

普通高等教育经管类专业“十三五”规划教材

国 际 金 融

(第五版)

王晓光 主编

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书的国际金融知识体系清晰完整,概念准确,分析精辟。本书从国际金融活动的起点即国际收支开始,依次过渡到外汇与汇率、汇率制度与外汇管制,在此基础上阐述外汇交易实务,然后介绍外汇风险管理,之后是国际储备以及国际金融市场、国际资本流动,最后是国际货币体系以及金融全球化与国际金融组织等内容。

目前国内缺少适用于应用型本科的国际金融教材,本书在这方面进行了有益的探索。本书的突出特色在于理论知识介绍的程度适中,理论与实务结合较佳,在国际金融基本理论知识讲授的基础上,配合例题、案例分析以及各章后的习题,有助于应用型本科人才培养,体现出实用性的特色;内容新颖,本书编写过程中整合了截至2018年12月国际金融领域新涌现的相关知识和最新数据资料,保持知识的前沿性。

本书对应的电子课件、课后习题及答案、模拟试题及答案可以到<http://www.tupwk.com.cn/downpage>网站下载。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

国际金融 / 王晓光 主编. —5 版. —北京:清华大学出版社,2019

(普通高等教育经管类专业“十三五”规划教材)

ISBN 978-7-302-52400-7

I. ①国… II. ①王… III. ①国际金融—高等学校—教材 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 041436 号

责任编辑:胡辰浩 马玉萍

封面设计:周晓亮

版式设计:孔祥峰

责任校对:牛艳敏

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市铭诚印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm

印 张:21.25

字 数:585 千字

版 次:2011 年 1 月第 1 版

2019 年 3 月第 5 版

印 次:2019 年 3 月第 1 次印刷

定 价:68.00 元

产品编号:081227-01

本书编委会

主 编：

王晓光

副 主 编：

崔宏伟 钱 娜 丑晓玲

徐 晶 侯琬娇

前 言

国际金融的研究对象是国与国之间的货币金融关系，其探索的内容包括国际收支不平衡规律、汇率变动规律、资本流动规律等。国际金融的理论和业务是动态发展的，是一门理论性和实务性均较强的课程。近年来，我国一直面临持续的国际收支差额、外汇储备的变动、人民币汇率变化、人民币汇率形成机制等一系列现实问题。同时，国际金融领域的新问题层出不穷，本书编写过程中整合了截至 2018 年 12 月国际金融领域新涌现的相关知识和最新数据资料。

本书的学术价值体现在以下几个方面。第一，探索更为清晰合理的逻辑结构。即：国际收支—外汇与汇率、汇率制度与外汇管制—外汇交易实务、外汇风险管理—国际储备—国际金融市场、国际资本流动—国际货币体系—金融全球化与国际金融组织，环环相扣，体系合理。第二，探讨应用型本科以及教学型本科教材理论与实务结合的尺度，即国际金融理论讲述的程度深浅、与实务恰当结合等问题。

本书的特色体现在以下几个方面。第一，合理调整国际金融基础理论知识部分。我们把很多应用型本科教学中很少用到的而现有教材中占很大篇幅的西方国际收支理论、一些模型推导等删去，主要培养应用型本科人才对国际金融理论知识的运用能力。第二，国际金融基础理论知识和实务兼顾。因为对于金融学专业以外的经济及管理类专业来讲，并没有国际金融的后续课即外汇实务课，因此，在课程体系里，我们加入了实际操作的基本业务。第三，通过案例和习题调动学生开展参与性学习，可以增强学生的学习能力，开拓学生的视野。

本教材适合高等院校经济类、管理类专业本科教学使用，也可以用作财经类专业研究生的参考书及金融从业人员的培训辅导教材。教师可根据教学对象和授课学时不同，灵活选择相关内容进行重点学习。

本书第五版既忠实于第四版教材的基本内容，又不拘泥于原教材，更加注重借鉴和吸收国际金融领域的最新研究成果和前沿知识，更换了大量案例、专栏、图表和数据等。

本书由王晓光教授任主编，崔宏伟、钱娜、丑晓玲、徐晶、侯琬娇任副主编。全书共计十章，由王晓光教授总体策划，编写人员及其分工如下：王晓光编写第一章、第二章和各章习题及答案，崔宏伟编写第三章和第九章，徐晶编写第四章，马莉娜编写第五章，钱娜编写第六章和第七章，丑晓玲编写第八章，侯琬娇编写第十章，孙海红、张娜、王晓丽编写各章案例。全书最后由王晓光教授总纂。

本书在编写过程中，参考了很多同类教材、著作和期刊等，限于篇幅，恕不一一列出，特此说明并致谢。

由于受资料、编者水平及其他条件限制,书中难免存在一些不足之处,恳请同行专家及读者指正。我们的邮箱是 huchenhao@263.net, 电话是 010-62796045。

本书对应的电子课件、课后习题及答案、模拟试题及答案可以到 <http://www.tupwk.com.cn/downpage> 下载。



编 者
2018 年 12 月

目 录

第一章 国际收支	1
第一节 国际收支平衡表	2
一、国际收支的概念	2
二、国际收支平衡表的基本内容	3
三、国际收支平衡表的编制	11
第二节 国际收支分析	13
一、国际收支不平衡的衡量标准	13
二、国际收支平衡表的分析	14
三、国际收支不平衡的类型	17
四、国际收支不平衡的影响	18
第三节 国际收支调节	20
一、国际收支的自动调节机制	21
二、国际收支的政策调节机制	23
三、国际收支调节的一般原则	27
第四节 我国的国际收支	28
一、我国的国际收支统计发展历程	28
二、我国的国际收支基本状况	29
三、我国的国际收支统计申报制度	32
本章小结	33
习题	34
案例分析	36
第二章 外汇与汇率	41
第一节 外汇与汇率概述	41
一、外汇	41
二、汇率	44
第二节 汇率的决定与变动	50
一、汇率的决定	50
二、汇率的变动	53
第三节 汇率变动对经济的影响	58
一、汇率变动对一国国际收支的影响	58

二、汇率变动对国内经济的影响	60
三、汇率变动对国际经济关系的影响	62
第四节 汇率的决定理论	63
一、国际借贷理论	64
二、购买力平价理论	64
三、利率平价理论	67
四、资产市场理论	69
五、汇率决定理论的新发展	70
本章小结	71
习题	72
案例分析	74
附表	78
第三章 汇率制度与外汇管制	80
第一节 汇率制度	80
一、固定汇率制度	81
二、浮动汇率制度	82
三、汇率制度的选择	88
第二节 外汇管制	89
一、外汇管制的概念	89
二、外汇管制的历史演进	89
三、外汇管制的类型	90
四、外汇管制的机构与对象	91
五、外汇管制的措施	91
六、外汇管制对经济的影响	94
七、我国的外汇管理体制变革	95
第三节 货币自由兑换	100
一、货币自由兑换的概念	100
二、货币自由兑换的类型	101
三、货币自由兑换的条件	103
四、货币自由兑换的利弊分析	104

五、人民币自由兑换·····	105
本章小结·····	107
习题·····	108
案例分析·····	109
第四章 外汇交易实务 ·····	115
第一节 即期外汇交易·····	115
一、即期外汇交易的含义·····	115
二、即期外汇交易的报价·····	116
三、即期外汇交易的操作·····	117
四、即期外汇交易的应用·····	118
第二节 远期外汇交易·····	119
一、远期外汇交易的含义·····	119
二、远期外汇交易的报价·····	120
三、远期外汇交易的操作·····	123
四、远期外汇交易的应用·····	123
五、掉期外汇交易·····	124
六、汇率折算与进出口报价·····	127
第三节 套汇交易·····	129
一、套汇的含义·····	129
二、直接套汇·····	130
三、间接套汇·····	130
第四节 套利交易·····	132
一、套利的含义·····	132
二、非抵补套利·····	132
三、抵补套利·····	132
第五节 外汇期货交易·····	133
一、金融期货的含义·····	133
二、外汇期货的含义·····	133
三、外汇期货交易市场的组织结构·····	133
四、外汇期货交易的主要制度·····	136
五、外汇期货交易的基本流程·····	140
六、外汇期货交易的应用·····	141
七、外汇期货交易与远期外汇交易的比较·····	143
第六节 外汇期权交易·····	145
一、金融期权的含义·····	145
二、外汇期权的含义·····	145
三、外汇期权的特征·····	145
四、外汇期权的分类·····	146

五、外汇期权合约的基本规则·····	148
六、外汇期权交易的应用·····	149
第七节 互换交易·····	151
一、金融互换的含义·····	151
二、利率互换·····	152
三、货币互换·····	153
本章小结·····	155
习题·····	156
案例分析·····	160
附表·····	161
第五章 外汇风险管理 ·····	164
第一节 外汇风险的内涵及类型·····	164
一、外汇风险的概念和构成·····	164
二、外汇风险的类型·····	165
三、外汇风险的经济影响·····	168
第二节 外汇风险管理·····	170
一、外汇风险管理概述·····	170
二、外汇风险管理方法·····	171
本章小结·····	176
习题·····	177
案例分析·····	178
第六章 国际储备 ·····	187
第一节 国际储备概述·····	187
一、国际储备的概念·····	187
二、国际储备的构成·····	188
三、国际储备的来源·····	193
四、国际储备的作用·····	194
第二节 国际储备管理·····	195
一、国际储备管理的概念·····	195
二、国际储备的规模管理·····	195
三、国际储备的结构管理·····	198
第三节 我国的国际储备管理·····	199
一、我国国际储备的构成及问题·····	199
二、我国国际储备管理的发展方向·····	203
本章小结·····	206
习题·····	206
案例分析·····	208
附表·····	210

第七章 国际金融市场	211
第一节 国际金融市场概述.....	211
一、国际金融市场的概念.....	211
二、国际金融市场的形成与发展.....	212
三、国际金融市场的类型.....	213
四、国际金融市场的的作用.....	214
五、国际金融市场的发展趋势.....	215
第二节 国际货币市场.....	216
一、国际货币市场的概念.....	216
二、国际货币市场的特点.....	217
三、国际货币市场的构成.....	217
四、国际货币市场的作用.....	221
第三节 国际资本市场.....	222
一、国际资本市场的概念.....	222
二、国际资本市场的特点.....	222
三、国际资本市场的构成.....	222
第四节 欧洲货币市场.....	229
一、欧洲货币市场的含义.....	229
二、欧洲货币市场的特点.....	230
三、欧洲货币市场的构成.....	231
四、欧洲货币市场的影响.....	233
本章小结.....	234
习题.....	235
案例分析.....	236
第八章 国际资本流动	241
第一节 国际资本流动概述.....	241
一、国际资本流动的定义.....	241
二、国际资本流动的类型.....	242
三、国际资本流动的现状.....	245
第二节 国际资本流动的原因及影响.....	247
一、国际资本流动的原因.....	247
二、国际资本流动的影响.....	249
第三节 国际债务危机.....	251
一、国际债务危机概述.....	252
二、国际债务危机爆发的原因.....	255
三、国际债务危机的解决方案.....	257
第四节 国际游资与货币危机概述.....	259
一、国际游资的来源、特征及影响.....	259

二、货币危机的产生、传导及危害.....	261
三、货币危机的防范.....	264
第五节 我国的外债管理.....	264
一、我国对外债的定义.....	264
二、我国外债的现状.....	265
三、我国外债的管理.....	267
本章小结.....	270
习题.....	270
案例分析.....	272
第九章 国际货币体系	274
第一节 国际货币体系概述.....	274
一、国际货币体系的含义和主要内容.....	275
二、国际货币体系类型的划分.....	275
三、国际货币体系的作用.....	276
第二节 国际金本位制度.....	276
一、国际金本位制度的基本原则.....	276
二、国际金本位制度的运行机制.....	277
三、国际金本位制度的类型.....	277
四、国际金本位制度的崩溃与货币集团的形成.....	278
第三节 布雷顿森林体系.....	279
一、布雷顿森林体系的形成.....	279
二、布雷顿森林体系的内容.....	281
三、布雷顿森林体系的作用.....	282
四、布雷顿森林体系的崩溃.....	283
五、布雷顿森林体系崩溃的原因.....	285
第四节 牙买加体系.....	287
一、牙买加体系的内容.....	287
二、牙买加体系的特征.....	288
三、牙买加体系的缺陷分析.....	289
第五节 国际货币体系改革.....	290
一、国际货币体系改革的目标.....	290
二、国际区域货币——欧元对牙买加体系内在矛盾的化解.....	290
三、国际区域货币合作模式.....	291
本章小结.....	293
习题.....	294
案例分析.....	296

第十章 金融全球化与国际金融组织	298
第一节 金融全球化	298
一、金融全球化概述	298
二、金融全球化的原因	300
三、金融全球化的影响	301
第二节 国际货币基金组织	303
一、国际货币基金组织的组织机构	303
二、国际货币基金组织的宗旨	305
三、国际货币基金组织的资金来源	305
四、国际货币基金组织的业务活动	306

第三节 世界银行集团	310
一、世界银行	310
二、国际开发协会	314
三、国际金融公司	315
本章小结	316
习题	317
案例分析	318
参考答案	321
参考文献	328

第二章

外汇与汇率

【导读】

各国之间的政治、经济、文化往来必然会涉及以何种货币进行支付以及按何种比率进行兑换的问题，外汇与汇率是国际货币关系的基本因素，是我们研究国际金融的重点。外汇交易中必然涉及汇率，了解不同形式的汇率，可以帮助我们更好地把握外汇交易。汇率是一个非常重要的变量，汇率的变动不仅影响每笔进口和出口交易的盈利与亏损，影响出口商品的竞争能力，而且会通过各种传导机制对一国的国内经济和国际经济产生影响。

【学习重点】

1. 外汇、汇率及其标价方法。
2. 汇率决定的基础及影响因素。
3. 汇率变动对经济的影响。

【学习难点】

掌握主要汇率理论的基本内容，并结合实际理解、分析、解读我国外汇市场行情表。

【教学建议】

课堂讲授为主，适当结合案例教学和引导学生课堂讨论，要求学生课下观察外汇牌价。

第一节 外汇与汇率概述

外汇与汇率是国际金融学的主要研究对象，它既是国际货币收支往来的产物，同时又影响着国际收支往来关系。通过理解和把握外汇的含义，了解不同形式的汇率，可以帮助我们更好地分析国际收支及其变化。

一、外汇

在国际金融领域，外汇是一个最基本的概念，也是各国从事国际经济活动的基本手段。任何对外经济交往都离不开外汇，各个国家之间的贸易关系将引起不同货币之间的相互交换。

(一) 外汇的概念

当一个中国居民购买外国的商品、劳务或者金融资产时，必须把人民币兑换成外国货币。这种将本国货币兑换成外国货币，或者将外国货币兑换成本国货币以清偿国际债权债务的活动就被称为国际汇兑，而外汇(Foreign Exchange)则是国际汇兑的简称。Exchange一词本身有动词和名词两种词性，所以我们应该从动态(Dynamic)和静态(Static)两个角度来把握外汇的概念。

1. 动态的外汇

当外汇被看作一种经济活动时，它就具有了动态的含义。动态的外汇是一种汇兑行为，指把一个国家的货币兑换为另一个国家的货币以清偿国家间债权债务的金融活动。比如我国某进出口公司从美国进口一批机器设备，双方约定用美元支付，而我方公司只有人民币存款，为了解决支付问题，该公司用人民币向中国银行购买相应金额的美元汇票，汇给美国出口商，美国出口商收到汇票后，即可向当地银行兑取美元。这样一个过程就是国际汇兑，也是外汇最原始的概念。

2. 静态的外汇

随着世界经济的发展，国际经济活动日益活跃，国际汇兑业务的范围也越来越广泛，慢慢地，国际汇兑由一个动态过程的概念演变为国际汇兑过程中国际支付手段这样一个静态概念，从而形成了今天广泛使用的外汇静态含义：国家间为清偿债权债务关系进行的汇兑活动所凭借的手段或工具，或者说是用于国际汇兑活动的支付手段和支付工具。国际金融学主要研究静态含义的外汇，这一含义又有广义与狭义之分。

(1) 广义的外汇。广义的静态外汇泛指一国拥有的一切以外国货币表示的资产，如以外国货币表示的纸币和铸币、存款凭证、股票、政府公债、国库券、公司债券和息票等。IMF的解释是：外汇是货币行政当局(中央银行、货币管理机构、外汇平准基金组织及财政部)以银行存款、国库券、长短期政府债券等形式所持有的、在国际收支逆差时可以使用的债权。

根据《中华人民共和国外汇管理条例》(2008年)规定，我国的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：

- 外币现钞，包括纸币、铸币；
- 外币支付凭证或者支付工具，包括票据、银行存款凭证、银行卡等；
- 外币有价证券，包括债券、股票等；
- 特别提款权(SDR)；
- 其他外汇资产。

(2) 狭义的外汇。狭义的外汇就是我们通常所说的外汇，是指以外币表示的用于清偿国家间债权债务的支付手段，其主体是在国外银行的外币存款，以及包括银行汇票、支票等在内的外币票据。目前全球主要货币名称如表2-1所示。

表2-1 全球主要货币名称

货 币 名 称	ISO符号	符号或简称	货 币 名 称	ISO符号	符号或简称
澳大利亚元	AUD	A	韩元	KRW	Won, W
加拿大元	CAD	Can.\$	墨西哥比索	MXN	Mex.\$
瑞士法郎	CHF	SF	挪威克朗	NOK	N.Kr.
人民币元	CNY	¥	美元	USD	\$
欧元	EUR	€	泰铢	THB	฿

(续表)

货 币 名 称	ISO符号	符号或简称	货 币 名 称	ISO符号	符号或简称
英镑	GBP	£	日元	JPY	¥
港元	HKD	HK\$	俄罗斯卢布	RUB	Rub, Rbl
印度卢比	INR	Rs	新加坡元	SGD	S\$

严格来说,一种货币成为外汇应具备3个条件:第一,普遍接受性,即该货币在国际经济往来中能被各国普遍接受和使用;第二,可偿付性,即该货币是由外国政府或货币当局发行并可以保证得到偿付,如空头支票或遭到拒付的汇票不能视为外汇;第三,自由兑换性,即该货币必须能够自由地兑换成其他国家的货币或购买其他信用工具以进行多边支付。国际货币基金组织按照货币的可兑换程度,把各国货币大体分类为:可兑换货币(Convertible Currency)、有限制的可兑换货币(Restricted Convertible Currency)、不可兑换货币(Non-Convertible Currency)。我国的人民币属于有限度的自由兑换货币。严格意义上的外汇应是可兑换货币。目前有80多个国家宣布其货币为可自由兑换货币,主要有美元、日元、新加坡元、欧元、英镑、瑞士法郎、加拿大元、澳大利亚元、新西兰元(NZD)等。例如,美元可以自由兑换成日元、英镑、欧元等其他货币,因而美元对其他国家居民来说是一种外汇;而我国的人民币现在还不能自由兑换成其他种类货币,所以尽管对其他国家居民来说也是一种外币,却不能称作外汇。

(二) 外汇的种类

根据不同的区分标准,外汇可以区分为不同的种类。

1. 按外汇的来源和用途分为贸易外汇和非贸易外汇

贸易外汇是指通过货物的进出口贸易所引起收付的外汇。贸易外汇包括进出口贸易货款及其从属费用(运费、保险费、广告宣传费等),是一国外汇收支的主要项目。

非贸易外汇是指贸易外汇以外的一切外汇,即一切非来源于或用于进出口贸易的外汇,如劳务外汇、旅游外汇、捐赠和援助外汇、侨汇及投资收益汇回等,在一国外汇收支中也占有重要地位。

2. 按外汇是否可以自由兑换分为自由外汇和记账外汇

自由外汇是指不需要经过货币发行国的批准,就可以随时自由兑换成其他国家(或地区)的货币,用以向对方或第三国办理支付的外国货币及其支付手段,如美元、英镑、日元、欧元等。这些货币发行国基本上取消了外汇管制,持有这些货币,可以自由兑换成其他国家的货币或者对第三国进行支付。

记账外汇又称双边外汇、协定外汇或清算外汇,指必须经过货币发行国的批准,否则不能自由兑换成其他国家的货币或对第三国进行支付的外汇。例如,我国与某些发展中国家和俄罗斯等一些国家的进出口贸易,为了节省双方的自由外汇,签订双边支付协定,采用记账外汇办理清算。记账外汇只有在双边的基础上才具有外汇意义,它是在有关国家之间签订的“贸易支付(或清算)协定”的安排下,在双方国家中央银行互立专门账户进行清算。一般是在年度终了时,双方银行对进出口贸易及有关费用进行账面轧抵,结出差额。发生的差额或者转入下一年度的贸易项目下去平衡,或者采用预先商定的自由外汇进行支付清偿。

3. 按外汇交割期限的不同分为即期外汇和远期外汇

即期外汇也称现汇,是指在即期外汇买卖交易中按当天汇率成交的外汇,原则上买卖双方须在成交日当天或在成交日后的两个营业日内办理交割。

远期外汇也称期汇,是指外汇买卖双方按照合同约定,在未来某一日期办理交割的外汇。

二、汇率

外汇同其他商品一样,在国际经济交往中被经常地、广泛地买卖。买卖外汇的价格就是外汇汇率,或称外汇汇价,在实际业务中又称外汇行市。汇率对一国的经济来说,是一个非常重要的变量,汇率的变动不仅影响每笔进口和出口交易的盈利与亏损,影响出口商品的竞争能力,而且会通过各种传导机制对一国的国内经济和国际经济产生影响。

(一) 汇率的概念

汇率(Exchange Rate)又称汇价,是指一国货币兑换成另一国货币的比率,即一个国家的货币用另一个国家的货币所表示的价格,它反映了一个国家货币的对外价值。汇率将同一种商品的国内价格与国外价格联系起来,为比较进口商品和出口商品、贸易商品和非贸易商品的成本与价格提供了基础。

(二) 汇率的标价方法

外汇汇率具有双向特征:既可用本币表示外币的价格,也可用外币表示本币的价格。确定两种不同货币之间的比价,应先确定用哪个国家的货币作为标准或参照物。由于确定的标准不同,便产生了不同的外汇汇率标价方法。

1. 直接标价法(Direct Quotation)

直接标价法又称应付标价法(Giving Quotation),是以一定单位(1个、100个、10 000个)的外国货币作为标准,折算成一定数额的本国货币来表示汇率,即以本国货币来表示外国货币的价格。其实就是将外币看成一种普通商品,然后按照本国普通商品的标价方法进行标价。

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国货币数额的变化来表示。一定单位外币折算的本国货币越多,说明外币汇率上涨,即外汇升值;反之,一定单位外币折算的本国货币越少,说明外汇贬值,本币升值。也就是说,在直接标价法下,汇率数值的变化与外汇价值的变化是同方向的,因此,以直接标价法来表示汇率有利于本国投资者直接明了地了解外汇行情变化。目前,除了美国和英国等少数国家外,大多数国家一般采用直接标价法来表示汇率,我国人民币与外汇的汇率也采用直接标价法来表示。例如,2018年7月18日,中国外汇交易中心公布的银行间外汇市场人民币汇率中间价为:USD1=CNY6.691 4, EUR1=CNY7.800 4, GBP1=CNY8.772 7, JPY100=CNY5.926 2。

2. 间接标价法(Indirect Quotation)

间接标价法又称应收标价法(Receiving Quotation),是以一定单位(1个、100个、10 000个)的本国货币为标准,折算为一定数额的外国货币来表示汇率,即以外国货币来表示本国货币的价格。采用间接标价法的国家或者货币有英国、美国、澳大利亚、新西兰、SDR、EUR。

在间接标价法下, 本币金额总是为一定单位而不变, 汇率的涨跌都是以相对的外国货币数额的变化来表示的。一定单位本币折算的外国货币越多, 说明本币升值, 外汇贬值; 反之, 一定单位本币折算的外币越少, 说明本币贬值, 外汇升值。与直接标价法相反, 在间接标价法下, 汇率数值的变化与外汇价值的变化呈反方向。在国际外汇市场上, 美元、欧元、英镑、澳元等均为间接标价法。例如, 2018年7月18日, 纽约外汇市场有 $\text{USD1}=\text{JPY}109.84$, 伦敦外汇市场有 $\text{GBP1}=\text{USD}1.3565$ 。

3. 美元标价法(US Dollar Quotation)

美元标价法是以一定单位的美元为标准来计算应兑换多少其他各国货币的汇率表示法。在美元标价法下, 美元的数额始终固定不变, 汇率的变化通过其他国家货币数量的变化来表现。第二次世界大战以后, 由于纽约外汇市场交易量的迅速扩大以及美元的国际货币地位的确定, 为便于在国家间进行外汇交易, 银行间的报价都以美元为标准, 不仅简化了报价的程序, 而且可以广泛地比较各种货币的价格。例如, 瑞士苏黎世某银行面对某一外国客户的询价, 报出的货币汇价为: $\text{USD1}=\text{CAD}1.3209$, $\text{USD1}=\text{AUD}1.3212$, $\text{USD1}=\text{JPY}103.94$ 。目前, 世界各金融中心的国际银行所公布的外汇牌价, 都是美元对其他主要货币的汇率, 非美元之间的汇率则通过各自对美元的汇率进行套算。

上述3种标价法, 都是用标价货币来表示基础货币的价格。直接标价法下, 基础货币是外国货币, 标价货币是本国货币; 间接标价法下, 基础货币是本国货币, 标价货币是外国货币; 美元标价法下, 基础货币是美元, 标价货币是其他各国货币。

(三) 汇率的种类

外汇汇率的种类很多, 有各种不同的划分方法, 特别是在实际业务中, 分类更加复杂, 主要有以下几种分类。

1. 按银行买卖外汇角度的不同划分为买入汇率、卖出汇率、中间汇率和现钞汇率

(1) 买入汇率(Buying Rate)又称买价或银行出价, 是指银行向同业或客户买入外汇时所使用的汇率。在直接标价法下, 外币折合本币数额少的那个汇率, 即前一个数字为买入价; 在间接标价法下, 本币折合外币数额多的那个汇率, 即后一个数字为买入价。

(2) 卖出汇率(Selling Rate)又称卖价或银行要价, 是指银行向同业或客户卖出外汇时所使用的汇率。在直接标价法下, 外币折合本币数额多的那个汇率, 即后一个数字为卖出价; 在间接标价法下, 本币折合外币数额少的那个汇率, 即前一个数字为卖出价。中国银行人民币即期外汇的买入价、卖出价、中间价如图2-1所示。

如图2-1中的 $\text{USD}100=\text{CNY}669.09\sim 671.93$, 这个汇率对于我们来讲就是直接标价法, 那么669.09就是100美元现汇的人民币买价, 而671.93就是100美元现汇的人民币卖价。而在间接标价法下, 如 $\text{GBP1}=\text{USD}1.4632\sim 1.4636$, 即在伦敦外汇市场上, 银行卖出美元的汇率是 $\text{GBP1}=\text{USD}1.4632$, 银行买入美元的汇率是 $\text{GBP1}=\text{USD}1.4636$ 。

各国外汇市场上, 银行与工商企业、个人等顾客进行本币与外币交易时, 采用双向报价法, 即同时报出买入汇率和卖出汇率。外汇银行买卖外汇的目的是追求利润, 它们通过低价买进、高价卖出来赚取买卖差价, 即外汇的买入价和卖出价之间的差价就是银行经营外汇业务的利润, 一般在 $1\%\sim 5\%$ 之间, 具体情况受外汇市场行情、供求关系以及外汇银行的经营策略影响。

单位：人民币/100 外币

货币名称	现汇买入价	现钞买入价	现汇卖出价	现钞卖出价	中行折算价	发布日期	发布时间
阿联酋迪拉姆		176.11		188.89	182.27	2018-07-18	12:21:46
澳大利亚元	493.1	477.78	496.72	497.81	494.19	2018-07-18	12:21:46
巴西里亚尔		167.67		183.39	174.8	2018-07-18	12:21:46
加拿大元	505.76	489.79	509.49	510.6	507.03	2018-07-18	12:21:46
瑞士法郎	666.94	646.36	671.62	673.3	669.22	2018-07-18	12:21:46
丹麦克朗	104.29	101.07	105.13	105.34	104.68	2018-07-18	12:21:46
欧元	777.93	753.76	783.67	785.23	780.04	2018-07-18	12:21:46
英镑	875.55	848.34	882	883.93	877.27	2018-07-18	12:21:46
港币	85.23	84.55	85.57	85.57	85.25	2018-07-18	12:21:46
印尼卢比		0.0449		0.0481	0.0466	2018-07-18	12:21:46
印度卢比		9.2043		10.3793	9.8042	2018-07-18	12:21:46
日元	5.9139	5.7302	5.9574	5.9574	5.9262	2018-07-18	12:21:46
韩国元	0.5913	0.5705	0.5961	0.6177	0.5944	2018-07-18	12:21:46
澳门元	82.92	80.14	83.25	85.92	83.1	2018-07-18	12:21:46
林吉特	169.12		170.64		165.46	2018-07-18	12:21:46
挪威克朗	81.8	79.28	82.46	82.62	82.11	2018-07-18	12:21:46
新西兰元	452.64	438.67	455.82	461.41	453.6	2018-07-18	12:21:46
菲律宾比索	12.5	12.11	12.6	13.19	12.56	2018-07-18	12:21:46
卢布	10.66	10	10.74	11.15	10.69	2018-07-18	12:21:46
沙特里亚尔		173.77		182.82	178.51	2018-07-18	12:21:46
瑞典克朗	75.4	73.07	76	76.15	75.71	2018-07-18	12:21:46
新加坡元	488.91	473.83	492.35	493.57	490.38	2018-07-18	12:21:46
泰国铢	20.03	19.41	20.19	20.81	20.11	2018-07-18	12:21:46
土耳其里拉	138.98	132.17	140.1	146.91	139.44	2018-07-18	12:21:46
新台币		21.15		22.8	21.96	2018-07-18	12:21:46
美元	669.09	663.65	671.93	671.93	669.14	2018-07-18	12:21:46
南非兰特	50.29	46.43	50.63	54.49	50.42	2018-07-18	12:21:46

图2-1 中国银行人民币即期外汇牌价

(资料来源：中国银行网站)

关于汇率的买价和卖价，需要注意以下3点。

第一，买价和卖价都是站在银行的角度来讲的，而不是客户的角度。如果客户要买入外汇，则需要按照银行的卖价进行交易，因为对银行来讲是卖出外汇；如果客户需要卖出外汇则要遵循银行的买价。如果是两家银行进行交易，这个买价和卖价则是报价行的买价和卖价。

第二，买价和卖价的对象是外汇，而不是本币。如在中国市场上，买价和卖价指的是人民币以外的其他货币。

第三，如果在一个汇率等式中，没有本币可以参考，可以这样对买价和卖价进行区分：处于等式左端的基础货币，其买价在前，卖价在后；而处于等式右端的标价货币，其卖价在前，买价在后。

(3) 中间汇率(Middle Rate)又称中间价, 是买入汇率和卖出汇率的算术平均数, 用公式表示为

$$\text{中间汇率} = (\text{买入汇率} + \text{卖出汇率}) / 2$$

各种新闻媒体在报道外汇行情时大多采用中间汇率, 人们在了解和研究汇率变化时也往往参照中间汇率, 有些银行同业之间买卖外汇也使用中间汇率。中间汇率不适合客户交易, 而一般适用于外汇汇率变化和走势分析。

(4) 现钞汇率(Bank Note Rate)也称现钞价, 是指银行买卖外币钞票(包括铸币)的价格。买入汇率、卖出汇率是指银行购买或出售外币支付凭证的价格。银行买入外国钞票的价格低于买入各种形式的支付凭证价格。原因是, 银行在购入外币支付凭证后, 通过航邮划账, 可很快存入国外银行, 开始生息, 调拨动用; 而银行买进外国的钞票, 要经过一段时间, 积累到一定数额以后, 才能将其运送并存入外国银行调拨使用。在此以前买进钞票的银行要承受一定的利息损失, 同时, 将现钞运送并存入外国银行的过程中还有运费、保险费等支出, 银行要将这些损失及费用开支转嫁给出卖钞票的顾客。不过, 银行卖出外国现钞时, 则使用一般的支付凭证的卖出汇率, 现钞卖出价不再单列。

2. 按制定汇率的方法不同划分为基本汇率和套算汇率

(1) 基本汇率(Basic Rate), 在众多外国货币中选择一种货币作为关键货币, 根据本国货币与这种关键货币的实际价值对比而制定出的汇率。这是因为外国货币种类很多, 一国在制定本国货币的对外汇率时, 逐一地根据它们的实际价值进行对比来确定, 既麻烦也没有必要。

(2) 套算汇率(Cross Rate)又称交叉汇率, 是在各国基本汇率的基础上换算出来的各种货币之间的汇率。制定出基本汇率后, 其他各种外国货币与本国货币之间的汇率可以通过基本汇率和国际金融市场行情套算出来。

从基本汇率和套算汇率的分类可知, 一国所制定的汇率是否合理在很大程度上取决于关键货币的选择合理与否。因此, 各国政府对关键货币的选择都非常慎重, 一般遵循以下原则。

- 必须是该国国际收支中, 尤其是国际贸易中使用最多的货币。
- 必须是在该国外汇储备中所占比重最大的货币。
- 必须是可自由兑换的、在国际上可以普遍接受的货币。由于美元在国际上的特殊地位, 不少国家都把美元选择为关键货币, 而把对美元的汇率作为基本汇率。

套算汇率的具体方法可分为3种。

第一种, 两种汇率的中心货币相同时, 采用交叉相除法。

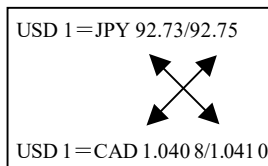
例如: 即期汇率行市 USD1=CAD1.040 8/1.041 0, USD1=JPY92.73/92.75, 则加元对日元的套算买入价为

$$\text{CAD1} = \text{JPY} \frac{92.73}{1.0410} = \text{JPY}89.08$$

加元对日元的套算卖出价为

$$\text{CAD1} = \text{JPY} \frac{92.75}{1.0408} = \text{JPY}89.11$$

第二种, 两种汇率的中心货币不同时, 采用同边相乘法。



例如：即期汇率行市USD1=HKD7.794 9/7.795 3，GBP1=USD1.463 2/1.463 6，则英镑对港币的套算买入汇率为

$$\text{GBP1} = \text{HKD} 7.794\ 9 \times 1.463\ 2 = \text{HKD} 11.405\ 5$$

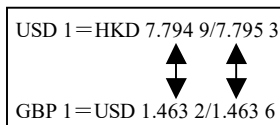
英镑对港币的套算卖出汇率为

$$\text{GBP1} = \text{HKD} 7.795\ 3 \times 1.463\ 6 = \text{HKD} 11.409\ 2$$

第三种，按中间汇率求套算汇率。

例如：某日电信行市GBP1=USD1.464 3，USD1=JPY92.85，则英镑对日元的套算汇率为

$$\text{GBP1} = \text{JPY} 1.464\ 3 \times 92.85 = \text{JPY} 135.96$$



3. 按外汇买卖成交后交割时间的长短不同划分为即期汇率和远期汇率

(1) 即期汇率(Spot Rate)又称现汇汇率，是指交易双方成交后在两个营业日内办理交割时所使用的汇率。一般来说，即期汇率就是现时外汇市场的汇率。即期汇率的高低取决于即期外汇市场上交易货币的供求状况。表面上看，即期外汇交易似乎是同时支付，没有风险，但由于技术上的问题，各国只能在1天后才知道是否已经支付，因此，也承担一定风险。此外，由于亚、欧、美三大洲之间各有6~8小时的时差，有时就会遇到营业时间结束的问题。

(2) 远期汇率(Forward Rate)也称期汇汇率，是指买卖双方成交时，约定在未来某一日期进行交割时所使用的汇率。远期汇率是以即期汇率为基础约定的，而又与即期汇率存在一定的差价。当远期汇率高于即期汇率时，称为升水(Premium)；当远期汇率低于即期汇率时，称为贴水(Discount)；当远期汇率和即期汇率相等时，称为平价(Par)。汇率的升水、贴水或平价主要受利率差异、外汇供求关系以及汇率预期等因素的影响。

4. 按外汇支付方式的不同划分为电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率

(1) 电汇汇率(Telegraphic Transfer Rate, T/T rate)也称电汇价，是指银行卖出外汇时用电讯方式通知境外联行或代理行支付外汇给收款人时所使用的汇率。在电汇方式下，银行一般用电传、电报或传真等方式通知国外分行支付款项，外汇解付迅速，银行很少占用客户的资金，能减少汇率波动风险，因此，国际支付大多采用电汇的方式，银行同业买卖外汇或划拨资金也都使用电汇。目前，电汇汇率是外汇市场的基准汇率，是计算其他各种汇率的基础。但一般情况下，电汇汇率价格较高。

(2) 信汇汇率(Mail Transfer Rate, M/T rate)也称信汇价，是买卖外汇时以信汇方式支付外汇所使用的汇率。信汇一般采用信函方式通知解付行支付外汇，所用时间比电汇长，银行可以在一定时期内占用客户资金，因此，信汇汇率通常比电汇汇率低一些。信汇汇率除了向中国香港地区和东南亚付款会使用以外，其他地区很少使用。

(3) 票汇汇率(Demand Draft Rate, D/D rate)也称票汇价，是指经营外汇业务的本国银行，在卖出外汇后，开出一张由其国外分支机构或代理行解付汇款的汇票交给收款人，由汇款人自带或寄往国外进行解付时所采用的汇率。由于在汇票从售出到付款这段时间间隔内，银行可以利用客户资金，因而票汇汇率也低于电汇汇率。票汇又分为短期票汇和长期票汇两种，短期票汇汇率是银行买卖即期汇票时的汇率，其汇率与信汇汇率相同；长期票汇汇率是银行买卖远期汇票时的汇率，由于银行能够更长时间地占用客户资金，长期票汇汇率比信汇汇率还要低。

5. 按外汇管制的宽严程度不同划分为官方汇率和市场汇率

(1) 官方汇率(Official Rate)又称外汇牌价或法定汇率，是一国货币当局规定的，要求一切外汇

交易都采用的汇率。例如,以前我国国家外汇管理局公布的牌价即为官方汇率。官方汇率又可分为单一汇率和多重汇率。单一汇率是货币当局只规定一种汇率,所有外汇收支全部按此汇率计算;多重汇率是一国政府对本国货币规定的一种以上的对外汇率,是外汇管制的一种特殊形式。制定多重汇率的目的在于奖励出口限制进口,限制资本的流入或流出,以改善国际收支状况。

(2) 市场汇率(Market Rate)是指在外汇市场上自由买卖外汇的实际汇率。它由市场上的外汇供求关系决定,随外汇供求关系的变化而自由波动。

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的。

6. 按纸币制度下是否考虑通货膨胀率划分为名义汇率和实际汇率

(1) 名义汇率(Nominal Exchange Rate)一般指汇率的市场标价,即外汇牌价公布的汇率,如纽约外汇市场上,英镑与美元的报价为GBP 1=USD 1.463 2就是名义汇率。名义汇率仅仅表示一单位的某种货币名义上兑换多少单位的另一种货币,并没有充分考虑其购买商品和劳务的实际能力。名义汇率的升值和贬值并不一定表明一国商品在国际市场上竞争能力的增强或减弱,因此,名义汇率并不能完全反映两种货币实际所代表的价值量的比值。

(2) 实际汇率(Real Exchange Rate)有两种含义。一种含义是相对于名义汇率而言,是名义汇率与各国政府为达到奖励出口限制进口的目的而对各类出口商品进行的财政补贴或税收减免(加征)之和或之差,即公式表示为

$$\text{实际汇率} = \text{名义汇率} \pm \text{财政补贴或税收减免}$$

另一种含义是指在名义汇率的基础上剔除了通货膨胀因素的汇率,反映了通货膨胀对名义汇率的影响。它是在名义汇率的基础上,通过同一时期两国相对物价指数调整而得来的,计算公式为

$$E = SP^*/P$$

其中, E 为实际汇率, S 为名义汇率(直接标价法下), P^* 为外国的物价指数, P 为本国的物价指数。实际汇率可以反映两国货币间汇率的实际变动趋势,在研究汇率调整、货币购买力、倾销调查与反倾销措施时经常被使用。

7. 按外汇买卖对象的不同划分为银行间汇率和商业汇率

(1) 银行间汇率(Inter-Bank Rate)又称同业汇率,指银行与银行之间买卖外汇所使用的汇率。一般报刊上刊登的汇率是银行同业间电汇汇率的中间价。由于外汇银行是外汇市场的主要参与者,银行间的外汇交易是整个外汇交易的中心,故银行间汇率又称为市场汇率。银行间汇率由外汇市场供求关系决定,买卖差价很小。

(2) 商业汇率(Commercial Rate)又称商人汇率,指银行与客户之间买卖外汇所使用的汇率。商业汇率是根据银行同业汇率适当增(卖出价)减(买入价)而形成的,所以买卖差价要大于同业汇率。

8. 按银行营业时间的不同划分为开盘汇率和收盘汇率

(1) 开盘汇率(Opening Rate)又称开盘价,是指外汇银行在一个营业日刚开始营业,进行首批外汇买卖时所使用的汇率。

(2) 收盘汇率(Closing Rate)又称收盘价,是指外汇银行在每日营业结束时,进行最后一批外汇买卖时所使用的汇率。

开盘汇率和收盘汇率大致反映了外汇市场汇率在本营业日内变化的趋势。目前,全球各个金融中心的外汇市场在营业时间上是相互衔接的,各个外汇市场上价格也是相互影响的。因此,一个外汇市场的开盘汇率往往受到上一个时区外汇市场的收盘汇率的影响,从而会发生较大的变化。

9. 按国际货币制度的演变划分为固定汇率和浮动汇率

(1) 固定汇率(Fixed Rate)是指一国货币同另一国货币的汇率保持基本固定,汇率的波动限制在一定幅度以内。固定汇率是在金本位制和布雷顿森林货币制度下各国货币汇率安排的主要形式。在金本位制下,货币的含金量是决定汇率的基础,黄金输送点是汇率波动的界限。在这种制度下,各国货币的汇率变动幅度很小,基本上是固定的,故称固定汇率。“二战”后到20世纪70年代初,在布雷顿森林货币制度下,因国际货币基金组织的成员国货币与美元挂钩,规定它的平价,外汇汇率的波动幅度也规定在一定的界限以内(上下1%),所以也是一种固定汇率。

(2) 浮动汇率(Floating Rate)是指一个国家不规定本国货币的固定比价,也没有任何汇率波动幅度的上下限,而是听任汇率随外汇市场的供求关系自由波动。浮动汇率是自20世纪70年代初布雷顿森林货币制度崩溃以来各国汇率安排的主要形式,按一国政府是否对外汇市场进行干预可分为管理浮动(Managed Floating)和自由浮动(Free Floating)两种;按一国货币价值是否与其他国家保持某种特殊联系可分为单独浮动(Independent Float)、联合浮动(Joint Float)和盯住浮动(Pegged Float)3种。

10. 按外汇来源与用途不同划分为单一汇率和多种汇率

(1) 单一汇率(Single Rate)是指一国货币对某一外币只规定一个汇率,这一汇率适用于各种不同来源与用途的外汇买卖。

(2) 多种汇率(Multiple Rate)(复汇率、多重汇率)是指一国货币对某一外币的汇率因外汇来源和用途的不同规定两种或两种以上汇率。复汇率或多重汇率被视为是汇兑限制。

自2005年7月21日起,我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。

第二节 汇率的决定与变动

汇率作为两种货币之间的交换比率,其本质是两国货币各自所具有或所代表的价值的比率,因此,各国货币所具有或所代表的价值量之比是汇率决定的基础。但由于在不同货币制度下,货币发行基础、货币的种类和形态各异,因而汇率变动的幅度和方式也有所不同。

一、汇率的决定

汇率究竟是由什么决定的?一般认为,各国不同的货币之所以有比值,是因为它们之间具有可比性,各种货币的可比性来自于货币本身具有的价值或能代表的价值。因此,各国货币所具有或代表的价值量之比就是决定汇率的基础。

(一) 金本位制度下汇率的决定

金本位制度(Gold Standard System)泛指以黄金为本位货币的货币制度,先后有金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制3种类型,其中金币本位制是典型的金本位制。第一次世界大战前,国际

上盛行的是金币本位制，英国于1816年率先实行金币本位制，随后其他欧美国家也陆续宣布实施金本位制，至1880年美国宣布实施金本位制之后，国际金本位制成型。金块本位制和金汇兑本位制出现于由金铸币流通向纸币流通过渡和第二次大战后对黄金与货币兑换实行限制的时期，存在的时间较短，属于不完全的金本位制度。通常，金本位制度主要是指金币本位制。

1. 金币本位制下的汇率决定基础是铸币平价

在金币本位制下，流通中的货币是以一定重量和成色的黄金铸造而成的金币，各国货币的单位价值就是铸造该金币所耗用的黄金的实际重量，我们把各国货币的单位含金量称为该国货币的铸币平价(Mint Par)。当时，两国货币汇率的确定，就是由两国货币的铸币平价来决定的，即汇率决定的基础是铸币平价，用公式表示为

$$1 \text{ 单位A国货币} = \text{A国货币含金量} / \text{B国货币含金量} = X \text{ 单位B国货币}$$

例如，1925—1931年，英国规定1英镑金币的重量为123.274 4格令(Grains)，成色为22K(Karats，金为24开)，即1英镑含113.001 6格令纯金(123.274 4×22/24)；美国规定1美元金币的重量为25.8格令，成色为0.900 0，则1美元含23.22格令纯金(25.8×0.900 0)。根据含金量之比，英镑与美元的铸币平价是：113.001 6/23.22=4.866 5，即1英镑的含金量是1美元含金量的4.866 5倍，或1英镑可兑换4.866 5美元。按照等价交换的原则，铸币平价是决定两国货币汇率的基础。

2. 金币本位制下汇率波动的界限是黄金输送点

铸币平价与外汇市场上的实际汇率是不相同的。铸币平价是法定的，一般不会轻易变动，而实际汇率受外汇市场供求影响，经常上下波动。当外汇供不应求时，实际汇率就会超过铸币平价；当外汇供过于求时，实际汇率就会低于铸币平价。正如商品的价格围绕价值不断变化一样，实际汇率也围绕铸币平价不断涨落。但在典型的金币本位制下，由于黄金可以不受限制地输入输出，不论外汇供求的力量多么强大，实际汇率的涨落都是有限度的，即被限制在黄金的输出点和输入点之间。

黄金输出点和输入点统称黄金输送点(Gold Point)，是指在金币本位制下，汇率涨落引起黄金输出和输入国境的界限。它由铸币平价和运送黄金费用(包装费、运费、保险费、运送期的利息等)两部分构成。铸币平价是比较稳定的，运送费用是影响黄金输送点的主要因素。以直接标价法表示，黄金输出点等于铸币平价加运送黄金费用，黄金输入点等于铸币平价减运送黄金费用。金本位制度下汇率的波动规则如图2-2所示。

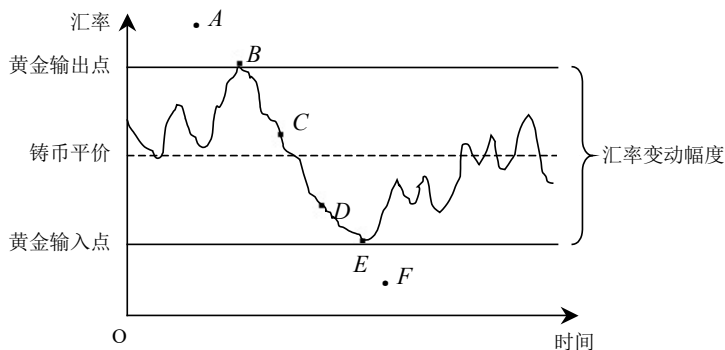


图2-2 金本位制度下汇率的波动规则

假定,在美国和英国之间运送价值为1英镑的黄金的运费为0.03美元,英镑与美元的铸币平价为4.866 5美元,那么对美国厂商来说,黄金输送点分别如下所示:

黄金输出点 $=4.866\ 5+0.03=4.896\ 5$ (美元);

黄金输入点 $=4.866\ 5-0.03=4.836\ 5$ (美元)。

假设在美国外汇市场上,英镑外汇的价格受市场供求关系的影响而逐渐上涨,当英镑汇率上涨超过了\$4.896 5即黄金输出点时,则美国进口商就不愿按此高汇率在市场上直接购买英镑,而宁愿直接运送黄金到英国去偿付债务。这时外汇市场上对英镑的需求就会减少,英镑汇率就会下跌,直至跌到\$4.896 5以内;相反,当英镑汇率下跌到\$4.836 5即黄金输入点时,则美国出口商就不愿意按此低汇率将英镑兑换为美元,而宁愿用英镑在英国购进黄金,再运回国内。这时外汇市场上英镑的供应就会相应减少,英镑汇率就会上升,直至上升到\$4.836 5以上。

由此可见,金币本位制下,汇率波动的规则是:汇率围绕铸币平价,根据外汇市场的供求状况,在黄金输出点与输入点之间上下波动。当汇率高于黄金输出点或低于黄金输入点时,就会引起黄金的跨国流动,从而自动地把汇率稳定在黄金输送点所规定的幅度之内。所以,在金币本位制度下,金币汇率的波动幅度小,具有单一性和稳定性。

虽然金币本位制度下的汇率相对比较稳定,使得各国的经济往来保持稳定,但是这种制度下汇率的稳定性并不是绝对的。因为世界黄金储备有限,经济的快速发展使得对黄金的需求量越来越大,黄金供给与需求的矛盾越来越尖锐,此时金币本位制度的缺陷逐渐暴露出来。第一次世界大战中,由于黄金储备不足,许多国家为了应付巨额战争费用的开支而发行纸币,限制黄金的自由流通,货币的发行也不再受黄金储备的限制。而且欧洲各国此时也纷纷开始限制甚至禁止黄金出口和纸币自由兑换黄金,金币本位制度因此失去了汇率稳定的基础并开始走向崩溃的边缘。第一次世界大战结束以后,金币本位制度彻底瓦解,取而代之的是金块本位和金汇兑本位制度。

(二) 金块本位和金汇兑本位制度下汇率的决定

金币本位制度发展到后期,由于黄金产量跟不上经济发展对货币日益增长的需求,黄金参与流通、支付的程度下降,其作用逐渐被以其为基础的纸币(银行券)所取代,只有当大规模支付需要时,黄金才以金块的形式参与流通和支付。这种形式的货币制度,被称为金块本位制。金块本位制本质上依然是一种金本位制,因为在这种制度下,纸币的价值以黄金为基础,代表黄金流通,并与黄金保持固定的比价,黄金仍在一定程度上参与清算和支付。

后来随着经济的发展,黄金的流通和支付手段职能逐渐被纸币取代,货币制度演变为金汇兑本位制。金汇兑本位制也是一种金本位制,但属于较广义的范畴。在金汇兑本位制度下,纸币成了法定的偿付货币,即法币(Legal Tender);政府宣布单位纸币的含金量并维护纸币黄金比价;纸币充当价值尺度、流通手段和支付手段;黄金只发挥储藏手段和稳定纸币价值的作用。

在这两种货币制度下,国家都以法律规定货币的含金量,货币的发行以黄金或外汇作为准备金,并允许在一定限额内与黄金或外汇兑换。这时,汇率由各自货币所代表的含金量之比决定,即法定平价(Official Parity)。在这两种货币制度下,实际汇率也会因供求关系而围绕法定平价上下波动,但其波动幅度已不再受制于黄金输送点,因为此时金块或黄金储备掌握在政府手中,黄金的流通和兑换受到一定限制,黄金输送点实际上已不复存在。汇率波动的幅度由政府设立的外汇平准基金来决定和维护。当外汇汇率上升时,售出外汇;当外汇汇率下降时,买进外汇,以将汇率波动控制在一定幅度内。因而在这两种制度下,汇率失去了稳定的条件,相对于金币本位制度,汇率的稳定性大大降低。

(三) 纸币制度下汇率的决定

1929—1933年的经济大萧条使西方各国的金本位制相继崩溃，并先后实行纸币流通制度。在纸币制度下，纸币不再代表或代替金币流通，而金平价(即铸币平价和法定平价)也不再是决定汇率的基础。

1. 布雷顿森林体系下汇率的决定

“二战”结束以后，资本主义各国为了稳定汇率，在1944年建立了布雷顿森林货币制度，该货币制度是在国际货币基金组织的监督下以美元为中心的固定汇率制，其核心是双挂钩：一是美元与黄金挂钩，确定1盎司黄金等于35美元的黄金官价；二是其他国家货币与美元挂钩，或者不规定含金量而规定与美元的比价，直接与美元挂钩，或者规定含金量，同时按美元的含金量与美元建立固定比价，间接与美元挂钩。在这种货币制度下，各国货币的价值分别通过黄金或美元来表示。由于这一货币制度是在国际货币基金组织的监督下协调运转的，因此，国际上把各国单位货币的美元价值或黄金价值称为国际货币基金平价(IMF Parity)，简称基金平价。汇率由各国货币的基金平价的比值来决定，即汇率决定的基础是基金平价。

2. 现行国际货币制度下汇率的决定

随着布雷顿森林货币制度的崩溃，资本主义各国纷纷放弃了与美元的固定比价，普遍实行浮动汇率制。在这种汇率制度下，各国货币基本与黄金脱钩，即不再在法律上规定货币的法定含金量。汇率已经不再由各国货币的基金平价或含金量来决定，而应当由各国纸币所代表的实际价值来决定。根据马克思的货币理论，纸币是价值的一种代表，两国纸币之间的汇率可用两国纸币各自所代表的价值量之比来确定。纸币所代表的价值量或纸币的购买力，即购买力平价是决定汇率的基础。换言之，一国货币的对内价值是决定其汇率(即对外价值)的基础。而货币的对内价值是由其国内物价水平反映的。受纸币流通规律的制约，流通中的货币若与客观需要的合理货币流通量相等，则物价平稳，即货币的对内价值稳定；若流通中的货币量超过了客观需要的合理货币流通量(即通货膨胀)，则物价上涨，即货币的对内价值下降，此时，若汇率仍保持不变，则表现为高估本国货币的对外价值。本国货币的对外价值不能长期高估，若长期高估，则必然影响本国的国际收支。到一定时候，就不得不进行调整，使之与国内购买力基本一致。因此，在纸币制度下，一国货币的对内价值(物价)是该货币汇率(即对外价值)的基础。

二、汇率的变动

经济生活中有很多因素会引起汇率的变动，汇率变动又会反作用于经济的运行，对一国的国内经济和国际经济产生影响。正因为如此，汇率成为各国宏观经济调控的重要经济杠杆之一。要充分发挥汇率的经济杠杆作用，必须首先把握货币价值和汇率变动的基本方向，如升值(Revaluation)与贬值(Devaluation)、上浮(Appreciation)与下浮(Depreciation)、高估(Overvaluation)与低估(Undervaluation)等。

(一) 货币的升值与贬值

在不同的汇率制度下，汇率变动的形式有一定区别。

1. 法定升值和贬值

货币的法定升值和贬值是固定汇率制度下汇率变动的两种形式。如果政府正式宣布提高本国货币的法定平价，或者提高本国货币与外国货币的基准汇率，即法定升值，反之则是法定贬值。

2. 上浮与下浮

汇率的上浮与下浮是货币相对价值变动的一种现象，即货币汇率随外汇市场供求关系的变化而上下波动，但其法定平价并未调整。汇率上升，称为上浮；汇率下降，则称为下浮。需要指出，在自由浮动汇率制下，货币的汇率主要取决于外汇市场供求，这时汇率的波动严格来说，不是升值或贬值，而是上浮或下浮。当外汇供不应求时，其汇率上浮，当外汇供过于求时，其汇率下浮。外汇汇率上浮意味着该国货币贬值，外汇汇率下浮意味着该国货币升值。

人民币对主要货币有升有贬。2015年年末，人民币对美元汇率中间价为6.493 6元/美元，较上年年末贬值5.8%，银行间外汇市场(CNY)和境外市场(CNH)即期交易价累计分别下跌4.5%和5.4%。2015年年末，人民币对欧元、日元、英镑、澳元、加元汇率中间价分别为7.095 2元/欧元、5.387 5元/100日元、9.615 9元/英镑、4.727 6元/澳元、4.681 4元/加元，分别较上年年末升值5.1%、贬值4.6%、贬值0.8%、升值6.1%和升值12.7%。

3. 高估与低估

汇率的高估与低估是指货币的汇率高于或低于其均衡汇率。在固定汇率制下，官方汇率如能正确反映两国之间的经济实力对比和国际收支状况，就等于或接近均衡汇率。在浮动汇率制下，外汇市场上的供给与需求相平衡时，两国货币的交换比率便是均衡汇率。当官方确定的汇率或市场现行汇率高于或低于均衡汇率时，汇率就是被高估或低估了。

(二) 汇率变动的计算

无论在哪种汇率制度下，货币的贬值与升值都是指一种货币相对于另一种货币而言的，贬值和升值的幅度可以通过变化前后的两个汇率计算出来。

在直接标价法下：

$$\text{本币汇率变化的幅度}(\%) = (\text{旧汇率}/\text{新汇率} - 1) \times 100\%$$

$$\text{外币汇率变化的幅度}(\%) = (\text{新汇率}/\text{旧汇率} - 1) \times 100\%$$

在间接标价法下：

$$\text{本币汇率变化的幅度}(\%) = (\text{新汇率}/\text{旧汇率} - 1) \times 100\%$$

$$\text{外币汇率变化的幅度}(\%) = (\text{旧汇率}/\text{新汇率} - 1) \times 100\%$$

例如，根据前后两个不同时点上的数据，USD 1=CNY 8.1100，USD 1=CNY 6.2960，计算美元和人民币各自贬值与升值的幅度。

人民币升值：

$$(8.1100/6.2960 - 1) \times 100\% = 28.81\%$$

美元贬值：

$$(6.2960/8.1100 - 1) \times 100\% = -22.37\%$$

(三) 影响汇率变动的主要因素

汇率是连接国内外商品市场和金融市场的一座重要桥梁,其变动受多种因素的制约和影响。如一国的国际收支状况、通货膨胀、经济实力、经济政策的变化以及突发事件等,这些因素都可能直接或间接影响各国货币的供求关系,从而反映在有关国家的国际收支状况中,最后再反映到汇率上。实际经济生活中影响汇率变化的因素很多,既有直接因素,也有间接因素;既有长期因素,也有短期因素;既有国内因素,也有国际因素;既有经济因素,也有社会和政治因素,这些因素相互影响、相互制约。随着世界政治、经济形势的发展,各种因素所占的影响权重也不尽相同,而且一种因素对于不同的国家,在不同的时间影响大小也不一样。因为影响汇率的因素很多,这里只选取一些相对重要的因素,分析它们是如何影响汇率的。

1. 国际收支

国际收支是一国对外经济活动的综合反映,其收支差额直接影响外汇市场上的供求关系,并在很大程度上决定了汇率的基本走势和实际水平,是影响汇率变动的最重要的因素。国际收支对汇率变动的影响,如图2-3所示。

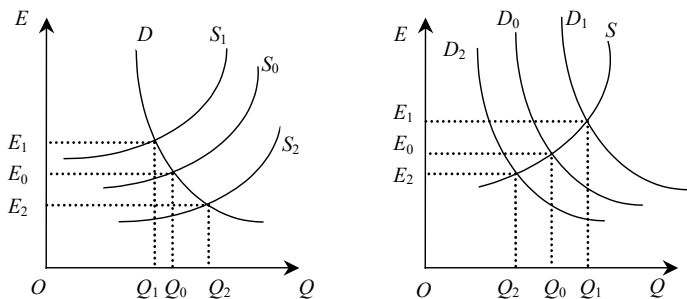


图2-3 国际收支状况对汇率变动的影响

图2-3中,纵轴为外汇汇率 E ,横轴为外汇数量 Q 。假定某国的国际收支处于平衡状态,其外汇市场上的均衡汇率为 E_0 。从外汇供给方面考察(假定该国外汇市场上的需求基本稳定,即外汇需求曲线 D 不变),当该国的国际收支出现逆差时,其外汇供给就会相对减少(S_0 移动到 S_1),这就会引起外汇汇率上升(E_0 上升到 E_1);当该国的国际收支出现顺差时,其外汇供给就会相对增加(S_0 移动到 S_2),就会引起外汇汇率下降(E_0 下降到 E_2)。从外汇需求方面考察(假定该国外汇市场上的供给基本稳定,即外汇供给曲线 S 不变),当该国的国际收支出现逆差时,该国对外汇的需求相对增加(D_0 移动到 D_1),导致外汇汇率上升(E_0 上升到 E_1);当该国的国际收支出现顺差时,该国的外汇需求相对减少(D_0 移动到 D_2),导致外汇汇率下降(E_0 下降到 E_2)。从以上分析可以得出:一国的国际收支出现顺差,就会引起外国对该国货币需求的增长与外国货币供应的增加,进而引起外汇的汇率下降或该国货币的汇率上升。反之,一国的国际收支出现逆差,就会增加该国的外汇需求和本国货币的供给,进而引起外汇的汇率上升或该国货币的汇率下降。

在实际经济运行中,一国国际收支状况对汇率的影响是很大的,美元汇率的演变就有力地说明了国际收支对汇率的影响。第二次世界大战结束后不久,美国巨额贸易顺差促使美元成为外汇市场上最抢手的货币,甚至出现了“美元荒”,美元成为金融体系中的核心货币。而随着时间的推移,随着后来的20世纪六七十年代美国贸易逆差的不断扩大,美元成为外汇市场竞相抛售的对象,迫不得已分别在1971年和1973年进行两次大幅度法定贬值。近几年来,美元的持续贬值也和美国国际收支逆差扩大有着

直接的关系。

2. 通货膨胀率差异

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。在纸币流通条件下,两国货币之间的比率,从根本上说是由其所代表的价值量的对比关系来决定的。因此,在一国发生通货膨胀的情况下,该国货币所代表的价值量就会减少,其实际购买力也就下降,对外比价也会下跌。当然,如果对方国家也发生了通货膨胀,并且幅度恰好一致,两者就会相互抵消,两国货币间的名义汇率可以不受影响,然而这种情况非常少见。一般来说,两国通货膨胀率是不一样的,通货膨胀率高的国家,货币汇率下跌;通货膨胀率低的国家,货币汇率上升。通货膨胀对汇率变动的影响,如图2-4所示。

图2-4表明了通货膨胀对汇率变动的影响。当某国通货膨胀率相对于别国增加时,就会通过进出口贸易和资本流动两个途径增加外汇需求(D_0 移动到 D_1),减少外汇供给(S_0 移动到 S_1),从而导致外汇汇率上升(E_0 上升到 E_1)。特别值得注意的是,通货膨胀对汇率的影响一般要经过一段时间才能显现出来,因为它的影响往往要通过一些经济机制才能体现出来。

(1) 商品劳务贸易机制。一国发生通货膨胀,该国出口商品、劳务的国内成本提高,必然提高其商品、劳务的国际价格,从而会削弱该国商品、劳务在国际上的竞争能力,影响出口和外汇收入。相反,在进口方面,假设汇率不发生变化,通货膨胀会使进口商品的利润增加,刺激进口和外汇支出的增加,从而不利于该国经常项目收支。

(2) 国际资本流动渠道。一国发生通货膨胀,必然使该国实际利息率(即名义利息率减去通货膨胀率)降低,这样,用该国货币所表示的各种金融资产的实际收益将下降,导致各国投资者把资本移向国外,不利于该国的资本项目收支。

(3) 心理预期渠道。一国持续发生通货膨胀,会影响市场上对汇率走势的预期心理,继而有可能产生外汇市场参加者有惜售、待价而沽、无汇抢购的现象,进而对外汇汇率产生影响。据估计,通货膨胀对汇率的影响往往需要经历半年以上的时间才能显现出来,然而其延续时间却较长,一般在几年以上。

3. 经济增长率差异

经济增长率与汇率之间的关系相对比较复杂。当一国经济增长率提高时,一方面反映该国经济实力增强,其货币在国际外汇市场上的地位提高,从而使该国货币汇率有上升趋势;另一方面,由于经济高速增长,该国国民收入增加,从而促使该国进口需求上涨,如果该国出口不变的话,那么就会使该国国际收支经常项目产生逆差,最终导致本币汇率下降。但如果该国经济是以出口导向型为主,那么经济的增长就意味着出口的增加,使经常项目产生顺差,最终导致本币汇率上升。与此同时,由于该国经济走强,其货币利率也往往处于上升状态,会吸引外资流入该国进行投资,进而改善国际收支的资本账户。因此,一般来说,高经济增长率在短期内不利于本币在外汇市场的行市,但从长期看,却有着支持本币汇率走势的强劲势头。如2007年中国经济增长11.4%,根据IMF的测算,2007年对全球经济增长的贡献中国首次超过美国,2008年中国经济增长率9%。2008年1月—7月17日,人民币对美元汇率已先后55次创出新高,2008年人民币升值超过7%,自2005年汇改以

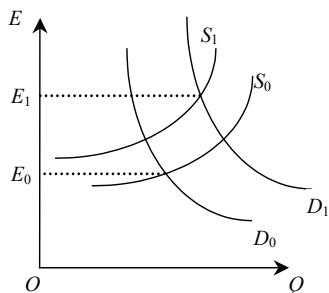


图2-4 通货膨胀对汇率变动的影响

来累计升幅达18.93%。

4. 利率差异

利率是金融资产的价格。在开放经济条件下,利率的变化通过作用于资本流出流入而影响汇率的变化。当一国提高利率水平或本国的利率水平高于外国利率时,意味着本国金融资产的收益率更高,对投资者更具有吸引力,则资金流入增加,对本国货币的需求增加,本国货币汇率趋于上涨;相反,当一国降低利率水平或本国的利率水平低于外国利率时,就意味着本国金融资产的收益率降低,则资金流出增加,对外国货币的需求增加,外汇汇率上升,本国货币汇率趋于下降。这里所说的利率差异,是指实际利率差异。在西方国家,实际利率是指长期政府债券利率与通货膨胀率的差额。

但是,对于在国家间追逐高额利润的短期资本来说,在其投资于外国金融市场时,除了要考虑利率之外,还要考虑汇率因素。也就是说,必须考虑两国利率的差异与汇率预期变动率之间的关系,只有当外国利率加汇率的预期变动率之和大于本国利率时,把资金投入国外市场才会有利可图。这就是国际资金套利活动的“利息平价原理”。值得注意的是,这里的利率指的是实际利率,计算实际利率时通常采用长期政府债券利率减通货膨胀率的方法。

5. 市场心理预期

自20世纪70年代以来,预期被引入汇率的研究领域。预期对汇率的影响很大,其程度有时远远超过其他因素对汇率的影响。预期有稳定型和破坏稳定型之分。稳定型预期,是指人们预期一种货币汇率不会再进一步下跌时,就会买进该货币,从而缓和该货币汇率下跌程度;反之则抛出该货币,从而降低该货币汇率升值幅度。显然,按这种预期心理进行的外汇买卖行为有助于汇率的稳定。破坏稳定型预期则相反,按这种预期心理进行的外汇买卖,会在汇率贬值时进一步抛出该货币,在汇率升值时进一步买入,从而导致汇率暴涨暴跌,加剧汇率的不稳定。

影响人们心理预期的因素主要有3个方面:一是与外汇买卖和汇率变动相关的数据资料信息;二是来自电视、电台等的经济新闻和政治新闻;三是社会上人们相互传播的未经证实的消息。这些因素都会通过影响外汇市场交易者的心理预期进而影响汇率。有时虚假的经济新闻或者信息也会导致汇率的变动。

另外,外汇市场的参与者和研究者,包括经济学家、金融专家和技术分析员、资金交易员等,每天致力于汇市走势的研究,他们对市场的判断及对市场交易人员心理的影响以及交易者自身对市场走势的预测都是影响汇率短期波动的重要因素。当市场预计某种货币汇率下降时,交易者会大量抛售该货币,造成该货币汇率下浮的事实;反之,当人们预计某种货币汇率趋于坚挺时,又会大量买进该货币,使其汇率上扬。由于公众预期具有投机性和分散性的特点,加剧了汇率短期波动的振荡。

6. 中央银行干预

不论是在固定汇率制度下,还是在浮动汇率制度下,中央银行都会被动地或主动地干预外汇市场,稳定外汇汇率,以避免汇率波动对经济造成不利影响,实现自己的政策目标。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。固定汇率制度在第二次世界大战后被维持了25年之久,足以显示中央银行干预的成效。特别是20世纪80年代以来,西方主要国家在管理浮动汇率制度的基础上进行联合干预,更使得中央银行成为外汇市场上影响汇率的不可忽视的力量。

总之,影响汇率变动的因素是多种多样的,除上述因素以外,一国的宏观经济政策(包括汇率政策,见图2-5)、社会总供求的变动、国际储备状况、外汇市场的投机活动、政治与突发因素、信息传递等,也都会影响一国货币汇率的波动。

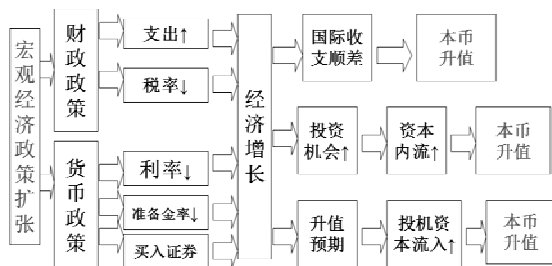


图2-5 宏观经济政策影响汇率示意图

第三节 汇率变动对经济的影响

汇率是一条连接国内外商品市场和金融市场的重要纽带,随着世界经济、金融全球化以及汇率市场化进程的加快,汇率对经济的影响越来越大。汇率的变动不仅要受诸如国际收支、通货膨胀、利率水平等一系列经济因素的影响,而且汇率的变动反过来又会对一国国际收支、国内经济乃至世界经济产生广泛的影响。了解汇率变动对经济的影响,一方面有助于一国外汇管理当局制定该国的汇率政策,另一方面也有助于涉外企业进行汇率风险管理。汇率变动对经济的影响表现在对一国国际收支、国内经济和国际经济关系等方面的影响。

一、汇率变动对一国国际收支的影响

国际收支状况变化意味着实际资源和货币资本的净流入或净流出,对一国的经济运行有着重要的作用。汇率变动能够调节国际收支状况,并对国际收支中的贸易收支、非贸易收支、资本流动、外汇储备产生影响。

(一) 汇率变动对货物贸易收支的影响

汇率变化的一个最为直接也是最为重要的影响就是对货物贸易收支的影响,这种影响有微观和宏观两个层面。从微观上讲,汇率变动会改变进出口企业成本、利润的核算;从宏观上讲,汇率变化因对货物进出口产生影响而使货物贸易收支差额以至于国际收支差额发生变化。

汇率变化对货物贸易收支产生的影响一般表现为:一国货币对外贬值后,有利于本国商品的出口,不利于外国商品的进口,因而会减少货物贸易逆差或增加货物贸易顺差;而一国货币对外升值后,则有利于外国商品的进口,不利于本国商品的出口,因而会减少货物贸易顺差或扩大货物贸易逆差。

以本币贬值为例,本币贬值后,对出口会产生两种结果:①等值本币的出口商品在国际市场上会折合比以前(贬值前)更少的外币,使国外销售价格下降,竞争力增强,出口扩大;②出口商品在国际市场上的外币价格保持不变,则本币贬值会使等值的外币兑换成比以前(贬值前)更多的本币,国内出口商品的出口利润增加,从而促使国内出口商积极性提高,出口数量增加。这就是说,本币

贬值或者会使出口商品价格下降,或者会使出口商品利润提高,或者二者兼而有之,这都会使出口规模扩大。如果出口数量增加的幅度超过商品价格下降的程度,则本国出口外汇收入净增加。

但是,汇率的变动对货物贸易收支的影响不是在任何条件下都能发挥作用的,还需要满足一定的条件。

(1) 马歇尔-勒纳条件(Marshall-Lerner Condition)。汇率的变动能否影响货物贸易收支主要取决于进出口商品的供给和需求弹性。我们以贬值为例,根据马歇尔-勒纳条件,本币贬值改善货物贸易收支逆差需要具备的条件是进出口需求弹性之和大于1,即 $(dx+dm)>1$ (dx 和 dm 分别代表出口需求弹性和进口需求弹性)。因为本币贬值对货物贸易收支会产生两方面作用:在数量上,本币贬值后会使出口增加、进口减少;在价格上,会使出口的外币价格降低、进口的本币价格提高,导致贸易条件恶化。只有在对数量方面的影响超过了对价格方面的影响时,即出口数量的增加幅度超过出口价格下降的幅度,进口数量下降的幅度超过进口价格提高的幅度,货物贸易收支才会改善。

(2) J曲线效应。本币贬值后对出口的刺激和对进口的抑制作用,不会在货币贬值后立竿见影地表现出来,从一国汇率的变动到货物贸易收支的变动还有一个时滞。本币对外币贬值后,出口商品以外币表示的价格下降,外国对该国商品的需求会增加,但是本国并不能立即增加供给,因为企业扩大生产还需要一个较长的过程,所以出口的增长会有一个时滞。同样,对于进口而言,因为原来已经签订的合同还要继续执行,因此货币贬值后进口不会立即减少。货币贬值后常常会出现这种现象,即在货币贬值的初期,出口商品的数量增加缓慢(以外币表示的价格已降低),进口商品的外币价格不变而数量未见减少,贸易收支反而恶化。只有经过一段时间(大约9个月到1年)的调整,贸易收支才能够得以改善,这就是所谓的“J曲线效应”。

(二) 汇率变动对服务贸易收支的影响

一国货币汇率的变动对国际收支经常账户中的交通、旅游和教育等服务贸易收入状况的影响也是非常大的。在国内物价水平保持稳定的情况下,本国货币贬值,外国货币在国内的购买力就相对增强,本国的商品、劳务、交通和旅游等费用就变得相对便宜,这就增加了对外国游客的吸引力,促进该国旅游和其他收入的增加。反之,如果一国货币升值即本币汇率上升,则该国的商品、劳务、旅游等的相对价格将会大大提高,外国游客考虑到旅游成本的增加,将会减少对该国旅游的需求,因此会降低该国旅游、劳务等服务贸易收入。

此外,汇率的变动对一国的对外劳务支出和经常转移收支也会产生影响。本国货币贬值,使国外的旅游和其他劳务开支对该国居民来说相对提高,进而抑制了该国的对外劳务支出。同样,贬值对该国的单方面转移也可能产生不利影响。以外国侨民赡家汇款收入为例,贬值后,一单位的外币所能换到的本国货币数量增加,对侨民来说,以本币表示的一定数量的赡家费用就只需少于贬值前的外币来支付,从而使本国的外币侨汇数量下降。当然,汇率对非贸易收支的影响同样也存在供求弹性的制约和时滞问题。

(三) 汇率变动对资本流动的影响

国际资本的流动是由于国家间的货币交易而产生的货币转移行为,外汇市场中的汇率变动对国际资本流动,特别是短期资本流动影响很大。

对国家间的长期资本流动来说,汇率变动造成的影响比较小,因为长期资本流动遵循的是“高风险,高收益;低风险,低收益”的决策原则,注重投资环境总体的好坏,汇率变动所造成的风险只是诸多环境因素中的一个,而且不起决定性作用,更何况由汇率变动引起的汇率风险在很大程度上

上是防范与克服的。当然,汇率变动也有一定的影响力。例如,在其他条件不变的情况下,贬值使得外国货币的购买力相对上升,有利于吸引外商到货币贬值国进行新的直接投资;在一国发生严重通货膨胀的情况下,当该国货币汇率的下跌幅度大于通货膨胀的幅度,贬值后的新汇率扣除通货膨胀因素之后又低于基期汇率时,贬值可能降低长期投资的盈利水平。若一国货币升值,则情况正好与此相反。

对国家间的短期资本流动来说,汇率变动造成的影响则比较大。因为短期资本的流动性和套现能力强,一旦贬值使金融资产的相对价值降低,便会发生“资本抽逃”现象。例如,一国货币贬值时,该国资本持有者或外国投资者为避免损失,就会在外汇市场上把该国货币兑换成坚挺的外币,将资金调往国外;同时,货币贬值会造成一种通货膨胀预期,影响实际利率水平,打破“利率平价”关系,进而诱发投机性资本的外流。在贬值后的一段时间内,短期资本流出的规模一般都大于短期资本流入的规模。从这个意义上讲,贬值是不利于改善国际收支平衡表资本项目状况的。

(四) 汇率变动对外汇储备的影响

外汇储备是一国国际储备的主要内容,由本国对外贸易及结算中的主要货币组成。储备货币的汇率发生变动会直接影响一国持有储备的实际价值,如果某种储备货币汇率下浮,那么持有国的储备就要遭受汇率损失,而该种货币的发行国通过转嫁这种损失减轻了本国的债务负担。相反,若某种储备货币汇率上浮,持有国获得汇率上升的收益,发行国则增加了债务负担。

在第二次世界大战以后的布雷顿森林体系下,美元是各国外汇储备的主要币种。20世纪70年代以后,各国外汇储备逐渐走向多元化,如今,美元、欧元、日元、英镑等货币是主要储备货币。由于储备货币的多元化,汇率变化对外汇储备的影响也多样化。有时外汇市场汇率波动较大,但因储备货币中升、贬值货币的力量均等,外汇储备就不会受到影响;有时虽然多种货币汇率下跌,但占比重较大的储备货币汇率上升,外汇储备总价值也能保持稳定或略有上升。国际储备货币多元化加之汇率变化的复杂化,使国际储备管理的难度加大,各国货币当局因此都随时注意外汇市场行情的变化,进行相应地储备货币的调整,以避免汇率波动给外汇储备造成损失。

二、汇率变动对国内经济的影响

汇率变动改变了国内外相对价格水平,在开放经济条件下,势必影响国内经济的发展。下面我们集中分析汇率贬值对国内经济的影响,对于升值的影响,可以反过来进行阐释。

(一) 汇率变动对国内物价的影响

一般来说,一国货币贬值,有利于扩大出口、抑制进口,可以使一国进口替代业和出口产业得以扩展,从而带动国内生产和就业的增加。但在现实经济生活中,货币汇率贬值的结果并非那么理想。货币汇率的贬值通过货币工资机制、生产成本机制、货币供应机制和收入机制,有可能导致国内工资和物价轮番上涨,并最终使本币汇率贬值带来的好处全部被抵消。

首先,从货币工资机制来看,进口物价的上涨,会导致人们生活费用上涨,人们会要求更高的名义工资,而工资的增加会使生产成本和生活费用进一步上涨,并最终使出口商品和进口替代商品甚至整个社会物价上涨。由此可见,货币对外贬值有助长通货膨胀并抵消贬值带来好处的倾向。而通货膨胀本身又是引起本币贬值的一个重要原因。于是,许多国家有可能陷入“贬值—通货膨胀—再贬值—通货膨胀进一步加剧”的恶性循环。

其次,从生产成本机制来看,当进口的原材料和机器设备等资本货物投资再生产后,尤其是当它们构成出口产品的重要组成部分时,货币贬值会导致出口商品价格上涨,并可能使本国贸易收支最终恶化。

再次,从货币供应机制看,由于货币工资机制以及生产成本机制的作用,货币当局可能会通过扩大货币供给来迁就这种外汇汇率上涨的压力(而不是采取任何通货紧缩的抵消政策),以维持原来的生产规模,满足原来的消费水平。此外,本币汇率贬值后,政府在外汇市场的结汇方面,将支出更多的本国货币,这也导致货币供给增加。

最后,从收入机制来看,若由于国内对进口商品的需求弹性较小从而货币汇率贬值不能使进口总量减少(或总量的减少不足以抵消价格的上涨),外国对本国出口产品的需求弹性较小从而货币汇率贬值不能使本国出口总量增加(或总量的增加不足以抵消价格的下降),那么,本国的贸易收支会由于外汇收入的减少及支出的增加而恶化,并且物价水平也会因此上涨。

当然,汇率贬值是否会引起物价上涨,不仅仅取决于进出口商品的需求弹性,还取决于整个经济制度、经济结构和人们的心理因素。一国经济越开放,货币工资收入者和企业对生活费用的上涨越敏感。可以说,任何较大程度的货币汇率贬值,都会或多或少地引起国内物价上涨。

(二) 汇率变动对社会总产量的影响

一国货币贬值的“奖出限进”作用,能够扩大该国的出口商品和进口替代品在国内外市场上占有的份额,从而为这些商品生产厂家的发展提供了更广阔的空间。由于生产的关联性,出口商品和进口替代品市场的扩大,又会直接或间接地推动整个工农业生产的发展。同时,一国货币贬值的“奖出限进”作用,还有利于增加该国的外汇积累,加大资本投入,形成新的生产能力。工农业生产的发展和新增生产能力的形成,往往又使一国社会总产量明显增加。

(三) 汇率变动对就业水平的影响

一国货币贬值有利于出口商品的生产规模扩大和出口创汇企业的利润水平提高,而这又会牵引国内其他行业生产的发展,因此,国内就业总水平也将提高。同时,贬值后的进口商品成本增加,其销售价格上升,一方面使对进口商品的需求转向国内生产的产品,另一方面也提高了国内产品对进口产品的竞争能力,从而促进内销产品行业的繁荣,创造出更多的就业机会。但是,通过货币贬值来提高就业水平是有前提的。这就是,工资基本不变或变动幅度要小于汇率变动的幅度。如果工资随着本币汇率的下降而同比例上升,那就会抵消贬值所产生的改善国际贸易收支、增加就业机会的效应。另外,一国货币贬值,能够吸引外来的长期直接投资。外国资本流入会增加国内固定资本和流动资本的数量,有利于创造新的就业机会。

(四) 汇率变动对产业结构的影响

根据与汇率变动的关系是否密切,可以将产业结构划分为国际贸易部门和非国际贸易部门两大部分。国际贸易部门的产品主要用于国际贸易,非国际贸易部门的产品主要用于国内消费。汇率的变动对这两部分的影响程度并不完全相同,从而导致生产资源在两个部门的重新配置,进而影响一国的产业结构。

一国货币对外贬值后,本国出口产品价格相对较低,出口产品在国际市场上的竞争力提高,出口规模扩大,出口部门即国际贸易部门利润增加,由此导致生产资源由非国际贸易部门向国际贸易部门转移。这样,一国产业结构会倾向于国际贸易部门,国际贸易部门在整个经济体系中对经济的

贡献增加,本国对外开放程度加大。同时,如果一国货币持续对外贬值会鼓励国内低成本低效益的出口产品和进口替代品的生产,在一定程度上具有保护落后产业、扭曲资源配置的可能。由于国外先进技术进口时本币价格相对较高,一些需要这些先进技术的企业就要承担过重的经济负担,不利于本国产业结构的升级。

(五) 汇率变动对国内利率水平的影响

本币汇率贬值对国内利率水平的影响具有双重性:从货币供应量的角度,本币贬值会造成鼓励出口、增加外汇收入、本币投放量增加,减少进口、外汇支出减少,货币回笼也会减少。因此,本币汇率贬值会扩大货币供应量,促使利率水平下降。另一方面,从国内居民对现金的需求来看,在贬值情况下,物价普遍上涨,因而人们手中所持有现金的实际价值下跌,因此就需要增加现金持有额才能维持原先的实际需求水平。这样整个社会的储蓄水平就会下降,同时有一些人会把原先拥有的金融资产换成现金,导致金融资产的价格下降,这样国内利率水平会由此趋于上升。因此,本币汇率贬值究竟是提高还是降低一国的利率水平,要视各国的具体情况而定。不过,一般来说,后面一种趋势出现的概率要更大些,即对于一般的国家来说,本币汇率贬值随之而来的总是利率上升。

三、汇率变动对国际经济关系的影响

一国货币汇率变动,会通过商品竞争能力、出口规模、就业水平和社会总产量等方面的相对变化,直接影响该国与贸易伙伴国之间的经济关系。大量事实表明,一国货币贬值带来的国际收支状况改善和经济增长加快,很可能使其贸易伙伴国的国际收支状况恶化和经济增长放慢。如果一国为摆脱国内经济衰退而实行本币贬值,就很可能是把衰退注入其他国家,因为除汇率外,生产、成本、效率等其他条件并没有改变。出于一国狭隘私利而进行的贬值,往往会激起国际社会的强烈不满,或引起各国货币的竞相贬值,或招致其他国家贸易保护主义政策的报复,其结果是恶化国际经济关系。从长期看,这对贬值国及世界的经济发展都是有害的,同时加剧了国际金融市场的动荡。按照国际货币基金组织章程的规定,会员国只有在经过充分的多边协商后,才能采取较大的贬值行动。

同样,西方金融市场上某些货币汇率的持续坚挺也会引起国际经济矛盾的产生。20世纪80年代前半期的美元和90年代初期的德国马克就是两个典型的例子。1981—1985年间,美元汇率在高利率的支持下居高不下,使其他各国货币(包括日元、德国马克等硬货币)对其大幅度贬值,这种因美元升值造成的多种货币贬值对许多国家国内经济、贸易和货币信誉都是一种沉重打击,同时也带来国家间债权债务关系的剧烈变动。因此,到20世纪80年代中期,国际上降低美元汇率的呼声日益激烈,美元汇率最终于1985年9月在西方中央银行行长和财长会议中由各方共同磋商之后被强制压低。20世纪90年代初,德国马克借其强大的经济实力和高利率而步步升值,给整个欧洲货币体系造成了巨大压力,其他国家货币(如意大利里拉、法国法郎等)在其强势之下大幅度贬值,西欧联合浮动汇率机制终于支持不住而扩大了浮动的界限。

有必要指出,汇率变动是通过改变国内外货币的交换比例,对国民经济和国际经济关系产生影响的。这种影响涉及面广,而且会因条件与环境的不同产生积极或消极的效果。因此,运用汇率变动以实现经济政策目标的做法,应是十分谨慎的,要预先判断它的影响是利大于弊,还是弊大于利。另外,汇率变动所产生影响的大小,还与一国的开放程度、商品生产的特征,同国际金融市场的联系,以及货币的可兑换性等有关。如果开放程度高,商品生产多样化,同国际金融市场联系紧密,而且货币可自由兑换,货币贬值所产生的影响就大;反之,其所产生的影响就小。

【专栏2-1】

人民币升值无助美国增加就业

中国承受着美国越来越大的压力，要中国允许人民币升值。很多人认为，人民币升值会增加美国的就业岗位。《纽约时报》(New York Times)专栏撰稿人克鲁格曼(Paul Krugman)在去年底说，据他粗略估计，如果人民币不升值，那么在接下来几年里，他所说的“中国重商主义”最后可能使美国减少约140万个就业岗位。

但这决非一种必然结果。中国允许人民币升值会对世界经济产生什么样的影响，这是一个复杂的问题。国与国之间的经济关联千丝万缕，在分析汇率变动的影响时都需要考虑在内。媒体一直强调的标准关联是，如果人民币升值，中国以美元计算的出口价格就会上升，美国就会放弃变得更加昂贵的中国出口商品，转而购买相对便宜的美国产品。这有利于美国的产出和就业，新的工作岗位于是诞生了。

第二种关联，即中国可能会购买更多的美国产品，因为它们相比中国产品已经变得更加便宜。(美国产品的人民币价格下降了，因为一定数量的人民币可比以前兑换更多的美元)这同样有利于美国的产出和就业。

第三种关联，在于中国的产出因为出口下降而下降。随着经济降温，中国进口减少，而中国进口的部分产品又是来自美国。所以从这个关联来看，美国出口下降了，这不利于美国的产出和就业。第二种关联属于相对价格关联，中国货被美国货取代；第三种关联属于收入关联，中国经济萎缩，进口减少。至于哪种关联更强，那是一个用经验判断的问题。

第四种关联，我把它称为一种美国物价关联。人民币升值后，进口中国产品的价格提高了。美国人去沃尔玛(Wal-Mart)购物时，会发现中国商品已经提价。这种情况可能导致一些美国公司提高自己的价格，因为来自中国商品的价格竞争压力已经缓和，所以美国的物价将会上升。美国物价上升，又会导致实际财富下降，通常也会导致实际薪资下降，因为名义工资根据物价上涨进行的调整通常是缓慢的。这不利于美国的消费需求，因此不利于美国的产出和就业。除此以外，美联储(Federal Reserve)可能会通过加息来应对物价的上涨(尽管在当前气候中加息幅度或许不会很大)，进而降低消费和投资需求。

在分析人民币对美元升值有何影响时，还有其他一些重要问题，即欧元、英镑和日元相对美元有什么变化，其他国家的货币当局会采取什么措施，各国之间的贸易联系会有多紧密。要把所有这些影响都考虑在内，就需要建立一个涵盖多国的模型。我建有这样一个模型，曾用来分析人民币对美元升值会给世界经济造成什么样的影响。结果发现，上面提到的两条正面关联被另两条负面关联大致抵消，所以人民币升值对美国产出和就业产生的净效应并不大。事实上，净效应还略呈负面，但考虑到其中存在的不确定范围，归总起来大概就是没有任何净效应。

所以，至少从我的模型来看，这上面提到的两种负面关联要超出很多人的认识。中国产出的下降足以对它的进口产生不小的影响，美国物价上升同样也会产生不小的负面影响。如果人民币真的升值了，美国的就业岗位似乎也不太可能出现大幅增加，跟很多人所认为的截然不同。

(资料来源: Ray C. Fair. 耶鲁大学经济学教授. 华尔街日报. 2010.6.1)

第四节 汇率的决定理论

汇率决定理论所阐述的是什么因素决定汇率的高低，又有哪些因素影响汇率的上下波动。汇率

决定理论是国际金融理论的核心之一,随着经济背景和经济学基础理论的演变主要经历了国际借贷理论、购买力平价理论、利率平价理论和资产市场理论等几个阶段。

一、国际借贷理论

国际借贷理论(Theory of International Indebtedness)是由英国经济学家戈森(G. J. Goschen)于1861年在其所著的《外汇理论》一书中正式提出的,戈森是第一个较为系统地解释外汇决定和变动的学者。

(一) 国际借贷理论的核心观点

国际借贷理论是第一次世界大战前,在金本位制盛行的基础上,用以说明外汇汇率变动的最主要理论。戈森综合了亚当·斯密、大卫·李嘉图和约翰·穆勒等人有关国际贸易及外汇方面的理论,用古典经济学理论中的供求法则来解释汇率的变动,其主要观点包括如下几个方面。

(1) 汇率取决于外汇的供给和需求,而外汇的供给和需求又源于国际借贷,因此,国际借贷关系的变化是影响汇率变动的主要因素。

(2) 国际借贷的内容是宽泛的,包括商品的进出口、股票和公债的买卖、利润和捐赠的收付,以及资本交易等。

(3) 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。出超说明该国对外收入大于对外支出,资金流入,外币供给相对增加,于是外币汇率下跌,本币汇率上涨;反之,入超说明该国对外收入小于对外支出,资金流出,外币需求相对增加,于是外币汇率上涨,本币汇率下跌。

(4) 根据流动性的大小,把国际借贷分为固定借贷和流动借贷。只有已经进入支付阶段的借贷即流动借贷(Floating Indebtedness),才会对外汇的供求产生影响,而已经形成借贷关系,但尚未进入实际支付阶段的固定借贷(Consolidated Indebtedness),则不会影响外汇的供求。

(5) 物价水平、黄金存量、利率水平和信用关系等也都对汇率产生影响,但这些因素都是次要因素。

(二) 对国际借贷理论的评价

戈森的国际借贷理论第一次较为系统地从国际收支的角度解释外汇供求的变化,分析汇率波动的原因,因此,该学说又被称为国际收支论或外汇供求说。该学说以金本位制为前提,把汇率变动的原因归结为国际借贷关系中债权与债务变动导致的外汇供求变化,在理论上具有重要意义,在实践中也有合理之处。因此,该学说在现实生活中很容易被人们所了解和接受。

但是,戈森仅说明了国际借贷差额不平衡时,外汇供求关系对汇率变动的影响,而未说明国际借贷平衡时汇率是否会变动,更没有说明汇率的变动是否围绕着一个中心,即汇率的本质是什么。因此,在金本位制转变为纸币本位制后,国际借贷学说的局限性就日益显现出来了。

二、购买力平价理论

购买力平价理论(Theory of Purchasing Power Parity, PPP)是西方诸多汇率理论中最有影响力的

理论之一,它的历史渊源可追溯到16世纪西班牙萨拉蒙卡学派关于货币购买力的论述。1802年,英国经济学家桑顿(H. Thornton)最早提出了购买力平价思想。其后,它又成为英国古典经济学家李嘉图的经济理论的组成部分。1922年瑞典经济学家卡塞尔(G. Cassel)在其出版的《1914年后的货币和外汇》一书中首次清晰而强有力地对购买力平价理论进行了系统阐述,后人公认卡塞尔为购买力平价理论的创立者。

(一) 购买力平价理论的核心观点

卡塞尔认为,本国之所以需要外国货币,是因为这些货币在外国市场上具有购买力,可以买到外国生产的商品和劳务;而外国人之所以需要本国货币,则是因为这些货币在本国市场上具有购买力,可以买到本国生产的商品和劳务。因此,货币的价格取决于它对商品的购买力,两国货币的兑换比率就由两国货币各自具有的购买力的比率决定,购买力比率即购买力平价。进一步说,汇率变动的原因在于购买力的变动,而购买力变动的原因又在于物价的变动。这样,汇率的变动最终取决于两国物价水平比率的变动。

(二) 购买力平价理论的两形式

在卡塞尔的购买力平价理论中,购买力平价被分为两种形式:一种是绝对购买力平价(Absolute Purchasing Power Parity),主要说明在某一时点上汇率决定的基础;另一种是相对购买力平价(Relative Purchasing Power Parity),旨在解释在某一个时段里汇率发生变动的原因。绝对购买力平价理论又被称为严格的购买力平价,因为它更能满足购买力平价的最原始的解释,而相对购买力平价理论则被称为弱化的购买力平价形式。

1. 绝对购买力平价

绝对购买力平价的基本观点是:在某一时点上,一个国家的货币与另外一个国家的货币之间的比价是由两种货币在各自国内的购买力之比决定的。由于货币的购买力可表示为一般物价水平(通常以物价指数表示)的倒数,故两国货币的汇率就由两国一般物价水平之比决定。绝对购买力平价的公式为

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

式中: E 表示汇率,即一单位B国货币以A国货币表示的价格; P_a 表示A国的一般物价水平; P_b 表示B国的一般物价水平。

实际上,上述公式暗含着一个重要假设,就是“一价定律”在国际范围内能够实现或得以维持。所谓“一价定律”(the Law of One Price),是指在自由贸易的条件下,世界市场上的任何一件商品不论在什么地方出售,扣除运输费用外,价格都相同,即当不存在运输成本、信息成本和人为的贸易壁垒(如关税)时,同种商品在不同国家以不同货币表示的价格经过均衡汇率的折算,最终是相等的。

设 P 为某商品的国内价格, P^* 为同一商品用外币表示的价格, E 为汇率(一单位外币兑换的本币数),则“一价定律”的公式为

$$P = EP^*$$

该公式可以看作绝对购买力平价的另一种表达方式,所以,绝对购买力平价实际上是一价定律的扩展。如果汇率不能使一价定律成立,那么国家间就会出现商品套购(Commodity Arbitrage)行

为,套购者会从低价地区买入,而在高价地区卖出,以套取套购的利润,直到现实汇率调整到与绝对购买力平价相等为止。例如,同一件衬衫在美国价值1美元,在中国价值8元人民币,则根据绝对购买力平价理论均衡汇率应当是1美元=8元人民币。如果此时的汇率不是1美元=8元人民币,而是1美元=10元人民币,就会出现衬衫从中国套购至美国的活动,即套购商在中国以8元人民币价格买入衬衫,运至美国出售,获得1美元,将1美元在外汇市场上卖出,则可以得到10元人民币,1件衬衫净赚2元人民币。套购商在外汇市场上不断卖出美元,买入人民币,会使美元不断贬值,人民币不断升值,这些变化将一直持续到绝对购买力平价成立为止。

2. 相对购买力平价

在实际经济生活中,各国的商品价格是不断变化的,因为各国的通货膨胀率是不同的,这样就会导致货币对商品的购买力发生变化。如果将各国的通货膨胀因素对购买力的影响考虑进来,那么所得到的理论就是相对购买力平价理论。

相对购买力平价将汇率在一段时间内的变动归因于两个国家在这一段时期中的物价水平和货币购买力的变化。具体来说,在一定时期内,汇率的变化与同一时期两国物价水平的相对变化成比例。相对购买力平价的公式为

$$\frac{E_t}{E_0} = \frac{P_{at} / P_{a0}}{P_{bt} / P_{b0}}$$

或者

$$E_t = \frac{P_{at} / P_{a0}}{P_{bt} / P_{b0}} \times E_0$$

式中: E_t 和 E_0 分别代表当期和基期的汇率水平; P_{at} 和 P_{a0} 分别代表当期和基期的A国物价; P_{bt} 和 P_{b0} 分别代表当期和基期的B国物价。

接上例,假如一件衬衫的价格在美国由1美元上涨到2美元,而在中国由8元人民币上涨到12元人民币,那么美元与人民币之间的汇率就会由1美元=8元人民币,下降到1美元=6元人民币。

$$E_t = \frac{12/8}{2/1} \times 8 = 6$$

人们一般把价格水平的百分比变化看成是通货膨胀率,因此有关相对购买力平价的另一个表达式为

$$\frac{E_t - E_0}{E_0} = \pi_{at} - \pi_{bt}$$

式中: $\frac{E_t - E_0}{E_0}$ 表示汇率的变化率; π_{at} 表示A国物价在经过 t 时间后,比基期物价水平上升的幅度(即通货膨胀率); π_{bt} 表示B国物价在经过 t 时间后,比基期物价水平上升的幅度(即通货膨胀率)。该式表明,汇率的变动等于两国的通货膨胀率之差。如果本国通货膨胀率高于外国,则本币贬值,外币升值;反之则本币升值,外币贬值。与绝对购买力平价相比,学术界对相对购买力平价更感兴趣,因为其更具有应用价值。它从理论上避开了一价定律的严格假设,通货膨胀的数据更易于得到,而且相对购买力平价可以用来预测实际汇率。在预测期内,如果两国经济结构不变,两国货币间汇率的变动便反映着两国货币购买力的变化。

(三) 对购买力平价理论的评价

购买力平价理论提出后,一直受到国际学术界的高度重视。然而,无论过去还是现在,人们围绕它的争论旷日持久、褒贬不一。但七十多年来,该学说一直对西方国家的外汇理论和汇率政策具有重大影响,是理解全部汇率理论的出发点。购买力平价理论的合理性在于:通过物价与货币购买力的关系去论证汇率的决定及其基础,这在研究方向上是正确的。虽然卡塞尔没有做更加深入的研究,但他离揭示汇率的本质已不远了。卡塞尔还直接把通货膨胀因素引入汇率决定的基础之中,这在物价剧烈波动、通货膨胀日趋严重的情况下,有助于合理地反映两国货币的对外价值。此外,购买力平价理论的表达形式简单、易于理解。所以,购买力平价说被广泛运用于对汇率水平的分析和政策研究。另外,购买力平价理论中所牵涉的一系列问题都是汇率决定中非常基本的问题。无论在实际操作中还是在理论研究中,其均具有较强的参考意义。然而,它也存在以下不足。

(1) 购买力平价理论过分强调物价对汇率的作用,但这种作用不是绝对的,汇率变化也可以影响物价。在过分强调物价对汇率影响的同时,忽视了如资本移动、生产成本、贸易条件、政局的变化、战争与其他偶发事件等对汇率变动的影响;特别在国际金融高度自由化的今天,国际资本跨国界流动往往是有关国家货币汇率在短期内偏离购买力平价的根本原因。

(2) 购买力平价理论是以货币数量为前提的,两国纸币的交换取决于纸币的购买力,因为各国居民是根据纸币的购买力来评价币值的。这实际上是一种本末倒置的做法。

(3) 购买力平价理论能够说明汇率的长期变化趋势,但对短期与中期汇率的变化趋势来说,它是无能为力的。

(4) 购买力平价的运用有严格的限制和一定的困难。它要求两国的经济形态相似,生产结构和消费结构大体相同,价格体系相当接近,不然的话,两国货币的购买力就没有可比性。同时,在物价指标的选择上,是以参加国际交换的贸易商品的价格为指标,还是以国内全部商品的价格为指标,很难确定。即使能够确定,由于经济活动千变万化和商品结构在各国不一致,在计算汇率时也会面临一些技术性困难。

三、利率平价理论

随着生产与资本国际化的不断发展,国家间的资本流动规模日益扩大,并且成为货币汇率尤其是短期汇率决定的一个重要因素。购买力平价说已经不能解释这种新现象,在这种情况下,需要一种新的理论,利率平价理论就是适应这种需要而产生并发展起来的。

利率平价理论(Interest Rate Parity Theory)最早是由英国经济学家凯恩斯在1923年出版的《货币改革论》一书中提出的,后来经济学者相继对远期汇率、即期汇率与利率关系进行了探讨,逐渐形成了现代利率平价理论。

(一) 利率平价理论的核心观点

利率平价理论的基本观点是:远期差价是由两国利率差异决定的,而且高利率国货币远期必定贴水,低利率国货币远期必定升水。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以谋取利润。但套利者在比较金融资源共享产生的收益率时,不仅会考虑两种资产利率所提供的收益率,还会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。大量掉期外汇交易的结果,是低利率货币的现汇汇率下降。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,高利率国货币则会远期贴水。伴随

抛补套利活动的不断进行, 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, 实现利率平价。

(二) 利率平价理论的平价方程式

假设本国利率水平为 i , 外国同期利率水平为 i^* , 即期汇率为 S , 远期汇率为 F , S 、 F 均为直接标价法下的汇率。若投资者用1单位本国货币在本国投资, 到期的收益是 $(1+i)$; 若投资者选择在外国投资, 则必须先将1单位本币兑换为 $1/S$ 的外币, 再进行投资, 到期的收益是 $(1+i^*)/S$; 按照约定的远期汇率 F 兑换, 则可以收回本币 $(1+i^*)F/S$ 。投资者比较在两国的投资收益, 以确定投资方向。

若 $(1+i) > (1+i^*)F/S$, 即在本国的投资收益大于国外的投资收益, 于是资本将从国外转移至国内, 本币的即期汇率上升而远期汇率下降, 外币汇率的变化正好相反。

若 $(1+i) < (1+i^*)F/S$, 即在国外的投资收益大于本国的投资收益, 资本将从国内转移至国外, 外币的即期汇率上升而远期汇率下降, 本币汇率的变化正好相反。

最终, 套利性的资金流动使得在两国的投资收益相等, 即

$$(1+i) = (1+i^*)F/S$$

或者

$$\frac{F}{S} = \frac{1+i}{1+i^*}$$

将上式两边减去1, 可得

$$\frac{F-S}{S} = \frac{i-i^*}{1+i^*}$$

从上式可以看出, 若 $i > i^*$, 则 $F > S$, 说明远期外汇出现升水; 反之, 若 $i < i^*$, 则 $F < S$, 说明远期外汇出现贴水。

$$\text{令 } \frac{F-S}{S} = \frac{i-i^*}{1+i^*} = \lambda, \text{ 则有 } i-i^* = (1+i^*) \cdot \lambda, \text{ 从而 } i-i^* = \lambda + \lambda \cdot i^*.$$

由于 $\lambda \cdot i^*$ 是两个百分比的乘积, 通常很小, 故 $\lambda \cdot i^* \approx 0$ 。因此可得

$$\frac{F-S}{S} = i - i^*$$

该式就是利率平价方程式, 表明: 利率低的国家的货币, 其远期汇率必然升水; 利率高的国家的货币, 其远期汇率必然贴水, 远期汇率的升、贴水率大约等于两种货币的利率差。

(三) 对利率平价理论的评价

利率平价理论将汇率决定理论的研究角度从商品流动转移到资金流动, 从资金流动的角度指出了汇率与利率之间的密切关系, 合理地解释了利率变动和资本流动对即期汇率和远期汇率变动的影响, 有助于人们对外汇市场形成机制的认识和了解, 具有很高的实践价值, 被广泛运用于外汇交易中, 成为央行对外汇市场调节的有效途径和手段。

尽管利率平价说在理论推理上是严密的, 但在实践中却很难得到准确的验证, 因为这一理论也存在一些缺陷。

(1) 利率平价理论没有考虑交易成本。交易成本是很重要的因素, 如果各种交易成本过高, 就会影响套利收益, 从而影响汇率与利率的关系。如果考虑交易成本, 国家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、不受限制地在国家间流动。但实际上, 资金在国家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。

(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。

四、资产市场理论

资产市场理论是在20世纪70年代出现的一种汇率决定理论。该理论的特点是将商品市场、货币市场和证券市场结合起来进行汇率决定的分析。

(一) 资产市场理论产生的背景

资产市场理论是在国际资本流动高度发展的历史背景下产生的。20世纪70年代以来, 资金的跨国流动远远大于国际商品的流动。统计数据显示, 在外汇市场上, 90%以上的交易量与国际资金流动有关, 加之当时浮动汇率制度成为各国汇率制度的主流, 外汇市场上的汇率变动频繁、波幅大, 外汇市场上的汇率呈现出与股票等资产的价格相同的特点, 例如变动频繁、受心理预期因素的影响等。传统的汇率理论显然不能解释汇率的这种易变性, 经过20多年的研究, 新的汇率理论——资产市场理论诞生了。新的理论对传统理论的假定进行了质疑与修正。应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, 用动态分析代替静态分析, 并将长短期分析结合起来, 因而为全面、客观地进行汇率研究创造了条件。该理论将汇率看成一种资产价格。这一价格是在资产市场上确定的, 从而在分析汇率的决定时应采用与普通资产价格决定基本相同的理论。这一理论一经问世, 便迅速获得学术界的普遍关注, 成为汇率理论的主流。

(二) 资产市场理论的类型

1. 汇率的货币论

汇率的货币论由美国经济学家约翰逊(H. G. Johanson)、蒙代尔(R. A. Mundell)等经济学家在20世纪70年代初提出, 认为汇率变动是一种货币现象, 强调货币市场上货币供给对汇率的决定性作用。当国内货币供给大于货币需求时, 本国物价会上涨, 这时, 国际商品的套购机制就会发生作用, 其结果会使外币汇率上浮, 本币汇率下浮。相反, 当国内货币需求大于货币供给时, 本国物价则会下跌, 从而通过国际商品套购机制, 使本币汇率上浮, 外币汇率下浮。该理论实际上是购买力平价理论的现代翻版。汇率的货币论认为, 国民收入、利息率等因素是通过影响货币需求而对汇率发生作用的, 本国国民收入增加, 会扩大货币需求, 从而使本币汇率上浮; 本国利息率上升, 会缩小货币需求, 从而使本币汇率下浮。汇率的货币论认为: 一国货币疲软, 是由货币增长过快所致。因此, 该理论主张: 货币的增长率要控制在与GNP增长率相一致的水平上, 才能保持汇率的稳定, 否则, 汇率将是不稳定的。

汇率的货币论有助于说明汇率的长期趋势, 并唤醒人们对货币均衡的重视。但是, 它过于绝对地把物价与货币市场均衡联系在一起, 而忽略了影响物价的其他因素。另外, 实证分析也表明, 汇率符合购买力平价的现象极为少见。

2. 汇率的超调模式

汇率的超调模式是由美国经济学家鲁迪格·多恩布什(Rudiger Dornbusch)在1976年提出的。多恩布什接受资产市场理论的汇率变动是由货币市场失衡引起的观点,但他认为,从短期来看,商品市场价格由于具有黏性,对货币市场失衡的反应很慢,而证券市场的反应却很灵敏,因而利息率会立即发生变动。这样,货币市场的失衡就完全由证券市场来承受,从而形成利息率的超调,即利息率的变动幅度大于货币市场失衡的变动幅度。如存在资本在国家间自由流动的条件,利息率的变动必然引起套利活动和汇率的变动,而且汇率的变动幅度也大于货币市场失衡的变动幅度,这就是所谓的汇率超调现象。从长期来看,商品价格由于利率、汇率的变动也会慢慢变化,最终达到资产市场理论所说的长期汇率均衡。正因为如此,汇率的超调模式与资产市场理论同属汇率货币论,只不过汇率的超调模式是一种动态分析,有助于人们认识短期内的汇率变动。这是汇率的超调模式的贡献。但不足之处是,它将汇率的变动完全归因于货币市场的失衡,这也有失偏颇。

3. 汇率的资产组合平衡模式

汇率的资产组合平衡模式是托宾(J. Tobin)的资产选择理论的应用,由库礼(P. J. Kouri)等人提出。该理论赞同多恩布什的价格在短期内具有黏性的观点,因而认为在短期内,汇率取决于资产市场(包括货币市场和证券市场)的均衡。由于各国货币和证券之间具有替代性,一国居民既持有本国资产,也持有外国资产。当国内外利息率、货币财政政策、经常项目差额和对汇率的预期发生变化时,人们就会进行资产组合的调整,从而引起资本的国际流动、外汇供求与汇率的变动。长期而言,物价也会慢慢调整,物价与经常项目差额相互发生作用,共同影响汇率。

(三) 对资产市场理论的评价

资产市场理论针对以往外汇理论界迷惑不解的汇率剧烈波动现象提出了独到的见解,强调货币因素和预期因素的作用,这对研究储备货币汇率有一定的借鉴意义。但是,由于资产市场理论的前提条件是各国储备资产具有完全的流动性,而在实践中,尽管当前世界各国经济相互依赖、相互影响不断加强,但由于发达国家垄断资本之间利益冲突、南北差距越来越大,国际资本流动不可能实现完全自由化。因此,资产市场理论的基础也具有脆弱性。此外,资产市场以国内金融市场十分发达的工业国为分析对象,因此,这种分析方法难以适用于广大发展中国家,其应用有很大的局限性。

五、汇率决定理论的新发展

传统的汇率决定理论主要从宏观基本因素,如相对货币供应量、利率、物价水平、经济增长、内外资产的替代性和均衡价格的调整速度等,来解释汇率的决定和波动。在对这些因素进行分析的过程中,形成了以商品贸易为主的流量模型和以资产交换为主的存量模型,前者如早期的购买力平价说、国际借贷说,后者如20世纪70年代中期兴起的资产市场分析法,包括弹性价格货币模型、黏性价格货币模型、货币替代模型和资产组合平衡模型等。然而现实经济中,却很难运用这些传统理论来预测国际金融市场汇率的走势,大量的实证检验结果也表明,传统汇率理论的解释能力十分低下,尤其对短期内的汇率变化,预测能力甚至连简单的随机游走模型都不如。面对这一困惑,20世纪80年代以来很多学者不断寻求对传统理论的突破,将汇率决定理论的发展推向了一个新的阶段。在这一阶段的早期,人们对资产市场分析法中一个重要的假设前提——“有效市场”提出质疑,而关于市场有效性的检验则成为新一轮理论发展的突破点。20世纪80年代大量关于有效市场的检验从

总体上来说拒绝了市场的有效性。基于此,一部分坚持理性预期假定的经济学家从汇率决定的新闻模型、投机泡沫模型以及风险补贴等方面对市场有效性被拒绝的原因给出了解释,在这一过程中,汇率决定理论也得到了进一步的发展。进入20世纪90年代,人们对汇率决定问题的研究开始将重心从宏观方面的分析转向微观方面的分析,同时理性预期的假定也开始突破,形成了具有微观基础的汇率宏观经济分析方法、汇率决定的微观结构分析和汇率决定的混沌分析方法3个新的发展方向。这3个方向共同构成了汇率决定理论最新突破和发展的主流。

从上面的介绍中可以看出,几百年来,汇率理论不断取得突破与进展,每一种新理论的问世都有很强的针对性。随着国际经济的发展,对汇率的研究势必继续下去。

本章小结

1. 外汇是国际汇兑的简称,有动态和静态两种含义。动态的外汇是一种汇兑行为,指把一个国家的货币兑换为另一个国家的货币以清偿国家间债权债务的金融活动。静态的外汇是国家间为清偿债权债务关系进行的汇兑活动所凭借的手段或工具,或者说是用于国际汇兑活动的支付手段和支付工具。静态含义的外汇又有广义与狭义之分。

2. 根据不同的区分标准,外汇可以区分为不同的种类。按外汇的来源和用途,可分为贸易外汇和非贸易外汇;按外汇是否可以自由兑换,可分为自由外汇和记账外汇;按外汇交割期限的不同,可分为即期外汇和远期外汇。

3. 汇率是指一国货币兑换成另一国货币的比率,即一个国家的货币用另一个国家的货币所表示的价格,反映了一个国家货币的对外价值。汇率的标价方法有3种:直接标价法、间接标价法和美元标价法。

4. 汇率的种类很多,有各种不同的划分方法。按银行买卖外汇角度的不同,划分为买入汇率、卖出汇率、中间汇率和现钞汇率;按制定汇率的方法不同,划分为基本汇率和套算汇率;按外汇买卖成交后交割时间的长短不同,划分为即期汇率和远期汇率;按外汇支付方式的不同,划分为电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率;按外汇管制的宽严程度不同,划分为官方汇率和市场汇率;按银行营业时间的不同,划分为开盘汇率和收盘汇率;按纸币制度下是否考虑通货膨胀率、财政补贴或税收减免(加征),划分为名义汇率和实际汇率;按外汇买卖对象的不同,划分为银行间汇率和商业汇率;按国际货币制度的演变,划分为固定汇率和浮动汇率;按外汇来源与用途不同,划分为单一汇率和多种汇率。

5. 不同货币制度下,汇率决定的基础不同。在金币本位制下,汇率决定的基础是铸币平价,波动的界限是黄金输送点。在金块本位和金汇兑本位制度下,汇率决定的基础是法定平价。在纸币制度下,一国货币的对内价值(物价)是该货币汇率(即对外价值)的基础。

6. 在外汇市场上,影响汇率变动的因素主要是国际收支、通货膨胀差异、利率差异、经济增长差异、市场预期心理、中央银行干预等。

7. 汇率变动对一国经济的影响体现在对该国国际收支、国内经济及国际经济关系的影响3个方面。

8. 几百年来,关于汇率理论的研究取得许多成果,形成了一些著名的学说和流派,其中主要包括:国际借贷理论、购买力平价理论、利率平价理论和资本市场理论等。

习 题

一、选择题

1. 广义的外汇泛指一切以外币表示的支付手段和()。
 - A. 资产
 - B. 债券
 - C. 外国货币
 - D. 股票
2. 狭义的外汇指以()表示的可直接用于国际结算的支付手段。
 - A. 货币
 - B. 外币
 - C. 汇率
 - D. 利率
3. 外汇必须具备的特征是()。
 - A. 必须随时能够得到
 - B. 必须是以外国货币表示的资产
 - C. 必须是在国外能得到补偿的债权
 - D. 必须是以可兑换货币表示的支付手段
 - E. 必须与黄金保持稳定的比价关系
4. 在直接标价法下, 如果一定单位的外国货币折算成的本国货币数额增加, 则说明()。
 - A. 外币币值上升, 外币汇率下降
 - B. 外币币值下降, 外汇汇率下降
 - C. 本币币值上升, 外汇汇率上升
 - D. 本币币值下降, 外汇汇率上升
5. 在间接标价法下, 如果一定单位的本国货币折算成的外国货币数额减少, 则说明()。
 - A. 外币币值上升, 本币币值下降, 外汇汇率下降
 - B. 外币币值下降, 本币币值上升, 外汇汇率下降
 - C. 本币币值下降, 外币币值上升, 外汇汇率上升
 - D. 本币币值上升, 外币币值下降, 外汇汇率上升
6. 使用间接标价法表示汇率的国家有()。
 - A. 中国
 - B. 日本
 - C. 英国、美国
 - D. 除英国、美国之外的国家
7. 当货币远期汇率低于即期汇率时, 外汇交易中通常称此为()。
 - A. 贴水
 - B. 升水
 - C. 平价
 - D. 贬值
8. 如果一种货币的远期汇率高于即期汇率, 称为()。
 - A. 升水
 - B. 贴水
 - C. 隔水
 - D. 平价
9. 在金币本位制下, 汇率取决于()。
 - A. 黄金输送点
 - B. 铸币平价
 - C. 金平价
 - D. 汇价
10. 影响汇率变动的主要因素是()。
 - A. 通货膨胀率
 - B. 利率
 - C. 国际收支状况
 - D. 心理预期
 - E. 经济增长
11. 利率对汇率变动的影响有()。
 - A. 利率上升, 本国汇率上升
 - B. 利率下降, 本国汇率下降
 - C. 须比较国外利率及本国的通货膨胀率后再定
 - D. 无法确定

12. 汇率变动对国内经济的影响包括()。

- A. 社会总产量 B. 就业 C. 物价
D. 利率 E. 产业结构

13. 随着信息技术的发展,各个外汇市场之间的汇率差异呈现()趋势。

- A. 扩大 B. 缩小 C. 不变 D. 以上均不正确

二、判断题

1. 外汇就是以外国货币表示的支付手段。()
2. 我国采用直接标价法,而美国采用间接标价法。()
3. 在间接标价法下,当外国货币数量减少时,称外国货币汇率下浮或贬值。()
4. 升水与贴水在直接与间接标价法下含义截然相反。()
5. 如果一国汇率贬值,则该国偿还所利用的国际贷款的负担减少。()
6. 本币升值会抑制一国的经济增长。()
7. 外汇市场通常是一种无形市场。()
8. 在金币本位制度下,各国货币之间的比价是由它们各自的含金量所决定的。()
9. 国际金本位制度具备自动调节国际收支的机制。()

三、填空题

1. 外汇银行对外报价时,一般同时报出_____和_____。
2. _____汇率不适合客户交易,而一般适用于外汇汇率变化和走势分析。
3. 在金本位制下,汇率决定的基础是货币_____。
4. 汇率按照外汇买卖的交割期限划分可分为_____和_____。
5. 在浮动汇率制度下,汇率水平的决定基础是_____。
6. 如果一种货币的远期汇率高于即期汇率,称为_____;如果一种货币的远期汇率低于即期汇率,称为_____;如果远期汇率和即期汇率相等,则称为_____。

四、计算题

即期EUR 1=USD 1.1910/20, GBP 1=USD 1.7280/90, USD 1=HKD 7.7573/78。问:

- (1) 试套算即期GBP/HKD的汇率;
- (2) 试套算即期GBP/ EUR的汇率。

五、名词解释

- | | | | |
|----------|----------|----------|-----------|
| 1. 外汇 | 2. 汇率 | 3. 直接标价法 | 4. 间接标价法 |
| 5. 基本汇率 | 6. 套算汇率 | 7. 即期汇率 | 8. 远期汇率 |
| 9. 官方汇率 | 10. 市场汇率 | 11. 名义汇率 | 12. 实际汇率 |
| 13. 固定汇率 | 14. 浮动汇率 | 15. 铸币平价 | 16. 购买力平价 |

六、简答题

1. 外汇和外币的区别是什么?

2. 外汇市场上的汇率是怎样形成的?
3. 直接标价法和间接标价法下外汇汇率升降的含义有何不同?
4. 简述不同货币制度下汇率决定的基础。
5. 请从利率平价角度说明汇率与利率之间的关系。

七、论述题

1. 论述汇率变动对宏观经济的影响。
2. 影响汇率变动的主要因素有哪些?
3. 试述购买力平价理论的主要内容,并对其进行简要评述。

案例分析

案例一 关于货币升值的思考

资料1 日本汇率政策失败

日本历史上被认为是汇率政策失败的两个事件为1971年的“尼克松冲击”和1985年的“广场协议”。

“尼克松冲击”开始于1971年8月5日,起因是美国总统尼克松宣布终止布雷顿森林体系下美元对黄金自由兑换的义务。此前,日本长期实行抑制汇率浮动的政策,但面对“尼克松冲击”,日本不得不将日元升值,从360日元/1美元很快上升到315日元/1美元。此后美元兑换黄金比率下调7.89%,日元再次升到308日元/1美元。为避免通货紧缩,日本开始实施扩张性财政和货币政策。

但是由于经常账户余额对汇率调整的反应有一定时滞,日本经常项目顺差继续扩大。自1972年开始,日元汇率固守在308日元/1美元的水平。为加快复苏进程,日本银行将贴现率降低至4.25%,同时政府大幅增加财政预算。这正是日本政府和其央行犯下的一个致命错误,因为此时货币供应量增长已经超过20%,经常项目顺差开始下降,但仍然采用扩张性的政策。其后果是从1973年初开始,通货膨胀率迅速上升,很快突破两位数。日本银行将贴现率提高至6%,但为时已晚。石油危机冲击后的1974年通胀更是达到了24%。

日本政府犯下的另一个错误是,政策立即由扩张转向严厉紧缩,造成战后日本经济的首次负增长。而总体上,1969—1972年日本政府长期实行抑制汇率浮动政策的最终结果是引发了1973—1974年的恶性通货膨胀以及经济停滞。

1985年的“广场协议”是在美国财政和贸易账户双赤字的背景下签订的,在该协议中,西方五国一致认为美元被严重高估,他们同意以联合干预外汇市场的方式促使美元贬值。协议签署后,美元兑日元汇率迅速下降,由240日元/1美元跌至1986年的160日元/1美元,最终维持在130~140日元/1美元的水平上。日本经济因日元升值而受挫,1986年,日本银行不得不连续4次降低贴现率,到1987年2月已经降至2.5%。在扩张性货币政策刺激下,日本经济开始强劲复苏,但物价水平却相当稳定,甚至有所降低。这显然是日元升值的结果。

但此后出现了严重的后果。1987年秋,日本经济已经出现了过热迹象,贸易盈余快速下降,资产价格急剧攀升。日本财政和货币政策开始收缩,但不幸的是,10月19日美国“黑色星期一”的股

灾使得日本货币紧缩计划落空。日本商业银行贷款，特别是对房地产行业的贷款继续大幅增加，货币供应量提高了12%，直到1989年3月，日本银行才开始提高贴现率，但此时泡沫经济已经形成。

泡沫不可避免地要破灭。1989年3月至1990年8月，日本银行连续5次提高贴现率，过于急剧的货币紧缩加快了资产市场崩溃：股票和房地产市场先后在1990年和1991年价格崩盘。1991年，日本经济开始衰退，政府不得不再次实施扩张性政策，但是金融机构巨额不良资产带来的资产贬值以及经济的严重衰退已经不可避免。经济泡沫的破灭造成了日本“失去的10年”，而资产泡沫正是日本政府为消除1985—1990年日元升值带来的通货紧缩压力而制造的。

资料2 经济观察：人民币升值的利与弊

最近，人民币升值问题再次成为国内外媒体关注的焦点。美国、日本乃至欧盟都纷纷要求人民币尽快升值，而我国政府则坚持认为，人民币汇率改革需要选择适当的时机。那么，西方各国为什么要逼人民币升值？人民币升值，对我们有什么好处和弊端？

讨论人民币升值问题，首先要客观分析它究竟有哪些利和弊，然后才能得出比较公正的结论。

1. 能刺激消费，缓解贸易摩擦

人民币如果适度升值，可以给我国带来四大好处。

第一，扩大国内消费者对进口产品的需求，使他们得到更多实惠。人民币升值给国内消费者带来的最明显变化，就是手中的人民币“更值钱”了。如果出国留学或旅游，将会花费比以前更少的钱，或者说，花同样的钱，将能够办比以前更多的事。如果买进口车或其他进口产品，你会发现，它们的价格变得“便宜”了，从而让老百姓得到更多实惠。

第二，减轻进口能源和原料的成本负担。我国是一个资源匮乏的国家，在国际能源和原料价格不断上涨的情况下，国内企业势必承受越来越重的成本负担。2004年，我国进口的成品油均价较2003年上涨了30.8%，钢材上涨了43.7%，铜材上涨了50.4%，铁矿石上涨了1倍多。进口能源和原料价格上涨，不仅会抬高整个基础生产资料的价格，而且会吞噬产业链中下游企业的利润，使其盈利能力下降甚至亏损。如果人民币升值到合理的程度，便可大大减轻我国进口能源和原料的成本负担，从而使国内企业降低成本，增强竞争力。

第三，有利于促进我国产业结构调整，改善我国在国际分工中的地位。长期以来，我国依靠廉价劳动密集型产品的数量扩张实行出口导向战略，使出口结构长期得不到优化，使我国在国际分工中一直扮演“世界打工仔”的角色。人民币适当升值，有利于推动出口企业提高技术水平，提高产品档次，从而促进我国的产业结构调整，改善我国在国际分工中的地位。

第四，有助于缓和我国与主要贸易伙伴的关系。鉴于我国出口贸易发展的迅猛势头和日益增多的贸易顺差，我国的主要贸易伙伴一再要求人民币升值。对此，简单地说“不”，看似振奋人心，实则于事无补。因为这会不断恶化我国和它们的关系，给我国对外经贸发展设置障碍。近年来，针对中国的反倾销案急剧增加，就是一个很有说服力的证明。人民币适当升值，不仅有助于缓和我国与主要贸易伙伴的关系，减少经贸纠纷，而且能够树立我国作为一个大国的良好国际形象。

2. 不利于吸引外资，影响市场稳定

如果人民币升值的幅度过大，或时机把握不当，将会带来五大弊端。

第一，将对我国出口企业，特别是劳动密集型产品企业造成冲击。在国际市场上，我国产品尤其是劳动密集型产品的出口价格远低于别国同类产品价格。究其原因，一是我国劳动力价格低廉，二是由于激烈的国内竞争，使得出口企业不惜血本，竞相采用低价销售的策略。人民币一旦升值，为维

持同样的人民币价格底线,用外币表示的我国出口产品价格将有所提高,这会削弱其价格竞争力;而要使出口产品的外币价格不变,则势必挤压出口企业的利润空间,这必然会对出口企业特别是劳动密集型企业造成冲击。

第二,不利于我国引进境外直接投资。我国是世界上引进境外直接投资最多的国家,目前外资企业在我国工业、农业、服务业等各个领域发挥着日益明显的作用,对促进技术进步、增加劳动就业、扩大出口,从而促进整个国民经济的发展产生着不可忽视的影响。人民币升值后,虽然对已在中国投资的外商不会产生实质性影响,但是对即将前来中国投资的外商会产生不利影响,因为这会使他们的投资成本上升。在这种情况下,他们可能会将投资转向其他发展中国家。

第三,加大国内就业压力。人民币升值对出口企业和境外直接投资的影响,最终将体现在就业上。因为我国出口的产品大部分是劳动密集型产品,出口受阻必然会加大就业压力;外资企业能提供很多的新增就业岗位,外资增长放缓,会使国内就业形势更为严峻。

第四,影响金融市场的稳定。人民币如果升值,大量境外短期投机资金就会乘虚而入,大肆炒作人民币汇率。在中国金融市场发育还很不健全的情况下,会很容易引发金融货币危机。另外,人民币升值会使以美元衡量的银行现有不良资产的实际金额进一步上升,不利于整个银行业的改革和负债结构调整。

第五,巨额外汇储备将面临缩水的威胁。目前,中国的外汇储备高达6 591亿美元,仅次于日本居世界第二位。充足的外汇储备是我国经济实力不断增强、对外开放水平日益提高的重要标志,也是促进国内经济发展、参与对外经济活动的有力保证。然而,一旦人民币升值,巨额外汇储备便面临缩水的威胁。假如人民币对美元等主要可兑换货币升值10%,则我国的外汇储备便缩水10%。这是我们不得不面对的严峻问题。

3. 改革现行汇率制度是大势所趋

由此可见,人民币升值恰似一把双刃剑,有利也有弊。笔者认为,对人民币升值问题,不能就事论事,应将其放在更为深层的背景上考察。

现行的人民币盯住美元的汇率制度是1994年确定的。盯住美元的好处是,可以将我国国内价格锚定下来,减少汇率波动的风险,从而促进外贸发展和外资流入,但缺陷是不能对外部经济变化做出灵活反应。现在,国内外经济形势都已经发生很大变化,特别是美元汇率持续下跌,在这一背景下,我们如果仍墨守盯住美元的汇率制度,将很难适应国内外经济发展、变化的需要。因此,实行富有弹性的汇率制度,并据此使人民币适度升值便成为我国不可避免的政策选择。至于人民币升值的负面影响,我们要进行客观分析,并采取必要措施加以化解。比如,适度升值虽然会对出口造成一定冲击,但要看到我国出口产品尤其劳动密集型产品的价格竞争优势是很强的,即便人民币升值10%,也不能从根本上动摇这一优势。再说,升值可以促使企业将压力转变为动力,通过挖潜革新来提升竞争力。亚洲金融危机期间,在出口结构大致相同的东南亚国家的货币纷纷大幅贬值的情况下,我国出口贸易仍然取得了骄人的增长业绩,就是一个有力的证据。又如,适度升值虽然会使我国外汇储备面临缩水威胁,但通过控制储备规模、优化储备币种、调整储备形式等措施,亦可将这一威胁减至最小。

(资料来源:人民网,2010.3.26)

问题:

根据日元升值的情况,分析人民币所面临的升值压力及其影响。

案例二 人民币汇率走势

人民币对美元双边汇率升值。2017年12月末，人民币对美元汇率中间价为6.534 2元/美元，较2016年年末升值6.2%，境内市场(CNY)和境外市场(CNH)即期交易价累计分别升值6.8%和7.1%(见图2-6)，境内外市场日均价差130个基点(见图2-7)，低于2016年全年日均价差(134个基点)。



图2-6 2017年境内外人民币对美元即期汇率走势

(数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库)

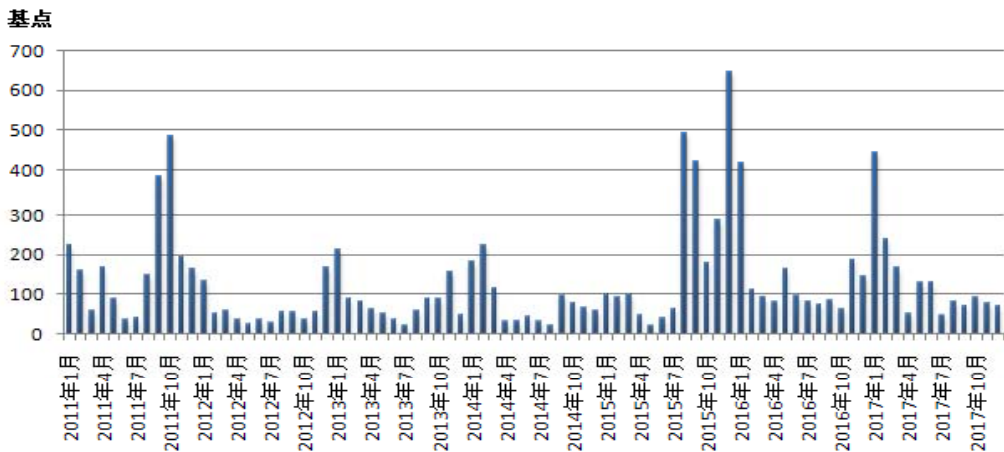


图2-7 境内外人民币对美元即期汇率价差(注：日均价差绝对值)

(数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库)

2017年年末，人民币对欧元、日元、英镑、澳元、加元汇率中间价分别为7.802 3元/欧元、5.788 3元/100日元、8.779 2元/英镑、5.092 8元/澳元、5.200 9元/加元，分别较上年年末贬值6.4%、升值3.0%、贬值3.1%、贬值1.5%和贬值1.2%。

人民币对一篮子货币基本稳定。根据中国外汇交易中心的数据，2017年年末CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别为94.85、95.93和95.99，分别较上年年末升值0.02%、贬值0.32%和升值0.51%。

人民币汇率在双向波动中趋于稳定。2017年，国际经济金融运行平稳，美元汇率持续走弱；

国内经济稳中向好,人民币汇率形成机制不断完善,总体支持人民币汇率保持基本稳定。12月末,境内外市场人民币对美元汇率1年期历史波动率分别为3.1%和3.7%,较年初分别上升12.3%和8.5%;期权市场隐含波动率分别为4.6%和4.9%,较年初分别下降10.6%和39.5%。

远期外汇市场人民币走强。受本外币利差、外汇供求、市场预期等因素影响,2017年境内外远期市场人民币呈现逐步回升走势。2017年,境内、境外可交割和境外无本金交割远期市场1年期人民币对美元汇率累计分别上涨6.0%、10.1%和10.1%。

(资料来源:2017年中国国际收支报告。)

问题:

关注人民币汇率变动,分析人民币汇率变化趋势以及对中国经济的影响。

附 表

人民币汇率主要变动历程

日 期	汇率变动的内容
1949年10月1日	确定了人民币作为唯一法定货币的地位。人民币并未规定金比价,最初对美元的汇率是根据购买力平价确定的。建国初期恶性通胀,造成人民币对美元汇价一降再降,从1949年1月18日的1美元=80元旧人民币,调低至1950年3月13日的1美元=42 000元旧人民币。1950年3月至1952年年底,中国为推动本国进口急需的物资,逐步调高人民币汇价,到1952年12月,人民币汇价已经调高至1美元=26 170元旧人民币
1955年3月1日	中国人民银行发行了第二套人民币,新人民币按照折合比率1:10 000兑换旧人民币,人民币汇率也随之大幅调整至1美元=2.461 8元新人民币左右,1955—1971年,人民币对美元汇率一直是1美元折合2.461 8元新人民币
1971年12月18日	布雷顿森林体系出现问题,美国不再追求美元与黄金的固定比价,宣布美元兑黄金官价贬值7.89%,人民币汇率相应上调为1美元合2.267 3元人民币
1972—1979年	布雷顿森林体系彻底解体,西方国家普遍实行了浮动汇率制,中国采取盯住加权的“一篮子”货币的方法,人民币汇率变动较为频繁,并呈逐渐升值之势。1972年为1美元=2.24元人民币;1973年为1美元=2.005元人民币;1977年为1美元=1.755元人民币
1979年	中国政府启动外贸管理体制变革,允许企业留有一定比例的外汇
1981年1月	1981年起实行两种汇价制度(双重汇率制),即另外制定贸易外汇内部结算价,并继续保留官方牌价用作非贸易外汇结算价。从1981年1月到1984年12月期间,中国实行贸易外汇内部结算价,贸易外汇1美元=2.80元人民币;官方牌价即非贸易外汇1美元=1.50元人民币
1985年1月1日	取消贸易外汇内部结算价,重新恢复单一汇率制,1美元=2.80元人民币
1991年4月9日	开始对人民币官方汇率实施有管理的浮动运行机制。国家对人民币官方汇率进行适时适度、机动灵活、有升有降的浮动调整。人民币汇率实行官方汇率与市场汇率(即外汇调剂价格)并存的多重汇率制度
1994年1月	实行人民币汇率并轨。人民币对美元的汇率定为1美元兑换8.70元人民币。建立银行间外汇交易市场,建立以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度
1996年11月27日	中国人民银行正式致函国际货币基金组织,实现人民币经常项目可兑换,但对资本项目仍加以限制

(续表)

日 期	汇率变动的内容
2005年7月21日	启动汇改，开始实行以市场供求为基础、参考“一篮子货币”进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，人民币立即升值2.1%
2006 年	美国对中国的贸易逆差上升到 2 330 亿美元，两位美国参议员联合向国会提交议案，若中国不允许人民币升值，将对来自中国的进口商品课以重税
2007 年	美元对人民币的即期汇率波动幅度扩大到 0.5%
2008 年	人民币自 2005 年汇改以来已经升值了 19%，受到金融危机的影响，人民币停止了升值走势
2010 年	中国稳定人民币币值的策略，遭遇到来自美国和欧洲的巨大压力
2012 年 4 月 16 日	扩大银行间外汇市场人民币对美元即期交易价浮动幅度
2015 年 8 月 11 日	完善人民币对美元汇率中间价报价机制

(资料来源：知名媒体整理的人民币汇率主要变动历程，亚洲外汇网，2015.10.7)