国投保的保费收入和外国保险公司的赔偿金收入;④对外国人提供各种服务的收入如银行的佣金收入;⑤外国游客在本国旅行的旅游收入;⑥外交费用收入;⑦其他收入,如出口影片、出国演出、接受外国留学生及举办各种国际性会议的外汇收入等等。

(3)外国援助外汇收入。是指外国政府、外国团体的军事、国际机构、外国公司、外国人对本国的军事、经济、技术援助、赠予或慈善捐款的外汇收入。

(4)投资外汇收入。是指本国在外国的直接或间接投资的利润、利息和租金收入等;又如本国人购买外国有价证券所获得的红利和利息收入等。

(5)侨民的汇款收入。

(6)资本流入。是指国外资本向本国的输入,如外国银行及国际金融机构对本国的贷款;外国人购买本国的有价证券;偿还本国在国外投资的本金及收回本国在国外购置的资产;外国在本国的直接投资等等。

2. 外汇需求构成

是指外汇市场上人们所购买的外汇的数量。从经济学理论来讲,外汇需求是指在一定汇率水平上,人们所需要的外汇数量。外汇需求的特点是:在一般情况下外汇需求量与外汇汇率呈反方向变动,外汇价格(外汇汇率)上升,外汇需求量减少,外汇价格下降,外汇需求量增大。这是因为:外汇汇率下降、进口数量增加;外汇汇率上升、进口数量减少。

外汇需求构成主要有以下几个方面:

(1)商品进口外汇支出。

(2)劳务进口外汇支出。包括①运费支出;②保险费和保险赔偿费支出;③银行佣金支出;④旅游支出;⑤外交费用支出;⑥其它外汇支出。

(3)投资外汇支出。是指外国人在本国进行直接或间接投资所获得的利润、利息和租金,汇回国内所形成的外汇支出。

(4)对外援助外汇支出。

(5)侨民汇款支出。

(6)资本流出。是指本国对外国的长短期信贷支出、直接投资支出、购进外国有价证券支出以及外国在本国资本的收回等。

理解外汇供给和需求,应注意三个要点:第一,外汇供给和外汇需求是对应的。一国的外汇需求,必然构成他国的外汇供给,而一国的外汇供给,则必然构成他国的外汇需求。第二,外汇供求量与汇率水平是相互影响的,外汇汇率的变动影响外汇供求数量的变化,而外汇供求状况又决定汇率水平的高低。第三,外汇供求的变动除受汇率变动的影响之外,还受一国国民收入的增减、利率的升降、物价水平的涨跌和一国对外国商品与劳务的偏好变化等因素的影响。

第二节 外汇市场分类

一、按外汇交易的交割时间分类

1. 即期外汇市场

即期交易,又称现汇交易。据目前外汇市场上的国际惯例,通常在交易后两个营业日内进行资金收付,这种办理实际收付的行为叫做“交割”。

即期交易的方式可分为汇出汇款、汇入汇款、出口收汇和进口付汇四种类型。第2、3类是向银行供应外汇的,顾客卖、银行买,是国际收支顺差的因素;第1、4类是向银行要求得到

外汇的,采取银行卖、顾客买的形式,是国际收支逆差的因素。这种即期外汇市场是外汇市场上最重要的组成部分,其基本功能是进行货币兑换,在最短时间内,实现购买力的国际转移。

2. 远期外汇市场

远期交易,即期汇交易。远期交易是在外汇买卖成交后,双方先签订合同,并无外汇或本币的支付,而是预约时间办理交割。在远期外汇合约中,价格、货币币别、交易金额、清算日期、交易时间等内容因时因地因对象而异,由买卖双方义定,在通常情况下,两种货币市场利率的差距是决定远期汇率的重要因素。远期外汇交易绝大多数不用交保证金,款项的交收全凭对手的信用。远期外汇交易是外汇市场的另一重要组成部分,其基本功能是避免汇率变动的风险,固定进出口贸易和国际借款贷款的成本。

二、按外汇交易的范围分类

1. 外汇批发市场

它是指银行与银行之间的外汇交易市场。包括:同一市场各银行之间,不同市场各银行之间,中央银行与外汇银行之间以及各国中央银行之间的外汇买卖。其特点是买卖的数额较大,故称之为批发市场。

2. 外汇零售市场

它指的是银行与一般顾客之间的外汇买卖。如银行与进出口商、非贸易外汇供求者之间的外汇买卖。这种交易的数额数量相对较小,故称之为外汇零售市场。

三、按外汇市场的性质分类

1. 国内外汇市场

国内外汇市场是指受到本国货币当局管制的外汇交易市场。它有两个基本特点:①市场参加者仅限本国境内的金融机构;②限于本国货币与少数几种外币的交易。

2. 国际性外汇市场

是指实行货币自由兑换允许国际金融机构自由买卖外汇的市场。如伦敦、纽约、东京、苏黎世、新加坡等都是国际性外汇市场。

国际性外汇市场的基本特点是:①各国的金融机构都可以自由参与外汇市场的交易。本国金融机构和外国金融机构都可以凭借现代通讯设施参予市场的交易。②市场外汇交易的货币包括各种国际上自由兑换的货币,外汇买卖不限于本国货币同外国货币之间,也可进行外国货币之间的买卖。

四、按外汇交易方式分类

1. 欧洲大陆式外汇市场

这种市场又叫“有形市场”,是指交易有具体的交易场所。由从事外汇业务经营的各方,在每个营业日的规定时间内,集合于证券交易所的建筑物内,或在交易大厅内设立的外汇交易所进行外汇交易。目前,欧洲大陆上的外汇市场交易,除瑞士之外,某些国家采用在交易所内交易的形式如法兰克福、米兰等外汇市场。但交易所内进行的交易项目仅限于决定对客户交易的公定汇率,或调整各自即期外汇交易的余缺额。实际的外汇交易,大部分还是在有形市场之外进行的。

2. 英美式外汇市场

这种市场又叫“无形市场”,是指外汇市场没有固定的、具体的交易场所,买卖交易都通过连结银行、外汇经纪人或客户间的电话、电传等通讯工具进行。如伦敦、纽约、苏黎世、东京等的外汇市场,都属于这种类型。

大部分新发展的外汇市场,都属于无形市场,有形市场显得过于迟缓、拘谨和落伍,规模逐渐缩小。但有形市场仍保有其固有的优点:①它保证了外汇买卖汇率不受任何一家银行的左右;使商业交易竞争顺利进行。②由于“外汇订价”是公开发表的,工商企业可以使用这种订价,直接进行相互之间外汇交易的划低,结算相互间的外汇债权债务关系。因此,有形交易市场在有些国家仍发挥着比较好的作用。

除以上分类之外,国际外汇市场还有主要外汇市场和次要外汇市场之分。如美国的纽约外汇市场是主要市场,而波士顿、旧金山和芝加哥外汇市场则是次要市场;瑞士的苏黎世外汇市场是主要市场,而伯尔尼、洛桑外汇市场是次要市场。这些次要外汇市场,一般通过主要外汇市场办理业务。

第三节 外汇市场的功能

一、实现购买力的国际转移

不同的货币对不同的国家形成购买力。外汇市场的基本功能之一是使资金能以最有效的方式,在国际间实现货币兑换和汇付,促使购买力的国际转移。国际间商品与劳务的交易,以及资本交易所产生的债权债务关系,由于各国货币的不同,必须将本国货币兑换成外汇来清算,这种兑换就是在外汇市场上进行的。这也是外汇市场存在的最基本的理由。

目前由于存在极为发达的通讯工具,使世界各地的外汇市场连结成一个整体,不同市场的外汇交易,可以通过先进的通讯工具,在极短的时间里,完成货币兑换和资金汇付,购买力的国际转移更为快捷和便利。

二、形成外汇汇率

在国际间,进行货币收支和债权债务结算的过程中,必然要发生本国货币与外国货币的折合兑换。折合兑换要有一个换算标准,这就是一国货币和另一国货币之间换算的比率(两种货币间的比价)即外汇汇率。外汇市场的重要功能之一是通过外汇供求,形成本国货币的市场汇率水平。因为,国际贸易和其他国际经济活动产生的外汇供给和需求,都集中到外汇银行进行外汇的买卖。外汇银行接受顾客的代理买卖以及银行自身进行外汇买卖的需要,形成银行同业市场上的外汇供求。通过银行之间形成银行同业买卖外汇的汇率。根据这个汇率水平进一步确定零售外汇市场的汇率,从而确定整个外汇市场的汇率水平,即外汇价格。外汇汇率的形成是外汇交易的前提条件,至关重要。

三、提供资金融通

在国际贸易中,商品出口从货物发运到货物出售需要一段时间。出口商这一方,总是希望商品出售之后即能得到货款;从进口商这一方,总是希望能用出售商品所得资金偿付进口货款。解决矛盾的方法一是出口商直接向进口商提供短期信贷,允许延期付款,这种方法要占用出口商大量的资金。二是出口商通过外汇市场向进口商提供延期付款信用,即当进口商进口商品后,在提货时没有足够的现金支付货款,出口商于是向进口商开出汇票,允许延期付款,而出口商则可以贴现票据的方式,将汇票在外汇市场上售出,得到现金。可见,外汇市场具有提供资金融通便利的功能。

四、减少外汇风险

外汇风险是指一个企业或个人在国际经济交往中,以外币计价的资产或负债因为外汇汇率的变动而引起价值上升或下跌所造成的风险。这种风险在固定汇率制度下存在,在浮动汇率制度下就变得更大。外汇市场的发展产生了远期外汇交易以及由此发展而来的一系列外汇交易方式,为外汇市场提供了避免汇率风险的良好手段。如通过银行同时叙做两笔相对应的远期外汇买卖业务。即买进一笔用以对外支付的货币远期;卖出一笔相应的美元远期,届时实际交割,把正式借入的美元贷款的款项如数交割,同时将收进的外币如数对外支付。进出口商也可以在外汇市场上利用期权业务,向银行购买期权,先行洽定一种外汇汇率,待合同到期时,双方按事先约定的汇率交付货币,行使期权;或者不行使期权,而按外汇市场上变得对自己更好的即期汇率买卖外汇。从而避免了因汇率变动而产生的外汇风险。

五、作为国际金融活动的枢纽

随着资本国际化趋势的不断加强,尤其是欧洲货币市场的兴起,国际外汇市场同国际资金市场、黄金市场和保险市场的联系更加密切,已发展成为整个国际金融市场的枢纽,不仅作为传统的国际结算中心,继续有力地支持国际经济的发展,而且还灵敏地反映国际政治、经济形势变化的动态。外汇市场作为国际金融活动的中心,是随着国际经济的发展而产生的,同时,它又通过多方面的功能,促进了国际经济的发展。

第四章 外汇市场的构成

第一节 外汇市场的主体

一、外汇银行

外汇银行是外汇市场进行外汇交易的主体。它包括两部分,一是外汇银行与工商企业、与个人客户之间的市场;二是银行之间的外汇市场。外汇市场的参加者有外汇银行、外汇经纪人、中央银行和工商企业、一般个人顾客等。

所谓外汇银行是指经中央银行批准可以经营外汇业务的商业银行和其他金融机构。包括专营或兼营外汇业务的本国商业银行;在本国开设的外国银行分行;经营外汇业务的其他金融机构,如信托公司、财务公司等。

外汇银行是外汇市场的主体,它处于中心地位,担当外汇买卖、资金调拨、资金融通的媒介。其主要业务包括:

1. 外汇买卖业务

即买卖外国钞票及硬币、买卖外国有价证券、买卖外国货币支付凭证等即期和远期外汇业务。

2. 汇兑业务

主要包括汇出汇款、代理外国银行解付外汇款项、发行旅行信用证及旅行支票、购买各种支票、兑付旅行支票、代收各种国外票据、代国外银行承兑及支付各种票据等业务。

3. 外汇存放款业务

包括接受外币存款,向国外银行拆借外汇、发放外汇贷款和向国外银行存入外汇等业务。

4. 押汇业务

包括收购输出汇票、开发进口信用证、保兑国外信用证等进出口押汇任务。

5. 其它外汇业务

包括外汇担保、咨询、信托投资等业务。

从事外汇买卖的金融机构,本身就是企业,也要从外汇交易活动中赚取利润。代客户在外汇市场上买卖外汇,目的一是提供服务,二是获得应得的利润。在利用自己帐户上的资金直接进行外汇买卖方面,其目的在于调整外汇头寸,使外汇头寸保持在合理的水平上,或利用外汇市场上汇价的地区和时间差异,赚取利润。

在外汇市场上,外汇银行的多数业务实际上发生在银行之间的同业买卖市场上。在国际范围内,银行间同业外汇市场分三个层次:最高层是位于伦敦、纽约、东京、苏黎世、巴黎等国际外汇市场上大银行之间的交易市场。第二层次是那些只有三到五名专业外汇交易员的区域性银行之间的交易市场;第三层次是只拥有一、二名专业外汇交易员的小银行之间的交易市场。位于最上层市场的大银行,是外汇市场的领导者,它们通常具有以下特点:

1. 阵容强大

这些大型跨国银行的外汇交易室,一般都配备有数十名以至上百名优秀的外汇交易员,同时配备有精良的现代化通讯设备和资料处理设备,如大量的电传机、电话机、交换机控制台、租用的直接专用电话及新闻信息服务设备等。与中、小银行相比,人员、装备都是大规模的,现代化的和高水平的。

2. 资本雄厚

这些大银行都拥有雄厚的资本,有足够能力在世界各金融中心的银行帐户内,保持充足的金额以清算所成交的交易。

3. 信誉良好

广泛的业务往来和雄厚的实力基础使这些跨国银行拥有良好的国际信誉。它们能够直接对外汇市场的其他参加者报出买价和卖价,并对外汇市场的走势发生影响。

4. 交易金额大

这些跨国银行的主要活对是对其他大银行或大型企业提供服务。并对中小银行给出外汇报价,提供外汇批发业务,一笔交易金额通常都在 100 万美元以上。它们的交易数额往往占整个外汇市场交易额的很大比重。如美国仅花旗银行一家的交易额就占全球市场总份额的 8.5%(1987 年资料),可见其地位。

二、外汇经纪人和外汇交易员

1. 外汇经纪人

外汇经纪人是外汇市场中参加者之一,属于中介机构,其作用在于专门介绍外汇买卖成交。

在外汇市场的激烈竞争中,外汇经纪人的主要任务是能否有足够的能力为客户提供正确、及时的交易情报,促进外汇交易的迅速顺利进行。它必须经常联系整个外汇市场,包括其海外办事处和代理机构的专线通讯联络,在世界范围内同有关方面保持并形成业务联系

网络,对瞬息万变的外汇行情报出最新的出价和要价,并迅速安排一国或两国外汇市场上的客户成交。如有适合的价格,立即通知买卖双方达成交易。

由于外汇经纪单位面临来自其他经纪人的竞争和常常撇开他们而直接从事外汇交易的大银行的激烈竞争,一个经纪人(单位)能否在激烈的竞争中站得住脚,能否千方百计吸收和维持大量的外汇业务,获得较好的收入而赖以生存,取决于经纪人能否对委托人提供迅速、正确、可信赖的服务。包括有能力提供最优的报价、在技术上能胜任各类中介业务、各项文书资料处理工作能够跟上市场的节奏等等。

经纪人一般分两种:一是一般经纪人。是指以自己的资金参与外汇中介买卖,并承担买卖损益的经纪人。这类经纪人(单位)一般是资本较雄厚的商人。二是路街经纪人。是指仅以收取佣金为目的,代客户买卖外汇,而本身不参与外汇买卖的经纪人。

2. 外汇交易员

外汇银行中从事外汇买卖业务的部门是外汇资金部。外汇交易员是外汇银行外汇资金部的职员。外汇资金部的人员构成有:①外汇部经理,是外汇交易的最高领导人,向总经理负责;②首席交易员。是掌管外汇业务的中层负责人。大银行中可能设几位首席交易员,他们专门负责某几种货币的交易,或专门从事外汇交易某些方面的工作;③高级交易员、交易员、初级交易员和实习交易员。负责处理日常外汇业务。如直接对客户报出买卖价格;代表银行从事外汇买卖。一个交易员在银行中,可能负责一种以上货币的交易。凡是同外汇部联系业务的外部人士,必须明确与负责哪种货币的交易员联系,如与法国法郎交易员,英镑交易员联系等等。交易员在处理业务中,只有遇到重大问题时,才请示首席交易员决断。

在全球范围内,由于时差的关系,基本上昼夜都有外汇业务在进行。为了能更长时间参与外汇交易,除延长营业时间外,许多银行还授权交易员在每天停止营业时间,在各自家中进行外汇交易,以应付瞬息万变的激烈行情变动。

三、一般顾客

一般顾客是指外汇的最初供给者和最终的需求者,也即除银行之外的客户。最初的供应者将所得到的外汇向外汇银行卖出。最终需求者则用本国货币向外汇银行买进外汇,用以支付给国外的债权人。

外汇最初供给者包括:已与外国进口商签订商品成交合同的出口商;劳务出口的外汇收入者;在国外有投资收益的工商企业和个人;接受侨民汇款者;接受国外援助者;接受外国贷款或回收国外贷款者;收回在国外的投资或对本国进行直接投资的外国居民;在国外市场发行有价证券者或收回国外有价证券投资本金者。

最终外汇需求者包括:订购外国商品的进口商;劳务进口的外汇需求者;外国投资收益的汇出者;对国外进行援助者;对外汇出侨民汇款者;对外进行贷款者或偿还国外借款者;对外进行直接投资者或收回在本国直接投资的外国居民;对外进行有价证券投资者或对外偿还还有价证券借款本金者。

四、外汇投机者

外汇投机者是通过外汇市场买卖外汇获取利润的供求者。它们是通过预测汇率的涨跌,利用某种货币汇率的时空差异,低买高卖,赚取投机利润的外汇市场参加者。从事外汇投机者包括商业银行和其他金融机构,也有工商企业,还包括一些经营外汇的个人。如引导、控制得当,它们的存在有利于活跃外汇市场。目前,外汇投机的规模十分庞大,已经成为影响汇率走势,造成外汇市场动荡的重要因素。

五、中央银行

西方的中央银行既是外汇市场的参与者,又是外汇市场的监管者,特别是美、英、法、德、日、意和加拿大七国在外汇市场上联合行动,成为外汇市场上的一支强大力量。一国的中央银行,参与外汇市场的交易,目的不在于谋求利润,而在于加强管理和保障外汇市场的正常运行,进行客观调节。具体有两个目的:一是中央银行通过制订和颁布一系列条例和法规、法令,以防止外汇市场的违法和操纵行为,维护正常的外汇市场秩序。二是中央银行通过干预外汇市场,在外汇市场上直接参与外汇买卖,控制本国货币的供应量,稳定本币汇率,或者通过干预,使本币汇率符合本国客观经济政策或国际协议所需要的水平。西方七国联合行动,也为了促使各国汇率的稳定。

中央银行干预外汇市场,着重在三个方面:

1. 干预即期市场

其方法是:中央银行根据政府的授权,建立外汇平准基金,包括:黄金、外汇和本国货币。当现汇市场上外国货币缺乏,供不应求时,中央银行就可动用外汇储备,在现汇市场上抛出,收回本国货币;当现汇市场上外国货币供过于求时,中央银行就用本币购买外汇,一是充实外汇储备,二是稳定汇率。

2. 干预远期市场

由于期汇汇率与现汇汇率相互影响,如果现汇市场外币供不应求,中央银行可以通过市场,以低于市场价格卖出期汇。市场参与者认为购买期汇有利,纷纷买进期汇,同时为避免发生外汇多头寸,就要卖出现汇,以资抵补。这样,就增加了现汇市场的外币供应,从而避免现汇市场上本币汇率的过度下跌。

3. 调整利率

中央银行通过变动对商业银行的贴现率,变动市场利率水平;利用外汇市场参与者的利率裁定,间接影响现汇市场的供求,从而影响现汇汇率向有利于本国的方向变动。

第二节 外汇市场的交易结构

一、外汇市场的交易模式

1. 国内外汇市场交易模式

所谓国内外汇交易,是指主要由本国境内单位、企业、个人进行本国货币同少数几种外币交易的活动。在国内外汇市场上,银行之间的交易多数是通过外汇经纪人来进行。这种模式的惯例是:各银行向外汇经纪人提出自己的买卖价和买卖意向,外汇经纪人立即汇集市场各银行的报价,选择双方均能接受的价格促使成交,外汇经纪人向成交银行收取佣金。

国内外汇市场交易模式利弊兼有。其利在于银行通过经纪人,可以同时了解到多家银行的报价,从中选择最好的报价。通常是经纪人利用其广泛的信息网络,通过筛选直接向银行(客户)报出最好的价格,从而促使成交。其弊在于客户银行要向外汇经纪人支付佣金,从而加大交易成本。

2. 国际性外汇市场交易模式

在国际外汇市场上,外汇交易是在银行之间直接进行的(也有通过国际经纪人进行的)。这种模式的惯例是:当其它银行向本银行提出交易意向时,可以直接向本银行询价。外汇交易员会立即向对方报出买价和卖价,由对方决定买进还是卖出。一旦确认买卖,双方交易员确承并办理手续。财务部门办理交割和帐务处理。这种国际性外汇市场的交易模式,也是利弊兼有:其利在于双方银行直接接触询价,肯定能得到价格,询价银行如认为合适,买卖很快成交,不需付给外汇经纪人佣金从而降低交易成本。其弊在于:询价银行与一家银行进行交易,不一定是最好的报价。要能得到最好的报价,必须向多家银行咨询。

在零售外汇市场上,无论国际性外汇市场还是国内市场,不普遍采用外汇经纪人作为中介。有的国家如法国、意大利则是禁止的。因为工商企业的信用风险远比银行和经纪单位高得多。因此,工商企业的外汇交易最好是直接同比较熟悉的外汇银行或官方指定的外汇银行进行。

二、外汇市场交易的货币结构

国际外汇市场上外汇交易的主要货币,一般是美元、德国马克、英镑、日元、加拿大元、瑞士法郎和法国法郎。

一般情况是银行在买卖其本国货币时属于优势地位。如英镑的主要市场在伦敦,德国马克的主要市场在法兰克福,日元的主要市场在东京,瑞士法郎的主要市场在苏黎世等等。

这里需要指出的是:美国的情况则不同。近代的国际交易中,使用美元结算的很普遍,多于其它任何货币。而且大多数涉及美元的交易却发生在美国境外,如加拿大与美国的进出口贸易中都采用美元结算。加拿大进出口商都愿意在多伦多进行外汇交易,可以减少许多不便和降低交易费用。不仅如此,每一种货币对美元的交易量在美国之外的金融中心都十分巨大。通过竞争,银行给予商业客户的汇价也会比美国银行给出的汇价要优惠一些。这样,美元交易的格局是:从事德国马克对美元交易的最大市场在法兰克福;日元对美元交易的最大市场在东京;英镑对美元交易的最大市场在伦敦等,而纽约则反而成为所有外国货币的第二大交易中心。

除此之外,巴黎是美元与法国法郎之外的所有其它货币交易的第三大市场。苏黎世是美元与德国马克、英镑和法国法郎交易的第三大市场。同时,德国马克对英镑的业务活动在苏黎世市场上也十分活跃。

三、外汇市场的交易种类

1. 即期外汇交易(Spot Transaction)

即期外汇交易也叫即期外汇买卖,是指交易成交后在两个营业日内交割的交易。即所谓有标准交割期的交易。如在香港外汇市场上,美元兑港币的即期交易是成交当日交割的;美元兑加拿大元,美元兑墨西哥比索的即期交易的交割日通常在成交的次日;在中东地区,伊朗国家的银行在星期五休息,星期六、星期日营业。

进行即期买卖的作用在于:①对一般顾客来说,即期外汇交易在于满足经常性付款的需要,实现货币的调换。如某单位出口所得美元,需要换成马克,就可以进行即期交易,卖出美元,买进马克。又如某单位有日元存款,需要换成马克支付进口货款,就可以卖出日元,买进马克。②对银行来说,进行即期外汇交易,主要是调整各种外汇头寸比例。如买入即期外汇,主要是弥补即期的“超卖”或造成即期“超买”;卖出即期外汇,主要是用于平衡即期的“超买”或造成即期的“超卖”。③即期外汇交易的一部分是以此投机,谋求收益。如套汇业务,它是即期交易的应用,是利用某一时刻不同外汇市场上某种货币即期汇率的差异,同时低买高卖,套取差价利润的一种交易。

2. 远期外汇交易(Forward Transaction)

远期外汇交易是相对于即期交易而言。外汇远期交易最长一般为一年,最常见的为一至三个月。交易双方在约定的到期日,按约定的汇率和数额,办理收付交割的外汇交易。

从金融角度看,远期外汇交易对银行、投资者及投机者都有其意义。①银行本身持有的资金有短期与长期之分,为使其本身资金结构合理化,银行可以通过远期外汇交易来达此目的。外汇银行则为平衡其外汇头寸进行必要的抛补。②投资者通过远期外汇交易,避免国际汇率变动的风险,防止国外投资或所欠国外债务因汇率变动而遭受损失,达到保值的目的,以确保其收益。③对于投机者来说,在预测汇率趋势后,可以少量资金来进行这种本少利多的交易。如预测美元兑马克汇率趋升,就可以购买一笔远期美元,如预测准确,他便可以到期做一笔即期交易轧平头寸,从中获利。④一些外汇交易员可利用两种货币利率与汇

率的不平衡,通过资金拆借市场从中获利。

期权交易(option)是远期外汇交易的发展,是远期外汇市场上最新的交易。所谓期权交易,就是在外汇期货买卖中,合同持有人(客户)具有执行或不执行远期交易合同的权利,即在一特定时间按一定汇率买进或不买进,卖出或不卖出一定数量外汇的权利的交易。一般情况下,出售期权合同的一方是外汇银行。购买期权合同的一方是客户(工商企业或其它银行)。购买期权的价格又叫期权费,是客户付给银行用于弥补汇率变动风险的损失的保险费。

期权交易与远期交易相比,最大的优点是它比远期交易有更大的灵活性。因为远期外汇交易到期时,双方必须按规定的条件履行合同。而期权交易合同则有权选择地履行或不履行合同,特别是在国际招标中,是客户避免汇率风险的理想工具。

3. 调期交易(Swap Transaction)

调期交易是指在即期市场上买进或卖出一种货币,同时在远期市场上卖出或买进同一数量的相同货币。由此可见,调期交易的特点是:买卖同时进行;买卖某种货币的数额相同,交易的时间不同,凡满足以上三个条件的,都可以视为调期交易。但在实际上,又分为两种:

(1)即期对远期的调期。是指如上述投资者在买进或卖出即期外汇的同时,卖出或买进同种货币的远期外汇,以避免外汇风险。比如,日本富士银行持有暂时富余的美元资金,但未来又有美元支付需要,就可以用即期交易方式把多余的美元卖给其它银行。同时又以远期交易将其买回。这样就避免了美元汇率波动的风险,又没耽误支付的需要。这就是即期对远期的调期交易。

(2)远期对远期调期。是指投资者在买进或卖出远期外汇的同时,卖出或买进另一种期限的远期同种外汇,以避免外汇风险。例如,美国花旗银行在日本的分行3个月后将有一笔美元投资于日本,投资期限也为3个月,为了保值,在买进3个月期日元期汇的同时,卖出6个月日元期汇。由于两个合同中的期汇汇率固定,汇率变动的不利影响可以消除。

调期交易在国际外汇市场的三类外汇交易中,比重占第二位。即期外汇交易占第一位。最后是远期外汇交易。

四、外汇市场的汇率结构

1. 基础货币和报价货币

外汇市场上的汇率标价,首先遇到的是基础货币和报价货币的问题。按国际惯例,基础货币是在外江标价中,其数值固定不变的货币;标价货币是在外汇标价中,其数值会发生变动的货币。比如:1英镑=1.4300美元。在这里英镑为基础货币,美元为报价货币。

目前,世界各主要外汇市场上,对大多数货币的报价,都把美元作为基础货币,而把其它货币(英镑除外)作为报价货币。这种作法的好处是各地的行情可以很容易进行比较。在苏黎世、伦敦、巴黎、东京等外汇市场上,都是同样的标价形成,这就使国际外汇市场上的汇率一目了然。我国国家外汇管理局公布的外汇牌价,以外币为基础货币,人民币为报价货币。

2. 即期汇率和远期汇率

外汇市场上使用的汇率有即期汇率和远期汇率两类。

即期汇率是外汇市场上外汇银行报出的与客户进行即期交易所使用的汇率。包括电汇汇率、票汇汇率和信汇汇率。其中电汇汇率为基础汇率。

远期汇率是外汇市场上外汇银行报出的与客户进行远期交易所使用的汇率。远期汇率有两种报价方法：

(1)直接报价方式。即与即期汇率一起直接标出期汇汇率。主要是在东京市场上运用。例如,1989年5月7日,东京外汇市场日元对美元的汇率报价：

即期汇率	S/J¥	134.20~134.30
一个月的期汇汇率	S/J¥	131.80~131.95
三个月的期汇汇率	S/J¥	129.80~130.00
六个月的期汇汇率	S/J¥	127.10~127.30

(2)升贴水报价方式。即远期汇率不是直接报出,而以相对于即期汇率的升贴水点数报出。这种报价方式的优点有二。一是远期汇率是以即期汇率为基础定价的,虽然即期汇率经常发生变动,但远期汇率与即期汇率的差额即升贴水数额却是相地稳定的。用升贴水点数报价,就不用经常随即期汇率的频繁波动而改动远期汇率,省事很多。二是升贴水数额主要是根据两种货币一定期限存款利差额确定出来的。国际外汇市场上的投资者十分注意观察远期汇率升贴水点数与两种货币利差的相关程度,用升贴水报价比较容易做这样的观察。由于上述优点,多数国际外汇市场上形成了用远期升贴水点数给出远期报价的惯例。

下表是某日苏黎世市场的远期汇率行情表：

	美元/瑞士法郎		美元/里拉	
	买价	卖价	买价	卖价
即期汇率	1.6550~1.6560		831.00~831.70	
1个月期汇汇率	162~157		0.80~1.30	
2个月期汇汇率	332~327		1.80~2.30	
3个月期汇汇率	472~467		2.80~3.30	
6个月期汇汇率	840~830		7.50~9.00	
12个月期汇汇率	1490~1460		18.00~22.00	

理解上表需要明确两点：

①确定升水还是贴水。在许多外汇市场上,只给出点数,不告诉是升水还是贴水,需加判断。判断的方法是:直接标价法下,前高后低为贴水点数,前低后高为升水点数;间接标价法下,前高后低为升水点数,前低后高为贴水点数。

例如:上表是苏黎世外汇市场的远期汇率报价,由于采用直接标价方法,瑞士法郎对美元的远期汇率,美元买入价变化点数比卖出价变化点数大,为前高后低,因此是美元贴水的点数;相反,里拉对美元的远期汇率,为前低后高(如3个月期汇2.80~3.30),所以是美元升水的点数。

②计算远期汇率。远期汇率可以通过即期汇率加减升贴水点数得出。公式为：
直接标价法下:远期汇率=即期汇率+升水

远期汇率 = 即期汇率 - 贴水

间接标价法下: 远期汇率 = 即期汇率 - 升水

远期汇率 = 即期汇率 + 贴水

如上表中, 由于苏黎世外汇市场采用直接标价法, 因此, 瑞士法郎对美元的一月期远期汇率为即期汇率减贴水, 得出 $\$1 = \text{SF}1.6388 - 1.6403$; 而意大利里拉对美元 1 月期远期汇率则为即期汇率加升水, 得出 $\$1 = \text{Lit}831.80 - 833.00$

第三节 外汇市场与货币市场

一、外汇市场与货币市场的区别

1. 从性质上看

外汇市场是进行外汇买卖的场所或交易网络; 而货币市场是指限期一年或一年以下的短期资金借贷市场, 是国际资金市场的组成部分。

2. 两个市场的业务组成不同

外汇市场由即期交易市场、远期交易市场和调整交易市场组成。而货币市场是由银行短期信贷市场、短期证券市场和贴现市场三部分组成。

3. 从货币使用种类上看

外汇市场上, 一笔外汇交易, 必然涉及到两种货币; 而货币市场上一般一笔贷款业务只涉及一种货币, 借贷双方使用同一种货币。

4. 从市场功能看

外汇市场的功能是实现货币种类的兑换, 并防止汇率变动的风险; 而货币市场的功能只是融通短期资金的余缺。

5. 从银行获取利润的途径来看

外汇市场上, 银行经营外汇业务的利润来源于买卖外汇的汇率差异, 卖出价大于买入价部分就是银行的经营利润; 而货币市场上, 银行进行短期资金存贷业务的利润, 来源于存贷利率的差异, 贷款利率高于存款利率的部分, 就是银行的经营利润。

二、外汇市场与货币市场的联系

1. 外汇市场与货币市场都是短期市场

外汇市场上, 即期交易的期限最短, 理论上为零期限。远期外汇市场的交易期限从 1 个月到 12 个月不等, 也是短期的。货币市场上的短期信贷, 一般也都在一年以下, 也是短期

的。

2. 远期汇率决定于货币市场利率差异

远期外汇市场上,期汇汇率的确定,决定于两个因素:一是两种货币的即期汇率;二是国际货币市场上两种货币短期存款的利率差额。

3. 从整个市场的角度看,外汇市场和货币市场都涉及到多种货币

外汇市场上有多种货币之间的交易,货币市场上有多种货币的借贷,从而货币市场和外汇市场的业务经常要相互依赖才能实现。

4. 汇率升贴水与利率水平

利息较高的货币在远期外汇市场上与利息较低的货币交易,即期与远期之差是贴水;反之,利息较低的货币在远期外汇市场上与利息较高的货币交易,即期与远期之差是升水。

5. 套利交易是外汇市场与货币市场的结合

如果利差有利于一种货币,而且利差大于该种货币的贴水,那么盈利的方法是:借入低利率货币,投资于该种高利率货币,然后在远期外汇市场上补入空头寸,即远期卖出高利率货币,由利差所得的利益必定大于利率较高的货币的贴水。如果对某种货币有利的利差低于该种货币在期汇市场的贴水,那么盈利的方法是:借入该种货币,并投资于相对该货币利率较低的另一种货币,再从期汇市场上补进借入货币,即远期卖出低利率货币,那么,低利率货币的升水可以大大补偿利差损失,从而获利。

第五章 金融机构与外汇市场的关系

第一节 金融机构在外汇市场中的地位

这里涉及到的金融机构是指有外汇经营权的金融机构。它包括外汇银行(或称外汇指定银行)和经批准经营外汇有关业务的非银行金融机构,如信托投资公司、信托咨询公司、财务公司、金融公司、融资性租赁公司等。外汇银行又包括专门经营外汇业务的本国银行,例如我国的中国银行;兼营外汇业务的本国银行,例如西方一些商业银行,我国的交通银行、中信实业银行等属于此类;还有那些经所在国政府批准可以经营外汇业务的外国银行。以上这些统称为可以经营外汇的金融机构。但是本章所涉及的外汇业务只是指外汇交易、外汇兑换、外汇结算等有关外汇交易市场的业务,即有外汇经营权的金融机构与同外汇交易市场有联系的业务的关系。

一、外汇银行是外汇市场的主体

金融机构在外汇市场中处于中心的地位,应遵守国家经济宏观调控的政策和措施,通过外汇的买卖为企业服务。它对促进外贸、平衡国际收支和国家的经济发展,起积极的作用。它是外汇交易市场上的主体。一国的外汇市场的发展,有赖于金融机构的积极经营和周到的服务

1. 外汇银行须遵守国家的金融政策

世界各国除中央银行外,所有银行等金融机构都是商业性金融企业,都是经济经营单位,须遵守一国的金融政策、汇率政策、外贸政策及有关法律、规定、条例。在我国中国人民银行为中央银行,其他在我国境内的银行及金融机构(包括外资金融机构)成为经营性的商业金融机构,须遵守国家的法令、法规。中国人民银行是管理和监督金融机构的主管机关。

2. 外汇银行是外汇买卖的枢纽和代客服务的中介

外汇银行处于枢纽地位。包括:①外汇银行和客户之间的交易。客户由外汇的最终供给者和需求者组成。外汇银行和其他金额机构就是这种供给与需求之间的承办和调剂的枢纽。②外汇银行和外汇银行间的交易。外汇银行在购买和向客户出售外汇过程中所造成的不平衡状态,即超买或超卖所形成的头寸长余或短缺,都要在各外汇银行间进行外汇相互调剂余缺和平补。③外汇银行和中央银行间的交易。世界各国都在对市场进行干预。国家干预都要由中央银行通过外汇银行进行各种有目的的交易。其中,外汇银行也处于枢纽地位。

除此,国际结算、国际投资、外汇融资、外汇保值和外汇存款等业务,无一不涉及外汇交易。这么多业务都要分别通过外汇银行或其他金融机构来进行,从这点出发,外汇银行也处于枢纽的地位。

从交易方式看,外汇交易中的即期外汇交易、远期、调期外汇交易、外汇期货、外汇期权交易等方式都要通过金融机构作为中介,也处于外汇市场中的枢纽地位。

3. 外汇银行是外汇结汇和售汇的经办者和审核者

在我国目前实行人民币在经常项目下的有条件可兑换,实行外汇收入结汇制和银行售汇制。即境内机构的外汇收入除国家规定允许保留开立外币帐户者外,均应按挂牌汇率全部结售给外汇指定银行;从银行售汇制看,取消了以往经常项目下正常对外支付用汇的审批制度,但用汇需持有效凭证、和合同、商业票据等,用人民币到外汇指定银行经银行审查后办理兑付。

4. 外汇银行是外汇交易市场上交易本身的具体操作者

(1)在外汇交易中,随时遇到交易风险、头寸管理风险、结算风险、对外债权债务清偿风险、评价风险、外汇储备风险和经济风险。在经营过程中随时都有风险存在,稍有疏忽就会给金融机构本身及国家带来损失,因此,外汇银行承担着外汇风险,要及时进行汇率预测和风险防范措施,以回避外汇风险。

(2)随着外汇市场的国际化和通讯手段的现代化、电脑化,各国的汇率变化只在瞬时之间,稍有松懈,就会失去行情信息的连续性,失去交易的机会或给投机商钻了空子造成损失,外汇银行要掌握信息,了解各国汇率动态,分析汇率走势及时提供决策机关,并向公众公布。

中国银行是我国的外汇专业银行,在国际上享有重要的地位。1988年7月,英国《银行家》杂志曾将中国银行排列为世界第46位大银行。但注明未将中国银行附属机构的资产计算在内。而据统计,截止1987年年底,中国银行的海外分支机构已达383个,中国银行已与世界上150多个国家和地区的3990个银行建立了代理行关系。因此,英国在1988年底出版的《世界银行排名》一书中,将全世界最大的三千家银行按资产排名,中国银行被排列在第20位。除中国银行之外,中国还有七家银行在3000家大银行排名中列在前千名之中,它们是:新华银行、交通银行、金城银行、中南银行、广东省银行、浙江兴业银行和盐业银行。这七家都是中银集团的成员。可见我国的中国银行及其银行集团在世界上的地位。

二、中央银行是外汇市场的监督者

1. 中央银行是外汇市场有关政策的制订者

中央银行代表国家政府,对有关外汇交易中的汇率政策、外汇体制的变革等重大决策作出决定,并经最高行政当局批准或国会通过,颁布实施,也制定和颁布一系列条例和法令,对外汇市场的正常运行、对交易秩序、违法行为实行有效的监督和管理。在我国中国人民银行就是国家的中央银行。1993年12月28日《关于进一步改革外汇管理体制的公告》就是中国人民银行制定。经国务院批准并由中国人民银行发布的。关于银行和非银行金融机构外汇管理办法以及外汇期货业务管理办法等法规都是中国人民银行制定或批准发布的。这些法规的发布反映了中国人民银行作为中央银行在外汇市场上的领导地位。

2. 中央银行是外汇市场的干预者

各国中央银行,无一不干预外汇市场。干预外汇市场的方法很多,大致是:

(1)直接在市场上买卖外汇。这种买卖外汇的行为不是为了谋利,而在于调节供求,平抑汇率。外汇短缺时,中央银行在外汇市场上大量抛售外汇,以降低外汇汇率。外汇过多时,则在外汇市场上买入外汇,从而使本币升值不致过高,影响出口商品竞争力。美国、英国的官方对外汇市场的干预采用“外汇平准帐户”进行。有时中央银行也干预远期市场,稳定远期汇率。

(2)通过外汇管制干预市场。通过价格管制,即指对外汇交易的汇价或进出口商品价格进行管制;外汇交易数量超额管制和综合管制,直接地或间接地影响外汇供求。

(3)调整利率。中央银行通过变动对商业银行的贴现率,变动市场利率水平,间接影响现汇市场的供求,使汇率向有利于本国经济发展的方向变动。

(4)变动汇率机制。

我国目前实行以市场供应为基础的、单一的、有管理的浮动制。我国汇率的确定是由中国人民银行根据前一日银行间外汇交易市场形成的价格,每日公布人民币对美元交易的中间价,并参照国际外汇市场变化,同时公布人民币对其他主要货币的汇率。各外汇指定银行以此为依据,在中国人民银行规定的浮动幅度范围内自行挂牌,对客户买卖外汇。

3. 中央银行是管理和经营本国国际外汇储备的银行

它通过在外汇市场上买卖外汇来增减其外汇储备,或调整外汇储备的货币结构。一国的外汇储备的多少,受外汇收支的影响,如国际收支顺差,则外汇储备增加,否则相反。外汇储备既是银行间市场汇率的调节手段,外汇储备的实际价值又受储备货币币值或汇率变动的影 响。因此中央银行的外汇储备管理与货币结构有关,与进出口贸易和国际收支的是否平衡有关,与各种货币的汇率有关。因此外汇储备也存在着储备风险,也应加以预测和防范。可见中央银行与外汇市场的关系,在外汇储备方面也肩负着重大责任,占有重要的特殊地位。

4. 中央银行是外汇市场的参加者

包括各种银行和金融机构、经纪人、客商和投机者的依法监督、管理和处罚等,对外汇市场的正常进行,维护正常秩序,维护平等竞争,起到了保证的作用。

第二节 金融机构在外汇市场上的业务

一、金融机构在外汇市场上要满足多方面外汇业务的需要

外汇市场与货币市场本来是两种不同的概念,它们之间有着严格的区别,但是随着国际经济贸易的迅速发展,两个市场的联系已越来越密切。许多国际贸易结算、国际投资、外汇融资和外汇保值都要通过外汇市场进行兑换和交易。交易的对象越来越多样化。金融机构在外汇市场中要满足多种业务的需要,开展更广泛的外汇交易业务。既涉及经常项目,又涉及资本项目的货币兑换业务。

1. 国际结算的外汇交易业务

世界经济已进入全球一体化的时代,国际贸易已成为各国经济生活中举足轻重的一部分。国际间的支付手段越来越多,但无论以何种方式,从事对外贸易都必须进行结算。有国际结算就必然涉及外汇买卖。例如,我国某国营进出口公司向德国出口商品,收进德国马克,该公司需要把德国马克卖给银行,换回人民币。如果是外资企业向美国出口商品收进美元而它需要换成马克或日元,它可以将所得美元在国际市场上卖出,同时买进德国马克或日元,并以现汇形式存入银行。这中间涉及到人民币与美元,美元与日元或美元与马克的交易。这就是国际结算中发生的外汇交易。

2. 国际投资的外汇交易业务

随着世界经济的发展,国际间的资本流动规模日趋扩大,国际投资也越来越发展。无论以哪种方式进行国际投资,都必须将本国货币或持有的他国外汇,转换成投资所在国的货币。如日本人要到美国投资,自然就需将日元或持有其他非美元货币在国际外汇市场上兑换成美元,才能为美国的公司所接受。随着我国的经济走向世界,很多大型企业也已走向国门向国外投资。如我国首都钢铁公司购买秘鲁的两处铁矿就是例子。这就需要将人民币兑换成美元,再兑换成秘鲁货币。如在美国、加拿大、日本或德国投资办厂,就需用人民币兑换成所在国的货币。取得投资效益后,还可将所得外汇收益汇回中国兑换成人民币,这就是国际投资中发生的外汇交易业务。

3. 外汇融资中的外汇买卖

发展中国家的资金不足,就需要到国际金融市场上进行外汇融资,它涉及到直接融资和间接融资。前者是直接吸收国外企业的投资,后者是通过借款举债或向国外发行债券来引进外资。无论何种形式引进外资,都会带来大量的外汇买卖业务。如借入外汇与进口付汇计价的外币币种不同,就需要进行货币转换。

在对外融资中,借款企业和外汇银行都要注意利率和汇率的分析与管理。为了确保盈

利避免损失,必须随时关注市场行情,也要及时进行适当形成的外汇保值交易,以免因利率或汇率的变动带来损失。

4. 外汇保值的外汇买卖

外汇保值者需要进行外汇买卖。在浮动利率制度下,美元、日元等各种外汇的汇率,因受供求关系等种种影响,瞬息万变。那些持有外汇的单位为了资金的保值,就需要进行外汇买卖。如,当日元坚挺、美元疲软时,他们就卖出美元,买进日元。为了适应市场的变化,他们时而转换马克,时而又转换英镑,目的不为盈利,而是为了保值。这都是银行的经常业务。

5. 外汇投机的外汇交易

外汇投机者的外汇交易,既不是为了业务上需要的兑换,也不是为了外汇保值,而是为了盈利,是用一种汇率看跌的货币买进汇率看涨的货币,然后卖出以赚取投机利润。或利用两个地区汇兑行市的差别,从甲地买进,乙地卖出,套取差价利润。这种人出入外汇市场,低买高卖,赚了再买,买了再赚。这种外汇交易随时可见。

以上这些不同需要的外汇交易,因其数额较大,均属批发性买卖,因而带来的风险也大。买卖者以及金融机构都要随时注意外汇市场的动态,运用交易技巧,搞好经营,防范风险。

二、金融机构在外汇主要交易范围内的业务

1. 批发业务

金融机构外汇交易的批发业务,主要是在金融机构之间,尤其是在外汇银行之间的交易。

(1)国际上银行间外汇市场的基本特征。西方发达国家银行间外汇市场的基本特征主要有:①外汇指定银行及经营外汇业务的其它金融机构是外汇交易市场的主体。②主要职能是为各外汇指定银行及经营外汇业务的其它金融机构相互调剂余缺,提供平仓、补仓及清算服务。③组织形式是以无形市场为主的市场。这是不同于其他市场组织形式的地方。④市场交易既包括本币与外币间的交易,也包括外币与外币间的交易;既有即期外汇买卖,也有远期外汇买卖,此外还有掉期和期权交易等。⑤外汇市场由中央银行监督管理。中央银行可以干预外汇市场,调节外汇供求,平抑汇价。

(2)银行间外汇交易主要是对外汇头寸的管理。金融机构之间,尤其是外汇银行之间的交易职能是调整外汇余缺、轧平买卖差额。在我国,国家规定:国家对外汇指定银行的结算周转外汇实行比例管理。各银行结算周转外汇的比例由中国人民银行根据其资产和外汇结算工作量核定。各银行持有超过其高限比例的结算周转外汇,必须在外汇市场卖出;持有结算周转外汇降低到限比例以下时,应及时从外汇市场购入补足。各国外汇银行都在日常业务中,经常通过银行间的外汇交易,进行余抛缺补以轧平头寸。因其互相交易的交易量较大,故属于批发业务。

(3)外汇银行间的外汇交易采取两种交易模式。一种是银行之间的直接交易。一种是以外汇经纪人为中介的外汇银行间的交易。在通过中介经纪人交易时,首先应选择合适的经纪人;第二步就是询价、协商。在向经纪人询价时,外汇银行通常不说明自己的交易意图,

是想买还是卖。经纪人需要同时报出买入价和卖出价。这些价格有时是其他外汇银行的实际出价和要价,有时仅仅是经纪人自己对外汇市场的判断。询价银行可以接受经纪人的报价,也可以还价,说明自己合意的价格。汇率商店后,第三步就是经纪人在其客户中询问,寻求交易对手。一旦找到交易对手,经纪人就从中撮合,直至成交。

直接交易往往使交易影响甚至决定汇率的走势,因为银行间的交易量一般都较大。间接买卖双方不发生直接接触,既不知买卖者是谁,也不知是买是卖,数额多少,这就有利于达成较公平的交易;通过经纪人既可以得到市场上最好的汇率,还省去了向各银行询价和比较的时间。总的看,在伦敦、纽约市场上间接交易居主导地位,基本上是经纪人导向的市场。

(4) 外汇银行间的交易业务还有一种是属于外汇市场的制造者(Market Maker),即由一些拥有雄厚资本,在世界各主要外汇市场的主要银行开立帐户并维护相当多的金额以备清算所成交的外汇交易;具有良好的信誉和知名度;更重要的是能够不断地对外报出自己的买入价和卖出价的外汇银行间交易者所组成。它们不断地、大规模地从事某种货币或某种类型(如远期、调期交易)的外汇交易业务,以致使该种货币或该种业务得以形成市场。

外汇市场的制造者是世界外汇市场的核心,世界外汇市场汇率的变动通过它们对本行的报价的调整来实现。这种报价成为其它规模较小的银行从事外汇交易的基础。

(5) 外汇交易室。西方发达国家的外汇银行或其它金融机构的交易都是在交易室达成的。外汇交易室的交易有以下特点:①每一项外汇交易是由交易室中的交易员进行的。在各外汇银行中,都有专门负责外汇交易的外汇交易员。交易员分首席交易员、高级交易员、交易员、初级交易员和实习交易员,在负责外汇业务的部门的“外汇经理”领导下工作。在大的外汇银行中,一名交易员负责一种或几种货币的交易。如所谓马克交易员、日元交易员等。②交易室中配备着各种先进的通讯工具。例如路透社计算机终端将屏幕分割成不同的版面,在这些版面上分别提供各主要银行(即外汇市场制造者)们的报价;世界上最新的政治、经济新闻;主要发达国家的主要经济指标、失业率、物价指数、开工率、货币供给等;美联社的计算机终端分别提供:世界最新的政治经济新闻、对主要货币汇率走势的各种技术分析图表、对主要货币汇率走势的预测分析等。只要每年向路透社、美联社交付一定的费用就可以得到以上信息。③每个交易员通过一组电话和经纪人、国外银行保持密切联系,并通过电传机等和其他外汇银行的外汇交易员进行外汇交易。④作为外汇市场制造者的那些大银行交易员,在每个营业日开始时,了解在交易刚结束时、或正在进行交易的国外其他外汇市场的汇率的走势,订出本行的开盘汇率。在此后一天的交易中,根据本行在每种货币上是处于多头还是空头地位,不断地调整本行报出的汇率,并对其他银行的报价作出反应。

应该注意的是:一家银行,其规模再大也不可能在所有货币上报出最好的价格。因为日元的最好报价肯定在日本,比利时法郎的最好报价肯定在布鲁塞尔。不过随着交易的国际化和电脑的联网化,国际报价信息的高速度将成为可能。

(6) 外汇银行的投机业务。在浮动汇率制度下,汇率波动幅度也随之扩大,这一方面给银行加大了外汇风险;另一方面也为外汇银行等金融机构提供了获取巨额投机利润的机会。他们除了依靠自己的汇率预测在即期外汇交易中进行低买高卖以获利外,还通过将即期与远期外汇买卖结合起来进行,从中获利。例如预测某货币汇率将上涨,就预先买入该货币的

远期,待到期日再按上涨的汇率即期卖出该货币,办理远期买入的交割;如预测某种货币的汇率将下跌,则预先卖出该货币的远期,到期日再按下跌的汇率即期买入该货币,办理远期卖出的交割,从中赚取差额。这种先买后卖叫“买空”,而先卖后买叫“卖空”,这种外汇投机并不需要本身垫入资金,但需对汇率的准确预测和对时机恰到好处的掌握。当然,一旦预测失误损失将难以避免,因而风险较大。一般来说稳健的银行,随时注意本身外汇头寸的平衡,不轻易做外汇投机业务。每一个外汇交易员的授权权限有一定的限额。

2. 零售业务

外汇银行对客户之间的外汇交易,包括货币兑换业务、避免汇率风险的保值业务、投机业务和创新业务。因其交易数额较小故称零售业务。

(1)不同货币之间业务上需要的兑换业务。这种兑换业务的客户是由包括进出口商、跨国公司、出国旅游等最终的供给者和需求者组成。金融机构与客户之间的外汇交易可以在两个方向上进行:金融机构从客户处买进外汇,按汇率付给本国货币或其它外国货币;金融机构向客户卖出外汇,按汇率收进本币或其他外国货币。

客户在国际经济交易时货币的收付,采取顺汇和逆汇两种形式。这两种形式都涉及外汇经营金融机构与客户之间的外汇交易。①顺汇。顺汇是债务人向债权人汇款以了结债权债务的支付方式。因信用工具的传递方向和资金的流动方向相同,都是从债务人流向债权人故称顺汇。若收付的币种不同,收本币付外币,这就在国际汇款业务中同时进行了一笔外汇交易。例如英国人到日本旅游,英国向日本旅游者汇去英镑,日本金融机构收取英镑,付给旅游者日元,这就进行了一笔外汇交易或货币兑换业务。②逆汇。这是和顺汇方向相反的汇款业务。如果债权人从债务人处得到的国际汇票通过银行办理托收,收到的货币由于币种不同,就需要通过外汇银行等金融机构兑换成当地货币,这也就产生了外汇交易。

(2)代客外汇买卖避险业务。在西方发达国家,有外汇经营权的商业银行等金融机构经常为公司、企业在国内或国际外汇市场上代客办理外汇保值业务以避免风险。为了叙述方便,现举中国代客外汇买卖避险业务为例。

①办理外汇买卖的手续。凡是中国境内的机关、团体、企业(包括国有企业、集体企业和外商投资企业)、事业单位均可办理委托买卖外汇。这些委托人统称客户。第一,客户办理外汇买卖应填写“外汇买卖申请书”,并加盖单位公章。同时随附有关的对外经济贸易合同。根据现行规定,申请单位必须以进出口合同或其他对外经济协议为依据办理买卖业务,不得搞投机性外汇买卖或买空卖空。但外商投资企业办理外汇买卖业务不受此项规定限制。另外,对可自行运营的现汇存款余额经常在1000万美元以上的企业,经外汇管理部门批准,可不凭经济合同申请办理外汇买卖。第二,客户交存保证金或提供履约担保。第三,银行按客户在申请书上填列的币种、金额、汇率水平、外汇交割日期代客户在国际外汇市场上买入或卖出外汇。中国银行代客外汇买卖的外币包括美元、日元、英镑、马克、瑞士法郎、法国法郎、比利时法郎、荷兰盾、奥地利先令、澳大利亚元、港币、加拿大元、意大利里拉、瑞典克郎、丹麦克郎、欧洲货币单位等。若需要买卖其它货币,可先与中国银行联系,经确认后也可以进行。外汇买卖的金额每笔最少5万美元或其他等值货币。远期外汇买卖的期限一般为一年以内。凡是每笔金额不足5万美元或期限超过1年者,可根据具体情况与中国银行另行商定。

银行对外成交后,应向客户出具“外汇买卖证实书”。第四,银行在买卖成交后,于交割日当天贷记申请单位所购外汇金额,同时借记购汇单位售出的另一种外币的等值金额。应指出:办理外汇买卖单位必须保证帐户有足够的余额支付委托中国银行所售出的全部外币金额。外汇买卖一经对外成交,便不得得前、推迟外汇交割日或注销。若确有必要,应提供有关证明并提前通知银行。由此造成的损失由申请单位承担。中国银行在代客外汇买卖业务中,可采用国际惯例,即外汇买卖差价方式,或另收取手续费。但两者都不得超过千分之一。

②代客外汇买卖的种类和避险。中国银行代客买卖外汇业务项目,包括即期外汇买卖、远期外汇买卖、调期外汇买卖、期权外汇买卖四种。

代客外汇买卖的目的,是从事外汇业务的金融机构为客户避免外汇风险、固定汇率、固定成本、固定外汇价值、避免企业损失为目的而开展的一项业务。通过不同种类的交易,达到外汇保值的目的。国际上,除了中国银行开展的四种交易业务外,还有期货外汇交易、套汇套利交易等。近年,外汇买卖又有了许多最新技术创新,以后还要作专门介绍。

即期和远期外汇交易、调期外汇交易、套汇和套利等以前曾作过介绍。这里仅就外汇期货和期权交易的保值避险作简单的介绍。

一是外汇期货交易避险。外汇期货交易,也称货币期货。其原理与远期外汇交易一致,即买卖双方同意在未来的一个时间,按照一定的价格和条件交收一定金额的金融货币。其作用也是为了防止和转移汇率风险,达到保值的目的。但与远期交易不同之外主要在于:第一,外汇期货是在有形市场上通过公开叫价、公开竞争进行交易的。第二,外汇期货是通过标准化的合同,仅有价格是临时确定的。第三,合约到期时实际交割的金额极少,只占总交易额的1%左右。第四,外汇期货交易都在交易所由会员之间代理交易、清算所负责清算,只交纳保险金,交易风险很小。第五,外汇期货的参加人双方都要按规定交足保证金,成交后委托人要向交易所会员交纳手续费。

而远期外汇买卖则是在无形市场上交易、价格、币别、金额、清算日期、交易期限等均是协商的,签定远期外汇买卖合同都要合同金额交付等等。

外汇期货的保值作用如下:例如某公司有一笔日元闲置,它将其兑换成美元存入银行(美元利率高于日元)以取得高收益。同时为防止在一定时期内(如六个月),美元汇率下跌而日元升值使公司受损失,它可在外汇期货市场上以日元卖出美元期货(美元空头)。六个月后,美元对日元汇率果然下跌,此时若将美元在现汇市场上兑回日元必受损失。这时可通过在期货市场上做一笔相同期限的美元多头,即以预先已定的汇价低于现汇价买回美元期货合同,把原做的一笔美元空头期货合同交割,以获取盈利,用于抵补现汇市场上的损失。用这种方法达到保值的目的。

二是外汇期权交易。外汇期权的历史较短,标准化的外汇期权出现于七十年代,八十年代发展遍及各主要国际金融中心。所谓外汇期权是指在外汇期货交易中,第一,银行为合同签署人,是作为出售期权合同的一方;企业(一般企业,也可以是银行)是作为购买合同的一方即合同持有人。第二,外汇期权可分为买权,即买方期权(也叫看涨期权)和卖权,即卖方期权(也叫看跌期权);第三,期权是指一种权力交易,外汇期权买卖是指一种可以买卖选择权的权力。也即合同持有人具有执行或不执行合同的选择权力。即一特定的时间内按协定

汇价买进或不买进、卖出或不卖出一定数量外汇的权力。第四、合同持有人在向银行购进合同时还要交纳期权费。如合同持有人在情况对他不利时,他可以放弃执行合同的权力,而只损失期权费。第五、有合同持有人在情况对他有利时,则执行合同。比如他买的是看涨期权,他就有权在合同期满时或在此前按规定的汇率(即协定价格)购进一定数量的外汇,出售期权合同在一方(即期行)必须服从。如果购买的是看跌期权(即卖权),他就有权在合同期满时或在此前按规定的汇率(即协定价格)卖出一定数量的外汇,出售期权合同的一方,必须服从。

外汇期权可分为欧式期权,即只能在合约期满时执行的期权;美式期权、即可以在合约有交期内任何一天执行的期权。后者比前者有更大的灵活性,但期权费较高。

外汇期权交易作为一种避免汇率风险的手段,同传统的远期外汇交易相比有很多的优点,表现在:第一,外汇期权具有更大的灵活性,企业持有期权合同购买的只是一种权力。但不一定要执行。在汇率变动中,企业可以按对自己有利的方式做出选择。而期汇则必然按合同执行。第二,外汇期权可以选择不同的约定汇率。而远期外汇交易规定只能选择按当时汇价减一定的贴水,或折价买进或售出。第三,在外汇交易不确定的情况下,期权可以避免汇率方面的风险。如某公司投标一项国外工程建设,但不能肯定是否中标。此时它可以用一项卖方期权进行保险。如果未中标,期权就不执行,只是损失一小笔期权费。如果中标并获得外汇,期权合约就可以保证按约定汇率将所得外汇售出,从而防止了汇率变动的风险。

3. 外汇买卖业务的发展与创新

这里所指的是外汇买卖中交易工具的形式的发展和创新。自有外汇买卖以来,交易工具的形式经历了多次的转变。长期以来作为国际间的货币兑换传统形式已由即期交易和远期交易两种外汇交易形式所代替。并派生出调期交易、择期交易、期货交易和套汇、套利等诸多外汇交易形式。从1978年开始出现的外汇期权交易,与外汇期货交易和调期交易联合运用,大大地发展了外汇交易,完善了现汇和期汇的不足。目前,世界各大银行都在现有外汇期权方式的基础上,创造了许多既能最大限度地方便客户,又能使银行等金融机构赚取更多的收入的新型外汇交易工具。

我国随着经济的发展和外汇管理体制的深入改革,外汇市场的进一步发展和完善,国际上的外汇交易形式的创新必将被我所用,我国迟早也会加入创新的行列。

(1) 与期汇相结合的创新。

第一种,可变式远期外汇买卖。可变式远期外汇买卖与可转期权的远期外汇买卖类似,综合了传统的期汇买卖和外汇期权业务的优点,能使客户得到更多便利和利益而且使可能的损失受到限制。可变式期汇交易或可转期权的期汇交易的做法包含以下内容:①订立一个期汇交易合约,但允许用期权来“打破”它。②期权交易的佣金就包含在正常的远期汇率之内,而不必另付。③事先约定一个固定汇率,当市场汇率低于协议汇率时,客户不承担损失。④规定一个破约汇率,当客户认为市场形势有利于自己时,可以打破原交易协议,自己在市场上进行买卖,而只承担协议的固定汇率与破约汇率之间差额的损失。

第二种,分利式远期外汇买卖。分利式远期外汇买卖也是把期权与期汇买卖两种做法

结合在一起的一种创新工具。不过,它较之可变式期汇买卖更为灵活。其做法是:①客户与银行商定一个期汇交易的最低价。市场汇率低于这一界限时,客户可以受到保障。这样,只要市场汇价超过最低价,客户即可稳得盈利,但客户所得的利益必须与银行“分享”。②客户与银行分享盈利的比例可根据双方对市场前景的判断在客户选定最低价时决定,也可由客户先提出分享比例,再由银行提出最低价。一般而言,客户要求分享的比例越高,当市场汇价跌破最低价时其得到的保障就越少。③计算分享比例时,即已将应交佣金包括在内,故客户无需再向银行交付佣金。

第三种,定幅度的期汇买卖。定幅度的期汇买卖是沙乐蒙银行的一项创新。它的目的在于能使客户在汇率高低不定的情况不仍获得相对稳定的价格。其做法是:①客户与银行签订合同,规定汇率波动幅度的上下限。在此幅度内,如果汇率上升,客户可以享受好处;如果汇率下跌,客户可以得到银行的保障。②汇率幅度的上下限的一端和合同期限由客户选定,另一端则由银行根据对市场的观测选定,并将客户应付佣金的差额也计算在内。③合同到期时,如果市场的汇价在幅度之内,客户就可以按市价买卖;如果汇价已超过幅度,客户可以按事先商定的上限或下限买卖。

第四种,固定利率差额的期汇买卖。固定利率差额的期汇买卖,是东方汇理银行的创新。它的特点是:客户向银行办理期汇买卖时,不考虑货币本身汇率的风险,而就远期两种货币的存款利率差额签订合同。如果到期时,利率差额扩大,由银行承担损失。在货币的选择上,除了一方必须是美元外,另一方可以任意选择一种货币,如香港银行现已办理美元/港币和日元/美元两种业务。为与一般远期利率合同区别,这种合同到期结算一般不采取费用内扣的办法。

(2)与期权相结合的创新。

第一,圆筒式定顶定底的期权交易。圆筒式定顶定底的期权交易是花旗银行的一项创新。在这种交易中可以少付一部分费用而仍得到汇价方面的保障,只是必须放弃一部分应得利益为代价。具体做法是:①客户在买进一项期权的同时,卖出另一项同金额、同期限但不同价格的期权。②以买进期权应付的佣金额与卖出期权应得的佣金额,客户实际上只需向银行交付很少的金额。③客户可根据自己愿意承担风险的程度或预备放弃盈利的限度,调整两项期权的价格,分别作为“顶”和“底”。这样做得好的话可以完全不付佣金,甚至能从银行赚得少量佣金。④买进的期权仍按定价受到保障,汇价低于它的,客户可不承担损失。

第二,复式期权。复式期权是标准渣打银行最先实际的。其做法是:对客户已购买的期汇买卖期权再提供一个期权,使客户有权再以预定的汇价和限期买进第二个期权,但客户也可以不买,即不承担必须购买的义务。

实行复式期权,第一期期权收费比正常期权收费要低得多。但这种服务多是为投标客户提供的,一旦客户中标,其须支付两次期权费,故所付期权费用总额往往大于正常期权。但客户一旦中标,目的达到,其盈利足以支付这些费用。

第三,与投标相关的期权创新。为了为投标的客户提供保障,除复式期权外,不少银行也推出了一些便利投标者的做法,主要有:①投标期间买汇的期权。这主要是为那些中标率很低的投标者提供的服务。其内容与客户中标与否高度相关。银行先为客户在投标期的外

汇价提供担保,如果客户未中标,担保自动取消;如果客户中标,则按正常期汇交易的原则处理,客户必须按预定汇率结算,不能像期权交易那样,因市场于己有利而放弃担保汇率的远期买卖。②出口投标防止风险的期权。这与“投标期间买汇的期权”的做法相似,其不同之处在于:如果客户中标,在汇率不利时可得到保障;如果未中标,银行退回预付费用的半数,但客户须放弃因汇率有利而获益的机会。③投标中分担权益的期权(SCOUT)。这一创新已对原有期权的概念做了全而的突破。银行将期权卖给招标人,招标人再将之转卖给各投标人,费用由各投标人分担。这种做法一方面可使招标人获得更有竞争能力的投标,从而能在更多的投标中进行选择,另一方面可使投标人只用正常价格的一部分就能买到期权,从而取得保障,得以更大胆的投标,故招标和投标双方都乐于接受。

(3)与“互换”有关的创新。

①固定利率货币互换交易。固定利率货币互换交易,是指双方当事人各以自己持有的货币固定利率的利息与对方持有的另一种货币的固定利率的利息交换,以便把一种货币的债务有效地转变为另一种货币的得到充分保值的固定利率的债务。这种交易一般包括“本金的初期互换→利息的互换→本金的再次互换”三个基本步骤。按互换市场的标准做法,第一步是双方协商定的汇率互换本金。这种互换可以是名义上的,即无本金的互换,也可以是实实在在的本金的相互划拨,最重要的是确定各自本金的金额,以使将来计付利息或再换回该项本金。本金金额确定后,即可进行第二步,即双方按交易开始时议定的各自的固定利率,以未偿本的企业金额为基础,相互用对方的货币向对方支付利息。合约到期日,再进行第三步,即双方再换回交易开始时互换的本金。这可以用一个假定的例子来加以说明。

②利率互换交易。利率互换交易与货币互换不同,它是指持有同种货币的交易双方,以协定的本金为计息基础,一方以固定利率换取另一方的浮动利率。双方仅交换利息,而不进行本金的互相转移。通过这种方式,当事人可将其固定利率的资产或负债换成浮动利率的资产或负债(或者相反)。交易双方的目的都在于降低借用资金的利息开支,并得到自己希望的利息支付方式(固定或浮动)。这也需要以银行或其他金融机构为媒介进行。

利率互换交易中,双方的现金支付(付息)是受事先签订的法律合同制约的。而且因本金不动,双方的信用风险仅被限制在从对方收到的利息总额之内,如果一方违约另一方也可停止支付。再者,双方彼此对对方的信誉感到不安,还可以借助信用证、抵押或其他担保形式得到额外的保护。因此,这种交易是比较安全的,而且程序简便易行,故很受一些客户欢迎。

第六章 世界主要外汇市场

二十世纪七十年代以前,庞大的国际外汇市场体系已基本形成。世界主要外汇市场如伦敦、纽约、苏黎世、法兰克福、巴黎、东京,它们构成了国际外汇市场体系的基础。

进入七十年代中期以来,东方的香港、新加坡异军突起,国际经济贸易的迅速发展和电子科技革命的促进,使这些市场中,既存在传统的国际性外汇业务市场,又有创新的国际性外汇新兴市场。国际外汇市场到处呈现出许多新的特点

第一节 世界外汇市场概述

一、世界外汇市场从空间和时间上联为了整体

七十年代以来,世界主要外汇市场分布于欧亚美洲,从而使东西方各地的外汇市场的营业时间相互衔接,加上现代化的通讯设备和电子计算机在国际金融业上的联合运用,使全球外汇市场一天 24 小时都在开放营业,连续不断地进行交易,逐步使全球形成一个“统一的市场”

从外汇市场的营业时间看,除个别国家外,从星期一至星期五连续开放,都在营业。从欧洲看,由于英国将格林威治时间改行欧洲标准时间,英国与欧洲各国间的一小时时差已不复存在,因而欧洲各国已形成一个大规模的统一市场。欧洲以上午 9 时开始营业;以后顺序是旧金山、东京、香港、新加坡、孟买、中东外汇市场陆续开业。每天,东京、香港外汇市场即将收盘时,伦敦等欧洲外汇市场又重新开市了,并逐步形成夜间营业,如此,使世界外汇市场形成一个遍布全球各地相互间有机联系的巨大网络,国际金融业务获得了空前的拓展。

二、世界外汇市场交易规模迅速膨胀

近十几年来,国际外汇市场的交易规模在迅速扩大,国际外汇市场体系中的格局也在不断的变化,竞争促进了发展。

据统计资料,1977年,世界各主要外汇市场的年交易总量为26万亿美元。其中,伦敦每日交易量290亿美元,法兰克福的日交易量为240亿美元,苏黎世市场为180亿美元,荷兰的阿姆斯特丹是90亿美元,纽约为80亿美元,巴黎为50亿美元,而日本东京市场上只有不到20亿美元的日交易量。

八十年代以来,各国外汇市场有了迅猛的发展和变化。到1987年底,整个国际外汇市场的日交易量已达到3000亿美元。年交易总量达到100万亿美元以上。无论从日交易量和年交易总量都是成几倍的增长。

与此同时,外汇市场的格局也发生了明显的变化。七十年代末期,世界主要外汇市场的格局按交易量顺序排列是:伦敦、法兰克福、苏黎世、阿姆斯特丹、纽约、巴黎和东京。进入八十年代,东方突起,格局骤变。除伦敦仍居榜首外,1984年伦敦居第一位,日交易量为490亿美元;纽约跃居第二位,日交易量为350亿美元;苏黎世超过法兰克福居第三位,法兰克福退居第四位。从1986年开始,国际外汇市场格局开始发生根本变化:即东京等远东外汇市场的崛起。1986年3月,东京外汇市场日平均交易量陡升到480亿美元,仅次于伦敦和纽约,居第三位。1987年8月,东京市场日平均交易量已上升到900亿美元,超过纽约市场,跃居第二位,而且几乎与伦敦外汇市场相等。与此同时,香港、新加坡外汇市场也获得突飞猛进的发展。外汇市场格局的剧烈变化,极大地促进了交易规模的迅速扩大。

三、世界外汇市场金融创新层出不穷

浮动汇率制度实行以来,由于国际资本流动的自由化;世界经济发展的不平衡;各国经济实力和国际收支状况的变化等原因,国际外汇市场的汇率频繁波动,动荡不定,从而大大增加了国际经济活动中的汇率风险。比如,1980年,美元与日元的汇率约为1美元兑换257日元,1989年初,1美元仅能兑换130日元,到1994年8月,1美元竟仅能兑换日元100元左右。汇率如此大起大落,对国际经济的影响很大。

面对这种情况,国际外汇市场不断涌现各种防备汇率风险的金融创新。如:外汇期权交易;货币互换交易、货币互换与利率互换相结合的混合互换交易;甚至把外汇市场与国际货币市场联系起来。这些对稳定国际商业交易成本、防备汇率变动风险,起到了重大作用,从而使整个外汇市场的发展,进入了更高的领域。

四、世界外汇市场上政府干预加强

为了控制及影响本国货币汇率的变动,各国中央银行对外汇市场进行直接干预,这在布

雷顿森林固定汇率体系下是一种义务。在浮动汇率制度下,各国中央银行仍然把它作为一种重要的工具和手段,使本币汇率维持在符合本国利益的水平上。特别是1985年9月,西方五国财长会议,决定引进国际协调汇率机制、联合干预外汇市场,避免汇率剧烈变动给各国经济带来损害之后,各国中央银行的联合干预更加成为国际市场上影响汇率走势的强大力量。这是近些年来国际外汇市场出现的又一崭新特点。

五、世界外汇市场间汇差日趋缩小

由于通讯技术的现代化,使世界各地的外汇市场都能畅通无阻地进行交易。尤其是快捷迅速是当今外汇交易的特点。欧美对远东的外汇交易,只要拨动对方的电传号码,顷刻之间就可以与对方国家的银行做成交易。电脑系统的出现,使电传自动化成为现实,传递交易、信息更加快速,一变以往传统的闭塞、迟缓的历史,从而使各外汇市场的汇率差异越来越小。传统的利用不同外汇市场汇价差异进行套汇活动也大大减少,甚至成为不可能。

第二节 纽约外汇市场

纽约外汇市场是世界第三大外汇市场。美国国内的其他外汇市场,如芝加哥、旧金山、洛杉矶、波士顿、底特律和费城等城市,其外汇交易量很小,而且都需经由在纽约的各银行总行或分行来进行。

一、构成

在美国并没有指定的经营外汇业务的银行。在纽约,外汇市场主要是由在纽约的美国大商业银行、外国银行在纽约的分支行以及一些专业的外汇经纪商组成。在纽约外汇市场上活动的商业银行约有180家,约占美国全国银行总数的1%。其中有50家银行是进行大量、活跃地进行外汇交易的大银行,是外汇市场的主导者;其余的130家银行主要服务于客户,一般不承担外汇风险,向大银行抛出多余头寸,补进短缺头寸。

纽约外汇市场既是国内外汇交易的中心,也是重要的国际性外汇市场。纽约外汇市场,实际上是由三个层次的市场所组成:第一层次是银行与商业客户之间的外汇交易市场;第二层次是纽约银行间的外汇交易市场;第三层次是纽约各银行与国外银行间的外汇交易市场。

1. 银行与商业客户的外汇交易市场

在纽约,经营与商业客户的外汇交易的银行,主要有花旗银行、纽约化学银行、大通曼哈顿银行、制造商汉诺威银行和摩根担保信托银行等。纽约市场上9时开始营业,会不断接到商业客户买卖外汇的要求。商业银行为满足顾客的外汇需要,必须在外国银行持有外汇存款。因此,各银行都设有外汇交易室,配有许多外汇交易员,进行外汇买卖实务。纽约外

汇市场于上午 9 时开业,下午 4 时结束。但目前全球各地一天 24 小时都有外汇开放业务,因此,许多银行在营业时间之外都留有人值班,以随时接待业务和掌握汇率的变动信息。

纽约外汇市场的银行与客户的外汇交易即期外汇交易,一般大额交易在成交后两个营业日交割,若遇假日则顺延。远期外汇交易通过签订远期合同,其交割日约定为一定时期后的某一日或约定在一段时间内的任何一日。

美国的工商企业的外汇交易有一个独特的特点,即除了进行金融期货业务而同银行进行外汇交易之外,其他的外汇交易很少。据中央银行统计,在银行同商业客户的外汇交易中,约有 20%是同芝加哥的“国际货币市场”的客户进行的交易。其原因是因为美元是国际货币,美国企业在进行国际交易时完全可以直接使用美元,而不必使用外币计价结算。

2. 纽约各银行间的外汇交易市场

根据 1987 年 5 月英国《欧洲货币》提供的资料,纽约外汇市场银行间外汇交易的主要经营银行有花旗银行、大通曼哈顿银行、制造商汉诺威银行、纽约化学银行和欧文信托银行。纽约各商业银行间的外汇交易,一般都是通过外汇经纪商来进行的。在纽约有 8 家大经纪商,它们的任务是从各银行取得外汇买卖的报价,安排各银行间的买卖成交。

纽约外汇经纪商的中介活动,有其明显的特点:①美国政府对外汇经纪商的营业,没有规定应遵守的条例,因此,经纪商不为其安排的外汇交易承担任何财务责任;②纽约经纪商的中介服务效率是很高的,它与每家大银行都有直接的通讯联系,而且由自己负担所有通讯设施的投资和运行费用。它的收入是向服务对象的银行收取佣金;③经纪商之间存在十分激烈的竞争。由于经纪商都在争夺同银行的中介服务,而银行往往可以径直与国外银行交易,因此,经纪商竞相降低佣金的收取标准。为了生存和维持更多的收入,它们一是靠改善服务,提高信誉,争取更多的业务;二是靠发展相关的业务,如银行同业拆借的中介服务;三是努力拼搏,如对于交易不活跃的货币,特别是纽约市场的下午,一般交易清淡、缺少报价。如果询价银行确实需要买入或卖出该种货币,经纪商就要不惜代价,立即向许多银行寻求该种货币的买价和卖价,并安排交易成交。这种寻求市场的能力,是经纪商在激烈竞争中成败的关键之一。

商业银行通过经纪商进行买卖,主要优点一是可以得到最好的报价;二是可以保密。通常的情况是经纪商接受银行的委托后,以最快速度将某种外汇的行市和数额告诉顾客。但只有在成交之后,经纪商才将买卖双方的银行名称和地址告诉对方银行,安排交割。

美国纽约市场上各银行间的资金调拨往往利用联邦储备电传资金调拨系统或纽约票据交换所资金调拨系统(CHIPS)。但从美国某地甲银行调出资金经由 CHIPS 至伦敦或新加坡等地乙银行在美国另一某地丙银行内的存款帐户时,需要将丙银行的 CHIPS UID 代号及乙银行在丙银行的存款帐号,早一天通知甲银行。否则该调拨须经联储电传资金调拨系统在指定日才能照拨。

3. 纽约各银行与国外银行间的外汇交易市场

纽约外汇市场是国际性外汇市场。纽约各银行与国外银行频繁的外汇交易是不言而喻的,但这些交易一般并不通过经纪商而是由银行直接向外国银行相互询价和报价并直接进行交易。

纽约各银行的对外外汇交易,通常也是为了调节外汇头寸。比如外国银行向其顾客买入了太多美元时,就需要在纽约外汇市场上出售美元以购进所需的货币。若外国银行需要美元以满足顾客的需要,而且该国货币在纽约交易旺盛,则外国银行可能会在纽约外汇市场上以优于本国市场汇率的汇率出售其通货,并购进美元。类似这种情况,外国银行都会主动向纽约银行直接询问美元对本币或美元对有关货币的买卖价,纽约银行则报出买卖价,如认为合适即可成交。同样地,美国纽约各银行若有外币需求或外币超买,需要调剂,也可主动向国外银行询价,并直接买卖。

纽约各银行同外国银行外汇交易的交割,即期交易在两个营业日内完成,远期交易一般按月计算。但交割日必须是双方银行共同营业日。

国际间的资金调拨一般通过“国际间电传资金转拨系统(SWIFT)”进行。这个组织成立于1973年,其业务交换中心分设在比利时的布鲁塞尔,荷兰的阿姆斯特丹和美国弗吉尼亚州的Culpepen三地,拥有51个国家和地区的1350家会员银行。SWIFT系统优点是通讯迅速、保密、费用较低,便于国际外汇银行间的资金调拨、汇款、开出或修改信用证、货币兑换、跟单汇票托收、授权付款、查询往来银行帐户余额、存放款业务以及债券交易等。其业务处理一律采用标准化和电脑自动化。

二、交易的币种

纽约外汇市场的交易货币,除美元外,按其交易比重分别顺序为德国马克、英镑、瑞士、法郎、加拿大元、日元和法国法郎等。由于地缘关系,加拿大元在纽约外汇市场上的地位十分重要;中南美洲各国如墨西哥比索、阿根廷比索等,在纽约外汇市场上也有一定的交易量。

从这些货币的交易方式看,纽约市场的即期外汇交易约占全部交易量的64%;远期交易只占6%,调期交易占30%。纽约外汇市场上远期交易之所以不活跃,其原因在于该市场传统上同欧洲货币市场联系不很紧密。

从这些货币的交易总规模来看,银行间的交易额占总交易额的90%以上;银行与客户之间的交易额仅占不足10%。因此,纽约外汇市场基本上是银行间的市场。

三、市场中的政府干预

美国政府对纽约外汇市场的干预,其主要目的是稳定美元汇率。其途径是通过联邦储备银行和财政部的外汇平准基金来进行的。

1. 联邦储备银行对外汇市场的干预

干预的基本原理是:当纽约外汇市场中美元汇率大幅度下跌时,美国联邦储备银行需用外币买入美元以支持美元汇率;当美元汇率过度上涨时,则需用美元买入外币,以抵制美元汇率。

美国联邦储备银行买入美元所需的外币是通过联邦储备银行与其他国家中央银行之间的货币互换协议来实现的。货币互换协议规定:美国财政部或中央银行可以用在美国联邦

储备银行的存款为抵押品,向他国中央银行借入干预用的外币。在实际业务中,这些美元存款通常转换成美国国库券。实现这种货币互换协议,需要做如下几种交易:

(1)美国联邦储备银行和财政部与外国中央银行间的交易。第一步由美国联邦储备银行以存款形式支付给外国中央银行美元抵押品;第二步由外国中央银行将该美元存款用于购买美国国库券;第三步由美国财政部将卖国库券所得到的外币存入联邦储备银行,从而使联邦储备银行获得了干预外汇市场的外汇。

(2)美国联邦储备银行干预外汇市场的交易。具体方法是:联邦储备银行用外币向外国的商业银行买入外国银行存在美国商业银行的美元存款,而使外汇市场上的美元供给减少,外币供给增加,美元汇率就会有所上升。

(3)美国国内货币市场的调整。为防止干预行动引起通货膨胀或通货紧缩,美国联邦储备银行和财政部实行封闭型干预,利用国库券买卖进行调整。具体方法是:①财政部用在联邦储备银行增加的存款向美国的商业银行买入国库券,从而在帐务上表现为财政部在联邦储备银行存款的减少;②美国商业银行卖出国库券,增加在联邦储备银行的准备金;③联邦储备银行中的财政部存款减少,商业银行的准备金增加。

2. 外汇平准基金对外汇市场的干预

美国财政部外汇平准基金(简称 ESF)成立于 1934 年,旨在固定汇率制下干预外汇市场,维持美元汇率。外汇平准基金是一个相对独立的实体,有自己的资金来源,并在联邦储备银行开设了帐户。基金的绝大部分资产是由特别提款权和不可议付的美国国库券组成的。

外汇平准基金干预外汇市场的影响,主要取决于它所使用的资产:

(1)如使用特别提款权,就按照动用特别提款权的方法,将特别提款权和相应的美元通过国际货币基金组织卖给有关国家的中央银行,然后买入用于干预外汇市场的外币。

(2)如果使用国库券,则可能有两种方法:①外汇平准基金直接将国库券卖给有关国家中央银行;②通过公开市场业务出售给联邦储备银行。无论那种方式,只要外国中央银行买入美国国库券,都可以使外汇平准基金直接或间接地获得干预用的外国货币。外汇平准基金获得外币后,通过与商业银行的外汇交易卖出外币,买入美元,支持美元汇率。当美元汇率大幅度上涨时,外汇平准基金则卖出美元,购入外币,抑制美元汇率的上涨。其对外汇市场的干预行为,与联邦储备银行基本相同。

以上两种机构的外汇市场干预,必须是在外国中央银行的配合下进行。也就是说,如果是为了支持美元,外国中央银行愿意承受本国通货膨胀的压力;同时,由于外国中央银行以美国国库券形式持有美元,对市场的干预通过美国国内货币市场的调整,不会对美国经济产生扩张性影响。

美国政府对纽约外汇市场的干预,主要在即期市场,而且就干预所涉及的外国货币范围看,主要是北美和欧洲,偶尔涉及远东市场。

第三节 伦敦外汇市场

一、形成与发展

伦敦外汇市场是全球历史最悠久、交易规模巨大的国际性外汇市场。

伦敦外汇市场是在第一次世界大战前就形成并发展起来的。当时,英镑作为重要的支付工具广泛运用于国际贸易结算。因国际贸易往来产生英镑与其他国家的货币的频繁兑换、买卖,形成了伦敦外汇市场。随着世界贸易和世界经济的发展,伦敦外汇市场迅速发展起来,并在全球居首位,为世界最大的外汇交易市场。在第一次世界大战期间、1929年世界经济危机和第二次世界大战期间,英国实行了外汇管制,伦敦外汇市场的成长受到抑制。而纽约外汇市场由于布雷顿森林体系对美元国际地位的确立而迅速发展起来。为了与纽约外汇市场竞争,英国从五十年代末期开始逐渐放松外汇管制,伦敦外汇市场又重新获得生机。六十年代,欧洲货币市场首先在伦敦市场形成,极大地促进了伦敦外汇市场的发展。

1979年10月,英国政府宣布完全解除外汇管制,英国居民完全可以自由使用和保留外币,可以在英国或海外开立外币帐户,可以对外投资或外币存款不必通过指定机构。伦敦外汇市场成为基本上完全自由的市场,外汇交易量也因而不断增长,并以交易效率高、货币种类多、交易设施先进以及拥有一大批训练有素、经验丰富的专门人才而闻名。

七十年代后期和八十年代,纽约和东京外汇市场突飞猛进,香港、新加坡紧随其后,外汇交易蓬勃发展,交易规模迅速增长。按外汇交易量的各国排位在不断的更变。但伦敦日外汇交易量猛增至1000亿美元,在全世界各外汇市场仍排列第一位,雄冠全球。

二、构成

伦敦外汇市场由经营外汇业务的银行、外国银行分行、外汇经纪商、其它经营外汇业务的非银行金融机构和英格兰银行构成。

伦敦外汇市场有250多家外汇指定银行,包括清算银行、商人银行。其中世界100家最大的商业银行几乎都在伦敦设立了分行。它们都为顾客提供各种外汇服务,并相互间进行大规模的外汇交易。

伦敦外汇市场上的外汇经纪商在第二次世界大战前就有40家,1951年外汇市场重新开放,由于英格兰银行的坚持减少为9家。目前又发展到90多家,这些外汇经纪商组成了外汇经纪人协会,支配了伦敦外汇市场上银行间同业之间的交易。

英格兰银行是英国的中央银行。它具有行政、经济和政治多项职能。①它参与外汇市

场的目的在于通过制订和颁布一系列条例对外汇市场进行干预、管理和监督,维持正常的交易秩序;②它的经济职能是通过在外汇市场上买卖外汇,维护英镑汇率的稳定。有时也代外国政府、中央银行和其他国际金融机构买卖外汇。③英格兰银行替英国政府管理外汇平准帐户,该帐户集中了英国所有的外汇储备。当英镑汇率出现大幅波动时,它就会通过某一家商业银行进行干预,稳定英镑汇率。有时竟直接干预,对外汇经纪商给出它所愿意接受的汇率。④公开宣布将要买入或卖出外汇的数量,以影响市场参加者的心理,加强干预的效果。

三、交易

伦敦外汇市场的交易,存在许多特点:

第一,伦敦外汇市场是一个抽象的无形市场,其外汇交易不存在具体的买卖市场,所有交易都是通过电话、电传和电报进行。

第二,在伦敦外汇市场上,经营外汇买卖的伦敦银行有一个约定,即伦敦银行间的外汇交易只通过经纪商成交。这种情况一直延续到1980年1月。此后,伦敦银行之间可以直接成交,但大部分交易仍依习惯通过经纪商。

第三,伦敦银行与海外银行之间的交易则是通过银行的交易员直接交易。历史悠久的伦敦外汇市场,造就了一批各国无法比拟的高水平的外汇交易员。他们既能随时掌握最新的汇率,又能善于通过复杂多变的行情变化观察和分析汇率的发展趋势。他们既要使其报价在外汇买卖差价的幅度上具有竞争性,又要在市场一旦发生突然对自己不利的变化时,能尽快摆脱困境。

第四,伦敦市场上的交易货币几乎包括所有可兑换货币。规模最大的是英镑对美元的交易,其次英镑对德国马克、瑞士法郎、法国法郎及日元的交易。但美元对马克、马克对瑞士法郎等多边交易,在伦敦外汇市场上也普遍存在。

第五,伦敦外汇市场的营业时间,由于英国改行欧洲标准时间,同欧洲大陆的外汇市场一致,上午欧洲标准时间9时开市,下午5时左右收市。由于伦敦外汇市场居于世界时区的适中位置,在一天的营业时间里与世界其他重要外汇市场都能衔接。每天营业开始,首先和东京、香港和新加坡外汇市场交易;不久,欧洲市场接着进行交易,中午过后,又面临纽约等美洲的外汇市场开市。这是伦敦的特点之一。

伦敦外汇市场上的外汇交易种类几乎无所不包,如即期外汇交易、远期外汇交易、套汇、套利交易及调期交易等等。但远期交易不如纽约活跃。像其他国际外汇市场一样,伦敦也存在大量的外汇投机交易,它活跃了外汇交易市场,但也成为伦敦外汇市场动荡的重要因素。

第四节 东京外汇市场

东京的外汇市场有两个特点:一是东京外汇市场几乎揽括了全日本的外汇交易;二是东京外汇市场是仅次于伦敦的世界第二大外汇市场。

一、形成和发展

五十年代以前,由于日本实行严厉的外汇管制,几乎任何外汇活动都是禁止的,外汇市场实际上是不存在的。1952年7月,日本外汇管理制稍有放松,东京外汇市场开始形成。

1964年,日本加入国际货币基金组织,日元成为可兑换货币,东京外汇市场外汇管制再次放松,到七十年代末,随着日元国际化的进展,外汇交易逐渐走向自由化和国际化,但由于日本的外汇管制仍相当严格,因此,东京外汇交易业务还是不很活跃,外汇交易额每日平均不足20亿美元。

直到1980年12月,东京外汇市场发生了根本性的变化:日本政府废除了旧的《外汇法》和《外资法》,颁布了《新外汇法》,对外汇交易从“原则上禁止”转变为“原则上自由”。1984年2月与美国签订了《关于金融自由化和日元国际化现状与前景》协议,撤销了“外汇实需原则”,即一般个人和企业在与外汇银行进行外汇交易时,必须有外汇的实际需求的原则。规定日本居民不受最高限额限制,可以自由兑换外币,自由购买外国金融资产和对外直接投资。与此同时,所有银行包括外国银行都可以在日本国内经营一般的外汇交易,购买日本股票,经营日本各类债券等,从而使东京外汇市场获得了迅猛的发展。到1986年3月,东京市场每日平均外汇交易额陡升到480亿美元,仅次于伦敦,纽约市场,居第三位。

1986年12月1日,东京离岸金融市场建立,由于金融资产交易量扩大,外汇交易也大幅度增加。与此同时,由于日本经济的发展,对外贸易的加强,出现了巨额贸易顺差和日元升值,日本政府鼓励资本向海外输出,兑换外币和购买外国金融资产均可在东京市场进行,这样就导致了东京外汇市场交易规模的迅速膨胀。到1987年8月,东京外汇市场每日平均交易额已升到900亿美元,几乎与伦敦市场并驾齐驱,超过纽约市场,跃居世界外汇市场的第二位。

至此,东京外汇市场与伦敦、纽约外汇市场一起,分居三个不同时区,占据全球外汇交易量的80%,形成国际外汇市场新的格局。

二、构成

东京外汇市场的构成成员,主要是由外汇银行、外汇经纪商、非银行客户以及日本银行。在日本,根据《外汇及外贸管理法》的规定,外汇交易原则上必须通过外汇银行进行。目

前外汇银行共有 247 家。其中除东京银行是基于《外汇银行法》而受大藏大臣认可的专业外汇银行之外,其他银行都是依法受大藏大臣认可的、可以办理外汇业务的外汇指定银行。它们包括 12 家都市银行、3 家长期信用银行、10 家信托银行、61 家地方银行、49 家相互银行、31 家信用金库、农林中央金库、商工组合中央金库、输出入银行和 77 家外国银行。

东京外汇市场有 10 家外汇经纪商,其中 5 家专门办理外汇经纪业务,以收取佣金为业务收入,其余 5 家兼营外汇经纪业务。

东京外汇市场上的非银行客户主要包括工业企业、贸易商社和其他外汇供求者。其中贸易商社在日本对外贸易和外汇市场中的作用十分突出。日本最大的 6 家贸易商社,控制了日本 50% 的进出口业务,它们拥有全球性的网络联系,是外汇市场上重要交易者。

东京外汇市场与伦敦、纽约外汇市场一样是一个通过电讯系统进行外汇交易的无形市场。

日本银行是东京外汇市场的管理者,它以大藏省代理人的身份参与外汇市场,维持市场秩序和日元汇率的稳定。

三、交易

东京外汇市场有很多特点,表现在四个方面:

1. 市场交易的货币比较单一

由于日本对外贸易的大部分习惯以美元计价结算,所以日元兑美元的交易是东京市场上的主要交易内容,占整个交易量的 80% 以上。随着市场国际化的进程和日本对外交易的多样化,德国马克和瑞士法郎等 15 种货币的交易比重正在逐渐增大,但仍没有超过 20%。交易货币单一化是东京外汇市场上的突出特点。

2. 市场交易种类

东京外汇市场交易种类包括即期交易、远期交易和调期交易三种。即期外汇交易的交割日规定为:银行与非银行客户的即期交易在成交当日交割;银行与银行间的交割日在成交后的第二个营业日交割。远期外汇交易的交割日按月计算,但也有择日交割的交易,期限大多数为 1 个月到 6 个月。在银行与顾客的交易中,期货交易占很大比重;在银行间市场上,期货交易则很少见,但调期交易则较多。由于市场利率裁定的活跃化,调期交易从 1977 年以后显著增长,成为占市场交易总额比重最大的交易种类。

3. 市场交易的汇率

在浮动汇率制度下,东京外汇市场的汇率根据外汇市场上各个时点的外汇供求平衡关系自由变动。外汇交易汇率分为即期汇率和远期汇率两种,远期汇率报价采用远期汇率与即期汇率的差价即升贴水点数来进行。

自 1973 年 2 月,日元转向浮动汇率以来,日元即期汇率大幅度上升,从 1973 年的平均 1 美元兑换 200 日元上涨到 1991 年的平均 1 美元兑换 130 日元,上涨一倍多。1994 年达到 1 美元合 100 日元左右。其间还经历了许多波动,从而给日本的对外经济交往带来很大风险,但也促使了东京外汇市场的金融创新。

4. 市场交易时间

东京外汇市场的交易时间规定为上午 9 时至中午 12 时为前场交易时间;从下午 1 时半至 3 时半是后场交易时间。营业日与西方市场一样,星期六、星期日及节日是休息时间,停止营业,其他日子为营业日。

四、外汇银行的市场操作

东京外汇市场上的外汇银行进行的外汇交易分为主动交易和被动交易两类:

1. 主动交易

这指的是外汇银行因不同的需要主动向其他外汇银行询价并进行外汇买卖。其目的是:

(1)平衡外汇头寸。外汇银行在日常被动交易中必然产生外汇超买或超卖现象。为了避免遭受汇率变动的风险,银行就必然会主动想办法平衡外汇头寸,主动向其他银行卖出或买入外汇维持外汇持有额的平衡。

(2)谋求银行本身的投机利润。外汇银行除了通过为顾客服务和为平衡外汇头寸参与外汇交易,赚取利润外,还参与外汇的投机交易。外汇银行常常基于自己对外汇行情的预测,有意识地维持在与顾客交易过程中产生的外汇持有额的不平衡,或有意制造某种不平衡,以进行外汇投机,谋取高额投机利润。这种操作一方面容易造成银行本身的风险,一方面会因这种风险引起金融业不同程度的动荡。为了控制,日本政府规定和要求外汇银行在每个营业日收市时,其即期外汇和远期外汇的综合持有额必须控制在一定的限度内,以防止外汇银行过度进行投机操作。

2. 被动交易

这类交易是指外汇银行应客户的要求卖出或买入外汇。所指的客户包括个人和企业,也包括其他银行。在交易中,银行以外汇买卖价之间的差额为经营利润。

五、市场上的政府干预

东京外汇市场上的政府干预(在日本又称“市场介入”)是始于 1964 年。当时日本刚刚加入国际货币基金组织,仍受布雷顿森林体制的约束。1964 年国际货币基金组织决定将汇率浮动幅度扩大,这就造成了日本外汇市场汇率的不稳定,日本政府于是开始了“市场介入”。布雷顿森林体系解体之后,国际货币汇率由固定汇率制改为浮动制之后,日元汇率经常出现激烈的波动。为防止资本外流、制止外汇投机、避免国内经济因受汇率波动带来的不良影响,日本政府在东京以各种方式对外汇市场进行干预。

日本银行介入外汇市场的操作过程分几步:

1. 确定“介入点”和“介入额”

日本银行在介入外汇市场之前,首先进行调查观察,掌握市场交易情况,日元汇率变动幅度和国内外经济金融形势的发展分不开。研究日元汇率变动幅度可能对日本经济产生不

利影响的程度,从而确定“介入点”,一旦达到“介入点”就开始进行市场干预。与此同时,还要确定“介入额”,如果投入介入额太小,则不能影响汇率升降趋势;投入太大又会引起相反的效果。

2. 确定“介入时机”

即实际介入操作的时机,太早或太晚都达不到预期的效果。介入时机的确定通常是由大藏省金融局短期资金科和日本银行外汇局外汇科共同商讨确定的。

3. 介入市场进行操作

这是实际的一步,即由日本银行在远期市场买入或卖出远期外汇以影响即期汇率。如果远期市场上美元供过于求,日元汇率会趋上升,日本银行就介入远期市场以高于市价的价格买入美元外汇,预测到出售美元有利可图,就会抛出美元期汇,同时补进美元现汇,从而导致美元即期汇率的上升或日元汇率的回落,达到干预的目的。

有些时候,日本银行也报出与外汇市场不同的调期汇率,促使外汇市场参与者在套利的情况下进行调期交易,也起到稳定汇率的目的。

4. 行政干预

日本虽然原则上取消了对外汇的管制,但实际上仍然存在许多限制性的规定,特别是一旦出现紧急情况,日本政府有权可以采取法令手段来强制稳定日元汇率。

关于市场干预的资金来源,由于日本政府对外汇市场的干预是通过日本银行以大藏大臣代理人的身份进行的,因此,市场干预的资金能得到保证。一般来自“外汇资金特别会计帐户”。如果不足,还可以动用与美国、德国和瑞士中央银行签订的“货币互换协定”项下的美元、马克、瑞士法郎资金。如需要日元,可以将特别会计帐户所持有的外汇转换为日元,或向大藏省资金运用部借入日元资金。一般来说,日本银行本身就有足够的资金用于一般情况的市场干预。

从1985年9月西方五国财长会议决定联合干预美元汇率并取得成功以后,各国中央银行的共同干预经常进行,这就使得日本银行对东京外汇市场的干预更加强有力。

第五节 法兰克福外汇市场

一、形式和发展

法兰克福是德国规模最大的金融中心,位居德国法兰克福、柏林、杜塞尔多夫、汉堡和慕尼黑五家大外汇交易所之首,也是历史悠久的世界有名的金融中心。从十五世纪初,法兰克福就最先开立货币兑换所,十六世纪末成立证券交易所,到十九世纪已建有100多家银行。外汇市场也具有一定的规模。

第二次世界大战给德国经济造成了重大损失,法兰克福外汇市场也受到严重的影响。战后,随着联邦德国经济的迅速恢复和发展,外汇市场也逐步恢复和发展;国际收支由逆差转为长期顺差,西德马克由软币变为硬币。联邦德国政府实行开放性经济政策,逐步放宽了外汇管制,并于1959年1月实行货币完全自由兑换,使德国的外汇市场得到了迅速发展。

法兰克福外汇市场之所以成为目前德国最主要的外汇市场,除了其悠久的金融历史之外,也与法兰克福是全国银行等金融机构的集中地有关。1957年,联邦德国根据《联邦银行法》成立了德意志联邦银行(Deutsche Bundesbank),即中央银行,总行设在法兰克福。这对法兰克福的地位带来了极大的影响。许多商业银行为了便于与中央银行联系,纷纷在法兰克福设立机构,据统计,法兰克福仅本国银行机构就达150家左右。许多大银行的总行,如德意志银行(Deutsche Bank A·G)、德累斯顿银行(Dresdner Bank A·G),商业银行(Commerzbank A·G)、公共经济银行、柏林法兰克福商业银行、德意志合作银行等都设在法兰克福。有200多家外国银行也来此设立分支机构。如此众多的银行机构成为法兰克福外汇市场交易的重要参加者,从而推动了该市场的扩张和发展。目前,法兰克福外汇交易所的外汇交易量约占德国五大交易所总业务量的一半。

二、构成

法兰克福外汇市场是由德国各银行、地方性银行、外国银行、外汇交易所、外汇经纪人个人客户和德国中央银行构成的。

法兰克福聚集众多的国内外银行机构是法兰克福外汇市场的重要参与者。他们参与外汇交易一是为了代客户买卖外汇以获取营业收入;二是为了调整自身的外汇头寸,避免汇率风险的需要。

在这些为数众多的银行机构中,为首的是三家全能银行(德意志银行、德累斯顿银行、商业银行)、两家地区性大银行(巴伐利亚联合银行和巴伐利亚抵押汇兑银行),特别是各种“土地银行”(即各省的中央银行)和 Girozentrale(地区储蓄银行汇划中心)。设在法兰克福的众多外国银行或分支机构中,美国花旗银行和纽约化学银行所占的外汇交易比重较大。

在法兰克福各银行中,从事外汇交易的外汇交易员扮演了十分重要的角色。他们代表银行和客户接触直接进行外汇交易;他们直接向客户报出买卖价格;提出他们对市场趋势的判断意见。在大银行里,往往针对某种货币的交易,配备专职的外汇交易员,以活跃市场,加强经营和管理。

在法兰克福市场上,外汇交易市场是有形市场,由具体的交易场所(即外汇交易所)构成。银行间的外汇交易是利用外汇经纪人的中介服务,外汇经纪人是法兰克福市场上最活跃的参与者,他们根据银行的委托,在银行间穿针引线争取达成更多的交易,从中收取佣金。由于他们经常掌握了大量的市场信息,对外汇市场有一定的预测能力,并具有敏捷的判断能力和行动能力,往往促成许多大笔的交易。增加法兰克福的交易量和货币种类,也分散了市场风险。除此之外,法兰克福外汇市场上,还有一种是由官方指定的经纪人,他代表中央银行直接负责该市场的“订价”(fixing)活动。

德意志联邦银行是德国的中央银行,也是法兰克福外汇市场的参与者。它对市场的干预表现在:①委托专人参加每日确定马克的外汇汇率;②在法兰克福外汇市场上参与外汇的买入或卖出。包括马克对美元汇率的主要交易和对马克与欧洲货币体系内的其他货币汇率的交易和干预;③中央银行为了影响国际汇率组合,也会对与马克无关的,纯系外币对外币之间的汇率进行干预,但一般规模较小。据资料统计,中央银行进行外汇市场的干预,70%是即期外汇,30%左右是远期外汇。

德国的进出口商和一些跨国公司也形成法兰克福外汇市场上外汇的最初供应者和最后需求者;也包括一些国内外企业和个人的外汇供求者和外汇投机商等。

三、交易

法兰克福外汇市场交易的货币有美元、英镑、瑞士法郎、法国法郎、荷兰盾等货币,以美元的交易量为最大。

法兰克福外汇市场的交易种类有即期交易、远期交易、调期交易、套汇和套利等。

法兰克福外汇市场由两部分组成。一是每天正式的“订价”市场。每天的订价活动是由法兰克福外汇市场的官方指定的经纪人在中午 12 时 45 分,根据在五大外汇交易所营业的外汇经纪人向其口头或通过电话提出的外汇买卖交易委托,确定汇率。如果所委托的买卖不平衡,汇率就相应有所变动,一直到买卖能够平衡;或者,由中央银行进行干预,以吸收过剩的外汇或提供短缺的外汇为止。二是进行一般的外汇买卖。即各有关的外汇经纪人或交易者,根据已确定的汇价,执行客户先前交给他们的关于外汇买卖的委托。

法兰克福的外汇交易额也很可观,从 1979 年日平均 110 亿美元到 1984 年增至 170 亿美元,居伦敦、纽约、苏黎世之后的世界第四大外汇市场。

现代化通讯设备的广泛应用,法兰克福的外汇市场由固定交易场所的交易方式,正向无形市场转变。

第六节 苏黎世外汇市场

一、形成和发展

苏黎世是瑞士的金融和文化中心,也是举世闻名的国际金融市场。早在十九世纪初,苏黎世就发展成为瑞士的经济、金融中心。再加上瑞士是一个传统的中立国,长期政治稳定,经济完全开放,瑞士法郎成为世界上最稳定的货币之一,加上传统的银行保密制度,业务上的优质服务、瑞士国家银行的灵活有效的货币政策,这些都在吸引世界各国资金流入瑞士,

促进了瑞士外汇市场的发展。苏黎世就是在这种客观经济条件下,在原有的基础上加速发展起来的。但是,它成为有影响的国际金融中心是在第二次世界大战之后。

由于瑞士在两次世界大战中是中立国,政局稳定,经济没受到很大损失,而苏黎世外汇市场又以其制度健全,资金雄厚,金融机构众多和优质服务优势受到国际金融界的重视。随着战后欧洲的复兴和欧洲大多数国家实行货币自由兑换,苏黎世越来越显示其重要地位,外汇交易迅猛发展。但是由于瑞士经济规模较小,而在这里寻求“安全地”的国际资金却相对地非常宠在,给瑞士中央银行对货币的控制造成很大压力。为了防止瑞士法郎升值,在六十年代和七十年代,瑞士国家银行曾对资本流入实行了种种限制,致使苏黎世没有随纽约和伦敦的发展而迅速发展起来。进入八十年代,瑞士的外汇管制随着瑞士法郎升值压力的减小而趋于放松,苏黎世外汇市场在欧洲大陆仍处于领先地位。1984年其外汇日平均交易量曾达到200亿美元,居伦敦、纽约之后成为世界第三大外汇市场。

二、构成及交易情况

苏黎世外汇市场是由瑞士银行(Swiss Bank Corporation)、瑞士信贷银行(Credit Swiss)、瑞士联合银行(Union Bank of Switzerland)、经营国际金融业务的银行、外国银行分支机构、国际清算银行(Bank For International Settlement)和瑞士国家银行(Schweizerische Eidgenossenschaft National)所组成。其中,商业银行以及外国银行和国际清算银行因为经营的需要参与外汇交易;而瑞士国家银行(中央银行,总行分设在苏黎世和伯尔尼两个城市,其设在苏黎世的第三部专门负责外汇买卖)则以市场干预者的身份参与外汇市场。

苏黎世的外汇市场,是典型的无形市场,不同于其他欧洲大陆的外汇市场。一切交易都是通过电话、电报、电传直接在银行间进行。交易货币主要是美元。市场汇率是以美元对瑞士法郎为主要汇率,其他货币对瑞士法郎的汇率是由其他货币对美元的汇率折算的。参照纽约和远东前一天的收盘价,并根据各种外汇头寸确定汇率,以直接标价法标价。外汇交易方式以现汇和期汇为主,兼营套汇业务。

苏黎世现钞买卖业务量也很大,估计每年成交量约在20亿瑞士法郎,是世界上少有的现钞买卖中心。

第七节 香港外汇市场

一、形成和发展

第二次世界大战后,在恢复经济的过程中,香港实行外汇管制,限制黄金自由输出。因

此到五十年代,香港经济仍十分困难,只是一个转口贸易口岸。六十年代,一些内地厂家迁往香港建立了棉纺业和轻工业,逐渐带动了香港工业的发展,形成了以纺织、成衣、钟表、塑料、电子等骨干行业的出口主导型轻工生产城市。七十年代,香港金融当局于1973年解除了外汇管制,1974年开放黄金市场,1978年允许外国银行到香港开设分行,这就使香港以更大的活力向以加工工业为基础,以对外贸易为主导,以多种经济为特点的国际贸易和国际金融中心发展。进入八十年代,香港金融业获得突飞猛进的发展,与工业、贸易、房地产并列成为香港经济的四大支柱。

香港金融业得以飞速发展原因主要是:

1. 香港有良好的社会环境和金融环境

香港有着相对稳定的政治、经济和社会环境,法制较健全,能保障市场参与者的合法权益;香港又是一个自由港,资金出入自由、港币兑换自由,税制简单,税率相对较低、拥有发达的金融保险业,同时作为金融管理机构的银行监理会、银行公会,对维持香港金融市场的秩序起到了积极的作用。

2. 香港受外部环境的良好影响

表现在:①七十年代以来,由于现代化技术的输入,香港金融业一开始就装备上先进的设备,为与全球贸易争取了时间,提高了效率;②由于西方经济危机和能源危机的影响,香港成为石油美元的落脚点和东南亚侨资的避风港;③由于地理位置的原因,香港成为伦敦金融市场和纽约金融市场连续24小时营业中承上启下的重要环节,进一步促进了香港金融市场的发展和国际化的进程。

3. 香港金融当局措施得力

八十年代香港金融当局不断推动金融业的自由化,1980年开放黄金期货市场;1982年批准成立金融期货市场;1986年再次修改银行条例,取消了一些限制性条款。这些措施都对繁荣金融起到了积极作用。

目前,香港已是重要的国际金融市场之一。作为组成部分的外汇市场,也十分发达。

二、特点

香港外汇市场比较特殊,在市场的经营机构、市场结构和交易货币上,都有一定特色。

1. 香港外汇市场的交易货币

香港原属英镑区,1935年港币与英镑挂钩,规定固定汇率为1英镑兑换16港元。直到1972年因英镑汇率自由浮动而与英镑脱钩为止,港币基本上随英镑浮动,外汇交易只限港元与英镑兑换,每日成交量仅几百万英镑。英镑浮动后,港币改为与美元挂钩,美元取代了英镑的地位。外汇市场上一变而成为港元与美元之间的兑换业务。1973年香港取消外汇管制后,1974年港币又脱离美元而自由浮动,与世界各国货币的交易增多,从而逐渐向国际化发展。目前香港在外汇交易上的外币交易主要是美元、德国马克、日元、英镑和瑞士法郎。其中对美元的交易一直是占首位,其次是港币对马克的交易。

2. 外汇市场的类型

香港外汇市场是无形的外汇市场,没有特定的交易场所和具体的形式,只是由各商业银行、非银行的外汇交易商以及外汇经纪商,通过通讯工具进行交易。

3. 外汇市场的经营者

香港金融三级制是其金融机构管理的主要特色。1983年7月,香港正式实行新的管理体制,把金融机构分为三个层次。第一层是持牌照商业银行,规定其最低实收资本为1亿港元,可接受任何类型 and 任何期限的存款,是具有广泛存款权的金融机构。其业务范围主要包括各类存款、抵押放款、建筑放款、信用透支、进出口押汇、外汇买卖、证券投资、信托和保险代理等。第二层次是持牌财务公司,最低实收资本为7500万港币,可接受50万港币以上的定期存款,业务具有批发性,其主要业务种类包括包销证券、财务服务、集团贷款和可转让存款证买卖。第三层次是注册财务公司,最低实收资本为1000万港元。不能在香港以外开设公司,只能接受5万元港币和3年以上的定期存款,其业务具有零售性。主要包括各类抵押贷款、股票、债券、外汇、黄金、可转让存款证的买卖、保险代理、信贷财务和租借财务、消费信贷等。

目前,香港有持牌银行151家,财务公司315家。持牌银行中,外资银行116家,中资银行15家,港资银行20家。外汇银行中以美、日、英、法、德最多,外资银行机构数目仅次于伦敦和纽约。财务公司中,持牌公司292家,注册财务公司23家。持牌财务公司几乎都由外资组成,只有很少几家有中资、港资参加。

在香港外汇市场上,几乎所有的商业银行都参与外汇交易,它们构成外汇市场的核心。财务公司也是外汇市场的重要参加者。

4. 香港外汇市场的结构

香港外汇市场的结构比较复杂,总体上包括两个部分:

(1)传统外汇市场。这一市场是以港元兑换美元或其他货币的市场。包括马克、日元、英镑、加拿大元、澳元和东南亚国家的货币。这一类交易主要是由香港的各种对外经济金融活动引起的。诸如对外贸易收入、资本输出输入、黄金买卖等。在这些活动中,交易媒介大部分是美元,因而在港币外汇市场上,港币交换美元的交易占绝大部分。如果需要其他外币时,如西欧货币和日元,一般不用港币直接购买,而是先用港币兑换美元,然后再用美元兑换其他货币,即采用“套购”的办法。

港币币值受外贸的收支影响很大,港币汇率的变动也影响外贸,给外贸带来风险。为保持币值稳定,香港金融当局对港币汇率采取1美元合7.8港币的联系汇率制度,只对外汇市场进行有限度、有弹性的干预,目的在于使港币汇率维持在一个使出口贸易和当地消费都能接受的水平上。由于实行港币对美元的固定联系汇率制,汇率相对稳定。一般情况只有在汇率出现极大波动时,才进行干预。这种干预是在传统外汇市场上进行的。当局的干预一般是多渠道的,通过委托汇丰、渣打、中国银行、巴克莱诸商业银行代为进行。

(2)新发展起来的美元兑换其他货币的外汇市场。也称“海外美元外汇市场”,它是作为港币与其他货币的交易媒介而产生的。它来自境外的机构和设立在香港外资机构对美元的需要。外资金融机构利用香港作为其外汇投机和套汇的中继市场,以填补纽约市场收市后、伦敦市场开市前的空隙。目前,世界各大银行几乎都在香港外汇市场上进行外汇交易,平均

日交易量 100 多亿美元,其中一半以上是美元兑马克的交易,其次是美元兑日元的交易。

三、交易

香港外汇市场上的交易种类主要有三类:

1. 即期外汇交易

香港市场即期外汇交易的经营者是银行、实力较强的财务公司和海外国际银行。按惯例通常是通过外汇经纪商进行。

香港的外汇经纪商分三种。第一种是香港当地经纪商,它们只在香港本地设有机构,在海外没有业务网络,交易只是港币兑美元和港币拆放。第二种是国际经纪商,其总公司在海外,七十年代才开始来香港设立分公司,拓展业务。交易以美元兑其他外币和美元拆放业务为主。第三种是当地成长起来的国际经纪商,它们的总公司设在香港,在海外设有分公司或代理机构,业务除经营当地港币兑美元的交易外,也兼营国际间货币交易。

即期交易中有银行间的交易;也有银行与一般客户的交易。银行与客户的交易包括“顺汇”和“逆汇”买卖。顺汇是银行卖出外汇,客户购买外汇,由债务人将款项交银行购买汇票,委托银行通过在外国的分行,支付一定的金额给债权人。汇付方式包括电汇、票汇、信汇和旅行支票四种方式。逆汇是银行买入外汇、客户卖出外汇,由债权人将国外债权,以汇票方式委托银行向债务人取走汇票上所列金额的款项。银行之间的即期交易规模比较大,或是为了平衡头寸,或者是为了与远期业务一起获得投机利润。

即期外汇交易是开市报价是参考纽约外汇市场的报价而定。港币兑美元的报价是当天交割价;港币对日元、马克、澳元、新加坡元和加拿大元的报价是第二天交割价;其余货币的报价都是第三天的交割价。

2. 远期外汇交易

远期外汇交易在香港是从 1967 年英镑贬值后开始的。实行浮动汇率以后,防避外汇风险的远期业务更趋活跃,被商业客户广泛运用。进出口商为了防止汇率波动给对外贸易造成损失,就利用远期交易将出口远期收入的外汇远期卖给银行。将进口远期支付的外汇远期向银行买入,从而将汇率风险转嫁到银行身上。外汇银行的风险是远期卖出风险与远期买入风险抵销后的“多头”或“空头”风险,通过抛售或补进相应期限和数额的货币头寸,保持外汇交易的平衡来避免。同时,远期业务也时常被银行和其他商人用来进行外汇投机,即预测某种货币汇率可能出现的波动趋势,通过远期外汇交易赚取汇率跳动造成的差额所带来的利润。

远期外汇交易的汇率是运用升贴水点数与即期汇率同时报出的,交割期限以 1 个月至 6 个月的交割价为多。

3. 套汇交易

原来香港外汇市场上的套汇活动一度十分活跃,后来由于通讯工具的发达,不同外汇市场汇率的差异转瞬即逝,赚取利润的机会越来越少。因此这种交易虽然在香港还存在,但已大为减少。取而代之的是调期交易、外汇期权交易的兴起和不断扩大,以及外汇投机活动。

以上几种交易中,除港元与美元的交易外,主要是德国马克对美元、日元对美元和英镑对美元的交易。德国马克对美元的交易中以花旗银行和德意志银行的交易量最大;日元对美元的交易,以花旗银行、大通曼哈顿银行和东京银行为最大;英镑对美元的交易以大通曼哈顿银行、国民西敏士银行和花旗银行的交易量最大。

香港外汇市场的营业实际上没固定时间。名义上是每个营业日上午 9 时开市,也就是纽约外汇市场收市后 4 小时,东京外汇市场开市后 1 小时。但实际上一般提前 15 分钟或半小时就开始报出行市。收市时间也无明确规定,但下午 5 时之后,一般金融机构均已结算掉当天的外汇帐。因此,可以说香港外汇市场的收市时间是下午 5 时。但由于此时伦敦外汇市场刚开市,晚上 12 时纽约外汇市场又开市,使许多银行延长营业时间到次日凌晨。

香港外汇市场的成交额,在亚太地区仅次于东京外汇市场。香港最主要的海外交易伙伴是东京和新加坡外汇市场,香港金融机构与海外金融机构的交易,大约占整个外汇市场成交额的一半左右。

第八节 新加坡外汇市场

一、形成和发展

新加坡外汇市场是在七十年代,发展成为一个新的国际金融中心的。目前,它的外汇市场已成为亚太地区的第三国际外汇市场。其间也经历了一个转折的过程。

新加坡的地理位置十分优越,处于欧亚交通的枢纽。因而长期以来就成为区域贸易中心,金融也相应发展起来。1846 年,外国资本的东方银行在新加坡成立;1856 年、1861 年和 1877 年,有利银行、渣打银行和汇丰银行也相继在新加坡成立了分行。二十世纪三十年代,当地华人银行相继出现,美国、法国、日本、印度的银行也加入了外资银行的行列,中国银行也在新加坡设立了分行。这一时期,新加坡的外汇交易已经初具规模,但银行的外汇交易只是为了满足客户的商业贸易的需求,外汇市场还不发达。

第二次世界大战以后,新加坡外汇市场获得了迅速发展。五十年代,有更多的外国银行在新加坡设立了分行。六十年代,跨国公司在亚洲的扩展,对资金产生了新的需求;1965 年,新加坡独立,经济结构发生很大变化,工业、外贸都发展很快。这一时期,亚洲一些国家和企业因为社会动乱,外逃资金为寻找安全的避难所,某些国家希望在亚太地区设立一个境外美元信贷中心,当时日本和香港都不愿意开辟境外货币交易市场,而独立不久的新加坡却积极谋求成为亚洲美元市场的中心,以带动新加坡经济和金融业的起飞。1968 年 10 月,美洲银行新加坡分行最先获准对非居民办理外币存贷业务,亚洲美元市场形成。这个市场的出现,极大地推动了新加坡经济的发展和外汇市场的发展。

从七十年代开始,新加坡外汇市场进入一个新的发展阶段,迅速向现代化、自由化和国际化迈进。1970年,新加坡政府修订了《银行法》和《外汇管制法》,放松外汇管制。1978年8月1日又进一步完全撤销外汇管制。具体做法是:(1)取消对银行汇到国外款项数额和种类的限制;(2)取消非本地居民不得买卖证券股票的限制;(3)外国投资者拥有自由汇回他们在新加坡投资资本、商业利润和公司股息的合法权益;(4)外籍工作人员可以自由汇出他们的收入和储蓄存款;(5)外资公司或合资企业在地借款不受任何限制等等。外汇管制的取消给新加坡外汇市场的发展提供了极为有利的条件。

进入八十年代,新加坡的金融政策从严格监督转为自我约束,新加坡金融管理局对外汇市场的监督放松;同时,降低外汇交易的经纪佣金,实行新的经纪佣金折扣优待,鼓励银行进行大宗的外汇交易,对活跃和扩大外汇市场起到了重要作用。1984年底,外汇市场的日交易量突破了100亿美元大关;1986年更达到日交易量240亿美元的高水平。新加坡于是成为世界最主要的国际外汇市场之一。

二、构成

1. 外汇银行

外汇银行大致分三类:

(1)本地银行。它们的外汇买卖,多是为了满足客户商业上对外汇的需求,投机性小且比较慎重。如新加坡华联银行等。

(2)外国大银行在新加坡的分支机构。它们通常是按照各自总行的指示进行外汇买卖。如美国银行因纽约市场收市后指示新加坡分行进行买卖,以避免汇率变动造成的损失。

(3)一些岸外银行和证券银行。它们进行外汇交易,完全不是商业贸易上的需要,而是为了利用新加坡市场作为纽约市场收市后和伦敦市场开市前的中继站,赚取买卖之间的差价,进行外汇投机。

2. 经纪商

外汇经纪商在新加坡又称国际货币经纪商,他们一般都是在1971年外汇管制放松时被允许进入新加坡市场拓展业务,有的与本地资本联营成为国际货币经纪商。新加坡银行间的外汇交易都通过他们中介,但他们只获准作为银行的代理进行外汇交易,不准以自己的帐户直接与非银行客户进行交易。他们的收入是向买卖双方收取佣金。

佣金的标准按金融管理局1982年初规定的新收费率执行。即新加坡元即期和远期交易,佣金每100万美元的交易额收取60新元,新元以外的其他货币交易,如果双方都是本地银行,每100万美元佣金为70新元;如果交易一方是外地银行,每100万美元佣金为80新元。

金融管理局还规定了新的经纪佣金优待折扣率。规定:每月支付佣金5000—15000元的银行可享受20%的回扣;在15000—20000元之间的银行可享受40%的回扣;在25000—35000元之间的银行可享受60%的回扣;35000元以上的银行,可享受75%的回扣。

3. 客户

商业顾客中包括进出口企业、跨国公司和其他外汇供求者,它们进行外汇买卖,一般都有实际的外汇需要。但也有一些亚洲地区的大型企业进入市场,进行套取利润的外汇交易。

4. 金融管理局

新加坡金融管理局也是外汇市场的重要参加者,是作为政府机构对外汇市场进行监督和干预:

(1)监督和管理外汇银行。新加坡政府虽然取消了外汇管制,但对外汇银行仍密切监督。金融管理局定期同银行和经纪商经常研讨市场的发展情况。八十年代,新加坡金融政策转为“自我约束”,对外汇交易进一步放松,但银行必须按月呈报有关外汇总交易量的规定继续保留。还规定,1981年12月以后银行委任首席外汇交易员,应事先通知该局,以便加强监督。

(2)干预外汇市场。新加坡外汇市场是与浮动利率同时发展起来的。金融管理局一直非常关注新加坡元汇率的稳定。其主要手段是①利用自己比较充足的外汇储备资产,在外汇市场上参与买入卖出,抑制新加坡元的过度升值和贬值。②管理局经常通过了解世界经济盛衰与贸易伙伴国家生产总值的增减对新加坡进出口贸易的影响。③根据有关数据,确定适当汇率水平,作为市场干预目标。

三、交易

1. 交易方式和种类

新加坡外汇市场的交易方式与英美市场类似,为无形市场,银行间的交易通过货币经纪商进行;新加坡银行与其他外汇市场的银行进行交易,由双方直接接触。

外汇市场上的交易种类包括即期、远期两大类,即期外汇交易约占70%。远期交易的期限从10天、1个月至12个月,偶尔有2年的远期交易。

新加坡政府允许新加坡国际金融期货交易所与美国芝加哥商品交易所建立联结期货的业务合作。从而使新加坡市场可以向世界各地提供欧洲美元和日元的期货买卖,填补了新加坡与芝加哥之间每天14小时闭市的空隙,保证两个期货市场的交易全天进行。

2. 市场交易的货币

新加坡元以前先后与英镑和美元挂钩,1973年6月,又脱离美元自由浮动,放松外汇管制,许多外国资本进入新加坡外汇市场。1978年8月,新加坡政府取消外汇管制,交易货币实现多样化。目前,新加坡外汇交易的货币包括美元、马克、日元、英镑、瑞士法郎和新加坡元、港币等14种货币。其中新加坡元与外币的交易额占10%,外币之间的交易额占90%。可见,外币间的交易在新加坡的交易规模非常庞大。进行美元对英镑交易的最大银行是巴克莱银行、东京银行和巴黎国民银行;进行美元对日元交易最大的银行为东京银行、摩根保证信托公司和瑞士联合银行;进行美元对马克交易最大的银行为瑞士联合银行、德国商业银行和东京银行。

3. 市场交易的汇率

新加坡外汇交易主要是即期汇率和远期汇率。远期汇率是在即期汇率基础上加减一定

点数的升贴水来确定。

新加坡外汇市场上的新加坡元的开盘汇率适用于银行间市场的交易。银行与客户间的交易,则在此基础上附加一定的点数。附加的幅度根据银行对客户的熟悉程度和客户的信用状况,分成不同的等级,不同的客户适用不同的交易汇率。开盘汇率是这样确定的:新加坡市场上每天早晨的首要工作是由外汇银行资金部的外汇交易员通过观察纽约、伦敦、苏黎世和法兰克福市场的最新收盘价以及东京、香港市场上的交易价格,确定美元对新加坡元的汇率,然后再套算出其他货币对新加坡元的汇率,在开市时,作为开盘汇率报出。

新加坡各银行可租用路透社通讯专用线路电传打字金融报道机,随时接收到新加坡市场各大银行的报价,也可以接收到世界各主要外汇市场的银行挂牌汇率和利率。这样,银行就可以任意选择合适的汇率同报价行进行交易。

从新加坡外汇市场现汇汇率看,近些年新加坡元一直是坚挺状态,但保持平稳。

4. 新加坡市场交易时间

新加坡外汇市场属无形市场,原则上上午8时开市交易,下午3时收市。但由于地理位置处于欧洲和东京、欧洲与纽约市场之间,因此,通常是:新加坡市场开市时,东京外汇市场已开市一、二小时了;到了中午,中东地区的巴林外汇市场接着香港、悉尼之后开市。新加坡市场的银行上午就可以同这些地区的银行交易;下午,东京市场闭市后,日本银行会转到新加坡市场进行交易;下午3时后,伦敦等欧洲市场相继开市,各银行未能轧平的头寸,此时又可以在伦敦外汇市场上进行对冲交易;新加坡晚上,纽约市场午市开始,如果有必要,可以在晚上10时左右与纽约市场进行交易。

第七章 中国外汇市场

第一节 中国外汇市场的演变

我国是一个发展中国家,长期以来经济技术落后,资金短缺,商品出口竞争力不强,外汇储备很少,人民币对外价值长期处于高估状态。我国对外汇收支采取以收定支、收支平衡、略有节余。在中华人民共和国成立到 1979 年以前,对外汇资源的分配与使用实行严格管制。1979 年,国家实行改革开放政策,以经济建设为中心。金融和财政的改革是重要的组成部分。进行了外贸和外汇的一系列改革。但是,像我国这样的发展中的社会主义国家的外汇改革无前例可循。不能简单地模仿西方发达国家,或以某些实行市场经济的发展中国家的外汇市场模式作为样板。只能根据国情,走自己的路,建立有中国特色的社会主义外汇市场体系。以往十几年的外汇管理改革已初见成效,外汇收支成倍增长,促进了对外经济贸易往来和国民经济的发展,经历了一段艰苦的历程。

一、外汇调剂市场阶段

外汇调剂市场是指在国家外汇管理局统一领导和管理下,办理人民币同外汇(包括外汇额度)交易的市场,其目的重点在于调剂境内机构和外商投资企业的外汇余缺,使有限的外汇资源得到充分利用和合理配置,有力地促进对外开放和经济发展。十几年的实践证明,这一步外汇改革是符合国情的,是成功的。

1979 年 8 月,国务院决定改革汇价制度,以适应外贸体制改革及外商来华投资的需要,同时,为了鼓励出口,对出口外汇实行额度留存制度。在这种背景下,为了能够调剂外汇余缺,解决现实中外汇供求的矛盾,国务院于 1980 年 10 月批准开办境内机构外汇调剂业务,在中国银行进行。由于这种业务尚属初办,对调剂价格在当时规定幅度为贸易内部结算价(1 美元合 2.8 元人民币)上下 10%,即上下各 0.28 元人民币。

1981 年 1 月,我国实行公布牌价及贸易内部结算制度以来,经过几年的运行,发现经济

发展加快,外商来华投资增加,国际收支发生额大幅增长,两种汇价并存的制度带来了不少问题,受到国际社会的非难,必须进一步改革。于是,从1985年1月1日起,我国宣布取消贸易内部结算价,只有一个公布牌价。当时的公布牌价是1美元合2.80元人民币。但这一汇价水平是1981年1月1日开始执行的,经四年实施证明不能起到汇价应起的作用。1985年起采取逐步调整的方法,到当年10月,达到1美元合3.20元人民币的新水平。以后由于国内通货膨胀,人民币贬值,汇率又作了几次大幅度的下调。为了促进外商投资企业外汇的平衡,改善外商来华投资环境,从1986年起,国家允许外商来华投资企业之间,可以进行外汇调剂,调剂价格由买卖双方商定。同时对境内机构外汇调剂在调剂价格上也作了一定的放宽。规定外汇额度调剂价为1美元1元人民币,现汇调剂为1美元4.2元人民币。显然,1986年调剂价格幅度远比外汇调剂业初创期要高。即从过去比官方汇率高10%提高到比官方汇率高31.25%的幅度。

从1988年开始,我国决定进一步加快和深化外贸体制改革。作为一项配套措施,外汇调剂市场也作了相应的调整,境内机构和外商投资企业统一在一个市场,相互买卖外汇,扩大了参加外汇调剂市场的范围,放开了外汇调剂价格,调剂价格由调剂市场的供求关系决定。到1988年底,全国共有90个外汇调剂中心,成交额大约63亿美元。特区和上海等沿海城市发展较快。如深圳1985年11月首先成立外汇调剂中心,上海1988年4月成立公开市场,实行会员制度。一类是经纪商会员,指可经营外汇业务的金融机构,经批准可以代客交易。另一类是自营商会员,指那些频繁地参与外汇调剂的非银行法人。调剂中心实行竞价买卖,允许价格自由浮动。

总之,我国外汇调剂市场的形成和发展,是伴随我国经济体制改革的深化和对外开放的不断扩大而产生并发展起来的。

二、汇率并轨与银行间外汇交易市场的建立

1993年12月28日,根据国务院决定,从1994年1月1日起,进一步改革我国的外汇管理体制。从1994年1月1日起,实现人民币汇率并轨;1994年4月建立银行间外汇交易市场改进汇率形成机制,实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。

改革之前,即1994年1月1日之前,我国实行的是人民币官方汇率和外汇调剂市场汇率并存的汇率制度。如官方汇率1美元兑换人民币5.8元左右;外汇调剂市场汇率是1美元兑换人民币8.7元左右。为了适应我国改革开放不断深化的要求,适应建立社会主义市场经济体制的需要,同时符合国际货币基金组织和关贸总协定对成员国和缔约方关于汇兑安排的规定,国务院决定改革现行的汇率制度,实现汇率并轨,从1994年1月1日起取消官方汇率,以外汇调剂市场汇率为全国统一的人民币汇率;建立以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度。这一汇率根据外汇市场供求关系进行有管理的浮动。改革之前,各地都设立了外汇调剂中心,以企业为主体,汇率不一致,外汇资金横向流通,受到地方的干预。为了发挥市场机制,使外汇资源能够有效配置,1994年4月在上海成立全国外汇交易中心——银行间外汇交易市场,这个市场以银行为主体,实行会员制,办理全国外汇交易的

成交和清算。中国人民银行以前一个营业日外汇市场的加权平均汇率为基础公布当日人民币汇率,允许在一定幅度内上下浮动。为了稳定汇率,维持市场秩序,中国人民银行进行必要的干预,一个与国际规范化的外汇市场开始建立和运行。

第二节 中国外汇市场的运作

一、外汇调剂市场阶段的运作

从 1979 年至 1993 年底,14 年间,我国的外汇管理处于外汇调剂市场阶段,属于国内调剂外汇额度和现汇余缺的买卖。或者说,基本上是在国家外汇管理局统一领导下地区性的外汇调剂市场,起到调剂国有企业、外商投资企业外汇余缺的作用,尚未形成一个全国性的外汇调剂市场。

1. 外汇调剂市场的目的和职能

(1)开办外汇调剂市场的目的。①调剂外汇余缺,作为计划分配外汇的补充。国家设立外汇调剂市场,允许国内企业、部门和地方、经济特区的留成外汇以及外商投资企业的一切外汇自行支配;允许他们之间的外汇余缺进行相互调剂;允许国内企业与外商投资企业之间的外汇余缺相互调剂,使这部分外汇资金流向那些经济效益好和急需用汇的行业。这样有利于促进外汇资金融通,加速外汇资金周转,提高外汇资金使用效益。同时也解决了外商投资企业外汇自求平衡问题,由相互调剂、弥补某些外商投资企业外汇的不足,提高外商投资企业创汇能力。到 1988 年的统计:北京、天津、上海、大连、江苏省和特区的外商投资企业,卖出的外汇已大大超过了他们买入的外汇,说明外商投资企业的外汇可以通过外汇调剂自求平衡。②合理调整了企业的经济利益,促进了企业创汇的积极性。多年来,人民币汇率偏高,部分出口商品出口亏损。通过外汇调剂市场卖出外汇额度或现汇,使亏损企业得到一定的经济补偿,调动了企业创汇积极性,有力地支持了外贸体制改革的顺利进行和外贸经营体制的转变。

(2)外汇调剂机构的职能。根据国务院的决定,各省、自治区和直辖市均设立了外汇调剂中心,它是在国家外汇管理局的统一领导和管理下,进行外汇调剂业务的法定外汇交易机构。经济特区和沿海主要开放城市也设立了外汇调剂中心。在北京成立了全国外汇调剂中心。地方外汇调剂中心负责办理地方各部门、本地区企业及外商投资企业之间的外汇额度和现汇的调剂业务。全国中心则办理中央各部门及其所属企事业单位之间外汇额度和现汇的调剂业务。外汇调剂中心由国家外汇管理局批准并发给办理外汇调剂业务许可证。除此之外,任何单位和金融机构一律不得办理外汇调剂业务。

外汇调剂中心是办理外汇买卖的场所。它的主要职责是:

- ①受理外汇调剂买卖的申请;
- ②办理买卖双方成交;
- ③监督买卖双方的交割和结算;
- ④提供信息和服务;
- ⑤编报外汇调剂情况和统计。

外汇调剂中心是国家外汇管理局和其分局所属的事业单位,以服务为宗旨,实行独立核算,自负盈亏。

2. 外汇调剂市场买卖外汇的资格审查

(1) 卖出外汇的种类。凡是符合下列规定的外汇允许卖出:

- ①各项留成外汇。包括外汇额度留成和现汇留成;
- ②外商投资企业的外汇。包括外商独资企业、中外合资企业和中外合作企业的外汇。
- ③华侨、港澳同胞捐赠的外汇。
- ④居民个人所有的外汇。
- ⑤国家外汇管理局批准的其它外汇。

(2) 买入外汇的资格。凡是符合下列规定的外汇需要,可以向外汇调剂中心申请买入:

- ①国有单位和集体经济组织自身引进先进设备及其零部件和先进技术所需外汇。
- ②购买科研、教学、医疗等方面的设备、仪器、试剂、科技资料和书刊所需外汇。
- ③购买原料、材料、辅料、零配件和优良品种所需外汇。
- ④外商投资企业经营业务范围内所需的外汇及偿还贷款本息和汇出利润所需的外汇。
- ⑤国家外汇管理局批准的其它用汇。

3. 买卖调剂外汇的程序

外汇调剂买卖,按要求有如下程序:

(1) 提出申请。凡国有单位、集体经济组织和外商投资企业等需要调剂外汇,可直接向外汇管理局提出调剂申请,也可以委托外汇指定银行代理申请和买卖。

(2) 经外汇管理局批准,客户凭批件委托当地外汇调剂中心或当地外汇调剂中心代办处买卖外汇。

(3) 成交后,由外汇调剂中心向客户发出成交通知书。

(4) 买卖双方接到成交通知书后,必须在规定的日期内办理外汇与人民币的交割。未按规定日期办理交割和结算者应承担未履约给对方造成的经济损失。

(5) 买入调剂外汇必须在 6 个月内使用。未能按期使用的,经外汇管理局批准可展期 6 个月,已对外开立信用证的,可视同外汇已经使用。在规定期限内未使用或买入后不能使用的,一律由中国人民银行或其分行收购。原买入价低于收购日调剂价的,按原买入价收购;原买入价高于收购日调剂价的,按收购日的调剂价收购。

4. 外汇调剂的价格和交易手续费

(1) 外汇调剂价格。从 1988 年开始,外汇调剂市场上的调剂外汇价格,根据外汇供求状况浮动。必要时,国家外汇管理局可以规定最高限价。中国人民银行运用经济手段干预外汇调剂市场,调剂外汇供求,稳定外汇调剂价格。

(2)交易手续费。进入外汇调剂市场要交纳一定的手续费。按规定,外汇调剂成交后,买卖双方必须按成交的人民币金额各交纳 1.5‰ 的人民币手续费。每笔交易最低费用 10 元人民币,最高费用 10000 元人民币。如果是由经纪商代理成交,经纪商可获取 1/3 手续费收入。

二、银行间外汇交易市场的运作

1994 年改革外汇管理体制,进一步实现汇率并轨,1994 年 4 月成立银行间外汇交易市场。

外汇市场有重大变化。外汇市场包括顾客与外汇指定银行、外汇指定银行之间、中央银行与外汇指定银行三方面的交易行为。这一新的市场无论从结构、组织形式,还是交易内容和交易方式、管理调控等方面都大大地向前迈进了一步。

银行间外汇市场是以银行为主体的同业市场;新的市场是全国统一的,而不是按行政区划设的;市场交易的是真实意义上的外汇而不是外汇额度;交易行为也更规范化和法制化。这就使我国的外汇市场更加符合国际惯例。

1. 银行间外汇交易市场的特点

这一市场与以往的外汇调剂市场相比,其特点是:①外汇指定银行是外汇交易市场的主体,实行会员制。经批准的银行和非银行金融机构(包括外资金融机构)可以成为会员。企业一般通过银行结汇或售汇,也可以委托会员代理买卖外汇。②交易的对象主要是银行,买卖外汇的目的是平仓补仓平衡银行外汇头寸。③市场是统一的,在上海建立全国外汇交易中心,交易系统运用计算机联网,将会员之间的交易沟通起来,加快交易的清算速度。④外汇交易采取集中交易,统一清算,按照时间优先、价格优先的原则办理成交。⑤交易对象和方式逐步走向多样化。⑥有统一的管理法规,把外汇交易规范化、法制化,依法管理和监督。银行和企业要有一套约束机制制度。

2. 实现由外汇调剂市场向银行间外汇市场的过渡

要实现由旧市场向新市场的过渡,必须从实际情况出发,逐步平稳过度。为此,中国人民银行、国家外汇管理局明确规定:1994 年 1 月 1 日汇率并轨后,各地调剂中心继续运行,中资企业外汇指定退场。外汇指定银行成为交易主体,中资企业的外汇交易通过银行代理进行。

1994 年 4 月 1 日在上海成立全国外汇交易中心,4 月 4 日全国统一的银行间外汇市场开始运行,办理全国境内机构的外汇交易和清算,通过电脑联网,全国已有 22 个城市入网。同时保留各地外汇调剂中心,作为全国外汇交易的分中心,办理外商投资企业的外汇交易。

3. 对外汇指定银行的结算周转外汇实行比例管理

外汇指定银行办理买卖外汇所需人民币资金,原则上应由各银行用自有资金解决。各银行结算周转外汇的比例,由中国人民银行根据其资产和外汇结算工作量核定。各银行持有超过其高限比例的结算周转外汇,必须在外汇市场出售,持有结算周转外汇降到低限比例以下时,应及时从外汇市场购入补足。

4. 加快制定和公布外汇市场管理的各项规定

对于外汇指定银行参与外汇市场交易的资格、交易的币种、交易方式和风险上限等方面做出一系列的规定,以此规范外汇交易行为。由各外汇分局依法对外汇市场进行监督、管理。

第八章 外汇交易

第一节 外汇交易的种类

买卖外汇的行为就是外汇交易。外汇交易主要是由于对外贸易和投资需要用不同的货币进行结算和支付而产生的。外汇买卖的原意是指外币兑换的行为,即以外币兑成本国货币,或以本国货币兑成外国货币,或以外币兑换外币。而现代意义上的外汇交易,一般是指可兑换货币间的批发性买卖。

外汇交易从最初作为辅助性业务发展到今天,已经在银行及其它金融机构的业务中占有举足轻重的地位,应用范围愈来愈广泛,其种类也越来越多。根据不同的划分方法,外汇交易的种类可作如下划分:

1. 根据参与外汇买卖双方的性质划分

(1) 银行与客户间的外汇交易。

在外汇交易中,虽然商品和劳务进出口双方(或对外投资双方)已经构成了外汇的买方和卖方,但是双方要想互相寻得合适的交易对象和交换方法则颇为困难,例如外币种类、数额、交割、交割期限等条件很难完全一致。此外,由于双方资信、能力的差异,风险也较大。因此,外汇买卖通常是由承办外汇业务的银行(或其它金融机构)承担的。外汇供给方将外汇卖给银行(或其它金融机构),银行(或其它金融机构)付出本国货币;外汇需求方将本币付给银行(或其它金融机构),买入自己所需要的外汇。这种银行与其客户之间的外汇买卖活动,就是银行(或其它金融机构)对客户的外汇交易。在外汇市场上,客户的外汇供求也被称为外汇的商业供求,它往往具有显示短期汇率波动方向的作用。

(2) 银行同业间外汇交易。

银行(或其它金融机构)在对客户买入或卖出外汇后,其自身所持有的外汇就会出现多余或短缺。某种货币买入过多,就会形成多余的情况,称为长头寸;某种货币卖出过多,就会出现短缺的情况,称为短头寸。银行的帐户上出现长头寸或短头寸都意味着有招致损失的可能性,因此银行(或其它金融机构)在与客户完成外汇交易后都会与国外银行(一般是此种

外币发行国的银行)作对冲交易,以保持头寸的平衡。当然,这种外汇交易并不是与对客户的外汇交易相对应而逐笔进行的,通常是在计算出总差额的基础上的批发性交易。这种银行与银行或其它金融媒介机构之间的外汇交易就称为银行同业间外汇交易。

2. 根据不同的目的划分

(1) 为贸易结算而进行的外汇交易。

从事对外贸易需要进行外汇交易,这是不言而喻的,并且这也是外汇交易最初出现的动因。

每个国家都有自己的货币,世界上流通的货币有 100 多种,可兑换货币也有 20 多种。因此在贸易结算中选择何种货币作为结算货币是很值得慎重考虑的。据统计,现代贸易结算中美元作为结算货币的比例达 60% 以上,其它如德国马克、日元、瑞士法郎以及英镑、法国法郎等亦占有相当比例。一般来讲,出口商在获得货款后都会将其兑换成本币用于扩大再生产,如结算货币不是本币就会产生外汇交易的需要。也有的出口商出于保值、进口或其它动机需要将出口所得货币换成其它种类的外币,同样会产生外汇交易。进口商为从国外进口货物,通常也要将本币(或其持有的非结算货币的外币)兑换成结算所需外汇,产生外汇交易。例如,某香港出口商出口货物到美国,规定结算货币为美元,则香港出口商从美国进口商处获得以美元支付的货款后将其换成港币,就形成了为贸易结算而进行的外汇买卖。

在我国,从 1994 年 1 月 1 日起实行外汇体制改革,取消了原来的现汇留成制和额度制,实行银行结售汇制和人民币经常项目下有条件可兑换。在这一制度下,我国的出口企业在取得外国进口商所支付的货款后必须将外汇卖给外汇指定银行;我国的进口企业可凭进口的有效凭证(有些需要进口许可证)到银行购买进口所需外汇。因此,在我国无论进口还是出口都需要进行外汇交易。随着我国经济和贸易的发展,人民币作为结算货币在一些与周边国家进行的贸易中已开始试行。

(2) 为进行对外投资而进行的外汇交易。

到国外投资有各种形式,例如投资于美国证券市场,到加拿大添置物业,到欧洲开办工厂,到美国投资于房地产,到拉美地区开办连锁企业等,这些都需要将本国货币或他国货币(外汇)转换成投资所在国的货币(外汇),这就形成了为进行对外投资而产生的外汇交易。

八十年代后半期,美国由世界上最大的债权国变为最大的债务国,日本成为美国最大的投资者。为弥补巨额财政赤字,美国发行的国库债券每年逾 1000 亿美元,其中约 70% 是由日本人购买的。此外,日本还在美国进行大量的房地产及实业投资,收购美国企业、购买美国企业股票等。进行这些投资,无一不需要将日本投资者手中的日元兑换成美元,而他们所获得的美元收益,也需要兑换回日元,这都是要通过参与国际市场的外汇交易来实现的。

随着我国改革开放程度的进一步加深,对外贸易的不断扩大和外汇储备的持续上升,我国也有不少企业开始到国外进行投资,因此在我国由投资而形成的外汇交易需求亦已出现并不断增长。

3. 为外汇保值而进行的外汇买卖

自二战结束后直到 1973 年,世界货币体系处在布雷顿森林体系时代,各国货币都实行固定汇率制,其间虽有几次波动,但外汇保值的需要并不明显。自 1973 年以来,布雷顿森林

体系崩溃,浮动汇率制时代来临,西方各国的主要货币都实行自由浮动制度。欧洲各国为建立一个“统一的欧洲”,把建立欧洲货币体系放在首位,终于建立了以德国马克为中心的联合浮动的相对固定汇率制,但在1993年7月底的欧洲货币危机中终于未能维持下来,其波幅放宽至上下15%,形同虚设,实际上也相当于实行了自由浮动的汇率制度。在我国1994年实行的外汇体制改革中,也把实行单一的、有管理的浮动汇率制度作为目标。

在浮动汇率制下,汇率的变化完全由市场供求关系决定,国际外汇市场风云变幻,汇率变化非常难于预料。各国货币间的汇率时升时跌,有时一天的变化率竟可达10—20%。货币的升值当然会给货币的持有者带来收益,但贬值所带来的损失亦往往非常巨大,因此汇率的波动是外币持有者(不论出于何种目的)所最为关心的事情。

持有外汇的企业或个人,为避免遭受汇率波动所可能带来的损失,是非常需要进行外汇买卖来保值的。随着美国经济地位的相对下降和日本经济实力的上升,日本的资金在世界外汇市场上所起的作用越来越大。例如,日本的人寿保险公司、信托基金公司、证券公司、保险公司等拥有数以千亿计的日元存款和外币存款,他们要使这些货币保值,就要在外汇市场上频繁地进行外汇交易,假如美元看升,日元趋跌,他们就把手中持有的日元换成美元;如果美元看跌,日元趋升,他们又将美元换成日元;假如美元兑日元汇率变动不大,而其它货币看涨,比如德国马克,他们又会大量买入德国马克。总之,根据市场汇率的变化,时买时卖,时盈时亏。有一些跨国公司,由于他们拥有巨额资金,拥有巨额日元,他们一入市场买卖,就会在某种程度上影响外汇市场,尤其是在日元兑其它货币的交易上他们可以说是执市场之牛耳。因此在做外汇交易时,日本资金的动向是非常值得注意的。

为了外汇保值,不仅日本的大公司在进行外汇买卖,可以说全世界的银行(包括中央银行)、大的公司企业都在不同程度地参与外汇交易。在金融业较发达的地区,甚至一般居民也参与外汇交易。我国实行较严格的外汇管制,国有企业原则上不允许搞自营外汇买卖,但经过国家外汇管理局批准,一些银行及非银行金融机构可以开展自营及代客外汇交易。我国国家外汇储备由中国银行总行代为管理经营,每天也都要进行数亿美元计的外汇买卖,以此调整各种货币在我国外汇储备中的比例,达到保值的目的,例如在美元趋升时,增加美元储备,减少其它货币的储备;而在美元看跌时,减少储备中的美元比例,增加其它货币的比例。在发达国家,凡是大的企业、集团、公司都设有自己的外汇管理部门,其业务之一就是进行外汇交易,以达到保值的目的。

如果不进行外汇交易,外汇资金只存在银行收息,是否可以保值呢?换言之,利息收入能否抵补汇率损失呢?在理论上,外汇的持有者应比较利差和汇差的大小,再作出决定。但从近年的实践来看,由于汇率变化的速度很快,幅度也很大,单靠利息收入一般是很难弥补汇率的损失。例如,1985年时,美元兑日元的汇率曾高达265日元兑1美元,而1988年即跌到120日元,贬值超过54%,到1994年更是跌破100日元大关,美元的利息收入是断然无法抵补汇率损失的。因此根据形势变化在各种货币之间做适当的转换,对于外汇保值是不可或缺的。

外汇投资,或者叫金融投资,即卖出汇率趋跌的货币,买入汇率趋升的货币,如果做得好不仅能使外汇保值,而且还能盈利,使外汇增值。

目前,世界上有许多国家在金融投资上非常活跃,而汇率的变动也为金融投资的盈利提供了机会。例如 1989 年年初至 1990 年 4 月,美元利率较高,美元汇率亦呈上升趋势,升幅达 29.6%。如果投资者以日元换美元,假定购买 1000 万美元的话,从 1989 年年初至 1990 年 4 月可赚汇差 228 万美元,而由于美元利率亦高于日元利率,利差收入亦可达 29 万美元,两项收入合计可赚 257 万美元。当其它货币趋升时,如果做相应的外汇交易亦可收到不菲的盈利。当然,这种盈利的可能性是在对汇率走势预测准确的情况下才能实现的,如果预测错误,则损失也是非常惊人的,因此在做金融投资时,一定要非常谨慎。

4. 外汇筹资、借贷和还贷带来的外汇交易

随着我国的改革开放,近年来我国引进外资的数量明显增加,外债规模也呈上升趋势,目前外债余额已超过 600 亿美元。引进外资也带来了大量的外汇交易。

首先,我们利用借入的外汇购买外国的设备、材料,引进科技、人才时,如果我们借入的外汇与进口付汇所计价的货币不同,就存在一个货币转换问题,也就产生了外汇交易的需求。例如向银行借入日元,在日本发行日元债券、在德国发行德国马克债券、在伦敦发行英镑债券等,得到的分别是日元、德国马克、英镑等;但如果进口付汇需用美元或瑞士法郎,则需要进行外汇交易,把借来的货币转换成付汇所需要的货币。这是借贷以后使用资金所带来的外汇交易。

其次,当贷款到期时,各级政府部门及企业要按期还本付息,如果债务人手中没有足额的借贷货币用于支付,需要以其它可兑换货币还贷时,亦必须进行外汇交易,将其它种类的货币转换成规定的外贷货币。这里便涉及到汇率风险问题。由于汇率变化很大,借贷者就有遭受损失的可能性。例如,我国的外债结构中,日元的比重较大,这当然是由于多种原因造成的,但日元汇率的剧烈变化无疑给我们造成很大负担。假定一企业于 1985 年借入价值为 1000 万美元的日元贷款,当时的汇价为 1 美元兑 260 日元,规定 10 年到期,即 1995 年到期,而 1994 年美元兑日元的汇价已跌到 1 美元兑 100 日元以下。按 1994 年汇价,企业的汇价损失已达到 1600 万美元,还不算利息负担,如果当初做了相应的保值业务,损失就会控制在较小的范围内,否则这一损失将是企业难以承受的。因此在借入外资时,不仅要考虑到不同货币的利率差异,其汇价的可能变动亦是要考虑的重要因素。无论是还贷还是做保值,外汇交易都是必不可少的。

5. 金融投机需要外汇交易

当今,外汇交易已经被广泛用作金融投机的工具,并由此产生了许多金融衍生产品,如期货、期权、择期交易等。投机和投资往往容易混为一谈,因为它们在交易方式上都是相同的,但其根本的区别在于:投资是用足额的资金进行外汇交易,而投机一般是保证本交易,亦即所谓“垫头交易”,买空卖空是最典型的金融投机。

在国际外汇市场上,无数的交易商和经纪人都在进行投机性的外汇买卖。投机性的外汇买卖一般是没有真实的商品交易或资本流动作基础,仅仅希望从汇价的变动中捞取利润,低买高卖,纯粹通过货币间的转换来获利的交易。投机行为是外汇市场的润滑剂,没有投机外汇市场将难于正常运作;但投机行为也会给市场带来动荡,使汇价的变动更为剧烈。目前世界外汇市场的日交易量已达上万亿美元,其中投机交易占到很大比重,投机者根据自己的

预测,买入将要上升的货币,卖出可能下跌的货币,如果预测正确则可在赚取一定的汇差之后再做一笔相反的交易,差价即为投机外汇交易的利润。

在金融业发达的国家和地区,不仅银行、金融财务机构、大企业财团在进行投机性的外汇交易,一些小商人乃至普通百姓也参加到外汇投机的行列中来,有些人做得非常成功。自然,他们都是要通过代理机构(银行或金融公司)来炒买炒卖的。在国际市场上进行外汇交易,数额都比较大,一般都是以百万美元计,一般的小客户没有这么多资金,保证金交易便应运而生。其做法是客户在其代理机构开立保证金帐户,银行根据客户的信用给客户规定一个买卖额度,通常为保证金的若干倍,客户便可进行此买卖额度内的外汇交易。在客户开盘而又未平盘时,如果市场汇价对客户不利,帐面上的亏损达到客户保证金的一定比例时,银行就会要求客户增加保证金;如果客户不增加保证金,银行就会主动替客户斩仓,把亏损部分从保证金中扣除,这种做法是在合约中明文规定的。这种交易方式对客户的好处是可以以少量的资金做大额交易,银行的好处是可以增加客户,并占用保证金,风险也不大。

有时银行或其它机构在外汇交易市场上进行的外汇实盘交易虽然不属于投机,但在某些情况下亦会具有投机的性质。按照国际惯例,外汇买卖在交易后第二个工作日交割各自买进和卖出的外汇。例如,某银行买进美元卖出日元,交易日期为1992年1月21日,交割日为1月23日,如23日为公众假期(或美国假期,或日本假期),交割日顺延。在开盘交易后当天,如果汇价朝着对自己有利的方向发展,美元上升,日元下跌,那么他立刻把美元卖掉,买回日元,赚取其中的差价,而其外汇的交割同样在交易后的第二个工作日,亦即1992年1月23日,显然,开始买进100万美元,后来卖出100万美元,起息日即1月23日当天,该银行的美元帐上即为零。至于日元,由于买进美元时美元便宜,卖出美元时美元价高,付出的日元少于后来买入的日元,这样在日元帐户上该银行就多了一笔日元,这就是盈利。银行开始时买进美元,卖出日元称为开盘,或称为“多头”,后来卖出美元,买回日元称为平盘,或称“空头”,由于当日开盘,当日平盘,同一起息,收支大致相抵,因此不需另备很多资金用于交割,各种货币的头寸基本上都能轧平,盈亏仅为少量。盈亏多寡视乎交易头寸的大小和汇率的差价,买卖头寸越大,汇率差价越大,盈亏的数目也就越大。有时银行由于各种原因留有隔夜或更长时间的敞口头寸,如果汇价朝着对自己有利的方向发展便可获得盈利,这实际上也带有了投机的性质。

6. 因外币存款的需要而进行的外汇交易

在银行,各种可兑换货币都有规定的存款利率,一般来说,存款利率高收益也高。许多人喜欢选择利息高的货币存款,例如英镑、澳元、加元等。由于各国经济政策和货币政策的变动,各种货币的存款利率是不断变动的,拿美元来说,1985年以前是高利率,1985年以后利率又逐渐下调,现在利率亦属较低水平。为着利息收入的原因,有些人希望把手中利息低的货币换成利息高的货币,这就需要进行外汇交易。但是外币存款是有汇率风险的。一般来说高利率的货币常有汇率风险,因此在决定存款币种时,我们不仅要考率利率因素,也要考虑汇率因素。例如1989年初,1英镑可以兑换1.8190美元,6月30日跌至1.5408美元,跌幅达15%,利息上的收益无法补偿汇价上的损失,后来英镑又逐渐回升,至1990年6月升幅达到16%。显然,如果选择的好的话,可获汇差、利差双丰收,如果选择不好,则只有遭

受一定的损失了。

第二节 外汇交易的报价形式

一、直接标价法和间接标价法

一国外汇汇率,是用外国货币表示本国货币的价格,或是用本国货币表示外国货币的价格,称为汇率的标价方法。按汇率标价方法的不同,可分为直接标价法和间接标价法。

1. 直接标价法。

是以一定单位的外国货币为标准,折算成若干单位的本国货币的方法。或者说,以外国货币为标准,来计算应付多少本国货币,所以又称应付标价法。在直接标价法下,外国货币数额固定不变,汇率涨跌都以相对的本币变化来表示。目前,世界上除英、美两国外,其它国家都是用直接标价法来表示汇率的。

例如,1984年12月9日,瑞士苏黎世外汇市场上瑞士法郎与部分外国货币的汇率标价如下:

$$\text{US\$ } 100 = \text{SF} 256.20 - 256.50$$

$$\text{FF} 100 = \text{SF} 26.98 - 27.02$$

$$\text{DM} 100 = \text{SF} 82.59 - 82.71$$

$$\text{£} 100 = \text{SF} 301.04 - 301.65$$

从以上标价法中我们可以看出,直接标价法总是从固定整数的外国货币折算为一定数额的本国货币。假定汇率发生变动,变化的是本国货币的数额。在直接标价法下,外汇汇率的上涨表明外币折算为本币的数额增加,是外币币值上升而本币币值下跌;外汇汇率的下跌则相反,说明外币币值下降而本币币值上升。

2. 间接标价法

是以一定单位的本国货币为标准,折算成若干单位的外国货币。或者说,是以本国货币为标准,来计算应收多少外国货币,所以又称应收标价法。目前世界上只有英、美两国采用间接标价法。在间接标价法中,本国货币是一个不变量,外国货币是一个可变量,并且随着两国币值的变动而变动。

例如,1990年9月5日纽约外汇市场美元与部分外国货币的汇率为:

$$\text{US\$ } 1 = \text{DM} 1.5814 - 1.5894$$

$$\text{US\$ } 1 = \text{J¥} 141.55 - 142.25$$

$$\text{US\$ } 1 = \text{FF} 5.2235 - 5.2500$$

从以上标价法中我们可以看出,在间接标价法下,如果外汇汇率上升,说明本币币值上

升而外币币值下降;如果外汇汇率下跌,说明本币币值下降而外币币值上升。

简言之,无论是直接标价还是间接标价法,在实质上并没有区别,但由于在直接标价法下和间接标价法下汇率涨跌的含义完全相反,因此在判断外汇汇率涨跌变化和进行计算时必须分清是哪种标价方法,否则会发生错误。

二、外汇汇率的分类

汇率的种类有许多,不同的汇率种类实际上就是不同的报价形式。从分类的不同来划分,我们可以将汇率大致分成以下几类。

1. 从银行买卖外汇的角度来划分

客户到银行或金融机构进行外汇交易时,所使用的汇率一般是以下几种:

买入汇率,又叫外汇买入价,是银行从客户手中买入外汇时使用的汇率;

卖出汇率,又叫外汇卖出价,是银行向客户卖出外汇时所使用的汇率。

中间汇率,又叫外汇买卖中间价,是买价与卖价的平均数,客户一般不会用到这个汇价,但有时报纸、电台等报道外汇行市上报一个价时,如 $US\$1 = DM1.6010$ 一般就是指中间价。

由于直接标价法和间接标价法的不同,对这些汇率的理解也就不同。

例如,1992年5月1日,德国法兰克福外汇市场行市:

$US\$/DM: 1.8925 - 1.8927$

由于法兰克福采取直接标价法,因此前一个数字为银行买入价 1.8925,后一个数字为银行卖出价 1.8927,中间价为 1.8926。

又例如 1992 年 5 月 1 日,美国纽约市场外汇行市:

$US\$/SF: 1.6870 - 1.6872$

纽约外汇市场采取间接标价法,因此前一个数字为银行卖价 1.6870,后一个数字为银行买价 1.6872。也就是说,美国银行卖出瑞士法郎时,收进 1 个美元要付给客户 1.6870 瑞士法郎,而银行买进瑞士法郎时,则要收进 1.6872 个瑞士法郎才卖给客户 1 个美元,其差价是银行的收益。此例中,中间汇率为 1.6871。

现钞汇率。如果客户与银行之间进行外币现钞的买卖,则要用到现钞汇率,亦称现钞价。现钞价也分为现钞买入价和现钞卖出价。一般现钞买入价低于现汇买入价 2—3%,因为买入现钞后在国内无法使用,必须将外币现钞运到其发行国,因而需要从中扣除保险费、管理费加运费等。

2. 套算汇率

套算汇率是指根据其它货币之间的汇率套算出自己所需要的汇率。

例如,据某日电讯行市

$£/US\$ = 1.5541$

$US\$/Can\$ = 1.1976$

那么一英镑对加元的套算汇率为:

$$£/\text{Can \$} = 1.5541 \times 1.1976 = 1.8612$$

套算出的汇率与外汇市场上的实际汇率应该是一致的,如果有不一致亦是暂时的,因为在全球外汇市场一体化的今天,任何可能带来利润的外汇市场汇率的差别都会被套汇活动所弥补,因而实际上这种差别是不太可能的。

3. 从外汇交易的期限来划分

即期汇率。即期汇率是指外汇买卖成交后两天内办理交割手续的外汇交易所使用的汇率。外汇市场汇率加官方外汇牌价未注明远期字样者,都是即期汇率。

远期汇率。远期汇率是指外汇买卖成交后,在未来的某个确定时间办理交割手续的外汇交易所使用的汇率。远期外汇汇率与即期外汇汇率是有差额的,这种差额叫远期差价,用升水、贴水或平价来表示,升水表示远期汇率比即期汇率高,贴水表示远期汇率比即期汇率低,平价则表示二者相等。

由于对汇率的标价方法不同,按远期差价计算汇率的方法也不同。在直接标价法下,远期差价为升水,则用即期汇率加升水数得远期汇率;若远期差价为贴水,则用即期汇率减去贴水数即得远期汇率。

例如在法兰克福外汇市场上,1992年5月1日美元对马克的即期汇率为:

$$\text{US \$ } 1 = \text{DM } 1.8010 - 1.8020$$

若1个月后远期差价升水为0.0100—0.0095,则1个月远期汇率为:

$$\text{US \$ } 1 = \text{DM } 1.7910 - 1.7925$$

若1个月期远期差价升水为0.0095—0.0100,则1个月远期汇率为:

$$\text{US \$ } 1 = \text{DM } 1.8105 - 1.8120$$

在间接标价法下,远期差价为升水时要用即期汇率减去升水数得远期汇率,贴水时则要用即期汇率加上贴水数得远期汇率。以纽约市场为例,1990年5月9日,美元对法郎的即期汇率是:

$$\text{US \$ } 1 = \text{FF } 5.2235 - 5.2500$$

若3个月期差价贴水为0.0385—0.0355,则3个月远期汇率为:

$$\text{US \$ } 1 = \text{FF } 5.1850 - 5.2145$$

若3个月期差价升水为0.0355—0.0385,则3个月远期汇率为:

$$\text{US \$ } 1 = \text{FF } 5.2590 - 5.2885$$

4. 从银行支付外汇的方式来划分

电汇汇率。所谓电汇汇率,是指经营外汇业务的本国商业银行在卖出外汇以后用电报委托国外分行或代理行付款给国外收款人的一种汇款方式所使用的汇率。

信汇汇率。信汇汇率是指外汇银行卖出外汇后用信函的方式将付款委托书寄给国外分行或代理行,委托他们付款给国外收款人的汇款方式所使用的汇率。

票汇汇率。票汇汇率是指外汇银行卖出外汇后开出一张由国外代理行付款的汇票,由买汇人自带或寄往国外取款的一种汇款方式所使用的汇率。

三、路透社外汇交易系统报价公式

现代国际间外汇交易已经形成了一个全球性的、二十四小时连续进行的网络,在这一无形的外汇交易市场中,其参与者都是通过路透社交易机及信息终端、电话、电传等现代化通讯工具进行交易的。路透社外汇信息服务及交易系统是现今世界上应用最广泛的外汇交易系统(美联社亦有德励财经信息服务系统),因此路透社外汇交易系统的报价方式也就是现今国际间银行外汇买卖所惯用的标价方法。

路透社信息终端中的外汇汇率采用“单位元”标价法,即1美元等于其它货币若干。英镑、爱尔兰镑、澳元、新西兰元、欧洲货币单位(ECU)则采用“单位镑法”,即每1英镑、1澳元、1新西兰元、1爱尔兰镑、1欧洲货币单位兑多少美元的标价方法。下面的报价形式是常见到的:

USD/DEM(1美元兑德国马克)1.7825/35

USD/JPY(1美元兑日元)126.10/20

USD/CHF(1美元兑瑞士法郎)1.5040/50

USD/FFR(1美元兑法国法郎)6.1020/30

GBP/USD(1英镑兑美元)1.7600/10

AUD/USD(1澳元兑美元)0.8200/10

汇率的标价总是五位有效数字,斜线左边是买入价,即银行买入斜线左边货币的汇价;右边是卖出价,即银行卖出斜线右边货币的汇价。这里买和卖都是从银行(或者说报价人)的角度说的。例如,在上述美元兑马克汇价报价中,1.7825/35表示银行愿以1.7825的汇价买进美元,卖出德国马克;同时愿意以1.7835的汇价卖出美元,买进德国马克。又如英镑兑美元的标价是1.7600/10,表示银行愿以1.7600的汇价买进英镑,同时卖出美元;又以1.7610的汇价卖出英镑,买进美元。其它货币亦然。询价人要熟悉银行的报价方法,买价与卖价是不同的,其差价是银行的收益。斜线右边的两位数字是卖出价的最后两位数字,在报价时其前面的几位数字被省略掉了。例如表中美元兑马克的汇价实际上是1.7825/1.7835的缩写。通常银行之间的报价只报后两位数字,例如美元兑马就只报25/35,其它数字一概省略。这是由于交易双方对于当时的汇价都非常熟悉且双方一般都有路透社的信息终端,前面的大数是不会搞错的。万一事后有一方搞错,把汇价1.7825说成是1.7925,那也没有关系,因为路透社的行情是按几时、几分报价的,查出交易当时的报价,各大银行均有记录,双方无可争辩。对于没有安装路透社信息终端的客户,银行也可把全价报出来。

在上述5位有效数字中,从右边向左边数过去,第一位称为“X个(基本)点”,第二位称为“X十个(基本)点”,第三位称为“X百个(基本)点”,如此类推。我们平常说美元兑马克升了100个点或跌了50个点等,指的就是这个意思。例如美元兑日元由126.10/20变为126.00/10,我们就说美元下跌了10个点。英镑兑美元由1.7600/10变为1.7900/10,我们就说英镑上升了300个点,等等

在路透社终端上,买卖差价通常为10个点,但也有的货币,例如美元兑法国法郎,通常

为 20—50 个点。由于供求关系的变化或报价行自己的情况不同,买卖差价有时很大,超过 10 个点的情况是经常发生的,而且这里所谈的是银行同业间的报价。银行同业间报价差价一般比较小,原因是交易金融通常在 100 万美元以上。100 万美元以下在银行间被称为“小金额”,买卖差价相同,金额越大,报价银行收益越多。在一般为商业买卖而进行的外汇交易中,金额常常不太大,且交易额往往不是整数,因此银行报出的买卖差价通常会比较大些。

对于银行报价,重要的是弄清楚买卖价的不同,不使买卖方向搞错。以美元兑日元为例,当对方报出 DLR/JPY126.10/20 时,表示对方银行愿以 126.10 汇价买入美元,卖出日元;以 126.20 的汇价卖出美元,买入日元。如果你是要买入日元(即卖出美元)时,就应当考虑 126.10 的价格是否合适,因为如果成交的话汇率将是 126.10 而不是 126.20。又如,你向对方询问英镑兑美元汇价,对方报出 1.7600/10,如果你要购买英镑,卖出美元,就应考虑汇价 1.7610,而不是 1.7600。只有双方都熟悉报价形式,交易才能顺利进行。

在外汇交易的实际操作中,如前所述可通过电话、电传和路透社交易机向银行的资金部门或外汇交易部门询价。当对方报出买入价和卖出价后,你要立即作出回答,是买进还是卖出多少金额的某种外币。由于市场行情瞬息万变,一个报价出来,几秒钟后就可能又会产生变化。因此,如果询价方回答缓慢,报价行就有可能说:“价变了”,报价就只得重来。在对方报价后,如果询价人对所报汇价不满意,可以说:“暂时没事”。报价便对双方无效。但询价方决不能耽误时间,不置可否。当然,报价方一旦报出价格,便有义务按此价格买入或卖出(如果询价方当场决定达成交易的话)。有人过后又向银行询价,结果得到的是与刚才不同的报价,这是很正常的,因为外汇市场价格变化极快,刚才的报价只对刚才有效,过后便要重报。因此,任何交易人员都要有决定权,当场就能决定买还是卖,做还是不做。那种询价后再向领导请示的做法是行不通的。

下面是一段典型的交易对话:

询价方:What's your spot DLR JPY,pls?(请问即期美元兑日元报什么价?)

报价方:104.20/30(也可写作 20/30 或 104.20/104.30)

询价方:Your's USD1/或 Sell USD1。(我卖给你 100 万美元。这里“1”代表 100 万,以下同)或者

Mine USD 1 或 Buy USD1。(我买进 100 万美元。)

报价方:OK,done。(好的,成交了。)

这是一个简单的交易对话,当然,还有一些双方证实这笔交易和告知对方交收路线,即买入货币付往何处代理银行,入什么帐户等内容。详细交易对话举例如下:

A:Spot DLR JPY pls?(请问即期美元兑日元报什么价?)

B:MP(等一等)

55/60(55/60)

A:Buy USD 2。(买进 200 万美元。)

B:OK,done. I sell USD 2 Mio ag JPY At 154.60 value 27/6/90。(好的,成交啦,我卖给你 200 万美元买进日元,汇率是 154.60,起息日 1990 年 6 月 27 日。)

JPY pls to ABC BK Tokyo,A/C No.123456。(我们的日元请付至东京 ABC 银行,帐号

是 123456。)

A:USD To XYZ BK A/C 654321 CHIPS UID 03745,Tks vm for the deal BIFN.(我们的美元请付至纽约 XYZ 银行,帐号 654321,CHIPS UID03745,多谢你的交易,再见。)

这是即期外汇交易的实际操作中的报价方式。如果是做远期或期权等交易,在询价时要予以说明,报价方便会报出这种交易的价格,其它方面与即期交易的报价方式都是大同小异的。

第三节 外汇交易的技巧

外汇交易成败的因素很多,其中最关键的一点是是否能够正确分析汇率走势。外汇买卖不同于赌博,赌博完全靠碰运气,外汇交易却不同,客观上是有许多因素可供分析、判断的。外汇汇率的波动虽然千变万化,但归根到底是由供求关系决定的,某一种货币的供给大于需求,其汇价就会下跌;某一种货币的供给小于需求,其汇价就会上涨。而影响货币供求关系的因素则更是多种多样,大到世界经济、金融及政治形势,小到一些不可预知的突发性事件,都会对外汇市场供求产生影响。人们对于这些因素的看法及认识、判断亦是仁者见仁、智者见智,故而其对外汇市场的影响是十分难以判断的。

外汇交易的原则是低价买进,高价卖出,如果预测汇价将上升就应买进,而预测汇价将下跌就应卖出,如预测错误则交易的损失就在所难免了。关于预测汇率走势的方法,历来有两派之争,一派认为应当依据基本经济因素来分析汇率走势,另一派则认为短期内基本经济因素不起作用,纯技术性分析会更加有效。应当说这两派都有一定道理,作为交易员这两种方式都是值得重视的。基本经济因素的影响是长期的,但对汇市的短期影响亦不可忽视,每当各国公布重要经济数字时,外汇市场上的交易商对此都格外关注就是例证;技术性分析亦有非常有效的时候,如典型的头肩型、三角形汇市的一再出现证明了它的作用。只是任何一种分析都不是万能的,否则外汇市场的变化就不会这么令人难以捉摸了。

除去上述两种较为严格的理论性分析外,外汇市场上的交易员们根据多年来的实践经验总结出一些外汇交易的“格言”,实际上也是进行外汇交易的一些技巧,是我们所应该牢记的。下面就将其中一些主要的“格言”介绍如下:

1. 宁买升,不买跌

外汇买卖如同股票、黄金买卖一样,宁买升,不买跌。在价格上升的过程中只有一点是买错了的,那就是价格上升到顶点的时候。此时汇价犹如从地板上升到天花板,无法再升。除了这一点,在任何一点买入都是对的(当然这里没有考虑交易成本)。

在汇价下跌时买入,只有一点是买对的,那就是汇价已经跌到最低点,无法再低。除此之外,在任何一点买入都是错的。

由于在价格上升时买入只有一点是买错的,而在价格下跌时买入却只有一点买对,因而在价格上升时买入,盈利机会要比在价格下跌时买入大得多。

人们在买卖外汇、股票时,常常片面地着眼于价格而忽视了汇价的上升和下跌趋势。当价格上升时,价格越来越高,越高越不敢买;在价格下跌时,价格越来越低,越低越觉得便宜。因此在实际交易中,往往容易忘记“宁买升,不买跌”的格言,成为“宁买跌,不买升”的错误交易者。

2. “金字塔”加码

“金字塔”加码的意思是,在第一笔买入某一货币或某一股票之后,该货币或股票价格上升,眼看投资正确,在兴高采烈之余,便想加码增加投资,但是加码应当遵循“每次加买的数量应比上一次少”的原则。这样,逐次加买,数量越来越少,犹如“金字塔”的模式,层次越高,面积越少。有些人在交易时,一见买对,就加倍的买,一旦市势急跌,难免损失惨重。而金字塔式的投资,一旦市势下跌,由于在高位建立的头寸较少,损失相对轻些。

3. 尽量使利润延缓

缺乏经验的交易员,在开盘买入或卖出某种货币后,一见有盈利,就立刻想到平盘收钱。获利平仓做起来似乎很容易,但是捕捉获利的时机却是一门学问,有经验的交易员,会根据自己对汇率走势的判断决定平盘的时间。如果认为市势会进一步朝着对自己有利的方向发展,就会耐心再等待一段时间,从而使利润延续。一见小利就平盘不等于见好就收,如果盈利都是小赚而亏损则往往数额较大的话,就会造成盈少亏多的局面。

4. 一要学会斩仓,二要学会建立头寸,三要学会获利

一要学会斩仓,二要学会建立头寸,三要学会获利。这是外汇交易员入门的三步曲,也适用于股票交易者。

(1) 学会斩仓。

斩仓是在开盘后或所持头寸与汇率走势相反时,为防亏损过多而采取的平盘止蚀措施。

例如,以 1.7200 的汇率卖出了英镑,买入美元,结果后来英镑上升了 100 个点,达到了 1.7300,这样帐面损失即已达 100 个点。为防止英镑继续上升造成更大损失,便在 1.7300 水平买回英镑,卖出美元,以 100 个点的亏损结束了敞口。

斩仓是外汇交易员必须首先学会的本领。未斩仓时,亏损是帐面上的,名义上的,一旦斩仓,亏损便成为现实,因此斩仓的决定给交易员带来的精神压力是可想而知的。但是,该斩仓的时候一定要斩仓,任何侥幸求胜、等待汇率回头或不服输的情绪都会妨碍斩仓的决心,并有招致严重亏蚀的可能性。因此,自营外汇交易的交易员都有止损限额的规定,必须严格遵守。

(2) 学会建立头寸。

“建立头寸”亦即通常所谓开盘,也称为敞口,就是买进一种货币,同时卖出另一种货币的行为。开盘之后,长了(多了)一种货币,短了(空头)另一种货币。

建立头寸时一要选好货币,二要选准时机。有人认为选准时机比选好货币更为重要,这种看法不无道理。选择适当的汇率水平及其时机建立头寸是盈利的前提。如果入市的时机较好,获利的机会就大,相反,如果入市的时机不当,亏损就容易发生。

学会如何把握时机建立头寸与学会斩仓一样重要,不过作为一个新交易员,学会斩仓更为迫切。

(3)学会获利。

获利看似简单,其实不然。在开盘之后,汇率如果已朝着对自己有利的方向发展,平盘即可获得盈利。例如,在 105.00 买入美元,卖出日元,当美元上升至 105.50 时,交易员即有 50 个点的利润。于是他把美元卖出,买回日元,使美元头寸轧平,赚取日元利润;或者按照原来卖出的日元金额原数买回,使日元头寸轧平,赚取美元,都是平盘获利的行为。

获利的难点在于掌握平盘的时机。平盘太早,获利不多;平盘太晚,又可能延误时机,不盈反亏。因此掌握获利平盘的时机实非容易,这是交易员必须学会和钻研的学问。

5. 处境不明,不沾为宜

当你感到汇市的走势不够明朗,自己又缺乏信心时,以不沾市场为宜。一般说来,交易员对市场常有一种“市场感觉”,有经验的交易员凭这种“感觉”常常能准确地判断汇率走势。如果自己感到没有把握,不如什么也不做,耐心等候入市时机。如果已经开盘,大有“食之无味,弃之可惜”的感觉时,不如平盘离场,切忌过分计较得失,冒无把握之风险。

6. 于传言时买入(卖出),于事实时卖出(买入)。

外汇市场上经常会传出一些消息,有真有假,有好有坏。有些消息事后证实是真实的,有些消息事后证实只不过是谣传。但是这些消息往往会给外汇市场带来一些波动。如果能正确利用这些消息所带来的汇价波动,获利也是可能的。交易员的做法是,在听到利好消息时立即买入,而一旦消息得到证实便立即卖出。反之亦然;在坏消息传出时,立即卖出,一旦消息得到证实就立即买回。外汇市场是一个非常敏感的交易市场,所谓见微知著,见风即雨,是投机者的心理反应。从盈利的目的出发,必须跟着市场走,这是正常的。

7. 莫在赔钱时加码

在买入或卖出一种货币后,遇到汇价向相反的方向发展而产生亏损时,有人想加码再做。这是很冒险的。例如,美元近期内连续上升,交易员追市买进美元。结果美元突然猛跌,眼看赔钱,便想在低价位加码再买入一笔,以拉低头一笔的汇价,并在市价反弹时二笔一起平仓,以减少甚至捞回亏损。

但是这种加码的作法要特别小心。如果市价已经上升了一段时间,你买的可能是一个最高价或几乎是最高价。这时候市价的下跌往往会持续很长一段时间,如果不断加码而价格迟迟不见回升,等待你的无疑将是恶性亏损。国际上曾有银行在做债券、黄金、外汇或股票买卖时赔钱加码,导致银行濒临破产或清盘,可见其风险之大。

8. 切莫孤注一掷

不论股票交易还是外汇交易,都要量力而为,不可孤注一掷,把所有的资金像赌注一样全部扎进去,如果这样,万一市势不测,就有发生巨额巨损甚至不能自拔的可能。明智的作法是先投入资金的三分之一,当市势明朗,于己有利时,再增加投资,如前面所说的金字塔式的进行。

在汇市风云突变,于己不利的时候,最需要防止孤注一掷的心态萌发。任何交易员都应订立交易限额,不可越权加码。作为私人投资者,也要给自己定一个交易额或者止损额,以便自我约束。

9. 把输赢置之度外

投资股票或外汇买卖,都具有风险性。从概率论的角度来讲,赢亏的可能性应该是各占50%。总希望赢多亏少是常人的心理,但在外汇市场上一心想做常胜将军,只赚不赔,没有输的思想准备的人,到头来往往往却是亏得最多的人。

正确的态度是,既有赚的希望,也有赔的准备。买进一种外汇后,要认真分析市势动向,如果市势对自己有利,在制度许可的条件下要耐心等待,争取利润的延续。但是,当市势于己不利时,特别是自己已感到市势不对头时,就不能太计较得失,即便输一点也要斩仓离场,神态自若。若是过分计较一时一地的得失,亏一点就不服气,做错了还硬等、苦等,往往会越等越糟。

10. 逆境时,最好“休息一会儿”

外汇交易员,整天注视着荧光屏上的报价,精神处于极度紧张状态,如果盈利,自然是皆大欢喜,但如果发生亏损,特别是连续几笔亏损,且数额较大时,就会头脑发胀,失却冷静和清醒。这时,休息一会儿是最佳选择。休息回来后,盈亏已成过去,放下包袱,轻装上阵,效果会更好。

11. 不要被几个点误事

在外汇交易中,有时为了强争几个点而误事,这是非常不值得的。有人在做交易时给自己定下一个目标,例如某一笔要赚够2000美元或5000美元等。在开盘后,心里便不停地盘算着这一时候的到来。有时价格已接近目标,机会很好,只是还差几个点没到位,本来平盘就可以获利,但是碍于原来的目标有人非要硬等,结果市势逆转,盈利反而变少甚至出现亏损。经验告诉我们,有时几个点不到就不到,不要为着几个点而坐失良机。

在对待别人的报价上也常有类似的情况发生。当汇率急促上升时,报价方通常高报;在汇率急剧下跌时,报价方常常低报,这样与你所期望的价位便会有些差异。如果你对汇率走势有信心,最好不要计较小小的差价,该买的买,该抛的抛,把握住最好的时机。犹豫不决往往会耽误时机,该赚的赚不到,不该亏的却亏了,市场就是如此变化莫测的。

12. 在盘局突破时建立头寸

盘局,指市价牛皮,波幅狭窄。盘局是买方和卖方势均力敌,暂时处于平衡状态的表现,无论上升行程中的盘局还是下跌行程中的盘局,一旦盘局结束突破阻力线或支持线,市价就会破关而上/下,呈跳跃式前进。这是入市建立头寸的良好时机。如果盘局属长期关口,突破盘局时所建立的头寸必获厚利。

13. 见势不对,反戈一击

有时跟市买卖,但入市时已经接近尾声。例如在多头市场上买入后,市价却牛皮不展,不多久,市价回档急跌。这时,不要惊慌,不要以为市场在与你过不去,最好反思一下市场是否属于下述情形;在你买入时,多头市场已是气势将尽。如果是在这种情况下,明智的做法是立即斩仓,反戈一击。就是说,把原来的头寸斩掉,并当场伺机抛空。如果市势相当熊气,不妨在你权限范围内以你原先买入的二分之一或一倍的头寸抛空,这样或许可以补回原来的损失。当然,加倍反戈一击的做法要慎重,特别是在你反应已经过迟,市价已经跌得过多有可能反弹时,不宜这样做。

14. 升幅日减,交易量下降,小心价格下跌

在外汇和股票买卖中,价格经过一次较长的上升后,上升的幅度开始逐渐减少,交易量也逐日缩小,这是市价接近顶点或到达近期目标的先兆,手持多头的人士应当抓住时机获利回吐。

15. 跌幅日减,交易量渐增,汇价近底

在汇价下跌较长时间后,下跌的幅度逐日减少,而交易量渐增,是汇价跌近底部的先兆,预示汇价有可能在近期反弹。这时持有空头的人士应适时平盘,获利补仓。

16. 小心大跌后的反弹和急升后的调整

在汇市和股市上,价格的急升或急跌都不会是呈直线型,升了一段时间后总会调整,跌了一段时间后亦会有反弹。当然,反弹的时间和幅度都是难于掌握的。但是在汇价已急升或迅跌了二、三百点乃至更多时,宁可靠边观察,也不可贸然跟进,以免误入陷阱,悔之莫及。

第四节 外汇交易的传统类型

历史上几乎自有货币产生就有货币兑换。不过,目前国际上的外汇买卖形式大约可以追溯到 1880 年,也就是金本位制建立的时间。从金本位制一直到第二次世界大战后的布雷顿森林体系这段时间内,可以说基本上实行的都是固定汇率制,外汇交易多是为了贸易结算和资本流动的正常需要而进行的,局限性较大。从 1973 年布雷顿森林体系崩溃,开始实行浮动汇率制以来,汇率的剧烈波动使得外汇交易的重要性日益增长,不论是结算、保值,还是投机性的外汇交易都得到了空前的发展。而现代科技的高速发展亦为外汇交易市场的现代化、全球化及一体化创造了条件。在这种背景和条件下,外汇交易开始逐渐从为贸易服务的角度脱离出来,愈来愈成为一种独立的资本流动的形式。

本节我们首先从外汇交易的传统类型,也就是其比较基本的类型说起。

一、即期外汇交易

所谓即期交易,是指在外汇买卖成交后,原则上两天以内办理交割的外汇交易。实际上,一般是在成交后的第二个营业日进行。如果交割的那一天正逢银行节假日,就延期顺延。

例如一家德国进口商从美国进口计算机,6 月 1 日货到验明后付款,在两日内也就是 6 月 3 日前要完成交割,就是即期交易。

即期交易的交割日根据不同的市场的习惯而不同。在欧美市场上,交割日是成交后的第二个营业日。例如在伦敦市场上成交了一笔英镑对美元的交易,则其交割日应为次日;如次日恰逢英国或美国的节假日,则顺延一天。遇周末则要顺延至下周。在远东市场上,例如东京、新加坡,交割日一般在成交后次日。在香港市场,原来美元和港元的交易可以当天交割当天起息,1989 年起亦改为两个工作日交收。之所以交割时间有所滞后,是因为不同货

币的清算中心一般都在其发行国,彼此的清算过户需要一定的时间。

即期外汇交易的方式可分为汇出汇款、汇入汇款、出口收汇和进口付汇四种类型。

汇出汇款。需要对外国支付外币的客户如有外币可向银行直接支付外币,如无外币则要支付本币兑换成外币后,委托银行向国外的收款人汇款。银行接受了汇款人的委托,便请求收款人的往来银行从本行的外币结算帐户中借记相当金额,支付给取款人。

汇入汇款。汇入汇款收款人从国外收到以外币支付的款项后,可以存入自己的外币帐户,也可将外汇收入结售给银行取得本币(我国现规定出口收入必须向外汇指定银行结汇)。通常,办理汇款的外国银行事先就将外币资金转入接受汇款银行的结算帐户中。

以上两类是单纯而又基本的外汇交易方式,可以用于一切目的,如贸易结算、资本投资、投机等。由于银行间汇款方法的不同,又可以分为电汇、信汇、票汇等。

出口收汇。出口商将出口货物装船后,立即开立以双方商定的结算货币计价的汇票,并在汇票下面附上有关单证,请银行议付,以便收回出口货款。银行将汇票等单据寄予开证行,按照汇票即期支付的条件,接受以外币支付的款项,并让支付行将应付款记入自己的外币结算帐户中。

进口付汇。为进口商开出信用证的银行按照出口商开出的附有全部单证的即期汇票条件,将外币计价的进口货款通过外币结算帐户垫付。然后向进口商提示汇票,请其按照即期付款条件支付。进口商以本币(或外币)向银行支付了进口货款,进口结汇就完成了。

通常出口收汇是以外汇的交割和本币的收付时间为标准的。两者同时进行则都作为即期交易对待。

二、远期外汇交易

远期外汇交易与即期外汇交易不同,交易货币的交割(收、付款)通常是在两个工作日以后进行的。外汇市场上的远期外汇交易最长可以做到一年,一至三个月的远期交易是最为常见的。远期买卖成交后,双方必须接约定的日期和约定的汇率进行交割。由于这种交易提前把将来的汇率确定下来,因此买方实际上把未来的汇率风险转嫁给了卖方。当然,对方银行也会调整自己的头寸,或通过货币市场的借贷防范风险,或者干脆把风险再转嫁给别人。举例来说,某进出口公司计划从日本进口一套设备,预计三个月后付款 112 万日元。为防止日元升值、美元贬值所带来的汇率损失,该公司可向银行购买三个月的远期日元。假定当时三个月的远期日元的汇率为 112.00,那么该客户只需准备 100 万美元即可。这样不论将来汇率如何变化,客户的成本是锁定了的,因而既得的利润也可保留下来。如果不购买远期日元,而美元对日元又持续下跌,例如下跌到 102.00,该客户就需要交付出将近 10 万美元。

当然,也存在另一种可能,就是三个月后美元升值,日元贬值,这样到付款时再购买日元是会比较便宜的。但是汇率的变化总是存在两种可能,预测汇率是非常困难的事。世界上的大银行和经济金融专家没有不对汇率感到困扰的。对于做正常交易的公司、企业乃至个人来说,应多从成本核算出发,从外汇保值的目的出发,排除侥幸心理,多考虑做远期外汇买

卖,特别是付款时间较长的情况更应注意,因时间越长预测汇率越困难。当然,对于时间较短的情况,进出口商可以在银行的帮助下了解短期汇率走势,如果美元呈明显上升趋势,购买日元、马克等西方货币可暂缓进行;如美元明显呈弱势则应提前卖出美元,亦即所谓的“早收迟付”和“迟收早付”策略。但是,究竟是冒点风险暂缓进行、争取更有利的价格,还是不承担风险做远期买卖固定成本,要根据主客观条件决定,不能一概而论。

若付汇金额较大,购买远期外汇可以分批进行,例如要支付 10 亿日元,可以分两次或三次购买,三次不同的汇率,平均价格常常会比一次购买的风险小。

远期外汇交易的汇率是在即期汇率上加减升水和贴水的方法表示。某种货币的远期汇率大于即期汇率时,其差额就是升水;远期汇率小于即期汇率时,差额是贴水。甲种货币对乙种货币的远期汇率有升(贴)水,就是乙种货币对甲种货币的远期汇率有贴(升)水。归纳起来公式如下:

远期汇率 = 即期汇率 ± 升(贴)水

升水和贴水的大小,主要取决于两种货币利率差幅的大小和期限的长短。利率较高的货币在远期市场上表现为贴水;利率较低的货币在远期市场上表现为升水。

这个道理可以举例说明。假设美元 3 个月存款利率为 10%,德国马克 3 个月存款利率为 5%,客户向银行购买 3 个月远期马克(即卖出 3 个月远期美元),银行如果用美元按即期汇率买入马克,存放出去 3 个月以备交割时付给客户,那末银行在这 3 个月中就要放弃美元的高利率而收取马克的低利率,吃亏 5% 的利差。银行把这个因素打进远期马克的价格中去就要比即期马克贵一些。所以马克在远期市场上买卖时呈升水,也就是远期美元有贴水。如果不是这样,而是马克按贴水卖出,美元按升水卖出,投资者就可按即期汇率卖出马克买入美元,然后在远期市场上卖出美元,换回马克,获得利润。同时,投资者还能获得 5% 的利差。这种情况在自由竞争的外汇市场上是决不可能出现的。

两种货币的利差是决定它们远期汇率的基础,市场上的汇率是围绕它上下波动的。因此货币市场上的利率变化会直接影响升水和贴水的大小。如果当甲、乙两种货币的相同期限利率水平无差异时,那末从理论上说,升水和贴水就等于零,也就是远期汇率等于即期汇率,这种情况称为平价。当然这是一种理论上的假设,在现代外汇市场上是很难出现的。

三、择期外汇交易

择期外汇买卖是一种交割日期不固定的买卖,它属于远期外汇买卖的范畴。择期的含义是买方可以在将来的某一段时间(通常是一个半月内)的任何一天按约定的汇率进行交割。

例如,某进出口商在签订购买商品合同后,一时还不能确定将来收付款的确切日期,大致只能定在 1994 年 3 月左右。为了稳定进口成本,他想购买远期外汇。这时,他就可以同银行做一笔择期外汇交易,把交割日期定在 3 月 1 日至 31 日之间。一旦择期买卖合约成交后,买方就可以按照约定的远期汇率从 3 月 1 日至 31 日之间的任何一天,根据进口付款的要求,随时通知银行在两个工作日后交割。

择期买卖主要是为企业、进口商提供买卖外汇的灵活性,保证货到付款或单到付款时,能及时付汇,从而避免了远期买卖交割日期确定不变的缺点。

择期买卖也有它的缺点。银行在计算升贴水时,升水通常按可交割的头一天计算,而贴水则按可交割的最后一天计算。如上例,客户要购买择期的美元,时间是1989年3月1日至30日,有的银行计算贴水时要计算到30日,因为计算到30日的贴水比计算到1日的贴水多。也就是说,客户要取得择期的便利,就要多损失一些贴水作为代价。当然,贴水的损失比之未知的汇率风险损失会小得多。但是择期越长,损失越多,作为企业方面亦应尽量缩短不确定的时间,以减少成本。

四、调期外汇交易

调期外汇交易是在某一日期即期卖出甲货币,买进乙货币的同时,反方向地买进远期甲货币,卖出远期乙货币的交易,即把原来手中持有的甲货币来一个调期。

例如,某公司向外国借入一笔瑞士法郎,想把它转为美元使用,或将暂时未用的部分转为美元存款。与此同时,为了防止瑞士法郎将来升值,蒙受大的汇率损失,造成还款上的被动,可以做一个调期买卖:卖出即期瑞士法郎,买进即期美元;买回远期瑞士法郎,卖出远期美元。到远期交割时,瑞士法郎金额不变,便防范了瑞士法郎变美元后,可能会发生的美元贬值损失。

所谓调期外汇买卖实际上由两笔交易组成,一笔是即期交易,一笔是远期交易。以上述为例,瑞士法郎的金额相同,差别只是在于卖出即期瑞士法郎和买入远期瑞士法郎的汇率是不同的。假设美元利率高于瑞士法郎利率,远期买卖要扣除贴水,由此客户在买进即期美元卖出即期瑞士法郎时,客户会失去美元高利息的收入。我们可以通过下表进行分析:

表 9.8.1 调期交易资金表

即期交易	金额	汇率	远期交易(半年)	金额	汇率
—瑞士法郎	1,502,000	1.5010/20	+瑞士法郎	1,502,000	1.4676/86
+美元	1,000,000		—美元	1,023,439.36	

注:表中“—”表示卖出,“+”表示买入

从表中可以看出,瑞士法郎即期卖出,远期买入,没有汇率风险。但即期买入100万美元,远期卖出时要多付23439.36美元。这个数目正是上述两种货币半年期存款利率不同而产生的利差。

从上述介绍中我们可以看出,调期交易实际上是由两笔交易组成,一笔即期交易,一笔远期交易,既然如此,为何不直接做两笔交易而要用调期呢?因为调期交易只做一笔不做两笔会更为简便,且买卖差价上损失一次。如果分两笔去做,不仅会更麻烦,而且在报价上损

失的买卖差价会更多。

在做调期交易中,报价时要注意的是调期率和调期的时间,其它的与即期交易的报价基本相同。

总而言之,调期交易的目的在于满足人们对不同资金的需求,即外汇保值和防范汇率风险。有的客户从国外得到贷款,例如瑞士法郎,既想把它套成利率高的货币,赚取比瑞士法郎更多的利息,但又担心冒汇率风险,想做调期保值,这种想法是不实际的,因为调期与赚取利息是不能兼而有之的,调期必然会使货币的利差收益在远期贴水中失去。因此在做调期交易时首先要明确自己的目的。目前调期作为防范汇率风险的有效工具在实践中的运用已越来越多了。

第五节 货币期权交易

一、期权的定义

期权是一种以一定的费用(期权费)获得在一定的时刻或时期内拥有买入或卖出某种货币(或股票)的权利的合约。期权合同的买方可以在期权的到期日或到期日之前按合同约定的价格买进或卖出约定数量的某种金融工具,但也可以不履行这个合同的权力。在期权合约中,买方拥有的是权力而不是责任,卖方拥有的是责任而非权力。

期权交易最早是从股票期权交易开始,于1978年首先出现于荷兰的“欧洲期权交易所”,1982年美国费城交易所承办了第一批英镑期权和德国马克期权。现在各有关金融工具都已出现期权买卖,如债券、货币、股票、黄金、白银、指数及各种期货期权等。我们这里所谈及的是货币期权,也就是外汇期权交易。

二、期权的种类

1. 按到期日划分

可以分为美国式期权和欧洲式期权。美国式期权可以从签约日到到期日之间随时行使期权,而欧洲式期权只有在到期日时才可行使期权。

例如,某公司买入10万德国马克的美国式期权,期权的协定价格为1美元等于1.60马克,到期日为9月10日。这样购买者就获得了下列权力:在从购买日至9月10日之间的任何时间(指营业时间)内,都可按1美元等于1.60马克的价格买入10万德国马克,而如果这是一个欧洲式的期权,购买者便只能在9月10日当天行使期权。当然,如果价格不合适,该公司也可以不行使上述权力。

2. 按交易方式划分

可以分为在有组织的交易所交易期权和场外交易期权。在交易所内交易的期权都是合约化的,到期日、名义本金、交割地点、交割代理人、协定价格、保证金制度、合约各方、头寸限制、交易时间以及行使规定都是由交易所事先确定的,参与者需要的只是同意交易中合约的价格和数量。在交易所交易的期权由于已经标准化,因而可以进入二级市场买卖,因而具有流动性。

在场外交易市场(也可称为柜台交易)的期权可以适合个别客户的需要,不必像交易所那样标准化,还可以协商,根据客户的需要对期权进行特制。目前场外交易市场的期权合同也在向标准化发展,其目的是为了提高效率,节约时间。

三、期权交易的两种基本合同和合同双方的损益

期权有两种基本合同:看涨期权合同或称买方期权合同;看跌期权合同或称卖方期权合同。订立期权合同的买卖双方分别为期权出售者和期权购买者。两种基本合同和合同双方组合起来,就有四种情况:买入看涨期权;卖出看涨期权;买入看跌期权;卖出看跌期权。

合同买入者为获得这种权利,必须支付给出售者一定的费用作为可能的损失补偿,这笔费用称为期权费或期权价格。合同出售者收取期权费,得到收益的同时也就承担了责任,只要买入者行使权利,出售者就有责任履行合同。

上述四种交易的风险和收益都是不一样的,我们可以分别分析如下:

1. 买入看涨期权

买入看涨期权指买入者或称期权持有者获得了在到期日以前按协定价格购买合同规定的某种金融工具的权利,当然为此要付出期权费。购买看涨期权的人通常预测市场价格将上升。当市价朝着预测方向变动时,购买者的收益可能是无限的;而当市场价格朝着与预测相反的方向变动时,购买者的损失则是有限的,最大的损失就是期权费。当市场价格达到协议价格加上支付的期权费时,购买者不亏不盈,此时称为盈亏平衡点。

例如,买入一个马克看涨期权,协定价格为\$0.3300,期权费为\$0.0200,购买一个标准马克期权合同是125000。这样,对于购买者来说:

最大风险: $0.02 \times 125000 = \$2500$

最大利润:无限

盈亏平衡点: $0.3300 + 0.02 = 0.3500$

其盈亏状况可以用下图表示:

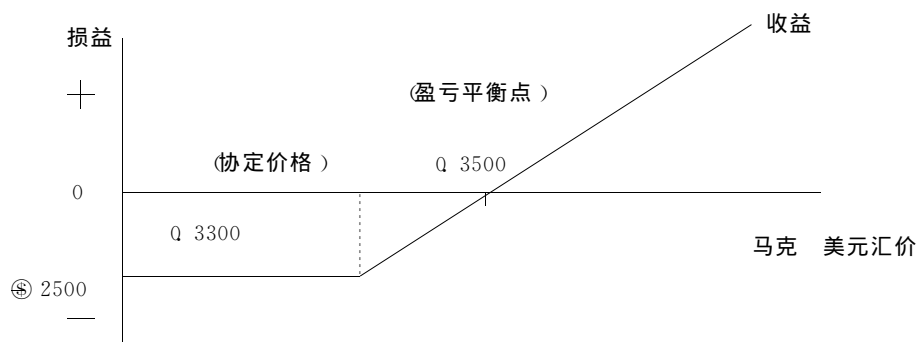


图 9.8.1

从图中我们可以看出：

(1) 当市场价格低于 \$0.3300 时，购买者不会行使期权，因为到市场上直接购买马克会更便宜。此时购买者的净损失额为当初支付的期权费 2500 美元。

(2) 当市场价格介于 0.3300 和 0.3500 之间时，购买者行使期权，但仍有损失。其损失为 $(\text{市场价} - 0.3300) \times 12500$ 。当市场价为 0.3300 时，是否行使期权损失都是一样的；当市场价为 0.3500 时，购买者达到盈亏平衡。

(3) 当市场价格高于 0.3500 时，期权购买者将行使期权，再按市场价卖出，这样获得的利润是： $(\text{市场价} - 0.3500) \times 12500$ 。

2. 买入看跌期权

买入看跌期权指合同买入者获得了在到期日(或之前)按协定价格出售合同规定的某种金融工具的权利，当然要支付期权费。买入看跌期权者预测市场价格将下跌。当市场价格下跌时，他的收益是有可能无限大的；但如果市场价格上升，他的损失则是有限的，最多只是期权费。当市场价格变化到协定价格减期权费时，购买者达到盈亏平衡。

例如，买入英镑看跌期权，协定价格等于 \$1.8700，期权费为 \$0.09，购买一个标准合同为 £25000。这样，对于购买者来说：

最大风险： $0.09 \times 25000 = \$2250$

最大利润：无限

盈亏平衡点： $1.87 - 0.09 = \$1.7800$

(1) 当市场价格低于 1.7800 美元时，购买者将行使期权，因为他可以从现货市场买入英镑再以协定价格卖给期权的卖方，获得的利润费 $(1.8700 - \text{市场价}) \times 25000$ 。

(2) 当市场价介于 1.7800 和 1.8700 之间时，购买者将行使期权。此时他有亏损，但仍比到市场上卖出的亏损少。此时他的亏损额应等于 $(\text{市场价} - 1.7800) \times 25000$ 。当市场价等于 1.7800 时，购买者可达到盈亏平衡。

(3) 当市场价高于 1.8700，即协议价格时，期权购买者将不行使期权，因为他直接到市

场上卖价格会更高。此时的损失即为全部期权费 \$ 2250。

3. 卖出看涨期权

卖出看涨期权指如果买入看涨期权者执行合同,出售者就有责任在到期日之前按协定价格出售合同所规定的货币。出售这种期权合同者通常预测市场价格将下跌。由于要承担责任,出售者要收取一定的期权费。当市场价格朝着出售者预测方向变动时;出售者的最大收益就是收取的期权费;而当市场价格朝着相反价格变化即趋于上升时,出售者的损失风险是无限的。当市场价格变化到协定价格加上收取的期权费时,出售者达到盈亏平衡。

例如,卖出马克看涨期权,其协定价格为 \$ 0.3400,期权费为 \$ 0.0250。这时,对一个标准合同出售者来说:

最大风险:无限

最大利润: $0.025 \times 125000 = \$ 3125$

盈亏平衡点: $0.34 + 0.025 = \$ 0.365$

可用下图表示:

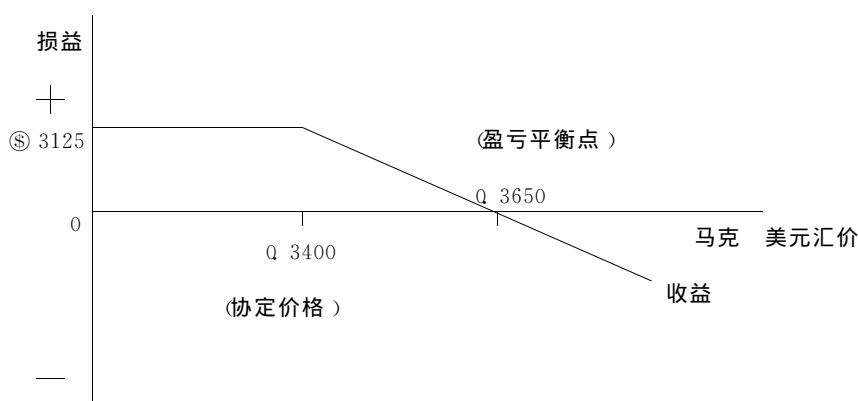


图 9.8.2

由上图可以看出:

(1)当市场价格小于 0.3400 时,期权的买入者不会要求行使期权,因为直接到市场上买会更便宜。期权出售者的收益就是收取的期权费 \$ 3125。

(2)当市场价介于 0.3400 和 0.3650 之间时,期权出售者仍有盈利,但小于期权费。此时期权的买入者会要求行使期权,出售者的盈利为:期权费 - (市场价 - 0.3400) × 125000。当市场价达到 0.3650 时,出售者达到盈亏平衡。

(3)当市场价高于 0.3650 时,卖出看涨期权者将遭受损失,且可能是无限的。当期权买入者要求行使期权时,期权卖出方的损失将是(市场价 - 0.3400) × 125000 - 期权费。

4. 卖出看跌期权

卖出看跌期权指买入看跌期权者如行使权利,出售者就有责任在到期日以前按协定价

格买入合同规定的某种货币。为承担这一责任,出售者要收取一定的期权费。出售这种期权合同者通常预测市场价格将上升。当市场价格果然上升时,出售者的最大收益就是收取的期权费,而当市场价格朝着下跌的方向变化时,出售者将有无限的风险。当市场价格朝着下跌的方向变化达到协定价格减去期权费时,卖出者达到盈亏平衡。

例如,出售马克看跌期权的协定价格等于 \$ 0.3500,收取的期权费为 \$ 0.0200。出售一个标准合同,则对出售者来说:

最大风险:无限

最大利润: $0.0200 \times 125000 = \$ 2500$

盈亏平衡点: $0.3500 - 0.02 = \$ 0.33$

可以表示如下图:

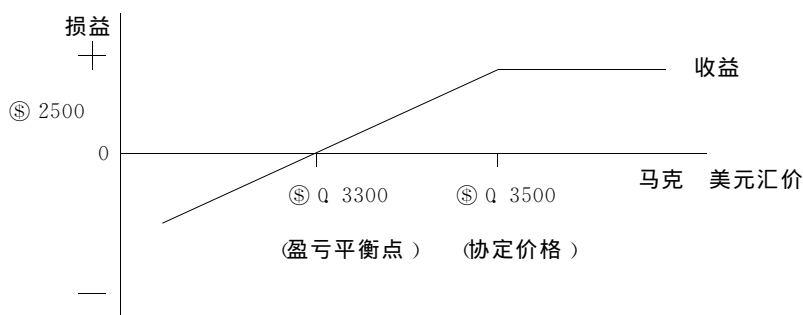


图 9.8.3

从图中我们可以看出:

(1)当市场价格小于 0.3300 时,出售者将面临无限的风险,当购买者行使期权时,出售者的损失将为: $(0.3500 - \text{市场价}) \times 125000 - \text{期权费}$ 。

(2)当市场价格介于 0.3300 和 0.3500 时,出售者将获得利润,但小于其期权费。当购买者行使期权时,期权出售者将会获得的利润为: $\text{期权费} - (0.3500 - \text{市场价}) \times 125000$ 。当市场价格为 0.3300 时,出售者达到盈亏平衡。

(3)当市场价格高于 0.3500 时,出售者将获得最大利润。此时购买者不会行使期权,因为到市场上出售价格会更高,出售者获得的利润就为其收取的期权费 \$ 2500。

四、期权费的决定因素

期权费在期权交易中扮演着重要角色。期权费的制定主要依据以下几点因素:

(1)货币汇率的波动性。一般说来,汇率较为稳定的货币收取的期权费比汇率波动大的货币低,这是因为前者的风险性相对后者较小的缘故。

(2)期权合约的到期时间。时间越长,期权费越多,这是因为时间越长,汇率波动的可能

性就越大,期权卖方遭受损失的可能性也就越大。

(3)协议日与到期日的差价。例如,购买三个月英镑买入期权,如果三个月远期汇率为1.6550,那么协议价1.6400与1.6600相比,1.6400协议价应收的期权费就有些,因为期权卖方要承担汇率风险。相反,如果想在1.6400的汇率卖出期权,收费就便宜得多。也许有人觉得,1.6400的汇率低于1.6550的远期汇价,对卖出期权的卖方来说,当时转卖都是有利可图的,为何还收期权费呢?因为期权是买方的权利,三个月后到期时,买方有权执行合约,也有权不执行。如果执行,卖方的损失可能会超过他当时转卖所得利润;而如果买方不执行,卖方亦未必能以三个月前的价买回英镑,风险仍然是存在的。对于美式期权,由于买方选择执行合约的日期更为自由,费用也相对要收得更多一些。

(4)期权供求关系。期权的买方多或卖方少,收费自然也更多一些;而如果期权的卖方多买方少,收费就会便宜一些,这就是基本供求规律的作用。

第六节 货币期货交易

货币期货:从一个国家的角度来说就是指外币期货。外币期货合同规定在将来某一指定月份买进或卖出规定金额的外币。例如在美国的金融期货交易所内,英镑、日元、马克、加元等就都是外币。这些外币期货都以美元计价,与美元对做。外币期货交易是从1972年开始的,在固定汇率制度崩溃以后,汇率经常变化,传统的方法是通过外汇市场的即期和远期交易进行外币套期保值。后来,人们将在商品方面已经用了多年的期货交易方式运用于金融方面。首先在美国芝加哥的商品交易所内建立了国际货币市场,专门经营外币期货,后来陆续又增加了其它金融期货。外币期货现在主要被用来作为企业和金融机构进行外币套期保值的工具,用时也很受投机者的青睐。

一、货币期货与远期交易的区别

外币期货交易与远期外币交易是有区别的,主要表现在以下几个方面:

1. 合同是否标准

外币期货的合同是标准合同,在交易数额上是用合同的数量来表示的。买卖最小是一个合同,大的可以是几个合同。每个合同的金额,不同的货币有不同的规定。在芝加哥国际货币市场上,各种货币的合同金额规定如下(这里使用的货币符号是传统符号):

1个英镑合同金额:£25,000

1个德国马克合同金额:DM125,000

1个日元合同金额:YEN12,500,000

1个瑞士法郎合同金额:SFR125,000

1个荷兰盾合同金额:FLS125,000

1 个法国法郎合同金额:FFR250,000

1 个加拿大元合同金额:CAN100,000

1 个墨西哥比索合同金额:MP1,000,000

而在远期外汇交易中,合同金额大小不固定,交易的数量可由客户与银行商定。

2. 交割方式不同

货币期货交易交割的方式有两种:1. 等到到期月交割。在实际操作中,只有很少的合同进行到期时的实际交割;2. 随时做一笔相反方向的相同合同数量和交割月的期货交易,叫做“结清”,绝大部分期货交易都是如此。如果你买了若干个外币期货合同,随后又卖出了同样数量的相同的合同,这样就不仅轧平了头寸,而且完全结清了自己已做过的一买一卖合同的义务。也就是说等合同到期时,你不用再去做货币的收付了。而在普通远期外汇买卖中,大部分合同是会等到到期日再进行交割的。

此外,货币期货的交割都通过清算所统一进行,而远期外汇交易是客户与银行之间直接清算交割。

3. 交割日期的规定

外币期货合同中规定合同的到期日为1年中交割月份的第三个星期中的星期三(不同品种的交割月不完全相同,外币期货的交割月份一般为每年3月、6月、9月、12月)。远期外汇交易则没有交割日期的固定规定,可由客户根据需要自由选择。

4. 价格的波动

期货交易的价格波动,交易所规定每一种期货合同的最低价格变动额。期货交易所实行“按市定价”的原则,即可以自由浮动,但要在规定的每天最大变动额之内。成交以后,在没有交割或结清之前,期货市场根据每天价格的变动对客户的帐户要结算价格计算盈亏。所谓结算价格,就是每天收市前最后半分钟或1分钟的价格平均数。如有盈利,第二天就会付给客户;如有亏损,亦是第二天就要求客户支付。盈亏分别记入保证金帐户。由于这一工作是每天进行的,所以只要结算价格有波动,每天就有损益的收付,一直到结清或交割为止。因此在交易所内实际上实行的是每天清算的制度,交易所采取的是“不负债”政策。远期外汇交易的损益只发生在到期日,在没有到期以前,不论外汇市场价格如何变化,损益都是潜在的,不会随时结清。

5. 交易方式不同

外币期货有固定的交易场所,只有交易所的会员才有资格进场交易,故而非会员的客户要请经纪商做代理。交易时,交易商在交易栏杆采用公开叫喊方式确定价格和数量。对远期外汇交易来说没有固定场所,也无资格限制,客户可以随时同银行进行交易,以协商的方式确定价格和数量。

6. 保证金和佣金

对于进行货币期货交易的客户,交易所要求他们支付保证金;对于请经纪商做代理的客户来说,还要支付给经纪人一笔佣金。做远期外汇交易不需此两项费用,但银行亦要根据客户的资信状况来确定价格。

二、外币期货合同的按市定价计算

外币期货合同的价格是随着市场汇率的变化而每天变化的,如果你在期货市场购买了外币期货合同,那末你就建立了头寸。当价格变化对你有利时,你就获得收益;当价格变化不利时,就会有亏损。期货市场按每天的结算价格来计算损益。

但是,期货市场每天价格的波动是有限定的。各种货币都有最低价格变动额及每天最大变动额的限制。芝加哥国际货币市场的规定如下:

表 9.8.2 芝加哥国际货币市场的规定

	最低价格变动额		每天最大变动限额	
	每一外币单位	每份合同	每一外币单位	每份合同
英镑	\$ 0.0005	\$ 12.50	\$ 0.05	\$ 1250
加元	\$ 0.0001	\$ 10.00	\$ 0.0075	\$ 750
荷兰盾	\$ 0.0001	\$ 12.50	\$ 0.0100	\$ 1250
瑞士法郎	\$ 0.0001	\$ 12.50	\$ 0.0150	\$ 1875
法国法郎	\$ 0.00005	\$ 12.50	\$ 0.00500	\$ 1250
日元	\$ 0.000001	\$ 12.50	\$ 0.000100	\$ 1250
墨西哥比索	\$ 0.00001	\$ 10.00	\$ 0.0015	\$ 1500
德国马克	\$ 0.0001	\$ 12.50	\$ 0.0100	\$ 1250

第七节 货币投机交易

货币投机交易是指没有贸易或资本流动作为基础,单纯希望从货币汇价变动中获取利润的货币交易行为。目前货币投机交易在外汇交易所占地位越来越重要,投机商们在外汇市场上频繁地买进卖出,推波助澜,使外汇市场的变化更加神秘莫测。在世界各个角落里都是有银行、企业及个人在进行货币投机交易。在我国,货币投机交易亦已开始兴起,一些金融机构已获准开展自营或代客外汇交易,成为投机者追逐的新目标。

从投机的意义上说,外汇投机交易实际上是一种“零和竞赛”,即有人赚,必有人亏,盈亏

之和为零,因而称之为“零和”。所以,从总体上说,外汇市场上有卖必有买,有买必有卖,因而盈亏总是相等的。但对每个交易商来说,盈和亏的情况都是可能出现的,正是为了获得那可能出现的盈利,才使得众多的投机者趋之若鹜。

货币投机交易总的原则就是“低买高卖”,在低价位买进某种货币,在高价位卖出某种货币,赚取其中的差价。货币投机交易的种类大致有以下几种:

一、投机性即期交易

即期交易用于投机是最常见的形式。世界上大部分投机商所做的都是即期交易,一般是当天买进,当天卖出,不留隔夜敞口头寸。当然也有些特殊情况下,如认为对汇率走势的判断比较准确,可以不当天平盘,以求更大的收益,但是这样做的风险比较大。

例如,某投机商预测美元兑日元的汇率将下跌,于是他在1美元兑105.00日元的价位卖出美元,买进日元,过后果然如他所料,美元汇价下跌到1美元兑104.50日元,这时他将前次买进的日元悉数抛出,换回美元,每个美元便有0.50个日元的收益。但如果汇价朝着与他预测方向的反面发展,即美元上升,日日下跌,那么他就只能忍痛割爱了。比如美元上涨到了105.50,他将日元抛出,换回美元,每个美元便要承受0.50日元的损失。

在即期投机交易中,关键是要对汇率走势判断准确,才能决定是买还是卖。但是对汇率走势的预测由于投机的发展已是越来越困难,虽然有许多的方法和模型可供参考,但没有哪一种是绝对准确的。有经验的交易员在长时间的“盯市场”之后,便会有“市场感觉”,这在判断汇率走势时是非常重要的一个依据。

二、交叉套汇

套汇用于投机最初是地点套汇。即在金融市场不发达,通讯手段不完备,全球外汇市场未实现一体化之前,不同的金融中心的汇率水平可能不一致,从而投机者在某一地买进某种货币而在另一地抛出即可获利,这是两点套汇,复杂些的还有三角套汇乃至多角套汇等。但现在随着全球外汇市场的一体化,这种机会已经很少可能出现了。在现代外汇市场投机中,应用的更多的是利息套汇。

西方货币的升跌主要看美元,美元上升,其它国家货币诸如德国马克、日元、英镑等都下跌。相反如美元上升,则其它货币都下跌。但是,各种货币的升跌幅度并非相同,这要决定于各国经济发展、利率高低、政治及其它社会情况。同是西欧货币,虽然兑换美元都上升,但是有的升得快,有的升得慢,如果购买升得快的货币,卖出升得慢的货币,就会赚到汇差。但是各国货币之间也有利率差,在利差和汇差之间要进行比较,再决定如何运作。

例如,在1989年冬,美元兑日元稳于143—145之间。当时美元呈强势,日元由于日本一连串的经济政治丑闻而处于弱势。马克由于东西德统一而被看好,人们买马克抛日元,使马克兑日元由76.5左右攀升到87日元。在英国方面,由于英国财相劳森辞职,英镑兑马克从1英镑兑3.1马克看跌至2.75马克,但英镑对日元却节节上升,这期间由223日元上升

到 243 日元,升幅达 8.9%,在这种情况下,如何选择投机策略呢?

投机与投资一样都是为了赚钱。所不同的是投机者买空卖空,本身并不一定持有许多资金。有些投机者借利率低的货币,购买利率高的货币,企图既赚汇率,也赚利差。在借贷利率上,如果借日元,存马克,由于马克利率高于日元,仍有利可图,买马克抛日元的套汇,不仅赚取汇差,还赚利差。至于英镑兑马克,情况时常不同。1989 年 12 月英镑一个月期利息高达 15.5 厘,而马克仅 8.25 厘,这样借英镑,存马克是要亏利差的,利差亏损高达 7 厘,但由于马克对英镑升值的幅度较大,因此利差的损失远少于汇差,交叉套汇投机者仍有利可图。当然,如果交叉套汇时间掌握不好,汇差收益不足以弥补利差收益,交易就会失败。由于英镑是高息货币,抛英镑买马克虽可能获利但仍有很大风险,相比之下买英镑抛日元风险就较小。如上所述,买英镑抛日元的套汇活动自从 1989 年冬开始一直延续到 1990 年下半年,英镑兑日元升至 269 日元。可以想象买英镑,抛日元的投机者会得到多么丰厚的利润。

三、运用其他货币交易手段进行投机

随着外汇市场的进一步发展,金融衍生产品的不断出现,外币投机交易的范围也越来越广泛。货币远期交易、期权交易、期货交易都已成为投机者运用的良好工具。不论哪种交易,原则上都是“低买高卖”。投机者根据自己对汇率走势的预测,在较低价位买入,在较高价位卖出,以期获得投机利润。关于这些交易方式的具体操作和有关的损益计算,有关章节已有介绍,这里就不再赘述了。

四、保证金交易

投机商在进行投机交易时,资金短缺是常常遇到的问题,而保证金交易则为投机者提供了一个以较少的资金进行较大交易的机会,因而发展十分迅速。现在保证金交易已是外汇投机的主要形式。

保证金交易是指客户在经纪人那里开立一个保证金帐户,在明确双方责任义务的前提下经过经纪人允许可以以此笔保证金做为担保进行数倍于保证金的外汇交易,盈亏都计入保证金帐户。现在通行的保证金比例为 5—10%,亦即客户可以进行相当于保证金金额 10—20 倍的交易。

为保护双方的利益,客户在委托经纪人进行保证金交易前,需履行开户、签约、授权等手续。进行保证金交易的客户需开立一保证金帐户。该帐户为有息帐户,一般为活期存款利息。保证金帐户的币种亦可由客户选定,目前以美元居多。发生的盈利或亏损所涉及不同的货币按经纪人拟定的折算率折合计入保证金帐户;至于开户所提供的文件与一般性文件相同。另外,客户还需参看有关外汇买卖的一系列文件,如交易合约等。经纪人为保护自己的利益,也会要求客户承诺以其它资金抵补外汇投资的损失,或授权经纪人可以从其它的资金帐户中支款以抵补损失。帐户开立后,客户即可存入资金,称为初期保证金。

一旦手续完备,进行保证金交易的客户就可指示其经纪人在保证金所限定的交易金额

范围内即时于某一价位买盘或卖盘。交易平仓后,如属当日平仓,经纪人即根据交易的结果计算出损益,借记或贷记交收帐户。如果两个相对冲的交易的交收日不同,即除结算汇差外还要计算利差,折算出差异成本再行入帐。

保证金交易对客户和经纪人双方都有较大吸引力,但风险也相当大。因此经纪人在接受保证金方式交易时,必须对客户的资信能力进行考察,以避免不必要的损失。

第八节 外汇交易案例精选

一、索罗斯战胜英格兰银行先见于未萌

1992年9月,乔治·索罗斯取得了自他投身金融投资市场以来的最辉煌的成功。由于他押下对抗英镑的巨额赌注——有人说这是人类金融史上最大的一笔赌注,在9月16日(星期三)短短一夜之间,他赚到了9.58亿美元的利润,这次成功使他得到了“世界最伟大的投资家”的美誉。

而在这之前,促使乔治·索罗斯能够取得成功的种种必要因素已经形成。

为创建单一欧洲货币,欧洲国家于1979年组建了汇率机制系统(ERM),该系统可能会成为实现这一目标扩大经营项目的首家机构。单一货币将对欧洲的商业起到巩固作用,同时也将削弱对商人和投机商的影响,他们可能会使政府的银行日子不好过,尤其是当这些政府在货币联盟里各行其是的时候。汇率机制(ERM)一旦运作,西欧国家将被联结在一起,他们的货币与黄金或美元脱钩,与另一种货币挂上了钩。每一种货币将在一定限度内进行交易,这个限度叫做段。如果哪种货币上涨至段的高峰或跌落至段的底谷,这种货币国家的央行有责任和义务在高峰时抛售自己的货币,在底谷时买进货币,将价格稳定回原来的水准。而在这些范围段内,这些成员国的货币可以根据其他成员国货币以及央行德国马克的汇率上下浮动。为了建立一个强大而统一的欧洲,使该地区的货币经济体系逐步实现全面一体化,1992年7月欧盟12个成员国签署了《马斯里赫特条约》。该条约的目标是到2000年建立一个中央银行和单一的货币,设想推动欧洲向政治一体化迈进。这是一个非常伟大的愿望和构想,但在某种程度上讲也是一种幻想。

建立一个中央银行和单一货币体系,对建立统一而强大的欧洲非常必要。然而这需要一个重要前提:所有欧洲国家必须一致行动,在经济政策上密切合作,为了维护联盟的团结,在必要时抑制乃至牺牲国家和民族的利益。

在索罗斯看来,这是西欧各国的政治家们做不到的。这是源于他的直觉,更是源于他的金融投资理论。

索罗斯是一名伟大的金融投资理论家,他喜欢在股票、债券和外汇市场的实验室中去验

证他的理论。这是一个完美的实验室。其中充满了动态的美感,绝没有任何死气沉沉的东西,无论哪种情况都不会出现使人百感无聊的东西。一种股票不是上升就是下跌,否则它就会保持在原有的水平上。任何一种关于如何操作股票市场的理论都可以根据逐日的行情变化得到验证。

大多数投资家都相信金融领域是充满理性的,并坚信股票价格建立在一种逻辑的基础之上。只要理解这种逻辑,你就能发财致富。但索罗斯却不这样认为。他认为金融世界是不确定的,其中充满了许多混乱的因素。索罗斯认为:只有理解混乱,你才能变得富有。试图彻底弄懂金融市场的变化莫测,就仿佛它们的波动完全会符合某些数学图表所揭示的规律,这是毫无意义的。因为索罗斯确信,数学并不能控制金融市场瞬息变化的各种因素。

心理本能,更准确地说,在整个金融世界中,是大众的本本能发挥有效的作用。对一个投资家来说,重要的就是弄清楚大众在何时对某一种具体的股票、货币或商品是作何理解的。概括这种理解,成功的投资家就会提前做出决策而采取行动。这一次,事实证明了索罗斯理论的正确性。

1989年11月9日,在欧洲发生了一件在现代史意义上来说具有重要意义的世界大事:柏林墙推倒了,这意味着德国将重新统一。一个新的统一的德国将会崛起并日益兴旺,这将对整个欧洲乃至它的货币体系带来好处。但索罗斯不这样认为。他意识到新德国试图取得财政上的统一,将会经历一段艰难的时期。此外,他还意识到德国将会把它的注意力转向自己内部的建设,为它自身的经济问题担忧,而对其他西欧国家的经济问题采取不闻不问的态度。显而易见,一个目光内向的德国势必给整个欧洲经济的方方面面带来连锁式的影响。当然,其中也包括其他国家的外汇交易。索罗斯坚信情况会如此。在整个事件过去以后,索罗斯在一个场合曾经详细地表达了他当时的看法。他是这样说的:

“欧洲汇率机制在近乎平衡状态中运作了相当长的一段时期。事实上,欧洲汇率机制是一个很高明、很复杂的制度,可以容许频繁的调整,但这些调整又不会太过分,以避免像我这种投机分子趁机发大财,所以这是一个近乎平衡的制度,汇率机制最了不起也只能这样了。”

“后来,苏联解体,德国统一,于是整个制度陷入动态不平衡。根据我的理论,所有汇率制度都是有缺陷的。欧洲汇率机制也难免有潜在的缺陷,但这些缺陷要等到德国统一后才变得明显。这缺陷就是西德中央银行在此统一制度中所扮演的双重角色,其一是欧洲汇率制度的中流砥柱,其二就是西德宪法规定的西德马克稳定守护神作用。在近乎平衡状态中,西德中央银行扮演这种双重角色,一点也不困难。但德国统一后,东德货币以过高的汇率兑换西德马克,于是与西德中央银行的双重角色发生抵触。

这种双重角色如何发生矛盾?最终又如何影响到整个欧洲的货币体系?索罗斯作了如下说明:

“一点也不错。西德向东德大规模注入资金,在德国经济之内造成了强大的通货膨胀压力。西德宪法——不仅仅是西德法律——规定中央银行要提高利率,以抵销通胀压力,中央银行果然如此做,而且做得还满尽力的。但在当时,欧洲——特别是英国——还在经济衰退的深渊中,德国的高利率对当时英国的经济状况是完全不合时宜的。在德国宪法下,德国中央银行发生角色冲突,两种角色何者应该优先,我想这个问题根本问都不用问了。于是,德

国在整个欧洲进入经济衰退时采取紧缩的货币政策,逐失去成为欧洲汇率机制中流砥柱的资格,于是一直在近乎平衡状态中运作的欧洲汇率机制,顿时就陷入动态不平衡的状态中。”

“其他冲突也使当时的局势恶化。德国总理科尔和德国中央银行在东德马克兑西德马克的汇率问题上也起了龃龉,双方对如何弥补政府财政赤字问题也意见相左,但这些冲突有更深的根源。苏联解体之际,科尔找了法国总统密特朗商量,他告诉密特朗,他希望德国的统一是以整个欧洲为背景的。他们也同意,欧洲共同市场的结构必须加强,但英国首相撒切尔夫人却不同意。于是各方开始了艰苦的谈判,结果促成了(规范欧洲统合的)马斯里赫特条约。马斯里赫特条约规定建立一种机制,以便日后实行欧洲单一货币制度,但这个构想其实是很有缺陷的。”

“建议中的欧洲单一共同货币(EMU)为德国中央银行敲响丧钟,原因是日后还有一个欧洲中央银行凌驾于德国中央银行之上,也许可以这么说,欧洲中央银行继承了德国中央银行的精神,但对德国中央银行这种很有影响力的结构来说,这说法谈不上是什么慰藉。大机构似乎都与生俱来地希望永续存在,比起其他组织,大机构似乎更有寻求永续经营的意志,但马斯里赫特条约威胁到德国中央银行的生存。”

索罗斯认为,所以当时引起冲突的不是一个问题,而是三个问题。其一是德国要实行和欧洲其他国家不同的货币政策;其二是德国中央银行实行的并非是德国总理科尔选择的财政政策;其三是德国中央银行要为生存而战。理解第三项冲突的人最少,但这些冲突却是最有决定性的。在静态的表面下这些冲突慢慢升温。德国在1990年统一,但危机到了1992年才爆发,不过,注意此事的人即可能看到危机逐步展开的过程。

聪明的索罗斯在当时就已看出,为了自身的利益,德国中央银行在关键的时刻不会出面支持其他国家的货币,其中当然包括英镑。

在欧洲多国的货币中,索罗斯打上英镑的主意绝不是偶然的,凭着他猎人一般的嗅觉,他早就从这个国家的经济状况中闻到了一股很诱人的香味。事实也确实如此,当时英国经济处于一种恶化状况,是一种典型的泡沫经济,使英镑一直处于不断增长的压力下。随着经济陷入困境,英国要想再保持它的高利率是不可能的。对于英国人来说,惟一可行的解决办法只有降低利率,但降低利率会使英镑贬值,这将迫使英国退出汇率机制。但如果英国人将坚持留在这个机制里,似乎永远也不会那样做。

这种困境,索罗斯早就有所预料。1990年,他注意到英国采取了加入新的西欧货币制度(ERM)的重大步骤,新西欧货币制度,也叫做货币汇率体制。索罗斯认为,英国参与进去是一种错误的决策。因为英国的经济势力不强大,由于加入货币汇率体制,英国实际上就把自己和西欧最强大的经济势力——新的统一的德国拴在了一起。因为英国想改变它的货币政策,但它又没有能力实现这种改变,所以它只好让这些政策向占有优势的德国货币政策靠扰。

这是一种利弊共存的联系,这种联系会使英国最大限度地依赖于德国。作为这一地区具有最强经济实力的代表,德国完全有力量来决定针对西欧其它国家来说什么才是经济上有利可图的举措。索罗斯认为,这种对德国的依赖实际上会给英国带来灾难性的后果。

因为为了渡过经济难关,英国想调低自己的货币汇率。而德国人出于他们自身的考虑

却不愿意降低汇率。他们深怀恐惧,担心在德国再次引发灾难性的通货膨胀。他们对 20 年代爆发的那次通胀仍怀有一种恐惧的心理。当时那次通胀几乎给德国带来了毁灭性的打击。如果德国不打算降低汇率,那其他欧洲国家也不可能降低它们自己的汇率。要是它们这样做了,那就可能使它们国家的货币遭到贬值的危险。一旦贬值,这些国家的货币就有可能成为投资家的牺牲品。所以,英国一直都处于这样一种两难的困境中。

然而,像索罗斯这样卓有预见的投资家,早已开始行动。他们把宝毫不犹豫地押在了英镑最终必将贬值上,而事情也在一步步地朝着这个结果发展。

1. 疯狂下注

对于一心企望德国利率能降下来从而缓解自己所面临的经济困境的英国政府来说,随着 1992 年时间的不断向前推进,它所受到的压力越大。英国将固定其政策,梅杰政策决心坚持到底,在汇率机制的框架内维护英镑的价值。政府作了种种努力,想寻找到一种快速补救措施,但又顾虑重重。因为这样做需要在政策上做某种倒退,而政策的逆转则有可能动摇政策的根基,甚至可能导致政府垮台。而这时情况已变得十分不妙,梅杰首相誓死保卫英镑的政策遇到了相当压力,此时英镑对马克的比价已跌到 1 : 2.85 以下。

在 1992 年 7 月份,情况进一步变得不妙。英国商业领导人要求在汇率机制内对英镑进行改组,要求中央汇率在 1 : 2.60 马克左右。他们要求利率也进行至少 3% 的削减。但他们的动议没有一个能说动政府。政府不愿意无奈地降低利率,那会使它的货币贬值。贬值的货币对于投机商和货币套保者将是极有诱惑力的。如果德国人比他们以前更甚地削减他们的利率,英国人才可能降低自己的利率。然而,自主性很强的中央银行坚持施压,要求降低利率。6 名主要的金融界人士致函伦敦《泰晤士报》,强烈要求英国从汇率机制撤出。在这封信里,他们提出政府可以降低利率以帮助英国克服经济衰落的困境。批评的声音越来越高。越来越多的伦敦金融专家对政府的政策产生了疑问:面临英国经济的持续衰退,梅杰和拉蒙特是否具有坚持实行这一政策的基础?

面对各界要求降低利率的呼声和各种议论,在 1992 年的夏季和秋季,英国财政大臣拉蒙特作了顽强抵抗。他是这样说的:“正如某些人提出的那样,如果我们从汇率机制走开,大幅度削减利率,情况就会更糟,英镑就会下泻,从而导致通货膨胀的爆发。所以,我们不打算降低英镑的价值。我决不能抹杀我们已经取得的进步。”

拉蒙特重复着近日来唐宁街常常听到的话:“我们将做出我们需要做的一切事情。”这表明如果需要,政府对提高利率不表示任何担忧。他避开了记者们提出的问题。离开的时候他只说了一句话:“我们正在采取行动。”

拉蒙特把英镑贬值的可能性排除在外,希望能使金融市场平静下来,希望能避免利率的上升。他一再坚称英国将不会离开汇率机制。这位大臣坚定地说,他“仅仅是想彻底阐明政府的态度。英国将不会出现货币贬值,不会离开汇率机制。我们完全致力于汇率机制的事业,这是我们的政策的核心。”

为了使大臣的话加以证实,英国政府采取了积极行动;为了阻止投机商们打压英镑的活动,英格兰银行开始介入积极购买英镑,并且购买了大约 3 亿英镑。

拉蒙特的信誓旦旦,英国政府的积极行动,应当说能够起到相当积极的影响。然而细心

的人们已有新的发现,并有理由心存疑虑。一位颇谙心理分析之道的名叫凯瑟琳·查尔顿的女士一针见血的指出:“他是一个心怀巨大疑虑的人。”在查尔顿看来,拉蒙特的眨眼率泄露了他的秘密。据她称,大多数人每分钟眨眼6到8次。可是拉蒙特45秒钟就达到64次。“通常情况下,要是你在说实话,或者说话的态度很真诚,你的眼睛平静而安详。”拉蒙特演说时的身体行为,眨眼比率,急切的心情,都使投机商们感到一个问题:政府正在变得软弱,摊牌的时间正在到来。

其实,乔治·索罗斯早已看到了不祥的征兆。对于梅杰和拉蒙特的话,他这样说道:“根本不能令人确信,因为现实形势相当为难。”

在索罗斯看来,现实情况是很清楚的。英国人要保持其货币的高价将处于十分窘迫的困境,他们的经济将保持在不景气的地步。事后一位电视台记者问索罗斯,为什么他没有被诺尔曼·拉蒙特的话所说服。索罗斯一下子欢快起来,然后笑道:“我所能说的还是以前我说过的一句话:它不能令我信服。”

他说:“我私人没有预见到汇率机制的崩溃,我只是看到权力机构之间的紧张关系。后来形势变得很明了,那种紧张压力太大了,那种裂隙太大了。联盟银行的总裁施莱辛格有一个值得注意的访谈,发表在《华尔街日报》上,那实际上是对每一个人发出的响亮口号,即从英镑里摆脱出来。”施莱辛格提出,那个要求意大利人在外汇兑换中对里拉进行贬值,要求德国削减利率的协议,远远没有达到解决欧洲货币市场危机的效果。然后他暗示说,只有通过贬值才能避开混乱。这篇访谈成了向投机商们发出的抛售英镑的一份邀请。

索罗斯从施莱辛格那里了解到,德国人决不会做出损害本国经济的事情。施莱辛格不情愿放弃英国和其他几件事,使梅杰与拉蒙特让英国保留在汇率机制内更不可能。观察到造成灾难的诀窍,索罗斯开始相信,进行一次大的投资活动已成为可能。“我们近乎为一次考试准备了足足6个月,”索罗斯的一位不知名的发言人说,“现在终于要参加考试了。”

对索罗斯而言,考试便是采取行动,为了这次行动他已准备了很长的时间,他所玩的这场游戏是复杂的。说它复杂,因为他相信汇率机制的崩溃,现在已在不可避免,将会带来一连串的变化。第一,欧洲货币的主要部分的重新组合。第二,欧洲利率的急剧下降。第三,欧洲股票市场的跌落。因而他决定卖空贬值的欧洲货币,而把赌注押在利率和保险市场上。在一步大胆的行动中,索罗斯和他的伙伴一下子卖出了大约70亿美元的空头英镑,然后他们买进了价值60亿美元的德国马克。他们小范围内也买进了一些法国法郎。

同时,索罗斯购进了价值5亿美元的英国股票。他的根据是,一个国家的货币贬值以后,该国的普通股常常会往上涨。在另一步行动中,索罗斯在德国和法国债券方面做了多头。与此同时,他卖空了德法两国的普通股。索罗斯的考虑是,既然德国将要调低利率,增值了的德国马克就会损害普通股,而对债券有益。索罗斯有坚强的信心。因而他能以仅仅10亿美元的担保保持了这些头寸。为了赢得100亿美元的赌注他已经借贷了30亿美元。

在纽约,索罗斯也投下了最大的赌注。“我们拥有70亿美元的普通股,我们整个的头寸有100亿美元的规模。所以说这是我们全部资产的1.5倍,”索罗斯评论说。以量子基金作抵付,他借贷了50亿英镑。然后他以汇率机制1:2.79的汇率将英镑兑换成德国马克。现在他手中掌握的是坚挺的德国马克。

量子基金的另一位负责人,索罗斯的助手德拉肯米勒在发起实施对英镑的攻击中立下了汗马功劳。像往常那样,索罗斯给予了他极大的自信,鼓励着他敢于押如此巨大的赌注。“我告诉他要封杀对手,”索罗斯说。“就像桶中杀鱼,只要桶能够支撑住你,你就要继续不停地杀它。”

德拉肯米勒这样评述这次行动:

“真正的决策不是我们是否占据了一席之地,而是我们走进去多深。起初,我考虑投入 30 或 40 亿的规模。那是乔治的天性所在,这天性是他的第 6 感觉或别的东西,正是它使他成为一个如此伟大的投资商。在他看来,这种天性并非你是对还是错,而是一旦你知道自己对的时候,要保证你最大限度地施展你的才华。实际上,他——我们——应该再多押些赌注,但我们错过了时机。”

押下百亿美元赌注,事后证明是净赚十多亿美元,但还称是“错过了时机”,这是何等的胃口和气概!而此时,参与攻击的已不止索罗斯一家。世界各地的投机商们都纷纷行动起来,他们都在打赌,英镑不可能再保持住原来的价值了。

2. 大获全胜

事情正在朝着越来越糟糕的方向发展。

虽然梅杰和拉蒙特态度强硬,坚持不改变现行的货币政策,但看起来英格兰银行好象越来越没有能力保护自己的英镑。

进入 9 月后,英国政府进一步采取他们认为尽可能采取的有效措施。

拉蒙特宣布,政府计划从一系列国际银行借贷 75 亿英镑。这项史无前例的举措意味着政府要复兴英镑。伦敦城里出现了兴奋的高涨情绪,人们如释重负地得到了片刻的宽慰。因为,拉蒙特已经变戏法似地找到了解决英镑危机的办法。

而对来自各方的压力,尽量设法使英镑保持坚挺,使它能留在汇率机制里。拉蒙特再一次排除了英镑贬值的可能性。约翰·梅杰在格拉斯哥向英国苏格兰工业联盟作演讲时,使用强硬语言。他的一个手指向空中一刺,然后声称说:“举棋不定的选择,贬值论者们的选择,通货膨胀的选择,依我看,那只会是未来的事情。我明确地告诉大家,那不是这届政府的政策。”

约翰·梅杰首相原计划 9 月 15 日要前往西班牙进行访问,为了妥善处理这次汇率体制危机,他不得不取消了这次访问,而专心致志地面对严重事态。当一个国家的货币面临威胁时,其财政官员常常备有几套应急方案。其中之一便是强行干预外汇市场,购进自己的货币。如果此方案不起作用的话,下一道防线便是提高利率,一般认为高利息会把资金吸引回自己的货币,从而达到稳定的目的。但是,为了不削弱经济发展,英国政府不愿意提高利率,显然,他们对渡过这道难关还心有侥幸。

整个事态却在往进一步恶化方面发展,9 月 15 日上午,意大利里拉开始下跌,这对英镑来说是一个信号,交易商们已开始做大笔的英镑对马克的交易。下午,英国货币的汇率已降到了 2.8 马克兑 1 英镑。当天下午晚些时候,有消息说英格兰银行收购了 30 亿英国货币。英镑没有作出反应。

在伦敦,英镑的收市价只高于其汇率体制中规定的最低额 1/5,这是英国加入欧洲汇率

体系以来的最低点。白厅(英国政府)的忧虑不断加剧。必须采取果断措施,否则英国货币将遭受1967年以来的首次贬值。这次,英国人仍然寄希望于德国人。

在9月25日这一天,拉蒙特不断打电话给德国邦德斯银行的官员,请求他们降低利率,帮英国人渡过难关。如果拉蒙特能成功说服德国人,帮助缓解英国的压力,或许大英帝国就可以平安度过后面几天,其金融体系也会暂时逃脱严重混乱的命运。但是,为了自身的利益邦德斯银行拒绝作出丝毫让步。这对英国人来说不啻是当头一棒。

人们注视着英国财政部与德国中央银行的争吵。投机者们预计英国将最先作出反应。英国政府最有可能采取的步骤——无论从长远利益看这会给经济带来多么大的灾难——将是提高利率。因此赌博继续进行。

与此同时,为了应付危机,拉蒙特召集英格兰银行的官员们在财政部举行紧急会议。他们计划明天英格兰银行开始大规模地与公开干预。此外,作为最后的保留方案,在需要的时候将提高利率。

当天晚上8点钟左右,财政部会议结束了,当官员们走出会议时,他们还企盼着会议的决定足以结束这场危机。但是局势瞬息万变,他们的计划落伍了。因为在4个小时前,德国邦德斯银行的总裁赫尔穆特·施莱辛格接受了对他来说颇具争议性的一次采访。采访结束时,他要求不能公开发表他的评论,但采访内容还是很快传播开来。英国人事先并不知道这次采访,但消息传来无异是爆开了一颗重磅炸弹。

索罗斯事后对此事进行过如此介绍:“德国中央银行总裁施莱辛格向一群名流发表演说,我从他的演说中得知内情一二。他说,假如投资者认为欧元是一篮子固定的货币,那就大错特错了。事实上,他当时话中有话,他针对的是意大利货币里拉的积弱不振。事后,我问他喜不喜欢使用欧元作为一种货币,他说,他喜欢欧元的构想,但他不喜欢欧元这名称,假如欧元称为马克,他会比较喜欢。”

“这透露了一些端倪。换言之,我们最好抛空里拉,而且事实上,里拉果然在不久之后就被迫退出汇率机制。这一点也透露了另一种消息,就是英镑也是脆弱的。我们在抛空里拉后赚到的钱也让我们在英镑方面冒风险时获得一点保障。压力不断升高,整个局面也变得紧张刺激。高潮是英国政府决定把利率调高二个百分点,以捍为英镑,但这只是英国的孤注一掷,说明了英国的做法站不住脚,也鼓励我们更积极地抛售英镑。最后,英国在中午调利率,晚上,英镑就退出汇率机制。”

英国政府调高利率和英镑退出汇率机制都是后来发生的事,而这时,施莱辛格的采访内容一经披露,交易商们就开始向英镑、意大利里拉及其他软弱的货币展开攻击。他们复仇般地抛出它们,转购马克,对这些软弱的货币形成冲击。而此时,索罗斯正坐在远在纽约市中心曼哈顿的办公室里。这个办公室在一座摩天大楼的33层,正对着中央公园。他觉得信心很足,踌躇满志。这一切他都作了预料,并亲眼看到事件的来临,他认为这是不可避免的。现在事情正在发生,他对一件事丝毫不感到怀疑——他要赚大钱了。后来,在第五大街他的寓所里,他享用了厨师专门为他烹制的简朴的晚餐。餐后,他上床休息。虽然他刚做了100亿美元的赌注,这也许是历史上最大的赌注,而现在,他准备睡觉了。

第二天早晨7点钟,索罗斯家的电话铃响了。那是斯坦利·德拉肯米勒报告消息的电

话。索罗斯在电话里听见这位助手说,情况太妙了。实际上,就在索罗斯那晚熟睡之际,他净赚了 9.58 亿美元。

9 月 15 日这一天,也即是英镑被迫脱离欧洲新货币制度的这一天,英国人称之为“黑色星期三”,而索罗斯称之为“白色星期三”。这次行动让索罗斯成了世界著名的风云人物。作为一个投资家,这是他所取得的最令人瞩目的成就。

就在索罗斯在远离伦敦的纽约曼哈顿家中熟睡时,英镑正一步步走向它命运的终结。

从星期三早上 7 点开始,英格兰银行召集了八名外汇交易人员开始干涉市场。他们动用 20 亿美元,分三批收购英镑。但不管他们收多少,卖盘还是疯狂涌出,抛售英镑的人太多了。成百上千在英国设有工厂和办事处的公司,数以千计的养老基金、保险公司、以及其他拥有以英镑为主的股票和债券的投资商都拼命抛出手中所有以英镑计算的财产,使这次演练令人恐怖地失败。一时间英国金融界笼罩在沮丧的气氛里。

财政部危机反应小组在财政大臣诺尔曼·拉蒙特的办公室。人们都面色严峻。拉蒙特刚同英格兰银行负责市场的助理行长伊恩·普伦德莱恩以及英国首相梅杰通了电话。放下电话后,拉蒙特下令动用银行外汇储备进一步干预市场。随后不久,诺尔曼·拉蒙特拨通了令整个英国金融界恐惧的电话。约翰·梅杰找了个借口步出会场,走到一部保密电话旁边,听拉蒙特讲述英镑继续下跌的消息。德国利率保持原地未动。德国人不打算提供救援。必须不惜代价阻止英镑贬值。政府的信誉面临着最大的挑战。拉蒙特要求首相同意将利率提高两点,提到 12%。没有其他选择,梅杰只好点头同意。

英国宣布提高利率,标志着英格兰银行的种种干预失败。为了这次行动,英格兰银行用了其全部外汇值储备 440 亿英镑(合 788 亿美元)中的 150 亿英镑(合 269 亿美元)来收购英镑以挽救自己的货币,但最终宣告失败。

提高利率的声明是 11 点发布的。但最糟糕的是,尽管拉蒙特发布了提高利率的声明,英镑的状况还是不见好转。以美国为例,外汇市场在下午一开市,英国货币被抛售,用一位交易商的话来说:“如同洪水泄闸一般。”

英格兰银行再一次试图挽回局面。它再一次提高利率——一天之内第二次。现在的利率是 15%。英国历史上从未有过一天之内再次提高利率的先例。现在的利率水平和两年前当时的财政大臣约翰·梅杰把大英帝国带入欧洲外汇体系时的利率水平一致。

市场目睹了英国利率一天之内从 10% 升到 12% 再到 15% 的全过程。人们都明白,英国是不可能长久保持这样高的利率的。因此,英镑继续下跌,英格兰银行继续回购。但投机商们并没有被说服。英镑仍徘徊在欧洲外汇体制规定的最低限额 2.778 德国马克的水平线下。事情变得十分明显,政府的政策在政治上是无法维持的。

最后这一天的努力都失败了。很明显,英国将脱离欧洲外汇体系。英国货币将被迫贬值。

首相约翰·梅杰又一次拿起了电话,这次是打给法国总理皮埃尔·贝雷戈沃伊和德国总理赫尔穆特·科尔。梅杰的消息很残酷,他宣布英国将被迫退出欧洲外汇体系,别无选择。

3. 一夜成名

事实证明,在这场非同一般的争斗中,索罗斯同全英国最令人望而生畏的两种规制进行了较量。

在 200 年时间里,英镑曾经是一个万能的,一直是世界上的主要货币,它与黄金挂钩,和英国海军一样成为英国支配地位的象征。另一个索罗斯与之较量的是英格兰银行。多年以来,该银行代表着繁荣和力量,是英国金融界地地道道的一块坚不可摧的柱石。没有任何东西能够把它从整个国家应付市场混乱的最坚强支柱的位置上移开。

在这场争斗之中,索罗斯成了胜利者。从某种程度上讲作为英国象征的这两种神圣的东西都宣告失败。

这场胜利,成为乔治·索罗斯事业的转折点。

如果以前新闻界对他只有片刻的兴趣,如果华尔街和伦敦城外的人很少提起他的话,从此以后,情况彻底改变了。

现在,每个人都想知道这个一手策划了导致英镑崩溃的家伙到底是谁。从乔治·索罗斯成功行动的消息传开起,他便成了“击垮英格兰银行的人”。当然索罗斯并没有击垮英格兰银行,但他让该银行大吐血,倾倒出宝贵的资金。

10 月 24 日伦敦的《每日邮报》报告了《福布斯》即将公布的一条消息,公开了索罗斯所做的赌博。它头版头条全文刊登了整个故事,并冠以醒目的黑体大字标题:《英镑崩溃中我赚了 10 亿》。《每日邮报》随后又登出索罗斯的一幅照片,他面带微笑手持酒杯。导文是:“这位国际金融家在上个月的货币危机中赚了将近 10 亿英镑,这是昨天夜里的消息。”

自此以后,一层日益厚重的神秘的面纱开始笼罩在索罗斯身上就毫不奇怪了。他成了人人议论的人物,而且是一个值得人人去效仿而决不会出错的人物。

在他对英镑采取明智举动的两个月后,一个记者在 1992 年 12 月拍摄了一部关于索罗斯的电视记录片,该片给人的印象是,就仿佛索罗斯有能力改变市场:“由于你投资黄金,所以每个人都认为他们应该投资黄金,于是,黄金的价格就上涨。你写过一篇置疑西德马克币值的文章,于是,西德马克就真的出现了贬值的现象。你在伦敦的房地产做过了一次投资,并且那种房产价格跌落的趋势似乎在一夜之间便得了根本性的扭转。难道一个人真的会具有这么大的影响力吗?”

人们谈论得最多的一个问题是,他能改变市场:他对某一种如黄金那样的商品,或如马克那样的货币所说的某一句话似乎就能导致市场交易行为的改变。似乎价格的升跌完全依仗于他所说的话。

而索罗斯本人对此却保持着一种超然态度。曾经就此事采访过索罗斯的凯莱茨基说,他对这位投资家表现出来以无动于衷感到十分震惊。

“看上去他对于赚钱完全是一副超然的态度,精于理论。当然那时我没有注意到……这对于他在情感上有什么重要意义。……在这件事上,看上去确实仅是一种记分的手段。……很显然他对于能策划成功这一行动感到十分自豪。因此他决定接受我的采访,详谈此事。……他十分得意于自己的聪慧,能估算出未来。能对抗英格兰银行当局并获得了最后胜利。”

在必要的时候,索罗斯也乐于解释一下他的种种做法,当凯莱茨基这样问他,如果梅杰

首相早于黑色星期三决定提高利率的话,结果是否会好些?索罗斯回答说:“完全错误,一派胡言。利率的提高只会刺激我们加快进行交易,这只会加速整个过程。实际上,我们最初的估计是拖到周末英镑才会贬值。但是在黑色星期三利率提高时,我们认识到不能再等了。我们必须加速抛售来增加我们的头寸,机不可失。”

凯莱茨基问他为什么要把全部财产押在一项政策的失败上,而此政策却是英国政府坚持奉行不变的。索罗斯说他坚信德国邦德斯银行想让意大利和英国货币贬值,而不是法国。他说:“我感觉随邦德斯银行押注很安全。很明显,邦德斯银行希望里拉和英镑贬值,但它准备保护法朗。最后成绩是,邦德斯银行 3:0,投资者 2:1。由于站在邦德斯银行一边下注,我的获利要比其他投资者高。”

索罗斯对凯莱茨基解释他在黑色星期三之前的行动说:“我确实卖空了大量英镑,确实赚了许多钱,这是因为我们的基金太大了。在欧洲外汇体系分裂之前的一段时期里,我们是市场上最大的独家投资者。在黑色星期三那天,我们的总头寸将近 100 亿美元。我们计划卖的数额要高于此数。实际上,当诺尔曼·拉蒙特在英镑贬值之前宣布他将借入将近 150 亿美元来保护英国货币时,我们哑然失笑,因为这正是我们想卖出的数额。”

在采访的过程中,有时索罗斯不再像投机商那样三思而后言。他担当起金融分析家的角色,说投机活动十分有害,尤其是在外汇市场上。“但是,如果采取措施来阻止投机,如进行外汇控制,这样做危害更大。固定汇率制度都存在弊端,因为它们最终将崩溃。实际上,任何一种汇率体制都存在弊端,其存在时间越长,弊端越大。惟一的出路是不采用任何一种汇率体制,而是采用欧洲单一货币,像美国那样。这将会使我这样的投机商失业,但我很乐意做出牺牲。”

索罗斯的话显得轻松自如。对于他们胜利,外界却显出褒贬不一。

令人不可思议的是,在大多数英国公民眼里,索罗斯成了民族英雄。凯莱茨基回忆说:“这里没有出现恐外敌对思想——有人可能会这样认为——相反,英国公众以一种典型的英国方式说:‘他太棒了。如果他真能利用我们政府的愚蠢赚了 10 亿美元的话,他一定是个聪明绝顶的家伙’。”

乔治·马格努斯是伦敦 S·G·沃伯格证券公司的首席国际经济学家。马格努斯认为:“新闻界的一些看法似乎是说,这是一个有眼光的金融家,把他的钱投到嘴巴能够得着的地方……但是,英格兰银行和联合王国政府却被指责为依然生活在黑暗时代,看不清当前正在发生的事。……在新闻报导中,索罗斯……也被举为实例,证明投机家们在如何不知羞耻地从政府手中赚取利润。因此这可谓是一箭双雕。”

理所当然地,索罗斯也成了为英镑感到痛苦和为英镑感到难过的人们发泄仇恨的对象,他们必须要寻找替罪羊。

法国前外交部长罗兰·杜马认为,“盎格鲁·撒克逊”投机商——这是指索罗斯这样的英国和美国外汇交易商——破坏了欧洲的理想,他说:“你必须看清是谁从犯罪活动中获取利润。”

人们的仇恨也是可以理解的,因为损失太大了。英国一名电视记者称:“人们认为我国政府对欧洲汇率体制的保证如同英格兰银行那样完全可靠,但事实并非如此。当英格兰银

行动用外汇储备来保卫英镑时,其损失巨大。政府不愿意透露损失数额,但它可能超过几十亿英镑。换个说法:今年秋天英镑保卫战中我们的损失要超过海湾战争中我国的费用。”

但是,如果有人想使索罗斯为他的获胜赚钱而感到后悔或内疚的话,那也是决不可能的。因为他认为自己从事的事业是正当的,而且有益,他把相当一部分钱财用于援助东方,尤其在西方没有人愿意这样做的时候。

对英镑贬值这件事,他承认对英国是损失。“在这件事上我没有异议。因为我知道我的对手是谁。任何交易,总有人赢,有人输。但在正常情况下你不会知道对手是谁,你不知道他损失了还是获利了。在这件事上,很明确我的对手是英格兰银行。我敢保证,我绝对没有丝毫的内疚,因为我不是故意的,有人是故意的。”

“我对于从英镑贬值中获利不感到丝毫的懊悔。事实似乎证明,贬值可能会成为好事。但问题在于:我不是为了救助英格兰才投机对抗英镑的。也不是为了伤害英格兰才这样做。我知道这肯定会导致一些消极的后果。……但这并不在我考虑之内。我不能。如果由于道义上的指责我便停止某些行动的话,我便无法成为有效的投机商。”

他提醒大家说他也可能会有损失:“虽然损失不会像我们赚得如此多。当然这是一个赌博——人们都这样说(他微笑着双手致意),一注赌到底,因为它风险小,可能的损失很少而利润却非常巨大。”

从公正一些的角度看,索罗斯在赌博对抗英镑的行动中并不是单独行动的,英国一家主要证券交易所的一位外汇交易人评论说:“乔治·索罗斯的投资金额巨大,但总体上看,外汇市场的日成交额可以高达1万亿美元,这是个天文数字。与此相比,乔治·索罗斯的100亿美元要小得多。若所有资金都下注倒戈一种货币的话,这会很有效。但这并不只是乔治·索罗斯……击垮了英格兰银行,是针对英国货币的市场投机击垮了它。乔治·索罗斯只是主要负责人而已。”

4. 震后余波

现在让我们回过头来再看看这次事件的最后一些场景和片断。对于胜利者,这只不过是凯旋乐的余音;而对于失败者,则是最难以忍受的伤心的时刻。

镜头一:

9月13日下午4点,英国人终于彻底屈服了,宣布脱离欧洲汇率体系。消息一经宣布,英格兰经济官员便着手准备与欧洲其它中央银行举行电话会议,传达英国货币与欧洲汇率体系脱钩的消息。与此同时,英镑兑马克的比价下降了2.7%,远低于以前欧洲汇率体系中英镑的最低限额。

约翰·梅杰召集内阁会议,就英国脱离欧洲外汇体系达成一致意见。意大利明确表示也将仿效英国的做法。现在,英国和意大利货币将自由交易。它们的中央银行无需要在公开市场上收购它们以保护其稳定了。

下午7点,公开宣布的时刻终于来到,财务大臣诺尔曼·拉蒙特的整个表现像个遭受重大打击的极其不幸的人。他双手倒背,面色疲惫、沮丧、憔悴。说话时只能勉强挤出一丝微笑。他只能这样说:“今天是充满艰辛与动荡的一天。大量资本的持续流动破坏了欧洲外汇体系的正常运转。……同时,政府作出结论,只有脱离外汇体系才能保证英国的最大利益。”

这标志着,政府允许英镑自由浮动。英镑当天下跌了3%,第二天,英国货币利率下降到10%。

紧随英国之后,意大利也宣布脱离欧洲汇率体系。英镑马上跌到了1:2.70 马克,然后稳定在1:2.65 马克,低于其原先的最低限度的5%。最终将比黑色星期三那天的汇率低16%。并非只有英国货币贬值,西班牙货币贬值28%;意大利贬值22%。英国脱离欧洲率体系的消息传来,纽约市场大英镑的交易价降为1:2.70 马克,比其1:2.7780 马克的最低汇率限度低7 芬尼多。而到第二年的夏天,它的下跌幅度将达到15%。

镜头二:

对于英镑贬值,拉蒙特并没有为此致歉,反而为英镑的浮动决定辩护:“我昨天的所做所为只是面对狂热旋风的合理反应。”

拉蒙特试图解释说浮动汇率不会导致英镑贬值。梅杰的保守党对首相表示同情,转过来指责德国邦德斯银行把英镑推上了绝路。

而乔治·索罗斯开始着手分析这场旋风所带来的破坏,他说:“它的直接后果是汇率体系的崩溃,经济的动荡及其他消极影响。我不清楚其破坏程度,但可能会是非常严重。我的意思是,欧洲将进入一个严重的衰退期。德国的企业正在走向崩溃,法国也不容乐观。……动荡永远是危害无穷的。它可能危害无穷——也可能对一些人有益,比如我这样的动荡分析家,但对于经济,它确实危害极大。”

从某种意义上说,这次事件对英国也未必全是坏事。实际上,1992 年 9 月的英镑危机似乎促进了英国及其他受该货币困扰的西欧国家的发展。他们不仅增强了竞争力,而且他们的利率也大幅下降,几年后,他们的出口业兴盛起来。

而对那些刚刚获胜的人来说,好处却是看得见摸得着的。有许多人从英镑贬值中赚取了大量金钱,但没有报导他们的巨大利润。卡克斯通公司的希鲁斯·科夫纳和琼斯投资公司的保罗·图德·琼斯都是大赢家。科夫纳基金赚取了大约 3 亿美元;琼斯基基金赚了 2.5 亿美元。从事大规模外汇交易的主要美国银行——尤其是花旗银行、J·P·摩根银行、化学银行——都赚取了大量利润。总之,第三季度各银行从事外汇交易的总额比正常季度收入高出 8 亿美元。

索罗斯是其中的突出者。英镑危机过后,索罗斯与他的办公室核实了一下,得知他的英镑头寸的利润接近 9.5 亿美元,而且还有不断增涨,因为他还用英镑以外的货币进行了交易。在这 9.5 亿美元中,索罗斯的个人所得占 1/3。另外,在针对英国、法国和德国利率进行的多头买进与卖空意大利里拉的交易把他的利润迅速增加到大约 20 亿美元。

二、东南亚金融危机背后的狙击手第一个猎物——泰国

1997 年 7 月,这个原本就已多事的世界重又陷入于一场金融纷扰之中。

这一次,麻烦产生于亚洲的东南部,也即是世人所称的东南亚。

没有人做过预测,也没有人发出警告,在短短的时间之内,这里便骤然掀起了一场几乎席卷整个东南亚地区的金融风暴。

泰国人几乎是在一夜之间便发觉自己明显地变穷了,他们的货币铢在一夜之间丧失了1/5的国际购买力,在国外负有高额债务的企业在其结算中也明显地感觉到了这一点。据统计,由于货币贬值,29家最大的企业不得不筹措约12亿美元支付利息和清偿债务。伴随抛售泰铢、抢购美元的狂潮,大批工厂开始倒闭,公司纷纷裁员,物价大幅度上涨,城市居民的生活水平急剧下降。在这一危机的猛烈冲击之下,7月29日,泰国中央银行行长宣布辞职,而此前,泰国主管经济的副总理兼财政部长已黯然下野。

随着泰铢的大幅贬值,东南亚其他一些国家的货币在外汇市场上很快出现了相继贬值的“多米诺骨牌”现象。菲律宾比索、印尼盾、马来西亚林吉特、新加坡元……莫不如此。尽管这些国家的政府纷纷采取措施并竭力寻求国际援助,但也于事无补,各国货币与美元的比价纷纷下跌至历史低点。就像每年这个时候前来光顾的台风一样,一场来势迅猛的货币危机横扫东南亚。在一个很短的时间内,泰铢贬值25%,菲律宾比索贬值11%,印尼盾贬值8%,马来西亚林吉特贬值5%,新加坡元贬值1.5%……,不久又传来消息,韩元兑美元亦跌至历史最低点。毫无疑问,这是自1995年墨西哥金融危机以来世界上最严重的金融风暴。事实已经证明,曾经创造过经济奇迹的东南亚“小虎”们看来并不是不可以伤害的。

这场风暴究竟由什么原因引起?它为什么来得如此突然?如此猛烈?一直为世人所看好的东南亚“小虎”们在这场风暴中为何表现得如此不堪一击?人们在做各种的分析和猜测。而在国际舆论界的一遍嘈杂声中,有一个人的名字被提到的频率最高,次数最多。他不是别人,正是大名鼎鼎的乔治·索罗斯。

有人甚至说,所谓东南亚金融风暴,不过是索罗斯倚仗自己的资金来对付一个国家及其货币的结果。

乔治·索罗斯再次被冠以“国际大炒家”、“黑手”、“大鳄”或“世界顶级玩家”、“金融神话的创造者”而声振寰宇。尤其是对于亚洲地区的人们来说,原来他们对他并不熟悉。

按理说,乔治·索罗斯已经老了,1997年他已经66岁。看上去,他也差不多像这样的年纪,满头银发,一脸皱纹。然而,他眉宇间豪气长存。这时候,与其说他像个老人,还不如说更像个步入老年的哲学家或思想家。在他脸上每一缕皱纹里,似乎无不透露着机智、敏捷和狡黠。

用他自己的话来说,他“已由球手变成了教练”,即已由前台退居于幕后。但是,由他一手建立的庞大的金融帝国仍在无时不刻地按照他的思维运转,其投资态势仍保持着昔日的锋芒。只要他把目光集中在一个地方,那地方就注定会不得安宁。只要他动起手脚,那地方就会掀起狂澜。

索罗斯历来是个令人敬佩、令人畏惧、令人胆寒、令人仇恨的人物。他用自己独特的眼光打量世界,其思维之网凌驾全球。而这次不知为何,他将自己的目光投向了东南亚。

其实,乔治·索罗斯觊觎东南亚已经很有一段时间。

不管是报复也罢,帮美国政府的忙也罢,这些都不可能作为索罗斯在东南亚发难的真实动机。在这次事件中,有不少媒体都认为他在东南亚动手是因为对东盟接纳缅甸为成员国极端不满,是为了帮助美国政府发泄对缅甸不愿引渡大毒枭坤沙的怒气。甚至马来西亚总理马哈蒂尔在公开发表的演说中也进行过这种指责。其实,问题应该有它更为本质的一面。

资本是以追逐利润为最大目的,只要有利可图、有机可乘、有缝子可钻,资本操纵者便会决策,便会下手,便会进行周密谋划和疯狂角逐,而不会限囿于政治、宗教、道德或观念。也许,东盟接纳了缅甸只是事后索罗斯对东南亚发难的一个借口,谁能说得清呢?但我们应该知道,要是在东南亚地区无机可乘、无缝可钻,白扔大笔金钱而赚不到一个子儿,就是那里爆发了反美大示威,索罗斯也是不会动一个指头的。否则,他就是一个货真价实的精神病患者。

东南亚地区确实存在着自己的问题,存在着可供外人来投机发财的机会。或者像德国《经济周刊》的一篇文章所说,那儿的某些状况“简直就像向金融投机者们发出的邀请书。”

随着世界经济的持续增长,80年代以后,亚洲地区也出现了高速发展,以亚洲“四小龙”等一批国家的经济增长尤为迅速。但是,增长必然伴随问题,成就也会埋藏隐患。而对索罗斯这样的人来说,他研究和利用问题的兴趣显然大大超过对成就的赞许和歌颂。在他的眼中,东南亚地区的金融状况并不是一只坚硬无比的钢球,而是一个已经出现裂缝可供叮咬和下蛆的蛋。

早在今年5月份,德国《商报》在分析东南亚一些国家的经济状况时就指出,由于泡沫经济的恶性膨胀,这里很有可能发生墨西哥式的经济危机。东南亚一些国家这段时间的经济恶化问题,认真分析起来可以归结在三个方面:

第一,经济结构不良,国际收支恶化。在许多东南亚国家,出口是推动经济发展的重要因素。但它们的出口产品大多数是低附加值的劳动密集型产品,近几年由于劳动力和房地产价格迅速上升,出口电器产品的国际市场需求又出现萎缩,加上美元汇率持续走强,出口增幅显著滑坡。如泰国出口增幅已从1995年22.5%猛降至1996年的3%。这对经济对外依存度高的东南亚经济是一个沉重打击。泰国政府虽然采取了一系列刺激出口的措施,但未取得明显改善,以致经常项目赤字越来越大,1996年占国内生产总值的8.5%,比墨西哥金融危机前的1994年的7.2%还高。经常项目赤字扩大,使外债增加。泰国外债已高达900亿美元,其中约半数即440亿美元是短期外汇债务,这就使泰国本来不佳的国际收支状况进一步恶化。这是泰国经济不稳定的主要原因之一。

第二,地产泡沫严重,呆帐坏帐剧增。在80年代,东南亚国家经济高速增长,房地产价格不断上升,金融机构的贷款大量投向房地产业,致使房地产业一哄而上,盲目发展。后来随着经济增长速度放慢,楼宇大量过剩,空置率攀高,银行呆帐、坏帐剧增。在泰国,金融机构贷款的近半数投向房地产业,房屋空置率高达20%,银行的呆、坏帐1997年约达到400亿美元。马来西亚、印尼、菲律宾等国也同样存在着房地产供过于求的问题,银行向房地产的贷款亦占贷款总额20%以上,房屋空置率亦达到15%—20%。目前银行的不良贷款占贷款总额的比重,泰国为7.9%,马来西亚为6.4%,印尼为17%。这种情况使银行运作困难,动摇了人们的信心,频频引发挤提风潮,以致数十家金融公司濒临破产。这是造成这些国家金融动荡和经济不稳的又一个重要原因。

第三,货币政策不当,金融调控不力。首先是对大量流入的外资缺乏有效管理。泰国等国对吸引外资普遍缺乏节制,敞开大门,目前泰国的外债已达到900亿美元,占国内生产总值50%以上;印尼为1000亿美元,马来西亚为290亿美元。美元汇率越高,债务负担就越

重。而且外资结构也不合理,一年内为期的短期贷款占了多数,如何还债成了大问题。其次是在美国汇率不断上升、经常性项目赤字不断扩大的情况下仍然坚持缺乏弹性的联汇制,使央行难以用政策有效地调节经济,而只能提高利率,从而导致以营利为目的的国际短期资金大量流入,加重了外债负担,加剧了国内通货膨胀。

在东南亚诸国中,以泰国经济中暴露的问题尤为典型。

过去的 10 年对于泰国人来说,到处是一片繁荣的景象。大把大把的外资潮水般涌入这方乐土。

泰国人拿着这些钱盖房子、买汽车,超市里全是来自美国、日本的高档生活用品。泰国人开的车是本田牌;泰国人住院,进的是设备先进、服务周到的私人医院;泰国的酒店是用兰花装点,大理石镶面。市中心的豪华公寓是为单身贵族准备的。到处是大工业园、大办公楼、大酒店、大购物中心、大娱乐场所。所有这些都是 10 年内冒出来的。泰国成了“东亚四小龙”之后的第五只“小虎”,泰国模式成了经济学家争相研究的对象,近 10% 的年增长率则成为其他国家效仿的榜样。

1985 年,日元升值,土地劳工都变贵了,所有在日本本土的制造业成本大增,于是日本的制造商把目光投向了东南亚,泰国成了这些国家中最具吸引力的地方。1986~1989 年间,泰国的外资总量增长了 400%。到了 1993 年,泰国成立了曼谷国际银行,使得泰国国内的企业和银行向国外贷款更为便捷。泰铢始终盯住美元,而且泰国施行的是高利率政策,差不多是 12% 左右,吸引了大量的银行家迫不及待地吧资金从世界各地转移到泰国。

这个帐傻瓜都能算得出来,如果把 100 美元投向美国,一年大概只有不到 5% 的回报,而如果投向泰国,甚至无需直接投资,只要换成泰铢,存入银行,一年起码有超过 10% 的回报,何乐而不为呢? 1993~1996 年,涌入泰国的贷款约为 500 亿美元。目前,泰国全部外债高达 900 亿美元,人均负债 1560 美元。而且,在全部外债中,属于一年以下的短期外债就占了 400 亿美元。

借来的钱总有要还的那一天。曼谷市中心大厦高耸入云,可那下面的基石是人家的。短期投资说撤就撤,有朝一日,人家要走了,那大厦还能稳固吗?

一个有效率的政府和一个监控能力较强的中央银行,绝对应该把握住这巨额资金的用途。本来,泰国首先应该对制造业进行技术改造,以降低出口产品成本;泰国还需要修建更多的道路,因为整个国家的基础设施远不能适应经济的高速发展;泰国更应该提高它的人民的受教育水平,然而,它的大多数的青年甚至没有读过高中。

但是,无论是工业、修路,或是办教育,都不可能承受高达 12% 的贷款利率,因为这些行业来钱太慢了。惟有房地产业被投资者看好,或许还有汽车制造业及钢铁业。约 60% 的外资被抽向了房地产业,所以,尽管在曼谷已经有了两座国际会议中心,但第三、第四、第五、第六座国际会议中心又在建设之中。曼谷市的豪华公寓像韭菜似的长出了一排又一排,现在大约有 35 万套住宅闲置。私人小汽车如同车展一般占领了曼谷的所有道路,交通却没有得到丝毫的改善。

关于泰国的交通,有两个例子可以说明问题:

其一:目前全世界城市车速最慢的要属泰国首都曼谷,平均时速为 5 公里,相当于人步

行的速度。

其二：由于曼谷堵车现象严重，曼谷的出租汽车司机必须接受为孕妇接生的训练。据统计，约 2/5 的曼谷出租车司机都曾因为来不及到医院，在车上就为孕妇接生。

还有，年均 8.1% 的高速增长几乎全部集中在首都曼谷，85% 的泰国人民并没有感受到现代化带来的好处。

到了 1996 年，大厦的地基出现了第一条裂缝。由于房地产业严重过剩，房地产公司还不起贷款，曼谷商业银行 70 亿美元资产中，收不回来的呆帐超过了一半，银行严重亏损，濒于倒闭。为了防止连锁反应，泰国政府不得不向该行注入 20 亿美元资金。这 20 个亿虽然救了银行，但只是暂时的。据行家估计，因为房子卖不出去，还不了贷款，泰国金融机构的呆帐已经超过了 20%。坏消息被披露后，客户立刻挤提了 100 亿泰铢。

人们对泰国金融体系的信心开始动摇。

同是在 1996 年，泰国产品的出口增幅仅为 3%，大大低于上年 22.5% 的增幅。

泰国的经济发展主要靠出口劳动，尤其是电子产品。这一年，美国电子市场疲软，而泰国工人的工资却大幅度上扬，于是中国的成本更为低廉的产品直接威胁着泰国的出口。由于出口下降，进口增加，泰国的外贸逆差在 1996 年达到了 162 亿美元。

在这种情况下，为了保持出口的增长，泰国本来可以采取的一个办法就是降低泰铢的汇率。但是原来 900 亿美元的外债，一旦降低汇率，岂不是自己把负债额生生提了上去？如果买一个美元得花更多的泰铢，泰国银行和其他向银行进行美元贷款的公司就会出现收支平衡的问题，政府担心这可能会导致泰国的金融体制崩溃。于是政府继续提高利率，来保护泰铢不致贬值，这等于是鼓励国内企业继续向海外举债。《德国经济周刊》的一篇文章说，这“简直就是向金融投机者们发出的邀请书”。

饮鸩止渴无异于自杀。投资者在泰国的金融市场上已经感觉到山雨欲来的风声，于是人们开始卖泰铢、买美元，生怕一旦泰铢贬值，手里的钱就得打折扣。

这一切，均没有逃脱，“赋闲在家”的索罗斯的眼睛。他料定，东南亚各国货币贬值是迟早要发生的事，他要做的事便是，确定它何时发生，或促使它早一点发生。还有就有，选准一个突破口。理所当然地，这一次，他首先瞄准了泰国。

索罗斯把泰国列为最先“狙击”的目标。他采用的方式是直接冲击泰国经济的软肋——房地产市场。然后以房地产市场为中介，狂抛泰国货币换取美元。当然，索罗斯深知，单凭他个人的力量是很难完成这次攻击的。他的信心来自于泰铢必将贬值的必然趋势。另外，就是以自己的行动来带动整个市场的“随潮”行为，而当市场一旦形成气候，局势就难以逆转了。

他筹集资金，组织盟友，利用各种渠道收购泰铢，再大量抛出。泰国货币在受到狂抛的情况下，又出现美元缺乏，泰国货币直线下落，美元升值，泰国房地产市场一蹶不振，有关公司纷纷倒闭，信贷公司和银行受到打击。由于美元升值又影响了泰国出口的平衡，引起工业和股市的混乱。然而，泰国政府开始的抵抗还是比较有力的。政府加强了对资本流动的管制，不让泰铢轻易流失，使索罗斯和其他国际基金的两次攻击均未奏效，损失达好几亿美元。

索罗斯从来就不是一个轻易会认输的人。他认定，由于美元的不断升值，泰铢的贬值只

是迟早的事,他要做的只是让这一天早一点到来,并且牢牢抓住这个发财机会。情况也正如他所预料。早在1997年初,泰铢就已受到抛售压力,其后发生的泰国多家财务机构的挤提泰铢情况,令泰铢地位更加虚弱。现在,经过两次冲击后,泰铢地位更是岌岌可危。瞄准这一时机,索罗斯及其盟友再次发起对泰铢的攻击。5月14日和15日两天,泰铢兑美元汇率大幅下跌。虽然泰国中央银行在新加坡等国央行的配合下对外汇市场进行干预,使泰铢汇率暂时稳定下来,但泰国政府已为此付出了巨大代价。外汇储备大幅下降,并于7月2日宣布改变已维系了13年的主要与美元挂钩的一揽子货币联合汇率制,对泰铢实行有管理的浮动汇率制。这一决定宣布的当天,泰铢对美元的汇率就下跌了18%。在实行浮动汇率制后的一个多月中,泰铢对美元汇率一直呈现跌势。8月22日一度跌至34.60铢兑1美元,创下历史最低点。在这一危机的猛烈冲击下,7月29日,泰国中央银行行长宣布辞职。而此前,泰国主管经济的副总理兼财政部长已经辞职。

第一块“多米诺骨牌”就这样砰然倒下。

第一块骨牌倒下后,其余的骨牌相继倒下就成为必然。因为东南亚诸国都属于同一个联汇体系,其经济和金融体制互相影响,互相制约。抓住了这个机会,在成功狙击泰铢之后,索罗斯继续对东南亚其他一些国家的货币发起攻击,迫使菲律宾比索、印尼盾和马来西亚林吉特相继在7月11日以后实行浮动汇率制。连一向坚挺的新加坡元也受到冲击。8月11日泰国政府决定接受国际货币基金组织的资金援助,将取消有双重外汇市场。这一消息对东南亚各国货币又形成了新一轮冲击。8月14日,印尼央行宣布取消盾汇率的波动幅度限制,允许盾自由浮动,盾汇率当即从上一日的1美元兑2657.5盾下跌到2787.5盾,15日再跌到2960盾的历史低点。受印尼盾大幅下跌的影响,马来西亚林吉特在14日从1美元兑2.5林吉特下跌至2.765林吉特,15日再跌到2.825林吉特的历史低点。

至此,这场风波愈演愈烈,乃至已经成为一场绝不亚于1994年墨西哥金融危机的金融风暴。

1. 马哈蒂尔舌战索罗斯

在东南亚的金融风暴中,乔治·索罗斯再次成为在世界范围内被广泛关注的焦点和议论中心。

当然,被这场金融风暴波及和深受危害的国家政府反应最为强烈。早在今年7月26日,马来西亚总理马哈蒂尔就指名道姓地对索罗斯进行指责,他说:“我们努力了近40年才发展起来的经济,突然被人凭着数十亿美元的投机和见不得人的手法,在短短几个星期便毁于一旦。”他说:“索罗斯的行为已伤害了马来西亚、泰国、印尼、菲律宾的贫民百姓。……而世界上并没有把索罗斯视为罪犯。”马哈蒂尔的指责代表了一部分人的观点,他们均把索罗斯的行为视为“投机”,是“见不得人”的“损人利己”,特别是损害了若干个国家的穷人,是一种“可耻”的行为。泰国代总理甚至扬言,如果索罗斯一旦踏上泰国的土地,就派黑手党杀掉他。然而也有不少人认为,索罗斯的行为无可指责,因为在国际货币汇率体制存在的前提下,外汇买卖或证券交易均是合法的,也就是说,索罗斯并没有违反游戏规则。在这场危机中,有问题而应当反省的是东南亚国家自己和国际货币基金组织,而不是索罗斯。而有意思的是,索罗斯自己在公开场合完全否认他参与了对东南亚货币的攻击,他只承认“我们在6

月16日出售了一笔价值1000万美元的泰铢”。按说这笔买卖对泰国的货币体系并无大碍。对马来西亚林吉特,索罗斯说他不仅没有抛售,反而还在买进。

如果索罗斯要为自己辩护,他也有充足的理由,因为他早就说过这样的话:“我一生中为了不少追求奋斗过,我也不特别喜欢为货币投机辩护,我只把它视为一种必要的罪恶。我想货币投机比货币限制好一点,但最好的还是货币统一。我的自辩是我的运作循规蹈矩,假如规范失灵,表示我的错,我只是一个守法的市场参与者,错是订立规范者的错。我想这立场很妥当、很合理的,别人只管把我叫作投机者,我不会因此感到良心不安。不过,我刚刚不是说了吗,我也不会发起一项运动为投机辩护,我还有更重要的仗要打。我想当局有责任设计不让投机者得到好处的制度,投机者得到好处,那就表示当局有了疏失的地方,问题是他们不愿意认错,他们宁可大声疾呼要吊死投机者,也不愿意多反省看看到底哪里出了错。”

早在英镑危机过后,他就申明过自己的立场:“这个嘛,首先,英国的行动是站不住脚的,原因是假如它是对的话,我们的‘搅局’就不会把英镑挤出汇率机制之外。第二,也不只有我们在玩这场游戏,即使世上没有我这个人,这个过程还是会按照原来的样子进行,我们可能在整个事件到了最后英格兰银行调高利率时才起一点作用,原因是到了那一点的时候,有些市场参与者可能开始犹豫了,我们的果断行动可能又使整群人继续放手一搏。我们也许加快了整个过程的步伐,但我认为不论有没有我们,这件事总会发生的。”

这次,只不过是英国变成了东南亚,英镑变成了东南亚诸国的货币。

最精彩的争吵出现于今年9月份在香港召开的世界银行和国际货币基金年会上。马哈蒂尔和索罗斯均出席了这次会议,世界各地的新闻媒介都企盼着这一对冤家对头能够对簿公堂,当面过招,结果这两人并未会面。然而,他们都在属于自己的场合向对方发动了攻击。

马来西亚总理马哈蒂尔是9月20日到香港参加世界银行与国际基金组织举办的研讨会的,在会上他再次抨击外汇投机。“货币买卖是没有必要、不具生产力和不道德的,应该禁止,使之成为非法。我们不需要货币交易。”马哈蒂尔说,买卖货币用于支付国际贸易是正常的,但将货币单纯作为商品来买卖则是不可以接受的。国际上货币买卖的交易额比商品与服务贸易额多了20倍,但有关交易既没有创造就业机会也没有让一般老百姓享用到什么产品或服务,真正获利的只是外汇炒家,他们一年的平均回报率高达35%。而且,无论指数升降,这些足以通过巨额买卖影响汇率的炒家都是稳操胜券,而他们是通过使穷人变得更穷而盈利的。马哈蒂尔说,这些亿万富翁其实并不需要更多的钱,但他们却仅仅因为不愿看到发展中国家的繁荣而进行极不道德的破坏。他称,最近外汇投机者对马来西亚货币的打击使“我们倒退了10年”,这是对马来西亚市场的“强暴”。他还说,东南亚一向以为外资是来帮助他们繁荣起来的,现在看来并非如此。当然,马来西亚还将会继续鼓励外资进入本国的金融与股票市场,但将分辨诚恳投资者和热线操纵者,对后者绝不欢迎。他说,他相信,部分媒体及别有用心的人并不希望看到东南亚走向繁荣,他们短浅地认为别国的发展会削弱他们的财富。在回答听众提问时,马哈蒂尔争辩说,世上没有绝对自由的市场,民选政府有权控管市场,因为如果做得不好,选民将会让政府下台,但他们却没办法赶走外来的金融炒家,他说:“我在这里连他的名字都不能说出来!”这番话引起哄堂大笑。

而在9月21日,被马来西亚总理马哈蒂尔指为近期东南亚金融动荡的投机者索罗斯,在世行的另一场名为“朝着全球性开放社会迈进”的研讨会上,反唇相讥,称马哈蒂尔是马来西亚最大的危险。对于马哈蒂尔表示将限制外汇买卖,索罗斯说,这种言论实在太不恰当,根本不值得认真考虑。若他禁止外汇买卖,马来西亚市场将面临灾难性的后果。

索罗斯说,实际上,近两个月来,他并没有参与抛售林吉特,甚至还在买进,可是林吉特仍在急泻——所以,他不像有些人想象得那样能够左右汇市的升降,他还举出了一大堆马来西亚的经济数据来支持他对马币下跌原因的看法(这同时也表明他是有备而来),比如,马来西亚近年来借贷扩展太快等等造成了不少问题,马哈蒂尔及其政府当然要为此负责。而为了掩盖自己的错误,他需要一只替罪羊,而自己当然地就被当成了这只羊。

索罗斯说,这次货币动荡应当让人们注意到东南亚固定汇率制、泡沫经济、银行缺乏监管等问题。

不过,索罗斯说,这次东南亚金融动荡还不足以令亚洲经济奇迹消失,因为亚洲国家的经济很有活力。相信他们在充分吸取教训之后,一定会复原。

索罗斯还在会上向受东南亚货币动荡打击的“穷人”表示同情,但强调也不同意马哈蒂尔,因为他是责任人之一。

索罗斯的话,立即引起在场的650名银行家和政府官员的捧腹大笑。

尽管类似的争论永远不会有完结,人们还是热心地关注着一切,而其中最为关切的莫过于这个问题:在东南亚的这场金融风暴中,乔治·索罗斯究竟赚了多少钱?

根据美国《商业周刊》杂志最近一期的报道,索罗斯的量子基金会去年的业绩并不理想。1997年头6个月的业绩也只是平平,直到7月份,量子基金会才大步跨前,将头6个月来的盈利翻了一翻。

97年上半年,量子基金会盈利14%,但这一数字与同期道琼斯工业指数上升20.6%相比,依然十分逊色。

然而,从今年6月底到7月底这一个月,量子基金会的盈利却由14%急剧增加到27.1%,几乎使上半年的盈利倍增。据报道,量子基金会在6月底(即东南亚金融动荡前)总资产为150亿美元,到7月底则上升到170亿美元,这表明,自泰铢贬值引发的东南亚金融风暴7月初发生以来,量子基金会仅在一个月时间内就赚取了20亿美元。事实上,20亿美元只不过是索罗斯量子基金会一个月的盈利。东南亚金融风暴已持续了两个多月。至今还未完全平息,索罗斯从中获取的利润也许仍在增加,究竟有多少,也许要到将来才会完全知晓。

2. 余波未平

以泰铢贬值为导火线的东南亚金融危机,震动了全世界。它的“多米诺骨牌效应”不仅强烈地冲击了东南亚一些国家,而且波及到了整个亚洲地区以及远在千山万水之外的诸如巴西、希腊、捷克、波兰、南非等国家的金融市场。香港股市巨烈波动,台湾股市、汇市应声而倒,韩国行情迅速下滑,日本市场人心惶惶……以台湾的金融证券市场为例,从中可以看出这场风暴影响的剧烈。

正当东南亚各国金融动荡余波正劲之际。台湾的金融市场在这场风波和台“中央银行”政策失误的影响之下,也遭受了重创。

由于1997年以来台湾贸易出超的表现远远低于1996年,岛内外普遍看贬新台币,行家推断将贬至30元兑1美元。而国际美元的强势、东南亚货币危机、厂商意欲规避风险及出现汇市投机客等因素更加深了市场的预期心理。一开始,“央行”就决定要坚守汇市、捍卫新台币,并不惜动用外汇储备,进行长期抗战。这期间,“央行”在明,投机客在暗,相互较力,难分胜负。10月3日,在部分外商银行的带领下,汇市突然出现厂商狂买美元局面,为守住新台币汇率,“央行”无限量供应美元,其中8成以上是用外汇储备支给。结果当日汇市15.39亿美元的巨额成交量,几乎是平日交易量的5倍,而新台币汇率则依然维持在28.6元兑1美元左右的正常水平。次日起,“央行”开始反守为攻,除了开始,拉升新台币汇率外,隔了一个周日后“央行”容忍短期利率走高,并对持有美元的外商银行采取选择性高拆款利率,迫使其吐出美元。然而,此举也产生了副作用:由于“央行”大量卖汇买回新台币,导致新台币严重缺货,使得隔夜拆款利率一度涨到19.75%的天价,创下历史最高;银行纷纷调高存款利率吸引资金;企业界则面临贷款利率上扬及无处可贷的局面;而股市则由于大量新台币资金流向外汇市场,造成资金的进一步短缺,股价连番下跌。

相比于“央行”在汇市上的强力作为,当局对于股市的跌落显得软弱无力。从去年起一路上涨的台股,今年7月下旬曾一度升到了10256点的高位。然而,近两个月来,台湾股市却如水银泻地一般,狂挫不止,重挫至2000多点,崩盘阴影笼罩在投资人心上,尤其是除电子股以外的传统类股几乎是一蹶不振而且至今仍似无回升迹象。然而,在这期间,当局始终坚持“汇市第一”的政策,顾此失彼,对股市的救助不够有力。在汇市保卫战,资金大量流向汇市,“央行”面临来自股市持续大跌的巨大压力。10月8日,“行政院长”萧万长召开上任以来第一次“财经首长高层会谈”,肯定了“央行”稳定汇率的政策,但同时也指示相关单位,“要在利率、汇率及股市间寻得均衡点”。10月16日,台湾股市再次出现大幅重挫,股市加权指数下跌264.59点,跌至7997.81点,跌破8000点大关。同日,在新加坡交易的台湾10月份股市期货指数也下跌了15.2点,与现货差价扩大到3.02%。由此,显示出国际游资正在看空台湾股市。一时间,市场谣言四起,甚至传出曾在东南亚金融动荡中兴风作浪的国际金融炒作高手索罗斯也在放空台湾股市指数期货,这更进一步加剧了台湾股民的危机意识。

为了挽救股市,“央行”政策大转弯。当日下午,宣布大幅降低存款准备率,降幅为7年来最大,预计释出资金960亿元,并决定从次日起,“央行”全面弃守汇市,以避免资金的进一步收缩,加速股市跌势。17日,“央行”便以“外汇市场不正常预期心理已经消除”,“阶段性任务已经完成”为由,宣布汇率“未来交由市场机能决定”。当日汇价即告直线跌落,大贬9.81角,以29.5元兑1美元作收,创下10年来最低点。

“央行”政策的大转弯,不仅使坚守了3个多月的汇市功亏一篑,而且股市也并未领情,仍然难止跌势。17、18日两天股市连跌一二百点,20日周一开市,再度大跌301.67点,跌至731.78点。同时,汇市也在银行与厂商的一轰而上中,20日再度大跌6.91角,以30.451元兑1美元作收。回顾这段时间以来台湾当局的作为,岛内舆论一致认为,汇市、股市的双双失守,实际意味着当局近几个月来所采取的金融政策失败。台湾当局在这场风暴中已至少损失了50亿元新台币,让放空台币的外国游资大大捞了一笔,尝到了7月以来曾经让东南

亚各国遍尝的汇价保卫战的苦果。

现在,市场金融风暴的严重影响正以迅速波及到世界其他地区,有报道说:7月份以来,首先从泰国爆发的这场风暴席卷东南亚,导致东南亚国家的金融市场动荡,各国货币大幅度贬值,股市下泻,经济发展面临严重的困难。直到10月下旬,东南亚金融风暴对世界各地股市的影响仍在加大。近两天来,世界各国股市纷纷大幅下跌,纽约股市道·琼斯指数27日狂泻了7.2%,跌破了法定550点的限度,为此纽约股市中断了交易。这是1963年美国总统肯尼迪遇刺以来华尔街股市首次中断交易。这一天的实际跌幅达到554.26点,从点数看甚至超过了1987年10月的那个“黑色星期一”,创纽约股市历史上跌幅之最。接着,东京股市28日下滑了4.3%;香港股市恒生指数在27日下挫5.8%的基础上,28日又暴跌了13.7%;新加坡股市指数下降了7.6%;欧洲的法兰克福、米兰、巴黎和苏黎世股市连续两天下跌,其中28日的跌幅分别达到65.8%、6.03%、4.7%和4.8%。马德里股市28日因狂泻了10%而不得不中断交易。

受到股市冲击波的影响,世界证券市场 and 外汇市场也出现动荡。游资从股市撤出后纷纷进入证券市场,证券市场因而交易量猛增,各国政府债券等有偿证券因抢手而变得红火。与此同时,连续上扬了数月的美元汇率下滑,28日美元与德国马克和瑞士法郎的比价一下子跌到今年年初以来的最低点。这一连串剧烈的动荡在世界上引起了某种惊恐和不安。

数日来,世界股市风暴成为欧洲媒体的主要话题。一般认为,目前还在继续发展的东南亚金融风波是这次世界股市动荡的“直接导火线”。

这场风暴对素有“金元帝国”之称的美国的的影响,该报道对它作了如此分析:

“与此同时,东南亚金融危机对美国的经济也产生很多不利影响。最直接的影响是对美国向该地区的出口不利,对电脑芯片等电子产品出口商的打击更大。目前美国商品贸易逆差以年率计已高达1900亿美元,其中对东南亚的贸易赤字占11%。而此次的金融危机将使美国对该地区的贸易赤字继续增长。此外,对美国在东南亚地区拥有企业的公司来说,未来的经营利润也将大大减少。”

“从间接的方面来说,如果日本难以承受东南亚金融危机的打击转而在美国寻找出路,那将对美国经济带来较为不利的影响。日本经济主要依赖出口,其中对东南亚市场的出口约占40%。金融危机将严重影响日本出口,使本已极为困难的日本经济雪上加霜。如果不少坏帐累累濒临破产的日本金融公司,为了获取资金而抛售它们所拥有的巨额美国政府债券,这对美国经济将会带来严重的影响。”

拉美的其他国家受这种株连也绝不是意外的,阿根廷《号角报》早在7月份就做过这种预测:“泰铢的崩溃对东南亚国家印度尼西亚、马来西亚和菲律宾造成了巨大影响。但是,在遥远的太平洋的另一头——西半球也立即产生了反响:接美的巴西和阿根廷感到了地震,它们的股市普遍出现下跌,并且风传巴西货币雷亚尔将会贬值。”

这场风暴,对受影响的国家来说,是一场灾难,而暂时未受波及的国家也产生了难以承受的心理压力,每个人都在问:我们怎么样?能安然无恙吗?

同处东亚的中国,至今安然无恙。世界银行副行长斯蒂格里兹不久前在香港说,中国之所以没有出现类似的危机,是因为中国经常项目盈利,资本流入是以直接投资的形式,当然

也由于中国的货币还没有成为全球可兑换货币的缘故。

目前,中国外汇储备充足,朱基副总理在世界银行年会上宣布,中国的外汇储备充足。而股票市场却显得资金不足。

然而在中国许多大城市,似乎也有曼谷的影子在游动。

有西方投资公司的研究报告指出,尽管中国实行治理整顿四年多,上海的写字楼空置率仍然远远超过曼谷;北京的办公楼空置率高于雅加达和马尼拉。预计在1998年,北京的新增办公楼面积将是雅加达、曼谷的两倍,是马尼拉的五倍以上;大型商厦倒闭的消息时有所闻。

如果从1992年起,中国政府一直放手让房地产的过热开发到今天,听任银行把钱投向房地产业,听任投资者从香港把大量资金转到内地的“大手笔”项目上来,而不及及时进行治理整顿,那么在今天,香港早已成为第二个曼谷;而内地的银行即使不破产,也一定会引起高通货膨胀。斯蒂格里兹说,中国银行的呆帐影响了金融体系的稳定,最终将动摇金融体系。在目前这种情形下,一旦中国放开资本市场,一定会给国际金融投机家们开辟一个长袖善舞的天地。

统计显示,中国现在利用的3200亿美元投资中,64%来自外商直接投资。目前中国外债余额约1200亿美元,但是中长期贷款就占了85%以上,短期外债仅为10%。中国的外债结构没有给国际游资留下多少套利投机的余地。而致使泰国经济大厦轰然倒塌重要的原因之一,就是大量短期资本突然撤走。

这一次金融动荡,马来西亚总理马哈蒂尔说,万恶的金融投机者“使我们倒退了10年”。很显然,东南亚人要过一段苦日子了。

那么中国呢?

中国人民银行行长戴相龙说:中国从东南亚国家货币波动中得到启发,今后将继续坚持适度从紧的货币政策,力图保持经济适度快速增长,并将通货膨胀率控制在5%以内。同时,中国将继续坚持正确的利用外资政策,防止借用过多外债及过分依赖外债,杜绝由房地产、股票市场过热产生泡沫经济的可能。1993年以来的实践证明,中国政府能够做到这一点。

1994年,人民币汇率大幅度下调。此后的三年中,中国年出口额增加了650亿美元,仅增加的数额就比印度尼西亚和泰国去年全年出口总额还多。所以西方舆论一致认为,此次东南亚金融危机的原因之一,就是中国产品极大地冲击了东南亚的出口,导致他们的经常项目的逆差。

但是接下来大概要上演一幕“以其人之道还治其人之身”的大戏。此次东南亚货币贬值,他们的东西在国际市场上就更便宜了,所以在出口产品的竞争力上,他们将比中国有价格优势。

专家指出,中国的产业及出口产品结构东南亚尤其是泰国十分相似,中国与泰国的皮尔逊指数为0.91,对国际市场,中国与东南亚是有他没我,有我没它的关系。大概在今年年底或明年上半年,中国的出口企业就将感受到这股来自东南亚的压力。

对这一前景,中国的企业应该要有足够的思想准备。

在中国,东南亚金融风暴引起了金融界、经济界和有关各方的广泛关注,进行了认真的分析和研究。并已初步得到了一些宝贵的启示。

第一,必须坚持和完善宏观调控,及时调整经济结构,增强抵御金融投机活动的实力。从根本上说,东南亚金融危机产生的原因是经济失调,特别是经常项目赤字过大,使投机商有机可乘。现在,中国对外贸易迅速发展,利用外资数额不断扩大,进出口结构中对外依赖性很强的加工贸易占了相当大的比重,国民经济的对外依存度已经很高。加上中国将要加入世界贸易组织,开放资本市场和实现人民币资本项目下的可兑换也是必然的趋势,这就使中国经济越来越受到他国和世界经济变化的影响。中国必须及时根据国内国际市场的变化,调整和优化经济结构,保持经济的协调、平衡发展。要防止过分依赖出口,并且要努力实现出口市场的多元化和提高出口产品的档次,以分散风险和增强出口竞争力。要着力提高制造业的水平和增强金融业的实力,以减少开放国内市场所带来的冲击。

第二,必须加强金融风险防范,把金融开放和金融监管紧密结合起来。据资料,到今年6月底,泰国金融机构的风险债权数额为4680亿铢,占贷款总额的31.5%,民间企业则高达1.6万亿铢,在这种情况下,金融机构不可避免地要陷入财政危机。国际货币基金组织曾对15个发展中国家和5个工业化国家1970~1995年间发生的76次货币危机进行调查,发现危机发生前几个月,主要经济指标(如国内生产总值增幅、通货膨胀率、财政赤字、货币发行量、外汇储备、经常项目等)都已程度不同地发出警报,但有关国家当局并未予以重视。去年国际货币基金组织曾对东南亚一些国家经济过热等问题提出了紧缩建议,有关国家亦拒绝接受。它们对开放金融所带来的风险缺乏警惕,监控和管理薄弱,外资流入过猛,短期贷款过多,外汇储备不足,在一旦外资为谋求更高的回报而撤出,造成支付危机和本国货币大贬值时往往就无法驾驭局势。正如法国《解放报》8月15日撰文所说:“这些国家正在饱尝盲目金融自由化带来的苦果。”中国的情况比较好,外汇储备相当宽容(1997年上半年已达1200多亿美元),拥有可靠的对外支付能力;对资本的进出管理严格,对外资涉及房地产业和证券业从严限制;外债中短期的只占10%左右。但中国也应注意金融市场的大门要谨慎地随金融改革的深入而逐步打开,打开的程度决定于能够监管、调控的程度;利用外资中要防止重数量轻质量、重引进轻管理、重投资轻导向的现象;要适时调整汇率政策,使之适应市场供求的变化;还要加强对金融市场信息收集、走势分析、风险预测工作、建立防范机制,使金融风险和金融危机消灭于萌芽之中。

第三,必须认识经济全球化和区域化的影响,加强区域各国之间的合作与协调。这场金融风暴不仅波及东南亚各国,而且波及到其他国家和地区,说明经济全球化和区域化正在形成。国家之间,尤其是同一区域的国家之间,经济关系越来越密切,既互相竞争,又共荣共损。美国加利福尼亚大学罗斯教授认为,货币危机通常向两种国家蔓延:一是与受冲击国贸易关系十分密切的国家,常见于工业化国家之间;二是经济政策和经济状况极为相近的国家,这在新兴市场化国家之间比较普遍。这一分析值得中国重视,如何建立区域各国之间的合作与协调机制是要研究的新课题。

第四,必须警惕“泡沫经济”,加强对房地产市场和证券市场的规范与管理。在发展中国家,炒房地产、炒股票等投机活动比较普遍,往往造成迷惑人的表面繁荣,引发危机。泰国等

国这次就尝尽了苦头。中国前几年也出现过房地产过热,留下了严重的后遗症,至今全国仍约有 1000 多亿元资金被占压在房地产上,而且每年还要继续投入资金以维持,教训非常深刻。在证券市场上也存在不少问题,许多银行资金、企事业单位的资金利用市场的不规范和政策漏洞,炒买炒卖,牟求暴利,搞乱金融秩序,破坏国家经济正常运行,必须从严治理,防患于未然。

关于这次风暴带给人的经验教训,世界各国的分析性意见纷纷推出,有关媒体曾总结过这样几条:

其一:

遗憾的是,由于金融危机不可避免,花大笔钱解救也是不可避免的。国际金融界的官员们认为,防止因为混乱之中贬值、宏观经济政策失误和担心银行破产或者政府丧失偿还能力而引起危机是好的,但是不可能的。捷克总理克劳斯说:“一些动荡是必然的,无法避免。”克劳斯的自由市场的观点使他成为各国中央银行行长心目中的英雄。

所以国际货币基金组织和富国的政府将会再次紧急贷款,就像他们对泰国和墨西哥所做的那样。但是联邦储备委员会主席格林斯潘说,“这种金融大难保险……应该仅仅用于最罕见的灾难”。如果投资者和金融机构能指望政府解救,他们就会“不顾后果、不负责任地冒险”。

其二:

给市场更多的信息可能防止一些危机,但是还不够。

在 1995 年墨西哥近乎失去偿还能力以后,国际货币基金组织及其盟友要求一些国家公开有关金融情况,希望投资者早有警惕,从而使政府比较难继续奉行无法持久的政策,但是没有作用。

所以应该提供更多信息,特别是有关银行状况的信息。联邦储备委员会主席格林斯潘说:“我不知道公布多少情况合适,但是就墨西哥和泰国而言,显然是不够的。”他的话使墨西哥股市 8 月 29 日出现下跌,迫使联邦储备委员会的工作人员向世界保证他们上司指的是 1994 年,不是今天。此事表明世界股票市场多么紧张不安。然而克劳斯说,问题不是“缺少信息”,而是“缺少分析”。

其三:

像泰国那样的固定汇率可能是有害的。

就在几年前,一些专家认为固定一国货币与通货膨胀率低的国家的货币的汇率对通货膨胀的发展中国家是一项有吸引力的战略。这些专家现在不那么热衷于这种看法了。一些国家固定汇率的时间往往太长,渐渐削弱了他们出口商品的竞争力。

前日本银行的经济学家、现国会议员铃木说,东南亚政策中“最大的弱点”是不允许他们的货币自由浮动。哈佛大学的萨克斯指出欧洲货币对美元比价的下跌幅度比东南亚的货币最近下跌幅度还大,但是造成的影响小得多,因为欧洲货币的下跌是通过市场力量逐渐下跌的。

其四:

软弱的银行造成巨大的问题。并非所有货币贬值都会造成全球金融危机。泰国出现危

机的一个原因在于它的银行和金融公司——他们中许多现在已经因为破产而关闭。政府花巨额开支保护银行的储户和债权人,迫使税收提高和其他地方的开支减少。

另外,银行的脆弱使政府难以提高利率,使货币贬值或者改变其他政策,这些做法从长远看是可取的,但是可能给银行造成很大影响。

国际经济研究所的莫里斯·戈尔茨坦警告,给泰国紧急贷款的条件可能发出错误的信息。尽管泰国银行的股东会损失很多钱,但是银行的债权人不会损失很多。

如果大投资者把钱投入软弱的银行或者购买银行债券但从从不赔钱,那他们将来就没有什么理由谨慎从事;这些使未来解救的钱更多。

现在,人们最担心的还有这样一个问题:谁会成为索罗斯的下一个目标?有报道说,现在乔治·索罗斯对俄罗斯颇感兴趣。他在7月29日也证实了俄罗斯报界的消息。这些消息说,他向俄罗斯电信投资公司投资了9.8亿美元(约61.5亿法郎)。这家公司是穆斯特财团的成员,它以18.7亿美元赢得了拍卖,获得了穆斯特财团25%的股份。

索罗斯可能还准备在俄罗斯石油领域投资。俄罗斯的《今日报》说,他可能将向莫斯科出10亿美元以控制俄罗斯石油公司,这是俄罗斯第九大石油公司,目前它仍属国家所有。

据说,在地球的另一端,索罗斯瞄准了阿根廷。他在那里已是第一大地主,他还想成为那里的最大银行家之一。他在当地的机构伊尔萨公司最近宣布,希望在对国家抵押银行实行私有化时成为购买的竞争者。索罗斯已经在阿根廷的农业和不动产方面投资了4亿美元。他在潘帕斯草原拥有40万公顷土地和1.7万头牲畜。在布宜诺斯艾利斯的富有地区,他还购买了一些商业中心和办公大楼。最近几周,他又获得了原属美国人斯威夫特·阿穆尔的5万公顷土地。这块地位于拉普拉塔河畔,如果布宜诺斯艾利斯能够赢得2004年奥运会的举办权,届时将在这里修建奥运村。如果他买下国家抵押银行(资产总额为43亿美元)的话,这将是他在阿根廷最大的一笔投资。

也许要不了多久,我们又能目睹到乔治·索罗斯在当今世界上为我们制造的又一场纷争,或又一个金融神话,从而为他充满传奇色彩的一生再续写上为世人瞩目的一章。

第九节 中国的外汇投机与防治

一、外汇违规交易的主要表现

外汇违规交易有多种表现,如套汇、逃汇、投机交易等,我们可通称为外汇投机。

1. 从一起大案看套汇

1993年10月,一起建国以来罕见的套汇、诈骗中国银行大量外汇的犯罪团伙被查获,案犯许某、吕某、马某等已落网,专案组为国家换回一亿多元的巨额损失。1993年10月9

日下午5时,公安部通报北京市公安局,中国银行发现有30多笔伪造票据提取巨额外汇,指示公安部有关部门会同北京市公安局一起侦破此案。许某等供认,他们自1992年7月以来,利用某进出口总公司外汇管理方面的漏洞,伪造“国家外汇管理局中央业务处”印章,从中国银行多次提取外汇,总计8000多万美元。许某等犯从中侵吞大量人民币,并利用不义之财开公司、搞房地产、买股票、置办别墅和高级小轿车等,大肆挥霍。据北京市公安局披露,已收缴他们的高级轿车凯迪拉克、宝马、奥迪、三菱等60余部;收缴的赃款美金、港币等价值约1亿多人民币。

套汇是指利用不同外汇市场某些货币在汇率上的较大差异,在外汇市场贱买贵卖这些货币以套取差价收益的外汇投机活动。套汇分为两种:

——直接套汇,又称两地或两角套汇。利用两个地区外汇市场上某种货币的汇率差异而进行贱买贵卖的外汇投机行为。

——间接套汇,又称三地或三角套汇,是在三个地区外汇市场上利用某种货币汇率的差异而进行的贱买贵卖的外汇投机交易。

套汇客观上起到平衡汇率的作用。经过一段时间的套汇交易后,使汇率低的上涨,汇率高的下跌,从而使不同外汇市场的汇率逐步趋于接近。

具体结合中国的实情,套汇系指在我国境内的单位、企业或个人违反国家外汇管理规定,通过第二者或第三者采取各种方式,用人民币或物资,非法换取外汇或外汇权益,攫取国家应收的外汇。如私自用人民币向外宾换取外币、截留华侨汇入的侨汇,向其国内的眷属支付人民币等等,均属套汇。其主要行为有:

——除经当地外汇管理局批准,或者国家另有规定者外,以人民币偿付应当以外汇支付进口货物或其它款项的。

——境内机构以人民币为驻外机构、外国驻华机构、侨资企业、外资企业、中外合资经营企业以及短期入境个人支付其在国内的各种费用,由对方付给外汇,没有卖给国家的。

——驻外机构使用其在中国境内的人民币为他人支付各种费用,由对方付给外汇的。

——外国驻华机构、侨资企业、外资企业、中外合资经营企业及其人员,以人民币为他人支付各种费用,而由他人以外汇或者其他类似的形式偿还的。

——未经当地外汇管理局批准,派往外国或港澳等地区的代表团、工作组及其人员,将出国经费或者从事各项业务的活动所得购买物品或者移作他用,以人民币偿还的。

——境内机构以出口收入或者其他收入的外汇抵偿进口物品费用或者其他支出的。

2. 相互串连与逃汇

逃汇系指在我国境内的单位、企业或个人,违反我国外汇管理规定,对于应该售给国家的外汇,私自转移、转让、买卖、存放国外,以及将外汇或外汇资产私自携带、托带或邮寄出境的行为。主要行为有:

——未经当地外汇管理局批准,境内机构将收入的外汇私自保存、使用、存放境外的;违反《对侨资企业、外资企业、中外合资经营企业外汇管理细则》的规定,将收入的外汇存放境外的。

——境内机构、侨资企业、外资企业、中外合资经营企业以低报出口货价、费用、佣金等

手段多报外汇支出,将隐匿的外汇私自保存或存放境外的。

——驻外机构以及在境外设立的中外合资经营企业的中方投资者,不按国家规定将应当调回的利润留在当地营运或移作他用的。

——除经当地外汇管理局批准,派驻外国或港澳等地区的代表团、工作组及其人员不按各项专项计划使用外汇,将出国经费或者从事各项业务活动所得外汇存放境外或移作他用的。

3. 扰乱金融管理的外汇投机

扰乱金融系指境内单位或个人,未经国家或主管部门批准,违反国家法令规定,经营金融业务或从事货币交易的行为。主要行为有:

——未经当地外汇管理局批准经营外汇业务,或超越批准经营范围扩大外汇业务的。如1994年以来,湖北省相继出现一些未经批准,擅自经营外汇期货交易业务,且交易的规模和金额愈来愈大。这一行为扰乱了正常的金融秩序,使一些企业和群众蒙受了经济损失,在社会上造成了很坏影响。

——未经国务院或其授权机关批准,境内机构在国内外发行具有外汇价值的有价证券,接受外国或港澳等地区的银行、企业贷款的。

——除经当地外汇管理局批准,境内机构以外汇计价结算、借贷、转让、质押或者以外币流通、使用的。

——私自买卖外汇、变相买卖外汇、不按国家外汇牌价或不通过外汇调剂中心买卖外汇,以及倒买倒卖外汇的。

——违反外债管理。这是指境内单位违反国家外债统计监测暂行规定和外汇担保暂行管理办法的行为。

除上述三类外,还有其它违反外汇管理的行为,如中国境内的单位或个人私自借用外汇帐户,为其他单位和个人进行外汇违法活动提供便利条件;还有为国内单位和个人私自买卖外汇牵线搭桥,从中牟利等等。

倒买倒卖外汇是人们最常见的扰乱金融市场的行为,这方面的事例屡见不鲜。

例一:1984年某市中国银行为该市进出口服务公司提供调剂外汇20万元,卖给广东某市广播服务公司,除按1美元合3.8元人民币计价外,进出口服务公司另收取保证金12万元,某市的中国银行另收取购汇分成22.4万元。这实际上是变相高价买卖外汇。该行非法调剂外汇额度,并加价转手,严重违反了国家外汇管理规定,背离了国家外汇专业银行应有职责,造成了不良的影响。

例二:1985年某县银行办事处储蓄员申某种用职务之便,采取伪造储蓄取款凭证的手法,从储蓄存款科目中硬性支取现金2.2万元,伙同其他二人,携款到某县,按照事先约定的联系人和接头地点,用2万元人民币换取了20万元的朝鲜币,企图到浙江、福建一带倒卖,预计从中获利4万元。申某接头后返回途中,被当地公安机关逮捕,被法院判处了有期徒刑。

例三:1993年5月,原中国煤炭销售运输总公司总经理郭某伙同其女婿、中国外运海通商贸中心经理邹某将中煤公司200万美元留成额度私自加价出售给中化国际化工品有限公司,郭、邹从中非法获利109万元,案发后赃款被收缴。郭某因犯有受贿罪和投机倒把罪被

判处死刑,没收个人全部财产。

二、加重对外汇投机行为的处罚

1985年3月25日经国务院批准,4月5日国家外汇管理局公布施行的《违反外汇管理处罚施行细则》,对各种外汇投机行为的处罚作了详细的规定。

1. 对套汇的处罚

——套入方所得外汇尚未使用的,责令其限期调回,强制收兑。

——套入方外汇已被使用,责令其补交等值的外汇,强制收兑,或者扣减相应的外汇额度。

——套入方所得外汇已被使用而无外汇归还的,补交所购物品的国内外差价。

——对以上各项并可另按套汇金额处以10%至30%的罚款。

——对套出外汇方,根据情节轻重,按套汇金额处以10%至30%的罚款

2. 对逃汇的处罚

——逃汇所得外汇尚未使用的,责令违法者或者其主管部门限期调回,强制收兑,或者没收全部或者部分外汇,并可另按逃汇金额处以10%至50%的罚款。

——逃汇所得外汇已被使用的,责令其补交等值的外汇,强制收兑或者予以没收,并可另按逃汇金额处以10%至50%的罚款。

——逃汇所得外汇已被使用而无外汇归还的,按逃汇金额处以30%以上、等值以下的罚款,或者没收非法所得,或者罚、没并处。

3. 对扰乱金融行为的处罚

——未经批准经营外汇业务,或者超越批准经营范围扩大外汇业务的,分别责令其停止经营外汇业务、或者没收非法所得,或者处以非法经营额等值以下的罚款,或者罚、没并处。

——未经批准,境内机构在国内外发行具有外汇价值的有价证券,接受外国或者港澳等地区的银行、企业贷款的,不准其发行新的债券或者接受新贷款,并可按照其债券或者贷款金额处以20%以下的罚款。

——未经管汇机关批准,境内机构以外汇计价结算、借贷、转让、质押,或者以外币流通、使用者;私自买卖外汇、变相买卖外汇,以及倒买倒卖外汇者,国家可强制收兑违法外汇,没收非法所得,或者处以违法外汇等值以下的罚款,或者罚、没并处,或者判处有期徒刑。

违反外汇管理行为情节轻微的,或者主动向管汇机关坦白交待违法事实,真诚悔改、检举立功的,可以从宽处理直至免予处罚;抗拒检查、掩盖违法事实、屡教不改的,加重处罚;情节严重的,移送司法机关依法处理。

管汇机关处理违反外汇管理案件,应当制发处罚决定书,通知被查处的单位或个人。当事人对管汇机关的处罚决定不服,可在接到处罚决定书之日起的15日内,向上一级管汇机关申请复议;当事人不服复议决定的,可向当地人民法院起诉。对已发生法律效力处罚决定书,当事人拒不缴付罚没款项的,管汇机关可通知其开户银行,从帐户中强制扣款。

第九章 外汇风险

第一节 外汇风险的概念和种类

企业的一切经济活动,实际上处于各种风险之中,如销售失败的风险,货款拖欠的风险,银行贷款利率上调的风险,原材料涨价的风险,国家限制生产的风险,从事涉外业务的企业,还会遇到外汇风险,所有这些风险,都使企业的预期收益可能蒙受损失,影响企业的整体经营活动。随着对外开放的深化,中国经济国际化趋势十分明显,我国约三分之一的国民收入来自涉外经济部门,如果涉外经济部门因外汇风险损失惨重,我国经济增长将受到十分不利的影响。

一、外汇风险概念

从概念上可以给外汇风险定义如下:外汇风险是指一个经济实体或个人,在涉外经济活动中(如对外贸易、国际金融、国际交流等)因外汇汇率的变动,使其以外币计价的资产或负债价值涨跌而蒙受损失的可能性。有的书上把外汇风险直接定义为企业或个人的资产或负债因汇率变动而造成的损失,这样有失片面,因为汇率变动有升有降,企业和个人可能从中获利,也可能蒙受损失。当然,企业和个人获利时,其经济活动不会受到不利影响,他们更关心汇率波动可能造成的预期收益的损失,这种损失纯属货币因素带来的,对其经济活动会产生难以预料的不利影响。因此,对外汇风险,要保持正确的态度,既要考虑其造成不必要损失的一面,又要考虑其带来额外收益的另一面。这里,我们把外汇风险限定在涉外企业或个人范围内,实际上汇率变动不仅对他们有直接影响。汇率变动通过进出口数量和价格变动,也影响到纯国内经营的企业和个人,这一点在分析汇率风险的宏观经济影响时将作进一步分析。

在理解外汇风险的概念时,要弄清楚两个问题:

1. 外汇风险对象

从外汇风险定义可知,企业或个人持有的外币资产、负债都存在因汇率变动而受损失的可能性,是不是所有的外币资产和负债都要承担外汇风险呢?其实不然,只有其中一部分才承担外汇风险,这部分承担外汇风险的外币资金通常称为“受险部分”、“敞口”(Exposure)或“风险头寸”(Exposure position),具体地讲,在外汇买卖中,风险头寸表现为外汇持有额中“超买”(overbought)或“超卖”(oversold)的部分,在企业经营中则表现为其外币资产与外币负债不相匹配的部分,如外币资产大于或小于外币负债,或者外币资产与外币负债在金额上相等,但在长短期限上不一致。

2. 外汇风险构成要素

涉外企业的业务一般要涉及两种货币,即本币和外币,从国外进口或对外投资时,需要支付外汇,需要用本币向银行购买外汇;向国外出口或引进外资时,要接受外汇,并通过银行结汇换成本币,用以核算企业的经济效益。由于国际贸易信贷的发展及外汇结算方式的特点,外汇收支结算需要或长或短的一段时间,即使是即期交易,也有两天的时间间隔,而这段时间里汇率完全可能发生变化,造成风险损失。因此,本币、外币、时间三个要素共同构成外汇风险,三者缺一不可。例如,某企业与巴基斯坦开展进出口业务,只用人民币进行结算,根本不涉及货币兑换问题,因此不可能出现外汇风险。又如某企业因进出口业务需要,向一天收入一笔外汇,并支出币种相同、金额相同、期限相同的另一笔外汇,不存在时间间隔,因而也没有外汇风险。

二、外汇风险种类

根据外汇风险的表现形式,可以划分为五类,即外汇交易风险、外汇结算风险、外汇折算风险、经济风险和国家风险。

1. 外汇交易风险

指企业或个人未了的债权债务因汇率变动后进行外汇交割清算时所出现的风险。这些债权、债务在汇率变动前已发生,但在汇率变动后才清算。外汇交易风险是涉外企业最常见的一种外汇风险,它存在于应收款项和所有货币负债项目中。此外,一些表外业务(Off—balance sheet items)中也包含着外汇交易风险。①买入外汇工具,如外汇远期合同、期货合同、期权合同及掉期合同;②卖出外汇工具;③尚未清算的客户的买卖合同,而这一合同的价格早已确定;④购买外币价格固定的商业合同。

2. 外汇折算风险

指企业或个人会计报表中的外汇项目,因汇率变动而引起的转换为本币时价值跌落的风险。企业在一国注册,根据主权原则,会计报表应该使用注册国货币作为记帐货币,这就要求本国企业实际发生的外汇收支项目按某一汇率折算为本国货币。此外,本国企业设在国外的分公司,按合并报表原则,也应该折算为本国货币。由于汇率在不断变动,按不同汇率折算的财务状况大不相同,企业的折算风险在会计上暴露无遗,因而折算风险是涉外企业最明显的一种外汇风险。

3. 经济风险

指企业或个人的未来预期收益因汇率变化而可能受到损失的风险。经济风险对企业影响最大,是企业最关心的一种外汇风险。企业经济风险源于汇率变动偏离购买平价和利率平价。在一价定律下,两国通货膨胀率和利率的差异应该等于汇率的变动,这样企业无论以外币还是本币形式进行的投资及商品交易,都不会有货币上的损失。如果本币贬值10%,以本币表示的商品价格将上升10%,企业本币经济收入也上升10%,如果购买力平价发挥作用,则本币对外币也将贬值10%,企业的外币收入折算成本币时就会上涨10%,在现金流量上没有风险。然而在现实生活中,汇率不仅在名义上进行调整,真实汇率也经常发生改变,使企业的产量、进出口额、投入—产出率、税收、营运资金都受到不同程度的影响。这种影响在下一节中将详细分析。

4. 外汇结算风险

指企业或个人已发生的债权、债务因汇率变动而造成结算过程中受损失的风险。表面上看,外汇结算涉及的只是结算工具、结算程序、结算机构、结算准则等具体结算事项,与汇率变动关系不大,但是汇率变动实际上极大地影响着企业或个人的结算行为。因为汇率变动影响着企业的成本和收益,增加了外汇收支的难度,企业在选择结算工具、结算方式时就会更加注意结算的安全性及成本。如果汇率变动后原来的交易对企业十分不利,则企业会千方百计阻止结算,或者弄虚作假转嫁汇率变动带来的损失。如果企业因汇率风险损失而破产,外汇结算也不可能进行,而且企业为了避免汇率风险,往往更改结算日期,提前或推迟结算,所有这些活动,都使结算的对方处于结算风险之中。当然,外汇结算中也有非汇率因素造成的风险,如外汇管制、银行倒闭等,不过这类风险不在本书讨论范围之内。

5. 国家风险

也称政治风险,指企业或个人的外汇交易因国家强制力量而中止所造成的损失的可能性。一般地,汇率变动对国家风险的直接作用不大,但国家风险确实与汇率变动有关系。例如,在货币风潮冲击外汇市场时,一国货币当局可能发令关闭外汇市场,这期间的外汇交易暂时中止,这就使企业蒙受了多种风险。另外,如果汇率变动不利于一国的对外贸易或国民经济增长,一国就会实施某种程度的贸易管制或外汇管制,企业的未来外汇收益将受到损失,例如,日美之间由于美国存在巨额贸易逆差,迫使日元不断升值,日本的出口企业受到沉重打击,为了防止日元的再度攀升,日本必须自动限制对美国的出口,开放国内市场,企业正常的对外业务受到国家强制的干扰,企业不得不承担由此带来的不利后果。当然,汇率波动只是国家采取控制外汇收支措施的一个重要因素,国民经济状况、国际收支状况也是导致国家风险的重要原因。

第二节 外汇风险对国民经济的影响

一、外汇风险的宏观影响

外汇风险是汇率波动造成的未来收益变动的可能性,从宏观上看,外汇风险对国民收入、国际收支、物价和就业等总量因素发生影响,从微观上看,外汇风险对企业的营运资金、收益、成本、经营战略发生影响。外汇风险对宏观经济的主要影响有以下几个方面。

1. 外汇风险对一国国际贸易条件的影响

贸易条件是指一国进出口商品的交换比率,一般由进出口商品物价指数来表示。

$$T = P_x / P_m$$

这里, T = 国际贸易条件

P_x = 出口物价指数

P_m = 进口物价指数

$T > 1$ 表明一国贸易条件较差,因为需要出口价值 1 元以上的商品换取价值 1 元的进口商品, $T = 1$ 表明具有合理的贸易条件,而 $T < 1$ 表明拥有良好的、有利的贸易条件,能够用较少的国内资源换取较多的国外资源。总之, T 值变大,说明一国贸易条件恶化, T 值变小,说明一国贸易条件改善。外汇汇率变动必然引起进出口商品价格的变动,使一国的贸易条件改善或恶化。汇率变动对一国贸易条件究竟利弊如何,主要取决于四个因素:①该国的进口商品需求弹性(E_m);②出口商品需求弹性(E_x);③进口商品供给弹性(S_m);④出口商品供给弹性(S_x)。

商品的进出口需求弹性是指由于进出口商品的价格涨跌而引起的需求量变动幅度。而商品的进出口供给弹性是指由于进出口商品的价格涨跌而引起的供给量变动幅度。

汇率波动有升有降,现在我们选择汇率上涨即本币贬值的情况来分析外汇风险对贸易条件的影响。本币贬值会改变进出口供给、需求弹性,具体地有三种情况:

(1) 当 $S_x S_m > E_x E_m$, 即该国进出口供给弹性之积大于进出口需求弹性之积时,该国的贸易条件恶化。

(2) 当 $S_x S_m = E_x E_m$, 即该国进出口供给弹性之积等于进出口需求弹性之积时,该国的贸易条件将与汇率变动前一样。

(3) 当 $S_x S_m < E_x E_m$, 即该国进出口供给弹性之积小于进出口需求弹性之积时,该国的贸易条件因汇率变动而改善。

一般地,某种商品的出口供给弹性及进口供给弹性都有无限扩大的趋势,因此本币贬值时出现 $S_x S_m > E_x E_m$ 的可能性更大,本币贬值往往使一国贸易条件恶化。

由于新技术、新产品的涌现,以及需求档次的不断提高,供给弹性不可能无限扩大,在供给弹性小于无限弹性时,本币贬值对贸易条件的影响取决于弹性幅度。这时可能出现四种情况,见表 9.9.1

表 9.9.1 货币贬值对商品贸易条件和贸易差额的影响

需求弹性 (E_x, E_m)	供给弹性 (S_x, S_m)	影 响	
		贸易条件	贸易差额
1. E_x, E_m 都高, 且 $E_x + E_m > 1$	S_x, S_m 都高	轻微恶化 或改善 ^(a)	改善
2. E_x, E_m 都高, 且 $E_x + E_m > 1$	S_x, S_m 都低	改善 ^(b)	改善
3. E_x, E_m 都高, 且 $E_x + E_m < 1$	S_x, S_m 都高	恶化	恶化
4. E_x, E_m 都高, 且 $E_x + E_m < 1$	S_x, S_m 都低	改善 ^(b)	改善 ^(b)

(a)取决于供给弹性大于还是小于需求弹性。

(b)要求供给弹性相对于需求弹性足够小。

如果一国市场经济发达,资源能够在贸易部门和非贸易部门之间迅速流动,而且贸易部门内部的商品结构容易调整,那么可以在汇率变动时,通过满足上述条件而改善国际贸易条件和贸易收支。

2. 外汇风险对国际收支的影响

外汇汇率变动,通过改变一国的贸易条件,进而影响该国的贸易收支,但是贸易收支只是国际收支的一大项目,汇率变动对构成国际收支的其他项目也有很大影响。

(1)旅游。旅游收支对许多国家来讲,是构成外汇收支的一个重要部分,例如我国的旅游创汇占贸易创汇的 $1/3$ 。汇率波动也给旅游带来风险。汇率上涨,同一外币可以兑换更多的本币,如果国内的旅游服务业,如宾馆、饭店、交通等的价格保持不变,就会吸引外国旅游者来本国旅游,因为花同样多的外汇能够享受更多的服务,结果,一国的旅游收入可能增加,相反,如果汇率下跌,本币上涨,就会阻碍外国旅游者,使旅游收入下降。

(2)资本流动。一般地,汇率上升,有利于资本输入,不利于资本输出;汇率不降,则有利于资本输出,而不利资本输入。因为汇率的涨跌,反映了两国资产相对价格的变动,必然引起套利行为,推动资本在国际间流动。需要注意的是,并非本币贬值就能吸引外资大量流入,或本币升值就使外资大量流出,资本的流向及流量除受汇率影响外,还要受制于外国投

投资者的汇率预期、投资结构、未来收入预期等多种因素。

(3)进出口贸易。如前所述,汇率变化会引起进出口商品价格的变化,从而影响进出口贸易。概括地讲,汇率上升,本币贬值,有利于出口,不利于进口;汇率下降,本币升值,则有利于进口,不利于出口。因为本币贬值后,在国内物价不变的情况下,外币对本国商品和劳务的购买力提高,会增加外国对本国商品出口的需求,另一方面,本国出口商的外汇收入折算为本币时较前有所增加,出口商能够在预期收入保持不变的条件下,降低出口商品的价格,取得国际市场竞争优势,扩大出口。与此同时,以本币表示的进口商品的价格因本币贬值而上涨,这就抑制了本国消费者对进口商品的需求。汇率下降,本币升值时情况则相反。当然,最终结果如何,还取决于国际贸易条件的变化。

综上所述,汇率变动即外汇风险对一国的国际收支有深刻的影响,可能使国际收支改善,也可能使国际收支恶化,需要对构成国际收支的各大项因外汇风险而发生的变动进行具体分析。

3. 外汇风险对外汇储备的影响

外汇储备是一国政府的对外清偿能力,也是中央银行干预外汇市场的能力。外汇风险对外汇储备有着直接的影响。一国的外汇储备来源于出口贸易、旅游、劳务收入及资本输入,运用于进口贸易、旅游、劳务支出、债务偿还及资本输出,按国际惯例,外汇储备量一般要满足该国三个月的进口及债务支付。一国的外汇储备不可能只包含一、二种货币,外汇储备的构成主要根据该国的进出口及资产负债结构来确定。例如我国的主要贸易伙伴为日本、香港、美国、法国、英国、德国、澳大利亚,那么外汇储备中这些国家和地区的货币所占比重就大。另外,在外汇储备总量一定的前提下,外汇风险将改变外汇储备结构和外汇储备资产的损益。一般地,远期汇率下跌的货币称为软币,而远期汇率上涨的货币称为硬币,由于在不久的将来,硬币有升值的可能,软币有贬值的风险,因此外汇储备应该多存硬币,少存软币。不过硬币的利率一般较低,而软币的利率一般较高,故在外汇储备中保留哪种货币,保留多少,不能只看汇率的涨跌,还要看此种货币的利率,因为外币资产的综合收益等于利息收入加上汇率变动损益,综合收益越高,外币的价值越大,其清偿力越强。如果汇率变动使外汇储备的整体综合收益增加,该国就获得了外币资产的额外增量,该国的清偿能力提高,对外信誉加强,将促进该国的对贸易、增强其币信。相反,如果汇率变动使外汇储备在价值上受到纯粹的损失,就会削弱该国的对外清偿力及币信,不利于国民经济的稳定发展。例如,一国的外汇储备由美元、日元、德国马克构成,汇率变化的影响如下:

币种	年平均汇率变动	年平均利息收入	综合收益
	(%)	(%)	(%)
美元	-9.48	7.36	-2.12
德国马克	-2.69	4.74	2.05
日元	-3.88	7.29	3.41

受汇率变动影响,美元储备有 2.12% 的净损失,因此,该国应该减少美元储备,相应地增加日元和德国马克储备,以确保其对外清偿力不受损失。汇率变动可能减加一国的外汇储备,也可能减少其外汇储备,究竟是利是弊主要取决于外汇储备的结构。

4. 外汇风险对就业的影响

汇率变动必然引起一国的就业水平发生变动,这种变动通过两个渠道表现出来:一是汇率变动影响进出口贸易,从而影响贸易部门的就业量,包括直接或间接为出口商品生产和服务的部门 and 企业的就业量,以及同进口商品的销售和使用有关的部门 and 企业的就业量。二是汇率变动影响国内商品的相对价格,即由于汇率变动,国内的生产成本也将发生变动,从而商品的相对价格必然发生变动,这些变动的结果将引起国内资源重新配置,就业量、就业结构也将进行相应地调整。

当外汇汇率上升,本币贬值时,可以扩大出口,增加出口企业的利润,吸引其他行业转产出口商品,如果资金由劳动密集型企业流向资本密集型企业,必然导致失业增加;如果资金由资本密集型企业流向劳动密集型企业,就业就会增加。随着出口产品生产规模的扩大,出口企业的利润率将进一步提高,根据收入乘数原理,出口企业的利润增加又反过来促进国内其他行业的经济活动,从而提高整个国内的就业水平。此外,本币贬值可以缩小进口,使原来对进口商品的部分需求转向国内产品,加之本国产品的相对价格变化使本国产品提高了竞争力,结果内销产品行业也会扩大生产规模,提高就业水平。

汇率上升由于能够制止投机性短期资本外流并吸引这类资金流入,在一定程度上可以扩大国内的投资,增加就业机会。

当然,汇率变动对就业产生有利影响,还需要满足一个条件,即国内的工资水平不变,工资率不能随着汇率的上涨而同比例上涨,否则汇率上涨带来的改善贸易差额、增加就业的效应就会被工资的同比例上涨所抵销。如果汇率下跌,就业就会朝上述方向的对立面变化。

5. 外汇风险对国民收入的影响

国民收入是一国综合经济实力的标志,发展经济的衡量指标就是国民收入增长幅度。投资、储蓄、消费是影响国民收入的重要因素,汇率变动通过货币供应、投资、消费等中间变量作用于国民收入。汇率波动可能促进国民收入的增长,也可能抑制国民收入的增长。这里我们依然以汇率上涨、本币贬值为例进行分析。

汇率上涨,本币贬值,如前所述,如果能改善国际贸易条件,增加出口,从宏观经济分析角度看,就是增加了国民经济的“注入”因素,表现为增加投资和消费,推动国民收入增长,这就是所谓的“出口带动增长”。下图清楚地反映了这种变化。

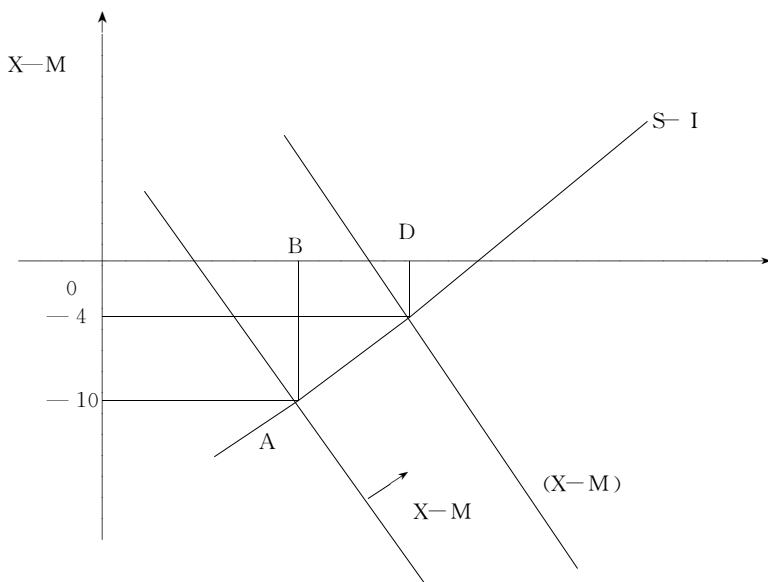


图 9.9.1 货币贬值引起的移动

图中横轴 Y 表示国民收入,纵轴 $X-M$ 表示贸易差额。 $X-M$ 是贸易差额曲线, $S-I$ 是投资与储蓄曲线。两条曲线的交点决定国民收入水平。汇率变动后当贸易差额减少,由 $X-M$ 曲线移动到 $(X-M)'$ 曲线,假定 $S-I$ 曲线不变,国民收入将从 B 提高到 D 。

出口增加是推动国民收入的一个因素,另一个则是本币贬值造成的资本流入。随着资本流入,国内投资将增长,国民收入也将增长。

另一方面,汇率上涨,本币贬值,在一定条件下又会抑制国民经济增长。如果本币贬值使国际贸易条件恶化,需要花费更多的资源生产出口产品来换取必要的进口,这种资源的耗费超过了新增出口量和与进口产品竞争的国内产品销量所产生的额外收入,使人们有一种“变穷了”的感觉,因此消费将减少,国民收入将相应下降。此外,对于发展中国家,本币贬值即使改善了贸易条件,国民收入也不一定增加,因为发展中国家的进口商品多是提高本国生产结构的先进设备及其零部件、先进技术及国内必需的原材料,如果汇率上升后,进口减少,往往会加剧国内经济的“瓶颈”现象,使全社会的生产、经济效益下降,国民收入相应减少。如果进口不减少,又会出现进口产品价格上涨并导致成本推动型通货膨胀,对国民收入的增长不利。

总之,外汇风险对国民收入有利还是有弊,要综合国内资源供求状况(闲置还是短缺)、贸易部门占国民收入的比重、进出口政策进行具体分析,采取正确的措施促进国民收入增长。

以上分析了外汇风险对宏观经济的影响,外汇汇率波动,对国民经济总量的影响总是双

向的,趋利避害的关键在于国内的经济结构及总体经济状况。下面我们从微观经济的角度来分析外汇风险对企业经营活动的影响。

二、外汇风险的微观影响

前面曾经提到,涉外经济部门及涉外企业由于在日常经营活动中涉及到两种或两种以上的货币,而且不可避免地处于交易风险、会计折算风险、经济风险、结算风险及国家风险之中,实际上,纯国内企业也要受外汇风险的影响。原因在于纯国内企业的原材料供应受汇率涨跌影响会发生价格波动,或者纯国内企业的产品要受与之竞争的进口商品数量、价格的影响,而且纯国内企业往往不如涉外企业那样容易转嫁外汇风险,所承担的间接风险影响更大。当然,纯国内企业的“受险部分”测算起来比较复杂,外汇风险对他们的影响要受风险传递渠道、产业性质、时间等因素的制约。本书将不讨论纯国内企业受外汇风险影响的情况,而主要讨论外汇风险对涉外企业经济活动的影响。

涉外企业主要指:①从事商品和劳务进出口的企业;②从事国际生产许可证转让、国际特许权转让及国际技术转让活动的企业;③国际合资企业;④从事外汇交易、国际投资和筹资活动的外汇银行及其他金融机构。外汇风险对涉外企业的影响集中表现在以下几个方面。

1. 外汇风险对企业经营战略的影响

企业经营战略是指企业人力、财力、物力合理配置及供产销总体安排。经营战略决定着企业的筹资、投资安排、生产布局、生产规模、销售渠道及利润分配。外汇风险给企业的供产销活动带来成本核算的不确定性,企业正常经营活动的预期收益因汇率波动而面临预料之外的损益,企业现金流量的增减变化,都会影响企业管理者的经营决策,如果汇率变动有利于企业的资金营运,企业就会采取大胆的、开拓的、冒险的经营战略,如扩大海外投资、扩大生产规模,开辟新产品、新市场。相反,如果汇率变动不利于企业的资金营运,企业就会采取保守的、稳妥的、谨慎的经营战略,尽量避免使用多种外汇,把海外市场、海外投资和筹资缩小到一定范围,扩大生产规模、产品创新等增加企业实力、提高其国际竞争地位的活动也不会冒然进行。外汇风险对企业经营战略的影响,实际上关系到企业的兴衰成败。

2. 外汇风险对企业涉外业务的影响

汇率波动对企业的业务活动的正常运行有较大影响。对进出口企业来讲,汇率波动剧烈时,由于难以确定成本核算,企业或者观望、或者争抢有利于己的计价货币,造成谈判时间拖延,签约成交额下降,甚至在签约后,如果汇率变动超出预计的成本,企业可能亏损时,进出口企业往往寻找各种借口毁约,使外贸业务受损。对外汇银行、国际信托投资公司等金融机构来讲,汇率波动出现一面倒趋势时,外汇买卖将减少,银行业务量下降;汇率波动还会造成银行的债务人因额外增加的债务负担而无力偿债或破产,银行呆帐、坏帐可能增加;汇率波动会引发大量投机和套期保值,投机者、套期保值者通常将风险转嫁给银行及其他金融机构,要求银行提供更多的避免外汇风险的工具来满足客户,迫使银行具有更高超的风险头寸管理技巧,否则银行就会面临灭顶之灾,1974年联邦德国第三大银行赫斯塔特银行因外汇

投机失败而倒闭就是一个典型的例子。因此,外汇风险促使银行不断完善自身的风险管理技巧、不断进行金融工具创新。对国际信托投资公司等投资机构来讲,汇率波动使他们对资产负债的风险管理加强,决策者不仅要考虑静态的筹资成本和投资收益,还必须考虑汇率变动后成本和收益的变化,并通过各种金融工具消除汇率变动的不利影响,争取在现有的资产负债水平下获得额外收益。

3. 外汇风险对企业信用的影响

企业信用是企业的无形资产,它取决于企业的规模、经营能力、清偿能力、赢利能力、经理形象等等因素。企业信用等级越高,与之往来的客户对其信任程度越高,企业受益越多。信用等级高的企业能够以较低成本筹集所需资金,能够获得较高的投资收益,还能够商品买卖中赢得有利的交易条件,因此企业信用如同企业的生命,是十分宝贵的财富。外汇风险对企业的资产负债表和损益表影响很大,因为涉外企业的业务一般涉及多种货币,而会计报表却只能使用一种货币计帐,需要将其他货币折算成计帐货币,而这种折算完全依赖于汇率变动,故汇率变动对帐面反映的企业经营能力影响巨大,虽然帐面反映并不等于实际经营,而且汇率的变动有涨有跌,造成帐面资产负债的不断变化,但是一定时期的财务报表却是公众审查企业经营状况的手段,也是评定企业信用等级的标准,不能不对之高度重视。例如,1979年上半年日本索尼公司因在美国发行股票,需用美元报告资产负债和损益状况,尽管其实际经营利润比上一年同期增加了98%,但其报表净收益却减少了36%,因为1979年受汇率剧烈波动影响其折算损失为5940万美元,而一年前,索尼公司则有折算利润2640万美元,里外相差8580万美元,如果按公司的帐面赢利能力来评定其信用等级,索尼公司的信用就会下降,进而影响到该公司的筹资及交易业务。与折算风险相关的另一个影响企业信用的因素是税收,企业因汇率变动帐面上发生折算收益时,所得税就会相应增加;当然,出现折算损失时,所得税也会相应减少,在累进式所得税下,应税收入变动对企业的赢利水平有很大影响,因此,汇率波动通过税收增减间接地影响企业的信用等级。

第三节 外汇风险的成因

外汇风险如同空气一样,充斥在国民经济活动的各个领域,无论国家、企业还是个人,都会受其影响,而且这种风险涉及国内经济和国际经济,与国内的市场风险、物价风险相比,更不容易认识和把握,因此外汇风险的危害性就更令人警觉。由于外汇风险是汇率变动造成的收益不确定性,所以影响汇率波动的因素也是形成外汇风险的原因,国家制定的一些政策和法规加剧了这种收益不确定性,也就成为外汇风险的成因之一。具体地,外汇风险从宏观上看主要取决于汇率制度、会计制度、财政货币政策、市场经济结构和国家政治体系。

一、汇率制度

前面在第一章第三节中我们对国际汇率制度作了一些知识性介绍,这里我们将着重分析目前浮动汇率制度下汇率波动的特点。当然,汇率波动只是形成外汇风险的首要原因,只有在汇率波动作用于“受险部分”时才会形成外汇风险,如果经营管理稳健,不出现风险暴露,汇率波动就不可能形成外汇风险。实际上,经济活动中完全避免风险暴露,即外汇资产和负债在数量、结构上完全一致,几乎不可能,因为每笔业务的资金来源和用途都不相同。如果坚持完全避免风险暴露,则会付出高昂的代价,往往得不偿失。

由于涉外业务中一般都存在风险暴露,所以汇率波动就会引起外汇风险,这就是汇率波动与外汇风险形成之间的关系。

决定汇率波动的因素很多,但是汇率制度的影响最大、最广泛,不同的汇率制度,规定了汇率制定、汇率波动的准则,并为全世界普遍接受和履行,由此产生不同的汇率变动规律,金本位制度和固定汇率制下的汇率波动比较规范,波动幅度很小,也能事先预测并加以利用,基本上没有什么收入的不确定性,因此外汇风险很小,常被人们忽略,自从1973年浮动汇率制确立以来,汇率变动反复无常,主要货币如美元、日元和德国马克之间的汇率大起大落,世界各国执行着不同的汇率制度,一般地,发达国家实行自由浮动或联合浮动,新兴工业化国家实行弹性浮动,而广大发展中国家大都实行钉住浮动。由于存在不同的决定汇率的原则,加之国际经济一体化的发展,各国之间经济的相互依赖加强,货币政策间的合作也日趋密切,汇率波动在国际间相互传递,更增加了汇率变动的复杂性。从当前的形势看,浮动汇率制中需要重点把握的是美元、德国马克和日元的走向,这三种货币构成90%以上的国际储备和国际支付手段,其他国家的货币基本上钉住这三种货币,因此,美元、德国马克和日元之间汇率的波动成为浮动汇率制下汇率波动的主旋律。这三种货币基本上实行的是自由浮动(德国马克虽然实行联合浮动,但它是欧洲货币体系的核心货币,具有独特的地位),即按外汇市场供求关系来决定汇率,只要认真分析影响美元、德国马克、日元供求的国内外因素,就可以对它们的走向进行预测。浮动汇率制赋予了各国自主决定汇率的权利,因此各国都能够按有利于本国经济发展的目标来干预外汇市场,使汇率确定在一个合理水平上,中央银行频繁干预外汇市场,成为外汇市场居领导地位的参与者,这也是浮动汇率制的一大特点,尤其是主要货币国加强货币合作,共同干预外汇市场,对汇率波动起着不容忽视的作用。随着欧洲货币一体化进程的开展,以经济贸易关系密切的国家组成固定汇率的货币区,使浮动汇率制溶进固定汇率制的优点,成为令人瞩目的一种趋势,组成货币区的货币,要遵守货币区域化的规定,其波动规律比其他完全自由浮动的货币容易把握一些。对于实行钉住汇率制的货币,其波动主要取决于被钉住的货币,因而应该首先把握被钉住货币的波动情况,然后了解两种货币间的钉住原则,这样才能预测、把握实行钉住汇率制的货币的变动轨迹。实行弹性汇率制的货币,其波动介于自由浮动和钉住浮动之间,在把握其走向时,既要考虑这种货币本身的供求关系,又要考虑被钉住货币的变动以及其他一些引起该货币弹性浮动的指标。

二、会计制度

会计制度是一国通行的,具有法律效力的会计核算准则和规范。各主权国家可以根据一国企业管理特点制定会计制度,中央计划经济国家的会计制度通常由财政部制定,企业会计科目的设计、会计核算原则都要符合会计制度的要求,否则以违法行为论处。西方国家的会计制度往往不由官方制定,而是由一些民间机构负责制定和修正会计制度,例如美国的财务会计标准委员会(Financial Accounting Standards Board,简称 FASB)、英国的注册会计师协会,它们制定的会计制度,既得到官方的认可,也为企业普遍接受,因而也是一种权威性组织。不同国家的会计制度往往在会计科目的划分、会计方法的选择、会计核算标准上存在差异。会计制度不同,会计折算风险的损益大相径庭。

总览各国会计制度,在涉外企业编制财务报表、将外币折算为本币问题上,有 4 种不同的解决方法。哪些外币科目按折算日当天的即期汇率计算,哪些外币科目按发生时的原始汇率计算,不同的规定将导致不同的结果。流动——非流动性(Current-non-current method)、货币——非货币法(Monetary-nonmonetary method)、临时法(Temporal method)和通行汇率法(Current rate method)分别规定了使用即期汇率和原始汇率的科目、范围,同一个企业按这四种方法折算将得到四个损益结果,尤其是在汇率波动剧烈情况下,这种会计风险更加突出。究竟哪一种折算方法能够更准确地反映企业的实际经营状况和外汇风险程度,一直是会计专家们探讨的一个问题。随着跨国公司的兴起,统一会计制度,使用国际通用会计准则的呼声越来越高,但是不同会计制度互相接轨,对一些国家来讲,意味着会计制度的重大改革,例如 1993 年 7 月我国的会计制度改革,就是向西方国家通用会计准则看齐的措施,需要经济环境、经济政策的协调,不可能很快就消除各国之间会计核算制度上的全部差异。与会计制度相似,企业除了会计风险引起的名义收入涨跌外,还要承受税收制度的影响,假定各国的税负相等,由于汇率波动而导致企业的应税收入上涨,将使企业增加税负,也就是以外币表示的税收低于以本币表示的税收。这种因货币折算导致企业税负加重情况,必然影响企业的对外经济业务,企业往往基于对汇率的预测而调整币种或业务对象。实际上,各国的税负很不平衡,北欧国家由于实行福利社会主义而征收高额税收,而加勒比海岛国则是实行低税的“避税天堂”,其他国家也根据本国的财政政策确定税负,在税负差异很大的条件下,会计折算收入的大小更具实质意义,能够极大地影响企业的税后利润。跨国公司往往专门雇佣优秀的会计专家和税收专家来管理会计风险,力争把这种营业外损失减少到最低水平。

三、财政货币政策

汇率是以一种货币表示的另一种货币的价格,或进一步讲是资产的价格,其运动受各国资产价值本身决定,而一国资产价值的高低主要取决于该国的货币政策和财政政策。因此,一国的财政货币政策对汇率波动起着决定性作用。

在第二章汇率的决定中我们介绍了当前占主导地位的三种汇率决定理论:购买力平价理论、利率平价理论和资产组合平衡理论,这三种理论综合起来就是在一定条件下,汇率由两国的通货膨胀率和利率决定,如果一国实行紧缩银根的货币政策,降低通货膨胀率,提高利率,则该国的货币、资产价值就会上升,在对应国家货币价值不变情况下,将导致本币升值,外汇汇率下跌。如果对应国家也实行货币紧缩政策,这时汇率的变动可出现三种结果。第一种,对应国货币紧缩力度大于本国,通货膨胀率下降的幅度及利率提高的幅度都大于本国,结果外汇汇率上升,本币下跌;第二种,对应国货币紧缩力度恰好等于本国,结果汇率将保持不变;第三,对应国货币紧缩力度小于本国,即通货膨胀率下降的幅度及利率提高的幅度都小于本国,结果外汇汇率下跌,本币升值。同样,如果一国实行放松银根的膨胀性货币政策,也会通过通货膨胀率上升,利率下跌表现出来,最终也将引起外汇汇率的变动,进而产生各种外汇风险。

通常,中央银行运用三大政策工具来执行货币政策,即存款准备金政策、贴现政策和公开市场政策,通过提高或降低存款准备率和贴现率,以及在金融市场上买卖政府债券,有效地扩大或减少货币供应量,并确定相应的货币价格——利率。在各国的货币政策中,将汇率确定在一个适当的水平已成为政策目标之一。

汇率主要由通货膨胀率和利率来决定,但不能认为货币政策比财政政策在外汇风险成因中更重要。表面上看,通货膨胀和利率最终取决于货币供应量,应由货币政策来调控,但是实际上,货币供应的大小必须符合货币需求,财政政策通过税收和财政支出两大政策手段调节着整个社会的货币需求。如果财政赤字扩大,货币需求增加,在货币供应不变时,将提高利率,从而引起汇率的改变。此外,财政政策改变了全社会的收入再分配,分配格局的变化将通过资产组合方式的相应调整表现出来,而不同的资产组合平衡决定不同水平的利率,进而影响汇率的波动。所以外汇风险的大小部分地由财政政策决定。

在分析货币政策和财政政策对外汇风险的影响时,关键要把握这两种宏观政策的变动在多大程度上、从什么渠道影响外汇供求,这种影响是短期的还是长期的,以便作出正确的判断。

四、市场经济结构

外汇风险是指企业或个人因汇率变动而发生未来收益变动的可能性。外汇风险形成中,汇率波动是首要的,但汇率波动能否造成外汇风险或这种风险究竟有多大,主要取决于市场经济结构。前面我们论述到,汇率制度对外汇风险的形成起着重要作用,浮动汇率制下存在四种汇率制度,选择哪一种汇率制度,完全依赖于一国的市场经济结构。市场经济高度发达,商品市场和金融市场都很完善的国家,根据贸易一非贸易部门的比重,可以选择自由浮动汇率制或联合浮动汇率制,而且在市场高度发达、资本流动很少受限制的情况下,购买力平价、利率平价可以正常发挥作用,汇率的涨跌易于预测,一旦汇率波动能被掌握在经济活动中,并已采取相应措施,外汇风险就可以大大地减少。此外,市场经济结构中产业结构对资本转移、供求弹性、价格波动、进出口有很大的制约,例如,以农业生产为主,以农产品出

口为主的国家如果遇到汇率波动,因其产品供应无弹性,而且资本和劳动力不易转移,由此产生的经济风险将无法避免,对整个国民收入的升降也有巨大影响,相反,以第三产业生产为主,以高精尖工业制成品出口为主的国家,即使遇到同样幅度的汇率波动,它可以迅速实现资产转移,扭转汇率的不利影响,并减少经济风险。

市场经济结构低下,以初级品、原材料生产和出口为主的国家,多数采用钉住汇率制,将本币与某一特定货币或一篮子货币挂钩,从而适应进出口刚性条件下经济稳定的需要,但是采用钉住汇率制,无论本国经济状况好坏,或汇率波动对经济发展是否有利,本国的货币都要跟随被钉住的货币一起波动,这样,外汇风险相当大,而且不易预测,因为汇率调整的主动权不在本国,本国的整个对外经济都处于被动状态,增加了涉外业务的不确定性。

五、国家政治体系

国家政治体系是形成国家风险的决定因素。国家政治体系包括政体、政权、政党、政治制度、法制等多方面的内容,以及与之紧密相连的政局、经济体制等。外汇风险中的国家风险是因国家强制力造成外汇交易、正常外汇业务中断而产生的风险,由此可知,影响国家强制力的因素必然影响国家风险。

国家强制力就是政府出于自身原因,通过颁布法令等行政手段强制执行某种政策的能力。政体不同,这种国家强制力的大小就有差异,相应的国家风险就不同。例如,君主专制国家、君主立宪制国家在权力集中程度上有很大差异,同时,在政府行使权力时所受的制约也不一样,君主专制国家权力更集中,国王可直接发布命令行使权力,而且较少受制约,行政政策、法令容易出台,能够很快形成国家强制力,当这种强制力运用到没收外国投资者资产、实行国有化、禁止资本流出国境、限制外汇买卖时,国家风险就形成了。通常,共和制国家与君主制国家在政权组织上有较大差别,共和制国家建立在民主制度基础上,不过社会主义共和国实行发主集中制,而资本主义共和国则实行三权分立的总统制或议会制,各种政体在权力的产生、权力的作用、权力的制约方面采用不同的原则,国家强制力的形成、运行过程、对经济的影响、强制力持续时间等等都要受政体的制约。

法律制度是否健全也是形成国家风险的一个重大因素。如果一国是法治国家,其经济活动及社会活动无不纳入法律轨道,完全按法治秩序管理整个国家的活动,包括涉外活动,政府就会减少对经济秩序的干预,从而降低了国家风险。相反,如果一国法制不健全,经济生活和社会生活不能完全依靠法律来规范,缺少必要的干预时经济秩序一定会混乱,那么政府就会经常颁布法令干预经济,包括干预涉外经济,给外汇交易、对外投资等活动造成很大的不确性,增加国家风险。

政治局势也是造成外汇风险的直接原因之一,如果一国政党间的争斗采取不正常的手段,或者民族矛盾十分尖锐,或者有外来侵略及干涉,或者经济发展缓慢、民不聊生,都会引起政权更迭,政局动荡,使经济政策急剧转变,外汇风险中的经济风险、国家风险将直接受其影响而增加,一般地,政局不稳必然引起本币贬值,交易风险和折算风险、结算风险也会加大。从当前局势看,非洲国家政局最不稳定,国家风险最大;拉美国家、中东国家及前南斯拉

夫国家也不太稳定,国家风险也是涉外业务中不可忽略的因素;经济发达的资本主义国家,政局比较稳定,国家风险较小。

此外,经济制度对外汇风险的形成也有相当的影响。纯粹市场经济体制和高度中央集权的计划经济体制在汇率确定、外汇风险大小、风险管理等方面存在显著差异。就经济制度而言,实行纯粹市场经济体制的国家几乎没有国家风险,而实行高度中央集权的计划经济体制的国家,有可能出现较大的国家风险。当然,世界上绝大多数国家实行的是计划与市场相结合的混合经济,国家对市场都存在一定程度的干预,因此都有可能出现国家风险。但是,各国之间国家干预经济的范围、手段、力度不一,国家风险的大小就应具体分析。

六、微观经济活动外汇风险

以上我们从五个方面对外汇风险的宏观形成因素进行了分析,外汇风险的成因本质上取决于宏观经济环境和经济政策,不过外汇风险的大小在一定程度上则取决于微观经济中企业的经营管理活动,往往汇率波动十分剧烈,企业总体上面临着很大的外汇风险,如果此时企业能对汇率的未来趋势进行正确的预测,并采取一系列避免外汇风险的措施,企业就可以免遭或减小外汇风险。因此,企业选择什么币种计价结算、选择哪国的贸易伙伴、是否对进出口贸易进行套期保值、怎样管理其资产负债、怎样进行国际结算,这一系列日常活动,都对外汇风险在汇率变动已定的情况下产生影响,使外汇风险的结果大相径庭,有的企业因外汇风险获利,而有的企业则损失惨重。

第十章 外汇风险管理

第一节 外汇风险测量

一、外汇风险测量的前提

制定科学的外汇风险管理战略,必须依据有关外汇风险的必要信息,首先需要对外汇风险加以测量,才能根据风险大小、对企业或整体经济的影响,制定相应的风险防范计划,有的放矢。不同种类的外汇风险,进行测量时各有标准。在讨论外汇风险的测量之前,还需弄清楚下面四个问题:

1. 不同当事人对外汇风险的基本态度

经济活动中的当事人,由于所处的环节不同,外汇风险对他们的影响也呈现出差异,因此它们衡量外汇风险的出发点和标准不一致。例如对外汇风险同样十分关心的经济学家、投资者和企业经理对外汇风险的基本态度就有较大差异。

(1)经济学家衡量外汇风险时主要依据第二章所述的购买力平价和无抛补的利率平价,如果汇率变动基本符合这两个平价的要求,无论汇率变动状况如何,经济学家都认为从长期看企业不存在什么风险暴露问题,只有在汇率变动偏离这两个平价时,企业才面临外汇风险,外汇风险大小取决于汇率与两个平价的偏离程度。

(2)投资者衡量外汇风险主要依据现代资产组合理论,也就是在一定风险水平下投资者的资产收益最大化,投资者的风险与收益正相关,风险越大,收益越大。投资者一般关心其资产的整体风险—收益比率,而不太关心其资产中具体某种资产的风险或收益。投资者的这种心态将促使企业测量每一种货币的风险—收益关系,并在资产组合中同时容纳好几种货币,以达到在一定风险水平下收益最大化的目的。因此,投资者一般是外汇风险规避者,他测量的外汇风险总是相对于其收益的。

(3)企业经理在衡量外汇风险时更注重外汇风险可能带来的损失,而不注重可能得到的收益。企业经理通常是外汇风险规避者,他们善于对企业的供产销进行有效管理,对汇率波动造成的价值运动比较陌生,因此他们总是趋向于限制或消除外汇风险,即使保留外汇风险能带来更多的潜在收益,他们也不愿在此领域有所作为。会计算算风险是经理们衡量外汇风险最直接、最常用的工具,因为它反映了企业的经营成效,是评价经理管理能力的重要标志之一。

很难说经济学家、投资者或企业经理对外汇风险的衡量办法、所持态度谁是谁非,但是了解他们的基本观点对把握外汇风险的测量有很大的帮助。

2. 国内业务与涉外业务承担外汇风险的异同

汇率波动给涉外业务带来的风险是直接的,往往一目了然,可以借助一些工具和指标加以测量,而国内业务表面上并不涉及货币兑换,外汇风险十分隐蔽,测量外汇风险似乎没有必要,实际上,这种观点引导人们误入歧途,国内业务与涉外业务都存在外汇风险问题,只是不同的业务承担外汇风险的途径、范围、程度不同而已。

(1)国内投资者。国内投资者分为两类:一类是纯粹的国内投资者,他们投资于本国的债券、股票或存款于银行,投资收益全部为本币。另一类是混合的国内投资者,在国内市场上,既投资于本国的证券,又投资于外国的证券,例如我国投资者同时投资于A种股票和B种股票,其资本收益部分表现为本币,部分表现为外币。对于第一类国内投资者,基本上没有什么外汇风险,但是当他们的消费结构中包含外国商品时,他们实际上处于一种短头寸的外汇风险暴露中,如果外币升值,进口商品的外币价值相应上升,购买同样的外国商品,这类国内投资者就得多支付本币,其实际收入相应地贬值。对于第二类国内投资者,由于涉及到币种兑换时间因素,从会计上看必然存在外汇风险,例如A投资者每月有900元人民币和相当于100元人民币的外币收入,如果外币对人民币贬值10%,那么A每月的投资收益就会从原来的1000元人民币降到990元人民币。A是否一定承担了10%的外汇风险呢?其实不然,如果A的消费结构中本国产品与外国产品的比例恰好等于其投资收益中本币与外币的比例,即9:1,那么A实际上没有承担外汇风险,原因在于外币对人民币贬值10%,从外国进口的产品以人民币表示的价格也下降10%,从而A的实际收入并未贬值。但是,当A的消费结构中本国产品与外国产品的比例不等于其投资收益中本币与外币的比例时,A就毫无疑问地要承担外汇风险,风险大小取决于这两个比例之间的差异。

(2)纯粹的国内企业。一个供产销、信贷活动都发生在国内,不涉及一点外币的国内企业,表面上没有外汇风险,但是它的外汇风险比较隐蔽,通常间接地表现出来,例如我国的汽车制造厂、彩电制造厂(假定它们是纯粹的国内企业),其经济效益要受进口的同类产品的价格影响,当汇率波动影响进口汽车、进口彩电的价格时,我国汽车制造厂、彩电制造厂的竞争地位就会发生相应的变化。人民币升值,进口汽车和彩电价格就相对便宜,国产汽车和彩电的销售很可能下降,反之则相反。因此人民币升值会恶化纯粹国内企业的竞争地位,并影响这些企业的信誉,给其未来收益造成风险。这类企业在汇率波动时,从会计上反映不出任何外汇风险,实际上它们要承担部分外汇风险,风险大小取决于进口同类产品及生产同类产品的原材料、零配件的数量、进口产品价格变动幅度及其竞争地位升降的状况。

(3)进出口商。通常人们普遍认为,一国货币升值,将不利于出口商及出口产品生产商,因为以外币折算的本国商品的价格上升,出口商品在国外市场的占有率将降低。相反,进口商品以本币折算的价格下降,刺激进口商品消费需求的增加,有利于进口商。因此汇率变动使进出口商承担外汇风险。然而,汇率变动不一定使进出口商承担外汇风险,因为进出口不仅受汇率的影响,还受进出口国经济周期的影响。例如1993年5、6月,人民币市场调剂价已从年初的1美元兑换7.8元人民币上涨到12元人民币,美元上涨幅度高达54%,然而在我国新一轮投资热的支撑下,进口不但没有减少,反而上扬,尤其是钢材、木材等原材料进口迅速增加,进口商的外汇风险被国内经济周期因素全部抵销,结果没有外汇风险。如果进口国国民收入高速增长,进口需求的增加足以冲销汇率波动的不利影响,进口商并不会承担外汇风险。在衡量进出口商的外汇风险时,必须结合汇率波动和进出口国经济周期进行综合分析,经济周期不能冲销汇率波动的部分才构成进出口商的受险部分。

(4)跨国公司(Multinational Corporation,简称为MNC)。跨国公司是指至少在两个国家进行生产的企业,也即其资产、负债、收入、费用至少涉及一种外币,而且跨国公司的经营状况要通过母公司国货币计价的合并报表反映。衡量跨国公司的外汇风险时,不能忽视以下几个重要因素:产品类型、市场地位、产品的需求弹性、跨国生产转移的灵活性。例如我国的一家跨国公司以前易移动的房地产经营为主,它在澳大利亚拥有一家分公司,汇率波动时该公司在国内及在澳大利亚的收入都没有影响,但是该公司用人民币表示的澳大利亚分公司的收入要受影响,人民币升值将减少其澳大利亚分公司折算为人民币的收入,反之则相反。

如果我国的一家跨国公司经营原油,同样拥有一家澳大利亚分公司,原油与房地产相比,灵活性很强,可以进行跨国转移、买卖。在人民币升值情况下,如果澳大利亚对石油的需求无弹性,即需求不因价格的上涨而下跌,那么澳大利亚分公司的以澳元表示的收入增长幅度将大于人民币的升幅。因此该跨国公司的人民币表示的外国分公司的收入也会增加。如果澳大利亚对石油的需求弹性大,则该公司以人民币表示的外国分公司的收入就会减少。同理可推导出人民币贬值情况下该跨国公司的外汇风险。

3. 已知外汇风险和真实外汇风险

制定外汇风险管理战略,首先要弄清楚企业究竟有多大的外汇风险,这种风险不应该是反映在帐面的、可见的、表面的风险,如上所述,在汇率波动时,不同企业、不同当事人的受险范围、受险部分是十分复杂的,进行外汇风险管理的目的是要消除企业面临的真实风险。测量真实风险,必须把汇率波动的表象与产生风险的真实原因区分开,然而产生风险的真实原因及其对企业的影响程度难以准确地界定,这就要求科学的预测,要求具体问题具体分析,不能以偏概全。

一般地,测量外汇风险就是测量外汇风险变动引起的一些重要指标的变化幅度,用于外汇风险测量的指标主要有:资产负债净值、收入水平、收入变动性、市场价值和竞争地位。净值、收入水平、收入变动性是会计核算、企业财务管理的核心,它们反映了企业过去的经营活动,是投资者、经理、公众关注的焦点,因此以净值、收入水平、收入变动性来测算会计风险变动,具有法律、管理、税收、现金流量分布等方面的重要意义。净值和收入变动性也是测量外

汇交易风险、外汇结算风险的重要指标。市场价值和竞争地位用于预测汇率变动对企业未来的经济地位的影响,也就是作为测量经济风险的指标,尽管经济风险的测量涉及许多难题和不确定性,但是企业的股东、贷款人、职工、管理者们决不会漠视这两个指标。

二、会计折算风险的测量

会计折算风险如上所述是通过净值、收入水平和收入变动性来测算,也就是通过资产平衡表和损益表具体反映出来。折算风险的大小完全取决于将外币资产、负债、收入与费用折算成本币时所选用的汇率。在货币折算时,可以选择历史汇率(即资产平衡表和损益表中的项目发生时使用的即期汇率)和当期汇率。由于各国会计制度不同,在选择哪些项目使用历史汇率、哪些项目使用当期汇率时出现了流动—非流动法、货币—非货币法、临时法、通行汇率法。无论使用哪一种方法,只要资产平衡表、损益表中出现净值,如净资产头寸(外币资产大于外币负债部分)、净负债头寸(外币负债大于外币资产部分)、净收入(外币收入大于外币费用部分),那么这些净值在折算成本币时就存在会计折算风险。会计折算风险在折算方法确定的情况下,根据会计资料是比较容易测算的。因此测量折算风险的难点在于掌握各种折算方法的具体规定及动用。关于这点将在折算风险管理一章中详细论述。

三、外汇交易风险的测量

外汇交易风险源于未了结的应收应付款和债权债务,以及资产平衡表外的外汇买卖业务。由于汇率变动,这些项目可能增加收入,也可能出现损失,外汇交易风险造成的损益在折算时直接反映到损益表上,编制合并报表时海外子公司的交易风险也要反映到母公司的损益表上。交易风险测量时,需要掌握的是结算日与成交日汇率升降的幅度,当然还要先确定哪些交易承担着交易风险。

四、经济风险的测量

折算风险和交易风险比较容易界定,因而也容易测算。外汇风险中最难测算而对企业影响最大的要数经济风险。总体上讲,如果汇率的变动遵循购买力平价及利率平价,企业的预期收益、市场价值和竞争地位就不会受汇率变动的影响,但现实生活中,汇率变动总是偏离这两个平价,这种偏离就构成企业的经济风险。经济风险的测量可以从三方面进行。

1. 真实资产(Real Assets)

真实资产是扣除了通货膨胀因素的资产,它与名义资产相对应。企业的经济风险大小取决于真实资产的变化,而非名义资产的变化。汇率变动对企业真实资产的影响可以分为两种情况:一是真实资产没有风险,二是真实资产有增加或减少的风险。究竟什么时候真实资产存在风险呢?这将依赖于两国的通货膨胀率及实际汇率的变动幅度。

例如,某公司有 100 美元,在美国购置了 100 美元的商品,从资产平衡表上看表现为拥

有 100 美元的资产,以及 100 美元的权益。假如该公司在美国购买商品的同时,也在德国购买了同一商品,如果美元与德国马克之间的汇率为 DM2/\$,因此该公司的以德国马克表示的资产平衡表上有 200 马克的资产,以及 200 马克的权益。

如果美国的年通货膨胀率为 10%,那么 100 美元资产的市场价值就上涨到 110 美元,根据常规会计原则,资本平衡表反映的是真实资产的价值,也就是资产购置时的实际支出——100 美元,不过,这 100 美元的购买力只相当于一一年前的 90.91 美元。而市价为 110 美元的资产也就等于一年前的价值 100 美元的资产。

如果德国在这一年中通货膨胀为 20%,那么 200 马克资产的市场价值就上涨到 240 马克,而资产平衡表中真实资产和权益的价值依旧是 200 马克。从市场价值来看,同一商品现在的美元价值为 110,马克价值为 240,其无差别汇率应该是 DM2.18/\$ (240/110),也就是用两国物价指数来调整原来的汇率,即

$$2 \times \frac{120}{110} = 2.18$$

实际上是相对购买力平价的运用。在购买力平价发挥作用的情况下,汇率变动不会给企业造成经济风险,因为市场价值为 240 德国马克的资产,按汇率 DM2.18/\$ 折算恰好等于市场价值为 110 美元的资产,而这 110 美元又恰好是 100 美元权益的市场价值。

然而,会计上不会抬高以马克标价的资产价值,在折算时将按 200 马克而非 240 马克并以即期汇率 DM2.18/\$ 折算,从而折算成美元的资产价值只有 91.74 美元,相对于 100 美元的一年前的权益,会计折算损失为 8.26 美元。但是从真实价值角度看,该企业在汇率变动后即未变好也未变坏,并没有承担什么经济风险。

问题在于,实际汇率常常偏离购买力平价,尤其是短期内这种偏离十分明显,当两国通货膨胀的差异不能完全由汇率变动抵销时,企业的真实资产就暴露在风险中。例如在上面的例子中,美元与德国马克的通货膨胀差异为 1.09(120/110),也就是美元应该升值 9%,如果美元对德国马克升值 12%,以德国马克标价的资产就存在经济风险,因为相对于美元的通货膨胀因素,德国马克标价的名义资产只上涨了 9%,而却要按反映了美元升值 12%的汇率来折算成美元,必然使折算成美元的原来以马克标价的真实资产减少,拥有资产净头寸的企业就会出现经济风险。需要注意的是,经济风险的测算不同于折算风险的测算。经济风险等于两国通货膨胀率之差不能被相应的汇率波动幅度抵销的那部分,如例子中的 3%(9% - 12% = -3%)。会计风险测算时不是按此差额,而是按整个美元升值的幅度即 12%来计算。因此会计折算风险与经济风险有很大的差异。企业有会计风险时不一定有经济风险,或者企业有经济风险时不一定有会计风险。即使同时有经济风险和会计风险,其风险大小也不一致。

2. 金融资产和负债

金融资产是投资于股票、债券、商业票据、银行存单等金融工具上的资产。金融负债是非实物形式的、以各种金融工具表示的负债。与真实资产的经济风险类似,金融资产和负债在汇率波动时的风险情况也分为两种:一种是,当利率平价发挥作用,即两国的利率差异恰好被相应的汇率波动抵销时,金融资产和负债不存在什么风险;另一种是,当实际汇率偏离

利率平价,不能完全冲销两国利率差异时,金融资产和负债存在风险,要确定究竟是风险收入还是风险损失,就得分析净值状况和汇率波动方向,是净资产头寸还是净负债头寸,外币是升值还是贬值。金融资产和负债的经济风险,仅发生在两国利率差异与汇率波动幅度之间不能抵销的部分,例如,日本的平均年利率为 10%,英国的平均年利率为 15%,根据利率平价,日元对英镑升值的幅度应该为 5%,如果日元升值了 8%,那么英国公司的日元资产和负债就存在 3%的经济风险,因为该公司以日元计价的资产的收益将比相应的以英镑计价的资产的收益下降 3%。这种情况下,该公司如果拥有净日元资产头寸,就会承受 3%的经济损失;如果拥有净日元负债头寸,则会得到 3%的经济收益。

金融资产作为一种特殊商品,与真实资产有许多相似之处,其不同在于资产的价格计算,金融资产的价格受利率变动的影响,而真实资产的价格受通货膨胀的影响。从真实资产角度讲,汇率波动应符合购买力平价,从金融资产角度讲,汇率波动应符合利率平价,这里就产生了一个复杂的问题,利率和通货膨胀率之间的传导机制如何确定,也就是利率和通货膨胀在汇率决定过程中各自能够发挥多大的作用,汇率反过来又怎样推动利率和通货膨胀率的变动,经济风险的测量实际上是一个动态的过程,涉及到许多变量和参数,不过,从金融资产的长期状态看,利率平价还是有效的,汇率偏离利率平价毕竟是短期的,这种短期偏离才造成了金融资产在收益上的经济风险。

3. 营业收入(Operating Income)

如果汇率是根据购买力平价和利率平价来决定的,企业的以外币计价的营业收入流量就不会受汇率变动的影响。实际上,短期汇率的波动总是偏离这两个平价,这就必然使企业以外币表示的营业收入存在风险,其风险大小取决于外币的收入——费用比率变动与汇率变动幅度之间的差异。

测量企业的外币计价的营业收入风险,必须具体情况具体分析,因为汇率变动后,以外币表示的营业收入与成本的变化要受制于许多因素,如该企业海外分公司的竞争地位,当地对该海外分公司产品的需求弹性以及该海外分公司的原材料结构等等因素。例如美国一家公司在德国设有分公司。当美元升值超过购买力平价决定的升值幅度时,这家公司的德国分公司的竞争地位就会提高,因为美元升值带动德国对美国的出口增加,如果德国分公司的产品主要依靠本地原材料,其生产成本不受美元升值的影响,随着出口的增加,德国分公司以马克标价的净收入增长可能超过美元升值的幅度,结果美国母公司的以德国马克计价的净收入折算成美元后将增加。不过,如果德国分公司产品的原材料部分依靠从美国进口,结果可能大不相同,美元升值完全可能仅表现为提高了进口产品以德国马克表示的价格,由于成本的提高,美元升值并没能象预期那样带动德国向美国的出口,同时德国分公司竞争地位也受到不利的影响,最终对以马克表示的净收入折算成美元产生负作用。同样的汇率波动,由于各企业外币收入来源、提供外币收入的海外分公司的经营状况不同,折算为美元的以外币表示的营业收入的变动就存在各种可能性。迄今为止,没有任何经济学家展示过汇率变动与销售价格、收入、费用在时间上的准确关系,即使企业的外币资产和负债完全匹配,也可能在损益表中出现很大的风险。

经济风险的测量非常复杂,对企业来讲又非常必要,将经济风险的测量划分为真实资

产、金融资产和负责、营业收入三个方面,主要出于以下三个考虑:

(1)资产平衡表和损益表的不同组成部分在风险测量时需要运用不同的标准。例如,真实资产的风险只存在于汇率波动偏离购买力平价决定的均衡汇率的部分;金融资产和负债的风险只存在于汇率波动偏离利率平价决定的均衡汇率的部分;以外币表示的营业收入的风险也只存在于上述两平价不发生作用的延伸部分,即外币收入和成本变动与汇率变动之间的差异部分。

(2)这样划分有利于比较和对照外汇风险测量中的会计方法和经济方法。运用会计方法测量外汇风险时,一般运用汇率波动的金额而非冲减掉通货膨胀率、利率或收入——费用变动因素后的差额来计算,即用外币资产、负债、收入流量总额乘以汇率波动幅度来测量外汇风险大小,而经济方法测量外汇风险时,使用的正好是汇率偏离购买力平价或利率平价的差额,经济风险等于外币资产、负债、收入流量总额乘以这个差额。企业的市场价值、竞争地位通常不受会计风险大小的影响,而是受经济风险的影响,但是当会计风险影响到企业的税收、其他现金流量,以及政府对企业的管理时,会计风险也会影响企业的市场价值、竞争地位。

(3)便于计算短期内企业的经济风险。只要分别计算出真实资产、金融资产和营业收入的经济风险,企业总的经济风险就可以计算出来。

企业总的经济风险=真实资产风险+金融资产风险+营业收入风险

这里,真实资产风险=(外币真实资产)×(外币通货膨胀率-本币通货膨胀率-外币贬值率)

金融资产风险=(外币金融资产-外币金融负债)×(外币利率-本币利率-外币贬值率)

营业收入风险=(外币营业收入)×(外币营业收入增长率-外币贬值率)

如果企业总的经济风险为正数,表明折算为本币的净值净增加,企业获得风险收益,相反,如果企业总的经济风险为负数,企业就要承受风险损失。

第二节 汇率预测

在第一节中,我们介绍了外汇风险的测量方法,这种测量是一种事后的测量,即在汇率波动发生后来测量企业承受的各种外汇风险,事后的测量对企业的经营管理意义不大,企业需要事先知道自己可能存在多大的外汇风险,才能制定科学的外汇风险管理战略,采取有效的措施加以防范,因此正确地预测外汇风险是外汇风险管理的首要任务,也是企业外汇风险管理成功的根本保障。离开风险预测,风险管理就失去了方向和依据。折算风险和交易风险的预测,关键在于把握汇率波动的幅度,而经济风险的预测则需要更多的变量因素,包括汇率波动幅度、利率波动幅度、通货膨胀率波动幅度及收入增长率波动幅度,在经济动态发展中,利率、通货膨胀率、收入增长率都要受汇率变动的影响,是汇率的一个确定的函数,只

要汇率确定下来,通过一定的途径就可以确定利率、通货膨胀率、收入增长率,因此经济风险的预测关键也在于汇率的变动。根据以上的逻辑推理,外汇风险的预测实际上取决于汇率的变化、汇率的预测。成功的外汇汇率的预测几乎意味着成功的外汇风险预测。在第二章中我们从理论上分析了汇率的决定,考察了影响汇率波动的各种因素,但是这种定性分析不能解决汇率预测问题,下面我们从定量的角度分析实际操作中常用的几种外汇汇率预测方法。

表 9.10.1 预测方法分类

	非模型方法	模型方法
基础因素分析	德尔菲专家咨询法	计量经济学方法
非基础因素分析	国表分析方法	鲍克斯—詹金斯方法

外汇汇率预测方法可以分为两大类:一类是基础因素分析法,一类是非基础因素分析法。基础因素分析法突出分析影响汇率的各种因素,并依据各种因素发生作用的方向和强度估计汇率的走势。它包括德尔菲专家咨询法和计量经济学方法,后者是一种高级的基础因素分析法,它不仅要求假设一系列因果关系,而且要求预测者能利用数学模型概括这些因果关系。基础因素分析法一般多用于预测半年至一年的汇率变动,是一种长期趋势预测法。非基础因素分析法突出过去汇率资料的作用,它不靠其他任何信息,只凭借汇率过去的变动趋势判断以后的汇率走向。非基础因素分析法包括图表分析法和鲍克斯—詹金斯方法,后者是一种更为复杂的因素分析法,它不仅需要过去的汇率信息,还必须借助数学模型来预测汇率变动趋势。非基础因素分析法一般适用于一月或一月至半年的短期或中期汇率趋势预测。汇率波动平稳时使用模型法预测汇率较好,而汇率波动剧烈、频繁时使用非模型法预测汇率趋势更好。无论使用哪一种汇率预测方法,都要求具有丰富的经济学知识、善于利用和分析信息的本领及丰富的实际操作经验。

一、德尔菲专家预测法

1. 德尔菲专家咨询法的内容

德尔菲专家咨询法是二战期间美国著名的思想库兰德公司首创的,它是一种以专家的知识、经验、直觉和判断为基础的预测方法,广泛用于政治、经济、军事、文化生活领域。其具体内容为,在中间人的组织下,采用匿名的“背靠背”征询问卷的形式,使参加预测工作的专家独立地提出自己的判断。然后中间人将这些判断进行综合处理,反馈给专家们进行第二轮征询,以便专家们据此修正原来的判断,作出新的预测。经过数次反馈,专家们意见基本趋于一致,最终得出结论。

由于外汇汇率的波动是经常的,汇率波动对新信息十分敏感每一轮的专家判断反馈信息都会因为时间变化加进的新信息而大相径庭,不易得到集中的判断,根据外汇变动这一特

点,运用德尔菲专家预测法预测汇率时,一般进行滚动式预测。例如要预测未来三个月每月初的汇率,则提前一个月由专家们做出未来三个月各月初的汇率预测,然后每个月都由专家们作出一次未来三个月各月初的汇率预测,该过程可以用图 9.10.1 表示:

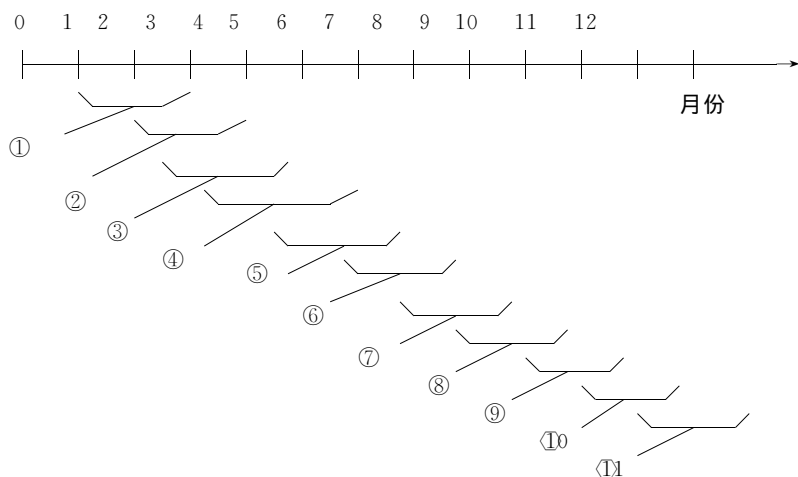


图 9.10.1

滚动式德尔菲法可以使专家们对汇率变动进行动态的预测,每一轮征询一个月后,新一轮预测又开始了,这时三个预测值中的一个已有实际汇率相对应,专家们可以据此验证自己预测的准确度,并对别外两个月的预测值进行修改,进而预测一个新时点、新月份汇率的波动。

2. 德尔菲专家法的特点和要求

德尔菲法具有成本低、操作简便、准确率较高的特点,在汇率预测中是企业理想的工具。德尔菲法的准确性很大程度上依赖于专家的选择。在选择专家时必须注意两条原则:

(1)必须是名符其实的外汇专家,即经常从事和研究外汇预测和外汇交易工作,具有较高水平的专家。外汇专家在我国大致分为三类:第一类是外汇理论专家,主要分布在中国人民银行、金融研究机构及大专院校;第二类是实际外汇预测和研究专家,主要分布在人民银行和外汇银行(如中国银行、中信实业银行、光大实业银行、国家外汇管理局等);第三类是外汇交易员,主要分布在人民银行、外汇银行及从事外汇交易的证券交易所。一般地,进行汇率的长期预测应以第一类外汇专家为主,进行汇率的中短期预测应以第二、第三类外汇专家为主。

(2)愿意支持和参加预测的咨询活动。由于种种原因,有的专家不愿介入汇率预测,预测的组织者应尽力打消这些专家的顾虑,说服其参加专家预测,然而决不可强求专家参加预测,否则不可能得到可靠的预测。

在专家小组成员确定后,预测就集中在问卷的设置、信息处理及反馈几个环节,最后提交预测报告。通常组织者要设计两张表格,包括三方面的内容:①问卷说明;②预测指标;③

预测原因说明。

二、图表分析法

图表分析法是以图表为工具,通过研究过去的市场价格变动,预测未来市场价格变动趋势的方法。以基础市场价格作为唯一的资料和分析对象,图表分析法认为市场价格包含了所有的信息,因为不管影响市场行情的因素有多少,也不管这些因素怎样影响市场行情,最终这些因素的作用都要通过价格反映出来,人们的经济行为根本上取决于价格的变动,因此以价格本身为基础来研究价格趋势,最简单明了、最方便。当然,以过去价格来预测未来价格,必须有两个隐含的前提,一是价格的变化具有内在的连续性或连贯性,价格的变化不是随机的、无序的,而是与过去的变化紧密相关,按照原来变化的方向来运动,即便出现方向转折,也是平滑的、渐变的,而非频繁激烈地波动,这就是为什么可以用趋势外延法来预测汇率变化的基本原理。二是历史不断地再现自身,价格与一切事物一样具有运动的周期性,当现在与历史在外部环境接近时,往往会出现与历史“惊人的相似的一幕”,例如 1987 年 10 月 19 日的“黑色星期一”,即纽约股市道·琼斯指数狂跌 500 多点,立即使西方各国联想起引发危机的 1929 年纽约股市崩溃。正因为历史不断地再现自身,人们才能将过去获得的正确认识用于指导未来,并获得同样正确的结论。价格周而复始的运动,有利于人们掌握其规律。“温故而知新”,这正是图表分析法的立足点。

图表分析法具有简单、直观的特点,被广泛运用于短期汇率的预测,它要求原始数据的完整和连续性,数据太少或不连贯,据此绘图就不能真实地反映过去价格的变动状态,更不用说准确预测未来趋势了。运用图表分析法时,必须注意两点:一是该法含有较强的主观性。图表分析中的所有参数都是主观设立的,因人而异,预测者的知识、经验、预见、技巧以及性格对参数的设立有很大的影响,并使预测结果大相径庭。二是该法具有一定的“赌博”性。图表分析法不能象数理统计那样提出置信区间和置信度,也不能准确指出价格连续运动的尖点,因此这种预测多少有点“赌博”的性质。当然,预测本来就不可能要求百分之百准确,总是与事实有一定的差距,趋势外延法的这一弱点可以通过附加一些辅助工具(如相对强度指数和弹性动力指数等)来提高预测的准确程度。

图表分析中最常见的是条形图、线形图、点形图、主图、相对强弱指示图及弹性动力图。

1. 条形图(Barchart)

这是反映汇率日变动的一种最常用的图形,它用一条竖线连接每个交易日汇率的最高价和最低价,然后在这条竖线上用一短横线标出当日的收盘价。条形图便于对比一段时间与另一段时间汇率的变化,主要用于汇价波动信号分析(见图 9.10.2)。

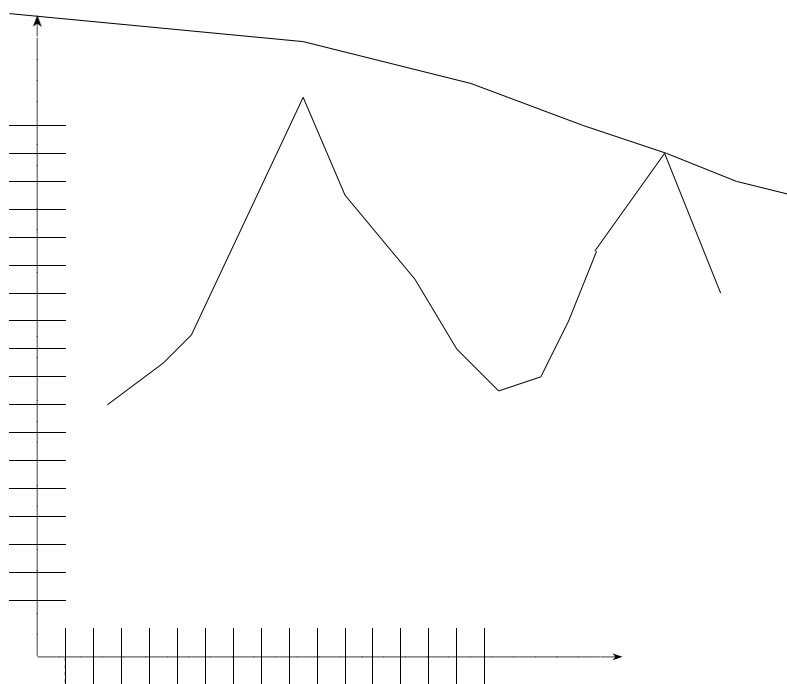


图 9.10.2 条形图

2. 线形图(Line Chart)

如果预测者不关心汇率每日波动的幅度,只是想知道汇率波动的趋势,这时就没有必要绘制条形图,只需将每日的收盘价用折线连接起来,绘制线形图,线形图在预测汇率趋势时更为直观(见图 9.10.3)。

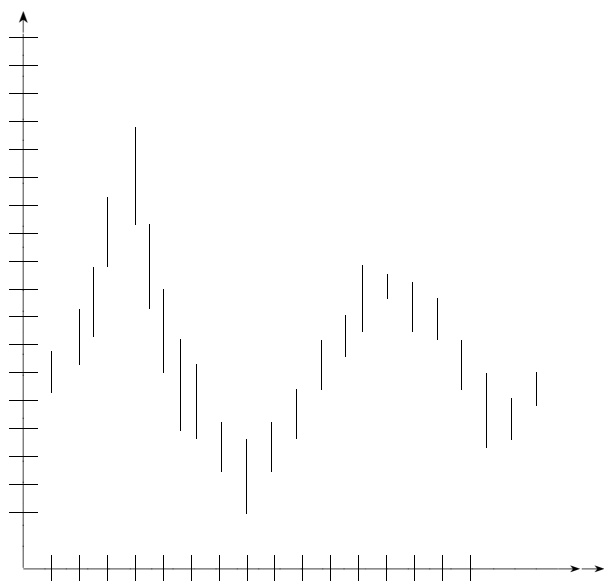


图 9.10.3 线形图

3. 点形图(Point and Figure Chart)

点形图与条形图、线形图的差别在于它不包含时间因素,点形图反映的是一段时间内汇率波动发生趋势转变的次数及幅度,而不关心何时发生这种转变,预测者可以清楚地看到汇率波动的频率及幅度。当然,并非每一次汇率涨跌都要反映在点形图上,一般地,点形图用“×”和“O”两个符号分别表示汇率上升或下降,一个“×”或“O”表示一单位汇率的升降,该汇率波动单位由预测者自行决定,如 0.01、0.015、0.020,原则上该单位不可定值太大,也不可定值太小,应该适中,因为该单位定值太大,就会丢掉许多有用的信息,而该单位定值太小,又会产生许多无用或错误的信息。实践中,经常是汇率波动超过三单位“×”或“O”时,才会在点形图上标注出来。假如确定每波动单位为 0.020,则只有当汇率波动超过 0.060 时才会点形图上得到反映(见图 9.10.4)。

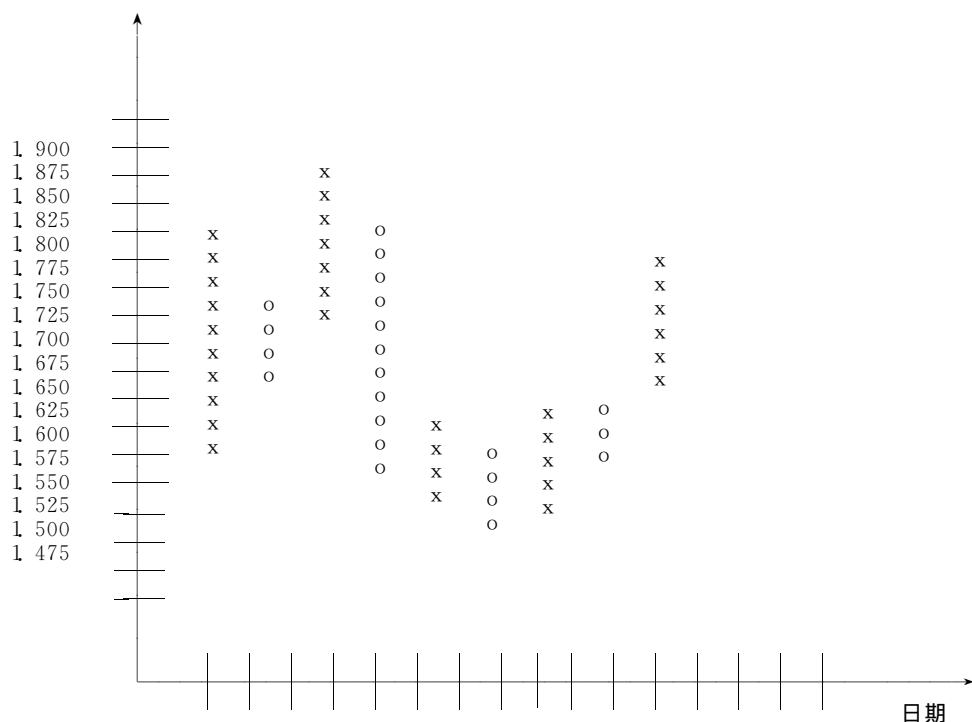


图 9.10.4 点形图

4. 移动平均图(Moving Average Chart)

移动平均图是经常使用的汇率长期趋势预测图,通过对一段时期内所记载的每日汇率收盘价,由远而近按一定跨越期进行平均,得到一组移动平均值,并将最后一个接近预测期的移动平均值作为确定外汇汇率预测值的依据。把这组移动平均绘制成图就是移动平均图。移动平均图删除了极大值和极小值等异常变动,消除了不规律的变动,因此适合预测汇率的长期变动趋势。运用移动平均图作汇率预测时,需要注意一点,即移动平均跨越期的确定,一般地,移动平均跨越期越大,曲线越平滑,反映汇率长期趋势的效果越好,但离汇率的实际变动越远,移动平均跨越期越短,曲线越接近实际汇率波动,越能灵敏地反映历史数据的变动趋势,但反映长期趋势并不理想。通常,可以制作两条移动平均曲线,一条跨越期长的(如 20 天)反映汇率的长期趋势,一条跨越期短的(如 5 天)追踪收盘价,图 9.10.5 就是这样的双移动平均图。

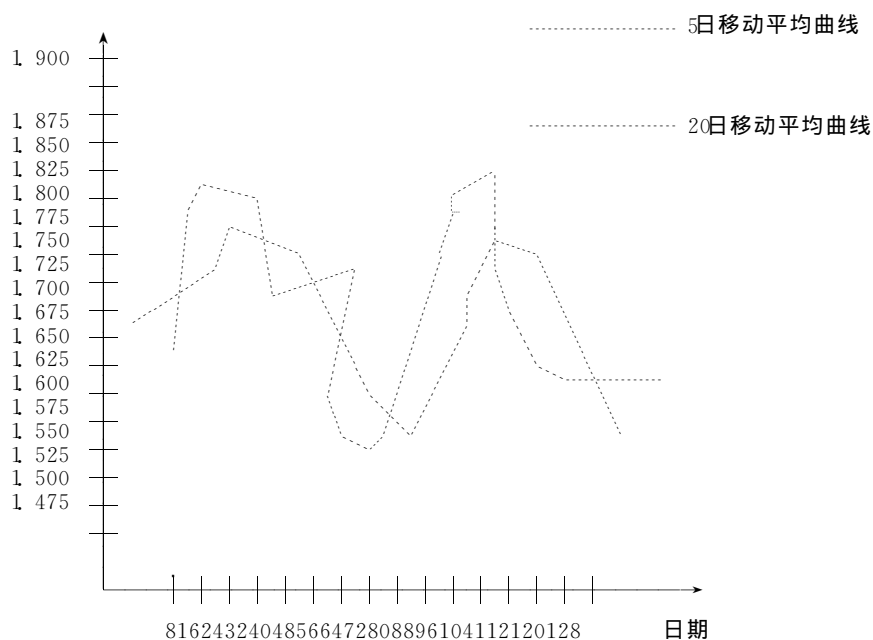


图 9.10.5 双移动平均图

5. 主图(Main Chart)

主图由一张条形图或一张线形图迭加一张移动平均图构成,它综合了两张图的信息,既可以分析汇率每日的变动状况,又可以分析汇率的长期趋势,还可以反映汇率日变动与趋势之间的差异,因而成为外汇买卖中交易员决定买进或卖出的主要依据(见图 9.10.6)。

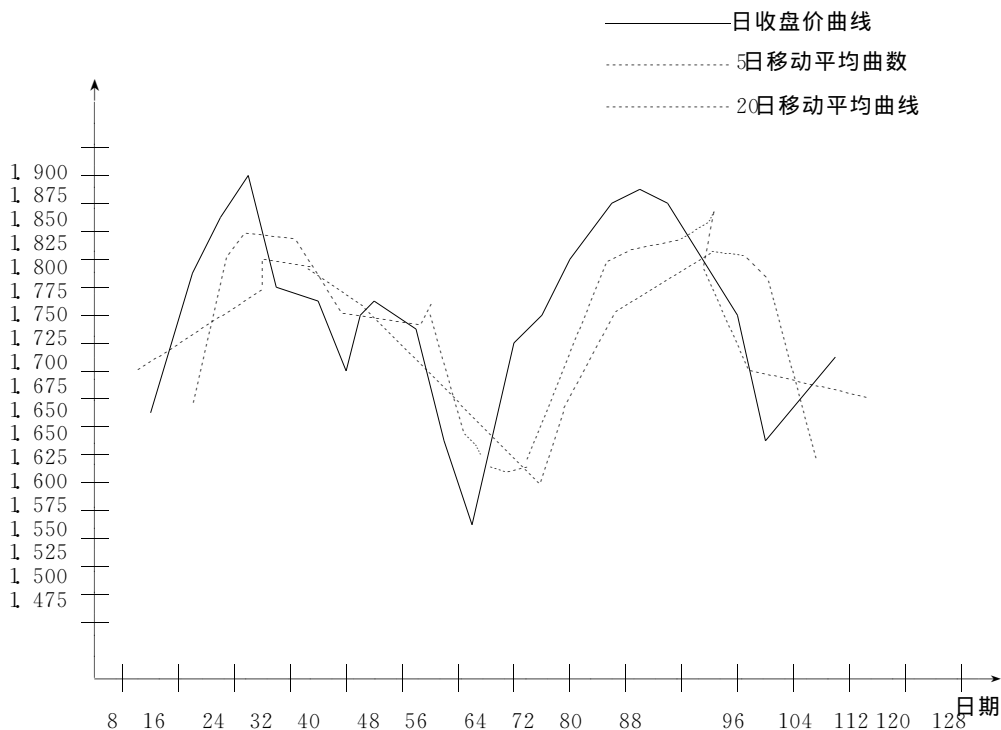


图 9.10.6 主图

当收盘价曲线向上突破两条移动平均曲线时,就是强买进信号,表明汇率将有较大幅度的上升。当收盘价曲线向下跌落突破两条移动平均曲线时,就产生了强卖出信号,表明汇率将大幅下跌。运用主图预测汇率趋势,可以有效地避免单独运用条形图、线形图或移动平均图因人而异产生的主观性。在主图中,两条移动平均曲线也是不容忽视的外汇买卖信号,当收盘价曲线落入两条移动平均线之间时,汇率趋势就要由两条移动平均线的位置来确定。当短跨越期移动平均线位于长跨越期移动平均线上方时,汇率处于上升趋势,应该买进外汇,相反,当短跨越期移动平均线与长跨越期移动平均线相交,并向下突破,位于后者下方时,汇率处于下降趋势,应该卖出外汇。

三、计量经济学方法

计量经济学法是一种较为复杂和高级的预测方法,即将经济分析与数学方法相结合的预测方法。在第二章汇率的决定中,我们分析了影响汇率的诸多因素,例如通货膨胀、利率、国际收支、国民收入、财政金融政策、市场结构、国民收入、投机等等,这些因素作为自变量与作为因变量的汇率之间存在着相互依存关系,而且这些因素之间也相互依存、相互影响,构成十分复杂的因果关系,一般的回归分析方法无法揭示如此复杂的经济关系,因此需要采用计量经济学方法来处理这种相互依存关系。计量经济学方法把计算机处理引进汇率预测,能够

更全面地找出汇率与其他经济变量之间的运动规律,提高汇率预测水平。与德尔菲专家咨询法和图表分析法相比,计量经济法对预测工具、预测技术及预测人员的专业知识,尤其是数学知识有着更高的要求。

运用计量经济学方法预测汇率,需要顺序进行以下四个步骤:

(1)根据预测目标,搜集和调查有关资料。

(2)分析资料,判断各变量之间的相互关系,并经过数据运算,确定有关参数,建立计量经济模型。

(3)检验模型,把历史资料代入计量经济模型,将运算结果与已发生的经济现象进行比较,测定该模型的误差。

(4)利用已确定的模型对汇率进行预测。

1. 随机走动模型(The Random Walk Model)

根据统计分析,外汇汇率的变化是依照随机走动方式进行的,也就是外汇汇率从一个时期到下一个时期的变化,等于一个偏移项 d ,加上一个纯粹随机成分 U_t ,其数学表达式为:

$$S_t = S_{t-1} + d + U_t \quad (1)$$

如果 S_t 是在第 $t-1$ 时期作出的关于第 t 期的即期汇率预期,而且这种预期是合理预期(Rational Expectation),即经济人(理性地追求利益最大化的企业、事业、社团及个人)的主观预期与在获得全部信息的条件下作出的汇率的数学期望值完全相同,那么,第 t 期的汇率预值为:

$$E_{t-1} S_t = E_{t-1} S_{t-1} + E_{t-1} d + E_{t-1} U_t = S_{t-1} + E_{t-1} d \quad (2)$$

这是因为在 $t-1$ 时期, S_{t-1} 是已知的,而下一个时期的随机误差项 U_t 的期望值永远等于零。随机走动模型意味着:下一个时期即期汇率的合理预期值简单地相当于目前观察到的汇率加上或减去可能存在的一个偏移项。如果不存在偏移项,即 $E_{t-1} d = 0$,一个经济人最好的预测就是:下一个时期的汇率将与目前的汇率相等。例如 1994 年 4 月 1 日人民币汇率为 1 美元 = 8.72 元人民币,根据随机走动模型预测 4 月 2 日人民币汇率,其值也应该是 1 美元 = 8.72 元人民币,如果 4 月 2 日人民币实际汇率为 1 美元 = 8.75 元人民币,则存在 0.03 元人民币的偏移,那么 4 月 3 日的预测值调整为 1 美元 = 8.75 元人民币。

在(2)式中, $E_{t-1} d$ 代表汇率预测偏差,也就是经济人的风险报酬,体现了即期汇率中未被预测到的部分,这部分如果用合理预期理论来解释,应该是全部信息与经济人获得信息之间的差额。假定决定 t 期汇率的基本因素(如货币供应量、利率、国际收支等)构成全部信息 Z_t , $t-1$ 期对 t 期汇率决定基本因素的预期为 $E_{t-1} Z_t$ 那么偏移 $E_{t-1} d$ 可表示为:

$$E_{t-1} d = r(Z_t - E_{t-1} Z_t) \quad (3)$$

这里 r 是个常数。

将(3)式代入(2)式,可得在考虑新闻因素条件下更为复杂的随机走动模型:

$$E_{t-1} S_t = S_{t-1} + r(Z_t - E_{t-1} Z_t) \quad (4)$$

(4)式表明,一个经济人预测下一期汇率时,可以在当期即期汇率基础上,估计自己对国际金融信息的获取能力及分析判断能力,计算出一个经验数据,两项相加就可得到汇率的预测值。随机走动模型具有操作简便、成本低廉的特点,任何一个经济人都可以加以运用,但

其准确性不高,不能用于经常性、大规模的外汇交易预测。

2. 价格粘滞模型

即多恩布施—弗兰克模型(Dornbrsch Frankel Model)。在关于汇率决定的众多模型中,都假定购买力平价完全发生作用,即物价的变动立即反映为汇率的变动,从长期来看购买力平价是正确的,但短期汇率的变动却偏离了购买力平价,美国经济学家多恩布施(Rudiger Dornbusch)和弗兰克(Jeffery Frankel)提出了价格粘滞模型,解释了汇率的短期和长期决定。

金融市场和商品市场对货币供应的变动会作出不同的反映,一般地,金融市场的调整十分迅速,可以瞬息间完成,而且主要是通过利率变动表现出来。商品市场由于存在价格刚性,对货币量、汇率变动的调整十分缓慢,存在一定程度的滞后性,从而导致汇率变动快于价格变动、购买力平价与实际汇率的偏离。

多恩布施模型简单表示如下:

$$r = r^* + \Delta s^e \quad \text{无抛补利率平价} \quad (5)$$

$$\Delta s^e = \theta(\bar{s} - s) \quad \text{预期} \quad (6)$$

$$m - p = ky - lr \quad \text{货币需求} \quad (7)$$

$$y^d = h(s - p) = h(q) \quad q = s - p \quad \text{产品需求} \quad (8)$$

$$P = \pi(y^d - \bar{y}) \quad P = \frac{d \ln P}{d t} \quad \bar{y} \text{ 是常数, 需求调整} \quad (9)$$

这里,① r, r^* 表示本国、外国利率, Δs^e 是外币的预期贬值率。

② s 为实际汇率的变动率, $\bar{s}$ 为均衡汇率的变动率, θ 为市场预期敏感性函数。

③ m 是货币供应量的变动率, p 是价格 P 的变动率, y 是实际收入的变动率, r 是市场利率, k, l 为参数。

④ y^d 为外国对本国产品的需求的变动率, h 为函数。

⑤ $\bar{y}$ 为均衡的实际国民收入或国民产出的变动率, π 为函数。

将该组模型简化,可得两个等式

$$p = L - l\theta(s - \bar{s}) \quad (10)$$

这里 $L = m - k\bar{y} + lr^*$

$$p = \pi[h(s - p) - \bar{y}] \quad (11)$$

在长期均衡中, a. 通货膨胀率为零, 即 $y^d = \bar{y}$, 则有

$$s - p = q = \frac{y}{h} \quad (12)$$

产量变动导致汇率变动, 物价与汇率变动一致。

b. 预期贬值率为零, 即 $\Delta s^e = 0$, 则有

$$p = L = m - k\bar{y} + lr^* \quad (13)$$

将(13)代入(12), 得出名义汇率 $\bar{s}$,

$$\bar{s} = (h^{-1} - k)\bar{y} + m + lr^* \quad (14)$$

即货币存量的增加使名义汇率和物价水平的长期值同比例上升。

如果经济处于非均衡状态,则有

$$p = \pi h(q - \bar{q}) \quad (15)$$

只要实际汇率高于其均衡水平,通货膨胀率就为正数,若实际汇率低于其均衡水平,通货膨胀率就为负数。

在非均衡状态,货币市场的短期均衡表现为

$$p - \bar{p} = -l\theta(s - \bar{s}) \quad (16)$$

多恩布施模型在预期汇率时反映了 70 年代以来的真实情况,但是该模型无法检验,弗兰克对多恩布施预测模型作了扩展和补充,使之便于检验。

将(6)式改写为

$$\Delta s^e = \theta(\bar{s} - s) + \Delta \bar{p}^e \quad \theta > 0 \quad (17)$$

(波纹号 $\sim$ 表示国内变量对国外变量的差额)将(5)代入(17),解出 s ,得:

$$\bar{s} = s + \frac{1}{\theta}(r - \Delta p^e) \quad (18)$$

根据多恩布施的假定,货币供应仅决定均衡汇率,而非实际汇率,可得:

$$\bar{s} = \tilde{m} - ky + l\Delta p^e \quad (19)$$

也就是通货膨胀率在长期汇率中得到反映,却不一定在短期汇率中得到反映。因此预测汇率为

$$s = \tilde{m} - ky - \theta^{-1}\bar{r} + (\theta^{-1} + 1)\Delta \bar{p}^e \quad (20)$$

3. 计量经济模型检查

计量经济模型将影响汇率的诸多变量结合在一起,建立方程式,最终确定汇率的预测值。在计量经济模型中,各变量之间的经济关系是由不同的参数来表现的,参数的确定直接影响到计量经济模型的准确性。通常用三个统计量来检验预测的精确度:

$$\text{平均误差} = \frac{1}{N_k} \left[\sum_{s=0}^{N_k-1} F(t+s+k) - A(t+s+k) \right]$$

$$\text{平均绝对误差} = \frac{1}{N_k} \left[\sum_{s=0}^{N_k-1} |F(t+s+k) - A(t+s+k)| \right]$$

$$\text{均方根误差} = \sqrt{\frac{1}{N_k} \left[\sum_{s=0}^{N_k-1} F(t+s+k) - A(t+s+k) \right]^2}$$

式中, k 表示预测间距,即预测 k 个时刻后的汇率, N_k 是总的预测次数, $F(t)$ 和 $A(t)$ 分别表示预测值和实际值。 $F(t+s+k)$ 表示以起始点 O 到 $t+s$ 时刻的所有样本点作为数据进行回归时,对时刻 $t+s+k$ 的汇率所作的预测。

如果均方根误差太大,就应考虑修改或调整参数,重新设计模型。

4. 鲍克斯—詹金斯法

也称自回归移动平均法(Autoregressive Integrated Moving Average——ARIMA),是一种时间序列预测方法,但包含了相当多的数学模型和推导,对短期汇率预测具有很高的精确性。

鲍克斯—詹金斯方法的基本模型是将一个自回归模型和一个移动平均模型有效地结合

在一起,形成一个有用的随机时间序列模型。

自回归模型(AR 模型)的典型形式是:

$$Y_t = b_0 + b_1 Y_{t-1} + b_2 Y_{t-2} + \cdots + b_k Y_{t-k} + \epsilon$$

这里, Y_t 是 t 期自变量汇率的值, b 为回归系数, b_0 为回归常数, ϵ 为随机值。

如果上式中的 Y 不是自变量,而是预测值与实际值之间的差额 ϵ , AR 模型可改写为移动平均模型(MA 模型):

$$Y_t = b_0 + b_1 \epsilon_{t-1} + b_2 \epsilon_{t-2} + \cdots + b_k \epsilon_{t-k} + \epsilon_t$$

ARIMA 模型需要使用四个工具:

(1) 散点图,即以时间为横座标、时间序列为纵座标的图形,用来直观判断数据的趋势。

(2) 自相关系数,即反映时间序列自相关程度的系数,用 r_k 表示。

$$r_k = \frac{\sum_{t=1}^{n-k} (Y_t - \bar{Y})(Y_{t+k} - \bar{Y})}{\sum_{t=1}^n (Y_t - \bar{Y})^2}$$

式中 Y_t 为样本观察值, $\bar{Y} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n Y_t$, n 为样本数, k 为滞后期, r_k 表明时间序列滞后 k

个时期的两项之间的相关程度。 $-1 \leq r_k \leq 1$ 。

(3) 偏自相关系数,是时间序列 Y_t 在 $Y_{t-1}, Y_{t-2}, \cdots, Y_{t-k+1}$ 为已知的条件下,与 Y_{t-k} 之间的相关程度的系数,用 ψ_{kk} 表示:

$$\psi_{kk} = \begin{cases} r_k & \text{当 } k=1 \text{ 时} \\ \frac{r_k - \sum_{j=1}^{k-1} \psi_{(k-1)j} \cdot r_{k-j}}{1 - \sum_{j=1}^{k-1} \psi_{(k-1)j} \cdot r_j} & \text{当 } k=2, 3, \cdots \text{ 时} \end{cases}$$

(4) 线谱分析。ARIMA 模型使用正弦函数来进行线谱分析,分析时间序列的随机性、季节性和自相关性。正弦函数为:

$$Y_t = A \left[\sin\left(\frac{f_t}{n}\right) 2\pi + \varnothing \right]$$

式中 A 表示高度, f 表示在 n 个观察值跨度内的频数, t 表示时间指数, n 为时期数, $\varnothing$ 是以弧度表示的正弦曲线的平移程度。可以通过计算机,用下列公式计算出 A 和 $\varnothing$,

$$\begin{cases} \beta_1 = A \cos x \\ \beta_2 = A \sin x \\ A = \sqrt{\beta_1^2 + \beta_2^2} \\ \cos \varnothing = \frac{\beta_1}{A} = \frac{\beta_1}{\sqrt{\beta_1^2 + \beta_2^2}} \\ \sin \varnothing = \frac{\beta_2}{A} = \frac{\beta_2}{\sqrt{\beta_1^2 + \beta_2^2}} \end{cases}$$

$$Y_t = \beta_1 \left[\sin\left(\frac{f_t}{n}\right) 2\pi \right] + \beta_2 \left[\cos\left(\frac{f_t}{n}\right) 2\pi \right] + \epsilon_t$$

因为时间序列一旦给定, f 、 t 、 n 就为已知数, 求出 A 、 ϕ 后, 就可以用正弦曲线来模拟时间序列, 进行预测。

根据自相关系数、偏相关系数及线谱图, 可以将组成时间序列的汇率分别归入 ARIMA 类型, ARIMA 共有 5 种类型 $AR_{(1)}$ 、 $AR_{(2)}$ 、 $MA_{(1)}$ 、 $MA_{(2)}$ 及 $MRAMA(1, 1, 1)$, 每一类型都有各自的特点和预测方程式。

第三节 外汇风险管理战略

一、外汇风险管理原则

外汇风险作为涉外经济中不可避免的一种主要风险, 对一国政府、企业乃至个人都产生了很大影响, 外汇风险管理也成为企业经营管理的重要组成部分。政府、企业和个人可以采取迥然不同的防范外汇风险的措施, 但是他们在外汇风险管理上都要遵循一些共同的指导思想和原则。这些原则是: ①全面重视原则; ②管理多样化原则; ③收益最大化原则。

(1) 全面重视原则, 要求涉外经济的政府部门、企业或个人对自身经济活动中的外汇风险暴露头寸高度重视, 尤其是从事多种涉外活动的企业, 应该分别对外汇买卖、国际结算、会计折算、企业未来资金运营、国际筹资成本及跨国投资收益等项目下的外汇风险保持清醒的头脑, 避免顾此失彼而造成的人为损失。

(2) 管理多样化原则, 要求具有外汇风险的政府部门、企业或个人灵活多样地进行外汇风险管理, 外汇风险的成因、风险的大小、风险管理的方法和成本对每一个涉外经济人各不相同, 因此每个涉外经济人都应该具体情况具体分析, 寻找最适合于自身风险状况的管理办法, 后面我们将要分析各种风险管理办法的优劣, 实际上, 没有一种风险管理办法能够完全消除外汇风险, 所以认为某一种风险防范措施必然比另一种措施更优越、效果更佳的论断, 有失偏颇和武断。在选择风险管理办法时, 需要考虑企业规模、风险头寸的规模和结构、企业涉外业务范围和性质、外汇管理政策、金融市场发达程度等等约束因素。随着时间的推移, 外部约束因素的不断变化促使企业的外汇风险管理策略也相应地更改, 很少有企业长期只采用一种外汇风险管理办法。

(3) 收益最大化原则, 这是涉外经济人进行外汇风险管理的基石和出发点, 要求对外汇风险管理的成本和收益作出精确的核算, 追求收益最大化, 并以此为依据确定具体的风险管理战术。外汇风险管理, 如采用远期外汇交易、抛补、掉期、期货等金融工具进行套期保值, 都要支付一定的成本, 并固定未来的收益, 使之免受汇率波动的侵扰。一般地, 如果外汇风险管理支付的成本越小, 进行风险管理后得到的收益越大, 涉外经济人对其外汇风险暴露进行风险管理的积极性就越高, 反之亦相反。

二、外汇风险管理态度

涉外经济人对外汇风险管理通常持三种态度:

(1)否定态度。即涉外业务中不允许存在外汇风险暴露,也就是千方百计阻止风险的形成。在第三章中曾提到,外汇风险是由本币、外币及时间三个因素共同构成的,如果没有本币与外币的兑换,或者本币与外币的兑换瞬息即成,没有应收应付等涉及时间因素的款项,就不会出现外汇风险,例如企业在涉外业务中只用本币计价结算,或者企业在合同签订之日就将未来应收应付的外汇折算成本币,把外币与本币的未来兑换消除掉。持否定态度,实际上是一种极端的行爲,虽然不会承担外汇风险,但是这种行爲本身附带了非常苛刻的交易条件,必然使涉外经济人的业务受到不利影响,甚至丧失许多机会。

(2)消极态度。即涉外经济人对其业务中的外汇风险采取听之任之的态度,既不否定、排斥风险,也不进行管理。如果汇率变动对其有利,该涉外经济人就享受这份“免费的午餐”。如果汇率变动对其不利,该涉外经济人则甘愿承受由此产生的损失。采取消极态度的涉外经济人,一般都深信市场的力量,认为汇率波动必然遵守购买力平价和利率平价,汇率的涨跌只产生名义上的影响而对实质经济影响不大,因此没有必要花费成本进行外汇风险管理。然而事实上,购买力平价和利率平价并不能完全发挥作用,汇率波动不仅在名义上影响企业的资产,对企业的营运资金和真实资产也有实质上的影响。因此,采取消极态度,在一定程度上类似于赌博行爲,输赢全凭运气,具有很大的随机性。

(3)积极态度。即运用各种金融工具避免外汇风险暴露造成损失,同时谋取风险收益。持积极态度的涉外经济人,进行外汇风险管理时可以分成两类不同性质的市场主体,一类是以平衡外汇风险头寸为目标的套期保值者;一类是以牟取暴利为目标的投机者。持积极态度,一般会将外汇风险管理纳入总体的经营管理,这里最关键的一点是选择何种风险管理措施,措施是否得当,直接关系到外汇风险管理的目标能否实现,一旦外汇风险管理措施失误,往往企业将蒙受远大于否定态度或消极态度下的外汇风险损失。例如,1974年德国第三大银行——赫斯塔特银行就是因远期外汇投机失败而倒闭,造成国际金融领域的极大震荡。

三、外汇风险管理战术与措施

从总体上看,涉外经济人经常运用的外汇风险管理战术和措施可以归纳为下面四种:

(1)外汇风险中立化,抵销一切外汇风险。涉外经济人对经营中出现的外汇暴露一律进行套期保值,把涉外业务的所有成本和收益固定下来,而不管需要支付多少代价。运用外汇风险中立化措施的涉外经济人,主要是那些风险“反对者”(risk adverse),他们认为企业经理是生产和经营专家,而非外汇专家,对外汇暴露头寸进行套期保值,至少在会计上不存在因汇率变动造成的额外损失,企业可以集中精力执行其生产和经营计划。当然,企业选择外汇风险中立化措施时,也要求一定的客观条件,即企业抵销外汇风险的成本较低,而且与保持外汇风险头寸的其他竞争对手相比,该企业不会因此而处于不利地位。此外,风险中立化

对维护企业的社会形象和声誉具有特别的意义,许多企业经营管理者不能容忍风险损失(即使这种损失很小),宁可放弃可能赢得的巨大风险收益,企业的稳健经营被视作首要标准,这样,该企业才能获得稳健投资者的支持。

(2)淡化外汇风险,无为而治。浮动汇率制确立以来,汇率变动极其频繁,短期汇率与长期汇率之间差距悬殊,进行外汇风险管理的技术要求越来越高,所需成本也越来越大,对于外汇业务规模小或外汇资金数额不大的企业,风险管理成本可能远远超过风险收益,漠视风险,听之任之不失为良策。除了基于成本——收益分析外,企业采用淡化或漠视外汇风险的举措,实际上也是一种以静制动的投机行为,因为企业的外汇头寸暴露在汇率变动时有利于企业获得风险收益,如果企业采取套期保值措施,反而会限制企业可能赢行的额外收益,使企业付出交易的机会成本。只要企业预测汇率变动方向有利可图,而且预测的可信度很高,企业通常就会无为而治。在企业选择此种风险管理措施时,还有一种情况,即有些企业家对市场经济抱有坚定的信念,认为汇率完全由市场机制决定,购买力平价及利率平价作为客观规律无论在短期还是长期都充分发挥作用,远期汇率就是未来的汇率,企业所承担的外汇风险不过是“公平的赌注”,因此没有必要花费人力、财力和物力进行外汇风险管理。总之,采用漠视外汇风险措施的企业主要有三类,一是外汇资金数量较少的企业,外汇收支变动对该类企业的赢利及社会地位没有明显的影响,同时外汇风险管理成本较大,不值得进行风险管理。二是外汇资金雄厚,故意凭借外汇风险头寸作投机而赚取风险收益的企业,一般来讲,企业都宣称只对外汇进行套期保值而不作投机,以维护公众心目中企业稳健经营的形象,但是往往外汇“敞口”能使企业利润最大化,企业自然不会错失良机,于是采用无为方式进行隐蔽性投机。三是相信市场机制,愿为市场变动支付任何代价的企业,这类企业通常是风险喜好者,如果市场是有效的,那么企业无论采取什么风险规避措施,也不可能开发出一点额外的收益,因此听任外汇风险头寸如实反映企业的资产、负债及资金营动,企业也不会受到多大损失。当然,各国都在采取措施完善市场,尽量使市场参与者在获得充分信息后决定市场价格,使市场成为有效市场,在有效市场中,由于信息对每个市场参与者都是公平、无代价的,市场交易成本为零,因此不存在投机、套汇利润,企业进行风险管理意义不大。但是,即使在美国这样的市场经济高度发达的国家,也存在着大量的“市场失效”,例如受税收、外汇管制、会计制度影响,各国市场之间的交易费存在较大差异,加上信息在各种语言间的翻译、对外汇风险的认识及评估也不一致,外汇市场的参与者完全可以通过各种金融工具来开发市场间内在的不一致,并从中获得额外收益。相信市场机制而漠视外汇风险实际上把企业推入了一种危险的境地。

(3)保持外币头寸。涉外经济人的外汇头寸暴露可分为长头寸和短头寸,保持外汇风险头寸,安置外汇敞口,是企业为了获取风险收益而采用的策略。如果企业保留外汇长头寸,即企业的外币资产大于外币负债,例如企业从本国筹资然后投资于海外,将本币资产转换成外币资产,或设法获得外币资产。采取保持外汇长头寸措施,主要原因有两务:第一,由本币和外币的利差引起的本币可能贬值的损失被企业高估,也就是外币的变动与利率平价相比,可能下跌得更慢或上涨得更快。例如,本币的利率为15%,外币的利率为10%,根据购买力平价,本币的远期汇率将下跌5%,外币则应该上涨5%,但是,实际汇率与利率平价并不一

致,如果企业认定本币下跌(换个角度即外币上涨)的幅度绝对超过 5%,企业保持外汇长头寸就可以获得风险收益。第二,相对于由购买力平价决定的远期汇率,本币的通货膨胀率被企业高估,也就是外币变动可能比购买力平价决定的升幅还要高,或比购买力平价决定的降幅还要低,尤其是当外国的政局比本国稳定时,企业应该保持外汇长头寸。

与保持外汇长头寸相反,如果企业低估由利差引起的外币可能升值的幅度,或者高估外币的通货膨胀率,认为外币的实际汇率比购买力平价或利率平价决定的均衡汇率上升得更慢,或下降得更快,企业必然会保持外汇短头寸,使企业的外币负债大于企业的外币资产。企业在经营中表现为大量举借外债投资于海外分公司和本国的公司,一旦外币真的如其所料贬值,企业就可以减轻债务负担,从中获取风险收益。

保持外汇头寸,企业可谓风险与机遇共存。企业采用这种措施的根本原因在于预期未来汇率与远期汇率之间非同步运动,并根据二者孰高孰低决定保持外汇长头寸还是短头寸,企业能否如愿以偿地获得风险收益,完全取决于预期汇率的准确度,一旦预期汇率与远期汇率相对方向判断失误,企业将蒙受巨大的损失,这种损失比企业实行风险中立化或淡漠化时的损失都要大。当然,如果企业的预期汇率判断准确,得到的收益也会远远超过上述两种风险战略措施。

(4)外汇头寸多元化。企业对日常经营中资产、负债、资金流量项目出现的外汇风险头寸,采用分散化、多元化管理,使外汇风险头寸分散为不同货币和不同期限。一旦企业外汇头寸(无论是长头寸还是短头寸)数量一定,外汇头寸的风险大小主要取决于外币结构。俗话说,“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”,企业的外汇头寸也不应该集中于某一种货币,即使该货币目前呈现为硬币,可能给企业带来较大的风险收益。因为国际金融市场风云变幻,汇市极不稳定,没有一种货币能长期充当硬币,主要西方国家的货币,如美元、日元、德国马克 80 年代都出现过起大落,企业把赌注押在任何一种货币上都要冒较大的风险。如果企业的外汇头寸由多种货币构成,由于各种货币同时涨跌的相关性极小,每种货币的变动都有复杂的国内、国际原因,因此不同货币之间的涨跌往往相互抵销,企业的外汇头寸风险就相对缩小。

外汇头寸多元化,并非构成企业外汇头寸的币种越多越好,企业选择多少种货币、选择哪几种货币,需要具体情况具体分析,但是在原则上要明确以下两点:

①满足企业的主要业务需要。企业的进出口、筹资、投资等业务,涉及到许多国家和货币,外汇头寸分散化、多元化完全可以依据企业自身的业务需要来确定币种。一般地,企业不愿把涉外业务集中在一个国家进行,因为这样做将冒难以避免的国家风险,如该国对所有的外国企业实行国有化或禁止对外支付硬通货,企业的业务就无法继续维持。然而,对于中小企业来讲,其业务可能只涉及到一个国家,仅以业务来确定外汇头寸的货币结构难以实现外汇头寸多元化,这时就需要再引进一、二种其他货币。

②实现综合收益最大化。构成企业外汇头寸的货币,根据其变动方向可分为“软币”和“硬币”。软币具有下跌的趋势,但是利率较高;硬币具有上涨的趋势,但是利率较低。如果企业的外汇头寸为长头寸,仅从汇率考虑,企业自然希望多持硬币,少持软币,随着硬币价值的上涨,企业将获得更多的额外收益。然而加进利率因素,情况就不一样了,往往会发生硬

币不硬,软币不软的现象,即硬币上涨的幅度小于软币与硬币之间的利差,软币的综合收益率高于硬币的综合收益率(某种货币的综合收益率=该货币的汇率升幅+该货币的利率)。例如,美元作为硬币,其年升水率为5%,年利率为4%,综合收益率为9%,法国法郎作为软币,其年贴水率为6%,年利率为18%,综合收益率为12%,此时企业外汇长头寸中美元比重大于法国法郎并不能获得最佳综合收益,相反,法国法郎比重越大,企业的综合收益越高。

如果企业持有的外汇风险头寸为短头寸,企业必然愿意多持软币,少持硬币,从而随软币下跌减少债务成本,获得更高的额外收益。与外汇长头寸情况相似,企业同样会面临硬币不硬、软币不软的问题,也需要考察综合成本,然后合理地安排币种结构。

总之,企业可以从自身需要出发,确立某一种外汇风险管理战略。外汇风险管理战略不同,所要求的人员素质、管理技术、设备差异很大,结果自然也不相同,但是一般意义上最优的外汇风险管理战略不一定是某特定企业的最适用战略,企业不能在战略选择上互相攀比,最好是一旦选定某种外汇风险管理战略,就持之以恒,除非企业的性质、业务发生了根本性变化,不应该轻易地更改外汇风险管理战略。

第四节 我国的外汇管理战略

一、建立我国外汇风险管理战略的必要性

我国的外汇风险主要集中在涉外经济活动中,具体表现在两个方面:一是外币与美元之间的风险;二是外币与人民币之间的风险。我国的进出口、利用外资、非贸易收支及对外投资都以美元计价和统计,大多数业务还以美元作为结算货币,但是我国的进出口及利用外资的最大伙伴是日本,其次是香港、欧共体、美国,如果企业只能购买美元,而要用日元进行支付,就会面临日元和美元之间汇率变动产生的风险。尤其当企业经营中借用还货币不一致时,也就是企业筹集美元资金,而用马克支付货款,最后用日元收入来偿还美元债务,企业的外汇风险最大。

自改革开放以来,人民币汇价不断下调,从80年代初的1美元=1.5元人民币下降到1994年的1美元=8.7元人民币。13年间人民币下跌了4.8倍,也就是80年代初企业的美元债务,如今需要高出当初预算4.8倍的人民币来偿还,如此巨大的风险损失,任何企业都难以承受。在1994年元旦外汇官价与市场价格并轨以前,由于官方牌价比较稳定,外汇调剂价也受到管理,企业用本币买卖外币的风险尚不突出。随着人民币部分可兑换,以及逐步迈向自由兑换,人民币汇率主要由市场供求关系来确定,所有影响外汇供求的因素都将从不同渠道作用于人民币汇率,人民币汇率的波动必然加剧,外汇风险相应地显著增加。外汇风险不仅在微观上提高或降低企业的经营成果、经济效益,而且在宏观上影响我国的对外贸

易、国际收支、国民收入及就业水平,关系到我国国民经济能否持续稳定地发展,制定我国的外汇风险管理战略,有利于推进我国市场经济的建立和完善,加速我国与国际市场的接轨。从国际上看,浮动汇率制在相当长一段时期内仍将主导国际金融体系,加上主要资本主义国家之间政治经济发展不平衡继续扩大,主要货币之间汇率的大起大落难以避免,外汇风险呈上升趋势,国际汇率的剧烈波动必然反映到人民币汇率运动中,使人民币汇率的波动更加复杂。因此,制定我国的外汇风险管理战略,是国内外经济形势的迫切需要,是事关重大的战略性问题。

二、我国外汇风险管理战略构想

1. 建立以外汇银行为中心的外汇风险管理体系

自1994年1月1日起,我国的进出口贸易及其他外汇收支都实行外汇银行结汇售汇制,银行集中购入全部外汇,然后出售给需要外汇的企事业单位和个人,由于银行每日购入和售出的外汇不可能在币种、金额、期限上完全一致,必然会出现某种货币的外汇风险头寸乃至总体上的外汇长头寸或短头寸,承担极大的外汇风险。在结汇售汇制下,企业可以把外汇风险很大程度上转嫁给外汇银行,因为企业获准运用远期合同等套期保值手段,外汇风险将集中体现在外汇银行身上,据此,我国的外汇风险管理应该以外汇银行为中心,通过上海的中国外汇交易中心建立外汇银行间的外汇市场,各外汇银行与外汇交易中心联网,相互间轧平外汇头寸,保持外汇资产、外汇负债在金额及结构上的平衡,最大限度地消除外汇风险。中国外汇交易中心可以允许外国银行参加交易,成为连接国内外汇市场和国际外汇市场的枢纽,为外汇银行轧平外汇头寸提供更加广阔的空间,最终形成国内企业→外汇指定银行→中国外汇交易中心→国际外汇市场的外汇风险转嫁体系,有效地趋利避害,防范外汇风险。

2. 加强人民银行对外汇市场的干预,建立合理的人民币汇率目标管理体系

外汇风险管理的核心问题是汇率问题,影响汇率的因素虽然很多,但是中央银行的宏观货币政策对汇率起着决定性影响,货币发行量、信贷规模、利率等直接关系到货币购买力高低及通货膨胀幅度,进而表现为汇率波动。实行市场经济的国家,都将干预外汇市场列为中央银行进行宏观经济管理的一项重要职责。人民银行可以运用国家外汇储备,参与中国外汇交易中心的外汇买卖,并成为银行间外汇市场的主导力量。人民银行参与中国外汇交易市场有两个目的,其一是干预外汇市场,通过突发的、巨额的外汇买卖,改变外汇市场的供求关系,使人民币汇率稳定在有利于国民经济持续健康发展的水平上。其二是调整国家外汇储备的结构,对储备的风险头寸进行管理,防止国家储备蒙受外汇风险损失;前一个目的具有极强的政策性,在操作上难度也很大。首先,需要确立人民币汇率波动的目标区,在该目标区内,国民经济不会因汇率变动而受损害。其次,需要具备干预外汇市场的实力,人民银行不可能将所有的外汇储备用于干预汇市,因为至少需要保留三个月进口及偿付外债所需的外汇,只有在此基础上富余的外汇才能用于干预外汇市场,如果外汇市场供求矛盾十分尖锐,人民银行投入的外汇往往是杯水车薪,不足以扭转汇率涨跌趋势、干预就会以失败而告终。再次,需要进行国际合作。目前,国际金融市场呈现出全球一体化趋势,外汇买卖早已

越跨国界,离岸金融业务日趋发达,在我国也有一批国际银行进入,随着上海国际金融中心地位的恢复及香港回归祖国,国际投机者必然会大举进攻我国,届时仅靠人民银行的力量很难有效地干预外汇市场,必须加强与主要资本主义国家中央银行的合作,达成各种互相支持的外汇回购协定,或者联手共同干预外汇市场,在互惠互利基础上实现我国的汇率目标区管理。

3. 制定外汇风险管理的法规,建立外汇风险信息中心

外汇风险对我国经济影响深远,80年代我国许多企业在举借外债和对外贸易中因忽略外汇风险管理而蒙受了巨大损失,因此有必要制定外汇风险管理法规,限制企业持有外汇风险头寸的额度,规定企业防范外汇风险的职责、权限、手段,以及企业主管部门、外汇管理部门的监督措施。例如,人民银行可以规定,外汇指定银行每日未轧平的外汇头寸不能超过其资本额的25%,每一种货币未轧平的外汇头寸不能超过其资本额的10%,从而防止外汇汇率大起大落导致银行因资力无法承受外汇风险损失而破产。外贸企业、旅游业、金融机构、三资企业由于其业务特点,在进出口、旅游、国际融资中外汇风险各有特色,需要选择不同的金融工具和措施进行管理,各部门都应针对本部门的具体情况制定科学的外汇风险管理措施。

外汇风险管理成功的保障在于信息灵通、汇价预测准确,因此需要建立全国外汇风险信息中心,负责搜集国内外汇价变动的资料,分析研究人民币汇率的运动趋势,并对人民币汇率进行预测。该信息中心一方面协调、动员全国研究、教学和实务部门的国际金融研究力量,另一方面通过电视、电台、报刊等传播媒介,在全国范围内迅速传递国际金融信息。各涉外经济人,如外汇银行、外贸企业、三资企业、旅游部门也应将外汇风险管理纳入企业经营管理,设置专门机构或专人,分析各种国际金融信息,编制本单位的外汇头寸表,制定本单位的外汇风险管理战略,提出资产负债管理意见及业务部门选用币种的意见,避免外汇风险。

我国的外汇目前处于多头管理状态,计委、财政部、人民银行、经贸部、中国银行、农林渔业部都依据外汇来源不同分管一块外汇,各部门在外汇风险问题上往往不能协调,容易各自为政,无法进行统一的监督、检查、指导、管理,需要成立一个由各部门联合组成的外汇风险管理机构,制定外汇风险管理各项政策、法规,并负责监督这些政策和法规的实施。

附录 外汇投资最新法规

国务院关于修改《中华人民共和国 外汇管理条例》的决定

国务院决定对《中华人民共和国外汇管理条例》作如下修改：

一、增加一条，作为第五条：“国家对经常性国际支付和转移不予限制。”

二、第十三条第一款作为第十四条第一款，修改为：“个人因私用汇，在规定限额以内购汇。超过规定限额的个人因私用汇，应当向外汇管理机关提出申请，外汇管理机关认为其申请属实的，可以购汇。”

三、增加一条，作为第十五条：“个人移居境外后，其境内资产产生的收益，可以持规定的证明材料和有效凭证向外汇指定银行购汇汇出或者携带出境。”

四、第十五条和第十六条合并，作为第十七条，修改为：“驻华机构和来华人员的合法人民币收入，需要汇出境外的，可以持有关证明材料和凭证到外汇指定银行兑付。”

本决定自发布之日起施行。

《中华人民共和国外汇管理条例》根据本决定作相应的修正，重新发布。

中华人民共和国外汇管理条例

(1996年1月29日中华人民共和国国务院令第193号发布)

根据1997年1月14日

《国务院关于修改〈中华人民共和国外汇管理条例〉的决定》修正)

第一章 总 则

第一条 为了加强外汇管理,保持国际收支平衡,促进国民经济健康发展,制定本条例。

第二条 国务院外汇管理部门及其分支机构(以下统称外汇管理机关),依法履行外汇管理职责,负责本条例的实施。

第三条 本条例所称外汇,是指下列以外币表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产:

- (一)外国货币,包括纸币、铸币;
- (二)外币支付凭证,包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等;
- (三)外币有价证券,包括政府债券、公司债券、股票等;
- (四)特别提款权、欧洲货币单位;
- (五)其他外汇资产。

第四条 境内机构、个人、驻华机构、来华人员的外汇收支或者经营活动,适用本条例。

第五条 国家对经常性国际支付和转移不予限制。

第六条 国家实行国际收支统计申报制度。凡有国际收支活动的单位和个人,必须进行国际收支统计申报。

第七条 在中华人民共和国境内,禁止外币流通,并不得以外币计价结算。

第八条 任何单位和个人都有权检举、揭发违反外汇管理的行为和活动。

对检举、揭发或者协助查处违反外汇管理案件有功的单位和个人,由外汇管理机关给予奖励,并负责保密。

第二章 经常项目外汇

第九条 境内机构的经常项目外汇收入必须调回境内,不得违反国家有关规定将外汇擅自存放在境外。

第十条 境内机构的经常项目外汇收入,应当按照国务院关于结汇、售汇及付汇管理的规定卖给外汇指定银行,或者经批准在外汇指定银行开立外汇帐户。

第十一条 境内机构的经常项目用汇,应当按照国务院关于结汇、售汇及付汇管理的规定,持有效凭证和商业单据向外汇指定银行购汇支付。

第十二条 境内机构的出口收汇和进口付汇,应当按照国家关于出口收汇核销管理和进口付汇核销管理的规定办理核销手续。

第十三条 属于个人所有的外汇,可以自行持有,也可以存入银行或者卖给外汇指定银行。

个人的外汇储蓄存款,实行存款自愿、取款自由、存款有息、为储户保密的原则。

第十四条 个人因私用汇,在规定限额以内购汇。超过规定限额的个人因私用汇,应当向外汇管理机关提出申请,外汇管理机关认为其申请属实的,可以购汇。

个人携带外汇进出境,应当向海关办理申报手续;携带外汇出境,超过规定限额的,还应当向海关出具有效凭证。

第十五条 个人移居境外后,其境内资产产生的收益,可以持规定的证明材料和有效凭证向外汇指定银行购汇汇出或者携带出境。

第十六条 居住在境内的中国公民持有的外币支付凭证、外币有价证券等形式的外汇资产,未经外汇管理机关批准,不得携带或者邮寄出境。

第十七条 驻华机构和来华人员的合法人民币收入,需要汇出境外的,可以持有关证明材料和凭证到外汇指定银行兑付。

第十八条 驻华机构和来华人员由境外汇入或者携带入境的外汇,可以自行保存,可以存入银行或者卖给外汇指定银行,也可以持有效凭证汇出或者携带出境。

第三章 资本项目外汇

第十九条 境内机构的资本项目外汇收入,除国务院另有规定外,应当调回境内。

第二十条 境内机构的资本项目外汇收入,应当按照国家有关规定在外汇指定银行开立外汇帐户;卖给外汇指定银行的,须经外汇管理机关批准。

第二十一条 境内机构向境外投资,在向审批主管部门申请前,由外汇管理机关审查其外汇资金来源;经批准后,按照国务院关于境外投资外汇管理的规定办理有关资金汇出手续。

第二十二条 借用国外贷款,由国务院确定的政府部门、国务院外汇管理部门批准的金融机构和企业按照国家有关规定办理。

外商投资企业借用国外贷款,应当报外汇管理机关备案。

第二十三条 金融机构在境外发行外币债券,须经国务院外汇管理部门批准,并按照国家有关规定办理。

第二十四条 提供对外担保,只能由符合国家规定条件的金融机构和企业办理,并须经外汇管理机关批准。

第二十五条 国家对外债实行登记制度。

境内机构应当按照国务院关于外债统计监测的规定办理外债登记。

国务院外汇管理部门负责全国的外债统计与监测,并定期公布外债情况。

第二十六条 依法终止的外商投资企业,按照国家有关规定进行清算、纳税后,属于外方投资者所有的人民币,可以向外汇指定银行购汇汇出或者携带出境;属于中方投资者所有的外汇,应当全部卖给外汇指定银行。

第四章 金融机构外汇业务

第二十七条 金融机构经营外汇业务须经外汇管理机关批准,领取经营外汇业务许可证。

未经外汇管理机关批准,任何单位和个人不得经营外汇业务。经批准经营外汇业务的金融机构,经营外汇业务不得超出批准的范围。

第二十八条 经营外汇业务的金融机构应当按照国家有关规定为客户开立外汇帐户,办理有关外汇业务。

第二十九条 金融机构经营外汇业务,应当按照国家有关规定交存外汇存款准备金,遵守外汇资产负债比例管理的规定,并建立呆帐准备金。

第三十条 外汇指定银行办理结汇业务所需的人民币资金,应当使用自有资金。

外汇指定银行的结算周转外汇,实行比例幅度管理,具体幅度由中国人民银行根据实际情况核定。

第三十一条 金融机构经营外汇业务,应当接受外汇管理机关的检查、监督。

经营外汇业务的金融机构应当向外汇管理机关报送外汇资产负债表、损益表以及其他财务会计报表和资料。

第三十二条 金融机构终止经营外汇业务,应当向外汇管理机关提出申请。金融机构经批准终止经营外汇业务的,应当依法进行外汇债权、债务的清算,并缴销经营外汇业务许可证。

第五章 人民币汇率外汇市场

第三十三条 人民币汇率实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。

中国人民银行根据银行间外汇市场形成的价格,公布人民币对主要外币的汇率。

第三十四条 外汇市场交易应当遵循公开、公平、公正和诚实信用的原则。

第三十五条 外汇市场交易的币种和形式由国务院外汇管理部门规定和调整。

第三十六条 外汇指定银行和经营外汇业务的其他金融机构是银行间外汇市场的交易者。

外汇指定银行和经营外汇业务的其他金融机构,应当根据中国人民银行公布的汇率和规定的浮动范围,确定对客户的外汇买卖价格,办理外汇买卖业务。

第三十七条 国务院外汇管理部门依法监督管理全国的外汇市场。

第三十八条 中国人民银行根据货币政策的要求和外汇市场的变化,依法对外汇市场进行调控。

第六章 法律责任

第三十九条 有下列逃汇行为之一的,由外汇管理机关责令限期调回外汇,强制收兑,并处逃汇金额百分之三十以上 5 倍以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任:

- (一)违反国家规定,擅自将外汇存放在境外的;
- (二)不按照国家规定将外汇卖给外汇指定银行的;
- (三)违反国家规定将外汇汇出或者携带出境的;
- (四)未经外汇管理机关批准,擅自将外币存款凭证、外币有价证券携带或者邮寄出境的;
- (五)其他逃汇行为。

第四十条 有下列非法套汇行为之一的,由外汇管理机关给予警告,强制收兑,并处非法套汇金额百分之三十以上 3 倍以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任:

- (一)违反国家规定,以人民币支付或者以实物偿付应当以外汇支付的进口货款或者其他类似支出的;
- (二)以人民币为他人支付在境内的费用,由对方付给外汇的;
- (三)未经外汇管理机关批准,境外投资者以人民币或者境内所购物资在境内进行投资的;
- (四)以虚假或者无效的凭证、合同、单据等向外汇指定银行骗购外汇的;
- (五)非法套汇的其他行为。

第四十一条 未经外汇管理机关批准,擅自经营外汇业务的,由外汇管理机关没收违法所得,并予以取缔;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

经营外汇业务的金融机构擅自超出批准的范围经营外汇业务的,由外汇管理机关责令改正,有违法所得的,没收违法所得,并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款;没有违法所得的,处 10 万元以上 50 万元以下的罚款;情节严重或者逾期不改正的,由外汇管理机关责令整顿或者吊销经营外汇业务许可证;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第四十二条 外汇指定银行未按照国家规定办理结汇、售汇业务的,由外汇管理机关责令改正,通报批评,没收违法所得,并处 10 万元以上 50 万元以下的罚款;情节严重的,停止其办理结汇、售汇业务。

第四十三条 经营处汇业务的金融机构违反人民币汇率管理、外汇存贷款利率管理或者外汇交易市场管理的,由外汇管理机关责令改正,通报批评,有违法所得的,没收违法所得,并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款;没有违法所得的,处 10 万元以上 50 万元以下的罚款;情节严重的,由外汇管理机关责令整顿或者吊销经营外汇业务许可证。

第四十四条 境内机构有下列违反外债管理行为之一的,由外汇管理机关给予警告,通报批评,并处 10 万元以上 50 万元以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任:

- (一)擅自办理对外借款的;
- (二)违反国家有关规定,擅自在境外发行外币债券的;
- (三)违反国家有关规定,擅自提供对外担保的;
- (四)有违反外债管理的其他行为的。

第四十五条 境内机构有下列非法使用外汇行为之一的,由外汇管理机关责令改正,强制收兑,没收违法所得,并处违法外汇金额等值以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任:

- (一)以外币在境内计价结算的;
- (二)擅自以外汇作质押的;
- (三)私自改变外汇用途的;
- (四)非法使用外汇的其他行为。

第四十六条 私自买卖外汇、变相买卖外汇或者倒买倒卖外汇的,由外汇管理机关给予警告,强制收兑,没收违法所得,并处违法外汇金额百分之三十以上 3 倍以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第四十七条 境内机构违反外汇帐户管理规定,擅自在境内、境外开立外汇帐户的,出借、串用、转让外汇帐户的,或者擅自改变外汇帐户使用范围的,由外汇管理机关责令改正,撤销外汇帐户,通报批评,并处 5 万元以上 30 万元以下的罚款。

第四十八条 境内机构违反外汇核销管理规定,伪造、涂改、出借、转让或者重复使用进出口核销单证的,或者未按规定办理核销手续的,由外汇管理机关给予警告,通报批评,没收违法所得,并处 5 万元以上 30 万元以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第四十九条 经营外汇业务的金融机构违反本条例第二十九条、第三十一条规定的,由外汇管理机关责令改正,通报批评,并处 5 万元以上 30 万元以下的罚款。

第五十条 当事人对外汇管理机关的处罚决定不服的,可以自收到处罚决定通知书之日起 15 日内向上一级外汇管理机关申请复议;上一级外汇管理机关应当自收到复议申请书之日起 2 个月内作出复议决定。当事人对复议决定仍不服的,可以依法向人民法院提起诉讼。

第五十一条 境内机构违反外汇管理规定的,除依照本条例给予处罚外,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,应当给予纪律处分;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第七章 附 则

第五十二条 本条例下列用语的含义:

(一)“境内机构”是指中华人民共和国境内的企业事业单位、国家机关、社会团体、部队等,包括外商投资企业。

(二)“外汇指定银行”是指经外汇管理机关批准经营结汇和售汇业务的银行。

(三)“个人”是指中国公民和在中华人民共和国境内居住满 1 年的外国人。

(四)“驻华机构”是指外国驻华外交机构、领事机构、国际组织驻华代表机构、外国驻华

商务机构和国外民间组织驻华业务机构等。

(五)“来华人员”是指驻华机构的常驻人员、短期入境的外国人、应聘在境内机构工作的外国人以及外国留学生等。

(六)“经常项目”是指国际收支中经常发生的交易项目,包括贸易收支、劳务收支、单方面转移等。

(七)“资本项目”是指国际收支中因资本输出和输入而产生的资产与负债的增减项目,包括直接投资、各类贷款、证券投资等。

第五十三条 保税区的外汇管理办法,由国务院外汇管理部门另行制定。

第五十四条 边境贸易和边民互市的外汇管理办法,由国务院外汇管理部门根据本条例规定的原则另行制定。

第五十五条 本条例自1996年4月1日起施行。1980年12月18日国务院发布的《中华人民共和国外汇管理暂行条例》及其配套的细则同时废止。

贸易进口付汇核销监管暂行办法

(1997年1月17日 国家外汇管理局发布)

第一章 总 则

第一条 为完善贸易进口付汇核销监管,根据《中华人民共和国外汇管理条例》的规定,特制定本办法。

第二条 经过外贸易经济合作部或其授权单位批准的经营进口业务的企业(包括外商投资企业)、事业单位(以下简称进口单位),以通过银行购汇或从现汇帐户支付的方式,向境外支付有关进口商品的贷款、预付款、尾款等(以下简称进口付汇),应当按照本办法办理核销手续。

第三条 “贸易进口付汇核销单”(代申报单)(以下简称核销单),系指由国家外汇管理局制定格式、进口单位填写、外汇指定银行审核并凭以办理进口付汇的凭证。

一份核销单只可凭以办理一次付汇。

第四条 国家外汇管理局及其分支局(以下简称外汇局)负责所有进口付汇的核销、核查和管理,并对进口单位和外汇指定银行进行监督、检查。外汇指定银行应当向所在地外汇局报送核销单及有关报表,对外付汇的进口单位应当向所在地外汇局办理进口付汇核销报审手续。

第五条 货到汇款项下的进口付汇由外汇指定银行在凭正本进口货物报关单(付汇核销专用联,下同)办理进口付汇的同时视为办妥核销手续;其它结算方式项下的进口付汇由

进口单位凭核销单、备案表、正本进口货物报关单(转口贸易项下的进口付汇凭转口所得的结汇水单)直接向外汇局办理核销报审手续。

第六条 进口单位应当凭对外经贸部(委、厅)的批件、工商管理部门颁发的执照和技术监督部门颁发的企业代码证书到所在地外汇局办理列入“对外付汇进口单位名录”。不在名录上的进口单位不得直接到外汇指定银行办理进口付汇。

第七条 外汇局将及时向外汇指定银行公布、更新和调整名录。各省、自治区、直辖市、计划单列市和经济特区外汇局可视本地区的情况集中或由下属分支局分别公布本地区的“对外付汇进口单位名录”。

第八条 外汇局有权根据进口单位的核销等情况随时向外汇指定银行公布“由外汇局审核真实性的进口单位名单”。进口单位受真实性审核的最低期限 6 个月。

第九条 下列进口付汇应当在付汇或开立进口信用证前由进口单位逐笔向所在地外汇局申请并办理“进口付汇备案表(简称备案表)手续,外汇指定银行凭备案表按规定为其办理进口付汇手续:

1. 不在“对外付汇进口单位名录”上的;
2. 被列入“由外汇局审核真实性的进口单位名单”的;
3. 付汇后 90 天以内(不含 90 天)不能到货报关的;
4. 进口单位到其所在地外汇局管辖的市、县以外的外汇指定银行付汇的。

第二章 进口付汇核销流程

第十条 进口单位办理付汇时应当按规定如实填写核销单(一式三联),属于货到汇款的还应当填写有关“进口货物报关单”编号和报关币种金额,将核销单连同其它付汇单证一并送外汇指定银行审核。

第十一条 外汇指定银行在办理付汇手续后,应当将核销单第一联按货到汇款和其它结算方式分类,分别装订成册并按周向进口单位所在地外汇局报送;将第二联退进口单位,将第三联与其它付汇单证一并留存五年备查。

第十二条 外汇指定银行对凭备案表付汇的,应当将备案表第一联与核销单第三联一并留存备查;将第二联与核销单第二联退进口单位留存;将第三联与核销单第一联报送本银行所在地外汇局。

第十三条 进口单位应当按月将核销表及所附核销单证报外汇局审查;应当在有关货物进口报关后一个月内向外汇局办理核销报审手续。

在办理核销报审时,对已到货的,进口单位应当将正本进口货物报关单等核销单证附在相应核销单后(凭备案表付汇的还应当将备案表附在有关核销单后),并如实填写“贸易进口付汇到货核销表”;对未到货的,填写“贸易进口付汇未到货核销表”

第十四条 外汇局审查进口单位报送的核销表及所附单证后,应当在核销表及所附的各张报关单上加盖“已报审”章,留存核销表第一联,将第二联与所附单证退进口单位。

进口单位应当将核销表及所附单证保存五年备查。

第十五条 外汇指定银行应当于每月 5 日前向外汇局报送“贸易进口付汇统计月报表”。

第三章 核销监管

第十六条 外汇局按照总额或逐笔的方式交叉核查外汇指定银行和进口单位双向报送的核销单;根据外汇指定银行报送的核销单核查进口单位报送的核销表及所附单证;根据备案表核查进口单位和银行的付汇及核销情况。

第十七条 外汇局根据核查情况对进口单位和外汇指定银行进行抽查;对可疑点的单证和进口单位及外汇指定银行进行重点核查,并按照有关规定随时向报关单签发地海关进行“二次核对”。货到汇款项下凭进口货物报关单办理付汇的,进口货物报关单的“二次核对”仍由外汇指定银行负责。

第十八条 对有下列行为的进口单位,应当在接到通知后的五个工作日内向外汇局说明情况。逾期未说明情况或无正当理由的,外汇局应当按照本办法第八条的规定将进口单位列入“由外汇局审核真实性的进口单位名单”:

1. 向外汇局或外汇指定银行报审伪造、假冒、涂改、重复使用等进口货物报关单(核销联)或其它凭证的;
2. 付汇后无法按时提供有效进口货物报关单或其它到货证明的;
3. 需凭备案表付汇而没有备案表的;
4. 漏报、瞒报等不按规定向外汇局报送核销表及所附单证或丢失有关核销单证的;
5. 违反本办法其它规定的。

第十九条 对违反本办法的外汇指定银行和进口单位,外汇局按照《中华人民共和国外汇管理条例》的规定予以处罚。

第二十条 外汇局各分局应当于每月 10 日前向国家外汇管理局报送“贸易进口付汇核查考核表”。

第四章 附 则

第二十一条 本办法由国家外汇管理局负责解释。

第二十二条 本办法自 1997 年 3 月 1 日起实施。1996 年 7 月 31 日发布的“进口售付汇核销管理暂行办法”同时废止。

国家外汇管理局有关方面负责人就中有关问题答 记者问《贸易进口付汇核销监管暂行办法》

问:制定这个办法的目的是什么?

答:制定进口付汇核销监管办法的目的有三个:一是进一步放松事前管理,建立经常项目进口付汇的事后监管机制,保证进口付汇的真实性和人民币经常项目可兑换的有序进行;二是通过对进口付汇单据的审核及与进口到货报关单据的核对和检查,规范进口单位和外汇指定银行的进口付汇行为;三是通过进口付汇核销监管,防止经常项目项下与资本项目项下的外汇相互转移,扰乱金融秩序。

问:办法监管的对象是什么?

答:监管对象有两个:一是有进口经营权的外贸单位和外商投资企业(统称进口单位),二是外汇指定银行,包括外资银行和合资银行。

问:办法的监管手段是什么?为什么采取这种手段?

答:贸易进口付汇核销的监管手段有三个:一是发布“对外付汇进口单位名录”,明确哪些单位可以直接到银行办理进口付汇,同时这些单位也要履行办理核销的责任,接受外汇局的进口付汇核销监管,不在名录上的单位不能直接在外汇指定银行办理进口付汇手续。二是用海关、外汇指定银行、进口单位三方的数据交叉核对。三是公布“由外汇局审核真实性的进口单位名单”,该名单内的进口单位的进口付汇应当由外汇局逐笔审核真实性。通过这三个手段,外汇局可以对经常项目项下的进口付汇行为进行由面及点的监管。

大多数进口单位是守法的、操作规范的,外汇局相信他们的进口付汇行为是符合规定的,只要他们如实付汇,按时到货报关,及时向外汇局办理核销报审手续,就可以按结售汇规定直接到外汇指定银行办理进口付汇。反之,哪些不珍惜自己的声誉,违反进口付汇核销管理规定的进口单位,将被列入“由外汇局审核真实性的进口单位名单”,接受外汇局的进口付汇真实性审核,而不能直接到外汇指定银行办理进口付汇。可以说,能够直接到外汇指定银行办理进口付汇,是进口单位良好信誉的具体体现。

问:贸易进口付汇核销监管有哪些环节?

答:有四个环节。一是数据报送环节。外汇指定银行向外汇局报送付汇数据,进口单位向外汇局报审到货信息及有关单据。二是外汇局的核对、核查环节。通过对进口单位的付汇及到货情况的核对,掌握整体的付汇到货情况。三是抽查及重点检查环节。通过日常核对审核发现问题,进行抽查及重点检查,并确定性质执行处罚。四是根据核销监管情况反馈的信息对“对外付汇进口单位名录”和“由外汇局审核真实性的进口单位名单”进行调整。

问:外汇指定银行如何进行进口付汇审核,以配合进口付汇核销监管?

答:一、审核申请进口付汇的单位是否在本地区的“对外付汇进口单位名录”内;审核申请进口付汇的单位是否在“由外汇局审核真实性的进口单位名单”内;区别情况按照《贸易进

口付汇核销监管暂行办法》的规定要求付汇申请单位提供有关单证;

二、属于货到付款的,凭进口货物报关单办理进口付汇,并按照规定办理“二次核对”。

问:进入“对外付汇进口单位名录”需要什么手续?

答:进口单位进入该“名录”,须向外汇局出示下列文件:

一、对外经贸管理部门批准的进口经营权的批件;

二、工商管理部门颁发的营业执照(副本);

三、技术监督部门颁发的企业代码证书(副本)。

问:进口单位犯有哪些行为将被列入“由外汇局审核真实性的进口单位名单”?

答:犯有下列行为的进口单位将被列入:

一、向外汇局或外汇指定银行报审伪造、假冒、涂改、重复使用进口货物报关单(核销联)

或其它凭证的;

二、付汇后无法按时提供有效进口货物报关单或其它到货证明的;

三、需凭备案表付汇而没有备案表的;

四、漏报、瞒报等不按规定向外汇局报送核销表及所附单证或丢失有关核销单证的;

五、违反办法中其它规定的。

问:“进口付汇备案表”含义是什么?如何使用?

答:备案表是外汇局对特殊进口付汇行为进行真实性审核后的确认证明,是外汇指定银行办理上述进口付汇的依据。

“进口付汇备案表”用于以下四种情况进口付汇:

一、进口单位不在“对外付汇进口单位名录”内的;

二、进口单位被列入“由外汇局审核真实性的进口单位名单”内的;

三、付汇后 90 天内不能到货报关的;

四、进口单位到其所在地外汇局管辖的市、县以外的外汇指定银行付汇的。

问:货到付款项下的进口付汇如何核销?其它进口付汇如何核销?

答:外汇指定银行凭正本进口货物报关单(核销专用联)办理货到付款项下的进口付汇,外汇局视为该笔进口付汇已办妥核销,但今后可以对此进行检查。

其它进口付汇的核销由进口单位自己填写核销表后按月向所在地外汇局报审。报审的核销表应当附有下列单证:

一、进口付汇核销单(代申报单)(第二联);

二、进口货物报关单(核销专用联);

三、进口付汇备案表(第二联);

四、外汇局要求的其它有关单证。

外汇局审核后在核销表和进口货物报关单上加盖“已报审”章,将上述单证退进口单位妥善保管。

问:违反办法的将受到什么处罚?

答:外汇局应当视违规情节轻重,按照《中华人民共和国外汇管理条例》给予如下处罚:

一、行政处罚。对违规者给予警告、通报批评等;

- 二、经济处罚。处以 5 万元以上 30 万元以下的罚款；
- 三、对触犯刑律的，移交有关司法部门追究刑事责任。

国家外汇管理局、海关总署 关于对携带外汇进出境管理的规定

一九九六年十二月三十一日

第一条 为加强对携带外币现钞、外币支付凭证进出境的管理，根据《中华人民共和国外汇管理条例》，特制定本规定。

第二条 本规定下列用语含义：

“进、出境人员”系指进境、出境的境内居民和非居民（包括外国人、华侨及港澳台同胞）

“银行”系指经国家外汇管理局批准开办外汇业务的国有商业银行及分支行和其他商业银行及分支行；

“当天多次往返”系指当天内进境或出境超过一次；

“短期内多次往返”系指 15 天进境或出境超过一次。

第三条 进出境人员携带下列数额外币现钞进境应向海关申报；

一、非居民携带外币现钞折合 5,000 美元以上者；

二、居民携带外币现钞折合 2,000 美元以上者。

当天多次及短期内多次往返者除外。

第四条 有本次入境申报数额记录的出境人员携带外币现钞出境、凡不超过其数额的，不需申领“携带外汇出境许可证”（以下简称“携带证”），海关凭其本次入境时的外汇申报数额记录查验放行。

第五条 无本次入境申报数额记录的出境人员携带外币现钞、外币支付凭证出境，按以下数额查验放行：

一、居民携出金额折合 2,000 美元以内（含 2,000 美元）、非居民携出金额折合 5,000 美元以内（含 5,000 美元）的，不需申领“携带证”，海关准予放行。当天多次往返及短期内多次往返者除外。

二、居民携出金额折合 2,000 美元以上至 4,000 美元（含 4,000 美元）、非居民携出金额折合 5,000 美元以上至 10,000 美元（含 10,000 美元）的，应向银行申领“携带证”。出境时，海关凭“携带证”放行。

三、居民携出金额折合 4,000 美元以上、非居民携出金额折合 10,000 美元以上的，须向当地外汇管理局申请核准，银行凭核准文件签发“携带证”。出境时，海关凭“携带证”放行。

四、对本条第三款项下出境人员携带外币现钞、外币支付凭证出境的申请，外汇管理机关应当审核其真实性，如确属经常项目下支付的需要，应当予以核准。

第六条 “当天多次往返”及“短期内多次往返”旅客按以下规定查验放行:

一、当天多次往返旅客,携带外汇入境须向海关申报,出境时海关凭本次入境时的申报数额记录或银行签发的“携带证”放行。

二、短期内多次往返旅客携带外币现钞折合 1,000 美元以上者,入境时须向海关申报,出境时海关凭本次入境时的申报数额记录放行;如无申报记录或银行签发的“携带证”,可携带外币现钞折合 1,000 美元出境,超出 1,000 美元的,海关不予放行。

第七条 出境人员携带境外的外币有价证券出境,比照对带出外币现钞的规定办理,超过规定数额的外币有价证券须报外汇管理机关核准,海关凭核准件放行。

第八条 “携带证”应同时盖有“国家外汇管理局携带外汇出境核准章”和“银行携带外汇出境专用章”,并自签发之日起 30 天内一次使用有效。

第九条 “携带证”一式三联。第一联由签发银行存查;第二联由签发银行按季交当地外汇管理部门存查;第三联由携带外汇出境人员交海关验存。

第十条 银行在签发“携带证”的同时,应按照《国际收支统计申报办法》的规定要求其客户填报相应的国际收支统计申报单。

第十一条 银行应在每季度终了 10 日内将签发“携带证”的情况报当地外汇管理部门核查。

第十二条 银行签发“携带证”必须符合国家外汇管理规定。外汇管理机关有权对银行签发“携带证”的情况进行检查。对违反规定的银行,外汇管理机关可视情节轻重,给予罚款直至停止其签发“携带证”资格等处罚。

第十三条 进出境人员携带外汇进出境违反本规定的,按国家有关法规处理。

第十四条 本规定自 1997 年 2 月 10 日起施行。

关于加强对中资企业境外机构 融资管理的通知

(国家外汇管理局 一九九七年一月十六日)

近期以来,境内中资企业驻外机构在境外(含香港)融资呈增长趋势,部分非独立企业法人未经国内主管部门批准或其境内总公司授权直接在境外开展融资活动,企业法人境外融资要求境内母公司担保的情况也在不断增多。为加强对境内中资企业驻外机构融资的管理,现将有关规定通知如下,请遵照执行:

一、中资企业在境外设立的非企业法人性质的办事处或代表处等,不从事经营性活动,因此不得在境外融资。

二、中资企业在境外设立的非独立企业法人性质的分公司,其对外融资须经总(母)公司授权,视为总(母)公司的对外借债,其总(母)公司须按国际商业贷款管理规定在境内办理有

关报批手续。境外分公司所筹资金如需调入境内使用,应事先经外汇管理部门批准。

三、中资企业在境外依法注册成立的子公司是独立的企业法人,负有限责任,在境外融资不受国家外债规模控制,境内总(母)公司不承担债务偿还责任。其融资如需境内总(母)公司出具担保,应依照 1996 年 9 月 25 日中国人民银行颁布的《境内机构对外担保管理办法》办理,所筹资金如需调入境内使用,境内机构应按外债管理有关规定办理国内手续。

中资企业境外机构未按以上规定办理的借款和担保一律无效。外汇管理部门将按照《中华人民共和国外汇管理条例》的有关规定对中资企业进行处罚。

境外进行项目融资管理暂行办法 国家计划委员会国家外汇管理局

(一九九七年四月十六日)

根据国务院关于进一步加强借用国际商业贷款宏观管理的要求,为规范境外进行项目融资的行为,加强对我国外债的管理,更有效地利用国外资金,特制定本办法。

第一条 本办法所称项目融资是指以境内建设项目的名义在境外筹措外汇资金,并仅以项目自身预期收入和资产对外承担债务偿还责任的融资方式。它应具有以下性质:

- (一)债权人对于建设项目以外的资产和收入没有追索权;
- (二)境内机构不以建设项目以外的资产、权益和收入进行抵押、质押或偿债;
- (三)境内机构不提供任何形式的融资担保。

第二条 项目融资主要适用于发电设施、高等级公路、桥梁、隧道、城市供水厂及污水处理厂等基础设施建设项目,以及其他投资规模大、且具有长期稳定预期收入的建设项目。

第三条 以项目融资方式筹措国外资金的建设项目(以下通称项目),主要投资者应具有足够的经济能力和履约能力,外方主要投资者还应有较强的国际融资能力和进行项目融资的业绩。

第四条 项目的融资、建设、经营等有关合同中,参与方应具备相应的资格和履约能力,依靠自身经济和技术能力依法履行合同,并根据项目风险性质和各方控制能力,合理分担项目的商业风险及其他风险。

项目的主要投资者不应成为可能产生重大项目风险和利益冲突的合同参与方。

第五条 境内机构为项目的建设、经营等合同的履行出具的支持文件,不得改变项目融资的性质;国内金融机构不得提供任何形式的保证,境内其他机构对外提供履约担保,须得到有关政府部门的批准。

第六条 项目的国外债权人,在债务受偿、资产和权益的抵押等方面,应与国内债权人享有同等的权利。

第七条 项目产品或服务价格的确定应符合我国有关价格管理规定,有助于形成稳定的预期收入,合理反映物价上涨和汇率变动的影响,充分考虑项目所在地的承受能力,并得

到有关价格管理部门的批准。项目境内收费不得以外币计价。

第八条 项目(包括外商投资项目)的建议书和可行性研究报告须由所在地方或部门的计划部门提出,经行业主管部门初审后,报国家计委审批;重大项目由国家计委审查后,报国务院审批。

第九条 项目的可行性研究报告除国家规定的和利用外资项目应具备的一般内容外,还应包括以下方面:

- (一)项目主要投资者和合同参与方的资格、风险分担的原则;
- (二)外汇平衡方式及经营期外汇需求的数量;
- (三)产品或服务的定价原则及调价公式;
- (四)项目融资方案;
- (五)国外信贷机构出具的贷款承诺意向;
- (六)境内机构出具的各项支持文件;
- (七)需经有关政府部门批准、不可更改的项目主要合同草案;
- (八)其他必要文件。

第十条 项目在可行性研究报告经国家计委批准后,应在境内成立项目公司。项目公司负责融资相关的一切活动,并应在可行性研究报告批准后一年内完成项目融资。

第十一条 经国家计委批准的项目融资,其对外融资规模纳入国家借用国际商业贷款指导性计划;项目融资条件应具有竞争性,并需经国家外汇管理局审批或审核,其中地方上报的项目融资条件由当地外汇管理分局初审后,报国家外汇管理局审批或审核。

第十二条 项目融资条件报外汇管理部门审批或审核时,项目公司需提交以下文件:

- (一)申请文件,包括项目融资的方式、金额、市场,以及贷款的期限、利率、各项费用等融资条件;
- (二)国家计委批准的项目可行性研究报告或其他文件;
- (三)项目融资纳入国家借用国际商业贷款指导性计划的证明文件;
- (四)项目融资协议;
- (五)与项目融资相关的具有保证性质的文件;
- (六)其他必要文件。

第十三条 项目公司以项目融资方式筹措的外汇资金,应及时调入境内,按照国家计委批准的内容用于进口技术设备、材料及支付其它费用,其余部分根据国家外汇管理规定保留或结汇;未经国家外汇管理局批准,不得存放境外。

第十四条 项目公司应根据有关规定,在境内的外汇指定银行开立人民币或外汇还本付息专项帐户。未经国家外汇管理局批准,项目公司不得为其境内收入设立境外帐户。

第十五条 项目公司应按照国家规定及有关协议,将用于支付还本付息的项目收入存入专项收户。偿还对外债务本金不足部分外汇,项目公司可凭国家计委和国家外汇管理局批准的有关文件,经当地外汇管理部门核准,向外汇指定银行购买,存入专项帐户。

还本付息专项帐户的外汇,根据国家规定及有关协议,按期汇出。

第十六条 项目融资协议正式签署后,项目公司应向外汇管理部门办理外债登记,并于

每年三月底之前向国家外汇管理局报送上年度资金使用、收入状况和债务偿还等情况,接受政府有关部门的检查和监督。

第十七条 凡违反本办法规定,未经批准擅自进行的项目融资,外汇指定银行不得为之开立还本付息帐户,所需外汇不予兑换,偿还贷款的本金不得汇出。

第十八条 国家有关法律,法规对于特定项目进行项目融资另有规定的,从其规定。

第十九条 本办法由国家计委会同国家外汇管理局监督执行。

第二十条 本办法自发布之日起施行。

国家外汇管理局检查处理违反 外汇管理行为办案程序

(国家外汇管理局 1997 年 4 月 8 日发布)

第一章 总 则

第一条 为使外汇管理局及其分支局(以下简称外汇局)检查处理违反外汇管理行为的工作规范化、程序化、制度化,确保外汇局依法行使职权,保护当事人合法权益,根据《中华人民共和国行政处罚法》和《中华人民共和国外汇管理条例》的有关规定,特制定本程序。

第二条 检查处理违反外汇管理行为,应以事实为根据、以法律为准绳,实事求是,从客观实际出发,坚持惩罚与教育相结合。

第三条 对违反外汇管理行为给予行政处罚的依据必须是已公布的有效法律、法规、规章和其它规范性文件,未经公布的,不得作为行政处罚的依据。

第二章 管 辖

第四条 检查处理违反外汇管理行为,由行为发生地外汇局负责。

第五条 国家外汇管理局负责检查处理在北京发生的中央单位违反外汇管理行为。

国家外汇管理局各省级分局负责检查处理其所在地发生的中央单位、省级单位违反外汇管理行为。

对不在北京或省级分局所在地发生的中央单位和省级单位违反外汇管理行为,由行为发生地外汇局负责检查处理

第六条 违反外汇管理行为涉及两个外汇局管辖的,应就管辖权协商解决。无法协商解决的,由其共同上级指定管辖。

第七条 对各级外汇局管辖的有重大影响的违反外汇管理行为,上级外汇局可直接检

查处理,但应事先通知该管辖局,并在处理时充分听取该管辖局的意见。也可以调查清楚后交该管辖局处理。

第三章 处罚的适用

第八条 不满十四周岁的人有违反外汇管理行为的,不予以处罚,应责令其监护人加以管教;已满十四周岁不满十八周岁的人有违反外汇管理行为的,应从轻或者减轻处罚。

第九条 精神病人在不能辨认或者不能控制自己行为时有违反外汇管理行为的,不予以处罚,应当责令其监护人严加看管和治疗,间歇性精神病人在精神正常时有违反外汇管理行为的,应当给予处罚。

第十条 当事人有下列情形之一的,应当依法从轻处罚:

- (一)主动减轻违反外汇管理行为危害后果的;
- (二)主动向外汇局坦白交待违法事实,积极配合检查、真诚悔改的。

第十一条 当事人有下列情形之一的,应当依法减轻处罚:

- (一)主动消除违反外汇管理行为危害后果的;
- (二)受人胁迫有违反外汇管理行为的;
- (三)配合外汇局查处违反外汇管理行为有立功表现的;
- (四)违反外汇管理行为情节轻微的;
- (五)其它依法减轻处罚的。

第十二条 违反外汇管理行为情节轻微并及时纠正,没有造成危害后果的,应免予处罚。

第十三条 违反外汇管理行为在两年内未被发现的,不再给予处罚。法律另有规定的除外。

前款规定的期限,从违反外汇管理行为发生之日起计算,违反外汇管理行为有连续或者继续状态的,从行为终了之日起计算。

第四章 立案

第十四条 外汇局对通过下列来源反映的违反外汇管理行为应予以立案查处:

- 1. 举报;
- 2. 自查自报;
- 3. 其它外汇局及其它有关部门交办或移送;
- 4. 外汇局检查发现;
- 5. 其它。

对口头举报、自查自报的应作好笔录。

第十五条 外汇局对有关违反外汇管理行为的材料,应及时进行审查。对属外汇局管辖的,并有违反外汇管理事实、需要追究相应责任或有较大嫌疑需进行调查的,应当立案。

经对涉及有关违反外汇管理行为的材料进行审查,认为不属自己管辖的,应及时移送有管辖的外汇局。

对属于其它行政机关管辖的,应及时移交有关行政机关处理;构成犯罪的,应移送司法部门,依法追究刑事责任,不得以行政处罚代替刑事处罚。

第十六条 立案时应填写“立案报告”,由本局有关负责人批准后,指定专人负责检查处理。立案后如无正当理由。任何人都不得停止检查。

第五章 检 查

第十七条 检查包括事前检查和事后核查。

第十八条 检查过程中应对违反外汇管理行为进行全面检查核实并收集有关证据材料。

第十九条 检查人员执行公务时,应当出示“国家外汇管理局检查证”或本局的介绍信。事前检查的应制发检查通知书,提前五日通知当事人。

第二十条 在询问当事人、证人和调查有关情况时,检查人员不得少于两人。

第二十一条 询问当事人,应当允许当事人进行陈述和申辩。

第二十二条 询问当事人应当作好调查笔录。调查笔录应当交当事人核对;对没有阅读能力的,应当向其宣读。笔录中如有错误或遗漏,应当允许当事人进行更正或补充,并由当事人在更正或补充处签名或盖章。经核对无误后,由当事人逐页签名或盖章,检查人员也应在笔录末页签名。当事人拒绝签名或盖章的,检查人员应当在笔录上注明后签字。

需要当事人写出书面材料的,应当由当事人书写,当事人书写有困难的,可以代写。当事人在在书面材料上签名或盖章。

第二十三条 询问证人应当分别进行并作好调查笔录。调查笔录应当交证人核对;对没有阅读能力的,应当向其宣读。笔录中如有错误或遗漏,应当允许证人进行更正或补充,并由证人在更正或补充处签名或盖章。经核对无误后,由检查人员在笔录末页签名。

第二十四条 对收集到的书证、物证等证据材料,应当注明来源和出处,并由出证人签名或盖章。

第二十五条 在证据可能灭失或者以后难以取得的情况下,经本局有关负责人批准,可以先行登记保存,制作登记清单,并应当在七日内及时作出处理决定。

第二十六条 对协助调查函件,各外汇局应密切配合,认真调查,及时复函。复函期不超过一个月。

第六章 处 理

第二十七条 外汇局作出处罚决定之前必须制作“行政处罚征求意见书”,向当事人说明准备作出处罚决定的事实根据、法律依据和处罚内容,先知当事人依法享有权利。

第二十八条 处理违反外汇管理行为要充分听取当事人的意见,对当事人提出的事实、

理由和证据,应进行复核。当事人提出的事实、理由、证据成立的,应当采纳,不得因当事人申辩而加重处理。

第二十九条 外汇局对当事人给予停业、吊销经营外汇业务许可证或罚没款金额在500万元人民币以上的,应在“行政处罚征求意见书”中告知当事人有要求举行听证的权利。听证依照下列程序组织:

(一)当事人要求听证的,应当在接到“行政处罚征求意见书”后三日内提出;

(二)外汇局应当在听证的七日前,通知当事人举行听证的时间、地点;

(三)除涉及国家秘密、商业秘密或者个人隐私外,听证应当公开举行;

(四)听证必须由非本案调查人员主持;当事人认为主持人与本案有直接利害关系的,有权申请回避;

(五)当事人可以亲自参加听证,也可以委托1—2人代理;

(六)听证时由检查人员提出当事人的违法事实,证据和行政处罚意见,当事人进行中辩的质证;

(七)听证应当制作“听证笔录”,“听证笔录”应交当事人审核无误后签字、盖章。

第三十条 检查人员在违法事实调查清楚,证据充分、确凿,法律手续完备后,应填写“检查报告”。

第三十一条 检查报告应经本局有关负责人进行审查,并根据不同情况作出如下决定:

(一)违反外汇管理行为事实清楚,证据确凿,依法应给予处罚的,根据情节轻重及具体情况,做出处罚决定;

(二)根据本程序第十二条规定,依法可以免予处罚的违反外汇管理行为,不予处罚;

(三)违法事实不能成立,或处罚依据不足的不得给予处罚;

(四)违反外汇管理行为已构成犯罪的,移送司法机关处理。

第三十二条 对违反外汇管理行为情节复杂或者违法金额在等值2000万美元以上的,需给予较重处罚的,应由做出处罚的外汇局有关负责人集体讨论决定。

第三十三条 外汇局依照本程序第三十一条的规定给予处罚的,应制作“处罚决定书”。

“处罚决定书”应载明下列事项:

1. 当事人的姓名、性别、住址(或工作单位)或者单位的名称、地址、法定代表人姓名、职务等基本情况;

2. 认定的违法事实;

3. 适用处罚的理由、依据;

4. 作出的处罚决定;

5. 处罚执行方式和期限;

6. 不服处罚决定申请行政复议或者提起行政诉讼的途径和期限;

7. 作出处罚决定的外汇局的名称、印章和日期;

8. 其它。

第三十四条 “处罚决定书”应单独编号。

第三十五条 外汇局实施处罚时,应当责令当事人改正或限期改正违反外汇管理行为。

第三十六条 对当事人的同一个违反外汇管理行为,不得给予两次以上罚款的处罚。

第三十七条 对需给予处罚的违反外汇管理行为,违法金额超过等值 2500 万美元或违法所得超过等值 2000 万元人民币的,需报国家外汇管理局审核;事先应将“检查报告”及有关证据材料及处理意见报国家外汇管理局审核批复后方可处理。

第三十八条 适用《中华人民共和国外汇管理条例》第三十八条第五款、第四十三条第四款和第四十四条第四款的规定进行处理的违反外汇管理行为,做出处罚决定前必须报国家外汇管理局批准。报批时应报送认定事实、有关证据材料及处理的理由和建议。

第三十九条 国家外汇管理局规定的其它需报批备案的,应按规定执行。

第四十条 “处罚决定书”应直接送达当事人,并由当事人填写“送达回证”。直接送达有困难时,也可挂号方式邮寄送达,送达日期以当事人收到决定书之日为准。

受送达人拒绝接受处罚决定的,送达人应当邀请有关人员到场,说明情况,在送达回证上证明拒收事由和日期,由送达人、见证人签名或者盖章;把处罚决定书留在受送达人的住处或收发部门,即视为送达。

第七章 执 行

第四十一条 “处罚决定书”自送达当事人之日起生效。

第四十二条 处罚决定除需立即执行的以外,执行期限一般应在当事人收到处罚决定书之日起 15 日内。

当事人不服处罚决定申请复议或提起行政诉讼的,处罚不停止执行,法律另有规定除外。

第四十三条 对外汇局作出的处罚决定,当事人逾期不提出复议申请或行政诉讼,又不执行处罚决定的,作出处罚的外汇局可以采取下列措施:

- (一)逾期不缴纳罚没款的,每日按罚没款数额的 3%加处罚款;
- (二)申请法院强制执行。

第四十四条 当事人确有经济困难,需要延期或者分期缴纳罚没款的,需由当事人提出书面申请,经作出处罚决定的外汇局批准,可以暂缓或者分期缴纳。

暂缓或分期缴纳罚没款期限最长不得超过一年。

第四十五条 作出处罚决定的外汇局及其人员不得自行收缴罚没款,应通知当事人到指定的银行办理交纳罚没款手续,并持交款凭证报送作出处罚决定的外汇局存档。

第四十六条 处罚决定执行完毕后,应将全部材料及时归档。案件材料一案一档,存档期限为五年。

第八章 复 审

第四十七条 外汇局实施处罚有下列情况之一的,由上级外汇局或原承办局有关负责人责令复审后进行纠正:

- (一)事实不清或证据不足的;
- (二)没有法定的处罚依据的;
- (三)擅自改变处罚种类、幅度的;
- (四)违反法定的处罚程序的。

第四十八条 原承办局自行复审纠正的处罚决定,必须经本局负责人批准并报国家外汇管理局备案。

第四十九条 在复议期限内,当事人申请复议的,一般应适用复议程序。但被申请人(原承办局)若采取复审程序纠正自己错误的具体行政行为,且当事人同意撤回复议申请的,可适用复审程序。

第五十条 外汇局经过复审纠正自己的处罚决定的,应制发“复审决定书”通知当事人。

第五十一条 上级外汇局经过复审纠正原处罚决定的,该上级局可将复审决定以书面形式通知原承办局,由原承办局制发“复审决定书”通知当事人。上级外汇局也可制发“复审决定书”,直接通知当事人。上级外汇局直接复审纠正下级外汇局的案件,需事先以“复审调卷通知书”的形式正式通知下级外汇局。

第五十二条 “复审决定书”应载明下列内容:

1. 当事人姓名、性别、住址(或工作单位)或者单位名称、地址、法定代表人姓名、职务等基本情况;
2. 认定的违法事实;
3. 复审纠正的理由及依据;
4. 复审纠正的内容及复审决定;
5. 处罚的执行方式和期限
6. 复审决定的生效及复议或提起行政诉讼的期限;
7. 作出复审决定的外汇局的名称、印章和日期;
8. 其它。

第九章 简易程序

第五十三条 检查处理下列违反外汇管理行为,可适用简易程序:

1. 违法事实确凿并有处罚依据,需给予对当事人警告或应给予对个人罚款在 50 元人民币以下,对法人或者其它组织罚款在 1000 元人民币以下的;
2. 法律、法规规定的其它情况。

第五十四条 简易程序包括下列内容:

1. 向当事人出示“国家外汇管理局检查证”;
2. 告知当事人违反外汇管理行为的事实以及适用处罚的理由和依据;
3. 听取当事人的陈述和申辩;
4. 制发“处罚决定书”。适用简易程序的“处罚决定书”可事先制作、编号、盖章,使用时经主管检查的有关负责人批准后填发;

5. 将“处罚决定书”当面送达当事人;
6. 适用简易程序的“处罚决定书”应单独编号。

第十章 回 避

第五十五条 检查人员有下列情况之一的,应当回避:

1. 系本案当事人或者当事人的亲属;
2. 与本案有利害关系;
3. 与本案当事人有其它关系,可能影响对案件的公正处理的。

遇有上述情况之一的,检查人员应当主动提出回避。

当事人认为检查人员属上述情况之一的,也可提出回避的要求。

检查人员的回避,由外汇局负责人决定。

第十一章 法律责任

第五十六条 外汇局实施行政处罚,有下列情形之一的,由上级外汇局责令改正,并可以对直接负责的主管人员和其他直接责任人员依法给予行政处分:

- (一)没有法定的处罚依据的;
- (二)擅自改变处罚种类、幅度的;
- (三)违反法定的处罚程序的;
- (四)违反《中华人民共和国行政处罚法》第十八条关于委托处罚的规定的。

第五十七条 检查人员利用职务上的便利,索取或者收受他人财物、收缴罚没款占为己有,构成犯罪的,依法追究刑事责任;情节轻微不构成犯罪的,依法给予行政处分。

第五十八条 外汇局为牟取本单位私利,对应当依法移交司法机关追究刑事责任的不移交,以行政处罚代替刑罚,由上级外汇局或者有关部门责令纠正;拒不纠正的,对直接负责的主管人员给予政处分,徇私舞弊,包庇纵容违法行为的,比照《中华人民共和国刑法》第一百八十八条的规定追究刑事责任。

第十二章 其 它

第五十九条 涉及行政复议的,按有关行政复议程序执行。

第六十条 各级外汇局可根据本程序的有关规定,具体规定本局办案程序中的有关程序并报国家外汇管理局备案。

第六十一条 本程序自发布之日起施行。1992年4月22日国家外汇管理局发布的《检查处理违反外汇管理案件程序》及其相关办案程序同时作废。

关于金融机构经营本外币业务 统一发放许可证的通知

(中国人民银行 1997 年 5 月 16 日发布)

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行,深圳经济特区分行:

中国人民银行决定:对金融机构经营人民币业务和外汇业务统一发放许可证。现就金融机构申领或换领本、外币业务许可证的有关程序通知如下:

一、外汇管理局负责审查各金融机构的外汇业务市场准入资格。审查合格后,由中国人民银行相应职能部门根据外汇管理局的批准文件颁发或换发《金融机构法人许可证》、《金融机构营业许可证》或《保险机构法人许可证》、《经营保险业务许可证》。许可证上注明其经营本、外币的业务范围。法人机构的注册资本金统一以人民币列示,其中外汇资本金可在许可证上单独列示,但应同时按验资时的汇率折算为人民币,与人民币资本金相加计入注册资本金。

二、由中国人民银行总行批准设立的各类金融机构(法人机构或非法人的分支机构),在接到外汇管理局同意其经营外汇业务批文 30 日内,到中国人民银行总行相应职能部门领取或换领《金融机构法人许可证》、《金融机构营业许可证》或《保险机构法人许可证》、《经营保险业务许可证》;如限期内未领或换领,批准文件自动失效。

由中国人民银行分支行批准设立的各类金融机构(法人机构或非法人的分支机构),在接到外汇管理局同意其经营外汇业务批文 30 日内,到中国人民银行分支行领取或换领《金融机构法人许可证》、《金融机构营业许可证》或《保险机构法人许可证》、《经营保险业务许可证》;如限期内未领或换领,批准文件自动失效。

三、已由外汇管理局核发的《经营外汇业务许可证》继续有效,不集中换发。但金融机构的《金融机构法人许可证》、《金融机构营业许可证》或《保险机构法人许可证》、《经营保险业务许可证》及《经营外汇业务许可证》中任一许可证有效期到期后,或许可证上的某一项内容需变更时,金融机构应凭中国人民银行、外汇管理局有关文件和原许可证到中国人民银行相应职能部门或中国人民银行分支行换领《金融机构法人许可证》、《金融机构营业许可证》或《保险机构法人许可证》、《经营保险业务许可证》。

四、统一发放金融机构经营人民币业务和外汇业务许可证的起始时间为 1997 年 7 月 1 日。

五、统一本、外币许可证后,许可证中业务范围的格式,将根据外汇局批准文件中批准的业务范围,与人民币业务范围相对照进行统一。

本通知执行中的问题和建议,请及时向总行报告。

经常项目外汇结汇管理办法

(国家外汇管理局 1997 年 7 月 25 日发布)

第一条 为规范经营外汇业务银行(以下简称银行)、境内机构结汇行为,防止资本项目外汇混入经常项目结汇,根据《结汇、售汇及付汇管理规定》第六条的规定,特制定本办法。

第二条 凡未有规定或未经核准可以保留现汇的经常项目项下的外汇收入必须办理结汇;凡未有规定或未经核准结汇的资本项目项下的外汇收入不得办理结汇。

第三条 境内机构必须对其外汇收入区分经常项目与资本项目;银行应当按照外汇收入的不同性质按规定分别办理结汇或入帐手续。凡无法证明属于经常项目的外汇收入,均应按照资本项目外汇结汇的有关规定办理。

第四条 对于境内机构等值 5 万美元(含 5 万美元)以下的贸易出口外汇收入,银行可以先予以办理结汇或入帐,并在结汇水单或收帐通知的出口收汇核销专用联(以下简称结汇水单或收帐通知)上注明相应的核销单编号,国家外汇管理局及其分支局(以下简称外汇局)事后进行抽查。

第五条 对于境内机构等值 5 万美元以上的贸易出口外汇收入分别按以下规定办理结汇或入帐,并在结汇水单或收帐通知上注明相应的核销单编号。

(一)以跟单信用证、保函或跟单托收方式结算的贸易出口收汇,银行凭上述结算方式规定的有效商业单据和出口单位提供的与出口业务相应的出口收汇核销单编号办理结汇或入帐。

(二)对于等值 5 万美元以上经外汇局确定为“结汇信得过企业”以汇款方式结算的贸易出口收汇,银行可先结汇或入帐,事后凭收汇单位提供的加盖海关“验讫”章的出口收汇核销单正本核对。

银行须自结汇或入帐之日起 3 个工作日内,通知收汇单位到银行办理有关核对手续。收汇单位须持收汇凭证及加盖海关“验讫章”的出口收汇核销单正本自结汇或入帐之日起 30 个工作日内,到银行办理有关核对手续。

(三)对于等值 5 万美元以上非“结汇信得过企业”以汇款方式结算的贸易出口收汇,凭加盖海关“验讫章”的出口收汇核销单正本办理结汇或入帐。

(四)出口项下预收货款结汇或入帐,银行凭经外汇局备案并盖有“预收货款章”的正本出口收汇核销单和出口合同办理。

第六条 对于境内机构非贸易及单方面转移等其它经常项目下等值 2 万美元(含 2 万美元)以下的外汇收入,银行可以先予以办理结汇或入帐,外汇局事后抽查。

第七条 对于境内机构等值 2 万美元以上的非贸易及单方面转移等其它经常项目项下外汇收入,金额在等值 2 万美元以上 5 万美元(含 5 万美元)以下的,银行凭收汇单位提供的

正本合同(协议)、发票等其它凭证办理结汇或入帐;超过等值 5 万美元的,收汇单位应持合同(协议)、发票等其它凭证向外汇局申请,由外汇局审核真实性,银行凭外汇局的核准件为收汇单位办理结汇或入帐手续。

第八条 外币现钞结汇按照境内机构外币现钞收付管理办法办理。

第九条 银行在办理结汇或入帐后,须在收汇凭证(贸易项下出口收汇核销单,非贸易项下合同或协议)上签注结汇或入帐金额、日期,加盖戳记,并留存收汇凭证复印件两年备查。

第十条 对于先结汇或入帐、事后核对的汇入汇款,银行办理结汇或入帐后,不得出具结汇水单或收帐通知,但应在结汇或入帐时逐笔登记,俟收汇单位在规定期限内提供相应结汇凭证及加盖海关“验讫章”的出口收汇核销单正本并逐笔核实后,出具结汇水单或收帐通知。

第十一条 对于等值 5 万美元以上非“结汇信得过企业”的经常项目外汇收入,如收汇单位不能向银行或外汇局提供相应凭证,银行不得办理结汇,须原币划入银行暂收专户;

对于等值 5 万美元以上“结汇信得过企业”的经常项目外汇收入,如收汇单位事后不能按规定期限向银行提供相应凭证办理有关核对手续的,银行应按当日汇率冲回原币划入银行暂收专户;

划入暂收专户的外汇不计息,未经外汇局核准不得汇出。

第十二条 代理出口项下出口收汇,如委托方为有权保留外汇的境内机构,收款行收汇后可以凭代理方提供的正本委托代理协议、出口合同及委托方的《外商投资企业外汇登记证》或《外汇帐户使用证》办理原币划转,并在汇款附言中加注相应出口收汇核销单编号;汇入行按照规定办理结汇或入帐,并在结汇水单或收帐通知上注明出口收汇核销单编号。

如委托方为不得保留外汇的境内机构,未经外汇局批准其出口收汇不得原币划转,收款行按本办法结汇后将人民币划至委托方。

第十三条 出口押汇结汇,比照信用证项下结汇办法办理。

第十四条 对于先结汇或入帐,事后核对的汇入汇款,银行或收汇单位如发现将资本项目的外汇误结汇的,应当根据资本项目外汇收入结汇的有关规定进行区分,如属允许结汇的,收汇单位应当在发现之日起 10 日内持规定的材料到外汇局补办资本项目外汇收入结汇核准手续;如属不允许结汇的,应及时调整至资本项目帐户。如属收汇单位自结汇日起 30 个工作日内发现误结汇并主动调整帐户的,银行可按结汇当日卖出价售汇入资本项目帐户。

如因收汇单位人民币或外汇帐户余额不足或其它原因无法调整入资本项目帐户或银行暂收专户的,银行须及时传真通知当地外汇局,由外汇局按有关规定处理。

第十五条 出口信用保险和其它出口货物保险所得的理赔款等,银行可凭出口收汇核销单结汇或入帐,并出具有核销单编号的结汇水单或收帐通知。

第十六条 符合下列条件的企业,外汇局可以确定为“结汇信得过企业”:

- (一)有外经贸部批准的进出口经营权,且在当地工商管理局注册的独立法人;
- (二)遵守国家外汇管理规定,近两年没有发生违反国家外汇管理规定行为;
- (三)主要业务主管人员经过当地外汇局培训考核,熟悉国家外汇管理政策;

(四)国家外汇管理局或其省级分局制订的其它条件。

第十七条 对于不按规定办理结汇核对的或有其它违反外汇管理规定行为的,外汇局有权取消其“结汇信得过企业”资格。外汇局应及时将“结汇信得过企业”名单及调整情况通知银行。

第十八条 对违反本办法的银行和境内机构,外汇局根据《中华人民共和国外汇管理条例》及《结汇、售汇及付汇管理规定》进行处罚。

第十九条 经营外汇业务的非银行金融机构为境内机构办理结汇业务,应当遵守本办法的规定。

第二十条 本办法由国家外汇管理局负责解释。

第二十一条 本办法自1997年9月1日施行。1996年8月1日国家外汇管理局发布的《出口收结汇核销管理暂行办法》同时废止。

境内外汇帐户管理规定

(中国人民银行 1997年10月7日发布)

第一章 总 则

第一条 为规范外汇帐户的开立和使用,加强外汇帐户的监督管理,根据《中华人民共和国外汇管理条例》和《结汇、售汇及付汇管理规定》,特制定本规定。

第二条 国家外汇管理局及其分、支局(以下简称“外汇局”)为外汇帐户的管理机关。

第三条 境内机构、驻华机构、个人及来华人员开立、使用、关闭外汇帐户适用本规定。

开户金融机构应当按照本规定办理外汇帐户的开立、关闭手续并监督收付。

第四条 本规定下列用语的含义:

“开户金融机构”是指经批准经营外汇业务的银行和非银行金融机构。

“外汇帐户”是指境内机构、驻华机构、个人及来华人员以可自由兑换货币在开户金融机构开立的帐户。

第五条 境内机构、驻华机构一般不允许开立外币现钞帐户。个人及来华人员一般不允许开立用于结算的外汇帐户。

第二章 经常项目外汇帐户及其开立、使用

第六条 下列经常项目外汇,可以开立外汇帐户保留外汇:

(一)经营境外承包工程、向境外提供劳务、技术合作的境内机构,在其业务项目进行过

程中发生的业务往来外汇;

(二)从事代理对外或者境外业务的境内机构代收代付的外汇;

(三)境内机构暂收待付或者暂收待结项下的外汇,包括境外汇入的投标保证金、履约保证金、先收后支的转口贸易收汇、邮电部门办理国际汇兑业务的外汇汇兑款、铁路部门办理境外保价运输业务收取的外汇、海关收取的外汇保证金、抵押金等;

(四)经交通部批准从事国际海洋运输业务的远洋运输公司,经外经贸部批准从事国际货运的外运公司和租船公司的业务往来外汇;

(五)保险机构受理外汇保险、需向境外分保以及尚未结算的保费;

(六)根据协议规定需用于境外支付的境外捐赠、资助或者援助的外汇;

(七)免税品公司经营免税品业务收入的外汇;

(八)有进出口经营权的企业从事大型机电产品出口项目,该项目总金额和执行期达到规定标准的,或者国际招标项目过程中收到的预付款及进度款;

(九)国际旅行社收取的、国外旅游机构预付的、在外汇局核定保留比例内的外汇。

(十)外商投资企业在外汇局核定的最高金额以内的经常项目项下外汇;

(十一)境内机构用于偿付境内外外汇债务利息及费用的外汇;

(十二)驻华机构由境外汇入的外汇经费;

(十三)个人及来华人员经常项目项下收入的外汇;

(十四)境内机构经外汇局批准允许保留的经常项目项下的其他外汇。

第七条 境内机构按照本规定第六条(一)至(十)及(十四)规定开立的外汇帐户,其收入为来源于经常项目的外汇,支出用于经常项目支出或者经外汇局批准的资本项目支出。

第八条 驻华机构按照本规定第六条(十二)开立的外汇帐户,基收入为来源于境外汇入的办公经费,支出用于办公费用。

第九条 个人及来华人员可以按照本规定第六条(十三)开立个人外汇或者外币现钞存款帐户。

第十条 境内机构开立经常项目外汇帐户应当经外汇局批准。

第十一条 境内机构(外商投资企业除外)应当持下列材料向外汇局申请开户,并填写《国家外汇管理局开立外汇帐户批准书》(附表一),经批准后在中资开户金融机构开立外汇帐户,开户后5日内凭开户回执向外汇局领取《外汇帐户使用证》(附表二):

(一)申请开立外汇帐户的报告;

(二)根据开户单位性质分别提供工商行政管理部门颁发的营业执照或者民政部门颁发的社团登记证或者国家授权机关批准成立的有效批件;

(三)国务院授权机关批准经营业务的批件;

(四)外汇局要求提供的相应合同、协议或者其他有关材料。

中资开户金融机构为境内机构开立外汇帐户后,应当在开户回执上注明帐号、币种和开户日期,并加盖该金融机构戳记。

第十二条 外商投资企业开立经常项目下外汇帐户应当持申请开立外汇帐户的报告、《外商投资企业外汇登记证》向外汇局申请,持外汇局核发的“开户通知书”和《外商投资企业

外汇登记证》到开户金融机构办理开户手续。开户金融机构为外商投资企业开立外汇帐户后,应当在《外商投资企业外汇登记证》相应栏目中注明帐号、币种和开户日期,并加盖该金融机构戳记。

第十三条 境内机构申请开户时,外汇局应当根据外汇帐户的用途,规定帐户的收支范围、使用期限及相应的结汇方式或者核定最高金额,并在《外汇帐户使用证》或者《外商投资企业外汇登记证》中注明。

第十四条 驻华机构应当持有关部门批准设立机构的文件及工商登记证到外汇局登记备案,领取《驻华机构外汇帐户备案表》(附表三)后,凭《驻华机构外汇帐户备案表》到开户银行办理开户手续。

第十五条 个人及来华人员外汇或者外币现钞存取自由,对于超过等值 1 万美元以上的大额外币现钞存取,应当向开户银行提供身份证或者护照,开户银行应当逐笔登记备案。

第十六条 境内机构、驻华机构开立的经常项目外汇帐户,应当按照《外汇帐户使用证》、《外商投资企业外汇登记证》或者《驻华机构外汇帐户备案表》规定的收支范围办理收付。

第十七条 外商投资企业经常项目外汇收入进入外汇结算帐户的,在外汇局核定的最高金额内保留外汇;超过最高金额的外汇,应当卖给外汇指定银行或者通过外汇调剂中心卖出。

开户金融机构收到外商投资企业超过外汇结算帐户最高金额的经常项目外汇,可以暂时予以入帐,同时通知外商投资企业在 5 个工作日内办理结汇或者通过外汇调剂中心卖出。逾期不办理的,开户金融机构应当抄报当地外汇局,由外汇局责令强制结汇。外汇局根据外商投资企业实投资本和经常项目外汇资金周转的需要,调整核定外汇结算帐户最高金额的原则。

第十八条 其他境内机构应当按照《外汇帐户使用证》规定的结汇方式办理外汇帐户内资金的结汇。

第十九条 开户金融机构应当制定外汇开证保证金帐户统一管理办法,报外汇局备案,并根据风险控制的需要按照报备的管理办法为境内机构开立外汇开证保证金帐户。

外汇开证保证金帐户不得用于其他任何用途。

第三章 资本项目外汇帐户及其开立、使用

第二十条 下列资本项目外汇,可以开立外汇帐户保留外汇:

- (一)境内机构借用的外债、外债转贷款和境内中资金融机构的外汇贷款;
- (二)境内机构用于偿付境内外外汇债务本金的外汇;
- (三)境内机构发行股票收入的外汇;
- (四)外商投资企业中外投资方以外汇投入的资本金;
- (五)境外法人或者自然人为筹建外商投资企业汇入的外汇;
- (六)境内机构资产存量变现取得的外汇;

(七)境外法人或者自然人在境内买卖 B 股的外汇;

(八)经外汇局批准的其他资本项目下的外汇。

第二十一条 按照本规定第二十条(一)开立的贷款专户,其收入为外债、外债转贷款或者外汇贷款的合同款;支出用于贷款协议规定的用途。

第二十二条 按照本规定第六条(十一)、第二十条(二)开立的还贷专户,其收入为经批准用人民币购买的外汇、经批准的贷款专户转入的资金及经批准保留的外汇收入;支出用于偿还债务本息及相关费用。

第二十三条 按照本规定第二十条(三)开立的外币股票专户,其收入为外币股票发行收入,支出用于经证券监督管理部门批准的招股说明书规定的用途。

第二十四条 按照本规定第二十条(四)开立的外商投资企业外汇资本金帐户,其收入为外商投资企业中外投资方以外汇投入的资本金;支出为外商投资企业经常项目外汇支出和经外汇局批准的资本项目外汇支出。

第二十五条 按照本规定第二十条(五)开立的临时专户,其收入为境外法人或者自然人为筹建外商投资企业汇入的外汇,支出为筹建外商投资企业的开办费用及其他相关费用。企业成立后,临时帐户的资金余额可以转为外商投资款划入企业资本金帐户。如果企业未成立,经外汇局核准资金可以汇出境外。

第二十六条 按照本规定第二十条(六)开立的外汇帐户,其收入为境内机构转让现有资产收入的外汇;支出为经批准的资金用途。

第二十七条 按照本规定第二十条(七)开立的外汇帐户,其收入为境外法人或者自然人买卖股票收入的外汇和境外汇入或者携入的外汇,支出用于买卖股票。

第二十八条 开立资本项目外汇帐户(按照本规定第二十条(七)开立的外汇帐户除外)应当持开立外汇帐户的申请报告和下列相关文件及资料向外汇局申请,经批准后持外汇局核发的“开户通知书”到开户金融机构办理开户手续:

(一)境内机构开立贷款专户和还贷专户,持借款合同正本、外债登记凭证或者《外汇(转)贷款登记证》;

(二)境内机构申请开立股票专户,持证券监督管理部门批准的招股说明书等资料;

(三)外商投资企业申请开立资本金帐户,持《外商投资企业外汇登记证》和其他资料;

(四)境外法人或者自然人申请开立临时专户,持汇款凭证和签订的投资意向书;

(五)境内机构按照本规定第二十条(六)开立的外汇帐户,持有权批准机构的批准转让文件、转让协议、资金使用计划等文件;

第二十九条 境外法人或者自然人按照本规定第二十条(七)开立的 B 股帐户,持境外机构法人资格证明或者境外个人身份证明直接到证券公司开户。

第三十条 境内机构申请开立资本项目外汇帐户时,外汇局应当规定外汇帐户的收支范围、使用期限和核定帐户最高金额,并在“开户通知书”中注明。

第三十一条 开户金融机构为外商投资企业开立资本项目外汇帐户后,应当在《外商投资企业外汇登记证》相应栏目中注明帐号、币种和开户日期,并加盖该金融机构戳记。

第三十二条 境内机构可以根据贷款协议中规定的用途使用贷款专户资金,不需经外

汇局批准。

还贷专户的资金余额不得超过最近两期偿还本息总额,支出应当逐笔报外汇局审批。

第三十三条 境内机构通过还贷专户偿还外债、外债转贷款本息及费用,应当持外债登记凭证、债权人还本付息通知单,提前5个工作日向所在地外汇局申请,领取“还本付息核准件”。开户金融机构凭外汇局核发的“还本付息核准件”办理支付手续。

第三十四条 境内机构通过还贷专户偿还境内中资金融机构外汇贷款本息及费用,可以持《外汇(转)贷款登记证》、债权人还本付息通知单、借款合同直接到开户金融机构办理。

第三十五条 境内机构资本项目外汇帐户内资金转换为人民币,应当报外汇局批准;境外法人或者自然人按照第二十条(七)开立的外汇帐户内的资金,不得转换为人民币使用。

第四章 外汇帐户的监管

第三十六条 境内机构、驻华机构应当向注册地外汇局申请开户。需要在境内其他地区开立外汇帐户的,按照以下规定办理:

(一)外商投资企业应当向注册地外汇局提出申请,凭注册地外汇局核发的“开户通知书”到开户地外汇局备案,经开户地外汇局审核并加盖戳记后,到开户金融机构办理手续;

(二)其他境内机构按照本规定开立的经常项目外汇帐户,凭注册地外汇局的批准文件及有关材料向开户地外汇局申请,由开户地外汇局核发《开立外汇帐户批准书》及《外汇帐户使用证》;

(三)其他境内机构按照本规定开立的资本项目外汇帐户,凭注册地外汇局核发的“开户通知书”到开户地外汇局备案,经开户地外汇局审核并加盖戳记后,到开户金融机构开立外汇帐户;

(四)驻华机构应当分别向注册地和开户地外汇局领取《驻华机构外汇帐户备案表》。

第三十七条 境内机构、驻华机构如需变更《外汇帐户使用证》、《外商投资企业外汇登记证》或者《驻华机构外汇帐户备案表》“开户通知书”中外汇帐户相关内容的,应当持有关材料向外汇局提出申请,办理变更手续。

第三十八条 境内机构、驻华机构如需关闭外汇帐户,应当在办理清户手续后10个工作日内将开户金融机构关闭帐户的证明及《外汇帐户使用证》、外债登记凭证、《外商投资企业外汇登记证》或者《驻华机构外汇帐户备案表》送交外汇局,办理关闭帐户手续。

境内机构关闭外汇帐户后,其外汇帐户余额属于外商投资者所有的或者经批准可以保留的,可以转移或者汇出;其余外汇应当全部结汇。

驻华机构关闭外汇帐户后,其外汇帐户余额可以转移或者汇出。

第三十九条 外汇局对境内机构及驻华机构的外汇帐户实行年检制度。

第四十条 开户金融机构应当根据外汇局要求向所在地外汇局报送外汇帐户变动情况。

第四十一条 凡应当撤销的外汇帐户,由外汇局对开户金融机构及开户单位下达《撤销外汇帐户通知书》,并按照规定对该外汇帐户余额做出明确处理,限期办理撤户手续。

第四十二条 境内机构、驻华机构应当按照本规定申请和办理开户手续,并按照外汇局核定的收支范围、使用期限、最高金额使用外汇帐户。不得擅自开立外汇帐户;不得出租、出借或者串用外汇帐户;不得利用外汇帐户代其他单位或者个人收付、保存或者转让外汇;不得将单位外汇以个人名义私存;不得擅自超出外汇局核定的使用期限、最高金额使用外汇帐户。

第四十三条 开户金融机构应当按照本规定为境内机构、驻华机构、个人及来华人员办理帐户的开立、收付及关闭手续,监督开户单位及个人对其外汇帐户的使用。不得擅自为境内机构、驻华机构、个人及来华人员开立外汇帐户或者超范围办理资金收付。

第四十四条 境内机构、驻华机构、个人及来华人员有下列违反外汇帐户管理规定行为的,由外汇局责令改正,撤销外汇帐户,通报批评,并处 5 万元以上 30 万元以下的罚款:

- (一)擅自在境内开立外汇帐户;
- (二)出借、串用、转让外汇帐户;
- (三)擅自改变外汇帐户使用范围;
- (四)擅自超出外汇局核定的外汇帐户最高金额、使用期限使用外汇帐户;
- (五)其他违反本规定行为。

第四十五条 开户金融机构擅自为境内机构、驻华机构、个人及来华人员开立外汇帐户,擅自超过外汇局核定内容办理帐户收付或者违反其他外汇帐户管理规定,由外汇局责令改正,通报批评,并处 10 万元以上 30 万元以下的罚款。

第五章 附则

第四十六条 境内持有工商营业执照的外资非法人经济组织外汇帐户的开立、使用,按照本规定有关外商投资企业条款办理。

第四十七条 以下帐户不适用本规定:

- (一)金融机构同业外汇存款帐户。
- (二)具有外交豁免权的外国使领馆、国际组织驻华代表机构在境内开立的外汇帐户。

第四十八条 本规定由国家外汇管理局负责解释。

第四十九条 本规定自 1997 年 10 月 15 日起施行。

中国人民银行 1994 年 4 月 1 日发布的《外汇帐户管理暂行办法》、国家外汇管理局 1994 年 5 月 30 日发布的《关于〈外汇帐户管理暂行办法〉有关问题的通知》、1994 年 6 月 22 日发布的《外债、外汇(转)贷款还本付息开立帐户操作规程》、1996 年 6 月 28 日发布的《外商投资企业境内外汇帐户管理暂行办法》同时废止。

境内外汇划转管理暂行规定

(国家外汇管理局 1997 年 9 月 25 日发布)

第一条 为规范境内外汇划转行为,根据《中华人民共和国外汇管理条例》第七条的规定,特制定本规定。

第二条 本规定所称“外汇划转”是指境内机构之间通过经营外汇业务的金融机构(以下简称“金融机构”)办理的外汇汇款、转帐等行为。

第三条 国家外汇管理局及其分、支局(以下简称“外汇局”)为境内外汇划转的管理机关。

第四条 境内机构之间的外汇划转,应当遵守本规定。境内金融机构之间的外汇拆借、资金清算等外汇划转,由国家外汇管理局另行规定。

第五条 除本规定第六、七、八条所列情况外,任何单位和个人不得在境内以外币计价结算,金融机构不得为其办理外汇划转手续。国家外汇管理局另有规定的,按照规定办理。

第六条 下列情况,境内机构应当持规定的有效凭证和商业单据,向金融机构申请。金融机构应当在审核规定的有效凭证和商业单据后办理外汇划转手续:

(一)代理出口项下委托方为外商投资企业或者允许保留外汇收入的其他境内机构的,代理方应当在收汇后,持正本代理协议、出口合同、有效凭证和商业单据、委托方的《外商投资企业外汇登记证》(复印件)或者《外汇帐户使用证》(复印件),向金融机构申请。金融机构应当在审核规定的有效凭证和商业单据后办理外汇划转手续,并在汇款附言中注明“贸易,出口收汇,原币划转”字样、收汇日期及金额;

(二)代理进口项下委托方为外商投资企业或者允许保留外汇收入的其他境内机构的,委托方应当持正本代理协议、《外商投资企业外汇登记证》或者《外汇帐户使用证》向金融机构申请;

(三)利用国际贷款国际招标中标项下,发标方和中标方均为境内机构的,发标方向中标方支付工程款项应当持中标合同、中标证明;

(四)经营进出口业务境内机构从其外汇帐户中向境内保险机构、运输机构支付涉外保险费、运输费,持进出口合同、正本保险费、运输费收据;

(五)境内保险机构向境内机构支付理赔款,持进出口合同、正本保险单据;

(六)偿还境内中资金融机构外汇贷款本息,持借款合同、还本付息通知单、《外汇(转)贷款登记证》;

(七)境内机构向境内中资金融机构偿还外债转贷款本息,持《外债登记证》或者《外汇(转)贷款登记证》、转贷合同、还本付息通知单及外汇局核发的“还本付息核准件”;

(八)境内机构向境内融资租凭公司支付外汇租金,持租赁合同、《外汇(转)贷款登记

证》;

(九)外商投资企业办理本企业外汇结算帐户间、在各自最高金额内的外汇划转和外汇资本金帐户间外汇划转,持《外商投资企业外汇登记证》和外汇局核定外汇结算帐户最高金额核准件;用于对外支付的,还应当提供对外支付的有效凭证和有效商业单据;

(十)外方投资者作为投资汇入或者携入的外汇资金从其临时外汇帐户中转入外商投资企业的外汇资本金帐户的,持《外商投资企业外汇登记证》、经贸部门的批准文件和工商管理行政部门的营业执照;

第七条 下列情况,境内机构应当持规定的资料向外汇局申请;金融机构凭外汇局的核准件为其办理外汇划转手续;

(一)投资性外商投资企业在境内投资的,持注册会计师事务所的验资报告,新投资企业的批准文件及营业执照,经批准的合同、章程,《外商投资企业外汇登记证》和外汇局要求的其他资料;

(二)投资性外商投资企业所投资的企业将其外汇利润汇回投资性外商投资企业的,持《外商投资企业外汇登记证》、董事会利润分配决议书和完税证明;

(三)外商投资企业外方投资者以外汇利润在境内再投资的,持注册会计师事务所的验资报告、年度财务查帐报告、董事会利润分配决议书、完税证明、外方投资者对利润进行再投资的确认件、《外商投资企业外汇登记证》和外汇局要求的其他资料;

(四)外商投资企业外方投资者所得外汇利润在境内其他企业增资的,持注册会计师事务所的验资报告、年度财务查帐报告、董事会利润分配决议书、完税证明、外方投资者对以利润增资的确认件、原项目审批部门的批准文件、《外商投资企业外汇登记证》和外汇局要求的其他资料;

(五)外商投资企业中、外方投资者所得外汇利润在该企业内增资的,持董事会利润分配决议书、完税证明、中外方投资者对以利润增资的确认件、原项目审批部门的批准文件、《外商投资企业外汇登记证》和外汇局要求的其他资料;

(六)外商投资企业注册资本转让给其他境内机构的,持注册会计师事务所的验资报告、董事会决议书、完税证明、原项目审批部门的批准文件、转让协议、《外商投资企业外汇登记证》和外汇局要求的其他资料;

(七)外商投资企业的中方投资者的注册资本,经批准以外汇投入的,持国家主管部门的批准文件,该企业的合同、章程。

第八条 下列情况,境内机构应当持《外汇帐户使用证》和相关资料,向金融机构申请,金融机构应当按照外汇局核定的外汇帐户收支范围为其办理外汇划转手续;

(一)经海关批准的免税店向其总公司划转货款;

(二)邮电部门国际邮政汇兑业务的国内转汇款;

(三)船务代理公司向国内有关口岸分代理转汇或者划转备用金;分代理向总代理退汇备用金余额;

(四)经营国际海运航线业务的海运总公司对其所属公司用于船舶营运所需备用金的调

拨和所属公司上划运费。

第九条 境内机构违反本规定进行境内外汇划转的,由外汇局根据《中华人民共和国外汇管理条例》第四十五条的规定进行处罚;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第十条 金融机构办理境内外汇划转中未按照本规定审核有效凭证和商业单据的,由外汇局根据《中华人民共和国外汇管理条例》第四十五条的规定从重处罚。

第十一条 本规定由国家外汇管理局负责解释。

第十二条 本规定自 1997 年 10 月 15 日起施行。

国家外汇管理局决定提高境内居民个人因私兑换外汇标准

为进一步方便境内居民个人因私用汇,从今年 9 月 15 日起,国家外汇管理局将进一步调整境内居民个人因私兑换外汇由银行审核真实性的标准。调整后的新的标准如下:

一、凡《境内居民因私兑换外汇办法》中规定可以兑换 500 美元标准的,如:赴香港、澳门等地用汇,一律提高到可兑换 1000 美元。

二、凡《境内居民因私兑换外汇办法》中规定可以兑换 1000 美元标准的,如:赴除香港、澳门以外的其他地区(包括台湾)用汇,一律提高到可兑换 2000 美元。

三、凡《境内居民因私兑换外汇办法》中未列入的其他用汇,可由银行兑付的标准由 300 美元提高到 500 美元。

国家外汇管理局曾于 1996 年 5 月制定下发了《境内居民因私兑换外汇办法》,1996 年 12 月,我国宣布实现了人民币经常项目可兑换以后,国家外汇管理局又下发了对于《境内居民因私兑换外汇办法》(以下简称《办法》)的补充通知,承诺了对于经常项目项下的境内居民因私用汇凡用途真实,国家予以供汇的原则。《办法》的公布受到了国内外的普遍好评。这次境内居民因私兑换外汇标准的提高,充分体现了改革开放以后我国国际收支状况进一步改善,经济继续增长、国家总体支付能力进一步增强。

中资企业保留限额外汇收入操作规程

(国家外汇管理局 1997 年 9 月 29 日发布)

第一条 为规范中资企业保留限额外汇收入的管理,根据《结汇、售汇及付汇管理规定》及有关外汇管理规定,制定本操作规程。

第二条 符合本操作规程第三条规定条件的中资企业(以下简称“企业”)可以向国家外汇管理局或其分支局(以下简称外汇局)申请在中资外汇指定银行(以下简称“银行”)开立外汇结算帐户,保留一定限额的外汇。

第三条 申请保留一定限额外汇的企业应当具备以下条件:

一、有进出口经营权的外经贸公司年进出口总额在等值 3000 万美元以上,注册资本 1000 万元人民币以上;有进出口经营权的生产型企业年进出口总额在等值 1000 万美元以上,注册资本 3000 万元人民币以上;

二、是在工商行政管理部门注册登记的法人;

三、企业财务状况良好。

年进出口额,是指外经贸公司或者有进出口经营权的生产型企业每年以海关报关单为依据所统计的进出口实际发生额。

第四条 企业外汇结算帐户可以保留的最高限额由外汇局核定,不得转让。其核定限额的时间为每年第一季度。该限额一般按照年度核定,不得结转使用。

第五条 企业外汇结算帐户可以保留的最高限额为本企业上年进出口总额的 15%。该帐户的余额不得超过所核定的限额,超过最高限额部分必须办理结汇。

银行收到超过企业外汇结算帐户最高限额部分的外汇,可以先行予以入帐,并自超过限额之日起 5 个工作日内通知企业办理结汇;企业逾期不办理结汇的,银行应当通知外汇局,由外汇局责令企业按照规定办理。

第六条 一个企业只允许开立一个外汇结算帐户。在一家银行开立不同币种的帐户视同一个帐户,外汇局根据企业申请和具体情况将帐户限额分割在不同币种的帐户中,不同币种的帐户限额,不得任意调整。不同币种帐户内的资金不得在无对外支付情况下进行外汇买卖。

第七条 企业可以根据自身需要将外汇结算帐户中的一定金额在同一银行作定期存款,但须报外汇局批准并纳入其外汇结算帐户最高限额管理。

第八条 外汇结算帐户最高限额的核定统一采用美元核定,对于非美元币种帐户的限额,按照核定日“各种货币对美元内部统一折算率”折算。

第九条 在核定的限额之内,企业可以自行决定收汇后保留外汇的金额与时机。

第十条 企业如果需要将外汇收入保留现汇并进入外汇结算帐户,必须在开立外汇结算帐户的银行办理出口收汇业务,如果将外汇收入结汇,可以在任何银行办理出口收汇业务。

第十一条 企业申请核定限额及申请开立外汇结算帐户须到外汇局领取并填写“外汇结算帐户核定限额申请表”(以下简称“核定限额申请表”)(见附表 1)及“开立外汇帐户批准书”(见附表 2),并提供以下材料:

一、申请保留一定限额外汇的申请书;

二、工商行政管理部门颁发的营业执照;

三、外经贸部批准企业经营进出口业务的批件复印件;

四、上年末资产负债表及会计师事务所或者审计师事务所出具的审计报告。

第十二条 外汇局根据企业提交的上述材料,对照外经贸部提供的企业年进出口总额情况进行审核,核定企业外汇结算帐户的限额,在“核定限额申请表”上盖章确认,并出具“开立外汇帐户批准书”。

企业按照规定开立外汇结算帐户后,外汇局应当将核定的最高限额记入企业“外汇帐户使用证”相应栏目中。

第十三条 经外汇局批准开立的外汇结算帐户,其收入为经常项目的外汇收入,其支出为经常项目用汇和经外汇局批准的资本项目用汇。

第十四条 外汇结算帐户的开立、使用、撤销,帐户管理、年检及对违规行为的处罚均按照境内外汇帐户管理有关规定办理。

第十五条 各银行须按照本操作规程严格监督企业外汇结算帐户的收支范围及余额。

第十六条 各分局须于每月初 10 个工作日内根据所辖外汇指定银行“外汇帐户收支统计表”及所辖地区审批外汇帐户情况填写“中资企业经常项目帐户情况汇总表”(附表 3)报国家外汇管理局。

第十七条 本操作规程由国家外汇管理局负责解释。

第十八条 本操作规程自 1997 年 10 月 15 日起施行。

关于出口收汇核销问题的补充规定

(国家外汇管理局 1997 年 9 月 29 日发布)

为完善对出口收汇核销的管理,现对出口收汇核销管理中有关问题补充规定如下:

一、出口单位应当凭银行出具的加盖出口收汇核销专用联章的出口收汇核销专用结汇水单或者出口收汇核销专用收帐通知单(上述两种凭证以下简称“出口收汇核销专用联”)办理出口收汇核销。

银行出具的出口收汇核销专用联样本及出口收汇核销专用联章印模应当事先向所在地国家外汇管理局或其分、支局(以下简称“外汇局”)备案后方有效。

二、代理出口项下的核销手续为:

1. 应当由代理方领取出口收汇核销单、办理出口报关及出口收汇核销手续;

2. 若委托方收汇并且委托方与代理方所在地外汇局不同的,委托方收汇后,应当持正本代理协议、出口收汇核销专用联等有关凭证到其所在地外汇局办理出口收汇核销专用联的确认手续。外汇局审核委托方提交的凭证无误后,在出口收汇核销专用联背后加注代理方

所在地外汇局名称、代理方单位名称、收汇金额、币种和日期,并盖章(监督收汇章),同时登记台帐。委托方应当将经外汇局确认的出口收汇核销专用联交代理方,由代理方到其所在地外汇局办理出口收汇核销手续。代理方所在地外汇局凭经委托方所在地外汇局确认的出口收汇核销专用联和核销所需的其他凭证办理出口收汇核销手续。

若委托方与代理方所在地外汇局相同的,由代理方持正本代理协议、委托方的出口收汇核销专用联及核销所需的其他凭证办理出口收汇核销手续。

3. 若代理方收汇,则由代理方直接持出口收汇核销专用联及核销所需的其他凭证到其所在地外汇局办理核销手续。

三、本补充规定自 1997 年 10 月 15 日起施行。

关于出具出口收汇核销 专用联有关问题的规定

(国家外汇管理局 1997 年 9 月 29 日发布)

为完善对出口收汇核销的管理,现将银行出具出口收汇核销专用结汇水单和出口收汇核销专用收帐通知单(上述两种凭证以下简称“出口收汇核销专用联”)的做法规定如下:

一、出口收汇核销专用联是出口单位办理出口收汇核销的重要凭证。对出口单位的外汇收入,银行在确认其为直接从境外或者保税区收入的出口货款后,办理结汇或者进入该单位的外汇结算帐户的入帐手续,并出具加盖出口收汇核销专用联章的出口收汇核销专用联。

二、出口收汇核销专用联应当与银行留存联、收款人记帐联同时套写,并具备下列要素:

- 1、经办银行的名称;
- 2、结汇或者收帐日期;
- 3、收款单位名称、帐号;
- 4、收汇金额及币种;
- 5、各类扣费明细及金额、币种;
- 6、净结汇或者入帐金额及币种;
- 7、出口收汇核销单(以下简称核销单)编号;
- 8、“出口收汇核销专用联”字样;
- 9、银行业务公章、出口收汇核销专用联章。

对多次出口,一次收汇的,银行应当要求出口单位提供该笔收汇对应的所有核销单编号,在出具出口收汇核销专用联时,应当将这些核销单编号全部填上。

银行留存联应当保存 5 年备查

三、银行出具的出口收汇核销专用联应当加盖出口收汇核销专用联章,此章只限盖在出

口收汇核销专用联上,不得盖在其他联上。

四、对出口单位的外汇收入,银行在确定为直接从境外或者保税区收入的出口贷款后,还应当分别下列几种不同情况按照要求办理结汇或者进入该单位的外汇结算帐户的入帐手续,并向出口单位出具出口收汇核销专用联:

1、对于出口单位等值 5 万美元(含 5 万美元)以下的出口收汇,以及以跟单信用证、保函或者跟单托收方式结算的等值 5 万美元以上的出口收汇,银行应当凭出口单位提供的相应的有效凭证和商业单据以及核销单编号办理结汇或者入帐手续,并给出口单位出具出口收汇核销专用联。

2、对于出口单位出口项下等值 5 万美元以上的预收贷款,银行应当凭出口单位的盖有外汇局“预收贷款章”的核销单正本和出口合同办理结汇或者入帐手续;代理出口项下由委托方预收贷款的,委托方应当凭代理方的盖有外汇局“预收贷款章”的核销单正本及代理协议正本办理结汇或者入帐手续。银行应当给出口单位出具出口收汇核销专用联。

3、对汇款方式项下等值 5 万美元以上的出口收汇,出口单位属于“结汇信得过企业”的,银行可以先办理结汇或者入帐,但须待出口单位在规定期限内提供相应收汇凭证及该出口单位的加盖海关“验讫章”的核销单正本并逐笔核实后,方能出具出口收汇核销专用联;代理出口项下委托方收汇的,若委托方为“结汇信得过企业”,对其出口收汇,银行可以按照上述办法连同代理协议正本先办理结汇或者入帐手续,但须持有委托方在规定期限内提供相应收汇凭证及代理方的加盖海关“验讫章”的核销单正本并逐笔核实后,方能出具出口的收汇核销专用联。

对汇款方式下等值 5 万美元以上的出口收汇,出口单位不属于“结汇信得过企业”的,银行须凭该出口单位加盖海关“验讫章”的核销单正本办理结汇或者入帐;代理出口项下委托方收汇的,若委托方不属于“结汇信得过企业”的,银行须凭代理方的加盖海关“验讫章”的核销单正本及代理协议正本办理结汇或者入帐手续。银行应当给出口单位出具出口收汇核销专用联。

4、对于以外币现钞结算的出口收汇,银行应当按照《境内机构外币现钞收付管理暂行办法》(96)汇管函字第 211 号)办理结汇,同时给出口单位出具出口收汇核销专用联。

5、对于出口信用保险和其他出口货物保险所得的理赔款,银行应当凭出口单位的核销单正本办理结汇或者入帐手续,同时给出口单位出具出口收汇核销专用联。

五、对于打包放款或者出口押汇,银行在结汇或者入帐的同进不得出具出口收汇核销专用联,须待出口贷款收回后,才能按照本规定第四条的要求办理有关手续,并出具出口收汇核销专用联。

六、银行按照本规定第四条的要求给出口单位出具出口收汇核销专用联时,所注明的核销单编号应当与出口单位提供的一致,需凭出口单位提供的核销单正本出具出口收汇核销专用联的,应当在该核销单正本的“外汇指定银行结汇/收帐情况”栏中签注结汇或者入帐日期、金额和币种,并注明“汇款结汇或入帐”或者“预收贷款结汇或入帐”字样,加盖本银行业

务公章。

七、对于下列外汇收入的结汇或者入帐,银行不得出具出口收汇核销专用联:

- 1、不属于出口收汇以及暂时无法确定为出口收汇的;
- 2、不是直接从境外或者保税区收入的;
- 3、进入除外汇结算帐户之外的各数外汇帐户的;
- 4、已进入各类外汇帐户(含外汇结算帐户)后,再从该帐户中结汇或者划出的;
- 5、从境内其它单位或者从同一单位其它外汇帐户划转来的;
- 6、其他不符合本规定第四条要求的。

八、对于在结汇或者入帐后已经出具了出口收汇核销专用联的外汇,因各种原因需要调整帐户或者冲销错收的,银行应当将已经出具的出口收汇核销专用联收回销毁。

九、出口单位因故需要补办出口收汇核销专用联的,应当经外汇局批准。未经外汇局批准,银行不得擅自为出口单位补办出口收汇核销专用联。经外汇局批准的,银行应当凭外汇局的补办批准件为出口单位补办出口收汇核销专用联,并在补办的出口收汇核销专用联上注明“补办”字样。

十、代理出口项下由代理方收汇,若代理方有外汇结算帐户,需要将属于委托方的外汇划转到委托方时,则应当将所收外汇全部进入代理方的外汇结算帐户,银行给代理方出具出口收汇核销专用收帐通知单,代理方再按照有关规定办理外汇划转;若代理方没有外汇结算帐户,则应当结汇,银行给代理方出具出口收汇核销专用结汇水单,代理方将人民币划给委托方。

十一、各银行应当在原出具出口收汇核销专用结汇水单的做法基础上,增加出口收汇核销专用收帐通知单,用于进入外汇结算帐户的出口贷款的核销,并于1997年10月15日之前将出口收汇核销专用收帐通知单样本及出口收汇核销专用联章印模交当地外汇局备案。

十二、各银行应当按照本规定出具出口收汇核销专用联,对违反本规定的,由外汇局根据《中华人民共和国外汇管理条例》及有关规定予以处罚。

十三、本规定自1997年10月15日起施行。

《境内机构借用国际商业贷款管理办法》

第一章 总则

第一条 为完善对国际商业贷款的管理,根据《中华人民共和国外汇管理条例》和国务院有关规定,特制定本办法。

第二条 本办法所称“国际商业贷款”是指境内机构向中国境外的金融机构、企业、个人或者其他经济组织以及在中国境内的外资金融机构筹借的,以外国货币承担契约性偿还义务的款项。出口信贷、国际融资租赁、以外汇方式偿还的补偿贸易、境外机构和个人外汇存款(不包括在经批准经营离岸业务银行中的外汇存款)、项目融资、90天以上的贸易项下融资以及其他形式的外汇贷款视同国际商业贷款管理。

第三条 中国人民银行是境内机构借用国际商业贷款的审批机关。

中国人民银行授权国家外汇管理局及其分局(以下简称外汇局)具体负责对境内机构借用国际商业贷款的审批、监督和管理。

第四条 境内机构借用国际商业贷款应当经外汇局批准。未经外汇局批准而擅自对外签订的国际商业贷款协议无效。外汇局不予办理外债登记。银行不得为其开立外债专用帐户。借款本息不准擅自汇出

第五条 对外借用国际商业贷款的境内机构仅限于:

- (一)经国家外汇管理局批准经营外汇借款业务的中资金融机构;
- (二)经国务院授权部门批准的非金融企业法人。

第六条 金融机构借用国际商业贷款应当符合中国人民银行关于金融机构外汇资产负债比例管理的规定。

第七条 对外直接借用国际商业贷款的非金融企业法人应当具备以下条件:

- (一)最近3年连续盈利,有进出口业务许可,并属国家鼓励行业;
- (二)具有完善的财务管理制度;
- (三)贸易型非金融企业法人的净资产与总资产的比例不得低于15%;非贸易型的非金融企业法人的净资产与总资产的比例不得低于30%
- (四)借用国际商业贷款与对外担保余额之和不得超过其净资产等值外汇的50%
- (五)外汇借款与外汇担保余额之和不超过其上年度的创汇额。

第八条 境内机构应当凭自身资信对外借用国际商业贷款,并自行承担对外偿还责任。

第九条 境内机构对外借用国际商业贷款应当加强成本控制。其借款总成本不得高于国际金融市场相同信用级别借款机构的同期借款总成本。

外汇局对境内机构借用国际商业贷款的成本控制予以监督和指导。

第十条 借用国际商业贷款的境内机构应当按照国家外汇管理局的规定,于每季初10日内向外汇局报送上季度对外借款情况报表和年度国际商业贷款使用情况报告。

第十一条 外汇局有权检查境内机构筹借、使用和偿还国际商业贷款的情况。借款机构应当予以配合,提交有关文件和资料。

第十二条 未经外汇局批准,境内机构不得将借用的国际商业贷款存放境外、在境外直接支付或者转换成人民币使用。

第二章 中长期国际商业贷款

第十三条 本办法所称“中长期国际商业贷款”是指 1 年期以上(不含 1 年)的国际商业贷款,包括 1 年期以上的远期信用证。

第十四条 境内机构借用中长期国际商业贷款,应当列入国家利用外资计划。

第十五条 境内机构借用中长期国际商业贷款,应当提交以下全部或者部分资料向外汇局申请:

- (一)纳入国家利用外资计划的证明文件;
- (二)借款项目立项批准文件;
- (三)贷款条件意向书,包括债权人名称、贷款币种、金额、期限及宽限期、利率、费用、提前还款意向和其他金融条件;
- (四)还款资金来源及还款计划,外汇担保情况;
- (五)经会计师事务所验证的最近 3 年外汇或者人民币资产负债表及其他财务报表;
- (六)外汇局要求提交的其他资料。

金融机构分支机构对外借用中长期国际商业贷款,除依前款规定外,还应当提交其总行(总公司)授权的有关文件。

第十六条 在京的全国性机构对外借用国际商业贷款,直接报送国家外汇管理局审批。非在京的全国性机构和地方性机构对外借款,由所在地外汇局审核后,报国家外汇管理局审批。

全国性、地方性金融机构的分支机构应当经总行(总公司)授权,方可按此程序报批。

第三章 短期国际商业贷款

第十七条 本办法所称“短期国际商业贷款”是指 1 年期以内(含 1 年)的国际商业贷款,包括同业外汇拆借、出口押汇、打包放款、90 天以上、365 天以下的远期信用证等。

第十八条 短期国际商业贷款不得用于长期项目投资、固定资产贷款和其他不正当用途。

第十九条 外汇局对境内机构借用短期国际商业贷款实行余额管理。

第二十条 境内机构的短期国际商业贷款余额控制指标(以下简称“短期指标”)由外汇局按年度进行核定。

境内机构借用短期国际商业贷款余额不得超过核定的指标。

第二十一条 全国性金融机构和非金融企业法人的短贷指标,由国家外汇管理局核定下达。

地方性金融机构和非金融企业法人的短贷指标,由所在地外汇局在国家外汇管理局核

定下达的短贷指标内进行审批。

第二十二条 经国家外汇管理局批准经营国际结算业务的中资金融机构应当制定远期信用证管理办法,报外汇局核准。

中资金融机构应当按照外汇局核准的远期信用证管理办法,开立远期信用证。

中资金融机构对外开立的 90 天以上、365 天以下远期信用证,不占用其短贷指标。

第二十三条 非金融企业法人向境内外资金融机构申请开立 90 天以上、365 天以下的远期信用证,占用其短贷指标。

第二十四条 境内机构向外汇局申请短贷指标,应当提交以下全部或者部分资料:

- (一)申请文件(包括资金需求、资信状况、资金用途等内容);
- (二)会计师事务所验证的上年度资产负债表和损益表;
- (三)信贷机构出具的贷款承诺意向书;
- (四)上年度外汇收支情况;
- (五)外汇局要求提交的其他资料。

第二十五条 不实行短贷指标余额管理的非金融企业法人借用短期国际商业贷款,应当逐笔报外汇局批准,并占用所在地的短贷指标。

第四章 项目融资

第二十六条 本办法所称“项目融资”是指以境内建设项目的名义在境外筹措外汇资金,并仅以项目自身预期收入和资产对外承担债务偿还责任的融资方式。它应当具有以下性质:

- (一)债权人对于建设项目以外的资产和收入没有追索权;
- (二)不需要境内机构以建设项目以外的资产、权益和收入进行抵押、质押或者偿债;
- (三)不需要境内机构提供任何形式的融资担保。

第二十七条 项目融资的对外融资规模纳入国家借用国际商业贷款指导性计划。

第二十八条 项目融资条件应当具有竞争性,并应当经国家外汇管理局审批或者审核。其中地方上报的项目融资的融资条件由所在地外汇局初审后,报国家外汇管理局审批或者审核。

第二十九条 项目融资条件报外汇局审批或者审核时,项目公司应当提交以下文件:

- (一)申请文件,包括项目融资的方式、金额、市场,以及贷款的期限、利率、各项费用等融资条件;
- (二)国家计委批准的项目可行性研究报告或者其他文件;
- (三)项目融资纳入国家借用国际商业贷款指导性计划的证明文件;
- (四)项目融资协议;
- (五)与项目融资相关的具有保证性质的文件;

(六)其他必要文件

第五章 境内机构的海外分支机构借用国际商业贷款

第三十条 本办法所称“中资金融机构的海外分支机构”(以下简称海外分行)是指我国中资金融机构在境外依照当地法律设立的非独立法人的分支机构。

第三十一条 中资金融机构应当根据其海外分行的营运资金、资产负债比例及当年业务量等项指标,确定每个海外分行的境外融资总量,并于每年2月底之前报国家外汇管理局备案。海外分行一次性筹借等值5000万美元以上(含5000万美元)的国际商业贷款,应当事先由其总行(总公司)报国家外汇管理局批准。

第三十二条 海外分行在境外融资应当纳入其总行(总公司)资产负债比例管理。

海外分行在境外所筹资金只能用于海外业务发展。未经国家外汇管理局批准,不得调入境内使用。

第三十三条 中资企业在境外设立的非经营性质的办事处或者代表处等机构不得在境外融资

第三十四条 中资企业在境外设立的分公司及其他经营机构,经总(母)公司授权,以总(母)公司名义对外借款,视为总(母)公司的对外借款,其总(母)公司应当按照本办法的有关规定在境内办理有关报批手续

第六章 法律责任

第三十五条 境内机构未经批准,擅自借用国际商业贷款或者未按照本办法第四十二条规定办理保值业务的,由外汇局给予警告,通报批评,并处10万元以上50万元以下的人民币罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第三十六条 境内机构未经批准,擅自将借用的国际商业贷款存放境外或者在境外直接支付;未经批准,擅自将借用的国际商业借款转换为人民币的,由外汇局责令改正,给予警告,通报批评,并处违法金额30%以上5倍以下的人民币罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第三十七条 境内机构的海外分支机构违反本办法第三十一条、三十二条、三十四条的规定,擅自在境外融资的,由外汇局对境内机构处以警告,通报批评,并处10万元以上50万元以下的人民币罚款。

第三十八条 中资金融机构的海外分支机构违反本办法第三十二条的规定,擅自将在境外所筹资金调入境内使用的,由外汇局责令改正,对境内中资金融机构处以警告,通报批评,并处10万元以上50万元以下的人民币罚款。

第三十九条 境内机构向外汇局报送虚假、无效的文件和资料,骗取外汇局批准的,由

外汇局收回批准文件,并对其按第三十五条的规定处罚。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第四十条 境内机构未按照本办法的规定报送报表和资料,或者不接受和配合外汇局检查的,由外汇局处以警告,通报批评,并处1万元以上3万元以下的人民币罚款。

第七章 附则

第四十一条 境内机构签订国际商业贷款协议后,应当根据外债统计监测规定向外汇局办理外债登记,并按照有关规定办理还款手续

第四十二条 对外借款的境内机构应当遵循以下原则,根据国际市场汇率和利率的变化,在不扩大外债规模、不延长债务期限的条件下,切实防范外债风险:

(一)借低还高应当报国家外汇管理局审批;

(二)经批准经营自营或者代客外汇买卖业务的中资金融机构,可以为自身债务或者接受其他境内机构的委托进行国际商业贷款的保值业务;

(三)其他中资机构委托境外金融机构或者境内外资金融机构对其借用的国际商业贷款进行保值,应当经外汇局批准;

(四)外商投资企业可以自行委托境外金融机构或者境内外资金融机构办理国际商业贷款的保值业务。

第四十三条 境内机构办理国际商业贷款保值业务后,应当按照外债统计监测规定办理外债登记变更手续。

第四十四条 借用国际商业贷款的帐户管理,适用外汇帐户管理规定。

第四十五条 境内机构向中资金融机构海外分支机构借用外汇贷款,适用本办法

第四十六条 飞机融资租赁及借用国际商业贷款支付飞机融资租赁的预付款,适用本办法。

第四十七条 境内机构以固定成本向境外转让已经建成项目的经营权或者收益权,适用本办法对项目融资的管理规定。

第四十八条 中资银行从事离岸业务借用的国际商业贷款,按照本办法对海外分行的管理规定执行。

第四十九条 境内机构向中资银行离岸业务部门借用的外汇贷款,视同国际商业贷款管理。

第五十条 本办法第一、二、三、八、九、十、十一、十二、十三、十七、十八、三十五、三十六、三十七、三十九、四十、四十一、四十二(四)、四十三、四十四、四十五、四十六、四十七、四十九、五十一、五十二条和第四章的规定适用于外商投资企业,其余条款不适用于外商投资企业。

第五十一条 本办法由国家外汇管理局负责解释。

第五十二条 本办法自1998年1月1日起施行。1991年9月26日中国人民银行批

准、国家外汇管理局发布的《境内机构借用国际商业贷款管理办法》、1995年7月14日中国人民银行发布的《关于境内机构进行项目融资有关事宜的通知》、1996年4月17日国家外汇管理局发布的《经营外汇业务的中资银行海外分支机构境外融资管理规定》、1997年1月16日国家外汇管理局发布的《关于加强对中资企业境外机构融资管理的通知》同时废止。

境内机构发行外币债券管理办法

第一条 为了规范境内机构发行外币债券行为,根据《中华人民共和国外汇管理条例》及其他有关规定,特制定本办法。

第二条 本办法所称“境内机构”是指在中国境内的企业事业单位、国家机关、社会团体、部队等,包括中资机构(含金融机构)和外商投资企业。

第三条 本办法所称“外币债券”是指以外币表示的、构成债权债务关系的有价证券。外币的可转换债券、大额可转让存单、商业票据视为外币债券进行管理。

“可转换债券”是指根据债权人的要求,按照发行时所定条件,转换为公司股票或者其他债券的债券。

“大额可转让存单”是指银行发行的可以在金融市场上转让流通的一定期限的银行存款凭证。

“商业票据”是指发行体为满足流动资金需求所发行的、期限为2天至270天的、可流通转让的债务工具。

第四条 中国人民银行是境内机构发行外币债券的审批机关。中国人民银行授权国家外汇管理局及其分局(以下简称外汇局)具体负责境内机构发行外币债券的审批、监督和管理。

第五条 外币债券分为短期外币债券和中长期外币债券。

“短期外币债券”是指期限在1年以内(含1年)的外币债券。

“中长期外币债券”是指期限超过1年(不含1年)的外币债券。

第六条 中资机构在境外发行短期外币债券应当占用短期对外借款余额控制指标。

中资机构在境外发行中长期外币债券应当占用中长期利用外资计划指标。

境内机构在境外发行可转换债券应当占用中长期利用外资指导性计划指标

外商投资企业在境外发行可转换债券以外的外币债券,不实行计划指标管理。

第七条 境内机构发行外币债券应当经国家外汇管理局批准。未经国家外汇管理局批准,擅自签订的发债协议无效。外汇局不予办理外债登记,银行不得为其开立外债专用帐户,本息不得擅自汇出。

第八条 中资机构发行中长期外币债券实行定期资信评审制,经评审符合条件的中资

机构可申请发行外币债券。

第九条 拟发行外币债券的境内机构(含中资金融机构海外分支机构)应当按照规定向国家外汇管理局报送本年度外币债券的发行计划。

第十条 境内机构发行外币债券,如需获得境外评级公司信用评级,应当事先持评级机构名称、评级理由以及评级程序等相关资料报国家外汇管理局审批。经批准后,方可对外提出评级申请。并在获得评级结果后 15 日内向国家外汇管理局报备评级结果。

第十一条 境内机构发行外币债券,应当以书面形式提出申请,并同时提交以下部分或者全部文件,报国家外汇管理局审批:

- (一)发行单位近期连续 3 年的业绩、财务报表及外汇收支情况;
- (二)发行债券的市场、方式、金额、币别、期限、利率和各项费用等情况及报价意向书;
- (三)主干事和主受托行情况;
- (四)发行债券所筹资金的用途、管理办法和对汇率、利率风险的防范措施;
- (五)国家有关部门批准的项目可行性研究报告及其批复文件;
- (六)中资机构落实利用外资计划指标的证明文件;
- (七)评级机构的评级结果;
- (八)偿还债券的资金来源及安排;
- (九)发行可转换债券的,需提交国务院证券委员会的转股批复文件和落实中长期利用外资指导性计划的证明文件;
- (十)国家外汇管理局要求的其他必要文件

第十二条 在京的全国性境内机构发行外币债券或者对外申请评级直接报国家外汇管理局审批。

非在京全国性境内机构和地方性境内机构发行外币债券或者对外申请评级,由所在地外汇局审核后,报国家外汇管理局审批。

全国性、地方性境内机构的分支机构应当经其总行(总公司)授权,方可按照本条第一款或者第二款程序报批。

第十三条 境内机构应当按照国家外汇管理局的批复文件发行外币债券。若因市场变化,发行条件需要超出所批复的范围,境内机构应当另行报国家外汇管理局批准。

第十四条 债券发行后,境内机构拟在债券发行地以外的金融市场上发行债券,应当在上市后 5 日内报国家外汇管理局备案。

第十五条 境内机构应当在发行债券后 15 日内将债券发行情况及发债招募说明书等有关文件报国家外汇管理局备案。

第十六条 境内机构应当对发债所筹集的资金按照批准的用途专款专用,并于每年初 15 日内将上年度项目的进度、资金使用效益等情况报国家外汇管理局备案。如果需要改变资金用途,应当事先取得原立项批准部门同意。

第十七条 境内机构应当于每季初 10 日内向外汇局报送债券上市后价格变化情况。

第十八条 境内机构在境外发行外币债券后,未经外汇局批准不得将发债所筹集的资金存放境外或者在境外直接支付,不得转换为人民币使用。

第十九条 外汇局有权检查债券发行单位的资金使用和偿还情况。债券发行单位应当予以配合,提交有关文件和资料。

第二十条 为防范外债风险,经国家外汇管理局批准经营自营或者代客外汇买卖业务的中资金融机构可以为自身债务或者接受其他境内机构的委托进行外币债券债务的保值。

其他中资机构委托境外金融机构或者境内外资金融机构进行债券债务保值,应当经外汇局批准。

外商投资企业可以自行委托境外金融机构或者境内外资金融机构办理债券债务的保值。

第二十一条 中资金融机构海外分支机构经总行(总公司)授权、以总行(总公司)名义发行外币债券,以及经批准办理离岸业务的中资银行发行离岸性外币债券,应当由其总行(总公司)按照本办法规定报国家外汇管理局批准。发债所筹资金仅能用于境外,不占用利用外资计划指标。

第二十二条 地方政府不得对外申请评级和发债。

第二十三条 外币债券的帐户管理按照外汇帐户管理规定执行

第二十四条 境内机构在境外发行外币债券应当根据外债统计监测规定办理外债登记;境内机构进行外币债券保值后,应当根据外债统计监测规定办理外债登记的变更手续。

第二十五条 境内机构未经批准,擅自发行外币债券或者未按照本办法第二十条规定办理保值的,由外汇局给予警告,通报批评,并处10万元以上50万元以下的人民币罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第二十六条 境内机构未经批准,擅自将发行外币债券所筹资金存放境外或者在境外直接支付;未经批准,擅自将发行外币债券所筹资金转换为人民币的,由外汇局责令改正,给予警告,通报批评,并处违法金额30%以上5倍以下的人民币罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第二十七条 中资金融机构的海外分支机构或者经批准经营离岸业务的中资银行违反本办法第二十一条的规定,擅自发行外币债券或者擅自将在境外所筹资金调入境内使用的,由外汇局责令改正,对境内中资金融机构处以警告,通报批评,并处10万元以上50万元以下的人民币罚款。

第二十八条 境内机构向外汇局报送虚假、无效的文件和资料,骗取外汇局批准的,由外汇局收回批准文件,并对其按第二十五条的规定处罚。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第二十九条 境内机构未按照本办法的规定报送报表和资料,或者不接受和配合外汇局检查的,由外汇局处以警告,通报批评,并处1万元以上3万元以下的人民币罚款。

第三十条 以发债方式进行的项目融资,其债券的发行按照本办法执行。

第三十一条 财政部经国务院批准代表国家发行外币债券不适用本办法。

第三十二条 外资金融机构在境外发行外币债券,不适用本办法。

第三十三条 本办法由国家外汇管理局负责解释。

第三十四条 本办法自 1998 年 1 月 1 日起施行。1987 年 9 月 28 日中国人民银行公布的《中国境内机构在境外发行债券的管理规定》同时废止。

第十篇

租 赁 投 资

第一章 租赁概述

第一节 租赁的概念和意义

一、租赁的基本概念

租赁(leasing),从字面上来讲就是租用他人的物件。既然是“租用”而非“借用”,那么便不是无偿的。人常说“有借有还,再借不难”,这里所介绍的设备租赁并不是朋友间的无利借贷,而是一种商业活动。出租人通过将物件“租”给别人而从中获得报酬,承租人则因为“赁”用他人物件而支付费用。最简单、最原始的租赁活动有租屋、租地、租车等等。例如,过去中国的地主将地出租给佃农去耕种,到收获时佃农则必须交纳足够的地租。电影《白毛女》中的佃农杨白劳因为交不出地租而被地主黄世仁逼死,其女喜儿不得不去黄家当女佣以抵偿地租,最后因忍受不了黄家的欺凌而逃进深山成了“白毛女”。这是传统租赁的一个悲惨例子。

现代租赁主要为设备租赁,企业为进行设备投资而向租赁公司提出租赁所需的设备,租赁公司则代为融资,并根据承租企业的要求而向供应厂商购进合适的设备后交付承租人使用,承租企业需按期交付租金,在租期结束时企业可以有停租、续租、或留购设备的选择权。选择权意味着企业在租期结束时有可能以名义货价取得设备的所有权,这是与传统租赁的一大区别。传统的租屋、租地、租车等即使租用时间再长,佃户最后仍然无法取得租赁物的所有权。现代设备租赁是出租、借贷行为和租赁合同的统称。设备租赁于 50 年代大规模兴起于西方世界,它是以动产为主,将金融与贸易结合,由出租方、承租方、供货方以及银行界等共同参与进行的一项新型信贷活动。例如,根据世界银行的评估报告,为了保证经济的顺利发展,全球的航运设施有待更新及扩展,这将需要耗资 4,000 亿美元(Michael Marray: Junk Bonds Keep Ships Afloat)。如果要采用传统的融资方式从银行贷款的话,是很难满足

这笔巨额资金的。这时如果采用租赁方式,便可以通过银行以外的金融机构(如投资公司、租赁公司、制造厂商等)来解决资金来源的问题。租赁在此便显示出其特有的融资便利,而达到更新船只的需要。

现代经济中的设备租赁(equipment leasing)与传统租赁最大的不同是:企业根据自己的需要选定设备,然后委托租赁公司代为融资购进设备;而普通的房屋或土地出租是先有了房屋和土地,租户或佃户视房租或地租高低及自己的需要而与屋主或地主签约。设备租赁较为复杂,承租人为租赁其从供应厂商处自行选定的设备而与出租人订立租赁合同。该项合同规定:在一定时间内(一般为一年以上),以出租人在法律上拥有合同设备所有权为前提,收取租金为报酬,将该项设备的使用权出租给承租人;承租人则对合同设备在经济上拥有使用权,即在规定的时间内(通常称之为租期)承租人有权占有并正常使用该项租赁设备,但必须以按期支付租金为代价。比如,许多公司需要大量信息处理设备以适应现代科技的发展要求,但又苦于资金短缺,于是他们采取向美国国际商用机器公司(IBM)租用计算机的方法,取得了所需的办公设备,然后一边产生利润一边向国际商用机器公司交付租金。

这种现代经济用语中的租赁,实质上是企业进行长期资本融资的一种新手段,因为设备投资属于长期资本投资。由于租赁公司提供以“融资”代替“融物”的服务,使企业在获得设备使用权的同时,实际上减少了长期资本的支出,而能将其有限的资金用于其它短期业务中去。这种金融与贸易相结合的筹措设备的新手段,实际上是一种“借鸡生蛋”的方法。租赁融资与银行借款、公司债券和分期付款等长期信贷方式并列成为金融大家庭中的一名新成员,并与银行信用、商业信用并列作为一种独立的信用形态——租赁信用。

二、中国对租赁的定义

中国的法律到目前为止既没有对租赁的定义作一个明确的规定,也没有明确划分融资性租赁和经营性租赁的不同之处。在中国法律没有明确规定的情况下,如属涉外经济合同可以参照国际惯例来执行。

中国的几家经营融资租赁业务的主要公司(占全国租赁业务量的80%以上),在国家经委的领导下共同研究,提请国务院在1986年5月19日公布的“中国融资租赁管理暂行条例”对融资租赁的定义建议如下:

“融资租赁是指由出租方融通资金为承租方提供所需设备,具有融资、融物双重职能的租赁交易,它主要涉及出租方、承租方和供货方三方当事人,并由两个或两个以上的合同所构成。出租方根据承租方的要求和选择,与供货方订立购买合同支付货款,与承租方订立租赁合同,将购买的设备出租给承租方使用,租期不得低于2年。在租赁期间,由承租方按合同规定,分期向出租方交付租金。租赁设备的所有权属于出租方,承租方在租赁期内对该设备享有使用权。租赁期满时,设备可由承租方按合同规定留购、续租或退回出租方。”

这一定义明确了下列几点:

(1)融资租赁具有融资和融物的双重职能。例如,为了适应亚洲经济的高速发展,亚洲太平洋地区的航空事业也展现出繁荣的局面,大量的民用和货运飞机被从境外引进。这些

耗资巨大的飞机有不少是采用租赁方式获得的。1974 年亚洲太平洋地区所有的商用飞机都是通过购买取得的,到 1990 年通过经营租赁方式所获得的飞机只占全部商用飞机的 6.05%,1994 年则增长到 12.42%。这是由于现在飞机的价格比过去高了好多,而飞机的需要量也比过去增长了很多。如果通过购买方式来引进飞机的话,无法平衡资金不足与需求甚大的矛盾。租赁飞机既解决了资金短缺的问题——融资,又达到了利用飞机的目的——融物。

(2)当事人主要有出租方、承租方和供货方。如上例,若租赁的是波音飞机,则当事人包括租赁公司、亚洲各国的承租航线,以及波音公司。

(3)至少包括购买合同及租赁合同。上例,若中国民航为承租人,美国国际租赁公司为出租人,则由中国民航与美国国际租赁公司签订租赁合同,由美国国际租赁公司和波音公司签订购买合同。

(4)租期不能太短,少于 2 年的租赁使出租人无法在一次租期内收回投资。通常的租赁期限为 3—5 年,大型设备也可达 10 年。飞机属于大型设备,租期也较长。

(5)承租方有按期支付租金的义务。上例,中国民航必须按期向美国国际租赁公司交付租金。

(6)租赁期间租赁财产的所有权属于出租人,但使用权归承租人。上例,假设租期为十年,则这十年内飞机的所有权属于美国国际租赁公司,而飞机的使用权则归中国民航。

(7)租赁期满后承租人对租赁财产有选择权。上例,十年租期结束后,中国民航可以按照市面价格将飞机买下来,可以续租,也可以将飞机还给美国国际租赁公司,但不论采取何种方式,都应在租约中订明。

第二节 租赁的性质与特征

一、融资租赁的性质

融资租赁到底属于租赁性质还是销售性质,关键在于财产所有权的归属。而对这一问题,各国法律界、金融界、会计界、经济界、税务当局、政府财政部门、贸易部门,以及租赁行业等各有各的看法。从理论上讲,出租人出资购买租赁财产然后在一定时间内租给承租人使用,出租人拥有设备的所有权,而承租人拥有设备的使用权。如果在租期结束后,承租人续租或停租设备,则融资租赁属于租赁性质是毫无疑义的;但如果在租期结束时承租人采取留购方式,有些国家便认为这项交易应属于销售或金融的性质。既然属于销售性质,则租赁财产的所有权似乎应属于承租人。由于各国对租赁性质不同的认识,因此,在法律上、税务上和会计上处理的方法也有所不同。设备租赁被分为非节税租赁(non-tax-oriented lea-

ses)和节税租赁(tax-oriented leases)。非节税租赁在美国被称为有条件销售式租赁(conditional sale lease),而在英国被称为租购(hire purchase)。这类租赁在考虑租赁以税收为基础的国家的税法上通常被当作分期付款买卖来对待,则出租人不能享受税款优惠,而承租人被当做买主,其所付的租金被视为分期付款,只有超出设备价款的部分被当做利息可以进入成本而不上税。节税租赁在美国被称为真实的租赁(true lease),在税收方面可以享受真正的租赁待遇,即出租人有资格获得加速折旧及投资税收减免等好处,并可通过降低租金的方式将部分好处转让给承租人。节税租赁与非节税租赁的最主要划分标准是承租人有没有专门为了取得设备的所有权而支付租金。

二、租赁的特征

融资租赁是融通资金与融通物资相结合的特殊类型的筹集资本设备的方式。它的特征可归纳为以下几点:

(1)融资租赁是融资与融物相结合而以达到融通资金为主要目的的交易。出租人按照承租人的需要购得设备后,再将其出租给承租人使用,目的在于收取超过贷款本息的租金,这是一种金融投资的新手段;而承租人则通过取得设备的使用权,解决其设备资金不足的问题,并用所租来的设备生产出具有高额利润的产品以偿还租金,这是一种筹措设备的新方式。双方以设备的出租和设备的使用为手段,目的则是通过租赁交易来赚取利润。例如,香港货运航空公司(Air Hong Kong)曾从美国通用电器奇异公司(General Electric)下属的一家租赁公司处租来三架波音 747—100 型飞机。由于飞机价款太高,香港货运航空公司一下子无法付出巨款去购买,采用租赁方式可以先取得飞机的使用权,通过运输取得利润后再偿还租金;而奇异公司则通过出租飞机获得了超出价款部分的利润。

(2)融资租赁交易与传统租赁的一个重要区别是涉及到三方当事人,即出租方、承租方和供货方,而传统租赁只有出租人和承租人两方。这里出租方是根据承租方的要求而出资向供货方购买特定的设备,并将所购得的设备直接出租给承租方使用。承租方所交付的租金除了足以补偿出租方所支付的设备成本外,还包括一定的利息作为出租人的利润。例如,拉脱维亚共和国为发展其欧洲航线所需于 1994 年 6 月从美国波罗的海国际公司租进了两架波音 727 航空飞机。波罗的海国际公司是根据拉脱维亚共和国的需要而代为购入飞机并供后者使用的,此笔交易涉及了美国租赁公司、美国飞机供应商,以及拉脱维亚共和国的承租人。

(3)融资租赁包括两个或两个以上的合同。在传统的租赁交易中只有出租人和承租人之间签订的租赁合同,而现代融资租赁由于涉及到多方当事人,因此合同也不止一个。出租方与承租方之间需要签订租赁合同,出租方与供货方之间需要签订买卖合同,出租方与金融机构之间需要签订贷款合同(如果出租方需要融资的话)。这几个合同之间是有联系并同时签订的一般来说是先有租赁意愿后有后两个合同的出现,而租赁合同是不可撤销的。各个合同中均需标明各自的权利和义务。例如,前面提到的香港货运航空公司与美国奇异公司下属的一家租赁公司签订的三架波音飞机的月租为 150 万美元,香港货运航空公司由于某种原因无法负担此笔高额租金,但又必须遵守租赁合同交付租金。于是双方打算采取一

种折中的办法,由香港货运航空公司出让 49% 的股份给奇异公司所属的这家租赁公司,这样香港货运航空公司在两年内的租金可以减半。

(4)承租人对设备和供货商具有选择的权利和责任,这是不同于传统租赁的又一个特点。现代融资租赁由承租人自行选定设备和供货商,而出租方只是根据承租方的意愿到其指定的供货商处购进设备再租给承租人使用。由于设备是由承租人一手选定的,所以承租人要对设备的质量、规格、型号、数量和技术上的鉴定验收等负责。而且,在租赁期内,对设备的保养、维修、保险和过时的风险等也由承租人承担。例如,有的航空公司采用租赁方式从国外租进了一些二手飞机,结果,由于管理不善及操作和保养不当而造成飞机失事,对于此种风险出租人并不承担责任。

(5)租赁设备的所有权与使用权的分离。由于设备是由出租方出资购进的,因此设备所有权属于出租方;而承租方在按时支付租金并履行合同各项条款的前提下可以对设备享有完全的使用权。例如,由于计算机更新换代速度太快,因此许多公司只花钱购买计算机主机及部分微机,剩余的微机则靠租赁来补充。由于微型计算机机身小,容易搬动,公司经常把租来的微机与自有的计算机混在一起使用,因而出现在租期末找不到租赁物件去归还给租赁公司或是租赁物件受损严重而失去市场价值的情形,所以有必要严格分清所有权和使用权的不同。

三、租赁与分期付款及贷款购买的区别

租赁与分期付款和贷款购买各有其特征,如下表所示:

表 10.1.1 融资租赁、分期付款和贷款购买的特征

	融资租赁	分期付款购买	贷款购买
合同	租赁合同	买卖合同	贷款合同
租赁实质	物(设备)	物(设备)	钱
设备所有权	出租人	付清货款前多为卖方	买方
当事人	出租人,承租人	买方,卖方	买方,金融机构和卖方
融资人	出租人	卖方	金融机构
折旧	出租人	买方	买方
费用	租金	货价加利息	本金加利息
融资能力	100%	少于 100%	少于 100%
会计处理	租赁资产既不是承租人的固定资产也不是负债,租金是费用支出	属于买方的固定资产和应付货款	属于买方的固定资产和负债

第三节 租赁的优点

当今竞争激烈的商品经济社会有如“大鱼吃小鱼”的海洋世界,企业尤其是中小型企业,要想避免不被大企业所吞并,就必须时刻了解市场行情,生产出符合市场要求的产品。由于高科技的发展,产品的更新换代在不断加快,设备的淘汰老化过程也在缩短。一个企业的资金有如人体中的血液一样是有限的,只能用在最急需的地方。企业对于设备的更新投资属于长期资本投资。传统的资本筹措方式有:①动用企业自有资金;②向银行贷款;③发行股票;④发行债券等。由于企业必须保留一定的资金周转,利用企业自有资金购置新设备并不是一个最好的办法;银行贷款是筹措短期资金的良好办法,如需要中、长期贷款用于企业的固定设备投资中则比较难,而且申请银行贷款手续复杂,拖的时间也很长;至于发行股票和债券更需要较长期的准备,而且中国对于股票和证券上市仍在探索的阶段。目前中国上市企业主要在国内筹集人民币资金,而到国外上市筹措外汇资金的企业还非常之少,在香港上市的只有十几家,直到1992年10月9日止,只有华晨金杯汽车股票打入了纽约华尔街,成为纽约股市上唯一的黑马。与上述传统融资方式相比较,融资租赁便显示出其特有的优点,越来越为企业家所欢迎。总的来说,租赁有如下优点:

(1)在资金短缺情况下引进设备。企业在资金短缺或没有长期计划进行设备投资的情况下,若需要更新设备,可以通过租赁的方式取得。因为租赁不需要动用长期资本投资,只需按期交付租金便可得到所需的设备。这使得企业可以抓住时机,在“龟兔赛跑”中利用租赁公司的融资能力,让自己赶上时代的潮流。美国的许多制造商希望引进新设备而又不愿意动用企业经营资本,于是纷纷采用租赁的方式。如1993年美国设备租赁的成交额为1,250亿美元,即占全部设备投资的32%是靠租赁方式取得的。

(2)成本相对较低。由于税收的优惠,美国不少公司发现采用租赁方式比借款购买设备的成本要低。因为采用租赁方式承租人可以将租金从成本中扣除而不必上税。相对来说贷款只能将所付利息计入成本,而本金的归还是不能免税的。融资租赁中的租金包括了对设备货价的支付金额,显然节税额相对贷款来说要大得多。另外,出租人还可将其所享受的投资及加速折旧的好处部分转让给承租人,相形之下,比借款购买而享受折旧的好处要多。除美国外,其它国家对租赁交易也有税收优惠。例如,土耳其在1985年引进租赁这一融资新方式后制定了租赁法,以鼓励租赁业的发展。租赁法的一大好处是对所租赁设备规定的增值税率可低到1%,而一般购买设备的增值税率为20%,1987年租赁成交额为78亿土耳其里拉,到1992年增长到3.6万亿土耳其里拉。

(3)融资的便利。企业一般很难向银行借得百分之百的贷款来购买设备。银行一般要求企业有足够的信用或是有抵押品才愿意贷款给企业,而通过租赁的渠道则可由租赁公司融资百分之百的设备货款。例如,美国电报电话公司(AT&T)为了促进其业务发展,对15万家具良好还款记录的公司发行了一种特殊的信用卡。凡是持有这种信用卡的公司可以

直接向 12,000 家设备供应商提出租赁的要求,而设备生产厂商不需花时间和金钱再去调查承租人的信用。这项租赁的新方法自 1989 年推出至 1992 年,租赁成交额已增加 490 亿美元,比过去提高 300%。

(4)避免因通货膨胀而造成损失。在当今社会中,通货膨胀已成为一个普遍的现象,中国的通货膨胀率已超过 15%。由于租赁合同一开始就将全部租金固定下来,以当时的货币价值购进设备,而以来年或后年、几年后的币值固定支付租金,这样便可避免由于通货膨胀和物价上涨等因素所造成的承租人的损失。

(5)金融与贸易结合,加快了引进速度。中国不少企业普遍存在两个问题:一是缺少资金,二是没有对外购买权。企业要想购买国内外设备,一般首先要向银行申请贷款,经审查批准到资金到手需要很长的时间;然后再委托贸易公司从国外引进设备或向生产厂商购买国产设备,手续很繁琐,时间又拖得很长。若采用租赁方式,融资与引进设备都由租赁公司一手包办,可以省下不少时间和精力。由于设备和供应厂商是由承租人指定的,而且买卖合同是在承租人在场的情况下签订的,可以保证承租企业获得满意的设备。例如,80 年代中国实行改革开放的初期,北京出租汽车公司从国外引进了大批的出租车以满足市场上的需要。当时如果考虑选择购买汽车的方式,一是资金紧张,二是进口税率太高而造成过高的成本。于是租赁被果断地加以采用,大量的二手轿车被引进北京,满足了游客、商人和市民的需要。

(6)租赁方式灵活。只需一小部分先期付款即可取得设备的使用权,并可签订灵活的租赁期限和还租次数。租赁期限一般 3—5 年,大型项目可达 10 年以上。租金偿还可按月、季、半年或一年来计算,视承租企业的需要来制定。

(7)可以避免保留过时的设备。由于租赁设备在租期末可以退还给出租人,对于短期需要的设备应尽量采用租赁方式来取得,以免浪费企业宝贵的资金。只需使用一次的物件也可采取租赁方式,如 80 年代中国从好莱坞租赁了不少好电影胶片,如《罗马假日》、《金色池塘》等,在全国巡演一遍后又还给好莱坞。

(8)可以享受税收的好处。美国、英国等国家都对设备租赁采取一定的鼓励措施,出租人原先可以获得投资税收减免及加速折旧的好处,现在虽然已没有了投资税收减免的优惠,但仍然可享受加速折旧的好处,而且美国租赁协会和租赁业正在敦促议会通过新的鼓励租赁的税法。中国在 1994 年税制改革后,对于企业根据生产经营需要租入固定资产而支付的租赁费的扣除,分别按下列规定处理:①企业以经营租赁方式租入固定资产而发生的租赁费,可以据实予以扣除。②企业以融资方式租入固定资产,其租赁费扣除,按以下方法处理:
a. 承租方租入固定资产的租赁期长于该固定资产的法定折旧年限,其每期支付的不高于按税法规定的折旧年限计算的折旧额的租赁费,可全额扣除。
b. 承租方租入固定资产的租赁期短于该固定资产的法定折旧年限,对每期支付的租赁费高于按税法规定折旧年限计算的折旧额,其超出部分不得作为本期扣除,租赁期满后固定资产转移至承租方时,在不少于税法规定的折旧年限减去已承租使用的年限后剩余的期间内分期扣除。对租赁期满后将该固定资产转让或变卖,其取得的收入与扣除费用之间的差额部分可作为本期收入或支出处理。
③承租方对租入固定资产折旧额的计算按有关规定处理。④承租方支付押息、手续费等可

在支付时直接扣除。

例如,1994年4月16日,美国税务部门允许评选S级的租赁公司,若被选上S级的租赁公司可以比拥有同样所得的C级公司少交税。这使得租赁公司可以利用税收的好处发展业务。

(9)促进销售。由于经济不景气造成购买力的下降,美国各大制造厂商纷纷成立自己的租赁公司,试图通过租赁来推销其设备。如美国通用电器奇异公司,美国电报电话公司以及美国著名的计算机生产厂商国际商用机器公司等都有自己的租赁公司,而且成交额很大。美国电报电话公司1992年的成交额有13%是靠租赁达成的。

第四节 租赁的产生和发展

租赁是一个古老的经济范畴。古代租赁可以追溯到三千年以前的腓尼基人对船只的租赁。经过几个世纪一直到现在,租赁始终是资助海运业务的一种主要经济形式。到公元前1750年,强大的巴比伦国国王通过了一项立法,规定个人资产可以进行租赁。古埃及也允许个人资产和房地产的租赁交易。这种做法后来传到了西方文明发源地的希腊—罗马地区。到了公元550年,开始出现了短期的设备租赁。总的来说,古代租赁的主要对象是土地、房屋和一些通用性器具和农具。古代租赁的主要目的是为了获得租赁物资的使用价值。

近代租赁开始于工业革命时期。19世纪中叶以后,随着机器大工业的产生和发展,动产设备租赁在一些国家发展颇为普遍,而且具有相当的规模,如铁路车辆、贝尔电话和制鞋机等的租用,当时租赁的目的仍只限于使用设备本身,其基本特点是只租不售。美国的近代租赁始于18世纪,当时主要出租马匹、马队、轻便马车、运货马车及马棚等。设备租赁开始于19世纪后期,主要为驳船、火车及机车等等。接着出现了大规模的缝纫机租赁业务。

第二次世界大战以后,以融资和融物相结合为主要特征的现代租赁很快在世界范围内蓬勃兴起,并在各国的经济发展中发挥着积极的作用。现代租赁的创始人当推亨利·斯克菲尔德。为了适应当时军转民用设备不足的需要,斯氏首先在1954年成立了美国租赁公司,成为首家从事设备租赁业务的租赁公司。1956年美国租赁公司中的布斯(Booche)单独出来成立了布斯租赁公司,这家公司在1962年由著名的长途客运灰狗公司(Greyhound)所收购。接着各种各样的租赁公司相继成立。1962年美国出租人设备租赁协会(The American Association of Equipment Lessors)成立,其宗旨在于推动租赁业的发展,同时注意联邦和州立法案对租赁的影响。奇异公司、国际商用机器公司及复印机公司(xerox)等迅速加入了租赁队伍,并大大增加了业务量。

一、现代租赁业发展简况

50年代初,第一批融资租赁公司在美国成立。到60年代,西欧、日本和大洋州等大部

分工业国家都成立了租赁公司,从 60 年代末起,西方各国的租赁业务已普遍向海外扩展。70 年代期间,银行开始加入租赁业,租赁在西方各国得到急剧发展,并且扩大到一些发展中国家。从 80 年代起,工业发达国家租赁业进入成熟期,不少发展中国家的租赁业亦有了较大的发展,租赁已成为当代许多国家发展最快的一种融资方式。同时,许多设备制造厂商也已相应地把开展租赁作为扩大产品市场的一种有效手段。当前,租赁在国际市场上,也被广泛用于吸收外资、引进技术、促进投资以及推动出口等方面。现代设备租赁主要集中于以下几个领域:

- (1) 飞机——大型客运和货运飞机、喷气式飞机及有关的维修设备;
- (2) 汽车——包括出租车、货运机车、巴士等;
- (3) 计算机——包括主机及微机;
- (4) 无线通讯设施——大哥大、传呼机等;
- (5) 家具——饭店(附有停车场设施的)、汽车旅客旅馆及办公大楼的配套家具;
- (6) 工业机械与设备——包括金属切削机床及建筑、矿山、石油勘探等重型设备;
- (7) 医疗设备——主要向医院及诊所出租;
- (8) 办公室用品——包括打字机、计算机、复印设备、传真机和电话机等;
- (9) 火车车厢——程序机车、平板车、翻斗车及冷藏车;
- (10) 卡车——通常包括卡车全部维修及其它保养设备;
- (11) 废物处理设施。

例如,巴西一家航空公司于 1994 年从美国、日本及欧洲等租赁公司处租进 60 架波音和道格拉斯飞机,头两个月的租金为 8,330 万美元。又如,苏达克赌博公司(Sodak Gaming, Inc.)在 1994 年 6 月将一名为大浪漫(Grand Romance)的赌船租赁给一家赌博供应管理公司,交易额为 2,500 万美元。

二、现代世界租赁业的特点

(1) 租赁业务量迅速增长。1978—1982 年间,工业发达国家的租赁投资的平均增长率为 20%左右,1983—1988 年间世界范围的设备租赁的平均增长率为 22.5%。1991 年全世界租赁新投资额为 3,453 亿美元。其中,美国是最大的租赁市场,根据美国设备租赁协会的报告,1991 年美国租赁新投资额增长了 3%。价值 1,239 亿美元的设备是通过租赁成交的租赁设备占全部设备投资的 32%。1986 年设备租赁金额为 850 亿美元,而到了 1992 年约为 1,289 亿美元。1992 年占租赁份额最大的是飞机(22.9%),其次为计算机(约 8%),再次为办公机器和制造设备(约 7%),然后是卡车和拖车(约 6%)。

日本是世界租赁第二大市场,1991 年租赁合同成交额约为 88,016 亿日元,比上年增长 4.6%。设备类型主要集中于计算机和通讯设备、办公设备、工业机器和工具、交通设备、服务工业设备以及医疗器械等。

英国是租赁的鼻祖,也是欧洲最大的租赁市场。代表英国租赁业 90% 的英国财务和租赁协会在 1991 年的租赁成交额为 102 亿英镑。其租赁市场主要集中在一般工厂和机器、计

算机和办公设备、汽车和商用交通工具,以及轮船、飞机和油田生产设备等。

近年来,新兴工业国家及发展中国家和地区的租赁业务也增长很快,尤其是韩国、新加坡、台湾、香港等国家和地区。根据香港设备租赁协会的报告,1991年香港岛内租赁的金额大约为52亿美元,其中最主要的租赁类型是各种各样的车辆,包括:小轿车、出租车、迷你小巴、货车和卡车等,占17亿美元。而香港的过境租赁亦很可观,主要是将设备出租到中国南方的各家公司,例如1989—1991年间有54架飞机被出租到中国使用。

(2)租赁市场已具相当规模。第二次世界大战后兴起的现代租赁业,经过30多年的发展,现已成为一个拥有几百万承租人,由三大类型几千家租赁公司组成的综合产业,经营范围日益广泛。租赁行业现已基本形成金融机构类、制造厂商类和综合专营租赁公司类三大系列鼎足而立的格局。租赁业务的经营范围日益广泛,从单机到生产线(包括附带的零配件)以及附设在工业、商业设施上的工业产权、专利均可租赁,新旧不论。除了常见的各类工商和农业设备机械、办公室用设备和数据处理设备、电子计算机、医疗器械、通讯设备、石油开采设备、运输设备、火车车厢、飞机、船舶外,一些新型资产例如价值上亿美元的卫星系统、核电站等,也常通过租赁方式取得。

(3)租赁服务多样化。现在租赁已发展成为一项融资(硬件)兼有咨询、维修(软件)多种服务的一揽子综合服务,因此更灵活方便,更能适应用户的各种需要。除了传统的融资、经营两类租赁形式外,还发展了租赁与投资、补偿贸易、贷款相结合的综合租赁形式。不少租赁公司围绕着融资租赁的中心业务,开展了租借、贷款、不动产租赁、风险投资、动产信托等多种经营,与现有金融机构相辅相成,向经济界提供着多种新型复合的金融服务。

三、现代租赁业的发展趋势

(1)科技进步的加速,陈旧化风险的增大,对企业经营管理的专业化、集中化将提出更高要求。随着经济结构的变化,用户对租赁的要求不再仅仅满足于当作一种筹措设备的手段,还希望能从租赁公司获得更多的服务。因此,由出租人承担设备过时风险和保险、维修服务的经营租赁,在租赁总额中所占的份额将逐步增大,而且其增长速度会超过融资租赁。

(2)租赁产品结构中的主体对象——省力、省时的办公自动化设备,各种工商业机械和节能的有关设备的租赁比例,将进一步扩大,同时,公共福利方面的设施、装置和农业机械也将作为租赁产业结构中的重点对象。

(3)租赁服务的多样化与专业化将同步发展。随着贸易服务的多样化,今后将出现更多的专业化租赁公司,如电脑、汽车、飞机、船舶和建筑机械租赁公司。

(4)租赁业务更趋国际化。随着各发达工业国租赁业日臻成熟,国内市场相应变小,因此,将采取在海外增设更多子公司、合资公司等分支机构的形式以开拓当地市场。对飞机、船舶和超大型设备等巨额租赁项目进行跨国跨公司的横向合作,以解决资金不足并减少风险。发达工业国家和发展中国家的直接进出口租赁即国际租赁将得到进一步的发展。还有不少迹象表明,租赁将有可能成为金融机构控制的行业。

第五节 中国租赁业务的发展与现状

一、中国租赁业务的产生

80年代初,中国兴起了以融资为主要目的,以企业形态专门经营的现代租赁业务,这是“对外开放,对内搞活”政策“洋为中用”的产物。中国共产党的十一届三中全会打破了中国长期以来闭关锁国的状态。为了扩大国际间的经济合作与技术交流,1979年7月,中国颁布了“中外合资经营企业法”,同年10月,中国国际信托投资公司(下称中信公司)作为利用外资的主要窗口之一在北京成立。中国在对外开放和经济体制改革过程中,面临着一个主要的矛盾即是:一方面要积极引进外国的先进技术,另一方面要解决中国国内外汇资金短缺的问题。为了解决这一主要的矛盾,当时的中信公司董事长荣毅仁提出创办国际租赁业务,以开辟利用外资的新渠道。1980年初,中信公司派小组去日本考察现代租赁业务,并且最先开始租赁业务的实路——试用跨国租赁方式为北京市从日本租进了一批汽车,以改善交通及旅游事业。同期,中国民航在中信公司的推荐下,首先以杠杆租赁的方式从美国租进了第一架波音747飞机。1980年10月,中信公司邀请日本租赁公司等来华联合举办首届租赁研讨会。租赁,在理论上,作为一种利用外资的“新技术”就此被正式介绍到了中国。1981年,为了更好地开展租赁业务,中信公司除自身经营租赁业务外,先与北京机电设备公司、日本东方租赁公司共同创建了中国第一家中外合资租赁公司——中国东方租赁有限公司,接着又与中国国家物资局等单位合建了中国租赁有限公司。这几家租赁公司的成立标志着现代租赁业务在中国诞生及现代租赁体制在中国的建立。在此之前,租赁在中国从来没有作为一个行业独立存在。在此之后,租赁则作为一个独立的新兴行业,在中国开始发展起来。

二、中国租赁业务的发展

十三年来,从零开始的融资性租赁业务已发展成为一个独立的行业,成为中国仅次于信托投资公司以后的第二个向企业进行间接融资的窗口。自1981年以来,继中国东方租赁有限公司和中国租赁有限公司成立之后,中国又相继成立了中国环球租赁有限公司、中国对外贸易租赁公司、中国电子租赁公司等等,到1992年,中国已批准成立的中外合资租赁公司有26家,中资租赁公司30家。除了这些专业租赁公司外,还有320家兼营租赁机构,主要由银行及投资公司等金融机构所组成。这些专业和兼营的租赁机构构成了中国租赁市场的主体。1991年的租赁成交额为10亿美元(不包括飞机租赁额)。

这些租赁公司和机构主要分布在北京、上海、天津三市及广东、江苏、山东、辽宁、四川、

浙江、福建、湖北、山西等省,以及内蒙古自治区。其中北京、上海和广东设置的租赁机构最为集中。设在北京的租赁机构一般为全国性租赁机构,设在各省、自治区、直辖市的租赁机构一般以开拓、发展当地及邻近地区的租赁业务为主。从沿海到内地广泛设置租赁机构,不仅在全国建立了一个覆盖面几乎遍及全国的业务网络,而且还形成了一个竞争性市场。初具雏形的新兴租赁行业在中国经济生活中已初步确立了它应有的地位。

1981—1983 年是中国现代租赁体制的创建期。1984—1986 年是中国租赁业起步和迅速发展的时期,1987 年是中国租赁业进入稳步发展及调整的阶段。租赁业在中国发展非常迅速。1981 年设备租赁新合同全国成交数仅为 200 万美元,而 1981—1987 年上半年,全国租赁合同签订数累计约达 24 亿美元,共完成租赁引进项目近三千个,其中中外合资租赁公司累计租赁合同签订数及完成的租赁项目各约占 50%。中国民航自 1980 年起,陆续通过杠杆租赁方式进口各类飞机超过 50 架,交易额约为 12.8 亿美元。1994 年 6 月,中国从俄国引进了 5 架图式商用飞机,与从西方国家引进相比,从俄国引进的成本相对较低。目前,中国租赁营业额最大的 5 家机构是中国租赁、中国东方租赁、环球租赁、中信公司租赁部及中国对外贸易租赁公司

三、中国租赁业务的经营范围

中国租赁业务的经营范围日益广泛,租赁物件从小型单机到成套设备,从新设备到二手货,从硬件到附带专利及软件,从海、陆、空各种运输工具到各类工农商业机械和医疗器械、旅游设施,种类繁多,无所不包,而且,引进设备后能增加出口创汇产品的项目增多。1986 年开始中国出口租赁业务也有了新的发展,中国东方租赁有限公司与日本东方租赁公司合作,把中国广东船厂制造的一艘 18,000 吨散装船首次租到了国外。同时,这几年国内国产设备租赁业务的发展也非常迅速。

随着租赁市场的不断扩大,经营范围日益广泛,成交总数迅速增长,租赁形式多样化的租赁机能扩大化的趋势有了进一步发展。目前虽然仍以融资租赁方式为主,但已开始了以建筑机械为主体对象的经营性租赁。此外,与补偿贸易或举办中外合资企业相结合的综合租赁业务已逐渐有所增加。

四、中国主要租赁公司简介

(1)中国租赁有限公司(China Leasing Co., Ltd.),成立于 1981 年。这是一家国有公司,出资者为中国国际信托投资公司、中国工商银行、中国人民建设银行信托投资公司、中国农业银行信托投资公司、中国人民保险公司、中国电子进出口总公司、中国水力电力材料供应总公司、中国化工总公司、中国轻工业部对外经济和技术合作公司。地点在北京。

(2)中国东方租赁有限公司(China Oriental Leasing CO., Ltd.),成立于 1981 年。这是一家中外合资企业,由中国国际信托投资公司、北京机电设备公司和日本东方租赁公司合资。地点在北京。

(3)中国环球租赁有限公司(Universal Leasing CO., Ltd.),成立于1984年。这也是一家中外合资企业,由中国技术进出口总公司、中国人民建设银行、中国银行及德国德累斯顿银行合资而成。地点在北京。

(4)中国电子租赁有限公司(China Electronic Leasing Co., Ltd.)成立于1987年。是一家直接由机械电子部控制的国有公司。地点在北京。

(5)中国计算机租赁有限公司(China Computer Leasing Co., Ltd.),成立于1986年。是由中国国际信托投资公司和长城计算机公司所组成的国有公司。地点在北京。

(6)太平洋租赁有限公司(Pacific Leasing Corporation),成立于1984年。由中国租赁有限公司、日本长期信用银行以及日本租赁有限公司所组成的合资公司。地点在上海。

(7)中国对外贸易租赁有限公司(Foreign Trade Base Leasing Corporation)成立于1985年,隶属于对外经济贸易部。地点在北京。

(8)福建国际租赁公司(Fujian International Leasing Corporation),成立于1985年。由中国租赁有限公司和日本埼玉(Saitam)银行组成。地点在福州。

(9)中国石油化工租赁公司(China Petrochemical Leasing Corporation),成立于1991年。由中国石油总公司和日本丸虹(Marubeni)公司合资组成。地点在北京。

(10)国际远东租赁公司(International Far East Leasing Company),成立于1991年。由日本信用银行、韩国工业租赁公司以及中国人民建设银行合资而成。地点在沈阳。

第二章 租赁的种类

第一节 融资性租赁和经营性租赁

从租赁的目的及收回投资的角度来看,现代租赁的两大主要形式为融资性租赁和经营性租赁。

一、融资性租赁

融资性租赁亦称金融租赁,是典型的设备租赁所采用的基本形式。它是指:当企业需要添置设备时,企业不是向金融机构直接申请贷款来购入设备,而是委托租赁公司根据企业的要求和选择代为购入所需的设备,然后企业以租赁的方式从租赁公司手里租赁设备来使用。从而使企业达到融通资金的目的。融资性租赁是一种采用“融物”形式的不可撤消的、完全付清的中长期融资形式,具有浓厚的金融业务色彩,因此,往往被看作是一项与设备有关的贷款业务。因为是由出租人支付全部设备资金,等于是对企业(承租人)提供了百分之百的信贷。1992年,全世界的设备有67%是通过融资租赁方式取得的。比如,由于地理的因素,芝加哥是美国拥有最多的铁路供应和铁路设备租赁公司的城市。由于全国许多铁路设施有待更新,于是便产生了很大的资本需求,这些租赁公司便将铁路设备出租给全国的铁路运输线,为后者提供融资及融物的需求。

融资性租赁的交易过程如下图所示:

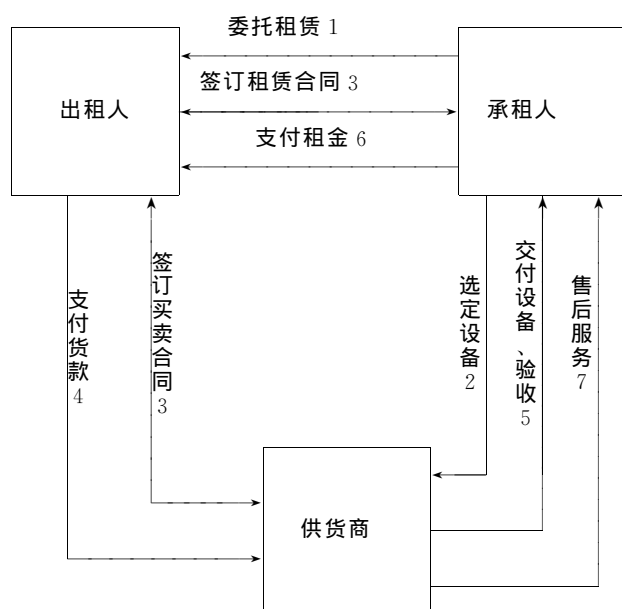


图 10.2.1 融资性租赁的交易过程

从图中可看出,融资性租赁的主要特点是:

(1)涉及到三方当事人——出租人、承租人和供货商,由承租人委托出租人代为融资,承租人并直接与供货厂商洽谈选定所需的设备,再由出租人出面购买设备,然后由供货商直接将设备交给承租人。如上例,出租人为芝加哥的租赁公司,承租人为各地的铁路运输公司。由于芝加哥的租赁公司并非专业铁路设备生产厂商,他们只是根据各地铁路公司的要求为其融资购买专门铁路设备供应商的产品,然后出租给铁路公司使用。

(2)两个或两个以上的合同——出租人与承租人之间签订租赁合同,出租人与供货商之间签订买卖合同。如果出租人资金不足的话,可能还需要出租人与金融机构签订贷款合同。上例,芝加哥的租赁公司要与各地铁路运输公司签订租赁合同,租赁公司同时还要与铁路设备供应商签订购买合同,如果芝加哥的这家租赁公司不属银行资本,资金不足的话,可能还要与其它金融公司签订贷款合同。

(3)由于拟租赁的设备是由出租人完全按照承租人的要求和选择去融资购买的,所以出租人对于设备的性能、物理性质、老化风险、设备缺陷、延迟交货等以及设备的维修保养均不负责任,承租人不能以上述理由拖欠或拒付租金。由于铁路设备是由铁路运输公司自己选择的,租赁公司对其设备是外行,万一租进设备后无法产生良好的收益,或是市面上又出现了更新更好的设备,如程控机车可能取代蒸汽机车,租赁公司概不负责。

(4)出租人可在一次租期内完全收回投资并盈利。基本租期的设备只租给一个特定的用户使用,租期一般为3—5年,有的可达10年以上。如芝加哥的一家租赁公司将一列客运

火车出租给东部的一个铁路运输公司,租期为 10 年,10 年内租赁公司可以收回全部的投资并产生足够的利润。

(5)为了保障出租人与承租人双方的利益,在租赁合同期内,双方均不得中途解约,只有当设备毁坏或被证明为已经丧失使用效力的情况下才有可能终止合同。由于出租人已为设备垫付了资金,合同的终止应以出租人不受经济损失为前提。假如铁路运输公司在冬天大雪封山时营运发生事故造成机车毁损,铁路运输公司不能中途毁约要求退回机车。

(6)租赁设备的所有权与使用权相分离,在法律上所有权属于出租人,在经济上使用权属于承租人,承租人在使用期间应当定期维修并妥善保管。虽然 10 年租期内租赁公司仍对机车具有所有权,但同时铁路运输公司拥有完全的使用权。为了保证营运的正常进行及安全运输的需要,铁路运输公司必须有专门的维修队伍对机车定期进行检查、维修和保养。设备和人一样,总有病痛的时候,也要看医生。

(7)在租赁期满时,承租人一般对设备有留购、续租和退租三种选择。通常是出租人通过收取名义货价的形式,将租赁设备的所有权转移给承租人。10 年租期满时,租赁公司通常只向铁路运输公司收取少量的名义货价,然后将机车的所有权转移给铁路运输公司。

美国全国独立法人联盟(The National Federation of Independent Business)的首席经济学家威廉·邓克伯罗指出:“租赁是最热门的融资方式”。如果企业希望最终占有设备的话,采用融资性租赁方式比较合适;如果企业只需短期留用设备的话,则经营性租赁比较合适,租期结束时可把设备退还给出租人。一般来说,在美国若采取租赁融资,其成本要高出贷款费用 2%,但是租赁不需要或只需要设备价款 10% 的前期付款,而银行贷款则要求 20% 的前期付款,且常常要求有抵押才给贷款。约翰·希克卢伯和他的三个经营伙伴永远不会忘记那一次贷款的经验。当约翰和其伙伴准备扩大他们的酒吧经营业务而打算更新经营设施时,由于银行对其业务发展信心不足,连续被 9 家银行拒绝后才拿到部分贷款。最后还差 24 套桌球设施的资金,是通过从 33 个投资者(顾客及员工)手里筹措到的资金。浪费了不少时间,急得约翰差点撞墙。如果当时他们直接去找租赁公司融资的话,可以使酒吧提早营业并赢回更多的利润。

再如,1993 年英国铁路服务的私有化对于私有成分来说既是一个挑战也是一个机会。对于乘客来说,希望私有化后由那些有特许经营权的公司(shadow franchise)来接管铁路运输,将用新的先进的铁路设备取代现有的陈旧而老化的设备。新设备可以通过购买或租赁来取得,而大部分潜在的特许经营者都偏向于租赁的方式。于是英国政府采取了一些措施以鼓励租赁市场的发展:临时组建了几家铁路车辆公司来负责所有的客运车辆的供应;批准了价值为 1.5 亿英镑的新客运机车用于租赁,并在铁路法案中加入了新的条款以使这些特许经营者在运营中能够有章可循。

还有一例,由于废物处理铁路化的出现,垃圾车可以由卡车改换为铁路机车,将垃圾运到远处去处理。在美国,像布朗宁—弗里斯工业废物发展公司、加勒廷国民公司、区域处理公司以及朗苟爱皮克公司等纷纷加入废物铁路化的行列。环境租赁公司的史蒂芬·弗雷泽认为,废物铁路化虽然较原始的废物处理车昂贵,但也有其特有的优势:负重能力强,运输距离长,运输容量大,更能满足连续性的需要,以及固定的起点和终点。由于对资金的需要

量大,上述废物处理公司大都采用租赁的方式来实行废物铁路化。除了上述废物处理公司外,不少其它公司也开始仿效他们的做法。

二、经营性租赁(operating lease)

经营性租赁亦称操作性租赁,是指融资性租赁以外的其它一切租赁形式。它是指:当企业需要短期使用设备时,可采取向租赁公司短期租赁设备,并由租赁公司提供维修等售后服务,这是一项可撤消的、不完全支付的短期租赁业务。由于经营性租赁的租期相对较短,因此所付租金也比融资性租赁为高。这种租赁方式非常适合高科技产品,使承租人可以避免技术和设备过时的风险。例如,在美国,由于计算机工业的不断更新换代给出租人提供了一个良好的租赁市场。许多用户对于不断变化的科技产品了解不透,加之价格观念也不明确,于是纷纷采取租赁的方式引进计算机。这样,一来可以避免由技术进步造成的产品老化,二来可以试用一段时间的设备,取得一些经验和专家的意见,然后再决定是否购买。美国国际商用机器公司便大肆推行其计算机的租赁业务,从而大大增加其产品的销售量。

经营性租赁的交易过程如下图:

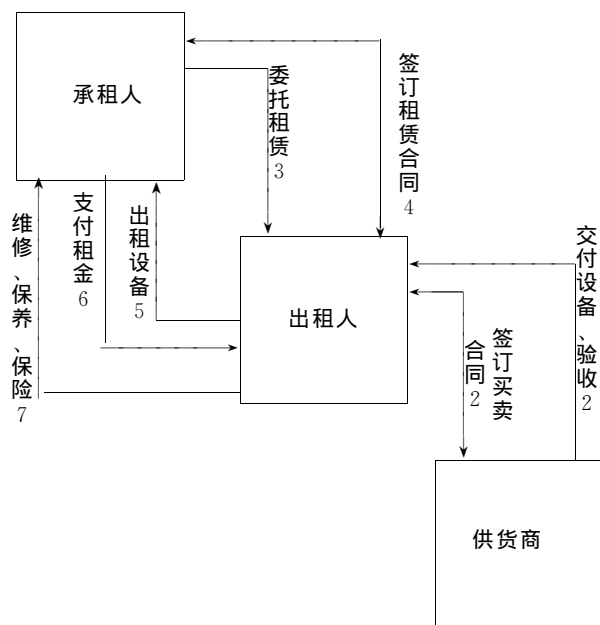


图 10.2.2 经营性租赁的交易过程

经营性租赁的主要特点是:

(1)在租赁期内承租人可预先通知出租人要求终止合同,退回设备,以租赁其它更先进的设备。上例,若纽约的一家金融公司从美国国际商用机器公司附属的租赁公司处租来了

100 台计算机,使用 2 个月后市面上出现了更为先进的计算机,于是这家金融公司便通知美国国际商用机器公司,他们打算退回设备,以便租赁更先进的计算机。只要预先通知出租人,是可以中止合同的。

(2)在一次租赁期内,出租人只能收回租赁设备的一部分投资,需要将该项设备多次出租给不同的承租人使用,方能收回投资并产生利润。如上例,国际商用机器公司在出租给那家金融公司计算机 3 个月后收回租赁物,由于 3 个月的租金不足以抵偿租赁成本,于是国际商用机器公司还要另外寻找一家承租人再把计算机租出去。

(3)所租赁的多为通用设备,或是具有高度专门技术,且更新换代速度很快的设备。由租赁公司成批购入,在租期内负责维修、保养等服务并承担设备过时的风险。一般来说,像计算机、打字机、复印机、传真机等现代办公设备比较适于经营性租赁。

(4)由于以上的原因,经营性租赁设备的租金要高于融资性租赁。

在许多国家流行的办公设备(计算机、打字机、复印机等)和家用设备(电视机、录像机、摄影机、卡拉 OK 机等)的租赁多属于经营性租赁。由于经营性租赁为两边交易(只涉及出租人和承租人),因此结构简单,手续简便。对于承租人来说,经营性租赁可以让其试用新设备,按生产需要短期租进设备以满足生产季节性的要求,并且不需承担设备老化的风险。

美国在 90 年代初期所施行的新的医疗保险赔偿条例,规定将设备的分期付款计划纳入资本成本,制定出医疗保险诈骗和误诊法则,并将医疗保险赔偿金额与医院的设施质量挂钩。这些新的规定使得各医院在准备更新其设备的同时,还要考虑到卖方风险、技术风险、商业风险、市场风险及财务风险等,于是不少医院采用租赁代替购买的方式来添置新设备。如赫马纳医疗保健中心如今已不再购置新的资本设备,而是采取按次付费的方法租赁设备。通常按次使用付费的设备包括超声机(可以辨别孕妇腹中胎儿的性别)和实验室所用的设备,有时也包括射线医疗设备、程控 X 光照相扫描机、磁性共振图像机等。赫马纳中心所签的按次付费租赁协议租期为 3—5 年,包括供应、维修、更新,并负责教授、指导对技术的使用。又如,录影带的租赁业务也是非常流行的。贝克的超级市场录影带出租部门每年创造 200 万美元的营业收入。这个部门不仅盈利丰盛,而且给整个超级市场注入了活力。其成功的原因是价钱公道、影带新,配有最新科技的计算机系统和广告推销设施。

融资性租赁与经营性租赁的最大区别总的来说有两点:一是,在租期末,融资性租赁可能包括相当于设备价款 10% 的固定价格购买权,而经营性租赁则仅仅包括公平市价购买权;二是,有些出于特殊使用目的和限制使用的设备可能无法通过经营性租赁来取得,而只能通过融资性租赁来达成交易。

第二节 节税租赁和销售式租赁

现代租赁迅速发展的原因除了提供融资便利以外,享受其它行业所没有的税收优惠也是非常重要的。有些国有如美、英、德等国从征税角度按本国税制规定——据资产所有权的

实际归属,将租赁划分为有税收优惠的节税租赁和没有税收优惠的销售式租赁两种类型。

一、节税租赁

在美国,节税租赁被称为真实的租赁(true lease)。它是指:这项租赁在税收上能真正享受租赁的待遇,即出租人有资格获得加速折旧及投资减税等税收优惠,并且以降低租金的形式向承租人转让其部分税收优惠,而承租人可将其所付租金从应纳税所得中扣除。由于节税的好处,使得承租人用于筹措设备的租赁成本低于贷款购买成本。按照美国税法规定,一项真实的租赁必须符合下列几项规定:

- (1)出租人必须对资产拥有所有权;
- (2)租期结束后,承租人可以按公平市价(即租赁资产可出售的正常价格)续租或留购,也可将设备退回给出租人,但是不能无偿享受期末资产残值;
- (3)租赁合同开始时预计的租期末资产公平市价,不能低于设备成本的 15—20%;
- (4)租期末,租赁资产仍具有两年的服务能力,或者租期末资产的有效寿命为其原有效寿命的 20%;
- (5)出租人的投资至少应占设备购置成本的 20%;
- (6)出租人从所得租金收入中可获得相当于其投资金额 7—12%的合理报酬,租期不得超过 30 年。

二、租购或有条件的销售式租赁

非节税租赁(non-tax lease)在英国被称为租购,而在美国被称为有条件的销售式租赁。这类租赁在考虑租赁以税收为基础的国家的税法上通常被当做分期付款交易来对待。在英国,税务当局将一项合同中有“承租人享受留购权”条款的租赁交易视为租购。在美国,一项交易符合下列规定中任何一条,即被视为有条件的销售式租赁:

- (1)租金中有部分金额是承租人为获得资产所有权而专门支出的;
- (2)在支付一定次数的租金后,资产所有权即自动转移给承租人;
- (3)承租人在短期内交付的租金,相当于需要购买这项设备的大部分金额;
- (4)一部分租金支出实际上是利息或被认可相当于利息;
- (5)按名义价格留购一项资产;
- (6)租金和留购价的总和接近购买设备的买价加运费;
- (7)承租人承担出租人投资损失的风险;
- (8)租期实质上等于租赁资产的全部有效寿命。

一项销售式租赁交易在税务方面享受买卖交易待遇,即由承租人而不是出租人作为物主享受折旧税收优惠和期末残值,但其所付的租金不能当作费用从成本中扣除。至于承租人能否加速提取折旧则视当地的规定而行。

第三节 杠杆租赁和单一投资租赁

根据出租人对购置一项租赁设备的出资比例,可将租赁划分为单一投资租赁和杠杆租赁两种类型。

在一项租赁交易中,凡设备购置成本百分之百由出租人独自承担的称之为单一投资租赁(straight investment lease or single investor lease),这是人们所熟悉的基本方式和传统做法。而设备购置成本的小部分由出租人投资承担,大部分由银行等“金融机构投资人”提供贷款补足的则称之为杠杆租赁(leveraged lease),这是近 10 年来在美国首先发展起来的一种高级的租赁形式,适用筹措资产价值几百万美元以上的大型长期租赁业务,可满足对有效寿命长达 10 年以上,高度资本集约型设备的融资需要(如飞机、集装箱、工厂、输油管道、近海石油钻井平台、卫星系统等)。80 年代香港的海底隧道工程便属于杠杆租赁,由西方不少国家参与融资、出租设备等。

一、杠杆租赁的定义

杠杆租赁又称衡平租赁,它是指:一项采用“财务杠杆(financial leverage)方式组成的融资性节税租赁,出租人一般只出全部设备金额的 20—40%,即可在经济上(也仅仅在经济上)拥有设备的所有权,享受如同对设备百分之百投资的同等税收待遇。设备成本中的大部分资金则通过以出租的设备为抵押,由银行、保险公司和证券公司等金融机构贷款解决,贷款人提供信贷时对出租人无追索权,其资金偿还的保障在于设备本身及租赁费,同时需出租人以设备第一抵押权、租赁合同及收取租金的受让权作为对该项贷款的担保。杠杆租赁的原理在于利用企业通常所用的财务杠杆,又称举债经营(即企业利用成本较低的资金来增加公司盈余,在投资报酬率高于负债成本(通常指贷款利率)时,提高财务杠杆比率(负债/资产)以增加公司盈利。杠杆租赁对于出租人和承租人均有好处,出租人只需拿出相当于设备价款 20—40%的资金,便可以得到百分之百的加速折旧好处,这样,出租人就可以降低租金,与承租人共同受益。

为享受税法上的优惠,杠杆租赁必须具备下列条件:

- (1) 具备真实租赁的各项条件;
- (2) 物主出租人必须在租期开始和租赁有效期间持有 20% 的称为有风险的最低投资额;
- (3) 租期末租赁资产的残值必须相当于原设备有效寿命的 20%,或至少尚能使用一年;
- (4) 承租人行使合同规定的购买选择权时,价格不得低于这项资产当时的公平市场价格。

二、杠杆租赁的当事人

杠杆租赁是一项采用特殊形式的完全付清的真实租赁,通常包括下列当事人:

(1)承租人(lessee):负责选定设备及参加设备价格的谈判,在租期内使用设备,并向物主受托人支付租金,相同于一般租赁(单一投资租赁)的承租人,只是这里的承租人必须是有相当资金能力的大用户,否则获得无追索权贷款的代价(指费用)会很高,甚至得不到。承租人所签的租赁期通常与债务的分期偿还期相同,全部租金的支付是在债务还本付息的前一天到期。然而,为了给予物主出租人以额外的现金流量好处,有时租赁期可比债务偿还期长一、两年。

(2)制造商或供应商(manufacturer or contractor):与承租人谈妥所租赁的设备,从合同受托人手中取得贷款,向承租人交付租赁财产。

(3)物主出租人或股权参与者(owner lessor or equity participants):由于杠杆租赁的资产价值很高,需要几家共同分担风险,因此,一般由多个产权参加者(称股权人)组成物主出租人。这些物主出租人追求所有权利益、投资税收减免、加速折旧、利息支出、税收扣除以及任何残值等方面的好处,他们往往是租赁公司、商业银行、保险公司、金融公司、工商业公司及富翁。杠杆租赁使用英国、美国、法国独有的信托制(trust),即多个产权参加者设立信托委任信托人(trustor),把租赁资产的所有权转移给物主受托人。

(4)物主受托人(owner trustee):由于杠杆租赁的资产所有权属于多个产权参加者,共同使用或经营管理很不方便,通常指定一个物主受托人来掌管财产。物主受托人为了物主出租人的利益而持有租赁资产的所有权,成为“普通法”上的所有权人(legal owner),而物主出租人则成为“衡平法”上的所有权人(equitable owner),所以杠杆租赁也叫衡平租赁。物主受托人是杠杆租赁交易的核心,具有三重身分:出租资产的普通法上的所有权人,承租人的出租人,债权人的借款人。物主受托人通常为商业银行。

(5)债权人或贷款人(loop participants or lenders):在杠杆租赁中,债权人通常有好几个,通常称为债权持有者(debit-holder)。由于物主出租人的出资仅占资产成本的20—40%,因此剩余60—80%的资产成本要靠贷款来解决。这里的债权人往往是银行、金融公司、保险公司、信托公司、退休基金会等“机构投资人”,他们也通过设立信托体的形式向物主出租人提供贷款,贷款条件根据设备的种类、有效寿命和承租人的资信而定。债权人把钱交给物主受托人,后者签发债权证书。债权证书可以使用公募形式,所以债权人亦称“证券持有人”。债权证书载明“无追索权”,即承租人不履行支付租金义务时,债权人不得向股权人追索债务,只能从物主受托人持有的信托财产——出租资产上得到偿付。

(6)合同受托人(indenture trustee):债权人有好几个时,自然也采用信托制度即设立一个合同受托人,由其管理各债权人的利益。有时,即使在租赁开始时只有一个债权人,为了便于将来处理部分贷款,也以设立合同受托人比较方便。物主受托人把出租资产、租赁合同和收取租金的权利抵押给合同受托人,使合同受托人在该项财产上持有并行使担保物权,这是不可追索的贷款所要求的。担保物权优于所有权,即当承租人不履行义务时,合同受托人

可申请法院执行其担保特权——代表贷方占有设备。如果抵押品——租赁资产被清偿,受托人则将清偿所得首先用以清偿贷款人的债务,如有余额才交物主受托人。

合同受托人为债权人的利益持有并行使担保物权,一是指合同受托人核对、证明债权证书,掌握债权证书登记簿并办理债权转让手续,同时,合同受托人以产权参加者、债权人交来的资金,向制造厂商支付租赁资产货价,接受承租人支付的租金,用以向贷款人还本付息;二是指分期偿还债务;三是指将余额交付物主受托人(它再支付给各个产权参加者)。合同受托人一般为债权人同意的银行信托部或信托公司。

(7)包租人或经纪人(packager or broker):他在承租人与出租人之间充当中间人,其责任是安排、起草租赁合同,物色有力的投资人,寻找有利的借款来源和资信良好的承租人,组织并促成租赁交易。其权利是收取佣金。租赁公司、投资银行或经纪人都能担任这一角色。

(8)担保人(guarantor):杠杆租赁中有时需要一个担保人来保证承租人的信用按期支付租金。担保人可能是一个提供信用证的银行,或租赁资产余值的保险人,或政府担保人。

三、杠杆租赁的交易程序

一项杠杆租赁的交易过程包括筹备和正式进行两个阶段:

1. 筹备阶段

(1)承诺:包租人与未来承租人联系,签署一项具有承诺性质的委托书,列出几项主要条款(如租期、每期支付的租金和每期租金间隔时间等)。鉴于得到实际贷款前,不可能决定确切租金,因此,租金是以假设的几种借款利率为基础估算的。

(2)包租人寻找股权投资人和债权人:包租人(往往是投资人之一)与承租人签署委托书后,一边与其他未来投资人联系安排一项确定的股权承诺,一边与未来的债权人联系贷款。如果租赁设备的交货期较远,有关的借款则可推迟到交货期前才进行安排。

(3)寻找物主受托人和合同受托人:物主出租人与承租人共同选定一个物主受托人,多个债权人选定一个合同受托人。

(4)签订参加协议:上述当事人签署一项参加协议,规定各参加人各自应承担的权利和义务,以及这项租赁交易的先决条件。

2. 正式进行阶段

(1)物主出租人(也是产权参加人之一)与物主受托人签订信托协议以确定产权参加者所同意预付的现金投资比例和金额。

(2)物主受托人与合同受托人签订合同信托协议,以确定贷款人在设备总投资中的贷款比例。

(3)物主受托人和债权人分别把投资现金和贷款款项交付合同受托人。

(4)物主受托人根据信托协议规定,正式向股权人、债权人签发股权信托证书、借据或作为设备产权和设备物主的凭证、债权凭证。

(5)物主受托人代表物主出租人与承租人签订租赁合同。

(6)物主受托人与合同受托人签订担保契约,规定把设备物权抵押给合同受托人,并把

租赁合同和收取租金的权利也转让给他,以此作为对债权人提供“无追索权”贷款的担保,规定合同受托人交付贷款后,由物主受托人接受厂商转交的设备物权。

(7)承租人与厂商签订购货协议。

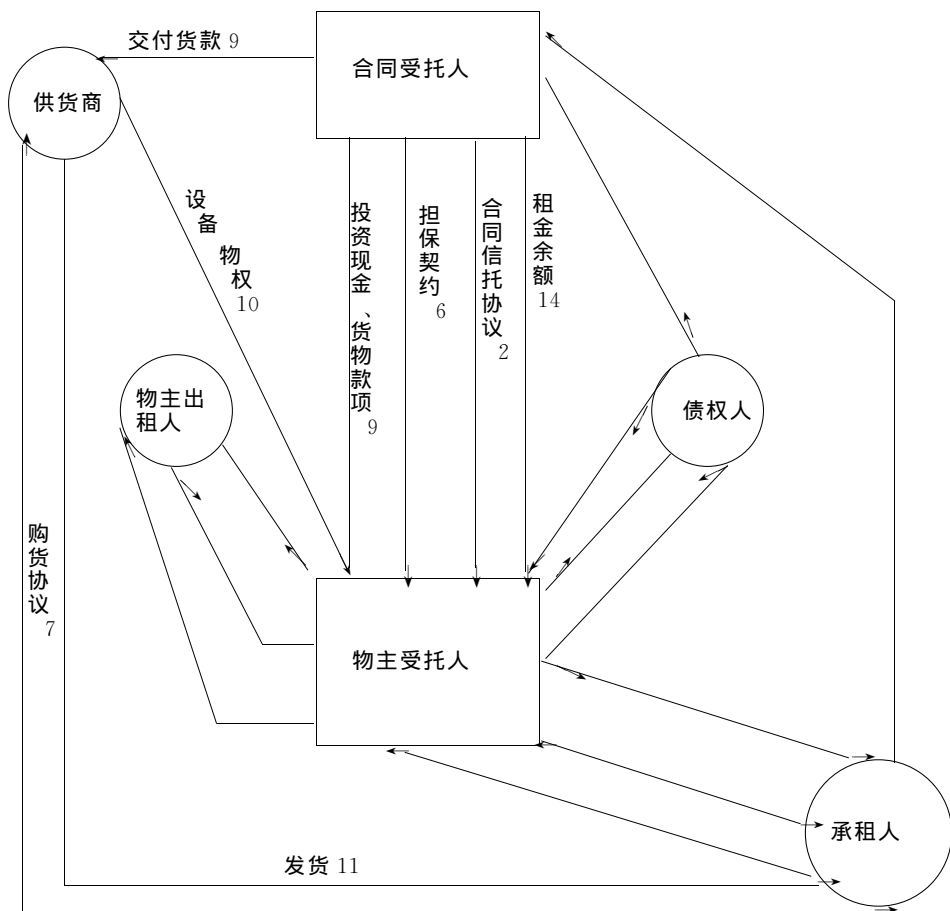


图 10.2.3 杠杆租赁的交易过程程序

(8)在购货协议基础上,承租人与物主受托人签订购买协议转让书,规定承租人将其购买设备的权利,包括获得服务和培训的权利等,都转让给物主受托人。

(9)合同受托人向厂商交付货款。

(10)根据担保协议规定,厂商将设备物权交物主受托人。

(11)厂商向承租人直接发货。承租人向物主受托人签发租赁物件收据。至此,租赁正式开始。

(12) 承租人向合同受托人交付租金。

(13) 合同受托人以收到的租金,按贷款协议规定向债权参加者偿付到期的债务本息,并在扣除信托费等费用后将租金余额交付物主受托人。

(14) 物主受托人将收到的租金余额先扣除信托费等费用,再按出资比例分付给每个产权参加者。具体步骤如图 10.2.3 所示。

四、合同文本

(1) 参加协议(participation agreement):亦称融通资金协议(financing agreement)。这是杠杆租赁协议的总结构,唯一的一份需要杠杆租赁交易所有当事人都签署、执行的文件。它规定各当事人承担的义务和责任,同时载明成交的各项先决条件即提出事实说明、保证事项、对说明与保证证明其属实与合法的律师意见书。它还规定了各当事人的赔偿义务、贷款证书和信托证书。在协议上,各产权参加者同意出资,债权参加者同意贷款,制造商愿意出售,物主出租人同意购买出租资产,承租人愿意承租,物主受托人同意在出租资产上为债权人的利益设定由合同受托人持有的担保物权等等,并对一切主要条款——税收利益、债权、物主凭证转让都作了阐述。

(2) 购买或制造协议(purchase/construction agreement):这是承租人与制造厂商之间的协议,先由承租人签字,再由物主受托人签字,规定了出租资产的货价、规格、交货等以及保证承租人能转让合同。

(3) 转让协议(transfer agreement):这里指购买协议的转让协议即由承租人与物主受托人签订,规定承租人把购买协议项下的权利——从厂商购买设备的权利(包括获得服务和培训的权利)以及制造厂商对资产的各项担保所产生的权利转让给物主受托人,但不转让责任,以达到为筹资建立担保的目的。力求保留对购货协议中有关规格、担保以及其它条件进行修改和提前终止购货协议的最大自由。

(4) 物主信托协议(trust agreement):这是产权参加者与物主受托人之间的协议,明确了产权参加者和物主受托人各自的权利和义务。规定由产权参加者提供资金,委托物主受托人购买租赁物并持有租赁物的所有权;并由物主受托人代表产权参加者执行一切协议和文件,列明授权限度和活动范围以及受托人责任,如代表产权参加者在普通法上持有物权。产权参加者把购买出租资产的出资款项交给物主受托人,后者承担替前者购买出租资产的责任,前者把出租资产以及租赁合同项下的租金作为“信托财产”交给后者管理。此外,还规定了由物主受托人签发证书以及他的报酬标准。

(5) 合同信托协议(trust indenture):合同信托协议包括信托合同和抵押契据两项文件,由物主受托人与合同受托人签订,规定物主受托人把出租资产、租赁合同,以及租赁合同项下的租金抵押给合同受托人作为贷款的担保,由合同受托人代表贷款人持有抵押、担保利益,还规定物主受托人应向债权人签发债权证书载明还款责任、利率和支付方式。如果承租人违约,合同受托人可以占有并清理该租赁物、处理租赁物所得收入并首先分给各债权人,其余部分才交给物主受托人,再由他分给各物主参与人。

(6)租赁合同(lease contract):这是关键文本,一方为承租人,另一方为物主受托人,规定由承租人指定出租资产厂商后由物主受托人购买;规定了租期,租金金额和承租人使用租赁资产的各项费用、支付方式;还规定了保险金额,承租人应支付的各种补偿金,如补偿产权参加者因税法修改而遭受的损失。有时也规定期满前承租人终止合同的权利和应付出的代价;期满时,承租人有购买资产的选择权。签订租赁合同时,承租人要保护自己的利益,争取以下权利:

①由于厂商对购货合同的违约造成对承租人的损失而直接向厂商进行法律交涉的权利,以及为此获取赔偿的权利。

②向第三方进行索赔后如何分配利益的适当条款。

③寻求具有最大限度灵活性的租赁合同。

(7)保证协议(guarantee agreement):除上述各种协议外,可能有各种保证协议。假如承租人为某公司的子公司时,由母公司签订保证协议。

五、杠杆租赁的好处

程序如此复杂的杠杆租赁究竟有什么好处呢?事实上,杠杆租赁可以给租赁双方以及贷方带来一般租赁所不能获得的特别利益。

对物主出租人(多个产权参加者)来说:

(1)仅以远低于设备价金的现金投资(为设备价金的 20—40%),却可以成为物主得到全部所有权利益和享受残值以及获得相当于设备百分之百投资的税法上的全部优惠——投资税减免和加速折旧,以降低实际纳税利率,大大加快对现金投资的回收。像飞机等大型设备非常昂贵,独家租赁公司不愿自担融资的风险,杠杆租赁可以将风险分散。

(2)购买设备的货款中有 60—80%的资金是借款,因此,每年有大量利息可作为费用而无须纳税,这使物主出租人大大减少了实付税款,相应提高了投资报酬率。

(3)借入的是不可追索的贷款,万一承租人违约,为抵还借款,被清偿的仅限于设有担保物权的出租资产,不涉及出租方其它资产。

(4)政府按高于公司税率的合伙所得税率征税,故获得的减税优惠比一般租赁要多。

对承租人而言,不仅仍然拥有设备的全部使用权,而且能大幅度降低租金,因为第一,出租人可以降低租金的形式让承租人分享一部分他们可得到的扩大了好几倍的减税优惠;第二,出租人由多个产权参加者组成,这就分散了投资风险,从而有可能降低租金。

对贷方来说,由于他得到了其价值高于贷款总额的设备第一留置权,收回贷款较有保障。

第四节 直接租赁、转租赁和售后回租

从出租人(租赁机构)机构贷款的资金来源和付款对象来看,有直接租赁,转租赁和售后回租三种形式。

一、直接租赁

直接租赁是购进租出的做法,即由出租人用在资金市场上筹措到的资金,向制造厂商支付货款,购进设备后直接出租给用户(承租人)。

普通的直接租赁一般由两个合同构成:

- (1)出租人与承租人(用户)签订一项租赁合同;
- (2)出租人按承租人订货要求,与厂商签订一项买卖合同;

各发达国家的绝大部分租赁公司普遍采用直接租赁的做法。在中国则为资金力量雄厚的大租赁公司所采用。直接租赁中的出租人,在筹措资金方面能主动、充分地发挥其金融工程师的作用,可视租期长短,支付租金的次数和间隔期,从各种不同的有利资金渠道,借入长短期比例搭配合理的资金,以降低实际贷款成本,增强竞争性。

二、转租赁

转租赁是租进租出的做法,即由出租人从一家租赁公司或从制造厂商租进一项设备后转租给用户。

普通的转租赁一般由三个合同构成,见下图。

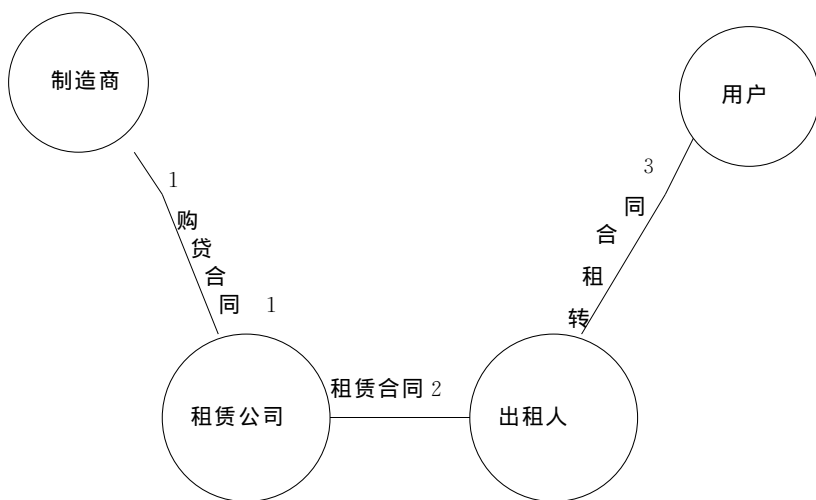


图 10.2.4 普通转租赁的合同构成

说明:①租赁公司 A 与厂商签订购货合同;

②租赁公司 A 与租赁公司 B 签订购货合同转让协议——仅仅把物权转让给租赁公司 B,保留其它权利;

③租赁公司 A 以承租人身份与租赁公司 B 签订租赁合同;

④租赁公司 A 以出租人身份与用户(次承租人)签订转租赁合同。

图中的购货合同,转让协议以及租赁合同均需在转租合同签订并生效后再生效。一家租赁公司在其自身借贷能力较弱,融资技术也不太发达,资金来源又有限的情况下,往往会采用转租赁,以期利用别家租赁公司条件优惠的融资便利。

转租赁与直接租赁的主要区别是:前者从租赁公司获得租赁融资便利,后者则从银行、金融机构以传统信贷方式直接获得融资便利。

三、回租

回租指由设备物主将自己拥有的部分资产(如设备、房屋)卖给租赁公司,然后再从该租赁公司租回来的做法。回租的交易结构见下图:

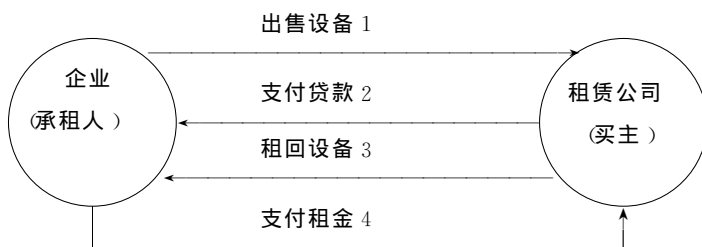


图 10.2.5 回租的交易结构

说明:①设备原物主将设备出售给租赁公司,收到货款时将物权转让给租赁公司;

②设备原货主以承租人身份与租赁公司签订一项租赁合同,将出售的原设备租回使用;

③租期开始,承租人向出租人付租金。

回租是当企业缺乏现金时,为改善其财务状况而采用的对企业非常有利的一种做法。通过回租,承租人能把固定资产变为现金,再投资于其它业务方面,而同时在租期内仍可继续使用这项资产。此外,企业的利润和折旧在出售时便可收回。

第五节 总租

总租又称“一揽子”租赁,其租期长于租赁物的经济寿命,出租人在租期内以预定的条件和时间定期向承租人提供新的设备以更换老的设备,或租赁其它的设备,而不需双方再谈判。这种租赁方式经常用于运输车辆的出租。

第三章 租赁合同

第一节 租赁合同的特点

合同是一种具有法律性质的文件,它是当事人双方或几方根据有关法律条款,为了确定各自的权利和义务而制定的一种协议。合同是一种法律性质的关系。合同的签订和履行受到法律制约,合同规定的权利为法律所保护,合同规定的义务为法律所监督,违反合同,要承担合同规定的责任。所以,签订合同的活动是一种法律行为。

我国《经济合同法》明确规定,租赁合同属于经济合同范围。因此,租赁合同只有依据《经济合同法》的原则订立,才具有法律效力。但是租赁合同又不同于一般经济合同,按经济合同分类,租赁合同属于财产所有权转移合同类中的财产的使用和收益合同。因此,租赁合同的内容,也就是主要条款与一般经济合同有明显区别。其特点主要表现在:

一、出租人保有租赁资产的所有权

在租赁合同中,出租人所转移的不是资产的所有权,而只是资产的使用权。出租人对租赁资产所有权并不因这种合同关系的成立而消失,不论租期多么长久,到这种合同关系终止为止,租赁资产的所有权一直归出租人,合同终止后,所有权可以转移,也可以不转移。这也是租赁合同与购销合同、分期付款买卖合同的区别所在。

二、租赁合同的标的属特定物

标的,即可供出租的资产,应属特定的有体物,包括动产和不动产。在我国可以作为租赁标的物的不动产,只限于房屋。至于动产,除法律所规定的违禁品(如枪支、毒品等)外,没有什么限制。不过,租赁物必须是非消费品。

租赁标的物还可以是整个企业,其中包括企业的各种资产(不动产和动产)关于企业租

赁经营的标的见第四章第一节。

三、租赁合同是关于财产使用的合同

租赁合同是当事人约定,一方(出租人)以物交给地方(承租人)使用,他方给付报酬并于使用完毕后返还原物的合同。承租人支付租金就是使用租赁物件的报酬。因此,租金是租赁合同的重要内容,也是区别其它经济合同的重要标志。

四、租赁合同是一种继续性合同

租赁合同与买卖合同不同,买卖是一次性的行为,即使分期付款的买卖,其合同也只是分次履行的合同。租赁合同则是一种继续性合同,即在整个租赁期间里持续存在合同关系。所以租赁期是租赁合同的一个重要内容。租赁合同期限有长有短,但不能是永久的,因为永久性的租赁使租赁物的所有人永久性地丧失了对租赁物的占有和使用的权利,等于是对所有权的否定。

第二节 签订租赁合同的程序

租赁合同的双方当事人,称为出租人和承租人。在我国各种经济组织、政府机关、团体和个人都可以充当出租人,也可以充当承租人,因而租赁合同可以在组织与组织之间、组织与个人间、个人与个人间订立(如房屋租赁合同)。合同签订的过程,就是双方当事人对合同的内容进行相互协商,取得一致意见的过程。

一、订立租赁合同的一般程序

(1)要约。要约就是订约的提议。是指当事人一方向他方提出签订租赁合同的要求和建议,明确表示签约愿望。要约的内容必须与拟签订的租赁合同的内容相一致。如企业租赁经营公布招标通告、融资租赁中承租方向出租方提出租赁委托书、房屋租赁中招租启示等都属于要约。

(2)承诺。承诺是当事人一方表示完全接受他方提出的签订租赁合同的提议。完全接受,是指承诺人完全同意要约人所提出的各项条款,是租赁双方当事人对合同各项条款协商一致的结果,承诺是订立租赁合同的重要步骤,表明受约人接受要约,而要约一经承诺,合同即告成立。

(3)签约。签约就是租赁双方当事人正式订立合同,履行法律手续。一般签约有二个步骤:

①当事人必须就合同的主要条款达成协议。合同当事人在书面合同中是采取条款形式加以记载的。所以合同的主要内容即合同的主要条款,应是合同的必备条款,缺乏主要条款的合同,即使当事人就其它一些问题达成协议,该协议也不能称为合同,因为其不具备合同的必备条件。合同的主要条款,一般是指法律规定必须具备的条款。由于租赁物的种类、性能不同,各种租赁合同的内容和形式也不相同。按我国经济合同法第23条的规定,财产租赁合同应明确规定“租赁财产的名称、数量、用途、租赁期限、租金和租金交纳期限、租赁期间财产维修保养的责任,违约责任等条款”。企业租赁经营合同除应具备上述合同条款外,还应具备:“企业租赁期内经营总目标及年度经营目标”;“承租方的收益及企业各项基金的分配比例”;“企业租赁前债权、债务及遗留亏损的处理”等条款。

②履行法律手续。包括:起草合同条款、当事人签名盖章,凡属需要公证、鉴证的合同,应送公证机关和鉴证机关办理公证、鉴证手续。有的还要经过有关部门批准。待这些都完备后,合同才能正式生效。

二、租赁合同的履行

租赁合同依法订立,即具有法律效力,当事人都必须严格履行。租赁合同的履行和订立一样有一定的程序。由于租赁合同的种类较多,合同的标的又不相同,履行程序也不一样,一般有下列步骤:

(1)交付合同标的。交付合同的标的应严格按照合同规定的日期履行,未经双方同意,任何一方不得擅自变更交付日期。

(2)验收。验收是按租赁合同规定的标的名称、数量、规格、质量进行验收,是履行租赁合同的重要步骤。

(3)租金结算。租金结算方法由双方协商决定并按合同规定执行。

第三节 租赁合同的终止及违约处理

一、租赁合同的终止

租赁合同是有期限的,在规定的合同期限内,未经协商同意,任何一方不得擅自变更、解除合同。在期限届满时,租赁合同自然终止。但有下列情况,使租赁合同无法履行时应允许变更或终止合同。

1. 在企业租赁经营中

①由于不可抗力,或者由于一方当事人虽无过失,但有无法防止的外因;②由于承租方

经营管理不善,达不到合同规定的年度经营目标;③由于一方违约;④由于合同规定的其它变更或者解除合同的条件出现。

2. 在融资租赁中

①供货人未交付符合合同规定的货物,承租人提出异议,经出租人和供货人协商同意;
②未经承租人同意出租人将其在租赁合同中的权利、义务转让给第三人;③逾期不缴纳租金,经出租人催告仍不缴纳的。

3. 在服务性租赁和房屋租赁中

①承租人不依约定方法或正常使用使用方法使用租赁物;②擅自将租赁物件转租的;③拖欠租金不缴纳的;④承租人将房屋转租、转借或私自交换的;⑤房屋无故空着不用连续三个月以上的。

二、租赁合同的违约处理

(1)出租人违约,承租人应享有无辜一方按照协议通过法律程序所应有的一切权利。

如出现出租人毁约,承租人可接受时,应退还设备并向出租人索取因其未履行协议而应付的赔偿损失费。估计赔偿金时,先估计设备的价款,承租人的损失。

如未出现毁约,承租人仍应履行应负的协议义务;同时,向出租人索赔,但不得拒交租金。

(2)承租人违约。在融资租赁业务中,承租人的主要职责就是按照租赁协议的规定按时缴纳租金,并遵守协议中关于设备的操作与使用的有关规定。如在协议规定期限内,承租人未能支付租金与违约赔偿金,出租人有权终止租赁合同,收回设备。

承租人违约应付给出租人款项或计算这笔款项的契约程序,通常都在协议中说明,最终的支付项目通常包括租金欠交及其应计利息,因再占有设备而发生的任何开支和费用,以及直至协议规定的租赁期满本应收回或交还的全部租金价款。

在融资租赁业务中发生下列情况,出租人有权终止租赁合同:

- ①承租企业违背协议,不支付协议条款规定应予支付的任何款项;
- ②承租企业未能履行协议规定的任何一项承租人义务;
- ③担保人未能履行他为保证承租企业履行其义务所作出的任何承诺;
- ④承租企业(或担保企业)采取了任何一种停止生产的步骤;
- ⑤承租企业因其它租赁业务或贷款业务导致违约。

第四节 企业租赁经营合同及主要条款

一、企业租赁经营合同

企业租赁经营合同是国营小型工业企业主管机关代表国家与承租人签订的有关国家与企业、企业所有者与企业经营者之间权利义务关系的协议。

(1)企业租赁经营的核心是转让经营权。企业租赁经营合同签订的基本条件是出租方将企业的经营权完全交给承租方享有,承租方在享有独立经营权的基础上进行生产经营活动。离开经营权的实质内容,企业租赁经营合同将无法成立。企业租赁经营合同中所涉及的经营权是整个企业,经营权行使的结果,不但直接涉及承租人本身的经济利益,而且也关系到国家利益、社会利益以及租赁企业全体职工的切身利益。在企业租赁经营活动中,承租方在合同规定的合法范围内,有独立自主、完整地享有并行使企业经营权,比起企业承包经营更具有完整性和独立自主性的特点。

(2)企业租赁经营合同的主体具有广泛性、选择性和固定性的特点。首先,企业租赁经营包括个人承租、合伙承租、全员承租及企业法人承租等多种形式,对承租人有较高的要求。同时,还要经过公开招标、投标,从中择优录取。因此企业租赁经营合同的承租方具有广泛性和严格选择性的特点。其次,企业租赁经营的出租方具有明确的固定性,必须由国家授权企业所在地方政府委托的部门为出租方,代表国家行使企业的出租权。

(3)企业租赁经营合同的标的是整个企业。企业租赁经营合同的出租方是将整个企业交给承租方生产经营,承租方取得整个租赁企业的经营权。企业作为租赁经营合同的标的,包括以下具体内容:企业名称、性质、地址、企业的有形财产(如企业的设备、厂房、资金、产品等)、企业的无形财产(如企业的产品质量、商业信誉、技术水平、商标权、专利权等),以及企业现存的状态和外部环境(如企业人员构成、生产经营状况、市场销售、地理环境等)。以整个企业作为标的,是企业租赁经营合同区别于一般租赁合同最根本之处。

(4)企业租赁合同中的租赁对象有其特定的范围。根据全民所有制小型工业企业租赁经营暂行条例规定,企业租赁经营适用于全民所有制小型工业企业,当然对集体所有制小型企业也同样适用。因为企业租赁经营合同要求承租方以自己的财产作担保来承担风险责任,小型企业资产相对较少,与当前我国个人财产相对较少的现状相适应。此外,小型企业租赁经营能较好发挥小型企业经营灵活的特点,以达到增强企业活力,提高经济效益的目的。

二、企业租赁经营合同的主要条款

企业租赁经营合同应当具备下列条款：

- (1)标的；
- (2)租赁经营合同生效条件和有效期限；
- (3)租赁期内经营总目标及年度经营目标；
- (4)租金数额、交付期限及计算办法；
- (5)承租方的收益及企业各项基金的分配比例；
- (6)企业租赁前债权债务及遗留亏损的处理；
- (7)租赁双方的权利和义务；
- (8)担保的形式和要求；
- (9)合同的变更、解除、合同纠纷处理的办法；
- (10)违约责任；
- (11)租赁期满后资产返还和验收；
- (12)租赁双方约定的其它条款。

第五节 融资租赁合同及主要条款

融资租赁合同系由供货人与出租人之间的供货合同和出租人与承租人之间的租赁合同组成，合同当事人就合同内容协商一致并签字，合同即告成立。合同主要条款和内容如下：

一、供货合同及主要条款

承租人根据租赁项目的批准文件向出租方提出书面申请，委托出租方按照租赁委托书及附表要求，向购货方办理购买手续，并与供货方签订供货合同。

供货合同的主要条款：

- (1)合同签订日期、地点；
- (2)当事人的名称、法定地点；
- (3)货物交付日期、地点、方式；
- (4)货物名称、规格、技术指标、质量和数量；
- (5)货款及其支付日期、方式；
- (6)违约责任。

供货合同一经签订，承租人对租赁财产的规格、技术条件、质量、数量和货款等要求，非经出租人和供货人同意不得变更。

二、融资租赁合同及主要条款

供货合同一经成立,租赁公司便与承租企业签订租赁合同,明确双方的权利和义务。

租赁合同应当具备下列条款:

- (1) 合同签订日期、地点;
- (2) 当事人的名称、法定地址;
- (3) 承租人对供货合同的确认;
- (4) 租赁期限及租赁期间的起讫日(时);
- (5) 租金及租金的支付日期、方式;
- (6) 租赁财产的交付和验收;
- (7) 违约责任。

此外,在租赁合同中有二点必须明确:其一,租赁合同一经成立,供货合同非经承租人同意不得变更或解除,但承租人违约,经出租人和供货人协商同意,解除租赁合同者除外;其二,未经承租人同意,出租人不得将其在租赁合同中的权利、义务转让给第三人;不得在租赁财产上设定抵押。

三、融资租赁合同当事人的权利和义务

1. 出租方的权利与义务

- (1) 在租期内保有租赁财产的所有权,向承租人收取租金;
- (2) 租赁期届满可收回租赁财产;
- (3) 根据供货合同规定,向供货人支付货款;
- (4) 当供货方不履行合同时,协助承租方向供货方索赔。

2. 承租方的权利与义务

- (1) 自由选择供货方和租赁物品;
- (2) 在租期内享有租赁财产的使用权;
- (3) 依照租赁合同的约定交付租金;
- (4) 按照正常方式使用、保养和维修租赁财产。

3. 供货方的权利与义务

- (1) 保证交付的货物符合供货合同的规定;
- (2) 接约定时间、地点、方式交付货物;
- (3) 向出租人收取货款。

四、融资租赁合同当事人的法律责任

1. 出租方的法律责任

因出租方的原因致使供货方未按供货合同规定交付货物,应由出租方向承租方赔偿所造成的损失。

2. 承租方的法律责任

(1)承租方未按正常方式使用、保养和维修租赁财产以及未经出租方同意擅自拆卸、改装租赁财产,致使租赁财产损坏,承租方应赔偿出租人的损失。

(2)承租方逾期交纳租金和其它费用,应按租赁合同的约定补交租金及其利息,如拒不交纳,出租人有权解除合同,收回租赁财产,并要求承租人赔偿损失。

3. 供货方的法律责任

供货方未按供货合同约定交付货物,应负责赔偿承租方的损失。

附 融资租赁合同及合同担保书

租赁合同实例

出租人:×××××(以下简称甲方)

地址:

电话:

开户行及帐号:

人民币账号 美元帐号

承租人:×××××(以下简称乙方)

地址:

电话:

开户银行及帐号:

担保人:×××××

地址:

电话:

开户银行及帐号:

甲乙双方对本合同条款,均承担不可解除的责任。

第一条 租赁物件

应乙方要求,甲方把“表(1)”记述的物件租给乙方,乙方向甲方承租上述物件。

第二条 租赁期

1. 租赁期间如“表(2)”所述。

2. 租赁起算日为:乙方向甲方寄送租赁物件接受书的当天(包括第六条第五款为甲方所认为的交付之日)。

3. 寄送租赁物件接受书的时间如“表(6)”所述。

4. 租赁终止日:以下各款都视为本合同的终止日。

(1) 本合同各条款执行完毕时;

(2) 甲方重又获得对本租赁物件的销售处理,再出租或报废权时;

(3) 乙方获得购买、续租或不续租本租赁物件的选择权时。

第三条 租金

1. 乙方向甲方支付租金,其金额、时间、次数、币种、支付地点和支付方式,均按“表(4)”所述执行。

2. 甲方为取得乙方要求的租赁物件所发生的海关关税,工商统一税及其它税款,一切费

用均由乙方负担。

3. 乙方将向甲方支付设备总价 % 的金额,作为付甲方的服务费,于租赁合同签订之日起支付。

第四条 租赁条件变更的处理

1. “表(3)”所述的是租赁物件租金的概算成本。当实现交货后所计得的实际成本和概算成本有出入时,以实际成本为准,并相应更改租金。

2. 前项的实际成本,是指甲方为乙方购买租赁物件所支付的全部金额、费用及其利息的合计数。

3. 甲方从收到乙方寄送的租赁物件接受书之日起十天之内以书面通知乙方作上述变更。此租赁条件变更通知书是合同不可分割的一部分,具有同等的法律效力。在乙方认为有必要时,甲方将提供有关原始单据。

第五条 租赁物件的购买

1. 乙方根据自己的需要,选定租赁物件,并应确认甲方和“表(1)”所记载的卖主之间的租赁物件购买合同的条款。

2. 乙方需向甲方提供甲方认为必要的各种批准和许可证明。

3. 甲方根据前两项,向卖主购买租赁物件。

第六条 租赁物件的交货

1. 甲方取得(乙方要求时)租赁物件的地点,即为本合同的交货地点。

2. 甲方根据取得租赁物件的有效单据所提供的交货期,为本合同的交货期。

3. 因不可抗力,政府法令,装卸运输,报关等不属甲方造成的原因而延迟交货的,甲方不负责任。遇可追究责任时,乙方可通过甲方追究责任并获得索赔偿还的利益。

4. 租赁物件到达交货地点后的保管及运输由乙方负责,乙方应在规定期限内,验收租赁物件并立即在租赁物件接受书上签字盖章,寄送甲方。

5. 如乙方未按前款规定办理时,租赁物件则被视为在完整状态下,按“表(6)”记述的时间,已由乙方正式验收完毕,并被认为前项期限的最后一天,乙方将租赁物件接受书已交付甲方。

第七条 租赁物件的瑕疵

1. 租赁物件的规格、品名、数量、性能、功能等内容与“表(1)”记述的租赁物件不符,或有缺陷、不良等情况均称为租赁物件的瑕疵。

2. 租赁物件出现的瑕疵均与甲方无关。

3. 乙方因瑕疵受损害时,甲方将其拥有的本租赁物件的索赔权转让给乙方,并协助乙方办理索赔。

4. 即使有前款情况,仍不影响本合同的效力。

第八条 租赁物件的所有权和保管、使用和费用

1. 所有权:甲方拥有本租赁物件的所有权。因此:

(1) 甲方认为有必要时,可以在本租赁物件上附有所有权标志。

(2) 甲方有权随时用通讯或现场调查的办法,检查租赁物件的状况。

(3)甲方有必要时,可以向任何第三方转让本租赁物件的所有权,或以本租赁物件作抵押、担保,同时不影响本合同的效力。

2. 使用权:乙方仅在租赁期内拥有对本租赁物件的使用权。因此:

(1)乙方确认前款所述甲方的权利。

(2)乙方有责任在“表(7)”所记述的场所,正确地安装和使用本租赁物件。

(3)乙方须和租赁物件原制造厂商或其代理人签订维修合同并承担费用,来保证租赁物件的正常使用。同时,乙方有权享受甲方取得租赁物件的合同中规定的保质条款。

(4)乙方须对本租赁物件采取良好的保管、定期维修和不定期检查的措施,检修措施的标准不得低于国家或同行业的有关规定。

(5)乙方正常需要更换租赁物件的零部件时,必须使用原生产厂出的同规格型号的零部件并书面通知甲方,若乙方采用代用件,必须得到甲方的书面同意方可更换,乙方使用中如需拆除或增加零部件,均必须得到甲方的书面同意方可进行,此更换零部件为租赁物件的一部分,所有权仍属甲方。

(6)乙方的一切行为(包括上述内容)均不得损坏本租赁物件,均不得阻碍其原来的用途和功能,并在没有得到甲方书面同意时,不可改变租赁物件的设置场所和使用环境。

(7)因为租赁物件本身设置、保管、使用等,致使第三者遭受损害时,乙方应自负赔偿责任。

(8)因租赁物件本身及其设置、保管、使用及租金的交付等所发生的一切费用、税款,由乙方负担。

(9)乙方无权把租赁物件转让、抵押给第三者。

第九条 租赁物件的灭失和毁损

1. 在租赁期间(包括续租期间)租赁物件受到的灭失及毁损危险,由乙方承担(但正常损耗不在此限),发生租赁物件灭失或毁损,乙方应立即通知甲方。甲方可指定下列方式之一,由乙方负责处理,并由乙方承担一切费用。

(1)将租赁物件复原或修理至完全正常使用状态。

(2)更换与租赁物件同等状态、性能的物件。

2. 租赁物件灭失或毁损至无法修理的程度时,乙方应按“表(8)、(11)”所记述的规定赔偿金额赔偿给甲方。

3. 根据前款,乙方将规定赔偿金额及任何其它应付款项缴纳给甲方后,甲方将租赁物件(以其当时状态)所有权转让给乙方。

第十条 保险

1. 租赁物件处于交货地点当天起,应受到办妥保险手续的保护,由甲方以甲方的名义对租赁物件投保,其保险费由乙方负担。

2. 含内陆运输活动的应保运输险,含设备安装内容的应保工程安装险,租赁期内租赁物件应保财产险。

3. 投保的险别应理保租赁物件遇险情况下甲方的利益不受损失。

4. 投保的货币币种,必须与租金货币一致。

5. 投保以按年投保的原则,其投保金额如“表(8)、(11)”所述。

第十一条 保险金的领取

1. 乙方承诺在失险情况下,甲方为保险金的实际领取方。

2. 保险事故发生,乙方须立即通知甲方,并即行将一切有关必要的文件交付甲方,以使甲方能领取保险金。

3. 甲方将领取的保险金,根据自己的决定而用于下列事项。

(1)作为第九条第1款(1)或(2)所需费用的支付。

(2)作为第九条第2款及其它乙方应付给甲方的款项。

4. 租赁物件发生保险事故,根据第九条应由乙方支付给甲方的款项,得在甲方所取得的保险金限度内,减免抵偿。

5. 如发生保险险别的范围所没有包括的损失,乙方须从规定损失中支付。

第十二条 租赁保证金

1. 乙方将“表(5)”所列保证金金额,作为其履行本合同的保证,在合同签订的同时,交付甲方。

2. 该保证金在合同期限内和期满时甲方不付利息。

3. 乙方违反本合同任何条款或遇第十三条情况时,甲方可从租赁保证金中扣抵乙方应付给甲方的款项。

第十三条 违反合同

1. 乙方不支付租金或违反本合同任何条款时,甲方有权采取下列全部或一部分措施:

(1)要求乙方立即付清租金和其他费用的全部或一部分。

(2)迳行终止本合同,收回或要求归还租赁物件,并向乙方提出赔偿甲方的损失。

2. 虽然甲方采取前款措施,但乙方仍须履行本合同规定的乙方其它义务。

3. 租赁物件交货之前,由于乙方违反本合同而给甲方造成的一切损失,乙方也需负责赔偿。

4. 乙方违反本合同所引起的一切费用(诉讼费、律师费等)均由乙方负担。

第十四条 延迟利息

当乙方未能按照本合同规定,支付到期应付的租金或其它款项给甲方时;当乙方未按期归还甲方应乙方要求垫付的任何费用时,乙方须按“表(9)”所记述的利率加付延迟支付期间或垫付期间的利息。

第十五条 乙方重大事故的处理

1. 乙方如发生关闭、停业、合并、破产等情况时,甲方可立即采取第十三条规定的措施。

2. 乙方迁址时,应事先通知甲方,并同时提供迁址有关文件,以取得甲方按第八条所规定的书面承诺。

第十六条 租赁期满后的处理

1. 租赁期满时:

(1)甲方拥有对租赁物件处理的全权;

(2)乙方获得续租、不租或购买本租赁物件的选择权。

2. 甲方对本租赁物件的处理优先考虑乙方的选择。
3. 乙方必须在租赁期满 1 个月到 3 个月内,将对租赁物件的选择以书面形式通知甲方。
4. 当乙方选择续租时,可按“表(10)、(11)”所记载的续租租金和所定损失金额(其它条件与本合同相同)继续承租。
5. 当乙方选择购买而甲方同意时,甲方在乙方付清全部款项后,向乙方出具发票和物权转让证书。
6. 乙方停租时,应使租赁物件保持正常状态并妥善保管,如发生差异,乙方负担此后的修复费用。
7. 乙方停租时,应将租赁物件送至甲方指定的地点,并负担停租时的拆卸、包装及其费用。

第十七条 担 保

1. 本合同的担保人如“表(12)”所述,担保人的担保书为合同的附件。
2. 担保人担保和负责乙方切实履行本合同的各项条款的规定。
3. 乙方不履行或不能履行本合同的条款或单方面解约时,担保人须无异议地即行代替乙方支付合同规定的各种款项给甲方。
4. 担保人在进入前款程序时,同时履行由担保而派生出来的义务。

第十八条 争议及争议的解决

有关本合同的一切争议,甲乙双方首先通过友好协商解决,协商不能解决时,当事人应按《中华人民共和国经济合同仲裁条例》提交有关仲裁机构仲裁,必要时也可请法院判决。

第十九条 合同的生效

双方合同签订之后,即生效。

第二十条 附带条款和附件

“表(13)”所述,为本合同的附带条款。附带条款为本合同不可分割的一部分,与本合同具有同等效力。本合同有其它附件时,也在“表(13)”中列明。

注:该租赁合同所涉及的表(1)至表(13)均略。

担保书

本企业愿为 租凭合同的乙方

(以下称承租人)担保。

本企业确认上述合同的各项条款。并按照下述内容负有与承租人连带偿还债务的责任

1. 本担保人将租赁合同第十七条视为自己的责任和义务。
2. ××租凭公司(出租人)改变或解除上述合同的其它抵押和担保时本担保人不提出异议并恪守原担保责任和义务。
3. 本担保是一项持续性的担保。只要承租人在租凭合同项下按有关条款规定承担了规定的债务和责任,本担保人就始终承担本担保项下的所有连带责任。
4. 本担保人需对××租凭公司(出租人)其它合同进行担保时,将不在任何意义上更改

本担保所述的责任。

5. 本担保人负为承租人履行租赁契约条款的责任,是指本担保人将行使权力机关的职权监督和保障承租人的履约,包括承租人企业实行承包制,租赁制(或其它经济形式)时,不影响租赁契约的履约和不影响本担保人责任的契约。

6. 本担保人负担和承租人连带还款责任是本担保人已为你公司安排好了,根据租赁契约要求的每期应还外汇的额度及用汇指标以及给予了优惠的能使实际支还外汇成为现实的政策,本担保人的以上安排均考虑了在最坏情况下应对你公司作出立即全额归还措施并届时不失误。

7. 当国家政策、分工发生变动时,本担保人将事先作出妥善的使本担保人责任不发生变动的和不使你公司利益在经济上受任何损失的安排。

8. 本担保是无条件和不可撤消的担保。

担保人:

盖章:

担保人单位负责人:

签字:

省外汇管理分局意见:

一九 年 月 日

第六节 服务性租赁、房屋租赁合同及主要条款

一、服务性租赁合同

服务性租赁合同的主要条款与融资租赁合同的主要条款基本相同,但又有所差别。

(1)服务性租赁合同中不存在承租人对供货合同条款的确认。因为服务性租赁中出租的设备系由租赁公司(或信托公司)根据市场需要来选购的,购进设备后,再寻找承租人。而融资租赁的设备则是根据承担人的需要首先融通资金,由用户选择再由租赁公司购进并出租给承租人使用。

(2)服务性租赁合同一般期限较短,租赁期满,由承租企业将租赁设备退回租赁公司,以便另行出租。不存在残值处理的问题。

在服务性租赁中,还有一种包租的形式。即不仅提供设备、运输工具,还包括机组人员和零、备、附件。包租的租赁物件主要有:交通运输工具,如汽车、飞机、轮船;勘探设备等。有的租赁公司还开展国外业务,扩大服务领域。

二、服务性租赁合同的主要条款

- (1)合同当事人名称、地址、或住所；
- (2)租赁财产的名称、规格、数量；
- (3)租赁财产的交付、使用、保养；
- (4)租赁期限及起租时间；
- (5)合同当事人的权利和义务；
- (6)租金及支付方式；
- (7)违约责任。

三、房屋租赁合同

房屋租赁合同是房屋的出租人和承租人签订的合同,并报房屋所在地房管机关备案。所以这是一种须用书面订立的要式合同

四、房屋租赁合同的主要条款

- (1)合同当事人名称(姓名)；
- (2)房屋的坐落、状况、租赁面积；
- (3)租金数额、起租日期；
- (4)换房及更换户名；
- (5)合同当事人的权利和义务。

第四章 租 金

第一节 租金的构成

一、租金的构成

租金以耗费在租赁资产上的价值为基础,出租人耗费在租赁资产上的价值包括三部分:一是租赁设备的成本;二是为购买设备向银行贷款而支付的利息;三是为租赁业务而支付的营业费用。

(1)租赁设备成本。设备成本是计算租金的基础,也是构成租金的主要部分。出租人购买设备所支付的资金,在租赁业务成交后,要从租金中得到补偿。而且,在购置设备过程中,出租人还要支付运输费、保险费等,这些费用,也应计入租赁设备总成本之中,一起从租金中分次收回。所以,租赁设备成本包括设备原价、设备运输费、保险费等。在融资性租赁中,特别是在所有权将发生转移的融资性租赁中,由于承租人最后要向出租人支付一定的“名义价款”,以获得设备所有权,所以,设备残值的名义价款不应成为构成租金的内容,应该从租赁设备总成本中减掉。

(2)利息。出租人为购买租赁设备向银行贷款而支付的利息,是构成租金的又一个重要因素。利息按租赁业务成交时银行利率计算,一般以复利率来计算。

(3)营业费用。营业费用指出租人办理租赁业务过程中所开支的费用,它包括办公费、业务人员工资、旅差费和必要的盈利。有的租赁公司将营业费用分成手续费和利润二部分,即只将手续费列入成本,从租金中收回,我国租赁公司目前采取的是后者。

二、影响租金的因素

除租赁物件总成本外,下列因素对租金总额有直接影响;

(1)利率。在租赁物件总成本(即本金)一定的情况下,利率是影响租金总额的最重要因素。利率是通过利息而影响租金总额的,一般说来,利率越高,租金总额越大。但是,衡量一家租赁公司的条件是否优越,不能孤立地看利率,由于结算方式不同、付租间隔期不同等等因素的影响,可能利率低的,结果计算出的租金总额反而还大。

(2)租赁期限。因为租期越长,承租人占用出租人资金的时间也越长,出租人承受的利息负担也就越重,这样的利息负担出租人必须通过租金的方式收回。所以,租期越长,租金总额越大。

(3)付租间隔期。付租间隔期一般分为年付、半年付、季付、月付等等。付租间隔期越长,实际上意味着承租人占用出租人资金的时间延长。所以,付租间隔期越长,租金总额越大,反之,租金总额就越小。

(4)保证金的支付数量与结算方式。承租人向出租人支付的保证金越多,租金总额越小,反之相反。另外,保证金是从概算成本中扣除,还是用作抵交最后一期租金的一部分,对租金总额的影响很大,如果是从成本中扣除,租金总额就小,否则,租金总额就大。

(5)支付币种。国际金融市场上各种货币的利率和相互之间的汇率是瞬息多变的,因此,币种的选择直接影响租金总额。一般讲,利率高,汇率高的币种,租金总额要相对增加。

(6)付租方式。付租方式有期初付租与期末付租等方式,期初付租情况下,承租人占用出租人资金的时间相对缩短,因此,租金总额较小,而期末付租的租金总额要相对增加。

总而言之,在租赁成本(本金)一定的情况下,租金总额直接受承租人占用出租人资金时间的长短和利率水平的影响

第二节 租金的支付方式及计算方法

租金由租赁物件总成本,融资利息和租赁手续费三方面组成。

租赁物件总成本包括租赁物件价款、运输费、调试安装费和保险费等,在计算租金时,租赁设备的预计残值应从租赁物件总成本中扣除。

融资利息一般根据租赁业务成交时金融市场上的平均利率计算,同时要考虑到利率的将来变化趋势。利率一经双方商定,一般固定不变。

手续费是指出租者在办理租赁业务过程中所耗费的业务费用,一般按手续费率(即租赁物件总成本的一定百分比)计算。实际工作中,有的将手续费并入融资利息一起,综合为租赁费率,然后再一起计入租金。

支付租金的实际意义在于用将来的钱还现在的钱,因为时间价值的作用,将来的一元钱

和现在的一元钱的实际价值是不相等的。计算租金必须考虑货币的时间价值,因此,在介绍租金的计算方法之前,有必要先介绍一下货币的时间价值及其相关的几个概念。

货币的时间价值,是指货币随着时间的推移而产生的价值增值,这种增值的数额即为利息。时间价值不包括风险价值,所以,实际上是一种无风险的剩余价值。即使不考虑通货膨胀的因素,今天的一单位货币与将来的一单位货币是不相同的,放弃今天使用一定货币的机会,将来可以换取一定的收入。这部分收入的大小取决于利率的高低和时间的长短:利率越高,时间价值越大;时间越长,时间价值越大。

今天的一单位货币等于将来一单位货币与时间价值之和。比如,今天 1000 元,年率 10%,一年之后的价值就是 1100 元,即本金 1000 元与货币时间价值 100 之和,这个价值称为货币的将来价值。与货币将来价值相对应的概念是货币的现在价值,简称为现值,即将来的一单位货币相当于现在的价值。按上例,年利率 10%,一年之后的 1000 元,只相当于今天的 909.09 元,这 909.09 元即为 1000 元将来货币的现值。关于货币将来价值与现值的计算,在下面讨论租金的计算方法时,将作介绍。

租金的支付有三种方式,第一种是期初付租,即承租人在各付租间隔期期初支付租金,在期初付租的情况下,第一期租金在起租日即需支付,国外一般采用这种办法;第二种是期末付租,即承租人在各付租间隔期期末支付租金,这种方法使租金支付时间向后推迟了整整一个间隔期,因而为资金紧缺的承租企业提供了方便,我国目前一般都采用这种方式;第三种是有付租宽缓期的期末付租,承租人引进设备从安装调试到正式投产,需要一定的时间,在此期间,承租人没有偿还租金的资金来源,有宽缓期的期末付租,就是根据这种情况,从起租日起,确定一个期限(比如半年),作为宽缓期,宽缓期内,承租人不支付租金,但要计算利息,宽缓期的利息加入租赁物件总成本之中,然后再计算租金。

由于租金支付方式不同,租金的计算方法也不相同,上述三种支付方式,各有一个相应的租金计算公式。下面分别介绍并举例:

1. 期末付租公式

$$R = PV \times \frac{(1+i)^n \times i}{(1+i)^n - 1}$$

式中, R 为各期应付租金额, PV 为租赁物件总成本, i 为租赁费率(即 $\frac{\text{年利率}}{\text{一年内付租次数}}$), n 为整个租期内付租次数。

例 某企业承租一台设备,购价 140000 元,运输费、调试安装费、保险费等共 10000 元,租期 5 年,每季季末交租金一次,年租赁费率 8%,问各次应付租金和总租金是多少?

解 按题意, $PV = 150000 (140000 + 10000)$

$n = 20$ (每年 4 次,共 5 年)

$$i = \frac{8\%}{4} = 2\%$$

$$R = 150000 \times \frac{(1+2\%)^{20} \times 2\%}{(1+2\%)^{20} - 1} = 150000 \times \frac{0.02972}{0.48595} = 9173.78 (\text{元})$$

$$\text{总租金} = 9173.78 \times 20 = 183475.6 (\text{元})$$

2. 期初付租公式

$$R = PV \cdot \frac{(1+i)^{n-1} \cdot i}{(1+i)^n - 1}$$

按上例,每季季初付租一次,求各期应付租金和总租金:

$$R = 150000 \times \frac{(1+2\%)^{20-1} \times 2\%}{(1+2\%)^{20} - 1} = 8993.89(\text{元})$$

$$\text{总租金} = 8993.89 \times 20 = 179877.8(\text{元})$$

3. 有宽缓期的期末付租公式

$$R = [PV \times (1+i)^{n_0}] \times \frac{(1+i)^n \times i}{(1+i)^n - 1}$$

式中, n_0 为宽缓期内用复利计算利息的次数(宽缓期计息间隔期与实租期付租间隔期应一致), n 为实租期付租次数。式中 $PV \times (1+i)^{n_0}$ 部分是宽缓期内的本利和。因为宽缓期内不付租金只计算利息,所以,可以把宽缓期内的本利和视同实租期的租赁物件总成本,并依此计算租金。

仍按上例,假定宽缓期为 9 个月(三季,不包括在 5 年租期内),求各次应付租金额。

按题意 $n_0 = 3$

$$R = 150000 \times (1+2\%)^3 \times \frac{(1+2\%)^{20} \times 2\%}{(1+2\%)^{20} - 1} = 9735.52(\text{元})$$

$$\text{总租金} = 9735.52 \times 20 = 194710.4(\text{元})$$

租金的计算方法有附加率法、年金法、递减式计算方法等等。现代租赁业务中,租金的计算方法一般采用年金法,这里仅就年金法作一介绍。以现值理论为基础,将一项租赁资产在未来各租赁期间的租金额按一定比例予以折现,使其现值总额等于租赁资产的概算成本,以此方法来计算租金叫年金法。租赁资产的概算成本即年金现值相当于“整存零取”之数,其所存之数,就是今后各期所取款项的现值总额,租赁资产的概算成本,就是以后各期支付租金的现值总额。

年金法分等额年金法(每期租金固定不变)和变额年金法,前面列出的公式是租金的等额年金法的计算公式,下面予以推导。

我们设 PV 为本金(现值), i 为复利率, n 为复利次数, S_n 为本利和(将来值),则

$$S_n = PV(1+i)^n$$

$$\boxed{\text{将来值}} \quad \boxed{\text{现值}}$$

$$\text{即 } PV = S_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n} \quad (1)$$

$$\boxed{\text{现值}} \quad \boxed{\text{将来值}}$$

根据公式(1),设每次(相同间隔期)支付的租金都为 R ,则

$$\text{第一次支付租金的现值为: } \frac{R}{(1+i)}$$

$$\text{第二次支付租金的现值为: } \frac{R}{(1+i)^2}$$

.....

第 $n-1$ 次支付租金的现值为: $\frac{R}{(1+i)^{n-1}}$

第 n 次支付租金的现值为: $\frac{R}{(1+i)^n}$

第一至第 n 次支付租金的现值和即租赁资产的概算成本 PV 为:

$$PV = \frac{R}{(1+i)} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^{n-1}} + \frac{R}{(1+i)^n} \quad ①$$

将上式进行化简,等式两边各乘以 $(1+i)$ 、则:

$$PV(1+i) = R + \frac{R}{(1+i)} + \dots + \frac{R}{(1+i)^{n-2}} + \frac{R}{(1+i)^{n-1}} \quad ②$$

以②—①

$$PV(1+i) - PV = R - \frac{R}{(1+i)^n}$$

$$PV[(1+i) - 1] = \frac{(1+i)^{n-1}}{(1+i)^n} \cdot R$$

$$PV[i] = \frac{(1+i)^{n-1}}{(1+i)^n} \cdot R$$

$$PV = \frac{(1+i)^{n-1}}{(1+i)^n \times i} \cdot R$$

$$\text{即 } R = PV \cdot \frac{(1+i)^n \times i}{(1+i)^n - 1}$$

以上是期末付租的租金计算公式。如果是期初付租,则第一次付租日就是成交日,那么,第一次付租额与其现值相等。所以,第一次的现值为: R

第二次的现值为: $\frac{R}{(1+i)}$

.....

最后一次的现值为: $\frac{R}{(1+i)^{n-1}}$

第一次至第 n 次支付租金的现值和即租赁资产的概算成本 PV 为:

$$PV = R + \frac{R}{(1+i)} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^{n-1}} \quad ①$$

等式两边各乘以 $\frac{1}{(1+i)}$

$$PV \times \frac{1}{(1+i)} = \frac{R}{(1+i)} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n} \quad (2)$$

以①-②

$$PV - PV \frac{1}{(1+i)} = R - \frac{R}{(1+i)^n}$$

$$PV \left[1 - \frac{1}{(1+i)} \right] = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^1} \cdot R$$

$$PV \left[\frac{(1+i) - 1}{(1+i)} \right] = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n} \cdot R$$

$$PV \frac{i}{(1+i)} = \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)} \cdot R$$

$$PV = \frac{(1+i) \times [(1+i)^n - 1]}{(1+i)^n \times i} \cdot R$$

$$\text{即 } R = PV \cdot \frac{(1+i)^{n-1} i}{(1+i)^n - 1}$$

有宽缓期的期末付租公式与期末付租公式的原理基本相同,只有将宽缓期的本利和作为实租的总成本。宽缓期的成本本利和为:

$$PV \times (1+i)^{n_0} \quad (n_0 \text{ 为宽缓期计息次数})$$

所以,有宽缓期的期末付租公式为:

$$R = PV \times (1+i)^{n_0} \times \frac{(1+i)^n \times i}{(1+i)^n - 1}$$

第三节 企业租赁中租金的构成及其计租方法

一、确定租金应考虑的因素

企业租赁中,租金额的确定是一项十分复杂的工作,许多因素都可能对租金额产生影响。从目前情况看,在确定租金额时,应考虑以下几个重要因素。

(1)资本的有机构成。从社会经济发展的规律看,企业资本有机构成将不断提高是一种必然的趋势。从成本角度看,固定成本在总成本中所占的比重将越来越大。所以,在通常情况下,资本的有机构成越高,租金量也应高,反之,应低一些。另外,在有机构成之外,还有个资产结构问题,有些情况下,看起来有机构成很高,但资本投入结构不合理,而且在短期内难以改变,资本投入结构越不合理,租金就应该越低,因为,这种结构是由国家在投资过程中形成的,并非企业经营失误所至。

(2)固定资产状况。由于劳动力不能出租,流动资金是从银行贷款入的,要支付利息,所

以,真正租赁的只是固定资产,因此,在确定租金额时,必须考虑到企业固定资产的经济寿命、技术性能等方面的因素。

(3)企业自有流动资金。我国企业流动资金包括自有流动资金和借入流动资金二部分,二者在流动资金总额中的比重,对企业经济核算的影响很大,因为自有流动资金主要来自国拨资金,这部分资金是无偿的,而借入资金则要支付利息。所以,一般讲,自有流动资金比重越大,租金总额相应越大。

(4)企业无形资产。企业无形资产包括企业信誉、商标、专利权、特许经营权及有利的地理位置等等。无形资产虽然不直接产生效益,但能为企业完成其盈利目标创造条件。

(5)市场情况。租赁企业产品的市场情况,若是在承租前产生的,这种产品是否适销对路,已是客观存在,因此,对于畅销产品,租金总额宜高一些,反之,则应低一些。

(6)生产经营环境。生产经营环境包括企业内部人员的素质构成,离退休人员的负担,内部基础管理工作等等。情况好的,租金额就应高一些,反之,则应低一些。

二、计算租金的方法

租赁企业的租金确定,是一项十分复杂的工作,它涉及到诸多方面的因素,其中不少因素又是可变因素,所以,在计算方法上,要采取灵活方式,针对不同的行业或企业,运用不同的方法计算。下面,介绍几种计算方法:

(1)招标租金法。所谓招标租金法,就是首先由企业主管部门(出租人)确定底标(基数租金),承租人在基数租金的基数上,投标报价。承租人在报价时,既要考虑到中标的可能性,不能因报价过低而失去中标机会;又要兼顾到中标后实现标的可能性,不能为了中标,不切实际地抬高报价,至使最后不能实现租金目标。出租者在各投标者报价的基础上,择优确定中标者。

(2)二次租金法。企业经营成果受多种因素的影响,有些因素具有不确定性,因此,在租赁期较长的情况下,可能会出现承租时所确定的租金额与几年后的实际收益发生较大差异的情况。为了保证租金确定在一个合理、科学的水准上,可以采取二次租金法确定租金。所谓二次租金法,就是将整个租期分为前后二个阶段,在起租时,只对前一阶段计定租金额,通过这一阶段承租者经营实践,使企业效益达到一个正常水平之后,再以此为基础,确定第二阶段的租金额。

(3)固定租金法。固定租金法有二种方式:一是租金定额包干,超额浮动分成,即对租期内各年确定一个基本租金额,承租者完成基本租金后的利润,纳税后的剩余部分,承租人与出租人按一定比例分成;二是租金定额包干,即每年确定一个基本租金额,超额完成利润目标者,超额部分全归承租人所得。

(4)投资成本法。投资成本法是以边际成本原理确定租金的一种方法。这种方法是将整个出租企业的资产折合成资金,出租人把这些资金出租给承租人之后,除了要保证折旧价值能得到补偿之外,还要收回这些资金的利息收入。所以,投资成本法的公式是:

租金额 = 企业资产总数 × 利率 + 固定资产净值 × 折旧率

这里,企业资产总额既包括固定资产、流动资产等有形资产,也包括企业的无形资产。

(5)收益法。收益法是把租赁企业的资产作为一种生产要素,把生产的增加视作各种要素共同作用的结果。所以,企业每增加一份收益,都应在各种要素之间按一定比例分配。租期内资产收益占企业总收益多大的比重,要根据历史上正常时期国家资产收益在企业总收益中的比重而定,同时要参考其他企业的情况。比重确定之后,再乘以总收益额,即为租金额。

(6)成本收益法。成本收益法是将成本法和收益法综合运用的一种方法。即核定租金基数时用成本法,收益增加的分配用收益法。

这种方法既考虑到出租人资产的边际成本,又考虑到资产作为生产要素之一在收益增加中所作的贡献。所以,对出租人而言,这种方法能保证租赁企业效益较差时,获得基本租金收入,在效益较高时,可以获得超额收益。对承租人而言,成本法有利于发挥其改善经营的积极性,承租人只要完成基数租金,其盈利部分完全由自己支配。另外,收益法采用了出租人与承租人共担风险的形式,减少了承租人的风险。

(7)目标利润法。目标利润法,就是在考虑租赁企业生产经营环境、资产的有机构成、固定资产使用状况、产品市场情况等因素的前提下,先确定一个目标成本,然后,再以此为基础,计算目标利润。目标利润就是基数租金,承租企业如果在经营过程中,成本减少,盈利超过目标利润,超额部分则由承租人支配。

目标利润法的计算公式是:

目标利润 = 产品总值 - 目标成本 - 各种税款 - 营业外收支净额

(8)基本租金加增长租金法。

①基本租金。基本租金分为有形资产租金和无形资产租金二部分。

有形资产租金的计算公式是:

有形资产租金 = 租赁企业有形资产总额 × 本公司上年度企业全部资产平均利润率

其中,全部资产平均利润率 =
$$\frac{\text{经营利润总额}}{\text{固定资产净值} + \text{国拨流动资产}}$$

无形资产租金 =
$$\frac{\text{无形资产原始投资额}}{\text{无形资产有效使用年限}}$$

其中,无形资产原始投资额,为取得某项无形资产所付出的一切费用的总和;无形资产有效使用时间,为无形资产总有效使用年限与已使用年限之差。在实际工作中,准确地计算这两个指标很困难,所以,无形资产的租金,一般只有在租赁双方协商的基础上,进行粗略估算。

②增长租金。承租人的经营收入扣除基本租金和承租人的纯收入后,其余部分作为增长租金上交出租人。承租人纯收入视合同规定的利润指标完成情况和资产利润的高低而确定。

(9)实际利润与基数利润比较法。此法就是在首先确定基数租金和基数利润的基础上,将租赁企业的实际利润与基数利润进行比较,如果实际利润超过其基数利润的一定比例,则实际租金也在基数租金基础上以一定的比例增加。公式是:

$$\text{实际租实} = \text{基数租金} \times \frac{\text{实际利润}}{\text{基数利润}}$$

其中, 基数租金 = 评估的有效资产 × 银行贷款利率

基数利润 = 评估的有效资产 × 三年平均资金利润率 + 评估的有效资产 × 银行贷款利率

$$\text{三年平均资金利润率} = \frac{\text{三年平均实现利率}}{\frac{\text{三年固定资}}{\text{产平均净值}} + \frac{\text{三年自有流动}}{\text{资金平均余额}}}$$

以上各种计租方法, 各有利弊, 有些方法还有待在实践中不断完善。在实际工作中可以根据不同的具体情况, 选择不同的计租方法。

第五章 租赁与购买决策分析

第一节 影响租赁或购买决策的主要因素

一个企业的财务经理在决定是租赁还是购买之前,需要回答如下问题:

- (1)企业是否希望资金管理符合项目寿命期或设备的经济寿命?
- (2)企业是否希望取得每月较低的设备支出?
- (3)企业是否不希望预付资金而得到设备的使用权?
- (4)企业是否希望在付款期内一直采用固定利率而不是浮动利率来计算?
- (5)企业对所需设备的取得是否超出了资本预算计划?
- (6)企业是否愿意将设备折旧的价值换取较低的设备资金成本?
- (7)租赁是否能帮助企业避免运用短期信用并保留其短期借款能力?
- (8)是否灵活的或按季支付的租金交付计划有利于企业的现金流动?
- (9)租赁是否能在中长期资本市场变得更有吸引力前满足企业的资金需要?
- (10)企业是否不愿在财务平衡表上显示出设备资本的投资?
- (11)企业是否希望经营费用的减少大于折旧和利息所产生的费用减少?
- (12)租赁是否为企业解决了交纳最低税务的问题?

如果对上述问题的答案为“是”多于“否”的话,这个企业应该考虑采用租赁融资的方法来添置设备。由以上问题可以看出,企业是否做出租赁的决定关键在于能否为企业节省最多的支出,以实现最好的现金流量。而现金流量又与折现率的选择有很大的关系。在具体介绍现金流量的计算之前,先要对资金的时间价值有一个了解。

第二节 资金的时间价值

在国外,一般人都不会随身携带现金,即使人们称之为“百万富翁”的人也没有许多的现金。这些人的钱都到哪里去了呢?原来是因为大家相信“钱能生钱”的道理,要么把钱存入银行生利息,要么把钱投资于共同基金、大公司的股票和债券等,要么把钱用于买房地产以期增值。而中国人大多数还是喜欢在家里留有一定的现金,以备不时之用。在美国出现的抢劫案的牺牲者不少是中国人,许多刚到美国的东方妇女成了歹徒瞄准的对象,因为歹徒们相信这些妇女的手提包里肯定有不少现金。

西方的一句名言是“时间就是金钱”,现在在中国也可以说是家喻户晓。为什么时间就是金钱,换句话说为什么钱过一段时间可以生钱呢?举一个简单的例子来说,中国目前的通货膨胀率已超过了 20%,如果一个人手里有 5,000 元,假设正好等于一台日本进口彩电的价格。如果他把钱在家里放一年后,这笔钱就买不到一台彩电了,因为一年后彩电的价格涨到了 6,000 元(按 20% 计算);而如果他把钱存入银行,假设人民币当年的存款利率为 12%,则一年以后,原先的 5,000 元连本带利增加到 5,600 元,还是不够买一台彩电的。所不同的是,存入银行比放在家中多了 600 元的补偿,即是钱生钱了,银行付给储户一定的利息。这里我们可以看出,钱的价值除了和通货膨胀有关系外,还与利率的高低有关系。有不少刚到美国的中国人往往对美国的低利率感到很吃惊,不少人觉得把钱存在美国亏了,因为他们觉得中国的利率比美国高多了,殊不知中国的通货膨胀率也比美国高多了。像前面的例子,由于通货膨胀率高于存款利率,储户所拥有的 5,000 元人民币的购买价值在一年后相对减小,也就是贬值了。

钱存入银行可以得到利息,钱拿去买股票和债券可以得到股息和债券利息,钱拿去做其它投资可以得到投资的收益。钱增值的部分与原先本金的百分比即为利率,可以视情形不同称之为利息率、收益率、利润率或报酬率等等。对于利息的计算有单利和复利两种。单利是指增加的利息没有加到本金上去,单利计算方法,由于不能正确地表现出资金的价值,已被许多国家所淘汰。西方国家对资金价值的计算所采用的是复利方法。复利的力量是巨大的。目前在美国非常流行的一本书《富裕的理发师》(The Wealthy Barber)是一个关于资金时间价值的典型例子。书中介绍了罗依·米勒如何从一个贫穷的理发匠变成了一个百万富翁。罗依致富的秘诀其实非常简单,即是利用了资金的时间价值——复利的力量。他从每月的收入中提出 10% 来作为对自己辛勤劳动的补偿,这 10% 的工资被定期投资于共同基金,几十年下来利上滚利,罗依便成了一个人人羡慕的百万富翁。

一、复利的基本概念

例如一个企业向银行借了 100 万元,借期一年,利息为 10 万元,则一年企业应归还 110

万元给银行。用公式计算为:

$$1,000,000 + 100,000 = 1,100,000$$

现在值 + 利息 = 将来值

或

$$1,100,000 - 100,000 = 1,000,000$$

将来值 - 利息 = 现在值

这里的现在值(简称现值)和将来值(简称终值)是可以互相换算的。我们可以说在利率为 10% 的条件下,如果企业在一年以后需要归还给银行 110 万元,那么现在借到的资金为 100 万元,这种将终值(一笔总的或一系列的)换算成较早时间(不一定是现在时间)相当值的方法称之为现值计算。我们也可以说企业现在向银行借款 100 万元的话,按 10% 的利率计算,一年以后应归还 110 万元,这种将任何较早时间的价值换算成以后时间相当值(一笔总的或一系列的)的方法称之为终值计算。时间价值的换算实际上就是对复利利息的计算。这里有几个基本的概念:现值(一般用 P 来表示),终值(一般用 F 来表示),利率(一般用 i 来表示),期数即计算利息的次数如上例为一次(一般用 n 来表示)。另外还有一个概念叫年金(一般用 A 来表示),是指在 n 期中,每期期末在 i 条件下,对于现值或本金 P 所作每期数字相同的偿还额,或者是对于终值 F 所作为期数字相同的存储额。也就是等额取出(或存入)的金额。

二、复利计算公式

下面介绍国外最常用的几种复利计算公式。

1. 复利终值公式

例如,某企业向银行借款 100 万元,利率为 10%,借期为 5 年,问 5 年后应归还多少?

为了便于理解,有必要先画出一个现金流量图。如下,横向表示时间轴,向右流动;纵向表示现金流量,用指向时间轴的箭头表示收入,用背向时间轴的箭头表示支出。

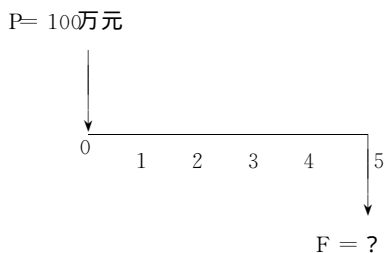


图 10.5.1 计算复利终值的现金流量

第一年的终值 F_1 为:

$$100 + 100 \times 10\% = P + P_i = P(1+i) = 110$$

第二年的终值 F_2 为:

$$110 + 110 \times 10\% = P(1+i) + P(1+i) \cdot i = P(1+i)(1+i) = P(1+i)^2 = 121$$

第三年的终值 F_3 为:

$$121 + 121 \times 10\% = P(1+i)^2 + P(1+i)^2 \cdot i = P(1+i)^2(1+i) = P(1+i)^3 = 133.1$$

以此类推,

第五年的终值

$$F_5 \text{ 为: } P(1+i)^5 = 100(1+10\%)^5 = 161(\text{万元})$$

即企业在 5 年后应归还 161 万元。

复利终值公式为: $F = P(1+i)^n$

2. 复利现值公式

假设企业打算储存一笔资金留待 5 年后使用, 利率为 10%, 5 年后所需资金数目为 161 万元, 问企业现在应存入多少钱?

很明显, 这个问题就是将上一个问题颠倒过来提问而已, 回答应该是现在应存入 100 万元。用现金流量图和公式表示则为:

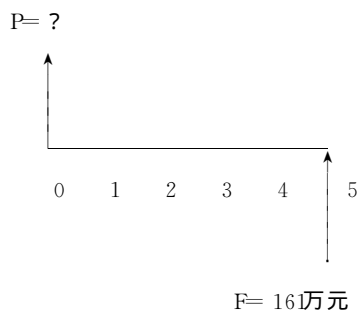


图 10.5.2 计算复利现值的现金流量

$$P = F \times \frac{1}{(1+i)^n} = 161 \times \frac{1}{(1+10\%)^5} = 100(\text{万元})$$

复利现值公式为: $P = F \frac{1}{(1+i)^n}$

3. 年金现值公式

例如, 一个人打算为其儿子储存教育基金, 他儿子今年 17 岁, 明年 18 岁上大学需要用这笔钱, 预计 4 年内每年需要一万美元, 利率为 5%, 问此人现在应一次性存入银行多少钱?

用现金流量图表示为:

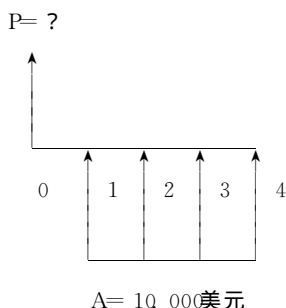


图 10.5.3 计算年金现值的现金流量

我们可将 4 年的终值分次换算成现值,即:

第一年的现值为: $F_1/(1+i) = 10,000/(1+5\%) = 9,524$

第二年的现值为: $F_2/(1+i)^2 = 10,000/(1+5\%)^2 = 9,070$

第三年的现值为: $F_3/(1+i)^3 = 10,000/(1+5\%)^3 = 8,639$

第四年的现值为: $F_4/(1+i)^4 = 10,000/(1+5\%)^4 = 8,227$

现在需存入银行多少钱即为这些现值的总和:

$$F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4$$

由于 $F_1 = F_2 = F_3 = F_4 = A$, 则:

$$P = A[1/(1+i) + 1/(1+i)^2 + 1/(1+i)^3 + 1/(1+i)^4]$$

两边乘以 $1/(1+i)$, 得:

$$\frac{P}{(1+i)} = A\left[\frac{1}{(1+i)^2} + \frac{1}{(1+i)^3} + \frac{1}{(1+i)^4} + \frac{1}{(1+i)^5}\right]$$

$$\frac{P}{1+i} - P = A\left[-\frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^5}\right]$$

$$P\left(\frac{-i}{1+i}\right) = A\left(\frac{1}{1+i}\right)\left[\frac{1}{(1+i)^4} - 1\right]$$

$$P = A\left(\frac{1}{-i}\right)\left[\frac{1-(1+i)^4}{(1+i)^4}\right] = A \frac{(1+i)^4 - 1}{i(1+i)^4}$$

年金现值公式为:

$$P = A \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

$$P = 10,000 \times \frac{(1+5\%)^4 - 1}{5\%(1+5\%)^4} = 35,460$$

4. 资金回收公式

假如某人现在存入银行 35,460 美元, 年利率为 5%, 分 4 年等额取出, 问未来 4 年内每年可取出多少钱?

很显然, 这又是上一个例子的倒问, 每年当然可以取出 10,000 美元。用现金流量图和

公式表示为：

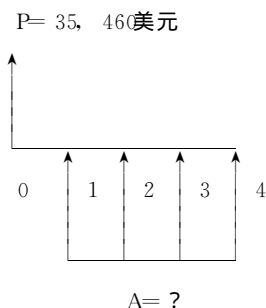


图 10.5.4 计算年金现值的现金流量

$$A = P \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1} = 35,460 \times \frac{5\% (1+5\%)^4}{(1+5\%)^4 - 1} = 10,000 (\text{美元})$$

5. 年金终值公式

例如,有一个人 10 年后将退休,他打算从现在开始储蓄退休金,他将每年年末存入等额年金 62,750 美元,利率为 10%,问 10 年后他能取出多少钱?

用现金流量图表示如下:

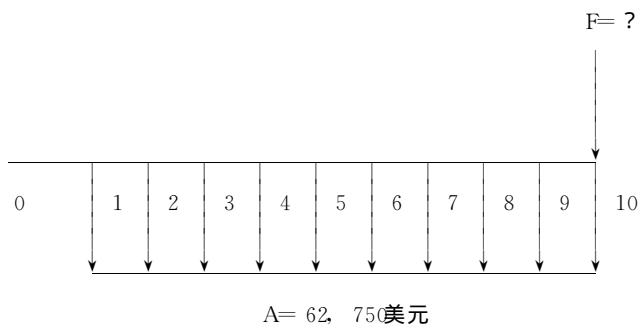


图 10.5.5 计算年金终值的现金流量

我们可以分年计算终值:

第一年的终值为: $F_1 = 62,750 = A$

第二年的终值为: $F_2 = 62,750(1+10\%) = A(1+i)$

第三年的终值为: $F_3 = F_2(1+i) = A(1+i)(1+i) = A(1+i)^2$

第四年的终值为: $F_4 = F_3(1+i) = A(1+i)^2(1+i) = A(1+i)^3$

以此类推,

第十年的终值为: $F_{10} = A(1+i)^9$

10年后此人所取出的数目将为这些终值之和,即:

$$F = A + A(1+i) + A(1+i)^2 + \cdots + A(1+i)^9 = A[1 + (1+i) + (1+i)^2 + \cdots + (1+i)^9] \quad (1)$$

两边均乘以 $(1+i)$, 得:

$$F(1+i) = A[(1+i) + (1+i)^2 + (1+i)^3 + \cdots + (1+i)^{10}] \quad (2)$$

将式(2)减去式(1),得: $F_i = A[(1+i)^{10} - 1]$

则:

$$F = A[(1+i)^{10} - 1]/i = 62,750 \times [(1+10\%)^{10} - 1]/10\% = 1,000,073 \text{ (美元)}$$

于是这个人在10年以后成了百万富翁。

年金终值公式为:

$$F = A \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

6. 资金存储公式

假如一个人想在10年后成为百万富翁,他现在便开始存钱,银行利率为10%,问他每年年末应等额存入多少钱?

用现金流量图表示如下:

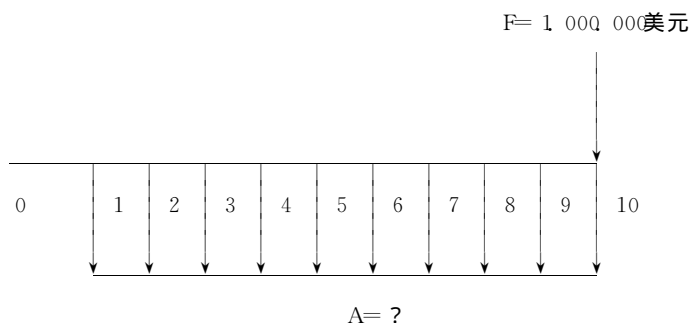


图 10.5.6 计算资金存储的现金流量

很显然这又是上一例子的倒问,此人每年年末应存入银行 62,750 美元。

$$A = F \frac{i}{(1+i)^n - 1} = 1,000,000 \times \frac{10\%}{(1+10\%)^{10} - 1} = 62,750 \text{ (美元)}$$

这 6 个常用复利公式的系数也可通过附录中的表格查出。现在把这 6 个常用复利计算公式汇总如下:

已知 i, n		系数 *	公式
已知	求解		

复利终值公式	P	F	$(1+i)^n$ 或： $(F/P, i, n)$	$F = P(1+i)^n$ $= P(F/P, i, n)$
复利现值公式	F	P	$\frac{1}{(1+i)^n}$ 或： $(P/F, i, n)$	$P = F \frac{1}{(1+i)^n}$ $= F(P/F, i, n)$
	已知 i, n		系数 *	公式
	已知	求解		
年金现值公式	A	P	$\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$ 或： $(P/A, i, n)$	$P = A \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$ $= A(p/A, i, n)$
资金回收公式	P	A	$\frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$ 或： $(A/P, i, n)$	$A = P \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$ $= P(A/p, i, n)$
年金终值公式	A	F	$\frac{(1+i)^n - 1}{i}$ 或： $(F/A, i, n)$	$F = A \frac{(1+i)^n - 1}{i}$ $= A(F/A, i, n)$
资金存储公式	F	A	$\frac{i}{(1+i)^n - 1}$ 或： $(A/F, i, n)$	$A = F \frac{i}{(1+i)^n - 1}$ $= F(A/F, i, n)$

* 系数可通过查附录中的复利系数表取得。

第三节 租赁的节税优惠

一、投资税减免

1962 年,肯尼迪政府从欧洲国家借用了—个税收概念,努力用于衰退的美国经济以促进投资。这便是税收减免,其主要作用是减低“合格”投资的购买价格。1981 年里根政府颁布的经济复兴税法对可享受税收减免的财产重新进行了分类。一般来说,当—家公司购置了新的、有形的、具有 8 年或更长时间可提取折旧的资产,那么就可以从公司应纳税额中扣

除这种资产成本的 10%。例如,美国国际租赁公司打算购买一台 100 万美元的资产,它的预计使用年限为 10 年,残值为 5 万美元。在考虑投资税减免之前,这家租赁公司填报的应纳税所得为 40 万美元,税率为 40%。如果没有购置这项资产,该公司就必须交纳 16 万美元(即 40 万美元的 40%)的税款。但在购置了这项资产后,这家公司只需交纳 6 万美元的税款,节省了 10 万美元。计算如下:

$$\begin{array}{rcl}
 \$160,000 & (400,000 \times 40\%) & \\
 -100,000 & \text{投资税减免} (\$1,000,000 \times 10\%) & \\
 \hline
 60,000 & \text{应交税款} &
 \end{array}$$

二、折旧

折旧表示资产的价值在使用年限内下降,这是一种可进入成本在税收前扣除的费用。经济复兴税法允许在 1981 年 1 月 1 日以后所购买的资产采用“加速成本回收”。为了鼓励投资及设备更新,税法允许在公司或企业纳税申报单上采用各种加速折旧法。即在资产使用年限的头几年提取金额较大的折旧费,实际上等于把税款延期到后几年去支付。如果税金支付推迟,则全部税款支付的现值就较低。例如,美国花旗租赁公司购买的设备成本为 5.5 万美元,使用寿命为 5 年,预计残值为 0.5 万美元,纳税率为 50%,税后资本成本为 10%。

采用直线折旧法和加速折旧法两种不同的方法计算,该租赁公司折旧税收扣除的现值为:

年份	1	2	3	4	5
直线折旧	1 万	1 万	1 万	1 万	1 万
税收扣除	0.5 万	0.5 万	0.5 万	0.5 万	0.5 万
扣除现值	0.4545 万	0.4132 万	0.3757 万	0.3415 万	0.3105 万
税收扣除现值总和	18,954 美元				
加速折旧	2 万	2 万	0	0	1 万
税收扣除	1 万	1 万	0	0	0.5 万
扣除现值	0.9091 万	0.8264 万	0	0	0.3105 万
税收扣除现值总和	20,460 美元				

由于美国政府允许租赁工业采用加速折旧法,如上例则租赁公司由于加速折旧所带来的收益现值比直线折旧多出 1,506 美元。租赁公司亦可将此优惠部分转让给承租人。

三、利息费用

在“真实”租赁中,出租人如果借款购买租赁资产,则所付出的利息便有可能获得税收折扣,和折旧一样可以打入成本。像其它任何税收折扣一样,利息提供的税收受益等于纳税人的税收等级率和纳税年份的利息费用额的乘积。而“真实”租赁中的承租人一般没有资格取得利息折扣,但是承租人可以分期偿付租金的方式,将租金计入其成本中而获得免税的折扣。

投资税减免、折旧及利息费用的好处均为出租人所得,但租赁公司可以通过降低租金的方式将其所取得的税收优惠部分转移给承租人。

第四节 租赁与自有资金购买比较

对于承租人来说,关键的问题是决定租赁还是购买设备,最简单的方法是将租赁成本和购买成本加以比较,选择成本较低的方案。这里的租赁成本不仅包括租金的支付,而且包括在租赁设备期间维持设备的正常状态所必须开支的生产运转费用;购买成本也不仅包括设备价款,还包括使用设备所发生的运转费及维修费。在租赁与购买决策中使用的基本决策标准是将租赁成本与购买成本的全部现值减少到最小值。下面举例说明。

设某胶片厂需要一台四辊压延机,设备货价(包括运输费、保险费在内)为 185,000 美元,使用寿命为 10 年,预计设备残值为 500 美元,四辊压延机每年的运营费用为 25,000 美元,各种维修费用每年需 3,000 美元,若向租赁公司租用,每年租金为 25,500 美元,试问租赁和购买哪种方式对企业有利(折现率为 10%)?

此租赁为融资性租赁,其成本的现值为:

$25,500(P/A, 10\%, 10) + 25,000(P/A, 10\%, 10) + 3,000(P/A, 10\%, 10) = 328,704$
(美元)

购买设备的成本现值为:

$185,000 + 25,000(P/A, 10\%, 10) + 3,000(P/A, 10\%, 10) - 500(P/F, 10\%, 10) = 185,000 + 153,600 + 18,432 - 193 = 356,839$ (美元)

可见租赁设备对企业较合算。

第五节 租赁与贷款资金购买比较

当承租人决定要添置设备而又没有足够的资金时,可以考虑租赁或是向银行借款来购

买设备。租赁需要付出租金,而贷款需要支付利息和本金,这时就要比较哪一种方案的成本较低。

一、在不考虑税收情况下的比较

例如,某企业决定添置一套新设备。如果采用租赁方式的话,每年年末需付等额租金 140,105 美元;如果采用借款购买的话,则设备购价为 450,000 美元,借款利率为 10%,借款期为 4 年。设备寿命期为 4 年,无残值。在不考虑税收的情况下,问企业该租赁设备还是借款购买设备?

这里我们也可采用年金比较的方式:

若采用租赁,4 年内每年所付年金为 140,105 美元。

若采用借款购买,4 年内每年还本付息数为:

$$A = P \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1} = 450,000 \times \frac{10\%(1+10\%)^4}{(1+10\%)^4 - 1} = 141,956 (\text{美元})$$

两种方案相比,租赁比借款购买便宜 1,851 美元,应选择租赁。

上例,如果采用了租赁方式企业获得了生产所需的设备,由此每年所产生的收益为 145,000 美元。这家企业一般所采用的投资收益衡量标准——预期收益率为 20%,问这家企业是否还打算引进设备或是维持原状。

此时应采用现值比较法,由于预期收益率为 20%,则每年收益的现值为:

$$P = A \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = 145,000 \times \frac{(1+20\%)^4 - 1}{20\%(1+20\%)^4} = 375,405 (\text{美元})$$

企业引进设备的净现值为收益的现值减去费用的现值,即:

$$\text{净现值}(\text{net present value}) \text{NPV} = 375,405 - 450,000 = -74,595$$

说明企业引进设备达不到通常预期的收益,企业也许会做出放弃租赁设备的决定。

二、在考虑税收影响下的比较

由于每个企业都要就其收入上税,所以我们应该把税收的因素考虑进去,选择税后收益更大的方案。

例如,某企业需要一套生产流水线设备,有家租赁公司答应为其融资,代价是企业每年应付给租赁公司 37,470 美元的租金,每年年末支付;另有一家银行也答应贷款给企业购买设备,设备的货价为 90,000 美元,代价是要求企业每年等额还本付息 36,190 美元。设备的寿命期为 3 年,无残值。假设企业应付的收入税税率为 46%,让我们看看哪种方案对企业更为有利?

如果借款购买的话:

<u>年份</u>	<u>年初欠款</u>	<u>利息</u>	<u>归还本金</u>	<u>还本付息</u>
-----------	-------------	-----------	-------------	-------------

1	90,000	9,000	27,190	36,190
2	62,810	6,280	29,910	36,190
3	32,900	3,290	32,900	36,190

如果借款购买,企业可以将折旧及借款利息计入成本而免税,如果采用租赁方式,企业则可将租金支出计入成本而免税。

年份	利息	直线折旧额	借款购买减税额	租赁减税额
1	9,000	30,000	39,000	37,470
2	6,280	30,000	36,280	37,470
3	3,290	30,000	33,290	37,470
总减税额			108,570	112,410

以上是在没有考虑资金的时间价值的情况下所做的比较,租赁所引起的税收减免在 3 年内的总数大于借款购买。让我们再来看看引进资金的时间价值观念后的效果。(假设企业预定的折现率为 15%)

借款购买可免税额的现值为:

$$39,000/(1+15\%) + 36,280/(1+15\%)^2 + 33,290/(1+15\%)^3 = 83,233(\text{美元})$$

而租赁所产生的可减税额的现值为:

$$37,470(P/A, 15\%, 3) = 85,544(\text{美元})$$

从这里可看出租赁所获得的税收减免的现值依然大于借款购买所带来的税收优惠。由于税率为 46%,则实际免税的数量为:

$$\text{借款购买: } 83,233 \times 46\% = 38,287(\text{美元})$$

$$\text{租赁: } 85,544 \times 46\% = 39,350(\text{美元})$$

例如,某企业为生产其主要产品,需要一台价值 52 万美元的设备。该设备使用寿命为 5 年,采用直线折旧法,估计残值为 2 万美元。若采用租赁方式租用设备,则每年需付租金为 14,5 万元;如借款购买则每年需付 15,52 万元,其税前隐含利息率为 15%。假设企业的税率等级为 50%,则其税后借款利率将为 7.5%。由于设备的经营费用及所产生的收入是一样的,可以略去不计。当租赁设备时,承租人可以将租金计入成本而免税;当借款购买时,企业可以将所支付的利息及折旧从成本中扣除而免税,并且可以回收残值。

租赁设备的成本现值为:

$$145,000(P/A, 15\%, 5) - 145,000 \times 50\%(P/A, 15\%, 5) = 243,020(\text{美元})$$

借款购买设备的成本现值为:

$$520,000 - 100,000(P/A, 15\%, 5) \times 50\% - 78,000(P/F, 15\%, 1) \times 50\% - 66,420(P/F, 15\%, 2) \times 50\% - 53,103(P/A, 15\%, 3) \times 50\% - 37,788(P/F, 15\%, 4) \times 50\% - 20,177$$

$(P/F, 15\%, 5) \times 50\% - 20,000(P/F, 15\%, 5) = 520,000 - 167,600 - 33,524 - 25,110 - 17,458 - 10,804 - 5,016 - 9,944 = 250,544$ (美元)

年份	剩余本金	还款金额	支付利息
1	520,000	155,200	78,000
2	442,800	155,200	66,420
3	354,020	155,200	53,103
4	251,923	155,200	37,788
5	134,511	155,200	20,177

租赁对企业更为有利。

第六节 承租人采用租赁的优缺点比较

一、租赁的优点

(1) 一些租赁融资类型并不表现在承租人的资产负债表上,既不提高负债和产权比率,也不削弱企业的借款能力。

(2) 由于租赁所要求的银行定金小于分期偿还贷款所要求的数额,且不需要银行补偿性存款,因此可以保留营运成本,且在保留了营运成本的未来租金支付中,可以包括交货和安装费用。

(3) 由于租赁费用通常被视为经营性支出而非资本性支出,便于企业管理人员迅速做出决定,节省宝贵的时间。

(4) 承租人通常可以将全部租金支出计入成本以获得免税的好处,并且出租人还可将起投资税减免、加速折旧及借款利息支付的税收优惠通过降低租金的方式部分转移给承租人。

(5) 经营性租赁的承租人把设备价值的风险转移给了出租人,这对于一个新建的、规模较小而又具有本身风险的企业来说尤为可取。

(6) 灵活的租金支付方式可以让承租人根据企业的经营好坏制定出租赁费用支付计划,以避免财务危机。

(7) 出租人提供的还租期限往往比银行等财务机构提供的还款期限要长,于是使得税后租金支付的现值费用小于购买的税后成本。

(8) 当出租人同时也是租赁设备制造商时,承租人的租赁成本往往较低,因为出租人具

有维修和保养的便利,可以节省设备的运营费用,尤其是经营性租赁时,从而可将其较高的租赁设备残值部分转让给承租人。

(9)与购买相比,经营性租赁的会计手续相当简单,可以免去许多工作。

(10)对于国内承租人来说可以百分之百地利用外资,从而解决企业设备投资不足的问题。

二、租赁的缺点

(1)租赁的内含利率通常高于银行贷款利率,造成企业所付租金较高,如果没有税收优惠的话,租金利率通常会高于银行贷款利率。

(2)如果企业采用购买方式取得设备,同时能充分享受投资税减免、加速折旧及债务利息的税收优惠的话,购买得到的税收好处一般比租赁多。

(3)只有当出租人愿意以较低租金方式将其税收减免好处部分转移给承租人时,承租人才有可能降低租赁成本。这些受益必须在正式租赁期前谈判妥当。

(4)由于出租人害怕承租企业到期支付不了租金,常常要求承租人寻找一个独立的财务机构作为担保人,于是承租人便要付出额外的担保金。

第六章 租赁的程序

第一节 租赁谈判

整个租赁过程的谈判包括技术谈判和商务谈判两部分。

一、技术谈判

现代设备租赁的一大特点是由承租人挑选其所需的设备,再由出租人加以融资购买,此时针对租赁设备的技术谈判涉及到的两方是:设备供应商、出租人与承租人。由于是承租人要用设备,而他又是这种设备的专家,因此技术谈判主要由承租企业和供货商进行洽谈。但由于是租赁公司在出资购买,而技术洽谈又是确定租赁项目引进方案和商务谈判的基础,并且直接关系到企业能否按时投产、偿还租金等问题,所以租赁公司责无旁贷要与承租人坐在一边,根据自己已有的经验,在细节上对承租人进行必要的提醒,为的是“你好我好,大家都好”,而避免出现“鸡飞蛋打”,将来收不回租金的后遗症。

(1)供货商的选择:确定供货商是承租企业选定设备的基础。一般由承租人提出所需设备的基本要求,提出几家潜在的制造商的名称,然后征求出租人的意见,进行货比三家,从而选定最合适的供应商。例如美国国际商用机器公司和美国苹果计算机公司都是很有名的计算机生产公司,到底要选择哪一家的产品,就需要了解这两家公司的背景及产品性能,以确定合适的公司来引进自己所需要的设备。

(2)租赁设备的选择:选定供货商之后,就要列出所需设备的清单。选择设备要结合承租企业实际的生产情况,在本国有能力供应配套设备时,可只进口主机,而不用进口全套设备,而且要考虑到引进的设备能采用本国原材料进行合格生产。例如,承租人已决定采用某公司的产品,下一步就应考虑是进口全部的配套计算机网络还是只进口最关键的主机,同时用本国产品加以配套从而降低成本。

(3)技术服务:一般先进的设备都是和先进的技术配套的,所以首先要弄懂技术。可以

要求设备供应商派技术人员到承租人所在地进行技术培训,并且要签订售后维修服务的协议。

二、商务谈判

商务谈判的重心是价格谈判,争取以合理价格成交签约是商务谈判的主要目的。俗话说“知己知彼,百战百胜”,要想赢得商务谈判的胜利,必须了解同类公司同类产品的售价,以防止供货商哄抬货价。除了价格水平的高低,支付方式也是很重要的一项内容。

由于在国际租赁业务中,租赁公司和设备供货商很可能分处两个不同的国家。为了各自的利益,供货商不愿意先交货,担心货物出手后收不回货款;而租赁公司不愿意先付款,希望在确定设备后再付款。这时就需要有一个保证人在中间起作用,这个保证人就是银行。国际租赁业务中,购货合同的支付方式一般采用信用证结算和凭租赁公司出具的银行保函交货方式,有时也采用托收方式。常用的价格条件主要包括:FOB 和 CIF 两种。FOB(free on board)即装运港船上交货,规定设备供货商应按合同规定的时间和地点,将货物装上租赁公司指定的船只,当货物越过船舷就完成了交货义务,风险也在货物越过船舷时由供货商转移给租赁公司。由租赁公司负责租船订舱和支付运费。在使用 FOB 价格术语时,必须在 FOB 后面跟注装运港名称,以明确交货和风险转移地点。CIF(cost, insurance & freight)即成本加保险费和运费,规定设备供货商需负责租船订舱并支付至目的港的运费,还需按合同规定的时间和指定装运港将货物装上船。此外,设备供货商还要负责从装运港到目的港的货物运输保险并支付保险费。应注意的是虽然供货商需负责装船并支付运保费至目的港,但交货地点仍在装运港,当货物越过装运港船舷时,风险就由供货商转移给租赁公司。供货商还要自负风险和费用取得有关出口证件,并办理货物出口手续。租赁公司则要承担自货物越过装运港船舷以后除正常运费和保险费以外的费用,并自负风险和费用取得有关进口证件,并办理货物进口手续。当采用 CIF 价格术语时,必须在 CIF 后加注目的港名称,这里的目的港并不说明是交货和风险转移地点,而是指卖方应承担的运费和保险费付至该目的港。

第二节 租赁招标书

当一个企业打算采用租赁方式进行设备资本的投资时,首先要选择适当的租赁公司来作为出租人。通常的做法是承租人准备一封信,然后将其发给不同的租赁公司,以获得后者的兴趣同意担任其租赁项目的出租人。这封信叫 the request-for-bids-letter。信中所包括的内容有:

- (1)设备类型和供应厂商;
- (2)设备的数量和单位;

- (3)设备的总成本和单位成本;
- (4)设备的预计交货日期;
- (5)租赁类型,例如是融资性租赁、经营性租赁还是服务性租赁;
- (6)租赁期限及续租时间的长短;
- (7)租金的支付方式,如按月、季、半年或一年支付,是先付还是后付;
- (8)可能接受税收补偿的程度;
- (9)设备是否由承租人自行保险;
- (10)租期末可能有哪些选择权,如退租、续租等;
- (11)万一发生意外使租赁终止时所要求的价值;
- (12)谁将负责支付交易中的费用;
- (13)适用或可能适用哪些税法;
- (14)是否有利的税法可能成为执行租赁协议的先决条件;
- (15)是否有利的税法应该减轻原先需遵守的税收补偿;
- (16)提出租赁报价单的最后日期;
- (17)何时交易可以达成;
- (18)是否可以接受对标价的担保;
- (19)如果允许担保建议书,是否标价可以建立在确立的(firm)或最优惠(best-efforts)的基础上;
- (20)如果交易是有担保的,有哪些潜在的股权参与人或贷方可能不被接受。

第三节 租赁项目建议书

在仔细研究了未来承租人发出的租赁投标书后,有兴趣的出租人或租赁经纪人就会给其回一封项目建议书。项目建议书是非常重要的,因为它使得承租人有机会从这些租赁公司中挑选出租人,承租人有可能要求对建议书提出一些修改,在承租人和出租人之间谈妥后,承租人便选定这一家租赁公司作为其设备的出租人,而项目建议书便为将来的租赁合同打下了基础。在项目建议书经承租人和出租人签字,并且满足以下条件后便开始生效:必需的政府批准文件和营业执照,法律上肯定的意见,在杠杆租赁中对债务的有效处置,可接受的财务契约(如债权比),满意的经审查过的财务报表,彼此满意的文件,正式的股权参与人和贷方的交易批准书,股权方和贷方的最小分担数量,详细的设备清单,以及证明设备残值的认同的设备评估报告。

承租人在决定接受租赁公司的项目建议书前,需要在建议书中找出如下的内容与自己投标书进行对照:

- (1)设备概况。什么类型的设备?哪一家制造厂商?哪种型号?需要几个单位?
- (2)设备成本。总成本多少?每件成本多少?是固定成本还是变动成本?如是变动成

本的话,将来有否可能上升?

(3)设备支付计划。何时需付清设备款项?是否需要一次付清?

(4)设备交货计划。何时为预期交货日期?交货期能否延迟而合同依然有效?

(5)设备地点。租赁开始时设备应在何处?租赁期间又在何处?

(6)设备租赁类型。融资性租赁,经营性租赁,或是服务性租赁?

(7)租赁期限。租赁期有多长?如果是间歇性的租赁,则基本租期从何时开始?租约能否展期?如何展期?

(8)租金支付计划。每年,每半年,每季度,每月支付?或不规则支付?前期支付或后期支付?

(9)选择权。公平市价购买选择权,固定价格购买选择权,终止租约权等。

(10)生产中的伤亡损失及租约终止。

(11)设备保养和维修。谁来承担保养和维修的义务?

(12)税收补偿。能享受到哪些税收好处?

(13)设备保险。是否需要自己投保?

(14)税收。可能有哪几种税收,如销售收入、租金收入等。

(15)交易费用。除了承租人应支付的合法费用,还可能有哪些别的费用,如:为贷方所出的律师费,贷方代表的年费(信托安排),出租人投资者的律师费,出租人投资者的年费(信托安排),与财务部门打交道的信件费用、文件费用、债务安置费用等等。

(16)税法。有无可能获得税收补偿?

(17)提交日期。何时为建议书最晚的提交日期?

(18)生效日期。何时为交易生效的日期?

(19)建议书的类型。是否需要担保?

对于出租人来说,其在项目建议书中主要考虑的是:

(20)提议。需不需要租赁经纪人或担保人?

(21)承租人。承租人是否已被准确落实?其财务状况是否已经审查过?

(22)信用支持。承租人的财务状况是否足以支持这项租赁交易?如果不足的话,谁将成为担保人?

(23)设备状况。何种类型?哪家制造厂?什么模型?几个单位?

(24)设备成本。总成本?单位成本?单位成本是否固定?

(25)设备交货期。预期交货时间?如交货时间过了,大概多久合同便失效?

(26)设备所在地。租赁初期及租赁期间设备在何处?

(27)租金支付。先付或后付?按年、半年、季度、月来支付?若是间歇性租赁如何计算?

(28)租期。租期多长?有否展期?

(29)出租人。设备是否直接归出租人所有?是否杠杆租赁?是的话,有几个出租人?

(30)负债。若是杠杆租赁,债务如何支付?先付或后付?按年、半年、季度、月来支付?谁是合同受托人?租金与债务利息有无关系?

(31)选择权。承租人具有哪些特殊的选择权?出租人具有哪些选择权?例如:固定价

格售卖权,固定价格展期权,租约中止权。

(32)生产中的伤亡损失。若发生伤亡由谁承担财务责任?

(33)伤亡和止约索价。

(34)税收种类和税法。

(35)交易费用。

(36)租赁形式。

(37)其它条件(如上所列必要条件)。

(38)书面建议书。

(39)提出和给予的日期。

(40)建议失效的日期。

第四节 租赁合同

租赁的中心目的是由出租人和承租人之间签订一项协议,由出租人把设备的使用权在一定时间内转移给承租人。为了实现这个目的,双方需要签订协议即租赁合同,这是租赁交易中最重要的一部分。在美国,一般来说,租赁合同的类型主要分成两种,一是有条件的销售租赁,二是真实租赁。

例如,美国亚利桑那州的美国第一银行分部在 1993 年与州内最大的一家医院签订一项关于医用扫描设备的租赁合同,租期为 5 年,设备由芝加哥的一家公司提供。举例说明合同内容:

(1)意图。

根据双方谈判的条件,第一银行同意为该州医院购买其指定的扫描设备并租赁给医院使用,而医院同意从第一银行手里租赁该设备。合同的意图在于说明这是一笔租赁交易而不应被当做是设备的买卖。

(2)设备的交货和验收。

当设备由芝加哥按规定时间被运送到目的地,经医院审查认为符合要求后,此医院需要出具一份验收合格证明。

如果在设备的交货过程中,出现地点不符、不是原先预定的设备、设备出现毁损、政府禁令和罢工等造成的损失时,第一银行概不负责,所有由这些原因所产生的费用和税务均由医院负责。如果这些费用已被加入设备价格中经由第一银行支付了的话,第一银行需将此费用加入租金中收回。

万一此医院拒绝接收设备,则医院应行使买主的权利和义务自行与芝加哥供货公司打交道,进行一切可能的补救措施。如果设备完全符合要求,而医院依然拒收的话,医院应对由此行为所产生的所有第一银行的损失负责。

在一项租赁交易中可能有几个同时或分开执行的不同的交货时间,这时需要订明具体

某件设备何时交货。

(3)先决条件。

在第一银行履行对芝加哥供货商付款并将设备租赁给医院使用的义务之前,医院必须在运用自己的成本下满足如下条件:

①如果医院是一个法人,必须出示由秘书认可的合法进行租赁的条款,并由董事会议通过租赁的有关事宜。

②如果是一个合伙关系或信托契约,由于医院不是法人,第一银行可以要求医院的当事人签名。

③保险的证据。

④法律上对医院进行租赁的肯定意见。

⑤附属文件,例如已完成并签字的计划书、财务报表、设备所在地屋主对抵押权的免除和对设备安装的同意、资金来源等。

⑥医院对扫描设备开出的验收证明。

⑦所有各项关于设备销售的发票和帐单。

(4)租期,租金和迟付罚款。

①租期从双方约定的起租日开始计算,期限为5年。

②医院必须按期向第一银行支付规定的租金。

③如果医院在过期5个工作日仍未付租金的话,按照美国第一银行租赁公司的规定,此医院必须加付5%的迟付罚款,再加上从应付租日到实付租日的利息,利率为18%,一年以360天计算。

④租金必须支付到合同中所显示的出租人的地址,在此即:P. O. Box 71, Dept. A719, Phoenix, AZ 85001。

⑤由于这是一笔净租赁交易,医院在付租金时不能要求任何方式的抵消或减租,也不能等待第一银行对其付租进行提醒。

(5)所有权,使用,识别和广告。

第一银行对此扫描设备拥有完全的所有权。

医院同意只在租赁指定地由合格的操作人员使用此扫描设备,并且按照政认法规、保险要求及芝加哥供货商的要求对扫描设备进行维修保养。

医院同意自费在扫描设备上打上第一银行的记号以便识别。

医院不能允许其它单位或个人在扫描设备上用任何记号做广告,以免影响到第一银行在设备上的识别标记。

(6)抵押权。

扫描设备应保持动产的状态,医院在未经第一银行书面同意前不得将设备附属于任何的不动产上。如果医院因其它的索取、债权和抵押权等的纠纷可能影响到扫描设备的安全时,医院应立即通知第一银行。

(7)监查。

当第一银行需要到租赁所在地对扫描设备进行监查时,医院应给予积极的配合。

(8)进一步的保证。

在没有得到第一银行书面同意的情况下,医院不能和其它商业单位合并,或将设备转让给第三方使用。在5年租期内第一银行可能需要医院自费提供给前者一些必要的文件。医院还应按期用第一银行的名义为设备注册。在每年的会计年度后的120天内,医院及其此项租赁的担保人应向第一银行提交由注册会计师CPA认同的有关财务报表。每个季度后的60天内医院也应向第一银行交付有关的财务报表。在这些报告和报表存档后的30天内,还应向证券交换委员会提交复印件。

(9)费用和税务。

除了出租人在租金收入基础上应付的联邦税、亚利桑那州税和地方税由第一银行负担外,其它所有由此交易而产生的费用均由医院负担。

(10)陈述和保证。

如果没有事变或违约发生,第一银行保证不干涉医院在租期内对设备的正常使用。医院有权自费代表第一银行以买方的权利与芝加哥公司打交道。第一银行不对设备的任何毁损负责。

医院必须依法注册进行设备的租赁。医院有全权验收和使用设备。医院必须定期向第一银行提供有关的财务报表。所有医院向第一银行提供的资料都应是正确和准确的。

(11)毁损。

在租期内若发生设备的毁损和减失,医院应在10天内书面通知第一银行,同时医院应采取补救措施。如果设备已毁至无法修理的程度,应由医院对第一银行进行赔偿,或继续按期支付租金。在医院做出相应的赔偿后,第一银行立即将其对设备的权利转移给医院。

(12)保险。

由医院以第一银行的名义对设备进行投保,保险金额将被支付给第一银行。

(13)保障和费用。

医院应保护第一银行不被卷入诉讼和毁损的一切费用中。

(14)转让。

第一银行可在无需通知医院的情况下将此租赁转让给第三方,而受让人将拥有出租人的一切权利。

(15)违约处理。

如果医院对此租赁交易发生违约行为,第一银行有权要求其赔偿损失,也可以收回设备终止交易。

(16)出租人履行租赁的权利。

如果医院未按期支付租金,第一银行可采取措施以收回租金,期间发生的费用将由医院负责,同时还需支付利率为18%的迟付利息。

(17)租赁终止。

当医院收到第一银行所发出的终止租赁的书面通知后,即应退还设备。

(18)通知。

所有由第一银行发出的通知都应是书面的,而且必须寄送至合同中所示的医院的地址。

(19)政府法规。

此项租赁必须在遵守联邦和亚利桑那州法的情况下进行。

(20)购买选择权。

在租期结束前 90 天,医院应书面通知第一银行其愿意按公平市价留购设备的打算。

(21)续租选择权。

医院同样可以在租期结束 90 天前书面通知第一银行其续租的打算。

(22)杂项。

例如,假如有不止一个承租人时,应明确规定各个承租人的义务和责任。

出租人:

第一银行租赁公司

一个亚利桑那州的法人

由: _____

职务: _____

出租人地址:

P. O. Box 71, Dept. A719

Phoenix, Az 85001

承租人:

××医院

××××

由: _____

职务: _____

由: _____

职务: _____

承租人地址:

第五节 租赁价格与交付

租赁合同一旦签订,承租人便开始支付所需的费用。

一、租赁保证金

为了确认租赁合同并保证其执行,承租人必须先交纳租赁保证金,当租赁合同结束时,租赁保证金将被退还给承租人或在偿还最后一期租金时加以抵销。保证金通常为合同金额的 5%。中国国际包装租赁有限公司一般要求承租人在租赁合同签字之日起 30 天内将租赁保证金电汇到包装租赁公司在中国银行北京分行的帐户。

二、租金

租金是签订租赁合同的一项重要内容。租金的高低,直接关系到出租人与承租人双方的经济利益,出租人要从取得的租金中得到出租资产的补偿和收益,即要收回租赁资产的购进原价、贷款利息、营业费用和一定的利润。而承租人要比照租金核算成本,即租赁资产所生产的产品的收入,除了抵偿租金处,还要取得一定利润。影响租金的因素很多,包括:设

备的价格、融资的利息及费用、各种税金、租赁保证金、运费、租赁利差、各种费用的支付时间,以及租金采用的计算公式等等。概括起来,有下列五个构成因素。

(1)购买租赁资产的成本,即租赁公司根据承租人的要求出资购买设备所发生的费用。一般包括购置设备的货价、运输费及途中保险费。如果设备是进口的,可选择采用到岸价(CIF)、离岸价(FOB)或包括运费及途中保险费在内的价格(CECF)。

(2)预计的名义货价,即设备的残值。设备残值的计算与折旧期有关,残值大意味着租金较低。

(3)利息,即出租人为购买设备而向银行或其它金融机构贷款的利息。融资利息的高低对租金的多少有很大的影响。

(4)租赁手续费,即出租人为承租企业办理租赁资产需要支出的营业费用(如办公费、工资、差旅费、税金等)和租赁公司的利润。租赁手续费的高低也对租赁有很大影响。

(5)租赁期限,即支付租金所需要的时间。租赁期限的长短主要取决于设备的法定折旧年限和经济寿命以及设备价值的大小。对于出租人来说,希望租期越短越好,因为科技在不断发展而设备也在不断更新,若折旧时间长可能带来老化、淘汰的损失;对于承租人而言,则希望租期长一些为好,这样可以多占用几年资金。一般来说,大部分的租赁设备期限通常为3—5年,大型设备可能长一些。

三、担保费

出租人一般要求承租人请担保人对此租赁交易进行担保,万一承租人出现财务问题付不起租金时,由担保人代为支付。承租人需要付给担保人一定数目的担保费。

四、租金的计算

租金的计算方法很多,国际上通常采用的方法有下列几种:

1. 附加率法

附加率法是在租赁资产的设备货价或概算成本上再加上一个特定的比率来计算租金。其计算公式如下:

$$R = PV(1 + ni) / n + PV \cdot r$$

式中, R , 每期租金;

PV , 租赁资产的货价或概算成本;

n , 还款次数, 可按月、季、半年、年来计算;

i , 与还款次数相应的折现率;

r , 附加率。

例:中国租赁公司打算出租给河南某企业一项租赁资产,设备的概算成本为50万元,租期为10年,每年末支付租金,折现率为8%,附加率为4%,问每期租金为多少?

$$R = 500,000 \times (1 + 10 \times 8\%) / 10 + 500,000 \times 4\%$$

=110,000(元)

2. 年金法

以现值理论为基础,将一项租赁资产在未来各租赁期间内的租金面额按一定比率予以折现,使其现值总和等于租赁资产的概算成本,以此方法来计算租金即为年金法。年金法的计算有后付、先付之分。

等额年金法后付公式(即每期期末等额支付租金)如下:

$$R = PV \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

式中,PV,租赁资产概算成本;

R,年金或每期租金;

i,折现率;

n,租赁期数。

上例,若后付,则:

$$\begin{aligned} R &= 500,000 \times \frac{8\%(1+8\%)^{10}}{(1+8\%)^{10} - 1} \\ &= 74,500(\text{元}) \quad (\text{付 } 10 \text{ 年}) \end{aligned}$$

等额年金法先付公式(即每期期初等额支付租金)如下:

$$R = PV \frac{i(1+i)^{n-1}}{(1+i)^{n-1} - 1}$$

上例,若先付,为:

$$\begin{aligned} R &= 500,000 \times \frac{8\%(1+8\%)^{10-1}}{(1+8\%)^{10-1} - 1} \\ &= 79,960(\text{元}) \quad (\text{付 } 9 \text{ 年}) \end{aligned}$$

3. 递减式计算法

即每期还清当期利费及当期本金,一般做法为每期本金相等,也就是一开始多付租金,后期少付。公式为:

$$R = \text{各期占款本金数} \times \text{年利率} \times \text{占款年数} + \text{各期应还本金数}$$

例:东方租赁公司同上海某企业达成一笔租赁交易,租赁资产的概算成本为 150 万元,租期为 3 年,每年年末支付租金,利息和手续费合年利率 8%,试用递减式计算各年租金(单位:万元)

项目 年份	占款年数	本金金额	应付本金	利费额	租金 R
1	1	150	50	12	62
2	1	100	50	8	58
3	1	50	50	4	54
应付总额				24	174

4. 平息法

平息数是指租赁期内承租人应支付租金总额与租赁资产概算成本之比率。

$$R = PV \times C/n$$

式中, PV, 租赁资产概算成本;

C, 平息数;

n, 租期;

R, 租金。

例: 中国计算机租赁有限公司与福州某企业达成一笔租赁交易, 租赁资产的概算成本为 200 万元, 租期为 5 年, 每年年末支付租金, 平息数为 1.50, 试计算每期租金。

$$\begin{aligned} R &= 2,000,000 \times 1.5/5 \\ &= 600,000(\text{元}) \end{aligned}$$

5. 租赁率法

$$R = PV \times (1+i)/n$$

式中: i, 租赁率。

上例, 若改为租赁率为 25%, 则:

$$\begin{aligned} R &= 2,000,000 \times (1+25\%)/5 \\ &= 500,000(\text{元}) \end{aligned}$$

五、租金的支付

租金的支付方式会对租金额产生影响, 主要包括:

(1) 租赁期起算日: 国际上通用的租赁期起算日计算方法有三种, 即按租赁物件装船提单日期起算租赁期; 按租赁公司向卖方支付租赁物件价款之日起算租赁期; 按租赁物件运抵承租企业之日起算租赁期。

采用第一种方法, 承租人多付了利息; 采用第三种方法, 出租人多付了利息; 第二种方法对双方都比较有利。

(2) 支付日期: 国际上对于租赁到期日的计算惯例是“算尾不算头”。例如, 一笔租赁交易, 出租人向卖方的实际付款日是 1994 年 1 月 1 日, 租赁合同中所规定的支付期限是每半

年支付一次,那么第一次支付租金的到期日就应当是 1994 年 6 月 30 日,在计算时应包括 6 月 30 日这一天,而不包括 1 月 1 日这一天,以下依此类推。

(3)支付币种:租金支付原则是以什么货币签订租赁合同,就以什么货币支付租金。在签订租赁合同时,出租人与承租人都面临着一个会影响双方利益的币种选择。对于承租人来说,偏向于选择币值趋于疲软的货币,以期获得偿付货币价值下跌的利益;而出租人则愿意选择币值趋于坚挺的货币。双方需要好好商量。

(4)支付方法:中国承租人对国外租赁公司支付租金,一般是通过中国银行采取汇款方式办理,可以电汇、信汇或票汇。对外支付租金一般是在到期日的前一天由中国银行采取电汇方式汇出。国内承租人向国内出租人支付租金,若两者同处一个城市,可采用同城托收的方式;若两者不在同一城市,可采用通过银行汇款方式。不论采取何种方式,都必须在支付到期日前将租金款项汇至出租人帐户,以免承受过期支付的罚款。

第七章 国际租赁

第一节 国际租赁的现状

国际租赁就是跨越国境的租赁业务。在国际租赁中,出租人与承租人不在同一个国家,租赁资产的所有权和使用权分属于二个不同国度的企业。同国内租赁一样,现代国际租赁也是世界市场上一种重要的融资手段和贸易手段;同时,国际租赁还是一国租赁机构在取得报酬(租金)的条件下,向另一国提供技术装备及技术服务的一种方式。

就设备租赁而言,国际租赁也可以划分为二种方式,即融资租赁和服务性租赁,其中,融资租赁是国际租赁业务中的主要方式。

国际租赁中的融资租赁的租期一般为 5 年左右,有的可达 10 年以上,而服务性租赁的租期一般比较短,大都为 1 年左右。

目前国际上通常把国际租赁划分为 4 种类型:一是出口租赁,这种租赁只涉及到分别在 A、B 两国的出租人和承租人;二是对子公司的出口租赁,即出租和承租双方都在 A 国,但承租人的子公司在 B 国,承租人将承租的资产交给在 B 国的子公司使用;三是外国子公司转租赁,即出租人在 A 国,出租人的子公司在 B 国,子公司从其母公司租入设备。再转租给 B 国的承租人使用;四是子公司多国租赁,即出租人将资产租给在 B 国的子公司,由 B 国的子公司再转租给 C 国的承租人使用。后三类都涉及到出租者或承租者在国外的子公司,因此,国际上通称为国外子公司租赁。

国外子公司租赁是现代国际租赁业务中的一种主要类型,同出口租赁相比,国外子公司租赁有如下优点:第一,对于出租人讲,国外子公司更便于了解所在地的市场、税收制度和承租客户的情况,而且也可以享受所在国厂商相同的税收待遇。因此,由子公司将设备转租给所在国厂商或邻国的厂商对出租人将会更为有利。第二,子公司可以从所在国之外的母公司获得价格合理的资产设备及先进的经营经验,从而增强出租者在所在国的竞争能力。所以,近年来,国际上一些大的租赁机构纷纷在国外建立子公司或分支机构,这已经成为当代国际租赁的重要战略。

近 20 年来,国际租赁业务得到了迅速发展,特别是在 70 年代资本主义各国发生持续的经济危机的情况下,国际租赁仍然以较快的速度发展。这有二方面原因:从承租人方面看,近 20 年来,科技迅速发展,一些急需引进设备而又资金短缺的投资者不得不通过租赁方式实现投资。从出租人方面看,在经济危机、经济衰退、投资人投资信心不足的情况下,设备生产厂商不得不依靠国际租赁途径来实现设备销售或贸易。当然,为了发展租赁业务,一些国家的政府在国际租赁的税收方面也采取了一些优惠政策,这也是现代国际租赁得以迅速发展的原因之一。

由于国际租赁时间跨度一般比较大,租赁各方又分属不同的国家,因而关系比较复杂,所以,租赁各方除了应考虑一般租赁中可能发生的情况外,对以下几点还应特别注意:第一,必须坚持“币比三种”的方法,选准货币,减少风险。现代国际交易中货币之间的汇价,可说是瞬息万变的,如果不对成交所使用的货币的汇价、利率的变动趋势进行调查研究,那么,在进口中就可能多支付外汇,在出口中就可能少收入外汇,从而造成损失;第二,必须对有关国家的税制、法制进行深入了解,以便选择合适的商法来作为鉴定和解释租赁合同的依据;第三,租赁各方必须对租赁中可能发生的问题加以分析,以便在谈判中明确提出,争取不留任何疑点。

从发展趋势看,国际租赁今后将会更迅速地发展,因为国际租赁具有其他任何一种国际经济交易形式所不及的明显优点:承租人在不投资或少投资的情况下,就能获得国外先进设备的使用权;出租人在不失去资产所有权的情况下,便能获得稳定的收益,甚至在大多数国家还能享受减免税优惠和取得出口信贷。近几年,一些国家性租赁团体或协会正在采取措施,以加快租赁国际化进程。

第二节 直接购买进口租赁的业务程序和方法

直接购买进口租赁,与国内直接购买租赁相类似,即国内租赁机构,应国内承租用户要求,运用自有外汇资金或借入外汇资金,从国外购进技术设备,然后以所有者的身份,将设备出租给国内承租人使用这样一种租赁方式。

实现一项直接购买进口租赁,按照我国的现行政策和规定,要依照如下程序或方法办理:

(1)国内承租企业向国内租赁机构提出租赁委托。承租人在向租赁机构提交租赁委托书的同时,还必须提交下列文件资料:项目建议书可行性研究报告、项目批件和进口订货卡片等等(可行性研究报告和项目建议书内容见本节末附录)。此外,还必须提高租赁设备订单,订单要详细列明设备名称、型号、规格及出产国别等内容。

租赁机构在接到承租人交来的以上资料后,要对项目进行审查,审查的主要内容是:产品是否有销路,原材料、能源是否有保障;是否有偿还租金的外汇保证,无还汇来源则不能受理;项目是否经相应的计委、经委或其他有关部门批准;项目的经济效益情况以及承租单位

的技术力量是否与承租设备的技术操作要求相适应等各方面的情况。

(2)国内租赁机构物色设备供货人。如果承租人在租赁设备订单上已列明设备生产国别或厂家,而且租赁机构确认选择无误,则可以依照承租人所选国别和厂家办理;如果承租人未列明设备生产国别、厂家或租赁机构认为选择有误,则应由租赁机构另选新的设备生产厂商。

(3)租赁设备的购前考察和谈判。与外商(供货人)进行谈判之前,为了争取谈判主动,做到知己知彼,承租人可以要求国内租赁机构邀请国外供货厂商来访,承租单位也可以派遣工程技术人员与国内租赁机构的业务人员一起,去国外供货地进行实地考察。考察完毕,掌握了第一手资料以后,即可进行谈判,谈判既可邀请外商来国内进行,也可以由承租单位和国内租赁机构的有关人员一起,去供货国进行。

谈判主要涉及技术和商务二方面内容,谈判过程中,我方的组织者应是国内租赁机构,由承租单位,国内租赁机构和外国供货厂商三方进行。在谈判内容上,承租单位和租赁机构应各自有所侧重,即有关技术交流、设备造型、技术服务等技术性方面的商谈,要以承租单位为主而进行。有关设备价款、供货方式、运输方式等商务方面的商谈,则应以国内租赁机构为主而进行。

(4)鉴订购买合同和租赁合同。谈判结束之后,如果双方达成协议,则由国内租赁机构与国外供货厂商签订购买合同,合同中,应订明设备价格、付款方式、交货方式以及售后服务等诸多方面的条款。购买合同签订后,承租单位与国内租赁机构即可按以前已协商好的条件,签订租赁合同,合同中应订明的内容,与国内租赁合同中的内容相同。

(5)租赁机构办理信用证手续。租赁机构在购买合同所规定的租赁设备交货日 15 天以前,向所在地中国银行办理申请开立购买租赁设备的信用证手续。租赁机构为信用证开证申请人,外国供货厂商为受益人,通知行为外国供货厂商所在地的商业银行。信用证的付款方式按合同的规定执行。

(6)承租单位办理减免进口关税和工商税手续。按规定,经济特区和经济开发区的技术改造项目,在进口时,凭省、市、自治区经委签发的技术改造证明书和减免关税证明书,海关可以免征租赁物件的进口关税和工商税。其他地区的技术改造项目,则可凭以上二证明书,减征一半进口关税和工商税。承租单位必须在租赁设备到港之前,办妥减免关税手续,否则海关将不予办理。

与此同时,租赁机构要将购买合同、租赁合同、项目批件、订货卡片等文件资料交当地海关申报进口。对以离岸价格计价的设备,租赁机构应在租赁设备交货前的 56 天以前,向中国对外贸易运输总公司交寄一式三份的进口订舱联系单,办理订舱手续。

(7)租赁机构投保和检验。租赁机构在接到外国供货厂商的装船通知后。即凭通知单向保险公司办理投保手续。

检验既可以在卸货港进行,也可以在承租单位进行。检验由保险公司、海关和商品检验局参加,由商品检验局具体执行。如发现问题,则凭商品检验局的检验报告,区别各自的责任,分别向外国供货人、保险公司或运输公司索赔。

在商品检验的同时,租赁机构应凭托收单据,向当地海关支付进口关税和进口工商税,

并向对外贸易运输公司支付海运费;向保险公司支付保险费。在此基础上,总计各项费用支出,以便向承租单位结算。

(8)验单,办理付款手续。收到外国厂商提交的装船单据后,租赁机构要将单据与购买合同和信用证进行核对,审查确认各项内容无误后,再凭装船单据到我方开证银行付款。如在验单中发现问题,则通过开证行与供货方进行交涉。开证银行对外付款之日,即为租赁业务的正式成交日,租赁机构应将具体日期通知承租单位。

(9)支付租金。承租单位收到租赁机构的租赁业务的成交日的通知后,即按租赁合同要求,备付资金,并按期交纳租金。

(10)办理租赁设备的所有权转让手续。承租单位向租赁机构付清最后一笔租金之后,由租赁机构向承租单位签发“设备所有权转让证明书”,表明承租单位已按租赁合同付清了全部租金。从“设备所有权转让证明书”签发之日起,原租赁设备的所有权即转让给承租单位。自此,承租人已变更为购买人,原签订的租赁合同作废,租赁交易完全结束。

附录(一)

项目建议书内容要求

一、项目名称;项目的主办单位及负责人。

二、项目的内容与申请理由。包括引进技术名称、内容及国内外技术差距;进口设备要说明拟进口的理由;生产工艺流程和生产条件;主要设备名称、规格、数量以及国内外技术差距等等。

三、进口国别与厂商基本情况。

四、承办企业的基本情况。

五、产品名称、规格、用途、性能及市场情况。

六、主要原材料、动力、燃料的供应情况。

七、项目投资与资金来源。包括投资总额,其中外汇额和人民币数量;资金来源和偿还方式等等。

八、项目的技术分析和经济效益分析。

九、简要的项目考察计划、外国厂商来华技术交流计划和可行性研究工作规划。

附录(二)

可行性研究报告内容要求

一、概要说明

可行性研究报告一开始,应简要介绍租赁项目名称、项目的主办单位及负责人、可行性研究报告的主要技术负责人和经济负责人的名单。同时,应明确地表明可行性研究的结论与建议。为了使可行性研究报告的审查机关更深入了解企业,项目的承办单位还应将企业的基本情况和条件作简要说明。

二、生产规划

包括产品名称、规格、技术性能与用途;国内外市场情况的调查、研究与预测;国内外产品销售价格的情况和分析;分年度的国内外市场需求以及分年度的产品产量与国内外销售量。

三、原材料来源与计划

包括原材料、半成品、配件、辅料、电力、燃料的来源、数量与价格;原材料选用的多方案比较与论证;原材料供应中国内与国外的份额。

四、技术与设备要求

包括技术方案的比较、论证与选定;技术的来源以及技术转让费用的估算;设备的比较、论证与选定;主要设备与辅助设备的名称、型号、规格、数量以及出产地;设备的费用估算。

五、项目实施的综合计划

包括技术人员培训计划、环境保护与防治;谈判、签订合同、工程设计、技术与设备的交付、工程调试与正式投资日期等等。

六、资金预算计划

包括项目总投资,其中,外汇与人民币数量;资金来源,其中外币资金来源与人民币资金来源(国家拨付、国外贷款、延期付款、补偿贸易、自筹等等)与偿还方式等等。

七、经济效益分析

包括生产成本与销售收入的估算;分年度现金流出量以及损益计算表和资金平衡表;投资回收年限与投资回收率,以及项目的盈亏分析等等。

第三节 进口转租赁的业务程序和方法

进口转租赁,指根据国内承租单位所提交的设备订单,租赁机构先作为承租人,从国外租赁机构将设备租入,然后,再以出租人的身份,将设备转租给承租企业使用这样一种租赁形式。

进口转租赁中一台设备或一个项目的二次租赁交易,其期限可能是一致的,也可能不一致,第二次租赁(国内租赁机构对用户的转租)的租期,可以长于初次租赁(国内租赁机构对外国租赁公司的承租)的租期。在租赁期一致的情况下,国内租赁机构只能赚取少量租赁费差和进口手续费;在租赁期不一致的情况下,国内租赁机构则主要赚取两次租赁期差的租赁费。

进口转租赁的基本程序和方法是:

(1)承租单位向国内租赁机构提出租赁委托,提交租赁委托书,同时提交与直接购买进口租赁相同的一系列文件或资料。国内租赁机构接到承租单位的租赁委托之后,按照租赁委托书的要求,向国外租赁机构提交租赁委托书。

(2)国外租赁机构根据国内租赁机构提交的租赁委托书的要求,在国外选择设备供货人,并将所选择的供货人通知国内租赁机构,由国内租赁机构通知承租单位。承租单位接到通知后,便开始与国外设备供货人进行技术方面的考察和洽谈。考察和谈判过程和内容,与直接购买进口租赁相同。

(3)如果承租单位与国外供货人技术洽谈达成协议,则由国内租赁机构与国外供货人签

订购买合同,然后,由国内租赁机构、国外供货人共同向国外租赁机构签发购买合同转让证明书,通过转让证明书,将原购买合同中买方(国内租赁机构)应向供货人履行的权力与义务,转让给外国租赁机构履行。购买合同转让后,在法律上外国租赁机构成为购买合同中的买方。

(4)国内租赁机构与国外租赁机构签订租赁合同,将已转让的设备从外国租赁机构租入,之后,再由国内租赁机构与国内承租单位签订转租合同,将租入的设备转租给承租单位。

(5)国内租赁机构接到外国供货人的装船单据后,如果验单无误,则通知国外租赁机构办理付款手续。

(6)租赁设备到港以后,由国内租赁机构通知承租单位提货,提货前的投保、以及提货时的验货及索赔手续,与直接购买进口租赁相同。

(7)国内租赁机构从国外租赁机构向供货人付款之日起,开始分期向国外租赁机构计交租金;与此相应,承租单位开始分期向国内租赁机构计交租金。

(8)初次租赁期满后,由国外租赁机构向国内租赁机构提交“租赁设备所有权转让证明书”,国内租赁机构便获得设备所有权。如果初次租赁与二次租赁的租期是一致的,则国内租赁机构要同时向承租单位提交“设备所有权转让证明书”;如租期不一致,则待二次租赁期限届满时,办理所有权转让手续。

就国内承租单位而言,进口转租赁的业务程序及方法,与直接购买进口租赁完全相同,承租人只与国内租赁机构发生法律关系,与外国供货人发生一般业务关系,而与外国租赁机构则无任何关系。

对国内租赁机构而言,则多了二道程序,而少了一道程序,即:国内租赁机构要向外国租赁机构支付租赁费;外国租赁机构要向国内租赁机构办理所有权转让;另外,选择设备供货人的义务不再由国内租赁机构履行,而由外国租赁机构承担。

第四节 进口返租赁的业务程序和方法

进口返租赁,是指国内租赁机构根据国内承租单位的要求,先从国外购进所需要的设备,再将设备卖给国外租赁公司,取得设备价款,然后,从国外租赁公司将设备租入,取得使用权,最后再出租给国内承租单位使用这样一种租赁形式。

进口返租赁的业务程序,与进口转租赁的业务程序基本相同。其要点是:

(1)国内承租单位根据自己的需要,向国内租赁机构提出租赁委托,提交“租赁委托书”,详细提供所需设备的名称、型号、性能、技术要求、出产国别等方面的情况。

(2)国内租赁机构根据“租赁委托书”的要求,利用自己在国外的分支机构或业务关系户,选择国外供货人,有时国外供货人由国内承租单位直接指定。

(3)国内租赁机构与国外供货人签订“购买合同”。

(4)国内租赁机构与国外租赁机构进行返租赁谈判,签订“返租赁合同”。

(5)国内租赁机构与国内承租单位签订“转租赁合同”。

(6)国内租赁机构申请开证,开证银行向国外供货人开立购买租赁设备的信用证。

(7)外国供货人收到信用证之后,即向国内承租人直接发货,同时将装船单据提交给外国租赁公司。

(8)外国租赁机构接到装船单据之后,即通知自己在供货人所在地的往来银行支付货款。

(9)国内租赁机构向国外租赁机构偿付租金;国内承租单位向国内租赁机构偿付租金。

(10)租期届满,外国租赁机构向国内租赁机构办理租赁设备所有权转让手续;国内租赁机构向国内承租单位办理所有权转让手续。

第八章

租赁融资渠道及方式

第一节 人民币资金的融通

一、中国的银行体制改革

在 1978 年以前,中国人民银行是全国唯一的银行,它不仅是货币发行银行,而且是信用、清算和现金收支的中心,因此,它同时执行货币发行公司和国家财库的职能。到 1978 年底,中国实行改革开放以后,邓小平指出“银行应该是真正的银行”,从而拉开了国家财政改革的序幕。从 1979 年到 1985 年间,中国农业银行和中国工商银行相继成立;中国银行与中国人民银行相分离,成为一个专业化的外汇银行,代理国家外汇金库,从事国际金融活动;中国人民建设银行也从财政部分离出来,办理部分信用业务。从 1984 年开始,中国人民银行开始执行中央银行的职能。从 1986 年到 1993 年,中国建立了九家商业银行,包括交通银行、中国国际信托投资公司的工业银行和商业银行、深圳发展银行、福建工业银行、广东发展银行、光大银行、华夏银行和上海浦东发展银行。这些商业银行的出现结束了国家专业银行的垄断,同时促进了中国银行业的竞争。

然而,十年来的经济运行暴露了现行财政体系无法掩饰的缺陷。中央银行不像中央银行,商业银行也不像商业银行。采用具有计划经济特征的宏观调控手段,中央银行在扮演其执行国家货币政策和监督管理国家财政活动的角色时失职了。中央银行办理自己的政策性贷款并经营投资和信托公司,专业银行既办理商业业务也办理政策性业务。由于资金经营是按照计划指令和管理指导来完成的,专业银行没有自主权去决定把钱放在哪里,因而没有信用风险的存在。

未完全改革的财政体系显然无法经受 1992 年以来社会主义市场经济和国民经济快速发展的冲击。到 1993 年上半年,一些诸如在筹资和贷款偿还方面的欺诈现象突然在金融市

场上出现。这种现象使得极度增长的基本建设和固定资产投资恶化,并造成通货膨胀和物价大幅度上升。中国政府决定将改革和开放的重点转移到金融上来。1993年7月2日,国务院副总理朱镕基被指定兼任中国人民银行行长。朱镕基通过纠正金融秩序和严格执行金融规定的办法使得国民经济能回复到持续、快速和健康发展的轨道上来。这些努力已在1994年为制定和完善支持金融改革的措施创造了有利的条件。金融改革主要包括:在国务院领导下建立一套中央银行宏观调控体系以独立执行货币政策;建立一个金融组织网络使得政策性金融与商业性金融分开,以国有商业银行为主体,同时各种金融机构并存;建立一套具有开放、适当竞争和严格管理特色的市场体系;使中国人民银行变成真正的中央银行,同时使专业银行变成真正的商业银行;进一步对外开放金融,统一人民币汇率,使得人民币能逐渐变成可兑换货币。

二、政策性银行

从1993年下半年开始,三家政策性银行相继建成并于1994年开始运作。它们是:为国家重点建设项目提供资金的国家开发银行,为谷物、棉花、食用油和订购农副产品的国家储备以及农业发展提供政策性贷款的农业发展银行,为支持进出口贸易而成立的中国进出口银行。政策性银行的目的在于满足国家政策需要而非赢利。政策性银行为有利于全局稳定的项目提供特殊贷款,例如基础设施建设,重点物资储备,扶贫救灾等特殊项目。这些特殊贷款的利息要低于市场利率。政策性银行不参与商业性银行的业务竞争,但同样受中央银行的监管。

三、商业性银行和其它金融机构

相应的,原有的专业化银行,包括:中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国人民建设银行,便转化为国有商业银行。中国的这些商业银行将与其它现代化商业银行无异,自主管理,自负盈亏。这些商业银行将遵循中华人民共和国银行法的条款和其它有关的金融规章行事,同时接受中央银行的监管。

除了上述的中央银行、政策性银行和四家国有专业化银行外,中国的金融机构还包括:9家商业银行(如交通银行等),12家保险公司,387家金融信托投资公司,87家证券机构,29家金融机构,11家金融和租赁公司,59,000家农村信用合作社和3,900家城市信用合作社,所有这些构成了中国的金融网络。所有这些商业性银行或非银行金融机构都应按照中华人民共和国银行法和其它有关的金融规章行事。随着银行体制的改革,上述的农村和城市信用合作社将转化为农村和城市合作银行,其主要任务是帮助发展地方经济,为中小企业、农业、畜牧业和渔业等提供服务。

信用形式和金融手段的多样化,促进了中国金融市场的发展。在1986年,资金市场在五个城市形成,它们是:沈阳、武汉、广州、重庆和常州。接下来的几年,各种各样的金融市场已在全国范围内相继形成。包括:银行同业往来、长短期资金、公司债券、国债、贴现票据、外

币交易和股票市场。这些市场导致了浮动利率和商品资本。

在 1993 年,中国成功地建立起一级国债处理体系,这象征着中国国债市场趋于标准化和国际惯例。从这年起,财政部停止向人民银行借款来修正其财务预算,因此,财政赤字将通过发行国债来解决。当时的行长朱镕基在 1994 年 3 月访问日本后指出,为了控制通货膨胀,中国将采取货币紧缩和严格的金融政策来控制货币发行和使用;明确地说,中国将通过发行国债而不是像以前那样通过向银行借款或发行钞票来解决赤字问题。另一个重大的改革是汇率的单一化,建立在外汇市场价格基础上的单一浮动汇率从 1994 年 1 月开始实行,这将对吸引更多的外商投资和中国重新加入“GATT”起到重大的促进作用。1995 年 3 月 23 日,中国正式公布了意义重大的有史以来的第一部金融大法《中华人民共和国中国人民银行法》,法中确定了中国人民银行的地位和职责,以保证国家货币政策的正确制定和执行,建立和完善中央银行宏观调控体系,加强对金融业的监督管理。从此,中国的金融业和其它行业的融资活动开始有法可依。

第二节 外汇资金的来源

一、国际金融市场

通过国际金融市场筹资是租赁公司筹措资金的重要渠道。虽然目前中国的租赁公司几乎还没有到国际市场上去融资,但下面介绍的几种融资手段还是可加以借鉴的。国际金融市场是国际间进行货币金融业务活动的领域。它是由经营国际货币金融业务的机构所组成,是在国际经济关系的发展中产生和发展起来的。从广义上说,国际金融市场是指从事资金借贷、证券、外汇和黄金买卖等国际金融业务的市场。从狭义上说,是指国际间短、中、长期资金融通借贷的市场和资本市场。目前国际金融市场分为传统的国际金融市场和新兴的国际金融市场即欧洲货币市场。一个国际金融市场形成的条件包括:稳定的政治局面和良好的经济环境,自由的外汇制度和平稳的银行利率和税率,发达的银行金融体系和完善的金融制度,以及优越的地理位置和现代化的交通及通讯设施。19 世纪后期至第二次世界大战前,英国伦敦曾是风行一时的国际金融中心,英镑也成了高高在上的硬通货。第二次世界大战削弱了英国的政治和经济地位,美国纽约进而取代了伦敦的金融中心的地位,美元也成了最重要的国际结算货币和储蓄货币。而瑞士则由于其所占的中立地位及其银行所持的存款保密制度,在战时吸引了大批游资,从而造成了苏黎世的世界金融中心地位。

传统的国际金融市场必须接受当地政府法令所管辖。在传统的国际金融市场上,主要是国内投资者和外国借款人之间的交易。外国借款人在这个市场上,或者向银行贷款,或者发行有价证券。传统国际金融市场的特点是国内资本的净输出,其市场根据业务性质可划

分为现货市场、资本市场、证券市场、黄金市场和外汇市场。在该市场中,租赁业常采取多种方式融通资金。如以借款方式融通中长期资金,或短期拆借,还可以发行债券和股票等。由于二战后的美元本位制、70年代的石油危机和二十世纪60到70年代间美国国际收支的频繁逆差,使得美元大批外流。于是英国的英格兰银行和伦敦的其它银行纷纷开展外币存款业务,大量吸收长期流散在外的美元资金,从而形成了欧洲美元市场,欧洲美元市场的形成对于离岸金融市场的发展起了决定性的作用。新兴的国际金融市场即欧洲货币市场是离岸金融市场最重要的组成部分,经营非居民的境外货币存款放款业务,它是国际经济领域里真正国际化的货币和资本市场。它传统的国际金融市场不同。传统的国际金融市场要受到所在地国家的政策的法令的约束,其交易类型只是国内放款人与国内借款人,国内放款人与外国借款人的交易。借贷货币仅限于金融市场所在地国家的货币。而欧洲货币市场突破了这些界限,具有许多不同的特点:第一,欧洲货币市场不受所在地政府法令的管辖,外汇管制和金融政策的约束,离岸金融中心的形成,不受当地是否是发达的国际贸易中心以及国内资金力量是否雄厚的限制,而往往建立在一些并不著名的地区,如:卢森堡、拿骚、巴拿马、巴林等地区。第二,欧洲货币市场是由经营欧洲货币业务的广泛的银行网所组成的。经营欧洲货币业务的银行及其它金融机构统称为“欧洲银行”。它们的业务活动是通过电话、电报、电传在银行之间及银行与客户之间进行的。第三,欧洲货币市场的借贷货币,不是各离岸金融中心所在地的货币,而是境外货币。其货币种类,差不多包括了所有主要工业国家的货币。借款人可以在这个市场上任意选择货币种类。第四,欧洲货币市场的借贷关系,是外国放款人与外国借款人的关系。在这个市场上从事借贷活动的,几乎包括世界上所有国家的借款人。借款人可以任意选择借款地点。第五,欧洲货币市场的利率与国内金融市场不同。欧洲货币市场利率以伦敦市场的银行同业拆放利率为标准。一般说,存款利率略高于国内金融市场,而放款利率又略低于国内金融市场。利率存放差额很小,只有0.25—0.5%,从而使欧洲货币市场的存放款业务更富有吸引力和竞争性。由于欧洲货币市场有许多传统国际金融市场所不具备的优势,因此很受欢迎。除了伦敦、纽约、苏黎世三大世界金融中心外,法国的巴黎、德国的法兰克福、比利时的布鲁塞尔、瑞典的斯德哥尔摩、荷兰的阿姆斯特丹、意大利的米兰、加拿大的蒙特利尔、日本的东京,以及卢森堡、新加坡、巴拿马和开曼群岛等地也在二战后形成了国际金融中心。70年代后,香港、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚等发展中国家和地区也纷纷加入国际金融市场的行列。亚洲货币市场是欧洲货币市场的一个重要分支,主要交易中心在香港和新加坡。亚洲美元市场的主要功能是将亚太地区国家的中央银行、发展银行、基金组织、各种政府机构,以及跨国公司和个人的闲散美元集中起来,再转化为短期、中期或长期的贷款,用以解决亚洲及太平洋地区发展经济的基金问题。

“欧洲货币”的供应渠道主要来自下列方面:①工商业跨国公司和私人资金。工商业跨国公司和私人在进行国际贸易和投资过程中都持有外币(主要是美元)。由于“欧洲货币”市场有利率较高、借贷手续比较简便、能灵活运用特点,往往能从这些工商业和私人手里吸引到大量的资金。②各国政府机关及中央银行资金。中央银行有外汇储备,政府机关也存有一些外汇,为赚取较多的利息,常把外汇存入“欧洲货币”市场。③商业银行资金。商业银行在代出口商收取货款的过程中持有一些外币,它们除了补充头寸,多数结售于中央银行或

用于放款外,另有一些外汇存入“欧洲货币”市场,但能够用来存放到“欧洲货币”市场套息的资金相对较少,故作用也较小。④国际金融机构资金。国际货币基金组织(IMF)、国际复兴开发银行(IBRD)又称世界银行、国际开发协会(IDA)、国际金融公司(IFC)四个较大的国际金融组织所持有的资金,主要由于对其所属会员国提供低息贷款。一般来说,贷款只限于会员国,贷款手续较繁琐,必须专款专用,申请的贷款必须用于一定的工程项目,有助于该国的生产发展与经济增长而且须经世界银行反复评估,认为可行后方可使用。使用期限较长,最长可达20—30年。这种资金主要是政府间的借贷,租赁公司一般不能取得。

通过欧洲货币市场和亚洲货币市场,即国际性的借贷市场融通资金,是租赁公司筹资的重要渠道。租赁公司融进“美元”、“马克”、“英镑”、“瑞士法郎”等货币,然后买进设备租给国内用户(承租人),承租人以增加的出口创汇偿还租赁公司,租赁公司再归还外借之资金。

二、外汇资金存款

作为金融机构的租赁公司,在国家批准的经营对外业务的范围内,可以直接吸收外币存款(利用设在国外的分支机构吸收同业和客户的存款和在国内吸收外币存款),也是一种重要的外汇资金来源。由于海外对中国的直接投资,中国的涉外企业在海外的业务往来以及到海外求学和工作的中国人越来越多,汇回中国境内的外币数量也在不断增加。如果能对这些闲散资金加以有效利用和管理,也可以发挥很大的经济效益。例如,近年来外资银行纷纷到中国开办分行,以深圳、上海两地最多。到1993年9月底,上海外资银行所吸收的外汇存款已近4亿美元。

第三节 融通外汇资金的主要方式

一、直接贷款

直接贷款可分为短期贷款和中、长期贷款。

短期贷款的期限不超过一年,一般是国外银行充当中介人或贷款人的角色。短期信贷按当事人来分,有下列两种情况:银行与银行之间的贷款,银行对非银行客户(公司企业、政府机构等)的信贷。银行与银行之间的信贷称为银行同业拆放,它在整个短期贷款中占主导地位。同业拆放的期限以6个月以下的居多,超过6个月的较少。短期贷款主要凭信用,借款人无需交纳抵押品,借贷双方一般也不用签订贷款协议,通过电话或电传就能达成交易,所以手续十分简便。贷款利率随行就市,借款人的资信情况如何,对信贷条件(如贷款金额、期限、利率等)都有影响。在提供短期贷款时并不限定用途,可由借款人自行决定。租赁业

常利用短期贷款,但不占重要地位。

中、长期贷款的借贷期限在一年以上,一般为2—10年,甚至10年以上。中、长期贷款由于期限长,金额大,其风险亦随之增大,因而借贷双方要签订贷款协议,对贷款有关重要事项详加规定,同时还要由借款人所属国家的政府提供担保。如果一笔中、长期贷款的金额相对不大,期限又不十分长,则可由一家银行独家承受贷款。如果一笔中、长期贷款的金额庞大,期限又较长,则由不同国家的多家银行组织银团,共同提供贷款。这样做,一方面可以增大资金供应能力,另一方面又可以分散风险。这是租赁业最常用的贷款。

一般来说,取得国外贷款的方式有外国政府贷款、国际金融组织贷款、出口信贷,外国商业信贷,以及中国银行在国外筹集的贷款等等。外国政府贷款多属援助性贷款,审批手续麻烦,比较难拿到。国际金融组织贷款包括世界银行、国际开发协会、国际金融公司等贷款,可运用领域很广,包括运输、电讯、供水、教育、城建、旅游等项目。这类贷款利率相对较低,申请贷款时一定要提交可行性研究报告,由国际金融组织派专人到借款国进行评估,并且在项目的建设和运营过程中对项目进行监督。出口信贷则是工业发达国家为了促进和扩大本国产品的出口,在本国银行设立的一种供本国出口者或外国进口者使用的优惠贷款,出口信贷利率较低,利差由政府补贴。外国商业信贷则是外国私人银行提供的贷款,不限制用途,但利率较高。

若要申请国内贷款,则主要包括:基本建设投资贷款、更新改造贷款、技术改造贷款、技术开发贷款、科研开发和新产品试制开发贷款等。中国银行也办理短期外汇贷款、中外合资经营企业贷款、外国出口信贷等业务。

二、发行国际债券

虽然目前中国的租赁公司还没有通过发行股票和债券来进行融资,然而,利用国际债券市场,通过发行国际债券的方式筹措资金,是国际租赁业常用的一种融资方式,债券与股票不同,它是债务凭证,而不是所有权的象征。债券为有价证券的一种。它是筹集中长期资金的通行方式。从本质上说,债券是借款人(债务人)向债权人发出的借据,是在发行时就规定债券发行者(债务人)必须按期向债券的持有者(债权人)支付利息(一般为半年一次)和偿还本金的有价证券。债券的期限有短期(一年之内),中期(一至五年)和长期(五年以上)之分。短期债券属于货币市场融资工具的范畴,中长期债券属于资本市场。根据发行人的不同,债券一般可分为:公司债券、国家政府债券、地方政府债券,以及外国政府和公司债券等。

国际债券可分为欧洲债券和外国债券。外国债券是指在某个国家的债券市场上由外国借款人发行的以该国货币为面值的债券,这种债券的发行要得到市场所在国的批准,并受该国金融法令的管理。欧洲债券是指借款人所发行的债券面值货币为市场国货币以外的货币(多为美元),由一个国际银团承购,并在几个国家内进行国际性销售的债券。欧洲债券的期限一般为5—15年,发行金额在2,000万至5,000万美元之间,债券利率有固定的也有浮动的。欧洲债券一般是作为借款人的无担保债券发行的,因此要求发行人有较高的资信。欧洲债券不同于外国债券,它不在任何特定的国内资本市场上注册,如能发行该种债券来融

资,是十分有利的。发行国际债券融资的特点是:①资金来源广泛。由于债权人分散,资金来源广泛,可以连续大量地筹资。这样,既可以筹措到大量的所需资金,也可以减少因资金来源过于集中可能造成的损失。②借款期限较长。由于世界经济的不稳定,利率、汇率变化无常,而债券既有浮动利率又有固定利率,期限一般较长,可达10年以上,有的甚至30年。在预计利息水平不会下降的情况下,可以使用固定利率筹集资金。这样,借款者能事先计算借款期间的利息成本,便于资金安排和成本核算。反过来,如果预计利息水平会下降,则应选择使用浮动利率。③由于债券的风险比股票小,更适合大部分较保守的投资者的要求。

第四节 融资利率和汇率

一、利率问题

1. 利息的基本计算

在金融市场上,当储蓄者将暂时闲置的资金存入银行时,他实际上是推迟了消费,转让了资金的使用权,所以他应该得到回报。这一回报即资金使用权的价格——利息。而当企业或个人向银行借款时,即占用了他人的资金使用权,因而需要付出代价——利息。在市场经济中没有一个统一的利率,利率变动的总趋势受平均利润水平和国际市场上信贷供求的关系所制约。利息计算的基本公式是:

$$\text{利息} = \text{本金} \times \text{期限} \times \text{利率}$$

本金就是借款或存款的金额,期限就是借款日或存款日至还款日或收款日的时间数,利率就是利息率,通常分为年利率和月利率两种。在国际借贷业务中,一般都按年利率来计算利息,除了香港地区按365天计算外,世界其它各国都按360天来计算利息。例如:

中国租赁公司向新加坡某银行借款2,000万新加坡元,期限为120天,年利率为6%,则利息为:

$$2,000,000 \times 120 / 360 \times 6\% = 400,000 (\text{新加坡元})$$

东方租赁公司向香港某银行借款2,000万港元,期限为120天,年利率为6%,则利息为:

$$20,000,000 \times 120 / 365 \times 6\% = 394,520.55 (\text{港元})$$

2. 固定利率和浮动利率

固定利率是指借款人和贷款人事先商定好利息率,规定在借款期间按此利率计算并支付利息。例如华阳租赁公司向中国银行借款200万美元,固定年利率为5%,期限为2年,每半年付息一次,到期归还全部本金,则每半年应付的固定利息为:

$$2,000,000 \times 5\% / 2 = 50,000 (\text{美元})$$

不管在此 2 年内市场上利率升高或降低,借款人只需按此固定利率支付利息,2 年所付利息总数为 20 万美元。

浮动利率是指借款人按照付息日的伦敦银行间同业拆放利率来计算并支付利息。例如,中国环球租赁有限公司向日本某银行借款 200 万美元,期限为 2 年,每半年按浮动利率计息并付息一次,到期归还全部本金。伦敦银行间同业拆放利率半年的美元利率第一期付息日时为 7.5%,第二期付息日时为 8%,第三期付息日时为 8.5%,第四、第五、第六期付息日时均为 9%,则全部利息为:

$$2,000,000 \times (7.5\% / 2 + 8\% / 2 + 8.5\% / 2 + 3 \times 9\% / 2) = 510,000 (\text{美元})$$

3. 伦敦银行同业间拆放利率

英国伦敦是世界三大国际金融市场之一。伦敦也是规模最大的欧洲美元市场,银行的商业贷款一般都以伦敦银行同业拆放利率为基础,根据贷款金额、期限、贷款人的资信地位,确定贷款利息。伦敦银行同业拆放利率市场始于 60 年代,英国的商人银行、海外银行、外国银行以及英国的票据交换银行先后参加了这个市场,用来平衡其每日的短期资金余缺头寸(position),现已成为国际金融市场的主要短期贷款利率。该同业拆放利率分为贷款利率和存款利率,两者之间差距很小,约为 0.25—0.5% 之间,存贷利差是贷款银行的利润收入。拆放期限有日拆,1 周,1 个月,3 个月,6 个月,1 年几种。一般是期限越短,利率相对越低;期限越长,利率相对越高。

4. 香港银行同业拆放利率和新加坡银行同业拆放利率

这两种利率,主要影响亚洲市场上银行利率水平。由于亚洲金融市场受欧洲货币市场的影响,HIBOR 和 SIBOR 的水平和变动多受 LIBOR 的影响和制约。

二、汇率问题

汇率是两个国家的货币之间的比价,在筹措国际资金时,汇率和利率一样会影响到借贷单位的盈亏。由于各国的货币制度不同,债权国常常不愿接受债务国用于还款的债务国本国货币,于是就出现了本国货币和外国货币之间的兑换问题,也就是汇率问题。由于货币的汇率经常大幅度地波动,因而会带来汇率风险即由于货币兑换率的波动而造成成本和收入变动的风险。汇率在长时期内的变动主要是由通货膨胀率、进出口需求、贸易限制和劳动生产率的变化所决定的,而汇率在短期内的变动主要是由两国间的利率和通货膨胀之差异所引起的,因为在国际上资金总是流向实际利率最高的国家去,即哪个国家的实际利率高,投资于该国证券的收益率高,资金就会流向这个国家。

一个国家的汇率高低可能在很大程度上影响该国的进出口商品和劳务的价格,从而会影响到人民的生活水平。例如,1995 年年初美元出现贬值现象,所有的进口商品都比过去贵了,在其它条件不变的情况下,美国人的消费水平就会下降,影响和决定汇率的主要因素有五个,包括:各国货币的实际购买力大小、出口需求的变化、进口需求的变化、国家对国际贸易的限制程度(如关税的高低,进出口数量限制的大小、取得许可证的难易程度等),以及一国的技术进步和劳动生产率的高低。

外汇市场异常敏感,租赁公司在外汇资金的运用上一定要谨慎从事,为了防止汇率波动的风险,可以考虑使用外汇期货交易来避险。简言之就是买进(卖出)与现货市场数目相当,但交易方向相反的期货合约,以期在未来某一时间通过卖出(买进)期货合约而补偿因现货市场价格变动所带来的实际价格风险。例如,上海外汇调剂中心已经开始试行外汇期货合约的交易业务,这无疑为国内租赁公司提供了一种方便的避免外汇风险的渠道。另外,租赁公司应尽量使资产和负债采用同一币种来计算,也可以避免因不同的汇率结算而带来的外汇风险。

第五节 融资风险管理

一、筹资风险和管理

筹资风险主要是指租赁公司所筹资金运用失败的可能性,即达不到预期效益和筹资成本增加的可能性,它是与投资风险相关的。筹资风险包括主权式筹资风险和债务式筹资风险。如果一家租赁公司属于合资企业,它所具有的风险即为主权式筹资风险。例如,中国国际租赁公司是由中国技术进出口总公司、辽宁省国际信托投资公司、大连市信托投资公司、日本日绵株式会社、英国标准渣打银行共同组建的,这是中方筹资者采用主权式筹资得到的资金,必须以出让一部分利润给日本和英国的出资人为条件。这种筹资方式的特点是筹集到的资金为租赁公司的永久资金,且使用方向不受限制,各方出资人共担风险亦共享利润。

发行股票也是一种主权式筹资。股份制是 1978 年中国自改革开放以来最重要的改革措施之一。到目前为止。上市公司有 305 家,在上海上市的有 172 家,在深圳上市的有 124 家,而到香港上市的也有 9 家。虽然发行股票是一种很有效的筹资方式,但由于股市历史较短,许多方面有待探索。中国的股市可能是目前世界上波动最为剧烈的市场。纽约和伦敦的股市基本上是受经济周期的影响,而大陆的股市却主要受政府行政性干预的影响,如国债的发行等等。要使大陆股市得到健康的发展,必须搞好市场基础和市场结构,如大陆的金融法规、监察及会计制度与国际标准衔接,以增加经济的透明度,从而减少股市的过度波动。

主权式筹资风险由各方出资人共同承担,相对来说比债务式筹资的风险要小。

债务式筹资是指筹资人以还本付息为条件而向出资人筹资的行为,如发行债券、提供商业信用、向银行等金融机构贷款等等。债务式筹资的特点是所筹到的资金多为短期或中期资金,需要按期归还本金和利息。资金的使用方向一般受到限制,但筹资手续相对简单。这种筹资方式比起主权式筹资方式来说风险要大一些。一般而言,所筹资金的偿还期越短,租赁公司偿付本息发生困难的可能性越大,风险也越大;反之,偿还期越长,租赁公司所面临还本付息的困难也相对小些,风险也就越小。因为还款期太短,租赁公司用此资金购买后所租

出去的设备使用时间也短,承租人产生足够效益的可能性也小,无法收回足够的租金,租赁公司也就不能归还金融机构的贷款。

筹资成本是租赁公司在筹资时所付出的代价,包括:使用资金所支付的费用,一般指利息、股息、债息和资金占用费等,是由于资金使用权和所有权相分离所造成的费用。筹资过程中的资金与人力耗费,是由于筹资中介机构的劳动消耗需要补偿的结果,如金融机构代理发行证券所支付的注册费和代办费,向银行借款的手续费,支付给担保机构的担保费,为贷款审批和项目正常实施所做的可行性研究的费用。特定条件下的机会成本是指若租赁公司未将资金用于其它可能获利的最高项目所发生的可能收益。比如,中国租赁公司从中国银行借了100万美元从国外引进设备并出租给武汉的一家企业,贷款期为5年,每年需还本息26万美元。如果中国租赁公司将此笔资金用于与国外某一银行共同组建一合资的租赁公司,预期每年可产生20万美元的利润,此时的20万美元即为机会成本。即租赁公司不光要考虑到每年要向中国银行还6万美元的利息(26万美元中有20万美元是本金),而且还要考虑到因为资金不能用于合资而每年损失的20万美元利润。

对于筹资风险的防范主要在于筹资方案的正确选择,即对筹资来源、筹资方式、筹资数量等作出适当的安排。租赁公司应对各种筹资方式及主要国际金融市场的情况了如指掌,尽可能采用筹资手续简单省时、筹资成本小、还款期较长的方式。外出筹资的同时要备有一部分自有资金,并计算出所需的剩余资金,筹资太多会造成成本过高,筹资太少又会使租赁公司资金不足,从而无法正常运转。筹到足够的资金后,下一步便是正确地运用资金。

二、投资风险和管理

租赁行业的投资风险主要有以下几种:一是用于出租的设备不适应科技发展的需要,无法租出去,即设备风险;二是设备虽然性能良好,但是由于承租企业没有高效的加以使用,无法产生足够的收益,从而付不起租金,造成租赁公司的亏损,即信用风险;三是由于租赁公司是通过上述的融资渠道筹措资金来进行租赁的,在无法按期从承租人手中收取适量租金的情况下还要考虑到其本身支付融资利息成本的风险,即利息风险;四是经营性租赁在设备停租后剩余价格的市场风险。第一种风险比较容易防范,只要租赁公司密切注意市场动向,一般不会购进过时的设备。而且现代融资租赁由承租人自行选择设备,出租人只负责融资购买,对设备的性能和质量等不负责任。租赁公司收不回租金是主要的风险。例如,中国企业长期拖欠中外合资租赁公司的租金已成了严重的问题。许多较大的日本和欧洲金融机构在80年代进入中国租赁市场,与中国的金融机构合资组建租赁公司,购买了大量的纺织工业用设备出租给有关企业,其中的一些企业至今尚未支付一分钱的租金。由于这些外国投资者在租赁公司股权中所占的比重较小,中方投资者所占的比重较大,因此这类租赁公司仍被当作当地机构处理,要回租金的可能性很有限。³¹家租赁公司就所欠收租金总数达到5—6亿美元这一不愉快的事情已上告到朱镕基处。

要防范这种风险的出现,首先要对承租企业进行严格审查,以确定将设备出租给效益良好且信用良好的承租人;其次是对采用租赁的项目进行把关,不光要考察承租人的信用,而

且要审查该项目的可行性;最后在租赁期中,出租人除了要帮助承租企业进行人员的技术培训外,还应在承租人发现问题时及时帮助解决,以免后患。

租赁设备到期时的残值风险也是一个值得注意的问题。例如,汽车的出租,租赁公司对用户所征收的租赁费是在扣除汽车残值的前提下计算出来的,因此,对汽车未来市场价值的估计非常重要。一辆在 1992 年租出去的福特公司所产的 TAURUS 轿车,福特当时估计两年以后车子的残值是 10,500 美元,如果那辆车在 1994 年时只值 9,500 美元,那么福特公司每辆车的损失为 1,000 美元,减去当时对每辆车预留的几百美元。这个损失看来并不大,但是如果汽车公司和租赁公司对于在 1997 年租期届满的几百万辆小车和卡车的残值高估了 5—7% 的话,那么他们就会产生 30 亿美元的补缺问题。

对租赁项目进行审查时承租企业所应提交的可行性研究大纲附后。

附录

可行性研究大纲

(一)总论

项目名称、项目地址、承租企业名称、性质、法定代表人。上级主管部门等。假如中国民航打算向美国奇异公司申请租赁 5 架波音大型客运飞机,则应写明此 5 架飞机将用于哪条航线、中国民航所在地、法定代表人由××经理担任等。

(二)可行性研究小组

完成可行性研究报告的咨询公司名称、组长、技术负责人、经济负责人、成员等。如可行性研究报告为中国国际信托投资公司国际咨询部完成。

(三)项目背景

项目建议书和批准文件,项目对国家、地区、行业和承租企业的潜在贡献。如租赁飞机项目已由国务院审批通过,飞机所用航线通航后将对中国的改革开放和经济发展起促进作用等。

(四)市场情况

国内外市场供需情况、销售预测和经销、销售收益和费用估算、进入国际市场的可能性。如国内外民航客运量和经济增长的关系,据估计目前中国民航客运量每年的增长率为 20% 左右。

(五)项目所需设备

设备名称、生产厂家、设备价格、规格、性能等。如飞机为波音公司制造而非国外组装而成,波音 747,价格为每架 1 亿美元。

(六)设备运营年限

设备折旧年限、折旧方式、残值回收等。如飞机折旧年限为 10 年,采用直线折旧法。

(七)项目效益分析

项目内部收益率、项目净现值(采用国家统一折现率计算)、项目回收期、初步归还租金

计划等。如项目回收期将为 5 年,但归还租金的年限初步定为 10 年。内部收益率是指项目在建设和生产服务年限内,各年净现金流量现值累计等于零时的折现率。而净现值是指项目在建设和生产服务年限内各年的净现金流量(现金流入减现金流出)按设定的折现率或基准收益率折现到基准年的所有现值之和。假设说国家规定的折现率为 12%,估算租赁飞机项目的内部收益率为 18%,而按规定折现率(12%)所计算出的净现值大于零,则此项目能通过国家规定的收益标准。

(八)该项目是否可行

可行性研究小组所提出的参考建议。

三、外汇风险管理

租赁公司的外汇风险是指其所有的外币资产和负债在未来外汇汇率变动中可能蒙受的损失。比如,近年来人民币汇率对外汇汇率变动很频繁,加之外汇留成制度的取消和人民币双重汇率并轨为单一汇率,造成了不少公司和企业的经济损失。一般来说,外汇风险包括:外汇结算风险、外汇评价风险和外汇预测风险等。外汇结算风险是在外汇交易过程中所发生的风险,即与签订外汇融资合同时的人民币对外汇汇率不一样,造成租赁公司对成本的估计和结算发生区别,从而带来损失。外汇评价风险是指租赁公司在进行会计处理和进行外币债权、债务结算时对于必须换算成人民币的各种外币计价项目进行评价所产生的风险,主要原因是租赁公司决算日的资产负债表和损益表因汇率的变动处于不稳定的状态。外汇预测风险则是租赁公司在预测外汇汇率变动过程中由于意料不到的汇率变动,造成外汇在未来一定时间内收益发生变化的潜在风险。

由于外汇市场上风云变幻莫测,对于外汇风险管理的方式也有多种多样。对于采用对汇资金的租赁公司来说,首先要采取一些避险措施,如尽量以软货币进口设备,进行加价或压价保值,尽量推迟付款,以远期外汇买卖转嫁外汇风险等。

第九章 租赁的法律问题

第一节 国外租赁立法概况

融资租赁业务,在国外还没有专门立法,但租赁合同的签订,要根据有关的法律条文来进行,并相应受到其约束。如“委托书”、“普通法”、“消费信贷法案”、“出租管理条例”等。这些法律条文在签订租赁合同时,是必须要遵循的。租赁合同的条文,在国外也有公认的准则,如租赁合同的有效性和非法性,签约双方的资格,租赁设备的所有权、分租与转租、期满与违约、违约强制偿付以及设备损坏造成人身事故的处理等等。

在美、英两国,租赁被看作委托的一种形式,即出租人是委托人,承租人是被委托人,租赁合同(或者叫契约)所体现的是委托的法律关系。他们又认为,租赁是一种物权担保的形式,因为就其实际内容而言,它与有条件销售协议相类似。租赁究竟应该是委托形式还是物权担保形式,涉及到对租赁概念外延的理解。

在英国,租赁协议只要依据一般合同法的原则制定,便具有法律效力,并没有专门的租赁立法。同时,不把租购视作租赁。

美国把租赁划分为真正的与非真正的租赁两大类,划分的标准是租赁资产的所有权最终是否转移。在这里,它不仅包括英国所理解的租赁,而且把英国所排除在租赁之外的租购也包括在租赁这一概念之中。

应该指出,租赁与租购所包含的内容是有区别的。租购包含有出售和委托销售两层意思。它是以承租人所租的设备为抵押,在付清设备价款和有关费用后,即取得了此项设备的所有权。为此,租购既是物权抵押的一种形式,也是委托的一种形式。而租赁与物权抵押无关,故两者不能等同。由于租赁与租购所包含的具体内容各异,因此,在美国它受立法的管辖也各异。租赁受委托法、普通法等一般法规所管辖,租购或非真实的租赁(即所有权转移的租赁)不但受委托法约束,而且也受买卖法的约束。这样划分,对处理租赁业务的法律问题具有重要影响。

第二节 我国法律对租赁的调整

一、租赁属于民法和经济合同法调整的范围

在我国,由于租赁业务刚刚兴起,还没有专门为租赁立法,但租赁属于民法和经济合同法调整的范围。我国民法通则第二条规定:“中华人民共和国民法通则调整平等主体的公民之间、法人之间、公民和法人之间的财产关系和人身关系。”这里所说的财产关系就是商品经济关系。财产关系的内容很广泛,不是所有的财产关系都是由民法调整的,民法只调整财产所有关系和财产流转关系,也就是商品生产、商品交换中体现当事人地位平等、贯彻等价有偿原则的那部分财产关系。调整主体之间横向经济关系,是民法的一个特点。有些财产关系,如税收、财政预算、拨款,属于纵向经济关系或行政管理关系,则不由民法调整,而分别由经济法和行政法调整。租赁是法人之间的一种财产使用和收益的关系,当事人地位平等,贯彻等价有偿的原则,是一种商品经济关系,因此,很明显租赁关系属于民法调整范围。其次,我国经济合同法是调整社会主义经济流转的法律规范体系,是我国社会主义经济法律的重要组成部分。在各种社会经济流转关系之中,除了买卖之外,最普遍的就是关于财产使用和收益的关系。在买卖关系中,当事人间所转移的是财产的所有权,在租赁这一财产使用关系中,当事人一方(出租人)将财产交与对方(承租人)使用,并通过契约的形式,规定承租人使用期限、应当交付的租金,并于期满后返还原物。因此,合同(契约)是当事人之间确定、变更、终止民事权利义务关系的意思表示一致的法律行为。而签订租赁合同的主体同为法人,都是为了实现一定的经济目的,所以租赁双方一旦签约,就要受到我国经济合同法的保护。

我国目前虽然没有“委托法”,但是已经形成了一种委托授权证明书制度,它是明确法人代表、经办人和代理人身份、授权范围及其行为能力的一项法律制度。

二、租赁应遵循的法律原则

租赁活动既然属于民法调整范围,那末租赁活动应遵循哪些原则呢?

(1)当事人在租赁活动中,地位平等。这就是说,在租赁活动中,不论是公民还是法人,大企业或小企业,地位都是平等的,应当在平等的基础上相互协商,取得一致意见。

(2)租赁活动应当遵循自愿、公平、等价有偿、诚实信用的原则。因为民法是调整商品经济关系的基本法,比如在租赁关系中,双方都是民事主体,都是为了了一定的目的参加经济活动的,因此,双方都有权充分表达自己的意愿,在自愿、公平、等价有偿的基础上进行协商,而且要自觉履行义务,不允许互相欺诈或者强迫对方做出显失公平的交易。

(3)租赁当事人的合法的权益受法律保护。任何组织和个人不得侵犯。租赁当事人的权益如果受到侵犯,受损害的一方可以依法通过诉讼程序,请求人民法院加以保护。

(4)租赁活动必须遵守法律和国家政策,尊重社会公德。民法通则第六条和第七条规定,民事活动必须遵守法律,没有法律规定的,应当遵守政策。同时民事活动应当尊重社会公德,不得损害社会公共利益,破坏国家经济计划,扰乱社会经济秩序。租赁活动属于民事活动的范畴,也应如此。

明确以上四条原则具有十分重要的意义。因为租赁活动是一项十分复杂的商品交易活动,涉及面广,形成多边的交易关系。因此,只有遵循上述原则,才能有效地达到预期目的,保护当事人的合法权益。

三、租赁法律关系的主体、内容、客体

民事法律关系是人们依据法律规范而形成的具有各种权利和义务的关系。任何一项民事法律关系都包含着主体、内容、客体三个不可分割的要素。租赁关系是一种民事法律关系,因此,租赁所形成的法律关系中,同样包含着主体、内容、客体三个要素。

民事法律关系的主体就是依据法律规定享受民事权利和承担民事义务的人(公民或法人)。任何民事法律关系中,当事人的地位都是平等的。国家在参加民事活动的时候也是主体。在租赁法律关系的主体是租赁双方当事人。在企业租赁经营中,代表国家签订租赁经营合同的主管机关,也是民事主体。

民事法律关系的内容是存在于主体之间的由法律确认并保证实施的民主权利和义务。在租赁关系中体现民事法律关系的内容就是在租赁合同中,租赁双方当事人所确认共同遵守的条款,条款中明确规定了双方的权利和义务。

民事法律关系的客体是在民事法律关系中权利与义务所共同指向的对象(可以是物、行为和智力成果),在租赁关系中就是租赁物件。

第三节 租赁合同的法律特征及保障

一、租赁合同的法律特征

我国《经济合同法》中将租赁合同称为“财产租赁合同”。财产租赁合同是指出租人将财产提供给承租人使用,承租人向出租人交付约定的租金,并在租赁关系终止后将租赁物返还

给出租人的合同。租赁合同具有以下法律特征:

(1)财产租赁合同的标的物,只能是特定物,而不能是种类物。因为在租赁关系终止后,承租人必须把原租赁标的物返还给出租人,返还的是原物,而不是相同品质的其它物。这是租赁合同不同于借款合同、买卖合同的主要区别。因此,租赁合同的标的物,以有体物为限(包括动产和不动产)。在资本主义国家,不动产包括土地和房屋,二者都可作为租赁的标的物。我国的情况有所不同,我国宪法规定“任何组织或者个人不得侵占、买卖、出租或者以其他形式非法转让土地”(第十条第四款),所以土地在我国暂时还不能作为租赁合同的标的物。

(2)租赁合同是财产的使用合同。在社会经济活动中,最广泛、最大量的是商品买卖,商品买卖是一种财产转让关系,在买卖关系中,转移的是财产的所有权。租赁与买卖不同,当事人之间所转移的不是所有权,只是所有权能的一部分,即使用权。因此,租赁合同是一种关于财产的使用合同。在租赁合同中,出租人只是将财产的使用权在该租赁合同存续期内让与承租人,承租人只取得该租赁物的使用权,所有权仍归出租人。因此,在租赁关系终止后,承租人应将租赁的财产返还给出租人。可见,租赁合同与买卖合同的区别在于:买卖合同是以转移标的物所有权为基本特征的,而租赁合同的标的物的所有权在合同终止前并不转移,合同终止后可以转移,也可以不转移。

(3)租赁合同是双务而有偿的合同。合同双方都享有权利负有义务,而且权利与义务相互对应、相互关联。这主要表现在,出租人有将出租标的物提交给承租人使用的义务,承租人有使用该租赁标的物的权利;承租人有交付租金的义务,出租人则有收取租金的权利。

(4)财产租赁合同关系是一种债的关系,但也有某些物权关系的性质。一般来讲,财产租赁是一种债的关系,没有对抗第三人的效力。但现代各国民法,为保护承租人起见,大多赋予租赁权一种物权性质,即承认租赁权有对抗第三人的效力。我国经济合同法规定,“如果出租方将财产所有权转移第三方时,租赁合同对财产新的所有方继续有效”(第23条)。上述规定加强了承租人的地位,保护了承租人的利益。

二、租赁合同的公证

(1)租赁合同公证的必要性。公证是指公证机关根据当事人的申请,依照法定程序,对一定的法律行为及具有法律意义的文书和事实,证明其真实性和合法性的一种非诉讼活动。租赁合同的公证就是国家公证机关根据租赁当事人的申请,对签订的租赁合同的真实性、合法性、可行性给予法律审查、认可和证明。它是保障当事人合法权益的一项法律保证。

公证机关通过公证行为,可以起到保护租赁双方的合法权益、预防纠纷、减少诉讼的作用,以维护社会主义法制和社会主义商品经济的良好秩序,具体来说,有如下几点:

①可以保证租赁合同的合法及平等互利。租赁是一种商品经济关系,而商品经济关系的特点就是要遵循等价交换的原则。从实践来看,租赁双方往往是从各自的角度来考虑合

同条款,讨价还价,这就客观需要公证机关代表国家从法律的角度全面审查合同当事人的法人资格及合同本身的合法性、完备性、可行性,保障合同的合法、平等、互利性质。

②经过公证可以增强租赁合同的严肃性和当事人的责任感。租赁合同经过国家公证机关公证,就具有法律保障。如果不履行合同,就负违约责任。这样,双方就自然严肃对待,恪守信用,遵守合同,全面地履行合同。

③经过公证,租赁合同具有了强制执行的法律效力。公证有三种法律效力即证据效力、法律上的效力、强制执行效力。证据效力指公证文书在法律上的证明力,具有排除第三者争议的作用。法律上的效力指按照国家法律,法规的规定和当事人的约定,合同必须经过公证才生效。强制执行效力指当一方不履行合同、损害对方利益时,公证机关就会依法出具具有强制执行效力的公证文书,无需通过诉讼程序,直接向人民法院申请执行,责令履行合同义务。

(2)租赁合同公证的依据。公证行为是要有法律为依据的。《公约暂行条例》第二条明确规定:“公证是国家公证机关根据当事人的申请,依法证明法律行为、有法律意义的文书和事实的真实性。”租赁合同是出租人在一定时间内将财产出让给承租人使用,承租人支付租金的一种协议,这种协议表明一种法律关系。毫无疑问,租赁合同是国家公证机关依法证明法律行为有法律意义的依据。

(3)租赁合同公证的程序。租赁合同公证主要有下列程序:

对当事人来说:①申请。当事人必须亲自到公证处办理申请手续,填写申请书。②向公证处提供双方协商一致的合同初稿,向公证处提供具有民事主体资格的证明和有关证件。③接受公证机关的法律审查和询问。④按照规定,当事人应向公证机关交纳一定的公证费用。

对公证机关来说:①接受申请。②对当事人及合同进行审查。③协助当事人完善合同条款。④出具公证文书。若租赁合同得到公证部门确认,并出具公证文书,则赋予了合同的法律效力。

第四节 金融租赁欺诈犯罪与防范

一、金融租赁欺诈的含义

金融租赁的实质是出租人按承租人选定的质量、数量、规格等标准向承租方指定的供货方购买设备,然后再租给承租方使用,这不仅仅是一种金融性行为,而且法律性质也很突出,

后者和租赁合同的方式体现出来。

金融租赁欺诈通常指在金融租赁过程中,出租方或承租方故意违反租赁合同给对方造成损失的行为。此外,供货方也可能发生欺诈犯罪案件。

1. 出租方的欺诈行为

故意迟付贷款或违反购货合同造成租赁财产的延迟交付,承租方因此未能按时使用租赁设备而遭到不应有的损失,出租方有责任向承租方赔偿损失。

2. 承租方的欺诈行为

(1)违反租赁合同规定的保管义务,致使租赁财产严重损坏或损失。

(2)未经出租方同意,擅自拆卸、改装、抵押、转租、出售租赁财产以及其他侵害所有权的
行为。

(3)未按规定的日期、地点接受租赁财产,致使出租方额外支付保管、保养、仓储等费用。

(4)逾期交纳租金,或逃避交纳租金的行为,这种情况,出租方有权对承租人提出诉讼,采取经济或其他制裁手段追究其法律责任。

3. 供货方的欺诈行为

违反购货合同,对租赁财产延迟交付,未交付或交付与合同规定的质量、数量要求不符的行为。

二、金融租赁欺诈案例分析

某船舶运输公司是一家集体企业,原有运输能力 1.25 万多吨,担负着省内的航运的主要运输任务,有 123 只木质、水泥驳船,这些船只运输能力小,耗油多,修理费用大,公司连年亏损。

1993 年 10 月与某租赁公司签订租赁合同,合同规定,租赁公司向其租赁技术较先进的 200 匹马力拖轮两艘,200 吨以上的钢质驳船 32 艘,以促进企业将旧的木质、水泥驳船全部进行更新改造,从而提高企业经济效益,扭转亏损局面。合同规定交货日期为 1994 年 2 月,然而租赁方直到 94 年 5 月才交货,致使该运输公司错过春运高峰,造成损失 180 万元。

经调查,出租方(租赁公司)趁股市上升行情,将本应用于为承租方(船舶公司)购买设备的资金投入股市,导致出租方没有按照合同规定及时提供租赁设备,该种行为属欺诈行为。

三、我国金融租赁欺诈犯罪的防范

为了进一步推动我国金融租赁业的发展,使金融租赁能够更好地为我国社会主义经济建设服务,在当前治理整顿、深化改革中,国家应采取一些有效的措施及其他的一些制度、规定,对金融租赁业予以积极的鼓励和扶植,并加强计划的指导与管理,为金融租赁的发展提供一个良好的外部环境和内部条件。

1. 加强对金融租赁业的统一管理

从目前世界各国租赁业的发展现状及我国租赁业的发展状况看,我们认为,在当前的治理整顿中,有必要加强和完善对我国租赁业的计划指导与宏观管理,克服目前存在的各自为政状况。

(1)尽快设立一个全国性的租赁业务领导部门,全面制订我国租赁业的发展战略和长期规划,贯彻执行国家在不同时期对租赁业发展的方针政策,协调全国各租赁机构的业务工作,并根据国家当前固定资产投资规模和企业技术改造计划,通盘考虑用租赁方式引进外资和利用国内设备进行设备投资及企业技术改造的工作。

(2)把对租赁机构的监督管理权集中于人民银行。由人民银行统一制订租赁的各种法规制度,规定设置租赁机构的审批权限和审批制度、管理监督各租赁机构的业务范围,以克服目前各部门、各地区多头监督管理租赁机构的混乱状况。

(3)国家应把租赁业务纳入计划指导和宏观管理的范围,把租赁业务与引进外资,发挥国内设备潜力,改造现有企业的技术设备落后状况联系起来,通盘考虑,以加强国家对租赁业的间接管理。

2. 健全租赁法规制度

国外发达国家的租赁业是在各种立法制度比较发达的条件下发展起来的,虽然许多国家并没有专门的租赁法,但是,通过民法和商法,以及其他方面的立法,基本上能够覆盖租赁业务的法律范围。而我国的租赁业则是在各种法规制度不健全的基础上发展起来的,从目前的状况看,由于有关租赁的各种法律规定和制度的不健全,租赁双方关系人的权利和义务缺乏应有的法律保障,已严重地影响到了我国租赁业的正常发展。因此,为了尽快完善我国租赁业的立法工作,以保证租赁业的正常发展,国家应把租赁立法列入议事日程,争取早日颁布租赁管理的条例和细则,从目前的情况看,可先组织有关部门搞一个租赁管理暂行条例,以扭转当前租赁业务无法可依的局面,然后再在《条例》实施的基础上,研究制订我国的租赁法。

3. 加强金融租赁业的自身建设

加强租赁业的自身建设,不断地提高其业务经营能力:

(1)对不符合经营条件,或经营管理混乱的租赁公司,在妥善处理债权债务关系善后工作的基础上,应坚决撤销或并入其他经营管理较好的租赁公司。

(2)建立健全租赁公司的内部经营机制,建立租赁风险准备金制度。

(3)加强租赁人才的培养,不断提高租赁机构工作人员的业务素质。

4. 规范金融租赁合同

金融租赁合同必须做到:明确、详实,有关日期、租赁财产的数量、规格,质量等条款必须完备清晰,使各方无漏洞可钻,购货合同也应如此。以此可以减少甚至杜绝任何一方企图从合同本身做文章以达到欺诈的目的。

最后,确保出租方、承租方及供货方都是具备一定经济实力且信誉良好的公司和企业。

也是防范金融租赁欺诈犯罪的重要方面。

第十一篇

股票投资

第一章 股票基础

股票的产生已有近 400 年的历史,股票从它诞生那一天起就充满了魅力。股票投机一天都没有停止过,从最早的“南海泡沫”开始,许多人因为投机而一夜暴富,也有的人因此而一贫如洗,中国的股市起源于近代,茅盾在他的小说《子夜》中曾对股市的波澜作过令人难忘的描述。改革开放后,股票又出现在人们生活中,飞乐股票进了美国的历史博物馆。据统计,我国股民已达 2000 万人左右,每天,上证综指和深圳成份指数的升降都牵动着亿万人的心。要详细了解股票,先得从了解股份公司开始。

第一节 股份公司

一、公司的四种形式

公司,是指依法定程序设立,以营利为目的的社团法人。公司有四大特征:①公司必须是以营利为目的的经济组织。②公司是具有法人资格的经济组织。③公司是由两个以上股东共同出资经营的经济组织。④公司是依照法律进行登记注册的经济组织。公司一般有四种形式:

1. 无限责任公司

无限责任公司,是指由两个以上的股东组成对公司债务负连带无限责任的公司,其特点是:

(1)无限公司必须由两个以上的股东所组成,股东人数至少二人或二人以上,但也不像有限公司或股份有限公司那么多。两个以上的股东是指自然人。一个无限公司不能成为另一个无限公司的股东;否则,前一无限公司的无限责任股东要对后一无限公司的债务承担责任,这与一个人不能同时成为两个无限公司股东的原则相矛盾。有限责任公司也不能成为无限公司的股东,否则,有限责任公司所承担的财产责任就无法得到保证。

(2) 股东对公司债务负连带无限清偿责任,这是无限公司与其他公司最根本的不同点。所有股东均负无限责任。无限责任股东对公司债务的责任,既不能以他的出资额为限,也不能以其特定财产为限,股东的任何财产(破产时法律规定不用来偿债的个人财产除外)都可以用以偿债。

2. 有限责任公司

有限责任公司,是指由法律规定的一定人数的股东所组织,股东以其出资额为限对公司债务负有限责任的公司,其特点是:

(1) 有限公司的股东,仅就其出资额为限对公司负责,对公司的债权人不负直接责任。

(2) 有限公司的股东人数,一般都是最高人数的限制,如我国的《公司法》中规定有限公司的股东为 2—50 人。

(3) 有限公司不能公开募集股份,不能发行股票,有限公司的股东虽然也有各自的份额以及股份的权利证书,但它称为股单,它只是一种权利证书,不能买卖,而股票是一种有价证券,可以在证券市场买卖。

(4) 有限公司股东出资的转让也有严格的限制。股东出资的转让应由公司批准,并在公司登记。有限公司的股东人数有限,因此其经营状况不涉及社会上其他公众利益,其经营状况也没必要公开,这些都是其非公开性的表现。

(5) 有限公司的设立程序要比股份有限公司简便得多,只有发起设立,而无募集设立。有限公司的成立,可以由一个或几个人发起,股东的出资金额在公司成立时必须缴足。有限公司的组织也比较简单,可以由一个或几个董事管理,股东会的召集和决议方法也比较简便易行。

3. 两合公司

两合公司,是指由一人或一人以上的无限责任股东与一人或一人以上的有限责任股东所组成,其无限责任股东对公司债务负连带无限责任,有限责任股东对公司债务负连带无限责任,有限责任股东对公司债务以其出资额为限负责的公司。其特点是:

(1) 两合公司必须由无限责任股东和有限责任股东组成,其中每种股东至少须有一人,如只剩一种股东,两合公司即告解散或变更为另一种公司。

(2) 两合公司兼有无限公司和有限公司的特点,但以无限公司的特点为主。在法律的规定上,除对有限责任股东的特别规定外,大都适用无限公司的规定。

4. 股份有限公司

股份有限公司是真正意义上的股份公司。目前,中国经济生活中的股份公司就是这种公司。股份有限公司,是指把全部资本划分为等额股份,发行代表股份的有价证券——股票。股票是可以自由转让的一种公司形式。它是现代经济中最具代表性,采用最广泛的企业组织形式,在中国正呈方兴未艾之势,1996 年底,全国股份制企业已达 6000 余家。

二、股份有限公司的特征

股份有限公司,又简称为股份公司,是指由一定人数以上的股东所设立的,全部资本分

为均等的股份,其成员以其认购的股份金额为限对公司承担财产责任的公司。股份有限公司具有以下基本特征:

(1)股份有限公司的股东必须达到法定人数,我国《公司法》规定须 5 人以上。股东可以是自然人,也可以是法人。

(2)股份有限公司的总资本是由若干等额股份所组成的。股份有限公司可以通过向社会发行股票而筹集资本,人们可以通过认购股票而取得相应的股权。股东不能要求退股,但可以通过证券市场而让渡股份。

(3)股份有限公司必须向公众公开披露财务状况。为了保护投资者的利益,公司法规定,股份有限公司必须在每个会计年度终了时公布公司的年度报告,其中包括董事会的年度报告,公司损益表和资产负债表。

股份有限公司较之其他公司和企业形式有着独特的优越之处,因而对社会经济发展起了重要作用,主要表现在:

(1)股份有限公司是筹集大规模资本的有效的组织形式,为广大公众提供了简便灵活的投资工具,为企业提供了筹资渠道,使某些需要巨额资本的产业企业得以建立。

(2)股份有限公司有利于分散投资的风险,特别是在企业规模很大,风险也很大的条件下,它可以使每个投资者承担较小的风险。

(3)股份有限公司有利于资本产权的社会化和公众化,把企业的经营置于社会的监督之下。

正是由于股份有限公司具有以上的优点,使它成为现代市场经济中大型企业的主要组织形式。但是它也有自身的缺点:

(1)股份有限公司作为公众公司,开设和歇业的法定程序较为复杂。

(2)其所有与控制的分离程度高,使出资者与经理人员之间产生复杂的委托—代理关系,代理成本可能很高。

(3)公司经营情况必须向公众披露,难于保守营业秘密。

三、股份有限公司的组织机构

股份有限公司的组织机构由股东大会、董事会、经理和监事会四部分组成。

1. 股东大会

股份有限公司由股东组成股东大会。股东大会是公司的权力机构,一般分为年例会和临时会议两种。股东大会年例会,是指公司一年一次必须召开的股东大会,一般由董事会组织召开,其内容主要是:①审议和批准公司年度报告、资产负债表、损益表和其他会计报表。②修改公司章程。③决定公司的合并或解散。④审议和批准董事会关于增减公司资本的建议。⑤选举和更换公司董事、监事。⑥审议和批准董事会提出的股利分配方案。

临时股东大会,是指两次年会之间不定期召开的股东会议,其召开须满足下列情况之一:①董事人数不足法定人数或公司章程规定人数的 $\frac{2}{3}$ 时。②公司未弥补的亏损达到股本总额的 $\frac{1}{3}$ 时。③持有公司股份 10% 以上的股东请求时。④董事会认为必要时。⑤监

事会提议召开时。临时股东大会一般用来讨论决定公司的重大决策问题。

召开股东大会,应将会议审议事项于会议召开 30 日以前通知各股东。临时股东大会不得对通知中未列明事项作出决议。

2. 董事会

董事会,是指公司最高决策和领导机构,是公司的法定代表。董事会由股东大会选出,代表全体股东的利益。负责制定或审定公司的战略性决策并检查其执行情况。董事会的董事可以是自然人,也可以是法人,其中,法人董事必须指定一名有行为能力且合法的自然人作为代理人。

董事会的主要职责是:①制定公司的经营目标、重大方针和管理原则。②挑选、委托和监督经理人员,并掌握经理人员的报酬与奖惩。③协调公司与股东、管理部门与股东之间的关系。④提出盈利分配方案供股东大会审议。

3. 经理

股份有限公司设经理,由董事会聘任或者解聘。经理对董事会负责,可列席董事会会议,其主要职责为:①主持公司的生产经营管理工作,组织实施董事会决议。②组织实施公司年度经营计划和投资方案。③拟定公司内部管理机构设置方案。④拟定公司的管理制度和制定公司的具体规章。⑤提请聘任或解聘公司副经理,财务负责人。⑥聘任或解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员。⑦公司章程和董事会授予的其他职权。

4. 监事会

监事会,是指监督检查公司财务和董事会业务执行情况,以及董事、经理人员行为的常设机构,它由股东代表和适当比例的公司职工代表组成,董事、经理人员和财务负责人不能兼任监事,监事可列席董事会会议。

监事会的取权包括:①检查公司的财务。②对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督。③当董事和经理的行为损害公司的利益时,要求董事和经理予以纠正。④提议召开临时股东大会。⑤公司章程规定的其他职权。

四、股份有限公司的设立

股份有限公司的设立,是指创办股份有限公司并使其取得法人资格的一系列法律行为和活动的总称。

1. 公司的发起

发起筹备股份有限公司,必须先有若干合法的发起人,他们可以是自然人,也可以是法人。发起人就是公司的创办人,发起人首先要制定公司章程;同时,还要筹措资金,承担设立费用及认购应购股份的责任。

发起人作为公司的创办人享有因发起而带来的创业利润等好处,在公司成立后也享有其他权益,如公司发行新股时的优先认股权等。如果在公司筹建过程因过失或违法行为造成对他人的损害,发起人也必须承担连带赔偿责任。

2. 公司的设立

股份有限公司的设立,可以采取两种方式。

(1)发起设立,是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立的公司。采取发起设立方式,发起人必须一次认足公司第一次发行的全部股份,并在规定的时间内按股缴足股金。如以资产或实物折股,则须进行价值评估,合理作价。然后由发起人共同选举出董事,组成公司机构。

(2)募集设立,是指由发起人认购公司应发行股份的一部分,其余部分向社会公开募集而设立的公司。采取募集设立方式首先应由发起人认购首次发行股份总额的一部分,并依法规定不能少于股份总数的一定比例,中国规定 35%,然后由发起人向社会公开募集其余股份。在募集完成后,就要召开由认股者参加的创立大会,通过公司章程,选举公司董事,成立董事会,并由董事会向政府主管部门注册登记,办理开业手续。

不论采取哪种方式,在公司董事会成立,并经政府有关部门登记核准后,公司就可以完成设立,正式开业了。

第二节 股票及其性质和特征

一、股票的概念

股票是一种有价证券,它是股份有限公司发给股东用以证明股东所持股份,并据此获得股息和红利的一种凭证。股份公司的股票持有人是公司的股东,股东投入的认购资本是股本。对股份公司来说股票是筹资工具,而对资金所有者来说股票是一种投资工具。

股票作为一种凭证,它的制作必须依法进行。股票的正面应载明下列主要事项:

- (1)公司名称。
- (2)公司登记成立的日期。
- (3)股票种类、票面金额及代表的股份数。
- (4)股票发行日期和股票的编号。
- (5)其他。

股票背面印有一张表格,表格内有些栏目可供转让股票时签名、盖章、注明有关事项等。此外,在股票的背面还有发行公司的若干说明等。

二、股票的性质

股票具有以下几个基本性质:

- (1)股票是证权证券。证权证券,是指证券所代表的权利原已存在,证券只是起一种权

利证书的作用。股票的发行是以股份的存在为前提的,它的作用是证明股东的权利,而不是创造股东的权利,即使股票发生遗失、损毁等,股票所代表的权利也并不因此消失,股东可依法定程度要求股份公司补发新股票。

(2)股票是要式证券。股票应记载一定事项,内容应真实、全面,其制作和发行必须经证券管理机关的审核和批准,任何个人或团体,不得擅自印制发行股票。

(3)股票是一种权益证券。股票的持有人即股东享有多种权利,包括参加股东大会、投票表决,获取股息红利,参加公司剩余财产分配等。

(4)股票是有价证券。它与其所代表的股东权利密不可分。在其流通转让上,转让股票即是转移股东权利,不能只转让股票而保留股东权利。

三、股票的特征

股票主要有以下四个特征:

(1)变现性。股票可以随时流通转让,通过市场交易变现,这样转让股票者脱离股东地位,而购买者成为新股东。股票的变现性,既保持了投资灵活性,吸引投资,又维护了公司资本的完整性。

(2)风险性。股票具有不返还性,投资者购买股票后便不能要求退股收回本金。股票投资者的收益一方面来源于股份公司分派的股息红利,其多少完全取决于公司的盈利状况,如果公司亏损还要承担责任;另一方面则来源于股票市场的交易价差,而股票价格是千变万化的,因此,股票具有很大的风险性。

(3)价格与票面价值的不一致性。股票既然可以流通转让,那它就同商品一样具有价格。股票价格除受公司经营状况影响外,还受政治、经济等许多因素影响。因此,股票价格处在不断的变化中,常背离其票面价值,这也正为投机者提供了活动条件。

(4)虚拟资本性。股票是虚拟资本,本身没有价值。股票具有两重性:一方面股票所代表的真实资本在股份公司中运动着;另一方面股票从真实资本中分离出来成为虚拟资本进行流通。

第三节 股票的种类

一、普通股和优先股

这是按照股东承担的风险和享有权益的大小而进行的股票种类划分。

普通股是股息随公司盈利变动的股票,是股份有限公司最先发行的基本股份。普通股

股东在公司中享有表决权,可以对公司经营管理的重大问题进行表决,但其股息必须在支付了公司债息和优先股股息后才能分配,具有不确定性。在公司因破产或停业进行清算时,普通股股东只能就公司清偿债务、优先股本息后的剩余资产进行分配。

优先股与普通股相对,可以在普通股之前优先得到股息,但其股息往往是固定的。当公司因破产或停业而清算时,优先股可按票面价值比普通股优先分配公司的剩余资产。但是优先股股东不享有投票表决权,不能参与公司的经营决策;同时,由于其股息率事先确定,优先股股东无法享受公司利润增加带来的收益。

优先股本身又有着复杂的形式,具体可划分为:①累积优先股与非累积优先股。②参加优先股与非参加优先股。③可转换优先股与不可转换优先股等,目前鉴于广大投资者在市场中还不需要这方面的知识,这里不再多用篇幅。

二、记名股票与无记名股票

这是按照股票有无记名为标准进行划分的。记名股票是股票上载有股东姓名,并记入公司股东名册上的股票。记名股票若转让,需将受让人姓名及住所记载于股票票面和公司股东名册上,否则转让无效。

无记名股票是不需要记载股东姓名的股票,凡持有此种股票者,即为公司股东。这种股票仅凭所附息票取股息,可自由转让。目前,中国发行的股票是记名式普通股票。

三、面值股票与无面值股票

这是以股票有无票面金额而划分的。面值股票,是指股票票面上记载有每股金额的股票,票面额为公司资本的基本单位。目前,中国发行的股票都是有面值股票。

无面值股票又称比例股,其票面上不注明金额,而仅说明占公司总资产的一定比例。由于公司资产不断变动,股票的实际价值也随之变动。

四、国家股、法人股和个人股

这是以股票的持有主体为标准进行的划分。

国家股,是指国家投资或国有资产经过评估并经国有资产管理部门确认的国有资产折成的股份,国家股的股权所有者是国家。中国国家股的构成,主要包括三个部分:①国有企业由国家计划投资所形成的固定资产,国拨流动资金和各项专用拨款。②各级政府的财政部门,经济主管部门对企业投资所形成的股份。③原有行政性公司的资金所形成的企业固定资产。

法人股,是指企业法人以其依法可支配的资产向股份公司投资所形成的股票,或者具有法人资格的事业单位或社会团体以国家允许用于经营的资产向股份公司投资所形成的股票,前者称为企业法人股,后者称为非企业法人股。

个人股,是指公民个人以其合法财产向股份公司投资所形成的股票,一般为记名有面值普通股。中国法律规定,一个自然人所持股份不能超过公司发行在外的普通股的 5%。

此外,还有外资股,又称 B 股,是外国和港澳台地区投资者以购买人民币特种股票的形式向股份公司投资形成的股份。它以人民币标明股票面额,以美元或港币认购和交易。

五、其他分类

以上是几种股票的分类方法,此外还有一种针对普通股,以发行公司的业绩和态势、股票的收益和风险为依据的分类方法,如蓝筹股、成长股、周期股、防守性股及投机性股等。

第二章 股票的发行与交易

第一节 股票的发行

股票的发行是股票市场运行的开始,也是投资者进入股票市场前应了解的一个重要内容。

一、股票发行的条件

股票直接关系着公众利益,为了保障投资人的利益,世界各国对股份公司发行股票都是有限制的,只有当公司符合一定条件时,才允许发行股票,如中国 1993 年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》中就对此进行了规定:

- (1) 申请发行股票的公司须是采用募集设立方式设立的股份有限公司。
- (2) 公司的生产经营符合国家的产业政策,现阶段主要指能源、交通、通讯等国家急需发展的产业。
- (3) 发行的普通股仅限一种,同股同权。
- (4) 发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的 35%,票面金额不少于人民币 3000 万元,国家另有规定除外。
- (5) 向社会公众发行的部分不少于公司拟发行股本总额的 25%,其中公司职工认购的股本数额不得超过拟向社会公众发行的股本总额的 10%。
- (6) 发起人在近 3 年内没有重大违法行为。
- (7) 国务院证券委员会规定的其他条件。

二、股票发行的程序

中国每年公开发行股票的规模是由证券委与计委联合确定的,然后按照各省市的需要

和要求分配下去,各省市按照国家产业政策的规定,充分体现择优扶持和限制过热部门发展的原则,选择适合的企业作为股份制改革的重点,批准这些企业公开发行一定规模的股票。目前,中国股票发行方式大致分为两种:内部发行与公开发行;直接发行与委托发行。下面就以与投资者联系紧密的公开委托发行方式为例说明股票发行的程序:

(1)企业申请发行股票应准备好下列文件:①企业营业执照副本。②企业章程。③招股章程。④可行性分析报告。⑤经会计师事务所签证的最近3年和上一季度的财务报表。⑥发起人认购全部股份35%以上的验资证明。

(2)填写证监会发给的“股票发行申报书”,包括两个部分:①发行说明书。②企业的详细报表和统计资料。

(3)向证券商提出办理委托发行股票的申请,并签订委托合同,对委托事项、各自的权利与义务及经济责任作出明确规定。

(4)印制认购书和股款临时收据,公告认股办法和收款的日子、地点。

(5)缴款、收款结束后,筹备召开股东大会,选举董事、监事;召开董事会选举董事长、副董事长及常务董事。同时,进行股票设计,并将法人代表签章列入股票。

(6)股票经证监会审定盖章后交印刷厂印制,印好后由企业盖齐公章和法人代表私章后,再公告临时收据换取正式股票。

三、股票发行价格

股票发行价格,是指股份有限公司在募集公司股份资本或增资发行新股时,公开将股票出售中给投资者所采用的价格。根据发行价格与股票面值的关系,股票发行价格可分为以下几种:

(1)平价发行,即股票的发行价格与股票面额相等,又称等价发行。这种价格一般适用于公司股票的首次发行,其不足之处是公司得不到溢价的好处。

(2)市价发行,即股票的发行价格以股票市场的即时价格水平为基准加以确定。这种价格能够使公司获得相当一部分溢价增资收益,目前已成为中国新股发行的一种主要定价方式。

(3)中间价发行,是指股票的发行价格在股票的面值和市场价格之间确定,通常使用于公司的面向原股东的增资配股。

(4)折价发行,是指股票发行公司与股票承销商之间经过协议,将股票按面额打折扣后发行,其折扣率高低取决于公司的业绩和承销商的能力及市场状况。目前,中国不允许这种定价方式。

四、股票的发售方式

目前,中国股份制企业发行股票的方式是将股票委托一家或几家股票承销机构代理发行或承购包销,具体发售方式分为以下三种:

(1)助销,是指筹资人与承销商签订合同,约定如不能将股票全部售出,剩余部分由承销商买进,以保证发行总额的完成。在这种方式下,承销商承担了部分发行风险,但收取的手续费较多,发行公司虽需付出较高的费用,但风险小,筹资金额有保证。这种方式在中国运用较多。

(2)代销,是指股票发行公司自己承担股票发行风险,只是将股票公开发行委托承销商办理,承销商只是作为代理机构,并承诺尽可能多地以委托价格销售股票。到约定时,承销商将所收资金和剩余股票全部交还股票发行公司。在这种方式中,承销商不承担任何风险,但所收取的手续费比助销方式低。

(3)包销,是指承销商先以自己的名义买下全部拟发行的股票,再于适当的时候将所购股票全部转售给公众。承销商一般以略低的价格从发行者手中买进股票,然后再以较高的价格向投资者售出,二者之间的价差构成承销商的收入,减去发行费用后即为包销利益。股票发行公司可以及时得到资金,不承担风险,但也无法获得可能出现的溢价收益。

五、投资者认购股票的方式

中国由于对股票发行的规模控制和成熟股市的强投机,使得投资原始新股的风险几乎为零,“买新必赚”的新股神话经久不衰,认购新股成为投资者趋之若鹜的一件事情。在新股认购方式上也经历了几番发展变化,主要有以下几种方式:

(1)无限量发行申请表,公开摇号抽签,中签者按规定认购一定数量的股份。

(2)与银行储蓄存款挂钩,存入一定金额可得一存单,然后对存单号码进行摇号抽签,中签者可认购一定数量的股票。

(3)全额预缴款,比例配售,余款即退或转存。

(4)上网竞价发行。

(5)上网定价发行,按比例配售或摇号抽签。

第二节 股票的交易

一、股票交易市场

股票交易市场,又称流通市场、二级市场,是指进行股票交易的场所。由于股票交易市场的存在,使股票持有者可随时出售其持有的股票,获得货币资金;拥有资金的人可随时购入股票,充分利用其货币资金。

股票交易市场和发行市场共同构成股票市场,它们是相辅相成、相互依存的有机整体。

发行市场是交易市场的前提,没有发行市场就不可能有交易市场;同时,交易市场是发行市场重要保证,没有交易市场,人们就不能灵活地运用自己的资金,人们就不会愿意持有股票,最终阻碍股票的发行。因此,健全的交易市场是发行市场得以发展的保证。

二、股票的上市

股票的上市,是指股票发行公司在股票发行后,申请将股票在证券交易所公开挂牌买卖。

(1)上市的条件。为了保护投资者利益,证券管理机关和交易所对申请上市的股票要进行严格审查,申请上市的股票只有符合规定的条件,才能被批准在交易所挂牌交易。具体条件是:①股票经国务院证券管理部门批准已向社会公开发行人。②公司股本总额不少于人民币 5000 万元。③开业时间在 3 年以上,最近 3 年连续盈利。④持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 1000 人,向社会公开发行的股份达公司股份总数为 25% 以上;公司股本总额超过人民币 4 亿元的,其向社会公开发行股份的比例为 15% 以上。⑤公司在最近三年内无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载。⑥国务院规定的其他条件。

(2)上市股票的暂停上市和终止上市。已上市的股票并非一劳永逸,证券管理机关和证券交易所还要进行定期复查,当上市公司有下列情况之一时,将暂停其股票上市:①公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件。②公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载。③公司有重大违法行为。④公司最近 3 年连续亏损。

上市公司有上面所列②③项情形之一经查实后果严重的,或者①④项情形之一,在限期内未消除,不具备上市条件的,将终止其股票上市。

三、股票交易的成交原则

股票交易的成交,是指卖方同意卖出股票,买方同意买入股票。它是股票交易的核心步骤。股票交易的成交是以竞争原则进行的,成交竞争原则的核心是价格优先、时间优先和数量优先,这即是股票交易的成交原则。

(1)价格优先,是指买进时较高价格的申报优先满足,卖出时较低价格的申报优先满足。

(2)时间优先,是指当存在多个价格相同的申报时,申报时间在前者优先。

(3)数量优先,是指在交易申报价格相同而且申报时间相同的情况下,申报交易数量较大者优先于申报交易数量较小者。

四、股票交易的竞价方式

在证券交易所交易中,申报买进价和卖出价是成交的中心环节。传统的竞价方式有口头唱报和板牌报价两种,现代社会主要以电脑竞价进行撮合配对。目前,中国上海和深圳两家证券交易所均采用的是电脑撮合竞价。电脑撮合竞价分为集合竞价和连续竞价两种方

式。

(1)集合竞价,是指在某一规定的时间内,由投资者自由进行买卖申报后,由电脑交易系统按照“三优先”原则进行排序,并在此基础上寻找一个基准价格,它同时满足三个条件:①成交量最大。②高于基准价格的买入申报和低于基准价格的卖出申报全部满足。③与基准价格相同的买卖双方中有一方申报全部满足。这个基准价格被确定为成交价格,市场上每天的开盘价就是采用集合竞价方式产生的。

(2)连续竞价,是指对申报的每笔买卖委托,由电脑交易系统按照“三优先”原则进行排序,然后按照下面两种情况分别产生不同的成交价格:①买入申报价格 $\geq$ 市场即时揭示的最低卖出申报价格时,成交价格为即时揭示的最低卖出申报价格。②卖出申报价格 $\leq$ 市场即时揭示的最高买入申报价格时,成交价格为即时揭示的最高买入申报价格。

五、股票交易的单位和时间

证券交易所对场内股票交易有具体的规模要求,一般把买卖股票的最低成交数量叫做交易单位,只有达到交易单位或其整数倍才能进行交易。上海和深圳两个证券交易所均以100股为一个交易单位,简称为“一手”。

交易时间,是指证券交易所开市进行股票买卖的营业时间。上海和深圳两个证券所对开市时间的规定是:每周一至周五开市,每日分前市、后市两部分,前市为9:00—11:30,其中9:00—9:25为集合竞价时间,后市为下午1:00—3:00。法定节假日不开市。

六、股票交易的费用

股票交易本身也是有成本的,又称股票交易的费用,一般由四部分构成:

(1)异地费,是指异地买卖股票须缴纳的长途专线费用,一般规定为5元。

(2)佣金,是指证券商和证券交易所在交易过程中提供各种劳务而收的手续费,按照股票成交金额的3.5‰缴纳。

(3)印花税,是指在股票成交完成后,按成交金额的3‰缴纳,此项费用由证券交易所代收后上缴国库。目前,基金交易按国家政策不征收印花税。

(4)过户费,是指投资者在交易中办理股票过户手续应缴纳的费用,按成交股票票面金额的1‰缴纳。

第三节 进行股票交易的具体程序

一、证券帐户和资金帐户的开立

(1) 证券帐户,是指投资者为买卖证券交易所证券而在证券登记公司开立的户头。这个帐户的正面标名是证券帐户或股票帐户,按投资者的不同分为个人和法人帐户两种,如上海证券交易所个人与法人帐户分别以“A”“B”打头字样进行区别。

要开立证券帐户的投资者需要到当地证券登记公司办理,首先持个人身份证填写“证券投资人登记表”,按要求填好后连同手续费一并交回,经核实无误后,证券登记公司便予以开户,投资者到次日营业时间即可取卡。

(2) 资金帐户,是指投资者为进行证券交易在证券商处开立的存有一定数额资金的专用帐户,它是投资者与证券商进行资金清算往来的工具和凭证。

投资者在开立证券帐户后,只是完成了第一道程序,要进行交易,就必须找到一家证券商,即通常所说的证券营业部,开立上面所讲的资金帐户,其实际意义就是投资者与证券商之间签订了委托买卖股票的合同,这之后投资者即可开始进行股票交易。

二、股票的委托买卖

帐户开立后,投资者即可委托证券商买卖股票。股票的委托买卖就是指投资者在证券商的营业柜台委托证券商代为执行的交易。

1. 中国股票交易的委托方式

(1) 当面委托,是指投资者当面以填写委托单的方式委托证券商的营业人员代为买卖股票的委托方式。

(2) 磁卡委托,是一种自助委托方式,投资者利用手中的磁卡在证券商交易厅内的磁卡交易机上完成买卖股票,它较之当面委托更为简捷和便利。

(3) 电话委托,是指投资者用电话通知证券商买卖股票,其特点是安全、方便、快捷、保密,适用于有一定资金实力,又不能经常进场交易的投资者。

2. 股票委托买卖的限价委托和市价委托

(1) 限价委托,是指委托人要求证券商按照限定价格买进或卖出股票,这种方式最为常见,能较好地体现投资者的投资意愿。

(2)市价委托,是指委托人要求证券商按市场即时价格买进或卖出股票。这种委托在证券交易所竞价买卖顺序中最优先,成交的可能性最大,其特点是快捷,便于抓住市场机会,但一旦判断失误,损失的可能性也大。

三、股票的清算交割和过户

(1)清算交割,是指投资者买卖股票成交后,买者付出现金取得股票,卖者出让股票取得现金的手续。投资者在办理清算交割的时候,要携带好身份证、股东卡和委托单第二联到营业柜台领取清算交割凭单,上面注明了投资者应支付或收入的现金或股票,还有股票买卖的手续费即费用以及资金和股票的余额。

(2)股票过户,是指投资者买入股票后,办理股权变更的一种手续。在股票交易市场上,股票的过户一般由证券交易所发给投资者的成交过户交割凭单确认完成,也就是由交易所自动完成股权转换的过程。

上面讲的是交易过户,是投资者常接触的,还有一种是非交易过户,就是由非市场行为形成的,如继承、赠予等因素造成的股票持有者有转换。办理非交易过户,股票受让人首先要开立股票帐户卡(已有则除外),然后在当地证券登记公司出据区、县级以上公证部门开出的公证书,法院裁定的需由区、县级以上法院出据财产判决书,此外还要双方的身份证,接下来填写一份非交易过户申请书,一式三联,第三联加盖业务章后交留受让人,作为受让凭证,过户即告完成。非交易过户需按股票面值的2%缴纳手续费。

四、股票的分红派息

分红派息,是指股份公司取得盈利之后,每年按股份比例支付给股东的股息和红利。目前,分红派息的主要形式有股票分红和现金分红两种。

(1)股票分红,是指股份公司把股息和红利折成股票派发给投资者,主要采用送股和配股两种方式。

①送股。股份公司将所送红股通过证券交易所的计算机系统自动计入投资者帐户,并与原有股份余额合并,投资者不需办任何手续。

②配股,是指股份公司的有偿增资。当股份公司公布配售比例和价格以后,投资者应在缴款期内缴款购股,配售价格一般比市场价格低得多。在配股这一方式中,投资者必须在规定的期限内完成缴款配股,超过期限,就被视为自动放弃配股权,并不再补发。所有被放弃的股权,一般由主承销商负责收购。

(2)现金分红,是指股份公司以现金方式支付股东的股息和红利。现金分红有两种领取方式:登记领取红利和挂牌卖出红利,下面着重介绍一下目前使用较广泛的挂牌卖出红利方式。

这种方式就是证券交易所在规定时间内将股票红利权挂牌,投资者在规定期限内(一般为15天至20天)卖出自己的红利权,通过清算交割的方式完成现金红利的入帐。

此外,在规定期限内没有卖出红利权的投资者还可以到当地证券登记公司申办补领手续。投资者可凭身份证和股权证明,到证券登记公司办理红利登记,由证券登记公司报证券交易所的登记结算公司,3个月后投资者就可到证券登记公司的营业柜台办理领取红利手续了。

五、深圳“8·10”事件

1992年8月7日,深圳市人行、工商管理局、公安局、监察局联合发表1992年新股认购抽签表的发售公告,宣布发行国内公众股5亿股,发售新股认购抽签表500万张,一次性抽出50万张有效中签表,中签率为10%,每张中签表售价100元,可以认购本次发行公司的股票1000股。按每家发行公司发行股票先后及批准该公司发行股票的总额,再抽签确定该公司股票的号码区间。属于1992年发行规模的中签表,当年认购不完,1993年继续有效,新股认购抽签表于8月9~10日在深圳各银行、保险公司等303个网点发售。

这消息如同一声集合令,一下子把全国包括深圳的100多万股民集合到深圳街头。

尽管离发认购表还有两天时间,深圳市的所有银行、保险公司的门前顿时就排起了长龙,人们不在乎饥饿、炎热和蚊虫叮咬,耐心地等待发财的机会。距离发售时间越近,认购队伍的长龙也越长。

8月9日凌晨,数十条横陈在街上的长龙,少的几百人,多的几万人。尤其是深南路与红岭路交界的十字路口,左边是金融大厦,队伍人达5万名,而右边的红岭大厦也有2万人之众,相隔不远的发展大厦也不低于1.2万人。仅深南路十公里的沿线,排队的人就超过15万,而人数还在不断增长,远远超过官方统计的60万人。

上午8点,深圳已是万人空巷,人们盼望已久的新股认购抽签表终于发售了。

可就在这时,秩序有点乱了。然而保安人员一上来,就不分清红皂白,随意指定以左边一队为列,宣布右边一队无效。同样排了三天三夜得来的位置却要作废,愤怒的人群不肯罢休,一齐挤向左边的队伍,排队的秩序于是彻底混乱,人们拼命地挤向窗口,保安人员就象赶鸭子似地赶他们下台阶,对顽固的人抓起来就往下扔,用电棍打,用扫帚捅。

于是骚乱发生了。排队人群与保安人员发生冲突,政府迅速追加保安力量,出动公安干警、消防人员、检察院和法院的工作人员,警车和消防车沿排队人群排成长长的一列,再用两条粗大的绳索硬性把人群拉成队列的模样。在数万人的场上,这两条若隐若现的绳子在狂浪中早已失去了意义。

骚乱中,深圳分行门前广场上4千多股民随着一片吼叫声向前涌去。人群中有人向台前的保安人员扔出鞋、空塑瓶。人流涌动中,有人当场昏倒,被踩在脚下。100多人因挤压、践踏而成骨伤,甚至有4人惨遭身亡。

下午2点多终于开始卖表。可是卖得很慢,好象是在故意拖延时间。人们不知道葫芦里究竟卖的什么药,只见有些人远远地就被召进去,而且多次重复召见,不用说,这些人是保安人员的关系户或得到了特殊关照。

晚上9点左右,宣布所有的表都已售完。但股民仍滞留在外边,谁也不愿离开。他们不相信表已卖完了。《深圳特区报》在公布新股认购抽签表方案的同时就已公布了各网点发售的数量。每个人限购10张也是明文规定的。才卖了那么点人,表就卖完了?

为什么动用如此庞大的警力和公检法队伍竟然整不好排队秩序?为什么原本好好的两列非要任意取舍、重新组合,使秩序彻底混乱?现在股民终于茅塞顿开:原来乱有乱的妙处,乱可以掩人耳目。如果秩序井然地卖,这点表要不了2个小时就卖空,这就等于明白告诉股民们:大量的表已经走了“后门”,真正通过窗口卖的只是一小部分,如今这么一乱一治,再慢条斯理地发,磨蹭到晚上9点钟,让外界听起来感到可信。股民们感到被愚弄了,非常愤慨,一股颇具危险性的不安、躁动情绪,在市内各处迅速蔓延。

于是在8月10日回收认购表的那天,发生了游行示威活动。下午4时左右,深圳电视台称500万张认购表的回收工作可望在下午6时全部完成,但稍后,深圳市银行方面又发布通告,宣布回收时限推迟到8月11日11点。这一通告在股民看来意味着,大量从后门出后的表一时搞不到足够的身份证,或来不及高价卖出(当天的认购申请表已卖到500元一张)。于是当天晚上,忍无可忍的股民们终于走上街头,打出“反对贪污、要求公正”、“反对欺骗,要公平,惩办营私舞弊者”等横幅,到市政府门前请愿游行。

自然,市政府组织了大量公安干警维持秩序,也使用了催泪弹,将人群驱散了。事后为了弥补,决定增发50万张抽签兑换券。8月11日,数十万人排队认购,部分股民已转向老股市场。郑良玉市长发表电视讲话,号召市民识大体,顾惜特区来之不易的安定团结局面。

据统计:全市300个发售点中,有95个点受到群众举报。9月底以前,深圳有关方面共收到投诉件2900件。通过整理这些举报、投诉,深圳市委、市政府联合调查组对其中62条重大线索进行了重点核查。

市民投诉反映最多的是深圳市农行南头支行。联合调查组初步查出来的结果是:该支行证券部副经理黄里康8月8日就将45万元人民币存入金库,用于私下购表。9日,窗外的股民正为一张表挤得死去活来,黄里康却悄悄地让部下截留了一箱表,用矿泉水纸箱一遮,便扛到2楼的办公室。这截留下的5000张表,另外2人分得1000多张,黄里康分得3250张。他的朋友、亲戚、关系户中大肆散发,他自己买了300张,然后又用940张向他人换了身份证300个,用于自己办理购买抽签表手续,其中,南山工商所副所长康友爱是负责监管该支行营业部发售点的,可他先后两次私下购买抽签表850张。

市农行南头支行内部共截留私买抽签表达10274张,占应公开发售总数的29.35%。33名职员中,除2名刚分配来的大学生缺乏资金投入,其余31名都不同程度地卷了进来。

市建行城东支行人民北路办事处,截留、私分、走后门的问题也相当严重。

8月8日晚上,该办事处人员就不约而同将钱(多的有好几万)存入金库。卖表的过程

中,就有一个办事员将 13 本表放在保险箱里。同时,不断有人从后门进来购表。由于窗外购表的钱抓成一团,湿淋淋,办事员数起来十分费劲费时,后来,走后门的干脆凭良心,自己放钱进箱,然后自己去拿抽签表。据办事员回忆,幕后卖出一个派出所副所长 150 张;一个分局科长 100 张,一个武警 100 张。9 日晚,窗外汹涌着尚未购到表的人群,办事处的人在公安干警护送下离开办事处。晚上 10 点多钟,等到外面的人散去后,办事处的人再回来,从主任到看门的,还有保安仔,每人 50 张大肆分表。

这个点共发售 1 万张抽签表,被集体私分和幕后购买的就有 4650 张,占总数的 46.5%。14 个工作人员均有染,该点的 8 个监督人也都参与私购,其中 7 人各得 150 张,1 人得 250 张。

到 12 月 10 日为止,全市自查出内部截留私买的抽签表达 10 万余张,涉及金融系统干部、职工 4180 人。其中金融系统职工私买 6 万 4 千多张,占 61.4%;执勤、监管人员私买 2 万多张,占 19.9%,给关系户一万九千多张,占 18.7%。

12 月 7 日,33 名处、科级干部因“8·10”发售新股抽签表舞弊肥私,分别受到处分、处罚。

六、美国的两次概念股投机狂潮

从早期的收购概念、拆细概念、浦东概念到目前最时市的转券概念,我国股市一浪接一浪的题材已使投资者对“概念股(Concept Stock)”这一概念津津乐道。这是理论分析的结果亦或过度投机的根源仍待讨论,而美国在本世纪 60 年代和 80 年代发生的概念股狂潮对于我国股市不无借鉴意义。

60 年代中期,美国出现了大量进军股市的共同基金,这些基金若想在激烈的竞争中吸引到更多的投资者,只能靠创造出优异的投资业绩。另外,企业的养老基金也被职工要求减少对固定收入债券的投资而转向股票,甚至连大学的基金亦面临同样要求。在这些巨大的压力下,基金的经理人们只能挖空心思发掘投机机会以图暴利,这种高度投机的狂潮使对“概念股”的炒作应运而生。这次炒作热潮有如下几个特点:一、追求近期盈利,因基金的盈利表现是每月公布一次,长期表现是否优异对此毫无用外;二、集中资金炒作少数几种股票,并不断用增值率最高的股票代替;三、选股原则为,只买那些具有“激动人心而且有说服力的题材”的概念股;四、交易前要确保这些题材已被市场充分确认和传播。

在这种原则指导下,各机构投资者开始了对概念股的搜寻、发掘甚至创造的过程。那些基金经理们被戏称为“职业杀手(Gunslanghter)”,喻其整天在市场上穿梭,一发现机会即从一般投资者手中积聚的大量资金疯狂炒作以牟暴利。这其中比较著名的有 Enterprise 基金、Drefus 基金和 Fidelity 基金等几家、它们当时以善于发掘“高增长率”概念股并大码购入而闻名华尔街,并且起初的业绩十分可观。以 Enterprise 基金为例,其年回报率(包括股利和资本利得)在 1967 年高达 117%,在 1968 年仍有 44%,而同期按 S&Ps500 指数计算的年

回报率仅有 25% 和 11%。如此高的回报率吸引了大量投资者购入基金份额,如 Fidelity 基金的一名经理人在决定自己成立一个基金后,原计划发行 2500 万美元的股份,但发行第一天市场收购额即达 27.4 亿美元。市场中还有一大批追随者完全模仿这些“杀手”们的指令进行交易。他们对传统的基本分析和企业业绩实地考察作法嗤之以鼻,认为“一个好的故事情节便已足够”,更重要的是,发掘出一个题材后,“必须使市场上一般投资者均认为一般投资者均相信这一点”。一名基金经理人在阐述其投资决策时说:“我们的目标首先在于提前获取故事,其次要预测未来几天内有多少人听到同样的故事并采取同样的行动。”

受这些心态的驱使和上市公司的迎合,美国股市中涌现了一批概念股,其中最荒唐的一个是 NSM 公司。该公司刚成立不久,主要向青年学生提供书籍、服装和职业介绍等商品与劳务。公司总裁把所有的时间花在同金融界和报界的访谈、交流与推介上,声称该公司前景光明并正在向资产达 7 亿美元的大公司迈进等。这一公司的业务定位与当时流行的大学生人数将剧增等论调十分符合,正是机构投资者们渴望发掘的极佳题材,于是纷纷大举购入该公司股票,如上文那位经理人的基金即购入 500 万美元的股票,还带动大批模仿者跟风购入,连诸如信孚银行、摩根信托公司等最保守的机构和一些养老基金、甚至大学(如哈佛、芝大等)也加入这一投机行列,将 NSM 股票在 1968 年时的市盈率最高推到超过 100 倍。

另一个例子发生在“四季护理中心”的股票上。该公司热衷于盲目扩张规模,而主要的资金来源是发行债券。为增加吸引力,债券上附有认股权证,即允许持券人在未来按某一价格买入该公司发行的新股。机构投资者们在该公司上发掘的题材是“健康护理”概念,因当时美国人口的老龄化趋势日益明显,而且联邦政府和私人公司均出台了健康保险计划,将增加医疗及护理开支。在这种猜测的基础上,包括美林公司在内的投资者们纷纷抢购该公司的这种债券,最后连欧洲那些保守稳健的机构如罗思柴尔德、法国信贷商业银行等也加入这一行列中。该公司总裁兴奋地宣称“若没有这些大机构的支持,我们不可能增长如此之快”。在这个过程中,没有任何机构对该公司的负债率飞速上升的危险表示质疑,因为新的游戏规则——概念就是一切。结果到 1970 年,该四季护理中心依据《破产法》第八条申请债务重组。

这种概念股狂潮对证券市场造成了极大的危害:首先,借概念而离奇炒作的市价完全脱离企业的盈利,一旦被证实后必然急剧下泻,会极大损害投资者、尤其是小额投资者的利益,而大机构倒通常提前获利出局了;其次,这种不正当、缺乏理性的投资风气会诱导或助长上市公司管理人员把精力放在对公司利益的侵占或盲目经营上,同时积极在金融界扮演推介者的角色以掩盖自身的失职,并诱骗更多的投资者。已有调查表明,概念股企业的管理人员涉及欺诈等犯罪行为的比例远高于其他企业。NSM 公司的总裁最终被控犯有“股票诈骗罪”而被判入狱 8 个月及罚款。最后,熊市来临时,概念股往往以比其上升速度更快的速度下跌,加剧投资者的损失。以上两家公司股价及有关数据的变动情况见下表。

表 11.2.1 两只概念股的悲喜剧

证券名称	1968—69 年 最高价	最高价时 的市盈率	1969 年底时 机构投资者数	1970 年 最低价	下跌比率 (%)
NSM	\$ 35.75	117.70	21	\$ 0.875	98
四季护理中心	90.75	113.40	24	0.200	99

资料来源:本刊资料室

10 年后的 1980 年,概念股投机狂潮在美国卷土重来。这次挟电脑技术与生物技术的发展为契机的热潮来势更加凶猛,因为先进尖端的科学技术对企业盈利巨大的影响已令一般民众深信不疑,正可被利用来推动“概念”。尽管如《商业周刊》之类的刊物一再呼吁投资者客观对待那些离应用还有很长距离的新技术,狂热的投资者们仍在机构的引导下争购一宗又一宗高科技企业的股票,这其中尤以生物化学企业概念股最受青睐。投资者们似乎已看到“基因分裂”等技术已具备了带来数十亿美元利润的条件。如对一家生产抗癌药物的公司,证券分析师们即预测 1992 年其销售额将超过 10 亿美元(而该产品直到 1989 年的销售额才 2 千万美元),使其股价飞速上扬,结果 1990 年其销售额远未达到预测水平,但此时分析师们又在忙于对新的概念企业进行寻找与预测了。这一时期的投机狂潮达到空前阶段,甚至 60 年代时最疯狂的预测方法都不能与这次的相比。如 60 年代的概念股的市盈率一般为 50 倍上下,到 80 年代,对一些生物化工企业股价的衡量已不用市盈率了,而改用企业销售额的倍数,而且同样有 50 倍。但是,一些新成立的生物高科技企业甚至在今后几年内都不可能盈利,于是分析师们又推出一种所谓的“产品资产评估法”,即根据某企业的科研成果,首先预测其产量,再预测其销售额与利润率。如对某种新药进行预测时,先预测其“预期临床指标”,再预测潜在病人服用人数、价格范围等等,最终得以决定该公司股票的价格(结果其中一些产品甚至连管理当局,如 FDA 的批准生产都未能通过)。这种预测完全不考虑产品安全性、专利保护情况、竞争压力及营销状况等因素,但仍然拥有众多信徒。如 Genentech 公司股票 1980 年上市后,前 20 分钟股价就涨到几乎是发行价的 3 倍。该公司是制药行业中的领头人之一,同时也拥有一些拳头产品,但其市盈率被推到 100 多倍则完全是该公司管理层和机构投资者共同作用的结果。前者热衷于公关活动,频频夸大公司产品的功效和未来的业绩,后者则对此予以肯定并推波助澜,并率先购入大量股份。结果该股票的真实价值一旦被认清后,价格急剧下跌,1987 年跌到 65 元,到 1989 年仅为 18 元。主要原因在于该公司的拳头产品后来在竞争中终于败北。不过,即使该公司的预测属实,100 倍以上的市盈率仍是过度投机的产物。

这次概念股狂潮终于在 1987 年美国股市的暴跌中受到了严重打击,即使在 1988 年股

市复苏后仍未能恢复。美国的投资者终于改变了过去那种“寻找故事”的观点和对“概念”的疯狂追逐,变得更加理智,开始青睐那些低市盈率高股息率的股票。但是,从最近美国股市的表现来看,这一浪潮又有所抬头,不过最新的概念似乎变成了“INTERNET”概念,经营生产与 INTERNET 紧密相关的电脑公司(尤其是软件公司)成为其中的主角。如 1996 年 4 月 12 日,美国 YAHOO 电脑公司(为 WWW 万维网开发软件)的股票在 NASDAQ 上市时,定价为 13 元,但一开盘就升到 24.5 元,当天最高达 43 元,按收盘价计算的总市值高达 8.48 亿美元,而其 1995 年最后 9 个月的收入仅为 140 万美元。另外,1995 年 8 月上市的另一家这类企业 NETSCAPE 公司的总市值达 22 亿美元,年盈利亦只有数百万美元。这是否预示著第三次概念股投机狂潮的来临?我国股市应从中吸取什么教训?

第三章 股票价格与股价指数

第一节 股票的价值和价格

股票是一种特殊的商品,它有自己的价值和价格,这是因为股票能够给持有它的人带来股息收入,是一种依托资本所有权而获得股息和红利的凭证。下面就介绍股票主要的价值价格形式。

一、股票的面值

股票的面值,即股票票面上标明的金额,它的主要作用是确定每股股票在公司中所占的份额。例如,某公司发行股票总面额为 100 万元,每股的票面价值为 100 元,那么每一股股票就代表对该公司 1/10000 的所有权。股票票面价值的作用仅在于它代表一定的所有权和表决权,同时也代表一定的股利要求权,在股票上市流通后,股票的票面价值就会与市场价格发生很大偏离,实际上并无意义。

二、股票的帐面价值

帐面价值是每股股票所代表的公司的净资产。它是用股份公司投资资产减去负债,再除以股份数得出的商数,又称股票净值。帐面价值是一个会计概念,对普通股来说,它是普通股每股所含实际资产的价值,其计算公式为:

$$\text{普通股每股帐面价值} = \frac{\text{公司资产净值} - \text{优先股代表资产}}{\text{普通股股份数}}$$

对投资者来说,帐面价值的意义在于股票实际代表的资产价值究竟有多少。所以,投资者在进行长期投资决策时,会对股票的帐面价值有兴趣,而一般投资者更关心的则是每股股票收益的多少。

三、清算价值

清算价值,又称清偿价值,是指公司破产清算时,每一普通股所含的实际价值。从理论上讲,普通股每股的帐面价值应与清算价值相一致,但实际上却并非如此。大多数情况下,清算价值总是小于帐面价值,因为一般公司资产在清算时只有压低价格才能出售。只有当清算时资产的实际作价销售金额与财产报表所反映的帐面价值一致时,每股股票的帐面价值才能等于清算价值。

四、市场价格

股票的市场价格,是指股票在市场上买卖的价格。它是最变动不拘的,其敏感善变使得投资者的收益也不稳定。影响股票价格的因素很多也很复杂,在理论上,股价直接取决于预期股息和银行利息率,它与预期股息的大小成正比,与银行存款利率的高低成反比。用公式表示为:

$$\text{股票价格} = \frac{\text{预期股息}}{\text{利息率}}$$

影响股价的其他因素还无法作定量分析。

票面价值并无实际意义,一经确定,就很稳定,在不拆细的情况下,是一成不变的。市场价格一般与票面价值不一致,甚至背离甚远。帐面价值则随公司的发展而不断增加,可以部分地反映公司的经营状况,对投资者买卖股票有一定参考作用,但实际资产意义不大。在一定程度上,帐面价值对市场价格有支撑作用,当二者接近时,意味着市场价格已到达或接近谷底

第二节 股票价格的决定

股票作为在市场上交易的商品,其价格像一般商品一样也是取决于内在的价值和外部的供求关系两个方面。这是股票价格决定与商品价格决定的共同点,所不同的是股票的内在价值特殊,供求关系也特殊。

决定股票内在价值的不仅有每股的最初投资量,还有企业微观的经济因素、国家及国际的宏观经济因素以及社会政治因素。影响股票供求关系的不仅有市场扩容节奏等改变市场总供给的因素,更主要的是投资者对股票价格涨落预期的差异程度和交易态度,即买入和卖出股票人数的力量对比。

决定股票内在价值的因素,又称股价决定基本因素,它由公司微观经济因素、国家宏观经济因素和社会政治因素组成。影响股票供求关系的因素又称影响股价技术因素,包括投

投资者的心理预期、资金供求变化等。基本因素是中长线投资者重点分析的对象,短线投资者则必须随时密切注意技术因素的变化。

一、股票价格的微观决定因素

股价的微观决定因素是指从内在价值角度影响股票价格的股份公司本身的经济状况,其中主要包括以下几个方面:

(1)每股股息和市盈率。传统的股价理论是股票价格等于每股股息除以年利率,它虽然不能反映交易现实,却不失为一种基本方法,股息越多则股票价格越高。市盈率是股价除以股息,可与利率的倒数相比较,市盈率高出的幅度越大,则购买股票的风险越大,因而会抑制股价的上涨,反之亦然。

(2)公司的经营状况和盈利能力。公司经营状况越好,盈利水平越高,其股票价格就会越趋于上升。

(3)公司的资产净值,又称股票帐面价值,每股平均的公司净资产越多,股价的下跌支撑线就越高。

(4)公司的成长性,这意味着公司的发展前景,是股价长期趋势的决定因素。发展前景好,股票价格就可能升得多,跌得少。

二、股票价格的宏观经济影响因素

微观因素是决定股票价格高低的基础,但在同一基础上,如果其他因素不同,也会引致股票价格发生很大变化。除了股份公司自身的条件外,宏观经济因素也对股票价格有普遍影响。影响股票价格的宏观经济因素有:

(1)经济周期波动。国民经济发展总是呈现周期状态,一般分为危机、萧条、复苏、高涨四个阶段。当国民经济从谷底开始复苏时,投资增加,企业利润增加,股价趋于上升;当经济从高峰下滑时,股价趋于下跌。

(2)利率政策。其基本关系是股票价格与利率成反比,这在成熟股市表现尤为强烈。

(3)通货膨胀率高低。通货膨胀率升高,股份公司的销售收入和名义收益率一般来说会增加,因而可能使股价上升;同时,股票的帐面价值也会增值,从而抬高股价的支撑线。但通货膨胀率升高时,投资者收益的购买力又会下降,造成实际投资收益率的下降。

(4)国有股份的流通政策。目前,国有资产越来越多地采用股份形态进行管理,从同股同权的原则出发,国有股有流通要求,但因其量巨大,如参与流通会造成股票供给大量增加,股市供求严重失衡,导致股价下跌。

三、股票价格的社会政治影响因素

股票价格的社会政治影响因素,泛指国内外政治军事、科学技术、文化艺术、思想观念以

及自然灾害等非经济的影响股票价格的因素,它与宏观、微观经济因素一样都是决定股票价格的基本因素,它们的影响是在中长期内起作用的,因而又称之为中长期因素。

四、股票价格的技术性影响因素

它又称为股票价格市场行为因素,是指在股票市场内的交易过程中产生的影响股票价格的因素,其内容主要包括股票市场扩容速度和计划,投资者对股价看涨看跌的人数比例,投资者的交易经验和成熟程度以及一些消息和传言等。技术因素虽然是短期影响因素,但对股票价格的涨落波动影响很大,在价格的形成过程中起着举足轻重的作用。

第三节 股票价格指数及其计算

一、股票价格指数

在股票市场上,时时刻刻都在进行着股票交易,在同一时间内,股票价格或涨或跌,涨跌幅度各不相同。在这种情况下,仅用一种或几种股票价格来描绘整个股市,甚至作为说估和预测国民经济形势的依据,都是不准确的。这时就需要一个衡量股市的标准和预测经济形势的指示器,它就是股票价格指数。

股票价格指数,是指通过选择若干具有代表性上市公司的股票,经过计算其在某一段时间内成交市价的平均值而编制的一种价格指数。它是一个平均数和百分比数,通常以某一个具体日期为基期,基期股价指数定为 100 或 1000,以后各期股价平均值与基期股价平均值相比,即为各期的股价指数。由于它反映的是一种相对水平,因而没有计量单位,常以“点”称之。

世界上各大证券交易所基本上都有自己的股票价格指数。通过股价指数,人们可以了解股票市场涨跌幅度及变动情况,投资者通过分析、比较,对股市作出合理预测,确定投资选择。股票价格指数还被称为国民经济的“晴雨表”,经济统计部门通过分析股价指数的波动情况能够洞察经济形势的状况,从而为宏观调控决策提供参考。

二、股票价格指数的计算步骤

股票价格指数的计算分为四个步骤:

(1)选定基期。基期的选择是决定股票价格指数质量好坏的关键,一个比较适合基期应符合这样的原则:在基期的前后一段时间内,股市成交值大致均匀,价格比较平稳,涨跌动

态平衡。

(2)确定股票样本,即选取一定数量的代表性股票作为编制指数的成份股票,它们须是具有行业代表性的大公司股票,其总市值在整个股市市值中占较大比重,其涨跌情况在很大程度上能影响股市的行情。当然,股票样本也不是一经选定永远不变,而是根据“最具代表性”这一根本原则,进行定期或不定期的调整。

(3)计算报告期股价水平与基期股价水平的对比值,乘以基期指数(一般为100或1000)即可得到报告期的指数。

(4)为保证股票价格指数的连续性,还需要对股价平均数进行弹性调整,如环比调整法,股价调整法等。将在后面的股价指数计算方法中具体说明,这里不再详述。

三、股票价格指数的计算方法

股票价格指数的计算方法有三种:算术平均法,加权平均法和几何平均法,这里只介绍算术平均法和加权平均法及其调整方法。

(1)算术平均法,基本公式为:

$$I_t = \frac{A_t}{A_0} \times I_0$$

式中: I_t ——报告期指数

I_0 ——基期指数

A_t ——报告期股价平均数

A_0 ——基期股价平均数

其调整可按下面公式进行计算

$$I_{t+1} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{t+1}^i / n}{\sum_{i=1}^n P_t^i / n} \times I_t$$

上式中,当第 t 期出现送股、配股等情况变化时, I_t 表示调整前股份指数, P_t^i 是上述情况发生后对 t 期股票的标价。

(2)加权平均法。通过这种方法得到的股价指数称为加权平均指数,即计算报告期股价加权平均数与基期股价加权平均数之比得到的指数。其权数分为基期的股票上市量或发行量,报告期的股票上市量或发行量。因此,其计算公式也略有不同。

以基期发行量或上市量为权数公式:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_t^i Q_0^i}{\sum_{i=1}^n P_0^i Q_0^i} \times I_0$$

以报告期发行量或上市量为权数公式:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_t^i Q_i^i}{\sum_{i=1}^n P_0^i Q_i^i} \times I_0$$

当样本股发生变化时,调整公式为:

$$I_{t+1} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{t+1}^i Q_{t+1}^i}{\sum_{i=1}^n P_0^i Q_{t+1}^i} \times I$$

也可简化为:

$$\text{今日股价指数} = \frac{\text{今日成份股总市值}}{\text{昨日成份股调整总市值}} \times \text{昨日收市指数}$$

(3)小结。算术平均法的优点是算法简便易行,但它过于简单,忽略了各种股票在市场中的地位和作用上的相互差异,而加权平均法就弥补了这一不足。利用加权平均法计算股票价格指数,权数大的股票对股价指数的影响大,股价指数总是趋于权数较重的那一种股票。

第四节 我国股价指数的发展

股价指数在我国出现于 80 年代和 90 年代交替之际。这是我国资本市场改革和发展的结果。股价指数属于价格指数的范畴,是社会经济指标的重要组成部分。过去 40 年,我国研究价格指数时,只研究物价指数,不研究股价指数,是因为当时还没有股票流通市场。现在,股价指数已成了社会经济活动中一项受广大投资者和管理部门十分关注的指标。人们关心它如同关心物价指数一样,表明股价指数在我国社会主义市场经济发展过程中的地位日趋重要。因此,研究股价指数的理论,研究我国股价指数的发展实践是十分必要的。

一、股价指数的意义和在社会经济中的作用

80 年代以来,我国企业进行了股份制改革,发行股票是股份公司筹资的重要途径之一,随着股份公司的发展,股票发行规模迅速扩大。为了配合股份制的改革,有利于股票流通转让,90 年代,上海和深圳证券交易所先后成立,股票流通市场迅速发展。至 1994 年年底,在上海、深圳证交所上市的股票品种分别为 203 种和 142 种,上市股本总额分别为 418 亿元和 170 亿元,市价总额分别为 2597 亿元和 1071 亿元。上市公司已从单一产业向多种产业、从一般企业向重点企业转化,从上海、深圳的企业向全国各省市企业发展。一些规模庞大的国民经济支柱产业的股票陆续上市,改变了我国股市上市公司的分布和结构。目前,沪深两地股市行情可达到除台湾以外全国所有的省、市、自治区,股票市场已越来越广泛地吸引遍及全国的投资大众。

股票市场是一个高收益伴随高风险的投资场所,由于政治、经济、社会心理等因素的影

响,股票价格始终处于不停的变动之中。就单个股票而言,股价变动极易判别,但从整个股票市场或某一行业的股票来看,有些股票上涨,有些则下跌,而且,涨跌幅度各不相同。如何判别整个股票市场或某一行业的股票是涨是跌?很明显,单用一种或几种股票价格来描绘整个股市的变动状况,是不准确和不真实的。只有从股市中抽取大量的有代表性的股票样本,以此为依据来作为衡量股票市场动向的标准,由此产生了股价平均数和股价指数。

股价平均数是股票市场多种股价的一般水平,均以具体金额表示。通过不同时期股价平均数比较,可以显示股价的涨跌动态,但不能看出股价波动幅度。后来产生了股价指数,它是报告期股价总值对基准期股价总值的比值,用点数表示,可以衡量出报告期股价与基期相比的变动方向及其幅度,从而显示某一时期的股价较之基准时期股价增减率。由于股价指数是一个相对指标,因而就一个较长时期来看,股价指数比股价平均数更能准确地反映股价的变动情况。

股价指数是衡量和反映所选择的一组股票的价格变动的指标。股价指数通常表示一个股票市场或某一行业股票价格的平均涨跌情况和幅度。股价指数是报刊上的经济贸易消息中经常报道的一项重要统计指标。人们根据股价指数的升跌,可清楚地了解股市的变动趋势,以便对股市的走势作出合理的预期,确定投资策略。股价指数是为投资者提供的参考依据,被称为股票市场的指示器。因此,股价指数必须具有其自身的特点,即客观性、代表性、敏感性和连续性。客观性指的是客观而准确地反映股票市场的价格变动情况;代表性指的是计算股价指数时所采样的成份股票能包括若干种不同行业的具有代表性的股票;敏感性指的是当多数股票价格发生变动时,股价指数能敏感地反映这种变化;连续性指的是股价指数能连续地反映股票市场的价格变动情况,这就要求股价指数不应有任何间断,否则不同时期的股价指数将失去可比性,也就违背了确定这种标准的初衷。

由于股价受多种因素的影响,股价指数包含了政治、经济、社会及其各种因素变化状况,它能为政府部门的经济预测提供服务。在资本主义国家中,股市是预测国家经济形势的最灵敏的工具。预测国民经济发展趋势的工具和方式很多,如计算国民生产总值、物价指数、通货膨胀率、失业率以及股市的变化状况,但其中股票市场的反应最灵敏。美国战后第八次经济危机就很可能说明股票市场的作用。1981年初,道·琼斯工业平均指数曾达1000点,然后连续下跌,远在美国政府和经济学家证实经济进入衰退之前,就预报了第八次经济危机将要来临。第八次经济危机从1981年7月至8月开始,一直持续到1982年夏,失业率、国民生产总值、工业生产指数等各项经济活动指标都显示经济在衰退。8月13日道·琼斯工业平均指数跌到788点,当时人们忧心忡忡,判断不出经济发展前景。但在股票市场上,道·琼斯工业平均指数开始从788的低点回升,10月21日上升到1036点,11月3日又升到1065点,创历史新高。这表明股票市场成功地预告了美国战后第八次经济危机的结束。美国战后近四十年的经济发展和八次经济危机表明,股价指数与经济发展周期有着惊人的相关性。在经济离衰退前平均约6个月时,股价指数升至最高点,然后回落。其间离衰退起点最近的一次最高点是1个月,最远的一次是1年。股价指数在经济开始复苏前平均约5个月时跌到低点,然后回升。股票市场与经济周期的密切关系表明,它是研究和预测经济形势的一个有效工具。经济统计部门通过分析股价指数在一段时间内的波动状况,判断经济形

势,进而制订下一步宏观调控政策。因此,股价指数通常成为一些国家国民经济形势的先行指标。例如,英国最具权威性和代表性的伦敦《金融时报》指数被称为预示英国政治、经济、社会情况的“晴雨表”。

我国股市目前尚处于发展的初级阶段,法律法规尚不完善,股市规模容量尚不够充分,股票的供求关系尚未能保持较长时期的平衡和稳定,这就导致了目前的股价指数并不完全能起到“晴雨表”的作用。然而,政治、经济、社会上的重大事件,毕竟能从股价指数上得到反映。可以预见,随着我国股市的不断扩大和完善,我国的股价指数在社会经济中的地位和作用将越益显著。

二、我国股价指数发展概述

我国股价指数的产生和发展是与我国股市发展的历程同步的。可将股价指数的发展分为四个阶段,每个阶段有其不同的特点和意义。

1. 第一阶段

这一阶段,我国第一个股价指数——静安指数产生。

静安指数是由中国工商银行上海信托投资公司静安营业部(现为上海申银证券公司)参考道·琼斯股价平均数的编制方法计算的,于1990年1月23日。静安指数的公布在我国大陆尚属首次,该指数综合反映了当时上海股市的实际情况。当时上海的股票进入流通市场的方式是柜台交易,上市的全部股票共七种,全部作为静安指数的样本。以1987年11月2日为基期,以该天的股市价格为基准价格,指数的基数为100,股价采用平均成交价计算,而不是收盘价,用算术平均法编制。具体的计算方法是:

(1)以加权综合法计算单种股票平均成交价格:

$$P_i = \frac{\sum_{j=1}^m P_{ij} Q_j}{\sum_{j=1}^m Q_j}$$

式中: P_i —第*i*种股票某一交易日平均成交价格;

P_{ij} —第*i*种股票某一交易日第*j*次成交单价;

Q_j —第*i*种股票某一交易日第*j*次成交数量;

m —第*i*种股票某一交易日成交次数。

(2)算术平均法计算股价指数:

$$I = \sum_{i=1}^N P_i / N$$

式中: I —静安指数;

N —采用的股票种数。

对由于发放股利、增资扩股或减资等非市场因素性对股价的影响,用除数变更法加以调整。静安指数没有考虑权数的因素,不能完全合理地反映上海股市的总体走势。静安指数适应了当时柜台交易反映的股市行情变化,意味着我国大陆股市向规范化迈进了一步。

2. 第二阶段

随着上海证券交易所和深圳证券交易所的先后成立,上证指数与深证指数相继推出。证交所的成立标志着股票二级市场的真正确立,上证指数和深证指数的产生则反映了股票流通进入了一个新的时期。

(1) 上海证券交易所股价指数。

上海证券交易所于 1991 年 7 月 15 日推出上海证券交易所股价指数(简称上证指数),基期为上海证券交易所的开业日——1990 年 12 月 19 日,基数为 100,指数的成分股为在上海证券交易所上市的所有股票,以股票发行量为权数,采用 L 氏公式。遇到新股票上市、配股除权和派发红利等非交易性因素变化时,对前日市价总额作相应调整。

1992 年 8 月,为准确反映上海 A 股、B 股及整个股市情况,上海证交所编制和公布 A 股指数、B 股指数和综合指数,每天同时公布三个股价指数。当时上海股市有 19 个 A 股,9 个 B 股上市,三个股价指数分别以上市的全部 A 股,全部 B 股,以及全部 A、B 股的市价总值加权平方法编制。A 股及综合股价指数的基期为 1990 年 12 月 19 日,B 股指数的基期为 1992 年 2 月 21 日,其中 B 股的市价总值一律用美元计算,与每次的汇率调整无关。B 股是对境外投资者发行的,B 股的发行标志着我国股市走向国际化。由于我国国情不同于发达国家,同一个上市公司的股票分为 A、B 股,形成了 A 股指数和 B 股指数,这也是我国股票市场的特色。

到 1993 年 4 月 30 日,上海股市已有 60 家股票上市,由于不同行业的股票有其特有的特性,仅有上证综合指数已无法准确反映某一行业股票价格变动,于是,上海证交所在 1993 年 5 月 1 日推出分类指数,共分成五类,具体为工业类、商业类、地产类、公用事业类和综合类。编制方法与上证指数的相同,只是基期不同,定为 1993 年 3 月 30 日。与此同时,上海证券交易所还将根据各上市公司的主营范围、投资方向的变化,不定期调整分类指数的成分股构成。

分类指数的产生标志着我国股价指数的发展又上了一个台阶,如果说上证指数反映了全部股价的趋势,那么分类股价指数则分别反映了各种产业分类股价的趋势。从分类指数我们可以发现它们的趋势和增减幅度上的差异,可从一定程度上反映出各类产业在国民经济中的地位及发展速度。

(2) 深圳证券交易所股价指数。

深圳证券交易所于 1991 年 4 月 4 日开始发布深圳证交所股价指数(简称深证指数)。深证指数以所有在深圳证交所上市的股票为样本股,以基期的发行量为权数,采用综合法计算的,基期为 1991 年 4 月 3 日,基数为 100。深证指数是专门反映深圳股市行情及其趋势的一种统计指标。如果样本股的股本结构有所变动,为维持指数的连续性,以“连锁”的方法计算。其计算公式为:深圳股价指数为今日现时总市值乘以上一营业日收市股价指数再除以上一营业收市总市值。

以后,深圳证交所也推出了三个股价指数——A 股指数、B 股指数和综合指数。计算方法如上所述。与上海 B 股不同的是,深圳 B 股股价以港元计价,原因是深圳与香港毗邻,B 股的投资者主要是香港的机构和居民。以港元计价,可使香港投资者避免港元对美元的汇

率风险。

3. 第三阶段

如果把第二阶段看作是两个交易所股价指数独立存在的时期,那么第三阶段则可理解为两者合一的阶段,即站在更高的角度,即站在全中国股票市场这一位置上来编制股价指数。这一阶段产生了两个股价指数——中华股价指数和新华股价指数。

(1) 中华股价指数。

中华股价指数是由上海和深圳的证交所联合编制和发布的,同时还有中华 A 股和 B 股指数。中华股价指数属发行量加权平均指数(市价总额股价指数),以在两所上市的所有股票发行股数为权数计算。A、B 股指数的采样股也采用两所上市全部 A 种股票和 B 种股票,基期为 1993 年 1 月 4 日,基数为 100。计算中华股价指数的市价总值以人民币为单位,其中的 B 股单位以两所当地适用的上周外汇调剂汇率换算到人民币后并入计算,每次汇率的调整,因不影响权数的增加,故对基日市价总额不作修正。中华 B 股指数的市价总额均采用美元为单位,避免了人民币对美元汇率波动对指数的影响。遇新股上市、终止上市、除权、暂停上市和恢复上市等非交易性变动情况,将对基日市价总额作相应修正,以保持指数的连续性。

(2) 新华股价指数。

新华指数是由新华社和北京大学联合设计,分新华 A 股和 B 股指数。新华指数是一个综合指数,与我国现有的股价指数相比,对股票进行了抽样,即从交易所上市的全部股票中选择若干种股票作为计算对象。B 股因上市股数不多,目前没有选样,但对 A 股进行选样。A 股指数的成份股包括在上海、深圳上市股票所在的各个行业,如工业、商业、房地产业、公用事业、金融业和综合商社等,共选 30 种 A 股股票,综合考虑上市股票的行业分布、股票规模、市场影响力、交易数量和发行股票公司的业绩,选取的样本将符合典型性、普遍性和一定影响力。新华 A 股指数的基期为 1992 年 9 月 30 日,由于这一交易日前后,股票市场较为平稳正常,使股价指数具有较好的代表性和稳定性。新华 B 股指数的基期为 1993 年 3 月 22 日,基期指数为 100。采用加权平均法和基期修正法进行综合计算。由于条件的限制,新华指数仅公布收盘指数。

4. 第四阶段

这一阶段,我国第一个由证券交易所发布的成份股指数——深圳证券交易所成份股指数产生。

1995 年 1 月 3 日,深圳证券交易所正式发布成份股指数,它是选取一部分有代表性的上市公司的股票编制而成的一种指数。深圳证交所编制和公布成份股指数、成份股 A 股指数和成份股 B 股指数,每天公布三个成份股股价指数,原来的综合股价指数同时发表。三个成份股股价指数分别以上市的成份股的市价总值加权平均方法编制,其中 B 股的市价总值一律用港元计算,与每次的汇率调整无关。基期为 1994 年 7 月 27 日,基期指数确定为 1000 点。可以注意到,1994 年 7 月 27 日的深圳综合股价指数是 99.7 点,成份股指数是综合指数的 10 倍。

深圳股市推出成份股指数的背景是,原有的深圳综合股价指数有如下不足之处:

第一,用总股本作为权数不尽合理。我国股市目前只是社会个人股流通市场,国家股和法人股不能上市流通。有些上市公司总股本很大,但上市的个人股只占很小的比重,如果用总股本作权数,容易产生偏差。如粤电力,总股本 7.2 亿股,对指数的影响是除发展和宝安外的第三名,比重为 3.63%,但上市的可流通股本 8780 万股,只占总股本的 12%。深深房名列第四,总股本为 7.43 亿股,在指数中的比重为 3.54%,但可流通的个人股只有 1.112 亿股,占 14.97%。这类大盘股的可流通股本并不大,但股价变动却对指数有较大影响,不太合理,并存在指数被人操纵的可能。

第二,新股上市影响走低。目前用全部股票计算指数,新股上市第二天即纳入指数计算,由于新股上市后价格不太稳定,获利套现较多,如果开高走低,往往拖累指数下跌。

第三,结构变动频繁。每次新股即纳入指数计算,从最初的 5 只增加到目前的 141 只,每只股票对指数的影响在不断降低,内部结构在不断变动,指数前后的可比性不强。

第四,除权时的调整计算有偏差。由于采用总股本计算除权价,如果国家股、法人股、个人股分红方案不同,则这种除权价对于个人股来说往往不是一个有效的指标,用来计算指数会产生偏差。有时填权股票会使股市下跌;贴权股票却使指数上升。例如,1994 年 8 月 16 日同时除权除息的股票有两只:琼海药和川天歌。琼海药分红方案为:国家股、法人股、内部职工股 10 送 5 派 1 元,个人股 10 送 2。8 月 15 日收市价为 6.33 元,按总股本计算除权参考价为 4.39 元。8 月 16 日收市价为 5.06 元,看起来是填权,并使指数上升。但用市场上流通的个人股计算,除权价应为 5.53 元,除权后应为贴权,股价下跌应使指数下跌,反过来,川天歌分配方案为:法人股 10 派 3 元,公从股 10 股送 3 股。8 月 15 日川天歌收市价为 6.34 元按总股本计算的除权参考价为 5.41 元。8 月 16 日收市价为 5.05 元,看起来是贴权,并使指数下降。但用市场上流通的公众股计算的除权价应为 4.88 元,收市价高于除权价,表明有填权效应,指数应上升。由此可见,用总股本计算的除权参考价编制指数容易出现误差。在国家股、法人股和个人股分配方案相同时间问题不大,分配方案不同时肯定会出现误差,且误差可能比较大。

综上所述,综合指数将全部股票纳入计算,并用总股本作权数,这对于我国目前这个只有部分股票可流通、国家股和法人股不能流通的市场来说,是不太符合实际的。比较可行的办法是,选择一部分股票作为成份股,用可流通股数作权数,编制一种新指数。成份股指数是通过对所有上市公司进行考察,按一定标准选出 40 家有代表性的公司作为成份股,用成份股的可流通股数作为权数,采用综合法进行编制。选取成份股的一般原则:一是有一定上市交易时间。为了考察上市股票的市场表现和代表性,需要股票有一定的上市交易时间。新股上市之初交易不太稳定,最初一段数据应予剔除。二是有一定上市规模。以每家公司一段时期内的平均总市价和平均可流通股市价作为衡量标准。三是交易活跃。以每家公司一段时期内的总成交金额和换手率作为衡量标准。根据以上标准定出初步名单后,再结合下列各项因素评选出 40 家上市公司(同时包括 A 股和 B 股)作为成份股:①公司股票在一段时间内的平均市盈率;②公司的行业代表性及所属行业的发展前景;③公司近年的财务状况、盈利纪录、发展前景及管理素质等。

编制成份股指数是国外许多证券市场的常规做法。如著名的美国道·琼斯股价平均

数、标准普尔 500 种股价指数、英国伦敦《金融时报》指数、香港恒生股价指数等都是成份股指数。一个证券交易所发展到一定的阶段,编制和发布成份股指数是必然的趋势。因此,深圳成份股指数的推出,增加了统计的科学性和合理性,是我国股票市场股价指数发展的一个进步。

三、我国股价指数计算的一些特点

我国的股票市场总共走过不足十年的历程。从静安指数的产生至今,我国使用股价指数才五年多时间。从历史发展的角度来看,我国股市是一个初级阶段的股市,一个正在蓬勃发展的股市,一个由不成熟逐渐走向成熟的股市。在此阶段,市场规模由小到大,股票容量的不断扩展,投资者队伍的逐渐扩充,资金和股票流通量经常处于不平衡与平衡之间互相转换的过程之中。这个过程中,投机气氛浓厚,股价指数波动较大,有时甚至是震荡剧烈。这时,股价指数的起伏并不完全与我国国民经济的增长同步,这是一个不太成熟的股市自身固有规律的表现。股价指数总是随股市上一些必然事件或突发事件而变化的。为了使股价指数具有更好的连续性和稳定性,我国的股价指数在计算及处理上有其独到之处,在股市发展实践中上证指数计算与处理方法有两点是值得回顾的。一是开盘价产生方法以及与上证指数关系的演变;二是股权转让时的撤权与复权的处理。

1. 开盘价产生方法的演变

所有股票的开盘价决定开盘指数。特别是新股上市是交易所经常遇到的事情,新股一上市,即作为股价指数的计算样本,新股的开盘价即计入股价指数,开盘价的产生就很重要。当股市流通总量很小时,每只新股上市都会对股价指数产生较大的影响。开盘价定得合理,股价指数波动就小,反之,波动就大。上海证交所对股票开盘价的产生以及上证指数关系的处理走过了这么几步:

(1)新股上市首日开盘指导价。1992 年 1 月 11 日,兴业房产股票上市。当时股价尚未放开,用涨跌停板控制股价的升跌。新股上市首日开盘指导价的计算公式如下:

$$\text{上市首日开盘指导价} = \frac{\text{上市日前一个交易日的上证指数}}{\text{发行截止日的上证指数}} \times \text{发行价格}$$

这个指导价建立在新股股价从发行截止日到上市前一日这一时间区间内与上证指数同步递增或递减的基础上。这与当时股市现状完全相适应,从统计意义上是完全合理的。

(2)采用自由竞价方式产生新股上市首日开盘价。1992 年 5 月 21 日,上海股市股价全面放开,股市成交价由自由竞价产生,即按照“价格优先,时间优先”的原则成交。故新股上市首日开盘价也采用自由竞价方式产生,即等于最高买入价与最低卖出价的算术平均值。这种做法体现了市场公平竞争的原则。

(3)采用集合竞价方式产生新股上市首日开盘价。1992 年 7 月 7 日起,新股上市首日开盘价,采用国际通行的集合竞价方式产生。具体做法是:计算机主机按照价格优先原则对所有的申报进行自动排序——买进按价位由高向低排列,卖出则按价位由低向高排列;当达到某一价位时,在此价位上所有买进申报和在此价位以下所有卖出申报都能满足,而且此时

成交量又最大时,那么该价位即为决定价格,也就是新股上市首日开盘价,所有配对均按此价位成交。采用集合竞价的方式产生开盘价将进一步完善交易市场运作体系,充分体现市场“公开、公正、公平”的原则,避免因人为因素造成股价不正常波动,从而使开盘价较真实地体现市场实际情况。

(4)新股股价纳入上证指数计算时间的变化。原来新股上市将首日开盘价作为基值纳入上证指数计算。1993年5月份作了更改,调整为将首日收盘价作为基值纳入上证指数计算。这样做的好处在于:新股上市首日,投资者对股价预期有较大差别,因此,股价波动一般较大。经过一天的交易,一级市场的原始股经过较充分的换手,股价逐步趋于稳定。将收盘价作为基值纳入上证指数的计算也就能减少新股上市造成对上证指数的影响,增加了上证指数的稳定性。

(5)A股股票都采用集合竞价方式产生开盘价。从1993年8月6日起,每天早上,所有的A股股票都采用集合竞价方式产生开盘价。并以此计算当日的开盘指数。这样做将集合竞价产生开盘价的方法引入所有A股股票,全面地减少了人为因素造成的股价波动,并能产生一个确切而合理的开盘指数。这就改变了原先除新股集合竞价开盘外,其他所有股票由自由竞价开盘,各股开盘时间不完全一致,而造成的不能产生确定的开盘指数的状况。每天产生确切的开盘指数是上证指数发展过程中一项很有意义的统计指标,它完善了上证指数时间序列中的统计指标体系。

2. 采用撤权和复权方式修正上证指数

由于我国股票市场处于发展的初级阶段,一些大型国有企业转化为上市公司时,向社会发行股票的比例较小。1993年4月22日,国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》,规定上市交易的条件之一有:向社会公众发行的部分不少于公司拟发行股本总额的百分之二十五,(公司股本总额超过人民币四亿元的,向社会公众发行的部分可酌情降低比例,最低不少于公司股本总额的百分之十)。这样,一些不合乎此规范的上市公司(如上海申能公司,哈尔滨医药公司等)为了增加社会公众股的比例,决定向社会个人股东转让部分国家股。当时,中国证券市场发展已形成了国家股、法人股、个人股各具概念的特征。由于国家股、法人股暂未进入流通,因此,个人股流通量对市价的影响起到主要的作用。这一特征形成了上市公司不同身份股东在结构上的变动而对市场产生影响。然而,上市公司国家股定向有偿转让给公司社会个人股东,属于股东之间股权转让行为,不同于公司增资而向股东送股或配股,因而公司的股本总额并未扩大,所以,该股票在有偿转让时的交易价格也不应除权。而从上海证交所上证指数编制的方法上看,是选择所有上市股票为样本,于是,个别股票,尤其是一些发行量很大的股票其市价总值大,在上证指数中的权重大(如当时申能股票权重约占上证指数百分之二十),当其有偿转让时,其价格波动必然会导致上证指数的异常波动。为避免上证指数的异常波动,并使股指能真实客观地反映整个大势的变化,根据统计原理,采用撤权和复权方式修正对股指进行调整是科学且有效的。

具体修正方法是:凡遇有上市公司股票定向有偿转让的情况,从公告之日起,该股票不列入上证指数的计算样本范围,称为撤权;从有偿转让的股票上市交易后的第十一个交易日起,该股票恢复列入上证指数的计算样本范围,称为复权;复权的股票列入指数计算样本范

围时,以复权的前一个交易的收盘价和股本总额为计算基准数据。

第五节 股市行情

股市行情,是指股票市场交易情况的记录和显示,它为投资者了解市场,分析市场,顺利实施交易提供了必要的信息。它一般通过证券交易所和各证券营业部内的电子屏幕显示出来,同时还以报纸、广播、电视等为媒介向公众传播。一般格式如表 11.3.1:

股市行情一般分为实时动态行情和收市静态行情,还可以按周、月等时段报告行情,这需视投资者用途而定。下面就逐一介绍。

表 11.3.1 上海证券交易所股市行情表
1996 年 11 月 14 日

名称	开盘	收盘	前收盘	涨跌	涨跌幅	最高	最低	成交金额	成交股数			
30 指数	2461.80	2475.23	2454.57	20.66	0.84	2480.17	2445.84					
综合指数	944.46	953.19	940.52	12.67	1.35	957.61	943.61	4414774796	486961839			
A 股	994.32	1003.44	990.08	13.36	1.35	1008.48	993.29	4382031187	476556557			
B 股	46.20	46.78	46.20	0.58	1.26	46.88	45.84	32743609	10405282			
工业类	开盘	收盘	前收盘	最高		最低		成交金额	成交股数			
	729.98	738.05	727.10	742.07		729.79		2819568668	340997430			
代码	股票名称	前收盘	开盘	最高	最低	收盘	涨跌	涨跌幅	成交 股数	增 减	成交金额	市盈率
600600	青岛啤酒	5.89	5.95	6.18	5.80	6.18	0.29	4.92	2540104	1389905	15185971	40.26
600601	延中实业	10.77	11.00	11.87	10.82	11.60	0.83	7.71	11326316	69566281	29245936	47.95
600602	真空电子	5.28	5.30	5.50	5.26	5.45	0.18	3.22	4732134	1936159	25578861	23.99
600604	二纺机	4.64	4.68	4.94	4.65	4.83	0.19	4.09	1413727	559729	6817432	136.06
600605	轻工机械	6.60	6.62	7.05	6.60	6.85	0.25	3.79	909850	281339	6226566	274.00
600606	嘉丰股份	5.08	5.13	5.25	5.06	5.20	0.12	2.36	345160	127790	1783907	130.00
600607	联合实业	6.20	6.25	6.40	6.18	6.30	0.10	1.61	448116	156991	2812021	28.31
600608	异型钢管	5.84	5.88	6.22	5.83	6.15	0.31	5.31	2512669	1676285	15311060	45.05
600609	一汽金杯	4.30	4.32	4.44	4.30	4.38	0.08	1.86	11000048	2927304	47951917	—
600610	中纺机	4.55	4.62	4.78	4.58	4.73	0.18	3.96	498392	218696	2340883	3941.70
600612	第一铅笔	9.00	9.01	9.18	7.78	9.12	0.12	1.33	236831	52081	2141962	29.74
600613	永生股份	10.30	10.20	10.49	10.20	10.39	0.09	0.87	230.321	85021	2372759	52.88
600614	胶带股份	6.95	6.90	7.10	6.85	7.01	0.06	0.86	83388	30188	582132	64.19
600615	丰华圆珠	8.74	8.85	9.30	8.74	9.08	0.34	3.89	233340	80392	2098449	26.97

600617	联华合纤	6.74	6.38	6.74	6.38	6.65	-0.09	-1.34	111900	-48700	741333	55.74
600618	氯碱化工	11.66	11.80	12.03	11.75	11.85	0.19	1.63	1102770	-245280	13124233	51.70
600619	冰箱压缩	12.10	12.32	12.40	12.15	12.30	0.10	0.82	255005	75605	3134139	29.96
600621	上海金陵	9.10	9.10	9.65	9.05	9.49	0.39	4.29	1118386	790004	10415115	38.20
600622	嘉宝实业	7.63	7.60	7.99	7.60	7.85	0.22	2.88	927687	456264	7219988	27.69
600623	轮胎橡胶	10.50	10.50	10.90	10.38	10.63	0.23	2.19	929951	467901	9981530	109490
600624	复华实业	7.85	7.90	8.09	7.88	7.98	0.13	1.66	389744	102674	3104842	30.25
600625	水仙电器	6.45	6.55	6.60	6.45	0.09	1.40		207295	-99185	1352160	58.55
600626	申达股份	5.16	5.18	5.45	5.15	5.32	0.16	3.10	361962	126590	1387963	66.50

注：*B股以美元标价。

一、静态行情

(1) 股价指数,即反映股市行情的综合变动情况,是投资者分析、预测市场动态的信息源之一。

(2) 开盘价,即开市后第一笔股票成交价格,可分为日开盘价,周开盘价等。

(3) 收盘价,即停市前股票的最后一笔的成交价,它在投资分析中有着重要地位,许多分析方法都是以收盘价为依据。

(4) 前收盘,即报告前一个时段的收盘价,如日行情报告中指的是前一个交易日的收盘价。

(5) 最高价和最低价,它们是指股票在特定一时段内其成交的最高价格和最低价格。

(6) 成交量与成交额。成交量,是指一特定时段内市场中所完成买卖的股票数量,它反映了市场的活跃程度和投资者的投资动向,一般用股数表示。成交额是相应的成交金额,用货币单位表示。

(7) 涨跌与涨跌幅。涨跌是指当日股价与前收盘之差,正号表示上涨,负号表示下跌,其百分比是涨跌幅。

(8) 市盈率。

二、实时动态行情

它是动态方式随时显示行情和交易的最新变化情况,其概念项目大多与静态行情相同或相近,故不作细致说明而只列项目名称。

(1) 开盘价与前收盘价。

(2) 最高价与最低价。

(3) 最新价:最近一笔成交的价格。

(4) 涨跌幅:最新价与前收盘价的差额比。

(5) 买入价:买方的最高申买价。

(6)卖出价:卖方的最低申卖价。

(7)成交量与成交额:它们是随时变化,不断累加的。

第六节 股票市场案例精选

一、触目惊心——美国 1929 年的股灾

1. 1929 年,美国股市大崩溃

1929 年 10 月 28 日,美国华尔街股市暴跌的洪水一发而不可收拾,开始彻底摧毁股市。从 9 月份的股灾开始到 1932 年,股票价格下降了 75%。

20 年代是一个充满希望的年代,同时又是一个使人沮丧的时代。1922 年至 1929 年是美国“繁荣的七年”,公众享受著体面的生活条件,乐观主义情绪普遍流行。投资者信心十足,经济政治环境良好。空前的繁荣和巨额预期报酬,极大地激发了华尔街投机商的野心,不少美国人卷入华尔街狂热的投机活动中。股灾前,美国股市先行大升,1920—1929 年平均股价升幅达 5 倍,股价呈抛物线式上升,股票市场急剧升温不止。

1929 年 9 月 4 日,持续繁荣的商业活动开始下降,股票市场开始缓慢变动。

9 月 5 日“巴布森突变”冲击股市后,股市急剧下降。来自马萨诸塞州韦尔斯利的身体单薄、一把山羊胡子、其貌不扬的金融顾问、波士顿统计学家罗杰·巴布森在当天的一个金融家午餐会上说:“我重复去年和前年在这个时候所说的话,股票市场崩溃迟早要来临。”华尔街专业人员对这位“韦尔森利先知”的新见解报以惯常的嘲笑。然而,当天下午两点,当巴布森的话在道·琼斯金融消息自动记录器上出现的时候,引起了股票市场的恐慌。在最后的交易时间里,有 200 万股票易手,美国电报电话公司的股票下降了 6 点,威斯汀豪斯的股票下降了 7 个点,美国钢铁公司的股票下降了 9 点。“巴布森突变”动摇了投资者的信心,拉开了 1929 年股灾的序幕。

股票市场下跌的初期,许多美国人仍旧保持著乐观的态度,不相信股票市场和美国经济正走向崩溃的边缘。在 10 月 24 日股票价格继续下跌的那天,为防止市场的崩溃,美国一些银行巨头集会仍然在商定按高于市场的价格收购股票。美国总统胡佛也在这个时候发表了一个文告,声称:“美国主要工商业和商品的生产和销售,形势很好,欣欣向荣。”然而好景不长,在股票市场略有回升不久,股市不时急速下跌。

股价下跌已导致凭保证金交易的客户被要求提供更多的担保品,不能满足这种要求的客户被迫抛售他们持有的股票,这进一步加剧了股市的下跌。10 月 21 日星期一的抛售行情记录器来不及记录所有的交易,直至收盘后的 1 小时 40 分钟以后,最后一笔交易才被实际记录下来。该天的股市下跌,使经纪人进一步催客户补交保证金,令 23 日股市再次急跌。

24日(被称为“黑色星期四”)发行新股变成了恐慌性抛售,交易量达到了1300万股,股价急剧下降,有时候每次交易的价格下降5美元至10美元,许多股票的价格几小时内下降了40到50点。在纽约数家主要银行组织的“救市基金”和在纽约交易所总裁大量购买股票企图稳定投资者信心的努力失败后,美股更是一泄千里。10月29日,纽约证券交易所最黑暗的日子,一个交易日之中有1640万股票易手(相当于1985年的10亿股),价格几乎是垂直下跌;整个交易大厅,卖主象一只只无头苍蝇在大厅里撞来撞去,期望能够找到买主。到11月,50种热门股票的平均价格下降了50%左右。1929年到1933年,虽然其间股市有所反弹,但反弹的力度一浪低于一浪,股票的平均价格下降了75%,纽约证券交易所上市的各种股票的市值下降了450亿美元;到1933年7月,美股最终见底的时候,其市值只有740亿美元。

著名经济学家J·K·加尔布雷思在他关于股票市场崩溃及其前因后果的名作《大崩溃》中,对10月29日股票市场崩溃有一段著名的描写:“崩溃的高潮终于于1929年10月29日这样来到了:在大风暴来临前的星期二上午10点钟,证券交易所大厅中的大锣勉强敲响了。大量股票投入股市,不计价格地抛售……出售的不仅是无数小企业的股票,而且大企业的股票也在抛售。……某种股票的做市商发现自己一再被争相抛售的经纪人所包围,而且甚至简直没有人去考虑买进。……交易所的情况十分混乱……开盘后半小时,交易量就超过了300万股,到12点时超过了800万股,到下午一点半时超过了1200股,鸣锣收盘时,这一天的疯狂达到了极端,以1641万零30股的最高记录收盘。……根据《纽约时报》的统计,50种主要股票的平均价格下降了40点。”

美国证券市场的大崩溃,是美国历史上最严重的长达4年的经济大萧条的开端。

2. 谁是元凶

对1929年股灾成因的探讨,是经济学界仍在争吵的一个难题,历来凯恩斯主义和货币主义各执一词;但(有的甚至是偏见)导致了世界上股票市场监管标准框架和美国现代银行体制的构建。

(1)美国经济周期是1929年股灾的根本原因。在大多数美国人看来,1929年股灾引发了美国历史上最严重的经济危机,造成大量银行、企业倒闭、工人失业。然而必须强调指出的是,股票市场的崩溃不是大萧条的原因,而是一些更深刻问题的表象。

研究表明,从十九世纪到20世纪中叶,美国历次发生的经济萧条都伴随著运输业的过分发展和土地过分投机。1929年大萧条是以汽车工业和公建设事业的过度发展为先导的,他们把美国经济周期性的扩张带到了一个正常的高度。1927年初,住房建筑业开始下降,但其他所有的工业部门都在过去和今后的两年内继续得到高速度的发展,以至创造出的生产能力的速度显然过快,与总支出的增长不相适应。在1926年总的实际资本形成达到顶峰之后,继续的大量投资开始引起生产能力的相对过剩。过大的生产能力和预期销售不断拉开距离,最终达到崩溃的边缘,从而使美国工商业者的盲目乐观主义以惊人的速度转变为日益严重的悲观主义。人们对所有的投资,包括证券市场失去了信心,大规模地抛售股票。欧洲地区乃至全球性的经济衰退进一步削弱了美国商品的出口能力,客观上加紧了美国的经济大萧条。

(2)证券市场的过度投机是造成1929年股灾的直接原因。1922年到1929年,是美国历史上引以为荣的“繁荣的七年”,也是制造股市投机风潮的七年。虽然美国经济和工商业在以骄人的业绩增长,但这种增长过份地反映在股票的价格上来,几乎所有的买进都意味着利润;越来越多的人在投机家的带动下进入股市。在投机狂热达到顶点时,大约有100万新买家在各种证券市场上买进和卖出。

股票市场的过度投机表现在两个方面:

一是股票的价格大大高于其内在价值。当时评价股票的基点是“十倍市盈率”,然而,1929年大多数股票的市盈率在20到30之间,有些股票甚至达到了50。

二是为满足日益增多的对股票的强烈要求,股票的发行量剧增,制造和分配股票成为一项重要的行业。索尔在《繁荣的十年》一书中写到:“在这个时期,新证券几乎象肥皂泡那样被制造出来,原因不外乎制造与出售证券更加有利可图。”工业、公用事业、铁路和银行,都在发行股票、或把股票拆细,使之更易买到。1925年1月到1929年10月短短的四年里,列入纽约证券交易所价目表的股票,由4.4亿股增加到11亿股以上,该所的总市值从1927年的270亿美元,膨胀到1929年10月1日的870亿美元,普通证券的平均价格几乎增长了300%。

(3)银行、证券交易人员的不规范交易行为助长了证券市场的投机狂潮,对1929年股灾起到了推波助澜的作用。

银行体系在1929年股灾中,有许多不光彩的记录。最大的一笔是银行对证券市场放了巨额的股票抵押贷款,导致了股票市场价格的剧烈波动。银行资助经纪人放出的股票抵押贷款从1927年1月的30亿美元到同年12月的45亿美元,增加到1929年9月30日的85亿美元。大量的投机资金涌入股票市场,对股价的上升起到了关键性的作用;然而,在股价下跌的环境中,以股票为抵押的股民在银行和经纪人的压力下,被迫抛售股票,从而进一步加剧了股票的下跌,把股票价格无以复加地推向深渊。虽然美国联储在1929年2月就已意识到此事的严重性,上调了贴现率,经纪人也把股票抵押额提高到50%以上,但为时以晚,因为那些渴望获取20%以上年收益率的大资本家和大公司都早已把巨额现金存入银行,准备随时加入投机者的队伍;直至经济最后崩溃,股票市场上也不缺乏资金。银行在证券市场上不光彩的行为还包括利用自己的优势进行内幕交易、强制包销证券发行人的股票等。

证券商和证券交易所在当时并无专门的法律进行管制,证券欺诈、内幕交易、操纵市场等不正当交易行为盛行。由于新发行的证券一上市就抢购一空,股票发行人不论企业好坏、不充分正确地披露信息的例子屡见不鲜。这一方面助长了投机风潮,侵害了投资者的利益,另一方面也削弱了股票的价值基础,使之一触即溃。

(4)缺乏证券立法和一个适当的证券监管机构来防止证券市场的投机风潮和欺诈行为等不正当交易行为,也是1929年股灾未能得到避免的原因之一。

总之,1929年股灾是多方面原因共同作用的结果。

3. 劫后余波

1929年股灾对美国民众的影响一直持续到四、五十年代。二战后,投资者对股票市场的看法仍普遍悲观、不寄希望于增长;投资以安全为基础,宁愿收取债券的2.5厘的利息,也

不愿持有周息可达 7 厘的工业股。直到 50 年代,美国投资者因在大萧条中几乎丧失所有,仍然谈股色变,许多人只懂得把多余的资金购买债券。1954 年,美国的股市经过自 1929 年以来的近 1/4 个世纪的漫长道路,道·琼斯工业指数才首次冲过 1929 年的高峰。

1929 年股灾唯一值得后人庆幸的是:经过反思,美国政府制订了旨在消除证券市场不正当交易和稳定银行体系的一系列法案,建立了对证券业和银行业监管的标准框架。作为“罗斯福新政”的一部分,其影响力已远远超过了那个时代。其中,对证券业方面的立法奠定了证券市场监管的基石,其有效性至今未受到丝毫怀疑,并受到世界各国的纷纷仿效。

在 1932 年国会举行的几次听证会上,揭露了银行家、交易所、普尔公司老板、投资顾问以及投机家在 1929 年股灾中的种种丑恶把戏。这直接导致了 1933 年 5 月通过的《证券销售法》,根据该法令,发行证券的券商必须把发行的各种详细情况向“联邦贸易委员会”(后改为向新成立的“证券与交易委员会”)备案,即使在该委员会批准后,发行人也要对不真实的报告负民事和刑事责任。1933 年 6 月,在《证券销售法》(1936 年修订时包括了未上市的证券)。规范了证券交易所的行为,并依照该法成立了“证券交易委员会”,该委员会被授权制订证券交易以及信息披露等的规章制度。1935 年通过了“公用事业控股公司法”,以图减少因大的控股公司的倒闭所带来的大批投资者损失的恶果。1940 年又通过了《登记和管理投资信托法》,以规范和管理投资基金信托公司的行为。1933 年及以后的一系列证券立法构建了现代证券监管体系,至今仍旧被认为在有效地防止证券欺诈等不正当交易、保护小额投资者的利益方面成效显著。

相比之下,虽然在银行管理方面扩大了联储的职权范围、成立了存款保险公司等措施有利于减少银行的倒闭事件,维护金融业的稳定,然而,对于国会通过的在美国银行制度起关键作用和证券市场有深刻影响的《格拉斯·斯蒂格尔法案》简称 GS 法案),金融界和证券人士却颇有微词。GS 法案规定了著名的分业管理原则,即商业银行不得自身或通过证券子公司或联营公司经营证券业务,投资银行不得吸收存款,然而现在却被越来越多的人认为其削弱了美国银行的稳定性和竞争力,认为其制订是基于对 1929 年股灾原因认识的偏见,并且要求废除该法案、推动银行和证券业的改革的呼声越来越高。支持和反对 GS 法案的争论在于:

支持者认为:由于证券业的风险较大,商业银行从事证券业务危害了银行稳健经营的原则,是造成大萧条中银行大量倒闭的主要原因;商业银行对其从事证券的子公司或联营体的贷款导致了 1929 年股票市场的过度投机;商业银行得到的内幕信息而滥用权力,因而必须用“中国墙”(CHI—NESEWALL)加以分离;商业银行可以以其地位的优势强制要求证券发行人把承销发行权交给银行的证券子公司或联营体。

反对 GS 法案的人认为:银行对证券业贷款在 1929 年股灾成因中的作用被夸大了;银行从事证券业和风险并不大于传统的贷款业务,并没有证据表明有任何一家的银行倒闭是由于这种不正叙的信贷导致的,大萧条中的银行倒闭实际上和缺乏一个有效的联储——联邦存款保险公司的银行监管体系严格监管,银行、其证券子公司或联营体在证券市场上的滥用权力的事件将得到有效的控制;银行从事证券业务可以开辟比传统银行业务利润更多的业务领域,有利于增强银行的稳定性和盈利性;由于欧洲等国家长期实行“全能银行体制”,

美国的银行业在国际竞争方面已经大大落后。因此,他们认为应取消 GS 法案,准许银行通过其证券子公司或联营机构从事证券业务。作为 90 年代美国银行和证券业改革的一面“大旗”,估计对该法的争论仍要继续下去。

二、“黑色星期一”——1987 年美国股灾

1987 年 10 月 19 日,西方股票市场掀起轩然大波。美国道·琼斯 30 种工业股票价格指数大幅下跌,一天之内急跌 508.32 点,下跌幅度达 22.6%,下跌的点数和幅度都创有史以来最高记录,超过了 1929 年 10 月 28 日美国经济大危机前夕创下的一天之内下跌 12.8%的记录。

美国股市大跌引起全球性股票价格下跌。

伦敦《金融时报》100 种股票价格指数 19 日下跌 183.70 点,跌幅为 10.1%,创下了一天内的最大跌幅;瑞士信贷银行股票指数的跌幅为 11.3%;联邦德国 DAX 股票指数下跌 3.7%;法国 CAC 股票价格指数下跌 6.1%;荷兰股市下跌 7.8%;比利时股票价格指数下跌 10.5%。亚洲日本东京日经 225 种股票价格指数在 19 日跌 620 点之后,20 日再跌 3800 点,跌幅分别为 2.35%和 14.76%。香港恒生股票指数在 19 日下跌 1121 点,创下日跌幅 33.3%的历史最高记录。新加坡《海峡时报》股票价格指数 19 日下跌 12.15%;澳大利亚股票价格指数 19 日下跌 80.20 点,下跌 3.74%之后,20 日又下跌 24.9%;巴西、墨西哥的股市跌幅也在 20%以上。

10 月 19 日的全球股市暴跌的幅度之大,波及范围之广均史无前例,震动了世界经济的各个领域。这一天被人们称之为“黑色星期一”。

1. 引发这次股灾的元凶是美国股票市场价格的暴跌

第一,美国经济自 1983 年以后持续增长,使人们对美国经济发展前景信心膨胀,支持美国股市价格上升速度大大超过经济的实际增长速度,形成脱离经济基础的虚假景气,埋下股价突然下跌的隐患。

美国在 60 年代奉行凯恩斯的扩张性财政和货币政策,大搞赤字财政,以充实就业和高经济增长率为首要的经济目标,导致进入 70 年代之后发生高通胀并发经济停滞的“滞胀”型衰退。年通胀率从 60 年代 3%左右上升到 70 年代 8%左右。1980 年通胀率高达 13.5%,失业率上升到 7%。

严重的经济失调,使执行凯恩斯主义经济政策的美国总统卡特在 1980 年大选中败北。新当选的美国总统里根上台以后,把控制通胀率做为首要的经济问题,摈弃以往的赤字财政,人为刺激需求上升的作法,而采取紧缩的货币政策,严格控制货币发行量,里根的经济政策是以控制货币供应量来控制通胀,以减税政策刺激生产,对付经济停滞。

里根政府控制通胀率的政策在 1983 年取得效果,美国经济从 1983 年开始持续 8 年增长。促使道·琼斯工业股票价格指数从 1984 年 8 月底的 1224.37 点猛升到 1987 年 8 月底 2662.95 点,上升幅度达 117.5%。美国股市的上升幅度大大超过了经济的增长,美国经济在 1983 年至 1987 年间,年平均增长率为 4%左右,而股市价格的上升速度超过经济增长速

度的 25 倍以上,这就为 1987 年股市暴跌埋下了隐患。

第二,国际游资增长,加剧了股票市场的动荡。

70 年代以来,西方国家出现经济“滞胀”,西方各国的赤字财政政策导致货币供应量的增加远远超过经济增长所需要的货币量。这些超量发行的货币,一部分冲击商品市场,引起通货膨胀,物价飞涨,另一部分连同生产中游离出来的闲置资本则进入国际金融市场,促使股市价格上升。特别是自 1983 年以来,发展中国家出现债务危机,西方国家将资金从发展中国家撤离,以及发展中国家为偿还债务向西方国家支付的巨额本息,引起国际市场资金倒流西方国家,增大了国际金融市场的流动资金。此外,80 年代以后,石油价格下降使西方国家生产性资本相对减少,使国际金融市场的闲置资本进一步膨胀。这些资金为了谋取高额利润,大量涌向股票市场。股票市场既是一个投资市场,又是一个投机市场,在 80 年代这种闲置资本充斥,银行市场利率较低,而人们又因看好美国经济发展前景的情况下,人们纷纷购入股票,预期股票价格将继续上涨。股票市场投机气氛浓厚,促使股票市场价格大大背离了由经济基础所决定的股票实际价格。在经济规律的作用下,股票市场在某一事件下,必须出现强制性的自我调整,以暴跌形式纠正过高的股价。

第三,80 年代以来,里根政府实行的减税政策减少了财政收入,而为抑制高通胀率实行的高利率政策则造成美国汇率大幅上升,使美国的出口减少,造成美国政府的巨额财政赤字和贸易逆差。1981 年,美国政府抑制通胀率,将贴现率提高到 14% 的历史高点,商业银行的优惠利率也提高到 20% 以上。美国的高利率吸引大量资金流入美国,促使美元大幅上升,美元兑马克年平均汇率从 1980 年 1.8177 马克上升到 1985 年 2.9411 马克,升幅达 62%。美元汇率大幅上升,造成美国出口减少,贸易逆差从 1983 年的 671 亿美元上升到 1987 年的 1200 亿美元。

同时,美国的财政赤字在 1986 年和 1987 年分别达到 2211 亿美元和 1480 亿美元。从 1985 年开始,流进美国的外国资产逐渐超过美国在外国的资产,到 1987 年底,美国对外债务达 4000 亿美元左右,成为世界头号债务国。

美国的巨额贸易逆差和财政赤字使人们对美国经济前景信心下降,终于使过度膨胀的美国股票市场不堪一击,迅速下滑。

2. 1987 年股市暴跌造成的影响

美国股市暴跌引起世界范围内的股市下跌,最先受影响的是股票经纪行和投资银行,进而影响商业银行和其它金融机构。股市价格暴跌使许多股票难以出售,这样股价继续下跌的风险必然由经纪行承担。一些股票抵押贷款发放较多的金融机构也全蒙受损失,出现倒闭现象。至 1987 年 5 月,美国银行对经纪行的股票,债券抵押贷款达 368.9 亿美元。股市暴跌对金融机构有很大影响,往往引起金融市场的动荡。

股市暴跌使工商企业筹资更为困难。股市危机使企业不能从股市直接融资,所需生产资金不得不从银行借贷,增大了企业的筹资成本,使中小企业遭到打击。企业被迫减少投资,从而影响经济增长。

股票价格暴跌使资金从股票市场流向债券市场、贵金属市场,从而引起汇率市场价格的大幅波动,影响到各国经济的发展。

股票价格下跌使股票投资者常受重大损失,从而使人们消费需求下降,引起商品价格下跌,会影响到发展中国家出口商品的价格和出口收入。

由于股票市场的剧烈波动会引起汇价和商品价格的波动,因而对世界贸易,国际金融市场和资本流动产生巨大影响。从历史上看,1969年至1970年,1973年至1975年间,道·琼斯工业平均股票价格指数出现的两次较大幅度下跌,均引发经济的衰退。1969年和1970年道·琼斯股指分别下降3. %和14.1 %,美国经济增长率分别为2.4 %和0.3 %。1973年和1974年道·琼斯股指分别下降2.9 %和18.9 %,这两年的美国经济增长率分别为-0.5 %和-0.3 %。从历史经验看,股票市场价格的波动往往是经济波动的预兆或反映。

3. 1987年股市暴跌后没有引起如1929年股灾后发生的世界经济危机的原因

(1)1987年银行系统得到加强,美国金融管理部门吸取了1929年股灾的经验教训,采取了一系列措施,对股市波动可能对经济发生的消极影响进行防范。例如,美国联邦储备局在80年代规定,任何机构个人将银行借款用以购买股票的比重不得超过其借款总额的50 %,而在1929年,这一比重则为78 %。由于1929年人们可以用大部分银行借款购买股票,因而一旦发生股价暴跌,就会造成借款人难以归还贷款,从而引起金融系统的连锁反应,造成信用危机和金融动荡。而1987年的股票暴跌,则由于人们用自有资金购买股票的比重增长,因而引起信用危机等连锁反应的可能性相对减弱。到1987年5月底,美国股票抵押贷款余额仅占商业银行贷款余额的2.2 %,因此没有引起信用危机。

(2)国家干预加强。1929年美国还没有建立联邦存款保险公司,对银行存款没有实行保险,因此在出现股市暴跌之后,人们由于担心银行受到影响而倒闭,蜂拥到银行挤兑现金,引起银行破产。在1929年出现股市暴跌后,中央银行收紧银根,对本已十分困难的金融机构造成更大的打击。由于流动资金奇缺,造成大量企业和银行倒闭。美国金融管理局吸取1929年股灾的教训,在1987年股市暴跌后,立即放松银根,向银行系统注入大量资金,商业银行也降低了利率以保证向企业提供充足的流动资金。从而避免了信用危机的发生。同时,由于建立了联邦存款保险公司,人们不必担心由于银行倒闭而血本无归,因此没有发生挤提银行存款的现象,使银行系统保持稳定。

(3)经济形势较好。1929年10月发生的股价暴跌之所以引起世界经济衰退,其原因是当时的经济已经在走下坡路。美国经济在1929年股灾爆发之前,工业生产已经开始萎缩。1929年7、8、9三个月的生产以15 %的速度衰退,因而股票市场的下跌对它下降起到了雪上加霜的作用,触发了世界经济危机。而1987年美国的经济形势仍处于上升态势,7、8、9三个月的工业生产以年率9 %的幅度上升,世界其它地区经济情况也不错,这就使1987年的股市暴跌没有引起经济衰退。

4. 1987年股市暴跌中值得借鉴的经验

引起1987年股市暴跌的原因中,国际游资的作用是一个重要因素。80年代以来,由于世界经济和国际金融市场的迅速发展,国际游资的数额迅速增长,成为国际金融领域里不可忽视的力量。国际游资为了争取股票、外汇交易产生的高额利润,在国际金融市场迅速流动,成为一种特殊的牟利资本,带有很大的盲目性,投机性和破坏性。虽然国际游资为各国的生产建设筹资提供了更多的资金,对世界经济的发展起了一定的促进作用。但是如果不

注意对国际游资可能带来的风险的防范,就将对世界经济造成危害。

国际游资是指国际金融市场上流动的短期资金,即在银行储蓄、政府债券、商业票据和其他流动性很大的资产方面的投资。据国际货币基金组织统计,在国际金融市场上流动的短期银行储蓄和其它短期证券至少有 7.23 亿美元,约等于全世界经济产出的 20%。

国际游资产生的原因是离岸金融市场的发展和国际经济一体化,金融一体化的迅速发展。在当今的世界上,只要打入电话或按一下电钮,就可以把巨额资金从一个金融市场转移到另一个金融市场,为利用游资牟取高额收益准备了条件,加速了资本的流动。经济学家说:“当今,资本正以光的速度流动。”

国际游资的增加表现在以下几个方面:第一,证券市场成交额猛增。1993 年七个工业大国之间的股票和债券的成交额从 1985 年的 2000 亿美元猛增到 7640 亿美元。第二,投资基金迅速增长。这种投资基金利用金融市场上价格的波动获取利润。在美国,这种基金在 1990 年一季度有 3000 个,其总资产达 1400 亿美元。第三,外汇市场交易额猛增,从 1989 年每天的 1200 个增加到 1995 年 6200 亿美元,增加到目前每天的交易额约 10000 亿美元。第四,金融衍生商品市场迅速发展,1994 年全世界期货交易所的交易总额达 14000 亿美元,而 1988 年只有 4820 亿美元。

国际游资的流动对世界经济发展起到促进作用。国际游资往往流向收益较高的地区和国家,促使资本的最有效利用,促使劳动生产力的提高。但是,由于国际游资流动的突然性和盲目性,也对世界经济产生很大的破坏作用。主要表现在以下几个方面:第一,造成一个地区或国家经济的大幅波动。当一国经济高涨时,会吸引大量游资流入,使股票、债券、房地产业的价格飞涨,形成所谓“泡沫经济”,但泡沫经济一旦崩溃,国际游资就会迅速撤出,使该国经济急剧下滑,甚至造成经济危机。今年年初发生的墨西哥金融危机导致经济危机就是一个例子。第二,国际游资的存在使国际借款更加方便,会使一些国家的政府随意扩大财政赤字,而以国际借款来补偿赤字。给该国经济造成损害,并给国际金融市场带来动荡。美国财政赤字连年增加,导致美元汇率今年出现大幅下跌是一个例子。第三,国际游资迅速地在国际金融市场流动,往往对一国的货币造成巨大压力,引起汇率、利率的波动,对世界贸易经济发展造成损害。

总之,国际游资一方面给各国经济的发展以机遇,另一方面也蕴含著很大的风险。国际游资对各国经济和国际金融市场的冲击越来越引起人们的关肴。一些经济学家建议应对国际资本流动制定国际管理规则,防止巨额游资盲目流动对各国经济的冲击。

今年 6 月中旬召开的西方七国首脑会议也提出了防范国际金融市场动荡的议题。并提出要加强国际金融机构对国际经济和金融的监管、协调作用,在加强监管的内容中,对资本市场的监管也是重要的一条。随著世界经济的发展,国际游资必然继续增加,我们在合理利用游资的同时,必须对它的破坏性保持高度警惕,并加强研究对策。

三、“不堪回首”——中国股市第一次暴跌

1. 大市回落,黑市嚣张

1992年5月底的一天,上海证券交易所总经理尉文渊因受一位股民来信的启发,想到搞一个大型集贸市场似的股票交易市场,用以缓解由于证券营业点不足造成众多散户股民挤不进交易跑道的矛盾。他说干就干,6月1日,就在文化广场设起了大型集中交易市场,陆陆续续便有五十多家证券商进场设点营业。由于未安装大屏幕行情显示,市场便以广播形式平均每十分钟广播一次行情,算是因陋就简。开业期间,文化广场只接卖单委托,主要先解决散户抛单难的问题,直到8月份,才开始受理买单委托。

在5月底的股价暴涨中想到设置这样一个“卖单市场”,曾引起纷纷议论,说这是为了压低股价。不过它后来确实是抛卖大出的地方,几乎占了交易所卖单的三分之一。尉文渊后来接受记者采访时说:“最近股市暴跌,如果没有文化广场,很难想象会不会造成社会问题。”但也不可否认,他当初开辟文化广场集中交易市场正好是在股价狂涨之际,难免没有平抑股价的意思。

果然转身进入6月,上海股市高悬的价位就如利剑般劈下,上证指数一口气跌去了近200点。随后虽有反弹,但毕竟弱不禁风,旋即滑向了1100多点。在5月21—25日曾经风光盛极的豫园和申华,分别由各自的万元天价和640元历史高峰滑下,豫园下了9000元关口,申华则在6月3日跌进了历史低谷,跌破了放价前的354.3元,几乎是在探底。

然而总的说来这一次不是暴跌,而是正常的回档,获利者正当回吐。6月间是上海股市盘整和个股表现的时期。股民们着手调整手中的筹码,或进或吐,进行不同的选择。由于7月初将公布上市公司的财务报表,6月底部分个股开始走高,尤其是几个发行量较小的股票,如申华、爱使、小飞乐等。

6月26日,传闻小飞乐业绩不错,在消息刺激下,小飞乐股价冲上5月下旬放价时也未达到的历史新高:305.98元,随后小飞乐中期报表公布,证实了业绩较优的说法,股价再度上扬,7月3日升至401元,7月16日又上升到415元,市盈率达创纪录的257.77倍。申华则从6月初的大跌中迅速回升,1992年中期财务报表公布后,各项赢利指标均居首位,令股民大为兴奋,7月6日申华股价如脱缰之马,最高达560元,并以504元收盘,当日涨113.5元,其29.07%的升幅令人惊叹。兴业股也有13%的升幅,加上大飞乐约3%的增长,三只股票将大市拉上,上证指数一度突破1200点,成为继股价放开之后的又一高峰。

不过1200点上并没有站稳,指数在随后的半个月中最低滑落至1014点,差点下破1000点大关。就是在这样的下行通道上,7月24日,上海有了一只异地新股——沈阳金杯,在7月份开始实行的集合竞价开盘中,它以120元开盘,最高涨到177.75元,以164.50元报收。金杯当初以平价发行,每股面值10元,1988年7月在沈阳、北京发售时,备受冷遇,发行期满也只推销了70%。不过4年后金杯的持股人终于惊喜发财,第一天上市即每股赚160元!但由于股票盘子大,加之上海股民对它不熟悉,在上海的散户交易所文化广场,聚集观望的散户股民很少去买。而大户室里的大户则把177.75元视为金杯的天价,不敢贸然入市。

金杯股在以后的日子里表现不佳,由于等候了四年的原始股持股人在16倍的厚利诱惑下争相抛股变现,使金杯股价随后下挫,至7月31日,股价回落到上市开盘价的水平。

有人曾指望金杯令疲惫凄迷的上海股市转暖,带动大势向上,因为市场上可炒作的似乎

只有金杯,但是金杯大负众望,即使有些大户在 121 元上大笔接盘,所换来的也只是“套牢”,以后金杯每况愈下,跌破 120 元后再也没有上来过。

1992 年 6、7 月份上海股市的发行市场闹得沸沸扬扬,92 新股认购证黑市交易已进入疯狂状态。

随着 3 月和 6 月一共三次认购证摇签结果的公布,认购证的身价步步增高,3000 元 100 张的白板连号认购证由开初的 5、6 万元黑市价急涨到 7 月份的 16 万元、25 万元、40 万元!

炒证的人常常聚集在证券公司的营业部外,打探消息,讨价还价。上海最大的证券公司最大的营业部——万国证券公司黄浦营业部的所在地,乃是最大的认购证黑市交易场所之一。只是来这里交易的大多为散户股民,交易的认购证也多是零散证,很少有超过 100 张的,自然,其价值也要低得多。据了解,一些不法之徒也常混迹其中,抢劫、诈骗、伪造认购证的案件时有发生,因转让认购证而产生的民事纠纷更是不断出现。然而,这丝毫没有减弱黑市交易的猖獗势头。

更令人惊讶的是,认购证黑市不仅大行其道,还有大户们认同的“认购证交易所”。这个“交易所”就在万国证券公司黄浦营业部东侧的皇宫海鲜酒家内。

皇宫海鲜酒家是个中档餐厅,有 40 张圆桌的大厅和套间,“交易所”交易高峰时所有的座位座无虚席,推开门进去,只见厅内热气腾腾,人声嘈杂,烟酒汗味蒸腾在一起,仿佛是一个港台警匪片中的黑道汇聚的场所。座位上神态庄重的壮汉中,间或有一、二神态傲然的鲜亮女子。几乎每张桌上都有“大哥大”,细看桌面下还有一只手攥着鼓囊囊的黑包。在桌子间来回穿梭的七、八个男子便是“黄牛”。他们所干的有点类似交易所场内的黄马甲中介人。大户们在自己相对固定的席位上饮酒吃茶。他们是讲身份的,通常不会“放下面子”与其它席位直接交易。“黄牛”在其间穿梭,赚取零头或差价,少则 50 元,多则 5000 元也不为怪。

大户炒证均以一本(100 张)计算价格或根据中签结果连号的组合。皇宫“交易所”炒量最大、占用资金最多的是“白板”单号连证,一般中签的散证大户们不屑于炒,大多让给皇宫酒家外面的“场外市场”去做。这里兴旺时每天的成交额可达 3000 万元,有的人一天的成交额即达 200 万元。

有人做过推算,100 张连号认购证三次摇号的总中签率为 71%,每张认购证可购买平均溢价 4 倍的原始股。以当时二级市场上股票市价平均 20 倍于面值计算,71 张认购证购得原始股 2100 股。一旦挂牌上市,总市值可达 40 万元以上。购买原始股所需投资 84000 元,即使花 30 万元买这 100 张连号认购证仍可净赚 1 万多元,这还没有算进第四次摇签的中签率。根据这个行情,此时的百张连号认购证总值已超过 30 万元。在这里,曾经出现过 40 万元的价格,照此价格看,年初 30 元一张的认购证已摇身一变为 4000 元一张。

由于认购证可以直接买到原始股,可以避免在二级市场买卖股票的风险,加之一级市场与二级市场股票的价差相当大,即使溢价也有很大的差距,所以自然有人乐此不疲地炒作。当初谁也没料到邓小平南巡一趟会让上海有这么大的股票发售额,更没有料到的是仅仅三次摇号,总中签率就达 71%!这就引发了派生的问题:一方面许多工薪阶层买证中签后没有后续资金全部购买股票,他们不得不出让一部分股票认购证,另一方面,大量一度不看好认购证和外地赴沪买原始股的人这时都需要认购证,于是愿打愿挨,自然形成市场。

实际上,那些在“交易所”和“场外交易”中买卖认购证的人却并不想买股票,他们从中买卖,所图的是其中的差价。由于认购证黑市价时常受消息影响而大起大落,这无疑给炒作者增添了投机机会,如7月5日某报称认购证今年继续有效,这意味着该认购证在某种变通的形式下还有一次中签机会,于是白板连号证由6万元暴升至16万元,但两日后此报又登出相反的消息,令价格又暴跌至2万多元。这正合炒证大户的意,一起一落,有的大户赚得差价40多万元。

“没有缺点的发行方式是不存在的。”上海市人民银行有关负责人在接受记者采访时如是说。他回忆了过去直接发行原始股的弊端,解释了认购证的优越处。据了解,深圳、沈阳、厦门等城市也采取发行认购证的形式,尽管也出现过黑市交易和混乱情况,但在1992年,它们为最公平、最合理、最流行的形式。

2. 三日狂泻,哀鸿遍野

1992年8月初,上海股市的二级市场熊型显露,股民的信心岌岌可危。8月3~7日的5个交易日,上证指数由周日的1072.48点平平地滑到周末的1005.95点,最低滑到过1002.87点,险些下破1000点大关,令股民们捏着一把汗。

关于上海股市1992年8月10日至12日的这三天,不同的人有不同的描述方式,所作的解释也不同,但无论如何,这三天是令多数股民刻骨铭心的。

8月9日,也就是星期天,《新闻报》载出上海市体改委副主任蒋铁柱的话:“最近上海15种股票的平均价格是面值的数十倍,若在此时,我们抛售一部分股,就能赚进数十倍的现金,对于平抑目前过高有股价也有积极作用。”周一,也即8月10日,《上海证券》报又刊登当日将举行第4次认购证摇号的消息。上午开盘后,股价即以排山倒海之势连续三天狂泻。

8月10日,上证指数悄然跳过1000点这一警戒线,收在964点。第二日,也就是8月11日,有人解释说,一方面受深圳新股认购骚乱等利空状况影响,另一方面由于心理防线被突破后失落感陡然降临,使市场操作失去方寸,以最为炽手的申华股开始被大量抛出为标志,全盘下跌的场面出现了。的确,“8.12”暴跌前夕,几个最具影响的大户一致把8月10日开市后申华股是否下跌作为指标,如果跌,他们就全抛。果然,申华刚显跌势,大户们便争先恐后地抛货,从而成为“8.12”崩盘的一股重大催化力量。

于是有人说,7月份是暗酿契机的一个月,8月份则把契机变成了现实。

8月11日这一天,随申华股抛单狂出,大户顿时撒腿就跑,散户们闻风紧追其后,无论是“联合船队”还是散兵游勇,统统加入到空头行列。兵败如山倒,仅此一天,指数就下跌了100多点,市值损失28亿元。12日,前日未及出逃的人拼命夺路奔命,强大的抛压如秋风扫落叶一样,席卷每一只股票,当天的股票平均跌幅达11.21%,其中最大跌幅者为凤凰股,跌去21.9%。

这三天上证指数暴跌400余点,16只上市A股平均下跌27%,龙头股电真空最高跌价1000多元,实力股金杯最低成交价61.5元,几乎比开盘价120元锐减一半,爱使、申华、兴业、小飞乐四小龙已变成谈之色变的瘟蛇。

这三天,上海股民断臂吐血,有的亏尽半生血汗,有的债台高筑惶惶不可终日,有的百万富翁转眼间一贫如洗,重新沦为赤贫。

三天内有大量的抛单出自文化广场,各证券商每日接的抛单额一般在50~100万元之间,申银公司的一个台面每日接抛单金额竟达2000万元。散户的恐慌由此可见一斑。文化广场一阿婆述说,她所投入的7万元还剩2万元,而这还是邻居几家合伙凑的,这下如何是好。

不过这三天亏得最惨的还是一些大户。某个体老板净亏120万元,听说知情者都不敢去他开的饭馆用餐。三日暴跌“消灭”了许多大户,他们一些人把这两年炒股的暴利交回市场,另一些人却是把在黑市上巨额购进的认购证套在手里。暴跌之后,二十几只股票的中签认购证已从平均每张4000元的价格跌至800元左右。

股市暴跌、股民躁动,一张张冒着热气的赤红脸均显激愤,他们议论最多怨气最大的主要是:发行市场的冲击,几个月内上海突击批准近50家企业股份化,发行股票没有顾及交易市场的承受能力,而且溢价增高,使企业从发行市场吸走大量资金。认购证黑市交易猖獗,使多数凭认购证买新股的人已付出10倍于面值的价钱,致使新股一上市,持新股者见利就抛。认购证四次摇号时间安排不当,相隔太近,令很多股民抛老股买新股,大量资金从交易市场抽走。其次是法人股即将上市的压力和法人股暗中流通。上海法人股的盘子大概是个入股的2倍,如果推进市场,整个市场势必大幅下跌。

这几日,上海新闻界出奇地沉默,只在晚报和解放日报有两块小文章,作“客观报道”,评论也不关痛痒。

8月12日大跌中,一些可以自营的证券机构受“令”进场托盘,起到了一些作用,使股市止跌回稳。8月14日(周五),上证指数报收858.98点,比最低时的580点高出279.98点。下一周出现了几天反弹,8月17日收市时指数升至940点,反弹幅度达20.30%。然而好景不长,市场终于没有能恢复原有的人气,再度顺势下滑,到8月25日,指数为850点,跌势一直到月末,最后收市指数为823点,比7月份降低249点,跌幅23.23%。

早在7月底就有人呼吁机构托盘,当时的上证指数还在1000点以上。当市场上传闻十大机构将在8月10日入市托盘时,股民和股评家无不欢心鼓舞,拍手叫好。有人称“允许机构自营,股市可望有所回暖。”然而事实却与愿违,机构的所为有其自身利益,不可能照人们一厢情愿的那样去舍身托盘。

上海某证券公司顾问后来谈及此事时说:“8月5日左右,就开会通知,机构可以入市,做股票的自营,后来又增加了两家外地公司。但我们是独立核算自负盈亏的,面对这样的市场条件,怎敢冒托盘亏损的风险?8月10日上午,我们证券公司虽然按要求吃进了一点,但根本无济于事。”

一位“红背心”姑娘说:“早些时候机构就试图托盘了,但没有成功。这些机构流露出这种想法:与其不死不活托不上去,还不如按市场规律行事,加速股价回复,到它所能承受的支撑点上去。”

实际上,8月10日下午的电脑终端显示屏幕清楚地表明:一些机构和大户完全控制着跑道,一整版一整版地抛,而吃进的都是十几股的散户,给人的印象恰恰是机构做空。

许多参与自营的机构在那股崩的三天里,实际上早已通过相互讨论摸底,取得了一致的意见,虽然不能说是“联手操作”,却几乎是在同一时间不约而同地将自有的一部分股票抛向

市场。其间虽曾有过反弹,当场外不少人以为机构托盘,随手跟进时,不料紧随而来的却是更大规模的抛卖。至此,信息才开始在广大中、小散户的柜台交易中传布开来。于是,大户跟着机构,中小散户跟着大户,形成了一股无法阻挡的抛风。经过三天的狂泻之后,当上证指数在 590 点之际,这个指数正好是 5 月中旬股价放开前的指标,也是证券公司所能承受的最大跌幅,这时候才有个别公司开始吸纳,大量补进。如此,股市再一次循着大户跟机构,散户跟大户的序列操练一遍。

这就是机构托盘的结果。

对于一些管理者来说,机构成了调控股市的便利工具,当股市处于熊市时,允许机构入市以托市,而当股市牛气冲天,股价大涨时,再限制机构入市,以此来平抑股价。可是机构在“行政命令”下至多做一下姿态,不可能逆大势而为。更何况证券机构本来就是以赢利为目的的法人企业,当机构利益出现时,它不会不惜进行更大、更无情的投机,逆管理者之意而为之。上海股市如此,深圳股市同样如此。1992 年如此,以后仍会如此。

3. 不甘心,终无奈

自 5 月下旬以来,上海股市以高速度、高效率的方式发行 34 家公司的股票,并于 6 月底完成了全部验收交款工作。发行总额达 55.98 亿元,其中向社会法人招股 5.2 亿元,向个人招股 3.96 亿元,7 月底发行市场又开始摇号招股,继续发行 8 亿元的股票。截止年底,共摇号 9 次,发行新股 53 种。

1992 年 1~9 月,上海二级市场先后有 23 种新股上市,连同老股共 31 种。其中 A 股 22 种、B 股 9 种,发行总额(面值)28.21 亿元,为 1991 年底 2.72 亿元的 10.37 倍。邓小平南巡讲话精神的鼓舞,令上海股市猴年大进一步。

在经历了一个闷热、躁动不安的夏季之后,上海股市渐渐褪去了大起大落、大喜大悲的疯狂,曾经冲高 1420.79 点的上证综合指数又退回到 600 点上,几乎同 5 月下旬放价前的水平相当。猖獗一时的黑市认购证交易也在 8 月中旬的股价暴跌中一落千丈,黯淡无光。异地股民纷纷打道回府、就地操作,正如一位北京股民所言:“每月七八千元的住宿费不说,还根本听不懂上海人的吴侬软语,消息来源太少,在交易市场里容易感染周围人的情绪,而坐在北京只要看行情就行了,可以更理智一些。”

进入 9 月,股市凄迷依旧。9 月 9 日大盘一度悄然滑向 600 点支撑线,不禁让上海股民大惊失色,就连北京、深圳等异地股民也受惊不小。数只股票再创新低,真空电子跌进 1000 元,延中已与放开价前持平,申华与爱使下破 300 元坚守线,2 天内指数跌去 113 点。

在此情况下,伺机已久的炒手终于乘机进场吸纳,令买盘大增。恰在此时丰华新股上市,以 141 元价格开盘后乘势上行,当日即稳在 160~170 元之间,换手率达 40%。由于“榜样的力量”,丰华股先乘势再带势,牵动了大势有力反弹。无奈周五上交所电脑系统出现较大技术故障,成交不易,大势反弹受阻。

其实,《上海证券报》早在 9 月 7 日就在股市周评末尾不事声张地透露了“新股暂缓上市”的消息,但直到 9 月 10 日才被疑神疑鬼的上海股民确认为“利好”。9 月 11 日《解放日报》头版刊登沪港证券行家入户座谈“建议有关部门保护股民投资热情,支持股市健康成长”的报道,也被理解为官方性质的“利好”消息。于是,在 9 月份余下的日子,上证指数大多数

时候维持在 700 点以上,直到 9 月 30 日才滑过 700 点,以 689.21 点报收。

党的“十四大”即将于 10 月 12 日召开,上海的新闻界评论“上海股市突飞猛进”,一改以往宣称“股市过热”的论调。报纸还称赞华夏、国泰、南方三大证券公司的建立,说这将对股价起到杠杆调节作用,给股民们带来“沪市将有托盘资金注入”的希望。但是国庆节后的一周里,上海股市反应平平,据调查,入市者多为散户,大户多半已经拔脚离开硝烟弥漫的大户室。上证指数徘徊在 650~680 点之间,10 月 7 日一度跌至 648 点。

然而,当“十四大”如期召开时,股市果真着实冲了一下。10 月 12 日一开盘,股价直线上升,上证指数强劲反弹 30.29 点,升幅达 4.19%,当天在交易高峰时曾达 713.77 点,创下久未谋面的新高。市场一片喜气洋洋,新华社、中央电视台及地方报刊,均在显著位置以要闻形式作了报道。

可是好景如昙花一现,紧跟着 13 日、14 日、15 日,便一路下跌,16 日仅上浮 1 点,以 664.75 点报收。一周总共跌去 27 点,大约与 12 日升幅持平。尽管周内《上海证券报》还有三条利好消息,一是年内只上 6 家新股;二是上市公司利润总额较去年大有增长,股份制企业税率调低;三是异地交易发展快速。然而这对股民来说似乎都是“远水不解近渴”,他们更加迫切的是解套变现,因而即使新股联华上市,也一反以往新股带升大势的常态,急急下挫。市场重新陷入低迷的状态。

随着“十四大”闭幕,年内的重大利好坏消息似乎已经出尽,上交所使尽浑身解数稳定市场,功夫甚至已做到了如何进行新股上市的集合竞价上,而股民经历几个月来的摔跌,对技术分析派寻寻觅觅的“支撑线”、“心理线”已然熟视无睹,对熊市已经习惯,浮躁之气渐褪,所以在 10 月 19~23 日这一周,当“600 点支撑”无声而破时,上海股市波澜不惊,各方面均冷眼静观,处之泰然。

这时市场上响亮地喊出“多头不死,熊市不止”的行话。分析家们指出:中央银行紧缩银根,上海股市正在扩大,第四批抽签号码即将缴款,市场将再抽去 3.4 亿元资金,机构入市只是空头支票一张,想入市的早已入市,不想入市的还在观望,而股价一出现暴跌,大户散户和股市炒手入市吸筹,目的并非做长线,只是为了做短线,其结果自然是逼低杀涨。绩优股、蓝筹股仍居高不下,说明股市仍未见底。

而在持“波浪理论”的分析家看来,10 月 19~23 日 600 点失守,上证指数收在 559.73 点,周内暴跌 105.02 点,乃是 8 月份以来的第 2 次暴跌,按上升 5 波,下降 3 波的理论看,还应出现第 3 次暴跌,唯在那以后,上海股市才有真正的转机。

1992 年 10 月 25 日,国务院证券委员会成立,朱镕基兼任主任,刘鸿儒任副主任,同时成立中国证券监督管理委员会,刘鸿儒兼任主席。原来的国务院证券管理办公会议相应撤销。从此,中国的证券管理有了一个专门化、规范化的最高权力机构。

上海证券交易所也在交易市场的建设上大有进展,迄至 10 月中旬,已在 15 个省市开通异地交易,近期还有 20 个省市的电脑网络也将开通。一来便于异地股民的交易,二来也吸引了不少入市资金,使上海股市迅速成为一个全国性的股票交易市场。

10 月 26 日星期一,上海参加第 4 批摇号 的 7 家募股公司开始办理认股缴款手续。就在这一天,股市骤然大跌。各股平均跌幅都在 10%,上证指数下挫 52.79 点,报收 506.94

点,离下破 500 点关仅有咫尺之距。次日,也即 27 日,500 点线也一触即破,收市为 450 点,又创新低。

看来金秋十月,上海股市积重难返,收获的不是硕果,而是一片萧瑟,一地败叶,虽屡有机构托市,却屡破支撑,多方屡战屡退。尽管宏观经济仍在景气运行,企业的利润增长也颇为良好,但是支撑股市的两大因素——资金和信心还是处在低潮,几经打击之后,面临进一步的溃退。

中国股市究竟有多少资金支持?署名林海发生 1922 年 11 月 1 日《证券周刊》上的文章指出:目前居民储蓄存款估计为一万亿元。但一经分类分析,可用于投资的仅为 3600 亿元,占储蓄总额的三分之一略高。再一步分析:由于地理、信息不便进入沪深股市原因,房地产热、各类债券吸纳资金的原因,个体户投资原有经营的原因,等等。结果 3600 亿资金可以进入股市的,只占四分之一到三分之一,即 900—1200 亿元之间。结论是,目前能支持股市的资金不是一万亿元,而只是一千亿元。

“江总书记视察股市来啦!”

1992 年 11 月开市的第 1 天(11 月 2 日),上海股市开盘即下跌。下午有机构受命于上交所托盘,上证指数以 477.61 点报收,较前交易日下挫 29.64 点。

尽管多方沿下跌路线一路丢盔卸甲,而未及时解套的人还是很多。11 月 9 日,第二周星期一,人们期待《上海证券报》出点利好消息,终至失望,而随后氯碱即将上市的消息又是一个利空打击,因此在此两日,指数不仅以 50 点的跌幅跌破 450 点,而且还曾探至 400 点以下。

13 日氯碱新股上市,开盘价 53.53 元,居然在发行价 54 元以下,最低下至 52 元。此现象一举打破了“原始股必定赚钱”的神话。氯碱不大光彩的开头给紧随其后上市的冰箱压缩和联农新股罩上了一层阴云,并引动大市下挫 399 点和 393 点。后者为熊市以来的最低点。

这时候,在少数入市的机构中,尤以上海财政证券公司的表现令人惊异。它持续不断地、顽强地大量“吃”进。这家以往丝毫不引人注意的证券商果真有众人皆醉我独醒和绝对高超的超前判断水平?

从 11 月 2 日到 23 日的 20 天内,沪市仍然低迷不醒,熊气甚浓。上证指数一直在 400 点附近踟蹰,交投渐淡,沉闷散慢。

直到 11 月 24 日之后,人们回过头看,才知道底在何方,才发现何时为黎明前的黑暗。

若以 5 月 25 日的上证综合指数来比较,11 月 20 日的 401.44 点已在 1420.79 点的高峰后跌去了 1019.35 点,仅看大数也相差 1000 点,因此,从局外人看,谁醉谁醒是一目了然的。上海财政证券公司事后将让那些迷失在熊市悲观失望中的人警醒——事实上,90%的股民也只是在事后才突然“醒悟”的。

这一回又有点类似 1990 年 7 月,是深圳人从远处“发现”了上海股市“暗机”:400 点。跌破 400 点是某种信号和指标,而上海股民从 9 月以来就开始习惯了“破关”:600 点破、500 点破、450 点破,于是破 400 点也不觉稀奇。一跌再跌几乎把上海股民跌麻木了,以至见跌不惊。

于是深圳人来了。1992 年 11 月 16~23 日间,大批深圳资金大户转移投资方向,携巨

额资金挥师北上,着手大规模“铺底”工作。与此同时,又出现了两条利好消息来配合,一是真空、爱使、申华将拆细为每股面值1元,二是江总书记将在证监会主席陪同下来上海考察。上海股市转机的爆发点终于出现了。

11月23日三只将拆细的老股真空、小飞乐、申华与新股联农、冰箱压缩上涨,带动大市启动,升8.97点,收盘410.29点。此时深圳股市跌势不改,深市指数收在164.8点。

11月24日,沪市买盘增加,机构吸货力量加强,将上证指数推上440.64点,涨29.55点。

11月25日,沪市买风乍起,市场买单骤然如雪片飞来,上海股民的“聚众性”显示出强大威力,文化广场散户跟风追高如拼命一般,收市时每个台柜都还积压着厚厚的买单。当日指数报收571.83点,较前日净升131.59点,涨幅均在30%以上。有人惊呼:“上海股市疯了。”

这次突破的爆发力之强、波幅之陡,大大出乎人们的预料,并在很大程度上开始扭转以“熊”为主导的形势,11月30日,上证指数以724点收市,为当日最高值,比10月底的507点上升了42.8%。

从1992年12月开始,上海证券交易所在股票交易的操作改进上更趋规范,如决定实施股票整数交易,每100元面额为一个交易单位,即“一手”为交易起点,到12月10日,上海股市除冰箱股外,全部拆细为1元面值股票。此举使成交量剧增。当日成交2274万股,而过去至多几百万股。由此,又对上交所的电脑系统提出了更高的要求。好在上交所已有准备,12月14日,上交所新的电脑系统测试完成,1200个用户同时使用,每个终端4秒就可输入一笔委托,交易处理能力每秒达300笔委托,其配对速度提高了10倍。此外,为让世界各地股民瞬间可知上海股市行情,上海证交所也与路透社IDN国际高速网络联通,通过该网络向全世界发送股市行情。

随着上海更多的证券商机构如雨后春笋般的出现,上海集贸市场似的文化广场交易点已失去实际意义,故决定将在12月23日后予以撤销,大型集中的散户市场将彻底完成其历史使命。

1992年12月的上海股市已在700点上站稳,偶然冲上800点便回落,偶尔下破700点便回升。其间最大的利好消息即送配股,而这要明年3、4月才兑现,最大利空是怕机构、大户做空,害怕再现恐慌性抛售。好在好消息坏消息都消化在700点内,1992年最后一个月的上海股市再没有上演暴起暴落的悲喜剧。

12月31日,上证指数收于780.40点,以上扬之势告慰猴年股市一个满意的“除夕日”。

四、1990年台湾股市惊涛骇浪

台湾股票市场的发展,可从台湾证券交易所于1962年成立作为界限,在此之前属于无组织的店头交易市场时期,以后则为集中交易市场时期。店头市场时期,市场运作主要由证券经纪商负责,券商的良莠不齐自然导致了市场交易秩序的混乱,整个股市也因此曾沦为恶赌市场而盛渐衰。自1962年2月台湾证券交易所正式营业后,店头市场被关闭,1968年4

月,《证券交易法》由颁布实施,其后台湾当局又陆续制订各项实施细则和补充规定,至此,台湾股票市场初具规模。在其 30 余年的发展历史中,后 10 年的发展速度较快,但与台湾高速增长经济增长相比较,股市的发展状况不能令人满意,其典型特征是投机风盛,股指的波幅和波频都太高,令世界上任何股票市场都难望其项背。虽然投机是证券市场中不可或缺的润滑剂,但凡事都有个度,超过了限度就改变了事物存在的作用。

1. “黑色星期一”仅是小巫

台湾股市从 80 年代中期进入长多行情,加权指数由 1985 年 7 月 30 日的 636 点上升到 1987 年 7 月的 1604 点,1987 年 10 月“黑色星期一”来临之前,指数已升到 4000 多点令人咋舌的水平。股价持续上涨,入市就能赚钱的表象诱使大批投资新军不断涌入,1985 年股市开户数为 40 万,1987 年 9 月底即猛增了 58.3 万元。1987 年 10 月 19 日指数从 4673 点开始下跌,到 12 月 28 日跌至 2297 点,下跌 50% 左右。而“黑色星期一”的发源地美国道·琼斯工业平均指数在这段时期内不过跌了 22% 左右,就被美国人一惊一咋地称为“狂泻”,让美国财长和联储委员会主席忙得团团转。国外股市观察家以为这次暴跌会使台湾股市投资变得冷静理智一些了,按常理的确应该如此,“一朝被蛇咬,三年怕草绳”嘛,但且慢,中华民族的忍耐力和爆发力,哪里是一般人所能想象到的。

2. 大空头市场序曲

暴跌的阴影还未散去,1988 年元月股价便开始从低谷向上攀升,6 月 4 日突破了历史高峰 4673 点,仅该月一个月台湾就新增股民 30.8 万户。新的人气带来新的资金,形成了新的人潮和钱潮。这些投资新军似乎忘却了去年末 3 个月内股价下跌 50% 的惨痛历史。

当然,1988 年台湾股价上涨也有一定客观依据,因为当年台湾地产价格普遍上扬,使得上市公司在正常的经营业绩和盈利均未有突破性增长的情况下,股价获得了支撑,再加上当时市场预期股指将直奔 10000 点,投机气氛浓厚,以至于 1989 年整年台湾股指在 8000 点左右徘徊,也为以后股市中的惊涛骇浪拉开了序幕。

3. 多头在熊市中的挣扎

1989 年 11 月到 1990 年 2 月,多头虽然余势犹存,股价平均指数频频越过万点,到了 2 月 12 日急速攀升至 12682.42 点的历史高峰,但毕竟强弩之末,其势不能穿鲁缟,自此以后,股价一路下滑,虽然每日有 7% 的涨跌停板限制波幅,但到 1990 年 10 月 12 日短短八个月间股价指数一度低落至 2482.25 点,跌去 10200 点,跌幅达 80.4%,又创下当时一项世界纪录。那么这段痛苦的历史台湾股民是怎样体验的呢?

首先让我们看一下当时股价的关键走势:1988 年 11 月为 7400 余点,1989 年第一季度为 7600 点,1989 年年中为 7800 点,1989 年年底为 8100 点。这四点在指数大势图上连成阻止台湾股市下跌的“马其诺防线”。此防线在 1990 年 5 月被空头彻底击破,该月份有 4 个交易日每日跌幅为 6%,台湾股市自此可以说是为长多市场划上了句号。资金离开股市是股价下跌的直接原因,台湾当局自 1990 年 4 月 26 日开始,执行货币供给负增长的货币政策。我们知道,货币需求主要有两个方面构成,即商品交换所需的交易需求和对应于各种金融资产的投机需求,前者在一般情况下比较稳定,而后者对货币政策的反应非常灵敏,货币政策的松紧直接导致货币投机需求大与小。所以台湾当局一采取货币供给负增长的政策就立即

导致股市贫血。其次让我们来看看熊市中的几次反弹,从中可以了解一下台湾股市中政策、消息、技术以及机构主力在救市中与自救方面所扮演的角色。

4. 第一波反弹

熊市中也能赚钱,基本的手法就是对持有的筹码实施先高价出后低价进的“拨档子”操作并随时抢反弹。以1990年这一段长期形成的头部开始的大跌势来说,第一次反弹由5月26日的5822点至6月2日的8007点,一周内反弹幅度为27.5%。5月24日收盘后传出几个机构主力合力吃进5亿多元股票,这是筹码有归属的先声,25日收盘后再度传出京华证券公司自营买进1.6亿元股票的消息。尽管台湾股市自营机构的进出金额占总成交值大约不到5%,但对人气的影响却异常大。

政府对股市也不漠然视之了。5月29日台湾《工商时报》头条新闻赫然在目:货币紧缩政策即将改变更张。5月30日《经济日报》头条再次利好,中央银行即日起取消票券回存,至年底估计释放出3000亿资金。

美国方面又传来华尔街股市前一天收盘涨49.57点,创2870点新高。筹码有归属,官方也关心股价,再加上大跌之后应有的回档,这些因素足以扭转人心。这种强劲反弹直到机构所持筹码获利吐出后,多方才丢盔弃甲,吃亏的自然是散户。

5. 第二波反弹

这次行情由1990年7月5日开始至8月初伊拉克入侵科威特时止。6月30日某机构主力已在搜罗台塑公司的筹码,7月初跌势未止,但台塑股已显示其底部在垫高,该动态一旦被市场摸出人人即由空转多。7月10日和11日台湾股市因买盘汹涌大涨300点,而11日收盘又打下332点,其中投机心度可见一斑。

凑巧这时利多消息频频传来,财政部开始呼吁企业家买股票,某权威财经咨询部门发表言论认为股市底部已经到来,欧美券商大量回补台湾域外基金,银行间拆放利率跌破下限等。股市在筹码有定所,各方消息也利多的情况下,当然又是涨声响起。然而紧接着海湾危机严重,全球为之震撼,自8月2日伊拉克出兵占领科威特后,台湾股市由5800点跌到8月中旬的3000点左右,不少券商倒闭,多头再次而逃。

6. 第三波反弹

8月18日起,长荣股、亚东集团股、台塑股、南亚股等表现不凡,出现较大买手,大势一波一波被点燃,多头此时顾不得中东战火未熄,技术面一好立刻抢回失去的空间再说。这一程反弹,恰值中东战争有以和谈结束的可能、国外股市上涨、金价油价回跌、台湾银行决定调低贷款利率等利多的消息结束传来。

这一反弹行情在空头力量强大的情况下最终滑向10月12日的最低点2482.25点,成为海湾危机发生后跌幅全球第一的股市。

筹码先有归属,随之消息面转佳,才足以在空头市场造成反弹,以上三波反弹几乎都沿著这样的定式在走。

值得一提的是从1990年2月至10月的熊市中,台湾政府稳定股价的措施纷纷出台,其中包括中小企业解困政策、存放款利率调低、制定劳工退休基金计划、让合格的证券商经营融资债券、准许外国人机构直接入市购买国内股票等,此外还宣布核准四家证券投资信托公

司募集基金,每家 50 亿元,即所谓基金入市,这是根据健全台湾股市,提高法人持股比例这个原则而采取的一项措施。虽然上述措施在短期内对挽救命运未起多大的作用,但从长期来看对股市建设还是起到了积极的效果。

7. 多空搏杀,走向整理

台湾股市到 1990 年 10 月总算探到了底部,在此之前的三次反弹是每弹一次就加深一次底部,弄得股民对股市几乎失去了信心。但市场就是这样奇怪,当大家都对股市敬而远之之际,涨势偏偏开始了。

10 月中旬股指走了一个 W 底,日成交量只有股指最高的 10% 不到,发行股票的融资余额仅在 120 亿(6 月中旬曾高达 496 亿);反之发行债券的融资余额则达空前的 35 万张以上。日成交量及融资资金余额的低水平说明筹码大都已有了归属,而高额的融资券代表散户手中的股票奇少,这是往的买盘补足的劲道来由。

短期 W 底过后股价终于启动了。华隆集团股处自伊拉克入侵科威特后股价一跌下跌,此时却护盘有力,反空为多,霖园集团旗下的国建股一马当先,在反弹波中带领绩优股冲锋陷阵,涨幅跑第一。

这次行情的启动最重要的原因也是利好消息频频传来。美国总统布什 10 月底宣布 11 月 22 日将赴沙特阿拉伯与美军共度感恩节,给台股主力吃了一颗定心丸。同时台湾经济景气指标又见好转,10 月份出口额较去年同期增加了 9%,11 月份的出口增加预计在两位数以上。贸易顺差较去年导致新台币的升值,几天之中台湾中央银行为维持美国汇率稳定而释放出的在外汇市场上购买美元的新台币起码在 400—500 亿元以上。中央银行在 10 月初放宽退票注销期限为一个月的措施,以及放宽选择性信用管制,取消银行间每日超额准备千亿元的作法等,都是空头市场以来难得一见的。财政部也在中央银行之后连放利多消息,10 月 18 日允许证券商的 370 亿自有资金投入股市,22 日又通过外资进入台湾股市的实施办法。基本面显著转好的同时金融客观环境又促进货币市场利率及银行间拆款利率达许久不见的 5% 的低水平。美伊战事暂时平静,岛内又连连利多,台湾股市指数在绩优股的带领下连冲涨停板,于是从 10 月 12 日至 11 月 24 日 35 个交易日里,台湾股价加权指数足足涨了一倍,从此步入 5000 点左右的拉锯盘整期,虽然其中也有震幅 10% 左右的剧烈投机行情,但力度日趋降低,到了 1991 年 4 月,多空双方在 6000 点左右达成妥协,至此,台湾股市日趋平稳,显示出其成熟发展的轨迹。

8. 风波启示录

1990 年间股市的暴跌暴涨强烈地显示出台湾股市的诸多缺陷,笔者拟定从以下几方面来分析:

(1) 市场游资充裕,与上市公司规模过小形成矛盾。台湾自 1961 年至 1972 年创造经济奇迹后,实行出口扩张战略,外贸顺差逐年扩大,加上美元不断贬值,国际热线大量涌入台湾,使其外汇储备扶摇直上,国民储蓄达 30% 以上,但投资率却偏低,只有 20% 左右。两者的缺口说明有相当大一部分资金没有归属易成为游资。台湾股票市场的存在对于筹集资金、提高金融体系的竞争性与效率以及促进所有权的转移和分散化方面起了一定的积极作用,但由于上市公司仅有 199 家,为游资的炒作提供了很大的空间。

(2)投资者构成中散户比例过大。一个成熟的股票市场,一般应以机构投资者为主,这样市场才易于保持稳定,因为机构投资者大多侧重于长期投资,操作知识丰富,且资本雄厚,便于实行组合投资、不易随波逐流。与此相对的股民称为散户。在日本,散户的交易额仅为25%,美国为30%,而台湾每日数百上千亿台币成交值中,散户的贡献竟达95%,被称之为“蚂蚁雄兵”。由于散户对公司的实际经营状况大多一知半解,交易知识比较贫乏。常常是人云亦云,盲目买卖,心理变化剧烈,易被人为因素操纵。成交量不到5%的机构投资者的行为对散户造成很大影响,所以大盘易于出现极端走势。众多的散户是台湾股市动荡不安的一个重要因素。

(3)赌性技术和心理占据股市。这一特点与散户涉足股市的动机相辅相承。所谓投资价值,基本分析等重要概念在台湾股市中的地位仅存在于行情启动或结束时,作为主力做市的借口。台湾股市中最重要的指标是筹码的供需,资金流向以及有无主力介入而已,技术分析强调的量价关系,线路走势正是记录这些重点的主要工具,象流传大陆的钱龙软件。在技术挂帅的股市中大部分人便采取顺势而为的手法投机。追涨杀跌,股价震荡也就成为常态。

(4)政府干预股市过多。象在前面股市风波过程所描述的政府行为,除一部分确实有利于股市稳定发展外,大部分属头痛医头,脚痛医脚的应急措施,而且还依靠某些不履行的消息来影响股市。其实政府对于股市的贡献最大的在于两个方面:一为证券主管机关是否有能力负起责任执行所定的规章制度;二为管理机构所依据的法令是否完备,是否能随实际需要而及时修正。台湾股市在当时之所以形象不佳,主要原因之一是主管机构在管理上作风趋于保守,处处防弊重于兴利,妨碍了股市早日健全。

9. 结语

从世界各国股市发展的历史来看,股市的发展通常会经过萌芽期、操作期、投机期、整理期和成熟期。现在看来,台湾股市在80年末应处于投机期,是进入成熟的必经历程,只不过当时股市制度不全,使涨跌幅达到惊人的地步。1990年风波之后,台湾财金主管当局在各方压力之下,进行了健全股市的各种行政干预和立法措施,比如增加股市中法人机构的投资比重,推进基金信托业的发展,著手进行上市公司的规范管理等,使股市逐步走向成熟。

台湾股市1990年间风波中的现象与我国大陆股市在其后发展中所出现的有许多相似之处,加强对其研究,总结经验,对我国大陆股市发展肯定大有裨益。人同此心,心同此理,海峡两岸的股民同属炎黄子孙,相同的文化传统,相同的心理心态,在股市发展与建设中必定会碰到许多类似的问题,所以进一步发展相互间的探讨与交流是有益于双方的。

五、香港的股灾

1891年,“香港股票经纪协会”成立,标志著香港股市正式诞生。1969年开始,远东证券交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所相继问世,股票逐渐深入经济生活的各个层面。1986年,“四会合并”成功,香港联合交易所开业,香港股市跨入了一个新的里程。1994年1月,恒生指数高达12600点,股票总市值超过25000亿港元,跃居全球第六股票市场。百余年来,港股不断走向新的辉煌,也把一次次熊市甚至股市的惨痛刻入了人们的记忆。

1. 历经熊市,大难不死

自创立以来,香港股市经历了七次震荡很大的熊市,其中 73 年和 87 年更演变成令人“谈股色变”的股灾。1967 年受银行危机余波和内地“文化大革命”风潮的冲击,港股一度从 120 点下挫到 59.61 点,跌幅达到 51%。1973 年,中东石油危机爆发,恒生指数由 1774.96 点大幅暴泻到 400.01 点,到 1974 年 12 月更跌至 150.11 点,跌幅高达 91.5%。1980 年,港股经历第三次熊市,恒生指数最高收报 1654.57 点,最低只有 738.92 点,相差一倍多。1981 年 7 月,恒生指数升上 1820.20 点的历史高位后即开始下挫,到次年 8 月已跌至 1035 点,年底时再跌至 676.30 点,跌幅几达 63%。由于中英关于香港前途的谈判进展缓慢,港股始终在低位大幅徘徊,直到 1984 年中才走出阴影。1987 年 10 月,“黑色星期一”的全球股灾祸及香港,在短短的两个里,恒生指数从 3949.73 点暴跌至 1894.94 点,跌幅超过 53%,更创下 1120.70 点和 33% 的单日最大跌幅。1989 年,港股出现第六次熊市,恒生指数从 5 月份的最高点暴跌至 6 月的 2022.15 点,所幸的是一个多月后即基本恢复。1993 年下半年,在美欧日基金的带动下,港股气势如虹,恒生指数连破 8000、9000、10000、11000 和 12000 五道大关,并于 1994 年 1 月份创下 12600 点的历史高位。然而好景不长,摩根士丹利的一份投资报告骤然引起风波,一时间风声鹤唳,恒生指数动辄下跌数百点,最低曾见 7000 多点。直到 1995 年 7 月,“摩根动荡”仍然阴魂不散,恒生指数也只在 9000 点左右徘徊(见表 1)股灾的破坏力是巨大的。每次股市大跌都必然伴随著公司倒闭、经济衰退、百业萧条。令人惊奇的是,香港股市虽然特别敏感,因而在每次股灾中都遭受重创,但股灾过后,仍能不屈不挠,重振雄风。人们不能不为它顽强的生命力折服。

表 11.3.2 香港历次熊市的比较

时间	最高点	最低点	跌幅(%)	经历时间
1967	120.00	58.61	51	不详
1973	1774.96	150.12	91	1 年零 9 个月
1980	1654.57	738.92	55	1 年零 9 个月
1982	1810.20	676	63	1 年零 5 个月
1987	3968.70	1876.18	53	2 个月
1989	3329.05	2022.15	39	1 个月
1994	12600.00	约 700	44	约半年

2. “黑色星期一”悄然来临

谈及股灾的破坏力,73 年的股市大崩溃影响最大,许多大公司因之而破产倒闭。但论及股灾的震撼力及对后来股市发展的影响,又当推 1987 年的股坛黑色风暴。1986 年,“四会合并”把香港股市带进一个新纪元,恒生指数节节攀升,屡创新高,平均每日成交额增加 4

倍。同时,恒生指数期货市场也大幅上扬。从1986年5月面世以来,月成交量从31070手迅猛增加到1987年9月的601005手,增幅高达20倍。世界其它股票市场也牛气冲天,持续上扬(见表2)。

1987年10月19日,星期一,“黑色风暴”悄然来临,受美股上个交易日(10月16日,星期五)下跌108点的影响,港股一开市即出现强大的抛售浪潮,沽盘排山倒海,价位接连下跳,许多股份牌下只见卖家,未见买主。10时15分(开市后15分钟),恒指已跌去120点,中午收市时报跌260点。由于跌势来得突然,许多股民措手不及,交相询问:“到底发生了什么事?”电台电视也大肆渲染,恐惧象瘟疫一样漫延开来。下午开市,恒生指数再度挫160点,股民是“惶恐复惶恐,悲观叹悲观”。同时,期货市场更是惨不忍睹,连续两次跌停板。

表 11.3.3 1987年股灾前世界各主要股市的表现

指数	1987年最高点	日期	1986年同日点数	增长率%
金融时报指数	1926	7.16	1306	47
道琼斯指数	2722	8.25	1872	45
日经指数	26646	10.10	17318	54
恒生指数	3950	10.1	2090	89
澳大利亚综合普通	2306	9.21	1211	90

当天晚上,纽约传来噩耗,道·琼斯指数狂泻508点,创下美国百多年来单日最大跌幅。鉴于外围股市崩溃,联交所在主席李福兆主持下召开紧急会议,以改善交收情况和稳定市场情绪为由,宣布从10月20日停市四天。停市的目的,本来是为了避免恐慌性抛售、市场混乱乃至失去秩序、会员的流动资金出现问题和银行挤提等现象的发生,但当事人万万没有想到,此举后来竟成了联交所管理层遭人诟病的主要证据。

由于损失惨重,期交所也宣布于同时期停市四天,并同港府商量挽救香港期货保证公司的良策。为避免期货交易所彻底崩溃,港府采用英国亨宝银行的意见,安排各方为期货保证公司提供20亿港元的贷款,并重组了期交所的管理高层。

1987年10月26日,又是一个星期一。尽管开市时间比往常晚了一个小时,但开盘全部股份即一泻如注。15分钟时,恒指已下挫650点,45分钟时,大市更跌去900点。午后市况继续下滑,结果全日共下跌1120.70点,跌幅33%。创下单日最大的跌幅。期指市场更

是四度跌停板,下跌 1544 点,跌幅 44%。香港股市和期市濒临崩溃的边缘。

表 11.3.4 1987 年 10 月股灾风暴期内的市况

	港股	香港期市			美股
		10 月份	11 月份	12 月份	
10.16 (星期五)	-45.44	-37	-29	-32	-708.35
10.19 (星期一)	-420.81	-361	-301	-300	-508.33
10.20	停市				+102.6
10.21	停市				+186.84
10.22	停市		停市		-77.42
10.23	停市				+0.33
10.26 (星期一)	-1120.70	-1554	-300	-300	-156.83
10.27	+154.03	+310	-600	-600	-156.83

为了挽狂澜于既倒,香港各界展开了声势浩大的股市救亡行动。10月26日,港府联合各大银行和机构,再次向期货保证公司提供 20 亿港元贷款(此款后来并未使用)。同时,收购合并委员会豁免对部分上市公司全面收购的限制,鼓励大股东回购股份。香港银行业公会则连续两次下调最优惠利率(从 8.5 厘降至 6.5 厘)。10月28日,联交所委任霍礼义为高级行政总裁。11月16日,证券业检讨委员会成立,对两个交易所及其监管机构的组织、管理和运作进行检讨。1988年1月2日,李福兆被捕,交易所的管理工作交由一个 14 人组成的管理委员会负责。

3. 谁是罪魁祸首

“升久必跌,跌久必升”是股市中铁的法则。尽管每次股市危机源于不同的导火线,但其深层的原因则总离不开经济衰退、监管不严、投机过度等因素。

1973 年股灾起因是市场发现了合和的假股票,三间交易所立即停止了有关股票的交易,并开始追究责任。此事引起市场的恐慌,投资者因担心自己持有假股票而纷纷抛售,结果便触发股市大灾难,从更深的角度看,合和假票案只不是一个借口而已,造成这次股灾的真正原因还在于:

(1)国际经济环境恶化。1973 年下半年,美国废除黄金双重价格、英国经济疲弱导致伦

敦港股急跌、中东战争触发石油危机,这些都对股市的稳定起了十分不利的影响。

(2)对证券市场监管不健全。股灾前,香港缺乏完整的证券监管和投资者保障条例,难以监管操作操纵市场、内幕交易等非法行为,损害了投资者的信心。

(3)投机活动的影响。海外投机热钱兴风作浪,推高港股,谋利后撤资;本地机构大户明买暗卖,推动股市下泻。

(4)政府处理措施不当。股市暴升时港英政府未能当机立断,压抑投机,股市下跌时反而向股票收益开征利得税、进行租务管制(限制房地产盈利)和收紧贷款,加剧了股市的下跌。

另一方面,几乎所有相关的人士都认定,华尔街股市暴跌是87年环球股灾的罪魁祸首。因为在道·琼斯指数下挫508点后,所有的主要股市都应声下跌,日经美元指数、伦敦金融时报指数、澳大利亚综合普通指数分别下挫3836、250、和510点,跌幅均创历史记录。至于美股为何暴跌,则有几种不同的说法。有人把责任归咎于美国财长贝克。事源当年10月中旬,西德中央银行提高利率,引起美国的不满,贝克公开谴责西德的加息政策,并暗示将任由美元下跌。此举引起投资者的不安,于是争先恐后地抛美元资产。结果资金迅速撤离股市,美元大跌,触发世界股市的大地震。也有人把股市下跌的起因咎于华尔街的股市分析员罗伯特。罗伯特是“波浪理论”的忠实信徒,因预测精确而名扬海内外。10月5日,罗伯特在一份报告中建议客户沽出股票,因为道·琼斯指数很快会下跌。结果真的引发股市暴跌。

还有人认为电脑是这次股市风暴的元凶,因为通过电脑进行的指数期权和期货交易大大增加了股市的成交量,而这种程序买卖又极易造成操纵行为,最后导致股市的下跌。

不可否认,香港股市的自身经济环境全无不利的情况下发生如此大的灾难,华尔街实在难辞其咎。但如果把所有的责任都推给美国股市,就容易掩盖自身的缺陷,也就无法从根本上完善和发展股市。事实上,导致香港87股灾的原因还有以下几点:

(1)投机气氛日浓。87年前后,恒和指数升势凌厉,股市泡沫渐渐形成。除实力蓝筹股外,二三线股也暴升数倍,甚至有些连年亏损的小股也急倍余。暴利的诱惑使得大批中小散户头脑发热,盲目跟风。

(2)企业集资活动频繁,大量资金被抽离股市。据不完全统计,87年头三季,企业通过上市、配股、供股等方式筹集资金400亿港元。超出过去九年的集资总额。这使得股票市场供过于求,埋下了日后股价暴跌的祸根。

(3)交易所运作的监管不健全。股市方面,交收运作制度不健全,制造了股票抛空的机会。由于交投兴旺,24小时交收制度难以完全执行,给投资者造成了大量的抛空股票的机会,加剧了股市的下跌。期市方面,由于组建时间较短,管理制度不健全,按金和平仓规定都不够完善。在期市大跌的情况下,经纪公司为补交按金而大量抛售用以套戥的股票,迫使港股进一步大跌。

4.《戴维森报告书》声名远播

正视问题,锐意改革是香港证券业一贯的作风。从一种特殊的意义上讲,每次熊市或股

灾正是香港证券业检讨自身的良机,而有关当局也基本上抓住了这些机会。比如1973年股灾发生后,港府就相继通过了《证券条例》、《保障投资人士条例》、《收购及合并守则》、《配售守则》、《印花税条例》等重要法则。1973年4月,政府成立了内幕交易审裁处,专负审查内幕人士的股票的监管和稳妥运作带来诸多不便,港府又积极推动四会合并的工作,先后通过《证券交易所上市规则》、《证券交易所合并条例》等重要法规,使股票市场逐步走向规范化。

1987年11月16日,港府宣布成立六人组成的证券业检讨委员会,对两家交易所及其监管机构的组织、管理和运作进行全面检讨。与此同时,港府立即著手对联交所进行改组。

1988年6月2日,《证券业检讨委员会报告书》发表(由于委员会的主席是戴维森,所以该报告书被称为《戴维森报告书》)。该报告书就香港证券业和组织、管理、运作和监察提出多项批评和建议,成为指导香港证券市场改革的经典性文献。

《戴维森报告书》首先指出香港证券市场存在著四方面的缺点:

第一,联合交易所被一撮人视作私人会所,而非为会员、投资者和证券发行者服务的公用事业机构;交易所的行政人员缺乏足够的专业知识;二十四小时交收制度难以真正实施;上市安排存在严重缺陷;对会员监察不够严密。

第二,香港期货交易所的管理基础不够稳妥,期交所、结算公司和保证公司三足鼎立的结构混淆了责任界线,妨碍了风险处理的稳妥性。

第三,负责监察整个行业的证券事务监察委员会和商品交易事务监察委员会缺乏方向感,未能达到独立及有效监察的目标。

第四,因资源匮乏,设于政府构架之内负责两个监察委员会行政工作的证券及商品交易监理专员办事处软弱无力,掣肘甚多。

《戴维森报告书》认为,要把香港发展成为东南亚地区最主要的资本市场,对原有制度作根本改变是不足取的,正确的做法是保留从业人员自行规管市场的制度,同时在每个层面实施保障措施。鉴此,该报告书提出了五条主要建议:

第一,重整两家交易所的内部组织,尤其是联交所的决策部门应加入个人会员、公司会员和独立人士。

第二,两家交易所应发展一组独立的专业行政人员,负责执行决策部门的政策。

第三,将联交所的交收制度延长至三日,同时尽快实施中央结算制度。

第四,香港期交所和指数期货予以保留,但应重组结算和保证金制度,以加强风险管理措施;结算公司应隶属于期交所,并设立结算会员基金。

第五,设立不属于政府的单一独立法定机构,取代原有的两个监察委员会和监理专员办事处。该机构应具广泛权力,以确保市场健全运作和保障投资者利益为职责,其经费来自市场。

港府对《戴维森报告书》给予了很高的评价,并立即基本上按此报告的建议进行多项改革。1988年7月13日,《证券公开权益条例草案》获得通过。8月8日,临时证券及期货事务监察委员会成立。8月14日,证监会和联交所联合发表声明,禁止新股上市流通。10月

18日联交所首届22名理事产生,并于次年的5月11日重组行政构架,设立三个职责中心及七个支援部门,全部直接向行政总裁负责。1989年1月6日,联交所成立香港中央结算有限公司。5月1日,新证监会宣布成立。1990年7月,《内幕交易条例草案》获得通过。1991年,联交所理事会的代表性再受质疑,在证监会的压力下,联交所终于通过了转为非牟利机构和理事会构架重组的职权划分达成共识,证监会和联交所曾在多个问题上发生争执(如94年就曾因股价拆细而闹得满城风雨),但最后均能获得圆满解决,事实证明,连串的改革措施使得香港证券市场更趋完善和富有力,而《戴维森报告书》也因之声名远播。。

第四章 股票投资的 收益与风险

第一节 股票投资的收益

任何一个理智的投资者涉足股市,都是为了从股票投资中获得收益。股票所能带来的丰厚收益,正是驱动投资者的动力。

一、股票投资收益的构成

股票投资收益,是指股票投资带来的收入,具体可以分为四个部分。

(1)收入收益,是指投资者以股东身份,按照持股的数量,从公司盈利分配中获得的收益,具体包括股息和红利两部分,股息和红利合称股利。股息是股票持有者凭股票定期从公司领取的盈利,优先股的股息率是固定的,普通股的股息则不确定,而红利则是普通股股东获得的超过股息部分的利润,其分派更不确定,二者都要视公司经营状况和发展战略而定。由于普通股股息的不确定性,有人把普通股股息和红利统称为红利,本书不采用这种说法。

(2)市价盈利,又称价差收益、资本利得,是指在股市上低价买进高价卖出所得到的价差利润。这种收益具有更大的不确定性,其获得是个“艺术”过程,与投资者的素质、机遇都有关系,因人而异,有人赚也有人赔。

(3)资产增值。从前面的收入收益可以看出,股息仅仅是公司盈利的一部分,公司的税后利润在支付股息和红利前,要提取一部分作为法定公积金,法定公益金、任意公积金等。这部分利润虽未直接发给股东,但股东却对其大部分拥有所有权,作为公司资产的增值部分,它理应属于股票的收益。

(4)股权盈利。这类收益分两种情况:一种是公司增发新股票时,原有普通股股东有优先认购权,且享有一定优惠条件,如价格的减让,发行股权证;另一种是公司为使所发行的公司债券更有吸引力,给予投资者在一确定价格下购买普通股股票的权利并发行认股权证。

如此在有效期内,股票市价上涨,超过既定价格,持证者无论是认购股票还是转让股权证,都会有一笔收益。

二、股利支付及其种类

股息是股票持有者定期从股份公司领取的一定盈利额。它不同于利息,股息的收付双方不存在债权债务关系。优先股的股息是按固定股息率优先领取的,不随公司盈利多少而增减,但可能被拖欠。普通股的股息和红利合称股利,是在支付了优先股股息之后,再根据剩下的利润额进行分配,它们是不确定的,须视公司盈利状况而定。

股利的支付有三种基本形式:现金、股票和财产,也有将三者组合的形式。按支付形式不同,股利分为三种。

(1)现金股利。公司以现金形式支付给股东的股利收入,是股利分配中最常见的、最普遍的形式,如十派二元就是每十股送两元现金股利。

(2)股票股利,是指以增发股票的形式支付给股东的投资收益。公司发送股票股利,实际上是公司扩张股本的一种形式,它使公司减少资本外流,扩充了实力,但也易造成每股摊薄后盈利能力的下降;对股东来说,这种方式可免缴一定数量的所得税,若股价上升,还能获得更多的价差收益,是较受欢迎的分配方式。

(3)财产股利,是指公司以现金之外的其他财产分配给股东的投资收益,其形式主要是公司持有的其他公司的有价证券,也有发放实物的,但比较少见。

三、股票投资收益率的计算

股票投资收益率是衡量股票投资效率的一个指标,也可用其来评价股票。股票投资收益有多种形式,相应的股票投资收益率也不只是一种形式。

(1)股息收益率,是指每股年股利额与其市价的比率,具体公式为:

$$\text{股息收益率} = \frac{\text{每股年股利}}{\text{每股市价}} \times 100\%$$

其数值越高,表明投资于该股票的效率就越高,当然,这只是一个方面。

(2)股票持有期收益率,是一个重要投资效率指标,它等于股利加上资本价格变动收益除以股票即时市价,具体公式为:

$$\text{股票持有期收益率(HPY)} = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\%$$

式中: D_1 ——股票持有期预期股利

P_1 ——持有期末股票价格

P_0 ——股票即时市价或持有期始市价

假定一种股票的期初售价为每股 10 元,一年后涨至 12 元,公司每年支付股利 1 元,于是该股票持有期(一年)内的收益率为 30%。

$$\text{HPY} = \frac{1 + (12 - 10)}{10} \times 100\% = 30\%$$

这种收益率的计算持有期可长可短,完全取决于投资者,但年度的收益需加以折算,如六个月持有期收益率要乘上2才是年度收益率。这个指标能客观地反映出投资者的股票投资收益情况,盈亏多寡一看即明。

四、市盈率及其运用

(1)市盈率的计算。市盈率,又称本益比,是指股票市价与该股当期税后纯收益的比率。它是从公司收益和股价关系的角度衡量评估股票价格水平的一项重要指标,是投资者选择股票时广泛采用的一种分析手段,其计算公式为:

市盈率=每股市价/每股税后纯收益

(2)市盈率的运用。投资者在应用市盈率时,应注意以下几点:

①市盈率越低越值得买进,越高越应该卖出,不能只关注股票的每股税后利润多少。

②所谓合理的市盈率并非固定数,它取决于市场利率的高低,如利率下降时,市盈率则可高些。

③股利可能增加的股票,也就是所谓成长股的市盈率可能会高一些,是正常的。

(3)运用市盈率应注意的事项。

①历史悠久,产销稳定的企业可以有较高的市盈率,如水泥、食品、金融保险业等。

②不仅要看企业的过去和现在,更要看未来,有发展潜力及高成长性的企业应有较高的市盈率,如从事高科技产业的企业。

③对业绩突然大幅增长的企业,不能贸然用市盈率衡量其股票价位,应对其业绩增长的原因,后续能力进行审查和分析。

④中国的股份公司的税后利润中要提取职工奖励和福利基金,其受益者不是公司的股东而是职工,因此在计算市盈率时应从税后利润中扣除这一部分。

第二节 股票投资的风险

一、股票投资风险的概念

股票投资风险就是投资结果的不确定性,一般理解为遭受损失的可能性和程度,并以可能性大小和程度轻重衡量其高低。股票投资风险表现为两种情况:①投资者高价买进而低价卖出所造成的价差损失。②公司经营状况不佳造成投资者不能获得股票的股利收益。例

如,小 A 某日以 12 元/股买进 500 股中川国际,两个月后股价跌至 6 元/股,而小 A 急于变现,只得卖出,造成损失 3000 元;这种损失属于风险的第一种表现。又例如,小 B 某日买进 1000 股一汽金杯,共用了 3000 元,但一年后,公司经营状况不佳,无法分红派息,若小 B 把这部分资金存银行可获得 300 多元的利息;小 B 的损失即属于风险的第二种表现。

股票投资是风险最高的投资活动之一。但这并没有阻止住人们对它的偏爱。因为风险和收益是相伴相随的,高风险高收益,低风险低收益,无风险无收益。完全没有风险的投资实际上是不存在的,投资风险越大,预期收益实现的可能性就越小,当风险发生时高风险意味着高损失,而当风险不发生时,高风险肯定带来高收益。因此,风险越大的投资就必须提供越高的报酬率,以吸引投资者。

在股市中,投资者对待风险的态度是各不相同的,面对同样的风险,存在着不同的反应。风险偏好者敢于冒险并专门寻觅高风险高收益的机会,期望暴发而不惜破产;风险回避者则畏惧风险,谨慎入市,小利即安;风险中性者取中庸之道,既注重稳妥地乐于冒些小风险获取较高收益。风险莫测的股市投资就是由这些投资者共同完成的。

二、股票投资风险的分类

股票投资风险可划分为两种:①系统性风险,是指在企业外部发生的,企业本身所不能控制的因素造成的风险,如经济周期变化,经济政策调整、战争等引起的投资收益的变动,它影响整个市场的全部股票,即使分散投资也不能避免。②非系统性风险,是指某些可能对单个股票或行业造成损失的因素,它存在或产生于企业或行业的内部,如经营不善,决策失误等造成企业状况恶化,但对其他企业却没有影响。这种风险可以通过投资的分散而避免。股票投资的总风险包括两部分:

总风险=系统性风险+非系统性风险

其中,无论是系统性风险还是非系统性风险,都是由一些具体的风险因素构成的,一般认为,系统性风险包括市场风险、利率风险、购买力风险等,而非系统性风险则有企业风险、流动性风险、财务风险等(见图 11.4.1)。

(1)市场风险,又称市价风险,是指股价波动可能造成的投资者的损失。市场风险与企业风险有一定关系,当公司盈利增加时,股价通常会上涨;反之,当公司盈利下降,甚至无利,乃至亏损时,股价会大幅下挫。但市场风险并不完全是企业风险引起的,股价的长期趋势受企业风险因素影响较大,而短期波动的 80%以上都是由其他因素引起的,如重大政治经济事件的发生,公司人事的变更及一些谣言等,都可能导致股价的起伏。

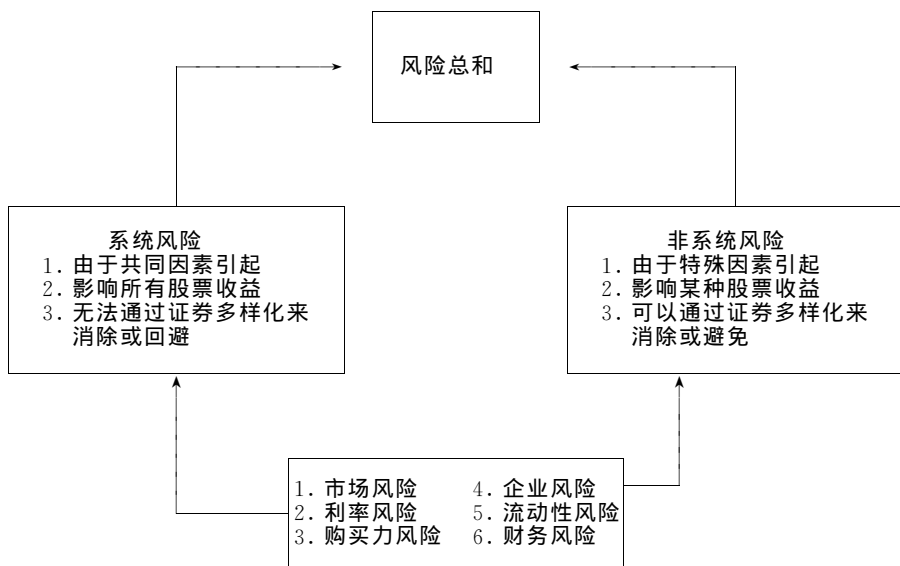


图 11.4.1 股票投资的风险

(2)利率风险,又称货币风险,是指由于银行利率提高可能对投资者产生的不利影响。它分为两个方面:一方面利率提高使企业的资金成本增加,企业收益减少,导致股价下跌;另一方面,利率提高使投资者资金的机会成本提高,引致资金流向银行,造成股市资金减少,股价下跌。

(3)购买力风险,又称通货膨胀风险,是指通货膨胀造成投资者投资收益的购买力下降,即实际价值降低。但值得一提的是,通货膨胀会使公司资产的名义价值上升,从而使股票所代表的资产值增加;同时,公司还可以通过提价转嫁通货膨胀的影响,使收益提高进而增加股东的股利。

(4)企业风险,是指上市公司经营不善对投资者可能带来的损失。这是因为竞争、原材料供应,技术发展,政府法规政策变动以及公司管理不佳等因素都可能使企业经营困难,盈利减少,造成股东的股利损失,甚至上市公司还会被破产清算,使投资者血本无归。

(5)流动性风险,是指股票变现能力的大小,股票变现越便利,流动性越大则风险越小。如果一只股票的成交量极小,抛出变现的风险就越大,遭受市价损失的可能性就越大。

(6)财务风险,是指公司财务状况变动对投资者收益的影响,它与企业风险是联系在一起的,这里不再详述。

三、股票投资风险的评估

买股票就是买未来,股票是具有不确定性的风险资产。投资者在选择股票的时候,要了解每只股票的风险类别和风险程度的高低,这要求对股票投资风险进行正确评估。只有这

样,投资者才能够合理权衡投资的风险和预期收益,从而找出最适合自己的投资组合。

股票投资风险的评估方法有多种,这里只介绍两种常用且简便易行的方法。

(1)价差率法。价差,是指股票在一段时间内的最高价格与最低价格的差额,价差率就是用价差除以价格的平均数得到的百分数。其计算公式为:

$$\text{价差率} = \frac{\text{最高价} - \text{最低价}}{(\text{最高价} + \text{最低价}) \div 2} \times 100\%$$

价差率既可以按年计算,也可用一月、一周的数据来计算。股票的价差率越大,意味着其风险也越大。

(2) β 系数法,是指通过把个别股票的价格变动率作为自变量,把整个股市的股价水平变动率作为因变量,再进行回归分析得到的,它表示整个市场每变动1%,单只股票价格变动的百分数。例如,某只股票的 β 系数为0.8,则说明当市场价格水平变动1%时,该股票价格变动0.8%,表明该股票的风险比整个市场低。

β 系数的计算方法在一般统计学书籍中均可找到,且计算比较复杂,这里略去不述,只介绍一种简便易行的准 β 系数计算方法,简称 β' 系数:

$$\beta' = \frac{\text{一定时间内单只股票价格变动率}}{\text{一定时间内市场股价水平变动率}}$$

$$\text{式中:价格变动率} = \frac{\text{期末价格} - \text{期初价格}}{\text{期初价格}}$$

第三节 反风险策略

在股票投资中,任何一个投资者都不可能完全避开风险,但是可以采用适当的方针和方法,使投资者能在一定的预期收益率下将风险减至最低,或在接受一定水平风险的情况下使收益增至最高,这即是反风险策略。

(1)股票投资的多重组合。是指在投资活动中从股票种类和投资时间两方面进行合理组合,以降低风险。一方面是股票的组合,就是在股票篮子里,绩优股、绩劣股和中性股相组合,不同行业的股票相组合,不同成长阶段的股票相组合,使股票的构成多样化,并且在购入股票时,遵循“慢慢买,快快卖”的原则,不要一下子买足,而是分阶段投资。

另一方面,把股票按长线投资、中线投资、短线投资划分的比例进行组合。长线投资的持股时间至少应6个月以上,对象是财务状况良好有发展前景的公司股票;中线投资是指持股在两个月上下,短线投资是持股在一个月以内,甚至几天,主要是投资于一些热门股,投机股。这样把资金分为三个部分,中长线只重趋势,忽略股价的往复波动,目的是获取波段利润,短线则投资于股价大起大落的股票,以搏取短差。

(2)设置停损点。这是常用的一种反风险策略,其根据可表达为:留得青山在,不怕没柴烧。停损点,是指投资人在投资时事先给自己制定出一个自己可以容忍的损失程度,以免除更大损失。具体地说,就是当你买入股票时,就要在买入价位之下的某一位置给自己定一个

极限价位,一旦股价跌到这个价位,就立即卖出股票以停止损失的扩大。与此相对应,在卖出股票时,要在卖出价的上方定一价位,一旦卖出后股价不跌反涨,在涨破此价时应重返市场,以免踏空造成资金套牢。

各人的情况不同,因而能够容忍的亏损程度也不尽相同,一般来说可在5%到10%之间。停损点看上去是很简单的一种方法,但执行起来并不容易,不少投资者抱有侥幸心理,希望跌下去的股价再升上来,或涨起来的股价再回档下去,这样做的结果往往事与愿违,损失程度不断增大,陷入风险的泥潭不能自拔,尤其是股票套牢,后果更为严重。总之,设置合理的停损点是反风险的一个有效策略。

(3)利用投资技术。投资者要战胜股市风险,必须充分利用各种投资技术,包括基本分析技术和技术分析技术,培养自己的市势分析、选时、选股、投资组合等方面的能力。

(4)进出有方,适度投机。低价进高价出虽然是最简单不过的道理,却也是市场中的极致,投资者应树立投资理念,不要过分投机,克服恐惧和贪婪的心态,做到进出有方,减少风险。遇到大跌市,要正确看待实质,克制住恐慌悲观情绪,大胆入市买“便宜货”;股市狂涨时,不可贪婪,去赚最后一分钱,以致忽略了正与市场同步扩大的风险,而要适可而止,见好就收,清仓离市,把一部分利润和全部风险留给市场。

第五章

股票投资的 宏观经济分析

第一节 国民经济基本状况分析

一、国民生产总值与股价

国民生产总值是一个极具综合性的指标,反映在一特定时间内(一般以年为单位)国民经济所生产的全部商品与劳务的价值总和。在经济预测中,常用国民生产总值及其各个组成指标的变化来分析经济发展的趋势及各行业的前景。股市是经济活动的“晴雨表”,经济大趋势是股市的大气候,因此,仔细分析国民生产总值及其各个组成部分的变化能够为投资者把握股市行情提供重要的信息。

(1)国民生产总值的变化对股价的影响。从历史经验看,股票价格的波动是与国民生产总值的变化一致的。国民生产总值下降,表明整个国家经济不景气,大多数公司的经营状况也不会好,股价自然下降。如果国民生产总值上升,经济向前发展,股市的表现就会呈上涨趋势。

(2)国民生产总值各组成部分的变化对股价的影响。采用产品流动法,国民生产总值就等于个人消费支出加私人总投资加政府购买加净出口,因此,也可以依据其变动分析预测股价的变动方向,而且某些项目的变动对股价的变动具有较强的刺激作用。

个人消费开支基本有三个方面:购买耐用消费品、非耐用消费品和劳务。由于非耐用消费品多是生活必需品,故其支出比较稳定,最容易发生变化的是耐用消费品支出。因此,当人们的消费支出变动时,耐用消费品及相关行业将受到较大的影响。

私人总投资是由固定资产投资和企业库存两部分组成的。固定资产投资大量增加是经济由复苏转向高涨的重要标志;而企业库存过多则多表明销售有困难,不过有时是投机性的

囤积居奇,这既可以理解危机将至,也可认为是经济高涨,投资者应留神这个预兆性指标。

政府购买和支出是政府干预经济的一个重要手段,其增减以及各用途之间的比例变化对相关行业(企业)的发展有着重要影响,如政府对出口的补贴和贷款会大大推动外贸出口行业的发展。

一般来说,净出口的变化不仅关系出口企业的生产销售,而且还影响与出口企业相关行业的发展。净出口增加对经济有推动作用,同时还影响一国汇率,因此对股价也有相应的影响。

二、经济周期与股价

经济发展客观上存在着周期性,其周期性变化不可避免地导致了股价的周期性变化。在繁荣阶段,生产规模扩大,社会需求增加,股份公司盈利多,股息高,人们对股市预期乐观,踊跃购买股票,使得股价上扬。但是这种形势不可能永远持续下去,当股价屡创新高时,投资者对经济形势的预期开始逐步变化,认为经济将开始减缓和衰退,于是纷纷抛出股票,股价连连下跌。萧条阶段,股价很低,人们却心有余悸,每日成交寥寥,此时,一些有识之士却已判断出经济已到谷底,从而开始吸纳股票,当这种认识为越来越多的投资者所认同,而且现实经济确有征兆时,股价便开始了新一轮升势。如此循环下去。

上面描绘了股价与经济周期相关联的一个轮廓,从中可以得到以下几点启示:

(1)经济总是周期性运动,股价也伴随它作相应的波动,但股价的波动超前于经济运动,没有只涨不跌或只跌不涨的股市。

(2)投资切忌盲目从众,要注意收集宏观经济资料和信息,关注经济动向,从而正确把握当前经济所处的位置,对未来作出正确判断。

(3)投资操作中要认清经济形势,把握周期规律,去赢波段利润,而不为小利小失所扰。

(4)经济周期对不同行业、企业的股票关联程度不同,在经济复苏繁荣阶段领涨的股票也往往是经济衰退之际首当其冲下跌的股票,如能源、建材等股票上涨初期一般有出色表现,而公用事业股的抗跌性则较强。

三、通货膨胀与股价

通货膨胀对股市,特别是个股的影响比较复杂,它既有可能刺激股价的上扬,又可能压抑股价下跌,而没有恒稳的定势。下面仅从三个方面进行原则性说明:

(1)对于企业来说,一般温和的通货膨胀能促进经济的发展,从而企业生产发展,盈利增加;同时,企业的资产会因通货膨胀而升值,使股票帐面价值增加,这两方面都会吸引投资者,使股价上涨。但是恶性通货膨胀的作用与之相反,它造成社会经济失去效率,原材料、劳务价格等成本急涨,企业经营严重受挫,盈利水平下降,甚至破产倒闭。

(2)政府一般偏向一定程度内的通货膨胀,因为适度通货膨胀不仅能促进经济发展,还能使政府在国民收入再分配中获益,但尽管如此,政府在通货膨胀成为问题时还是要采取措

施,通常的方法是紧缩银根,提高利率,减少资金供应量,这些措施直接影响股票价格,使股价下跌。

(3)投资者的行为决定着股市的动向。在适度的通货膨胀范围内,投资者仍会选择股票投资,这一方面是获取直接投资收益;另一方面则是出于保值的目的。但当通货膨胀恶化,同时伴随着利率上升时,投资者的心理预期就会发生变化,手中的货币贬值,未来股息实际收益下降,导致投资者对股票投资偏好下降,而转向实物资产的投资,如房地产,黄金等,从而抛售股票,引起股价大幅下跌。

四、对外贸易与股价

投资者在分析股价时一般都不注意对外贸易,而实际上对外贸易也是影响股价变化的一个敏感因素。它直接或间接地决定了企业的生存空间和竞争力的大小,因而在进行投资分析时,该企业,该行业,相关行业乃至整个国家的对外贸易状况都是不容忽视的。目前,我国不断扩大对外开放,而且正积极进行“复关”谈判,这要求投资者更要注意对外贸易这一因素的影响。

从微观上看,应注意企业的国际市场的开拓及占有率是否提高,国外同类产品的进口对企业国内市场的冲击以及企业的外贸依存度等方面。

$$\text{外贸依存度} = \frac{\text{企业对外销售收入}}{\text{企业销售总收入}} \times 100\%$$

从宏观上看,一国对外贸易的扩大有利于股市的上升,同时由于对外贸易的扩大使用内经济与国际经济联系紧密,会产生波动传递效应。如1987年10月美国的“黑色星期一”引起了伦敦、东京、香港等国家地区股市的连锁下跌。随着我国经济与世界经济大循环的不断融合,这种效应也会越来越明显地表现出来。

第二节 金融环境分析

一、利率与股价

华尔街有句名言:股市随着利率的变动而涨跌。一般来说,利率是进行投资决策的一个重要指标,因为利率与股价之间有着密切联系。当利率上升时,股价下跌;当利率下降时,股价则上涨,股票的理论价值公式说明了这一点:

$$\text{股票理论价值} = \frac{\text{股息}}{\text{同期利率}}$$

先看投资者预期报酬的变化,因为公司的股息在短期内是固定的,而投资者却可以经常改变他们的预期,当利率提高时,投资者的资金机会成本上升,使投资者对股票的预期收益下降而抛出股票,造成股价下跌;反之亦然。再分析利率对公司经营的影响,利率提高,则公司贷款成本上升,导致生产经营成本上升,盈利减少,因而股价趋低;反之则股价趋高。

不过,上面的分析只是一种一般分析,影响股价变动的因素很多,利率只是其中的一个,但无论如何,投资者还是不能不重视利率变动对股价的影响。

二、货币供应量与股价

货币供应量也是影响股价波动的一个金融环境因素。当前,在计量货币量的时候有三种货币形式:

$$M_1 = \text{现金} + \text{活期存款}$$

$$M_2 = M_1 + \text{小额定期存款} + \text{短期定期储蓄} + \text{货币市场互助基金}$$

$$M_3 = M_2 + \text{长期大额定期储蓄} + \text{流动性较差的金融资产}$$

这里的货币供应量仅指 M_1 和 M_2 。

在一般情况下,货币供应量的增加会使股价呈上涨趋势,而货币供应量的减少则使股价呈下跌趋势。这是因为货币供应量的增加会使社会上的资金变得充裕,有一部分就会成为进入股市的增量资金,从而打破原有的股票供求平衡,导致股价上涨。

但是,长时间的货币扩张可能会导致通货膨胀的发生。

三、汇率与股价

汇率的变动和调整对一国的经济、贸易及金融有着广泛的影响,在未对外国资本进入和本国资本流出加以特别限制的国家,汇率的变动会直接影响股票市场的行情。目前中国虽然仍是实行外汇管制体制,但随着经济的发展和对外开放的扩大,外汇体制也必将逐步改革,走向市场化,已经实行的经常项目的自由兑换便是证明。由此,投资者不应忽视汇率变动对股价的影响。

汇率的变动对股市的影响分两方面:

(1) 汇率变动对一国的国际贸易及贸易收支发生影响,从而间接地影响股票价格。外币上涨,本币贬值,意味着国内企业出口成本下降,在国际市场更有竞争力,市场扩大,销售收入提高,从而企业经营业绩提高,其股价自然上涨,同时还能带动相关行业发展。汇率下降还利于非贸易收入增加,如旅游业,外币升值会增加对外国旅游者的吸引力,从而增加旅游收入,间接地促进行业的发展。

(2) 汇率的变动影响国际资本流动,特别是短期游资。汇率上浮,本币升值,外币贬值,会吸引外国资本涌入本国,有一部分进入股市,使股票价格上涨;反之,汇率下浮,国内资金持有者和外国投资者为防范汇率风险,纷纷卖出本币买入外币,国内资本外流,股市中资金抽离,导致股价下跌。

第三节 政策法规环境分析

一、财政政策与股价

财政政策包括税收政策、政府支出政策、公债政策三个部分。它和货币政策一样都是国民经济的宏观调控手段。财政政策对股市的影响是十分深刻的,也是十分复杂的,其影响主要是两方面:一方面,财政政策对国民经济广泛而深刻的影响将间接地作用于股市;另一方面,财政政策中涉及证券交易税和国债的等有关内容会直接影响股价。

(1)税收政策对股价的影响。单纯地税收效应显示:整个经济范围内的增税或减税将造成经济的收缩或扩张。仅分析增税效应,一方面减少了人们的收入,从而减少了他们消费支出,降低了总需求;另一方面,从企业角度看,税收直接减少了税后利润,并抑制投资,同时总需求的下降使企业也不得不减少投资,压缩生产并降低价格,进一步使企业利润减少。这样从两方面促使股价下跌;一方面企业利润下降,股票预期收益降低,股价下跌;另一方面个人收入减少,货币需求相应增加,抛股套现,股票需求下降造成股价下跌。

另外,税收政策中有关证券交易税的规定变化将直接影响股价的上下波动,其是否征收,税率高低都将导致股价的变动,甚至是大幅震荡。

(2)政府支出对股价的影响。政府支出包括政府购买和公共开支等手段,当经济不景气时,需求不足,生产停滞,失业率增加,这时政府一般要采取增加政府支出来刺激经济的发展。政府订货增加,扩大了相应产品的需求,提高了其价格,企业生产经营规模扩大,利润增加,股价自然上升,同时通过连锁反应,相关行业的生产也步入扩张。这样,社会失业率下降,工资也得到提高,投资者货币持有量增加,也引致股价上升。与之相反,当经济过热时,政府会缩减支出,从而导致相反的作用过程。

(3)国债政策对股价的影响。国债作为政府弥补财政赤字的主要手段,本身也是证券市场的投资工具之一,其发行量、期限、利率、流动性等直接影响股票市场。从量的角度看,国债发行增加了证券供给,减少了市场货币资金量,对股价有负影响;从利率水平看,其利率越高,对投资者的吸引力越大,从而减少了投资于股市的资金量,股价下跌。

二、货币政策与股价

货币政策是政府为实现既定经济目标,通过中央银行对货币供给的管理来调节信贷供给和利率,以对宏观经济进行调控的经济政策。货币政策与财政政策一样,它们都是逆经济风向使用的。在经济衰退时采取扩张性货币政策,在经济过热时采取紧缩性货币政策。

货币政策对股市的影响,具体来说主要是在中央银行实施调节总需求的步骤中体现出来的。例如,在经济衰退时,中央银行首先采取措施增加商业银行的准备金,通过银行乘数作用,引起活期存款的多倍扩张;货币供应量的增加扩大使银根松动,这不仅使人们容易得到信贷,而且使利率降低,于是刺激私人投资和公共投资上升,投资的上升促进了对股票的需求,股市繁荣,股价上升。投资上升还通过投资乘数作用提高了就业和收入,带动投资进一步上升,股价也得以进一步上扬。经济过热时的货币政策方向与上面正相反,股价也随之下跌。

中央银行实施货币政策的主要手段有三种:公开市场业务、贴现率政策和改变法定准备率。同时还有一些辅助手段。

(1)公开市场业务是中央银行在金融市场上买进或卖出政府债券。一方面,它使商业银行的存款增加或减少,通过乘数作用使市场上货币流通多倍增加或减少,从而导致利率下降或上升;另一方面,还会直接引起债券价格上升或下降,从而导致利息率下降或上升。

(2)贴现率政策是中央银行降低或提高商业银行向中央银行借款的利息率,从而刺激商业银行增加或减少向中央银行的借款,增加或减少商业银行准备金,通过银行创造货币作用多倍增加或减少货币供应量。一般来说,贴现率低时股价会上升,贴现率高时股价会下降。

(3)改变法定准备率,是指中央银行通过改变法定准备率来影响货币供给量和利息率。其具体过程是:在衰退时期,降低法定准备率,使银行能创造出更多的货币,从而增加货币供应量,降低利息率;在扩张时期则可采取相反操作。

除上述三种主要工具外,货币政策还有一些辅助手段,包括道义上的劝告,选择性信贷控制,证券信贷控制,分期付款信贷控制和抵押贷款信贷控制等。它们一般以间接或局部的方式影响货币供应量和利息率,从而产生对股票价格的影响。

在对货币政策和财政政策进行分析时,应注意不同工具调整作用的强度和时滞。例如,政府支出和法定准备率的调整作用比较猛烈,而税收和公开市场业务的作用则比较缓慢。

三、产业政策与股价

国家产业政策的制定和变化对股市有着直接的重要的影响。它一经制定在相当一个时期内便开始比较稳定地起作用,它在内容上表明了国家在一段时间内的经济建设重点和方向,并且符合产业政策的行业,企业会得到国家各方面的扶持和帮助。例如,税收、信贷方面的政策,从而为企业的发展创造了有利条件,使投资者的预期趋向乐观光明,纷纷持有它们的股票,使股价上涨。

在《关于国家经济和社会发展“九五”计划和2010年发展纲要》中已明确表明,在今后15年内中国宏观产业政策是重点支持机械电子、石化、汽车等支柱产业,加大农业、能源、交通、通讯等基础产业的投资力度。这些行业将直接受惠于产业政策,具有美好的发展前景,股市对此将越来越明显地作出反映。

四、证券法规与股价

俗话说:没有规矩,不成方圆。股票市场也是这样,其制度法规越不健全,就越是产生股价大幅不正常波动,越是容易发生损害大多数投资者的行为。证券法规的制定一般遵循以下原则:

- (1)保护投资者利益原则。
- (2)信息公开原则。
- (3)禁止欺诈活动原则。
- (4)禁止操纵行为原则。
- (5)限制“内幕人士”的证券活动原则。

可见,了解、研究和分析证券法规,对于保障投资者获取公正的,与其所担风险相平衡的收益具有十分重要的意义。

第四节 社会政治环境分析

1. 国内政治局势与股价

一个国家的政局对经济影响极大。政治局势稳定,人民安居乐业,股票价格会趋于上升,其波动只是短期调整;政局动荡,人心不稳,则股价肯定会下跌。

2. 国内政策走向与股价

在稳定的政治局面下,投资者对政府和国家领导人的政策取向如果抱积极进取的预期,股价将趋于上升;如果预期政策将转向保守,股价将上升乏力而趋于下跌。

3. 国家周边关系及国际形势与股价

国际形势缓和,周边关系友好,经济发展的大环境好,股价会趋于上升;反之,则易下跌。

4. 科技进步与股价

科技进步速度快,转化为现实生产力顺利,企业的经营业绩会趋于提高,股价也会相应地上升;反之则不然。

5. 社会思想观念与股价

思想观念源于现实,又反作用于现实。人们对股票的认识越接近客观实际,股票价格的波动就越具理性。

6. 自然灾害与股价

自然界的因素也会在一定时期内影响某只股票甚至整个股市的运动方向。但这种影响是暂时性的,一般不超过一年。

第五节 投资者——人的分析

一、投资条件分析

投资者在决定投身股市之前,应该分析一下自身的投资条件,其主要内容包括入市资金的来源、对收益的依赖程度及相关投资知识的掌握程度三方面。投资股市必须使用自有资金,而且是生活费用之外的部分,如果占用了生活费用,甚至融资入市,都将容易干扰投资者的判断决策,且一旦失误,后果严重。在对收益的依赖程度方面,那些依靠投资收益补充基本生活消费的投资者不宜涉足股市,而适于投资于有固定收益的国债或企业债。关于证券投资的相关知识,如果决心投资股市,那就决不能忽视。虽然不必追求过于高深的学问,但起码也要对有关股市的法规,交易规则、财务知识,基本分析和技术分析的基本方法等加以学习和掌握,光凭感觉和运气尽管可能捞上一把,但最终会泥牛入海,大败而归。

二、投资行为分析

从投资者对投资收益的预期和所承担风险程度这两方面来说,投资者的行为可分为投资行为、投机行为、赌博行为。赌博行为,是指完全凭运气,抱着“胜者王侯败者贼”的心理进行决策判断,承担的风险最大,虽有获暴利的可能,但多数会血本无归。投机行为比较常见,其目的是搏取短期价差,以低进高出的方式频繁进出,所承担的风险也较大,需要较全面投资能力。投资行为的决策过程最谨慎,它一般是在掌握较充分的信息资料基础上,对可能存在的全部风险和预期收益进行权衡分析后作出的。投资行为的目的不是短期的价差,而是稳定的股息和企业不断成长引起的股价上涨收益,它同样需要对股市的分析技能,尤其是基本因素的分析 and 理解。

三、投资心理分析

在股市的涨落升跌中,投资者的投资心理起着重要的作用,应该说每个人的心理活动都是不同的,但从中还是能够找出一些共性的东西:诸如追求资金增值的求利心理;盲目跟风的从众心理;缺乏主见,犹柔寡断的把持不定心理;不知满足的贪得无厌心理以及孤注一掷的赌徒心理等。

第六章 行业分析

第一节 行业市场结构类型分析

一、市场结构类型的划分

行业的市场结构是行业分析中十分重要的一个问题。根据各行业中厂商的数量,产品的性质,厂商对价格的控制程度,新厂商进入的难易程度等特征,行业的市场结构可以分为四种类型:完全竞争、垄断竞争、寡头垄断和完全垄断。各类型基本特征见表 11.6.1。

表 11.6.1 各类型基本特征

市场类型	厂商数量	产品性质	典型企业	价格控制程度	新厂商进入度	超额短期	利润长期
完全竞争	很多	无差别	农产品	无	容易	有	无
垄断竞争	多	有差异	轻加工业	有一定控制	有些难度	有	无
寡头垄断	少	有差异或同质	石油、钢铁民航等	有相当控制	难度较大	有	一般有
完全垄断	一家	单一	公用事业	程度较高	很难	有	有

二、各类型特征分析

这四种类型的市场结构的竞争程度是依次递减的。竞争程度越高,进入成本越低,其产品价格受供求关系的影响就越大,企业竞争失败破产的可能性也越大,从而投资风险也越大;反之,垄断性行业的投资风险较小。

(1)完全竞争市场结构。在属于完全竞争市场结构的行业中,如农产品市场,任何一个厂商都无法独立地影响市场价格,而是由整个行业的供求决定价格。一般技术要求不高,厂商进出该行业容易,从长期看,该市场结构的行业只能获得社会平均利润。

(2)完全垄断市场结构。属于完全垄断市场结构的行业有邮政、电话、铁路、电力等行业,其特征一般有以下几点:①为公众的必需消费提供服务。②投资额巨大,进入成本高。③大多是政府特许经营,在一定范围内有业务专营权。④其产品、服务的价格多受政府限制。这类行业收益稳定,风险较小,投资者的利益有保障。

(3)寡头垄断市场结构。一般来说,属于寡头垄断市场结构的行业,其企业的生产经营规模相当大,整个市场被几家大厂商所分割占据,如石油、民航等。这类行业所需投资相当大,新厂商进入比较困难,并且有较强的控制价格能力,因此长短期内都存在超额利润。

(4)垄断竞争市场结构。属于垄断竞争市场结构的行业多是轻加工行业,其行业内部均存在程度不同的竞争,竞争的结果既有可能使盈利趋于稳定,也有可能损害所有企业的利益。在这类行业中,每个企业的销售量和利润率存在着差异,有时甚至十分悬殊,因此投资此类行业更需加强对企业的个案分析。

第二节 行业生命周期分析

一、行业生命周期概念

行业的发展也同人一样,要经历一个由初创、成长到衰退的过程,其生命周期可划分为四个阶段:初创期、成长期、稳定期和衰落期。虽然不同行业在各阶段的经历时间存在差别,但各阶段的基本特征对各行业来说却是大致相同的。表 11.6.2 是对行业生命周期的一般性说明。

表 11.6.2 行业生命周期

	初创期	成长期	稳定期	衰落期
厂商数量	很少	增多	减少	少
利润	微利或亏损	增加	水平高,但增长慢	减少
经营风险	高	较高	低	较高

二、周期过程与特征的具体分析

(1)初创期。随着社会的发展新的行业将不断出现,从而代替旧的传统行业。在行业发展的初创期,整个行业缺乏成熟的技术和成功的经验,产品鲜为人知,市场需求很小,生产未形成规模,单位成本较高,行业利润低甚至发生亏损。这个阶段行业中企业数量很少,所含风险较大。

在初创期,低利润高风险使人们极少关注这类行业,因而其股价偏低。投资者应对行业的性质和社会经济形势进行综合分析,从而对该行业的未来发展前景作出正确预测,一旦发现其具有远大前景就应投资,等其发展到成长期,稳定期之后将会获得高额回报,包括股息和价差两部分。

(2)成长期。在初创末期,随着技术趋于成熟,市场需求扩大,产品成本降低,利润不断上升,行业便进入成长期。随着市场需求的扩大,行业中厂商的数量增加,竞争加剧,经营不善的企业被淘汰,而站稳脚跟的企业逐渐占据和控制市场,获取越来越高的利润。在这一阶段,行业的利润很高,但风险也很大,股价容易大起大落。

随着市场需求趋于饱和,产品销售增长明显变缓,赢利机会减少,行业进入稳定期。

(3)稳定期。进入稳定期后,企业数量因竞争逐渐减少,只剩下少数几家大企业较稳定地各占一定的市场份额,虽然企业间在产品质量、性能、售后服务等方面仍存在激烈竞争,但新企业已难进入。这个阶段利润水平仍很高,但增势已缓,企业平稳发展,其延续时间较长。处在稳定期的公司的股票也稳定上升,投资者应适时购进,享受稳定的收益。

(4)衰落期。这是行业生命周期的最后阶段。任何一个行业经历一段时期的发展后,总会进入衰落期。这是因为市场完全饱和,行业生产规模成长受阻,同时新替代产品出现,原行业市场需求开始萎缩,行业内竞争加剧,企业或被淘汰,或移资于其他行业,行业内企业数量日益减少,行业利润下降,从而该行业走向衰亡。衰落行业的股票多表现平淡,或趋于下跌,已孕含很大风险,投资者宜适时售出,移资其他成长行业。

三、两点补充说明

(1)行业的实际发展因受诸多因素的影响,并不完全与上述四阶段相吻合,其特征表现也不尽相同。例如,某些轻工行业投资少,见效快,产品易打开市场,因而初创期很短,甚至一开始就有较高盈利。另一些行业虽已进入衰落期,却会由于外部因素的变化而出现销售收入和利润重新增长的“中兴”,如石油价格上涨曾使煤炭行业重现生机。

(2)在分析行业生命周期时,应特别注意处在成长期的行业,不仅要看其销售和资产的增长,更要看盈利的增长及其绝对数量和相对数量,因为高增长有时并不就表明高收益。

第三节 行业性质分析

一、依照商品形态

(1)产品是消费资料还是生产资料。前者可直接满足人们的需要,后者则间接满足人们的需要。生产资料受景气变动的影响比消费资料大,当经济好转时,生产资料的生产增加比消费资料快;反之,生产资料的生产萎缩也快。

(2)产品是必需品还是奢侈品。必需品的需求比奢侈品稳定,但随着收入的增加,人们对奢侈品的需求会增加,而必需品则变化不大。

二、依照需求形态

这主要从产品的消费对象和销售范围来分析。不同消费者对产品的性能、档次有不同要求;不同的销售范围受不同范围经济形势的影响。例如,必须清楚产品是内销还是外销,内销主要受国内政治经济的影响,外销则需考虑国际政治、经济、贸易、汇率等多方面影响。

三、依照生产形态

在生产形态上,从资源投入看,行业可分为劳动密集型、资本密集型和技术密集型。在经济不发达国家或地区,劳动密集型企业比重较大,而在发达国家或地区,资本密集型则比重较大,随着科学技术的发展,又出现了技术密集型取代资本密集型的趋势。不同类型行业中的企业,其劳动生产率和竞争力也会不同,这将影响企业产品的盈利水平,造成投资收益的差异。

第四节 外部因素对行业的影响

行业所属公司股价除了一般规律外,在行业的整个发展过程中还会因其他外部因素影响而出现波动。

一、相关行业变动的影响

(1)相关行业产品是本行业产品的替代产品,若相关行业产品价格上升,则会提高本行业产品需求,从而销量增加,盈利提高,股价便会上涨;反之,则结果相反。

(2)相关行业产品是本行业产品的互补产品,若相关行业产品价格上升,则会使本行业股票价格受一定影响。

(3)相关行业产品是本行业生产的原材料,若相关行业产品价格上升,会使本行业的生产成本提高,利润下降,从而刺激股价下跌;反之,则结果相反。

二、政府干预的影响

在政府干预中,产业政策是最重要的因素。产业政策的本质是确定国家应优先扶植的主导产业和支柱产业。在实施产业政策时,国家可借助财政、货币、外贸、外汇等调控手段,对某种或某几种行业进行鼓励和扶植,而对不符合产业政策的行业有所限制。这样,不同的行业在产业政策中位置差异将对各行业的发展产生不容忽视的影响。

第七章 公司分析

第一节 公司的行业状况分析

上市公司所属行业的长期趋向和竞争状况直接影响到公司的发展前景和当前盈利,从而影响投资者的实际收益,引起投资者心理预期波动,最终导致股价的涨跌。

影响行业长期趋向和竞争状况的因素有产品生命周期、产业集中程度和国际竞争状况等方面。

(1)行业产品的生命周期长短是不一样的。例如,属于人们生活必需品的行业产品生命周期最长,可以延续不断;钢铁、能源等基础生产资料行业也可保持较长的生命周期;而一些深加工行业产品则常常是成长迅速,衰落也快,不过也有可能通过产品升级换代,使其生命周期得到延长。

投资实践已证明,不同产品周期阶段的公司收益、利润及股利、持股风险是各不相同的。在排除其他因素影响的假设条件下,购买投入期公司的股票风险极大,因为公司当期利润很少甚至亏损,公司有可能夭折,股价可能暴跌,但是,如果公司经营成功而步入成长期或成熟期,那持股者所承担的前期风险就会转成优厚报偿。而衰退期公司股票,除非公司能弃旧图新,或有其他外部机遇,一般不宜持有,即使持有也须小心。

如何才能考察公司产品进入什么周期阶段了呢?应结合上一章行业分析的内容方法,了解各行业的特点,在购买股票时尽量选择自己熟悉的行业公司,而小心对待陌生行业;要广开信息来源,如广播电视、报纸杂志,甚至人们的闲聊聊天,从中获取大量信息,然后去粗取精,去伪存真,从而帮助自己的分析工作。

(2)产业的集中程度主要通过竞争方式的差异来改变行业前景。无论初期是垄断还是小企业蜂拥而上,行业一旦进入稳定增长期大多会转向寡头垄断结构,出现几个市场占有率高的居领导地位的企业,它们之间的竞争结果维持行业内企业间的地位关系,任何越轨者都会受到其他企业的惩治。这种情况下行业内的一般企业想大力发展很难,若再遭遇国际竞争的冲击则更是雪上加霜。

(3) 同行业或相关行业的国际竞争也是需认真对待的一个因素。国际竞争的发生要求投资者应从国际大背景下重新考察公司的状况。或许该公司原本国内称雄,却在国际竞争中败下阵来,那些原来受压制的国内企业就有可能落井下石,趁火打劫,这时的股价可能会有戏剧性变化,涨跌起伏,震荡不已。

(4) 行业竞争程度也是考察分析公司的一个方面。行业竞争,涉及新企业进入,替代品威胁,原材料供应,行业内企业对抗程度等,一般来说,良性竞争有利于企业发展,但恶性竞争却会损害各方的利益。

第二节 公司的态势及其评估

一、公司态势分析

根据公司在行业中的相对地位以及公司销售收入、利润的增长状况,公司态势可分为下面六种类型。

(1) 缓慢发展型公司。这一般是大型公司和历史悠久的公司。它们的发展速度当初大多也是很迅速的,但现在由于其发展已经达到顶峰,或者因为其能力不足,无法再利用机会,或者所属行业整体处于不景气之中。总之,它的增长速度与国民生产总值相比要落后一些,有些甚至趋平或下降。

找出这类公司是不难的,一般其股价的表现也如其名,走势较平稳。另外,它还有一个特点,即支付股息比较慷慨,因为它找不到利用资金扩大生产的办法,就用慷慨的股息支撑信誉。这类公司的股票给投资者只能是股息,其股市上的价差收益是没什么希望的。

(2) 稳健发展型公司。这一类型的公司其年增长率在 10—12% 之间,发展速度高于缓慢发展型,低于迅速发展型。这些公司多属大中型公司,处在人们生活必需品行业,经营业绩比较稳定,即使是在衰退和不景气的时候,它也能帮股东保住财产。

这类公司破产的可能性很小,购买这类股票,要注意弄清其股价是否过高,最近几年的增长势头以及长期增长率趋势。若打算长期持股,还应查阅在过去经济衰退和市场疲软时期的经营业绩。

(3) 迅速发展型公司。它的明显特点是规模小,活力强,年增长率在 20% 以上。像美国百货业的沃尔超级市场,服装零售业的盖普公司等。它们在一个地方经营成功后,就四处开花,一个城市接一个城市地开拓新市场,企业收入因之剧增,股票价格也一涨再涨。

迅速发展型公司多处在成长期甚至初创期,投资风险很大,不过风险虽大,只要企业仍能迅速发展,风险就会变成丰厚的收益。

在选择此类公司的股票时,应注意这类企业并不一定属于迅速发展的行业,而且对于股

票投资来说,倒是最好不在热门行业,而是在发展缓慢型行业中有着足够发展余地的企业。因为热门行业竞争十分激烈,风险很大,利润很难长期保持高水平,其股价表现也变化莫测。同时,还要注意其资产负债表是否良好。

(4)周期起伏型公司,是指处在汽车、航运、轮胎、化工、国防等周期发展型行业的一些公司。它们的销售收入和利润基本上呈扩展、收缩、再扩展、再收缩的形态有规律地周期性变动,其股票价格也相应呈周期性波动。

要成功地进行周期起伏型公司的股票投资,关键在于及时发现该公司萧条或发展的迹象。因此,投资者应该研究有关行业的性质和发展规律,这样,在投资中会占很大优势。

在持有周期起伏型公司的股票时,要密切关注公司的存货和供求情况,注意竞争对手的进入,历史上收益高峰出现的规律,从而预测公司周期变化的主要趋势和转折点。

(5)资产隐蔽型公司,是指公司实际上拥有很多资产,但股票在股市上的表现却并没有把这些资产包括进去,即大多数人没有注意到公司的实际资产。这种资产可能是一片荒滩,一块土地,一批房产以及政策上的优惠,如外贸行业的出口退税政策。

当购买具有隐蔽资产的公司股票时,应尽量搞清隐蔽资产是否确实存在,价值多少,特别是土地资产,要考虑其增值程度。

(6)可能复苏型公司,是指由于决策失误,竞争惨败,经济紧缩衰退,难以支撑到底的公司,它们当前经营困难,财务亏损,甚至有破产的可能,但它们曾经是名声显赫,基础牢固的公司,因而虽然目前毫无增长可言,却仍然存在从危机中复苏的可能。例如,上海股市的中川国际,1996年中期报告每股亏损0.75元,就是因为其国外投资决策失误造成的,但该公司基础较好,有可能战胜危机,走出困境。

可能复苏型公司股票的最大特点和优点是其涨跌与市场的关联性较小,一旦公司有了转机,股价就会迅速上升,让股票持有者大赚一笔,所以要有耐心,并广泛收集信息,同时在分析信息时保持冷静头脑。具体方面要注意公司有多少现金,多少非现金资产,多少负债,债务结构,偿债能力等,同时还要看公司可采取的复苏手段,如剥离劣质资产,内部挖潜等。

二、公司态势的评估

关于公司态势,应该指出的是,无论那一种公司都不可能是一成不变的,不能用静止的眼光看待某一类或某一个公司。实际上,许多公司开业时是一种类型,兴旺时属于另一种类型,衰败时则是另一番样子。具体每一个公司的态势类型划分可以从管理能力、经营效率、经营规模、固定资产、资本结构等五个方面进行评估。

(1)公司管理能力评估。从投资角度看,上市公司最重要的是其长期的发展和盈利,而这正是完全由公司管理能力所决定的。决定公司管理能力的因素是:①公司领导集团、决策集团的能力和团结的程度。②公司组织结构的合理与否。③人才对于公司的管理更具决定性意义,这不仅指专家,而且包括每个员工是否胜任公司的工作及其组合的优劣。

(2)公司经营效率评估。对于上市公司的经营效率,身处公司外的投资者可能很难找到适当的指标进行评估,但还是可以通过一些细微之处观察出其大致的经营效率。例如一定

重大事件的公告迟早,财务报告公告的早晚,股东大会召开的先后,这些都是很容易比较出来的,而且它们也确是公司经营效率的一个方面。

通常来讲,处理例行事务效率较高的公司,在其他运营方面的效率也较高。

(3)公司经营规模评估。上市公司经营规模的大小是评估上市公司的指标之一,它虽然不能表示公司的盈利水平,但它显示了公司经营实力的强弱,通常用营业收入来衡量。

衡量营业收入可从三个方面着手:①营业收入绝对值。②营业收入相对值。③营业收入增减比率。其中,营业收入相对值的衡量有每股营业收入和资产经营比率两种方式。

(4)公司固定资产评估。这是评估上市公司实力的又一个指标,拥有大量固定资产的上市公司,一般来说多是值得投资的好对象。

评估公司的固定资产时,要注意公司的隐蔽资产,如土地、房产等,这些资产的帐面价值往往是过去的记载,大大低于其实际资产价值。在市场疲软时投资于这类公司,总有一天,其股价会上升到与实际资产相当的位置,甚至矫枉过正,给投资者带来丰厚回报。

(5)公司资本结构评估。一般企业都是负债经营,在经济景气,营业利润高于利息的情况下,负债经营可增加企业能力,提高经营利润,增加股东收益;但在经济紧缩,市场疲软,利润不抵利息的情况下,负债经营就会大幅降低股东的投资收益。因此,投资者不能不考虑上市公司的资本结构。

公司资本结构构成两部分:自有资本和负债。其中,

自有资本比率=自有资本/总资本

负债比率=负债/总资本

对投资者来说,自有资本比率较高的公司风险较小,负债比率较高的公司风险较大,但公司的自有资本比率过高也同时表明公司的资产利用能力不强。

第三节 公司经营结构与绩效分析

一、公司的经营结构分析

公司的经营结构分析主要包括:生产的形态,公司地理环境,经营方式等方面的分析。

(1)生产的形态。在行业的性质分析中曾涉及了这方面的内容,除了对其主要投入资源类型进行分析,划分为劳动密集型、资本密集型及技术密集型之外,还需分析公司的生产是批量生产还是个别生产,生产规模的大小及生产是否一体化。通常技术程度高,规模大,则实力较强,利润较高,但规模小的公司也往往具有成长快的特点。

(2)地理环境。公司所处的地理环境对其生产经营有着直接影响,因为这关系生产和销售两方面。例如,生产所需原料的供给,公司用地及水电供应,劳动力成本高低等。

市场一般可分为三个层次:地区性、全国性和国际性市场,公司产销地之间的交通状况对于市场的开拓有较大影响。

(3)经营方式。经营方式分析主要是考察公司是单一经营还是多元化经营。单一经营往往承担较大风险,这是因为公司风险集中,当所经营的产品遭遇市场疲软,或经营成本提高时,企业会受到沉重打击,甚至停业和破产;而多元化经营的风险则相对分散,可谓东方不亮西方亮,当一种产品销售不好时,别的产品则可能正销势见旺,某种因素提高了一部分产品的成本,其他产品的成本则可能因此而下降,此消彼长,从而减少了经营风险。

不过,如果经营过度多元化也会使经营管理没有针对性,主业不清,形不成拳头产品和知名品牌,从而影响公司的盈利增长。同时,单一经营也有其优势,如果其产品具有技术或其他方面的垄断性,占有大范围市场,那公司不仅盈利丰厚,其品牌也会成为企业无形资产从而增强企业的综合实力。

二、公司的经营绩效分析

分析公司的经营绩效,从公司内部角度看,主要是考虑以下几个方面:

(1)盈利能力。降低成本,提高利润是每个公司的目标,但如果公司只是通过增加成本或降低利润率来增加销售收入和利润量,那显然不能说其管理是高水平,其绩效自然也不高。其实盈利能力的考察只是一个相对的概念,应更注重横向的比较,在经济的周期性波动中,如果整个行业利润率都呈下降趋势,那么只要利润率下降幅度低于本行业其他公司,就不能说公司的绩效差。假如公司在这种情况下还能维持或提高利润率,那就可以判定其经营绩效是高水准的。

(2)融资能力。融资对于公司的生存和发展就如同人体系统所需要的营养,融资能力差,或造成公司资金不足而影响生产,或债台高筑而难以自拔。融资的方式有股票直接融资和银行贷款及发行债券间接融资,关键是公司必须从实际情况出发选择融资方式。

(3)公司的扩张。扩张能力也是公司经营绩效的一个重要方面,为了在市场竞争中不致失败或取胜,公司要不断地充实自己的实力,扩大自己,其途径一般有两条:①购买,增建厂房、设备。②通过收购、兼并方式把其他公司融入自身。富有创新、竞争意识的公司多会选择第二条途径,因为它见效更快。

(4)公关能力,包括对外公关和对内公关两方面,对外公关指企业形象的树立,产品的宣传,项目谈判,对外协调与合作等,尤其是企业形象的树立既是一种无形资产,也关系企业的实际;对内公关主要指公司与职工的关系,其有无向心力是事关公司成败的一个重要因素,良好的经营绩效在这里表现为既有严格的制度管理,又有以增强主人翁责任感为核心的教育关心。

第四节 公司产品分析

一、产品的生命周期

同行业类似,任何产品也有其发展周期。这里所分析的是指公司主导产品的生命周期,因为主导产品是公司的主营业务,是公司资产和经营管理的集中所在,主导产品的经营状况,市场前景直接对公司的收入和未来的发展产生重要影响。

产品的生命周期分为四个阶段,即导入期,成长期,成熟期和衰退期,每个时期都有各自的特征和市场表现

(1)导入期。产品由试制转入小批量生产,市场需求量不大,研究开发的成本尚不能收回,加之还要投入大量广告宣传费用,因而风险较大,还不能以市场占有率和生产集中度来评判企业的竞争能力和发展前景。

(2)成长期。经过导入期后,一方面生产技术趋于成熟;另一方面进行了大量广告宣传,产品已正式进入市场,销路扩大,产品大批量生产,成本明显下降,且供给赶不上需求的增加,企业产品在市场同类产品中占有份额呈上升趋势,企业获利大幅增长。

(3)成熟期。成熟期开始阶段,产品需求量增长速度趋缓,至顶点后便处于基本稳定状态。市场中同类产品逐渐增加,市场饱和,企业收入与其产品市场份额相对稳定,故利润还是很可观的,这一阶段一般会经历较长的一段时间。

(4)衰退期。一段较长的相对稳定的成熟期之后,产品日渐老化,慢慢不为消费者接受,而被新的替代品取代。产品产大于销,价格降低,销售收入减少,企业应开始寻找新的主导产品了。

二、产品流通结构

流通结构,主要分析产品到达消费者手中的经营与服务过程。流通结构基本上有四种类型:

- (1)厂商—消费者。
- (2)厂商—零售商—消费者。
- (3)厂商—批发商—零售商—消费者。
- (4)厂商—代理商—批发商—零售商—消费者。

企业选择的销售渠道环节少,效率高,则流通过费用少,销售成本下降,同时,渠道畅通,流通速度也快,更容易增加销售收入。

三、产品需求结构

需求结构主要是对产品需求对象的分析,是政府购买,还是某一特定产业部门,或某些产业部门。产品需求部门的长短期变动对产品需求的变动有很大影响,如消费钢铁的部门主要是船舶、汽车、机械等,这些部门景气的变动将很大程度上左右钢铁的需求,以钢铁为主导产品的企业之成长也因之被左右。

四、产品分析的其他方面

(1)产品价格结构。这主要指产品或服务的价格的决定,是完全由市场确定,还是政府控制。前者企业拥有较大的灵活性,可视市场供求变化及时调整,大多数企业属于市场定价;后者的价格为政府控制,其涨跌和涨跌幅度受到限制,如大部分公用事业公司,这类公司多属于政府特许经营,有相当的垄断性。

(2)有无替代品。替代品的出现会威胁到现有产品的市场需求,如不锈钢餐具与瓷餐具,咖啡与茶叶等,在替代品出现后,要仔细观察比较二者之间的成本、价格、功能等,估计出对原有产品可能的冲击。

第五节 公司利润水平与股价关系分析

股票价格是未来股息收入的折现值,股息来自于公司利润。因此,利润的增减变化成为影响股票价值进而影响股票价格的根本因素之一。通常情况下,公司的利润水平上升,股价则上升;反之则下跌。但二者之间的对应在股市中的表现却并非如此简单,而是多了几层曲折。

(1)股票价格一般在利润变动公告之前就发生变化。因为股价变动反映了投资对未来收益的预期,在投资者事先观察到反映公司利润水平的信息之后,投资者便据此分析并做出预期,并付诸于实际买卖行为,使股价直至变动到与市场总体预期相适应的价位水平。

(2)公告发布时,公司实际利润水平与市场预期的差异会通过股价表现出来。如果实际利润水平高于市场预期,股价会上涨;如果实际利润水平低于市场预期,股价则下跌;二者一致则股价呈平稳状态。

(3)股价在利润水平变化影响下的变化过程是提前渐进的,而不是一次完成的。这是因为有关利润水平变化的信息是一点点表露出来,投资者的预期也随之不断调整和改变,股价也随之升降,直至正式公告。

(4)股价变动的幅度一般高于利润水平变动的幅度。这源于股票价值的本质决定是对未来股息的折现值,利润水平的变动刺激投资者的长期预期改变,无论其提高或降低都会造

成股票的大幅度变化。

此外,公司的利润分配政策也对股价有一定影响,主要是指可分配利润是全部用作股息发放,还是留一部分或全部用于再投资。这里需要认真分析公司的投资收益能力,如果公司处于成长期,不进行分配而再投资有利于股东;即使分配,也有送红股和派发红利两种形式,送股会增加公司的资金量,但也会摊薄每股的收益,如果公司的成长性不够,那就会损害股东的利益。

第六节 公司行为分析

一、公司行为的概念

公司行为,是指公司在一定的社会经济文化环境中,从事生产经营活动所表现出来的经常性、规律性的价值趋向和运营方式。它反映了公司本身对不断变化的社会经济环境的适应能力。任何一家成熟的公司在一个长期的生产经营活动过程中,总会形成自己的行为规律,它是公司性质、素质和经营活动的目标趋向的综合体现。因此,通过对公司行为的分析,投资者能够了解公司的现状和发展前景。

公司行为表现在生产、经营、管理的各个方面,通过其融资政策、股利政策、战略方针、企业文化等各方面得以反映。

二、优秀公司的行为特征

美国经济学家托马斯·J·彼得斯和小罗伯特·H·沃特曼曾对此做了总结,这里择其精要加以说明。

(1)强调行动,注重实干。虽然优秀的公司注重各种分析,但却不囿于分析,其工作程序是“动手、确定、尝试”。为防止“官僚行政体制”的低效率,这些公司采取了大量切实可行的措施,包括设立临时特别机构、广开言路、组建质量小组等来促进组织的流动性和鼓励行动;鼓励实验;简化管理层次等。

(2)扬长避短,专心本行。优秀的公司强调专业化甚于多样化,大多是在和原有的主导性活动有关的专业技术、实力或资源的基础上进行多样化。那些寻求某种以变通求稳固的多样化,但又专心于本行的公司,往往能成为出色的成功者。即使失败,公司也能在不遭受巨大损失的情况下激流勇退。

(3)面向顾客。优秀的公司都注重始终不渝地面向顾客,预测并满足他们的需求愿望。它们向顾客提出无以伦比的质量、服务和可靠、实用的产品。此外,还注意以顾客为师,许多

富于创新的公司都懂如何专心倾听顾客的意见,并从中获得出色的产品设想。

(4)自主竞争,鼓励创新。富于创新的公司都注意大量下放自主权,将市场竞争机制引入企业内部,鼓励和支持富有创造精神的人物冒尖,从而在整个组织上下培育了大批领导者和创新家。优秀的公司从不试图把任何一个人管得死死的,以致他们不能有所创造,而是鼓励有价值的冒险,支持有益的尝试。

(5)价值观念先进。每一家优秀的公司都非常重视价值观念的形成,都有一种独特的强劲文化支柱。这种企业文化,是一套非正式的规则,具有象征意义和暗示作用,包含着一种凝聚力。在优秀的公司中奉行以下几条基本价值准则:相信自己能成为最佳者;相信人们个人的重要性;相信优异的质量和服务的意义;乐于对创新者的失败加以鼓励支持;明确相信并承认经济增长和赢利的重要性。

(6)发挥人的作用。优秀公司都把职工当作提高质量和生产率的根本源泉,而不是将资本投资当作提高效率的基本源泉。“尊重个人”是这些公司实行的最重要宗旨,每个职工都被“当作是思想的源泉,而不是一双干活的手”。这些公司对一切员工待之以礼,待之以诚,乐于培养他们,给每个人以实在而明确的奔头,让他们能施展身手,献身于本职工作。

第八章 公司财务分析

第一节 财务报表的形式和内容

财务报表是根据会计的概念、假设、原则、程序与方法,按年、季、月定期地编制,全面又概括地反映公司财务状况的资料,其目的是定期反映企业的财务状况和经营活动成果。财务报表是上市公司需要定期向社会公众公布的一项内容,它侧重于反映已发生,并可用货币计量的经济信息。

财务报表主要包括以下四部分:①损益表及利润分配表。②资产负债表。③财务状况变动表。④附注。附注一般包括公司的会计方针及其变更对会计数据的影响,表内具体数据的具体说明,表外重要情况的说明,会计师审查意见及其签字。

一、损益表

损益表,是指反映公司在一段时期内经营成果的财务报表。损益表大致可分为:主营业务收入、主营业务利润、营业利润、利润总额四大项。

此外,损益表还有一附属报表,即利润分配表,用来分析和说明公司利润的形成与分配过程。有时把二者合称利润及利润分配表。利润分配表包括净利润、可分配的利润、可供股东分配的利润、未分析利润四项。

损益表与利润分配表的格式,请见表8—1。这里要提醒股民的是,损益表与利润分配表既可以是一张完整的报表,也可以是由独立的损益表与利润分配表构成的两张报表。

二、资产负债表

资产负债表,是指以货币形式反映公司在一定时期内的资产、负债与股东权益等财务状况及其平衡关系的财务报表。

1. 项目与分类

资产和负债是资产负债表的两个主要项目,其又可进行更细致的项目分类:资产可分为流动资产、长期投资、固定资产、无形资产与递延资产等;负债可分为流动负债、长期负债与递延负债等;资产与负债的差额即为所有者权益(股东权益),分别列示如下:

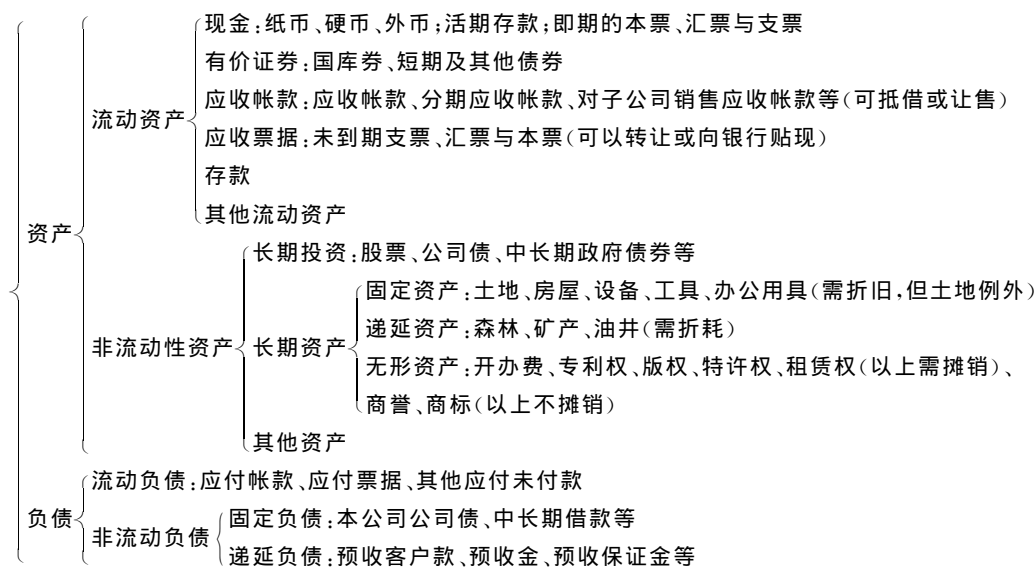


图 11.8.1 资产负债分类图

(1)流动资产。公司可随时用来作为支付手段,或可在正常营业期间变现出售或消耗的资产。它是衡量公司偿债能力的基础,具体包括现金、短期投资、应收票据、应收帐款、存货、一年内到期的长期债券投资等。

(2)长期投资,是指投资期在一年以上的投资,包括股票、土地、长期债券等。

(3)固定资产,是指可供企业在其生产经营中反复长期使用且具有物质实体的资产,包括土地、房屋、机械设备等。

(4)无形资产,是指商标、专利权、版权、商誉、租赁权等。

(5)递延资产,是指企业已支付费用,但由以后会计期受益的资产,包括预付房租、预付货款、预付保证金等。

(6)流动负债,是指将于一年内偿付的各项债务,包括应付帐款、应付票据、股息、税款等。

(7)长期负债,是指那些偿付期限较长(一年以上)的债务,包括企业发行的公司债、长期贷款等。

(8)递延负债,是指企业已预收收入而必须在后面会计期内用商品或劳务来偿还的负债,包括预收货款、预收租金等。

(9)所有者权益,是指企业所有者对企业资产所提出的权利要求,在资产负债表上体现

为全部资产与全部负债的差额,即净资产。它源于投资者的投资和企业的利润,具体包括实收资本、资本公积金,盈余公积金和未分配利润。

2. 格式

资产负债表有两种格式:

(1)帐户式资产负债表,见表 11.8.1。

表 11.8.1 ××股份公司资产负债表

1995 年 12 月 31 日

单位:千元

资 产				权 益	
流动资产				流动负债	
现金		9500		应付帐款	23400
有价证券		1000		应付票据	10000
应收帐款		8000		应付税金	2800
减:备抵坏帐	400	7600		预收收益	500
存货		34000		合计	36800
预付款项		2000		长期负债	
流动资产合计		54100		应付公司债	50000
长期投资				公司债溢价	2500
长期证券投资		10000		合计	52500
固定资产				负债合计	89300
土地		80000		股东权益	100000
房屋		4000			
普通股					
减:累计折旧	5000	35000		留存收益	63800
设备		80000		股东权益合计	163800
减:累计折旧		6000			
固定资产合计		189000			
资产总计		253100		权益总计	253100

(2)垂直式资产负债表,见表 11.8.2。

表 11.8.2 ××股份公司资产负债表

1995 年 12 月 31 日

单位:千元

资 产			
流动资产			
现金		9500	
有价证券		1000	
应收帐款		8000	
减:备抵坏帐	400	7600	
存货		34000	
预付款项		2000	
合计			54100
长期投资			
长期债券投资			10000
固定资产			
土地		80000	
房屋		40000	
减:累计折旧	5000	35000	
设备		80000	
减:累计折旧	6000	74000	
合计			189000
资产合计			253100
流动负债 权 益			
应付帐款		23500	
应付票据		10000	
应付税金		2800	
预收收入		500	
合计			36800

长期负债

应付公司债	50000	
公司债溢价	2500	52500

股东权益

普通股	1000000	
留存收益	63800	163800
权益合计		253100

三、财务状况变动表

财务状况变动表,是指根据企业一定会计期间内各种资产、负债和所有者权益的增减变化,反映资金取得来源和流出用途,说明财务动态的报表。

1. 特点和作用

(1)财务状况变动表能揭示企业资金变化的原因,说明一些重要的会计事项,反映报告期内财务状况变动的全貌。财务状况变动表不仅能说明当期的经营活动是怎样影响企业资金流动的。例如,报告期内企业运营资金的来源,哪些源于企业的净收益,哪些源于对外贷款,哪些源于股东的增加投资等。同时,财务状况变动表还能说明为什么在经营中取得了净收益财务状况反而恶化,为什么企业收益可观却无钱发放红利等。这些涉及财务管理和融资政策的重要问题都能在财务状况变动表中得到反映。

(2)财务状况变动表沟通了资产负债表和损益表之间的信息。资产负债表只静态反映期末企业各项资产、负债和所有者权益的变化结果,而不能说明这一变化是怎样引起的;损益表虽然是动态报表,但它也只是通过收入、费用匹配原则反映报告期内的运营结果,并不反映经营中的资金运动状况。财务状况变动表既反映资金变动的原因,又反映变动结果,成为资产负债表与损益表之间的桥梁。

(3)财务状况变动表是投资者和管理者了解分析企业的信息来源。财务状况变动表一方面反映经过一段时间的生产经营活动后资金增加与减少;另一方面从运营资金的来源和运用上可以分析资金增加和减少的原因。投资者从中就能掌握企业筹资、投资等理财活动的全貌,为正确决策提供参考;管理者则利用对财务状况变动表的分析测定企业财务管理效率,提高其在融资和用资上的能力。

2. 结构和说明

财务状况变动表是一种差额平衡的帐户式报表,分左右两方。左面反映资金的来源和运用,右面反映流动资产与负债各项目的变动。其差额平衡公式为:

$$\begin{array}{rcl} \text{流动资金} & \text{流动资金} & \text{流动资产} \\ \text{来源合计} & \text{运用合计} & \text{增加净额} \end{array} = \begin{array}{rcl} & & \text{流动负债} \\ & & \text{增加净额} \end{array}$$

上式中,等号左边反映的是动态的理财过程,说明企业从哪个渠道获得了资金,这些资金运用到了什么地方;等号右边反映的是理财的结果,说明期末比期初流动资产和流动负债的变化情况。

财务状况变动表的格式见表 11.8.3。

表 11.8.3 财务状况变动表

编制单位:××信托投资股份有限公司

1996 年度

金额单位:元

流动资金来源和运用	行数	金额	
		母公司	合并
一、流动资金来源:			
1. 本年净利润(合并报表为合并净利润)	1	42161486.91	42161486.91
加:少数股东本期损益(合并报表填列)	2		
加:不减少流动资金的费用和损失:	3		
(1)固定资产折旧	4	848908.24	2125200.85
(2)无形资产、递延资产及资产摊销(减其他负债转销)	5	337050.00	337050.00
(3)固定资产盘亏(减盘盈)	6		
(4)清理固定资产损失(减收益)	7		
(5)递延税款	8		
(6)其他不减少流动资金的费用和损失	9		
小计	10	43347445.15	44623737.76
2. 其他来源:			
(1)固定资产清理收入(减清理费用)	11		
(2)增加长期负债	12		44729500.00
(3)收回长期投资	13		20381755.00
(4)对外投资转出固定资产	14		
(5)对外投资转出无形资产	15		

(6)资本净增加额	16	63822375.10	63972375.10
(7)少数股东资本净增加额(合并报表填列)	16—1		
小计	17	63822375.10	129083630.10
流动资金来源合计	18	107169820.25	173707367.86
二、流动资金运用:			
1. 利润分配:			
(1)提取法定公积金	19	4216148.69	4216148.69
(2)提取法定公益金	20	2108074.35	2108074.35
(3)提取任意公积金(减盈余公积转入)	21		
(4)已分配股利	22		
(5)职工奖福基金(合并报表中外商投资子公司项目)	22—1		
小计	23	6324223.04	6324223.04
2. 少数股东利润分配(合并报表填列)	23—1		
3. 其他运用:			
(1)固定资产和在建工程净增加额	24	-3113603.33	24785872.15
(2)增加无形资产、递延资产及其他资产	25	3070500.00	3070500.00
(3)偿还长期负债	26	282540500.00	
(4)增加长期投资	27	22011941.47	5200000.00
小计	28	304509338.14	33056372.15
流动资金运用合计	29	310833561.18	39380595.19

外币合计会计报表折算差额(合并报表填列)	29—1		
流动资金增加净额	30	—203663740.93	134326772.67
流动资金各项目的变动			
一、流动资产本年增加数:			
1. 货币资金	31	—7837663.35	26653946.14
2. 短期投资	32		
3. 应收票据	33		
4. 应收帐款净额	34	—43903973.34	64405786.04
5. 预付货款	35	16298887.33	
6. 应收款	36	11672236.29	—27735858.79
7. 待摊费用	37	—5089405.10	—1353329.84
8. 存货净额	38	—429943277.38	84337862.44
9. 待处理流动资产净损失	39		
10. 一年内到期的长期债券投资	40		
11. 其他流动资产	41		
	42		
	43		
	44		

流动资产增加净额	45	-475102082.78	162607293.32
二、流动负债本年增加数:			
1. 短期借款	46	52160896.23	52160896.23
2. 应付票据	47		
3. 应付帐款	48	-199567893.90	38540770.63
4. 预收货款	49		11867512.10
5. 应付福利费	50	-326637.07	-302722.14
6. 未付股利	51	-60998111.60	-60998111.60
7. 未交税金	52	372404298	9602531.27
8. 其他未交款	53	18746.17	
9. 其他应付款	54	-66430638.49	-22609102.01
10. 预提费用	55		
11. 一年内到期的长期负债	56		
12. 其他流动负债	57		
流动负债增加净额	58	-271438341.85	28280520.65
流动资金增加净额	59	-203663740.93	134326772.67

行政负责人:

总会计师:

制表:

第二节 财务报表的分析方法

了解了财务报表的内容和形式,只是财务分析的一个准备,要顺利完成财务分析,还要有明确的分析目的和正确的分析方法。

一、财务报表分析的目的

财务报表分析的主要目的在于通过分析,判断公司的经营和财务现状,发现问题,揭示问题,得出分析结论,为投资和生产经营决策提供科学依据。对于投资者来说,就是研究企业所具有的长期或短期财力的大小。企业的财力主要包括三方面的能力,这也是财务报表分析的内容:

(1)偿债能力,包括短期偿债能力和长期偿债能力。不同偿债能力的考察需要不同的考核指标。例如,短期偿债能力要对流动比率、速动比率、存货周转率等进行分析,而长期偿债能力分析则包括资产负债表、负债经营率、投资报酬率等指标的分析。

(2)投资能力,是指企业利用目前所拥有的资源以及发行债券或股票后所具有的经营投入能力,它是和企业收益能力结合在一起的。

(3)回报投资者的能力,是指投资者最关心的项目之一,即企业能给投资者什么和能给多少。它与企业的经营绩效、获利能力、资本结构等相关联,是投资者进行财务分析的根本目的。

二、财务报表分析的方法

要达到财务报表分析目的,就必须采用恰当的分析方法,从而得出正确结论。

(1)比较分析法,是指利用两期以上的资产负债表、损益表等并列进行比较。比较的方式,有绝对数的比较,即将两期以上的报表中的有关数字并列,从中观察企业资产、负债、所有者权益、收入、费用、利润等要素的增减变化情况;也可将各项经济指标与计划、定额进行比较,即将企业报告期完成的指标与计划指标相比较,与同行业相比较,从中了解企业在本行业中所处的地位。

(2)趋势分析法,是指根据企业连续数期的财务报表,比较各期的有关项目和金额,以揭示当期财务状况和营业情况变化的性质和趋势。趋势分析通常采用比较财务报表的方法,比较财务报表是将两年以上的财务报表并列在一起加以比较的报表。比较的内容有:

①绝对增减额,即以基期项目的金额为基础,将以后各期相同项目的金额与之对比,计算出增减额。

②增减百分比,即以基期项目的金额为基础,将以后各期同一项目的金额与之对比,计

算出增减百分比。

③比重百分比,即将财务报表上的某一总和项目或关键项目的金额当作100%,将其余项目分别与之对比,计算出各有关项目在其中所占的比重。

在进行趋势分析时,首先要选择基期。基期的选择要有代表性,一般以第一年为基期。然后,应将连续几年的财务报表并列在一起加以比较,比较时还须注意关键性的数据,借在确定财务状况变动的主要原因,判断企业发展的趋势。

(3)比率分析法,是指根据财务报表上的相关数据,相互比较,确定它们之间的比率,以便说明有关项目之间的相互关系,据以评价企业的财务状况并发现经营中存在的问题。这种分析方法是财务分析中应用最广泛的一种工具,但比率本身并非目的,而只是显示企业财务信息的一种手段,在运用比率分析企业财务状况,判断经营管理优劣时,还需要选择一定的标准。比率分析中可供选择的标准有:

①普遍标准,即被普遍接受和公认的,在任何时间,任何行业,任何企业都适用的标准。

②行业标准,即适用于本行业的标准。

③竞争对手标准,即生产经营类型相同的企业,把竞争对手的各项指标作为标准,以激励本企业奋发向上,超过对方。

④本企业的目标标准,这实际上是与上面三种标准相交叉的,即企业事先制定出各项标准,以便将实际比率与目标比率进行比较,使企业的经营活动有一个确定的目标,促进和改善企业的相关工作。

三、财务报表的趋势分析

趋势分析是通过对比连续数期的财务报表或财务比率,而揭示财务状况变动趋势的一种分析方法,它比只看一个报告期的报表或数据能了解更多的情况,并能判断企业财务状况的发展变化趋势。趋势分析法主要有以下几种:比较财务报表;比较百分比财务报表;比较财务比率。

(1)比较财务报表分析,是把数期财务报表的相同项目进行对比,得出增减变化的金额和变动幅度,从而说明财务状况的变动趋势。表11.8.4是比较资产负债表,其他报表的比较格式与此基本相同,在这里不再一一附上。

表 11.8.4 ××公司比较资产负债表

1993 年、1994 年 12 月 31 日

单位:千元

	1994 年	1993 年	1994 年比 1993 年增(减)	
			金 额	百分比
资产				
流动资金:				
现 金	12000	10000	2000	20%
应收帐款	25000	20000	5000	25%
存 货	<u>3000</u>	<u>3000</u>	<u>0</u>	<u>0%</u>
流动资产合计	67000	60000	7000	11.67%
固定资产				
厂房设备(净值)	<u>5000</u>	<u>50000</u>	<u>0</u>	<u>0%</u>
资产总计	117000	110000	7000	6.36%
负债与权益				
流动负债:				
应付票据	11000	10000	1000	10%
应付帐款	18000	15000	3000	20%
应付费用	<u>6000</u>	<u>5000</u>	<u>1000</u>	<u>20%</u>
流动负债合计	35000	30000	5000	16.67%
长期负债:	<u>2000</u>	<u>19000</u>	<u>1000</u>	<u>5.26%</u>
负债合计	55000	49000	60000	12.24%
股东权益:				
普通股	30000	30000	0	0%
保留盈余	32000	31000	1000	3.23%
负债与权益合计	117000	110000	7000	6.36%

由表 11.8.4 可以看到,该公司 1993 年资产总额增加 7000 千元,比 1994 年增加了 6.

36%,这主要是现金和应收帐款的增加而引起的。为了满足资产增加所需资金,在负债和权益方面也有增加,其中增加最多的是流动负债部分。

通过以上××公司两年的比较财务报表可以看出,此公司1994年资产总额增加7000千元,比1993年增加了6.36%,这主要是因现金和应收帐款的增加而引起的。为了满足资产增加所需要的资金,在权益和负债方面也有了增加,其中增加最多的是流动负债部分。企业要结合具体情况分析流动资产与流动负债增加的是否合理,特别是要对增长幅度较大的现金和应收帐款进行深入具体的分析。

(2)比较百分比财务报表分析,是把各年的财务报表先用百分比表示,然后再进行比较,这能充分揭示财务报表中各项比例的变化趋势。同时,用百分比分析不仅能比较单个企业的财务变动趋势,还可以把两家或多家企业进行比较,也可把一个企业与同行业的平均数相比较。

(3)比较财务比率分析,是行之有效的一种分析方法,将企业各项财务比率与适当标准进行比较,可以看出企业财务状况,但单纯的财务比率不能体现企业财务状况的长期变动趋势。为此可以把企业不同时期的财务比率按时间顺序制成财务比率比较表,这样即可以揭示企业财务状况变动的长期趋势了。

趋势分析是对连续数年的财务报表进行分析,这比分析单个报表能够了解更多的情况。趋势分析不仅能帮助财务人员获得企业财务状况变动趋势方面的信息,而且还能为投资者的决策提供一定的依据。趋势分析的不足是由于各种因素的影响,不同时期的财务报表可能存在不可比性。因此,在进行趋势分析时,必须排除偶然因素,如会计方法的改变,就需要先进行调整,统一口径,然后加以比较分析。

第三节 从比率分析判断公司经营状况

比率分析是在一张财务报表的不同项目与项目之间,不同类别之间或在两张不同财务报表如资产负债表与损益表的有关项目之间,用比率来反映它们的相互关系,以便从中发现和评价企业的财务状况和经营中存在的问题。

分析财务报表所使用的比率随着分析资料使用者的着眼点、目标和用途不同而异。例如,短期贷款者最关心的是企业的短期偿债能力;而投资者在于关注企业的获利能力和经营趋势,以便取得理想的投资报酬;至于企业的经营者,则要关心财务状况的每一方面,既要保证企业具有偿还长短期债务的能力,又要尽力提高获利能力,满足投资者的要求。因此,财务报表分析中的比率可分为如下四种基本类型。

(1)流动财务状况比率,即流动性比率,用来分析企业短期偿债能力,也就是企业以流动资产支付流动负债的能力。短期偿债能力对一个企业来说是十分重要的,如果企业缺乏短期偿债能力,就可能因其无力支付短期债务而被迫出售长期投资或拍卖固定资产,甚至导致破产。

(2)长期财务状况比率,包括资本结构和长期偿债能力两方面。资本结构,是指企业所拥有的资产与所有者权益及负债各因素之间的比例关系。因为企业长期资金的主要来源途径,一是所有者投资和盈余转投资,二是企业对外长期借款,所以企业资本结构比率的分析同时也显示了该企业的长期偿债能力。

(3)资产运用效率比率。资产运用效率是以企业营业收入净额对各项资产的比例关系,据以评估企业运用各项资产效率的高低。运用效率高,说明企业经营顺利,资产运用效果好,投资该企业有利可图;运用效率低则相反。

(4)获利能力比率。获利能力是企业管理效能优劣,有无活力的标志,利润丰厚的公司最值得投资。因此,分析财务报表,必须分析公司当期投入的资本运用如何,获利如何。

以上是比率的四种基本类型,其中,每种基本类型里又包括多个具体比率。

一、流动财务状况比率

(1)流动比率,是指流动资产与流动负债的比例关系,又称偿债能力比率,其计算公式为:

$$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

一般来说,流动比率越高,表明公司的短期偿债能力越强,并表明公司运营资金充足;反之则公司的偿债能力不强,运营资金不充足。作为财务健全的公司,其流动比率应在 2:1 左右,至少不低于 1:1。

但对于经营者和投资者来说,流动比率过高并不一定说明公司财务状况良好,尤其是应收帐款和存款余额过大引起的流动比率过高,更是不利于财务健全。通常认为流动比率超过 5:1 即意味着公司资产未得到充分利用。

(2)速动比率。流动比率只表明了企业流动资产与流动负债间的关系,未能涉及流动资产的内部实质。如果流动比率较高,而流动资产的流动性却很差,则企业短期偿债能力仍然不高。在流动资产中,有价证券可随时通过证券市场变现转化成现金,应收帐款也能在较短时间内变为现金;而存货的变现能力则较差,需要环节较多,预付费用更是只能节约现金的支出而不能变现。因此,通常把现金、有价证券和应收帐款等称作速动资产。

速动比率,是指速动资产与流动负债的比例关系,它比流动比率更能严密地考察企业的短期偿债能力,其计算公式为:

$$\text{速动比率} = \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}}$$

企业的速动比率至少要保持 1:1 以上,才能算是具有良好的财务状况,但这只是一般标准,不同的行业有不同的标准,例如百货业的存货较多,又多是现金交易,因而速动比率较低,维持在 1:1 即可。

(3)现金比率,是指现金类资产对流动资产的比例关系。现金类资产是指现金与有价证券之和。现金比率的计算公式为:

$$\text{现金比率} = \frac{\text{现金} + \text{有价证券}}{\text{流动资产}}$$

现金比率越高,表明企业现金类资产在流动资产中所占比例越大,变现损失的风险越小,企业应急能力也越强。在运用此项指标评价企业财务状况时,应结合流动负债偿还的紧迫程度和行业特点综合考虑。

二、长期财务状况比率

(1) 负债比率,是债权人权益与企业总资产的比例关系,其计算公式为:

$$\text{负债比率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}}$$

负债比率具有双重意义:一方面从债权人角度看,他们关心的是债权的安全性,负债比率高则意味着企业的风险将主要由债权人承担,因此他们希望比率越小越好;另一方面从股东角度看,企业举债筹措的资金与股东提供的资本在经营中的作用是相同的,所以股东更关心的是全部资产盈利率是否超过借入资金的利率,如果全部资产盈利率高于借款利率,股东获得的利润将随负债比率的提高而增加,反之股东则利益受损。

一般情况下,负债比率在 1:2 左右较为适合,但在企业成长期,负债比率高于这一标准也是正常的。

(2) 股东权益比率。这是与负债比率相对应的概念,是指股东权益总额与总资产的比例关系,计算公式为:

$$\text{股东权益比率} = \frac{\text{股东权益总额}}{\text{资产总额}}$$

股东权益比率与负债比率之和为 1,二者之间的关系就如同跷跷板,此消彼长。另外,在计算这一比率时,股东权益的各个组成部分,如普通股、优先股和资产重估的增值等都应包括在内,企业的无形资产亦要包括进去。

(3) 股东权益与负债比率,是指企业股东权益总额与负债总额的比例关系。它直接反映了股东和债权人之间的投资比例,计算公式为:

$$\text{股东权益与负债比率} = \frac{\text{股东权益总额}}{\text{负债总额}}$$

这一比率越大,表明公司自有资本越雄厚,债权人的债权越安全;该比率越小,则说明公司负债越重,财务状况可能变坏。一般认为该比率的适宜范围在 1:1 到 1:1.5 之间。

(4) 流动资产比率,是指流动资产与总资产的比例关系。它和固定资产比率一起表明了企业的资本结构,计算公式为:

$$\text{流动资产比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{资产总额}}$$

考察流动资产比率,需要注意企业的行业性质,以及周期变化,例如商业的流动资产比率比机械制造业要高,这是因为商业的资产中存货多而设备较少。另外,还要注意进行同行业间的比较和历年数据的趋势比较,以便更好地运用这一指标。

(5) 固定资产比率,是指固定资产与总资产的比例关系,表明了企业总资产中投资于固定资产的多少,它与流动资产比率的和是 1。计算公式为:

$$\text{固定资产比率} = \frac{\text{固定资产}}{\text{资产总额}}$$

(6) 股东权益与固定资产比率。这一比率可显示公司固定资产中有多少是用自有资本购置,并可评价公司固定资产是否膨胀过度。计算公式为:

$$\text{股东权益与固定资产比率} = \frac{\text{股东权益}}{\text{固定资产}}$$

该比率越高,则公司财务结构越安全,一般认为应在 1:1 水平。如果过高,说明公司举债经营能力较差,缺乏扩张活力;如果过低则说明固定资产过度膨胀,这会造成资产流动性减小,影响偿债能力,从而使债权人风险增大。

(7) 固定资产与长期负债比率。这一比率既可表明公司还有多少固定资产可作为长期借贷的抵押担保,又显示出长期债权人权益安全的程度。计算公式为:

$$\text{固定资产与长期负债比率} = \frac{\text{固定资产}}{\text{长期负债}}$$

假定长期负债是全部用以购置固定资产的,这一比率说明固定资产中来自长期借款的程度。在该比率大于 1:1 的情况下,它反映了企业潜在的借款能力,因为尚有固定资产用以抵押。

(8) 经营偿债比率,是指公司长短期债务总额与经营利润的比例关系,它反映了公司偿还债务的最短期限。计算公式为:

$$\text{经营偿债比率} = \frac{\text{流动负债} + \text{长期负债}}{\text{经营利润}}$$

在运用这一比率时,需要注意的是:利润的稳定性,应取近几年平均值;利润的范围,因投资收益及其他补贴等变动较大,所以应以主营业务利润为主。

三、资产运用效率比率

(1) 应收帐款周转率,是指赊销净额与应收帐款之间的比率,应收帐款是未得现金的销售收入,其变现速度反映了资金使用效率。计算公式为:

$$\text{应收帐款周转率} = \frac{\text{赊销净额}}{\text{平均应收帐款余额}}$$

式中:

$$\text{平均应收帐款余额} = \frac{1}{2} \times (\text{期初应收帐款余额} + \text{期末应收帐款余额})$$

该比率越高,表明公司收帐越快,资金利用效率越高;该比率越低则相反。在计算应收帐款周转率时,要注意:

① 销售收入应用赊销净额,而不是赊销总额,更不包括现销。

② 为了消除季节的影响,最好采用月度应收帐款平均余额进行计算,用年初和各月的余

额共 13 期相加后除以 13 后得到。

③商业应收票据应包括在应收帐款之中。

④应收帐款应是扣除预计坏帐损失的净额。

(2)存货周转率,是指一特定时间内(一般为一年)的销货成本与存货余额的比例,它可用于衡量企业存货周转的速度,评价企业销货能力和经营绩效。其计算公式为:

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{销货成本}}{\text{平均存货余额}}$$

式中:

$$\text{平均存货余额} = \frac{1}{2} \times (\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额})$$

存货周转率越高,表明存货周转越快,如果是有利的经营,则利润越多,运营资金中用于存货的比例越小;如果存货周转率放慢,则可能表明存货不适应销售需要,或表明过多的流动资本在存货上停滞起来,资金效率降低。因此,存货周转率与企业的获利能力直接相关。

(3)自有资本周转率,又称净资产值周转率,是指销售收入与股东权益的比例关系。其计算公式为:

$$\text{自有资本周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{股东权益平均余额}}$$

式中:

$$\text{股东权益平均余额} = \frac{1}{2} \times (\text{期初股东权益} + \text{期末股东权益})$$

通过这一比率,可以分析就销售收入而言股东投入的资本是否得到充分利用。自有资本周转率越高,表明自有资本周转越快,使用效率越高,但该比率过高则可能表示公司过分依赖举债经营,自有资本不足;自有资本周转率越低,表明公司的自有资本使用效率也越低。

(4)资产周转率,是指销售收入与资产总额之间的比率,计算公式为:

$$\text{资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{平均资产总额}}$$

式中:

$$\text{平均资产总额} = \frac{1}{2} \times (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额})$$

资产周转率是用以衡量公司总资产运用效率的指标,周转速度越快,表明总资产的利用效率越高;反之则越低。

(5)运营资金周转率,是指销售收入与运营资金的比率,用以评价运营资金的使用效率,其中,运营资金=流动资产-流动负债。其计算公式为:

$$\text{运营资金周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{运营资金平均额}}$$

式中:

$$\text{运营资金平均额} = \frac{1}{2} \times (\text{期初运营资金} + \text{期末运营资金})$$

不论何种企业,其销售收入与运营资金之间都应维持相当程度的逻辑关系,即都必须有相当数额的运营资金以维持正常的经营。该比率高,表明企业只需较少的资金投入运营即可获得较多的销售收入,效率较高;该比率过低,说明企业未能有效运用资金,运营资金存在呆滞现象。

四、获利能力比率

(1)销售利润率,即税后利润与销售收入之间的比率,其计算公式为:

$$\text{销售利润率} = \frac{\text{税后利润}}{\text{销售收入}}$$

销售利润率较准确地反映了公司通过销售获取利润的能力,但在运用中应注意到政策的影响,如税率,目前中国的所得税为 33%,而优惠税率为 15%,投资者要了解清楚公司所适用的税率,它对销售利润有很大影响。

(2)资产报酬率,即税后利润加债务利息之和与资产总额的比率,计算公式为:

$$\text{资产报酬率} = \frac{\text{税后利润} + \text{利息}}{\text{资产总额}}$$

资产报酬率是衡量公司运用全部资产所获收益的指标。资产报酬率越高,表明公司越善于运用资产;反之,则资产利用能力差。

(3)股东权益报酬率,又称净资产值报酬率,其计算公式为:

$$\text{股东权益报酬率} = \frac{\text{税后利润}}{\text{股东权益总额}}$$

该比率反映了股东帐面投资的获利能力,对于长期投资者十分有意义。

(4)市盈率(从略)。

五、比率分析小结

1. 比率分析的局限性

- (1)比率分析属于静态分析,难以分析动态方面的情况。
- (2)比率分析所使用的数据是历史数据,用于预测未来并不完全可靠。
- (3)比率分析着重于财务报表两个项目之间的关系,而容易忽视整个报表各项目间的联系,造成只见树木,不见森林。

2. 局限性的克服

- (1)将各种比率联系起来进行全面分析,以便准确判断公司的整体状况。
- (2)注意考察公司的性质和特点,而不要只凭财务报表分析。
- (3)将比率分析同其他分析方法相结合。

只有这样才能对公司的历史、现状和未来有一个较详尽客观的分析、了解,从而达到财务分析的目的。

第四节 小心财务陷阱

本章前三节讨论了财务报表和财务报表分析。这对于任何一个投资者,无论是长线投资者还是短线投资者来说都是十分重要和必要的。但是,财务报表及其公析是有一定局限性的,在运用财务报表分析作为投资决策参考时,需要小心财务陷阱,以防被其迷惑。

一、会计处理方法的差异

进行财务分析时,应注意财务数据本身的局限性,会计处理方法的不同,是曲解财务数据可比性的主要原因之一。例如,对存货的不同估价方法会使对企业获利能力的评价产生不同的结果,下面用一案例加以说明。

表 11.8.5 两企业简化合并财务报表

金额单位:万元

项 目	行数	两企业 年初数	年末数	
			A 企业	B 企业
资产	1			
现金	2	100	600	350
存货	3	500	500	1000
厂房	4	1000	1000	1000
资产合计	5	1600	2100	2350
负债与权益	6			
流动负债	7	100	100	100
长期负债	8	500	500	500
普通股权益	9	1000	1500	1750
负债与权益合计	10	1600	2100	2350
损益	11			
销货收入	12		3000	3000

销货成本	13		1500	1000
毛利	14		1500	2000
其他费用	15		500	500
税前利润	16		1000	1500
所得税(40%)	17		400	600
净利润	18		600	900

注:(1)A企业采用后进先出法,B企业采用先进先出法。(2)两企业年初存货均为2000万单位,单价0.25元,金额总计500万元;每个企业加上本期各购入的3000万单位,单价0.5元,金额各共计1500万元。(3)每个企业本期都销货3000万单位,单位1.0元,各得销货收入3000万元。(4)销货成本=销货数量×存货单位成本;年末存货=年初存货+本期购货-销货成本。

通过计算可得到:

A企业(后进先出法)资产收益率为28.6%。

B企业(先进后出法)资产收益率为38.3%。

由财务报表以及有关项目的计算结果来看,似乎投资B企业更有利可图,但实际上两企业并无区别。A企业收益较低并非因为经营不善,而是因为其在通货膨胀条件下使用后进先出法估价存货,造成了较高的销货成本和较低的期末存货,可见两企业的差距完全是由于会计处理方法不同造成的。表面上A企业显得差,而从现金流量的意义上讲A企业比B企业少纳200万元所得税,因而实力倒更强从而更有利可图。

采用其他会计方法也会造成类似的假象,如一个企业通过短期非资本化获得大量设备,则该企业的帐面资产会相对较低,就会出现较高的资产周转率。

二、通货膨胀的影响

通货膨胀会破坏传统财务会计的币值稳定的假设下收入与费用相配合的原则,从而降低财务报表分析的准确性。在企业的财务报表上往往会出现这样的情况:一方面在损益表上反映的利润数字很大,经营良好;另一方面在资产负债表上出现的现金数字却很少,资金严重不足。通货膨胀使资产负债表上的存货和固定资产的历史成本远低于现行成本。在损益表上销售收入是依照现行价值,而销售成本中的存货和折旧费是历史价格水平,收入与费用不相配合,从而虚增了利润。利润虚增和资产虚减使得评价企业营业效率的指标——资产收益率被夸大了。

同时,由于通货膨胀引起的币值变动的影响,使公司不同时期的财务报表的各项数字、比率等资料的比较缺乏可比基础。可见,通货膨胀妨碍了投资者、债权人、经营者对公司财务状况和经营成果的判断和决策。

三、人为粉饰的迷惑

有一些公司为了树立或保持良好的公司财务形象,有时采用粉饰技术使其财务报表看上去更加令人乐观。例如,故意把原本年终时要进的货推迟到下一年初再买,或者年终时将借款还清等到下一年初再行商借等,这样就会改进公司的流动比率和速动比率,使年度报告中的资产负债表反映的情况良好,然而这却是临时性的,一段时间后就会恢复到原来的状态。

四、成果解释的困惑

同一张财务报表,不同的角度会得出不同分析结论,这在比率分析中尤其明显,很难对一个特定的比率作出好或坏的结论。例如,较高的速动比率反映了较强的变现能力和短期偿债能力,但同时又反映了现金超额,而超额现金是非收益资产,孰好孰坏?再如,一个较高的资产周转率说明企业资产利用效率高,但也可能表明该企业投资不足和缺乏购买足够资产的资金。

五、案例:深圳发展银行基本分析(1995年)

1. 宏观经济分析,中国经济增长与股市长期发展态势

(1)中国经济增长分析。

自1978年改革开放以来,中国经济的增长逐渐表现为一种投资膨胀经济。这种投资膨胀经济是以资本的高投入低产出为代价的,说到底是由中国经济体制转轨时期的资本运营的低效率造成的。

①从经济增长与投资增长关系看,每一次经济的增长都伴随着投资的膨胀。在1978~1995年的18年中,经济增长最快的2年是1992年和1993年,增长率分别为13.4%和13.2%,同时也是固定资产投资增长最快的2年,投资增长率分别高达42.6%和58.6%,表明两者具有高度相关性。

②从投资率(即投资总额占GDP的比重)看,投资已成为中国经济高速增长的主要推动力。自经济改革以来,中国投资率一直居高不下,经济增长最快的年份同时也是投资率最高的年份,即使在经济增长的低潮,投资率仍不低于25%。1992年和1993年的投资率分别达32.22%和39.75%,而在宏观高度紧缩的1994年,投资率仍高达36%,属于世界少数高投资率国家之一。造成高投资率的主要原因在于,经济转轨时期产业结构的失衡,不利于社会劳动生产率的有效提高和社会资源的充分利用。

中国这种投资膨胀经济的直接后果表现为,一方面因投资总量的增加而导致宏观经济总量的相对增加,同时在宏观经济总量增加的背后,存在因投资结构和产业结构的不合理而导致的微观经济效益的滑坡。由于投入多而产出少,这就不可避免地产生因投资的过度膨胀而带来的严重通胀。1994年和1995年的高度通胀是由于1992年和1993年的投资过度

膨胀所致(虽然1993年央行已明确表示要收缩银根,但事实表明,1993年的投资增长率仍是历年来最高的一年)。这样就会出现两种局面,一方面是经济增长率相对较低,而另一方面则是不可避免的高通胀。而高通胀则使经济由名义上的高增长表现为实际上的负增长,1993年、1994年、1995年这3年,中国经济的实际增长率平均呈现负值。对上市公司来说,1994年沪市公司利润总额比1993年增加了25%,但平均每股收益与1993年持平,同为0.285元(算术平均),净资产收益率不到11%(以年末摊薄计),与银行同期储蓄存款利率差不多,结果是股市对社会没有回报或回报较少。但是,另一方面社会对股市的索取却多,由于长期资金极为紧缺,企业在向银行贷款困难(尤其是1993年紧缩银根以来)的情况下,必然转向股市或短期资金拆借市场,而短期资金拆借不但利率高而且期限短、数量有限,因此企业更倾向于前者。从1993年到1994年,在短短的2年时间里,中国股市上总股本扩大了10倍还多。这两方面的矛盾正是导致股市牛短熊长的根本所在。

因此,中国经济周期性波动的直接原因是投资的波动,而造成投资波动的根本原因在于中国经济是一种投资膨胀经济,这种经济增长的直接动力就是投资,投资膨胀的结果在资本的低效率下又不可避免地表现为高通胀。因此,中国经济周期的直接表现便是:低增低胀(复苏阶段,投资开始扩张)→高增低胀(高涨阶段,投资过度膨胀)→高增高胀(收缩阶段,投资开始紧缩)→低增高胀,最后又回到低增低胀。根据表1,若从1978年算起,前3年低增高胀尚未明显形成周期性。从1981年到1989年,中国经济完成了从复苏到高涨,再到收缩的整个过程,为第一周期段。第二轮经济周期是从1990年开始运行,1992年和1993年投资达到了最高峰,经济增长与通胀同时也达到了双高,经过1993年下半年、1994年及1995年上半年的投资紧缩,经济增长放缓,通胀也由1994年的峰值25.2%快速回落,截止到今后7月已降至14.6%,预计到年底可降至8%左右,全年通胀预计为14.8%,完成中央年初预定的15%左右的调控目标。目前我国经济增长已降至10%左右,今年底或明年初将顺利实现经济的“软着陆”

(2)经济周期与股市周期的关系。

股市似有先知先觉,它的周期总是在经济周期之先。在经济走势上升的几个个月前,它就上升;在经济走势下跌的几个个月前,它就下跌。正是由于股市具有这种“超前反应”,所以在经济繁荣的时候,股价反而下跌;而在经济萧条、前景暗淡的时候,股价却上升。根据统计,美国标准普尔500家最大公司的股价高峰,在1952~1980年的28年间平均8个月领先于经济生产高峰,而股价的低点在1957~1982年的25年间平均3个月领先于经济生产的低潮。

以美国最近一个经济周期为例,美国经济自1991年第二季度才开始缓慢走出衰退,而在1991年8月份,美国股市就提前7个月开始走出2350点(以道·琼斯工业指数为例)的阶段性的低谷,到1991年第二季度经济真正开始复苏时,股市已上升至3000点左右,升幅达27.7%。为了刺激经济的增长,美联储从1991年2月到1992年7月,连续6次将贴现率从6%降至3%,联邦资金利率也从3.75%调低至3.25%,各大商业银行的优惠贷款利率也进一步调至6%,从而使各项利率跌至30年以来的最低水平。低利率对刺激美国经济复苏起了相当大的作用,从1993年第四季度(利率变动对经济的作用大约要滞后一年左右)开始经

济进入快车道,1994年美国经济在低通胀下继续保持高速运行,势头强劲。前3个季度增长率高达3.8%,企业设备利用率达85%的高水平,很多企业处于满负荷运转状态,失业率降到5.6%,通胀率也一直控制在3%以内。而这段时间股市则是一路上扬,连破3500点、3800点、4000点大关,于1995年7月中旬达到历史最高点4736点。为使“过热”的经济降温,防通胀于未然,美联储从1994年2月到11月15日相继6次把联邦基金利率从3%提高到5.5%,相继4次把贴现率从3%提高到4.75%,商业银行的优惠利率从6%提高为8.25%。利率的提高虽然较好地控制了通胀,但也不可避免地使美国经济增长速度放慢。多数专家认为,1995年美国经济实际增长率将降至2.5%左右。自8月份以来纽约股市已停滞不前,并向下调至4600点上下,表现为“拉锯战”,便是美国经济由高峰开始步入低谷的讯号。由于近期美元兑日元走势十分坚挺,连破90、95、98等关口,直逼105位置,为美联储再次减息提供了空间,预计美国经济增长率在保持适度增长的条件下,年底会略有上升,美国经济保持适度增长将使股市开始下挫的时日延续。但是,在本轮经济周期结束之前,华尔街股市定会提前结束这一轮升势。预计1995年底1996年初,华尔街股市将会进入一个较长的回调休整期。

中国的经济周期与股市周期之间同样存在着类似关系。自1990年底和1991年初中国创立上海和深圳股市以来,虽然1991年和1992年2年上海和深圳上市公司仅三十几家,还远未像个“股市”模样,但是,应该说,自从中国股市诞生的第一天起,它就与中国经济表现出了“休戚相关”的关系。以沪市为例,1990年中国经济正处于新一轮低增低胀的启动时期,投资率由1990年的25.14%提高到1991年的27.75%再到1992年的32.22%。1991年开始的投资膨胀,使中国经济的增长率由1990年的4.1%提高到1991年的8.2%,1992年经济增长达到了高峰,增长率达到了13.4%。这种由1990年启动的一轮增长周期,表现在股市上,正是1992年以前股市的牛市期。投资膨胀以1993年达到历史最高峰,投资率高达39.75%,与此同时,通胀率也一下由1992年的5.4%上升到13.2%,中国经济出现了高增高胀,此后则逐步进入低增高胀期,经济增长率由1993年的13.4%降至1994年的11.6%,而通胀则由于投资的滞后效应,在1994年达到最高峰,为21.7%。这种由1993年开始步入的高胀低增经济低潮,其实早在1992年下半年股市就已开始反应(提前3~4个月),在1992年11月初股市达到了历史低潮386.85点。由于超跌股市作“反抗性”大涨,加上一些股市的非成熟人为因素,股市在1993年初(2月底)达到历史最高点1558.95点。此后,股市一路下跌,1994年7月跌至历史最低点325.89点。有人把这段时间的下跌归咎于股市的过度扩容,其实这只是表层原因,最根本的原因还是在于经济的不景气 and 银根的收缩。中国政府在1994年8月份出面干预,以“三大政策利好”来挽救股市,但股市规律是不可逆转的。股市在外界的干预下于短短的一月内上冲1050点又在不到一月的时间迅速回落至624点附近,且在624点上下盘桓震荡达9个月之久。进入8月份以来,随着国内通胀的有效回落,股市似乎有趋好之势。本轮经济增长是否已到收尾阶段,新一轮经济增长是否快要来临,直接决定着今后股市的走向。

(3) 股市长期态势展望。

1995年下半年,在继续严控固定资产投资贷款的同时,央行已根据形势的需要,适当松

动了流动资金的贷款规模,今后5个月将有3600亿元信贷资金(1500~3000亿流动资金)陆续投入,在投资方向上将注重投资结构的调整。随着通胀的逐月回落,预计从1996年2月份开始保值贴补率将迅速下降。据最新统计资料,1995年国内金融机构严重亏损,1~5月累计亏损148亿元,银行经营压力很大。在此背景下,央行将适度降低相对较高的名义存贷款利率,并适当增加存贷利差。为了保持经济的持续稳定增长,估计央行1996年将略加放松银根,新一轮的经济周期将于二季度开始启动,该轮经济周期与上轮相比,经济增长与通胀的波动都将比较平稳。

根据我国股市周期超前经济周期7~8个月左右的规律,预计股市将在1995年10月左右结束1993年以来的阴跌低迷,进入一轮新的上升周期,1996~1997年股市将呈总体长期升势。

2. 行业分析、金融业发展分析

(1) 金融业概况。

金融业是为经济发展提供金融通服务的产业,金融业目前已成为第三产业中的重要行业,在市场经济中发挥着重要作用。

1984年,我国“大一统”的金融体制被以中国人民银行为核心、以商业银行为主体的中央银行体制所取代,标志着我国金融业新的开端。从1986年开始,我国逐步设立股份制商业银行和区域性商业银行。1986年,交通银行正式成立,1987年中信实业银行成立,同时部分区域性商业银行如福建兴业银行、广东发展银行、深圳发展银行和招商银行等也相继成立。到1995年6月,包括四大国家商业银行在内的商业银行已达15家,国家政策性银行3家。与此同时,非银行金融机构的数量也迅速扩张,目前已形成了由信托投资公司、保险公司、合作银行、城市信用社、农村信用社、企业集团财务公司、金融租赁公司和证券公司等组成的非银行金融机构体系。在这些机构中,信托投资公司提供的金融资产占有较大的比例,信托投资公司也经历了较大的曲折,先后经历了1982年、1985年、1989年和1993年四次治理整顿。截止1994年末,信托投资公司的数量已近400家,这些公司大致分为三类,一类是各专业银行所属的信托投资公司,一类是各地方政府成立的信托投资公司,一类是股份制性质的信托投资公司。受国家宏观经济政策和中央银行货币政策的影响,近年相当一部分信托投资公司处于经营困难境地,主要问题是:①信贷资产质量差,逾期货款多;②资金来源紧张,短期资金长期运用,负债业务中违规问题突出;③由于风险资产多、流动性差,造成支付困难,资本充足率下降;④经济效益不理想,资产利润率下降。1994年,中央银行提出了银行业、信托业和证券业分业经营改革措施。目前银行所属信托投资公司和证券公司正在与银行脱钩,不少机构将被撤销或改组合并。

与信托投资公司相比,除国家四大专业银行外,新成立的商业银行经营相对较好。这些商业银行从成立开始,就建立了一套比较灵活的经营机制,其资产质量、流动性和风险控制等方面均好于专业银行和信托投资公司。

金融业是政府严格限制进入的行业,凡设立金融机构,必须经中央银行审批,私人不允许进入金融业。

90年代是我国金融体制改革的第三次变革时期,根据中央1993年的金融体制改革方

案,改革重点主要是:①政策性金融与商业金融相分离;②国家专业银行向商业银行转化;③完善中央银行调控体系。目前商业银行和信托投资公司正在适应这一新的变革,逐步实行资产负债比例管理,实施分业经营和分业管理,按照新的金融法规调整与规范运作。

(2)经营状况(以信托投资公司和商业银行为例)

①据中央银行公布的1995年第二季度金融统计数据,到6月末,金融信托投资机构资产总额为4524.12亿元,其中各项贷款2367.74亿元,占52.34%;投资511.03亿元,占11.3%;证券业务316.57亿元,占7%;金融机构同业往来381.7亿元,占8.4%。负债总额3365.43亿元,其中各项存款(包括委托存款、信托存款、保证金存款和其他存款)1726.46亿元,占总负债的51.3%;金融机构往来601.35亿元,占17.9%;证券业务款项247.42亿元,占7.4%。和国家银行相比,信托投资公司的资产结构中贷款所占比例较低。同样,资金来源中存款所占比例也比较低,机构往来和证券业务占有较大的比例。

②1995年6月末,包括深圳发展银行在内的其他银行(不包括人民银行、政策性银行、国有商业银行、交通银行、中信实业银行)资产总额为2177.53亿元。其中,各种贷款920.89亿元,占资产总额的42.3%;投资及租赁93.42亿元,占4.3%;金融机构往来167.25亿元,占7.7%。负债总额1363.93亿元,其中各项存款1187.78亿元,占87.1%,金融机构往来143.46亿元,占10.5%。和国有商业银行相比,其他银行资产相对比较分散,而且对中央银行的资金依赖性较低。

③资产质量问题是目前我国金融机构经营中普遍存在的问题。据统计,目前我国银行资产中逾期贷款占全部贷款的比例为20%,属于呆滞贷款和呆帐贷款的比重约为3%。目前许多企业自有资金很少,企业的生产经营主要靠银行贷款,不少企业把银行贷款当作自有资金长期周转使用,因此很难按期偿还。

④金融机构目前经济效益高低不一,差别较大。有的金融机构效益骄人,而有的却濒临破产。但总体上看金融业仍是效益较好的行业。资产利润年平均水平约为1.6%,资本金利率平均约为12%。

3. 发展前景

金融业具有广阔的发展前景。目前,我国市场经济体制已逐步确立,经济发展中突出的问题依然是资金短缺问题。传统上,我国的金融以间接金融为主,今后一段时期内仍将以间接金融为主,同时直接融资也将进一步发展。因此,各类金融机构在国民经济中的作用将愈来愈重要。

金融业发展的有利因素是:①我国国民经济的快速增长,为金融业发展提供了极好的机遇;②我国金融业发展滞后,新的金融资产和金融业务有待进一步开发,因此,金融业有着广阔的发展空间;③随着各种金融法规的完善,金融业的经营和竞争将更趋市场化和规范化;④90年代证券市场的发展使金融业的发展领域拓宽。

金融业发展的不利因素有:①通货膨胀一直是经济发展中的大问题,为此,中央银行的货币政策仍将实行适度从紧的政策,一定程度上限制了金融机构的资产扩张;②受现代企业制度进程的影响,金融改革必须和企业改革同步配合,不能孤军突出;③国外金融机构已开始进入中国市场,其经营策略和营销方式将会对中国金融业带来一定的压力,竞争将趋激

烈。

表 11.8.6 1993 年中国最大 500 家服务业企业中
前 20 名的金融保险机构

名次	机 构 名 称	资产总额(万元)
1	中国工商银行	195905800
2	中国银行	173126900
3	中国人民建设银行	106567600
4	中国农业银行	105652800
5	交通银行	19673623
6	中国国际信托投资公司	8286077
7	中国对外经济贸易信托投资公司	5885356
8	中国人民保险公司	5830000
9	中信实业银行	4284157
10	广东发展银行	3128412
11	招商银行	1582293
12	上海国际信托投资公司	1343056
13	广东国际信托投资公司	1242862
14	福建兴业银行	1116560
15	中国农村发展信托投资公司	985072
16	中国经济开发信托投资公司	959497
17	深圳发展银行	933787
18	山东国际信托投资公司	900113
19	中国光大银行	899000
20	上海浦东发展银行	876091

4. 公司分析:深圳发展银行

综合分析:

深圳发展银行是 1987 年由深圳特区内的 6 家信用社经合并改组而成,1987 年向社会

公开发行股票,1988年公开交易。公司主要经营人民币和外汇各种银行金融业务。该行在深圳市拥有众多支行和营业网点,其广州分行等外地分行及办事机构已经设立或将要设立;另外,该行还拥有全资和参股企业多家。该行成立以来,业务一直发展较快,除银行传统业务外,证券、信托投资等金融业务也取得了较快发展;该行的软硬件环境条件也得到了很大的改善。在未来的发展中,该行以深圳为基地向外地扩展,由地方性银行逐步向全国性银行方向发展。公司所处行业市场竞争比较激烈。但发展前景良好。公司在行业中具有机制上的优势。公司几年来存款上升较快,资产总额增长比较快,主营业务收入稳步提高。公司具有相当的发展潜力。

公司负债比率不高,吸收存款能力有待进一步提高;流动比率略低,偿债能力较强。公司每股净资产较高,净资产收益率较高。公司股票 P/E 值适中,公司具有较高的长期投资价值。

第九章

K 线理论

第一节 K 线的画法和主要形状

一、K 线的画法

K 线又称为日本线,据说起源于 200 年前的日本。当时日本没有股票市场,K 线只是用于米市交易。经过上百年的运用和变更,目前已经形成了一整套完善的 K 线分析理论。技术分析中的重要流派——K 线派就是专门以研究 K 线的形状和组合为基础的。

K 线是一条柱状的线条,由影线和实体组成。影线在实体上方的部分叫上影线,下方的部分叫下影线。实体分阴线和阳线两种,又称红(阳)线和黑(阴)线。

一条 K 线记录的是某一种股票一天的价格变动情况。将每天的 K 线按时间顺序排列在一起,就组成这支股票自上市以来的每天的价格变动情况,这就叫日 K 线图。

价格的变动主要体现在四个价格上,即开盘价、最高价、最低价和收盘价。

开盘价是指每个交易日的第一笔成交的价格,这是传统的开盘价定义。由于存在机构庄家利用通讯方式的优势,故意人为地造出一个不合实际的开盘价的弊端,目前中国市场采用的是集合竞价的方式产生开盘价,这样就减少了传统意义上的开盘价的缺陷。

最高价和最低价是每个交易日中成交的股票中,成交价格最高的和最低的那个价格。它们反映当日股票价格的上下波动的幅度大小。最高价和最低价如果相差太大,说明当日股票市场交易活跃,买卖双方争执激烈。但是,同传统的开盘价一样,最高最低价也容易受到庄家大户的故意做市,造出一个脱离实际的最高价和最低价。

收盘价是指每个交易日的最后一笔成交的股票的成交价格,是多空双方经过一天的争斗最终达成的共识,也是供需双方当日最后的暂时平衡点,具有指明目前价格的非常重要的功能。四个价格中,收盘价是最重要的,很多技术分析只关心收盘价,而不理会其余三

个。人们在说到目前某支股票的价格时,说的往往是收盘价。

图 11.9.1 是两个常见的 K 线的形状。

图中,中间的矩形长条叫实体,向上、向下伸出的两条细线叫上、下影线。如果开盘价高于收盘价,则实体为阴线或黑线,(如右图);反之,收盘价高于开盘价,则实体为阳线或红线(如左图)。将四个价格的价位都在坐标纸上一一标出,然后按图(11.9.1)



图 11.9.1 K 线的基本形态

的方式即可画出。每个交易日的 K 线连续不断地拼连下去,就构成股票价格有史以来的每一天的交易情况的 K 线图,看起来一目了然。看见了 K 线图就会对过去和现在有大致的了解。

二、K 线的主要形状

除了图 11.9.1 所画的 K 线形状外,由于四个价格的不同取值,还会产生别的形状的 K 线,概括起来,有下面列出的六种(图 11.9.2)

1. 秃头阳线和秃头阴线

这是没有上影线的 K 线,当收盘价或开盘价正好与最高价相等时,就会出现这种 K 线。

2. 光脚阳线和光脚阴线

这是没有下影线的 K 线。当收盘价或开盘价正好与最低价相等时,就会出现这种 K 线。

3. 秃头光脚的阳线和阴线

这种 K 线既没有上影线也没有下影线。当开盘价和收盘价分别与最高价和最低价中的一个相等时,就会出现这种 K 线。

4. 十字星

当收盘价与开盘价相同时,就会出现这种 K 线,它的特点是没有实体。

5. T 字型和倒 T 字型

在十字星的基础上,如果再加上秃头和光脚的条件,就会出现这两种 K 线。它们没有实体,而且没有上影线或者没有下影线,形状像英文字母 T。

6. 一字型

这是一种非常特别的形状,它的四个价格都一样。这种情况几乎见不到,只是理论上存在。在发行一个事先定好价格的股票时,会遇到这种情况。同十字星和 T 字型 K 线一样,没有实体。没有实体就无法区别是阴线还是阳线。

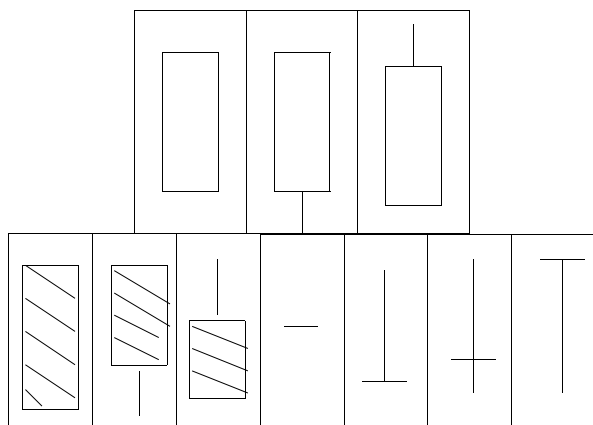


图 11.9.2 K 线的几种别的形状

除了日 K 线外,我们还可以画周 K 线和月 K 线。其画法与日 K 线几乎完全一样,区别只在四个价格的选择。周 K 线是指这一周的开盘价,这一周之内的最高价和最低价以及这一周的收盘价。月 K 线则是这一个月之内的四个价格。周 K 线和月 K 线的优点是看趋势和数周期比较好。

第二节 K 线的组合应用

股票价格的变动是市场行为的表现,变动要受到政治的、经济的、心理的等多方面因素的影响和左右。市场的行为包括一切,股票价格的变动肯定是有理由的。

股票市场是买方和卖方永远站在对立的两边,进行不断较量的战争,一方胜利了,另一方一定失败。股票投资者为了使自己获得利益,必须准确地看出在未来的日子里双方究竟是谁占上风,以便使自己正确的投入到占优势的行列中。

K 线图其实是将买卖双方这段时间以来实际战斗的结果用图表表示出来的方法之一。从中能够看到买卖双方在争斗中力量的增加和减少,风向的转变,以及买卖双方对争斗结果的认同。

一、单独一根 K 线的应用

1. 秃头光脚小阳线实体

如图 11.9.3。表示价格上下波动的幅度很小,没有明显的趋势,说谁占优势还为时尚早。结合它之前 K 线的情况,可能有以下几种涵义。

(1)盘局时。这时说明多方稍占优势,大举向上突破的时机并不成熟,多方只是试探性地将价格向上缓慢地推升,后面结果怎样,心里没底,因为空方虽然在当天处于下风,但并没有失败,只是暂时受挫。

(2)前一天是大涨,今天是再一次上涨(图 11.9.3)。表明多方涌跌入场,大量买入,供需平衡受到严重的破坏,市场呈现高涨的浪潮。

(3)前一天大跌,今天再一次跌(图 11.9.3)。表明多方正顽强抵抗当前出现的空方浪潮,但是抵抗并未取得明显的决定性的战果,多方今后还将受到来自空方的力量的考验,结果如何还很难说。

2. 秃头光脚小阴线实体

如图 11.9.4。这个 K 线与秃头光脚小阳线实体的涵义正好相反,只要将 1 中所述的内容中的涨改成跌,跌改成涨,多方换成空方,空方换成多方,买入换成卖出,就可以得到这种 K 线对市场的表现的内容。同样,结合它之前的 K 线情况,它也分为三种涵义。

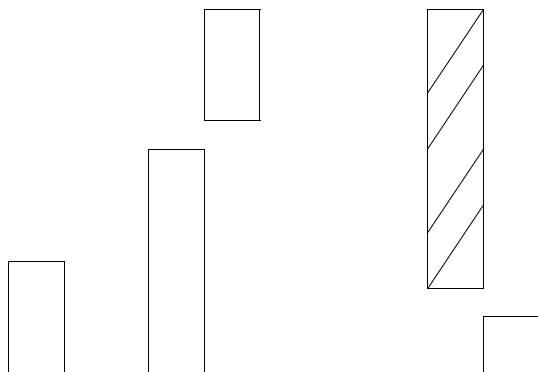


图 11.9.3 小阳线

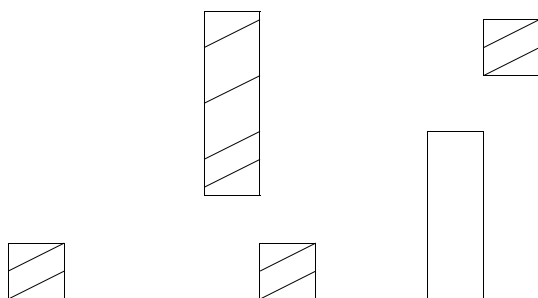


图 11.9.4 小阴线

3. 秃头光脚大阳线实体。

如图 11.9.5。与 1 不同。这种 K 线说明市场波动很大,多空双方的争斗已经有了结果。长长的阳线表明,多方发挥了最大的力量,已经取得了决定性胜利,今后一段时间多方将掌握主动权。换句话说,今后讨论的问题将是还要继续上涨到什么地方,而不是要跌到什么地方。如果这条长阳线出现在一个盘局的末端,它所包含的内容将更有说服力。

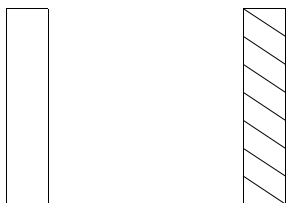


图 11.9.5 大阳线和大阴线

4. 秃头光脚大阴线实体

如图 11.9.5。涵义正好同 3 相反。现在是空方的市场,空方说了算。空方取得的优势的大小与 3 相同。

5. 光脚阳线

如图 11.9.6。这是一种上升抵抗型 K 线。多方虽占优势,但不像 3 中的优势那么大,受到了一些抵抗。多方优势的大小与上影线的长度有关,与实体的长度也有关,一般说来,上影线越长,实体越短,越不利于多方,也就是多方所占优势越小;上影线越短,实体越长,越有利于多方,也就是多方占的优势越大。

- (1) 实体长度大于上影线长度。表明多方虽受到抵抗,但是仍然占优势。
- (2) 实体长度等于上影线长度。表明多方的优越正在减少,空方的力量正在增加。
- (3) 实体长度小于上影线长度。表明多方在开始取得优势后,现已经被空方顽强拉回,

多方将在次日坚守自己所取得的阵地,前途未卜。

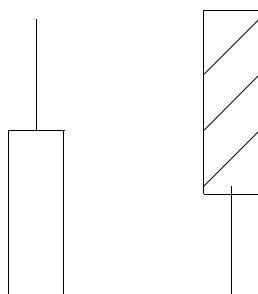


图 11.9.6 光脚阳线和秃头阴线

6. 秃头阴线

如图 11.9.6。这是下降抵抗型。它所包括的内容正好与 5 相反。将 5 中的上影线换成下影线,多方换成空方,就是其内容的完整的叙述。

7. 秃头阳线

如图 11.9.7。这是先跌后涨型,多方在开始失利的情况下,尽力充分地发挥力量,整个形势是多方占优。多方优势的大小与下影线和实体的长度有关。下影线和实体的长度越长,越有利于多方,也就是多方优势越大;下影线实体长度越短,越不利于多方,也就是多方优势越小。

8. 光脚阴线

如图 11.9.7。这是先涨后跌型。与 7 相反,这是空方反败为胜的 K 线。空方的优势大小,与上影线和实体的长度有关。越长越有利于空方,空方优势越大;越短空方优势越小,越不利于空方。

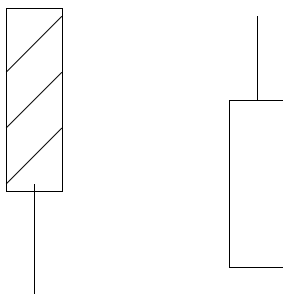


图 11.9.7 秃头阳线和光脚阴线

9. 有上下影线的阳线

如图 11.9.8。这是最为普遍的一种 K 线形状。这种形状说明多空双方争斗很激烈。

双方一度都占据优势,把价格抬到了最高价和最低价,但是,都被对方顽强地拉回,只是到了结尾时,多方才把优势勉强保住。

对多方与空方优势的衡量,主要依靠上下影线和实体的长度来确定。一般说来,上影线越长,下影线越短,实体越短,越有利于空方占优,而不利于多方占优;上影线越短,下影线越长,实体越长,越有利于多方占优,而不利于空方占优。上影线和下影线相比的结果,也影响多方和空方取得优势。上影线长于下影线,利于空方;反之,下影线长于上影线,利于多方。

10. 有上下影线的阴线

如图 11.9.8。与 9 一样,这也是最为常见的一种 K 线形状。它的涵义与 9 差不多,只是这种局面稍稍倾向于空方,因为,在临近收尾时空方稍微取得了优势。

双方优势的衡量方法同 9 一样,唯一不同的是,这时的实体越长,越利于空方,而不是 9 中的利于多方。

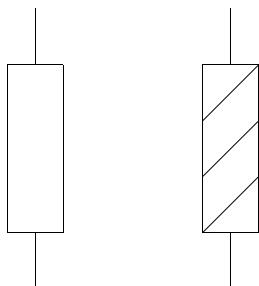


图 11.9.8 有上下影线的阴阳线

11. 十字星

如图 11.9.9。这是不容易出现的 K 线形状。由于不易分阴阳,则画图时,与昨日收盘相比,若上涨,则为阳线(红线);反之,就画成阴线(黑线)。十字星分为两种,一种上下影线很长,另一种上下影线较短。

上下影线较长的称为大十字星。表示多空争夺激烈,最后,回到原处,后市往往有变化。多空双方优势由上下影线的长度决定。

上下影线较短的称为小十字星。表明窄幅盘整交易清淡,买卖不活跃。

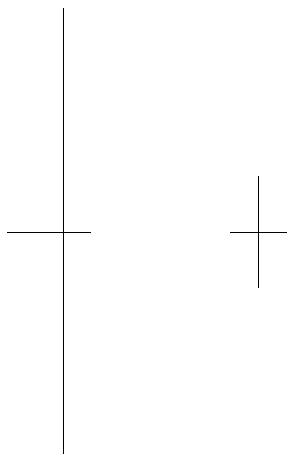


图 11.9.9 十字星

12. T 字和倒 T 字型。

如图 11.9.10。用前面关于上下影线的对多空双方优势的影响的叙述,可以很快知道:

- (1) T 字型是多方占优。下影线越长,优势越大。
- (2) 倒 T 字型是空方占优。上影线越长,优势越大。



图 11.9.10 T 字型

以上介绍了 12 种 K 线所包含的对市场行为的反映。内容很多,记忆起来比较困难。下面指明几点,在进行记忆和进行应用时可以简化我们的工作。

如果上影线相对于实体来说非常小,则可以等同于没有,也就是说,太短的上影线与秃头没有什么区别。同样,下影线如果相对于实体来说非常小,也可视为没有,即太短的下影线与光脚没有什么区别。总而言之,上下影线小到一定程度,我们就可以视之为没有。

指向一个方向的影线越长,越不利于股票价格今后向这个方向变动。阴线实体越长,越有利于下跌;阳线实体越长,越有利于上涨。

二、由两根 K 线的组合推测行情

两根 K 线的组合情况非常多,要考虑两根 K 线的阴阳、高低、上下影线,一句话,两根 K 线能够组成的组合数不胜数。但是,K 线组合中,有些组合的涵义是可以通过别的组合涵义推测出来的。我们只需掌握几种特定的组合形态,然后举一反三,就可得知别的组合的涵义。

无论是两根 K 线还是今后的三根 K 线,都是以两根 K 线的相对位置的高低和阴阳来推测行情的。将前一天的 K 线画出,然后,按这根 K 线将数字划分成五个区域(图 11.9.11)。

第二天的 K 线是进行行情判断的关键。简单地说,第二天多空双方争斗的区域越高,越有利于上涨;越低,越有利于下降,也就是从区域 1 到区域 5 是多方力量减少、空方力量增加的过程。以下是几种具有代表性的两根 K 线的组合情况,由它们的涵义可以得知别的两根 K 线组合的涵义。

(1)如图 11.9.12。这是多空双方的一方已经取得决定性胜利,牢牢地掌握了主动权,今后将以取胜的一方为主要运动方向。右图是空方获胜,左图是多方获胜。第二根 K 线实体越长,超出前一根 K 线越多,则取胜一方的优势就越大。

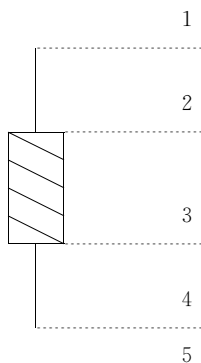


图 11.9.11 线区域的划分



图 11.9.12 连续两阴阳

(2)如图 11.9.13。右图一根阴线之后又一根跳空阴线,表明空方全面进攻已经开始。如果出现在高价附近,则下跌将开始,多方无力反抗。如果在长期下跌行情的尾端出现,则说明这是最后一跌,是逐步建仓的时候了。要是第二根阴线的下影线越长,则多方反攻的信号更强烈。

左图正好与右图相反。如果在长期上涨行情的尾端出现,则是最后一涨(缺口理论中把这叫做竭尽缺口),第二根阳线的上影线越长,越是要跌了。

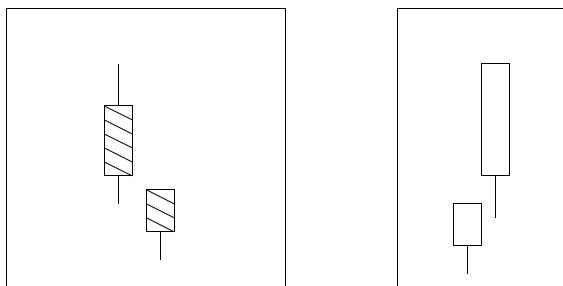


图 11.9.13 连续跳空阴阳线

(3)如图 11.9.14。左图一阳加上一根跳空的阴,说明空方力量正在增强。若出现在高位,说明空方有能力阻止股价继续上升。若出现在上涨途中,说明空方的力量还是不够,多方将进一步创新高。

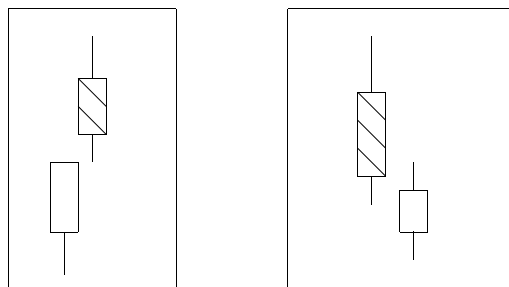


图 11.9.14 跳空阴阳交替 K 线

右图与左图完全相反。多空双方中多方在低价位取得了一定优势,改变了前一天的空方优势的局面。今后的情况还要由是在下跌行情的途中,还是在低价位而定。

(4)如图 11.9.15。右图连续两根阴线,第二根的收盘不比第一根低。说明空方力量有限,多方出现暂时转机,股价回头向上的可能性大。

左图与右图正好相反。是空方出现转机,股价将向下调整一下。如前所述,两种情况中上下影线的长度直接反映了多空双方力量的大小程度。

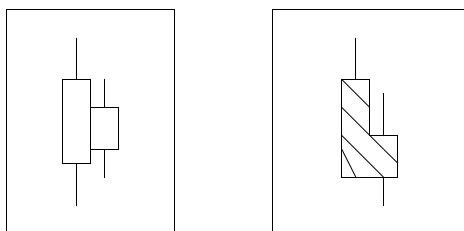


图 11.9.15 两阳和两阴

(5)如图 11.9.16。右图一根阴线被一根阳线吞没,说明多方已经取得决定性胜利,空方将节节败退,寻找新的抵抗区域。阳线的下影线越长,多方优势越明显越大。左图与右图正好相反,是空方掌握主动的局面,多方已经瓦解。

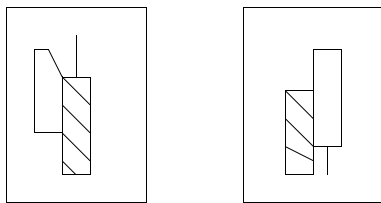


图 11.9.16 阴吃阳和阳吃阴

(6)如图 11.9.17,左图一根阴线吞没一根阳线,空方显示了力量和决心,但收效不大,多方没有伤元气;可以随时发动进攻。右图与左图刚好相反,多方进攻了,但效果不大,空方还有相当实力。同样,第二根 K 线的上下影线的长度也是很重要的。

(7)如图 11.9.18。左图为一根阴线后的小阳线,说明多方抵抗了,但力量相当弱,很不起眼,空方将发起新一轮攻势。右图与左图正好相反,空方弱,多方将发起进攻,创新高。

三、由三根 K 线推测市场行情

两根 K 线的各种组合较多,三根 K 线的各种组合就更多了,

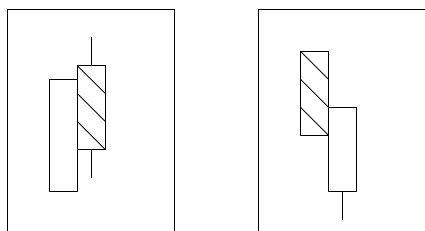


图 11.9.17 进攻失败

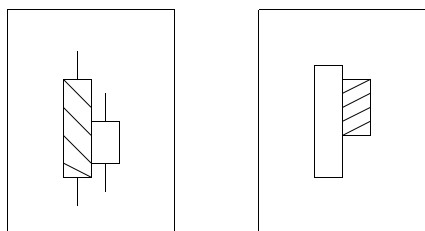


图 11.9.18 进攻失败

更复杂了。但是,两者考虑问题的方式是相同的,都是由最后一根 K 线相对于前面 K 线的相对位置来判断多空双方的实力大小。由于三根 K 线组合比两根 K 线组合多了一根 K 线,获得的信息就多些,得到的结论相对于两根 K 线组合来讲要准确些,可信性更大些。这一些完全可以理解,多一根总比少一根好,因为考虑的东西更全面,更深远。

同两根 K 线的组合情况一样,我们只给出几种具有代表性的三根 K 线组合的情况,分析它们的表达涵义和对多空双方力量大小的描述,进行推测大势,次日的大致的走向倾向。这几种情况之外的三根 K 线组合情况,可根据具体情况,从这几种代表中选一个相近的进行预测。

(1)如图 11.9.19。左图一根阳线比两根阴线长,多方充分刺激股价上涨,空方已经失败。结合两根 K 线组合中的第五种(图 11.9.16)代表进行分析,会发现二者有相通的地方。

右图与左图正好相反,是空方一举改变局面的形势,空方因此而势头强减。同样与图 9—16 的右图有相似之处,

(2)如图 11.9.20。左图为连续两根阴线之后出现一根短阳线,比第二根阴线低。说明买方力量不大,这一次的反击已经失败,下一步是卖方发动新一轮攻势再创新低的势头。比较一下两根 K 线中的第七种(图 11.9.18),会发现一些相通的东西。

右图与左图刚好相反,卖方力量不足,买方仍居主动地位。

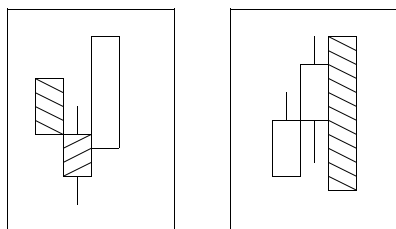


图 11.9.19 反击成功

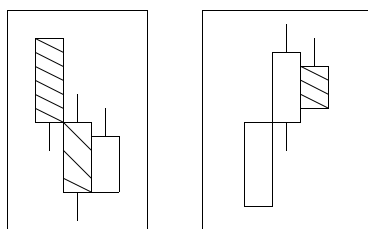


图 11.9.20 反击失败

(3)如图 11.9.21。左图为一长阴,两小阳,两阳比一阴短。表明多方虽顽强抵抗第一根 K 线的下跌形势,但收效甚微,下面即将来临的是空方的进攻开始。与图 11.9.20 和图 11.9.18 相比较,都有相同的推理方式和对后势的推测方式。

右图与左图相反,多方占据主动,空方力量已消耗过多,多方将等空方力尽展开反击。

(4)如图 11.9.22。左图一根阴线没有一根阳线长,空方力度不够,多方第三天再度进攻,但未能突破高档压力,后势将以空方进攻为主,空方这次力度的大小将决定大方向。与图 11.9.18 比较会发现相似的地方,图 11.9.18 是图 11.9.22 的尾巴,它们的结论都是相同的。

右图与左图正好相反,多空双方反复拉锯之后,现在轮到多方向上抬,结果将如何,要看向上的力度。

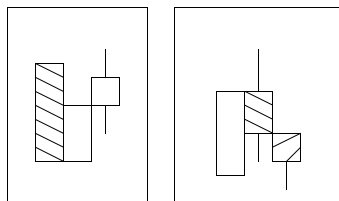


图 11.9.21 反击两天失败

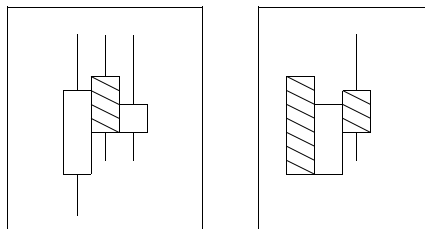


图 11.9.22 反击一天失败后再获优势

(5)如图 11.9.23。右图一根阴线比前一根长,说明空方力量已占优,后一根阳线未超过前一根阴线,说明多方力量已经到头了。后势将以空方为主角,主宰局面。这个图又是图 11.9.18 的一个推广,它继承了图 11.9.18 的结论,但结论的准确性比图 11.9.18 高,上面的图 11.9.20、图 11.9.21、图 11.9.22 也有类似的结论。

左图与右图正好相反,是多方的市场,因为第三根阴线比第二根阳线低,多方将唱主角。

(6)如图 11.9.24。左图两阴夹一阳,第二根阴线比第 1 根阳线低,这是图 11.9.24 与图 11.9.23 的最为根本的区别,正是这一区别,使得这两种图的力量对比发生了根本的变化。左图是空方占优,在下落途中多方只作了小的抵抗,暂时收复了一些失地,但在第三天空方的强大打击下,溃不成军,空方已占优势。另外与图 11.9.16 比较,也会发现两者的相通的地方。

右图与左图相反,是多方的优势。

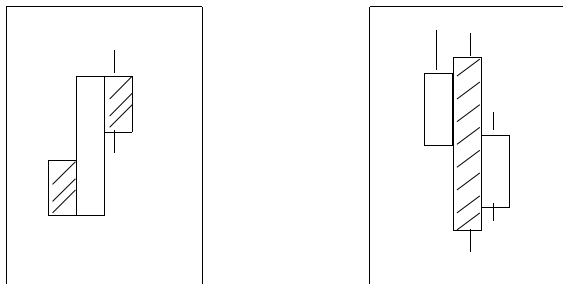


图 11.9.23 两阳(阴)夹一阴(阳)

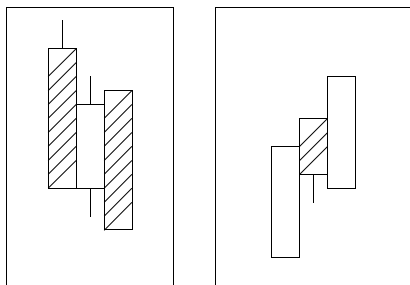


图 11.9.24 两阳(阴)夹一阴(阳)

(7)如图 11.9.25。两阴吃掉第一天的一根阳线,空方的力量已经显示出很强大。多方连续两天失利,并不能肯定就完全无望,此时应结合这三根 K 线前一天的 K 线情况加以细分。大约可以分成三种情况。

1)如图 11.9.25(a)。两阴比两阳短,说明多方优势还在,还握有主动权。

2)如图 11.9.25(b)。两阴比两阳长,说明空方优势已确立,下一步是空方的主动。

3)如图 11.9.25(c)。四根 K 线中有三根阴线,说明空方进攻态势很明确。另外,单从前三根 K 线看,第四天是多方的主动,但是第四根 K 线只稍微向上拉了一下就向下直泻,表明我们原先期待的多方优势其实是非常的小,根本经不起空方的冲击。

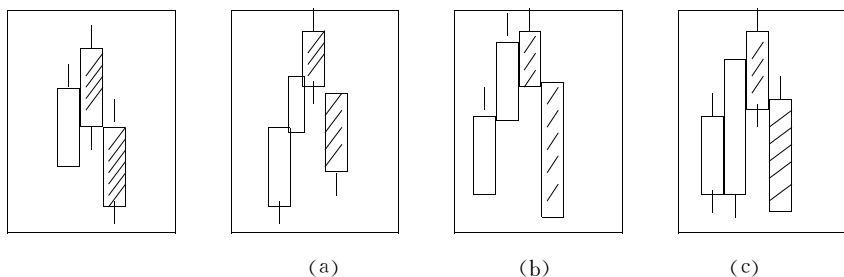


图 11.9.25 两阴吃一阳

(8)如图 11.9.26。这是同图 11.9.25 刚好相反的图,它的结果也完全同第 7 种代表图形相似,只是多方和空方的地位正好调了一下。简单地叙述如下:1)图 11.9.26(a),空方优势仍然在手。2)图 11.9.26(b),空方优势已经不存在了。3)图 11.9.26(c),多方优势明显。

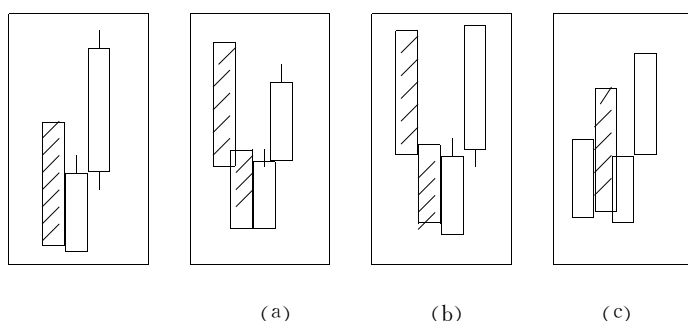


图 11.9.26 两阳吃一阴

第三节 应用 K 线组合应注意的问题

无论是一根 K 线,还是两根、三根 K 线以至多根 K 线,都是对多空双方的争斗作出一个描述,由它们的组合得到的结论都是相对的,不是绝对的。对具体进行股票买卖的股票投资而言,结论只是起一种建议作用,并不是命令,也不是说,今后要涨就一定涨,而是指今后要涨的概率比较大。

有时候在应用时,会发现运用不同种类的组合得到了不同的结论。有时应用一种组合得到明天会下跌的结论,但是实际没有下降,而是与事实相反的结果。这个时候的一个重要原则是尽量使用根数多的 K 线组合的结论,将新的 K 线加进来重新进行分析判断。一般说来,多根 K 线组合得到的结果不大容易与事实相反。

第十章 移动平均线理论

第一节 移动平均线概述

一、移动平均线的概念及计算

移动平均线,是指把某一段时间内的股票价格或股票价格指数的平均值画在坐标图上所形成的曲线。移动平均线受短期股价波动的影响较小,稳定性较高,因此可用来研判股价的未来趋势方向。其实质反映了投资者在某一段时间内的持股平均成本。

根据所采用时间段的长短,移动平均线可分为短期移动平均线,中期移动平均线和长期移动平均线。一般来说,短期移动平均线包括 5 日、10 日、20 日移动平均线,主要用以研判短期市场趋势;中期移动平均线包括 30 日、60 日移动平均线,主要用以研判中期市场趋势;长期移动平均线包括 120 日、240 日移动平均线,主要用以研判长期市场趋势。从移动平均线与股价的关系看,所采用的移动基础时间越短,移动平均线对股价的反映越灵敏,反之则越迟缓。例如,长期移动平均线对市场的反应就慢许多,当它发出较明确的趋势信号时,股价已经上升或下跌了相当幅度。

移动平均线是移动平均数在平面直角坐标系上的连线图示,因此,要得到移动平均线,必须计算出移动平均数。移动平均数根据其计算方法的不同,分为算术移动平均数、加权移动平均数和平滑移动平均数等,但最常用、最简便易行并且可靠性也不低的是算术移动平均数,各种电脑分析软件中所采用的也多是算术移动平均数,因此,这里仅就算术移动平均数加以说明移动平均线的制作。

算术平均数,是指将一组数据加总求和,再除以数据个数。其计算公式为:

$$\text{算术平均数} = \frac{\sum G_i}{N}$$

式中: G_i ——第 i 个时日的收盘价($1 \leq i \leq N$)

N ——收盘价被采用的时日数

算术移动平均数,是指在一个时间序列中,去除排在第一位置的数据,再加入新产生的一个数据所计算出来的另一个平均数,其移动就是所平均数据组成的旧去新来。以 5 日算术移动平均线为例,将第 1 日至第 5 日的收盘价相同求和除以 5,就得到了第一个 5 日平均数;将第 2 日至第 6 日的收盘价相同求和除以 5,就得到了第 2 个 5 日平均数;依此类推,将第 N 日至第 $N+4$ 日的 5 个收盘价相加求和除以 5,就得到了第 N 个 5 日移动平均数。最后将这些计算结果画在坐标图上并连成线,即是 5 日移动平均线。其他移动平均线均依此类推。

二、移动平均线的转点和交叉

(1)移动平均线的转点,是指移动平均线由下跌转为上升的最低点或由上升转为下跌的最高点,也就是说当首次出现新加入股价低于被扣减股价时,产生由升转跌转点;当首次出现新加入股价高于被扣减股价时,产生由跌转升转点。以 5 日移动平均线为例,设 C_1 为第一日收盘价, C_6 第六日收盘价,当首次出现:

$C_6 < C_1$ 时,由升转跌转点产生

$C_6 > C_1$ 时,由跌转升转点产生

移动平均线转点的出现,表明移动平均线已迈出了反方向运动的第一步,反映出市场运动的意愿方向。如在上升趋势中,首次出现所扣减的股价高于新加入的股价时,便是其转点,说明股价已无力上行,这种情形对做多自然不利。与之相反,在下跌趋势中,首次出现所扣减的股价低于新加入的股价时,便是移动平均线的转点,说明股价已止跌企稳,有望回升,这种情形对做空自然不利。

由上述分析可知,移动平均线转点的出现,直接影响到移动平均线的趋势方向,因而据此可研判股价的未来趋向。投资者在进行移动平均线分析时,一定要注意其转点的出现,很多上升或下跌的行情发生往往在开始阶段就已经在移动平均线上有了反应。一般来说 5 日、10 日移动平均线的转点较多,短线投资者应加以留意;30 日、60 日移动平均线的转点往往预示着一轮中期上升或下跌行情的来临;120 日、240 日移动平均线转点的出现则可能表明一个较长时期的多头市场或空头市场的开始。

(2)移动平均线的交叉,分为黄金交叉和死亡交叉两种。在上升行情中,短期移动平均线从下向上突破中长期移动平均线形成的交叉称为黄金交叉,这是多头强势的表现,往往预示后市继续向好。相反,短期移动平均线从上向下突破中长期移动平均线形成的交叉称为死亡交叉,它是空方力量超过多方力量的表现,预示后市向淡。

一般来说,死亡交叉是一个明显的空头信号,而黄金交叉则是一个明显的多头信号。股价向上突破短期移动平均线,通常会在中长期移动平均线处遇到阻力,如果中长期移动平均线也被突破,且未能回跌返回而使短期移动平均线与中长期移动平均线形成黄金交叉,后市极可能继续上涨。死亡交叉的推演过程与之相反。

在股价长时间处于盘局时,各条移动平均线往往缠绕在一起,黄金交叉与死亡交叉频繁出现,此时它们的意义变小,市场指向的可靠性亦大为降低。

三、移动平均线的特征与作用

对投资者来说,运用不同的移动平均线可以研判股市短期、中期及长期的趋势,且其准确性和可靠性均较高。因此,掌握移动平均线体系中各条均线的排列规律与特征及其对后市的影响和作用就成为重要的课题。其内容主要包括十二个方面:

(1)股市进入多头市场时,股价由下向上依次突破5日、10日、30日、60日等各条短中长期移动平均线。

(2)当多头市场进入稳定上升时期时,5日、10日、30日、60日移动平均线均向右上方推升,并略呈平行状,5日、10日、30日、60日移动平均线依次从上而下顺序排列称之为多头排列。

(3)当10日移动平均线由上升趋势向下方转折而下,而30日移动平均线仍是向右上方推升时,表示此段下跌是多头市场的技术性回档,后市仍将涨升。

(4)如果30日移动平均线随10日移动平均线也向右下方转折而下,而60日移动平均线仍向右上方推升,表示此波回档较深,宜平仓出局观望,伺机而动。

(5)如果60日移动平均线亦随10日、30日移动平均线转折下跌,表示多头市场结束,空头市场即将来临。

(6)当股市由多头市场转入空头市场时,股价将依次跌破5日、10日、30日、60日移动平均线。

(7)在空头市场中,股价被反压于各条移动平均线之下,各条移动平均线均向右下方移动,并略呈平行状,从下而上顺序排列5日、10日、30日、60日移动平均线,称之为空头排列。

(8)空头市场中,如果股价向上突破5日、10日移动平均线并站稳,这是空头市场中反弹的先兆。

(9)在空头市场中,如果股价向上突破5日、10日移动平均线后又突破了30日移动平均线并站稳,且10日移动平均线与30日移动平均线形成黄金交叉,则反弹将继续,后市仍有一定上升空间。

(10)在空头市场中,如果60日移动平均线在股价依次上穿5日、10日、30日移动平均线后也被突破并站稳,则后市会有一波强力反弹的中线行情,甚至可能预示空头市场的行将结束,多头市场的开始。

(11)在盘整阶段,5日、10日、30日移动平均线会粘合缠绕在一起,如果时间较长,60日移动平均线也会被粘合进去,但此时往往也是行情可能产生重大变化的关键阶段,应运用各种方法仔细研判未来的市场方向。

(12)在盘整时期,如果5日、10日移动平均线向右上方突破上升,则后市必须盘高;如果5日、10日移动平均线向右下方继续下行,则后市必然盘跌。

第二节 移动平均线应用基本法则

在运用移动平均线进行股市投资操作方面,最具实用性和权威性的移动平均线应用基本法则是葛南维(J·Granville)的股票买卖时机八大法则,见图 11.10.1。

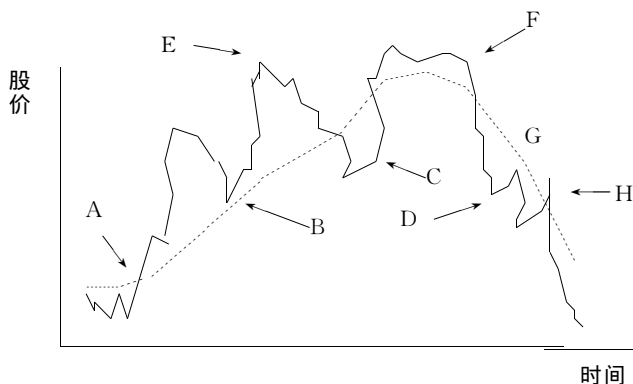


图 11.10.1 葛南维移动平均线八大法则

注:图中实线为股价线,虚线为平均线。

一、葛南维移动平均线四大买进法则

(1)如图 11.10.1 中 A 点所示,当平均线从下降逐渐转为水平,股价从移动平均线的下方向上移动并突破平均线时,为买进信号,如图 10—2 中 A 点所示。

平均线从下降逐渐趋平,表明较长期的股价已经从跌势中止跌回稳。因平均线移动的变率比股价慢,所以一旦移动平均线出现止跌转平迹象,即可判断为股价反转回升的信号。当然,如果等到移动平均线完全转平趋升,而股价在突破移动线后虽有回落但未跌破平均线时再买进,则更为稳健。

(2)当股价连续上升并远离移动平均线之上时突然回落,但未跌破平均线就重新上升,此时为买进时机,如图 11.10.1 中 B 点所示。

但是,确定这个买进时机需要以下几个前提条件:①股价远离平均线的幅度在 10% 以内。②股价的回跌速度要快,而不是在高位震荡整理之后才大幅下跌,否则平均线可能形成转平向下的倾向。③股价从上升平均线上方回跌,但在接近平均线时止跌反涨 3% 以上,从而使股价及其平均线都继续保持上升态势。从以上三点便可确定此种回落乃属大涨小回的

整理,投资者可大胆买入。

(3)股价一时跌破平均线,但平均线短期内仍然继续上升,而股价也很快回到平均线之上时为买入时机,如图 11.10.1 中 C 点所示。

应用这一法则需要注意四点:①股价的下跌是由于其连续快速上升所造成获利回吐的回调整理引起的。②股价回跌幅度最低不能超过股价此波始涨点。③股价回跌时,平均线仍继续上升。④股价快速跌破移动平均线后,最多 3 天应回升到平均线之上,形成股价与平均线同步上升。如果不具备此四项条件,一般不宜贸然抢进。

(4)股价跌破平均线后急速暴跌,远离平均线,造成超卖,此时为买入时机,股价将止跌反弹,如图 11.10.1 中 D 点所示。

这一法则的市场根据在于,在股价跌破平均线,并连续暴跌,先前卖出者因此获利甚大,自然积蓄了反弹的力量。

二、葛南维移动平均线四大卖出法则

(1)股价急速上升,在平均线上方且相距越来越远,升幅很大,表明近期内获利盘甚大,随时会发生回吐下跌,此时为卖出时机,如图 11.10.1 中 E 点所示。

这一法则说明当股价大幅远离平均线时,前期买家均获暴利,因而回吐压力会随股价上涨而越来越大,下跌随时可发生,故股价高于平均线太多时是卖出良机。

(2)平均线由升逐渐走平继而反转下跌,当股价从平均线上方下跌破平均线时,为卖出时机,如图 11.10.1 中 F 点所示。

判断这一卖出信号的条件有两个:①平均线从上升转为走平,并继而下跌。②股价从平均线之上往下跌破平均线。前者是领先信号,后者是确认信号。

(3)股价跌破平均线,暴跌之后产生反弹,但平均线仍然继续下跌,当股价反弹至平均线附近时,是卖出时机。如图 11.10.1 中 G 点所示。

这一法则的市场机理是股价已进入下跌态势,并跌破平均线,平均线亦随股价反转下跌,进入较长时期的下跌趋势。虽然股价暴跌引起了反弹,但终因大势已去,反弹亦无力度,在接近平均线时会遇到强大的抛压。

(4)股价一度向上突破平均线,但未站稳又急跌到平均线之下,同时平均线下跌依旧。在股价从平均线上方突破平均线时,为卖出时机,如图 11.10.1 中 H 点所示。

此法则有两个基本判断因素:①平均线处于下跌趋势中。②股价虽然一时向上突破了平均线,但很快又跌到了平均线之下。它说明平均线进入下跌趋势之后,对股价趋势所造成的反压在短期内是不易消除的。

根据葛南维的移动平均线股票买卖时机八大法则,买卖时机就移动平均线来说有两种,即当移动平均线上升时为买入时机,当移动平均线下跌时为卖出时机。而最佳买卖时机则应将移动平均线与股价结合起来,当移动平均线由跌转升而股价由下向上突破平均线时,为最佳买进时机;当平均线由升转跌而股价由上向下突破平均线时,为最佳卖出时机。

第三节 移动平均线与股市进出时机

作为移动平均线应用基本法则的葛南维移动平均线八大买卖法则介绍的是单一移动平均线的买进与卖出时机,而未能涉及多重移动平均线组合的买卖时机选择和判断,本节将就此进行阐述。

一、移动平均线与买入时机

(1)股价由下向上突破 5 日、10 日移动平均线,表示短线市场空翻多,买方力量增强,后市上升的可能性大,是买入时机。这在我国股市中已被多次验证,尤其是上海股市,如果投资者能够长期坚持股价由下向上突破 10 日移动平均线时及时买进,而在股价由上向下突破 10 日移动平均线时及时卖出,一定会赢多输少,获利丰厚,既能回避暴跌和长期阴跌的风险,又不会错过中线行情和大行情的收益。

(2)股价由下向上突破 5 日、10 日移动平均线后,又继续依次突破 30 日、60 日移动平均线,这分别是两个重要的买进时机。这是因为上述情况表明多头力量极为强劲,后市大涨几成定局。一般来说,股价向上有效突破 30 日移动平均线后均有一轮可观的行情。

(3)如果 5 日、10 日、30 日、60 日移动平均线为多头排列,并且略呈平行上升状,则表示后市极可能还有一波大幅涨升,多头气势极为旺盛,短期回档不易,是买进时机。

(4)空头市场中的反弹也是买入时机,特别是在股价从峰顶暴跌而下,股价在 5 日、10 日移动平均线以下运行,距离 10 日移动平均线很远,10 日乖离率达到—15—20%,甚至以下时,人气散尽,恐慌性抛盘纷纷杀出,此时正是黎明前的黑暗,一波强力反弹业已临近,也是绝佳的买入时机。1994 年 10 月 7 日上海股市即是暴跌后立即暴涨,一天的高低落差达 40%之多。

(5)空头市场中,当股价依次向上突破 5 日、10 日移动平均线后,又突破了 30 日移动平均线时,表示反弹力度增强,可能演变成一轮中级行情,后市仍有较大上升空间,亦属买入时机,可逢低买入。

(6)空头市场中,如果股价向上突破 5 日、10 日、30 日移动平均线后,又突破了 60 日移动平均线,则后市的上涨空间会更大一些,如有利好消息的配合,极有可能顺势反转,结束空头市场,是极佳的买入时机。

(7)股市处于盘局时,如果 10 日移动平均线向右上方突破,表示多方力量较强,也是买入时机。

(8)10 日移动平均线位于股价之下,当股价与 10 日移动平均线之间的距离逐渐加大时,表示多方力量增强,后市上涨机会较大,亦是买入时机。

(9)如果 5 日移动平均线与 10 日移动平均线粘合在一起,即使有利好消息也不可轻易

跟进,等 10 日移动平均线与 5 日移动平均线分离并上行时,才可视为买入时机,这时多方力量才是真正增强,后市上升可能性很大。这一点尤其适用于空头市场。一般来说,在空头市场中,投资者对利空敏感,而对非实质性利多麻木,利好消息往往是出货机会,而非进货时机。所以,投资者操作时要认清大势,分析判断消息的实质,不能盲目跟进。

(10)在长期空头市场中,60 日移动平均线会趋于平缓,甚至呈直线状,当 60 日移动平均线由平缓向右上方逐渐推升时,表示买盘增强,多头反攻,是买入时机。但在应用此点时还需结合其他移动平均线综合分析,以行决断。

二、移动平均线与卖出时机

股谚道:纸上富贵不是真。这句话很有道理,因为只有把手里的股票卖出去了才能真正计算自己的赢利。因此,在掌握买入时机的同时,对卖出时机的把握也是非常重要的,只有在最适当的时机卖出,才能将利润变成现实或规避更大的风险。

(1)上升行情中,股价由上向下跌破 10 日移动平均线,表示短线市场多翻空,是卖出时机,宜离场观望,重新等待机会。

(2)当股价向下跌破 10 日移动平均线之后,又相继跌破 30 日、60 日移动平均线时,可能表示后市还有较深的回调空间,是卖出时机。30 日移动平均线是股市的生命线,60 日移动平均线更是重要的中期趋势风向标,股价跌破这两线就意味着一轮中级下跌行情的开始,投资者手中的股票如获利应坚决抛掉,即使被套也应择机卖出,因为后市下跌空间较大,还可以在更低的价格上买进来,这时就应以不赚钞票赚股票为主,抱住不放而导致深度套牢是最被动的。

(3)在多头市场中,股价跌破 10 日移动平均线,而 30 日移动平均线仍位于股价下方并向右上方推升,表示此回跌是技术性回档,跌幅将不会太深。此种情况下应逢高或在股价跌破 10 日移动平均线时卖出股票,以期后市低位补回。

(4)如果股价跌破 10 日移动平均线后又继而跌破 30 日移动平均线,且 30 日移动平均线向右下方移动,就预示后市跌幅会较深,应出脱股票离场观望。

(5)如果股价跌破 10 日、30 日移动平均线后,又继而跌破了 60 日移动平均线。且 60 日移动平均线也反转下行,则表示短期翻多机会不大,甚至有空头市场开始的可能,应果断抛出股票,以待良机。

(6)如果股价相继跌破 5 日、10 日、30 日、60 日移动平均线,且各均线均下行并呈平等状,则表示空头市场来临,空方已占绝对优势,应果断清仓,保存资金实力,以便更低位补进。

(7)在较长时间的盘整末期,如果 10 日移动线向右下方下行突破,是卖出时机,后市会出现新低。

(8)如果 10 日移动平均线与 5 日移动平均线粘合在一起,股价亦微幅在曲线上下波动,此时应静观其变。当 10 日移动平均线跳离缠绕区向下突破时,后市还有相当跌幅,是卖出时机。

(9)股价在 10 日移动平均线下方附近运行,如果股价突然下跌使之与 10 日移动平均线

距离突然加大时,表示多方力尽,空方力量增强,后市极可能继续下跌,是卖出时机。

(10)当 60 日移动平均线由上升趋势转为平缓,继而反转向下时,是卖出时机。一般来说,60 日移动平均线转点的出现,往往预示着后市会有一波中级上升或下跌行情。

第四节 移动平均线的优缺点

任何一种股市技术分析方法,都不是万能的,都不会具有百分之百的准确性和可靠性,因为每一种技术分析方法既有其独到之处,也不可避免地存在不足和缺陷。移动平均线理论也不例外。

一、移动平均线的优点

(1)在股票交易中,运用移动平均线发出的买卖时机信号作指导,可将风险降至最低程度,同时亦可以获取非常可观的利润。其最基本也最有效的原则即股价向上突破 10 日移动平均线时买进股票,向下跌破 10 日移动平均线时卖出股票,这样做的风险肯定是最小的,而又不会错过大行情,虽然可能失去一些做短差机会,但获利相对于风险是丰厚的。如果投资者能够严格执行此基本原则,戒除贪婪和胆怯,一定会成为一个股市赢家。

(2)动用移动平均线的各种组合可以判断股价的运行趋势。一般常用的移动平均线组合是 5 日、10 日、30 日、60 日、120 日、240 日移动平均线,其中,5 日、10 日移动平均线反映短期市场趋势,30 日、60 日移动平均线反映中期市场趋势,120 日、240 日移动平均线反映长期市场趋势。因为目前投资者更多的是搏取差价,所以仅用 5 日、10 日、30 日、60 日移动平均线也足够了。需指出的一点是,这些均线虽均可从电脑中调出,但投资者若能自己绘制(不必自己计算)则会有更深切的体会。

二、移动平均线的缺点

(1)当市场上于盘整时,股价与移动平均线以及各短中期移动平均线之间相互缠绕粘合,买卖信号频繁出现,造成投资者举棋不定,难以决断,或疲于奔命,追涨杀跌,两面摸耳光。这种情况下的策略是退出观望,待方向明确这后再做决策。

(2)移动平均线的最佳组合和计算基础时间的选择因人而异,难以判断和确认。

(3)移动平均线是股价变动后才能产生出来,也就是说,移动平均线总是落后股价一拍,常常在股价高峰或谷底之后才改变其方向。这是移动平均线无法避免的,因而光凭移动平均线的买卖信号还无法给投资者以完全信心,通常需要其他分析方法的辅助参考。

第十一章 波浪理论

第一节 波浪理论概述

一、波浪的概念

一般来说,股票价格在一个从牛市到熊市的完整周期中的波动可分为五个上升波浪和三个下降波浪,如图 11. 11. 1。每一个上升波浪称为推动浪,如图 11. 11. 1 中的 1、3、5 浪;每一个下降波浪是前一个上升波浪的调整浪,如图 11. 11. 1 中的 2、4 浪;a、b、c 三浪则是大调整浪。

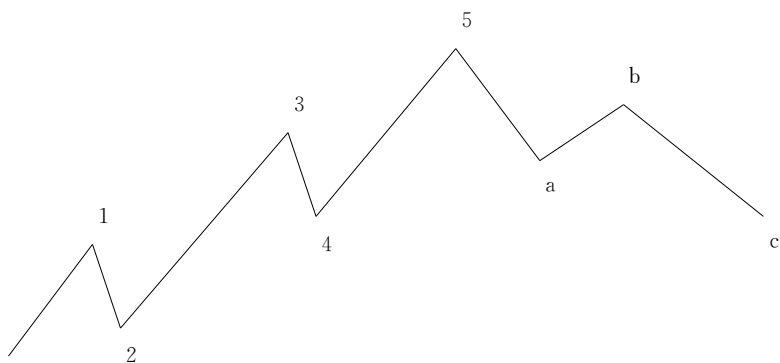


图 11. 11. 1

根据波浪理论,一个完整的股市涨跌周期由五波推动浪和三波调整浪组成。无论涨跌

幅度的大小,时间的长短,还是股价的涨跌,任何一个股价运动波浪均包含于更高一级的波浪之中,成为其一个组成部分。而不同级数的波浪走势都是息息相关的,任何一个级数的波浪均可以再细分为次一级数的波浪,即一个大波浪总是由数个低一级的小波浪组成的,而数个低一级的小波浪可以组成一个高一级的大波浪。

在股价上升的趋势中,只要股价不向下跌破前一波浪的最低点价位,其上升波浪就尚未结束,而一旦跌破前一波浪的最低点价位,其上升波浪便已在反转下跌前的最高价位处结束。而在股价下跌的趋势中,只要股价不向上突破前一波浪的最高点价位,其下跌波浪就尚未结束,而一旦突破前一波浪的最高价位,其下跌波浪便已在反转向上的最低价位处结束。因此,只要投资者能明晰股价的运动趋势,就可预先测出波浪的起点和终点,从而判断出股价未来的可能价位,这正是波浪理论的最有价值之处。

二、波浪理论的基本特点

一个完整的股市涨跌周期由五波推动浪和三波调整浪所组成,因而波浪理论可概括为“八浪循环”。如图 11.11.1 所示。波浪间的循环并不是无序进行的,而是有着一定的规律,大致可归结为波浪理论的五个基本特点:

(1)上升浪和下跌浪永远交替运行。

(2)基本的波浪形态包括顺势五个浪,逆势三个浪,共八个浪组成一个完整的循环周期。顺势五个浪即推动浪用阿拉伯数字,1、2、3、4、5 表示;逆势三个浪即调整浪用英文字母 a、b、c 表示。如图 11.11.1 中所示。

波浪理论的创始人艾略特将波浪分为九类级数,每个级数的波浪均给予不同的名称。现将较为常见的六种级数符号列示如下:

波浪级数跟随主流行走的波浪(五个浪) 调整浪(三个浪)

超级循环 (I) (II) (III) (IV) (V) (A) (B) (C)

循环 I II III IV V A B C

长期 ① ② ③ ④ ⑤ a b c

中期 (1) (2) (3) (4) (5) (a) (b) (c)

短期 1 2 3 4 5 a b c

微型 (i) (ii) (iii) (iv) (v)

通常而言,一个超级循环的波浪可包含数年甚至数十年的走势。

至于微型波浪,则属于超短期的波浪,需要利用每小时走势图方能见到及加以分析。

(3)推动浪可划分为低一级的五个子浪,调整浪可划分为低一级的三个子浪,即浪中有浪,见图 11.11.2 所示。I、III、V、A、B、C 浪中分别包括①、②、③、④、⑤五个子浪;II、IV、B 浪中分别包括 a、b、c 三个子浪。需提出的是,从 I 浪到 V 浪是上升趋势,I、III、IV 浪是顺势推动浪;II、IV 浪是逆势调整浪即分别对 I、III 浪的调整;从 V 浪结束到 C 浪结束是下跌趋势,A、C 浪是下跌的顺势推动浪,B 浪反弹是对 A 浪的调整。这里关键的一点就是决不能认为推动浪一定是上升浪,调整浪一定是下跌浪。

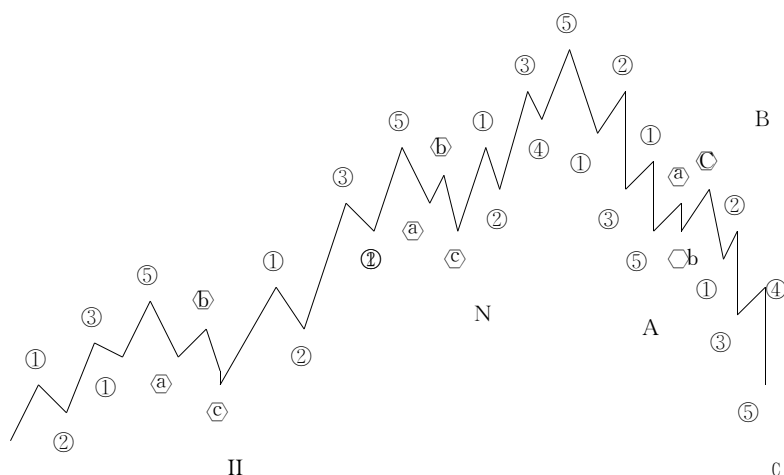


图 11.11.2

(4) 一个完整的八浪循环完成后,1、2、3、4、5 五个浪可合并为高一级的(1)、(3)或(5)浪,a、b、c 三个浪可合并为高一级的(2)或(4)浪,如图 11.11.3 所示。

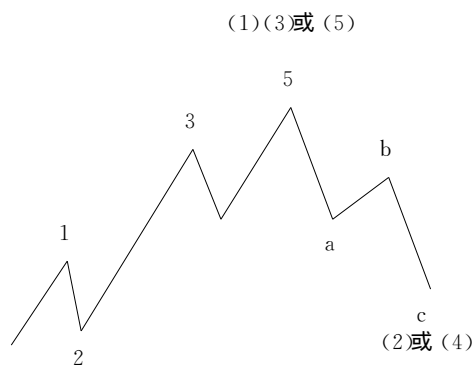


图 11.11.3

(5) 股价的涨跌、涨跌幅度的大小以及时间的长短都不会改变波浪的“八浪循环”基本形态。波浪可以延长,也可以缩短,但其基本形态永恒不变,所改变的只是波浪的升跌幅度和运行的时间。

三、波浪的个性

波浪理论是一种纪律严明,同时又非常灵活的技术分析工具,其每一波浪的发展变化均反映了当时投资者群体市场心理的变化,从而使每一个波浪都具有各自独特的性格。了解和掌握每一个波浪的不同个性,对于投资者在数浪时作出正确的判断有着重要的帮助。

(1)第一浪——观若反弹。第1浪的开始,意味着调整市势的已经完成,也可以说是市势转变的标志。在波浪运行中,第1浪既可以是上升浪,也可是下跌浪,这里仅以第1浪为上升浪作为介绍的基础,如果是下行的推动浪,按相反方向解释即可。

第1浪通常是营造底部形态的一部分,其升幅难以预测,但第1浪一旦运行完毕即可预测第2浪的回调幅度和第3浪的上升目标。第1浪可再划分为低一组的五组波浪,一般以1、2、3、4、5五浪运行方式完成。在第1浪运行中,大多数投资者的熊市思维还未及时转变,误以为上升是短期反弹,往往稍有利润即落袋为安。

(2)第2浪——考验判断力。第2浪是对第1浪的调整,有时调整幅度相当大,使投资者误以为熊市尚未结束,其调整幅度一般是第1浪升幅的0.382、0.5、0.618、0.809,甚至接近100%,但无论如何其调整幅度不能低于第1浪的起点,否则便不是第2浪。

第2浪一般以a、b、c三浪形态完成,如果其运行以平坦形或之字形完成,可判断c浪的长度与a浪的长度极可能相同。第2浪的成交量比第1浪明显萎缩,波动幅度减小,反映出市场的惜售心理。在K线图上通常出现转势形态,如双底、头肩底等。

(3)第3浪——最具爆炸力。第3浪是推动浪中力量最强,最具爆炸力的一个波浪,通常也是推动浪中最长的一个波浪。第3浪作为主升浪常常以延伸浪的形态出现,其运行的时间和幅度也是推动浪中最长的,其上升的幅度可能是第1浪幅的1.618倍,也可以是2.618倍,同时成交量大增。

第3浪可再划分为低一级的1、2、3、4、5五个波浪。在其运行中常出现突破性缺口,并以跳空形式突破重要阻力区,且缺口不被填补,技术指标出现高位钝化,超买再超买的现象。

(4)第4浪——变幻莫测。第4浪是第3浪的调整浪,调整幅度多为第3浪长度的0.382倍,其位置在第3浪的第4子浪水平线,并且其低点必须高于第1浪的最高点。

第4浪同第2浪一样,亦以a、b、c三浪形态运行,并且长度相近。不过二者也有差别,如果第2浪是以平坦形完成运行,第4浪会以之字形或三角形运行;如果第2浪以之字形运行,则第4浪会以平坦形或三角形完成运行,但通常第4浪多以复杂三角形形态运行。另外,如果第4浪以平坦形或之字形出现,则其c浪长度极可能与a浪相同。

(5)第5浪——难寄厚望。第5浪是最后一波上升推动浪,其上升力度通常远逊于第3浪,成交量也较第3浪小,这个阶段的股价与技术指标形成明显的顶背离现象。第5浪的上升目标一般可通过两个途径作出准确预测:①如果第3浪是延伸浪,第5浪的长度会与第1浪长度相同。②第5浪的长度往往是第1浪起点至第3浪最高点距离的0.618倍。

第5浪也以1、2、3、4、5五浪方式运行,由于其力度有限,有时以斜线三角形形态,即上升楔形的消耗性走势出现,当斜线三角形完成之后,市势会急转直下,快速地跌至斜线三角

形的起点。如果第 5 浪的顶点未及第 3 浪的最高点就反转下跌,这时的第 5 浪被称为失败形态。

(6)A 浪——貌似回档。当 A 浪出现时,多数投资者以为升势尚未结束,误将其当作回档进货的良机,而事实却是大调整已经开始。就 A 浪与 B 浪的关系而言,如果 A 浪呈三浪下跌方式运行,后市则下跌力度较弱,B 浪反弹会升至 A 浪的起点或创新高;如果 A 浪以五浪下跌方式运行,则 B 浪反弹较弱,仅能达到 A 浪跌幅的 0.382、0.5 或 0.618 倍。

另外,如果 A 浪以平坦形态运行,B 浪则以之字形形态运行;如果 A 浪属于之字形形态,则 B 浪多会属于平坦形态。

(7)B 浪——多头陷阱。B 浪很具情绪色彩,投资者多认为牛市仍在继续,对后市抱有幻想,但成交量却是价涨量减,量价背离明显,其实质是多头陷阱。B 浪一般以三浪的形态出现。

(8)C 浪——黎明前的黑暗。C 浪与第 3 浪形成对照,一般呈五浪下跌走势。C 浪常呈无量空跌状态,市场人气散尽,场内资金严重抽离,股价全面下跌,破坏力极强,运行时间也较长,投资者多被套牢,股市似乎没有任何希望,但正是这时,一轮新的上升已在开始酝酿,可谓黎明前的黑暗——既最黑暗,又最近光明。

第二节 数浪的关键——铁律与规则

俗话说:没有规矩,不成方圆。运用波浪理论也是一样,要做到正确地数浪,从而指导自己的投资决策,必须理解和掌握波浪理论的铁律与规则,它们是数浪的关键和基础。这些规律是由波浪理论的创始人艾略特及其理论继承者们总结出来的,并经过了几十年来实践的检验,迄今而止,还没有任何理由可以怀疑这些规律的可靠性。因此,投资者应牢记在心。

一、波浪理论的铁律

1. 推动浪一定由五个次一级的波浪所组成,如图 11.11.4 中所示,(1)、(3)、(5)、(a)、(c)五个推动浪均由次一级的 1、2、3、4、5 五个波浪所组成。

(2)调整浪一定由三个次一级的波浪所组成。如图 11.11.4 中所示,(2)、(4)、(b)三个调整浪均由次一级的 a、b、c 三个波浪所组成。

(3)上升五浪中的第三个浪决不会是五浪中最短的一个浪,而往往是最长的、最具爆炸力的波浪。如图 11.11.4 所示。

(4)第 2 浪的底不能低于第 1 浪的起点,如图 11.11.4 中所示。

(5)第 4 浪的底必须高于第 1 浪的顶,即两浪不能发生重叠,如图 11.11.4 所示。

推动浪必可分为次级的五个浪

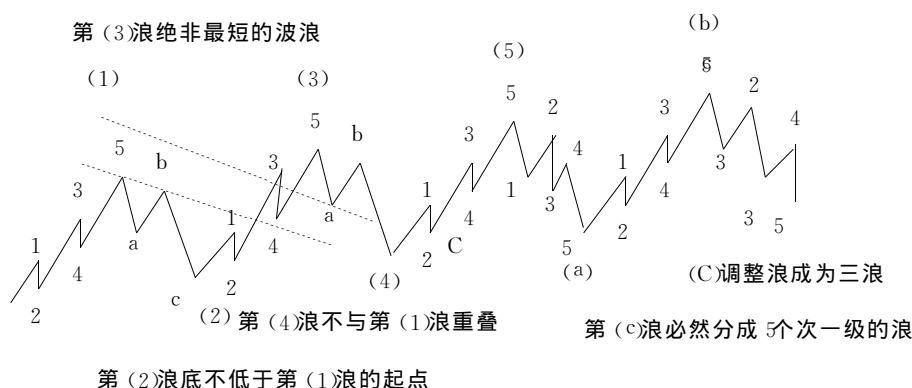


图 11.11.4 波浪理论的铁律

但如果第5浪以斜线三角形运行,其次一级五浪中的第4浪底可以低于第1浪的顶,如图 11.11.5 所示。

(6)调整浪中的c浪可划分为次一级的五浪,如图 11.11.4 所示。

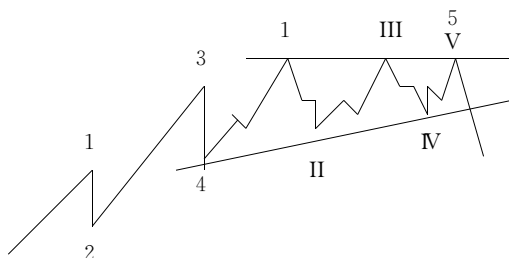


图 11.11.5

二、波浪理论的指导性规则

波浪理论的指导性规则,亦称非铁律规则,这些规则并非牢不可破,但却是实际波浪运行中常出现的,了解和掌握这些规则对投资者研判波浪运动趋势同样是有帮助的,它们是对铁律的进一步补充。

(1)在1、3、5三个推动浪中,常有一个浪会发生延伸,成为延伸浪。由于第3浪最具爆发力,是主升浪,因而第3浪最有可能成为延伸浪。如果第1浪或第5浪成为延伸浪,第3

浪就会成为次长浪而肯定不会是最短的浪。所谓延伸浪就是幅度和持续的时间比其他两个波浪延伸许多的波浪。

(2)在1、3、5三个推动浪中,如果其中一浪成为延伸浪,则另外两个浪的幅度会倾向于相同。也就是说,如果第3浪是延伸浪,则第5浪的长度会与第1浪的长度相等;如果第1浪与第3浪长度相近,则第5浪极可能以延伸浪形态出现,但第3浪决不是三浪中最短浪的铁律不可违背。

(3)交替原则:在同一级数的波浪中,第2浪与第4浪两个调整浪在形态、运行时间和幅度上具有交替性。如果第2浪以简单形态完成,则第4浪多会以复杂形态运行,具体形态后文会加以分析;如果第2浪调整的时间较长,幅度较深,则第4浪调整的时间会相对较短,幅度也相对较浅。反之亦然。

(4)调整浪的幅度:一般来说,调整浪会吞掉推动浪中第(5)浪的升幅,即经过(a)、(b)、(c)三浪调整之后将回到第(5)浪的起点,由此可推论(a)、(b)、(c)三浪的长度可能会等长于第(5)浪的长度。

而作为调整浪的第(4)浪,它常常会调整至第(3)浪的次一级波浪中经4子浪范围之内,一般情况下,会在接近第4子浪的浪底附近结束,如图11.11.6中所示。

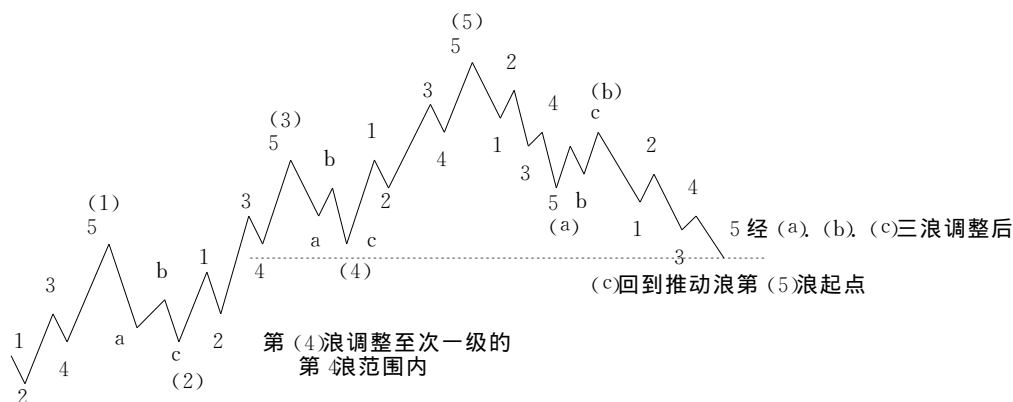


图 11.11.6

三、铁律与规则应用示例

在运用理论分析市场走势时,经常会出现两个、三个甚至几个表面上看来都可以成立的数浪方法,在这种情况下,投资者应遵循波浪理论的铁律和规则将不能成立的可能运行方式和低概率的数浪方法逐一剔除,所剩下来的便成为最可能成为事实的数浪方式。因此,数浪的正确与否是运用波浪理论分析市场走势,作出正确投资决策的关键。

以下几个图例可以帮助投资者进一步加深对波浪理论的铁律与规则的理解和掌握,从而提高运用波浪理论的水平。

(1)图 11.11.7:错误之处在于第 4 浪与第 1 浪发生重叠,违背铁律之五。正确的数法应该将 2、3、4 三浪视为调整 2 浪的次一级 a、b、c 三浪,且 a、b、c 以平坦式形态出现。

(2)图 11.11.8:错误之处在于第 3 浪是最短浪,与铁律之三不符。正确的数法应将 2、3、4 三浪视为一个顺势调整浪。

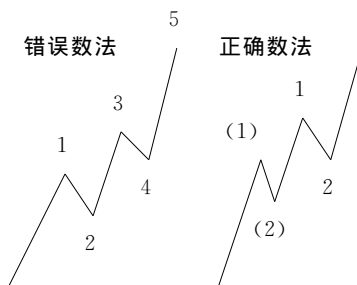


图 11.11.7

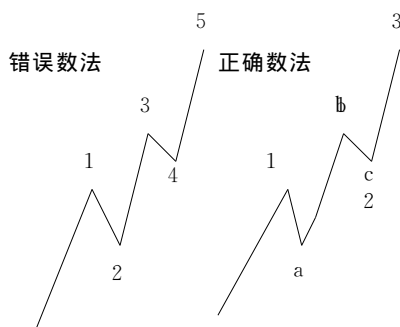


图 11.11.8

(3)图 11.11.9:错误数法中,第 4 浪虽然高于第 1 浪的顶,但第 5 浪却长于第 3 浪而使第 3 浪成为最短的浪,背离了铁律之三的规定。正确数法可将错误数法中的 3、4 浪视为第 3 浪中的 1、2 子浪,显示一个延伸的第 3 浪正在运行中。

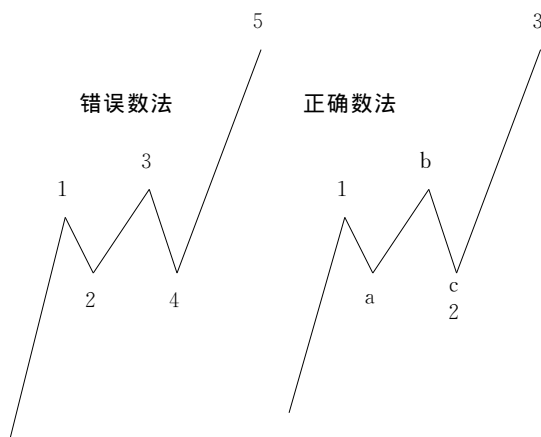


图 11.11.9

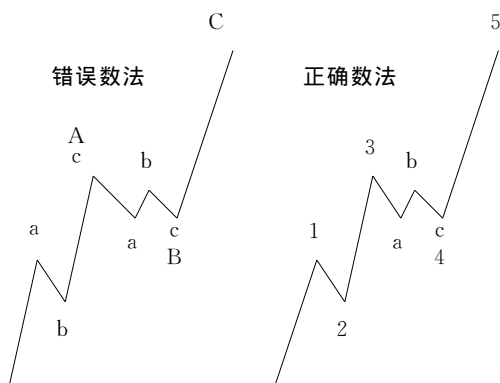


图 11.11.10

(4)图 11.11.10:正确数法中,第 3 浪不是最短的推动浪,并且第 4 浪的底亦高于第 1 浪的顶,从而显示出本图是一个五浪运行的上升推动论,这也反证了错误数法的不正确。

第三节 波浪形态解析

波浪理论主要包括三个组成部分:波浪的形态、浪与浪之间的比例和波浪运行的时间。其中,以波浪的形态最为重要,其基本形态为五个上升浪(三上二落)之后,会出现三个调整浪(两落一上),合并成为一个完整的升跌循环。然而这只是一个理想模式,实际中波浪的形态远比这复杂多变。

波浪分为推动浪和调整浪两种。基本推动浪 1、3、5 浪是一浪高于一浪,每一个推动浪又划分为次一级的五个子浪,其形态相对比较简单,走势图上也较容易分辨;而调整浪的形态却复杂得多,比较难于分辨和掌握。下面就分别对推动浪和调整浪的形态加以分析说明。

一、推动浪的形态

就推动浪来说,实际市场形成的波浪主要有延伸浪、斜线三角形和失败形态等三种形态。

(1)延伸浪,是推动浪的第一种变化形态,也是出现机率较高的形态。延伸浪,是指三个推动浪(1、3、5)中出现其中一个浪的运行时间和幅度比其他两个浪更为悠长和夸张,并且出现延伸浪的推动浪在形态上也可再划分出明显的次一级的五个子浪。三个推动浪都有可能发生延伸,如图 11.11.11 所示。

延伸浪对于预测波浪未来走势有重要的揭示作用,其中关键几点是:

①在 1、3、5 三个推动浪中,通常只有一个浪会出现延伸的情况。

②如果第 3 浪与第 1 浪的长度相近,则第 5 浪极有可能成为延伸浪。倘若第 5 浪的成交量比第 3 浪大,则可以进一步肯定第 5 浪延伸的可能性。

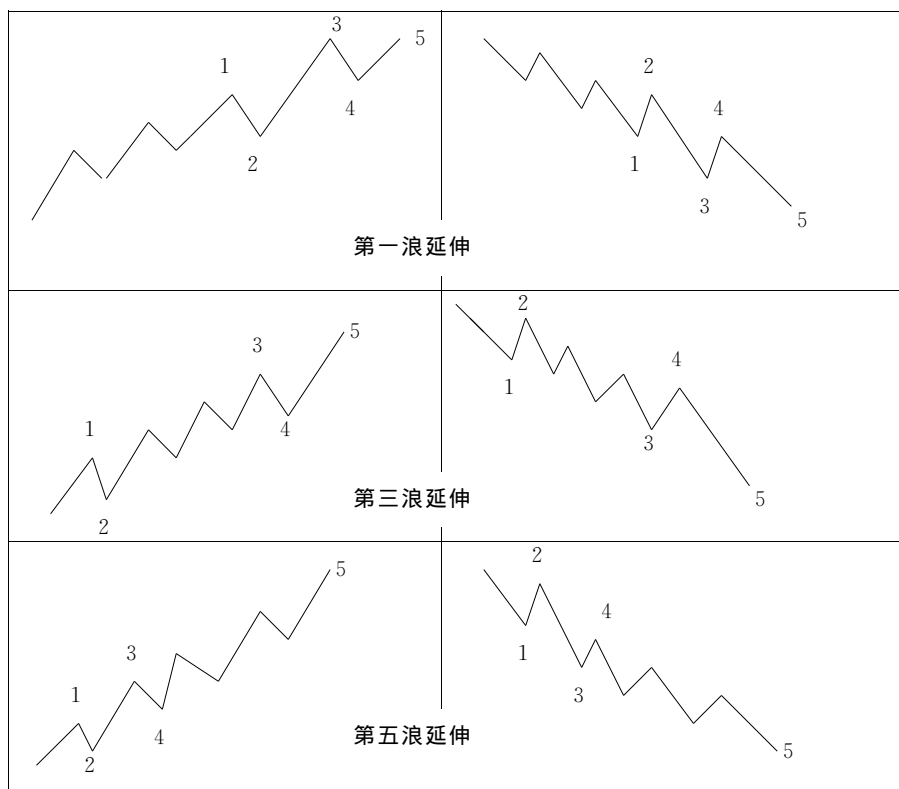


图 11.11.11

③如果第3浪成为延伸浪,则第5浪的形态将会比较简单,且其长度和运行时间会与第1浪大致相等。

④如果第5浪以延伸浪的形态运行,则其后的调整三浪可能会回落至延伸浪的起点附近,并且随后的反弹会创出新高点。

在第5浪成为延伸浪时,其后通常会出现“二次回档”。第一次回档是从第5浪的终点下跌至第5浪延伸浪的起点附近;第二次回档是下跌后的反弹上升并创出新高。二次回档形态又分为两种情况:

第一,如果第5浪的高一级波浪属于第1浪或第3浪时,第一次回档将属于第2浪或第4浪,并将股价回跌至延伸浪的起点附近;然后,第二次回档则反弹上升从而形成第3浪或第5浪。如图11.11.12所示。

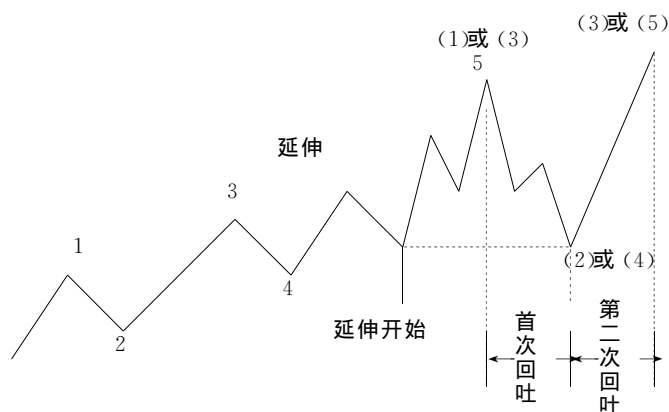


图 11.11.12 牛市中的延伸的双重回吐

这种形态亦称为牛市中的双重回档。

第二,如果第5浪属于高级波浪第5浪中的第5子浪,第一次回档将属于调整浪(a)浪,并下跌至延伸浪的起点;第二次回档是反弹上升创出新高,形成(b)浪高点,最后(c)浪的下跌则以五浪的形态出现。这种形态亦称为熊市中的双重回档,如图11.11.13所示。

(2)失败形态,通常在第5浪中出现。失败形态,是指在上升市势中,第5浪的最高点低于第3浪的最高点,形成双顶形态;在下跌市势中,就是指第5浪的最低点高于第3浪的最低点,形成双底形态。如图11.11.14所示。

失败形态一般具有两个特性:

①以失败形态出现的第5浪可再划分为次一级的五个子浪。

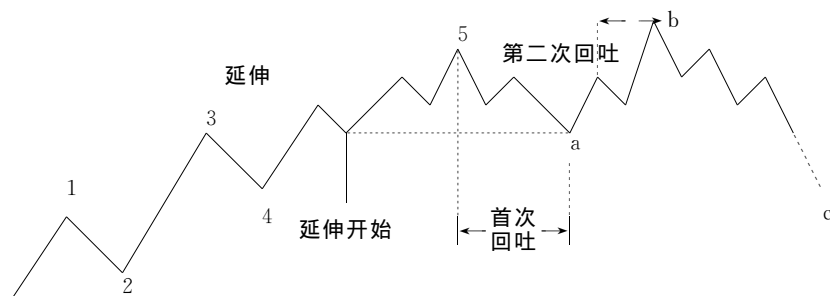


图 11.11.13 熊市中的延伸和双重回吐

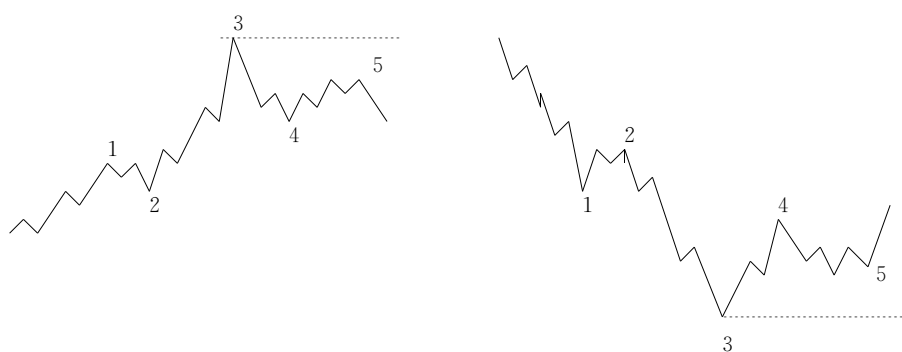


图 11.11.14

②上升市势中的失败形态反映了市场潜在的弱势,下跌市势中的失败形态反映了市场潜在的强势,这一点对于后市研判极具参考价值。

(3)斜线三角线,只在第5浪中出现,而且在其出现之前,通常会有一段运行时间不长但幅度甚大的暴涨或暴跌,最后形成以消耗性形态运行的第5浪来完成最后的一段走势。斜线三角形分为向上斜线三角形和向下斜线三角形。如图 11.11.15 所示。斜线三角形具有以下几个特性:

①第五个浪以斜线三角形运行,通常可划分为次一级的五个子浪,并且五个子浪包含于两条逐渐汇合的直线之内。

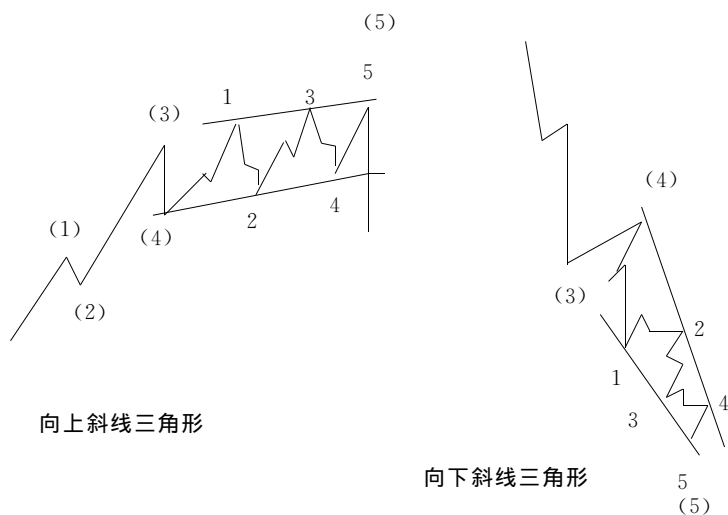


图 11.11.15

②第五个浪中的五个次一级子浪均只能划分为次一级的三个子浪,即使是推动浪也不例外,其形态为3—3—3—3—3。这一点有些异常,因为第1、3、5子浪虽是推动浪但却不能被分割为次一级的五浪。

(3)在五个子浪中,第4子浪的底可以低于第1子浪的顶,这是波浪理论铁律的唯一例外。

一般来说,向上斜线三角形预示着后市向淡,其形态一旦完成,很可能出现一段急速跌势,量度目标是斜线三角形开始的位置;向下斜线三角形的意义只需将关于向上斜线三角形的推断相反化即可。

二、调整浪的形态

相对于推动浪来说,调整浪的形态要复杂许多,在实际数浪中十分不容易把握。但是,任何一个调整浪都是对推动浪的调整,它不是第2浪就是第4浪;同时,调整浪永远不可能以五浪的方式运行,只有推动浪才可以划分成次一级的5个子浪。

调整浪通常由a、b、c三浪组成,且c浪是以五浪方式运行,这亦是波浪理论的铁律所规定的,从而易于辨认。较为复杂,不易分辨的是a浪和b浪,特别是b浪。调整浪的形态主要可以分为之字形、平坦形、不规则形、三角形、双重三和三重三等六种不同的形态。

(1)之字形,调整浪是一种较简单的形态,它以a、b、c三浪方式运行,并可进一步划分为次一级的5—3—5形式的十三个子浪。此形态调整浪的特点是:在对升势的调整中,b浪的顶点低于a浪的起点,c浪的低点低于a浪的低点;在对跌势的调整中,b浪的低点高于a浪的起点,c浪的高点高于a浪的高点。如图11.11.16所示。

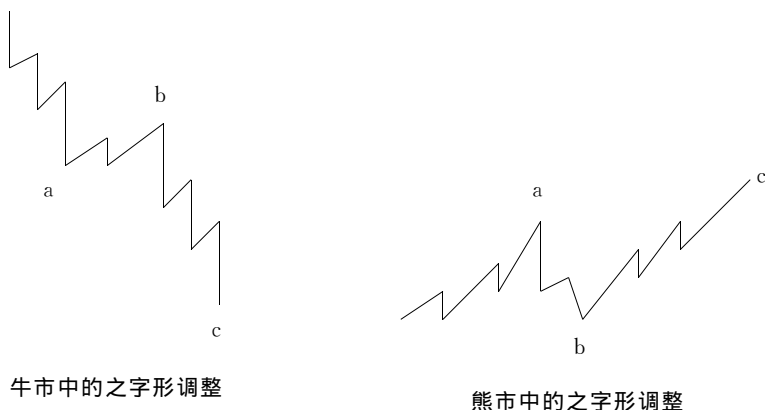


图 11.11.16

在较高级数的波浪循环中,还会出现双重之字形的调整形态。在这个形态之中,包含着两个之字形的调整浪,而在两浪之间夹着一个逆流反弹的以三浪形式运行的对第一个之字

形调整浪的调整浪。如图 11.11.17 所示。

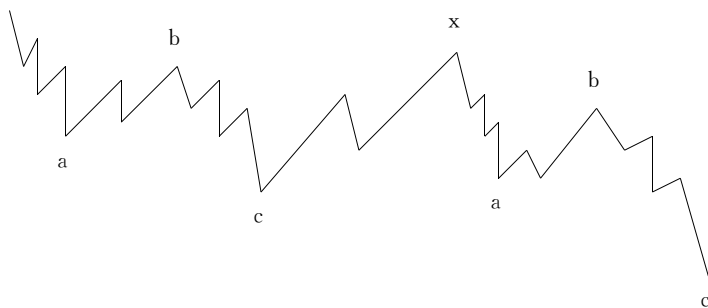


图 11.11.17 双重之字形调整

(2) 平坦形调整波浪形态就是以(a)、(b)、(c)三浪方式进行,(a)浪只有 a、b、c 三个子浪,反映下跌力量不强,(b)浪也是 a、b、c 三个子浪,并且(b)浪的高点等于或略高于(a)浪的起点,(c)浪以五浪形式运行,其幅度等于或略低于(a)浪的低点,从而形成(a)、(b)、(c)三浪的次一级波浪以 3—3—5 形式的十一个子浪运行的走势。如图 11.11.18 所示。

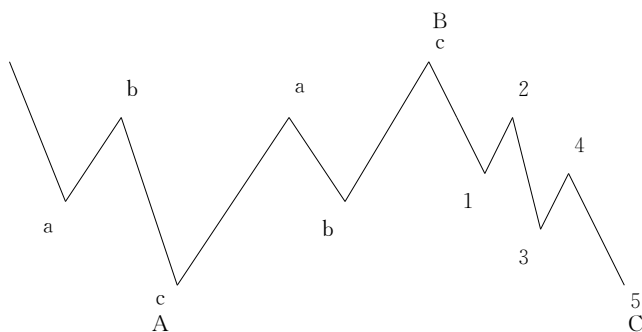


图 11.11.18 平坦形调整

(3) 不规则形态的调整以 a、b、c 三浪方式进行,其次一级子浪以 3—3—5 形式的 11 个子浪构成。这种形态分为三种情况:如图 11.11.19 所示。

① 不规则调整浪形态一:b 浪的高点超过 a 浪的起点,而 c 浪跌破 a 浪的低点。

② 不规则调整浪形态二:b 浪的高点只达到 a 浪的起点附近,而 c 浪也未跌破 a 浪的低点。

③ 顺势调整浪:b 浪的高点远远超过 a 浪的起点,而 c 浪的低点也高于 a 浪的起点,即 c 浪高于上一个推动浪的浪顶。

(4) 三角形,调整形态包括上升三角形、下降三角形、对称三角形和扩大三角形四种类

型,其中以对称三角形最为常见。如图 11.11.20 所示。

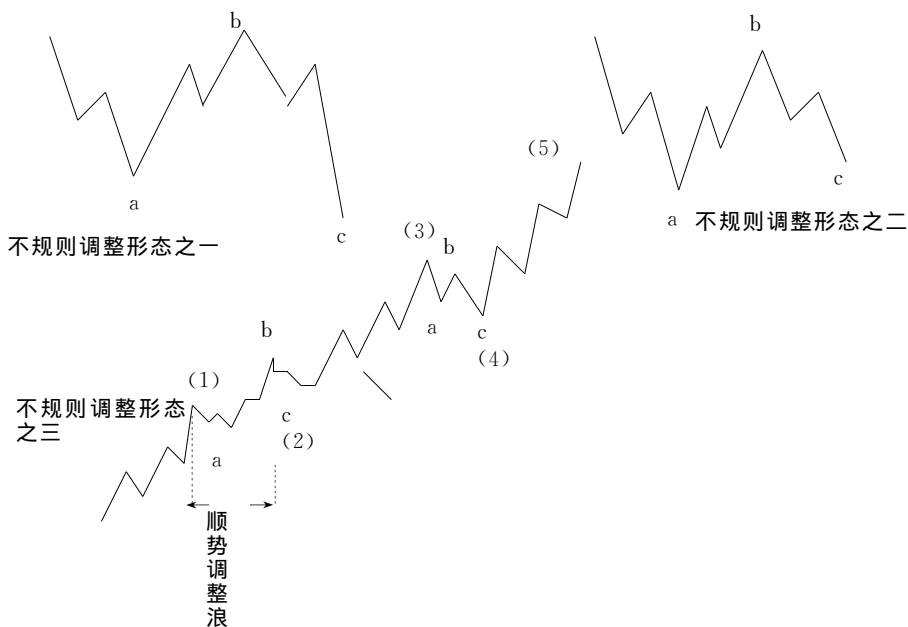


图 11.11.19 不规则调整形态

三角形调整形态以 a、b、c、d、e 五浪方式运行,每个浪又可分为低一级的三个子浪,即整个调整以 3—3—3—3—3 方式的十五个子浪运行。

三角形调整形态一般只出现在第 4 浪、b 浪或 x 浪,即三角形调整只出现在主流趋势结束前的最后一个调整浪中。当三角形调整运行完成后,推动浪第 5 浪或 c 浪将会以快速冲刺方式完成最后一浪。

就三角形调整形态的特性来说,主要有三点:

①形态内的五个子浪通常会与神奇数字相联系。a、c、e 属同一方向的子浪,其长度比例一般是 $1 : 0.618 : 0.618 \times 0.618$; b 浪与 d 浪之间亦有类似关联。

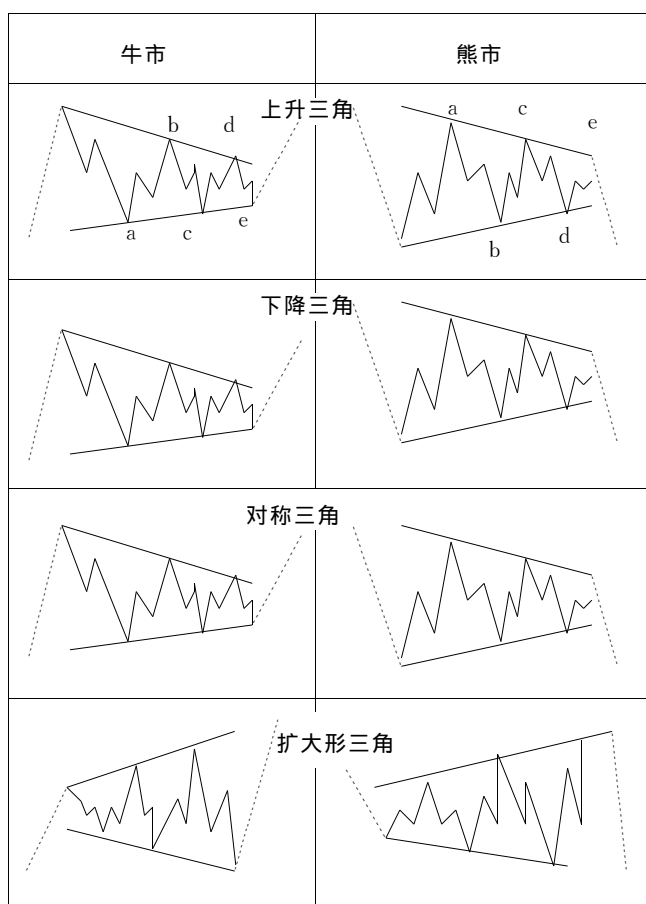


图 11.11.20 三角形的调整浪形态

②第五个子浪即 e 浪偶尔会突破三角形的界限,但多是假突破,而后往往会恢复原有的主流趋势作最后的冲刺。这种情况在对称三角形和扩大三角形中较常见。

③e 浪运行完后突破的最度升/跌幅度通常为三角形内最阔的距离,并且在突破上长的过程中往往会有一个回抽动作。如图 11.11.21 所示。

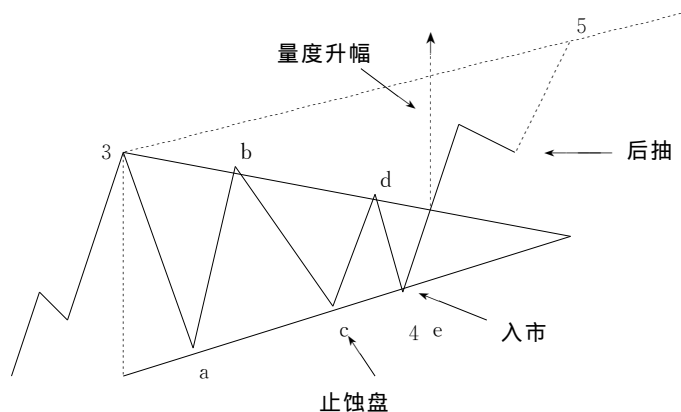


图 11.11.21

(5) 双重三, 调整形态是由两组 a、b、c 三浪形态组合而成的复式浪, 中间夹着一个 x 浪, 运行方式为 $abcxabc$ 。如图 11.11.22 所示。

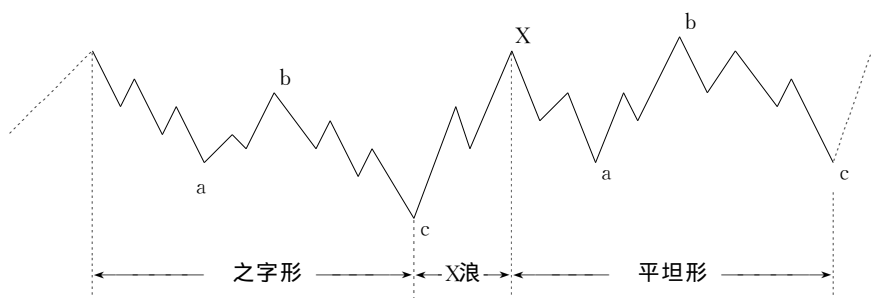


图 11.11.22 双重三

(6) 三重三, 调整形态是由在组 a、b、c 浪组合而成的复式浪, 中间夹着两个 x 浪, 运行方式为 $abc \times abc \times abc$ 。如图 11.11.23 所示。

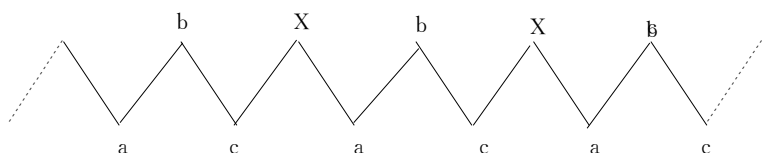


图 11.11.23 三重三

双重三包括七个子浪,三重三包括 11 个子浪。一般情况下,双数子浪可再分割为次一级的 3 个子浪或以三角形形态出现,而单数子浪则可进一步分割为次一级的 3 个或 5 个子浪。最后从后市意义上讲,二者都表示市势处于整理,等待突破的状态。

三、调整浪形态对后市的启示

调整浪主要有六种基本形态,其变化虽然较多,但每一种形态都有其特点,对于后市都有所启示。

之字形及双重之字形的调整浪子后,市势的运行力度会较为一般。

平坦形和不规则形态的调整浪反映了调整较为细致,后市力度亦较强。

而顺势调整形态则表示市势拒绝向下调整,后市升势会极为强劲。

至于双重三和三重三调整形态的意义,则反映出后市也会较强势。

第十二章 趋势与形态分析

第一节 趋势与形态

趋势与形态实际上是一个整体,趋势中包含着形态,形态反映着趋势。在运用趋势与形态进行投资分析时,需要遵循三个信条:①永远顺着市势买卖。②趋势是你的朋友。③不可逆市买卖。

一、趋势及其种类

趋势,是指市场运动的方向。一般来说,市场是不会以直线方式向前运动的,既不可能直线上升,也不可能直线下降,而是呈锯齿状发展,其运动过程中不断出现相对的峰顶与谷底。从趋势的具体方向进行划分,趋势可分为上升趋势、下降趋势和横盘趋势。上升趋势就是顶点和底点都逐波抬高的走向;下降趋势就是顶点和底点一波比一波低的走;横盘趋势就是由呈水平状的峰顶与谷底组成的市势。如图 11.12.1 所示。

如果以时间的长短为标准,趋势还可以划分为长期趋势、中期趋势和短期趋势。一般来说,持续时间超过一年的趋势称为长期趋势;持续时间在 3 个月以上,一年以下的趋势称为中期趋势;持续时间在 3 个月以内的趋势称为短期趋势。对于长期投资者来说,他所关注的是长期趋势,几天或几周的价格波动变化被忽略不计;而对于专事中短期投资或投机的投资者来说,中短期的趋势会显得十分重要,甚至一天之内的价格变化也是他们所密切关注的。

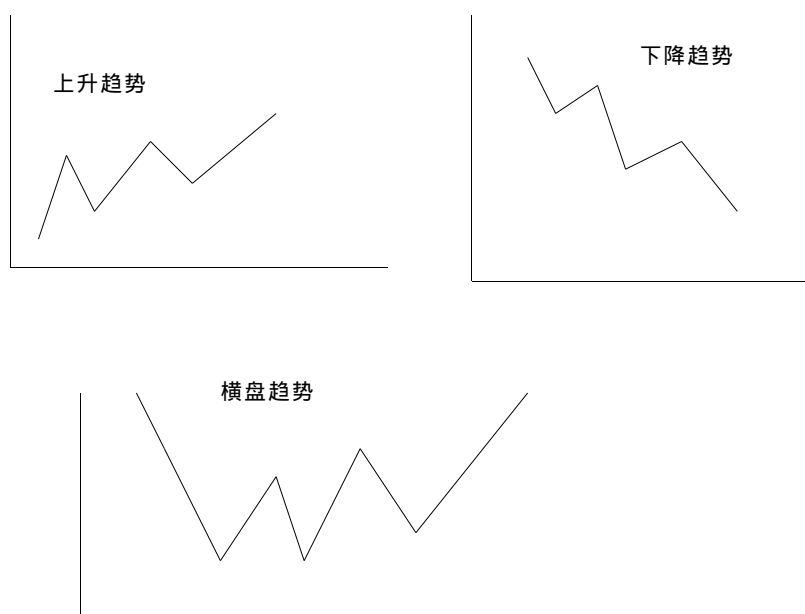


图 11.12.1 图

二、趋势线

(1)支撑与阻力。支撑,是指阻止股价的继续下跌。阻力,是指阻止股价的继续上涨。无论是在下跌过程中,还是在上升过程中,市场上都会存在支撑和阻力,但它们只是在一定时期起作用。在下跌趋势中,支撑线能暂时使股价止跌企稳,却无法永久抵挡;在上升趋势中,阻力线可能使股价的升势受阻,但亦不能持久。也就是说,不存在永远的支撑和阻力。

支撑和阻力是一对相对的范畴,二者的角色常常互换。当支撑线被有效突破后,它会成为未来上升的阻力线;当阻力线被有效突破后,它会成为未来下跌的支撑线。

(2)趋势线,它分为上升趋势线和下降趋势线两种。上升趋势线,是指用一条直线连接两个或两个以上逐渐抬高的低点所形成的趋势线;下降趋势线,是指用一条直线连接两个或两个以上逐渐降低的高点所形成的趋势线。因为趋势线能够反映一段时期内(从过去到未来)的价格走向,所以并非将随意两个低点或高点连成直线即可,为了找出真正有效的趋势线,要多画几条,然后从中选择出实际有效的趋势线。如图 11.12.4,只有 AB 连线是有效趋势线,其他连线都不能称作趋势线,因其维持过于短暂。

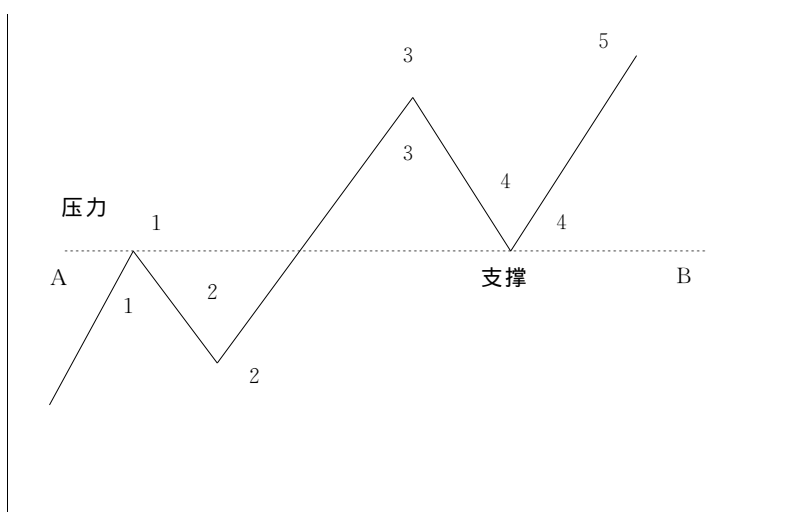


图 11.12.2

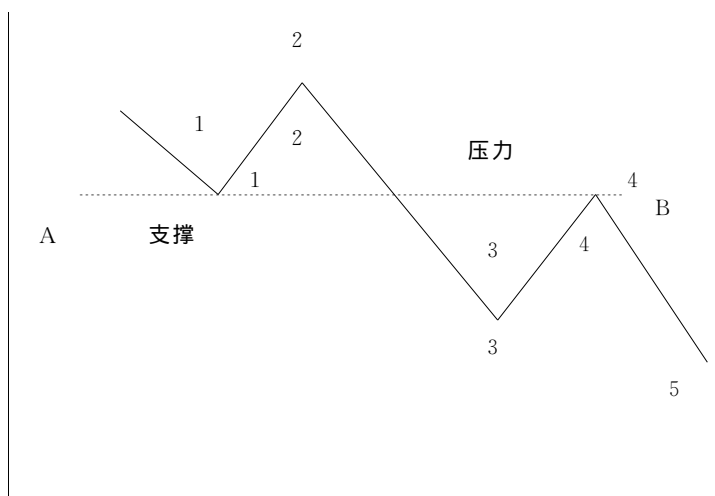


图 11.12.3

由上例可以看出,运用趋势线分析方法时需注意以下几点:①趋势线连接的点数越多,其趋势意义越高。②趋势线的长短与其重要性成正比,过短则难称趋势,尤其值得注意的是第一点与第二点之间的距离,如果太近也会降低其重要性。③趋势线的斜率愈大,即趋势线愈陡,其有效性愈低,即斜率小的趋势线具有较高的可靠性。

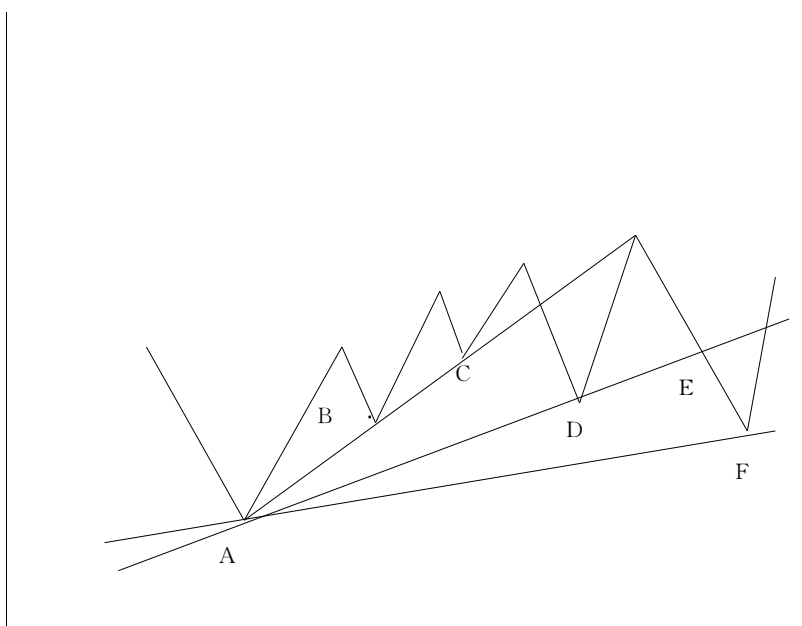


图 11.12.4 图

最后是趋势线的运用,由于趋势线反映着一段时间内股价的走向,所以它能够帮助投资者的买卖决策。在上升趋势中,趋势线亦是支撑线,当股价回落至趋势线附近时可以买进;在下跌趋势中,趋势线就是阻力线,当股价反弹上升至趋势线附近时应该卖出。但是,前面已讲过,市场中不存在永远的支撑和阻力,趋势线也不会成为持久,一旦股价向下或向上突破趋势线,则表明原有趋势可能被打破,市势将要转变,从而投资者也要调整买卖策略。

三、形态的一般特性

虽然在市场运行中所形成的各种形态的具体情况各不相同,但它们仍有一些特性是共通的:

- (1)在转向形态形成之前,必须要有一段已完成的上升或下跌行情。
- (2)转向形态的最后形成通常以突破一条重要的趋势线作为确认信号。
- (3)顶部的转向形态一般所需时间较短,但波动的幅度较大;而底部的转向形态则通常需要较长时间,但波动幅度较小。
- (4)反转上升的形态一般需要成交量的放大作为配合才能完成,而反转下跌形态则不一定伴有大成交量。

第二节 转势形态及其市场策略

转势形态,就是此类形态完成之后的市场走势将发生反转,不是由下跌转为上升,就是由上升转为下跌。其具体包括头肩顶/底、双顶/双底、圆顶/圆底等,不同的形态需要不同的市场投资策略。

一、头肩顶与头肩底

(1)头肩顶。头肩顶形态,是指在一个上升趋势的顶部出现的连续三个波浪形态,中间的高峰为头,左右各一次回档为肩。如图 11.12.5 所示。

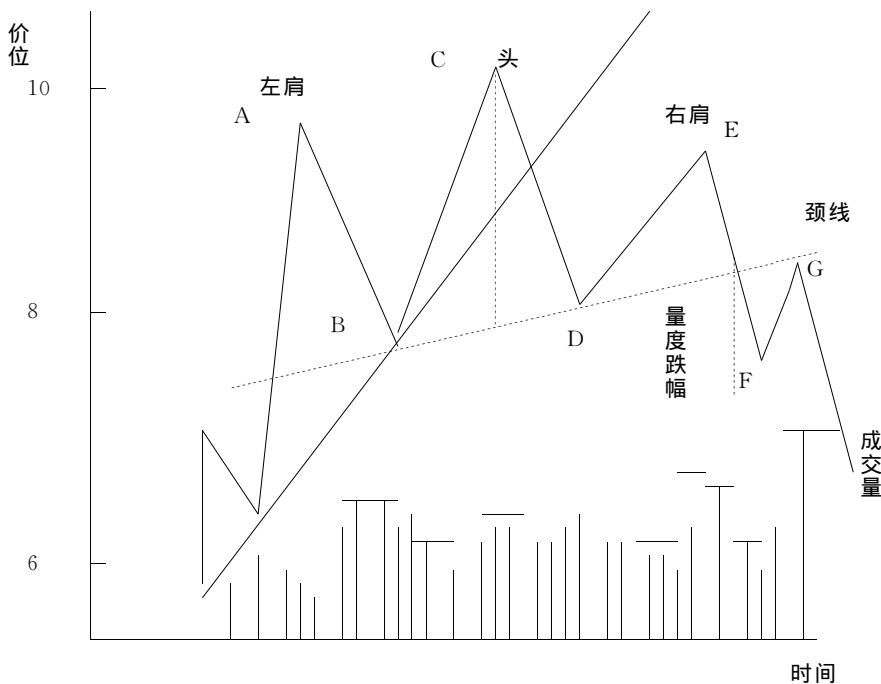


图 11.12.5 头肩顶形态

头肩顶形态是可靠性极高的转向形态,它一般出现在一个长期升势的顶部。它的左肩 A 点处成交量较大,回档至 B 点,成交最缩小;头部 C 点价位见新高而成交量却未能配合;第二次回档至 A 点以下的 D 点;第三次冲高形成右肩, E 点,低于 C 点且成交量进一步减

少;股价跌破颈线 BD,之后通常回抽反弹至 G 点,然后继续下跌。

一般来说,股价跌破颈线之后的量度跌幅为头部至颈线的距离,从突破颈线处开始量度。另外,需指出的是,股价在形成右肩之前,通常要先跌破第一条上升趋势线。

(2)头肩底。头肩底形态,是指相对于头肩顶,在底部形成的类似转势形态,它亦是一个极具可靠性的反转形态。其形成过程如下:

在一个长期下跌趋势的后期,再一次下跌形成左肩,A点,成交量缩减;反弹至B至又一次下跌至C点,成交量继续缩减且低于A点;再一次反弹至D点后回落至E点,形成右肩,成交量有所放大,且E点高于C点;右肩形成之后,在成交量放大的配合下,股价向上突破颈线BD,大多数情况下股价会在突破后回抽检验突破的有效性。见图11.12.6所示。

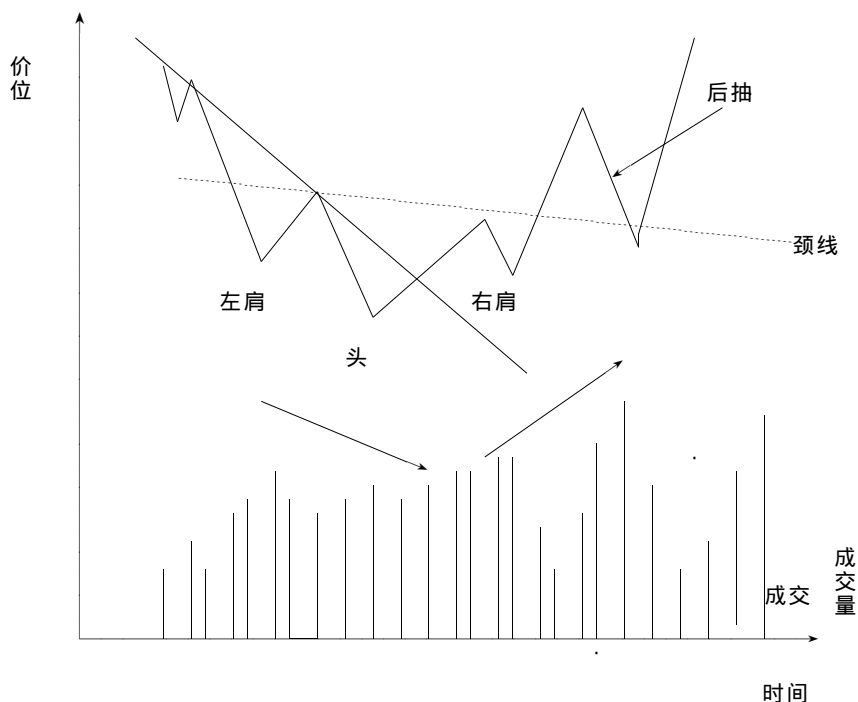


图 11.12.6 头肩底形态

头肩底形态突破后的量度升幅也等于头部至颈线的距离,从突破颈线处开始计算;同时,在右肩形成之前,股价也要首先突破一条最后一条下跌趋势线。

(3)进一步说明。上面介绍的只是标准的头肩顶/底形态,但在实际市场中所有的形态却大多是变形的形态。

①颈线不一定呈水平状,可以向上或向下倾斜。以头肩顶为例,由左至右形成向下倾斜的颈线表示市态较弱,下跌幅度可能很大。

②头肩形态有时会以一头多肩或多头多肩的形态出现,有时还会出现头肩水平而构成

三重顶底,这类形态变化虽繁复,但万变不离其宗,均可依照头肩形态进行分析。

(4)市场策略。一般原则是:当股价突破颈线后,投资者应及时调整策略,顺势买卖。但是如果有充分的理由可以肯定头肩形态的形成,完全可以在右肩形成时开始行动,从而获得更大收益。这些理由是:

- ①目前,股价已接近强支撑线或强阻力线。
- ②以历史价位作为衡量标准,目前价位已接近或超过历史高价或低价。
- ③成交量的变化与形成头肩形态的特征相似。

二、双顶与双底

(1)双顶,通常被称为“M”头。在上升趋势中,股价创出一个新的高点 A,并伴有放大的成交量;之后回档至 B 点,成交量缩减,然后反弹升至 C 点,该点与 A 点高度相等但成交量大大少于 A 点;最后股价下跌并突破颈线(经 B 点与 AC 平行的直线),A、C 即构成双顶形态。如图 11.12.7 所示。

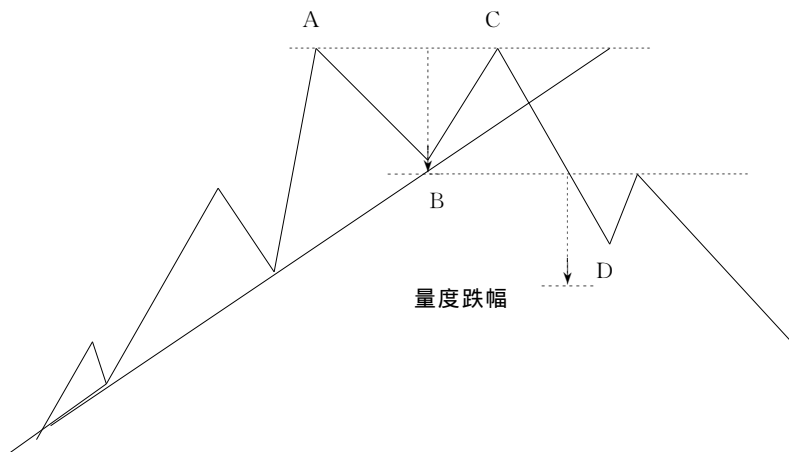


图 11.12.7 双顶形态

双顶形态的两个顶高度一致,成交量在第二顶点处比第一顶点时明显减少;突破颈线后大多会出现回抽,其量度跌幅与头肩顶相似。

(2)双底,又称“W”试。在下跌趋势中,股价创出新低 A 点,后反弹至 B 点又复回落,跌至与 A 水平的 C 点,然后放量上升突破颈线(经 B 点与 AC 平行的直线)。这种股价走势即构成双底形态。如图 11.12.8 所示。

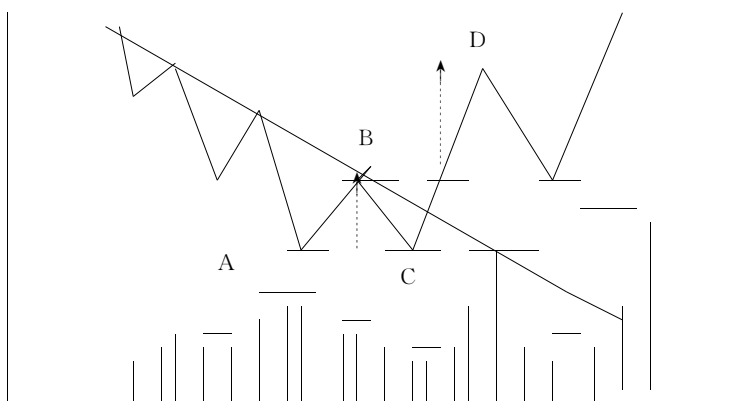


图 11.12.8 双底形态

双底形态的两个底高度一致,第二底时的成交量十分萎缩,而在突破颈线时放大;其量度升幅与头肩底相似。一般来说,两个高点或低点间的距离越长,则形态的可靠性越大。另外有时会出现双顶/双底的两个顶或底高度不一致的情况,只要不超过一定限度(通常以3%为限)就仍然可按双顶或双底形态进行分析预测。

(3)市场策略。稳健的投资者可以等到形态完成,股价向上或向下突破时再采取行动,而爱好投机的投资者则可以在形态完成之前行动,在高价卖出,低价买进。

三、V 形

(1)V 形,是指一种急剧的反转形态,事先没有任何预示信号,市势突然转变,迅速朝相反方向运动。这种形态通常出现在单日反转或岛形反转中。见图 11.12.9。V 形反转下跌或上升的幅度一般在极短的时间内便达到了先前趋势升幅或跌幅的 $1/3$ 或 $1/2$,有时这种急剧变化会持续更长时间。

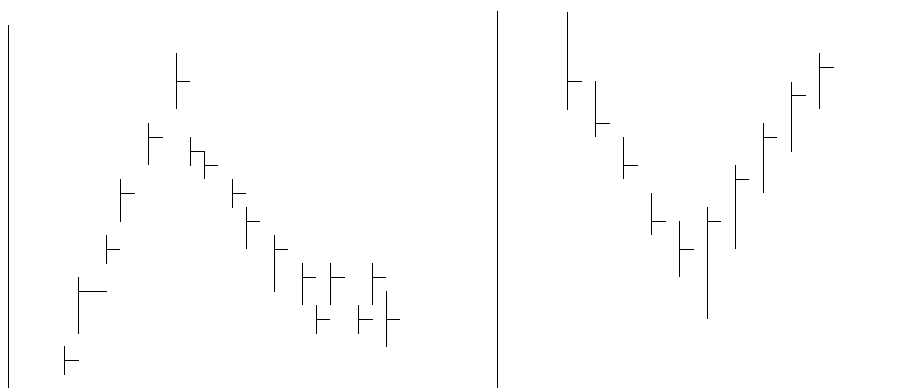


图 11.12.9 V 形

(2)右倾扩张 V 形,是指市势反转后,在图形的右边形成一个平台,见图 11.12.10。一般来说,平台向右上方倾斜,平台形成时成交量减少,平台被突破时成交量会放大。平台的突破即意味着形态的确认。

(3)左倾扩张 V 形,是指市势反转前,图形左倾形成平台,之后股价突破平台上升,达到一定价位时突然反转直下,宣告形态的完成。这种形态相当罕见。如图 11.12.11 所示。

(4)市场策略。V 字形是市场投资心理戏剧性反转的产物,其发生原因可能是一个不可测的因素,一件突发的政治或经济事件。因此,V 形转势形态最难预测和分析。

基于 V 形的特点,投资者在及时顺势买卖的同时,更应注意 V 形的完成,认真分析股票的历史和行情的本质,预测市场的趋势,既不要买了天价而套牢,也不要卖了地板价。

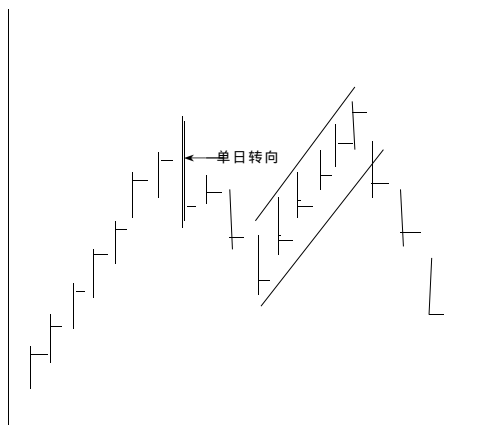


图 11.12.10 右倾 V 形形态

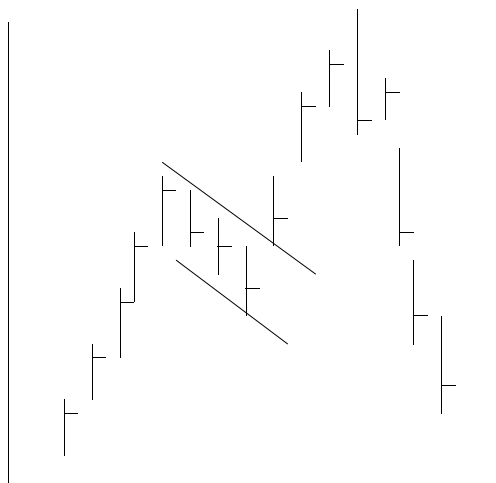


图 11.12.11 左倾形态

四、圆顶与圆底

圆顶与圆底形态,又称碟形反转形态,相比较来说,圆底形态常见一些。这类形态反映了趋势平缓渐进的改变,且成交量也是由大变小,再由小变大而呈圆底状。

(1)圆顶形态表示上升趋势逐渐失去向上能量因而走平并继而反转向下。(图略)

(2)圆底形态表示下跌趋势逐渐失去向下势能因而走平并继而反转上升。圆底形态在实际市场中还会出现两种情况:①在底部形态的中间位置时,股价会突然拨离,成交量也随之放大,但很快又恢复了原来的平缓走势;②在圆底形态被突破后的上升初期会有一个短暂的整理过程,从而形成一个平台,此时成交缩量,之后股价突破平台上升,成交量再次放大。如图 11.12.12 所示。

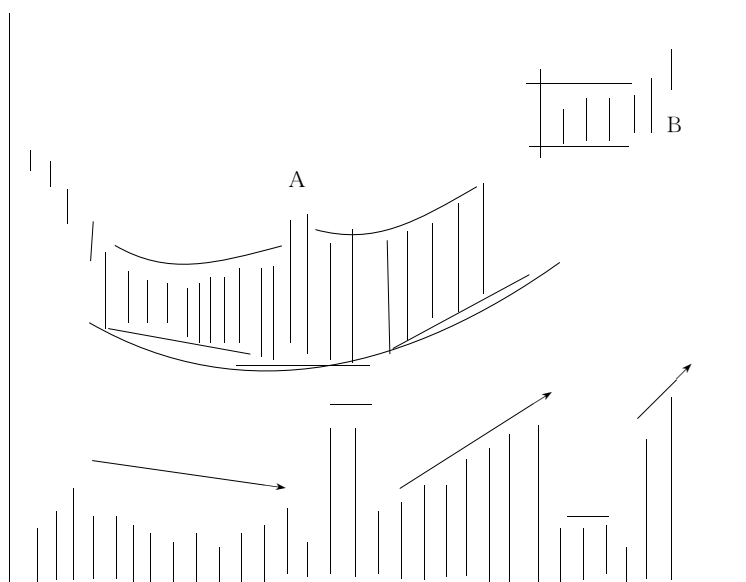


图 11.12.12 圆底形态

(3)市场策略。圆顶与圆底形态所持续的时间较长,可以使投资者有足够的时间采取行动。仅以圆底形态为例,(因其较之圆顶形态常见),其间有三个买进股票的较好机会。①当股价和成交量由最低点开始逐渐上升时。②圆底形态完成,股价向上放量突破时,但准确预测和及时确认圆底形态的完成与突破在实际上却并非一件易事。③在突破上升后的第一个整理平台形成时。

第三节 盘整形态及其市场策略

盘整形态又称巩固形态,它属于中短期的走势,市势略作调整后,将最终选择运行方向,或继续原来的趋势,或反转形成反方向突破。

盘整形态包括三角形、钻石形、旗形、楔形及箱形等具体形态。

一、三角形

三角形有时也被作为转势形态分析,它的变化较多,并且向上或向下突破的可能都存在,因而较难把握。三角形形态分为四种:对称三角形、上升三角形、下降三角形和扩大三角形。

(1)对称三角形,是指由两条对称相汇合的趋势线构成的,如图 11.12.13 所示。对称三角形表示目前的趋势略做整理后,仍将继续原来的走势,若原有趋势是上升的,对称三角形的突破方向一般选择向上;反之则向下突破。

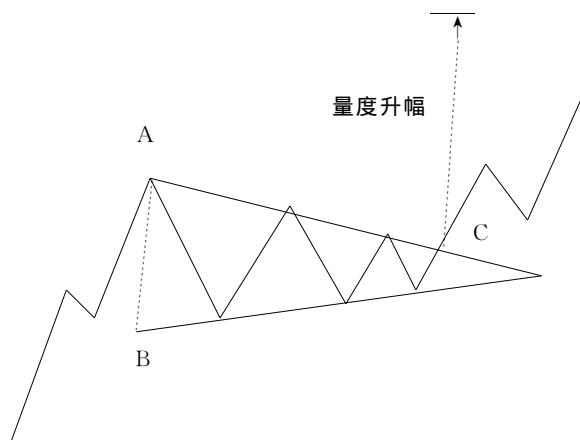


图 11.12.13 对称三角形

对称三角形有以下几个特征:①成交量从左向右逐渐减少,如果突破方向向上则需要较多成交量作为配合。②突破一般在三角形的 $1/2$ 或 $3/4$ 处出现,愈靠后则突破力量愈弱。③量度升/跌幅度为三角形的最阔距离,从突破之外开始度量。④突破后一般多数会出现反抽,以检验突破的有效性。

(2)上升三角形,是指对称三角形的变化形态,它有一条上升的底线和一条水平的顶线。见图 11.12.14。

上升三角形的特征与对称三角形大同小异,它更倾向于向上突破。

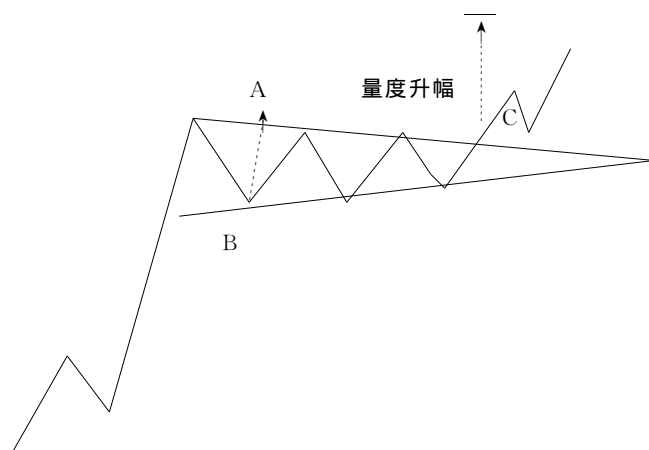


图 11.12.14 上升三角形

(3)下降三角形。它刚好与上升三角形相反,它是由一条下降的顶线和一条水平的底线构成的。见图 11.12.15。下降三角形一般是下跌中途的整理形态,但有时亦会出现在顶部区域,其突破方向多数向下,其他特征与对称三角形相似。

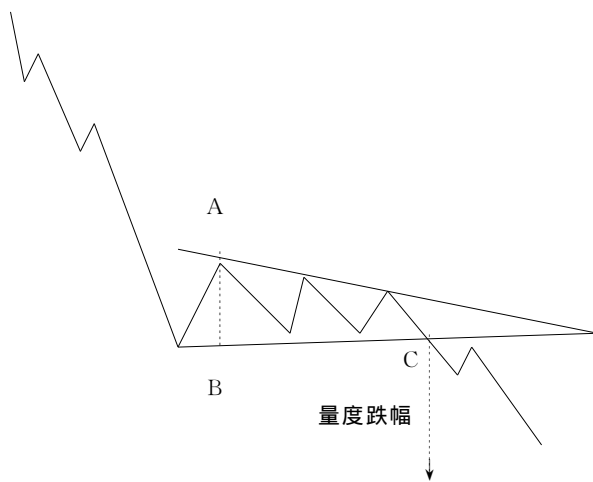


图 11.12.15 下降三角形

(4)扩大三角形,其实是个倒转的三角形。它是指由两条扩散的趋势线构成的,就像一个喇叭,如图 11.12.16 所示。

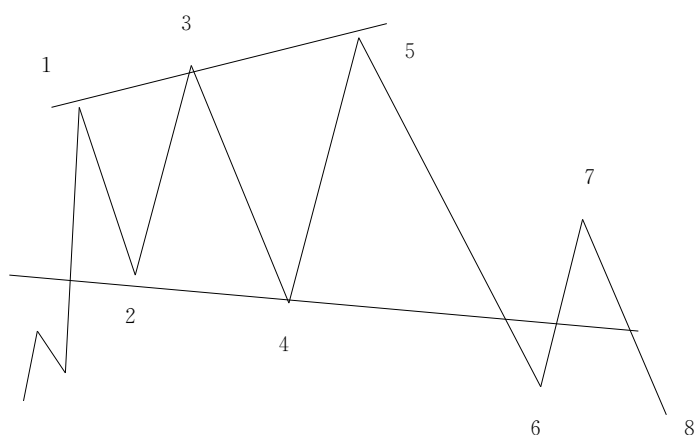


图 11.12.16 扩大三角形

扩大三角形的形成一般要有三个高点和三个低点,并且一顶比一顶高,一底比一底低。扩大三角形的成交量在股价震荡,随着震荡的加大而增加。它通常出现在顶部区域。

(5)市场策略。三角形是对前面趋势整理的形态,一般情况下在形态完成后会继续原来的趋势,这种可能性由大到小排列如下:上升三角形、对称三角形、下降三角形、扩大三角形。在进行买卖操作时,投资者应在实际趋势已较明确时再行决策,因为三角形常常是不可靠的形态。

二、箱形、旗形、楔形和钻石形

(1)箱形,由两条平行的直线组成,股价在两线之间震荡整理,是一种常见的盘整形态。如图 11.12.17 所示。

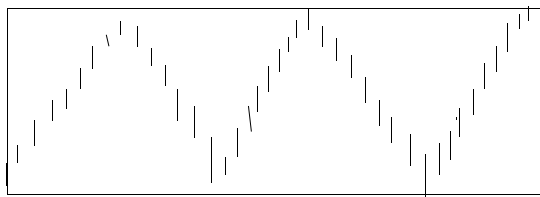


图 11.12.17 箱形

箱形的特点与对称三角形有些相似,只是两条直线平行而不相交。在箱形中,如果上升时成交量放大而回档时成交量减小,则后市可能向上突破;如果回档时成交量放大而上升时成交量减小,则后市可能向下突破。

股价突破箱体后的量度升/跌幅度的量度可先测出箱顶到箱体的距离,在突破处向上或向下加上该距离即是股价的量度升/跌幅度。

(2)旗形,包括旗杆和旗面,股价的一段陡升形成旗杆,然后升势暂停,股价在两条平行直线间整理而形成旗面。见图 11.12.18。

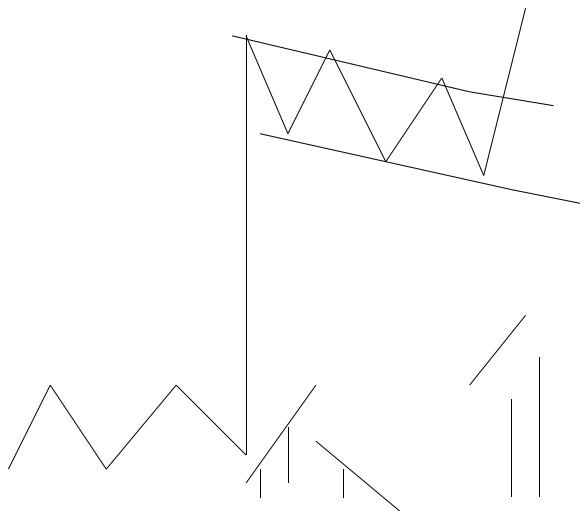


图 11.12.18 旗形

一般来说,旗面向右下倾斜,后市可能上升;而向右上倾斜的旗面则可能是后市下跌征兆。在旗形整理过程中,成交量递减,而一旦股价放量突破形态,则可宣告旗形形态的完成。

(3)楔形,分为上升楔形和下降楔形两种,它们都由两条相汇聚的直线组成,与三角形所不同的是,上升楔形的两条直线均向上倾斜,下降楔形的两条直线均向下倾斜。见图 11.12.19。

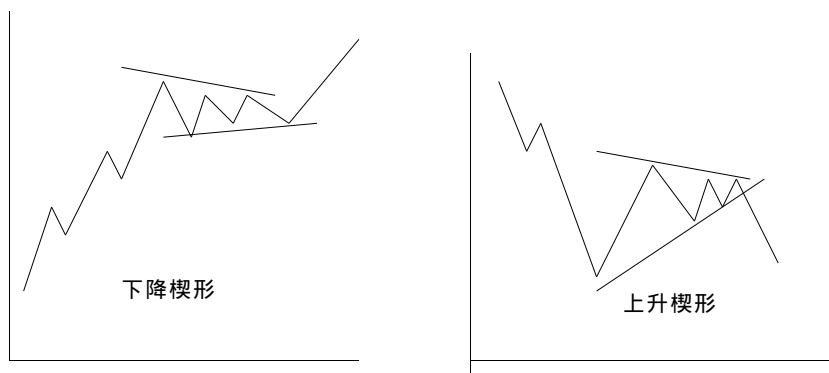


图 11.12.19

楔形是一种中短期整理形态,形成时间通常在1—3个月,在大多数情况下,上升楔形表示后市向淡,而下降楔形则表示后市向好。楔形的突破一般在形态的 $2/3$ 处,同时,在楔形形成过程中成交量减少,而突破时成交量放大。

(4) 钻石形,是一种相当罕见的顶部盘整形态,它实际上是扩大三角形和对称三角形的结合体,如图11.12.20。

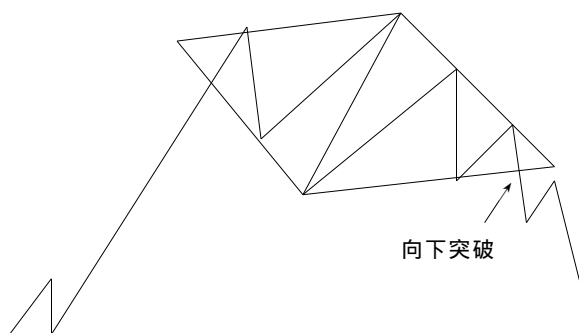


图 11.12.20 钻石形

钻石形在前半部分成交量随股价震荡的加大而放大,后半部分则逐渐减小,在突破形态时,成交量一般会放大。钻石形盘整形态中股价突破后的量度跌幅为钻石形的最阔垂直高度。

(5) 市场策略。在盘整形态中,稳健的投资者应以静制动,持股或持币观望,待市势明确后再作行动;如果投资者偏好高风险和高收益的原则,亦可分析股价走势形态的性质,提早行动,先人一步。

第四节 形态运用精要——最后的提示

一、卖出股票的信号

如果手中持有股票,在发生下列情况时,即使股价尚未触及止损位,也要果断抛出股票。

- (1) 向下突破头肩顶颈线。
- (2) 向下跌破对称三角形。
- (3) 岛形反转,并配合以大成交量。

- (4) 跌破箱形整理形态。
- (5) 跌破上升楔形。
- (6) 跌破钻石形形态。
- (7) 跌破旗形形态。
- (8) 跌破重要趋势线。

二、买进股票的信号

在手中持币待购时,如遇到下列情况,应立即杀进,全仓介入。

- (1) 向上突破头肩底形态。
- (2) 向上突破上升三角形。
- (3) 底部 V 形反转。
- (4) 向上突破箱形盘整形态。
- (5) 向上突破下降楔形。
- (6) 向上突破旗形形态。
- (7) 突破重要阻力线。
- (8) 突破重要阻力位。

这里的突破是指有效突破,确定标准有二:①收市价位是否超过 3%。②在时间上股价连续两天在突破价之上。只要符合此二点或其一,则出现假突破的可能性会极小。

第十三章 主要技术指标

第一节 从技术指标判断进出时机

一、SAR

SAR 的英文全称是 Stop And Reverse, 中文称为停损点指标, 又称抛物线指标。SAR 的图形看上去就像抛物线一样, 随着股价的逐步上涨, SAR 也会加快上升速度, 一旦股价涨势减缓或者反转下跌, SAR 就会发出信号, 使投资者及时而退。见图 11.13.1。

SAR 的轨迹如同抛物线

跌破 SAR 时卖出

SAR 加速上升

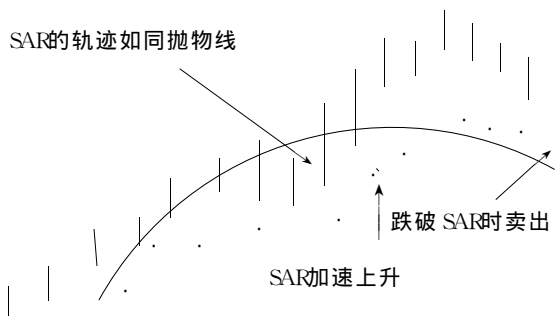


图 11.13.1

股票价格的波动, 是一个从低点价位到高点价位, 再从高点价位到低点价位的循环过

程,根据股价计算的 SAR 指标也同样如此,因此,根据 SAR 就可以判断股市进出时机。

(1)在股价上涨过程中,SAR 的圆圈位于股位的下方并随之上升,当股票收盘价一旦向下跌破 SAR 时,是卖出时机。

(2)在股价下跌过程中,SAR 的圆圈位于股位的上方并随之下降,当股票收盘价一旦向上突破 SAR 时,是买进时机

SAR 首先是一种安全性防御,把损失控制在最小,但 SAR 的全名是停止损失及反转点,因此,在防御的同时还可以进攻,也就是说,股价向上突破 ASR 时买进股票,股价向下跌破 SAR 时卖出股票,获得了结。

但是,SAR 在股价盘整期间同样无法使用,也需要其他指标的援助,不过,瑕不掩玉,SAR 的确是一个简明又实用的技术指标。

二、ADR

ADR 指标又称为涨跌比率,与其他技术指标所不同的是,ADR 只能用来分析股市的整体动向,因为它是以上涨股票家数和下跌股票家数作为原始分析数据的。

设 ΔS_1 为股市中某日的上涨股票家数, ΔS_2 为同一日下跌股票家数, P_1 、 P_2 分别表示 n 日内上涨总家数和下跌总家数,则 n 日的 ADR 的计算公式为:

$$n \text{ 日 ADR} = \frac{P_1}{P_2}$$

$$\text{式中: } P_1 = \sum \Delta S_1$$

$$P_2 = \sum \Delta S_2$$

一般来说,当 $ADR=1$ 时,表明 n 日内多空双方力量相当; $ADR>1$ 时,表明 n 日内多方力量大于空方; $ADR<1$ 时,表明空方强势,多方弱势。由此可得出 ADR 的基本运用原则:

(1)ADR 的值始终在 1 上下波动,1 为多空双方的分水岭。如果 ADR 大部分时间超过 1,表明趋势向上;反之,ADR 大部分时间小于 1,则表明趋势向下;ADR 在 1 附近平走,显示多空力量均衡,市势处于盘整。

(2)ADR 值在 0.5—2.0 之间波动时,说明大势处于一般性涨跌之中,多空双方互有胜负。ADR 大于 2.0 时,表明多方力量强大,但此时市场过热,已处超买状态,获利盘随时会杀出,应逢高减磅;ADR 小于 0.5 时,表明空方势头强劲,但亦显示市场跌势过猛,已处超卖状态。ADR 的超买和超卖信号,提醒投资者及时行动,实现。“人弃我取,人取我与”的策略。

(3)一般情况下,ADR 与大盘走势相符,当发生背弛现象的时候,往往预示行情将要反转。大盘上升而 ADR 下降,说明股市中少数指标股涨,而多数小盘股下跌,上升难于持久;大盘下跌而 ADR 上升,表明大盘指标股在下跌,但多数小盘股已悄然启动,牛眼初开,行情止跌回升就在眼前。

ADR 从一个侧面显示了多空双方相斗的基本局势,作为判断大势的技术指标,ADR 有先行警示作用,但 ADR 也有自身的弱点和不足:

(1)计算周期的随意性,周期过长或过短都会造成信号失真,失效,一般可选择 10 日或 12 日。

(2)超买超卖的模糊性,这一点与 ADR 相似,ADR 出现超买或超卖信号,即 $ADR > 2.0$ 或 $ADR < 0.5$ 时,不一定马上发生指数回落或反弹。

(3)背驰信号的滞后性,背驰信号虽然先于行情出现,但它的确认却要等到行情真正反转后才能进行。因此,ADR 只是给投资者提供一个可能性较大的机会,风险虽小却还是存在。

(4)ADR 指标只能用来研判大盘走势,不能用以个股分析,即只能提供时机的选择参考。

三、OBV

OBV 的英文全称是 On Balance Volume,中文称为积累能量线。它是利用成交量的累计数来研判股市中需求量与供给量的对比。

OBV 的计算非常简单,如果今日收盘价高于昨日收盘价,则今日成交量为正值;如果今日收盘价低于昨日收盘价,则今日成交量为负值。把一定时间内的成交量正负值相加,即为 OBV 值。见表 11.13.1。

表 11.13.1

日期	收盘价	成交量	OBV
1/10	5.36		0
2/10	5.55	+10000	10000
3/10	4.99	-5000	5000
4/10	5.16	+8000	13000
5/10	5.33	+11000	24000
6/10	5.86	+14000	38000
7/10	5.75	-12000	26000
8/10	5.20	-8000	18000
9/10	5.25	+7000	25000

OBV 以“N”字型为波动单位,其中,对于一波高于一波的“N”型波称为上升潮;对于一浪低于一浪的“N”型波称为下跌潮。见图 11.13.2。

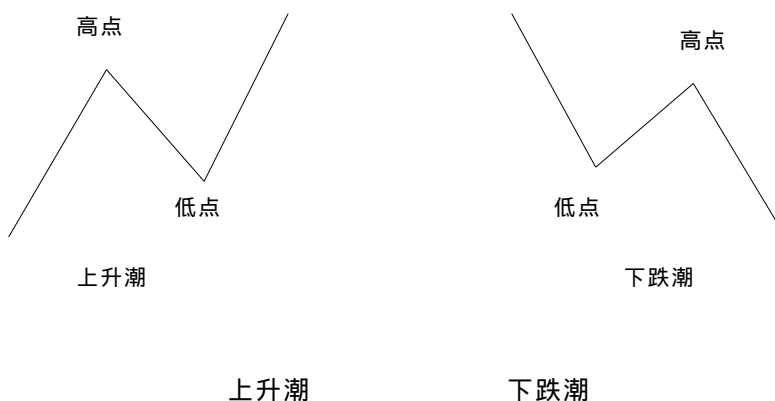


图 11.13.2

一个上升潮包含“上升—下跌—上升”，当 OBV 向上突破 N 型波的转折高点时，通常画一个向上的“↑”表示；而一个下跌潮包括“下跌—上升—下跌”，当 OBV 向下突破 N 型波的转折低点时，则以一个向下的“↓”表示。通过对这些箭头的分析，就可以对股价的走势做出一定的预测。见图 11.13.3。

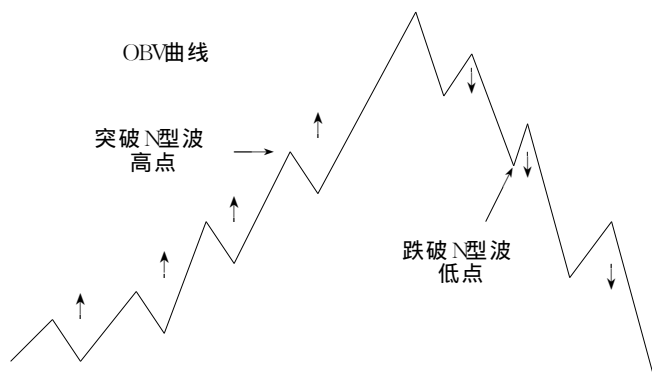


图 11.13.3

OBV 的具体运用法则如下：

(1) 当 OBV 累积了 4—5 个箭头后，股价可能会产生短期调整；当 OBV 累积了 7—9 个箭头后，股价可能会产生大的反转。注意，箭头的方向应是一致的，并且应从 OBV 最后一次明显的底部或顶部算起。

(2) 当连续的小 N 型波构成一个大 N 型波时，上涨行情大多已近尾声。

(3) OBV 和股价产生“背离”时，往往表示当时股价的上涨或下跌是虚假的，行情随时都有可能反转。

但是，OBV 指标也有自身的缺点：

(1) OBV 提供的信号有时会受到突发性消息的影响，因为突发性消息会造成成交量的

不平常变动。

(2)OBV 的计算仅以收盘价为依据,显然有失真的可能,例如当天最高价会涨升 100 点,但收盘价反而跌 5 点这种情况,OBV 就无法真实地反映出来。

(3)OBV 指标只能作为短期操作技术工具,因为它只涉及到了价和量,而与基本面因素毫不相关。

第二节 运用技术指标中应注意的问题

上一节介绍了 3 种技术指标,这只是技术指标中的一小部分,因为技术指标的种类很多,投资者要个个精通了解既不可能也无必要。上面所选择的 3 个指标可以说是技术指标中的精品,大多已经过了几十年的市场锤炼,然而饶是如此,却不能把其运用仅仅理解为记住几条规则,还有几点也是要注意的:

一、技术指标只是一种参考的工具

投资者不应只凭一种指标的信号就对行情下判断,技术指标所提供的只是一种辅助作用,而不是绝对的作用,因此,要交叉使用,取长补短。这样做的根据有两个:①综合运用多种指标可以提高正确的概率,增强信号的客观性。②不同的指标有不同的特性,各有优点和不足,综合交叉运用技术指标可以此之长补彼之短。

二、把切线理论引入技术指标分析

切线是不同高点或低点以及它们之间的连线,它对股价的走势起着支撑或阻力作用。

三、提高心理素质

提高心理素质,就是练“心”,其实这不仅是运用技术指标所需要的,也是作为一个股市投资者所不可缺少的,这里关键的一点就是学会自信与孤独。不要听别人的夸夸其谈,坚定地按自己的判断行事,有的投资者在家做了一夜的功课而做出一个决定,可是当他一早晨来到证券部时,却只因旁人的一句话就轻易地改变了计划。当然,自信来源于学习,而学习则包括多方面的内容,如国家政策、经济周期、行业状况、股市投资技术等。

第十四章 成交量分析

第一节 成交量里的市场秘密

成交量就像一面镜子,反映了市场里的一切信息,其大小增减的变化看似无序,其实却包含着许多秘密,预示着市场的趋势。

(1)在股市中,多空双方的意见愈不一致时,市场交易就愈活跃,成交量也就越大。这是因为对股价后市看涨的投资者会买进,而认为股价后市下跌的投资者会卖出,多空双方都认为后市有利可图,自然交易活跃,成交量增大。

(2)如果股价上涨时伴随着成交量的放大,后市一般会持续上涨;如果股价下跌时伴随着成交量增加,后市一般会继续下跌。当然,这只是一般性规律,在实际市场运行中,有时可能会出现一些特殊情况。

(3)在上升行情中,如果开始是价涨量增,后面却出现股价继续上涨,而成交量增加减缓或萎缩的情况,这将是股价反转下跌的先兆,宜出脱股票。

(4)在上升行情中,与上面情形相反,如果起初是价涨量增,出现成交放出巨量,而股价却在高位震荡,无力继续上行的情况,这亦是涨势将尽,市场反转的信号,投资者宜择机卖出股票。

(5)在股价下跌初期,如果当股价跌破 10 日及 30 日移动平均线或其他重要趋势线时,出现放量下跌的情况,将意味着后市股价尚有一段下跌空间,投资者应抛出手中股票,而且决不能抱侥幸心理去抢反弹。

(6)在下跌行情中,股价从低位反弹上升,后又回跌至低位。如果回跌时的成交量少于前次低位的成交量,就表示股价已在低价区,二次探底成功,后市股价将开始回升,至少不会再继续下跌。

(7)在空头市场的末期,如果股价止跌企稳而低位整理时,出现成交量放大的情况,将是股价反弹上升甚至反转上升的信号。

第二节 成交量与股价及股价指数的关系

一、成交量与股价的关系

一般来说,从成交量与股价关系的分析中能够预测出股价未来的走势。当量价配合时,在上升行情中,股价会继续上涨;在下跌行情中,股价会继续下跌。当量价背离时,股价大多会出现与行前趋势向反的走势。因此,成交量增减的变化与股价的升跌有着密切的关系,从中可以发现股价涨落的信号,从而成为投资者投资决策的重要参考。

具体来说,成交量与股价的关系可分为两种情况:

1. 量价配合。

当股价上升时,成交量也随之增加;当股价下跌时,成交量随之减少,这种成交量增减与股价升跌步调一致就称为量价配合。它又分为两个具体表现:

(1)价涨量增,在上升行情中,成交量不断放大,股市逐渐活跃,投资者对后市普遍看好,多头气势越来越旺,外围资金涌入股市,买盘踊跃,股价得以顺势涨升。交易活跃,换手积极使成交量持续增加,而股价的连续上涨又吸引了更多的投资者进入股市,带来更多的资金,从而达到股价上涨和成交量增加相映成辉的局面。只要成交量继续放大,股价就可能继续上涨。

(2)价跌量减。在下跌行情中,成交量随股价的下跌而逐渐减少。股价的下跌动摇了投资者的持股信心,纷纷想出脱股票以回避风险,但是此时因为大多数投资者均无买入意愿,所以下档接盘了了,成交量明显萎缩。股价进一步下跌,换手稀少,交易清淡,这使股价不断阴跌下行。如果一段下跌行情之后,出现成交量放大的现象,表示低位有买盘介入,股价有望反弹甚至反转上升。

2. 量价背离。

当股价上升时,成交量反而减少;而股价下跌时,成交量却放大,这种股价涨跌与成交量增减步调相反就称为量价背离。它也有两种表现:

(1)价涨量减。当股价上涨到相当幅度时,投资者对高价位望而却步,买盘减少,股价虽然继续上涨,成交量却不再增加乃至减少,这种现象就是价涨量减,它是市势即将下跌的信号。

(2)价跌量增。当股价下跌时,成交量非但不减,反而增加。这种情况称为价跌量增。这里分两种情况:①股价累积涨幅已大,开始由高位向下滑落,这里成交量放大。这是因为相当多的投资者认为是回档而纷纷买入,而事实上却是主力机构在出货,从而造成成交量大增。需指出的是,由于主力机构资金雄厚,其所持股票获利丰厚且数量很大,中小散户是接

下住抛盘的,因而这时只是下跌的开始。②股价一路下滑,跌幅已相当深,此时如果成交量突然大增,意味着主力机构在逢低吸货,股价有望止跌回稳,并开始一波反弹甚至反转行情。

量价背离一般是股价即将反转下跌或上升的信号,可作为卖出或买进的重要指标。但是,如果成交量的放大是主力机构对敲产生的,或者发生了重大利好或利空事件,投资者则应该及时调整思路,顺势而为。

二、成交量与股价指数的关系

成交量与股价指数的关系同成交量与股价的关系基本相同,这里只补充三点:

(1)成交量与股价指数的关系如同滚雪球,要想维持股价指数上升,成交量必须放大;但股价指数下跌时并不一定需要成交量的放大。

(2)多头市场中,随着股价指数的上升,成交量也不断放大,当成交量开始走平或减少时,上升行情便告一段落。有时成交量减少,股价指数却仍然上升,这一般是多头陷阱,投资者此时应小心谨慎。

(3)空头市场中,在主要下跌过程中都伴随着成交量的不断萎缩,表示持股者惜售,持币者无意追高,直到成交量减少到不能再减少的时候,便意味着下跌已近底部。如果股价指数继续下跌,而成交量却开始温和放大,那则预示着下跌行情的结束,上升行情的又一次开始。

第三节 成交量分析的运用

在股市中,对成交量的观察和分析是指导投资者行为的重要指标,这种观察和分析是同股价分不开的。

成交量与股价的关系在前面已作了说明。一般认为,价升量增可推测涨势会持续,价跌量增则跌势会继续。这在大多数情况下是符合实际的,但是还需要具体问题具体分析。股价上升时,成交量的放大表明了人气的聚集,资金的进一步流入,自然会使股价再上台阶,但是当股价已有相当升幅之后,成交量突然大幅放大,尤其是创造了阶段天量甚至历史天量时,极有可能是市场主力机构的派发行为,同时表明股价的上涨需要更多的资金,而这已经难以为继,下跌即将开始。同样,价跌量增反映了投资者恐慌出货,急于套现,这种情况下股价必然回落,但当股价下跌一段之后,成交量放大也表明低位承接盘增加。值得指出的一点是,股价上升需要成交量的配合,而股价下跌则对成交量没有要求,有时股价跌幅巨大,成交量却极小。

成交量分析的运用可得出如下结论:如果某只股票价升量减,则升势难以持续;如果是价跌量减,则有两种可能:①买盘薄弱,低价位也吸引不了买盘介入。②投资者惜售,尤其是机构主力。而对于价升量增也须怀一分警觉,注意是否是机构大户的出货;价跌量增固然说明投资者看淡后市,却也反映了下档买盘的踊跃承接。

最后,再说明一下运用成交量分析的选股策略,一般来说,成交量较大的股票比成交量一贯较小的股票更适于投资。这是因为成交量大的股票在进行买卖时进出方便,其“套现”功能较强。目前大多数投资者都是以搏差价为主,因而在选择股票时就应考虑到将来股票变现回来的便捷程度。成交量较大的股票,都能从容地买进卖出;而成交量较小的股票,因其买卖盘不足,则有可能使投资者不得不高价买进或低价卖出,增加套现的难度。这一点通过对比沪、深市场与一些地方柜台交易便可有所体会。

第十五章 战胜庄家

第一节 洞悉庄家

一、庄家如何炒作

任何一个置身股市的人都知道,从股票中获取利润最终是靠一买一卖,即低买高卖。庄家当然也不例外。但是,作为庄家,自然应当有其独特的操作方式。

不然怎么称庄家?

简单地说,庄家的炒作是这样一个过程:先选定某种意图炒作的股票,经过试盘后再大量进货,进行清盘,将股价格抬升,最后出货,典型的低进高出。

1. 选股

任何庄家都不会随便选择一种股票作为炒作对象的。古语云:“凡事预则立,不预则废”。庄家是深知这个道理,在进驻某种股票前,必然要进行周密细致的策划和分析,从宏观经济环境、微观个体、以及社会关系等几个方面进行综合考察。

股市的发展,无时无刻不受整个宏观经济环境的影响,我国深沪股市的大熊市便是整个国民经济进入周期性不景气的写照。做为庄家,一般是在宏观经济运行已经到达最低点又有回升迹象之时进庄的。这时的股市经过一个漫长的大熊市,已经跌到了最低点,风险已经完全释放,往后只有升的可能,没有再下跌的可能。更何况宏观管理者也正希望激活股票市场,刺激整个国民经济的发展。这个时候入庄,往往能得到上层的默许甚至配合。其实还不仅适合庄家,也适合任何投资者。1996年深沪两市的大批进庄和大牛市便是最好的例证。

进庄时机的选择,还必须考虑到与各个方面的关系协调。由于庄家资金规模庞大,进出股市相当不方便,需要和交易所、上市公司保持良好的关系,还要与上层形成一种默契,互相保持联络,这样在炒作过程中才会一路畅通,没有障碍。任何一个方面的微词,都可能导致

整个炒作的失败,给庄家带来巨大的损失。

庄家选中某种股票,除了这种股票有适于操作的理由外,还必须对该上市公司进行全面的调查,包括董事会、总经理以及经营情况;尽量取得该上市公司的默许甚至配合,防止在炒作过程中发生意外情况。

庄家选中某种股票进行炒作,还必须找个理由,让公众觉得的确吸引自己,应该买该种股票。这个理由真假无所谓,关键在于能够被炒热,有大量的股民乐意相信和追随。比如香港回归、中西部重点扶持、中外合资等。庄家把这些素材发掘出来,进行加工和放大,极力鼓吹这些因素对上市公司的正面影响,预示该上市公司美好的前景,让公众相信其股票肯定会一直涨下去。

庄家到底要不要炒作某种股票,还要进行试盘。贸然进庄某种股票,会导致成本上升,甚至不得不退出,宣告进庄失败。试盘就是庄家对这种股票进行试探性进货,测试当前行情的走势趋向,目前抛压的轻重,以及游浮筹码的多少,并为以后压价进货做准备。

2. 进货

庄家在经过充分的策划后,选定某种股票,开始其炒作的实质性步骤——进货。

作为进货方的庄家,象任何市场上的买方,总是力图以最低的价格成交,从而降低其购买成本。股市价格又不象其它市场上的价格,有个定数;当供求关系稍有波动时,股价就会随之涨跌。因此庄家在进货阶段面临两个任务:其一是尽量压低股票价格;其二是尽量隐蔽其进货意图。

为了完成压低价格这个任务,庄家常常先设法使股价跌破重要技术支撑线,引起技术派散户的恐慌,引诱他们抛货而减少损失,形成股价进一步下跌的形势,同时利用各种途径,传播利空噩耗,进一步动摇广大散户的持股信心。

防止散户识破其进货而秘密跟进,迫使庄家不得不隐藏其进货意图。由于庄家炒作需要控制大部分的股票,庄家又不想让散户一下子发现成交量的显著变化,于是吸货过程中往往需要几个星期甚至更久一些。这段时间不断传来利空的消息,好象股价随时都可能再往下跌。

有时候发生一些原因,迫使庄家短期内完成进货行为。这时候庄家一方面抬高价位,另一方面又控制价格,使其涨幅不大。股价小范围上升诱使获利者急忙出货,也吸引了被套牢甚久的散户们连忙将持股抛出。这样,庄家在稍高的价位上大量收购股票,达到了快速建仓存货的目的。

当然,庄家抬升股价进货是有风险的,只有在迫不得已时或者很自信时才偶然用之。如果可能的话,他们更喜欢悄悄行事,不被察觉。

3. 清盘

经过一段时间的进货,大量筹码已经被庄家吃进。但是总有一些散户由于种种目的而未将股票抛出。庄家面临的是抬升股价问题,当然不希望在抬高之时有很多散户获利抛售,给自己造成很大的抬升成本压力。何况,庄家自己辛辛苦苦炒作,散户却轻轻松松地赚钱,而且是赚庄家的钱,庄家当然不能忍受了。为了把散户手中的持股全部或基本上吃净,庄家便需要清盘了。

显而易见,所谓清盘就是庄家动用各种手段,尽量粉碎散户的持股信心,迫使他们在不可忍受的情况下挥剑斩仓,抛出存货,仓皇逃离,从而减少庄家抬升股价的成本。同时使庄家获得一些利差。

为了一举击碎持股散户的持股信心,庄家一般会使用比较凶狠的手段。一般情况下,庄家采用振荡清盘法,就好象为了清理瓶壁上的附着物,往瓶里加水,然后上下振荡。大幅度的上下振荡,高出低进,造成散户心理上的巨大压力,迫使他们在担惊受怕之时抛出手中股票。反复振荡几次,使散户手中的浮游股票减少。

有时候庄家采用跳楼式向下打压,股价仿佛从高楼上往下急速坠落,令散户们绝望地认为再不抛货,就必定要粉身碎骨,一败涂地!

经过几次清洗之后,股价基本上稳定下来,一批看好后市的人进入了持股者行列,而且大家持股的成本均已垫高,不愿轻易出货,庄家已无后顾之忧,可以放心地讲入抬升股价阶段。

4. 抬升

庄家在经过充分的清盘之后,开始大幅度的股价抬升。庄家抬升股价主要运用两件法宝:其一,制造良好的技术形态;其二,利用各种传媒。

由于技术分析散户的日益增多,庄家也越来越善于制造各种良好的技术形态。这种方法往往能有效地吸引散户热情跟进追高。

庄家根据技术分析散户的爱好,努力制造炒作股的良好技术形态,有计划地控制每日的收盘价,调整散户关注的各种技术指标,比如K线图、平均线图,以及其它常用技术指标。这些经过庄家加工的技术指标会误导技术派散户,降低散户的警惕,为庄家炒作服务。

在整个抬升过程中,庄家还会不惜余力地运用各种传媒,散布利多消息,吸引散户跟进。由于庄家实力雄厚,往往可以发动各方面的舆论。好比如股市是一个大舞台,庄家是舞台的一名小主,自然会有一帮喽啰听其派遣,指东打东,指西打西。当庄家决定抬升某种股价时,旗下歌手便各展所能,尽力吹捧了!他们一方面到处散布种种利多传闻,一方面俨然专家的姿态,指出股价将会涨到某某高档价位,而且这中间有广阔的获利机会,足以使紧跟的散户一夜之间变成巨富!

实际上,庄家究竟要将股价抬到多高完全取决于股市的行情。如果市场人气十足,反应很好,庄家预测价位还可以抬高,他极有可能在达到原来预定价位后,再喊出一个更美好更诱人的高价目标。相反,当庄家感到市场冷淡、人气不足时,他就会果断地逃跑,绝不会一定要撑到最后。

5. 出货

庄家经过这么久的炒作,终于进入操作中最关键,最困难的一环——出货。

庄家辛辛苦苦忙了这么长时间,为的就是最后能如愿以偿地的高价位上抛出股票获取巨额的收益。因此,庄家会使出浑身解数,不择手段地达到出货的目的。

为了顺利出货,庄家可以根据市场情况选择出货方法。通常的出货方法有两种。

第一种是在抬升到预定高价位后,庄家为了麻痹跟进者,在高价位上反复升降,制造振荡,让散户误认为庄家只是在整理而已。而在这种振荡中,庄家已经悄悄出货了。当然,由

于这种出货方式比较隐蔽,故而时间也长。

第二种出货方式是庄家在抬升股价到预定价位后,再次巨幅高开,趁散户全面跟进之时出货。这种出货方式要求市场极牛,人气很旺,市场火爆。在操作前,庄家要先发布突发性重大利多消息,刺激散户放胆吃进。庄家一般只需几天时间就可完成出货。

在这两种常见的出货方式之外,还有一种阴险毒辣的、不到万不得已不会采用的跳楼式出货。当庄家发现了突发性的利空,或者某种特殊原因迫使庄家迅速抛货撤离时,他会直接打压股价,散户们常常以为只是正常的回档而大胆吃进,庄家趁机急忙脱身。

不管庄家采用何种方式出货,只要达到了出货的目的,庄家就如愿以偿地赚到了巨量金钱。

二、庄家常用战术

庄家在其炒作过程中,为了确保操作能够顺利进行,获得丰厚利润,常常会采用一些战术技巧,来对付广大的散户,或隐瞒,或引诱,或欺诈,或误导。

1. 夸大其辞

庄家为确保炒作成功,必须为他决定炒作的个股挖掘出相应的炒作题材,广为宣传,以吸引广大散户的注意力,引诱他们追随购买。

这其实和我们司空见惯的广告差不多。

广告有个特点,就是无限放大自己的优点。庄家挖掘炒作素材也是惯用“夸大其辞”这个战术。题材是否真会给上市公司带来美好光明的未来,这是次要问题,主要问题是题材经过放大后能否煽动起散户持股愿望。

炒作题材是五花八门的,但总括起来,不过以下几类:

- (1)上市公司业绩骄人或前景看好;
- (2)国家政策性扶持;
- (3)引入外资或中外合作;
- (4)拥有可望升值的房产、地产;
- (5)被著名公司兼并;
- (6)上市公司送股、配股。

等等。

庄家找出以上任何一条可炒之素材,经过放大加工,极力吹捧其对上市公司的重要作用,而不管上市公司本身是否依然不景气。

2. 空穴来风

庄家为了达到其目的,必须动用舆论力量,配合其炒作行为。有时,他是借题发挥,夸大其辞,而有时,他干脆就来个无中生有,空穴来风。

在庄家进货阶段,他需要压低股价,降低进货成本,并隐蔽其进货意图。这时候庄家一边保持静默,一边在必要的时候制造一点利空的消息,并适时地放出来,使已经很疲的散户们再增加一分失望的情绪。

庄家在进货阶段未必能吃到预定筹码,一般要以清盘来达到目的。在整个清盘过程中几乎没有利多的好消息,而且,庄家偶尔还制造一些利空的传闻,使散户对后市持怀疑态度;再配合股市中股价的跌落或振荡,使持股散户苦不堪言,抛掉手中的存货。

而在炒作股的招升阶段,庄家更是把空穴来风的技术运用的得心应手。为了坚定散户们看好后市的信心,以利于他的抬升行为,庄家制造出很多的朦朦胧胧的利多消息,并以专家身份指出这是一个暴富的绝好机会,机不可失,时不再来!而且他会兑现一个小小的利好,然后,再放出另一个更诱人的利好,不断吊着投资者胃口。

3. 瞒天过海

大概是庄家们对三十六计研究比较多,对于三十六计之首计,他们不厌其烦地使用

庄家在进货、清盘、抬升和出货的多个阶段,都运用此计来唬弄老实的散户们。他的具体作法有两种,一种是单独行动,另一种是几个庄家联手。

一个庄家以不同的身份开立两个以上的银行帐户,运用互相冲销转帐方式,反复做价,想要做低就做低,只需付出少量的手续费和交易税。举个很简单的例子。

庄家以甲、乙、丙、丁四个身份,在四个不同的银行里设立四个帐户。他现在处于抬升阶段,要把某股价抬高。先以市价 10 元/股,买进 10000 股,存入甲帐户,再以 15 元/股的价格,把甲帐户的 10000 股“卖”给乙帐户,再以 20 元/股的价格,把乙帐户的股票“卖”给丙帐户,最后以 25 元/股的价格把丙帐户的 10000 转到丁帐户。这样,股价已经给他抬到了 25 元/股的价格。如果需要的话,他可以随便转帐对倒。很显然,买者、卖者其实都是同一个人,三转两转,制造出虚假的需求,把价格抬高。反之,如果庄家处于进货阶段,想压低股价,他可以运用同样的手法转帐对倒,制造出虚假的供给,把股价压低。也有的庄家,在不同的证券公司中开户,以拉锯方式做价,甚至勾结经纪人,对做对敲,造成一种有利于自己的形势。

另外一种战术运用是:几个庄家串通起来,互相做价,制造虚假的供求和需求关系。这和商品市场上的“托”特别象。一个人要卖东西,找几个朋友做“托”。卖主大喊大叫要卖什么,一个朋友走上来说 10 块钱我要,另一个朋友说 15 块钱我要。这样,不但抬高了商品的身价,更吸引了真正的买主。股市中的庄家串通是这样的:因为某种需要必须抬高股价,庄家 A、B、C 三个合伙,A 以高价从 B 手中购入股票,C 以更高价从 A 手中再买进,这样的对倒,股价岂能不涨?!

4. 醉翁之意不在酒

欧阳修曾在一处山明水秀的地方做官。他在一个风景特别好的山上建了一座亭子,常和友人、属下去亭中饮酒。众人以为欧阳醉翁修亭子就是为了饮酒,他自己却说:“醉翁之意不在酒,在乎山水之间也!”

好个“醉翁之意不在酒!”

庄家在炒股中也常玩弄“意不在酒,在乎山水”的把戏。

比如,有 A、B 两家上市公司,A 公司主要生产汽车,资金雄厚,规模庞大,发行上市的股票量多额高;B 公司则是为 A 公司的汽车生产配件,相对而言,资本少一些,规模也小一些,发行上市的股票量少额低。由于 B 公司的产品主要为 A 公司的汽车配套,因而 A 公司经营的业绩好坏,直接影响到 B 公司的经营业绩;A 公司的股票上下起伏,也直接影响到 B 公司

股票的表现。这两支股票一般称为姐妹股。现在庄家意欲抬高 A 公司股价,但所需资金量太大,就利用 B 公司股票量少额低的特点,大量买进,诱使众多散户跟进,抬高 B 公司股价,从而抬高 A 公司股价。如果时机成熟,庄家就抛出手中持有的 A 公司的股票,获取高额利差。反之如果庄家想压低 A 公司的股价,就抛售 B 公司的股票,以降低 B 公司股价。影响 A 公司的股价,当 A 公司的股价降到一定程度时,庄家就可进货。

5. 抛砖引玉

中国有句俗话:舍不得孩子套不着狼!

不以孩子做诱饵,狼就不会进入你的射击范围里来;不进入你的射击范围,当然不可能杀了狼。而且,仅仅是用孩子做饵,并不是真的要等狼吃了小孩再杀狼。不管谁如何蠢,也不至于分不出孩子和狼哪个更重要!

当然,枪法必然好,否则狼真的会吃掉孩子,再从容逃跑!

庄家炒股就有这股舍了孩子去套狼的狠劲!

用文雅一点的词来概括他的操作技巧就是:

抛砖引玉。

砖,当然也有价值;玉,更有价值。既然舍了砖能得到玉,何乐而不为呢?

庄家连续采用“高进低出”或“低出高进”的小数额买卖,赔少量资金,达到压低或招高某种股价的目的,是为抛砖引玉。

庄家以少量资金连续地高价进货,抬高炒作股的价格,引诱散户纷纷高价跟进,股价再升,庄家则趁机抛出。庄家不断以少量的股票低价抛出,制造虚假的供给现象,而当股价果真降到一定水平,庄家则大量进货。这种不断的小额“高进低出”或“低出高进”的连环套,实质就是乘机大量“低进高出”,从而舍小得大。

三、案例

1. 上海爱使股庄家炒作过程

上海爱使股份是一只绩优的工业股,在上海股市中有一定的重要作用。1996 年,有超级庄家进驻这支最具收购概念的股份。他一方面把爱使当作绩优股炒作,另一方面企图配合本年度整个国民经济的全面好转而做一宗大行情买卖。

(1)进货。

从 6 月底股价创新低开始,是庄家的初步进货阶段。这一阶段中,成交量很小,很少有人问津爱使股。很多散户仍然沉寂于长期大熊市的可怕噩梦之中,也有很多人下定决心,出货斩仓后再也不玩股票。庄家正是这样的环境下,看好整个国家宏观经济的繁荣,开始默不作声地进场建仓。从 K 线图上我们可以看出成交量时大时小,一段时间甚至接近于零。但从 9 月开始,成交量呈现许多次逐步放大的态势。次日成交量迅速放大,股价上升,日 K 线图上出现阴线上升排列,出现了吸货段末期的种种痕迹。

(2)清盘。

庄家一进驻爱使股份,便决定打个漂亮的战役,在短期内结束炒作。因此,庄家在初始

进货阶段结束后,马上进行清盘,并把清盘、拉升与进货进行了一定程度的结合,以节约时间。

庄家首先在 7.80 元左右进行了一次振荡;紧接着在 8.10 元附近再次振荡。散户们惊魂未定,不敢定夺之时,庄家趁低价大量啄货,接走全部抛盘,并把股价从 7.10 元抬升到 9.60 元,在这个过程中成交量大幅度增长,显示出庄家有抛皆收的雄心。这也证明了庄家对国家振兴股市和储蓄利率下降等政策性利好的预见性掌握。从 K 线图上可以看出,股价一直远高于 30 日均线,并保持在 10 日均线以上,为股价的抬升提供了有力的支持。

上海 A 股爱使股份日线分析

(3)整理。

当庄家把股价拉升到 10.20 元附近时,其中有很多散户追风进货,这就给庄家抬升股价造成很大的压力,庄家不得不必须迅速而有力地进行调整。于是股价很快从 10.20 元跌到 9.20 元附近,造成很多散户的恐慌,以为庄家只是游击主力,做短线生意,因此纷纷抛出获利盘。仔细观察一下 K 线图,我们不难发现,短线获利盘抛出之后,股价立即出现稳步回升的局面,在 9.31 元左右很容易地获得支持。这时候,我们再观察一下成交量,会惊讶地发现它已经缩小到一个很低的水平,这说明庄家的护盘工作完成得很轻松,因为毫无抛压。

到了 11 日,股价窄幅上升,成交量也很小心谨慎地放大。显而易见,猛烈地拉抬动作就在眼前。

(4)抬升。

从 9.31 元抬升到 15.52 元,庄家一口气就完成了这个抬拉动作。众散户们更是紧随其后,跟风买进。这时间,庄家的传媒开始竭尽全力地制作利多消息。而且宏观经济的好转已成为不争事实,银行减息已成定论,因此庄家的抬升动作如此快捷而得心就手,追风买进者不尽其数。成交量日见增长。

(5)出货。

庄家在一片哄抬声中开始少量出货。这时日 K 线图上出现阴线。庄家马上再次抬升股价到一个新高点,然后直接打压出货,K 线图上出现一系列长阴影台阶。这是庄家觉察到卖压巨大,干脆直接打压,出货了事。

至此,庄家便完成了一次成功的炒作。众多散户们有的小赚,有的跟风大赚,有的小损,有的跟风大损。有赚就有赔,但相信,读了本书的读读以后肯定会赚多赔少!

2. 富士通股票的买进与卖出实例

在日本,富士通是许多人喜欢的股票,直到目前为止,不知已有多少次买进过程和卖出过程。但是在购买之前,仍应做到“等候股价下跌,虽不下跌也必须等候波动停止。”

富士通股票卖出的动态,自 1987 年 4 月 15 日的每股 700 日元为底价开始上涨,同年 10 月 6 日涨至一倍以上的高价,即 1610 元。不过,这段期间中,股价并非无止境地上涨,曾有几度下跌及波动停止的状态。

虽然停止波动才是购买的机会,实际上,在任何种情况下,采用何种与之相适应的方式购买才是问题的关键。例如,1987 年 5 月间,富士通在自己列出的名单中,是最具有希望上涨的股票,到底是买不还是买呢?正在犹豫之际,涨价了!

按前述条件,富士通股票经常波动,不易停下来。所以此时最重要的就是等待波动停止,等待涨价。

眼看自己认为有希望的品牌上涨,而无法在开始波动之前买进,明人之常情推断,投资者一定认为,还是按照自己的预测加以判断,才是上策,无形之中,就有了追踪购买的倾向,这叫做追涨,这个时候这样做是非常危险的。

这时一定要沉住气,继续观望,动态进入6月份,波动加速,其势有如即将上涨的样子。如果买进,不如期待更高的价格,应当忍耐。至6月24日涨至1230日元的高价后,终于下跌了,好机会来临。但是仍未买进,反而更热心的观察股价与成交额的变动。7月后,持续下跌,成交额减少了。

7月8日股价跌至1020日元,成交额为6631千股。事后可以得知,此进才降到最低点。

于是继续观望,情况经过如下:

7月9日	1070元	4581千股
7月10日	1080元	2342千股
7月13日	1050元	1870千股
7月14日	1050元	1231千股

此时应特别注意成交额1231千股,曾是富士通于5月6日创造的记录,等于接近了年初以来取小成交额的1120千股。为了及时观察情况,最好每天记录股价与成交额变动表,或者保留每日报纸的股市栏。

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额 (千股)
7/1	1,150	1,160	1,120	1,140	6091
2	1,120	1,170	1,120	1,170	8693
3	1,190	1,200	1,140	1,140	13178
4	1,140	1,170	1,130	1,160	13178
6	1,160	1,170	1,130	1,150	3677
7	1,130	1,150	1,080	1,090	4928
8	1,130	1,110	1,020	1,040	6631
9	1,110	1,090	1,030	1,070	4582
10	1,050	1,090	1,060	1,080	2342
13	1,060	1,090	1,040	1,050	1870
14	1,080	1,060	1,040	1,050	1231

15	1,050	1,070	1,040	1,070	2068
16	1,040	1,060	1,040	1,050	2550
17	1,050	1,130	1,070	1,120	7394
20	1,090	1,170	1,120	1,130	4903
21	1,160	1,130	1,090	1,100	4017
22	1,110	1,100	1,050	1,050	1857
23	1,100	1,070	1,030	1,070	2408
24	1,050	1,100	1,060	1,080	1700
25	1,070	1,080	1,060	1,060	920
27	1,070	1,090	1,050	1,080	1135
28	1,070	1,140	1,100	1,140	4134
29	1,100	1,170	1,110	1,170	10040
30	1,140	1,280	1,170	1,270	42578
31	1,250	1,300	1,240	1,260	49561

另外,富士通股票造成 1987 年 4 月 15 日最低价 700 日元时,成交额为 5510 千股。这一天比前言两天的成交额增加,那是由于股价持续下跌,大多数的投资人无法持股,纷纷采取抛售手段的结果。

类比这种股价下跌到底的情形,成交额非但不变小,反而有增加的趋势,但这只是十分偶然的现象。通常股价下降到最低点,成交额也会减到最低量的。

从下表可以看到富士通股票在 4 月 15 日降至最低价之前,其成交额的变动情形。

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额 (千股)
4/8	800	809	800	801	2221
9	801	810	795	796	1755
10	767	775	760	760	3185
13	741	745	720	729	3614
14	719	744	719	731	3036

15	727	728	700	700	5510
16	720	738	720	737	5770
17	747	780	746	770	3326
30	813	820	780	783	3241
5/1	809	810	791	791	2426
2	801	809	792	800	1304
6	800	800	791	800	1120
7	791	794	790	780	1573
8	782	789	782	789	1651

4月9日 1755 千股

4月10日 3185 千股

4月13日 3614 千股

4月14日 3036 千股

根据以上数字变动的幅度而言,7月14日的1231千股,为相当的数字现象,并且与年初以来成交额最小的11200千股比起来,仅相差111千股。对富士通这样的大型股票而言,111千股的差异,等于是相当接近了。

尽管如此,仍然要细心观察,结果后来股价与成交额的波动如下:

7月15日 1070 元 2068 千股

7月16日 1050 元 2550 千股

7月17日 1020 元 7394 千股

无论股价与成交额都与过去波动的方式完全不同,此为涨价的信号,如果要购买,应于7月20日行动。

但是,谨慎的投资者仍不赞成立立即购买,必须先打听一早的开盘价格。开盘价为1160元,比上图末涨了40元之多。这样还是不买的好,直到当天以1130元收盘。次日上午再观察开盘价格:1110元,于是决定买进。

但是以后的波动状态逐渐恶化,7月27日股价为1080元收盘,成交额1135千股,再度接近最小成交额的1120千股,而且此次更为接近。事后回顾才知道,这才是最佳的购买时机。然而,实际投资不可能计算到如此精确的程度,因此,除非21日没有买进,才可能碰上27日1130千股有成交额,也就是上好的购买时机。

28日上午开盘1100元,比前日收盘价格上涨了20元,此时也可以买进,如果为慎重起见,当天仍可观望,于是形成1140元收盘,成交额4134千股,由此已知富士通已进入新的动态。

这时如果不买,等于坐失良机!于是次日上午开盘价格为1140元,与前日相同,正是出

动的大好时机,这个价格买进,与7月8日的最低价格1020元相比,上涨了100元以上,可见要想在最低价位上进货,实在是困难。

关于这一点,最后的结果当然是在1020元时买进,然而在斟酌购买进机上不可能容易地做到。可见股票买卖是无法预测得非常周密的,除非呆在证券公司里,时时查看股价波动的情形。

若想买进比1140元更便宜的富士通股票,应该股价记录开出1020元以后,成交额呈现低潮状态时购买。也就是前所述的7月14日至16日的情形,或是如下:

7月22日	1587 千股
7月23日	2408 千股
7月24日	1700 千股

依上列成交额数字变动的情形看,虽然无法确知股价是否已降至最低,但已明确地接近最低价,除非特殊情况发生(比如全世界股市大暴跌),否则绝不会大幅度下降,所以说,此时已达到可以购买的水准了。

但是专家们此时仍不敢积极劝请大家,理由是价格是否已下跌至最低,必须在以后倒转上涨时才可能确定,如今正在低潮之际,仍然无法放心购买。总而言之,依上述的追踪方式,在7月下旬,股价约1100元左右买进。此后,股价持续上涨,8月14日已涨至1420元之高价。

富士通股票在开出高价之后,开始下跌。从前想买而买不到者,就有了新的购买机会。以后的工作只要依照前述的说明即可。现在看以后的变化。

股价开出最高价之后,急剧下跌,成交额也迅速递减。在继续观望之下,股价跌至8月28日的1210元。(但是只观望是不行的,必须将股价、成交额逐日记载,观察变迁。)

8月28日的成交额是6448千股,可以说是具有相当涨势的数字,却又逐渐减少为以下情形!

8月31日	1230 元	1584 千股
9月1日	1220 元	2627 千股
9月2日	1180 元	5893 千股
9月3日	1150 元	3473 千股

虽然9月2日成交额达到5893千股,但仍保持着与7月中的低潮状态类似的水准。9月3日暂时记录1150元的低价,继续观望的结果:

9月7日	1250 元	2667 千股
------	--------	---------

类似不振的状况又持续一天,次日才显出不同的动态:

9月8日	1320 万	12636 千股
------	--------	----------

股价在7日,8日之间上涨70元,而成交额即增加至五位数字,相当过去最低水平的10倍,这种情况可视为堂堂迈入新局面发展之迹象。次日出动购买,开始价格比前日增加10元,达到1330元,上涨的幅度不大可以购买,见下表。

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额 (千股)
8/13	1,340	1,350	1,320	1,340	15291
14	1,380	1,420	1,370	1,400	51001
17	1,380	1,420	1,360	1,380	22280
18	1,380	1,370	1,330	1,330	7882
19	1,290	1,300	1,250	1,290	17702
20	1,270	1,300	1,250	1,280	8866
21	1,300	1,310	1,260	1,260	7473
22	1,250	1,280	1,250	1,260	2660
24	1,260	1,300	1,240	1,270	6264
25	1,270	1,300	1,260	1,280	4118
26	1,320	1,330	1,270	1,280	7769
27	1,290	1,300	1,250	1,260	3866
28	1,230	1,250	1,210	1,210	6448
29	1,210	1,250	1,210	1,250	2285
31	1,250	1,250	1,230	1,230	1584
9/1	1,250	1,260	1,220	1,220	2627
2	1,220	1,230	1,160	1,180	5893
3	1,160	1,220	1,150	1,180	3473
4	1,220	1,250	1,200	1,230	5221
5	1,270	1,270	1,230	1,250	4941
7	1,250	1,270	1,230	1,250	2667
8	1,250	1,320	1,250	1,320	12636
9	1,330	1,350	1,270	1,290	13068

此次购买,成交额不似上回减至最低程度,但是与上回行情低潮的水准相似,这也形成了购买的良好机会。

如果仅依图表想了解最低价是行不通的,究竟会下跌到何种程度,完全是无法预测的。

所以,一般说来,在7月23日低价1030元,或者在1000元左右的情况下,行情大概会停止下跌。既然不能否定实际具有上涨或下跌的可能,注意观察成交额的变动,将比仅仅依照图示判断更为正确。至少有90%以上的机率,能判断最低价的出现。

此后,富士通股票的变迁,虽然曾于半途出现转变的行情下跌,10月6日仍涨至1610元的最高价位,并且此高价持续至10月20日,问题出现在全世界股市同时面临的大暴跌。富士通的股票难免也受影响,因而大幅下跌。

暴跌之后,不知何时才有买进的机会。最实际的做法就是留意观察成交额的动态。

观察结果表明,富士通股票的成交额在暴跌的一、两个月之后,仍维持相当的势力。直到12月才突然减少,见下表:

月/月	收盘价	成交额(千股)
12/1	1,190	4681
2	1,190	2249
3	1,150	1883
4	1,130	3068
5	1,150	1179
7	1,160	1740
8	1,210	6511
9	1,190	3329
10	1,210	2637
11	1,160	2848
14	1,160	1387
15	1,160	2253
16	1,150	1297

12月1日	1190元	4681千股
12月2日	1190元	2249千股
12月3日	1150元	1883千股
12月4日	1130元	3068千股

出现了与过去记录最低价相同的水准,正是购买的进机,但是受暴跌的影响而余悸犹存,于是持观望态度。

12月14日	1160元	1387千股
--------	-------	--------

12月15日 1190元 2253千股

12月16日 1150元 1293千股

依此情况看来,已经非常接近最低成交额 1120 千股。因此,可判断为最低价。做中、长期投资的可以买进。但是原则上仍以股价开始恢复,成交额亦增加时购买比较妥当,所以不妨继续观望。

结果显示股价成交额仍处于低迷状态。直到 88 年演变为如下局面,见下表:

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额(千股)
12/28	1,100	1,140	1,090	1,110	2088
1/4	1,170	1,310	1,160	1,310	21003
5	1,370	1,380	1,320	1,360	42236
6	1,400	1,490	1,390	1,480	62394
7	1,470	1,510	1,450	1,470	43949
8	1,490	1,520	1,460	1,470	41042

1月4日 1310元 21003千股

大概是由于报纸发表了有关新一代电脑应用的消息,所以股票受此影响,忽然上涨,并且大幅度攀升,其幅度约 200 元左右。

原本成交额处于低水准状态,专家们一般正打算等待倒转上涨的机会买进,而此时即必须积极购买。于是决定次日买进,然而开盘价格 1370 元,此前日。涨高 60 元,非常危险。

之后才看出,当时若甘冒风险而买进,结果会比较好。如果为慎重起见仍未买进。不料 1 月 8 日开出了最高价格 1520 元。相信 1 月 4 日、5 日未买进者,都会感到非常的遗憾。

相信有些散户投资者读到这里会觉得乏味,确实,在这节实例中,既没有杨百万惊心动魄,也没有 K 线图的华丽富贵,虽有一些数据和建议购买时机,但我之所以坚持选择这个表面上不很吸引人的实例,是因为这个例子的的确确可以让有心的读者明白,在一个不知谁为庄家的市场中,如何通过对股价和成交量的分析,来选择最合适的买入点。无论你有没有觉察到庄家的动作,相信庄家再高明的动作也掩盖不了股价与成交量的实质性变化。

因此,我劝告读者朋友,从这节朴素无华的实例分析中,结合本书前面对庄家炒作的描述,以及对散户对策略的建议,仔细体会实际操作中的细微感受。

就是假设你自己在操作富士通股票。

下面我们来看富士通股票的卖出。

不是常有人说:“股票买进难,卖出更难。”这句话一点不假,只要有了钱,任何人都可以买进,不需要特别的技术。大体上,看到股价刚上升时买。

但卖出就不简单了,股票生意损失的主要原因虽然不一定都与卖出的时机有关,但是大部分有关系。读者朋友们大概都有类似的经验——持有的股票的价值,比当初买进时上涨,而一旦忽略卖出时机,终将遭受损失。

不管是庄家,还是散户,都有这个感受:上山容易下山难!

在和专家及一般股票投资者的接触中,有人认为只要选择好的股票就没错,但遭受损失的原因主要是卖出之前正犹豫不决。价格就跌下来了。以这种情况看,选择的品种没有太大的关系。不妨想一想,两位投资人同时持有大名鼎鼎的富士通股票,却是一人赚,一人赔,对于赚了钱的人来说,富士通最好,而对于遭受损失的人而言,富士通又会如何呢?实际上,品牌本身毫无更改,也没有责任。究竟原因何在?事实证明是买卖时机的把握方法上有问题。

在本节的以下内容中,将详细说明散户投资者如何在实际的操作中掌握卖出的时机。

首先我们来检查一下,为什么不能顺利地卖出股票?

关于这点,原因大致上是散户们不能控制自己的贪欲。股票投资可以说是自己与欲望抗衡作战。主要在于如何控制欲望。

之所以难以控制欲望,是经营股票投资本深,做这种生意之前,大多数是以债券、银行存款来确保自己的财产,或者稳定可靠地增加财产,虽然现代人有了上述财产,但要想做股票投资者,却是仅此必不能满足的,所以会产生赚更多钱的欲望。也就是说,一开始就依靠欲望而做这门生意,最后不免要遭受欲望的纠缠而吃尽苦头。

因此,没有欲望就不会做这番投资,没有欲望也不会持有经营,更不至于吃苦烦恼却还离不开股票。然而,能对不易克服的困难加以控制,才是投资股票的真本事,也由于很不容易做到,使很多投资者不免遭致失败。

多年以来,股市上有这样的说法:“经常吃八分饱就行了!”也有人说:“头尾送给别人吧!”意思是劝人,到达某种程度即应知足、节制。这些话全然没有反驳的余地,非这样做不可,可是实行起来却很不容易。

现在回到富士通股票来。

在前面已经介绍,1987年度以4月15日的700元为最高价。开始上涨,到6月24日涨到1230元的最高价。想在此种情形下卖出,应该采取何种对策?

如果作长期投资,则坚持不买,跟随股价的上涨,继续跟踪动态,因为股票的长期投资,只要企业业绩持续提高,即使半途可能有多次下跌,如果公司的业绩持续维持在成长状态,股价终会有上涨的一天,所以不必顾虑太多,只要专心观察即可。

不过,要做到这一点并不容易,所以许多专家选做中、短期投资。当然,这要一方面观察股价、成交额的变动,一方面进行买进卖出。

按照富士通股票的行情,由4月起上涨之后,几乎毫无间断地持续上升,5月以后涨至800元,5月20日竟涨至900元。遇到这种情形,投资者通常会认为,涨至1000元的希望很大。但是按照八分饱原则,或者头尾分送别人的方式,如果多数投资者以1000元为目标价位,那就应该在950元卖出。

然而,我们的想法是这样,别人也正有此意,除非购买富士通股票的投资者寥寥无几,否

则,由于买进者有几万人,自己能否占得上风也是问题。

而在这时,股价已超过 1000 元,并且仍然在持续上升中。

一般来说,投资者对 1000 元以上的价位理当特别注意,于是,从超过 900 元时起,每日特别观察股价、成交额的动态,其情形演变过程如下:

5 月 23 日	905 元	3312 千股
5 月 25 日	900 元	1710 千股
5 月 26 日	950 元	8843 千股
5 月 27 日	980 元	19732 千股
5 月 28 日	977 元	22240 千股

这种类型的动态需要特别注意,身边最好备有过去达到最高价的资料。按照 1986 年 12 月 9 日创下 1250 元的最高价,再详细查阅其前后几天的成交额如下:

12 月 4 日	1180 元	39011 千股
12 月 5 日	1180 元	46472 千股
12 月 6 日	1240 元	13484 千股
12 月 8 日	1240 元	126592 千股
12 月 9 日	1220 元	14599 千股

根据以上的资料,显然此后富士通的股票上涨到最高价时成交额一律能达到 2.5~3 万股。既已得知此数是相当高价的范围,可据此了解股价有上涨的可能,应该继续观望,千万别以为股价达到 1000 元,或接近 1000 元就应卖出(当然不能完全加以忽略,只是大体上,仍应多加了解。)

以后的情况如何呢?且看下面的记录:

5 月 29 日	990 元	12368 千股
5 月 30 日	980 元	2540 千股
6 月 1 日	1000 元	8150 千股
6 月 2 日	1010 元	10856 千股
6 月 3 日	1040 元	28529 千股

结果得知这是相当大的成交额,可视为接近最高价,而等候卖出的机会。次日的情况是:

6 月 4 日	1100 元	33375 千股
---------	--------	----------

虽然成交额尚未接近 12 月最高价时的水准,但是已经属于最高价边缘的数字,随时都有下跌的可能。

想不到富士通的股票竟然没有下跌,当然,也没有上涨的迹象,可谓进入平稳状态。股价在 1050~1150 元之间上下徘徊。此种状态倒没有忽然剧跌之虞,所以维持现状也好。或者大约涨至最高价,亦可脱手。

由于股价尚未下跌,专家保持了不卖的姿态,继续观望,高价持续到 6 月 18 日,次日有了新的转机,行情如下:

6月19日	1170元	24823千股
6月22日	1170元	21497千股
6月23日	1200元	40737千股

此时又应集中注意力,观看次日的变动:

6月24日	1160元	19594千股
6月25日	1170元	12345千股

这以后富士通的股价,持续平稳,不再下跌,成交额则已超过最高水平的4万千股,显然到了卖出的时机,但是只要行情如同6月4日、5日,股价不再下跌,即可坚持不卖、不买,可以继续再观望。见下表:

月/日	收盘价	成交额(千股)
7/6	1,150	3677
7	1,150	4928
8	1,090	6631
9	1,040	4582
10	1,070	2342
13	1,080	1870
14	1,050	1231
15	1,050	2068
16	1,070	2550
17	1,050	7394
20	1,120	4903
21	1,130	4017
22	1,100	1857
23	1,060	2408
24	1,060	1706
25	1,080	920
27	1,140	1135
28	1,170	4134
29	1,270	10040

30	1,260	42578
31	1,270	49561

成交额上升到四万千股左右,可视为卖出的信号,然而,我们也可以认为还可上涨,不必着急立即卖出。即使成交额稍微减少,但是由于股价仍维持在最高点,假若有上涨的可能,则应持续观察。

相反的,股价下跌而成交量升高,也可以持股不抛。这样的话,究竟什么时候卖出呢?那得等到当股价和成交量都达到最高水准之后,即股价开始下跌,成交额亦逐渐减少的时候、换句话说,双方的数字都开始下降时,即为卖出的时机。

此后,尽管富士通的股票成交额减少,但是行情维持高价而不下跌。当然,小跌是有的,比如有7月8日收盘为1040元,成交额上升成6631千股,看来确实令人担心。

在这种情况下,有经验的希望找到机会脱手,只好勉强再观察一段时间。至于股价则在1050~1150元之间,忽上忽下地浮动。

看来仍然没有办法卖出。不过,以最高价1230元起,目前已下跌100至150元。为了安全起见,大体上来说,必须脱手。然而,依此动态看来,反而继续等待比较好。

主要的理由是:股价并无持续下跌的征兆,而成交额由过去的最高状态看来,却减少了许多。只要逐渐减少数量,接近于富士通股票下跌行情的成交量,也就是意味着富士股价在1050至1150元的阶段,为行情下跌中的最低价。那么,显然已有反转上升的可能性。

当股价由高处逐渐下跌,同时成交额位于最低水准的状况,很显然买进比卖出更为有利。富士通当前的走势即如此。虽然,7月14日的股价仍然保持1050元的标准,但是成交量已减至1231千股,此后情形持续如下:

7月24日	1080元	1760千股
7月25日	1060元	920千股
7月27日	1080元	1135千股

虽然如此,7月28日起,股票却突然上长:

7月30日	1270元	52578千股
7月31日	1260元	49561千股

股价与成交额均涨至最高水准,如此一来,必须认定已届最危险线,千万不可在此买进。然而,实际上成交额增加如此之多,表示有那么多人在买进,难道购买高价的人很多是一个不祥之兆吗?

行情与过去相仿,成交额虽然减少,但是一点看不出股价下跌的迹象,始终维持高价,对投资者而言,这是难得的机会,但是也不能大意,必须每天追踪成交额变动的情况。

8月14日	1400元	51001千股
-------	-------	---------

这时候,无论股价,成交额都超过去年的最高纪录。股市中甚至传闻股价会涨至2000元,当然许多投资者正争相购买。但是,听信谣言只会造成亏损。我们只考虑何时卖出。见下表:

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额 (千股)
8/1	1,250	1,300	1,250	1,290	26348
3	1,300	1,3400	1,280	1,300	43799
4	1,280	1,350	1,270	1,280	32762
5	1,330	1,340	1,310	1,320	42014
6	1,330	1,320	1,290	1,300	12857
7	1,300	1,340	1,280	1,300	8477
10	1,300	1,330	1,280	1,290	4079
11	1,300	1,360	1,290	1,330	12070
12	1,340	1,350	1,320	1,320	24006
13	1,240	1,420	1,320	1,240	15291
14	1,380	1,420	1,370	1,400	51001
17	1,380	1,370	1,360	1,380	22280
18	1,360	1,300	1,330	1,320	7882
19	1,290	1,340	1,250	1,290	17702

摘自《日本经济新闻》1987年8月

恐怕谁都料不到富士通此时仍居高不下,事实表明已经形成持续上涨的局面,难怪许多投资者愿意以高价买进。于是这样维持高价状态进入10月。10月以后变动如下:

10月5日 1550元 30968千股

10月6日 1590元 53471千股

再度涨至最高价值。此次成交额超过上次51001千股的记录。专家们有一种预感,此为最佳卖出机会。但是,毕竟不能依靠直觉与心情做实际买卖的判断。这时候,应当继续追踪股价与成交量的最新变化。

见下表:

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额(千股)
10/1	1,480	1,510	1,440	1,450	13492
2	1,470	1,480	1,450	1,460	5223
3	1,460	1,530	1,460	1,530	16591
5	1,520	1,570	1,500	1,550	30966
6	1,640	1,610	1,520	1,590	53471
7	1,560	1,590	1,540	1,540	18473
8	1,530	1,590	1,530	1,590	8263
9	1,560	1,590	1,530	1,540	5868
12	1,510	1,540	1,510	1,520	10413
13	1,500	1,560	1,490	1,540	12566
14	1,570	1,600	1,540	1,550	12720
15	1,490	1,520	1,450	1,460	8730
16	1,440	1,490	1,420	1,480	8383
19	1,400	1,430	1,380	1,400	3000
20	1,200	1,200	1,200	1,200	4000
21	1,280	1,310	1,280	1,310	16584
22	1,330	1,370	1,230	1,230	15596
23	1,190	1,210	1,150	1,150	6648
24	1,170	1,190	1,150	1,170	11324
26	1,190	1,190	1,040	1,100	14326

结果,成交额立刻开始减少,但是股价方面,多少天来,仍维持高水准。到10月14日行情是这样的:

10月14日 1550元 12566千股

谁能料到次日竟下跌了90元:

10月15日 1460元 12720千股

当天曾有一段时间,造成了1450元的低价,比前日滑落了100元,若以最高价算竟已下挫有160元。我们要搞到确切的次日开盘的消息,以做最后判断。

第二天,以 1440 元开盘,比前日收盘走低 20 元,此种状态下,如果当前的开盘价比前日高,即可持股不抛;如果比前日便宜,必须立即抛售。

购价下跌,表明买方力量薄弱,卖压巨大,惟恐股市走势看跌,股价剧跌,卖出后显然要安全一些,但是当天的股盘价为 1480 元,比前日上涨了 20 元,结果仍以持股等待比较妥当。

真正的悲剧来了!全世界股市同时大暴跌,严重的情况让人难以接受:

10 月 19 日	1400 元
10 月 20 日	1200 元
10 月 21 日	1310 元
10 月 22 日	1230 元
10 月 23 日	1150 元
10 月 24 日	1170 元
10 月 26 日	1100 元

就这样一直下跌到最低点。

大幸的是 10 月 16 日已经抛货清仓的这一阶段可谓千钧一发,实在是太惊险了!有一位投票股资专家持有大量的此种股票,长期等待卖出的时机,直到 10 月 16 日脱手,逃过了大暴跌的厄运,确保了相当的利益。

富士通的股票于 10 月 20 日出现惊人的下挫,但是由前日开盘的 1400 元已看出,即使最坏的结果,也应当在此时抛出。只有在几天前以高价买入的人,才不忍卖出。除了买进不久,不易脱手之外,按照买进价格约 1500 元左右的水准看,此阶段的股价的确没有下跌的征候。

到了 10 月 26 日,富士通股价跌至 1040 的新的最低水准。直到 1988 年的新年开始回升,情况是:

12 月 28 日	1110	2088 千股
1 月 4 日	1310 元	21003 千股
1 月 5 日	1360 元	42236 千股

已进入警戒范围内,成交额居于最高水准,应当考虑卖出。接着的情况是:

1 月 6 日	1480 元	62394 千股
---------	--------	----------

谁都没有想到成交量一天之内巨幅提高,已超过以前最高价的水平。这个阶段可以随时出售。

1 月 7 日	1470 元	43949 千股
1 月 8 日	1470 元	41042 千股

如此一来,成交量维持高价状态,而股价却不再上扬。显然已进入卖出太多而无力涨升的状况。并且前面出现 6 万千股以上的成交额,可谓该出的力都已出尽,此时可认定为上涨停止的讯号,必须小心应付。

果然不出所料,富士通的股价 11 日起下跌。股价与成交额双方的数字,显示出恶化的状况:

1 月 11 日	1420 元	14942 千股
----------	--------	----------

在此阶段应卖出,但是继续观望的结果,1月18日好不容易复杂,股价涨至1510元,收盘1490元,成交额则为35353千股,再次进入卖出价位。

月/日	开盘价	最高价	最低价	收盘价	成交额 (千股)
12/28	1,100	1,140	1090	1110	2088
1/4	1,170	1,310	1,160	1,310	21003
5	1370	1,380	1,320	1,360	42236
6	1,400	1,490	1,390	1,480	62394
7	1,470	1,510	1,450	1,470	43949
8	1,490	1,520	1,460	1,470	41042
11	1,450	1,460	1,420	1,420	14942
12	1,440	1,460	1,400	1,410	9376
13	1,390—	1400	1360	1390	11029
14	1,41…	1,450	1,400	1,440	12642
18	1,500	1,510	1,480	1,490	35353
19	1,470	1,490	1,450	1,450	10694
20	1,450	1,470	1,430	1,460	3076

此后,一点一点下跌,在1400~1500元之间小幅波动,呈现卖与不卖均可的局面。由于基本上已为最高价值,决定卖出,否则继续等候下跌。

直到1988年来,富士通的股票行情,仍呈现不明确的动态。如果以长远的眼光看来,富士通公司的业绩优良,一定会再上涨。但是对于中、短期投资者言,如果正常的话,股市肯定有忽跌忽涨的情况,至于能涨到什么样的水平,或者跌到什么样的程度,仍然无法得知。

实际上,富士通的股票由1987年4月的最低价值,到1988年底已窜升到超出一倍的1500元,作为散户投资者,您的目标价格呢?是正在上涨中的900~1000元?

总之,不会有一开始即设定目标价格为1500元的,何况1500元的股票价格不见得成为最高价,将来可能涨得更高。何时卖出,关键还在于投资者的欲望控制,然后才是技术上的问题。

相信你经过股价跌升的痛苦经历,一等再等,何时抛何时持,心理上肯定成熟了不少。在以后的股市实战中,肯定会获益不浅。

3. 庄家使诈,轻局出货

(1)真真假假,雾里看花——明确分辨庄家的障眼法。

在股市里,即使是确确实实的数字,或者是亲眼所见的事实,也未必见得是真的。在充满陷阱的股市里,庄家为了炒作股票,吸引众多散户跟进,经常玩弄一些花招,如果不能明确地分辨,难免不吃亏上当。

一些喜欢短线交易的散户投资者,非常重视股市里的“多空”态势,尤其是自诩有观察市场趋势能力的人,很容易被庄家玩弄的障眼法所蒙骗。

几年前,一位著名的市场技术派庄家,在炒作一支股票时,一路上都相当地顺手,市场上纷纷限价的散户们非常踊跃,整个股市行情的气势也颇能配合,使得这支本来不怎么突出的股票,其股价节节上升。

不过,由于这支股票实在不怎么质优,跟进的散户们虽然见势不错,而且迷信崇拜这位庄家而买进,但仍然步步为营,且战且走,以避免庄家开溜了结。在这种形势下,虽然庄家对股票的价位抬升颇感满意,却为如何顺利斩仓出货而感到十分苦恼。

有一天,这支股票临收盘时突然涌现强量的卖盘,股价也急剧滑落,跟进的投资人自然积极探听原因,经过多方查证后,所有的进出数据都显示这位庄家仍在买进,卖盘则是来自一个市场两种经纪人,而且宣称是错卖。他把大户临收盘时的一个电话通知不跟阶买进一百万股听成卖出一百万股,次日一些股票刊物也以显著版面登出这段“内幕”。

“精研”市势的人立即断定两种经纪人错卖的一百万股必然要立即回补,在有主力照顾,而且“空头”待补的情况下,股价必然有突出表现。果不其然,这支股票当天就因积极的抢进而快速涨停,庄家临收盘时再以涨停价大量进货,使得收盘后这支股票涨停板挂进数量极为惊人。所有的报刊杂志根据交易所提供的数字,也报道了这突出的涨停板挂进数量。

很自然地,这支股票连续几天在众多散户投资人抢进中高挂涨停板,只是成交量逐日扩大。于是这位庄家也就顺利地出货获利了事。这支股票往后的发展,当然不太好,连续的跌停板,使那些自诩判断超市超势的散户投资人个个损失惨重。

(2)迷信内幕,吃亏上当。有人说,股票市场是个人吃人的市场,虽然有点夸张,但对众散户来讲,尤其是新入市的散户,这句话未尝不是个警惕,至少,凡事小心谨慎,总比吃亏要好。

几年前,一家食品加工公司的股票,被一位庄家作为底货存仓,但由于种种原因,使得出货非常困难,却也一时没有良策。

有一天,上市公司的总经理在某市的一家颇为气派的酒店开了两桌,宴请朋友亲人。席间话题自然就扯到了股票上面来。这位总经理做出很大方的样子,要把一些内幕消息告诉自己的亲朋好友,他一会儿吹嘘公司将推出一种可赚取丰厚利润的健康食品,一会儿又说,公司在闹市区的一个厂将要迁走,这个厂的土地处理掉后公司将会有多少进帐……

总之,他公司的股票在这些消息传出后将会大涨特涨。并一再强调,这些内幕消息不要泄露!

对这些被宴请的人而言,这是第一手的内幕消息,也是难得的赚钱机会。于是在酒足饭饱之余,有人认为应该马上进军交易所了。

每个亲朋好友,又有自己的亲朋好友,不久之后,这些利好传闻马上“秘密”地在众多散

户中流传,大家都为只有自己亲近股友知道这些内幕消息而兴奋不已,以为自己和家人友人都要悄悄地发一笔大财了。

于是,这支股票成交量激增,一扫过去极度萎缩的低迷景象,股价也迅速升高,买到的人都满怀憧憬。

第二天,他们就知道错了。

那位庄家此时正在那家很气派的酒店里宴请公司的总经理,当然,“小意思”肯定是有。

被总经理宴请的人都叹息:那顿饭代价好大!

好处都给散户了,庄家赚什么呢?

各位散户投资者,千万不要被包裹内幕消息的炫人光环所迷惑;擦亮眼睛,收集资料,详加判断。

记住:股市中只相信自己。

4. 精选主力盘 K 线图实战分析

上海石化作为一只盘大绩优的工业股,在上海股市中占有十分重要的位置。1995 年下半年,该股从高位逐步回落,超级大庄家再度进场,企图配合 1996 年整个经济形势好转的良机做一波大行情。

(1)吸货阶段。

从 1995 年底到 1996 年 2 月底是庄家初步吸货的阶段。这一阶段中,股市十分沉寂,证券部门可箩雀。上证指数跌至 530 点附近,各项技术指标严重超卖,沪指日线 KD 更跌到历史最低水平。但是,人们被长年的熊市折磨怕了,很多人发誓从今以后再也不玩股票。上海石化庄家正是在这样的背景下,洞悉宏观经济好转的先机,开始悄悄进场吸货。从日 K 线图上我们看出,1996 年 1~2 月两个月之中,上海石化走出大量小十字星,成交量时大时小,但整体呈现出许多次逐步放大的痕迹,到 2 月底,市场上可吸之货已非常稀少,于是股价缓慢上涨,成交开始放大,呈现出吸货阶段末期的种种迹象。

由于上海石化盘子巨大的特点,吸货阶段很难一次完成,庄家将股价推上一个台阶之后,继续横盘吸货,这时股价在 2.6 元附近又做出一系列十字星,且从 3 月 14 日开始,每日成交量有明显放大,至 4 月 15 日左右,股价又再开始向上运动,成交量进一步扩大。至此,庄家介入该股的痕迹已表露无遗。

(2)洗盘兼吸货。

上海石化的庄家这一次从一开始进庄就有做长庄的打算,也许是因为长期看好股市的缘故。因此,庄家在洗盘的过程中进货多于出货,将拉升与洗盘作了一定程度的结合。

4 月下旬,庄家先将股价拉到 3.0 元附近进行一次振荡,然后拉到 3.2 元再作振荡,正当大家对走势疑惑犹豫的时候,庄家在 3.0 元全部接走抛盘,并一日之内将股价从 3.0 元拉到 3.6 元以上,其中只要有抛盘照单全收,随后在 3.6 元振荡洗盘。庄家这样凶狠坚决的洗盘兼吸货动作,证明他长期看好后市的信心,也说明他早已掌握了年内二次减息和发展股市的政策性利好。我们看到,在整个洗盘过程中股价一直未曾跌破 10 日均线,而 30 日更线是在下方提供强有力的支撑。

(3)整理阶段。

5月中旬,上海石化股价已拉至4.4元,由于在3.5元附近有很多人追货,造成股价上行压力偏大,庄家必须强制进行调整。于是股价从4.4元迅速回落,庄家打压造成恐慌,获利盘纷纷抛出。这时细观察盘面会发现,短线获利盘抛出之后,股价立即回稳,在3.7元附近毫不费力地得到支撑,事实上,庄家在3.7元的护盘工作十分轻松,因为几天之后成交量已经萎缩到股价启动之前的低水平,到6月1日,股价更是做出一个极小的十字星,显示庄家强制进行的调整已近尾声。果然,第二天股价小幅上扬,成交温和放大,毫无疑问,庄家猛烈拉抬已迫在眼前了。

(4)拉抬阶段。

3.7元到5.4元,庄家一气呵成地拉抬股价,迫使散户追涨。配合30指数概念和二次减息的传闻,加上政策舆论的大力吹捧,拉抬显得得心应手,不单散户追涨,许多中小机构也大力追抬。

(5)出货阶段。

在一片看好的气氛中,庄家将股价拉到5.4元高位,出其不意地开始少量出货。由于该股盘子巨大,出货和吸货一样费时。因此庄家必须提早动手,在人们普遍看好30指数股和石化行业绩的情况下抢先出货。于是,日线图在5.4处拉出第一个出货十字星,伴随着巨大的成交量。之后,股价开始横盘。高位振荡两个星期之后,庄家制造了一次假突破的多头陷阱,股价一度向上突破5.4元阻力位创出新高5.5元,吸引了大批人跟进,但第二天第三天股价连拉两阴,带有巨大成交量,将追高者全线套牢。接下来两个星期,股价又在5.0元以上振荡,似乎在作矩形整理。但是这个横盘过程中成交量一直没有大幅萎缩,庄家虽然在5.0元这个关口上拼命护盘,但盘子越来越重,有几次庄家稍不小心,股价即跌破5.0元。当时人们认为,只要5.0元不破就可以看好后市,向上突破之后可以升到6元以上。正是这种想法使得庄家在5.0元以上可以慢慢派发,振荡之中完成筹码从庄爱到散户的转移。细心的话,我们可以看到同期所有技术指标都在逐步下行,表现出强烈的顶背驰特征。

终于,当庄家出清度进中出货数量之后,放弃了护盘,股价立即跌破5.0元关口,一路阴跌,其中偶有反弹,但均十分疲弱。股价一直下跌到4元以下才略为喘定。

至此,庄家便完成了一轮炒作。但由于该庄长期看好后市,并未完全出清持股,所以股价跌至进货成本价即3.8元附近时,又获支撑,大有卷土重来再次吸货进庄的意思。

第二节 战胜庄家

认识庄家、分析庄家的目的是为了利用庄家,坐庄家的轿子。但是,既然敢于同广大投资者作对,庄家也必然有其超过常人之处,常常设好了圈套引诱中小投资者去钻,而本节的目的就是帮助投资者进一步识破庄家的诡计,同其斗智斗勇,从而达到与庄共舞。

一、发现吸筹,及时跟进

作为中小投资者来说,正确识别出庄家吸筹阶段,可以说是战胜庄家、利用庄家的第一步。在这一阶段中悄悄买入,才能使自己化被动为主动,保持良好的心态,因为在这一阶段买入的股票,其成本肯定比庄家手中的股票低,庄家在日后的拉升中都要付出相当高的成本。

庄家总是竭力隐藏其吸筹行为,但是庄家作为一股新的力量介入市场,必然要对股价走势造成影响,敏锐的投资者总能在 K 线图和成交量上找出些蛛丝马迹。

1. 吸筹表现出来的 K 线形态

在吸筹阶段最值得注意的 K 线形态是低价区反复出现的十字星。这些十字星往往伴随着温和的成交量、低迷的市场气氛、隐约的利空传闻和中小投资者失望的心情,它们夹杂着小阴小阳不断出现,逐渐形成一个窄幅横盘格局,延续的时间达几周甚至更长。如果这时大多数投资者还犹豫不敢进货,就可以完全肯定这是庄家在吸筹。应该在这一区域逢低坚决吸纳,而不能被市场中的悲观气氛吓倒。

在吸筹期末段,由于浮动筹码已非常稀少,庄家便不得不将股价稍稍推高,以便收集到更多的筹码。这时的 K 线形态表现为逐渐盘上的小阳线,但并未达到引起人们注意的程度,这时候成交量温和放大,股价悄然上升,似乎一切还是那么平静。但敏锐的投资者却能感觉到大幅上涨就在眼前了。

2. 吸筹阶段成交量的表现

庄家由于资金庞大,其进出市场必然对成交量造成影响,而这正是投资者从成交量的变化中寻找庄家的踪迹提供了可靠线索。

庄家吸筹造成的成交量变化一般有两种情况。一种情况是,在原本成交极度萎缩的情况下,从某一天起,成交量突然放大到某个温和但不引人注目的程度,之后连续多日维持这个水平,每日成交极为接近,而不是像原先那样忽大忽小。这种变化不是偶然的,而是庄家有计划地吸筹所造成。见图 11.15.1。

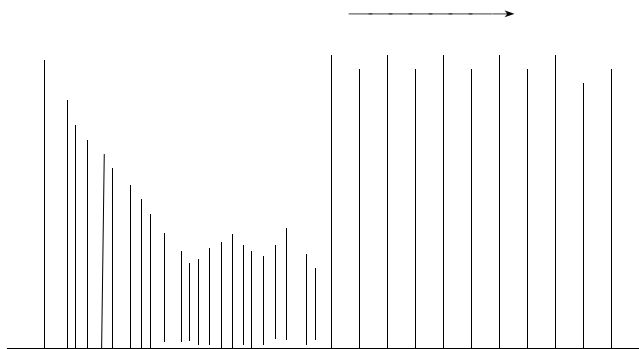


图 11.15.1 吸筹造成成交量变化之一

庄家吸筹造成的成交量变化的另一种情况是在庄家急于进货的心情下出现的。如果投资者发现某只股票成交量突然温和而有规律地递增,同时股价亦小幅走高,那就可以肯定庄家在迫不及待地进货,股价大幅上升的日子已经近了。见图 11.15.2。

需要指出的是,同 K 线形态一样,庄家介入而造成的成交量变化都必须是在股价大幅下跌,成交量极度萎缩之后出现,只有这样才能依此推断庄家在收集筹码,否则的话则可能是一种盘整。

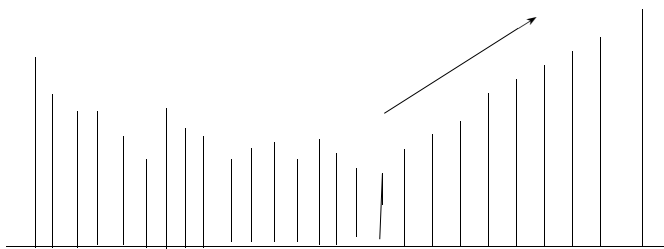


图 11.15.2 吸筹造成成交量变化之二

二、面对洗盘 忍字当先

上一节已经介绍了庄家洗盘的目的和过程,形象地说,洗盘阶段就是庄家折磨散户持股者的阶段,也是最难忍受的阶段。许多人就是在这一阶段中落入庄家的陷阱。把手中本可以赚大钱的股票在刚刚启动时就抛掉了,但卖出之后股价却飞一样地涨起来了,似乎庄家就在等你那一股,你一抛它就涨。因此,当投资者身处洗盘时,必须有忍耐的精神,坚持就是胜利,这里的关键一点是识破庄家洗盘的伎俩。

1. 洗盘阶段的象征

庄家吸筹完毕,将股价小幅拉高之后,便要开始洗盘。庄家洗盘的手法是完全服从于其目的的,既然洗盘是为了清除信心不坚定的市场浮筹,那么庄家往往会制造出疲弱的盘面假象,甚至是凶狠的跳水式打压,使投资者认为庄家已出庄而去,于是在恐慌中抛出手中的股票。同时,庄家还要让另一批投资者看好后市而进场买入,以达到抬高平均持股成本的目的,所以在关键的技术位上,庄家会不遗余力地护盘。

这个阶段的特征是小阴小阳线交替出现,市势大幅震荡,飘忽不定,成交量较无规则,但呈逐渐缩小的趋势;最突出的是股价一般维持在 10 日平均线之上,常常在就要破位的时候获得支撑,即使偶尔跌破 10 日均线,股价也未继续大幅下跌,而是进一步缩量横盘,于平静之中却包含着总体向好的技术形态。

2. 洗盘与派发的区别

分清洗盘和派发是战胜庄家的过程中十分实用的功夫。许多人正是把庄家的洗盘误当成出货而慌忙出逃,结果放走了一匹大黑马;而等庄家真正出货的时候,许多人又认为是洗盘而捂股不放,结果使煮熟的鸭子又飞了。洗盘与出货的区别如下:

(1)洗盘的特征。

①股价在庄家打压下快速走低,但在下方获得支撑,缓缓盘上。

②下跌时成交量没有放大,上升时成交量慢慢放大。

③股价始终维持在10日均线之上,即使跌破也并不引起大幅下跌,而是在均线下缩量盘稳,并迅速返回均线之上。

④盘面浮码越来越少,成交量呈递减趋势。

⑤最终向上突破并放出大成交量,表明洗盘完成,新的升势开始。

⑥整个洗盘过程中几乎没有利好传闻,偶尔还有坏消息,一般人对后市持怀疑态度。

(2)出货的特征。

①股价在庄家拉抬下快速走高,之后缓缓盘下。

②上升持续时间短,成交量并不很大,有许多对倒盘,但下跌时伴随着大成交量。

③股价盘跌,均线走平,终于跌穿10日均线,并以阴跌形式向下发展。

④盘面浮动筹码越来越多,成交量一直保持在较高水平。

⑤最终盘局向下突破,但成交量不一定迅速放大,呈阴跌走势,表明庄家基本出货完毕,由散户支撑股价,必然阴跌。

⑥整个出货过程中利好消息不断,大多数人相信目前只是盘整而已,相信股价还会再创新高。

三、戒贪下轿,落袋为安

这是中小投资者战胜庄家的最关键一步,面对巨幅涨升,既要能够欣然接纳,又要做到不忘乎所以,时刻注意风险的临近,只有将纸上富贵化成真实金银才称得上是真正的胜利。

在完成洗盘之后,庄家便要进入拉高阶段了,在这个阶段,股价连续大幅跃升,同时利好消息不断,市场上一片人声鼎沸。但是,作为个投资者应该明白,庄家做庄的目的是为了赚取利润,拉高股价是为把自己手中的筹码卖个好价钱,是为了派发出货。因此,当股价越升越高,而多数投资者又寄希望于更高的股价水平时,机警的投资者却已经感觉到了危险的来临,这时就要求持股者戒贪下轿,落袋为安。

不过,尽管这个阶段的主要指导方针是戒除贪念,却并不妨碍战胜庄家的另一只奇兵,那就是在庄家完成洗盘后,拉高前及时进场,依然可以获得一段不薄的利润,但还是那句话,不要去赚最后一分钱!

1. 黑马股的特征

庄家对股价的控制能力取决于庄家控制筹码的程度。常常有一天涨20%以上的黑马股,但却很少有投资者持有这只股票,或者曾经持有但已在前几天的震荡中抛掉了。而事实上,这只股票之所以能够一天涨20%,正是因为庄家控制了绝大部分筹码。这样的股票抬

拉起来不会产生大的获利回吐压力,而盘中巨大的成交量大部分是庄家对倒造出来的,庄家自然可以随心所欲地控制股价。

可见,筹码锁定程度高是黑马股的主要特征,而筹码锁定程度高的股票一般有以下表现:①成交量分布不规则,平时成交稀少,偶尔却放出巨量。②股价走势自成一派,几乎不随大盘波动,在大盘急跌时抛盘稀少,股价不跌,但可能突然被一笔大抛单打低很多,之后抛单依然很少。③买卖价位间隔较大,明显看到在重要价位上有大的买卖盘把守,而其他价位却几乎没有买卖盘。

当发现了具备上述表现的股票后,就要密切关注其走势,一旦庄家开始放量上攻,则立即跟进,坐享被人抬轿的滋味。

2. 派发阶段的特征

庄家不是慈善家,他的目的是谋取利润,因此,无论他把股价炒得再高,其最终都是为了顺利地派出货。但是,庄家是狡猾的,他总是想尽一切手段遮掩他的出货行为,而许多中小投资者之所以被高位套牢,也正是在这个阶段被庄家迷惑了。那么,如何才能及时发现庄家的派发行为呢?

庄家的派发手法在第二节中已作了介绍,由于庄家手中的筹码十分多,所以在他派发的时候,总要在盘面上留下可循之迹,具体来说,就是在K线形态、量价关系及技术指标这三方面表现出顶部的特征。例如,K线形态中的黄昏之星、射击之星、乌云盖顶等;量价和技术指标中的顶背驰。在发现这些顶部信号之后,应结合当时的市场气氛和盘面情况综合判断。如果市场仍然沉浸在股价再创新高的期盼之中,看好气氛更加浓重的话,则顶部很可能就在眼前了。

3. 识破多头陷阱

目前,各证券部都配备了电脑分析系统,技术派人士在市场上越来越多,技术分析已经具有相当的号召力,庄家抓住这一点,时常制造多头陷阱来引诱他们,特别是那些略懂看图却并未真正领会技术分析精髓的投资者。

多头陷阱,是指股价经历一个整理形态之后向上突破,形成技术上的多头突破形态,但很快股价就重新回落到整理区域之中,并最终跌破整理区而宣告升势的彻底结束。见图11.15.3。

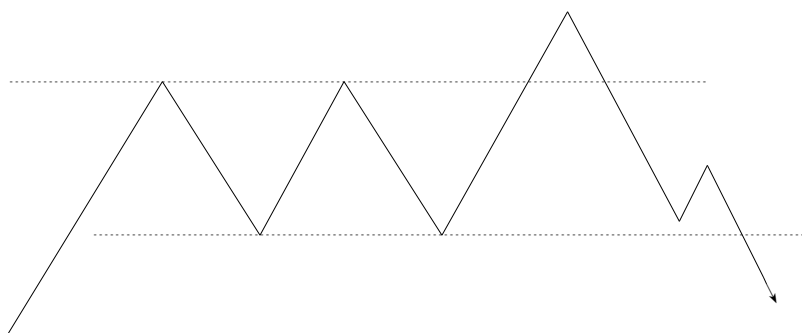


图 11.15.3 多头陷阱

多头陷阱多数是庄家有意设计的,目的在于吸引看线操作者追进,从而达到派发出货。也有因突发事件使市场买卖力量发生骤然改变而造成的市场自发多头陷阱。但无论怎样,在多头陷阱形成的前后过程中总会有一些征兆,敏锐的投资者是可以识破它的。

首先是突破前的整理形态。整理的意义在于清理短线盘,提高平均持股成本,所以成功的整理必须伴随着成交量的萎缩。而每一次下跌只能引发越来越少的抛盘,并在下方获得支撑,股价小幅反弹并不需要很大的成交量。均线系统由上升逐渐走平,但并无掉头下行的迹象。在这样的市场背景下股价伴随着成交量的温和放大逐步上行,最终股价突破阻力位,成交量亦迅速增加,这才是真正的突破。而假突破必然在某个环节上有破绽,例如整理过程中成交量并没有萎缩,也就是说,每次股价下跌都要有较大的成交量支撑股价才不致破位,而反弹时则盘子沉重。同时,在向上突破时,成交量不能流畅地放大,并且股价在突破后也停滞不前,这一切都说明上方存在巨大抛压,很可能庄家在出货。这时投资者该如何行动当然是不言自明了。

读完本章,投资者不难发现:庄家的成功是建立在中小投资者的错误之上,智者的快乐却是因为战胜了自身的弱点。

回顾一下庄家操盘的每一个步骤,无一不是利用了人性的弱点而成功。在吸筹阶段,庄家利用人们的恐惧,用惨烈的下跌和漫长的横盘击垮中小投资者的信心;在洗盘阶段,则是股价的反复震荡折磨持股者的耐心;在拉高阶段,是轻松发财的欲望使无数人跟风追高;而当庄家出货的时候,贪婪使人们总是以为股价还会涨得更高而舍不得抛出手中的股票。恐惧使我们在最该买入的时候却在抛售,贪婪则使我们在最该卖出的时候买入,这就是人性的弱点!

唯有战胜恐惧和贪婪,做到能够为常人所不能为,才能得到丰厚的收获,这是自然的法则。所以说,战胜庄家其实就是战胜自己。

第十六章

涨跌板制下的操作

第一节 涨跌停板制度及其历史沿革

1996年12月13日,沪深两家证券交易所发出了《关于对股票和基金交易实行价格涨跌幅度限制的通知》,规定对在两个交易所上市的股票(含A、B股),基金类证券的交易实行价格涨跌幅限制。那么,这个制度具体内容是什么呢?其历史来源又怎样呢?这即是本节所要回答的问题。

一、涨跌停板制度概述

涨跌停板制度是对价格涨跌幅限制制度的通俗提法,在我国的沪深交易所中,其具体内容是:在一个交易日内,除上市首日证券外,股票、基金类证券的交易价格相对上一交易日收市价格的涨跌幅度不得超过10%;其涨跌限价的计算公式为 $(1 \pm 10\%) \times$ 上一交易日收市价,计算结果四舍五入至0.01元(B股为0.001美元),超过涨跌限价的委托为无效委托。但是两个交易所对“上一交易日收市价”的规定有所不同:上海交易所的“上一交易日收市价”是指上一交易日最后一笔交易成交价格,而深交所对“上一交易日收市价”的解释为“该只证券当日有成交的最后一分钟内所有成交价格的一分钟内所有成交价格以成交量为权数的平均价”。股民朋友应该注意到这一区别,广大投资者根据有关刊物也很容易计算出涨跌停板上、下限幅度。

涨跌幅度限制(或称涨跌停板)的含义是什么呢?必须需要明确的是,涨跌幅度限制并不是意味着某只证券的涨幅或跌幅超过 $\pm 10\%$ 时停牌不再交易,而是指交易允许价格范围为昨日收盘价的 $\pm 10\%$,超出此价格范围的委托为无效委托。简而言之,就是不接受投资者超过此价格限制的报单。同时我们也应该注意,在交易价格达到涨跌幅度限制时,在此价格水平上仍可以成交。

在停板制度下,如果买盘汹涌而沽盘不济,价格直抵涨幅高限,则会出现后报买盘无法

成交的情况;相反在抛盘相对于盘买过剩时,则会出现持仓者欲抛不能的现象。因此,“时间优先”原则在这种制度下会显得十分重要。

实行新的交易限价之后,可以看到“封死跌停”、“封死涨停”的新现象。前者是指沽空力量在跌停价格水平上堆积大量卖盘,使多方不能突破此价格水平(谓之“打开跌停”),便封住了其他持仓人出逃的可能,在缺乏沽空机制的情况下“封死跌停”较不易作到。“封死涨停”的含义与此正好相反,是指多方在前收市价格增加 10% 的价格水平上挂出大量买盘,顶住抛压,使价格始终维持在此水平上。

最后值得指出的是,实行涨跌停板制度的市场,如遇突发性利好或利空,由于跑道的条件不同,无论在成本上还是风险上,中小投资者均高于机构大户。涨跌停板制度在这方面其实是一种保护大户,不利于中小投资者的制度。同时,涨跌停板制度虽然限制了市场在一人交易日内的波动范围,但容易使投资者就市场趋势达成一致意见,形成“涨时助涨,跌时助跌”的局面。由此看来,这一制度在某种角度上反而加剧了市场的波动与风险。

二、海外股市的涨跌停板制度

涨跌幅度限制在国外证券市场上使用得极为普遍。它作为一个成熟、有效的措施已被不少证券交易所采纳实施,以达到降低证券市场风险,保持市场稳定和保护投资者利益的目的。证券市场作为一个高风险的投资市场,往往容易受到许多突发性消息的冲击,从而引起市场价格的剧烈波动,而涨跌幅度限制有利于市场充分消化各种信息,使投资者作出正确的判断。

国外成熟股市不仅对个股价格有涨跌幅度限制而且对股票价格指数的涨跌幅度也有限制。

1. 纽约交易所的情况

美国股市 1987 年出现了一日之内股价下跌超过 20% 股灾,给美国经济带来了很大冲击,也使投资者对股票市场的信心受到很大打击。为了减少股票市场的剧烈波动,同时为了有利于市场及时消化大的消息和信息,使投资者作出正确的判断,增强投资者信心,在美国证监会的干预下,纽约交易所对业务规则作了修改。从 1988 年 10 月开始,在股价指数出现较大波动的情况下,对股票价格涨跌实行限制。具体规则如下:

(1)道琼斯指数在一个交易日内比前交易日的收市指数涨跌达到或超过 50 点时,对股票成交进行限制,股价下跌达到或超过 50 点时,卖出委托价不得低于上一笔成交价;股价上涨达到或超过 50 点时,买入委托价不得高于上一笔成交价;同时,对 S&P500 指数成份股的指数套利报单也实施相应的限制。如果实施价格限制后当日股价指数的涨跌幅度减少到 25 点以内,上述限制即行取消,否则将一直执行到当日收市时为止。这项规则实施以来曾经多次发生按本规定限制交易的情况,其中 1990 年 23 次,1991 年 20 次,1992 年 16 次,1993 年 9 次,1994 年 30 次,1995 年 29 次,并且有些年份出现了同一交易日内发生两次以上限制交易的情况。

(2)当道琼斯指数在一个交易日内比前交易日下跌 250 点时,纽约交易所全部上市股票

的交易暂停 30 分钟;若下跌幅度达到 400 点时,全部上市股票的交易暂停一小时。这项措施自 1988 年 10 月 19 日开始实施,至今尚未发生按规定停市的情况。

2. 东京交易所

东京交易所根据不同的股价水平限制股价波动幅度。一方面,规定相邻两笔交易之间的价格涨跌的最大变动幅度;另一方面,规定每日股价涨跌的最大变动范围。如果撮合成交价超出限价范围,买卖委托不能成交,等待下一笔委托进入市,在限价范围内成交。如果一直不能在限价范围内成交,则停止交易直至闭市。具体价格限制见表 11.16.1。

表 11.16.1 具体价格限制

股票价格(日元)	两笔交易间的最大变动(日元)	每日最大变动范围(日元)
0—100	5	30
100—200	5	50
200—500	5	80
500—1000	10	100
1000—1500	20	200
1500—2000	30	300
2000—3000	40	400
5000—10000	100	1000
10000—30000	200	2000
30000—50000	300	3000
30000—100000	500	5000

3. 亚洲新兴股票市场的情况

亚洲新兴股票市场大多数采取限制个股价格每日涨跌幅度的措施。如果个股成交价格超过限幅,则停止交易,直至下一个交易日;如果成交价重新回到限制范围,则可以继续成交。各市场的具体限制幅度见表 11.16.2。

表 11.16.2 各市场的每日限价限度

市场名称	每日限价限度
香港联交所	没有涨跌幅度限制,但有委托限价
韩国交易所	6%
台湾交易所	10%

泰国交易所	30%
马来西亚吉隆坡交易所	上涨时 50%
菲律宾交易所	下跌时 40%

资料来源:由上海证交所提供。

三、沪、深股市涨跌停板制度的历史回顾

中国沪、深两地证券交易所也曾实行过涨跌幅限制制度,即涨跌停板制度。

1990 年底,上海证券交易所成立不久,上市券种少,对股价基本上实施 $\pm 1\%$ 的限幅制度;之后,放宽限幅到 $\pm 5\%$;从 1992 年年初开始,逐步放开限价;至 5 月,限价全部放开,股价随之狂涨,综合指数由年初开盘的 293 点升高至 5 月 25 日的 1420 点,半年时间不到,升幅达 384.6%。

深圳证券交易所从 1991 年开始逐步放开价格限制,至 8 月底,限价全部放开,综合指数由 3 月 24 日的 117 点狂涨至 5 月 26 日的 312 点,两个月之内升幅达 166.67%。

以下为历史上沪、深交易所取消股票价格涨跌限幅制度的步骤。

1. 沪市

1990 年 7 月 27 日	限价幅度 $\pm 3\%$
12 月 19 日	上交所开业,限幅 $\pm 5\%$
12 月 27 日	限幅 $\pm 1\%$
1991 年 1 月 7 日	限幅 $\pm 0.05\%$
4 月 6 日	限幅 $\pm 1\%$
9 月 30 日	成交量调控,单只股票当日累计成交量不得超过其可通股本的 0.3%,限制价格上涨,即以前日收盘价为当日收盘价
1992 年 2 月	放开延中、小飞乐限价,并取消交易量调控
4 月	放开 5 只股票限幅为 $\pm 5\%$
5 月 5 日	放开所有股票限幅由 $\pm 1\%$ 至 $\pm 5\%$
5 月 21 日	全部放开限价

2. 深市

1990 年 5 月 28 日	限幅 $\pm 10\%$
6 月 18 日	限幅 $\pm 5\%$
6 月 26 日	限幅:从 $\pm 1\%$ 至 -5%
11 月 21 日	限幅:从 $\pm 5\%$ 至 -5%
12 月 14 日	限幅:从 $\pm 5\%$ 至 -2%
1991 年 1 月 2 日	限幅 $\pm 0.5\%$

6月8日	放开万科限价
6月17日	放开金田限价
6月25日	宝安上市,无限价
8月17日	放开展,至此放开全部限价

第二节 涨跌停板制度下的市场特点

上海、深圳两家交易所对股票、基金交易实行价格涨跌幅限制制度,其目的在于控制过度投机,缩小股价波动幅度和减缓股价波动速度,倡导理性投资。但这毕竟是一种新交易制度,将会在某种程度上改变投资者的原有思维,使市场呈现出新的特点。

一、涨跌停板制度下的交易特点

1. 股票市场中的涨跌停板制度不同于期货市场

期市是以保证金方式交易,有沽空机制,交易时间 $T+0$,而股票交易无沽空机制,严禁买空卖空,交易时间股票 $T+1$,资金 $T+0$ 。因此,涨跌停板制度在股市中对于单向趋势的强化程度远远不及期市,对市场牛熊市的影响也有所差异。一种股票当日的最大成交量为该股票的可流通股本, $T+1$ 条件下股票仅能抛空一次便被当日锁定,而当日抛掉股票后的资金却可以当日使用,因而在下跌行情中当日成交量占流通筹码的比重越大,可用于继续打压的筹码就越少,反转的可能也就增大,多头资金的卷土重来会使行情转为向上趋势,同时股票交易无需追加保证金,被套便死守的思维减轻了沽空的压力;而在上升行情中,特别是机构大户介入的股票,由于筹码相对锁定,所以只要主力不撤庄,沽空力量就相对有限,而担心踏空的心态则会促使中小投资去追涨,从而强化了上升趋势,造成出现连续的涨停。但涨跌停板制度也可能强化下跌趋势,因为当股票出现跌停时,会造成市场的恐慌性抛盘,而承接盘却因担心下一交易日继续下跌而很少,从而使投资者更加恐慌,以致出现连续跌停。不过总体上涨跌停板制度更倾向于强化向上趋势,而期市中的涨跌停板制度则是同时强化了涨跌趋势。

2. 涨跌停板制度容易被机构大户利用

机构在户拥有雄厚的资金和大量的筹码以及畅通的交易跑道和灵通的信息,他们可以借助涨跌停板制度来进行暗中的吸纳和派发。在准备吸纳时可先以跌停价位挂巨量卖单制造恐慌气氛,诱骗中小投资者跟风抛售,然后撤掉卖单挂进买单,利用时间优先的原则暗中吃进卖单,反复操作以完成低位吸纳;在准备派发出货的时候则采取同样方法进行反向操作。因此,中小投资者追涨杀跌很容易落入主力的圈套。

3. 板块的联动效应可能得到加强

当某只股票被封在涨停板时很容易引起交易者的注意,因为投资者较难买到该只股票,

便退而求其次,转而把资金投向同题材板块的其他股票,从而带动整个板块的炒作;但某只股票出现跌停板而产生的板块联动效应较弱,不容易引发整个板块的抛售。

4. 中小盘股票将更受青睐

由于盘子小,机构大户用较少的资金便可以达到控盘的目的,从而借拉高小盘股来卖出同板块的其他股票,达到出货的目的;或者借打低小盘股来买进同板块的其他股票,从而实现吸纳筹码的意图。

5. 价量关系的新特点

停板价位的出现可能使成交量减少,但这并不说明顺势操作者的减少,而是因为停板的出现而无法实现,其单向趋势被强化,那种“价升量增、价跌量减”的观点需要辩证的分析。例如在庄家拉高时,连续出现涨停板而并不放量,而当高位涨停放量时却已是庄家在出货了;而价跌量减在跌停板的情况下则可能并不是表示投资者惜售,而是无人接盘所造成的。

6. 尾市的交易将更加活跃

因为股票的收市价将直接影响下一个交易日的股价活动范围,所以主力对尾市必定刻意控制以达到自己的操作战略意图,可想而知,收市前的交易会空前活跃,敏锐的投资者可以从中探察出主力的下一步动作。

二、涨跌停板制度下的价位填报特点

股票交易的规则是“价格优先,时间优先”,但在涨跌停板制度下,如果股价被封在涨跌停板上,超过限价的申报为无效申报,此时不再适用“价格优先”原则,而适用“时间优先”原则,如果都以涨(跌)停板价位申报,则先申报先成交,后申报后成交。从这一点看,中小投资者处于不利的地位,因为他们通常无法与机构大户争跑道,在涨停或跌停的情况下,很可能买不进或抛不出。

同时,中小投资者还应警惕机构大户利用涨跌停板制度诱多或诱空,制造多头陷阱或空头陷阱。如此机构大户在诱空时故意在跌停价位上挂巨量抛盘,诱使中小投资者跟风杀跌以同样价位委托卖出,然后撤出买盘,以巨量买盘通吃卖盘,从而使中小投资者踏空,逼其追涨;同样,在诱多时故意在涨停板价位上挂出巨量买盘,诱使中小投资者跟风追涨,然后撤出买盘挂巨盘卖盘,把股票抛出,其中小投资者套牢。在涨跌停板制度下,机构大户可能仅以较少的资金或筹码就能达到造市的目的,因此广大中小投资者要学会独立思考,正确判断市场。

总之,在新的交易制度下,投资者应该有自己的心理参考价,并根据市场发展进行合理调整,不能跌了一味看跌,涨了一味看涨,而是动脑筋分析、判断市势,选准买进或卖出时机。

第三节 涨跌板制度下的操作技巧

一、涨跌停板制度下的选股与换股

在出现涨跌停板限制后,股民们的投资模式以及具体操作举措有了较大的改变。以往碰到气势较猛的跌情时大家都可以去割肉清仓,而出现停板后情况发生了变化,脱手变得不那么容易了,跌势碰到了跌停后只有大量的卖盘而投入足够的买盘承托,同样牛市中碰到涨停的局面时大量出现买盘而卖方却较少,也是无可奈何的局面。

所以对于这些涨跌停板限制后出现的特殊情况,须参与股市的股民们在投资策略上作一些必要的改变,尤其是在选股和换股方面应加以足够重视,逐步改变投资策略,用新思维去考虑问题。需要改变长远投资的观念,选择暂时业绩不很优秀,但有很好的发展前途的上市公司作为中长线投资的目标,另外对过去所看好的股票重新作一审定,进行必要的换股。

在跌市里下跌行情时,人们往往注重个股的上市公司业绩状况来选择是否脱手抛出。而机构主力大户在做多或做空时,往往也会考虑到一定的风险性而把注意力大部分集中在几只绩优的龙头股上面。如果这些股票确实是前景光明,那么暂时性的短期冲击不会根本上对其产生影响,所以投资人可以对其保持信心。

如果说市盈率较低的绩优股是很有前途的话,那么上市公司所处的行业状况以及公司在整个行业中的地位等多方因素也是很值得考虑的。当然选择那些潜力极大,受国家重点扶持,处于快速上升阶段的产业的股票是很有利的。上市公司的整个行业所处的地位是很重要的,绝大多数公司都面临着同行业其他公司的激烈竞争。其竞争实力如何,决定了其行业地位,可能有的公司原先在行业中处于领先位置,而后开始衰落,也可能某公司正处于起步阶段,盈利率很低,然而其业绩却一直扶摇直上,前景十分乐观,理应受到广大投资者的青睐。例如沪市中的长虹、轻骑,深市的有康佳,深科技长一些股票都是行业发展前景很好显然是行业龙头地位的好股票。

另外,在选择绩优股时,公司的成长潜力也是应考虑的重要一面,成长性较强的公司,即使当时盈利较低,可能会被低档套牢,但如果把有足够信心的话可以在不久的将来等到公司业绩大为好转的那一天。判断上市公司成长潜力的大小可以从公司未来前景以及一在建工程上分析出来,一般来讲这样的初期阶段公司的盘子一般较小,然而其前途无可限量,正确的选择往往会带来巨大的未来收益。

所以这样一来对于管理层不断出现的一些抑制投机的许多管理政策措施,广大普通股民无须太多在意。无论是涨停还是跌停,只要是投资股票的大方向把握准确、坚定信念,未来一定会有所收获,当时的损益只是暂时性的

而就另一方面来说那些比较有实力的大户们,在这种涨跌停板的制度下也是同样有所作为的。如果象以前那样入股的话,很可能被不时的涨跌停板所阻止,很难有效地操纵整个大盘的走向,此时只有先稳定军心,凭借雄厚的资金实力来吸纳更多的流通筹码从而逐渐影响整个大盘的运动方向,然后才可能达到拉高出货或者低价满仓的目的。尤其是对于一些盘子较小的个股来说,大户庄家们更为钟情,他们完全可以利用少量的资金达到使该股持续跌停或者大幅振荡的方式引起股民们的注意,然后又力捧其爬高以至于连续出现几个涨停板的情况,使股民们对其一直看好,认为很有发展潜力。股民们选择这些涨停板进货时,却往往是大户拉高出货的收获季节,所以广大散户股民一定要提防此类利用涨跌停板而做下的陷阱,对低档段的跌停和高档段的涨停进行仔细的分析,买进和卖出需尽快做出决定,以各机构大户们采取进一步行动而可能产生的损失。

而换股的时机和选择,同样也需要仔细的研究和透彻的思考。许多股民往往犯这样的错误:购入股票之后发现业绩不佳,便忍痛割肉平仓去追所谓的“绩优股”最后没想到刚抛出的垃圾股飞上了涨停板,而手持的“绩优股”却涨势消失甚至有所下跌。这样的错误往往在于过分自信而不相信科学的分析判断,赔起来实在可惜,所以正确的做法应当是“耐心、信心、恒心”三心合一,待到反弹至高档段时出货再选择合适的时机购入绩优股。

二、价格的选择

上海证交所的交易规则是“价格优先,时间优先”。然而在出现了涨跌幅限制制度下,规则适用范围将有所变化。如果有报价超过涨停板时,这样的申报为无效申报,所以此时的“价格优先”便不再适用,而适用后面的“时间优先”的原则,如果两地股民同时以涨(跌)停板价格进行申报,按时间顺序先申报先成交,后申报后成交。而就该规则来看,似乎是让大户们赚了便宜而广大散户股民们吃了亏,他们一般无法同大户们比速度,一旦进入涨(跌)停板时,往往无法买进或卖出,他们的卖出委托一般只能排在大户巨大的买(卖)盘后面而无法真正成交。所已对于一般的投资者来说,不太可能占据先机,经常处于被动地位,不应当盲目地追涨杀跌。

还有一点值得注意的是,一般股民们应当注意提防机构大户们利用涨跌幅停板而设下的多空陷阱。譬如说某机构大户在做多时故意在涨停板处积累大量的卖盘,待散户看好跟进后再突然撤单把包袱扔给广大散户们,从中获利,或者在连续做空的情况下在跌停价位上挂出大量的卖盘,诱导中小散户们在此低档价位上卖时,再趁机撤消卖盘而将所有抛盘买进,达到低价满仓之目的。如此凶狠的庄家陷阱广大股民们不可不防。

所以在这种新情况下,作为入市的股民应具有独立思考的能力、不轻易随风摇动,在选择合理价位买进时应尽量做到心中有数,不论在跌涨停板时股票是涨是跌都应有必要的准备和正确的举措,不能盲目乐观或一味悲观,应该做到正确分析判断大势走向,选择好合理的买入或卖出时机。

三、新制度下的买卖策略

在深沪两市都开始实行涨跌幅限制制度后,对于广大股民来讲,买卖策略与时机的把握都有一些转变。

1. 买卖点的选择

(1)在没有实施涨跌停板制度以前,当股价大量跌下至很低的档位时,成交量已小到了尽头,这往往是股市即将出现转型,反弹的征兆。因为对于抛盘一方来讲能抛的都已抛出,这时往往是股价的最低点,可以趁机买入进货。然而实行新涨跌停板制度后,其成交量极度萎缩后,却往往是涨局的初期或中期阶段。因为有了跌停板的制约,虽然抛盘人数众多,可是由于价格跌不下来,愿意买进的人较为少数,所以成交量也较小。这样如果第二天股价又跌至跌停板的限制线,才可能会陆续有些买方愿意承接。像近期深沪两市的跌情十分严重,而有时成交量两市之和不到 20 亿,卖盘的众多和买盘的稀少形了解明的对比,似乎想较多的股民希望多拖延几日的时间等股价再跌至跌停板的程度从而真正降至一个较低的档位再实施大量进货。因此,如果不断有涨跌停板出现时不要了忽视了实际交易额,只有两者结合起来分析才是比较科学可靠的,待成交量大涨后再实行购进或卖出。

(2)新的涨跌停板制度下,股市行情变化出现了一些新的特点。比如习惯上股民们看见股价与该股成交量一齐猛涨时一定是认为该股很有前途大有可为而放心买进,而两者只有股价上涨而成交量不够时,则以为多头实力不够强大上涨趋势并非真实长久而抱观望态度。而在实行涨跌幅度限制的后,如果某个股在上涨势头中不断被涨停而交易量却不大时,意味着持股者依然看涨,期待更大的股价上扬,这样的话卖方较少,虽然有许多看好的买家,但是涨停板的作用不让满仓者不甘心就低出手而继续持有。第二天又有了一定的涨幅额度,又工始了部分的卖盘出现,买方也毫不迟疑地吃进。这样反复下去,如果成交量开始放得较大时,说明大部分的持股者认为已涨到较高挡拉可以出手平仓了,多方的力量便开始瓦解。经过这样的分析,我们可以了解的是,当受涨跌停板影响成交量不振时,可以认为是上涨或下跌的中间阶段;一旦成交量开始大增后,就该做决定进行最终的买进或卖出的决策了。

(3)在实施了涨跌停板制度之后,对于大部分投资者来讲是被困住了手脚。当利空信息四处散播时,卖者往往想抛抛不掉。由于前面总有大户的巨额卖单阻挡,加上买者寥寥无几,一般股民是难以做到随心所欲的买进卖出的。如果以后出现了大涨的牛市,也往往会被机构大户们抢先一步进货,普通股民只能干着急没什么办法。所以对于这种新交易制度来说,如果有利多或利空的突发信息,吃亏的只会是广大普通投资者。如果从中长期投资的角度来看,卖空买空的投资办法是不可取的,因为经过一轮的暴跌后,再过分下跌的可能性会比反弹回涨的可能性小得多。

(4)把握新股机会以及涨跌的转折点。在现今这种升跌 10% 停牌的限制下,像曾经有过的东北电和吉林化工那样一夜暴富的事情是不太可能再出现了。所以当新股上市的时候,由于不存在前一天股市价为基础,涨跌停便实际上也不存在。例如最近深市上的几只股票,高低跌幅远远超过了 20%,因此如何把握发行日机会是赚还是赔的一个重要契机。应

尽早进行足够的分析和预测,设立合情合理的买单,才可能抓住机会。而对于已存在涨跌停板的限制的个股来说,掌握住牛市的顶端或者是多空市场的转变日,应该可能抓住上涨时的涨停停板到转而下跌的跌停板这一段价差较大的时机,可获较大利益。

2. 实际操作策略与行情特点

(1)从总体来说,涨跌停板制对于大户们十分有利,而对广大普通散户股民来讲则不是个帮助反而是个很大的约束,如果股市行情出现信息面上的利好或利空,由于大户的报单速度大于普通股民,所以往往有利时被大户率先大量吃进而股民们只能吃剩下的,而出现利空看跌时大户们也可以先机出逃把灾难留给普通股民,这样看来似乎这种制度在抑制股市的大波动的作用时欠缺公平,把限制产生的副作用留给了小户。

(2)由于实施了涨跌停板制度,对于大户庄家来讲,原先那种在低价买进筹码再猛炒做高而脱离实际价格水平,然后再赶着了结获利的方法将不太容易实现,取而代之的是缓慢爬初的作法。在这方面新制度在减少股情波动的激烈程度方面是相对有效的。

(3)虽然涨跌停板制度对市场在一个交易日中的波动幅度进行一定限制,但是另一方面是容易使股资人对未来大盘的走势看法比较一致。虽然涨跌幅度受停板限制,可是人们对股情的走势却更抱有信心,似乎在另一方面反而造成了众人合力使波动幅度趋向更大的局面。

(4)由于在实现涨跌停板制度后前一天的收盘价对第二天的涨跌停板起决定性作用,因此对于散户股民们来讲,观察收盘时刻庄家大户对个股的看法和举动是了解其操作意图的好办法。所以对收盘价的分析尤为重要,特别是在庄家变换手法,市场真情难测的情况下。

(5)由于涨停板制度的制约,原先的技术图表分析加入了新的影响因素,其对实际操作的作用开始受到一定程度下的怀疑,因此对个股,上市公司的基本面分析变得更为重要。

(6)在出现涨跌停板后,庄家为避免过早触及停板线而暴露其实际操作意图,他们开始阶段的炒作是慎之又慎的,无论是想吃进筹码或者吐出的话都会比较地稳健。所以广大散户在这种情况下应加强基本分析,采取比较稳妥的长线策略。选择成长性好的潜在绩优股,才可作万全之策。

(7)被停板锁住的筹码占全部流通股本的比例及其变化状况往往反映了市场继续上扬或下跌的力度。一方面在交易日内涨跌停板的打开或封住的次数往往反映了多空之间的力量对比,另一方面对跌停板的量与封住停板的单量之比,一定程度也反映了封停板的力度。

(8)对于实力雄厚的大户来说,常常可以利用制度的弱点制造多空陷阱。首先他们可以利用小盘绩优股易于操纵的特点来进行炒作控制,连续拉上涨停板来带动整个大盘板块走向;其次在新股发行时因为不受涨跌停板限制,大户以任意炒作,价格波动幅度可以变化较大,这一天内蓄意的抬高或打压极有可能造成未来一段时期连续的涨跌停板出现,股民们切忌盲目跟进。其三是大户们可以充分利用其操作速率较快,可以占尽先机的优点来在涨停板时假意挂出大额买单,待中小散户们跟进后再撤消原先的买单,并暗中将手中筹码出手,这样几次反复带动大盘便可达到了结获利之目的,其四是停板位置的高低有更大的诱惑性,庄家可以在跌停板位上挂出巨额卖单,同时另一方面进行敲盘而打开跌停板,显示出有庄家大户参予反向炒作的迹象,引诱股民们跟进后便可乘高出货抛掉手中筹码。股民则纷纷被

套牢而难以脱身。

(9)对于普通股民来讲,掌握下面的时机从而合理采取策略是十分重要的。

①成交量大小,在涨跌停板位置时的成交量很反映了一些问题。比如在跌停板处成交量突然大量增加,说明转机即将来临,估计有较多的后备资金即将入市,后市会发生转向。

②换手率——在涨跌停板制度下,如果连续几日股价于涨跌停板位置,但累积的换手率却较高的时候,表明市场可能继续下跌的势头不大,行情很可能反转。

③消息面上分析。对于突然出现的利空或利好信息而造成的高档或低档段,比起设实现涨跌停板制度前有更大的刚性,不易大幅变动。中小散户们可以利用这一特点及时调整仓位,做到心中有数。

第十七章

证券欺诈与防治

第一节 证券欺诈

一、证券欺诈概述

证券,特别是股票是一柄双刃剑,在创造经济繁荣的同时,又导演了一幕幕逼人踏进黄泉的人间悲剧。马克思说“在创立公司、发行股票和进行股票交易方面再生出一整套投机和欺诈行为。”由于股票价格和股票面值的不平等,由于股票收益的不确定性,风险性,使股票自诞生之日起给投机欺骗行为提供了空间。在西方被称为“十月大出血”的1987年10月,纽约股市价格突然暴跌,道琼斯指数下跌500多点,股票币值损失5000亿美元,随后灾难又波及西方其他股市。全球七大股市累计损失1.4万亿美元。为此引发了美林证券公司的凶杀案。在我国,1993年股市低速时期,也出现股民难堪重负而愤然辞世。上海浦东的康××因炒股亏本3500元而跳楼自杀,同年11月3日浙江股民林×因透支炒股亏损53万元从省证券公司楼顶跳下。由股票引发的夫妻不和、兄弟反目、朋友相煎等形形色色的涉股民事、经济、行政、刑事案件不绝于媒体。在影响股市行情变化的诸多因素中,从法律的视角评断,有合法正常的因素,这属于股市本身所特有的,也是股市得以生存发展的因素。另有一类则属于不合法的因素。诸如诈骗、操纵、垄断。这些因素掀起的股市风浪极为常见。这类因素又可统称为证券欺诈行为。因其危害大小不同,立法取向差异,有的是一般性违法行为,有的则构成犯罪。

证券欺诈行为几乎是和证券的产生相伴的。最早的股市骗局当推1635年的荷兰“郁金香球茎”一案。当时荷兰刮起抢购郁金香球茎,以致每个球茎价格高达2500荷兰盾。人们之所以竞相高价购买,不过是街市传言有人愿以更高的价格收买。终有一天,有人害怕了,抛售球茎。这一下又带动大家都降价抛售,球茎价格一落千丈。类似的骗局,股市也屡见不

鲜。18 世纪初的英国,有人利用人们发财心切的心理炮制招股广告:“铅中提取白银,水银可以变成白银”。更有招股广告荒唐之极:“本招股公司从事的事业有巨大的效益,但无人知晓为何物,认购者每股预交定金 2 英镑”。竟然这样可笑的广告居然能引起 1000 多人的响应。同一时代苏格兰冒险家约翰·肖开办的密西西比公司股票案为早期股市最大的一宗诈骗案。这起低级行径多发生在股票发展和立法执法不完善的早期阶段。随着股份制经济和股票市场的成熟,各国股票立法执法的完善,一定程度上遏制减少了欺诈行为,但是不法欺诈活动远未绝迹,且可以肯定地说永不会绝迹。西方股市的丑闻和我国股市的风波仍不时充斥报刊媒体。

1988 年以酿造啤酒闻名于世的基尼斯集团击败竞争对手以 27 亿英镑巨款收购、吞并了英国最大的苏格兰威士忌生产厂家英国酿酒公司,创造了英国本世纪最大的企业兼并记录,同时也成了英国本世纪最大的股市丑闻。同年 5 月基尼斯集团董事长、总经理欧内斯特·桑德斯被捕,后被控有 37 项罪行,卷进该丑闻的还有金融、工商界的大亨几十人,其通过内幕交易获取对手情报,动用自己的资金假借他人名义收购本公司股票,与大商人串通一气搞虚抛交易等。1990 年 5 月 21 日美国《幸福》杂志披露德雷克塞尔投资银行执行董事丹尼斯·莱维恩利用自己掌握的情报,通过瑞士银行的秘密帐户,进行股票投机内幕,最终被判 5 年监禁,违法所得的资产被没收。1989 年日本政界爆发了一场地震,即“里库路特案中”。小小的股票使日本 10 多位达官贵人身败名裂。老资格政治家宫泽喜一、劳动省事务次官加藤孝元、文部省次官高石邦昌、防卫厅长官加藤宏一、自民党主席中曾根康弘、日本首相竹下登等均因牵涉本案,不得不罢官丢职。1991 年 1 月 8 日日本证券界又暴丑闻,众议院议员、环境厅长官稻村利幸因与股票投机商进行上千次非法交易被地方法院起诉。1992 年印度最大的证券交易所孟买证券交易所爆出了印度独立 40 年来最大的金融丑闻,以印度著名的股票经纪人迈赫塔为首的一批经纪人和银行官员串通一气,利用印度处于过渡时期金融监管的漏洞,从印度四大商业银行相继抽出 350 多亿卢比投入股票市场,操纵股价牟取暴利。此案造成损失特别巨大,印度银行系统损失 350 多亿卢比。印度国家银行行长被解职,住宅信贷银行行长自杀,印度商业国务部长引咎辞职,印度四家主要交易所的交易商举行大罢工,致使证券市场瘫痪 1 个多月。

旧中国的股市丑闻更是层出不穷。因股市受到外国资本、官僚资本的控制,加上官商勾结其行为性质更为恶劣。值得一提的是 1910 年的橡胶假股票风潮,至今提起仍令人心悸。1909 年世界性橡胶涨价,使橡胶园主和投资橡胶企业的股民收益颇丰。在高利的诱惑下,人们纷纷购买橡胶股票。英国人麦边开办的蓝格志拓殖公司编造舆论,大施骗术,宣称在澳洲种植大片的橡胶园,并向公众发行股票,一度股票价格抬至面值的 27 倍。麦边等外国冒险家见股票价格已涨到预期的价位时,暗中将股票尽数抛出,于 1910 年 7 月携款逃出中国。消息传出后,股票价格急剧下跌,如同废纸,全上海 100 余家钱庄有一半未能脱逃倒闭的厄运。因缺少统计、难以计算上海人损失的具体数字。

当股票再度呈现在中华大地时,恰如任何光亮的地方总是伴有自己的阴影一样,几乎在数以百万计的股民争先恐后地试图在喧闹奔涌、变幻无常的股票证券市场中探寻投资致富的捷径时,由股票引发的案件也出人意料的突兀而起。1990 年 12 月 26 日首起股票案件在

深圳罗湖区人民法院审结;1993年5月7日广东省高级人民法院对震惊中外的原野股票抵押案做出终审判决;1993年11月28日警方侦破全国股市诈骗第一案;1994年4月因股民透支炒股亏本跳楼自杀引起的纠纷在杭州调解结案;1994年6月10日湖南省邵东县发生炒股亏本杀人案……。股民之间、股民和券商之间的民事经济纠纷举不胜数。属于典型的证券欺诈案件也是光怪陆离五花八门。1993年12月25日湖南长沙市两股民状告湖南信托公司证券部信息误导,致使损失2万余元。1993年9月下旬沉闷的上海股市突然传出爆炸性新闻,9月30日中国宝安集团上海公司收购延中实业公司股票,延中股票价格由12元左右,经收购和反收购争夺直冲至10月7日的42.20元,宝安公司持股达18%。10月22日证监会认为宝安公司违反规定,属违规收购行为。这一事件被新闻媒体称为“宝延风波”。1993年9月16日晚,中国农业银行襄樊市信托投资公司上海证券业务部与深圳华阳保健品公司业务员洽谈业务时,得知华阳公司将收购上海某公司的股票,证券部得知内幕信息后,于9月17、27日三次自营购进该股票62.78万股,并于10月7日高价抛出,共盈利1600余万元。后被中国证监会查处,以内幕交易处以没收非法所得,并处暂停营业和罚款。1993年11月湖南株州县物资局工作人员李某携公款100万炒股,企图赚大钱却被熊市套牢,李为图解脱和赚钱,于11月5日将炮制的北海正大置业有限公司收购苏三山股票的公函,通过传真发往《深圳特区报》和海南《特区证券报》,后者未经核实便刊登在头版头条醒目位置,致使苏三山股价由8元多上涨至11.50元,8月单股成交价达2.2亿元。该案成为我国首例利用新闻媒介进行证券欺诈第一案。波及国家资金6.8亿元,股民亏损4340万元,国家损失3000万元。1993年末中国证监会发言人透露:厦门冷冻股份有限公司、北京天桥股份有限公司、上海延中实业股份公司公布的股东大会通过表决公告日期与表决日期的间隔违反规定,证监会根据有关规定给予了相应的处罚。此后证券欺诈案件日益增加,形式多样。如四川长虹违规将红股上市,四川某公司未及时披露海外业务的重大亏损信息,山东渤海公司虚买虚卖本公司股票来抬高股价牟取非法利益587.97万元,1994年3月10日沪市大户联手恶炒界龙股票,使股价由10元涨至29.80元,当散户大批跟进时又巨量抛出,10分钟内股价又跌至11.30元,使大批散户被套牢。为遏制日益猖獗的证券欺诈作为,经国务院批准1993年9月2日国务院证券委员会发布了《禁止证券欺诈行为的暂行办法》,中国证券市场开始走向用法律的形式防治惩治证券欺诈的道路。《禁止证券欺诈行为的暂行办法》以规章的形式明确了证券欺诈行为的具体形式、法律责任、查处机构。

所谓证券欺诈是指证券发行人、证券机构、证券管理人员,证券从业人员、投资者或者其他人员,以获取非法利益、减少损失为目的,违反证券管理法规,在证券发行、交易及相关活动中从事内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述、妨碍证券信息、空买空卖等行为。

1. 证券欺诈行为的特点

(1)证券欺诈行为是滥用资源优势的行为。即社会资源分配关系中处于优势地位的人,在履行职务过程中,滥用拥有的资源优势而危害社会的行为。滥用资源优势是证券欺诈的基本特征。操纵市场是滥用资金优势,内幕交易是滥用权力信息优势,虚假陈述是滥用权力技术优势,欺诈客户是滥用权力智力优势等。

(2)危害后果的严重性分散性。表现在扰乱证券市场的正常秩序,降低我国证券机构的

信誉,增加跨国募股的困难。欺诈行为有时对整个证券市场产生冲击,引发证券价格的暴涨暴跌。仅以涉及的金额而言,数百万元不是小数,多数是数千万元、数亿元甚至更大,而盗窃、贪污几万元都要处以重刑,证券欺诈的危害性可见一斑。证券欺诈行为的受害者和传统违法犯罪行为相比,分散性较突出,绝少会是受害人为一人,更多地是不特定的多数人。这在一定程度上将危害性淡化了。

(3)证券欺诈行为的隐蔽性、智能性。和街头暴力违法犯罪的特点绝不相同,违法犯罪主体通常有较高的智力、技术和专业知识,熟悉证券操作的具体程序和技巧。因此,行为人违法犯罪时往往有计划、有预谋,寻找最适当的实施时机。证券市场变化无常,行情变动迅速,违法犯罪行为时间短,隐藏在市场交易之中难以发现。

(4)证券欺诈行为获利的间接性表面的公正性,侵害利益的抽象性。证券欺诈行为获取的非法利益,必然经过交易交割等环节,不象其他财产犯罪获利的直接非法占有,证券欺诈表面看似公正、公平的买卖行为,实际上背后是暗藏杀机。

证券欺诈行为和证券、证券市场、证券交易产生于相同的条件,不同的时期证券欺诈行为的具体方式和造成的危害性大小不同。早期的证券欺诈行为多具原始性,而今欺诈行为更多有隐蔽性,更多运用高新技术和资金信息优势、更多利用职务的便利条件。为认识和揭示证券欺诈行为的规律,深入研究其产生的根源和条件,预测其发展的趋势,从而采取相应的对策,是证券研究的重要课题。证券违法犯罪的原因具有时代特征和地域特征,是一个有深刻内涵和多变外延的主题。

2. 我国当前证券欺诈行为产生的原因

(1)证券方面的立法滞后是证券欺诈行为产生的重要原因。我国的证券立法起步较晚,作为规范证券活动的全国统一的证券法尚未出台。虽然近几年国家根据证券市场发展的情况,颁布了《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券交易所管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为的暂行办法》等法律、法规和规范性文件。这些无疑对证券市场的健康发展具有重要意义。但应该说,法律规范既不全面,另外惩治力度不够。特别是对构成证券欺诈犯罪的行为,规定非常含糊和笼统。对证券欺诈行为构成犯罪的触犯了哪些罪名、欺诈犯罪行为的构成要件、量刑情节和刑罚幅度没有明确规定。法律责任只有一些经济、民事和行政责任,极少有刑事责任的规定。1979年制定、颁布的刑法典中八大类犯罪仅第123条“伪造支票、股票、或者其他有价证券,处7年以下有期徒刑,可以并处罚金”涉及到一点证券内容。但这还不是严格意义上的证券欺诈。由于缺乏相应的法律规范,特别是刑事制裁规范,使得欺诈行为特别是严重的犯罪行为未得到及时处理。①由于缺乏具体规定,欺诈行为可以毫无顾忌的胆大妄为。②缺乏相应的刑事法律规范,司法机关处理时无法可依,增加了办案难度。③缺乏相应的规范,众多行为人没有判明自己行为法律性质的标准,极易把欺诈行为误以是合法的投机行为。证券立法滞后的负面影响和证券业务的国际化现代化对照更显深刻。我们知道,随着现代化的通讯工具、交通工具的发展,证券市场的国际化倾向日趋明显,境外机构涉足我国证券市场的渠道很多,境内外的投资者、投机者、冒险家联系频繁。证券欺诈的技巧,行为方式传播极快、没有严格法规规范的证券市场极易成为欺诈行为的温床,其后果难以设想。为了严厉惩治证券欺诈犯罪,1997年修订的《中华人民共和国刑法》中,

规定了内幕交易罪、操纵证券市场罪和妨碍证券信息罪,对欺诈客户、空买空卖和虚假陈述等证券欺诈违法犯罪行为仍未规定。这显然是美中不足之处。

(2)拜金主义。权力商品化的腐朽观念和错误思潮的影响传播是证券欺诈行为产生的直接原因。我国实行的社会主义市场经济模式,使人们的价值观念、价值取向发生了巨大变化,人们开始更多注重自己的经济利益取得。证券投资者、证券市场和证券活动的参与者基本目的都在于获利。而证券本身具有收益性,但同时又有投机性、风险性。国家法律允许人们从事证券活动获取收益,也依法保障任何人依法取得的证券投资收益。有些人在追求金钱欲望刺激下,在证券活动中无视社会利益、他人利益,借助证券本身的特点,不择手段甚至采用违法犯罪行为来满足自己的欲望。

(3)证券市场自律管理体系不健全是证券欺诈行为产生的条件。自律管理是证券市场管理的重要组成部分。自律型管理得以存在的前提有两个:一是完善的市场机制;二是证券从业人员必须具备良好的操行、技术和经验。目前,我国的社会主义市场经济体制刚刚确立,市场经济机制远未完善成熟。同时,我国的证券市场历史较短,短时期内缺乏高素质的从业人员。基于这两点原因,足见我国目前的证券市场的自律管理难以成型,这也是证券欺诈行为滋生的温床。证券业的自律管理主要有三个方面组成,即证券交易所、证券业协会和证券商。证券交易所主要是通过制定有关的章程准则,对证券上市及其交易实施管理;证券业协会则是对整个证券业的正常运作实施自律管理,主要是通过制定证券商共同遵守的规则,通过培训提高证券从业人员的业务技能和职业道路,组织证券从业人员的考试、考核。证券商自律管理主要通过内部管理制度来实现。我国目前自律管理不令人满意,证券交易所方面虽然订有章程和相应规则,但并不完善,有些方面有较大的随意性,对于一些突发事件缺乏快速自动的应变能力。证券业协会的自律处在空白阶段,协会的章程虽已公布,但该发挥的作用并不明显,证券商的自律管理总体上处于松散的状态,没有较为统一的指导大纲和准则,难免使某些沉溺于金钱的人在侥幸心理驱使下实施欺诈行为。另外,监管执法缺乏严肃性,监管执法是实施监管的主要部分,如不认真执行,法规再多也不会收到所预想的效果。

(4)证券欺诈行为的隐蔽性,取证难度大,执法力量不够是欺诈行为产生的重要原因。证券欺诈行为隐藏于正常的证券发行交易中,欺诈行为和合法的投资、投机行为相互交织,难以分辨。不仅被害人难以察觉,就是管理部门也不易发现。调查取证更是难上加难,没有确凿的证据,无法认定和加以处罚。被害人不知道自己被害;人们不认为有欺诈发生;被害人不特定性;证券交易过程的神秘性;欺诈行为人在市场上拥有多种身份便于隐藏等。这些因素的共同作用使欺诈行为人敢于冒险。此外,欺诈行为人所具有的专业知识和专业技能比执法人员技高一筹。目前执法人员对欺诈行为的侦查取证等相当生疏,加上相应的设备缺乏,在一定程度上助长了违法犯罪人员的气焰

3. 证券管理

证券管理指对证券的筹集、发行和买卖等业务在法律上制定管理规章和其他的管理规则条例。其内容一般包括:①由国家制定的证券法、证券交易法、证券机构法、公司法等。②由证券主管机构依法律授权而制定的各种细则、实施办法。③在证券法规的授权下,证券自

律组织制定的章程。营业规则和其他行为准则。

我国作为发展中国家,证券市场也处在发展阶段,远没有成熟。借鉴其他发展中国家证券管理模式方法,具有较强的可比性。发展中国家和证券市场可追溯到 100 多年以前,只是进入 70 年代以后,一些发展中国家和地区的经济得到迅猛发展,证券市场也随之活跃,其管理模式基本可划分美国模式、英国模式和新模式。所谓新模式,它的特点是把证券交易所和证券管理委员会的作用合二为一,其他方面更倾向于美国模式。综合起来,发展中国家的证券管理趋势是:一是以经济发展为最高目的,相对忽视投资人的利益保护;二是政府担任的角色突出,不仅立法管理,而且还可直接干预市场;三是加强对证券发行的管理,证券发行必须经过申请批准程序,并且要公布完整的信息资料;四是鼓励大众投资证券,以扩大证券市场的基础;五是鼓励团体投资者参与市场,提高证券市场的效率;六是一般援引采用发达国家的技术和法律条款,并结合国情适当取舍。

我国的证券市场监督管理机关由中央和地方管理机构组成。中央管理机关最初是中国人民银行,但实践中暴露许多问题,银行业和证券业的分业管理成为人们的共识。1992 年 10 月国务院证券委员会成立,它直属国务院,由中国人民银行、国家体改委、国家计委、财政部、国务院经贸办、国家国有资产管理局、监察部、最高人民法院、最高人民检察院、经贸部、国家工商行政管理局、国家税务总署和国家外汇管理局等 16 家单位派员组成。其职责是对证券市场进行宏观管理,统一协调证券发行、管理及制定有关的政策。同年年底又成立了中国证券监督管理委员会,作为国务院证券委员会指导并授权监督管理全国证券业的政府执行机构。地方性的证券管理机构最早的是成立于 1990 年 7 月的深圳市证券市场领导小组,1993 年改由新设立的深圳市证券管理委员会代管,尔后在 1992 年 5 月上海成立了证券管理委员会。随后各省、自治区、直辖市及部分大中城市也陆续成立了地方性证券管理机构。这些地方性的管理机构审查批准本辖区的证券发行计划、审核公司上市计划等。1996 年 3 月 21 日中国证监会授权北京市证券监督管理委员会、天津市证券管理办公室、青岛市证券管理委员会办公室等 24 家地方监管部分行使部分监管职责。

中国证券业的自律组织是 1991 年 8 月 28 日成立的中国证券业协会,和我国蓬勃发展的证券市场相比,目前我国的管理行为显得有些无序和混乱。现有的管理体制不仅多头分散,而且职权混乱。虽有证券管理委员会,但它却由 16 个部委组成的议事机构,均有权向证监会发号施令,加之我国的证券交易所和交易中心分设全国各地,当地的党政机关自然也是地方管理机构。多头分散的管理体制,形成遇事扯皮、遇利相争的局面。由于证券市场是个高度专业化、电子化的系统,而在主管证券市场的条块职能部门中,相当数量的同志对证券知之甚少,往往出现“各吹各的号、各拉各的调”的无序现象。近几年,证券市场多次因管理部门的政出多门、朝令夕改和领导缺乏常识的讲话而引起股市大起大落。有鉴于此,中国证券业的管理层正积极探索管理的新模式、新措施。在某些监管措施上出台了新的举措,比如强化了上市公司的信息披露,定期抽查财务报告的真实性、募集资金的使用情况、公司规范运作情况和建立上市公司动态监管系统等等。

证券管理中的证券法制建设,特别是加强证券立法有其特殊意义。或者说证券立法是证券管理的基础,是证券业发展史的经验总结。

关于我国证券管理发展的方向,国务院确立了“法制、监管、自律、规范”的八字方针。这充分表明证券市场的管理层清醒认识到法制对证券业健康发展的重要性。但是尽管指导思想明确了,可证券法规的立法远远未及完善的地步。我国的证券市场从1981年发行国库券算起已有16个年头,股票交易从1986年上海开始的柜台交易起算也已有11个年头,但全国性统一的证券法至今尚未出台,作为临时性的行政法规、部门规章、地方性的法规规章又缺乏统一的指导方针和基本原则。当然证券法没有出台,并不表明我们没有证券管理方面的规范性文件。中国人民银行、国务院证券委、中国证监会和其他部门陆续出台了一系列规章制度,从证券的发行、交息、公开信息、上市公司规范、证券欺诈行为的惩治等诸多方面建立了相应的规则。客观上讲是这样的一个现状:证券立法滞后于证券市场的发展,初步建立了证券法规制度但不完善不成体系。此外,证券执法不严,出现一方面抱怨法律不健全,同时又将现有的制度规章束之高阁。因而我们说,证券业的法制同样是“有法可依、有法必依、执法必严、违法必究”,唯有如此才可法严市兴。

二、内幕交易

内幕交易又称内部交易、内部者交易、内线交易,简单地说是指在证券发行、交易过程中,内幕人员或者非内幕人员围绕有关的内幕信息所实施的欺诈行为。一般而言,低买高卖获取中间的差价是每一个投资者都追求的目标。但是,股价并不是按照每个投资者的愿望变化的。投资者赖以决策的基础是对影响股价行情各种信息因素的分析判断。因此,法律必须创造一种机制、一种规则,保证信息能够及时、公正、全面、平等地传递给投资者。相反,若部分人能够早于其他投资者获悉影响股价走向的重大信息,显然他的起跑点更具优势。投资的结果会怎样则不言而喻。在证券市场上,谁比别人先知悉信息,谁就成了半个赢家。当普通投资者还象猜谜似的估计行情,拥有内幕信息的人已将谜底捏在手中。

内幕交易就是指掌握内幕信息的人滥用信息优势实施的欺诈行为。

为便于说明,我们先看两个案例。

章某、李某二人是乐康食品股份公司的董事,1994年6月乐康公司与外地的海达实业公司签订购买一批食品机械的合同,标的额是250万元。在谈判签约时,海达公司指出:自己的流动资金不足,希望能够先付货款,9月份正式交货。乐康公司的办事人员同意这一请求,并于6月中旬汇去250万元。而此时的海达公司已资不抵债,濒临破产,汇款到后立即被法院划拨抵债了。9月底乐康公司见合同到期,海达公司仍未发货,便派人催问,此时才了解实情。章、李二人知悉这一情况,考虑到公司发行股票才几个月,公司的资产不过1200万元,这一消息公布后肯定会引发公司股票价格下跌。于是二人抛出所持股票1000股,每股价格23元。同时建议好友韩某亦出手股票,韩接受建议抛出股票,每股价格22元。1994年11月乐康公司将合同不得履行一事上报证券交易所和中国证监会,并向社会公布。消息公布后,乐康公司的股票价格跌至15元。章、李的行为后被人揭发,中国证监会查实后,认定李、章二人属内幕交易,做出如下处罚决定:没收章、李二人的非法所得8000元,并处2人罚款6万元,建议乐康公司给予两人行政处分。

1986年美国最大的股票内幕交易丑闻曝光。基德投资银行总裁西格尔在1982年至1986年间把绝密的商业情报出卖给股票投机商博斯基,进行了近10起内幕交易。1982年夏天,美国基迪克汽车配件公司打算以15亿美元吞并马丁公司,马丁公司聘请西格尔为首席顾问,决定提高本公司的股票价格以防止吞并。西格尔在马丁公司宣布该计划前夕,将这一机密透露给博斯基,博斯基抢先购买5.25万股马丁公司股票。当马丁公司宣布股票涨价时,博斯基净赚12万美元。为牵住这条内线,博斯基付给西格尔12.5万美元的咨询费。以后的四年里两人狼狈为奸,又进行几起内幕交易。西格尔因泄露内幕情报而得近千万美元。案发后,西格尔被判处10年监禁,仅罚款就高达900万美元。博斯基利用内幕信息非法投机,其非法盈利5000万美元被没收,罚款5000万美元,剥夺从事股票交易的权利终身。

上面的二个案例,就是典型的内幕交易。前者章、李二人是公司的董事,知悉公司因签订合同不慎遭受重大损失的内幕信息,在消息公布前抢先抛售股票避免损失。后者是西格尔受委托知悉马丁公司反收购的内幕信息,而故意泄露给他人牟取暴利。当然内幕交易的行为方式除此之外,还有其他的形式。

1. 内幕交易的危害性

(1)违背公平、公正、公开的“三公”原则。公平是所有的投资者在证券交易中,没有特殊优势,投资的收益和风险的前提条件是公平的;公正是指证券市场中的主体行为和市场运行机制是符合法律规定的是公正的;公开是指发行公司、公司内部人员、证券商、投资顾问及证券交易所等在采取涉及市场的行为时,应履行必要的公开告示义务,“三公”原则是证券法制的指导思想,是证券市场运行的基石,是投资者投资行为的基础。法律不能保证每个投资者都同时到达终点,但一定要保证每个人都拥有共同的起跑点。内幕人员利用其他投资者无法获取的内部信息的优势是不公正的,其买卖证券谋取私利的行为是不公平的,进而使大多数投资人的利益受到损失是不公正的。

(2)违背诚实信用原则。在证券的发行、交易过程中,公司的董事、大股东、经理及其他职员、会计师、审计师、律师等都应该自觉做到诚实信用,依据受托人义务的理论,知悉内幕信息的人员由于雇佣被雇佣关系、合同关系、亲属关系和临时建立的信用关系,对股东、社会、委托人员负有诚实信用的义务,不得利用内幕信息进行非法交易。

(3)违背了效益效率的原则。由于内幕交易具有随意性,投资者难以获悉哪家公司有尚未公布的内幕信息;或者哪家公司的内部人员要利用内幕消息买卖公司的证券,而他们又相信内幕交易会削弱其投资获利的能力,所以,他们认为就证券市场整体而言,每一次交易都潜伏着莫测的风险,于是有些投资者退出投资市场,而大部分投资者则通过对公司证券价值打折扣的方法来抵消内幕交易的风险。因此降低了资本收益率或者效益价值,破坏整个资金市场效率的发挥。

证券市场初建时期,经济自由主义思想占居主导地位,证券市场缺乏管理,反以自律为主。这种做法虽在一定程度上促进证券业的繁荣发展,但亦留下深深的隐患。1720年西方近代第一次金融危机“南海公司”事件之后,英国政府尝试对证券市场的管理,限制内部人员交易规则发轫于美国。1909年以前在普通法规范之下,公司的董事、监事、大股东等内部人员并不负有将内部信息公开的义务以及利用内部信息买卖公司股票应对相反买卖的投资人

负民事赔偿义务。1909年美国联邦最高法院在一起案件的判处中改变了以往的观点。法院认为公司的董事、监事买进本公司的股票时,虽不负有对信托受益人所赋予受托人须将广泛的公司信息公开的义务,但对于公司的重要信息、公司合并的预定、公司财产的转让等涉及公司股价的“特殊事件”负有将信息公开的义务。如怠于公开并从事公司股票买进时,对交易的对方负有赔偿责任。依据此判决所确定的“特殊情事法理”为后来大部分判决所援用,并成为制裁内幕交易的最早规则。随后经历了1929年、1987年的两次全球性股市风波后,证券业的监管法律日臻完善。特别是1929年的股市崩溃和经济危机使得国家干预经济的思想占主导地位。时至今日,内幕交易禁止规则已被各国的证券立法所确认。其中尤以美国的立法最为详尽和严格。如美国的1933年证券法、1934年证券交易法、1984年内幕交易制裁法、1988年内幕交易与证券欺诈执行法、1990年再次颁布的证券执行和蚊式型股票改革法。

2. 内幕交易的主体

确定内幕交易的主体是禁止内幕交易立法的首要问题。内幕交易是特殊主体的证券欺诈行为,是否具有主体的特定身份,关系到欺诈行为能否成立。关于内幕交易的主体范围,各国立法形式和规定的内容各不相同。立法形式上可分为三类:

第一类是法律上没有对内幕人员的范围做出界定。如巴西、新西兰、瑞士、瑞典等国。不过这些国家实际上对涉及内幕交易的人员有一定的监管措施。如巴西第6404号法令规定:“高级职员在就职时必须公布他所持有的该公司证券的数目。如果需要,还必须向股东大会提供他上一会计年度内的交易情况。”

第二类是对内幕人员的范围界定较窄。如意大利、荷兰、韩国、原西德等国。如原西德《内部人交易基本准则》第2条第12项规定:“内幕人员仅包括公司或者关系的企业的董事会成员,持有发行股份超过25%的股东,从业人员以及银行或者相当于银行地位者。”该准则所规范的内部人范围显然仅限于传统式的内部人,不包括因营业上往来或者执行职务的会计师、律师,以及与公司有大笔交易的其他公司及职员等。另外,内部人员若将信息提供给第三人,该第三人利用信息买卖证券图利,也未列入禁入之中。

第三类是详尽规定内幕人员,并且范围较广泛。如美国、英国、日本和一些新兴股市的国家。美国把内幕人员分为四种:即传统的内部人员、准内部人员、公务员和第三人四种。日本的1933年《证券交易法修正案》把内幕人员分为公司关系人和公开收购人等。其中公司关系人又分为四种:第一种是发行公司的内部人员,包括董事、监事、代理人、从业人员,借职务之便而获知重要信息时,禁止该消息公布前的买卖。即使不是职务行为的本身,因与职务密切关系的行为而获悉也含在内。第二种是持有已发行股份3%以上的股东,借行使帐簿阅览权之便而获悉重要信息,其买卖行为受限制。在交涉当中获悉的也含其中。第三种是对发行公司享有法律上规定权力的人。例如行政监督机关的职员。借行使权力而获悉信息时不得买卖。第四种是为发行公司的契约对方,借缔结契约、履行契约义务之便而获悉时受限制。融资银行、承销股份的证券公司亦属此类情形。所谓公开收购人是指公开收购人以及进行5%以上股票集中买入行为的人,以及和公开收购人有相对应关系,如契约关系、雇佣关系等而获悉信息也禁止买卖。

我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》第6条规定:“本办法所称内幕人员是指由于持有发行人的证券,或者在发行人或者与发行人有密切联系的公司中担任董事、监事、高级管理人员,或者由于其会员地位、管理地位、监督地位和职业地位,或者作为雇员、专业顾问履行职务,能够接触或者获得内幕信息的人员,包括:(一)发行人的董事、监事、高级管理人员、秘书、打字员,以及其他可以通过履行职务接触或者获得内幕信息的职员;(二)发行人聘请的律师、会计师、资产评估人员、投资顾问等专业人员,证券经营机构的管理人员、业务人员,以及其他因其业务可能接触或者获得内幕信息的人员;(三)根据法律、法规的规定对发行人可以行使一定管理权或者监督权的人员,包括证券监管部门和证券交易场所的工作人员,发行人的主管部门和审批机关的工作人员,以及工商、税务等有关经济管理机关的工作人员等;(四)由于本人的职业地位、与发行人的合同关系或者工作联系,有可能接触或者获得内幕信息的人员,包括新闻记者、报刊编辑、电台主持人以及编排印刷人员等;(五)其他可能通过合法途径接触到内幕信息的人员。”同时,该办法第4条第3款规定:“非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券。”

根据该办法,我国内幕交易行为的主体分为二类:一类是内幕人员,二是非内幕人员(严格的范围限制)。内幕人员的范围有比较明确的法律界定,他们的特征是合法接触知悉内幕信息,或因职务关系,或因合同关系,或因业务关系,或因雇佣关系等等。总之,接触知悉内幕信息是有合法前提的,是其业务本身所必要的、不可缺少的。对于这类主体,法律要求他们必须保守秘密,不得在信息公开前进行相关的证券行为。非内幕人员,从逻辑学意义上而言,除了内幕人员外其他社会主体均为非内幕人员。他们本来并不具备特定的身份,无法接触到内幕信息。他们要进行内幕交易必须有相应的条件,即知悉内幕信息。他们知悉内幕信息的途径无非有两条:一是自己直接接触内幕信息而知悉。如盗窃、收买等各种手段得到内幕信息本身。这种手段可能是合法的,亦可能是非法的。二是从知悉信息的内幕人员转述中获悉。这种转述可以是口头的,亦可以是书面的,甚至是形体语言。这些人不得从事内幕交易并非是契约义务,而是法律赋予的特定义务,即不管是何种途径知悉内幕信息后,都不能加以利用于交易。我们可以通俗的打个比喻:内幕信息是一个法律禁忌,不管是谁,一旦知悉后就符合内幕交易主体的身份特征,如有内幕交易客观方面的行为方式和主观特征就构成内幕交易。

3. 内幕信息

什么样的信息可以称之为内幕信息,这是认定内幕交易行为要解决的关键问题。显然,和证券相关的信息成百成千,能成为内幕信息的只能是那些尚未公开的、并且对证券市场价格走向有重大影响的信息。《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条规定:“本办法所称的内幕信息是指为内幕人员所知悉的,尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息。”日本的证券法规把内幕信息分别列举为有关公司的业务信息和有关公司收购等信息。其中有关公司业务的信息分为四类:第一类是公司机关决定增资、减资、合并、新产品、新技术的投产等以及决定分布后立即作出取消的决定,除法律列举的事项外,加上内政令规定的业务协作及其解除、破产等的申请、新事业的开始等;第二类是诸如因灾害而受损失,将突发事件做出重要消息,由政令追加的有提起诉讼、临时处分申请,票据、支票的拒付,资源发现及其他;第三

类是对于销售额,经常利润或者纯利润与新近公布的预计值相比,新算出的预计值、本期的决算值在一定幅度以上的变动;第四类是有关公司营运、业务以及财产的重要消息。有关公司收购等重要消息是指关于公开收购和5%以上的集中买入行为的行为人决定实施或者实施决定公布后,作出中止决定。有关公司业务等消息还必须对投资者的投资判断有显著影响,方能称为“重要消息”。

我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条第2款把重大信息列举为26项:

(1)证券发行人订立重要合同,该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响;

(2)发行人的经营政策或者经营范围发生重大变化;

(3)发行人发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为;

(4)发行人发生重大债务;

(5)发行人未能归还到期重大债务的违约情况;

(6)发行人发生重大经营性或者非经营性亏损;

(7)发行人资产遭受重大损失;

(8)发行人的生产经营环境发生重大变化;

(9)可能对证券市场价格有显著影响的国家政策变化;

(10)发行人的董事长、1/3以上的董事或者总经理发生变动;

(11)持有发行人5%以上的发行在外的普通股的股东,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的2%以上的事实;

(12)发行人的分红派息、增资扩股计划;

(13)涉及发行人的重大诉讼事项;

(14)发行人进入破产、清算状态;

(15)发行人章程、注册资本和注册地址的变更;

(16)因发行人无支付能力而发生相当于被退票人流动资金的5%以上的大额银行退票;

(17)发行人更换为其审计的会计师事务所;

(18)发行人债务担保的重大变更;

(19)股票的二次发行;

(20)发行人营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的30%;

(21)发行人的董事、监事或者高级管理人员的行为可能依法负有重大损害赔偿责任;

(22)发行人的股东大会、董事会或者监事会的决定被依法撤销;

(23)证券监管部门作出禁止发行人有控股权的大股东禁止转让其股份的决定;

(24)发行人的收购或者兼并;

(25)发行人的合并或者分立;

(26)其他重大信息。

内幕信息在本质上有以下特征:未公开、价格敏感以及相应的判断标准。

(1)未公开的信息。即投资公众尚未或者无法通过正当渠道获取的信息。未公开有两

层含义:一是应该公开但尚未公开的信息。即根据公司法、证券法和证券交易的规则,股份有限公司必须向社会公开的信息,但没有依相应的规定公开信息。二是不公开的信息。即依相关的法律规则股份有限公司不必向社会公开,而且公司规定予以保密并采取一定的措施来保证信息不公开。和未公开相对应,公开也有公开的时间、公开的场合的具体要求。公开的标准大致有四种情形:①以新闻发布会的形式公布;②通过全国性的新闻媒介;③市场消化信息;④只要有相当数量的股票分析师知道即可,即使大部分投资不知道,也算已经公开。美国采取的是第四种标准。我国的《股票发行与交易管理暂行条例》第63条规定,公布和公开应以有关消息和文件刊登在中国证监会指定的报刊上为准。此外,某些信息通过中央或者地方认可的其他信息渠道也可。信息公布后是否等候一定的时间方可认为公开,内幕人员方可进行相关交易。比如美国法院裁定的一起内幕交易案件就涉及到这个问题。被告人系内部人员,他在某公司重大信息公布后的30分钟时就进行股票交易,后被美国证券管理部门起诉。法院认为,30分钟过于短暂,该时间并非所有投资者都能知道、消化、分析该消息,内幕人员必须等待一个更长的合理时间方可进行交易。对此问题公认的惯例是经过10个营业日,内部人员须待消息公布后的11个营业日方可开始交易。由此可见,公布消息还不等于公开消息。对无须公开的消息何时才能认定它已解禁的标准,应参照的标准是公司的保密制度或者实际上已解密。

(2)内幕信息的另一特征是对证券市场价格有影响,即所谓的价格敏感。内幕交易所利用的内幕信息必须是价格敏感的信息,如果信息不足以左右投资者做出买进或者卖出的抉择,内幕人员对该信息的利用就不会在多大程度上对市场构成影响,也不会对投资者造成多大的损失。在认定信息的价格敏感时,须综合考虑以下因素:①信息公开后是否对相关股价形成了影响,而不考虑该信息的内容最终是否被付诸实行;②多数投资者在知悉该信息是否会对相关股票的投资价值作出合理的重估;③内幕人员在知悉信息后,是否从事了与该信息内容相一致的交易行为;④相关公司是否对该信息采取保密措施。同时在认定价格敏感时须解决一个判断标准的问题,对证券市场价格的影响是以主观判断为标准还是客观推断为标准;主观判断是以行为人的判断为标准还是以通常人们的主观判断为标准。例如,金融政策的变化被认为能够对证券市场价格走向发生影响,但实际生活中,有时并不太明显。在我国1996年的10月份国家对存贷款利率作了调整,下调了几个百分点,综观沪深两地股市都无反应。此外,内幕信息的“内幕人员知悉”、“尚未公开”、“价格敏感”三者的关系是并列关系,还是某些特定的情况下有主次之分。把握这些内在联系有助于我们判断内幕信息的范围和立法取向。《禁止证券欺诈行为暂行办法》所列举的26类信息中,有部分信息不一定对证券市场价格有影响,起码在目前我国股市所处的阶段是这样的。如发行人更换会计师事务所,发行人的人员变动等,这些实例已被股市所证实。如果内幕人员利用该信息后,一则行为人的确无收益,二则信息未对股市价格产生影响,是否也认定为内幕交易。《禁止证券欺诈行为暂行办法》列举的重大信息第26项“其他重大信息”又该如何认定。我们看来,认定的标准还是看此信息是否对股市价格行情有影响。如何政确把握内幕信息的本质特征和法律特征,我们以为应着重考虑以下问题:我们的立法取向是禁止内幕交易行为,以此来维持诚实信用原则,维持“公正”、“公平”、“公开”的原则,保证证券市场的良好秩序,保护广大

投资者的合法权益。因此,认定内幕信息,首先是未公开,对已公开的信息的判断分析,无论何人都不构成内幕交易;其次,内幕信息仅限于个别股票价格变动的信息,涉及到整个证券市场的信息不涵括在内,这些信息或者是国家的机密,或者是个人的研究成果,或者是建议等,对这类信息的利用非为内幕人员所专门知悉。其中的违法犯罪行为另行处理;再次,属于法规、规章列明的重大信息,只要相应主体在未公开前加以利用的话就构成内幕交易,不论该信息实际上是否对股市行情有影响,更不考虑行为人的获利与否。该信息的价格敏感由法律来推定;最后,属于法规、规章未列明的信息,则以该信息事实上是否对证券市场的价格走向有影响来认定。它的价格敏感不是法律推定,而是靠市场来印证。也就是说,内幕信息的重大与否则有两个判断的标准:属于法规、规章列明的其重要性由法规赋予,未列明的信息的重要性由证券市场决定。此外,内幕信息和公司依法应公开的信息不是同一概念。股份有限公司制度中有一项重要原则,即重要信息公示原则。股份有限公司的重大经营信息、经营业绩等应定期向社会公开,接受股东、国家的监督、帮助投资者决策参考。但公示原则又导致股份有限公司处于不利的竞争地位,面对二难矛盾,法律只能要求公示一些必须的信息,具体内容由公司法 and 证券法规列举;内幕信息的范围较前者广泛。同时,二者也有交叉之处,有的信息既属于公示范围内又属于内幕信息,有的信息则不然,差别在于二者的判断标准不同。

4. 内幕交易的客观方面

内幕人员知悉内幕信息后还必须有法律禁止的行为方可构成内幕交易。内幕交易有其特定的行为方式。内幕交易行为大多数国家不仅概括地禁止,而且主体身份的不同,客观方面的要求也有所区别。美国规范的四类身份主体的相应行为是:①发行公司的董事、职员或者大股东,因职位或者地位获得公司的收益、财产或者与有价证券市场直接有关的重要而未公开的消息,在该消息未公开前禁止为公司证券的买卖;②银行、证券商、会计师、律师及顾问公司等在执行其职务过程中,获得发行公司未公开的机密信息,不得为公司证券的买卖。另外,事业合并的对方或者与公司有大笔交易的客户,在交易过程中获得内部消息亦可;③公务员因工作关系获得重要未公开的消息,不得进行相关买卖;④内部人员如将内部消息提供与第三人均违反欺诈的规定。英国1980年公司法规定的内幕交易行为有:①正与发行公司有交易往来或者过去6个月期间与公司有关系者,不得利用知悉公司涉及影响证券价格的未公开消息,买卖有关证券;②公务员或者曾任公务员因职务关系获得任何一个公司可能影响股价的内部消息,不得为该公司证券的买卖;③公开收购某公司的股票者,公开收购信息公开前,禁止为自己或者第三人买进公司的股票;④其他直接或者间接通过上述人员获得内部消息,也禁止为内部消息对象公司证券的买卖。由此可见,禁止内幕交易主要是禁止内幕人员利用信息进行证券买卖行为和禁止泄露信息的行为。

我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》第4条规定:“本办法所称内幕交易行为包括下列行为:①内幕人员利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券;②内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息进行内幕交易;③非内幕人员通过不正当手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券;④其他内幕交易行为。”

(1)内幕人员利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券。我国的证券立法借鉴了国外的有益经验,对具有特定身份的人从事证券交易作出时间上的限制。《股票发行与交易管理暂行条例》中规定,股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有5%以上有表决权的法人股东,将其所持有的公司股票在买入后6个月内卖出或者在卖出后6个月买入,由此所得的利润归公司所有;证券从业人员、证券业管理人员和国家规定的禁止买卖股票的其他人员,不得直接或者间接持有、买卖股票;为股票发行人出具审计报告、资产评估、法律意见书等文件的有关专业人员,在该股票承销期间或者期满后6个月内,不得购买或者持有该股票,为上市公司出具审计报告、资产评估报告、法律意见书等文件的有关专业人员,在审计报告、资产评估报告、法律意见书等文件成为公开信息前,不得购买或者持有该股票,成为公开信息后的5个工作日内,亦不得购买该公司的股票。这些规定为内部人员从事股票交易划出了合法非法的明确界限。今后如果有类似的规定出台,将成为认定内幕交易的依据之一。利用内幕信息进行证券买卖或者建议他人买卖证券是内幕人员的行为的两种方式:①自己根据信息会对证券价格走势的影响,做出买进证券或者卖出证券的行为;②根据自己对信息的判断建议他人买进或者卖出证券。建议是指有明确的买卖证券的种类、证券交易的方向,而不是一种泛泛无具体内容的行为。

(2)内幕人员泄露内幕信息,使他人利用该信息进行内幕交易。泄露信息是内幕人员行为的另一种常见方式。在某些情况下,内幕人员会因各种原因,将自己知悉的内幕信息提供给第三人,而第三人可能利用内幕信息在市场上进行证券买卖。内幕人员虽然自己未直接有证券交易行为,但这种行为的危害较内幕人员直接有证券交易更大。因为内幕人员一般人数少,财力有限,而泄露信息后的危害后果则难以控制。泄露信息是指将内幕信息的内容或者是主要内容告知他人,和前面的提议区别在于:建议是一种买卖证券的指示,泄露是内容的告知。泄露的过程中也可能会提及证券的买进卖出,但这仍属泄露行为的组成部分,另外内幕人员泄露和他人利用是否要同时具备方可认定是内幕交易。我们认为,只要有泄露行为即可,他人是否用以利用、利用的程度大小,不影响行为的性质。

(3)非内幕人员通过不正当手段或者其他途径获得内幕信息,并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券。这样规定将非内幕人员利用或者建议他人利用内幕信息进行证券交易的行为,也纳入到法律禁止的范围之内,扩展了内幕交易行为的范围,严密了法网。现实中大量的内幕交易活动不仅有公司的董事、大股东、高级职员及与公司有关系的内幕人员直接或者间接从事,而且有大量的内幕人员圈外的政府官员、金融巨头等相互勾结,推波助澜。

(4)其他内幕交易行为。也就是与前3项性质相同或者类似的行为。这种规定是考虑到证券市场的变幻无常和我国当前证券管理经验不足,同时提高法律的超前性,反映我国立法维护证券市场秩序的决心。

5. 内幕交易的主观方面

通常认为,内幕交易只能由故意构成。其主观内容具有以下几个层次:①对内幕信息有正确的认识,知悉其内容和价值。②对其内幕交易的行为性质的认识。对买卖、建议、泄露行为的性质有所认识。③对其行为的后果有所认识。④在正确认识的基础上行为人决意进行内幕交易行为。

内幕交易行为目的,一般认为是非法获利或者避免损失,即有利好的消息低价买进、高价抛出而非法获利;有利空的消息及时抛出避免套牢和损失。这种目的在内幕人员、非内幕人员自行买卖证券中是非常明显的。而在泄露和建议两种行为中,行为人只能说希望第三人非法获利或者避免损失,而行为人自己则不一定。可能没有任何的利益,特别是经济上的,可能有非法利益但不一定具有营利性。一般而言,内幕交易的目的动机不是决定内幕交易成立的条件,只要有认识因素和意志因素即可。

6. 内幕交易罪

(1)内幕交易罪的概念和特征。

所谓内幕交易罪,是指证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券交易内幕信息的人员,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,或者泄露该信息,情节严重的行为。

内幕交易罪侵犯的客体为双重客体,一方面侵害证券市场的正常秩序,另一方面损害其他证券市场参与人的合法权益,尤其是其财产利益。

内幕交易罪在客观方面的特征,是行为人在涉及证券发行、交易或者其他对证券价格有重大影响的信息正式公开前,利用自己所知的内幕信息进行证券买卖,或者泄露内幕信息。具体来说,内幕交易罪的客观特征表现为以下两个方面:①行为人利用内幕信息,进行证券买卖。即行为人在内幕信息正式公开以前,自己利用所知的内幕信息,掌握有利的条件和时机,进行证券的买入或卖出,从而使自己盈利或者避免损失。这里的买卖证券,也包括行为人利用其所知内幕信息建议他人买卖证券的情形。②行为人故意泄露内幕信息。即行为人将自己所知悉的内幕信息在该信息不应公开前,故意予以泄露。这里的“泄露”的含义,应是指将处于保密状态的信息公开化,其具体表现可能是:其一,将信息告知不应或无权知道该信息的人,也就是说,扩大了信息公布范围。此乃信息的空间范围上的泄露;其二,在保密期届满前解密,也就是说提前公布信息。

构成内幕交易罪的主体,既可以是自然人,也可以是单位,作为自然人构成本罪的,为特殊主体,具体包括证券交易内幕信息的知情人员即内幕人员和其他非法获知内幕信息的非内幕人员。

作为单位构成本罪的,大多为从事证券发行、交易及其相关活动的单位,诸如证券交易所、证券公司、证券发行人、证券服务中介机构等。

内幕交易罪在主观方面表现为故意,行为人在主观上往往还具有谋取个人利益或避免损失的犯罪目的。即行为人明知是内幕信息,不得为本人或建议他人利用这些信息进行证券买卖,不得泄露,但行为人为谋取个人利益,或避免损失或其他目的,仍决意加以利用,或建议他人利用进行证券买卖,或予以泄露。过失不构成本罪。至于行为人实际上是否获利或避免了损失,并不影响本罪的成立。

(2)内幕交易罪的认定。

①内幕交易罪与非罪的界限。准确而又科学地区分内幕交易罪与非罪的界限,必须注意以下问题:

第一,准确把握行为人的主观罪过形式。内幕交易罪属于故意犯罪,行为人在主观上必

须事先明知其所知悉的信息为内幕信息,但仍自己或建议他人利用该信息进行证券买卖或将该信息予以泄露。相反,行为人事先并不知道其信息属于内幕信息,因而做出上述行为的,不构成本罪。构成其他犯罪的,按有关犯罪论处。至于行为人是否知道是内幕信息,即主观上是否系明知,不以本人承认与否为依据,一般可以从以下几点来认定:其一,他人证明曾告知行为人内幕信息的;其二,其他证据证明行为人出于明知,行为人无法反证的;其他可以证明行为人出于明知的情况。

第二,准确界定内幕知情人员的范围。内幕交易罪的自然人主体是内幕人员或者其他非法获取证券交易内幕信息的人员,尤以内幕人员为普遍。因此,准确地界定内幕人员的范围是认定内幕交易罪成立与否的一个重要因素。

第三,科学判断内幕信息。内幕交易罪的犯罪对象是内幕信息。内幕信息是内幕交易的基础,是泄密的对象。因此,认定行为人借以利用的进行证券买卖或加以泄露的信息是否属于内幕信息,是界定内幕交易罪与非罪的又一个重要依据。

关于内幕信息的含义,不少国家法律都予以规定。如英国 1967 年的公司法规定,公司董事在他掌握一项公布后可能影响证券市场价格的情报的时候,不允许对公司的证券进行交易,这些情报包括利润公告、红利公告等。我国在《禁止证券欺诈行为暂行办法》中也明确规定了内幕信息的内涵和外延。该办法规定:“内幕信息是指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息”,“内幕信息不包括运用公开的信息和资料,对证券市场作出的预测和分析”。

构成内幕信息的资讯应有如下特征:

其一,与证券发行、交易及其相关活动具有相关性。也就是说,这些资讯要么产生于因证券发行、交易及其相关活动而进行的有关活动过程中,或者对证券发行、交易具有影响作用。

其二,仅为内幕人员所掌握、知悉。也即这种资讯存在的范围具有相对的固定性,只为与证券发行、交易及其相关活动的有关人员所接触或掌握、知悉,不为社会公众所知晓。

其三,秘密性。即该种资讯尚未公开和为证券市场上的有关证券投资者所获悉。这里存在着对“尚未公开”如何判断的问题。在西方,存在着一种以“有效市场理论”来认定是否公开的学说。该理论认为,某项消息一旦被相当数量的投资者知悉时,相关公司的股票价格便会很快地发生变动,或涨或跌,从而来反映证券市场对这种消息的感受与反应。也就是说,当某项消息对证券市场能产生有效影响时,该消息便被认为已经属于公开的消息。反之,则仍属尚未公开。例如,在美国证券管理委员会 SEC 诉 T 一案中,被告人 T(系内幕人员)在某公司重大消息公布后约 30 分钟,就买进该公司的股票。法院认为,该时间内并非所有投资人都能知道、分析、消化这个消息,内幕人员必须等到一个合理的更长的时间后,才能利用该信息进行证券买卖。否则,则属内幕交易行为。美国目前的作法是,只要有相当数量的股票分析师知悉,信息即使大部分投资人尚未知悉,该信息就算公开。其根据是,股票分析师可以通过其分析报告、评论文章,对该公司的股价造成相当的影响。我国台湾证券交易法规定,当消息公布之后,经过 10 个营业日,应可消化该消息。也就是说,其保密日为 10 个营业日。因此,内幕人员必须等消息公布后第 11 个工作日,方可在市场上买卖相关公司的

股票。因此,我们认为,从信息公布时起到市场传播、消化、分析,从而引起证券市场价格变动的一段时间,都应属于信息尚未达到公开化的程度。内幕人员在此间利用该信息进行相关证券买卖或建议未知道信息的他人买卖相关证券,也应认定构成本罪。在我国,《股票发行与交易管理暂行条例》规定,公布和公开应以有关信息和文件刊登在中国证监会指定的报刊上为准。但未明确规定信息的市场传播、消化、分析、影响的过程时间。如此规定,易被不法分子钻空子,进行内幕交易活动。

其四,重要性。也就是说构成内幕信息的,要求该信息本身具有对证券市场有较大的影响作用,一旦被投资者知悉利用或被泄露,将会对证券市场产生重大的影响,导致证券价格的超常规的变动。另外,内幕信息的重要性是指信息对证券市场具有非同一般的影响力,对投资者、证券发行人的经济利益具有重要的意义。由此可见,内幕信息一般包括国家宏观经济形势、企业管理状况、发行人发生重大债务、发行人资产重大损失、发行人重大投资计划等。内幕信息对市场的重要性,仅指可能性结果,也就是说其一旦公开,可能引起证券市场价格的涨跌,而不是指实际上产生何种结果,也不考虑该信息所涉及的事项是否会真正实现。由此可见,认定某项信息是否为重大信息,从而为内幕信息,关键在于衡量该信息一旦公开,是否可能导致证券市场的价格波动。

第四,准确认定内幕交易行为。内幕人员或非内幕人员利用内幕信息进行证券买卖或建议他人进行证券买卖是构成内幕交易罪的客观方面的重要表现,因此,必须准确而又科学地认定内幕交易行为,区分行为人正当合法的交易行为与内幕行为。一般来说,在认定内幕交易行为时,应注意下列问题:

其一,科学地把握内幕交易行为的过程。就内幕交易行为的构成来说,具有三个基本要件:其一,存在着交易行为;其二,该交易行为系内幕人员或非内幕人员所为;其三,该交易行为系内幕人员或非内幕人员利用内幕信息而进行的。据此,构成内幕交易罪的内幕交易行为,在其运作进程上可分为三个阶段:首先,行为人必须掌握内幕信息。这是从事内幕交易行为的基本前提。对于非内幕人员来说,要有充分证据证明其是否真正获取内幕信息,关键在于是否有证据证明非内幕人员采用不正当的手段,如通过行贿来获取内幕信息以及受贿人提供内幕信息。至于行为人是直接获得内幕信息还是间接获得内幕信息,在所不问。其次,行为人须进行有关证券交易。如果行为人仅知内幕信息,但没有从事任何证券交易行为,则谈不上内幕交易行为。其三,行为人的交易行为是利用内幕信息进行的。这是内幕交易行为的最终行为。行为人虽知悉内幕信息并利用了该信息,但并没有进行证券交易,或虽进行了有关证券交易,但与其所知悉的内幕信息无关,则行为人未实施内幕交易行为或其所进行的证券交易不属于内幕交易行为。在这种情况下,行为人的行为并没有损害其他投资者获取信息渠道的公平性,从而侵犯了他们的平等竞争权,使他们的利益受损。行为人只有实施了以上三个具有递进关系的行为,才是内幕交易行为。

其二,正确划分正当的交易行为与内幕交易行为。行为人利用内幕信息可以构成内幕交易罪,但并不能断定,知悉内幕信息的人员所实施的任何证券交易行为皆属内幕交易行为并因此构成内幕交易罪。因此,必须将没有利用内幕信息的正当的交易行为与利用内幕信息而进行的内幕交易行为严格地区分开来。一般来说,行为人尤其是内幕人员的正当的交

易行为有两种:其一,不知内幕信息的内幕人员所进行的允许进行的证券交易行为。此类内幕人根本就不知道内幕信息;其二,知悉内幕信息的内幕人员所进行的允许进行的证券交易行为与其所知悉的内幕信息无关。此类内幕人员知悉内幕信息,但其所进行的交易行为并没有利用其所知信息。第一类情况很容易与内幕交易行为加以区分。只要有证据证明行为人确实不知道内幕信息,就可以符合逻辑地得出结论,其所进行的证券交易行为根本不属于内幕交易行为。关键在于,如何将知悉内幕信息的内幕人员所进行的非内幕交易行为,与内幕交易行为加以准确区分。对于这一问题,在我国,有关法规主要是从时间、证券种类等方面作出硬性规定,从而界定出有关内幕人员的交易行为的正当性、合法性与否。我国《股票发行与交易管理暂行条例》规定,“股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司5%以上有表决权股份的法人股东,将其所持有的公司股票在买入后6个月内卖出或卖出后6个月内买入,由此获得的利润归公司所有。”“证券从业人员、证券业管理人员和国家规定禁止买卖股票的其他人员,不得直接或间接持有、买卖股票”。“为股票发行出具审计报告、资产评估报告、法律意见书等文件的有关专业人员,在该股票承销期内或期满后6个月内,不得购买或持有该股票”。“为上市公司出具审计报告、资产评估报告、法律意见书等文件的有关专业人员,在其审计报告、资产评估报告、法律意见书等文件成为公开信息前,不得购买或持有该公司的股票;成为公开信息后的5个月工作日内,也不得购买该公司的股票”。根据以上规定,有关特定人员持有、买卖股票或在法定期限内买卖股票的,都在禁止之列。也就是说,不论他们是否知悉内幕信息,也不论他们是否利用内幕信息进行股票买卖,他们在上述法定期限内持有、买卖某种股票的行为,都被依法认定为属于内幕交易行为。

②注意一罪与数罪的认定。不知内幕信息的内幕人员或非内幕人员采取非法手段,诸如行贿获悉内幕信息然后再利用该信息进行证券买卖或者建议他人利用该信息进行证券买卖,或将信息故意泄露;或者相反,知道内幕信息的内幕人员或非内幕人员接受或索取贿赂,将内幕信息予以泄露或建议他人利用该信息进行证券买卖的,都存在着数罪问题,即行为人不但依法构成内幕交易罪,还依法构成行贿罪或受贿罪或商业受贿罪。对于构成数罪,依据有关法律规定应当数罪并罚的,应予以并罚;该依照牵连犯择一重罪从重处罚的,应以其中的重罪从重论处。

③注意对共犯的打击。构成内幕交易罪的客观行为表现之一是,内幕信息和知悉者,建议他人利用该信息进行证券的买入或卖出。如果他人主观上明知内幕信息的知悉者告知的信息为内幕信息,且明知利用内幕信息进行有关证券的买进或卖出是违法的,则他们共同构成内幕交易罪,应以共犯论处。如果他人主观上并不明知其所得到的信息为内幕信息或受内幕信息知悉者欺骗不知是内幕信息,则他人在内幕信息知悉者建议下所进行的有关证券买卖行为虽然违法,但不构成内幕交易罪。在这种情况下,内幕信息知悉者单独构成内幕交易罪。

(3)内幕交易罪的处罚。

根据刑法第180条规定,犯内幕交易罪的,处5年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得1倍以上5倍以下罚金;情节特别严重的,处5年以上10年以下有期徒刑,并处违法所得1倍以上5倍以下罚金。

单位犯本罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处5年以下有期徒刑或者拘役。

所谓情节特别严重,一般是指下列情况:①行为人非法获取的经济利益或所避免的损失数额巨大的;②给国家、集体或其他投资者造成重大经济损失的;③利用内幕信息大量买卖某一证券,造成证券价格剧烈波动的;④多次利用内幕信息进行证券买卖或多资泄露内幕信息的;⑤给证券市场造成强烈震荡,在国内外造成强烈影响的;⑥利用多户头或化名户头进行内幕交易,逃避监督检查办的。

三、操纵证券市场

操纵证券市场是证券欺诈行为的主要方式之一。通常是指某些人利用资金信息技能等优势,人为操纵市场,使证券的价格走向背离实际运行的轨迹,而从中获取非法利益。近年来,在我国证券市场上大户操纵股价的现象日趋严重。跳空高开、提高出货、低开卖压、做空炒底、轮流坐庄、对抛抬价、恶炒个股、谣言惑市,使一些散户闻风而上,转而在高价位上被套牢。为形象说明操纵市场的行为,我们先举两个有代表性的例子。

在英国第一例操纵市场的案例是利用散布谣言来进行的。1814年2月21日,一军人来到英国的曼特斯特,声称拿破仑已经战死,盟军已占领巴黎。顿时伦敦的股票价格极剧飙升,随后该消息被证实是谣言,股价又一落千丈回到原来的价位,而造谣惑众者则赚足了钞票。

上海证券交易所的界龙实业公司的股票,1993年每股净资产2.41元,税后利润0.27元。1994年3月10日沪市的大户联手恶炒界龙股票,股价从10元炒至29.80元,当大批散户跟进时,又巨量抛出,股价10分钟以内跌至11.30元,使大批散户被套牢。后又被大户拉起价格一时高居不下,1994年8月12日的收盘价为26.05元。而同期四川长虹每股净资产6.25元,税后利润2.16元,分别为界龙股票的2.6倍和8倍。但在同一日长虹的收盘价仅为12.40元,为界龙的48%。此案中,界龙股票价格的暴涨暴跌,显然背离了股票的价值,其价格的波动完全是受人为因素的操纵摆布。

众所周知,在证券市场上证券价格是最为关键的。公开交易的股票价格与市场的供求关系密切相连,股票市场的供求关系在股市的不同阶段有不同的形式。在股市初创时期,因为上市的股票数量少,而社会购买力旺盛、股价高以后不断有新股上市,股市扩容而股价回落。在股市发育正常时期,大面积的股价异常波动较为少见,而个股的供求关系影响该股的价格的事例就比较突出,即某种股票的市场供过于求时,股价下跌;当该股供小于求时,股价上涨。当然股市供求关系影响股价的波动是正常的,另外,由于证券作为金融商品进入市场实际上是虚拟资本,其价值取决于发行公司的盈利情况,即公司的业绩、公司的回报。市场利率的变化也影响股票价格。当公司经营有方,利率增长时,其股票就会吸引广大的投资者竞相购买,由此引起市场对该公司股票的需求增长,从而使该股票价格上涨;相反的情形出现就有相反的结果。另外,企业经营的外部环境如何也会决定公司经营业绩,进而影响股票的价格,因此,就证券价值而言有很大的不确定性。操纵市场行情的行为就是利用了市场调

节股票需求影响股价的原理,人为地影响股票市场的供求关系,使股票的价格与上市公司的经营状况相分离、和股票的实际价值相脱离、和投资者的可能收益相脱离,而操纵者就在股票价格波动中,损害他人利益,侵害了正常的证券市场秩序,谋求私利。同时,市场操纵行为往往又和内幕交易行为相勾结,给证券市场的危害往往是灾难性的。

如前所述,操纵市场是利用市场的供求关系,那么,哪些因素可以影响证券市场的供求关系,操纵者又怎样的人为改变呢?一般而言,影响供求关系的因素有宏观和微观两种。宏观的因素是指对整个市场有影响的因素。如国家的经济形势、政治形势、国家的财政收支、通货膨胀水平等。相对来讲宏观因素的客观性强影响面广,不易被操纵,但在证券市场的初建时期,其影响不可低估。在我国证券市场的初期,往往出现“消息市”、“政策市”就最能说明宏观因素的影响。微观因素是对某一证券或者某几个相关的证券供求关系有影响的因素。如公司之间的收购吞并、增资扩股、重大的盈利亏损,证券的交易量交易额等。在证券市场相对平稳时期操纵市场主要是利用微观因素的影响。

操纵市场行为的危害性是多方面的,它阻碍了证券市场证券投资的自由竞争机制;掩盖了证券市场真实的供求关系,同时虚构了另外一个虚构的供求关系;操纵者非法谋利的数额是惊人的,少则百万、千万,多则数以亿计,这些利益取自于被愚弄的中小投资者。操纵市场必须利用资金信息等优势,因此往往和内幕交易、非法融资等一系列违法犯罪活动相联系,和贪污、贿赂、挪用公款等职务犯罪相伴随,严重时导致股市的崩溃和骇人听闻的金融丑闻。

在1929年至1933年世界性经济大危机之前,美国政府对证券市场管理十分宽松。这种“无为而治”的管理方式促发了证券市场的种种投机欺诈。比较典型的操纵市场行为有:

(1)虚售。实质上是一种虚假交易,亦即根本未发生证券的销售。

(2)垄断。又称囤积,意指一伙人或一家公司大量购入某种证券并以绝对多数控制该种证券的供给。

(3)大进大出。是指经纪人或者代理商滥用委托人的信任,经常性或者大规模地代客买卖证券。

(4)联手。是指两个或者两个以上的人。机构形成一个共同团伙来操纵股价以牟取暴利的行为。其成员有的出资本,有的提供内幕消息,有的负责实际操作,有的甚至雇佣记者和股市评论员大力吹嘘和推荐某种证券。所取得的价差利润则按协议分配。

上述种种行为严重影响了证券市场的健康发展,不仅使一般投资者蒙受巨大损失,而且也最终导致了1929年的美国证券市场的崩溃,并对全国性经济危机起了加速作用。1933年罗斯福出任总统后,政府对证券市场严厉整治,出台了一系列法规,明确规定陈述欺诈、操纵、内幕交易等属违法行为,确保证券市场的公正、公平。

日本的证券交易法中禁止操纵市场的规定内容有四项:①禁止违法交易,包括有使用虚伪或者不切实际的宣传;利用虚伪的市价。②禁止伪装交易,包括有以证券的权利转让为目的的买卖行为;与他人合谋在自己卖出或者买入的同一时期,让他人以与自己相同价格作相反的交易行为;委托被禁止的违法交易或者伪装交易的行为或者接受被禁止的违法交易或者伪装交易的行为。④禁止操纵行市,该条款内分为仅以证券公司为对象的特殊规定和包括证券公司在内的一般规定。内容有禁止利用散布谣言、虚假宣传,在交易所以引诱有价

证券买卖为目的的行市操纵;禁止证券公司及其董事进行下列行为:亲自参与旨在促使、形成不如实反映实际的虚伪行市的一系列买卖或者委托进行这种买卖,明知将形成不如实反映实际的虚伪行市,但仍接受一系列买卖委托。④操纵稳定市价交易的限制。在股票价格形成中加以人为的操纵,应予以禁止。

在我国证券市场发展的过程中,操纵股市、操纵股价的现象较为常见。但真正查处的实例并不多见,这主要是操纵市场的行为既不容易发现,也不容易认定,而且更为主要的是我国证券法制不健全,监管措施薄弱,力度不够。证券市场的大户依靠资金实力组成相对紧密的团体,专门炒作一、二种股票,低价位时大量吃进,然后利用舆论鼓动人心,调动人气。当股价被抬高时,他们再乘机抛出。另一方面我国的证券公司和兼营证券业务的信托投资机构往往绝大多数是国家主办的,他们几乎都有股票自营权,而这些证券机构的主持人都是国家官员,他们资金充足、信息灵通,在利益驱动下进行操纵市场的交易。在证券市场上,大户是从事证券交易的金融机构和少数与金融界有特殊联系的“金融蛀虫”。每当新股上市和发行新股,一些券商和金融机构联手操作,把股价抬至原始价的5至6倍,甚至10倍以上。有些金融机构为操纵股价有时竟能动用几十亿甚至上百亿的资金入市。上海国债市场曾多次出现日成交超千亿元的无量交易。探讨形成市场操纵的深层次原因不难发现,这和我国股市投机过度的原因一脉相承,是由于我国股份制发展过程的特点所决定的,是我国证券市场的发展水平所决定的。

(1)一方面当前我国绝大部分股份制公司是从国有企业和集体企业转变过来,不仅国有和集体企业法人大部分公司中占多数股份,而且国家股和大部分法人股都不得参加市场交易,从而把可交易的股票局限在很小的范围之内。另一方面参加股票交易活动的主体不受任何限制。这样股票发行和流通之间、股票主客体之间产生了高度的不对称和不均衡,造成股票交易市场不稳定,容易产生供求关系的不平衡,为操纵股票交易市场提供宏观的前提条件。

(2)对股份制的发展规划和股票的目标模式研究不足,证券立法不完备,制度规范操作的随意性大,缺乏长远性目标和措施,往往就事论事,导致证券市场投机盛行、投资不够,这又为操纵者混水摸鱼提供了客观外界条件。

(3)投资主体的心理素质行为模式的不稳定和不确定,众多散户投资者急于致富的心理支配下,对股市的风险认识不足,对证券投资的基本经验、知识准备不足时仓促上市,极易被市场不正确的信息假象所迷惑,易被操纵者左右。有的企业受某些经营观念经营思想影响,片面理解现代经营管理要从生产型向资金经营型转变,将证券交易视为高级经营活动,不顾企业的实际财力争相入市。有的企业主业经营不好,企图从股市上捞一把。此外,境外游资也乘我国股市管理不成熟、不严之机,有的利用中国公民的名义,有的通过三资企业,或者公开或者隐蔽从事炒股活动。从他们入市行为看投机牟利是唯一目的,操纵市场当属情理之中。

为了维护证券市场的良好秩序和我国股份制建设的健康发展,国家及相关交易所制定了一系列法规、规则禁止操纵市场的行为。1990年11月27日上海市人民政府颁布的《上海市证券交易管理办法》第39条规定:“证券交易中、禁止任何单位和个人进行下列行为:

(一)同一单位或个人和两个以上单位或个人私下串通,同时买卖同一种证券,制造虚假的供求关系和价格;(二)利用内幕消息,从事证券买卖;(三)为诱使他人参与交易,制造或者散布虚假的容易使人误解的信息;(四)以操纵市场为目的,连续抬价买入或压价卖出同一种证券;(五)未经许可,在证券交易市场上直接或者间接买卖自己发行的证券;(六)以其他直接或间接的方法操纵市场或扰乱市场秩序的。”1993年4月22日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第74条规定:“任何单位和个人违反本条例规定的,有下列行为之一的,根据不同情况单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款:(一)在证券委批准可以进行股票交易的证券交易场所之外进行股票交易的;(二)在股票发行、交易过程中,作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的;(三)通过合谋或者集中资金操纵股票市场的价格,或者以散布谣言等手段影响股票的发行交易的;(四)为制造股票的虚假价格与他人串通,不转移股票的所有权或者实际控制,虚买虚卖的;(五)出售或者要约出售并不持有的股票,扰乱股票市场秩序的;(六)利用职权或者其他不正当手段,索取或者强行买卖股票,或者协助他人买卖股票的;(七)未经批准对股票及其指数的期权、期货进行交易的;(八)未按规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务的;(九)伪造、篡改或者销毁与股票发行、交易有关的业务记录、财务帐簿等文件的;(十)其他非法从事股票发行、交易及相关活动的。股份有限公司有前款所列行为,情节严重的,可以停止其发行股票的资格;证券经营机构有前款所列行为,情节严重的,可以限制、暂停其证券经营业务或者撤销其证券经营业务许可。”1993年9月2日证券委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第7条规定:“禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场,影响证券市场价格,制造证券市场假象,诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定,扰乱证券市场秩序。”

1. 操纵行为的客观方面

对于操纵市场的行为方式,《禁止证券欺诈行为暂行办法》第8条列举了7项内容:

第一,通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格。这种行为最典型的表现是“联合操纵”或“通谋买卖”。即意图影响证券市场价格,与他人通谋,以约定的价格在自己卖出或者买入有价证券时,相对人同时实施买入或者卖出的相对行为。例如甲乙两公司合谋,甲公司以一定的价格卖出某种股票5万股,然后乙公司以相同的价格或者略高的价格买入相同数量的该种股票。这样的通谋买卖行为连续进行就可能抬高某种股票的价格,行为人则可在高价位时抛售该股票获取暴利。通谋行为的反复进行也可以降低某股票的价格,行为人在低价位时大量买进。通谋买卖行为给证券市场制造假象,使其他投资者作出错误地判断,给证券市场的秩序造成混乱。随着证券流通量的加大,证券投资者操纵市场的难度越来越大,但数个有实力的投资者联合起来操纵个别证券价格是完全可能的。

我国证券市场上通谋行为有以下情形:

(1)机构、大户之间为共同的利益,利用通讯便利或者在同一交易所的便利,联合操纵某一种或者某一类证券的价格。股市层出不穷的概念股与此有一定的联系。

(2)为了地方利益,由地方政府或者某承销商出面组织证券投资者共同操纵某类证券的价格。如有的地方拟发行新股,为多筹资全新股的发行价格定得过高,造成发行困难。为保

证发行顺利,地方政府便出面组织当地的证券公司或股票承销公司共同将本地已经上市的股票价格抬高,从而达到发行新股目的。

(3)发行公司和证券承销商之间,为共同利益操纵该公司证券的价格,达到证券顺利发行目的。

(4)利用内幕信息,企业界、管理层、金融界、新闻界的不法分子联手操纵证券市场。通谋行为一般较难和正常的投资投机行为相区分,因缺乏足够的证据被处罚的极少,但它又实际存在。我们可以通过股市价格的大幅度波动窥见一斑。如在1994年底沪深两地经常在临近收市时,突然买盘增加股价突然升高,很多散户跟进。第二天开市后,价格大幅度下跌。这种现象的背后极可能是有人操纵。

第二,以散布谣言等手段影响证券发行、交易。投资者在决定买卖证券时,信息是一个十分重要的外界因素,它一定程度上左右投资决策。许多信息直接影响个股的价格甚至股票指数的变动,行为人可利用这种心理,单独或者与他人私下串通,传播或者散布关于某种或者某些证券的价格将上涨或者下跌的陈述、消息;或者对某发行公司经营状况的过去、现在、未来,直接间接地发表虚假引人误解的陈述。行为人通过散布足以影响证券市场行情的谣言,有意造成证券价格的大起大落,达到诱使他人销售或者购买某种证券,自己从中渔利。以散布谣言为手段的证券欺诈,在我国股市中表现最为突出典型就是“苏三山案”。

造谣惑众的具体表现有:

(1)编制各种上市公司的信息。如公司的经营状况、人事变动、重大经营决策。如日本某稀有金属股份有限公司苦于长期的经营困难,企图筹资一笔资金重振旗鼓,于是便发行一批新股票。该公司一方面在有关文件中进行了内容虚假的报告,另一方面又召开招待会,邀请10多位证券业知名人士和有关报社的新闻记者,该公司董事长在会上吹嘘,公司新的发展规划已得到某超级大公司的资金援助。实际上这些内容都是假的,其目的在于提高公司地位,影响证券市场的行情。后该董事长被判有罪,受到刑事制裁。另外还有一种情况是,某人手中持有大量某公司的股票,长期套牢而无法出手,于是就在年底该公司拟定分红方案时,散布该公司要大规模配股的消息,使该公司股票价格上涨从而达到解套目的。

(2)散布机构投资者和证券商的消息。大的投资机构由于他们资金雄厚,在证券市场投资巨大,因此,他们的投资动向往往对证券市场价格走向有影响,他们大量购进或抛出证券都会引起市场的反应。特别是中小投资者往往“唯马首是瞻”,跟风起哄,视庄家的投资走向为决策依据。个别人就利用这点散布谣言进行欺诈。如某两个大户和经纪人合谋,由经纪人散布该两大户要巨量抛售某股票,许多散户信以为真以为该股价有下跌趋势,于是纷纷抛售,致使股价下跌,两个大户乘机吃进。当其他投资者反省后意识到有人造市,又纷纷买进致使股价上扬,该两个大户又乘机抛出。

(3)编造各种控股收购的信息。证券市场上上市公司的吞并、控股、收购必然导致收购公司、猎取公司股票价格的波动,特别是猎取公司股票价格上涨。一旦实施反兼并、反收购行为时,猎取公司股票价格会暴涨。因此,投资者都十分留心收购信息。不法分子正是利用这一点编造虚假的收购信息。

第三,为制造证券的虚假价格,与他人串通进行不转移证券所有权的虚买虚卖。这一行

为的基本特征是交易后不发生证券所有权的实质性转移。虚买虚卖既包括在同一文体范围内的买卖。同一公司或者个人既作卖方又作买方,形式上买来卖去实际上证券所有权不转移;同时又包括不同主体范围内的交易,但双方商定不转移证券所有权。即一方从另一方处买进证券,事后再返还给对方。虚买虚卖虽不发生证券所有权的转移,但却能使证券的交易量和交易额上升。股价也随之慢慢抬高,操纵者伺机在高价位上抛售。

第四,出售或者要约出售并不持有的证券,扰乱证券市场秩序。行为人在不持有证券的情形下,实施所谓出售或要约出售证券,空报价格也经有人承诺接受而不能实际成交。这种行为的欺诈性表现在对投资者判断证券市场行情时产生误解,制造证券市场虚假繁荣。

第五,以抬高或者压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券。这种行为称之为“连续交易”。行为人以影响证券市场行情为目的,对某一证券连续高进低出或者低进高出频繁买卖。有时一天之内对同一股票反复买进卖出,显示这种股票交易活跃,造成见涨的声势,诱引别人上当。

连续交易可以下列方式进行:

(1)以冲销转帐的方式反复作价。即由一个集团或者公司利用其不同的身份开设两个以上的户头,以对冲转帐的方式反复作价,将证券的价格压低或者抬高,操纵者实际支出的是部分手续费用。

(2)以拉锯的方式反复作价。即操纵者在不同的证券代理商处开设帐户,以同一笔或者数笔证券反复地通过某个证券商买进,然后通过另一个证券商卖出。这样连续不断地进行,就可以逐步抬高某种股票的价格。相反这种行为也可以使股价下跌。例如,1994年10月18日深圳交易所临近收市时,君安证券深圳发展中心营业部以连续交易、自卖自买的方式操纵厦海发A股,使该股价较之前日涨157%,得手后于10月19日以较高价格抛出厦海发A股及A股配股权证,获利238万元。在认定连续交易行为时,何为“连续交易”是一个实务问题,每两个交易之间的时间距离多少方为恰当。对此问题,不少国家证券法未作明确规定。我们以为,认定连续交易既考虑时间间隔也要考虑到交易的方向、交易的金额、交易的次数等。具体标准由股市的实证研究得出结论。

第六,利用职务之便,人为地压低或者抬高证券价格。由于投资证券的人数不断增加,各种配套措施跟不上,引起交易不畅。一些证券从业人员利用掌握接受委托、报价等职务便利,人为地以时间差、地区差索取或者强行买卖证券等手段故意压低或者抬高证券价格。这种行为随着证券交易的透明程度增加,交易方式电脑化,执业纪律道德的规范化将会逐渐减少。

第七,其他操纵市场的行为。证券市场的操纵行为除上面讲的六种外,还有其他方式并且手段不断的翻新。有的投资者可以动用的资金可达数千万甚至数亿人民币,其资金雄厚程度足以左右个别或者某一类证券的价格。具体表现形式有:

(1)操纵者利用资金雄厚的优势,大量买进某种证券或者某一类证券,使该证券价格上涨。这是目前大的机构投资者和个人投资者惯用的手段。其操纵的证券大多数是盘子较小。我国目前上市的股份公司的股本额数量差异极大,多的高达数10亿元,小的只有数千万元,可上市流通的股份亦大致如此。这就给大户提供了操纵小盘股的机会和条件。

(2)操纵者大量抛售某种证券或者某类证券,使该证券价格下跌。这种情况,在我国证券市场上主要是某些公司为了收购该证券,而打压价格以降低收购费用,也有些是个别投资者为了吸纳证券,而打压大盘股票的价格,使价格指数下跌,从而带动其所要吸纳的证券价格下跌,达到低成本吸纳目的。

(3)操纵者利用声东击西的方式,操纵某类型证券中的一种,达到操纵某类证券目的。由于证券具有可比性、地区性、同行业性及关联性,这也就形成所谓的“概念股”,而这种概念股中几乎都有自己的领头股,这些领头股不一定是业绩最好的,发展最快的,而是盘小有题材的证券。操纵者就经常通过操纵领头股来达到操纵证券价格目的。伴随证券市场的发展,中国证券市场的投资咨询业也有长足的进步,一支专职兼职的市场分析人士正在逐渐成长并壮大。该行业为投资者提供投资意见,正确宣传和评估市场,研究市场疑难问题等方面发挥了积极作用。但是一些未经批准的小报小刊沉渣泛起,一些机构利用合法的传播工具散布未经证实的虚假消息或者无证券信息传播资格的擅自传播误导投资者。1994年4月上海有关部门查封了股市非法报刊《上海股市》、《沪股快讯》、《财通周讯》等。股市非法报刊所载的信息大部分无中生有捕风捉影,对投资者产生误导,扰乱证券市场秩序。北京万国企业服务公司上海浦东公司是一家证券咨询公司,1995年11月1日它通过声讯服务传播有关基金的消息,引起基金最大跌幅15.6%的全线跳水。这些行为都属利用信息优势操纵市场。

通过上面七大类行为的具体分析,不能发现操纵行为整体上的特点:一是滥用资源优势,证券市场容量极大,没有一定的经济资金实力实难掀起市场波澜。滥用资源优势主要有滥用资金优势、信息优势、持股优势。二是操纵行为的交叉性。尽管法律上对操纵行为加以细分,但实际市场上的操纵行为往往相互并存相互促进相互勾结。三是行为的隐蔽性。这种隐蔽性很难和正常的投资行为、正常的职务行为、正常的投机行为相区分。

2. 操纵市场行为的主体

(1)主体的身份特点。我们知道市场的波动是以证券的供求关系发生变动为前提的,操纵者必须进入证券市场投入资金方可引发证券价格的上涨或者下跌。所以,操纵者必须具有证券投资者的身份,或者有此身份的人和无此身份的人相勾结共同操纵。

(2)证券市场的整体波动对一般投资者而言可望不可及,即使对某一证券或者某一类证券的波动也绝非易事。因此,操纵者多为资金雄厚、实力强大的机构投资者和大户投资者,在我国重点是大户、证券商和公司。

(3)操纵市场行为的常见的是多个主体共同行为,不管是联合操纵,通谋买卖或者是造谣惑市、误导信息,通常是数个主体之间相互勾结互为呼应。

(4)操纵行为的主体可以是自然人亦可以是法人。组合的形式可以是法人之间的勾结、自然人之间的勾结、法人和自然人之间的勾结。

3. 主观方面

操纵市场行为的主观方面只能是故意。即行为人明知自己的行为违反证券管理法规,但为获取利益或者减少损失,不惜利用资金、信息优势或者滥用职权操纵证券价格,使价格发生人为地波动,使自己在买卖证券过程中获益。如果行为人不知道传播的信息有误,出于

善意加以传播虽可能影响证券价格的波动,但不应以操纵市场行为论处。

认定操纵行为的主观方面有一个如何理解“意图影响证券价格”的问题。行为人之所以实施操纵行为,目的是获取非法利益,但行为人知道实现这一目的途径必须是通过影响证券价格来诱导投资者进入市场。也就是说其主观因素中有“意图影响证券价格”。但在实践中认定这一主观因素极为困难,因而证券市场中操纵现象多见,但真正查处的并不多。日本迄今也只有数件实例作犯罪处理。从美国的情况看,是列举各种违法事例,这些事例都离开了正常的交易观念。也就是说从正常的交易观念来看,这些事例都显得异常,因而它们都带有违法性。例如,以超过市价的价格大量买进某种证券,用市价以上的价格买进中介者手中所保留的相当数量的股票。在一天当中,或者短时间内多次买进同一种证券。在发生上述情况下就可考虑有违法的存在,也就是说可考虑行为人主观上有“意图影响证券价格的”因素。

操纵市场只能是故意。故意包括认识因素和意志因素。认识,首先是行为人认识到自己行为的性质,是正常的投资投机交易行为,还是法律所禁止的欺诈行为。其次,行为人对行为引发的结果的认识。最后,认识的程度是确定的。意志因素是指在认识的基础上,行为人对行为结果所持的心理态度。操纵市场显然是积极地追求证券价格波动好从中牟利。

操纵市场行为目的有两个层次,行为的直接目的和最终目的。在大部分操纵市场行为中,直接目的是转让和取得证券所有权。出售证券时有人接受,购进证券时有人转让,最终目的是获得非法利益或者减少损失,但并不排除其他目的。

4. 操纵证券市场罪

(1)操纵证券市场罪的概念和特征。所谓操纵证券市场罪,是指行为人为了谋取不正当的利益或转嫁风险,操纵证券交易价格,情节严重的行为。

操纵证券市场罪的构成特征是:

操纵证券市场罪的犯罪客体为复杂客体,一方面,行为人违反证券法规,进行操纵证券交易价格的活动,损害了证券市场的正常运作秩序;另一方面,侵害了相关投资者的合法权益。在上述双重客体中,证券市场的正常秩序,包括证券发行、交易及其相关活动方面的管理秩序、运作秩序是主要的客体,相关投资者的合法权益为次要客体。

操纵证券市场罪的客观表现为,行为人操纵证券交易价格,情节严重的行为。这些操纵证券交易价格的行为,主要表现为以下几种情形:

第一,单独或者合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格;

第二,与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易或者相互买卖并不持有的证券,影响证券交易价格或者证券交易量;

第三,以自己为交易对象,进行不转移证券所有权的自买自卖,影响证券交易价格或者证券交易量;

第四,以其他方法操纵证券交易价格的。

具体而言,操纵证券市场罪的客观行为有以下几种方式:

①通过合谋,集中资金、持股、信息优势,联合或者连续买卖,操纵证券交易价格。包括:其一,通谋买卖。即意图影响证券市场价格,与他人通谋,以约定的价格在自己卖出或买入

有价证券时,使约定人同意实施买入或卖出的相对行为之情况。其二,联手操纵。随着证券流通量的增加,证券投资者要操纵证券价格难度越来越大,但是,如果数个投资者联合起来操纵个别证券甚至整个证券的价格不是不可能的。联手操纵在我国还是比较常见的,主要有以下几种形式:其一,机构与机构之间、大户与大户之间以及机构与大户之间,为了共同的不法利益,利用通讯便利或者同一交易场所的便利,联合起来操纵某一种或某一类证券的价格;其二,为了地方利益,由地方政府或者某承销商出面组织证券投资者,共同操纵某类证券的价格。如有的地方拟定发行新股票,为了多筹集资金,新股票的发行价格又定得过高,所以造成发行困难。为了保证发行的顺利进行,地方政府便组织当地的证券公司或者股票承销公司共同将本地已经上市的股票价格抬高,从而达到发行新股票的目的;其三,证券发行公司与证券承销公司之间为了共同的利益,共同操纵某类证券的价格,以达到使证券顺利发行的目的;其四,利用内部消息,企业界、管理层、金融界、新闻界等联手操纵证券价格。其三,以抬高或压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券。这种情况主要是指行为人以影响证券市场行情为目的,对某种有价证券连续高进低出或低进高出频繁买卖。行为人通过这种连续交易的行为,达到抬高或者压低证券交易价格的目的,以便从中渔利。

②为制造证券交易的虚假价格,与他人串通,进行不转移证券所有权的虚买虚卖。这种情况既包括在同一公司或个人范围内的买卖,即同一个公司或个人既作买方又作卖方,形式上买进卖出,实际上证券的所有权并不发生转移,还包括在不同公司或个人之间的交易,双方商定不转移证券所有权,即一方把从另一方买进的证券,事后返还给另一方。

③利用职务之便,人为地压低或抬高证券价格。由于从事证券交易的人不断增加,各种配套措施跟不上,引起交易不畅,一些证券从业人员就借机利用掌握接受委托、报价等职务便利,人为地以打时间差、索取或强行买卖证券等手段故意压低或抬高证券价格。

④以自己为交易对象,进行证券的自买自卖,制造证券交易的虚假价格。即证券的买主与卖主为同一个人,自己卖出的证券即自己买入的证券,或是相反。这种证券交易事实上并未转移证券的所有权,纯粹是一种虚假的交易,目的是人为地抬高或降低某种或某类证券交易价格,从而谋取不正当利益或者降低、转嫁风险以减少或避免损失。

⑤以其他方法操纵证券交易价格。主要有:

第一,以散布谣言、传播虚假信息等手段影响证券发行、交易的。投资者在决定卖证券时,信息是一个十分重要的参考因素和依据,因为许多信息直接影响到个别证券价格甚至证券价格指数的变动。所以,个别人利用人们的这种心理,传播或散布关于某种或某些证券的价格行将或势将上升或下跌的陈述或信息;或为了销售某法人团体的证券而就这种证券或就该法人团体的经营或其过去和未来,直接或间接地发表虚假或导致误解的陈述,以达到诱使他人销售或购买某种证券而自己从中谋利的目的。

第二,上市公司买卖或与他人串通买卖本公司的股票的。根据公司法规定的精神和公正、公开、公平原则,上市公司不得买卖或与他人串通买卖本公司的股票。因为,上市公司对本公司的经营决策、经营情况、经营效益、发展前景等有关内幕信息最为了解、清楚,上市公司自己买卖或与他人串通买卖本公司的股票,极有可能进行有关内幕交易,从而损害其他投资人的利益。此外,上市公司为了抬高本公司股票的价位,大肆翻炒本公司的股票,人为

地使本公司股票交易价格非正常上涨,制造虚假的证券市场价格,不真实地反映上市公司的经营情况和效益状况,传递虚假信息,误导投资客户,扰乱正常的证券市场秩序。由此可见,上市公司买卖或者与他人串通买卖本公司的股票,从本质讲,是一种谋取不正当利益或转嫁风险,扰乱证券市场秩序,损害证券投资者利益的操纵证券市场的行为。

第三,操纵者利用资金优势,大量买进某种证券或某类证券,使该种或该类证券的价格上涨。这是目前大机构投资者和少数个人投资者惯用的手段,其所操纵的证券大多数是盘子较小的。

第四,操纵者大量抛售某种证券或某类证券,使该证券价格下跌。这种情况在我国目前证券交易市场上主要是由于某些公司为了收购证券,打压证券的价格,以便降低收购费用。

第五,操纵者采用声东击西的方式,操纵某类型证券中的一种,以达到操纵同类型其他证券的目的。由于证券具有可比性、地区性、同行业性及关联性,会形成所谓“概念股”。而这种概念股中又几乎都有各自的“领头股”。这些领头股不一定是业绩最好、发展最快的,而往往是盘小有题材的证券。操纵者就经常操纵领头股来达到操纵证券价格的目的。

操纵证券市场罪在客观构成要件上还要求操纵证券市场行为必须达到“情节严重”的程度。所谓情节严重,一般是指具有下列情形:非法获取的利润或者减少损失的数额巨大;采用暴力、胁迫或散布恶劣谣言等手段操纵证券市场的;造成严重经济损失的;多资实施操纵证券市场行为的;曾因操纵证券市场受到过行政处罚的,等等。

操纵证券市场罪的主体,既可以是自然人,又可以是单位。作为自然人构成本罪的,为一般主体,即达到法定刑事责任年龄,具有刑事责任能力的人。但在实际生活中,作为自然人构成本罪的,绝大多数为证券投资者或从事与证券发行、交易活动相关活动的人。作为单位构成本罪的,大多数为证券发行单位、上市公司、证券公司等单位。

操纵证券市场罪在主观上必须是出于直接故意,即行为人明知自己的行为违反证券管理法规,但为了获取不正当利益或转嫁风险、减免损失,不惜利用资金、信息优势或利用职权来操纵证券交易的市场价格,使证券价格发生人为的非正常的涨跌,从而使自己买卖证券获利或减少损失。行为人在主观上具有影响证券价格从而获取不正当利益或转嫁风险之目的。

(2)操纵证券市场罪的认定。操纵证券市场罪是证券交易活动中常见的一种犯罪,对证券投资者利益侵害极大,对证券市场的正常秩序破坏甚大。但另一方面,操纵证券市场罪又是一种较为复杂的涉及证券、公司等专业知识、专门性法律制度的经济犯罪。此罪与彼罪及与之有关的刑法适用问题,必须认真对待,准确认定处理。

①把握行为人的主观罪过情况,区分罪与非罪。操纵证券市场罪是一种直接故意犯罪,并且具有谋取不正当利益或转嫁风险、避免损失之犯罪目的。因此,行为人在主观上是否具有直接故意,便是区分操纵证券市场罪的一个重要因素。如果行为人在客观上虽然有操纵证券市场的行为,但在主观上是出于过失,是由于不熟悉证券知识或证券管理规定,或虽具有明知因素,但行为人不具有上述谋取利益或转嫁风险、避免损失之犯罪目的的,不构成操纵证券市场罪。行为人的行为依法构成其他犯罪的,以其他犯罪论处。

②准确把握全案情节,认定操纵证券市场罪与非罪。操纵证券市场罪属于情节犯,即以

情节严重作为其成立的必要构成要件。行为人在客观上虽然实施了操纵证券市场行为,在主观上也确实出于直接故意,但是全案情节并未达到严重的程度的,不构成犯罪,属一般违法行为,对行为人只能追究相应的行政责任或民事、经济责任。全案情节严重与否,应从以下几方面来考虑:其一,行为人主观恶性深浅,即行为人是初犯、偶犯,还是常犯、累犯;其二,行为人行为的结果情况,即行为人实际谋取利益或避免损失的数额大小,破坏证券市场秩序的实际情况和不利影响是否严重、恶劣;其三,行为人实施操纵证券市场行为的具体手段、方式及其实施操纵证券市场行为的次数。

③正确划分违规操作行为与犯罪的界限。构成操纵证券市场罪的各种操纵行为在实际生活中异常复杂。从前文所列举的各种操纵行为中,我们不难发现,它们都可能与合法行为相交错,或者以合法交易行为作为掩护来进行,使操纵行为的合法与非法,一般违法与犯罪的界限模糊不清。操纵证券市场行为无疑都属于证券市场中的违规行为,应被禁止,构成操纵证券市场罪的操纵行为也是如此。但是并非所有的违规的操纵行为都构成操纵证券市场罪。两者存在着危害社会程度上的大小差别。相对来说,一般违规操纵行为的社会危害程度要小一些,只有那些危害社会程度较大,达到非以刑罚加以制裁不可的程度即法定的“情节严重”的违规的操纵行为才构成操纵证券市场罪。总之,我们应十分仔细地综合判断,将违规的操纵行为与构成犯罪的操纵行为严格地区分开来,不得任意扩大或缩小构成操纵证券市场罪的行为的范围。

(3)操纵证券市场罪的处罚。根据刑法第182条规定,犯操纵证券市场罪的,处5年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得1倍以上5倍以下罚金。

单位犯本罪的,对单位判处罚金,并对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处5年以下有期徒刑或者拘役。

四、妨害证券信息

证券信息的真实与否,对于证券市场来说,直接关系到证券市场价格的高低和稳定。在中外证券业中,不法之徒针对证券信息的欺诈行为也层出不穷,他们为了牟取暴利或者转移风险,采取编造、传播虚假信息,或者提供虚假的信息,或者伪造、变造、销毁证券交易记录,诱骗投资者进行证券买卖。由于妨害证券信息真实的行为是一种严重的证券欺诈行为,具有极大的危害性,因此,大多数国家刑法都将该种行为规定为犯罪,予以刑事制裁。

1. 妨害证券信息罪的概念和特征

所谓妨害证券信息罪,是指编造并传播影响证券交易的虚假信息,或者故意提供虚假信息,或者伪造、变造、销毁证券交易记录,诱骗投资者买卖证券,造成严重后果的行为。

妨害证券信息罪的主要特征是:

(1)妨害证券信息罪的犯罪客体为复杂客体,它不仅损害了有关证券投资者的合法利益,而且侵犯了证券市场的正常的管理活动和运作秩序,尤其是关于证券市场的信息管理制度。

(2)妨害证券信息罪表现为行为人实施有关妨害证券信息真实公开的行为,具体表现

为:

- ①行为人编造并且传播影响证券交易的虚假信息,扰乱证券交易市场;
- ②发行人、证券经营机构及其工作人员在招股说明书、上市公告书、公司报告及其他法定文件中提供虚假的信息;
- ③发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构、证券业协会及其工作人员在向证券监管部门提交的各种法定书面材料中提供虚假信息;
- ④律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等专业性证券服务机构及其工作人员在其出具的法律意见书、审计报告、资产评估报告等法定文件中提供虚假信息;
- ⑤证券交易所、证券公司、证券业协会、证券管理部门及其工作人员提供对证券市场产生影响的虚假信息;
- ⑥证券交易所、证券公司的从业人员,证券业协会或者证券管理部门的工作人员故意伪造、变造或者销毁交易记录,诱骗投资者买卖证券。

此外,构成妨害证券信息罪的,在客观上还要求危害行为必须达到一定程度,即编造并传播影响证券交易的虚假信息扰乱证券市场交易,造成严重后果;对于证券交易所、证券公司从业人员、证券业协会或者证券管理部门的工作人员,故意提供虚假信息,伪造、变造或者销毁销售记录的,必须足以诱骗投资者买卖某种证券,造成严重后果。如果行为人的妨害证券信息行为不足以诱骗投资者买卖证券,没有造成严重后果的,不构成本罪。

(3)妨害证券信息罪的犯罪主体具体可分为以下几类情况:

- ①一般自然人,即达到法定责任年龄、具备刑事责任能力的自然人;
- ②特殊自然人,包括证券交易所、证券公司的从业人员,证券业协会或者证券管理部门的工作人员;
- ③单位。任何单位,包括证券交易所、证券公司、证券业协会、证券管理部门、证券发行人、证券投资单位等,编造并传播虚假信息,或提供有关虚假信息,实施有关妨害证券信息行为,扰乱证券交易市场,诱骗投资者买卖证券造成严重后果的,都可构成本罪。

(4)妨害证券信息罪在主观方面是出于故意,即行为人明知编造并传播虚假信息会影响证券市场,仍故意编造并传播,或者故意提供虚假信息,伪造、变造或销毁交易记录。过失不构成本罪。

2. 妨害证券信息罪的认定

(1)把握行为人的主观罪过,划定罪与非罪。

妨害证券信息罪是故意犯罪,行为人在主观上具有故意是其构成的必要条件。如果行为因工作马虎,不负责任而提供有关虚假信息,造成危害后果的,不构成本罪,构成其他犯罪的,以他罪论处。

(2)把握虚假信息的性质,区分罪与非罪。

妨害证券信息罪的客观表现之一,是行为人编造并传播影响证券交易市场的虚假信息,或有关从业人员或工作人员提供虚假信息,由此扰乱证券交易市场,造成严重后果或诱骗投资者买卖证券。这就要求行为人所编造并传播的虚假信息或提供的虚假信息,在性质上必须与证券交易市场有关,足以扰乱证券市场的秩序,造成严重后果,或导致本不想投资的投

资者买卖证券的危害后果。如果行为人所编造并传播的虚假信息或提供的虚假信息与证券交易市场无关,不会对证券交易市场产生不良影响,则行为人不构成本罪。构成其他犯罪的,以他罪论处。

(3) 正确区分妨害证券信息罪与预测错误。

所谓预测,是指根据相关资料,依据证券市场前期变化规律,结合有关参变因素,经过综合分析,判断证券市场尤其是证券市场价格变化趋势。证券市场预测是必须的,也是合法的。美国证券交易委员会自1978年以来,开始鼓励股票发行公司对其将来的某些业务经营情况作出预测,其中包括预测公司收入、年终红利、经营计划等。但是预测由于受主观因素的影响,往往与将来证券市场的实际情况会发生偏差,甚至正好相反。乐观预测和非观预测对证券市场都会产生消极影响。因此,将预测偏差、错误与编造并传播虚假证券信息的行为严格区分开来,意义就显得十分重要。

一般来说,区分预测偏差、错误与妨害证券信息罪,应把握下面几点:(1)考察其预测是否出于善意。所谓善意,即是指预测的目的和动机不是为了欺骗投资者,不是出于不正当目的或其他犯罪意图;(2)考察预测是否有合理根据。所谓合理根据是指行为人的预测不是凭空捏造而是以有关事实为依据。(3)考察预测人的资格。即审查预测人的素质、职业、经历等,判断预测人是否具有预测能力和其他应具备的条件;(4)预测方法、途径是否科学、合理。即审查预测的进行过程是否科学合理,具有内在逻辑等。如果预测具有合理根据,行为人也出于善意,具有一定的预测能力,预测过程也较合理,预测偏差、错误的产生是因为客观因素,如突发事件或主体素质限制而导致的,不能认为行为人编造并传播虚假信息并因此认定行为人构成妨害证券信息罪。

(4) 正确区分妨害证券信息罪与操纵证券市场罪。

妨害证券信息罪与操纵证券市场罪都属于故意犯罪,犯罪客体也相同,在客观方面都可能涉及到行为人编造、传播、提供虚假证券信息,犯罪主体都可以为自然人和单位。但两者仍有不少区别,应加以区分:

①妨害证券信息罪的自然人犯罪主体必须是证券交易所、证券公司的从业人员、证券业协会或证券管理部门的工作人员;而操纵证券市场罪的自然人犯罪主体没有限制。

②主观罪过内容不同。妨害证券信息罪要求行为人在主观上出于故意,对犯罪目的没有具体要求;而操纵证券市场罪不但要求行为人出于故意,而且具有获取不正当利益或者转嫁风险之犯罪目的。

③客观方面有所不同。妨害证券信息罪在客观方面表现为行为人实施有关妨害证券信息真实,影响证券交易市场,包括影响证券市场价格的行为;而操纵证券市场罪则要求行为人实施有关操纵证券交易价格的行为。在这里值得注意的是应将涉及到行为人利用虚假信息构成证券信息罪与构成操纵证券市场罪区分开来。就妨害证券信息罪而言,要求行为人不但要编造虚假信息,而且要传播其所编造的虚假信息,符合其他条件的,则构成妨害证券信息罪;就操纵证券市场罪而言,则仅要求行为人实施散布谣言、传播虚假信息来影响证券发行、交易即可,不要求行为人同时是该虚假信息的编造者。

④法定危害结果要求不同。妨害证券信息罪要求行为人实施的妨害证券信息真实的行

为必须产生严重后果方可构成犯罪;而操纵证券市场罪则要求行为人所实施的操纵市场行为达到情节严重程度。

3. 妨害证券信息罪的处罚

根据刑法第 181 条规定,一般自然人犯妨害证券信息罪造成严重后果的,处 5 年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处 1 万元以上 10 万元以下罚金。

证券交易所、证券公司的从业人员,证券业协会或者证券管理部门的工作人员,故意提供虚假信息,伪造、变造或者销毁交易记录,诱骗投资者买卖证券,造成严重后果的,处 5 年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处 1 万元以上 10 万元以下罚金;情节特别恶劣的,处 5 年以上 10 年以下有期徒刑,并处 2 万元以上 20 万元以下罚金。

单位犯本罪的,对单位判处罚金,并对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处 5 年以下有期徒刑或者拘役。

五、欺诈客户

欺诈客户是欺诈投资者的行为之一。既然称“客户”就表明当事人之间有服务与被服务的关系。在证券市场上拥有客户的主体有两类:证券经营机构和专业性证券服务机构。前者主要是为广大投资者服务,后者主要为发行证券的公司服务。所谓欺诈客户专指证券经营机构及其工作人员欺诈投资者的行为。《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 9 条规定:“禁止任何单位或者个人在证券发行、交易和相关活动中欺诈客户。”

1993 年 10 月 18 日刘某见上交所收购概念股行情上扬,便下单拟卖出自己存在上海证交所股票帐户上的 21000 股“哈医药”,可却被告知该帐户已空仓无法交易,刘要求上交所报价员通过红马甲进行查询,一月以后答复说这 21000 股被哈尔滨市证券公司卖出,而且股款已落入他人存款帐户。刘与该证券公司交涉索款无结果。后该证券公司退还刘某 23 万多元的股款,但仍给刘造成几万元的经济损失。刘以证券公司违反交易规则造成自己经济损失为由向哈尔滨市道里区人民法院提起诉讼。此案成为哈尔滨市首起涉股案件,也是一起典型的证券经营机构违背被代理人的指令买卖证券的欺诈客户行为。

1991 年 7、8 月间,日本野村、日兴、大和、山一等四大证券公司丑闻相继曝光,震动日本证券界。这次丑闻的主要内容有两件事:填补损失和与黑社会勾结。所谓填补损失就是当股市出现较大波动时,证券公司以高价买低价卖的方式给客户补偿损失。1987 年秋季和 1990 年初,日本股市两次暴跌,数百万亿日元资本不翼而飞,这使投资者蒙受重大损失。四大证券公司为了在激烈竞争中拉住自己的大客户,给因股价暴跌而遭受损失的 400 多家大客户补助 1720 亿日元,而中小投资者却无缘得到补助。此次丑闻中野村公司自买自卖大量东急电铁公司股票行为被公开。1989 年 10 月野村公司让营业人员向人们推荐该股票,致使该股票价格猛涨,野村公司也因此大发不义之财。案例中证券公司的行为是为法律禁止的欺诈客户行为之一。

欺诈客户是证券经营机构及其工作人员实施的不法行为。了解证券经营机构的性质、业务范围有助于我们把握欺诈客户行为的本质属性。证券市场的运作是以证券经营机构为

中介进行的,无论是证券的发行和交易都离不开证券经营机构的中介服务。1980年沈阳市信托投资公司试办企业债券的转让业务,成为我国第一家经营证券业务的金融机构。目前,一个以中国人民银行为领导、以区域性证券交易中心为骨干、以证券公司为主体、以证券交易所为证券集中交易的管理场所、以证券登记公司证券投资咨询公司等其他证券经营机构相配套的证券机构网络正逐步发展壮大。

1. 证券机构

我国目前证券经营机构有四类:①证券商;②证券交易所;③证券登记清算机构;④证券投资咨询公司。也有人对证券经营机构持狭义见解,仅限于证券商。

(1)证券商。是指专门从事专营和兼营证券业务的金融组织。证券商根据其业务性质不同分为:证券承销机构、证券自营机构、证券经纪机构。证券承销商是指从发行人处购买证券或者代发行人发出要约与出售证券,以及用其他方式直接间接参与证券首次发行的机构。证券自营机构是指不办理公众委托的证券买卖,而是以获取利润自担风险进行证券买卖业务的机构。证券经纪机构是指接受顾客的各种委托、定单,并在交易所内代客户买卖证券,以赚取佣金收入的机构。实际上有部分证券商同时兼营上述业务,同时具备多种身份。按照证券商是否具备法人资格,证券商又分为:证券公司、兼营证券业务的金融机构。证券交易代办点。证券公司有企业法人的地位,是直接从事证券发行与交易业务的专业性金融公司。1987年9月中国人民银行批准设立第一家证券公司——深圳经济特区证券公司。目前全国专业证券公司已达到百余家。众多的证券公司中有中国人民银行直接投资创办的,有金融机构独资建立的,有财政部门投资设立的,有采用股份制组建的。1993年经中国人民银行批准,组建了三大全国性证券公司。由中国工商银行牵头组建的华夏证券公司,由中国建设银行牵头组建的国泰证券公司,由中国农业银行牵头组建的南方证券公司。兼营证券业务的金融机构又称证券交易营业部,它是经中国人民银行批准的,由金融机构设置的专业经营证券交易业务的对外营业场所。包括由各综合性银行设立的,有各类信托投资公司开办的,有城市信用社出资创办的。证券交易代办点是证券交易机构委托其他金融机构及其分支机构利用现有的营业场所和人员代办证券业务的场所。代理机构主要是专业银行的分支机构和城乡信用社两大类。随着交易的方式的变化,代办点的作用越来越小。证券业务范围按照1990年《上海市证券交易管理办法》第42条规定,包括:①承销推销证券;②自营买卖证券;③代理买卖证券;④证券投资信托;⑤证券融资;⑥证券的登记、鉴证、结算兑付、集中代保管、财务代理或代办过户;⑦提供证券发行、投资等方面的咨询;⑧其他与证券有关的业务。

(2)证券交易所。是依照法律规定,设置场所和设备,制定制度和规则,以提供证券集中交易市场为目的的组织。证券交易所不直接买卖证券,也不决定证券的价格,它只提供一个场所,为正在流通的证券提供一个连续的市场,为决定公平价格提供了一个适当的手段。我国目前只有两个证券交易所,即上海证券交易所和深圳证券交易所。上海证券交易所经国务院授权、中国人民银行总行批准于1990年11月26日宣告成立,1990年12月19日正式开张营业。上海证券交易所是实行会员制的非营利性事业法人。会员仅限于经中国人民银行批准设立并具备规定条件的证券经营机构。上海证券交易所的业务是:提供证券集中交

易的场所;管理上市证券的买卖;办理上市证券交易的结算交割;提供上市证券的过户和集中保管服务;提供证券市场的信息服务等。交易所采用现货交易方式,按照价格优先、时间优先的原则,采用电脑自动竞价交易方式。深圳证券交易所于1989年11月开始筹建,1990年12月11日开始集中交易,1991年4月11日经中国人民银行总行批准正式成立,同年7月3日正式营业。深圳证券交易所是一个会员制的非营利性事业法人。会员限于经中国人民银行批准的、符合相应条件的金融机构。深圳证券交易所是深圳有价证券集中交易的唯一合法场所。其内部组织机构主要有:上市稽核部、交易交收部、电脑部等其他行政综合部门。

(3)证券登记机构。是为证券发行人、证券投资人在证券发行、交易过程中办理相关注册登记业务的机构。目前我国的证券登记包括:证券发行登记、证券投资者名册登记、证券过户登记和因继承、赠予等证券所有权发生变更需过户登记以及证券抵押登记等。其中以证券过户登记最能表现证券登记机构的作用;配合证券交易所逐渐完善交收过户制度,为推行无票交易无纸化动作提供前提条件,加快证券市场运作效率;股票转让过户和红利股息以划帐的方式在登记机构进行,消灭股票的私下交易;统一保管证券,避免假证券、证券遗失、被盗等给投资者带来损失。过户登记机构在上海证券交易所和深圳证券交易所有所不同,上海市的证券过户业务由证券交易所办理,而深圳则由专门机构办理,即深圳证券登记有限公司。该公司经中国人民银行批准,并报深圳市人民政府同意于1990年11月26日开始试营业。公司业务主要有:规范股票印制;统计管理上市公司股东的资料;股票过户;股票转让登记;分红派息和集中托管证券。

(4)证券投资咨询机构。亦称证券投资顾问机构。是为投资者和筹资者提供有关证券的资料和信息的服务机构。其主要目的是帮助中小投资者作理性投资,同时也能改善证券市场的投资结构。目前我国的证券投资咨询机构也有所发展,但绝大多数是由信托投资公司和证券公司兼任。值得一提的是,深圳证券市场率先在全国设立专门的投资咨询公司。1991年9月开始筹建,1991年12月深圳新兰德证券投资咨询公司获批准成立,1992年11月16日正式注册。该公司采取股份制,由深圳证券登记公司,北京科技财务公司、中国深圳综合开发研究院认股组建。

2. 发生欺诈客户行为的环节

欺诈客户主要发生在证券发行和交易过程中。其中尤以证券交易最具有代表性。为便于理解交易过程中的欺诈行为,我们首先介绍证券交易的程序。证券交易程序是指在证券流通市场买卖证券的全部过程。一般由开设证券买卖专户、买卖的委托、买卖的成交、证券的结算交割和过户等阶段组成。证券交易的各方当事人经过证券交易程序完成证券的转手、购入证券或者实现兑现、取得投资收益或者负担亏损。所以,交易程序的每一环节,对当事人都至关重要。在交易程序的每一环节,证券经营机构的违法行为都极可能构成对投资者的欺诈。

(1)开户。即开设证券买卖帐户。它由两个独立的行为组成,一是名册登记,二是开设帐户。投资人在证券登记公司办理名册登记,取得投资人的资格。登记的内容因法人、个人有所不同。开设帐户是投资人在证券商处同时开设证券帐户和资金帐户。当证券交易完成

时,仅对两个帐户进行相应的划拨。通常开设帐户和名册登记同时进行。

(2)委托买卖。客户通过交易所的证券买卖,都要由证券经纪商代理。因此,客户要和证券经纪商建立委托买卖合同关系。委托包括两个方面:委托人向证券经纪商发出表明自己购买或者抛售一定数量证券的意思表示,同时亦包括证券经纪商接受。委托的方式多种多样,可以是书面的,亦可是电话、信函和利用电脑网络等。证券经纪商接受委托后按照委托人的指令,由自己的经纪人进行交易,成功后办理相关的交割清算手续。委托买卖在法律上是一种代理关系,证券经纪商为代理人,客户为被代理人。依据代理制度代理人必须忠实执行被代理人的指令和委托,不得故意损害被代理人的合法权益。代理行为的法律后果由被代理人承担。

(3)成交。是指证券经纪商或者自营商相互之间通过竞价,就买卖证券的价格和数量达成一致的行为。以电脑竞价为例,证券经营机构根据客户的委托向集中市场内的场内交易员发出买卖指令,场内交易员接到本部的指令后,随即将信息内。主机按照证券品种、买卖价格和数量排列并发出已接受的信息。主机按价格优先、时间优先、数量优先的原则自动撮合成交,一旦成交后即自动向双方发出通知。成交双方场内代表办理相应手续。

(4)清算。证券清算是实现证券交易、完成买卖合同的最终结果。它由清算机构将同一证券的不同购买者的买卖数量和金额加以抵销,然后对其净差额进行交割。上海、深圳两地的证券交易所都规定:证券的清算机构是交易所设置的清算部,清算实行“中央结算、净额交收”和“集中保管、券帐分户划转”的原则。清算的程序大致为:清算机构编制“清算交割总汇总表”和各券商的“清算交割表”,将各证券商买卖对销后应结清的余额送交各证券商,经核实无误后在约定在交割期和交易清算时间办理交割手续。

(5)交割。是卖方交付证券买方付款的行为。交割是清算的延续。交割包括三个步骤。证券商之间在证券交易所交割;证券商给委托人送达确认书,说明成交日期、时间、数量、股票种类、成交价格和金额、交割日期。确认委托行为已完成;委托人和证券商之间办交割,券商从委托人开设的资金帐户上和证券帐户中划转,并由证券商将交割清单交付委托人。交割的实际意义在于确认代理委托关系的结束。

(6)过户。是证券所有权从原来的所有者转移给新的所有者时的记录过程。上海、深圳两地市场上股票所有权的转移,是通过证券交易所清算部门办理过户手续,交易双方之间并无真实股票的转移。上海称之为无票交易,深圳命名为无纸化操作。

证券经营机构及其工作人员为什么要违反规则欺诈客户?其原因主要是证券经营机构的利益驱动使然,作为证券承销商,代发行人销售证券从中获取发行佣金或者批零差价。对承销商来讲,发行新股是一个无本万利的诱惑,近期上市公司招股说明书表明,发行费用少则在500万元左右,多则上千万元,承销商最大的风险是证券推销不完,因而用欺诈的手段推销证券当属意料之中。作为证券经纪商替投资者买卖证券,收取手续费或称佣金,佣金的多少不是投资者盈利的提成,而是根据交易的金额大小按比例收取,一般在6%以下。因此,证券经纪商的利益和客户的盈亏无关,而只和自身的交易量成正比,因而以欺诈手段拉拢客户、加大客户的交易量是可能的。证券自营商在证券市场上买卖证券,是投资主体之一,利益来自买卖证券的差价。如果证券自营商是单纯的身份,那它和普通投资者身份相

同,也不存在欺诈客户的行为。问题关键在于,证券自营者同时又办理经纪业务,即同时具有双重身份。除了犯证券经纪商的欺诈行为外,还可能在同时有自营业务和代理业务时,出现自营业务优先等欺诈行为。证券顾问机构主要是为发行人投资人提供证券知识方面的专业服务,收取劳务报酬。作为单纯身份的顾问机构收益多少取决于它的服务质量,一般也不欺诈投资者。但证券商一旦兼做咨询顾问工作,就很难保证它为了承销、自营、代理证券业务而保护投资者的利益,而做有利于自己、欺诈客户的行为。

“完全公开”和“禁止背信”是证券市场健康运行的保障。欺诈客户就是证券经营机构滥用委托人的信任,损害委托人的合法利益,实施证券法规禁止的欺诈客户的行为。在国外证券市场发达的地区通过严密的立法,规范各种证券交易行为,保护投资者的合法权益是立法的首要目标。美国的《证券法》、《证券交易法》、《投资公司法》、《投资顾问法》等都有禁止欺诈客户行为的规定。我国对证券市场的管理处处在探索阶段,立法还比较薄弱。尽管如此,在已经出台的行政性、地方性法规中,都有对证券市场进行管理的规定。如《深圳市证券机构管理暂行规定》第50条规定:“证券经营机构以及从业人员必须遵纪守法、讲究职业道德,按公开、公平、公正的原则为客户服务。不得有下列行为:一、以职务所知的消息从事证券买卖;二、泄露客户委托事项及其他职务上所知的秘密;三、受理客户的全权委托;四、对客户作盈利或分享损益;五、利用客户名义买卖证券;六、以他人的名义供客户买卖证券;七、代客户保管证券或款项;八、未依客户的委托而代客户买卖;九、其他违反证券规章的行为。”1993年9月证券委员会发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》对各种证券欺诈行为做了较为全面的列举和分类。其中第9条规定“禁止任何单位或者个人在证券发行、交易和相关活动中欺诈客户。”第10条列举了10类欺诈客户的行为。

3. 欺诈客户行为的具体形式

(1) 证券经营机构将自营业务和代理业务混合操作。自营业务是证券经营机构用自己的证券和资金,以自己的名义和帐户为自己买卖证券,为机构自身赚取利润。代理业务是证券经营机构根据客户的指令、代其买卖证券,收取佣金。按照证券市场运行的规则,证券经营机构必须将自营业务和代理业务分开、分别独立操作。“经批准从事证券自营、代理和投资基金管理业务中两项以上业务的,证券经营机构应当将不同的业务的经营人员、资金、帐户分开。”这种规定的理由是,如果自营业务和代理业务混合操作,证券经营机构很可能为本身的利益,转移自己应承担的风险,取得自己不应获得的利益。何为混合操作,目前尚未有明确法律规定。一般认为,混合操作的重要含义是指证券经营机构不得为了自己的利益而挤占、损害客户的利益。从形式上看,证券经营机构不得既做自营业务又做代理业务。就是一个证券公司也不得以自营业务来冲挤代理业务,与客户争抢利厚的生意。混合操作欺诈客户最典型的表现是:①证券经营机构和客户为同方向的关系人时。即证券经营机构想购进或者卖出某证券时,同时又接受客户相同交易方向的指令,证券经营机构利用其掌握场内交易席位的优势,违反规则抢先办理自营业务或者拖后办理代理业务。②证券经营机构和客户为相对关系人时。即证券经营机构想买进或者卖出某证券时,会利用其经纪商的中间人身份,利用委托人的信赖和委托业务、极力推荐、鼓动委托的客户做相反方向的交易,转嫁风险赚取利润。③证券经营机构和客户为相对关系人时,利用其掌握的场内交易席位的优

势,在客户向证券经营机构发出限价委托时,使客户以委托的最高价买入,而自己则以自营委托最高价卖出。若行为结果相反,换言之,在证券经营机构的控制下,客户只能实现最低利益,而券商自己可能实现最高利益。这两者的差异是券商挤占损害客户的结果。自营业务和代理业务的混合操作是同一券商身兼两重身份所致,如果不使业务完全分开,则欺诈行为难以禁绝。

(2)证券经营机构以多获取佣金为目的诱导顾客进行不必要的证券买卖或者在客户的帐户上翻炒证券。佣金又称代理费、中介费。佣金的多少取决于客户的多少、证券交易的频率和投入交易的证券数量。在证券交易中,证券经营机构收取必要的佣金是正常的,但是如果诱导顾客进行不必要的证券买卖或者在客户帐户上翻炒等手段,达到多获取佣金的目的则必然侵犯了投资客户的利益。这里什么是“必要的”,什么是“不必要的”,二者的界限如何区分,法律法规无明确规定,到目前为止中国证监会也没有处理过这样的事例。因此,认定什么是“必要的”和“不必要的”是相当困难的。认定本行为应至少注意以下几点:①买卖证券的决定是由客户本人作出的;②客户的决定是由券商的诱导而为;③不必要不能仅以是否赚钱为标准,不能以客观的事后结果为依据;④不必要的认定标准应从主观与客观相结合的角度来观察。主观上应同券商为自己多收取佣金目的相联系,客观上应同客户受到不必要的损失后果相联系。这种行为有两种表现形式:一是诱导客户进行过量不必要的交易。证券经营机构利用发布利空利好的消息或者工作人员极力鼓惑诱使客户加大交易量进行不必要的证券买卖,券商乘机赚足佣金。二是不经客户的委托,自行在客户帐户上买进卖出,不管客户的盈亏,只关心自己佣金的多少。这类行为既常见但又隐蔽,难发现难认定。原因是委托人一般不易察觉经纪人的动机;经纪人的委托人不只一个,他可分批轮流对不同客户实施;经纪人对其委托人是否赢利不负法律上和道义上的责任等。相比较未经客户同意的翻炒行为较容易认定,而诱导客户不必要的过量交易的认定则相当困难。要认定这种行为,关键要抓住证券经营机构是否有诱导行为,诱导行为和过量交易有无因果关系。当然,交易的结果也很重要,虽然从理论上讲交易的结果不决定行为的性质,但在实际操作中客户绝少在赚钱的时候去指责经营机构,怀疑它的动机。

(3)证券经营机构保证客户的交易收益或者允诺赔偿客户的经济损失。某些证券经营机构为了拉住客户,使它们长期在自己的营业场所买卖证券,以赚取相对稳定、相对较多的佣金,便以种种方式吸引大客户。这在证券经营机构发展过快情况下尤为突出。如果证券经营机构依靠改善服务态度、提高服务质量和效率当然是可取的和鼓励的。但是如果采取拉股民,抢大户、乱竞争,竞相压低标准,放宽条件搞内耗则不可取。一些券商压低大户的标准,有的不收取电讯费,有的为少数大户长期透支提供便利。上述这些不正当行为最终会损害证券经营机构的整体利益,有些行为同时亦构成欺诈客户的行为。如保证客户的收益或者允诺赔偿损失,前者简称“包赚”后者简称“包赔”,此外还包括和投资者利益同享、亏损共担。国外证券交易法规定,证券经营机构不得向客户提供证券价格上涨或者下跌的肯定性意见,或者为劝诱客户参与证券交易,向客户保证承担可能招致的全部或者部分损失。

(4)证券经营机构不按国家有关规定和证券交易所业务规则的规定处理证券买卖委托。这是一种欺诈客户的行为,具体的形式较多。《深圳市证券机构管理暂行规定》列举的有:证

券经营机构不在规定的时间内向被代理人提供证券买卖的书面证明文件;证券登记、清算机构不按规则办理清算、交割、过户、登记手续,此外还有其他违反规则的行为。《深圳市证券机构管理暂行规定》第33条、第35条、第37条、第41条、第50条规定,证券商接受委托的时限最长不超过三个营业日(包括当日),凡未填写委托时限的按当日委托办理;证券商在办理非经纪买卖时,只能接受限价委托和当面委托;证券商应当每月向客户分别提交保证金和证券帐户情况的对帐单,以备客户核对交易的情况;集中交易的股票和债券,必须在成交后的第一个营业日完成一级交收,第二个营业日完成二级交割。证券商不得受理客户的全权委托;证券商不得利用客户的名义买卖证券。《上海市证券交易所交易市场业务试行规则》第57条、第71条、第80条、第85条、第86条、第89条规定,证券商必须忠实按委托人的需求买卖证券,不得以任何方式损害委托人的利益,否则须赔偿损失;证券专户中的证券由证券商代为保管;委托人的委托买卖成交后,证券商须立即通知委托人;委托人的委托如未能全部成交;证券商在委托有效期内可以继续执行,直至有效期结束;委托人的委托有效期为五日有效的,从委托之日起,到第五个交易日本所营业终了时间内有效。《深圳证券交易所业务规则》中也有许多证券交易手续方面的细节规定。这些业务规则明确了委托双方的责任;特别是证券商在委托审核、证券买卖成交、清算交割过户等程序中的行为规范和业务准则。证券商有违反规则的,可以认为是欺诈客户的行为。需要注意的是,交易规则是和交易方式相联系的,是不断变化的。交易证券的数量、交易场所的硬件状况等在不断改变交易的方式,交易规则存在一个不断完善不断改革的过程。

(5) 证券经营机构违背被代理人的指令,为其买卖证券。证券经营机构在代理委托业务时,和客户之间是代理关系。《中华人民共和国民法通则》第65条、第66条规定,书面委托代理的授权委托书应当载明代理人的姓名或者名称、代理事项、权限和期间,并由委托人签名或者盖章。没有代理权、超越代理权或者代理权终止后的行为,只有经过被代理人的追认,被代理人才承担民事责任。代理人不履行职责而给被代理人造成损害的,应当承担民事责任。在证券经营机构和客户的委托代理时,一般应对以下项目作出明确的约定:①证券的名称和交易的种类;②买进或者卖出的数量;③出价的方式及价格幅度;④委托的有效期限;⑤纠纷裁决方式的选择。证券经营机构如果不按约定的内容严格履行自己的义务,相反,不认真履行自己的义务或者滥用代理权的话,就可构成违背客户的指令,欺诈投资者。

(6) 发行人或者发行代理人将证券出售给投资者时,未向其提供招募说明书。根据《中华人民共和国公司法》及有关行政法规的有关规定,发行人在获准公司发行证券后,发行人应在承销期开始前2至5个工作日期公布招募说明书,发行代理人应将招募说明书备置于营业场所,并有义务提醒认购人阅读招募说明书。提供招募说明书能使广大投资者了解上市公司的业务内容及财务状况,作为投资决策时的参考。相反未提供招募说明书,使投资者不能了解真实情况,容易受诱导误导。但是,这种行为发生在上市公司、承销机构和不特定的公众之间。严格地讲,尚未形成特定的客户关系,因此,这类行为不属于典型的欺诈客户行为。

(7) 其他欺诈客户的行为。前面所提及的行为,主要是发生在证券交易过程中,在证券的发行过程中除未提供招募说明书外,还有其他欺诈行为,如欺诈性推销。承销商和专业咨

询顾问机构在参与证券发行时,采用欺诈手段向投资者推销证券。在美国大约有 16% 的证券欺诈案件涉及到发行市场中的不当销售。比较有代表性的不正当销售方式是,以虚构的事实掩盖真相的方法向投资者推销新证券,以高压销售方式,不断上门游说、信函、电话等不断进攻,使投资者不堪压力而购买证券。

4. 欺诈客户行为的主体和主观方面

欺诈客户行为的主体,依据《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定,主要是指证券经营机构、发行人或其代理人,以及上述机构中的工作人员,包括从事证券承销、自营、代理业务的证券经营机构、上市公司、证券登记公司、证券顾问公司、证券清算机构。上述机构的工作人员成为主体时,必须是在履行职务的过程中,以工作人员的名义进行的。

欺诈客户的行为,有些属于故意所为,也有些行为可能由过失所致。《禁止证券欺诈行为暂行办法》没有明确行为的主观态度。我们认为,欺诈客户应限定为故意的主观态度,行为人在主观上往往具有谋取非法利益之目的。这样既和其他证券欺诈行为相均衡,也符合欺诈的语义。对因过失作出的行为,可以依据相应的民事法律和交易规则处理。

对于欺诈客户行为,我国刑法尚没有规定为犯罪。我们认为,基于欺诈客户行为的社会危害性及其特点,立足于保障证券市场的正常秩序,我国刑法应规定欺诈客户罪,对其予以刑事制裁。

六、虚假陈述

1. “公开”、“公平”、“公正”原则

众所周知,证券市场的运行发展基础是“信息公开”和“禁止背信”两项制度。“公开、公平、公正”原则可以说是该制度的高度概括和延伸。对上市公司、证券经营机构及相关服务机构来说,“三公”原则是他们的最高准则。对投资者而言,“三公”原则是投资信心的依靠,投资利益的保障。对证券市场的管理机构而言,“三公”原则是管理的最高目标,是监管法律、法规和监管措施的指导思想。“三公”原则对证券市场的发展更是具有重要的意义。简言之,无“三公”原则则无证券市场的发展与兴旺。

所谓公平指证券民事法律关系的主体在证券募集发行、证券交易、证券相关服务活动中,应公平合理照顾各方的利益。具体而言各方当事人进行相关证券活动中时,做到:①平等。不论身份、经济实力的差异,在证券活动中法律地位平等,相互尊重、平等协商,不以大压小、以强凌弱。②自愿。完全按照自己的主观意愿决定参与证券活动,表达的意愿真实,不能把自己的意志强加于对方,违背他人的意志。③等价有偿。按照价值规律和供求规律进行等价交换,不得无偿占有、剥夺他人的财产和合法权益。④诚实信用。证券活动中诚实守信、恪守法律和职业道德、执业规范。

所谓公正原则是指证券管理机构、其他组织及其工作人员应充分运用法律、采取有效措施,制止证券市场的违法活动、确保投资者得到公正的对待,投资的机会、投资的收益、投资的风险前提应均等,做到:①反欺诈。禁止掌握优势的主体欺诈其他投资者,禁止证券经营机构欺诈客户,禁止发布虚假陈述,误导投资者。②反操纵。禁止掌握资金优势的主体操纵

股市的价格,制造虚假的股市行情。③反内幕交易。禁止内幕人员及其他知悉内幕信息的人员利用信息买卖证券、从中渔利。

公开原则是指证券发行人在证券发行、交易和其他相关活动中,依照法律、行政法规的规定提交公布信息,主要是财务信息。公开原则亦称信息公示制度,源于1844年的英国公司法,为美国1933年证券法和1934年的证券交易法所确立并日臻完善,成为美国证券法律的核心和基石,是美国联邦证券管理的招牌。由于国际证券市场均以美国证券交易委员会的要求作为标准,加上美国大公司在世界各国的影响,使其他国家逐渐采纳该制度的优势。公开原则位列“三公”之首,这是因为证券不同于一般的实物商品,其本身没有使用价值,只有交换价值。投资者进行证券投资时,无法直接观察到证券的价值,在投资者不了解发行人的财务状况、经营状况和信用状况的前提下,无法判断其投资价值,这也就形成了证券发行人和帮助发行证券的专业服务机构向投资者如实公开与证券有关信息和客观需要。只有及时、准确了解到有关信息,投资者才能对证券价值作出正确判断,并作出相应的投资决定和投资行为。相反,如果没有信息公开制度,发行人得不到应有的外部约束,虚假证券就难免招摇过市,投机行骗欺诈行为就会兴风作浪。以“公开”、“公正”、“公平”三者的关系而言,没有信息的公开,也就谈不上公平和公正。信息不公开,内幕人员知悉影响证券价格的重大信息,而广大投资者却一无所知,很明显双方的起点不同。信息不公开或者公布虚假信息,投资者盲目判断,受虚假信息愚弄,难免投资失策遭受损失。信息不公开,所谓的平等自愿只能是形式上的,因为证券市场的主体在关系到证券价格的信息面前已天生的不平等,自愿只能是被蒙骗后的意思表示。所以说,信息公开制度是证券市场特有的保护投资者权益的必备制度,是“公平”和“公正”的前提条件。

公开信息作为重要的制度和基本原则,其基本要求可以归纳以下几点:

(1)公开。这是公开原则的基本内涵。它是指信息必须按规定的程序内容公布于众,使众多的投资者知晓。由于广大的投资者不直接介入公司的经营管理,缺乏信息公开,投资人既不了解公司的财务状况和经营成果,更谈不上监督。美国学者布兰蒂朗认为:“只有公开才能矫正社会上及产业上的弊端,因为太阳是最佳的防腐剂。”也有人戏称证券市场上“灯泡是最好的警察”。

(2)真实。要求披露的信息必须反映客观的实际情况,不具有虚假的成份。信息披露真实一方面要求信息披露客观公平,另一方面要求信息披露不得以假充真,欺骗投资者。

(3)全面。要求信息披露必须全面、充分,不得有重大遗漏和故意隐瞒。只有充分、全面披露,投资者才能在获得足够信息的条件下,作出理性的投资决定。全面包括形式上的充分和内容上的完整。如果说公开是定性因素,那么全面充分则为定量的因素。当然,全面并非要求主体将所有的信息都要公开。

(4)及时。披露信息应以最快的速度向社会公开,不得故意拖延迟缓。由于投资者特别是广大股东与公司内部的管理人员,证券管理机关的人员在获悉信息的时间上存有差异,为克服这种信息获得时间上的不对称性可能产生的弊端,就要求在信息产生后的适当时机毫不迟延地披露公开,这是信息时效性的重要特征。

(5)有效性。要求披露的信息具有可利用性,对投资者的决策有意义。披露的公开信息

能正确反映客观事实或者事物的发展趋势,并且经得住相关规则的检验。不可利用或者无意义的信息不仅浪费人力物力,而且还导致投资者面对繁杂的信息无所适从甚至是误导。

(6)易得易解:信息资料应以广大投资者最易获得的方式加以公开。信息的表达应通俗易懂,易被大众理解。不得使用深奥、容易误解、含糊不清的语句。易得易解是便利投资者收集取得信息、消化整理吸收信息。

(7)连续。不仅要求发行人在初次发行时如实披露有关信息,而且要求发行人在证券发行后仍连续依法向公众如实披露信息。这是由于证券的流通性决定的,也是股份有限公司和其他企业组织形式的重要区别之一。发行时公布信息利于投资者选择,发行以后公布信息利于证券的交换。

(8)要式。发行人按照法定的格式和程序要求进行信息披露,以便审批机关和监管机构、投资人查阅。如我国上市公司的重要信息的披露,必须在证监会指定的报刊媒体上公布。

2. 虚假陈述

虚假陈述是指具有信息公开义务的单位或者个人,违反证券市场的信息公开制度,在有关文件中对重要的事实作虚假陈述的行为。虚假陈述是证券欺诈的形式之一。严格地讲,虚假陈述又是一种渎职行为。

违反公开信息制度的虚假陈述,其危害性是巨大的,为了形象说明这一点,我们参照下面的例子:1993年轰动一时的北京长城机电科技公司及下属公司非法集资数亿元,该法院审理后,主犯沈太福被判极刑,公司副总裁孙某被判15年有期徒刑。此外,本案涉及国家某部委副主任、银行官员、报社的社长、国家级报刊的记者达20余人。非法集资案还牵涉另一个不为人关注的角色——中诚会计师事务所。该事务所三位注册会计师违反法律、法规和执业的规章,为长城公司出具了100份报告书,正是由于中诚事务所为长城公司出具了虚假的验资报告书,致使该公司总裁沈太福等人大量复印散发,蒙蔽投资者,造成恶劣的后果。该所三位情节严重的注册会计师均被判处1至2年不等的有期徒刑。本案中,会计师事务所出具的含有虚假内容的报告书致使投资者不了解长城公司的实际经营状况,最终导致重大损失。相反,假如投资者知晓了真实情况,结果显然是不言而喻。由此可见,信息公开对证券市场的重要价值。

证券市场要求建立规范化体系,包括交易所运作规范、券商业务规范、公司制度规范、信息披露规范等。建立这样的规范化体系无非是要保护证券市场参与者的合法权益,维护证券市场的有效运转。有人甚至认为:现代证券市场的有效性就是建立在信息披露制度基础上。

违反公开信息制度做虚假陈述,其危害性可以从以下几个方面阐述:

(1)干扰投资判断。证券市场的投资取向看起来根本因素是发行人的经营业绩的好坏,特别是以投资为目的,以长远收益为目的参与者。但是,社会公众投资者一般又无从了解其业绩,所依赖的只能是公开的信息,因此,信息错误或者不公开,自然使投资人缺乏判断的标准依据。

(2)不利于证券市场的管理。证券市场的管理是多方位的、多主体的复杂管理系统。管

理方式多运用经济、法律手段,而不能直接介入,更多地是通过设立相关的制度来规范。其中信息公开就是管理的途径方式,如果信息披露不规范,证券监管失去了依据,失去了手段,监管很容易被架空。

(3)丧失投资信心,股份制难以实行。这是虚假陈述的最大危害性,可以说没有信息公开就不可能有证券市场,进而不可能有股份制经济。股份制是聚天下之财,证券市场为集资金提供一个场所,投资是建立在有利益保障基础上,没有信息公开证券市场只能是尔虞我诈、欺诈成风的深渊,只能是骗子、冒险家的乐园。

虚假陈述的危害,轻则影响个别证券价格的暴涨暴跌,重则影响一段时间的证券市场行情。最为严重的是每次股市的崩溃莫不是内幕交易、操纵市场、虚假陈述相互交织作用的结果。我们以1991年印尼股市风暴为例。印尼的证券业历史可追溯到1912年,但真正发展时期是在1987年以后。1987年以前,上市公司只有4家,印尼政府推行经济改革,其中一项重要内容是建立资本市场,为刺激股市的发展,印尼政府制定了一系列开放的政策,但同时未配套以严格的监管体系。1988年初雅加达证券交易所指数仅为82.6点,刚到年底就已升至303点。1989年指数在300点至500点之间波动,1990年4月初飞升至682点,4月底人们开始抛售,指数锐降至1991年8月的223点,降幅达67.3%,雅加达股市一片混乱。事后,印尼政府总结其中的原因,归纳成三点:①股市运行机制本身处在萌芽状态,无法适应股市供应与交易量的迅猛增加。②一系列宏观经济因素与政治因素的冲击。③一连串的丑闻破坏了投资者的信心。三个原因中就有两个和虚假陈述违反信息公开制度有关,不少上市公司的上市报告书所提供的财务报表都含较多的水份。一项调查表明,1990年60家上市公司中有三分之二的公司实际盈利远远低于其财务报表中的数字。一系列丑闻被揭露后,人们发现这些事项的过程中都不同程度地存在故意虚假的陈述,有关服务机构出具不真实的报告书,故意不公开重要信息等。印尼股市风暴后,政府强化许多监管措施。其中规定,计划增发新股的公司必须向监管部门申请,提交招股章程,有关公司招股的广告均受监管部门监督,所有的资料必须真实,所有资本市场的专业人员(会计师)均向监管部门注册登记等。这些措施都在一定程度上强化信息披露的公正、准确、及时有效。

需公开的信息由两部分组成,一是证券法规和其他法规明确要求必须公开的信息,这些信息就必须公开;二是法律列举之外的可能较大影响投资人决策的信息亦应公开。考虑到立法时不可能一一列明应公开的信息。因而列举之外的对证券发行、交易有重大影响的信息均属因公开的信息。对此类信息的认定可由证券监管部门、行业协会、证交所根据具体情况来认定。相比较有关证券法规规定公开的信息范围比较明确。国务院证券委员会、中国证监会颁布的规定中就有此内容。相关的规定有:《公开发行股票公司信息披露的内容与格式》、《配股说明书的内容与格式》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《股票发行与交易管理暂行条例》等等。1993年6月10日中国证券会颁布的《公开发行股票公司信息披露实施细则》第4条规定:股份有限公司公开发行股票,将其股票在证券交易所交易必须公开披露的信息包括(不限于):1.招股说明书;2.上市公告书;3.定期报告包括年度报告和中期报告;4.临时报告包括重大事件和收购与吞并报告。1993年4月22日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第15条规定:“本条例第13条所称的招股说明书应当按照证监

会规定的格式制作,并载明下列事项:(一)公司的名称、住所;(二)发起人、发行人简况;(三)筹资的目的;(四)公司现有股本总额,本次发行的股票种类、总额,每股的面值、售价,发行前每股净资产值和发行结束后每股预期净资产值,发行费用和佣金;(五)初次发行的发起人认购股本的情况。股权结构及验资证明;(六)承销机构的名称、承销方式与承销数量;(七)发行的对象、时间、地点及股票认购和股款缴纳的方式;(八)所筹资金的运用计划及收益、风险预测;(九)公司近期发展计划和经注册会计师审核并出具审核意见的公司下一年的盈利预测文件;(十)重要的合同;(十一)涉及公司的重大诉讼事项;(十二)公司董事、监事名单及其简历;(十三)近3年或者成立以来的生产经营状况和有关业务发展的基本情况;(十四)经会计师事务所审计的公司近3年或者成立以来的财务报告和由2名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告;(十五)增资发行的公司前次公开发行股票所筹资金的运用情况;(十六)证监会要求载明的其他事项。”第58条规定:“本条例第57条所列中期报告应当包括下列内容:(一)公司财务报告;(二)公司管理部门对公司财务状况和经营成果的分析;(三)涉及公司的重大诉讼事项;(四)公司发行在外股票的变动情况;(五)公司提交给有表决权的股东审议的重要事项;(六)证监会要求载明的其他内容。”第59条规定:“本条例第57条所列年度报告应当包括下列内容:(一)公司简况;(二)公司的主要产品或者主要服务项目简况;(三)公司所在行业简况;(四)公司所拥有的重要的工厂、矿山、房地产等财产简况;(五)公司发行在外股票的情况,包括持有公司5%以上发行在外普通股的股东名单及前10名最大的股东的名单;(六)公司股东数量;(七)公司董事、监事和高级管理人员简况,持股情况和报酬;(八)公司及其关联人一览表和简况;(九)公司近3年或者成立以来的财务信息摘要;(十)公司管理部门对公司财务状况和经营成果分析;(十一)公司发行在外债券的变动情况;(十二)涉及公司的重大诉讼事项;(十三)经注册会计师审计的公司最近2个年度的比较财务报告及其附表、注释;该上市公司为控股公司的,还应当包括最近2个年度的比较合并财务报告;(十四)证监会要求载明的其他内容。”第60条规定:“发生可能对上市公司股票的市场价格产生较大影响、而投资人尚未得知的重大事件时,上市公司应当立即将有关该重大事件的报告提交证券交易场所和证监会,并向社会公布,说明事件的性质。但是,上市公司有充分理由认为向社会公布该重大事件会损害上市公司的利益,且不公布也不会导致股票市场价格重大变动的,经证券交易场所同意,可以不予公布。前款所称重大事件包括下列情况:(一)公司订立重要合同,该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响;(二)公司的经营政策或者经营项目发生重大变化。(三)公司发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为;(四)公司发生重大债务;(五)公司未能归还到期重大债务的违约情况;(六)公司发生重大经营性或者非经营性亏损;(七)公司资产遭受重大损失;(八)公司生产经营环境发生重大变化;(九)新颁布的法律、法规、政策、规章等,可能对公司的经营有显著影响;(十)董事长、30%以上的董事或者总经理发生变动;(十一)持有公司5%以上的发行在外的普通股的股东,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的2%以上的事实;(十二)涉及公司的重大诉讼事项;(十三)公司进入清算、破产状态。”

所公开的信息除了内容上合法之外,在信息公开的程序上也应合法。其要求有:

(1)在指定的报刊媒介上公布。必须在中国证监会指定的全国性报刊上和同时在证券交易所指定的地方报刊。全国性报刊目前有《中国证券报》、《上海证券报》、《金融时报》、《证券周刊》等七报一刊。相反如果不在这些报刊上公布,其公布信息的行为不产生相应法律后果,可能视为有虚假陈述的行为。

(2)时间上符合要求。如在每个会计年度前6个月结束后60日内提交中期报告;每个会计年度结束后120日内提交年度报告;股票获准在证券交易所交易后,上市公司应当在一定期限内公布上市公告和向证券交易所上市委员会送交文件。相反若不在规定的期限内披露信息,可能视为有虚假陈述的行为。

(3)程序上符合要求。如年度报告必须经过注册会计师审核签字;中期年度报告必须由上市公司授权的董事或者经理签字,并由上市公司盖章。相反,若手续不符也视为披露信息不当,可能视为有虚假陈述的行为。

当前,我国证券市场信息披露方面存在的问题不少,主要表现为:

(1)信息披露不完整。如某药业股份有限公司的招股说明书对股本的结构形成并未具体叙述,发起人股究竟是国家股还是法人股令人费解。有的配股说明书中披露配股资金用途只写“股票投资、股权投资、房地产投资”,并未按《配股说明书的内容与格式》所要求的内容予以公开。

(2)披露虚假信息。有的公司为能顺利筹集到股本金,在没有经过充实论证的情况下,把一些看似回报率很高的项目罗列在招股说明书中,等股本金到位后就以种种理由对原有内容进行修改。有的招股说明书中经营与盈利的预测和上市公告书不相同。

(3)信息披露的时间、格式、内容不符。证监会对1993年上市公司年度报告情况的例行检查发现,183家上市公司中,按规定期限公布年度报告的有169家,而其中内容与格式基本符合证监会规定的只有75家。

(4)中介机构违反执业规定的现象较为突出。目前具有从事证券业务资格的会计师事务所所占会计师事务所总数不到3%。具有从事证券业务资格的注册会计师占注册会计师总数不到3%。除数量少外,更令人忧虑的是注册会计师在执业过程中出现严重的失职和弄虚作假行为。被中国注册会计师协会、中国证监会通报处理的有:深圳会计师事务所承办原野公司查帐验资业务中的严重失误;浙江会计师事务所为尖峰集团公司出具含有虚假、严重误导性陈述或者有重大遗漏的审计报告等。某些会计师事务所出具的报告隐瞒公司的关键信息。如衡量公司偿还能力的速动比率指标及营运能力的存货周转率。某些资产评估机构对公司无形资产的评估缺乏说服力,对剥离非经营性资产时随意性过大。

(5)上市公司披露信息故意遗漏或者不及时。在1994年的年度报告中,282家公司中有24家公司报告中重大事件没有披露;改聘会计师事务所占总数的8.51%,15家公司报告正文中没有会计报表,占总数的5.32%。22家公司没有披露前次筹集资金的使用情况,占总数的7.8%;28家没有披露董事会的报告摘要,占总数的9.93%;9家未报告年度股东大会的情况,占总数的3.19%。1996年中川国际在中期报告中披露由于对外承包的乌干达欧文电站出现重大亏损,致使公司中期亏损8400多万元,每股亏损高达0.77元。实际上该项目年初就暴露出问题,4月份工程处于停滞状态,可是在5月1日公布的报告中却一字不提,

还推出了 10 送 4 的送股预案,此后原定于 6 月 28 日召开的股东会推迟到 8 月 22 日,通知中只推说董事长在国外未归,而不把真实原因告诸于众。

为维护证券市场的秩序,保护投资人合法权益,我国已颁布的证券方面的法规、规章中,零散地规定了虚假陈述行为及应承担相应的法律责任。《股票发行与交易管理暂行条例》第 73 条、第 74 条规定,禁止在股票发行、交易过程中作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息。禁止会计师事务所、资产评估机构和律师事务所出具有虚假、严重误导性内容或者有重大遗漏的证明文件。1990 年《上海市证券交易管理办法》第 20 条要求发行人向证券主管机关提交的以及向投资者公布的文件和资料必须真实、完整,不得有虚假记载和欠缺重要事项。否则要承担相应的法律责任。证券承销机构、会计师、律师、工程师、经济师有违反职业纪律准则行为时,要承担所负责任部分的连带责任。1993 年 9 月 2 日公布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 11 条规定:“禁止任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项做出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定。”第 12 条规定:“前条所称虚假陈述行为包括:(一)发行人、证券经营机构在招募说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述;(二)律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等专业性证券服务机构在其出具的法律意见书、审计报告、资产评估报告及参与制作的其他文件中作出虚假陈述;(三)证券交易场所、证券业协会或者其他证券业自律性组织作出对证券市场产生影响的虚假陈述;(四)发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构、证券业自律性组织在向证券监管部门提交的各种文件、报告和说明中作出虚假陈述;(五)在证券发行、交易及其相关活动中的其他虚假陈述。”下面具体分析虚假陈述行为的基本要素。

3. 虚假陈述的客观方面

虚假陈述行为的本质特征是违反信息公开制度。虚假陈述是违反该制度的一系列行为的总称。其内含的行为方式也不局限于字面上的虚构事实和假报信息。全面把握虚假陈述行为的客观方面应着重认定以下三点:行为的方式、信息的重要性和信息的载体。

行为方式主要有三大类:谎报虚构,遗漏、隐瞒和误测、虚假允诺。

(1)谎报虚构。谎报虚构是指陈述的内容不存在、陈述的内容和客观事实不相吻合,其本质属披露虚假信息。公司谎报虚构的内容主要有:①虚增资产负债比率、虚构企业偿债能力,增加企业流动资产和负债总额的比率。②虚报盈利虚构投资价值,直接硬性增加利润额,相应多报销售收入、其他业务收入,相应少报产品销售成本营业外支出。③虚构投资者权益,夸大企业实力,虚构保留盈余。④虚构成本费用利用率、夸大企业效益,增加利润总额和成本费用总额的比率。⑤多报营业收入,虚构营业资本周转率。⑥虚增速动资产,提高企业应变能力,增大速动资产与流动负债的比率。此外,还表现有高估无形资产的价值,虚增企业的实力,提高应收帐周转率,夸大企业信用状况。

(2)遗漏、隐瞒。遗漏、隐瞒是指陈述的内容真实性不需怀疑,但内容不完整、不充分,依照规定必须披露的内容没有完全公开,其本质是违反信息披露完整性原则。遗漏、隐瞒重大事实和谎报虚构是异曲同工或者说是更为高级的形态,其结果都给投资者造成假象。遗漏隐瞒的内容多见是:①少报负债额度、隐藏财务风险,隐盖资不抵债或者资产不足的现象;②

少报支付承诺,隐瞒企业风险,不报或者少报企业担保信息;③隐瞒财产损失,制造虚假印象,不报或者少报存货损失或者固定资产损失;④少列折旧,掩盖固定资产磨损程度。少报设备累计折旧额或者多报固定资产原值。

(3)误测、虚假允诺。误测、虚假允诺是指在没有合理根据的情况下,就未来事实所作的虚假陈述。美国证券委员会自1978年以来开始鼓励股票发行公司对其将来的某些业务经营情况作出预测。其中包括预测公司的收入、年终分红、经营计划等。预测对投资者的作用主要表现是预测是发行公司的经营策略、经营目标的综合体现,可以帮助投资者进行理性分析判断,也是日后检验发行人工作业绩的一把尺子。但是,预测和将来出现的实际情况往往有一定的距离,乐观的预测和悲观的估计,对股票的发行有很大影响。如何区分误测、虚假允诺和允许的预测失实。一般认为,区分误测、虚报允诺和允许的预测失实应依据陈述人进行预测时的主观态度。如果某人明知不可能实现其预测,或者不打算实践其预测,或者根本就不相信自己能够实现允诺,如果预测有合理的根据并且出于善意,那么,即使这个预测失实了,也不承担虚假陈述的责任。所谓出于善意就是股票发行公司作出预测目的和动机不是为了欺骗投资者。所谓合理根据就是指发行公司的预测不是凭空捏造,而是以事实为基础。

认定虚构、隐瞒、遗漏行为时,必须考虑到虚构隐瞒遗漏事项的重要性,即该内容有质和量上的规定性。

公司的信息成千上万,不可能均被披露,过多过滥披露既不可能也不利于投资者判断和分析,只能是经过过滤筛选后的重要信息。重要信息是指法律、法规明确要求公开的信息,此类信息尽管有些内容可能对证券市场价格影响不大,但我们以为,凡法定公布的信息,不论其会带来的多大的危害后果,都应视为重要信息。因为虚假陈述行为不仅是侵犯了投资者的利益,同时还扰乱了证券市场秩序。侵犯了信息披露制度。证券法规确定的内容,体现了维持良好秩序的规范性,不得违反。除法定明示公布的信息外,还有其他重要信息。如何判断其重要性,有人主张重大事项是事件影响和事件可能发生的乘积。不仅要看这个事件影响的大小,还要看这个事件的可能性大小。换言之,内容本身具有误导投资者和市场的意义,同时内容本身变为现实的可能性。具体操作上可由处理机关视情况而定。

信息披露作为一项制度有其严格的规范,信息在哪些载体上公布方可合法有一定的规定,即信息载体的规范性。

对发行人而言,披露信息的载体有招股说明书、上市公告书、中期报告、年度报告、认购书、临时报告等;证券服务机构有:审计报告、资产评估报告、法律意见书等。从严格意义上讲,载体主要是发行人、证券服务机构依相关法规规定制作的正式文件。从《禁止证券欺诈行为暂行办法》规定来看,载体还包括有,发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构、证券业自律性组织在向证券监管部门提交的各种文件、报告和说明。我们以为,对公开载体应该有所限制:①必须是法定的正式载体;②必须是向社会公开的载体。至于内部报告、审查结论或者其他形式的载体上有不实的内容或者遗漏等,则不应认定为虚假陈述。实践中有这样的例子:某公司在股票发行前约请一个记者专访,在会谈中公司的领导人对公司的前景和经营能力、经营项目、公司的现状,做了夸大不切实际的宣传,但在招股说明书等正式文件中

却如实陈述。对该公司的这种行为该如何认定,如果不强调程序的合法性、载体的合法性,就可以认定该公司有虚假陈述行为。我们对此持相反的主张。

4. 虚假陈述行为的主体

虚假陈述的行为都见于发行人和证券承销商及相关利益人、证券服务机构、此外还指上述机构的工作人员。

根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定,虚假陈述行为的主体有:

(1) 发行人。根据发行证券种类的不同,发行人有股票的发行人和债券的发行人。股票发行人只能是股份有限公司的发起人和股份有限公司自身。债券发行人除股份有限公司外还可以是其他形式的企业和其他机构。根据《公司法》的有关规定,发行股票、债券的主体有资格限制、并履行相应的手续。

(2) 证券经营机构。虚假陈述中的证券经营机构主要是指证券的承销商。即接受发行人的委托,代理发行股票债券的证券机构。包括证券公司、信托公司及其他合法经营的证券机构。证券承销商作为发行人的委托代理人,代发行人向社会公众发生要约,并与投资者发生销售证券关系。销售证券所筹集的资本扣除发行费用外,均归发行人所有。承销商的利益是按承销总额收取的手续费或者价格差。我国近期上市公司的发行费用都在 500 万元左右。因此发行成功与否、发行数量的多少,直接关系到承销商的利益。对数量巨大证券的发行,往往若干个承销商组成临时性的承销团体。

(3) 专业性证券服务机构。为证券的发行和转让从事服务性的机构。包括律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、资信评估机构、证券清算机构、证券咨询机构、证券登记机构。根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定,虚假陈述行为的服务机构专指律师事务所、会计师事务所和资产评估机构。《公司法》和相关证券法规规定,发行人的年度报告、中期报告必须经有从事证券资格的会计师事务所和注册会计师验资审核。有关报告须经有资格从事证券业务的律师事务所和执业律师签署法律意见。发行人有形资产和无形资产价值评估须经资产评估机构出具评估报告。

(4) 证券交易所。证券交易所是依法设立、设置场所和设备、制度规则和制度、以提供证券集中交易市场为目的组织。证券能否在证券交易所上市交易有一定的条件。一般需要经过向证券交易所申请,经审查批准后,订立上市合同后方可挂牌交易。证券交易所对上市公司有一定的监管权限,上市公司要定期、不定期报告。证券交易所根据规则可以决定上市公司证券暂停交易或者终止交易。证券交易所有权利义务审查上市公司的重大信息,也有责任公布真实的信息。

(5) 证券业自律组织。在西方发达的证券市场管理体系中,重要的一环是证券业的自律。自律组织的作用在英国证券管理模式中表现最为突出。到目前为止,英国经证券与投资委员会认可的自律组织有:①证券业协会;②金融中介机构、经理和经纪人管理协会;③期货经纪人和交易商协会;④投资管理组织;⑤人寿保险和单位信托管理组织。我国的证券业自律组织是中国证券业协会。该协会于 1991 年 8 月 28 日正式成立,是经中国人民银行批准、依法注册的全国性证券行业自律管理的社团法人。协会会员由 8 个方面组成:①专门从事证券经营的证券公司;②兼营证券业务的信托投资公司;③兼营证券业务的综合性或者区

域性银行;④证券交易所;⑤证券交易登记公司;⑥财政系统办的专门经营国债的服务部;⑦中国人民保险公司及其所属部分分支机构的资金运用部;⑧个人会员。

七、其他和证券欺诈相关的行为

除了内幕交易、操纵证券市场、妨害证券信息、欺诈客户、虚假陈述几类典型的证券欺诈行为外,证券市场上其他带有欺诈性违法违规行为还很多。在不同的技术条件下,在不同的交易方式下,在不同的法律规则下都有不同的特点。下面所论述的行为和现象有些属不典型的证券欺诈行为,有的和证券欺诈行为有密切联系,有些属正当的证券行为,但容易滋生证券欺诈行为。

1. 电脑故障和证券欺诈

因电脑故障引发投资者和证券公司之间的纠纷,投资者对证券交易所的不满都已有报道。1994年3月11日下午,陈某在宣城地区证券公司以每股15.18元买进300股上海大江,3月14日上午10时30分左右,该股价升至17.10元。陈随即委托全数抛出,不料上交所因业务量太大,交易系统电脑程序调试过程中发生故障,证券公司不能正常申报,该笔业务未能成交。次日股价下跌至13.75元时陈某抛出,共损失1005元。1992年12月上海股民李某状告某信托公司,诉称他委托信托公司卖出股票时电脑总是打出小于数,称他的帐号内没有上述股票。后经寻查该公司的答复是电脑出了毛病。

这两例只是个别投资者的损失,因证交所电脑故障引发的股价异常波动影响则更惊人。1992年沪市股指数次出现大波动导致电脑堵塞,1993年4月股指大跌后,4月6日上午突然发生电脑故障,下午电脑修复后指数暴涨100多点收盘。1993年8月17日沪市传输行情系统中断导致指数大跌。1996年4月26日上证指数拉长红股价冲至718点,4月27日、28日各家评论一致看好5月1日前后的行情,然而4月29日上午开盘沪指突然低开6点,而综合指数竞合价的所有个股几乎均翻红,显示电脑出了错,10点40分沪市电脑修复后股指一路下跌,最低至709点。在1994年、1995年、1996年,几乎每年股指变化到关键时刻,电脑均会出现故障。因电脑故障引发的纠纷处理原则是:①电脑失误的真正原因是否属于不可抗力或者意外事件,否则,证交所就应承担由此造成的损失;②证券公司业务规则中是否规定了因电脑故障失误的免责条款;③电脑失误是否出于证券公司主观上的不可预见或者不可抗力,还是出于证券公司的过去甚至故意。我们不能妄言电脑的故障一定和证券欺诈行为有关,但对毫无关系的断言已有人提出质疑。有人提出有两个问题应该引起上所有关方面的注意:其一,每当股市行情好市场交易活跃时,跑道出现堵塞,电脑反应迟钝、卫星传送缓慢,红马甲也经常反映撤单困难,输单输不进去等问题。其二是电脑终端出错。如1996年4月29日指数突变的情况,再如电脑中常出现个股跌幅异常情况。如1996年4月30日仪征化纤以2.39元开盘。这些事件引起股民券商对交易所的猜疑。为什么关键时刻停机?为什么没有在电脑软件系统安排非正常交易的预警系统?是上交所电脑专家无能力设置预警系统,还是有关方面刻意留下的技术“黑洞”?由于电脑常出现故障,引起股民券商的不满及怀疑,甚至引发1993年“8·17”事件,这绝非危言耸听。

2. 投资咨询顾问与证券欺诈

投资证券需要有专业知识,同时还必须有一定的时间和精力来保证,唯有此方可成为一个理性的投资者。但是,这些条件并非任何投资者都具备,因而客观上需要专业性的证券咨询服务机构为人们提供引导。如果要改善证券市场的投资结构,加大机构投资的比例,那么,发展证券咨询业就尤为重要。证券咨询机构的业务范围一般有:向投资者和社会公众介绍证券知识和信息;对证券发行的可行性、发行时机等进行预测;为发行人提供意见;为发行人代为起草有关文件资料等;接受投资人委托进行证券投资。大体上分属两类:有偿提供信息服务和受理委托证券投资(法律允许的话)。依据法律和行业惯例,证券投资咨询机构对其宣传广告的真实性负责,但不对投资者接受咨询后的投资结果承担任何法律责任。为防止投资咨询业务中的欺诈和其他违法行为,法律对咨询机构的设立、业务规则都有明确的规定。以证券咨询业较发达的美国为例,1920年第一家投资顾问公司在波士顿设立,1940年美国制定了《投资顾问法》予以规范。我国目前专业性证券咨询公司亦有所发展,但绝大部分咨询业务由证券公司和信托机构兼任。

证券咨询业务中的欺诈行为最主要的表现就是,咨询机构故意向投资者提供虚假的证券市场行情、证券价值分析和其他误导性的信息。利用投资人对咨询机构专业能力的信任而对投资人进行欺诈。在我国当前比较突出的是内容不实的投资价值分析报告。每当新股发行和配股高峰期,各大证券报刊中可见大量的投资价值分析报告,某些分析报告并不是实地考察、深入调查的结晶,其真正目的是庄家希望拉高出货或者为促进股票发行而使用的手段。这些报告有的是证券承销商、上市推荐人所作,甚至有的是发行人请证券商所作,因而其真实性就得打上一个折扣。下面是我们列举1995年10月份至1996年1月份几家公司的投资价值分析报告,从公司和报告撰写人的关系,可以说明一些问题。1995年10月11日刊登的中国嘉陵公司的投资价值分析报告由其上市推荐人国泰证券公司和深圳新兰德公司撰写;1995年10月26日刊登的深圳华新公司的投资价值分析报告由其上市推荐人华夏证券公司撰写;1995年10月31日四川长虹公司的投资价值分析报告由其上市推荐人深圳国投撰写;1995年11月1日北京海力公司的投资价值分析报告由其上市推荐人深圳经济特区证券公司撰写;1995年11月27日蜀都大厦的投资价值分析报告由其上市推荐人之一的大鹏证券公司撰写;1995年11月28日深圳方大公司的投资价值分析报告由其上市推荐人招银证券公司撰写;1996年1月7日湖北兴化公司的投资价值分析报告由其上市推销人湖北证券公司撰写;1996年1月23日内蒙古伊利公司的投资价值分析报告由其主销商君安证券公司撰写。

3. 证券资信评估与证券欺诈

资信评估机构是向证券投资者和交易市场提供某一证券信用等级评定结果的独立的证券服务机构。它具有中立性和非单一性的特征。中立性是指评估机构尽量使自己的人员和资金不与发行人、承销商、委托公司、投资者、政府主管部门发生任何关系,所谓非单一性是指在资本市场上应设立多家资信评估机构。

资信评估机构在证券市场的作用,一是向社会提供一种公正权威的客观专家意见,评估机构聘有大批金融专家,高级经济师、会计师、审计师。由他们作出的评估结果,较为权威可

靠,投资者和交易者可依证券的等级推测发行人的经营状况、偿债能力和经济效益等。二是引导资金的合理流通。证券评估等级高,则市场销路好,筹资快速且成本低。相反则推销困难,难以及时足额筹集资金。资信评估机构的作用在1929年至1933年的世界性经济危机中,得到检验和普遍认可。在这场经济危机中,占发行量30%至40%的债券不能如期履行债务。其中评估机构定为4级以下的各类公司债券倒闭事故的发生率为42.4%,而被评定为前4级债券的倒闭发生率只有11.3%,评定的等级级别越高,倒闭发生率则越低。

证券评级制度源于美国。1909年美国的约翰·穆迪在其所著的《穆迪对铁路投资的分析》一书中,用评级的方法表示出作为投资对象的各种牌号铁路债券的优劣等级,首创证券评级。也正是评估机构和证券评级能够发挥重大作用,因而证券市场对证券评级要求也就特别严格。美国的商法和投资咨询法都对此有严格的法律规定。评估机构为了保证其结果的公正权威性。一方面聘请大量的证券分析、会计、统计、公司财务等方面的专家,专门开展评估业务;另一方面评级中严格掌握标准,依法办事,减少评估的误差,恪守信誉,对投资者、发行人负责。评估机构不参与任何证券的销售和买卖,不与政府机构或者金融机构相关联,保证中立地位。长期债券的级别一般为9级评定法。以标准普尔公司为例,最高等级为AAA级,其后依次是AA级、A级、BBB级、BB级、B级、CCC级、CC级、C级。

我国的资信评估机构是在深化改革扩大证券市场的过程中应运而生的。评估机构中有的是属于独立的社会资信评估机构,有的是属于专业银行组建的、还有的是中央银行组建的。根据证券市场发展的需要,上海市于1988年2月正式成立上海远东资信评估公司。这是我国第一家独立设置的、具有企业法人性质的评估机构,其业务是评定企业发行的债券、企业集资信用、股份制企业资产等评估。我国目前关于资信评估机构的立法相当薄弱,只有中国人民银行发布了有关资信评估机构的若干规定。

资信评估机构的欺诈行为常见于评估机构发展的初期和立法欠缺规范时期。常见的欺诈行为是出于某种目的。违反法律和业务规则,对某些证券做出不符合实际的等级评定。这类情形在我国的证券市场上虽未有报道,但我们也应该未雨绸缪,杜绝此类事情的发生。

4. 上市公司并购与证券欺诈

上市公司并购又称上市公司收购,专指通过证券市场收购目标企业股份或者目标企业股票达到控制目标公司,使其资产所有权和经营权有偿转让的行为。公司并购是市场经济发展、证券市场发育的必然产物。在我国公司并购有其重大的现实意义,它可以促进观念的变革,使企业真正成为社会的企业、股东的企业;通过公司并购可以避免企业受行政干预过多的局限性,使企业买卖成为一种市场行为;并购有利于优化资源配置调整产业结构促进企业集团化,增强企业的风险意识和竞争意识,促进企业重视经营机制的转换,重视自己企业的控股比例和持股结构。

在西方发达国家,企业并购有近百年的历史,利用股票市场对上市公司进行控股或者收购是证券交易史的重要组成部分。在80年代企业兼并浪潮中,令世人心惊动魄的是美国固特异轮胎和橡胶有限公司收购案。当时华尔街的金融巨头对固特异的经营方针和策略大为不满,戈德史密斯·詹姆士爵士联合美林证券公司,调动近60亿美元的资金对固特异发动敌对性收购,使该公司股票价格从32美元升至49美元,其持有的股份达11.5%。固特异

集团在地方政府、工会和本公司工人的支持下奋力反击。最后固特异集团出售部分所属企业,集团规模缩减 12%,每股支付戈德史密斯 49.5 美元,总共花费 6.21 亿美元夺回股票控制权。我国证券市场虽然只有 10 年左右的历史,但并购现象同样令投资者惊讶不已。1993 年 9 月宝安集团公司收购延中公司,成为我国证券市场第一起并购案。1993 年 9 月整个股市低价盘整,唯延中股日日飘红,股价从 10 元以下升至 14 元左右,散户大量抛售但股价仍上扬。9 月 30 日股民得知宝安已持延中股票 5%,下午股民恐慌性抛售但仍报收 15.68 元。国庆过后,宝安、延中重新开战、宝安收购势头不减,至 10 月 4 日持股已达 16%,10 月 7 日收购与反收购开始,延中股价从 22.80 元升至最高点 42.20 元。时至 10 月 15 日才恢复正常。收购案发生后,延中公司向中国证监会控告宝安公司违规,10 月 22 日证监会调查后认定宝安公司收购行为有违规行为,决定:宝安上海公司及所有关联公司 11 月 4 日以前均不得再行买入延中股,将宝安公司的两家关联企业 24.6 万炒作利润归延中公司,对宝安上海公司给予警告,并处罚款 100 万元,对其关联公司予以警告。

到目前为止,针对上市公司的并购经历了三个明显阶段:

第一阶段称之为“二级市场炒作性并购阶段”。1993 年 9 月的宝延风波,随后无极收购小飞乐事件、万科收购申华、辽国发收购爱使。本阶段是直接从 A 股市场收购流通股,收购的长期投资倾向不明显,带有炒作的性质。

第二阶段属于国家股、法人股转让阶段。1994 年 4 月恒通对棱光国家股的协议转让;6 月康恩贝对浙江凤凰国家股的协议转让;1995 年 2 月一汽集团对金杯国家股的协议转让。此外,光大集团收购玉柴法人股等。该阶段选择购并是上市公司非流通股部分,主要是场外协议转让股权。

第三阶段即外资协议转让法人股。1995 年 8 月日本五十铃汽车公司与伊藤忠商事株式会社通过协议转让其持有的 25% 的北旅法人股,福特汽车公司购买赣江铃新发 B 股 80%,占江铃总股本的 20%。该阶段掀起二级市场狂炒,本质上属外资参股。今后股市并购现象还将会有新的发展、新的变化。

上市公司的并购必然会带动相关股票价格的波动,特别目标公司的股票。美国迪斯尼公司收购大都会公司时,使该股价由 20.75 美元升至 116.875 美元。并购导致股价波动,因此,一些股市投机商和不法分子往往借助谣言大做文章,而且并购行为不规范,极易导致内幕交易和其他形式的证券欺诈行为。我国对上市公司的并购行为规范主要在《公司法》和《股票发行与交易暂行条例》中有所体现。《股票发行与交易暂行条例》第 4 章“上市公司收购”,共 7 条,总体上讲,收购法规的完善程度和可操作性均不足,收购程序和收购监管也缺乏规范。一些国家和地区在这方面的立法相对完善,美国有《威廉姆士法案》、英国有《伦敦城收购与兼并守则》、香港有《香港公司收购、兼并及股份购回条例》等,对公司的并购采取申报公告制度、股东权益保障制度、全面收购要约的规定、购回股份等诸方面都有明确的法律规定。这些规定对我国都有借鉴意义,也是防止并购过程中欺诈行为的有效方法。

上市公司并购是正常的经济行为,对证券市场有其积极的作用,但同时又容易成为从事投机和操纵市场的借口,就我国证券市场已发生的并购案看,比较圆满完成之作并不多,特别是在第一、第二阶段。万申风波后,万科抛售申华股份,无极减持小飞乐股份、辽国发连续

举牌股价反而低迷等现象,就不得不令人怀疑一些机构大户把并购活动作为操纵市场和进行投机的一种手段。在这一过程中,真正受害的是盲目跟进的普通投资者。

5. 公司回购自己股份与证券欺诈

公司回购自己的股份亦称公司回购自己的股票,是指发行公司为某种目的,在证券市场公开买回本公司已发行的股票。公司回购股份有利有弊。积极的方面表现为:①有利于企业向股东进行利润还原,稳定股东队伍。②公司利用购回的股票作为公司对管理人员及其他职员的奖励,提高在职人员积极性,稳定员工队伍。③有利于稳定股票价格,避免本公司股票价格的大幅波动,维护企业控制权,防止企业被吞并。消极的方面表现为:①有可能损害股票交易的公平、合理及债权人的利益,形成操纵股价欺骗投资者的局面。②有可能违反股东平等原则。企业如果以高价购回本公司的股票,那无形之中将降低剩余股票的价值,使剩余股东受损。③有违资本充实的原则,损害债权人的利益。正由于公司回购自己的股票行为的特点,各国法律规定不尽相同,有原则上许可,有原则上禁止的。

公司回购自己的股份本身并不当然构成证券欺诈,但它极易成为证券欺诈的温床,容易引发操纵市场行为和内幕交易行为。一般看来,公司回购自己的股份就会使本公司的股票价格上涨,可能就有人利用该信息进行内幕交易。若不规范公司回购自己的股份的行为,就会变相成为公司炒作自己的股票,制造股票交易量大增等虚假繁荣,进而欺诈其他投资者。从这一角度来讲,不规范的回购行为和证券欺诈的界限就不十分明显了。因而,在研究证券欺诈行为时,了解公司回购自己股份是有益的。

我国法律原则上禁止公司回购自己的股份。《公司法》第149条规定:“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司股票后,必须在10日内注销该部分股票,依照法律、行政法规办理变更登记,并公告。公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的。”由此可见,我国法律是严格禁止公司回购自己的股份,因注销股份和合并发生的回购行为不是典型意义上的公司回购,也不会产生回购行为的积极作用和消极作用。然而,事实上某些公司为了维持公司股票价格和反收购的需要,确实有回购的事实。为此,有的学者提出建议,从以下几个方面对公司回购进行规范:①适当放宽对本公司回购股票的限制。简单地禁止企业回购本公司股票,极大地制约了企业剩余资金的合理运用,削弱了企业防止不合理兼并的能力,束缚了企业抑制股价下跌的手段。②对公司回购本公司股票的资金来源和数量做严格而明确的限制。资金仅限于企业的剩余资金,回购行为只能通过公开市场以公平市场价格进行,防止企业内部人员的内幕交易。回购的具体操作如对购入方法、时机、价格、数量严加约束。回购行为应受证交所和监管部门的监督。③特殊情况要特殊规定。如对企业决定回购足以影响企业控制权数量的股票时,必须事先报请股东大会批准。

西方发达国家对企业回购股份存在不同的法律规定,日本商法禁止企业回购,美英两国原则上许可,法德介于其间,原则上禁止但其规定较日本缓和得多。

美国原则上允许企业回购自己的股份。每年都有数以百计的回购计划公开发表并被执行。1950年的《美国示范公司法》经1991年重大修订后,大大放宽公司购买自己股份的限制。该法规定,一个公司可以购买自己的股份,因此而获得的股份可视为已认可发行但尚未

发行的股份。如果公司章程禁止重新发行自己购买的股份,就应在公司认可发行的股分数额中减去,余额在公司章程修订后继续有效。修订权归董事会送报州务长官备案。除公司法外,美国《联邦证券交易法》对回购有所限制。美国证券交易委员会还制定了《关于公司收购自己股份的准则》及其实施细则。该准则规定,凡是公司购买自己的股份,必须向联邦证券交易委员会提交申请书。申请书应当载明拟购买股份权利内容、数量、购买市场、购买目的是消除还是持有或者是其他目的、购买所需资金的来源及数额。申请书须在提交前6个月内向股东公示。

德国最早的商法典对公司购买自己的股份未做任何规定。1870年旧商法典修订后明确规定“公司不得购买自己的股份”,但是随着时间的推移,来自德国实业界反对呼声日益高涨,于是1884年第二次修订时,取消了对公司购买自己股份的绝对禁止性规定,此原则在1897年制定的新商法中得以存续。当时法律只规定“公司不得通过一般营业行为取得自己的股份或者将其设为质物。但公司办理委托购买时除外。”德国关于公司回购的现行规定集中在《联邦德国股份公司法》,该法1993年最新修订文本第71条规定:公司只有在下列情况下才可以购买自己的股份:①购买股份是公司避免遭受严重损失、迫在眉睫的损失所必需的;②这些股份是为了提供给公司职工或者公司关联企业的职工而购买,并且在1年之内发给职工;③购买公司自己的股份是为了按照本法相关条款满足股东的赔偿要求;④购买股份是无偿实现的或者一个信贷机构以购买股份来履行其代购委托任务;⑤通过全体继承人或者根据股东大会决议,按照减少资本的规定收回的。

日本的商法第201条规则上禁止企业回购本公司股份,作为特别的例外,只有在以下四种情况下才准许公司回购:①为注销股票而收购时;②企业合并时;③在接受以物抵债等情况下,为行使公司权利而必需时;④在单位未满足股票请求权和反对股东的股票购买请求权行使时。在上述四种例外情况中,①、②、③是极为明确的特例情况,④是极限性例外情况。

6. 地下信用交易与证券欺诈

信用交易是国际评券市场普遍采用的一种交易方式。信用交易亦称保证金交易。融资融券交易,它是指投资者在自有资金或者证券不足又需要买进或者卖出证券时,向券商借款买进或者借券卖出的交易方式。

信用交易有两大类:一是投资者看好某个券种,希望买进但缺乏足够的资金,向券商借用资金买进证券,待买进的证券价格上扬时卖出,得款后归还所借的资金差价归己。二是投资者看跌某个券种但自己又没有该证券时,向券商借入该券种高价位时卖出,该券种下跌后又在低价位时买进证券归还券商差价归己。

信用交易是投机交易。如果行为人判断准确皆大欢喜,如果判断失误极易产生纠纷。信用交易有利有弊:它有利于证券价格的稳定,防止股价过度波动,对投资者可以本小而赚大利,对券商可以扩大业务收取融资的利益。相反信用交易一旦被人利用来压低或者抬高股价,则造成股市的虚假供求。投资者个人一旦判断失误,损失巨大甚至倾家荡产,对券商则血本无归。在发达的证券市场上允许采用信用交易但不是毫无限制的。

一般而言,规范的信用交易要求做到:

(1)投资者融资融券时,都必须缴纳一定的保证金。缴纳保证金一定程度上保证信用交

易的安全、降低风险性。保证金的比例可适当调整,以刺激或者限制信用交易。

(2)投资者不论是融资还是融券,都要向券商缴纳所借资金或者证券的利息,券商可以通过信用交易获取一笔利息收入,投资者在信用交易前,应充分预测和分析,权衡利弊而不敢轻举妄动

(3)信用交易中融资融券的来源由专门的金融机构提供,是从证券市场外部注入资金,因而能起到稳定证券市场的作用。

我国股市刚刚起步,历史较短,管理经营水平、投资意识都处于初级阶段。为防止信用交易被滥用和消极作用过大而影响股市的健康发展,我国法律、行政法规禁止信用交易。《股票发行与交易管理暂行条例》第39条规定:“证券从业人员、证券管理人员和国家规定禁止买卖股票的其他人员,不得直接或者间接持有、买卖股票,但是买卖经批准发行的投资基金证券除外。”第42条规定:“未经证券委批准,任何人不得对股票及其指数的期权、期货进行交易。”第43条规定:“任何金融机构不得为股票交易提供贷款。”第44条规定:“证券经营机构不得将客户的股票借于他人或者作为担保物。”因此,现阶段我国不允许信用交易,实践存在的透支等形式的信用交易是违法的,是一种证券欺诈行为。

我国目前比较有代表性的非法信用交易可归纳为8种形式和两种特例

非法信用交易的8种方式是:

- (1)证券商的工作人员为自己而暗中占有证券商自有资金实施地下融资买空交易;
- (2)证券商或者其工作人员为自己而暗中占有客户资金实施地下融资买空交易;
- (3)证券商的工作人员为自己而暗中占用证券商的自有证券实施地下融券卖空行为;
- (4)证券商或者其工作人员为自己而暗中占用客户证券实施地下融券卖空行为;
- (5)客户在证券商的工作人员帮助下而暗中占有证券商自有资金实施地下融资买空交易;
- (6)客户在证券商或者其工作人员的帮助下而暗中占用其他客户的资金实施地下融资买空交易;
- (7)客户在证券商工作人员帮助下而暗中占用证券商自有证券实施地下融券卖空交易;
- (8)客户在证券商或者其工作人员帮助下而暗中占用其他客户的证券实施地下融券卖空交易。

两个特例是:

(1)偷抛。是指投资者或者实际上的投资者(证券商内部违反规章暗中持股参与证券交易的工作人员)利用地下融资的关系买入股票后,因判断失误,无法按原价补回资金用于归还,进而将买进的证券在异地秘密卖出并永久性占有其价款。

(2)盗卖。是指盗取投资者的有关信息,骗取证券经营机构的信任,将他人拥有的证券秘密卖出并永久性占有所得价款的行为。

第二节 证券欺诈的法律责任

一、警告

警告是指证监会对欺诈行为轻微的人,用书面的形式指明行为人的错误所在和造成的危害并予以告诫。警告是行政处罚中最轻的。它的特点是适用面广,一般只针对单位。警告可独立适用亦可和其他制裁形式合并使用,但不和撤销行政许可的处罚方式合并。

二、罚款

证券欺诈行为人无偿交纳一定数额的货币,以示对不法行为的惩戒。罚款的适用面广,可单独适用亦可合并使用,可对单位适用亦可适用于个人。关于罚款的数额,《禁止证券欺诈行为暂行办法》有两种规定形式:①不明确具体的数额,处罚时视情况而定,适用的对象仅限于单位;②相对确定的数额,如对内幕交易、操纵市场的个人处5万元以上50万元以下的罚款。

三、没收非法所获得的款项和其他非法所得

没收非法所得的款项和其他非法所得可以统称为没收非法所得。包括内幕交易的非法所得。操纵市场的非法所得、欺诈客户和虚假陈述的非法所得。非法所得的取得有两种方式:一种是用欺诈行为进行证券发行、买卖所获的利益,这种收益来源于证券市场,是证券发行、买卖过程中价格差;另一种是欺诈行为人直接从第三者处获得的收益,这种收益没有经过证券市场,性质上属于非法报酬。比如泄露内幕信息的人所获取的佣金、出具不真实报告的人所得到的额外报酬。没收非法所得就是将这两种收入收归国家所有。该处罚只能适用欺诈行为人有实际收益的。

四、停止或者取消发行证券的资格

世界各国对股票发行的审核主要有两种方式:一种是注重公开原则的注册制,另一种是注重实质管理原则的核准制。注册制指法律要求股票发行人把与股票发行有关的一切有价值的文件资料如实详尽公布于众,并不得有虚假欺诈成份,否则承担相应责任。主管机关只对公开信息的真实性进行审查,但不审查发行股票的条件,由投资者根据公开的信息自行决

定投资与否。核准制不仅要求公开信息,而且还要符合发行的实质条件,主管机关不仅要审核资料的真实性,还要根据法定条件审查发行资格,只有经准许方可发行。我国基本上融合注册制和核准制的长处,通过公开信息审查确保信息的真实性维护投资者利益,同时通过核准有步骤有计划控制发行总量,调整股票结构。对公司发行债券同样也要经过核准,不经中国人民银行批准,不得擅自发行债券。停止或者取消发行证券的资格作为行政处罚就是行政主管机关行使行政许可的权力,适用的对象是发行股票、债券的公司。停止是指一定时间内不允许公司发行股票和债券。取消是对已获得发行股票债券资格的剥夺。停止意含暂时性不允许。具体期限是主管部门决定。停止或者取消发行证券的资格其惩戒作用是使公司在一定时间内无法通过证券市场筹集资金。

五、限制、暂停、撤销证券经营业务许可

国际上对设立证券经营机构大体有两种制度:一种是以美国为代表的登记制。只要符合证券经营者资历和最低资本的规定,可自由申请经营证券业务。另一种是以日本为代表的特许制。申请人除符合法定的条件外,还需取得主管部门的许可。我国目前采取的是特许制,证券经营机构应依据国家有关规定,向证券主管机关提出经营证券业务的申请,经批准后凭主管机关发给的经营证券业务的许可证到工商部门领取营业执照,方可经营证券业务。限制、暂停、取消经营证券业务许可只能适用于证券经营机构。是限制撤销行政许可的形式。

限制是剥夺一定的经营业务资格。即在经营业务范围上加以剥夺。如剥夺承销证券业务,或者剥夺咨询业务等等资格。

暂停是指一定时间内剥夺全部经营证券业务的资格。一般经过内部整肃和采取其他措施后,根据改正情况或恢复或最后取消资格。

取消就是最后剥夺经营证券业务的资格,收回或废止颁发的许可证书。

六、限制、暂停、撤销从事证券业务的许可

该行政处罚的对象是专业性证券服务机构,诸如律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、投资顾问机构、证券资信评估机构等。对专业性证券服务机构的经营证券服务业务是采取特别许可制还是任意制,各国做法不尽相同。特许制指由证券主管机关决定该机构能否从事证券服务业务。任意制指由市场机制来决定,适者生存完全由市场选择。我国目前对律师事务所、会计师事务所从事证券业务采用的是特许制。律师、注册会计师能否从事证券业务要经过考试考核,通过后发给相应的资格证书,律师事务所、会计师事务所也必须符合相应的条件;经审核后发给相应的资格证书,即实行双重审核许可。1996年7月8日司法部、中国证监会联合发布了年度考核的通知,核准169个律师事务所、591名律师可以从事证券法律业务,保留435名律师从事证券法律业务的资格。相反,没有相应从事证券法律业务、会计业务的资格的事务所和个人出具签名的法律文书和其他证明文件不具有法律效

力。

七、暂停、取消上市资格

该处罚只针对证券已经上市挂牌交易的发行人有操纵市场行为时。证券获准在交易所上市交易,并不意味着它一直会符合上市的资格条件。证券交易所要进行定期检查制度,如果在检查复核中发现上市的证券不宜继续上市交易,可以视情况采取暂停上市交易或者终止上市交易的措施。暂停、终止的原因较多,如公司面临破产;公司因信用问题被停止与银行的业务往来;公司不按期缴纳上市的费用等,此外还有违法行为的。暂停就是暂时性不上市,上交所规定暂停期限为9个月。取消就是终止上市交易,不再挂牌交易了。在我国股市被交易所暂停终止上市的事例已有过几起,但因操纵市场行为被暂停或者终止的未见报道。此外,交易所根据自己章程、制度作出的暂停、终止上市当属自律性规定,而我们这里论述的暂停、取消上市资格尽管结果相同,但性质上是不同的,它属于行政处罚形式。一旦主管部门作出决定后。相关交易所必须执行。

八、责令退还非法所筹款项、责令退还非法所筹资金

责令退还非法所筹款项、责令退还非法所筹资金,本质上属民事责任,最返还财产的形式之一。仅适用于发行人在发行证券过程中,有内幕交易或者有虚假陈述行为。该责任常和停止、取消发行证券资格合并使用,即发行人被认定有违法情况而致发行行为无效时,依据无效民事行为的处理原则,首先就要返还财产。因而需要退还非法所筹资金款项,严格讲还应包括利息。

九、赔偿损失

赔偿损失本质上亦属民事责任,仅适用于有欺诈客户行为,给客户造成损失的情形。其理论基础就是违反了民事法律、法规,侵犯客户的合法权益,应承担违约或者侵权所致的赔偿责任。

第三节 证券市场案例精选

一、花若有情花亦老——郁金香球茎大恐慌

证券市场上,什么事都可以发生。

市场是人为的。股票交易,期货买卖都是通过人们的具体行为来进行的。任何一种东西,只要它迎合了人们的投机心理,能吸引众多人的关注,它就能成为一种价值符号,像有价证券一样能在证券市场上随意炒作。

曾有人对当时发生在阿姆斯特丹的期货投机现象作了描述:

人们埋头于创造新的热点,香料、金银首饰丝毫引不起人们的兴趣,倒是人们常喝的白兰地变得十分昂贵。每年买卖大量的白兰地,但从来不发生货物的移交,买方与卖方的赢利或亏损都取决于要约时确定交货日子白兰地的市场价格……

这些只是阿姆斯特丹人日常生活中的一些小的插曲,并没有形成全国性的投机热潮,直至郁金香的出现。

人们绝难想到世界经济发展史上第一起重大投机狂潮是由一种小小的植物引发的。

这一投机事件是荷兰由一个强盛的殖民帝国走向衰落而被载入史册的,它也是迄今为止证券交易中极为罕见的一例。

经济学上的特有的名词“郁金香现象”便由此而出!

郁金香,谜一般的植物!

让我们回溯到17世纪的荷兰,看看世界投机狂潮的始作俑者是如何为之疯狂如何为之悲泣的。

郁金香,一种百合科多年生草本植物。

郁金香原产于小亚细亚,在当地极为普通。一般仅长出三四枚粉白色的广披针形叶子,根部长有鳞状球茎。每逢初春乍暖还寒时,郁金香就含苞待放,花开呈杯状,非常漂亮。

郁金香品种很多,其中黑色花很少见,也最珍贵。郁金香的花瓣上,多有条纹或斑点,容易受病毒的侵袭。

1593年,一位新任命的来自维也纳的植物学教授把一批在土耳其栽培的郁金香带到荷兰的莱顿。教授精湛的栽培技术使这些郁金香球茎异常漂亮,一时成为莱顿上层社会谈论的焦点。

或许是物以稀为贵,也或许是爱美之心人皆有之,许多王公伯爵登门拜访教授,以一赏郁金香为荣。但那些萌生占有之意的买主一律遭到了教授的拒绝,因为他的要价令人望而生畏。郁金香再美丽,在它的投资价值未显现之前,极富有经济头脑的荷兰人是不会花大笔钱,买一盆仅能观赏的植物。

一次很偶然的事件,使得郁金香得以在市面上流通。一个窃贼乘教授不备破门而入,盗走了许多球茎,然后以低廉的价格出售。郁金香的繁殖率高,很快,它就成为荷兰花园里人见人爱的花卉品种,其价格非常昂贵。一般少数富有的达官显贵家里都摆有郁金香,作为观赏品和奢侈品向外人炫耀。

17世纪的荷兰社会是培育投机者的温床。人们的赌博和投机欲望是如此地强烈,美丽迷人而又稀有的郁金香难免不成为他们猎取的对象,机敏的投机商开始大量囤积郁金香球茎以待价格上涨。在舆论鼓吹之下,人们对郁金香的倾慕之情愈来愈浓,最后对其表现出一种病态的向慕与热忱,以致拥有和种植这种花卉逐渐成为享有极高声誉的象征。人们开始竞相效仿,疯狂地抢购郁金香球茎。

起初,球茎商人只是大量囤积以期价格上涨抛出,随着投机行为的发展,一大批投机者趁机大炒郁金香。一时间,郁金香迅速膨胀为虚幻的价值符号,令千万人人为之疯狂。

郁金香在培植过程中常受到一种“花叶病”的非致命病毒的侵袭。病毒使郁金香花瓣产生了一些色彩对比非常鲜明的彩色条或“火焰”,荷兰人极其珍视这些被称之为“稀奇古怪”

的受感染的球茎。

“花叶病”促使人们更疯狂的投机。不久,公众一致的鉴别标准就成为:

“一个球茎越古怪其价格就越高!”

郁金香球茎的价格开始猛涨,价格越高,购买者越多。欧洲各国的投机商纷纷涌集荷兰,加入了这一投机狂潮。

1636年,以往表面上看起来不值一钱的郁金香球茎,竟然达到了与一辆马车、几匹马等值的地步。就连长在地里肉眼看不见的球茎都几经转手交易。

1637年,一种叫“Switer”的郁金香球茎价格在一个月里上涨了485%!

查尔斯·麦凯在其研究投机及脱离理智行为的经典著作《惊人的流行妄想回忆录》中,对荷兰的郁金香投机狂潮做了十分贴切的描述:

1636年,由于郁金香珍贵品种的需求量不断增长,阿姆斯特丹、鹿特丹、莱顿、哈莱姆及其他一些城市的股票交易场所设置了定期的销售市场。人们围着小小的郁金香球茎团团转,一个个充满了自信……

如同其他的期货交易一样,投机商操纵着郁金香市场的行情,他们趁价格下跌时建仓,大量囤积,转手就能获取暴利。许多人转眼之间就成了巨富……

一切就像一只悬挂着的金饵,诱惑着人们一个一个涌向郁金香交易场所。那种情景,犹如蜜蜂围着糖罐一般。几乎所有的人都坚信郁金香热会永远地持续下去。无论是高贵的王公贵族,还是一般的市民、农民、艺人、海员、脚夫、仆人,甚至于烟囱清扫工和洗衣老妇都纷纷投身于郁金香热。此时连最愚钝迟缓的人都加入进来,体味一夜之间暴富的喜悦。

所有的人都将他们的资产转换成现金投资于郁金香市场,房屋与土地以近乎废弃般的低价出售,或以抵押的形式押在郁金香市场。所有的活动在郁金香市场面前都会显得黯然失色。

人人都有一种信念:欧洲的财富将汇集于荷兰海岸。贫穷也将从可爱的荷兰领土上消失。事实上,全欧洲人也为这样的疯狂所感染,金钱从四面八方滚滚流入荷兰。不但郁金香价格在持续上扬,生活必需品价格在外来资金刺激下也随之上扬。荷兰,简直成了财神爷的接待室……

在一些没有交易所的小城镇里,镇里的酒店被选作临时“展销地”,以满足不同层次人的欲望。酒店里,常常举办几百人出席的宴会,大瓶盛开的郁金香成间隔地陈列于餐桌及餐柜上供人们欣赏或讨价还价……

短短的1年时间里,郁金香总涨幅高达5900%!

真是奇妙之至!荷兰在它最鼎盛的时期,以它最便利的交通条件、最全面的汇兑服务、最低的利率水平尚且不能吸引如此庞大的资金,一株株小小的郁金香球茎竟能使荷兰倍受世人的青睐。

所有的投机狂热行为有着一样的规律,价格的上扬促使众多的投机者介入,长时间的居高不下又促使众多的投机者谨慎从事。此时,任何风吹草动都有可能导致整个市场的崩溃。

查尔斯·麦凯在他的著作中讲述了一个故事,他把引发郁金香球茎大恐慌归结为一起偶然的事件。

一位年轻的水手,是一个外国人。初来乍到,他不知道荷兰国内正在掀起郁金香投机狂潮。水手因卖力地工作得到了船主的奖赏,离船时他顺手拿了一朵名为“永远的奥古斯都”的郁金香球茎。那朵球茎是船主花了 3000 金币,(约合现在 3 到 5 万美元)从阿姆斯特丹交易所买来的。当船主发现郁金香丢失时,便去找那位水手并在一家餐厅里找到了他,却发现水手正满足地就着熏鲱鱼将球茎吞下肚去。水手对郁金香球茎的价值一无所知,他认为球茎如同洋葱一样,应该作为鲱鱼的佐料一块儿吃。

值几千金币的球茎在一个陌生人眼里竟如同洋葱,是水手疯了,还是荷兰人太不理智了,法官难以决断。然而,就是这个偶然的事件仿佛一枚重型炸弹,引起阿姆斯特丹交易所的恐慌。

谨慎的投机者开始反思这种奇怪的现象,反思的结果无不例外地对郁金香球茎的价值产生了根本性的怀疑。极少数人觉得事情不妙,开始贱价卖出球茎,一些敏感的人立即开始仿效,随后越来越多的人卷入恐慌性抛售浪潮,暴风雨终于来临了。

一时间,郁金香成了烫手的热山芋,无人再敢接手。郁金香球茎的价格宛如断崖上滑落的枯枝,一泻千里,暴跌不止。

荷兰政府发出声明,认为郁金香球茎价格无理由下跌,让市民停止抛售,并试图以合同价格的 10%来了结所有的合同,但这些努力毫无用处。一星期之后,一根郁金香的价格几乎分文不值——其售价不过是一只普通洋葱头的售价。

千万人为之悲泣。一夜之间多少人成为不名分文的穷光蛋,富有的商人变成了乞丐,一些大贵族也陷入无法挽救的破产境地。

暴涨必有暴跌,客观经济规律的作用是谁人都无法阻挡的。下跌狂潮刚过,市民们怨声载道,极力搜寻替罪羊,却极力回避全国上下群体无理智的投机这一事实。他们把原因归结为那个倒楣的水手,或把原因归结为政府调控手段不力,恳请政府将球茎的价格恢复到暴跌以前的水平,这显然是自欺欺人!

人们紧接着把求援之手伸向法院。恐慌之中,那些原已签订合同要以高价购买的商人全部拒绝履行承诺,只有法律才能督促他们依照合同办事。然而,法律除了能干预某些具体的经济行为外,它是决不能凌驾于经济规律之上的。法官无可奈何地声称,郁金香投机狂潮实为一次全国性的赌博活动,其行为不受法律保护!

人们彻底绝望了!

从前那些因一夜乍富喜极而泣之人,而如今又在为乍然降临的一贫如洗仰天悲哭了。

穷人还是穷人,乞丐照样一文不名,最可怜的就是那些倾家荡产、原本很富有的人,一旦他们成了穷光蛋,他们是无论如何也接受不了这个现实的。

宛如一场恶梦,醒来之时,用手拼命掐自己的脸蛋才发觉现实就在梦中。身心疲乏的荷兰人每天用呆滞的目光盯着手里的郁金香球茎,反省着梦里的一切……。

世界投机狂潮的始作俑者为自己的狂热付出的代价太大了,荷兰经济的繁荣仅是昙花一现,从此走向衰落。

郁金香球茎大恐慌给荷兰造成了严重的影响,使之陷入了长期的经济大萧条。17 世纪后半期,荷兰在欧洲的地位受到英国有力的挑战,欧洲繁荣的中心随即移向英吉利海峡彼

岸。

郁金香依然是郁金香,荷兰却从世界头号帝国的宝座上跌落下来,从此一蹶不振。

“郁金香现象”成了经济活动特别是股票市场上投机造成股价暴涨暴跌的代名词,永远载入世界经济发展史。

如同不能忘记郁金香的美丽一样,我们一定要记住这起最早的由投机心理引发的经济灾难。

郁金香本无过,是人之过,抹掉笼罩在它身上的那层历史阴影之后,它依然美丽,依然飘香万里……

二、金钱的疯狂——密西西比计划始末

有一个人,他的性格和经历与 1719 年和 1720 年的那场大阴谋关系如此密切,以至于我们只能以它的始作俑者约翰·劳(John Law)一生的简短描述作为密西西比大疯狂的历史的开场白。历史学家们有的认为他是一个骗子,有的说他是一个疯子,众说不一。在他的一生中,由于他的计划的不幸后果深深地印在人们的心里,人们就用这两种称呼来叫他。但是,后世之人发现如此对待他是不公平的,他与其说是骗人,不如说是受骗;与其说是犯罪,不如说是受害。他对信用的原理和真正原则了如指掌,他比同时代的任何人都熟悉金融问题;他所建立的系统轰然崩溃主要不是因为他的缺点,而是因为他建立这个系统的基础——人们——的不是。他没有料到整个国家人民贪婪的狂潮;他也不知道,自信象怀疑一样,可以无限制地增长,希望可以象恐惧一样四处泛滥。他如何能知道法国人会象寓言中的那样,在他们发疯般的渴望中,杀掉给他下了那么多金蛋蛋的鹅呢?他的命运就象第一个从伊利湖向安大略湖漂流的划船一样。他出发时,河面上波平如镜,视野宽阔;他的行程既迅捷又愉快,此时来看,有谁能阻挡住他前行的轻舟呢?可是,天哪!眼前就是大瀑布;当他明白时,时间已经太晚了。以前载着他快乐前行的水流如今竟成了他的葬身之地。他试图按原路返回,但是水流太急了,他微弱的力量根本不足以对抗;于是,随着时间的一点点流逝,他离那势如雷霆的瀑布也越来越近。他与河水一起飞越嶙峋的岩石,还有他的小船,也一道落入谷底,被水面撞成了碎片。劳和法国人就是这样,劳是划船人,法国人是河水。

约翰·劳于 1671 年生于爱丁堡。刚满 14 岁就被父亲带到会计室中艰苦劳动了三年。他对于数字表现出了非常的热情,年纪不大时就在算术上显示了非凡的才能。1688 年父亲去世,从此他就完全从令人厌烦的事务中脱身出来,带着继承来的收入,到外面闯荡世界。

他先后在伦敦、佛兰德斯、荷兰、德国、匈牙利、意大利和法国游荡了多年。他对各个国家的贸易和资源变得异常熟悉,并日益坚定地认为,如果没有纸币,任何国家的经济都不可能繁荣。在这 14 年中,他的成功似乎主要在于赌博方面。在欧洲各国首都每个有名的赌场里,他都声名显赫,人们都认为他是同时代最精于计算、善于利用错综复杂机会的人。

1715 年,法王路易十四去世,奥尔良公爵被指定为摄政王。这时候,法国的财政到了崩溃的边缘,由于国王的腐化堕落和上下各级官吏的争相仿效,整个经济秩序一片混乱。全国的对外债务已达 30 亿里弗赫(Livre 法国旧时流通的货币名)。而每年的税收总共才 14500

万。为改变局面,摄政王下令重铸货币,这样一来货币贬值 $1/5$,那些拿 1000 个金币或银币到造币厂的人领回了面值相同的货币,但是金属的重量只有原来的五分之四。借助这个计谋国库获得了 7200 万里弗赫的收入,国家的整个商业操作变成了一团糟。税赋数目的轻微减少平息了民众愤怒的呼声,为了眼前的蝇头小利,人们忘记了未来会出现巨大不幸。

在这场财政纷乱之中,劳出现了。他向摄政王提交了两份备忘录,提出由于货币不足以及货币贬值,噩运已经笼罩了法兰西。他认为如果没有纸币的辅助,金属货币远远不能满足一个商业国家的要求;他还特别以英国和荷兰为例来阐明纸币的好处。他用许多关于货币信用的真实论据来说明重建法国货币信誉的办法,因为当时法国货币在欧洲诸国中十分不景气。他建议摄政王建立一个银行,这个银行有权管理国家的税收,并以这些税收和不动产为基础发行纸币。他还进一步提议以国王的名义管理,但必须由议会指定而组成的委员会来控制它。

1716 年 5 月 5 日,皇室发布命令,授权劳与他的兄弟一道建立一个名叫“劳氏公司”的银行,它发行的纸币可以用来缴税,资金为 600 万里弗赫,每 500 万里弗赫一股,共分为 12000 股,其中 $1/4$ 可以用金属货币购买,其余的可以用国库券的形式购买。

约翰·劳从此踏上了通向成功的康庄大道。30 年对金融事务的研究使他在处理银行事务时游刃有余。他使自己发行的纸币可以随意购买或兑换,并且发行后价值不变。这是他政策的主要成就,并且立即使他的纸币变得比金银还要有价值,后者经常会由于政府不明智的干预而贬值。一千个银镑在第一天还与它们的面值相符,第二天就会跌至原来的 $5/6$;而劳氏银行发行的纸币则一直保持它原来的价值。劳同时宣布,如果一个银行家在发行纸币时没有足够的担保可以满足所有的要求,他就只有死路一条。上述一系列事件造成的结果是:他的纸币在公众心目中的价值迅速升高,比同样面值的金属货币价值高出 1% 。不久,全国的商业贸易就从中获得了利益。逐渐萎缩的商业慢慢复苏过来;人们开始按时纳税,抱怨声也渐渐少了;人们心中对纸币的信任完全建立了,如果这种信任继续下去的话,整个境况会变得更加有利。一年之中,劳发行的纸币的市场价格超过了面值的 15% ,而国库券,或者说是由政府发行、用以偿还奢侈的路易十四所欠债务的证券,则下滑到了面值的 21.5% 。这个对比对劳太有利了,以致于整个国家的注意力都集中到了他身上,他的信誉也蒸蒸日上。与此同时,劳开始了使他名垂后世的著名计划。他向摄政王提议建立一个公司,这个公司应拥有与密西西比河广阔流域和河西岸路易斯安那州做生意的特权。据说这两个地方遍地都见金银;并且,如果在这场独一无二的贸易中获取巨大利润的话,就可以成为唯一的税赋承包人和钱币的唯一铸造者。贸易特许状于 1717 年发了下来,公司顺利成立。整个资本被分为 20 万股,每股 500 里弗赫,这些股票可用国库券以面值购买,尽管面值 500 里弗赫的国库券在市场上只能换来 160 里弗赫。

就在此时,投机的狂潮席卷了整个法兰西。劳氏银行产生了很好的信誉,以致于他所做的任何承诺以及他认为合适的承诺都被人们马上坚信不疑。后来,银行被改建成了法兰西皇家银行。在如潮的赞誉声中,劳和摄政王有点如痴如醉,他们忘记了前者大声宣布过的准则,即如果一个银行家没有必要的资金来支持自己发行的纸币,他就只有死路一条。这个银行刚从私营转为国营,摄政王就指使它发行了面值 10 亿里弗赫的纸币。这是偏离正确原则

的第一步,这时候,法国议会给劳带来了一点麻烦。议会打刚开始起就对劳作为一个外国人对本国的巨大影响怀有嫉妒之心,并且对他提出的计划的安全性提出了疑问。议会还通过一个法令,严禁劳氏银行以任何直接或间接的方式参与征税;禁止所有的外国人以任何名义干预国家财政,违者将给予重罚。

劳在惊惧之中逃到皇宫中,他祈求摄政王采取措施来使议会就范。后者下令逮捕议会的议长和两名议员,将他们关押到远方的监狱,这才压制住了议会的反抗。

遮住劳眼前大好前程的一片乌云就这样被吹散了;从自身的危险境地解脱之后,劳将自己的注意力集中到了著名的密西西比计划之中,公司的股份急剧增加。1719年初,政府发布文告,授予密西西比公司全权在东印度群岛、中国、南太平洋诸岛,以及柯尔伯建立的法国东印度公司所属各地进行贸易。由于业务的快速增长,这个公司认为自己更适合被称为印度群岛公司,并新增5万股新股。劳所展示的前景异常辉煌。他保证每份500里弗赫的股票每年可以分红200里弗赫。由于这些股票是被用国库券以面值购买的,500里弗赫的面值只抵得上100里弗赫的实际价值,每一股的利润竟达到200%。一直在高涨的公众的热情使人们无法抵御如此看好的前景诱惑。至少有30万人申请购买这5万份新股;劳在甘康普瓦大街的住宅从早到晚都挤满了渴切的申请人。由于不可能满足所有的申请人,新的股票持有人的名单只能在几周后才能敲定,在这段时间内,公众的焦急心情达到了疯狂的顶点。公爵、侯爵、伯爵以及他们的夫人每天都在劳的门口等候几个小时后知道结果,最后,等候的人数达到数千人,并充斥了大街,为防止互相推挤,他们搬到了相临的套间内暂住,以便能经常靠近那座新的财富圣殿,旧股的价格节节上扬;在整个国家金色梦想的诱惑下,新的申请人源源而至。最后,公司认为可以再发行30万新股,每股5000里弗赫;这样的话,摄政王就可以利用公众普遍的热情还清所有的国债。为此目的,社会上必须有15亿里弗赫的资金。举国上下,人们一片狂热,在这种状态下,即使三倍这样数额的金钱人们也愿意拿出。

这时的劳正处于财富的巅峰,法国人也在迅速地接近痴迷的顶点。劳这时发现他的住处太不方便了,他就搬到了旺多姆广场,并租下了苏瓦松官邸。那些投机商们也随他到了那里。宽阔的广场很快变得和甘普瓦大街一样拥挤;从早到晚,熙熙攘攘。广场上搭了许多大大小小的帐篷供买卖股票和出售饮料点心。人们高声谈话的声音整日沸声盈天,以致于法庭设在广场边的一位法官向摄政王和市政府抱怨说他听不到律师辩护的声音。

看到同胞们一个个做着愚蠢的事且不能自拔,马歇尔·维拉尔斯这个心地正直的老兵感到非常苦恼,一提到这件事他就气不打一处来。有一次他坐在马车里驶过旺多姆广场,看到人们醉心于买卖股票之中;这位性格暴躁的绅士心里很不痛快,他突然命令车夫停住马车,然后他把头伸出车窗,对着人群大声疾呼了半个钟头,要求他们停止这种“招人厌恶的贪婪行为。”这个举动看来不太明智。人们的唏嘘和嘲弄潮水般涌向这位勇敢的绅士,直到他看到一个更加真实的东西破空飞向自己的脑袋时,才悻悻地驾车狼狈而逃。以后他再也没有这样做过。

两个更加清醒、安静和富于思辨思想的学者,德·拉·莫特和提哈松神父互相祝贺对方至少没有卷入这场奇怪的狂热行动。但几天后,这位德高望重的神父就前去苏瓦松官邸买股票去了,当他出来时,正碰上为同一目的向里走的朋友德·拉·莫特。他说:“哈!那是你

吗?”“是的”，拉·莫特快速从他身边走过，说：“那可能是你吗？”他们第二次再聚在一起时，两位学者高谈阔论哲学、科学、宗教，但再也没有勇气对密西西比计划发一句微词了。最后，当这件事终于被提起时，他们一致同意以下结论：一个人永远不应该发誓不干某一种事；还有，世上不存在什么即使聪明人也不能享受的豪华与奢侈。

在那个时代，劳这位新财神成了国内最重要的人物，摄政王的接待室里留不住一位朝臣，因为无论是贵族、法官还是主教们都涌进了苏瓦松官邸；陆军、海军的将领，地位尊贵的女士们，以及每个世袭有爵位或身居要职、认为自己有优先购股权的人都坐在劳的会客室，乞求劳卖给他们印度公司的股票。劳非常繁忙，连 1/10 的申请者也会见不了。所以申请者们绞尽脑汁，想出各种策略以接近他。许多人每天都到这里，坚持了两个星期才达到目的。有人想出了极其滑稽可笑的办法来争取与他谈话的机会。有一位努力几天仍不能如愿的女士，放弃了在劳家里访问劳的希望；但是，她命令自己的车夫，当她外出时，他必须仔细观察，如果看到劳先生走过来就让马车撞到灯柱上，把她摔下。她的马车夫保证完成这个嘱托。这位女士在城中一直转了三天，心中一再祈求上帝赐给她被摔下的机会。第三天快结束时，她终于看到了劳先生；她马上抓住缰绳，对车夫大声叫道：“快让马车翻倒！以上帝的名义，让马车翻倒！”车夫驾车向柱子撞去，这位女士尖叫着，车子翻了，看到这场事故的劳当然不会放过向女士献殷情的机会，马上跑到出事地点来救助。这个狡猾的女士被带到了苏瓦松官邸，在那里她觉得自己应该从“惊恐”中恢复过来了。他向劳先生道歉之后坦白了自己的计谋。劳微笑着记下了这位女士的名字，允许她买一定数量的股票。另一个故事讲的是布莎夫人的事。她得知劳在某座房子里吃饭后，就驱车前往，谎称房子已经失火，公司的人立即离开饭桌向外逃命；当所有的人往外跑时，劳却发现有一位女士急匆匆向他走来，他觉察到其中必定有诈，就向另外一个方向跑走了。

有一段时间，由于人们自信心增强，贸易也变得发达起来，做生意无不有利可图。特别是在巴黎，这种情况更是明显。外地人从各个方向涌进首都，他们不仅要挣钱，也要花钱。奥尔良公爵夫人，即摄政王之母，曾粗略地计算过这一时期巴黎人口增加的数目，有 30.5 万人。主妇们不得不将床支在阁楼上、厨房里、甚至马厩中以满足不断增加的借宿者的需要；城里满目皆是各式各样的马车和其它交通工具，以致于在主要干道上它们也只能缓慢前行以避免事故发生。全国的织布机都在异常忙碌地赶制华丽的缎带、丝绸、宽幅细布和天鹅绒。这些东西的价格由于纸币发行量太大而涨到了原来的四倍。食物的价格也一日千里。面包、鲜肉和蔬菜的价格以前的人连想也不敢想；劳动的报酬也以同样的比例上涨，以前每天赚 15 苏的工匠现在拿 60 苏。到处都在建新房子；一种虚幻的繁荣照花了全国人民的眼睛，没有一个人看到地平线上预示风暴很快就要来临的乌云。

1720 年前社会仍然不断走向繁荣，议会一再发出警告：纸币发行量过大迟早会使国家经济崩溃。但是这些警告被置若罔闻。对财政一窍不通的摄政王认为，既然发行纸币能带来这么大的好处，那就不应该对发行进行任何限制。如果 5 亿里弗赫的纸币就有如此的优势，再发行 5 亿就能有更大的好处。摄政王这个巨大的谬误没有遭到劳的反对。人们极度的贪婪支撑着这个海市蜃楼；印度群岛股票和密西西比股票的价格越高，银行就同步发行越多的钞票。这就象波将金(1739—1791，俄国陆军元帅，女皇叶卡捷琳娜二世的宠臣和亲信)

为使他的女皇惊喜而建造的富丽堂皇的宫殿：巨大的冰块一个叠着一个；顶上带有涡卷形装饰、爱奥尼亚式的冰柱显露着工匠炉火纯青的技艺，这些冰柱形成了一个高贵典雅的门廊；冰做的圆顶在阳光下熠熠生辉，太阳的光芒只能使它镀上一层金色，丝毫不能融化它。它金光闪烁，象用水晶和钻石建成的；但一旦从南方吹来温暖的轻风，这座雄伟壮丽的建筑物就溶化了，并且不可挽回。劳和他建立的纸币系统也是如此。一旦公众的不信任之风不断地吹向它，它就会变成一堆废墟，谁也无法使它重振雄风。

第一次小小的警告发生在 1720 年初。孔蒂亲王由于在要求购买新上的印度股票时被劳拒绝，就用三辆马车拉着自己的数额惊人的纸币到劳的银行，要求将纸币兑换成硬币。劳向摄政王抱怨，说孔蒂亲王此举如果被许多人效仿的话会给国家造成很大的危害。摄政王对之也很清楚，就派人把孔蒂亲王找来，生气地命令他把自己兑换来硬币的 $\frac{2}{3}$ 重新存入银行。亲王被迫遵从这个独裁的命令。令劳高兴的是，孔蒂此举并不得人心，每个人都谴责他的吝啬和贪婪，都认为劳受到了不公正的对待。但非常奇怪，这次虎口脱险并没有使劳与摄政王明白紧缩银根的紧迫性。出于不信任，又有许多人模仿了孔蒂的举动。稍稍精明的股票投机者都正确地预见到股票价格不可能永远攀升。对银行投资很多的布尔东和拉·理查迭赫悄悄地、每次一小部分地把他们的纸币兑换成硬币，并将硬币运往国外。他们还买了许多能尽量带走的金银器皿和昂贵的珠宝，然后秘密运到英格兰或荷兰。一个名叫韦尔马莱的投机商嗅到了即将到来的风暴，就购买了价值超过 100 万里弗赫的金币和银币，并将其装到农夫的一辆马车上，用干草和牛粪盖好，然后，他装扮成一名浑身肮脏的农夫将一车贵重的东西安全运到比利时，又从那里设法运到了阿姆斯特丹。

时间一长，流通的硬币就出现了严重的匮乏。虽然采取了许多措施，政府还是没有遏制住贵重的金属不断流向英格兰和荷兰的趋势。留在国内的少量硬币也被小心翼翼地保存或隐藏起来，最后，国内硬币到了极度匮乏的程度，贸易再也无法维持下去了。在这种紧急情况下，劳开始了他大胆的设想：完全禁止硬币的流通。1720 年 2 月，政府颁布了一个法令，禁令任何人拥有超过 500 里弗赫的硬币，违者除没收所有硬币外还要被处以数额很大的罚款。它还鼓励人们寻找违规者；它保证告密者可以得到他发现违法金额的一半作为报酬。在这种闻所未闻的政策下，全国响起了一片痛苦的呼声，从此每天都会发生最可恨的迫害事件，摄政王和不幸的劳遭到人们雨点般的咒骂，密西西比股票的价格跌得很快，实践上没有什么人相信这个地区蕴藏巨大财富的神话了。为重树公众对密西西比计划的信心，政府采取了最后的措施。政府宣布了强制征兵计划，巴黎所有贫穷的流浪汉都被强制入伍。大约 6000 多名街头的地痞流氓象在战时那样被拘留，并由政府提供衣服和工具，装船驶向新奥尔良，据说要在那里的金矿上干活。他们排成队，肩上扛着镐和锹，日复一日地通过巴黎街头，然后分成小队来到各个港口，等待被装船运往美洲。他们之中有 $\frac{2}{3}$ 没有上船，而是分散到了法国各地，他们卖掉工具来换取所需要的东西，然后重操旧业。不到三个星期，他们中的一半人又出现在巴黎。虽然这样，这个策略还是造成了密西西比股票稍微的好转。许多容易受骗上当的人认为公司又积极地开辟了新的财源，不久以后，金锭、银锭又会潮水般涌进法国。

在君主立宪制度下，人们也许会找到更切实的办法来重建公众的信心，比如英国，在后

来的某个时候,同样的欺诈带来了相似的痛苦,但却采取了迥异的办法来弥补邪恶带来的损害!不幸的是,在法国,弥补损害的角色又落在了造成损害的人手里。摄政王努力想让法国从灾难中解脱出来,可他专横的作风反而使它陷入了更深的泥淖。一切交易只能用纸币进行,从2月1日到5月底,纸币就发行了15亿里弗赫,合600万英镑。可是,只要出现过一次惊慌,政府就再也无法使人们对不能兑换成硬币的钞票怀有任何信心了。

毫无疑问,印度群岛公司的信誉对于全国范围内纸币的信誉有很大关系。于是,内阁会议提议,如果赋予公司一些特权可以使它渡过困难时期的话,那将能带来很好的结果。带着这种想法,内阁建议将进行海上贸易的特权赋予公司。政府于是颁布了相应的法令。但是,非常不幸的是,这个法令忘记了这样会使全国的商人全部破产。关于赋予公司这个巨大特权的想法遭到了全国的嘲弄,人们一次次上书议会,要求他们不注册它。他们这样做了,但却惹火了摄政王。他说他们这么做的结果是煽起了叛乱之火,并把他们放逐到布鲁瓦兹。议员们大义凛然地到了那里,他们决心与摄政王对抗到底。

在世界上所有国家中,法国以在歌唱中发泄不满而闻名。下面这首讽刺诗就出自那个时期:

星期一,我买股票去,
星期二,我赚了几百万,
星期三,我买家具,
星期四,我买好衣衫,
星期五,我跳舞去,
星期六,我进了乞丐收容站。

由于公众心情激奋,劳尽量不使自己在没有护卫的情况下暴露在大街上。他把自己关在摄政王的皇宫中,以免受到任何攻击;每当他冒险出门时,他不是乔装改扮就是坐在一辆两旁有全副武装护卫的皇室马车上。关于人们对劳的憎恨程度如何,还有一个有趣的故事,从这件事中可以看出如果他落入人们手里会受到怎样的对待。一个名叫布尔赛的绅士坐着马车通过圣安杜瓦纳大街时,去路被一辆出租马挡住了。布尔赛的仆人不耐烦地叫那位出租马车车夫把道让开。对方拒绝了,他就一拳打在对方脸上。骚动之中,一大群人围在了四周。布尔赛走出马车想调解一下,可那位出租马车的车夫认为他又是一个攻击者,恐怕自己双拳难敌四手,就放声大叫起来,“救命啊!救命啊!杀人啦!杀人啦!劳和他的仆人的想杀死我!救命啊!救命啊!”听到叫喊,人们都手持棍棒和其它武器从他们的商店里冲出来,其他的人则收集起石块来向那位想象中的银行家报复。幸运的是,耶稣会的教堂的大门其时正大开着,布尔赛和他的仆人看到人们向他们冲过来,就飞快地向里面跑去。他们跑到祭坛边,人们也追到那里。要不是他们发现通向圣器室的门开着,马上跳进去把门在身后关死,他们肯定会受不少苦头。在又惊又怒的牧师的劝说,暴徒们才离开了教堂。他们发现布尔赛的马车还留在大街上,就把怒火发泄在了这上面,把马车毁坏得面目全非。

1720年10月,一个命令发布了,它规定第二年9月以后所有面值在1000至10000里弗赫的钞票都将没有任何价值。印度群岛或密西西比公司被剥夺了造币权、代收赋税权以及其它所有的优势和特权。这个公司成了一个地道的私人公司。这个措施给了整个纸币系

统一一个致命的打击。劳已失去了对法国议会的任何影响；公司也被剥夺了豁免权。再也无回天之力。所有被怀疑在全国人民都在受骗时牟取非法利润的人都被搜寻出来并受到了重金罚款。

由于在国内生活已经不再安全了，在绝望之中，劳决定离开法国。人们都认为他已是家财万贯的富豪。但是，这个想法完全错了。尽管在一生中大部分时间里是一个彻头彻尾的赌徒，他却表现出了很大的慷慨，他不愿以毁灭一个国家为代价来使自己变成富人。在人们对密西西比股票的痴迷达到顶峰之时，他毫不怀疑他的计划将要达到最后的成功：使法国成为欧洲最富有、最强大的国家。他把自己全部所得购买成了法国的地产——这个举动可以证明他对自己计划稳定性的信心。他没有积聚一件金银器皿或珠宝，也没有象不诚实的投机者那样把钱送往国外。除了一颗价值约五、六千英镑的钻石外，他所有收入都投资在了法国；当他离开法国的土地时，他几乎一贫如洗。仅这个事实就可以洗刷掉经常不公正地加在他头上的欺诈的罪名。

劳于 1729 年在威尼斯去世，去世时他的处境非常悲惨。下面就是当时人们为他写的墓志铭：

“这里长眠着那个著名的苏格兰人，
他的计算技巧无人匹敌，
他用简单的代数规则，
把法国变得一贫如洗。”

三、南海泡沫事件

1711 年，在英国，为了恢复因辉格党内阁解散而受到影响的公共信贷，并清偿总价近 1000 万英镑的陆军、海军债券和其他一些上市债券，牛津名人哈利·耶尔创建了一家公司。这是一个由商人组成的公司。他们连公司名字都没想好，就把这么多的债务背到了自己身上。政府保证他们在一定时期内获得 6% 的利率。为了提供这部分每年相当于 60 万英镑的利息，政府对该公司经营的酒、醋、印度货、缣丝、烟草、鲸鳍和其他一些商品实行了永久退税政策，并许可他们在南海的贸易垄断权。于是，这个经过议院批准而成立的公司，新起了南海公司这么一个连他们自己也没听说过的名称。

南海公司在成立之初就有一个众所周知的企图，这就是攫取蕴藏在南美东部海岸的巨大财富。那时，人人都知道秘鲁和墨西哥的地下埋藏着取之不尽，用之不竭的金银锭矿藏，只要能把英格兰的加工商送上海岸，数以万计的金砖银石马上就会源源不断地运回国内。这时，关于西班牙正要放弃智利和秘鲁海岸的四个港口的说法也不胫而走，这就更增强了人们的信心，于是，南海公司的股票在多年之内一直十分抢手。

但是，西班牙的菲利浦五世却从来就没有打算让英国利用西班牙在美洲的港口进行自由贸易。两国谈判的结果只是签订了一个贩奴合同，即西班牙给予英国向其殖民地运送黑人的三十年特权，但每年只能运送一次，并且还限制了轮船吨位和货舱容积，还规定只能运往墨西哥、秘鲁或智利。另外，西班牙还附加了一个非常苛刻的条件，即英国要向西班牙交

纳 25% 的利润,其余 75% 加征 5% 的税。这场谈判使得耶尔及其同僚大失所望。

然而,公众对南海公司的信心却没有动摇,因为耶尔宣称,西班牙将允许在头一年增加两艘船运输货物;他们还公布了一份夸大其辞的清单,似乎是在宣布这些海岸的所有港口和码头都将向英国开放。但直到 1717 年,合同中规定的那艘船才开始首航,而仅仅一年之后,这场贸易就因英国和西班牙断交而中止了。

1717 年,国王在议会会议上表示要采取适当的措施来减少国债。南海公司和英格兰银行这两家大公司在 5 月 20 日向议会提出了建议。南海公司提出,他们要以认购或其他方式将其资本存量从 1000 万增加到 1200 万,并且表示要求 5% 的利息,而不是 6%。议会经过一番辩论,最终通过了南海法案,接受了南海公司的建议,并拟由它清偿已到期的安妮 9 年和安妮 10 年的四种彩票基金债务,本息共计 200 万英镑。

这样,南海公司的名字就继续在公众面前频频地出现。虽然他们与南美各国的贸易并没有增加什么收入,但是,他们却继续兴盛不衰。他们的股票非常抢手。董事们被这样的成功所鼓舞,开始考虑扩大影响的新措施。于是,他们想到了约翰·劳策划的那场曾经使法国人眼花缭乱,头晕目眩的密西西比阴谋,他们也要在英格兰玩一场同样的游戏。他们虽然预期到这项计划将以失败告终,但并不想因此而放弃它。他们自以为聪明过人,不会重蹈覆辙,而是能够无休止地把计划执行下去,并且把信贷这根绳子拉到张力最大的状态,但又不会扯断它。

正当劳的计划如日中天,成千上万的人群涌向甘康普瓦大街,在疯狂的渴望中自我毁灭时,南海公司的董事们把他们支付国债的著名计划摆在了议会面前,于是,在欧洲的这两个著名的国家里,千万双惊喜的眼睛里似乎都充满了一幅金银财宝滚滚而来的景象。英国开始这场疯狂游戏的时间略迟于法国,但她一陷于其中就再也不能自拔,惟恐落后。1720 年 1 月 22 日,下院成立了一个委员会,专门负责研究实施国王演讲中关于公共债务的旨意以及南海公司关于偿还债务的建议。建议的篇幅很长,分为好几个部分,涉及到的国债总值为 30981712 英镑。南海公司担心这笔债务全部落到自己头上,因而在建议中要求在 1727 年仲夏以前维持 5% 的安全利率,此后降为 4%。委员会非常高兴地接受了这项建议。

但是,在下院里也有很多议员是英格兰银行的朋友,他们当然希望银行也能从中分享到一部分好处。于是,下院把南海公司的建议搁置了 5 天,在这 5 天里,英格兰银行也拟定了一份计划。南海公司担心英格兰银行会从政府那里获得更多的优惠,又对原计划做了一些修改,使它更容易被接受。其中最主要的改动是把原定 7 年的国债偿还期修改为 4 年。在这场拍卖中,英格兰银行决定不再出高价,而是重新考虑了自己的建议,又送上一份新的计划。

这样,每个公司都提出了两个建议。下院开始辩论了。罗伯特·沃普乐是支持银行一方的首席发言人,而财政大臣艾斯拉比则是南海公司的主要支持者。2 月 2 日,辩论有了结果,结论是南海公司的建议对国家更有利,下院全盘接受了南海公司的第二个建议,把其余建议作为议案。

厄雷交易街陷入极度亢奋之中。南海公司的股价由一天前的 130 镑逐渐上升到 300 镑,随着下院讨论的进展,还在继续以惊人的速度攀升。议院内的反对派几乎只剩下沃普乐

一个人还在大声疾呼,他以沉重而激奋的语调慷慨陈词:“这将是一次危险的股票投机生意,它会扼杀我国的工商业天才。它是一个危险的恶魔,它使人们陷入财富普天而降的幻想而不能自拔,不再去靠劳动挣钱,它要把人们引向毁灭。这项计划实质上是一场超级的罪恶,它的目的是激起和保持大众的疯狂,人为地提高股票的价值,它的超出真实价值的分红诺言是永远也不会实现的。”他以先知先觉的悟性预言,如果这项计划成功了,南海公司的董事们就会主宰政府,变成大英帝国新的绝对独裁者,控制立法;如果它失败了,就会在全国上下激起广泛的愤怒,毁掉整个国家。这将是一场噩梦,当罪恶的一天来到时,人们就会像从噩梦中醒来一样,问一声这一切究竟是真的还是假的。遗憾的是,沃普乐的慷慨陈辞却像石落深渊,杳无回音,人们不是把他看成是一个失败的预言家,就是把他比作一只嘎嘎地发出不祥之兆的乌鸦。当他们听出他意在揭露南海公司的阴谋之后,就纷纷离开了座席。

下院用两个月的时间通过了这项议案。在这段时间里,南海公司的董事们施尽了一切手段,尤其是通过大名鼎鼎的约翰·布伦特爵士提高了股票价格。他们四处散布极度夸张的谣言,有的说英国和西班牙签订了条约,西班牙将允许她所有的殖民地从事自由贸易;有的说波斯拉各斯的丰富矿藏将被开发出来交往英国,使英国的银子变得和铁一样源源不断;墨西哥人将把他们的全部金矿用来购买英国盛产的棉花和羊毛,在南海做生意的人都将变成绝世富豪;每投资 100 镑就会给股东带来数倍的红利。南海公司运用这些手腕,把股价提高到了 400 镑,此后是一个大幅度波动,当下院以 172 票对 55 票的多数通过这项议案时,股价稳定在 330 镑。

上院也以史无前例的高速度通过了这项议案:4 月 4 日第一读,5 日第二读,6 日评议,7 日三读后,即获通过。

上院也有几位议员激烈地抨击这场阴谋,但大多数人对他们的警告充耳不闻。投机的狂潮把他们像贱民一样给淹没了。诺思议员和格雷议员说,这项议案的本质是不公正的,它注定使极少数人暴富而大多数人则变得更加贫穷。来自沃顿的杜克议员也起来反对,但人们对他比对格雷还不屑一顾。耶尔·库珀把这项议案比作著名的特洛伊木马,一场蛊惑人心的大骗局,它必将使人们走向虚幻和毁灭。桑德兰德的耶尔竭尽全力地回击他们的反对意见,在付诸表决时,有 17 票反对,83 票赞成,于是,上院在一天之间便通过了这项议案,使之获得了国王的批准,成为国家的法律。

但出人意料的是,国王批准议案之后,南海股票却下跌了。4 月 7 日的股价是 310 镑,次日跌至 290 镑。虽然董事们已经从这场阴谋中大获其利,但他们仍不甘心眼睁睁地看着股市就此回落,他们立即派出密使,四处游说,向人们叙说蕴藏在南美的巨大财富。厄雷交易所里挤满了全神贯注的人群,他们很快就相信了这样一个谣言:耶尔·斯坦霍普已经在法国接受了西班牙政府的建议,为了扩大南海贸易和增加安全性,要用秘鲁海岸的某些地方交换直布罗陀的玛汉港。不仅如此,每年一轮次的航运限额也要取消,西班牙国王也不再收取 25% 的利润了。南海公司也可以建造和包租任意数量的船只,也不必向外国统治者交纳一分钱。这可真是一幅“金砖银锭满目飞舞”的景象。这个谣言促使股市迅速反弹。4 月 12 日,也就是上院通过议案之后的第 5 天,董事会按照三比一的价格发行 100 万认购单,社会各界争相购买,使得首次认购总值就超过了 200 万原始股。认购单的发售按价格的 1/5 收

取预付金,即按每 100 镑收取 60 镑预付金计。数日之内,股价就升到 340 镑,认购单的价格也提高了一倍。为了继续提高股价,董事会又在 4 月 21 日宣布,夏季中期的股息为 10%,而且所有的认购单都将被授予相同的权利。这些决定使大炒家变得更加疯狂。接着,董事会又以 400% 的价格发行了第 2 个 100 万。着了魔似的人们纷纷卷入这场一浪高过一浪的投机,在几个小时之内,竟然在这个价格上卖掉 150 万份认购单。

在这段时间里,数不精的股份公司遍地开花,它们很快就得到了一个“泡沫”的雅号,这真是再也合适不过了。大家对这个称呼津津乐道。这些泡沫公司形同过眼烟云,有的只成立了两个星期,甚至更短的时间,便消失得无影无踪了。新方案新工程一个接一个地出台。就连最高等的贵族也像孜孜不倦的股票经纪人一样渴望在这次投机狂潮中发一笔横财。

有些方案是在公众尚未陷入亢奋时实施的,它们看上去似乎非常合理,能够给大家带来好处,其实,这些方案的唯一目的就是增加市场占有率。实施者往往是抓住第一个价格上升的机会就赶快卖出,而第二天就把他的方案抛诸九霄云外了。大量的证据表明,数以十计的既不高明又不合理的方案,在抛出数日、毁掉几百人之后便销声匿迹。例如,有个项目是要制造一种永动轮(资金 100 万);另一个项目是“鼓励英格兰的牧马业,改良牧师和教堂的用地,修缮和重建教区长和牧师的房屋。”那些对后一个项目饶有兴趣的牧师从中得到了巨大的利益,因为这个项目就是一帮猎狐老手般的教区长设立的。这家公司的股份很快就被认购一空。但是,最荒谬可笑,最能代表人们那种疯狂的是这样一个项目,它的标题,“一家经营和承揽巨大好处的公司,但是没有人知道这是什么。”如果不是有几十位可靠证人的言之凿凿的陈述,谁会相信那时的人们竟然会被这样的项目所欺骗。

欺威夫特曾经把厄雷交易街比喻成南海的海湾,他精采地写道:

“这里的认购单数以千计,

像无数舢板在海面上你推我挤,

每个人都摇着他漏水的小船,

为了钓到金子也不怕淹死。

一会儿被深深地埋进死亡,

一会儿又飘飘然升到天堂,

他们摇摇摆摆踉踉跄跄,

浑浑噩噩就像醉鬼一样。

这时在格拉维悬崖上倒是安全,

一场野蛮的竞赛就要吞噬沉船。

他们躺在那里静候轮船沉没,

要把死尸的衣物全部剥完。”

当时的人们,不分高低贵贱,男女老幼,都深深地卷进这些泡沫之中。男人们在酒馆和咖啡馆里会见经人,女人们也聚集在服饰店和杂货店里大谈股经。

他们虽然并不见得是真心相信那些被吹得天花乱坠的项目,但是却希望通过经纪人的一双妙手,趁机大捞一把。交易街上拥挤的人群是如此混乱不堪,以至于在同一时间的同一种股票,在街两头的成交价格就能差距 10%。但是,总有一些人保持着冷静的头脑,议会内

外都有人明确地预言了迫在眉睫的毁灭。沃普乐先生继续揭示着不详的凶兆。那些头脑冷静的人也和他一样异常担心事态的恶化,这引起了政府的强烈关注。6月11日议院复会时,国王发布了一项公告,宣布所有这些非法项目都是不可容忍的,并将受到直诉;禁止任何经纪人买卖它们的股票,违者将处以500英镑的罚款。流氓成性的投机商无视这项公告,继续从事这些项目的交易,引诱人们上当。7月12日,高等法院的法官们在枢密院集合,发布了一道命令,退回所有的专利和特许申请书,解散所有泡沫公司。

政府取缔了这些泡沫公司,头脑清醒的人们也对其冷嘲热讽,但仍有许多泡沫公司在膨胀着。印刷店里堆满了讽刺漫画,报纸上连篇累牍地刊登警言隽语的荒诞小品文。一位并不太高明的扑克牌制造商出售了一副南海扑克,牌上除了印有一幅很小的常见画面之外,再有一个角加印一幅泡沫公司的漫画,并附有相应的评语。例如,这副牌的梅花8描绘了一家最有名的泡沫公司,“帕考尔机械公司”,画面上,这家公司正在发射圆形和方形的加农炮弹和子弹,并称它带来了一场战争艺术的革命。

这副扑克牌的每一张都以相似的风格揭露一个阴谋诡计,嘲讽那些受骗上当的人。有人计算过,出现在这副扑克牌中的工程项目,其资本总额达到了3亿英镑。

现在,我们再来看看那个吞没掉千百万贪财而又轻信的人们的命运的南海大海湾。5月29日,股价升至500英镑,而这时已有三分之二的政府支薪人员购买了南海公司发行的国债。在5月份整整一个月里,股价一直在不断攀升,28日报价时曾高达550英镑,四天之后,又从550英镑猛增至890英镑。此时,人们普遍认为股市不会再继续升高了,于是许多人趁机卖出变现。正要陪同国王去汉诺威的许多贵族和随员也惴惴不安地卖出。到6月3日,厄雷街上已是卖家如云而买家甚寡,股价从890英镑一下子跌到640英镑。董事们惊呆了,急忙命令代理人买进。他们的努力成功了,到晚上,人们的信心又开始恢复,股价反弹至750英镑。直到7月22日公司登记关门,一直保持平稳,波动甚小。到8月初报价时,价格最终上升了一倍,然后就开始了起伏不定的回落,泡沫开始破灭了。

许多政府支薪者对董事们表示不满,他们特别指责那种在每张认购单上都列出股份清单的做法。大家越来越明白,约翰·布伦特主席和其他一些人引起的麻烦远不止于此,他们开始把股票脱手。整个8月份,股市一直低迷不振,9月2日报价时,只有700英镑。

事态已经变得非常严重,为了防止公众陷入完全绝望的境地,董事会于9月8日在泰勒商贸大厅召集了一次公司全体会议。亨格福特先生每逢这种场合总是要口若悬河地发表一通议论。当初,他曾经因为在议会里不遗余力地支持南海公司而备受瞩目,后来,人们又深深地怀疑他可能事先知道股票上市时间并因此而成了一个大赢家。他说,他对许多同类社团的生死沉浮早已司空见惯,然而,像南海公司这样在如此之短的时间内就成就了一番伟业的事情,却从来没有发生过,他们做到了连官员、教士和法官都做不到的事,他们即使没有全部消灭,也是平息了这个国家的全部动荡和仇恨。通过他们兴旺的股市,富人变得更加幸运,乡村士绅眼瞅着他们手中的土地二倍、三倍地增值,不计其数的教士从他们兴建的工程中受益。总而言之,他们使整个国家繁荣富强。大家永远都不会忘记他们。尽管亨格福特的发言后来引起一阵嘘声,都些天花乱坠的溢美之辞听起来简直就像是对事实的无情嘲弄,但大厅里的董事们、他们的朋友们以及所有的赢家都还是对亨格福特的发言报以了热烈的

掌声和欢呼声。

这次会议通过了几项提案,但是,对公众影响甚微。当天晚上,股价就跌到 640 镑,次日又跌到 540 镑,此后几天还是连续下跌,最后落在 400 镑。

9 月 12 日,在塞格雷特利·克拉克斯先生的再三吁请下,南海公司的董事和英格兰银行的董事召开了几个联席会议。接着就传开一条信息,说英格兰银行已经同意向南海公司的证券斥资 600 万,于是,股价反弹至 670 镑,但到了下午,人们就获悉这条消息毫无根据,股价马上又回落到 580 镑,次日又落至 570 镑,遂后逐渐滑向 400 镑。政府被事态的严重性震惊了。董事会成员为了免遭侮辱。连街都不敢上;警察随时都能捉到危险的暴徒。一封接一封的公文送到汉诺威的国王那里,请求他即刻起驾回宫。正在乡下的家中赋闲的沃普乐先生也接到指示,要他利用自己对英格兰银行董事会成员的广为人知的影响力,去说服银行接受南海公司的建议,经营该公司的证券。

英格兰银行极不愿意和南海公司搅和在一起而被卷进这场灾难之中。它极其勉强地接受了全部建议,全国上下都一致呼吁它挺身而出解危扶困。

9 月 22 日,英格兰银行举行扩大会议,会上提出一项提案,未经辩论就获得通过,授权董事会同意发行南海公司的债券,但他们必须就债券的总值、项目和时间作适当的考虑。为了支撑公共信贷,英格兰银行开设帐户,以 15% 的定金、3% 的保险费和 5% 的利息,发行 300 万债券。当天一大早,人们摩肩接踵,携款而至。这种情形使人们觉得好象当天即可完成此项认购工作,但不到中午风潮就转向了。尽管采取了一切可以采取的措施,南海公司的股票还是迅速下跌。他们的债券早就没有什么信用可言了,就连那些最有名的金匠和银行家,也因为大量贷出南海股份而无法开张运营,只好关起门来溜之大吉。刀剑公司是南海公司的主要承兑商,也已停办了支付业务。看上去,灾难似乎也笼罩到银行的头上。上午,银行还在飞快地接受认购,可下午就不得不以更快的速度付出现金。第二天(9 月 29 日)是假日,但银行并没有什么喘息的时间,他们对这场风暴感到厌烦透顶,可是他们往日的敌手南海公司都已经被打垮了。他们的股价跌到了 150 镑,几次波动过后,又逐渐跌到 135 镑。

银行终于发现它无法恢复公众的信心,更不能阻止毁灭的潮头,它可不想跟那些试图救市的人一起去承担死无葬身之地的风险,于是它想终止业已履行了一部分的协议。他们没有义务继续履行这项协议,因为所谓的银行合约只不过是一份协议草案,在一些重要的细节问题上,协议没作任何规定,对退出协议没有任何惩罚条款。“这样”,用议会史的语言来说就是,“人们就看到了,一个被神奇的泡沫刺激到不可思义的高度,令整个欧洲凝视观望和翘首以待的巨大魔幻,在 8 个月的时间里由兴至盛,由盛转衰。可它的根基是一场骗局,一个幻觉,一派荒诞,一片惊骇。它的导演者的那套鬼把戏一旦被人们捅穿,它就轰然一声坍塌在地了。”

在这个臭名远扬的泡沫膨胀期间,英格兰呈现出一片独特的景象。公众的心智在不健康地发酵变质。人们再也不满足于小心谨慎地从事虽然较慢但却肯定能够赢利的产业了。他们渴望今后能够拥有无穷无尽的财富,于是现在就不顾危险、挥霍无度。史无前例的奢侈之风带来了道德品行的堕落滑坡。那些曾经被里查德·斯蒂勒爵士称为“微不足道的小人物”的狂妄之徒,在厄运降临的日子里,就被人们当作反面形象而铭刻在心了。在议会质询

时,许多董事倒没怎么因为挪用公款、而且因为他们的傲慢无礼而吃尽了苦头。他们每一个傲慢的目光,每一句不可容忍的厥词,都被记录下来,而回报给他们的,则是百倍的贫穷和羞辱。

全国各地的事态已经非常紧急。乔治一世缩短了他在汉诺威的预定日程,火速回奔,于11月11日回到英格兰。12月8日,议会召开会议。这期间,全国所有的城镇都举行了公共集会,人们纷纷请愿,要求立法机关向南海公司的董事们复仇,正是他们的欺骗性行为,把整个国家推向了毁灭的边缘。几乎没有人想到国家本身也应该像南海公司一样受到惩罚。没有人去责备大众的荒诞与惊狂——堕落的贪欲吞噬了所有优秀的国民特性,蔓延的痴迷使他们带着疯狂的渴望钻进了阴谋者布好的罗网。从来没有人提到过这些事情。人民是单纯、诚实、勤奋的人民,是一伙强盗毁灭了国家,他们十恶不赦,其罪当诛,死不足惜。

调查工作进展很快。董事会成员的案子一个接一个审理完毕。为了抚平他们造成的创伤,议会没收了他们的大笔财产,总额高达2401.4万英镑。根据每位董事的不同处境,议会给他们每人都留下一定的财产,以便让他们重新做人。受到严厉惩处的爱德华·吉朋之孙、历史学家吉朋在他的《生活与写作:回忆录》一书中,对那时议会的行动作了一个很意思的描述。他承认自己并不是一个不怀成见的目击者,但是,人们从任何一位作家的作品中都可以注意到这样一个事实,在那些灾难性的年月里,人们的举止充满了偏见。这位伟大的历史学家的叙述很有思考价值。如果从兼听对立意见的原则上讲,他的意见是值得考虑的。“1716年”,他说,“我祖父被推举为南海公司的一名董事。他的帐目表明,在他接受这个要命的职务之前,他就独立地拥有了60000英镑的财产,但是,1720年的那场灾难葬送了他的命运,把他30年的劳动成果在一夜之间便化为乌有。国家刚刚从黄粱美梦中惊醒过来,人们甚至议会就吵吵嚷嚷地寻找替罪羊,但公认的是,那些董事们尽管罪孽深重,却不能根据这个国家的任何既有法律进行制裁。莫乐沃斯上议员的言辞虽然放肆,但是却被曲解了愿意,而一个刑罚法案却就这样产生——一个溯及既往的法律条文,用以惩罚缺席的被告。立法机关限制董事们的人身自由,强行实施过分的安全保护,并且给他们的个性画上事先准备好的可耻记号。他们被强迫发誓,分文不差地上交财产,而且不能转移或分割一丝一毫。与刑罚法案相对的是,每一个狱中的在押犯都应享有向辩护律师申诉的权利。他们祈求申诉,然而却被拒绝了。那些压迫者并不要什么证据,也不理会他们的申辩。不是一次庄严、公正和冷静的审查,而只凭一次草率的会议,一个没有法律效力的多数投票和几个最卑鄙的秘密委员会成员,就决定了33个英国人的命运和名誉。

在惩罚了董事会成员之后,立法机关的第二项议题是恢复公共信贷。1720年末,南海公司的全部股票本金计算出来了,总值为3780万英镑,其中分派给全部所有者的只有2430万英镑,剩下的1330万英镑则被公司以法人的身份占有,而且,这就是他们发的国难财。他们从中拿出800万分给一般所有者和认购者,股利是每股33英镑6便士8芬尼。这已经是相当宽容了。南海公司还有更进一步的规定,凡是向该公司借钱者,必须向它实际转付或抵押股票,供公司使用,这些股票必须不附带任何要求,而且,借钱者还要加付借款总额的10%。在股价异常上涨时,他们通过这种方式借出1700万英镑,等股价跌落到正常水平以后,他们一下子就收回了110万英镑。

但是,恢复公共信贷是一个长期的过程。企业已变得像伊卡鲁斯一样,他吼着太高太高,融化了粘接翅膀的蜂蜡,掉进大海,在波涛中挣扎着,才懂得他只能在坚实的大地上生存。从此以后,他再也不去想入非非了。

四、震惊华尔街的内幕交易

证券业中的内幕交易(Inside Trading)系指幕后人(Insider)利用因职务之便而知悉的对企业经营状况将有实质性影响的重大信息(如收购与兼并)而进行的证券交易。所谓“幕后人”,包括上市企业的管理层、为其服务的投资银行、律师及会计师等甚至监管人员。证券市场运行的基础在于公平、公正、公开,即通过各种严格的信息披露法规来降低投资者的信息成本,提高市场的有效性。就美国而言,致力于提高市场信息透明度的机构包括 SEC、各交易所及注册会计师协会等,它们有一整套严格杜绝内幕交易的法规,如法律规定对内幕消息出台后 6 个月内企业经理阶层买卖本企业证券的全部收益均视作内幕交易的利润,一切利用内部信息买卖证券的行为均将招致民事与刑事双重诉讼,民事罚款为至少 100 万美元或非法利润的 3 倍,刑事罚款最高达 250 万美元。此外,SEC 有权对投资银行等机构中从事内幕交易的雇员进行罚款并禁止其继续从事证券业,司法部有权对违法者提出刑事起诉。SEC 还设置专门的电脑监视系统把内幕消息的公布时间同有关的经理阶层、经纪人及其客户的帐户交易变动的时间进行比较,以捕捉股价因内幕交易导致的异常波动。而投资银行自身也有严格的自律措施,如根据 SEC 的要求将企业购并部与其他部门严格分离(即建起所谓的“China Wall”长城来阻止购并消息的传播)、银行有权监测雇员及其亲属的股票交易、禁止在公共场所谈论内部信息等。

尽管有如上各种严密的措施,监管机关执法亦相当严格(SEC 每年均要惩治数 10 起内幕交易案件),但随着 80 年代后期美国企业购并浪潮的汹涌和华尔街对此日益积极的策划,“内幕消息”的数量和其所带来的利润均不断上涨,也吸引了越来越多的幕后人铤而走险,其中被查获的金额最大、交易最频繁、牵涉面最广的当属 1986 年公布的丹尼斯·列维案。尽管是 10 年前的故事,但重温之际,会发现对如今再度狂掀企业甚至银行购并浪潮的美国证券业和一向深受内幕交易困扰的中国股市不无启示。

列维是美国崇尚的个人奋斗人物的典型,毫无背景但工作成绩出色,28 岁即担任美国著名的投资银行——Smith Barney 的企业并购部高级经理。自 1980 年起即在同行业及律师间营建个人的信息网络,之后开始利用自身所掌握的内幕消息进行交易。为了保密,他到处寻找稳妥的开户地,最终选中了在离岸金融中心巴哈马首府拿骚注册的一家瑞士银行,告知对方自己用代号开户及以后所有交易均单线联系。瑞士银行严格保护客户隐私的信条使列维的姓名仅为行内最高层所知,而拿骚的银行保密法亦十分严格,使列维信心大增,开始着手交易。

其较大的几次内幕交易为:

(1)瑞士一家保险公司拟出高价收购美国的 Jefferson 保险公司时,列维从在这笔交易的法律顾问处工作的朋友处提前两天获悉了这一消息,即通知瑞士银行购买了约 40 万美元的

Jeferson 公司股票。待两家公司宣布开始谈判时,Jeferson 公司股票不断上涨,列维抛出后净赚 15.8 万美元。与这次相似的还有当 Lipton 公司欲收购 Edec 公司时,列维据从投资银行的朋友处所获的消息,大量购入 Edec 公司股票,待消息确认使股价上涨了 26 美元后其抛出,获利 80 万美元。

(2)某次列维获知一家公司欲收购芝加哥的 Yole 超级市场公司,即购入 370 万美元的该公司股票。由于收购谈判进程缓慢,列维让一名同伙故意将此消息透露给报界,报界证实后的消息公布使 Yole 的股票上涨,最终使列维获利 120 万美元。

(3)1985 年,美国烟草大王——Raynolds 公司有意收购一家食品集团 Nabisco 公司,列维获知后开始购入 Nabisco 股票,并随其朋友不断提供信息而不断加码购买,最后一共购入 15 万股。消息公布后,净利达 270 万,是其内部交易获利最巨的一笔。

(4)Shore 公司有意高价收购美国天然气公司时,由列维当时工作的投资银行担任财务顾问并负责为交易融资。于是列维指令瑞士银行在数日内通过几家不同的经纪公司花 720 万美元买下 14 万股美国天然气公司的股票,获利 120 万美元。

导致列维的内幕交易败露的导火线在于瑞士银行的一名雇员,即负责客户投资的经理伯纳德·梅尔。梅尔发现他管理的这位匿名客户炒股颇有一手,就决定模仿列维操作,不但自己模仿,还为一些由他管理的客户帐户按列维的指示买卖。由于不知列维的阴谋,因此这种模仿不违反瑞士的银行法规。

连锁反应发生在瑞士银行操作的下线——证券经纪公司里。遵照瑞士银行的指令为列维买卖的经纪公司中的美林公司有一名经纪人发现瑞士银行频频在交易中获利,于是仿照瑞士银行作同样的交易,并将这一致富诀窍告诉了一些亲朋甚至远在委内瑞拉分公司的一名同事。这些模仿活动使列维内幕消息的效应被放大了许多倍。

1985 年 5 月,美林总部收到举报告发委内瑞拉公司有交易员从事内幕交易,于是开始追查此案,一直追到了瑞士银行身上。美林查帐后发现瑞士银行数年来多次在企业购并前夕买卖股票且有 28 笔大宗交易获利丰厚。美林因已无法追查下去,遂向 SEC 提交了调查报告。

由于 NYSE 成交额中有大量来源于国外,为保护投资者的利益,许多国家政府的证券监管机关均与 SEC 有双边协议保证互相配合,因此 SEC 开始谋求官方支持来进行调查。但是,瑞士的证券买卖法中不将企业经理利用内幕信息交易视为违法。而且瑞士的银行法又规定了银行对客户隐私的保护,可以不向司法机关报告客户交易的情况。而美国与巴哈马政府间尚无这方面的合作条约,使得 SEC 开始将重点放在谋求瑞士银行的自愿合作上。

瑞士银行的伯纳德·梅尔知悉交易被调查后,认为 SEC 无权过问瑞士银行的业务。他通知列维后,列维亦认为这是例行公事。到 SEC 向瑞士银行查询时,瑞士银行根据数百年的传统,拒绝向 SEC 提供交易的详细材料,迫使 SEC 转向瑞士银行的苏黎世总部提出询问,这才使拿骚的瑞士银行意识到问题的严重性。瑞士银行遂在列维前来提款时与他商量如何应付 SEC 的查询,并提出要列维暂时停止交易股票。列维反对这一建议,认为自己突然停止只会证明自己心虚,加深 SEC 的怀疑,正确的做法应是一面放慢交易速度,等风声不再那么紧后再大干,一面由瑞士银行聘请一名熟悉美国证券法规的律师代表银行向 SEC 声

明,一切涉嫌的股票买卖是梅尔自己的研究成果。至于梅尔解释自己的投资决策所需的有关公司分析材料等均由列维负责提供。为使所聘的律师相信梅尔的解释,银行还伪造一套帐目以证明梅尔运用自己的分析成果为所管理的几十个账户买卖股票。列维为使这套安排十拿九稳,特地向瑞士银行推荐了证券业内著名的律师哈维·皮特,因此人过去系 SEC 的法律顾问,与 SEC 渊源甚深。

在列维与瑞士银行苦心编制一套“挡箭牌”的同时,SEC 也开始了进一步工作,他们已不再寄望于瑞士银行的合作,而决定自己从案件的关键人梅尔处打开突破口。于是当接到美国海关的通知说梅尔已入境后,立即向发出了两份传票,一份要求其提供银行过去两年的股票交易记录;另一份要求查阅其本人的股票交易记录。这下弄得梅尔开始恐慌起来,连忙去找皮特律师求助。面谈时,他一口咬定 SEC 要查询的股票交易均是个人分析结果,但皮特认为只有经过自己查询交易明细帐目后才能作出这一证词。梅尔担心一旦交出明细记录,列维的所有交易即暴露无遗,要做假只能把列维的帐号挂上别的几家公司的名字,造成梅尔是在为几家公司而非单一客户直接交易的假象以蒙过皮特,反正在拿骚注册成立新的空壳公司简单。只要皮特相信并向 SEC 做证,即使 SEC 仍不罢休,也只能向巴哈马法院申请查询瑞士银行的交易记录,之后就要涉及巴哈马、瑞士和美国等法庭的诉讼,官司打几年也未必有结果。但列维知道后,坚决反对梅尔的建议,认为这样会不断卷入造伪证中,使更多的人知悉此事,倒不如坚持不让律师查细帐,一捂到底。

皮特律师在不知内情的情况下,于 1985 年 12 月同 SEC 达成协议:瑞士银行交出梅尔管理的及其个人的帐目给 SEC 查询,并在必要时亲自说明。SEC 不查看银行的完整帐目和客户的姓名,但保留作进一步要求的权力。但此后,皮特发现银行提供的材料不足证明梅尔的声辩时,开始怀疑银行确实涉入了非法交易,便向瑞士银行提出辞职。瑞士银行的总部这下慌了阵脚,担心一旦伪证罪被美国查获,资产被冻结不说,信誉更会受到极大的损害。经过紧急商讨后,瑞士银行决定牺牲列维以维护自身利益,于是告知皮特所有的交易均来自同一客户。皮特当即怀疑其从事的是内幕交易,于是建议瑞士银行立即中止其户头交易并非正式冻结户头的余款。皮特提出,银行当前有两条路可走,一是拒绝 SEC 的所有要求,不惜与法庭打几年官司,打胜了固然好,败了之后,或依判决交出一切记录,或拒不执行,结果是在美资产被冻结。再就是向 SEC 妥协,交出一切记录以免被起诉,维护声誉。瑞士银行接受了第二种选择。

SEC 知道这一消息后十分兴备,因为已从瑞士银行的反复无常中发现了大案的痕迹,毕竟这其中牵涉到 28 笔大额股票交易。过去 SEC 对这类涉及外国银行的案件进行调查时,往往陷入对方布下的烟幕阵或诉讼之中,难以取得大的进展。于是 SEC 与皮特律师在 1985 年 12 月末达成新的协议,由瑞士银行负责取得巴哈马当局的同意以向美方提供交易记录和开户人名字,作为交换,SEC 放弃对瑞士银行及其雇员的任何法律行动。

梅尔知悉协议后,考虑列维的交易曾为银行带来了大量佣金和自己 15 万美元的利润,而现在将其“出卖”实在有负瑞士银行的信念,于是决定拒绝向 SEC 作证。

此后,皮特又于 1986 年 3 月与 SEC 达成最终协议:银行交出帐目,由内部一名知情的会计代替梅尔出庭作证,而 SEC 不对除梅尔以外的瑞士银行全体职员采取法律行动,但银

行方面必须上缴非法利润,不必另交罚款,但要在取得巴哈马政府同意后提交交易主使人的姓名。

直到此时,列维仍对事态的发展一无所知,常常电话警告瑞士银行不得向 SEC 和律师提供任何内情,因这样有违巴哈马的银行法规。同时,因他在投资银行内的职位已升至企业并购部的高级负责人,每天接触到大量内幕消息,极欲重操旧业以牟暴利,遂要求重新开始买卖股票。但瑞士银行总以各种理由加以拒绝,终于引起了列维的怀疑,当即于 1986 年 3 月底亲临拿骚,威胁银行不得吐露内情,否则将向巴哈马法院控告瑞士银行违反保密法。为防万一,列维又将他户头的帐户名从密码改为其在巴拿马注册的一家公司,帐户中的股票也转成不记名的,这样可变成那家巴拿马公司的财产而非个人的私产。

到 1986 年 4 月,瑞士银行尚未得到巴哈马当局的许可透露内幕,迫使 SEC 改在化敦通讯了该银行那名会计,因而知悉了除幕后人姓名外的所有交易情况:全部指令来自同一客户,时间跨度长达 6 年,从 1980 年起买卖股票 114 次,除有 43 次损失 200 万美元外,其他交易均为盈利,净利润为 1200 万美元。

5 月份,瑞士银行正式向巴哈马当局特别申请,请求允许公开该客户的姓名。巴哈马政府认为,自身严格的银行保密法是吸引众多大金融机构来拿骚设立总部的主要原因之一,假如这次破例,会对声誉构成很大影响。但是,美国政府的潜在压力终于使巴哈马司法当局宣布,为客户开户交易股票不属于银行的常规业务范围,因此不受巴哈马的银行保密法管辖。瑞士银行于是向 SEC 提交了列维的全部财产,迫使其当天向当局自首归案,并供出了全部同伙和案情。他在向瑞士银行推荐皮特律师时,做梦也没想到自己正是因皮特而身败名裂。丹尼斯·列维被禁止从事证券业,并将全部非法利润上交。至此,华尔街上最大的内幕交易丑闻终于被全部曝光。

这桩丑闻在引起全美震惊之余,使民众与立法者开始重新思考内幕交易对市场公平度与效率的极大危害、幕后人的隐藏性,监管机关能量的有限和法律的不完善程度。该事件除了导致投资银行等机构受到来自各方面的压力而加强自律,还直接推动了 1988 年美国的内幕交易与证券作弊实施法案的出台。尽管如此,几乎每次美国企业的购并交易成交前数天,企业的股价仍然会逐渐上扬,证明依然有幕后人进行内幕交易。监管当局对内幕交易的斗争仍未有穷期。

五、俄罗斯 MMM 公司证券欺诈案

1994 年,一种称为金字塔投资方式的古老证券欺诈手段因俄罗斯 MMM 股票事件被重新提起,引起人们的普遍关注。

1994 年初开始,俄最大投资基金 MMM 借助凌厉的广告宣传,以各种不同的表达方式,告诉人们只要购买 MMM 公司的股票,就会一夜脱贫致富。MMM 公司负责人向公众许诺说只要投资该公司 100 美元,就可在半年内收回 5000 美元,而且还将获得 400% 的惊人年利率。尽管这种高回报几乎令人无法置信,但它对投资者却具有巨大的吸引力,一时间,MMM 股票成为俄罗斯家喻户晓的“脱贫救星”,吸引了大约 1000 万(94 年 7 月 22 日的数

字)俄罗斯投资者购买它的股票。许多抱有不切实际幻想的俄罗斯人以全部身家,甚至把退休金都拱手交给 MMM 公司,以期获得如 MMM 公司许诺的滚滚财源。由于大量股东的加入,MMM 投资基金的股价由最初的每股 1 美元上涨至每股 54 美元。对类似 MMM 公司投资基金之类的超额回报许诺,俄罗斯经济学家多次指出,在俄罗斯证券市场法规体制不健全的情况下,所谓能使人“脱贫致富”的投资基金很可能是筑在空中的“金字塔”,但是,抱着致富幻想的股民却对经济学家的劝说并不在意。7 月 22 日,俄罗斯政府公开声明政府对 MMM 公司许诺的 400%—1000% 的年投资回报率持怀疑态度,政府不保证 MMM 股民的安全,同时,俄罗斯税务部门也公开指责 MMM 公司有逃税漏税等数种违法行为,至此,MMM 投资基金的股民才将信将疑地开始出售 MMM 股票。但仍有相当多的股民还认为政府的声明是因为类似 MMM 的基金的发展使俄罗斯银行受到冲击,为了保持储蓄水平,政府才不得不抑制投资基金的发展。直至 7 月 22 日 MMM 公司突然宣布除 MMM 莫斯科总部外,其它分部不得回购 MMM 股票,MMM 股民们才开始意识到他们陷入了可怕的“金字塔”之中。尽管 MMM 公司发言人发表声明声称 MMM 投资基金并非空中金字塔,而是投资于外汇买卖、短期商业贷款和股票投资,并拥有某汽车制造厂及饭店等实业的股份,但是 MMM 负责人却不能提供出具体数字和投资证据。自此,所谓“救世主”的 MMM 神话彻底破灭,7 月 27 日 MMM 股票一夜之间暴跌 50%,聚集在 MMM 莫斯科总部的数以千计的股民欲以每股 3 万卢布(合 15 美元)的价格出让 MMM 股票,却无人问津,面前一天的 MMM 股价还是每股 11 万卢布。恐慌的 MMM 股民醒悟了:一旦没有新股东资金的投入,MMM 的高回报就化为乌有,但是后悔已经晚了,时至今日,千万计的 MMM 股民们还在苦苦寻找自救办法。

MMM 投资基金事件是一场较为典型的“金字塔”式证券欺诈。金字塔投资方式又称为连续投资方式,其运作完全依赖于它不断扩大的参与者队伍,而参与者的不断增多与资金的不断积累所造成的成功与高回报的假象,又诱使更多企盼高回报的投资者加入。其实金字塔方式完全没有任何企业投资等经营行为(或者没有以实业投资为主的经营行为),“金字塔”的操纵者只是把不断加入的新投资者的资金支付给先前的投资者,如此循环不已。由于新加入的投资者越来越多,所以“金字塔”组织者不会感到高额支付的困难。在“金字塔”循环“正常”的时候,难以置信而确有其事的高额回报和踊跃加入的投资者,确实能使许多人看到“金字塔”生意兴隆的情景,令人怦然心动。但是一旦没有新投资者加入,建在空中的“金字塔”就会轰然倒塌,更多来不及获利的投资者就血本无归。

金字塔投资方式可以称得上是金融业最古老的一种欺诈方式,早在二十年代,美国波士顿的查尔斯·庞奇的计划是通过一种缓慢而合法的方式发财致富,当掌握相当数量的投资者后,庞奇把新投资者的钱付给老投资者,直至他拖欠投资者近 500 万美元时,庞奇计划才宣告破产。类似 MMM 和庞奇的金字塔式投资基金在西方是不合法的,就在去年,美国证券和交易委员会中止了一个涉及数百名美国投资者和数千名欧洲投资者的“金字塔”,冻结了其在美的 200 万资产。这个“金字塔”叫做“欧洲国王俱乐部”,最初建在西欧,它的具体做法是,不管你是哪国公民,也不管你支付的是马克还是美元或其它任何一国货币,只要你投入货币到俱乐部中,你就能成为它的成员。俱乐部组织者许诺,每个俱乐部成员凭投资证书

享受年 71% 的高额回报。例如,投资者支付 1400 英镑购买一张投资证书,这张证书就能保证你连续 12 个月每个月收到 80 英镑,意即投入 1400 英镑一年内可以稳获 1000 英镑的回报,也就是年回报率为 71%。总而言之,金字塔投资基金就是以其高额回报来骗取天真投资者的信任。

怎样制止类似于 MMM 这类的“金字塔”呢?在俄罗斯,尽管 MMM 已遭公众的唾弃,但是由于证券法制不健全,俄罗斯政府连关闭 MMM 的依据也无从查询,政府曾表示正在酝酿有关证券市场规范化的法律体系,但法律法规的出台、完善和执行也不是一步到位的。即使在证券监督有长远历史,法律法规已成一套体系的美国,由于从事“金字塔”投机的组织者避开证券和交易委员会的登记和监控,“金字塔”投资基金仍有存在,值得警惕的是,当“金字塔”方式组织者将投资回报率有意降低或者“金字塔”方式组织者将募集的金钱少量投资于实业,以逃避法律监管时,金字塔投资方式就显得较为隐密,更具危害性。对投资者来说,要识别自己进行的投资是合法抑或是被套进了一个带欺诈性质的“金字塔”中,其实并不困难,当某种兜售的投资计划回报率高得惊人,甚至已经有人在你前面赚了大钱,你也一定要小心,因为在一个“金字塔”里,先投资的人确可赚到高额加回报,但后来者很可能无钱可赚,直至象“金字塔”破产一样破产。

六、“苏三山”股市诈骗风潮始末

1993 年 12 月 17 日,中国证监会发言人宣布:所谓北海正大置业有限公司大量买入了江苏省昆山县三山股份有限公司股票事件,是一起精心策划的骗局。制造骗局的湖南省某县物资局干部已被公安机关收容审查。此人用投递匿名信、发电传、打电话等欺诈手段,制造、传播虚假消息,企图趁乱牟利。

至此,波及全国股市的“苏三山”事件暂告一个段落,在公安干警的努力下,其来龙去脉已水落石出。

1. 一条新闻引起股市狂涨

1993 年 11 月 6 日(星期六),海南。当天《特区证券报》已摆在该报老总们的面前,“北海正大置业致函本报向社会公众收购‘苏三山’股票”的巨大标题格外刺眼醒目。他们预计,这条独家新闻定会像颗重磅炸弹,把深圳连日来低沉萎靡的股市炸它个惊涛骇浪!

果真!当日的海南《特区证券报》在深圳、海南、北京、贵阳、上海等地被抢购一空,8 日开盘仅为 8.30 元的“苏三山”扬起了牛气,一个劲地狂涨。股民似乎感觉到收购后那令人眩目的高价位。

深圳股市一扫数日低迷颓态,显示出勃勃生机。大手的买盘层出不穷。“苏三山”最高升至 11.50 元,单股成交金额达 2.2 亿元,创下深圳股市个股记录。在北京的交易场所内人头攒动,大户出手汹涌而至。贵阳有近千名股民以 11 元以上的价格买入 200 万元的“苏三山”。

“苏三山”像初升的太阳娇媚可爱。“苏三山”是何方神仙?真的那么牛吗?1993 年 9 月 8 日,经深交所同意,江苏昆山三山实业股份公司股票挂牌上市。这家公司股本总额为

10132 万股,全部为 A 股,其中法人股 5132 万股,占 50.61%,个人股 5000 万股,占 49.35%,简称“苏三山 A”,证券编号 0518。昆山三山实业股份公司 1990 年 2 月 20 日由昆山三山纺织集团公司、上海二纺机股份有限公司和交通银行苏州分行共同发起设立,主要经营纺织、化纤、机电设备、化工产品等。截至 1992 年 12 月 31 日,公司每股净值 1.10 元,预测 1993 年每股税后利润 0.17 元。“苏三山”算是出自名门大家。

2. 数百万股民损失 2000 多万

11 月 8 日下午,当全国数百万疯狂的股民还卷在“苏三山”巨大的旋风中不能自拔时,深交所发言人就所谓“北海正大”收购“苏三山”一事冷静地发表郑重声明,称至今该所未收到任何报告,忠告广大股民对自身投资行为作出慎重决策。这一郑重声明在“苏三山”浪潮中只像一个肥皂泡,刚冒出头便被股民们狂热的欢呼声所击破。当日“苏三山”一度急挫至 8.6 元后,股民的侥幸心理又很快回稳在 9.5 元左右。

11 月 9 日,中国证监会发言人就此事向新闻媒介发表谈话,称北海工商部门无“北海正大”企业登记记录,海南《特区证券报》应承担相应的法律责任。——这一声明更像一颗万磅炸弹,把数百万股民炸得目瞪口呆!

尽管“苏三山”马上跳空跌到 8.6 元,但一个残酷的现实已摆在未经过大风雨的股民面前:全国数百万股民无端损失 2000 多万元!波动国家资金 2 亿多元!

股市愤怒了!深圳、贵阳、上海等地的一些交易所被愤怒的股民围得水泄不通。一场动荡降临中国股市。一个发人深省的问题摆在中国证券业高级管理人员面前:引发“苏三山”事件的风波到底是新闻的偶然失实,还是有人在造市欺诈?

3. 株洲——风潮的发源地

据分析,发往《特区证券报》的传真件系 8641 型传真机发出的,而此传真机在全国仅有 4 台,其中有一台在株洲,而且传真的文稿上的地点是“ZHUZHOUXIAN”拼音。株洲这个全国闻名的铁路枢纽城市很快就成为“苏三山”事件的焦点和突破口。

“苏三山”事件是我国首例利用新闻媒介造成股市投资者受损的事件,其影响超过了一般的刑事凶杀案。很快,一个 12 人的专案组成立。经侦查“8641”确系株洲邮电系统过时的传真机,为株洲县所有。11 月 5 日,有人趁领导不在场,用该机向外发过传真!

经过三天三夜的侦察,找到了一个重大线索:株洲县几个单位共同在北海设有一个办事处,将所有业务人员编号排队,一个嫌疑对象定格在专案组的视线内。将嫌疑对象的照片给动用过传真机的人辨认,确定了一个事实:驻北海办事处业务员李某于 11 月 5 日在株洲县邮电局发过传真。11 月 23 日,干警们分头出击,在火车站、汽车站、案犯家及老家守候。中午 11 点,李某终于被干警“请”到了市公安局。

4. 为了钱李某首开股市欺诈的记录

李某曾担任过某水泥厂厂长,1986 年到株洲县物资局。1993 年元月,他被株洲县派驻北海办事处。他便没有因此而大发,他痛苦、烦闷,站在异省他乡,用贪婪的目光扫视着宾馆的每一个窗口:那里充满着权、财、色的诱惑,归结为一个字,就是钱。李某决心为钱而冒险。

10 月 7、8 日,他在深圳某证券公司营业部以个人名义开户,将公款 100 万元分别以 9.85 元和 9.6 元的价格买进“苏三山”股票 15 万股,同时在深圳恶性透支 1000 万元,购买了

31 万股其他股票。

然而一个月以来,整个深圳股市处于熊势。他想到了一个恶毒的解套之计,把灾难移给他人。

11月2日,李某在北海市一个个体摊上刻了一枚“正大置业公司”的公章后回到株洲。

11月3日,李某拟就了正大置业公司收购“苏三山”股票的稿件。

11月5日,李某来到株洲县邮电局,通过关系启用了久置未用的“8641”传真机,将传真件发往《深圳特区报》和海南《特区证券报》。半小时后,他又冒充正大置业公司总经理向两报打电话询问是否收到传真件。当报社问他除了4条收购理由外,是否还有其他实力时,他连忙掐断了电话。

11月8日,星期一。李某忐忑不安地走进了株洲某证券交易所。上午10时,“苏三山”开始上涨,连忙打电话到深圳交易大户室,委托股票代理人抛出9500股牟利29450元。

11月9日,李某还沉浸在喜悦之中,“苏三山”股票就已急剧下降。通过电话,深圳的代理人告诉他,深交所已声明没有收到“正大”收购“苏三山”股票的消息。他意识到要大难临头了,就连忙把所有的“苏三山”股票按9.4元全部抛出,便毁掉了传真底稿和其他作案工具。

11月14日,“苏三山”事件稍有平静,李某脸上恢复了自负的微笑。没想到,不出10天,他就落入法网。“苏三山”事件以股民们2000多万元血汗钱换来证券市场的一个教训,李某也将用毁灭性代价为欺世盗利者敲下一记警钟。

七、长虹事件

1995年8月21日是四川长虹除权交易日。一些投资者吃惊地发现,四川长虹国家股转配股的红股部分与个人流通股的红股混在一起悄然上市流通了。许多投资者无论如何不相信这是真的。但第二天的交割记录明白无误地证明了这一点。于是,有几位愤怒的投资者投书《中国证券报》进行投诉。随后几天,一些权威证券刊物也接到读者来信和电话,愤怒诉说被四川长虹配股承销商愚弄,谴责承销商不择手段,用欺诈手段骗取广大中小投资者手中拥有的长虹配股权,从中谋取不义之财。

8月23日,《中国证券报》登出股民来信,谈到发现四川长虹的转配红股已经上市,严正指出:“红股作为转配股票的派生物,亦不应上市流通,它们都属于国家股法人股范畴。”当日下午四川长虹公司请求上交所让四川长虹停市半天。8月24日,再次申请股票停牌1天。

同日,上海证券交易所有关负责人就此事答记者问时表示:“按本所的理解,中国证监会的规定,强调的是配售和转让的股票本身,不包括类似‘四川长虹’这种情况,因此,……本所依照以往此类问题的惯例,‘四川长虹’送股部分于8月21日上市流通。”

也就在同一天,中国证监会就长虹事件作出正式裁决,认定长虹转配红股上市属违规行为,并因此对上海证券交易所通报批评。但对已经上市流通的长虹转配红股,只好将错就错,让其流通。

在些次四川长虹转配红股上市流通中,最大的得益者是配股承销商,最大的受损者是不

明真相的中小投资者和不知天高地厚地炒作填权行情的市场炒手。

这次长虹配股、转股及送红股按 10 股配 2.5 股转 7.41 股方案,在此基础上再按 10 股送 7 股,因而使股权产生如下变化:

原流通股:5996.84 万

配股额:1499.21 万

转配额:4443.66 万

送股额:8357.80 万

从 7 月 31 日以后有 10 天缴款期,后又延长 3 天,13 天缴款配股情况为:

配股共认购 1312.1991 万,认购率 87.53%

转配共认购 3396.3882 万,认购率 76.4%

按实际认购额与配股、转配额的差额、承销商可认购配股额:187.01 万,转股额 1047.27 万。

承销商若按上述可配、可转配与实际配股、转配股差额获得股份后,按 10 送 7 股后,可获得股份共 1234.28 万股,可产生红股 863.99 万股。

按红股流向市场第一天收盘价计算,当天的收盘价是 10.10 元,则可得利益 8726 万元。按当天的均价 11 元计算,则可得利益 9503 万元。

相反,由于一般投资者都认为转配红股不能上市,并未在当天抛出,而少数机构知情者却大肆卖出,最高价时为 11.48 元。

与此同时许多中小散户凭着对“中华第一股”的信赖踊跃买入,当天成交高达 356413 手,如果接盘者知道转配红股也在流通,无疑不会盲目买入,因为转配红股上市流通,则流通股的成本当然被摊低,其除权价不可能是 10.95 元,而应是 8.81 元。而上交所报出的 10.96 元除权价,在一般投资者眼中是不可能暗含转配红股上市的。

这样一来,长虹的流通股究竟有多少成了问题,因为转配红股不流通,则应为 12743 万股,而将转配红股全部计入流通,则会有 15835 万股,增加了 2112 万股。但准确的流通额还无法得出,因而对一般投资者来说,难以正确衡量长虹股价的高低。据初步预测,长虹当时的流通量应在 1.3~1.5 亿股之间。

8 月 23 日,当长虹公司在下午宣布停牌时,长虹股票已从除权价 10.96 元(最高升到 11.48 元)跌至 9.7 元,可悲的是,炒作主力已完成高位派发,牟取了暴利。

长虹公司虽由此完成了“圆钱”任务,达到了强制股东配股的目的,但其公司形象无疑大受损失,“中国第一绩优股”有可能沦为“中国第一不规范股”。

平心而论,此次长虹巨额配股及转配任务对承销商来说颇为艰巨,而承销商为了转嫁风险并从中牟利,将原来制定的“先送后配”计划改为“先配后送”,其潜台词是:要回报、先缴钱。这使不少股东放弃转配权,而被承销商尽数吃进,然后又通过送红股将转配股成本的七成回吐给社会公众股东,另外再收回一成的现金,因此包销的转配股部分几乎等于白捡。

许多读者纷纷投拆报刊,不仅认为长虹事件为蓄意违规,而且将其看作一起典型的证券欺诈案,是腐败现象在证券市场上的表现。有人分析,从纯商业角度看,长虹转配红股上市对上海证券交易所并没有什么好处,上交所之所以甘冒违规风险,可能是因为有关人员受人

之惠。

愤愤不平的股民称：“连长虹这样最好的股票都坑害我们，投资股票还有什么希望？”“若是再出长虹这样的事，股市就得崩盘！”“长虹事件是今年以来继国债‘327’风波后，我国证市市场的又一大丑闻！我们强烈要求中国证监会以人民的利益为重，不徇私情，秉公执法，严厉处罚肇事者！”

11月7日，中国证监会对“长虹事件”作出处理决定：

对上海证券交易所予以通报批评。

没收中经开公司非法收入 2506.32 万元，并罚款 200 万元。没收上财证券公司非法收入 406.16 万元

责成长虹公司整顿内部证券事务。

其它投资者所获转配红股剩余部分可继续上市流通。长虹股票在决定公布三天后复牌。

11月9日，长虹股票复牌流通，开盘价为 9.48 元，最高价 10.49 元，最低价 9.20 元，周五收盘价为 9.83 元，略有上升。

八、原野事件

1992 年 7 月 7 日，《深圳特区报》发出原野股票暂时停牌的公告。这标志着原野作为一个深圳首批上市的企业被摘掉了在深圳证券交易所中的牌子。这是新中国股票市场上首例被查明的“劣质产品”，作为最初被选为试点样本之一的原野股票，它的下市给市场造成了一定震动。

原野公司前身为深圳市原野纺织股份有限公司，1988 年转为中外股份制企业，1990 年改名为原野实业股份有限公司，同年发行股票交上市。公司下属有深圳市大华企业有限公司、深圳市国际贸易有限公司等。股本金 1991 年总额为 9000 万元，每股 1 元，其中原股 6550 万元，新股 2450 万元。

1991 年 6 月深圳股价全面放开，单独保留原野一家每天涨跌幅 5% 的限价，表明管理局早有担心而用心良苦。直到 1992 年 7 月停牌时，限价也未放开，这是市场管理者出于保护新兴股市，避免可能出现暴跌而采取的预防措施。但此举使原野股市场性、流通性越来越差。市场管理者慎思慎行的结果是，一方面令原野在股市中跛行，另一方面也使得投资者因事态不明而蒙受损失，例如，上海股民就有不少蒙在鼓里投资原野股票，此后明白真相，损失已为事实。

有关部门严肃管理股市的决心终于通过 1992 年 4 月监管原野公司的措施表现出来。6 月 22 日，深圳人民银行又发布公告，说明原野公司存在 5 项问题，使原野身上的迷雾逐渐散去。

经查实，原野实业股份公司最初成立时，股本投入就不实，会计师事务所提供的验资证明也一开始就虚假。原野公司原来的股东之一，香港开生公司由香港润涛公司取代时，润涛公司并未依法向原野公司投资。在此，润涛公司玩弄“空手套白狼”的诡计，利用原野公司增

资扩股的方式,通过固定资产增殖进行股东分配,然后将其分配转入股东投资,从而“白手起家”。为了避人耳目,原野公司在香港润涛公司巧取 50% 以上股份并执掌公司大权的情况下,内部管理一片混乱,财务、帐目更是紊乱不清,公司经营困难,资金去向不明,资产流失、产权界定不明。在此情况下,润涛公司又将其所控制的原野股票 1560 万股用于向深圳 4 家银行抵押贷款,贷得总计人民币 2400 万元,美元 835 万元。

鉴于原野公司问题暴露并由深圳证券交易所停牌交易,中国工商银行深圳分行、中国银行深圳分行红岭支行、中国农业银行深圳分行上步支行,宝安县支行向深圳市中级人民法院状告原野公司及润涛公司,要求归还贷款及其利息。1992 年 10 月 6 日至 23 日,市中级人民法院对事件进行统一公开审理,判定香港润涛公司握有原野股票为非法所得,其记名股票为无效股票,因而抵押物也为无效抵押。

广大股民对原野案的审理十分关注。初审判决后,不少原野股民认为,判决是件好事,它已说明原野事件已近尾声。希望上层管理当局尽快解决原野的股权问题,对原野公司进行收购,或者改组,各有关方面应积极协调,尽早彻底搞定,让原野公司尽快恢复正常经营,生产重整旗鼓,复牌变易,让中小股民手中的原野股票流通起来,实现股民们应得的权益。

原野事件暴露出深圳股份制和股票市场管理方面的不少问题,如法规不健全,审批不严格、注册会计师事务所贪利枉法。有鉴于此,管理机构应严格上市条件,杜绝有侵害股东及公众利益行为的企业上市,证交所应对挂牌上市企业进行定期和不定期的复核,一般是每半年定期复核一次。此次深交所采取断然措施监管原野,清查财务以至给予停牌处理,实属必要。然而行使措施不及时,由于种种顾虑,没有及时公布清楚情况,使许多投资者,尤其是外地股民盲目入市。事实上没有保持透明度,及时反映上市公司情况依然的目前股市中存在的严重问题。至于会计师事务所提供虚假验资报告成为注册公证行业的丑闻,该行径按国际惯例应取消其注册资格或勒令其停业。

原野事件的最终解决是在 1993 年。

1993 年 1 月 9 日,原野公司召开临时股东大会,通过了组织重整小组及重整小组成员人选并进驻原野公司代行董事会职权的议案、重整工作依法于 180 天内完成后,新的董事会将行使职权,使公司走上正轨。

1993 年 3 月 17 日,对深圳市政府重整原野公司的决定,原控股股东香港润涛公司提出异议,并向广东省高级法院提出上拆。5 月 8 日,广东省高级法院对原野案作出终审判决,原野公司须清偿银行贷款,香港润涛公司负责担保抵押的连带清偿责任。9 月,香港润涛公司在《人民日报》刊登启事,引用香港最高法院的判决重申,在香港法院判决前,禁止任何人出售润涛公司持有的原野股权,并声称“重整小组”由此对原野公司广大股民造成的任何不良影响。由“重振小组”负责。

1993 年 9 月 6 日,原野正式易名为“世纪星源”,重整结束,并经临时股东大会选出新董事会成员和通过 3 送 1、1 扩 1 及扩股价 3 元的送扩股方案。

附录 股票投资最新法规

国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定

第一条 为了规范股份有限公司境内上市外资股的发行及交易,保护投资人的合法权益,根据《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的有关规定,制定本规定。

第二条 经国务院证券委员会批准,股份有限公司(以下简称公司)可以发行境内上市外资股;但是,拟发行境内上市外资股的面值总额超过 3000 万美元的,国务院证券委员会应当报国务院批准。

前款所称公司发行境内上市外资股,包括以募集方式设立公司发行境内上市外资股和公司增加资本发行境内上市外资股。

国务院证券委员会批准发行境内上市外资股的总额应当控制在国家确定的总规模之内。

第三条 公司发行的境内上市外资股,采取记名股票形式,以人民币标明面值,以外币认购、买卖,在境内证券交易所上市交易。

发行境内上市外资股的公司向境内投资人发行的股份(以下简称内资股),采取记名股票形式。

第四条 境内上市外资股投资人限于:

- (一)外国的自然人、法人和其他组织;
- (二)中国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织;
- (三)定居在国外的中国公民;
- (四)国务院证券委员会规定的境内上市外资股其他投资人。

境内上市外资股投资人认购、买卖境内上市外资股,应当提供证明其投资人身份和资格的有效文件。

第五条 持有同一种类股份的境内上市外资股股东与内资股股东,依照《公司法》等有同等权利和履行同等义务。

公司可以在其公司章程中对股东行使权利和履行义务的特殊事宜,作出具体规定。

第六条 公司章程对公司及其股东、董事、监事、经理和其他高级管理人员具有约束力。公司的董事、监事、经理和其他高级管理人员对公司负有诚信的勤勉的义务。

本条第一款、第二款所称其他高级管理人员包括公司财务负责人、董事会秘书和公司章程规定的其他人员。

第七条 国务院证券委员会及其监督管理执行机构中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会),依照法律、行政法规的规定,对境内上市外资股的发行、交易及相关活动实施管理和监督。

第八条 以募集方式设立公司,申请发行境内上市外资股的,应当符合下列条件:

(一)所筹资金用途符合国家产业政策;

(二)符合国家有关固定资产投资立项的规定;

(三)符合国家有关利用外资的规定;

(四)发起人认购的股本总额不少于公司拟发行股本总额的 35%;

(五)发起人出资总额不少于 1.5 亿元人民币;

(六)拟向社会发行的股份达公司股份总数 25%以上;拟发行的股本总额超过 4 亿元人民币的,其拟向社会发行股份的比例达 15%以上;

(七)改组设立公司的原有企业或者作为公司主要发起人的国有企业,在最近 3 年内没有重大违法行为;

(八)改组设立公司的原有企业或者作为公司主要发起人的国有企业,最近 3 年连续盈利;

(九)国务院证券委员会规定的其他条件。

第九条 公司增加资本,申请发行境内上市外资股的,除应当符合本规定第八条第(一)、(二)、(三)项的规定外,还应当符合下列条件:

(一)公司前一次发行的股份已经募足,所得资金的用途与募股时确定的用途相符,并且资金使用效益良好;

(二)公司净资产总值不低于 1.5 亿元人民币;

(三)公司从前一次发行股票到本次申请期间没有重大违法行为;

(四)公司最近 3 年连续盈利;原有企业改组或者国有企业作为主要发起人设立的公司,可以连续计算;

(五)国务院证券委员会规定的其他条件。

以发起方式设立的公司首次增加资本,申请发行境内上市外资股的,还应当符合本规定第八条第(六)项的规定。

第十条 申请发行境内上市外资股,按照下列程序办理:

(一)发起人或者公司向省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门提出申请,由省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门向国务院证券委员会推荐;

(二)国务院证券委员会会商国务院有关部门选定可以发行境内上市外资股的公司;

(三)被选定的公司将本规定第十一条、第十二条所列文件提交中国证监会审核;

(四)经中国证监会审核符合条件的,报经国务院证券委员会批准或者依照本规定第二条第一款的规定经国务院批准后,公司方可发行境内上市外资股。

第十一条 以募集方式设立公司,申请发行境内上市外资股的,应当向中国证监会报送下列文件:

(一)申请报告;

(二)发起人姓名或者名称,发起人认购的股份数、出资种类及验资证明;

(三)发起人会议同意公开发行境内上市外资股的决议;

(四)国务院授权的部门或者省、自治区、直辖市人民政府批准设立公司的文件;

(五)省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门的推荐文件;

(六)公司登记机关颁发的《企业名称预先核准通知书》;

(七)公司章程草案;

(八)招股说明书;

(九)资金运用的可行性报告;所筹资金用于固定资产投资项目需要立项审批的,还应当提供有关部门同意固定资产投资立项的批准文件;

(十)经注册会计师及其所在事务所审计的原有企业或者作为公司主要发起人的国有企业最近3年的财务报告和有2名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告;

(十一)经2名以上专业评估人员及其所在机构签字、盖章的资产评估报告;涉及国有资产的,还应当提供国有资产管理部门出具的确认文件及国有股权的批准文件;

(十二)经2名以上律师及其所在事务所就有关事项签字、盖章的法律意见书;

(十三)股票发行承销方案和承销协议;

(十四)中国证监会要求提供的其他文件。

第十二条 公司增加资本,申请发行境内上市外资股的,应当向中国证监会报送下列文件:

(一)申请报告;

(二)股东大会同意公开发行境内上市外资股的协议;

(三)国务院授权的部门或者省、自治区、直辖市人民政府同意增资发行新股的文件;

(四)省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门的推荐文件;

(五)公司登记机关颁发的公司营业执照;

(六)公司章程;

(七)招股说明书;

(八)资金运用的可行性报告;所筹资金用于固定资产投资项目需要立项审批的,还应当提供有关部门同意固定资产投资立项的批准文件;

(九)经注册会计师及其所在事务所审计的公司最近3年的财务报告和有2名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告;

(十)经2名以上律师及其所在事务所就有关事项签字、盖章的法律意见书;

(十一)股票发行承销方案和承销协议;

(十二)中国证监会要求提供的其他文件。

第十三条 公司发行境内上市外资股与发行内资股的间隔时间可以少于 12 个月。

第十四条 公司应当聘用符合国家规定的注册会计师及其所在事务所,对其财务报告进行审计或者复核。

第十五条 公司应当按照国家有关规定进行会计核算和编制财务报告。

公司向境内上市外资股投资人披露的财务报告,按照其他国家或者地区的会计准则进行相应调整的,应当对有关差异作出说明。

第十六条 发行境内上市外资股的公司应当依法向社会公众披露信息,并在其公司章程中对信息披露的地点、方式等事宜作出具体规定。

第十七条 发行境内上市外资股的公司的信息披露文件,以中文制作;需要提供外文译本的,应当提供一种通用的外国语言文本。中文文本、外文文本发生歧义时,以中文文本为准。

第十八条 公司发行境内上市外资股,应当委托中国人民银行依法批准设立并经中国证监会认可的境内证券经营机构为主承销商或者主承销之一。

第十九条 发行境内上市外资股的公司,应当在具有经营外汇业务资格的境内银行开立外汇帐户。公司开立外汇帐户应当根据国家有关外汇管理的规定办理。

承销境内上市外资股的主承销商应当在承销协议约定的期限内,将所筹款项划入发行境内上市外资股的公司的外汇帐户。

第二十条 境内上市外资股股票的代理买卖业务,应当由中国人民银行依法批准设立并经中国证监会认可的证券经纪机构办理。

第二十一条 境内上市外资股股东可以委托代理人代为行使其股东权利,代理人代行股东权利时,应当提供证明其代理资格的有效文件。

第二十二条 境内上市外资股的权益拥有人,可以将其股份登记在名义持有人名下。

境内上市外资股的权益拥有人应当依法披露其持股变动信息。

第二十三条 境内上市外资股的交易、保管、清算交割、过户和登记,应当遵守法律、行政法规以及国务院证券委员会的有关规定。

第二十四条 经国务院证券委员会批准,境内上市外资股或者其派生形式可以在境外流通转让。

前款所称派生形式,是指股票的认股权凭证和境外存股凭证。

第二十五条 公司向境内上市外资股股东支付股利及其他款项,以人民币计价和宣布,以外币支付。公司所筹集的外币资本金的管理和公司支付股利及其他款项所需的外币,按照国家有关外汇管理的规定办理。公司章程规定由其他机构代为兑换外币并付给股东的,可以按照公司章程的规定办理。

第二十六条 境内上市外资股的股利和其他收益依法纳税后,可以汇出境外。

第二十七条 国务院证券委员会可以根据本规定制定实施细则。

第二十八条 本规定自发布之日起施行。中国人民银行、上海市人民政府 1991 年 11 月 22 日发布的《上海市人民币特种股票管理办法》,中国人民银行、深圳市人民政府 1991 年

12月5日发布的《深圳市人民币特种股票管理暂行办法》同时废止。

中国证券监督管理委员会关于证券交易所 期货交易所做好审计工作的通知

(1996年1月2日 证监发字[1996]1号)

上海证券交易所、深圳证券交易所、各期货交易所：

为维护证券、期货市场的秩序、保护投资人的合法权益，促进证券、期货市场健康发展，现就证券交易所、期货交易所（以下简称“交易所”）年终审计和总经理离任审计工作的有关问题通知如下：

1. 交易所在每个会计年度结束后四个月内，应聘请具有从事证券相关业务资格的会计师事务所对其在会计年度末的财务状况和该会计年度的收支情况进行审计。

2. 交易所应向中国证监会交易部或期货部、交易所会员大会和理事会报送会计师事务所出具的审计报告和经过审计的年度财务报告。证券交易所还应将年度财务报告在所在地证券管理部门备案。

3. 交易所更换会计师事务所，应报交易所理事会批准，并报知中国证监会。

被解聘的会计师事务所所有权向中国证监会、交易所会员大会或理事会提出申诉或说明被解聘的原因。

4. 交易所总经理离任时，交易所理事会应聘请地方审计局或具有从事证券相关业务资格的会计师事务所进行总经理离任审计。交易所理事会所聘请的审计机构应报中国证监会认可。

5. 中国证监会认为必要时，要派首席会计师办公室、交易部或期货部有关人员参加离任审计。

6. 离任审计工作应在交易所总经理离任后两个月内完成。审计过程中如果发现重大问题，应立即向中国证监会报告。

7. 担任离任审计的审计机构在完成审计工作之后，应向中国证监会和交易所理事会提交审计报告。

请各交易所按此通知的规定，做好年度审计和总经理离任审计工作。

中国证券监督管理委员会 关于 1996 年上市公司配股工作的通知

(1996 年 1 月 24 日 证监发字[1996]17 号)

各省、自治区、直辖市及计划单列市证管办(证监会)、上海证券交易所、深圳证券交易所:

为加强证券市场管理,规范上市公司的股票发行行为,保护投资者利益,促进证券市场健康发展,现对 1996 年上市公司向股东配售发行股票(即配股)的有关问题通知如下:

一、上市公司向股东配股必须符合下列基本条件:

1. 公司章程符合《公司法》的规定;
2. 配股募集资金的用途必须符合国家产业政策的规定;
3. 前一次发行的股份已经募足,并间隔一年以上。间隔时间是指从公司前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日,至本次配股说明书的公布日,其间隔不少于 12 个月;
4. 公司在最近三年内净资产税后利润率每年都在 10% 以上,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但不低于 9%;
5. 公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载或重大遗漏;
6. 本次配股募集资金后,公司预测的净资产税后利润率应达到同期银行个人定期存款利率;
7. 配售的股票限于普通股,配售的对象为股权登记日登记在册的本公司全体普通股股东;
8. 公司一次配股发行股份总数,不得超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的 30%,公司将本次配股募集资金用于国家重点建设项目和技改项目的,在发起人承诺足额认购其可配股份的情况下,可不受 30% 比例的限制;

二、上市公司有下列情形的,其配股的申请不予批准:

1. 不按有关法律、法规的规定履行信息披露义务的;
2. 近三年有重大违法行为,特别是有以违反国家现行规定的方式和范围发行或变相发行股票的行为、有证券欺诈等行为的;
3. 前一次发行股票所募集的资金用途与《招股说明书》、《配股说明书》不相符,而且又未经法定程序批准的;
4. 股东大会的召集、召开方式、表决方式和决议内容不符合《公司法》及有关规定的;
5. 申报材料存在虚假陈述的;
6. 公司所确定的配股价格低于该公司配股前每股净资产的;
7. 公司上市不足一年的;

三、公司的配股申请因本通知第二条第 2、3、5 款的原因被中国证券监督管理委员会(以

下简称“证监会”)拒绝批准后,一年以内不得再次提出配股申请。

四、在国务院做出新的规定前,国家拥有的股份和法人持有的未流通股股份及其配股权和红股出售后,受让者由此增加的股份暂不上市流通。

五、上市公司配股的申请和信息披露应按下列规定办理具体事宜:

1. 上市公司向股东配股,应当召开股东大会就下列事项进行逐项表决:

- (1) 股东配股比例和本次配售股份的总额;
- (2) 配股价格浮动的幅度;
- (3) 本资募集资金的用途;
- (4) 关于本次配股决议的有效期限;
- (5) 授权董事会办理的与本次配股有关的其他事项。

公司董事会应当保证全体股东有充分行使表决权的机会。

2. 公司董事会在制定和实施配股方案过程中,应当保证所有普通股股东均受到公平的对待;应当保证股东同时享有受让或不受让他人所转让的配股权的权利。公司董事会不得将一部分股东的配股权向其他股东强行摊派。

3. 上市公司向证监会报送的申报材料的格式应当按本通知附件的要求制作。

4. 上市公司应当在自签署配股说明书的日期(在向证监会报送材料之前)起,到配股缴款结束之日止,六个月内完成本次配股的全部工作。上市公司在收到证监会批准其配股的审核意见书后,与证券交易所协商确定有关的具体操作事项。证券交易所应当在收到公司配股文件后二个工作日内给予书面答复,并按照本通知的要求,办理有关业务活动。

5. 上市公司向股东配股,应当按照下列要求披露有关信息:

(1) 董事会有关本次配股的方案表决通过后,应当在二个工作日内通知证券交易所,同时公布召开股东大会的通知;其内容应当包括董事会决议和配股方案的具体事项,并载明“该项决议尚须经股东大会表决后,报××省(自治区、市)证管办(证监会)出具意见,并报中国证券监督管理委员会审核”字样;召开股东大会的通知应当提前三十天公布。

(2) 配股方案经股东大会表决通过后,应当在二个工作日内公布股东大会决议,公告中应当载明“该方案须报××省(自治区、市)证管办(证监会)出具意见,并报中国证券监督管理委员会审核”字样。如果股东大会对董事会的配股方案有修改的,还应公布修改后的方案。

(3) 上市公司接到证监会出具的配股审核意见书后,应当在二个工作日内以公司董事会公告的形式公布配股申请获批准的消息,证券交易所应在公司确定的股权登记日前至少十个工作日安排公司公布配股说明书。配股说明书应按照《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第四号》的规定编制;配股说明书刊登后,上市公司应当就该说明书至少再刊登一次揭示性公告。公布有配股说明书内容应当与报送证监会审核的该说明书内容一致;确有必要修改的,应当在公布前取得证监会的书面认可。

(4) 配股说明书公布后,上市公司应当在七个工作日内将经证券交易所确认的配股说明书文本一式二份报证监会备案。

(5) 上市公司应当在配股缴款结束后二十个工作日内完成新增股份的登记工作,聘请有

从事证券业务资格的会计师事务所出具验资报告,编制公司股份变动报告,并将上述两个报告报送证监会和证券交易所备案。股份变动报告的内容与格式应按照《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第五号》的规定编制并予以公布。

6. 在上市公司配股缴款结束后,有关登记机构应当将未被认购的股份及时在计划配股总数中扣除,不予登记。

7. 证券交易所在收到上市公司有关配股的股份变动报告和验资报告前,不得安排该次配售的股票上市交易。各证券交易所应当于每月十日前将上月实施配股的公司有关情况书面报告证监会。

8. 负责配股承销工作的证券经营机构在承销期结束后,应在十五个工作日内向证监会提交承销情况的书面报告。

9. 上市公司应当聘请有从事证券业务资格的律师事务所就本次配股出具法律意见书,其内容与格式应当符合证监发字[1994]162号文件《关于发布〈公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第六号〉通知》附件二规定的《上市公司配股法律意见书的内容与格式(试行)》的要求。

六、在上市公司配股说明书公布之前,参与配股说明书的起草、申报和审查的有关人员均属内幕人员,必须严格遵守国务院证券委颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》的有关规定,对有关内幕信息严格保密。上述人员包括证监会、证券交易所、地方有关部门、上市公司和参与本次配股的证券经营机构、中介机构等单位的有关人员。

七、发行 A 股的公司申请配股必须遵守本通知的规定,发行 B 股或 H 股的公司,原则上应遵守本通知的规定,国家另有规定的,从其规定。

八、本通知自发布之日起执行。上市公司配股申请在一九九五年底以前已经证监会审核通过的,仍按原证监发字[1994]131、161号文件要求办理有关事项。