



双重职能下 汇率确定及稳定机制研究

■ 韩振国 著

 中国金融出版社



双重职能下

汇率确定及稳定机制研究

■ 韩振国 著

 中国金融出版社

责任编辑：董 飞

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

双重职能下汇率确定及稳定机制研究 (Shuangchong Zhinengxia Huili
Queding ji Wending Jizhi Yanjiu) / 韩振国著. —北京：中国金融出版社，
2010. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5488 - 6

I. ①双… II. ①韩… III. ①汇率—货币制度—研究 IV. ①F820. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 075485 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网 上 书 店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 12. 5

字数 186 千

版次 2010 年 5 月第 1 版

印次 2010 年 5 月第 1 次印刷

定价 30. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5488 - 6/F. 5048

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

摘 要

汇率问题是国际经济学和金融学中的重要内容和热点问题。本书主要对双重职能下汇率决定、汇率政策工具目标、合意汇率确定以及汇率稳定机制进行了深入的理论和经验研究,提出了一些新的观点,扩展了相关理论结果。

本书着重研究了双重职能下一国确定合意汇率的原因和确定合意汇率的一般原则问题,在此基础上运用博弈论研究了汇率确定、调整和稳定机制问题。在研究合意汇率确定的原因中,发展了汇率决定理论。通过分析具有双重属性商品的价格特征,首次揭示了具有双重职能商品的价格具有多重均衡的性质;通过汇率决定理论及制度变迁的研究,揭示了外币已经从普通商品逐渐过渡到具有双重属性的商品,首次提出了汇率双重职能的理论并进行了实证检验。汇率双重职能理论揭示了现实的汇率是汇率实体经济职能与汇率虚拟经济职能共同作用的结果,并且均衡汇率是多重的,同时提出了汇率难题,即不存在能够同时满足实体经济效率和虚拟经济效率要求的均衡汇率。

汇率双重职能理论为宏观政策管理者提供了选择汇率的空间。在对合意汇率确定问题的研究中,通过对开放经济条件下宏观经济目标的分析,认为盯住可调整汇率制度是比较合适的汇率制度,盯住汇率水平确定的原则是满足该国的人力资本最优转换。结合当前各国确定汇率的实践,运用博弈论分析了不同方式下确定出的汇率水平和社会福利的影响以及汇率水平调整问题。在分析合意汇率变化导致汇率水平调整,进而引发货币危机的问题时,认为货币危机的根本原因在于外币的资产功能在发生作用,在于汇率双重职能的矛盾;在对危机的解释中,从 IS - LM 曲线出发,构造了一个解释货币危机的宏观数理模型,从理论上说明了资本控制对防止货币危机的意义,并给出了控制数量的临界值,发展了货币危机理论。

在对汇率稳定机制的研究中,从汇率双重职能出发,给出了稳定汇率的理论基础和制度框架。通过分析各国汇率制度选择的演变过程,指出选择汇率制度本身反映了世界各国解决汇率双重职能矛盾的过程,稳定汇率的理论基础在于对汇率双重职能的分离,在于对汇率行使不同职能时决定因素的调整;汇率的稳定可以通过适当的资本流动控制和风险调整来实现;当汇率需要调整时,可以通过间接调整汇率的办法实现汇率的平稳过渡;另外还运用博弈论论证了稳定汇率制度的可行性,得出了盯住可调整汇率制度是可行的结论。

关键词: 汇率双重职能 合意汇率 人力资本转换 货币危机 汇率制度

Abstract

The foreign exchange rate has been the hot topic problem and one of the important parts in international economics and international finance. This paper researched on the dual – function of foreign exchange rate, the goals of its policy tools, the appropriate exchange rate determining, and the framework of the stabilizing mechanism in theory and practice and proposed some theorems.

This paper mainly analyzed the reasons and principle to determine appropriate exchange rate based on dual – function of exchange rate. Following this analysis, this paper discussed the exchange rate determining and adjusting and the framework of the stabilizing mechanism using the game theory. During exploring the reasons to determine the appropriate exchange rate, some theorems for exchange rate are developed. By analyzing the price characteristics of the dual – attribute goods, the author first discovered that the price of the dual – attribute goods has the multi – balances. By researching on the exchange rate decision theory and the its regime transition, that foreign currency have changed from common commodity to the dual – attribute goods gradually was discovered, and the theory of exchange rate dual – function and the empirical analysis were putting forward.

The theory of exchange rate dual – function implicates that the real exchange rate depended on the functions of exchange rate in real economy and virtual economy, and the exchange rate has multi – balances. Theory of exchange rate dual – function predicates the exchange rate dilemma: any exchange rate can't carry out both the real economy efficiency and the virtual economy efficiency at the same time. Theory of exchange rate dual – function also implies that the governors can make choice in the exchange rate choosing space. About how the exchange rate to

be determined, based on macroeconomic goals in an opening economy, the author believes that the pegged – adjusted exchange rate regime is a good exchange rate regime and that the principle to determine the exchange rate can be maximum by converting human resources into material capital. Combined the practice of determining exchange rate in various areas, the author analyzed how to determine exchange in various modes and how those modes influence their social welfare by the game theory. During interpreting currency crisis, the opinion of this paper is that the fundamental reason of currency crisis is the capital function of the foreign currency and the conflicts of exchange rate dual – function. Based on IS – LM model, the paper constructs a macro – mathematical model to interpret why the currency crisis happens, discusses the important role of controlling capital flows to prevent currency crisis, and gives a threshold value of capital inflows in order to avoid currency crisis. This is a development of the currency crisis theory.

Based on the dual – function of exchange theory, the paper analyzes the principles and designs a system framework about how to stabilize exchange rate. By reviewing the evolution of exchange rate regime in various areas, this paper pointed out that the choice of exchange rate regime reflects the process to solve the conflict of the exchange rate dual – function in the real world. The fundamental principle to stabilize exchange rate is to separate the dual – function of exchange rate and to adjust the factors that can influence the exchange rate. The exchange rate stabilization can be realized by controlling the capital flows and risk management. The smooth transition of exchange rate can be reached by indirect controlling exchange rate when the exchange rate needs to be adjusted. Furthermore, the paper proves that the pegged – adjusted exchange rate regime is feasible by the game theory.

Key Words: Dual – function of exchange rate Appropriate exchange rate
Transform of human capital Currency crisis Exchange rate regime

目 录

第 1 章 引言	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 国内外研究综述	5
1.3 研究方法及结构安排	14
1.4 创新之处	17
第 2 章 汇率双重职能和汇率难题	18
2.1 问题的提出	18
2.2 汇率双重职能及其演变	20
2.3 汇率在实体经济中的职能及决定	25
2.4 汇率在虚拟经济中的职能及决定	30
2.5 汇率双重职能的矛盾和汇率难题	36
2.6 实证分析	42
2.7 本章小结	51
第 3 章 合意汇率确定的经济基础分析	53
3.1 宏观经济目标与汇率	53
3.2 经济稳定与汇率	62
3.3 经济增长与汇率	66
3.4 合意汇率及其确定	76
3.5 本章小结	85
第 4 章 汇率水平确定的博弈分析	89

4.1	汇率形成的几种形式	89
4.2	单边垄断下的汇率确定	99
4.3	单目标合作博弈下的汇率确定	102
4.4	合作博弈下的汇率确定	107
4.5	汇率不同形成机制的收益比较与汇率调整时机	110
4.6	本章小结	118
第5章	货币危机与汇率稳定	119
5.1	货币危机根源探索	120
5.2	货币危机理论分析	129
5.3	货币危机理论宏观模型	145
5.4	本章小结	149
第6章	汇率稳定机制研究	151
6.1	汇率制度选择演变和汇率制度选择原因	151
6.2	汇率制度选择理论研究	156
6.3	汇率双重职能和稳定汇率理论基础	162
6.4	稳定汇率的手段及建议	166
6.5	本章小结	174
第7章	结论、建议及展望	176
7.1	结论和建议	176
7.2	展望	177
参考文献		179
后记		191

第1章 引言

1.1 研究背景及意义

1.1.1 国际背景

汇率问题一直是国际经济学的热点问题之一，并且贯穿于国际金融的各个领域。20 世纪的百年，人类的生产方式和生活方式发生了根本性的变化，这些变化主要表现在：旧产业不断衰落，新产业不断出现，资源在世界范围内的转移程度不断提高，财富的分配也越来越趋于全球化；科学技术迅猛的发展，为世界经济的融合提供了相当便利的条件，使得世界经济由一个个相对封闭的经济实体发展成为相互依存、相互联系的全球经济，各国经济相互依赖度增强，开放程度日益加深。伴随着这种变化，各国政府对宏观经济的干预也在不断加强，其目标也在不断进行调整，经济增长、充分就业、通货膨胀等逐渐成为各国追求的宏观经济目标。现在世界上任何地方发生的小小波动均有可能引起世界范围内的动荡，因而各国在进行宏观经济调控时，不得不考虑世界上其他国家的反应。其结果必然是一个国家在制定宏观经济目标以及运用达到目标的工具时，面临着更大的困难。由于不同的国家常常面临同一目标，国与国之间的政策冲突时常发生，因此，国际政策的协调成为国际经济的一大特点。政府对经济干预的加强，对汇率制度、汇率实践产生了重大影响。发生在 20 世纪八九十年代的金融危机更为汇率理论的发展提出了挑战。在解释金融危机发生的原因以及如何避免金融危机发生时，许多经济学家包括国际货币基金组织的专家对发展中国家的汇率政策提出质疑，汇率制度选择理论得到了发展。然而，广

大的新兴市场国家却并不认可国际货币基金组织专家的建议,纷纷从理论和实践上探索适合本国实际的汇率制度。进入 21 世纪后,经济全球化的迅猛发展,也给各国的宏观经济管理者带来了巨大的挑战。可以说,汇率理论始终是伴随着世界经济环境的变化、经济发展的需要而不断发展的。随着经济全球化的进一步发展,汇率理论仍然需要不断地发展,以更好地为世界经济的发展服务。

1.1.2 国内背景

改革开放以来,我国的经济状况发生了巨大的变化,这种变化给我国的汇率政策带来了一系列考验。1994 年外汇体制改革后,中国名义上实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。但自 1997 年以来,人民币兑美元的汇率变化率均不超过 1%,中国实际上选择了盯住单一美元的汇率制度。这种汇率制度在维持人民币币值稳定、保证经济健康发展以及提升我国综合国力等方面都起到过巨大的促进作用。但在经济全球化的趋势下,随着我国经济体制改革的不断深入,这种过于僵硬的盯住汇率制度已不适应我国市场经济发展的需要,我国的经济形势发生了巨大变化。这种变化表现在:第一,当前我国经济持续高速增长,成为世界上最有活力、对外资最有吸引力的经济体之一,外资出于对中国经济长期发展的看好,对人民币升值有着强烈的预期。第二,随着加入 WTO 时的承诺逐步兑现,资本进出相对变得容易。第三,由于我国贸易顺差的持续存在,人民币汇率问题也一直是西方国家普遍关注和引起争议的问题之一。这样,一方面对人民币升值的强烈预期,另一方面资本管制的放松,使得投机性资本有可能利用人民币进行投机。20 世纪 90 年代后期的亚洲金融危机的教训犹在眼前,我们不得不对投机性资本有所防范。中国人民银行于 2005 年 7 月对人民币汇率形成机制进行重大改革,决定实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制。人民币汇率从此不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率形成机制。

在这样的国际国内背景下,本书从汇率的双重职能出发来研究如何有效发挥汇率政策工具的作用。本书提出了一些新的概念,同时还用到一些

重要的概念。这些概念有：

实体经济

实体经济是指物质产品、精神产品的生产及相关的分配、交换、消费和提供相关服务的经济活动。它不仅包括农业、能源、交通运输、邮电、建筑等物质生产活动，也包括教育、文化、艺术、体育等非物质产品的生产和服务。

虚拟经济

虚拟经济是一种与实体经济相对应、与传统的物质生产及其有关的一切劳务活动相区别的经济形态。虚拟经济活动的虚拟性是指它的交换物在形态上是虚拟的，是以非实物的价值符号为交易对象。它是以金融系统（金融机构、金融工具和金融市场）为主要依托、与虚拟资本的循环运动密切相关的经济活动。也就是说，虚拟经济是和资本运动相联系的经济，是一种资本独立化运动的经济。

实体经济借助于虚拟经济，虚拟经济依赖于实体经济。虚拟经济活动不需要物质生产过程，这是它和实际资本的不同之处；但是它却可以通过循环运动产生利润，这是它与实际资本的共同之处。虚拟经济活动的结果是对实体经济创造的物质财富进行再分配。

汇率双重职能

这是本书第一次提出的概念。本书认为汇率双重职能是指汇率同时行使实体经济中的职能和虚拟经济中的职能。汇率在行使实体经济中的职能时，外币被看做商品；汇率在行使虚拟经济中的职能时，外币被看做一种资产。在实体经济和虚拟经济共存的开放经济中，汇率同时行使双重职能。

合意汇率

这也是本书第一次提出的概念。从广义上讲，合意汇率包括汇率制度的选择和汇率水平的确定。本书认为汇率在行使实体经济中的职能时，存在满足实体经济效率的汇率水平 R^* ；汇率在行使虚拟经济中的职能时，存在满足虚拟经济效率的汇率水平 R ，现实中的汇率水平 R' 可以表示为 R^* 和 R 的加权平均：

$$R' = \lambda R^* + (1 - \lambda)R \quad (1.1)$$

λ 不同, 实际汇率水平不同, 对宏观经济的影响不同。合意汇率水平是指 λ 所确定的对宏观经济影响最优的汇率水平。

可维持汇率

本书认为外币具有的一般商品属性和资本商品属性决定了其价格水平, 即汇率具有多重均衡。在本书中每一个均衡汇率水平都可以看做可维持汇率水平。

1.1.3 研究意义

自 1973 年布雷顿森林体系崩溃以后, 世界上各国之间的汇率制度进入了一个以浮动汇率制为主要特征的混合汇率制时期。1976 年, 国际货币基金组织 (IMF) 通过了《IMF 章程第八款第二次修正案》, 正式宣布了黄金的非货币化。从此, 国际货币进入了一个纯粹信用货币的时代。在失去了贵金属这一客观物质标准和人为规定的固定汇率这些标准之后, 汇率如何决定变得愈加复杂。频繁而剧烈的汇率变动导致了国际经济关系的紊乱, 引起了国际贸易、国际金融和国际投资的不确定性增大, 从而导致风险加大。汇率剧烈而频繁的变动会引起资源配置的扭曲, 严重的会危及银行和企业的生存。面对投机的冲击而无法有效应对, 会导致数国乃至世界的政治经济动荡。每个国家在发展自己的经济, 实现其宏观经济目标的时候, 汇率无疑是一个十分重要的考虑因素。

在世界范围内总需求不变的情况下, 一国出口商品的增加, 意味着对其他国家生产的商品需求的减少; 一国进口商品增加, 意味着对其他国家商品需求的增加。一国货币的贬值会引起该国的商品在国际市场的竞争力增强, 增加商品的出口; 同时, 外国的商品在国内变得更加昂贵, 会引起进口需求的减少。这两个因素的共同影响, 会使货币贬值国的总需求增加, 在国内经济的萧条期, 会使经济摆脱萧条。一国货币升值, 会使该国的商品在国际商品市场上竞争力减弱, 减少商品的出口, 增加进口。两个因素的共同作用, 会使货币升值国的总需求减少, 在萧条时会使经济进一步萧条。汇率的变化正是通过这种方式来影响总需求, 从而也影响就业量在不同国家之间的分配。这也正是汇率问题经常成为国家之间发生冲突的原因

之一。

由此可见,恰当的汇率政策不仅仅是解决好国内经济问题所必需的,而且对于解决国际间冲突、促进世界经济持续发展也有着重要的意义。尽管随着世界经济环境的变化,汇率理论也在不断发展,然而目前的汇率理论在解决金融危机,调节各国之间利益,促进世界共同发展方面还存在着许多不足,尤其是对发展中国家而言,目前的汇率理论还不能给出一个恰当的指导。本书从双重属性商品定价出发,发展了汇率决定理论,并以此为基础来分析一国政府如何才能恰当地运用汇率政策。就理论意义而言,是对汇率理论的发展,就实际意义而言,是对各国如何恰当运用汇率政策工具的一种探索。

1.2 国内外研究综述

汇率作为一个十分重要的政策工具,可以对一国宏观经济的许多方面产生影响。一个国家汇率政策的实施,会涉及许多方面,不同的理论对应着不同的政策含义。恰当运用汇率政策工具,需要涉及汇率理论的不同领域,下面对这些领域作一个简单的文献综述。

国外对汇率的研究涉及汇率的决定理论,汇率制度选择理论,固定汇率制度下货币危机的爆发原因和传播、扩散机制理论,以及各种汇率理论的实证检验等。

1.2.1 汇率决定理论文献

在汇率理论系统形成以前,就存在一些成为现代汇率理论渊源的观点。1752年英国经济学家大卫·休谟在《论贸易差额》中提出的“价格—铸币流动机制”实质上是最早的汇率决定理论之一。1861年英国学者戈申在其著作《外汇理论》中首次完整地提出了国际借贷说,成为汇率理论的先驱。1922年瑞典学者卡塞尔(Cassel)在《1914年以后的货币与外汇》一书中系统地阐述了汇率决定的购买力平价学说。考虑到国际资本流动对汇率的影响,凯恩斯(John Maynard Keynes)在1923年出版的专著《利率改革论》

中首次系统地提出了汇率决定的利率平价理论。在凯恩斯之后,英国经济学家艾因其格(P. Einzing)从动态的角度分析了汇率与利率的关系,真正地完成了古典的利率平价理论,并为现代利率平价理论开辟了道路。利率平价包括所谓非抵补利率平价(Uncovered Interest Rate Parity, UIRP)和抵补利率平价(Covered Interest Rate Parity, CIRP)。1927年法国学者阿夫塔利昂(A. Aftalion)运用奥地利学派的边际效用理论提出了汇率决定的“汇兑心理说”,认为货币的价值不依从任何规则,而是取决于外汇供求双方对外币边际效用所作出的主观评价。这一理论为后来将心理预期引入汇率理论分析开创了先河。随着布雷顿森林体系的建立,固定汇率制度逐步建立起来,汇率决定机制的现实需要受到了严重的削弱。这一时期的汇率决定理论主要是从国际收支的角度来阐述汇率的调节,汇率和国际收支的主要模型只涉及经常账户,同时汇率被看做是外生给定的一个固定参数,不考虑预期因素。最早的经常账户和汇率的模型是局部均衡分析的弹性论,主要是由英国经济学家琼·罗宾逊(Joan Robinson)在马歇尔微观经济学和局部均衡分析方法的基础之上发展起来的,它主要是研究货币贬值取得成功的条件及其对贸易收支和贸易条件的影响,如马歇尔—勒纳条件(Marshall Lerner Conditions)和J曲线效应(J Curve Effect)等。汇率决定理论在这一时期的最大成就是蒙代尔—弗莱明模型。尽管该模型的主旨是为了揭示资本完全流动的含义,然而从汇率决定的角度看,它的确是一种汇率决定理论。20世纪70年代以来,随着布雷顿森林体系的解体、汇率制度的多样化以及国际资本流动限制的日益放松,汇率决定的资产市场说逐渐成为汇率决定的主流。汇率决定的资产市场理论基础是把汇率当成一种资产的价格,主要有多恩布什(1976)提出的粘性价格货币分析方法、弗兰克尔(1976)和比尔森(1978)的弹性价格货币分析方法、考瑞尔(1976)和卡尔沃(1977)的货币替代分析方法以及布兰森(1975)的资产组合分析法。随着证券投资理论和资产定价理论的进一步发展,汇率决定理论发展的一个重要方面是将这些理论引入汇率理论,以解释汇率的变动。这些方面的研究成果有汇率决定的“新闻”分析方法和投机泡沫理论以及汇率决定的

混沌分析方法。^① 奥博斯特弗尔德、斯文森和拉金 (1981) 提出了实际汇率的跨时期分析方法, 研究了实际均衡汇率的决定。克鲁格曼 (1987) 提出了一个标准的描述目标区汇率制度下汇率行为的模型。以后几乎所有的有关汇率目标区研究都或多或少地和该研究有关, 克鲁格曼的模型成了汇率目标区理论的一个标准模型。汇率理论的近期发展, 主要是在过去的理论基础之上的进一步深化。奥博斯特弗尔德、若果夫 (1995) 在多恩布什的基础上, 引入跨时期分析方法, 提出了一个含有不完全竞争和名义价格刚性的开放经济动态模型。奥博斯特弗尔德、若果夫 (1998) 又将这一模型扩展为随机模型, 分析了汇率决定中的风险报酬问题。Andersen、Bollerslev、Diebold 和 Vega (2005) 研究了“新闻”对汇率市场的影响程度以及汇率如何对“新闻”调整的问题。Boudoukh、Richardson 和 Whitelaw (2005) 用一种新的方式研究了远期利率的变化对远期汇率的影响, 揭示了远期贴水的变动是汇率决定的基本因素。Chinn 和 Lee (2005) 运用结构分析的方法解释了经常性账户对汇率的影响。国家之间通过相互合作来影响汇率水平也是汇率决定理论的一个方面。国际货币体系理论的演变尤其反映了通过合作来影响汇率水平的历程。布雷顿森林体系的形成本身就是通过一系列制度安排从而确立一定汇率水平的结果。布雷顿森林体系解体之后的《广场协定》^②、《卢浮宫协定》^③、《马斯特里赫特条约》^④ 等都是通过制度安排来对汇率施加影响的例子。

综合汇率决定理论的发展, 正如多恩布什 (Dornbusch, 1983) 指出的那样, 对汇率有三种基本的看法: 第一种把汇率看做是商品的相对价格; 第二种把汇率看做是货币的相对价格; 第三种把汇率看做是债券的相对价格。多恩布什对汇率的理解实际上反映了国际货币从商品贸易领域走向资

① 见 Blanchard, O. J., “Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations,” *Economic Letters*, 3, pp. 387–389, 1979 and Paul De Grauwe, Hans Dwyer and Mark Embrechts, “Exchange Rate Theory: Chaotic Models of Foreign Exchange Markets, Published by Blackwell Publishers, 1993.

② 1985 年 9 月由美国、英国、法国、德国、日本五国签订。

③ 1987 年 2 月由美国、英国、法国、德国、日本五国集团和加拿大共同签订。

④ 1991 年 12 月由欧洲共同体成员国签订, 其中的《经济与货币联盟条约》规定了欧洲货币一体化的进程。

产领域的过程。尽管到目前为止,尚没有哪一种汇率决定理论能够恰当地同时表述国际货币的这两种职能,然而在这个过程中,有关汇率决定的不同理论实际上反映出汇率由商品贸易职能向商品贸易职能和资产职能双重职能的变化过程,而通过国际合作来确立汇率水平的实践揭示了存在多重汇率水平的均衡。

1.2.2 汇率理论的实证检验综述

经济学界一直比较注重实证研究,对汇率理论也不例外。汇率理论的发展,一直是和实证检验不可分离的,尤其是随着计量经济学这一工具学科的发展,实证检验日益成为汇率研究方面的一个热点。实证检验也成为推动汇率理论发展的重要动力。对购买力平价理论,不同学者运用不同数据区得出的结论不尽相同,甚至还是相互矛盾的。然而普遍观点是,经验检验证明,购买力平价在短期内对于汇率行为的描述是较差的,短期汇率波动较大。在长期的分析中,购买力平价似乎对汇率的变化有一种合理的指导。Rogoff (1996)^①在对自己的文献的回顾中说明,一个包括广泛的样本国家集合,对购买力平价发生偏离的半衰期大概为3~5年,这意味着对购买力平价的偏离以每年15%的速度在消除。Taylor和Peel (2000)^②所作的分析表明,当对购买力平价偏离加大时,回归到购买力平价的速度也会上升。在利率平价检验方面,早期的研究证实,由于交易成本、市场的流动性、投资风险以及提供套利资金的差别,使得套利动机的完全弹性无法达到,进而导致对国际利率平价的偏离。^③经验证据一般都支持利率平价,尤其是在短期的以及利率在欧洲市场确定的那些资产。然而也有证据表明,

① Rogoff, Kenneth, 1996, "The Purchasing Power Puzzle", *Journal of Economic Literature*, 34, pp. 647-668.

② Taylor, Mark P., and David A. Peel, 2000, "Nonlinear Adjustment Long-Run Equilibrium and Exchange Rate Fundament", *Journal of International Money and Finance*, 19, No. 1, pp. 33-53.

③ 见 Officer, Lawrence H., and Thomas D. Willett, 1970, "The Covered-Arbitrage Schedule: A Critical Survey of Recent Developments", *Journal of Money, Credit and Banking* 2, pp. 247-257 以及 Frankel, Jacob A., and Richard M. Levich, 1975, "Covered Interest Arbitrage: Unexploited Profits?", *Journal of Political Economy*, 83, No. 2, pp. 325-338.