

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

金本位货币制度就广义来说是指以黄金为一般等价物的货币制度，包括金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制。金币本位制盛行于 19 世纪中期至 20 世纪初期，是典型的金本位制。

（一）典型金本位制度下汇率的决定

1. 汇率的决定基础

铸币平价即两国铸币单位的含金量之比。

公式表示： $1 \text{ 单位甲币} = \text{甲币含金量} \div \text{乙币含金量} = x \text{ 单位乙币}$

铸币平价是汇率的决定基础，由其决定的汇率是一种法定的或中心汇率，市场汇率会围绕着铸币平价或中心汇率上下波动。

2. 外汇市场的供求

当外汇市场外汇供不应求时，市场汇率就会超过铸币平价；

当外汇供过于求时，市场汇率就会低于铸币平价。但不管外汇供求发生什么变化，总会限制在黄金点内。

3. 汇率在黄金输送点内的波动规则

最高不能超过黄金输出点，即铸币平价加运费；最低不能低于黄金输入点，即铸币平价减运费。超过或低于这一界限，就会引起黄金的输出入和货币汇率的自动调节。

货币汇率的自动调节：一国国际收支逆差而黄金输出时，货币流通量减少，通货紧缩，物价下跌，从而提高商品在国际市场的竞争力，于是出口增加，进口减少，导致国际收支自动恢复平衡。反之，一国发生国际收支顺差而黄金输入时，货币流通量增加，通货扩张，物价上涨，从而降低商品在国际市场的竞争能力，于是出口减少，进口增加，最后国际收支又自动恢复平衡。在金币本位制下，由于黄金输送点和黄金——物价——国际收支机制的运作，把汇率的波动限制在一定的幅度内，并对汇率起到了自动调节的作用。

（二）“削弱的”金本位制度下汇率的决定

第一次世界大战爆发后，金币本位制崩溃了，世界各国在纸币流通的前提下，分别实行了金块本位制和金汇兑本位制。

这一阶段汇率决定的基础是纸币所代表的金量、金平价。

这种“削弱的”金本位制在 1929～1933 年崩溃。

二、布雷顿森林体系下汇率的决定

布雷顿森林体系是一种“双挂钩”制度。

双挂钩：

首先美元与黄金挂钩，确定 1 盎司黄金等于 35 美元的官价；其次，其他国家货币与美元挂钩，即其他国家货币与美元建立固定的比价，美国政府规定美元的含金量，其他国家货币也规定含金量，两种含金量的对比即货币平价决定各国货币与美元的汇率。

（一）汇率的决定基础——货币平价

（二）“削弱的”金本位制度下汇率的决定

汇率波动的界限受到 IMF 的控制，即为平价上下的 1%，汇率波动超过此限，各国货币当局就有义务进行干预，由此影响外汇供求，保持汇率的相对稳定。只有当一国国际收支发生“根本性不平衡”，且市场干预失效时，该国才可请求变更平价。

这种成员国货币汇率围绕着国际货币基金平价作小幅度波动的汇率制度，就是通常所说的“可调整的钉住汇率制”。

三、现行国际货币体系下汇率的决定

现行国际货币制度，是 1972 年以后，许多国家放弃布雷顿森林体系下 30 的钉住美元、在协议规定的幅度内进行波动的汇率制度后逐渐建立起来的，称为“牙买加体系”。

（一）汇率的决定基础——货币的购买力平价

（二）汇率的波动规则

牙买加体系以实行浮动汇率制为核心，因此汇率的波动是经常的、频繁的，汇率的涨落几乎不受限制。

第二节 影响汇率变动的主要因素

一、经济因素

（一）国际收支状况

当一国的国际收支出现顺差时，就会增加该国的外汇供给和国外对该国货币汇率的需求，进而引起外汇的汇率下降或顺差国货币汇率的上升；反之，当一国国际收支出现逆差时，就会增加该国的外汇需求和本国货币的供给，进而导致外汇汇率的上升或逆差国货币汇率的下跌。在国际收支这一影响因素中，经常性收支尤其贸易收支，对外汇汇率起着决定性的作用。

（二）通货膨胀程度

通货膨胀是影响汇率变动的一个长期、主要而又有规律性的因素。通货膨胀可以通过以下三个方面对汇率产生影响：

1. 商品、劳务贸易

一国发生通货膨胀，该国出口商品、劳务的国内成本就会提高，进而必然影响其国际价格，削落了该国商品和劳务在国际市场的竞争力，影响出口外汇收入。同时，在汇率不变的情况下，该国的进口成本会相对下降，且能够按已上涨的国内物价出售，由此便使进口利润增加，进而会刺激进口，外汇支出增加。这样，该国的商品、劳务收支会恶化，由此也扩大了外汇市场供求的缺口，推动外币汇率上升和本币汇率下降。

312. 国际资本流动

一国发生通货膨胀，必然使该国的实际利率降低，投资者为追求较高的利率，就会把资本移向海外，这样，又会导致资本项目收支恶化。资本的过多外流，导致外汇市场外汇供不应求，外汇汇率上升，本币汇率下跌。

3. 人们的心理预期

一国通货膨胀不断加重，会影响人们对该国货币汇率走势的心理预期，继而产生有汇惜售、待价而沽与无汇抢购的现象，其结果会刺激外汇汇率的上升，本币汇率的下跌。

（三）利率水平

一国利率水平的高低，是反映借贷资本供求状况的主要标志。

一国利率水平相对提高，会吸引外国资本流入该国，从而增加对该国货币的需求，该国货币汇率就趋于上浮。反之，一国的利率水平相对降低，会直接引起国内短期资本流出，从而减少对该国货币的需求，该国货币汇

率就下浮。但是，利率的变化对国际资本流动影响的程度多大，还要看是否满足利率平价理论。利率政策之所以会影响汇率，还必须看一国通货膨胀的程度。通货膨胀一般可分为三种形式：

1. 在温和的通货膨胀下

这种情况下，实际利率的上升或下降都会起到吸收或排斥短期资本的作用，从而导致该国货币汇率的上浮与下跌。利率和汇率成正相关的关系，利率提高，其货币汇率就上浮，反之，利率降低，汇率就下浮。人们往往通过国际间短期资本的转移来牟取高额利润。

2. 在严重的通货膨胀下

国际短期资本流动的主要动机在于保值。高利率不再表示较高的利息收入，相反，倒是表示较高的通货膨胀率。利率与汇率是负相关的关系。利率一旦提高，其货币汇率就下浮；反之，利率一旦降低，汇率就上浮。

3. 在恶性通货膨胀下利率再高也失去吸引外资的魅力，此时利率与汇率明显呈负相关关系。

（四）经济增长率差异

在其他条件不变的情况下，一国经济增长率相对较高，其国民收入增加相对也会较快，这样会使该国增加对外国商品劳务的需求，结果会使该国对外汇的需求相对于其可得到的外汇供给来说趋于增加，该国货币汇率下跌。但要注意两种特殊情况：

1. 对于出口导向型国家，经济增长主要是出于出口增加推动的，经济增长较快伴随着出口的高速增长，此时出口增加往往超过进口增加，这样会出现汇率不跌反而上升的现象。
2. 若国内外投资者把该国较高的经济增长率视作经济前景看好、资本收益率提高的反映，则会导致外国对本国投资的增加，如果流入的资本能够抵消经常项目的赤字，该国的货币汇率亦可能不跌反升。

（五）财政收支状况

当一国出现财政赤字后，其弥补方式不当，汇率就会出现波动。一国政府弥补财政赤字的方式有四种：

1. 提高税率，增加财政收入；
2. 减少政府开支；

3. 发行国债；

4. 增发货币。

（六）外汇储备的多寡

一般情况下，一国外汇储备充足，该国货币汇率往往会趋于上升；外汇储备不足或太少，该国货币汇率往往会下跌。

二、非经济因素

1、政治局势

如果一国出现政府经常更迭，国内叛乱、战争，与他国的外交关系恶化以及遇到严重的自然灾害，而这些事件和灾害又未能得到有效控制的话，就会导致国内经济萎缩或瘫痪，导致投资者信心下降而引发资本外逃，其结果会导致各国汇率下跌。

2、新闻及其他信息

在外汇市场上，一个谣传或一则小道消息也会掀起轩然大波。尤其是某些市场不太成熟的国家，外汇市场就是“消息市”。外汇时常汇率就在这些真假难辨的信息中动荡变化。

3、心理预期因素

按照阿夫达里昂的汇兑心理学，一国货币之所以有人要，是因为它有价值，而其价值大小就是人们对其边际效用所作的主观评价。主观评价与心理预期实际上是同一个问题。心理预期对货币汇率的影响极大，甚至已成为外汇市场汇率变动的一个关键因素，只要人们对某种货币的心理预期一变化，转瞬之间就可能会诱发大规模的资金运动。影响外汇市场交易者心理预期变化的因素很多，主要有一国的经济增长率、国际收支、利率、财政政策及政治局势。

4、市场投机

投机者以逐利为主的投机行为，必然影响到汇率的稳定。通常外汇市场投机行为包括两部分：一是稳定性投机，二是非稳定性投机。

5、中央银行干预

在开放的市场经济下，中央银行介入外汇市场直接进行货币买卖，对汇率的影响是最直接的，其效果也是极明显的。通常中央银行干预外汇市场的措施有四种：

1. 直接在市场上买卖外汇；
2. 调整国内财政、货币等政策；
3. 在国际范围公开发表导向性言论以影响市场心理；
4. 与国际金融组织和有关国家配合和联合，进行直接和间接干预。

三、短期因素

34 从长期来看，外汇价格是由外汇市场上的供求关系决定的。但是从短期来看，外汇的现货价格总是与外汇的长期均衡价格发生背离。

1、外汇市场的短期过分波动

国际外汇市场上外汇价格的每天波动幅度大致在 0.5%至 1.0%之间(即一至两分钱，用外汇市场的术语来说就是 100 点至 200 点)，波动幅度大时可达 5%以上(即 700 点到 1000 点)。外汇市场上外汇价格经常性的的大起大落说明了外汇市场的两大特征：第一，风险很大；第二，在外汇市场投资获得巨额利润的可能性存在。对于外汇市场经常出现的短期剧烈波动，经济学上称之为对信息的过分反应。对于什么是外汇行市的过分反应，目前大致有以下三种解释。

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

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

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

偏离长期均衡价。

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

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

2、外汇市场是否有效益（是不是一个有效益的市场分析如下）：

（1）宏观经济模型应该包括所有影响这一模型的变量，并相信这些变量的总和会决定这一模型的结果。这一原则同样适用于外汇市场。外汇市场的短期剧烈波动可能是由于市场参与者主观地排斥某些信息，片面地接受或过分地接受某些信息，使外汇价格过分扭曲；也可能是某些影响外汇波动的信息掩盖了其他一些同样重要的信息，造成外汇价格大起大落。

（2）如果外汇市场不是一个有效益的市场，就会导致一些纠偏的行为在市场出现，如以牟利为动机的投机者介入市场、需要准确地发布影响市场的信息、政府干预等。这些纠偏的行为有时会使实际价格与均衡价格趋于一致，有时却会进一步扭曲市场的价格波动。

（3）外汇市场是不是一个有效益的市场，将直接关系到国际金融市场的投资决策，成为投资者考虑是否把资本投在外汇市场的重要因素。从现在外汇市场的实际波动来看，外汇市场在长期可能是一个信息有效益的市场，但在短期却还远远没办法证明。目前对外汇市场每天波动影响最大的是新闻，它包括经济和政治两大类。此外，市场投资者的意愿和心理因素，又常常使这些新闻对外汇市场的影响进一步扩大。

36 第三节 汇率变动对经济的影响

一、汇率变动的形式

（一）、升值与贬值

升值与贬值是固定汇率制度下汇率变动的两种形式。在这个制度下，政府以法定的含金量来规定货币的价值，称为法定平价。增值就是政府以法令形式提高本国货币的含金量，降低外汇汇率。因此也称法定升值；贬值是政府以法令形式降低本国货币含金量，提高外汇汇率，因此亦称法定贬值。

（二）、上浮与下浮

是浮动汇率制度下汇率变化的两种形式，在该制度下货币汇率随时常供求关系的变化而变化。

当外汇求过于供时，其汇率会由下往上升高，称为上浮，意味着该国货币升值。

当外汇供过于求时，其汇率就会由上往下降低，称为下浮，意味着该国货币贬值。

（三）、高估与低估

是指货币的汇率高于或低于其均衡汇率。

高估：假定在固定汇率制下，国际交易按官方汇率保持在 E_0 水平上（ E_0 以直接标价法表示）。当一国国际收支出现逆差时，其外汇市场的供求关系就会发生变化，如果官方汇率仍保持不变，便是本国货币高估，或本国货币价值应下调而没有下调。

低估：当一国国际收支出现顺差时，其外汇市场供求关系的变化，如果官方汇率仍然固定在 E_0 ，则表明本国货币低估，或本国货币应上升而没有上升。

二、汇率变动的影响（以贬值为例）

（一）、贬值对进出口贸易的影响

37（1）、货币对外贬值，意味着外汇汇率的提高，即以外币表示的出口商品价格降低了。价格降低，有利于在国际市场的竞争中获利，进而有利于扩大出口。

（2）、货币对外贬值，外汇汇率上涨，也表示以本币表示的进口商品价格提高了，起着抑制进口的作用。

贬值能否产生预期效应，仍要受许多因素的制约：

第一，贬值的传导进程受时效制约。这包含两方面的意思：

(1) 存在 J 曲线效应

(2) 指货币贬值的正效应时间并不是持久的，一般情况下只能维持 1 年半到 3 年，过期即消失。

第二，一国运用纸币贬值方式，是建立在以下两个前提之上的：一是国内物价上涨小于纸币贬值程度或外汇汇率上涨程度，二是其他国家并没有或还没有采取相应的报复措施。一旦这两个条件不存在，货币贬值所产生的正效应将受到限制，甚至还可能对贬值国货币的国际地位产生不利的影响。

第三，贬值对贸易收支的改善还受到进出口商品需求弹性大小的制约。

第四，贬值对贸易收支的改善又受到国内货币政策的制约。一国实行货币贬值措施，必须同时采取紧缩货币政策加以搭配，以保持国内币值和物价稳定。

(二)、贬值对国际资本的影响

1. 贬值对长期国际资本的影响

一般情况下，贬值会鼓励长期资本流入。因为一国汇率下调，使得同样的国外投资可购得比以前更多的生产资料和劳务，从而有利于吸引外商到该国进行投资和追加投资。不过，在即定利润率的条件下，汇率下跌也使得外商汇回母国的利润减少，因而也可能出现不愿追加投资或抽回资本的情况。因此，一国货币汇率下跌能否真正达到吸引外资的目的，还取决于外商在汇率下跌前后获利大小的比较，以及贬值后是否造成经济状况恶化、货币发生危机的可能性等因素的影响。

2、贬值对短期资本流动的影响

一般来说，贬值会导致短期资本外逃。短期资本逐利性强、流动性大，尤其游资，极具投机性，因此，一旦贬值使金融资产的相对价值降低，短期资本就会抽逃，同时，贬值还会造成一种通货膨胀预期，影响实际利率水平，打“利息平价”关系，诱发投机性资本外逃。

(三)、贬值对国内物价的影响

是贬值会给一国通货膨胀带来压力，引起物价上涨。

(1) 从进口来看，贬值导致进口商品价格上升，若进口的多是原材料、中间产品，且这些物品弹性小，必然导致进口成本的提高，由此引发成本

推进型通货膨胀。

(2)、从出口来看，贬值会刺激出口，但若贬值的前提是国内经济状况不好，则在短期内会加剧国内市场的供求矛盾，甚至引起出口商品国内价格的高涨，由此也会影响其他相关产品的物价上涨。

(3)、从货币发行量来看，如果贬值增加了出口，改善了贸易收支，通常也会导致该国外汇储备的增加，中央银行也同时必须投放相同价值的本币，在没有有效的对冲操作的条件下，必然会增大该国通货膨胀的压力。因此，一国如果要想使贬值发生正效应，必须采取相应的货币政策予以搭配。

(四)、贬值对国内利率水平的影响

(1) 贬值会扩大货币供应量，促使利率水平下降。(因为贬值会鼓励出口，增加外汇收入，增加本币投放；同时会限制进口，外汇支出减少，货币回笼也会减少。)

(2) 贬值会使居民手持现金的实际价值下降，因此需要增加现金持有额才能维持原先的实际需要水平，导致全社会储蓄水平下降；同时，也会促使居民把某些金融资产转换成现金，导致金融资产价格的下降，这样，国内利率水平又会趋于上升。因此，利率下跌究竟是提高还是降低一国的利率，要视各国的具体情况而定。但一般来说，汇率下跌随之而来的总是利率上升。

(五)、贬值对产业结构与就业水平的影响

首先，贬值会增加出口行业的利润，由此会促进资金等生产要素从非出口厂商和部门转向出口厂商和部门，推动出口行业的发展，同时，也会“牵引”其他相关行业趋于繁荣，增加就业；其次，贬值会使一部分需求由进口商品转向国内产品，进口替代行业也因此获得发展的机会，就业机会也会进一步被创造出来；

第三，贬值能够吸引更多的外国投资，改变投资结构，同样会提供更多的就业机会。

不过，贬值能否产生这种就业效应，还必须具备一个条件，即工资基本不变或变动幅度要小于汇率变动的幅度。

(六)、贬值对国民收入的影响

贬值会对国民收入产生积极影响，导致国民收入的增加。但前提条件是：贬值能够改善国际收支状况。

（七）、贬值对国际经济关系的影响

从国际角度来看，汇率的变动是双向的，本国货币贬值或汇率下调，就意味着他国货币升值或汇率上升，因而会导致他国国际收支的恶化，经济增长缓慢，从而招致其他国家的不满、抵制甚至报复，掀起货币竞相贬值的风潮或加强贸易保护主义，其结果将会导致国际经贸关系的恶化。因此，一国货币要贬值前，还必须权衡贬值后可能带来的方方面面的影响，最后作出抉择。一国货币对外贬值只有在适度的范围内，才可能产生正面的效应。如果一国货币贬值幅度过大，反而会使投资者失去信心，从而产生负面影响，甚至会引发货币危机。以上所有分析均建立在这个前提下