

第四章 汇率理论及其评价

第一节 国际借贷理论

一、核心观点

该理论认为国际间的商品劳务进出口、资本输出入以及其他形式的国际收支活动会引起国际借贷的发生，国际借贷又引起外汇供求的变动，进而引起外汇汇率的变动。因而国际借贷关系是汇率变动的主要因素。

在一定时期内，如果一国国际收支中对外收入增加，对外支出减少，对外债权超过对外债务，则形成国际借贷出超；反之，对外债务超过对外债权，则形成国际借贷入超。

借贷按流动性强弱可分为固定借贷与流动借贷。只有，只有流动借贷才对外汇供求进而对汇率产生影响。物价水平、黄金存量、信用关系和利率水平等也都会对汇率产生影响，但它们都是次要因素。

二、对该理论的评价

该学说在金本位制度下是成立的。此理论对汇率变动原因的解釋（由外汇供求关系亦即流动借贷引发），做出了很大的贡献。事实证明，国际收支失衡是导致汇率变动的主要原因之一。但它并没有回答汇率由何决定这个问题，也无法解释在纸币流通制度下由通货数量增减而引起的汇率变动等问题。

后来，凯恩斯学派对该理论进行了发展，提出了调整国际收支的弹性论和国际收支调节的吸收论，肯定了国家干预对汇率变动的作用。

22 第二节 购买力平价理论

一、核心观点

本国人之所以需要外国货币或外国人之所以需要本国货币，是因为这两种货币在各发行国均具有对商品的购买力；两国货币购买力之比就是决定汇率的“首先的最基本的依据”；汇率的变化也是由两国货币购买力之比的变化而决定的，即汇率的涨落是货币购买力变化的结果。这个理论又分两部分：

1. 绝对购买力平价：是指本国货币与外国货币之间的均衡汇率等于本国与外国货币购买力或物价水平之间的比率。它说明的是在某一时点上汇

率的决定，决定的主要因素即为货币购买力或物价水平。

2. 相对购买力平价：是指不同国家的货币购买力之间的相对变化，是汇率变动的决定因素。认为汇率变动的主要因素是不同国家之间货币购买力或物价的相对变化；同汇率处于均衡的时期相比，当两国购买力比率发生变化。则两国货币之间的汇率就必须调整。

二、对该理论的评价

该理论产生于第一次世界大战刚刚结束时期，是世界经济动荡不安的产物。当时各国相继从金本位制改行纸币流通制度，随之而来的就是通货膨胀。此时提出该理论是适时并有一定道理的。具体表现在：

1. 该理论较令人满意地解释了长期汇率变动的原因。
2. 相对购买力平价理论在物价剧烈波动、通货膨胀严重时期具有相当的意义。因为它是根据两国货币各自对一般商品和劳务的购买力比率，作为汇率决定的基础，能相对合理地体现两国货币的对外价值；另外，从统计验证来看，相对购买力平价很接近均衡汇率。
3. 该理论有可能在两国贸易关系新建或恢复时，提供一个可参考的均衡汇率。
4. 它是西方国家最重要的、唯一的传统汇率决定理论。为金本位制度崩溃后各种货币定值和比较提供了共同的基础。许多西方经济学家仍然将其作为预测长期汇率趋势的重要理论之一。

三、批评，具体表现：

1. 理论基础的错误：其理论基础是货币数量论，但货币数量论与货币的基本职能是不相符合的。
2. 把汇率的变动完全归之于购买力的变化，忽视了他因素。如国民收入、国际资本流动、生产成本、贸易条件、政治经济局势等对汇率变动的影响，也忽视了汇率变动对购买力的反作用。
3. 该理论在计算具体汇率时，存在许多困难。主要表现在物价指数的选择上，是以参加国际交换的贸易商品物价为指标，还是以国内全部商品的价格即一般物价为指标，很难确定。
4. 绝对购买力平价方面的“一价定律”失去意义。因为诸如运费、关税、商品不完全流动、产业结构变动以及技术进步等会引起国内价格的变

化从而使一价定律与现实状况不符。

第三节 汇兑心理说

一、核心观点

该理论认为：汇率的变动和决定所依据的是人们各自对外汇的效用所作

的主观评价。人们之所以需要外国货币，除了需要用外国货币购买商品外，还有满足支付、投资或投机和资本逃避等需要，这种欲望是使外国货币具有价值的基础。外国货币的价值决定于外汇供需双方对外国货币所作的主观评价。该主观评价又是依据使用外币的边际效用所作的主观评价。不同的主观评价产生了外汇的供应与需求，供求双方通过市场达成均衡，均衡点就是外汇汇率。当均衡被打破时，汇率又将会随着人们对外汇主观评价的变化达到新的均衡。

二、评价

它是在 1924~1926 年间，法国国际收支均为顺差但法郎的对外汇率反而下降，从而引起物价上涨的反常情况下提出的。它独树一帜，从主观心理评价的角度来探讨一国货币汇率的升降关系，把主观评价的变化同客观事实的变动结合起来考察汇率，直到目前，该学说都有相当的市场。但是该学说是以西方主观价值论——边际效用价值论为理论基础，把汇兑心理的变动当作影响与决定汇率的依据，因此，带有一定的主观片面性，缺乏说服力。

第四节 利率平价理论

一、核心观点

通过利率同即期汇率与远期汇率之间的关系来说明汇率的决定与变动的原因。该学说认为远期差价是由两国利差决定的，（远期汇率的升水、贴水率约等于两国间的利率差异）并且高利率货币在远期市场上必定贴水，低利率货币在远期市场上必为升水，在没有交易成本的情况下，远期差价等于两国利差，即利率平价成立。

二、评价

该理论在推理上是严密的，也较好地解决了远期外汇市场上汇率与利

率的相互作用机制及即期汇率变化与利率变动的关系。但该理论存在缺陷，具体表现在：

- （1）没有考虑交易成本，如果考虑到各种交易成本，不但会影响汇率与利率的关系，而且也往往会影响投资者转移投资的兴趣；
- （2）该理论假定资本流动不存在障碍，即外汇市场必须高度完善，但很少有国家能具备这个条件；
- （3）该理论的分析方法基本上是静态分析，倾向于对已有的远期外汇实务技术给予理论上的承认总结，而没有机制的分析，因而比较表面。尤其对于远期差额与利息差额之间新的均衡如何在动态过程中逐渐建立没加以分析，缺乏科学性。
- （4）凯恩肆完全忽视了投机者对市场的影响力以及政府对外汇市场的干预，因词按此理论预测的远期汇率同即期汇率的差价往往与实际有差别。也基于词，后来人们引入了汇率预期因素，以弥补凯恩斯平价理论的缺陷。

第五节 资产市场论

一、货币学派的汇率理论

1、核心思想

是一种从中短期的角度分析汇率决定与汇率变动的理论。强调货币市场和货币存量的供求情况对汇率决定的影响。认为汇率的决定由各国货币存量的供求引起。汇率决定于货币市场的均衡而非商品市场的均衡；汇率的变化由两国货币供求关系的相应变化而引起；从长期来看，承认购买力平价理论，即过多的货币供应所引起的通货膨胀，必然使该国货币汇率下浮，从短期看，两国金融资产的供求情况，即人们自愿持有或放弃这些金融资产的情况决定汇率；国民收入与本币汇率表现为正相关关系；国家宏观经济政策对汇率发挥着重要作用；强调合理预期对汇率变动的影响。

2、评价

可取之处是强调了各种因素的相互关系与共同作用，克服了其他一些理论的片面性；强调任何影响外汇资产预期收益率或相对风险率的因素，都可能成为汇率变动的原因；强调金融市场对各种短期影响因素的反应比在长期因素来得更敏感与尖锐；强调预期对汇率的影响，物价水平变动在

短期内可能比长期中对汇率的影响来得大。缺陷是未能回答货币供求平衡时，货币价值、汇率由何决定的问题以及未能考虑国际收支的结构因素对汇率的影响，尤其否认经常项目对汇率的重要作用。

26 二、射击过头理论

1、核心观点

在经济运行中出现某些变化（如货币供给增加）的短期内，汇率将发生过度的调节，很快会超过其新的长期均衡水平，然后再逐步恢复到它的长期均衡水平上。这是因为，金融市场对外生的冲击可立即进行调节，而商品市场则在一段时间后才能缓慢地进行调节。该学说同样主张只有货币需求等于货币供给，货币市场才能达到均衡的货币主义学派观点。

2、评价

该理论是对货币分析法模型假定所有市场都能够瞬时进行调节这一观点的修正。

三、资产组合平衡理论

1、核心观点

综合了传统的汇率理论和货币主义的分析方法，把汇率水平看成是由货币供求和经济实体等因素诱发的资产调节与资产评价过程所共同决定的。它认为，国际金融市场的一体化和各国资产之间的高度替代性，使一国居民既可持有本国货币和各种证券作为资产，又可持有外国的各种资产。一旦利率、货币供给量以及居民愿意持有的资产种类等发生变化，居民原有的资产组合就会失衡，进而引起各国资产之间的替换，促使资本在国际间的流动。国际间的资产替换和资本流动，又势必会影响外汇供求，导致汇率的变动。

2、评价

该理论是资产组合选择理论的运用，在现代汇率研究领域占有重要的地位。该理论一方面承认经常项目失衡对汇率的影响，另一方面也承认货币市场失衡对汇率的影响，这在很大程度上摆脱了传统汇率理论和货币主义汇率理论中的片面性，具有积极意义；同时它提出的假定更加贴近现实，

27 该理论也存在明显的问题：

（1）在论述经常项目失衡对汇率的影响时，只注意到资产组合变化所

产生的作用，而忽略了商品和劳务流量变化所产生的作用；

（2）只考虑目前的汇率水平对金融资产实际收益产生的影响，而未考虑汇率将来的变动对金融资产的实际收益产生的影响；

（3）它的实践性较差，因为有关各国居民持有的财富数量及构成的资料，是有限的、不易取得的。

²⁸第五章 汇率变动与汇率预测

第一节 汇率的决定

一、金本位制度下汇率的决定