



高等学校经济与管理专业系列教材

国际金融管理

陈信华 编著

高等教育出版社
上海社会科学院出版社

高等学校经济与管理专业系列教材

国际金融管理

陈信华 编著

高等教育出版社
上海社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际金融管理/ 陈信华编著. —北京: 高等教育出版社,
2001.7
高等学校经济与管理专业系列教材
ISBN 7-04-009591-2

I. 国… II. 陈… III. 国际金融管理-高等学校-教
材 IV. F831.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 19764 号

责任编辑 徐超 包莹
封面设计 吴昊

特约编辑 陈以昕 张勇
责任印制 潘文瑞

书 名 国际金融管理
主 编 陈信华

出版发行	高等教育出版社	上海社会科学院出版社
社 址	北京市东城区沙滩后街 55 号	上海市淮海中路 622 弄 7 号
邮政编号	100009	200020
电 话	021-62587650	021-53062622
传 真	021-62558140	021-53062622
网 址	http://www.hep.edu.cn	

排 版 南京展望照排印刷有限公司
印 刷 上海三印时报印刷有限公司

开 本 787×960 1/16
印 张 16.75
字 数 360 000

版 次 2001 年 7 月第 1 版
印 次 2001 年 7 月第 1 次
定 价 19.00 元

凡购买高等教育出版社图书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请在所购图书销售部门联系调换。

版权所有 侵权必究

前 言

随着我国经济的日益对外开放,我国的大中型企业、商业银行及其他金融机构进入国际金融市场开展投资、融资业务的机会越来越多。在这种情况下,积极利用国际金融市场上的各种工具对外汇风险和利率风险进行有效的管理,已成为涉外经济实体财务运作中最重要的组成部分之一。

我们知道,英语中的 finance 既可翻译成“金融”,又可翻译成“财务”。作者对此的理解是:从市场运作或从政府监管的角度出发来看问题,使用“金融”这个词汇比较恰当,即在宏观层面上 finance 应译作“金融”;如果站在微观的层面上,从企业的经营与管理的角度来分析问题,将 finance 翻成“财务”比较妥帖。

本书首先从宏观层面揭示了国际金融活动中最重要的变量(如名义利率、实际利率、即期汇率、远期汇率以及通货膨胀率等)之间的均衡关系,并在后面的章节中还探讨了关于利率期限结构的理论。众所周知,利率是借贷资金的价格,而汇率则是货币买卖的价格,至于通货膨胀率则是货币本身价值的变动率。很显然,如果我们不能把握这些重要金融变量之间的均衡关系,那么,要想掌握国际金融管理技巧就缺乏夯实的理论基础。

在研究了国际金融的均衡理论之后,本书开始介绍国际货币市场、国际资本市场和外汇市场的基本知识及其运作过程。在市场经济中,货币市场和资本市场是配置金融资源的主要市场机制;而资金的运动一旦跨越了国界,它又需要外汇市场来提供货币转换的交易媒介。所以,国际筹资管理和国际投资管理的要旨及外汇交易的操作程序又构成了接下来几章所阐述的重点。

随后,作者又沿着企业和金融机构的财务管理这一主线,从微观层面上界定了不同类型的外汇风险,分析了最常用的防范外汇风险的方法,并用专门的篇幅着重研究了利率风险的衡量指标及利率风险的管理技巧。

最后,考虑到货币资金从储蓄者到投资者的转移需要借助于各种金融工具,而各种金融工具的特征及其定价往往是不同的,所以,作者又围绕着国际金融工具创新,对国际金融市场上最新出现的各种衍生产品作了详尽的描述,并对这些金融工具在汇率风险和利率风险管理中的具体运用作了特别的介绍。

总而言之,本书的内容充实,它既有基础理论的一般论述,又有实务操作的具体介绍,并有大量的案例分析。此外,本书的结构安排相当严谨,叙述过程有较强的逻辑性,语言顺畅易懂。

本书主要用作高等院校经济与管理类专业的本科生的教材,但对于大中型企

业的财务管理人员以及银行等金融机构的信贷部、外汇部、国外业务部的专业工作者来说,这也是一本具有较高实用价值的参考书。

编著者

目 录

1	第一章 国际金融管理的市场均衡理论
1	第一节 国际金融的均衡模型
2	第二节 利率平价理论:利率与远期汇率的关系
6	第三节 购买力平价说:通货膨胀率与汇率的关系
9	第四节 费雪效应:名义利率与预期通货膨胀率的关系
11	第五节 国际费雪效应:利率与即期汇率的关系
14	第六节 市场预期理论:远期汇率与未来即期汇率的关系
17	复习思考题
19	第二章 国际货币市场的交易活动
19	第一节 国际货币市场概述
26	第二节 欧洲货币市场
34	第三节 亚洲美元市场
36	第四节 欧洲货币市场的信用创造进程
43	复习思考题
44	第三章 国际资本市场的交易活动
44	第一节 国际资本市场概述
45	第二节 国际银团(辛迪加)信贷业务
53	第三节 欧洲票据市场
55	第四节 国际债券市场
65	第五节 国际股权资本市场
71	复习思考题
72	第四章 外汇市场的业务运作
72	第一节 外汇与外汇市场
75	第二节 外汇的标价及汇率套算方法

82	第三节 即期外汇交易与远期外汇交易
87	第四节 远期升水和远期贴水的计算
94	第五节 有效汇率、实际汇率及有效实际汇率
101	复习思考题
103	第五章 外汇风险管理
103	第一节 外汇风险概述
109	第二节 跨国经营过程中的经济暴露管理
118	第三节 外汇风险管理的态势与方法
123	第四节 进口付汇与出口收汇的外汇风险管理
127	第五节 特别提款权在外汇风险管理中的运用
132	复习思考题
134	第六章 债券价格的波动与利率风险的衡量
134	第一节 债券的价格及其波动性特征
139	第二节 债券价格波动性的衡量尺度之一:久期
147	第三节 债券价格波动性的衡量尺度之二:凸性
154	复习思考题
155	第七章 息票“剥离”技术与利率的期限结构
155	第一节 利率的期限结构
159	第二节 零息票产品的收益曲线与息票“剥离”技术
166	第三节 关于利率期限结构的纯粹预期理论
173	第四节 关于利率期限结构的流动性偏好理论
175	第五节 关于利率期限结构的市场分割理论与区间偏好理论
177	复习思考题
179	第八章 金融创新与衍生工具交易
179	第一节 金融衍生品概述
184	第二节 金融期货交易
191	第三节 期权交易
196	第四节 远期利率协议
202	第五节 货币互换与利率互换交易

211	复习思考题
213	第九章 期权投资的策略与管理
213	第一节 期权交易对投资策略的创新意义
214	第二节 抵补头寸
221	第三节 价差头寸
238	第四节 组合头寸
248	第五节 多期期权的交易策略
257	第六节 利率互换期权与利率期货期权
259	复习思考题
260	后记

第一章

国际金融管理的 市场均衡理论

国际金融管理所涉及的最重要的变量有利率、通货膨胀率、即期汇率和远期汇率等。这些变量融合了经济的基本因素和政府的政策因素,在受国内经济运行和对外经济交往影响的同时,也对一国的产品市场、货币市场和外汇市场的均衡产生重要作用。综观国际金融的基本理论,反映金融市场均衡关系的有利率平价理论、购买力平价说、封闭性和开放性假设下的费雪效应以及市场预期理论等。本章将对这些国际金融管理所涉及的基础理论进行简要阐述,并揭示存在于利率、通货膨胀率、即期汇率和远期汇率等重要经济变量之间的均衡关系。

第一节 国际金融的均衡模型

汇率、利率及通货膨胀率是宏观经济中最重要的货币性变量,这些变量不仅受有关国家的经济政策、国际收支状况及国民经济运行实际情况等因素的影响,而且市场预期心理等主观因素及各类突发事件对这些变量也产生作用。

为了使国际金融管理能建立在一个动态的、系统的基础上,首先需要掌握这些变量之间存在着均衡关系。这种均衡关系可用图 1-1 所示的国际金融均衡模型来表示。

图 1-1 所示的均衡模型以英美两国为例,在假定国际资本流动不存在任何障碍的前提下,它能概括性地反映出在各国国内产品市场上的通货膨胀率、货币市场上的利率和外汇市场上的即期汇率与远期汇率之间所存在的种种均衡关系。

在分析模型之前,首先要注意以下三点:

(1) 模型中的利率都是指欧洲货币市场上有关货币的银行同业拆放或拆借利率,因为这个市场几乎没有任何人为的管制措施,是最富有竞争性和最具效率的市场。

(2) 模型中的汇率都是指英镑的美元价格,即英国外汇市场上用间接标价法的报价,或者说是美国外汇市场上用直接标价法的报价。

(3) 模型中的利率、汇率和通货膨胀率都是以年率来表示的,即各个金融变量的期限结构应该是相一致的。如果各个变量的期限不一致,那就需要作适当的调整以便形成一个可作比较的基础。

图1-1所示的国际金融均衡模型清楚地表明,利率、汇率、通货膨胀率等重要经济变量都不是孤立存在的,而是作为整体金融活动的一个有机组成部分来发挥作用。组成上述模型的基础理论有:利率平价理论、购买力平价说、费雪效应和国际费雪效应、远期汇率的市场预期理论。

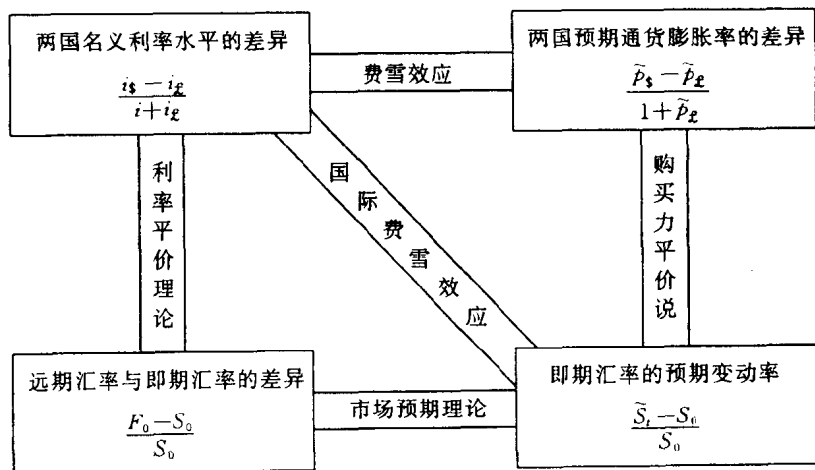


图 1-1 国际金融均衡模型^①

第二节 利率平价理论：利率与远期汇率的关系

利率平价理论(the theory of interest rate parity)又称“利率裁定论”和“远期汇率

^① 模型中的符号说明： i_s 为欧洲货币市场上的美元利率； i_E 为欧洲货币市场上的英镑利率； $\bar{p}_s$ 为美国的预期通货膨胀率； $\bar{p}_E$ 为英国的预期通货膨胀率； S_0 为现时的即期汇率； F_0 为现时的远期汇率； S 为预期在 t 时的即期汇率。

论”，这是一个有关货币市场与外汇市场均衡的理论，由英国著名经济学家梅纳德·凯恩斯于 1923 年在深入研究了利率与汇率之间的内在联系之后提出。

一、利率平价理论的要旨及其推导

利率平价理论的要旨是：利率水平相对较高的国家的货币对其他国家货币的远期汇率为贴水(at discount)，利率水平较低的国家的货币对其他国家货币的远期汇率则为升水(at premium)。① 假定在各国货币能够自由兑换、国际资本能够自由流动的条件下，市场参与者的理性活动最终能促使国内外利率水平与即期汇率、远期汇率之间保持一种均衡关系，即外汇市场上的远期升(贴)水幅度基本上等于货币市场上国内外短期利率的差额。② 当这种利率平价关系不能成立或得不到满足时，以赚取无风险利差收益或升水收益为目的的抵补套利活动(covered interest arbitrage)就会大规模地展开，直至外汇市场与货币市场重新恢复均衡为止。此时，在国内投资与在国外投资的收益应该是无差异的。

在利率和即期汇率都给定的情况下，远期汇率的决定过程可通过下面的例子来推导：

假定有一个美国出口商预期在一年后(t 时)将收到一笔英镑货款，数额为 A 。为避免届时英镑对美元汇率发生下跌的风险，该出口商可去远期外汇市场按远期汇率(F_0)出售一年期的英镑期汇。在一年后远期合约到期交割时，出口收益的美元价值为 $\$(F_0 A)$ 。

当然，美国出口商也可通过货币市场上的借贷交易来弥补其出口收汇的外汇风险，即现在(0 时)就去欧洲货币市场上借入一笔一年期的英镑资金，数额为 $\pounds\left(\frac{A}{1+i_{\pounds}}\right)$ ，并随即将这笔英镑资金在外汇市场上按即期汇率(S_0)兑换成美元，再将这笔美元资金在欧洲货币市场上投资一年(如存入银行或购买国库券)。投资期满时，连本带息可收回 $\$\left(\frac{S_0 A}{1+i_{\pounds}}\right)(1+i_s)$ 。而英镑借款到期时，其本金和利息则可用届时收回的英镑货款来支付。毫无疑问，在货币市场与外汇市场处于均衡状态的情况下，上述两种抛补外汇风险的方式所产生的结果应该是大致相同的，即：

① 远期汇率与即期汇率相比，若有差额称远期差价(forward margin)。假如远期汇率比即期汇率贵，称远期升水(at forward premium)；假如远期汇率比即期汇率便宜，称远期贴水(at forward discount)。假如两者正好相等，则称平价(at par)。

② 更准确地说，假定外汇市场与货币市场处于均衡状态，在采用直接标价法的情况下，两国货币的远期升(贴)水率等于两国货币的利差与 1 加上外国的利率相除之商；而在采用间接标价法的情况下，则等于两国货币的利差除以 1 加上本国的利率。

$$\$(F_0A) = \$\left(\frac{S_0A}{1+i_{\text{£}}}\right)(1+i_{\text{\$}}) \quad (1-1)$$

在等式(1-1)两边同时除以 S_0 并减去 1, 便可得到用公式表示的利率平价理论:

$$\frac{F_0 - S_0}{S_0} = \frac{i_{\text{\$}} - i_{\text{£}}}{1 + i_{\text{£}}} \quad (1-2)$$

利率平价关系可由图 1-2 表示。

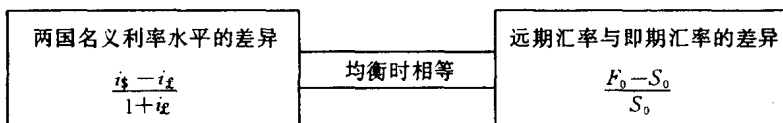


图 1-2 利率平价理论

二、利率平价关系的实现机制

使利率平价关系得以实现或维持的内在市场机制是抵补套利活动。下面结合一个有具体数字的例子来说明这个机制的调节作用。

有一个美国的投资者,正想对手中持有的 100 万美元作一年期的投资。假定在货币市场上,美元资金的年利率为 $8\frac{25}{32}\%$,英镑资金的年利率为 $10\frac{15}{16}\%$;在外汇市场上,美元对英镑的即期汇率为 $\$ 1.390 5/\text{£}$,一年期远期汇率为 $\$ 1.363 5/\text{£}$ 。^① 该美国投资者所面临的两个投资机会的预期收益如下:

(1) 在美国国内投资,按 $8\frac{25}{32}\%$ 的年利率起息,投资期满时连本带息可收回 $\$ 1 087 812.50$;

(2) 去英国投资,即先按 $\$ 1.390 5/\text{£}$ 的即期汇率将 100 万美元兑换成 $\text{£} 719 165.77$,再用这笔英镑资金在货币市场上投资,按 $10\frac{15}{16}\%$ 的年利率起息。与此同时,为防范汇率变动的风险,投资者可将预期在投资结束时收回的英镑本息 $\text{£} 797 824.53$ 在远期外汇市场上按 $\$ 1.363 5/\text{£}$ 的汇率卖出,到远期合约交割时他可得 $\$ 1 087 833.75$ 。

从上述的分析中可看出,两种投资机会预期所获得的美元收益几乎是一样的(只相差 $\$ 21.25$)。这说明英美两国的利率平价关系基本得到满足,两国的

^① 为了使问题简易明了,本案例没有区分货币市场上存款利率和贷款(或投资)利率,也没有区分外汇市场上的买入汇率和卖出汇率。而在经济活动的实践中,投资者则必须仔细查看外汇的买卖差价和资金的存贷利差。

货币市场和外汇市场处于均衡状态,即美元资金与英镑资金的利差

$$\left(\frac{i_s - i_{\text{£}}}{1 + i_{\text{£}}} = \frac{8.78125\% - 10.9375\%}{1 + 10.9375\%} = -1.94\% \right) \text{ 等于 远期 英镑 的 贴 水 率}$$

$$\left(\frac{F_0 - S_0}{S_0} = \frac{\$1.3635 - \$1.3905}{\$1.3905} = -1.94\% \right) \text{。在这种情况下,不存在抵补套利的}$$

机会。反之,假如利率平价关系得不到满足,货币市场和外汇市场处于非均衡状态,那么,两种投资的不同结果就会触发抵补套利活动,即套利者就会在较低利率的市场上借入某一种货币资金,将其在即期外汇市场上兑换成另一种货币,并在较高利率的市场上进行投资;同时将预期中的投资收益(本金和利息)在远期外汇市场上抛出,换回原来借入的那种货币。当然,抵补套利有时会以另一种形式进行,即资金从利率较高的国家流向利率较低的国家,这时远期外汇交易所赚得的升水率肯定要大于去较低利率国家投资所蒙受的利差损失。

一国的利率水平即便高达 10% 也只不过是 0.1。在实践中,人们常将式(1-2)等号右边那一项的分母中的外国利率($i_{\text{£}}$)略去,从而得到利率平价理论的近似式,即远期外汇的升(贴)水率等于两国货币的利率差异:

$$\frac{F_0 - S_0}{S_0} \approx i_s - i_{\text{£}} \quad (1-3)$$

值得一提的是,抵补套利与未抵补套利(uncovered interest arbitrage)是有差别的。在未抵补套利活动中,套利者对去国外投资所承受的外汇风险并未作抵补,而是敞开外汇的多头寸(long position)直至投资期满,届时再将外币投资本息在即期外汇市场上抛出换回本币。未抵补套利者在套取国与国之间存在的利差的同时,又在对有关货币未来的即期汇率进行“打赌”,希望能再赚到预期中的风险利润。然而,一旦对汇率的预测失败,外汇投机就可能蒙受损失。与之相反,抵补套利所赚取的利润则是毫无风险的,它由借贷利差与远期升(贴)水率之间的差额构成。当然,这种无风险利润的存在是以有关国家的利率与汇率之间的关系失衡为前提的。

由市场不均衡所产生的抵补套利的机会不会存在太久,因为随着大规模抵补套利活动的展开,货币市场上的借贷利率及外汇市场上的即期汇率、远期汇率都会发生变动,原来在利差与升(贴)水率之间存在的差额就会逐渐缩小,当其等于抵补套利的成本时,这种活动就会停止,有关市场之间的均衡关系重新得到恢复。所以说,虽然抵补套利活动是市场不均衡的产物,但它本身又是促使市场重新恢复均衡的推动力量或调节机制。这便是利率平价理论的实质。

然而,从利率平价理论的运行情况来看,根据利率差异所预测的有关货币的升贴水率往往与外汇市场的实际报价不相符合。究其原因主要有以下两点:

第一,利率平价关系赖以成立的前提条件在许多国家并不存在。例如,利率平价

理论的一个重要假设是资本在国际间的流动没有任何障碍,即有关国家不实施任何外汇管制。但在世界经济的实践中,各国政府经常对本国货币的自由兑换和资本的跨国界流动加以某种程度的限制;不仅如此,这些国家的金融当局还经常对本国货币市场上的借贷利率规定最高界限(如美国 20 世纪 30 年代银行法中的 Q 项条例)。

第二,利率平价理论除了汇率风险之外,未分析其他有关的风险,如违约风险(default risk)或信用风险(credit risk)、政治风险(political risk)或国家风险(national risk)或主权风险(sovereignty risk)等对投资者实现最佳资产组合及其调整进程的作用。实际上,即便在投资期限、收益率及税收待遇等方面没有差异,去国外投资比在国内投资总是要冒更大的主权风险。除此之外,抵补套利还涉及到各种交易成本,这在不同的程度上也影响着投资者的交易动机;而投资者对待风险的态度也不可能全都是一样的。所以,各国债券之间虽然存在一定的替代性,而且在有些情况下,这种相互替代的弹性可能很大,但它绝非是完全的。

正是由于上述人为和非人为因素的存在,使得跨国界的抵补套利活动不能充分地展开,从而阻碍着利率平价关系的完全实现。

第三节 购买力平价说：通货膨胀率与汇率的关系

通过上一节的分析,我们了解到,有关国家的利率差异与货币的远期汇率之间存在着一种内在联系,其均衡状态是由抵补套利活动来实现或维持的。与此相同,有关国家的预期通货膨胀率差异与货币的即期汇率变动率之间也存在着一种内在联系,其均衡状态在某种程度上是靠商品套购活动(commodities arbitrage)来实现或维持的。研究这种均衡关系的理论称作“购买力平价说”(the theory of purchasing power parity)。

购买力平价说是 20 世纪 30 年代由瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔(Gostav Cassel)提出的,他以国内物价水平来代替购买力指数,展开了对物价水平与货币汇率之间关系的分析。这个理论有绝对购买力平价(absolute PPP)和相对购买力平价(relative PPP)两种形式,前者说明在某一时刻上汇率决定的基础;后者则解释在某一时段里汇率变动的原因。

一、绝对购买力平价

根据绝对购买力平价的观点,一国之所以需要外国货币是因为它可用来购买

外国的商品、技术或劳务；外国之所以需要本国货币是因为它可从本国购买商品、技术或劳务。因此，以本国货币交换外国货币，其实质就是用本国的购买力去交换外国的购买力，而汇率反映的就是两国货币在各自的国家里所具有的购买力的对比。例如，购买某个由多种商品组成的一篮子商品在美国要花 2 美元，而在英国购买同样的一篮子商品只需花费 1 英镑，这就意味着英镑的购买力是美元的 2 倍。在通常的情况下，一国货币购买力的大小是通过该国物价水平的高低反映出来的，即购买力指数是某一时期物价指数的倒数。因此，基于绝对购买力平价之上的两国货币的汇率可用两国物价水平的对比来表示，即：

$$\text{英镑的美元价格} = \frac{\text{美国国内的物价水平}}{\text{英国国内的物价水平}}$$

绝对购买力平价暗含着一个重要的假设，即在国际间进行的商品套购活动能使同类、同质的商品具有等值的价格，从而使“一价定理”(the law of one price)得以实现或维持。例如，某种商品在美国的售价是 300 美元，在英国的售价为 250 英镑，当时两国货币的即期汇率为 \$ 1.40/£。由于同类、同质商品用同一种货币表示的价格出现了差异，即 \$ 1.40/£ × £ 250 > \$ 300，在这种情况下，商品套购活动就会发生，即套购者(arbitrageur)在美国买进该种商品，并将其转运到英国加以出售。如果不计运输、保险及其他交易费用，每单位商品可实现套购利润 50 美元，而且这种利润基本上是无风险的。很显然，只要这种盈利机会继续存在(每单位商品的运费、保险费和税金等交易费用低于 50 美元)，套购活动就不会停止。作为套购者大量地在美国购进并在英国抛出的结果，该种商品的美元价格就会逐渐上涨，而英镑价格则会不断下跌，英美两地的差价日趋缩小，直至潜在的套购利润完全消失为止(商品的英镑价格 × 英镑的美元价格 = 商品的美元价格)。由此可见，商品套购活动是使“一价定理”得以实现或维持的内在市场调节机制，是有关国家的货币保持绝对购买力平价关系的基础。

二、相对购买力平价

相对购买力平价认为，在纸币流通的条件下，随着各国经济状况的变化，有关国家货币的货币购买力也必然会经常发生增减，而汇率的变动正是要反映两个国家的物价水平在某一段时期将要出现的相对变动情况，即预期通货膨胀率的差异。

相对购买力平价比绝对购买力平价更具有现实意义，因为它有助于人们从动态的角度分析和预测汇率的运动。假如我们研究的是过去汇率变动的轨迹，就可参照实际发生的相对物价水平的变化情况来对其进行事后检验；假如是在事前要预测即期汇率的变动趋势及变动幅度，则可通过分析有关国家之间存在的预期通货膨胀率的差异来做出结论。

举例来说,英国在某一时期的预期通货膨胀率为 12%(年率),而美国的同一时期的年预期通货膨胀率只有 8%,根据相对购买力平价的理论,我们可预测英镑对美元的汇率将要发生下跌,幅度可达 3.57%,即: $\frac{8\% - 12\%}{1 + 12\%} = -3.57\%$ 。

三、购买力平价理论的推导

根据绝对购买力平价理论,任何时期的即期汇率是根据有关国家的相对物价水平决定的。在基期,即期汇率为: $S_0 = \frac{p_s}{p_{\text{£}}}$ ①。在下一期(即在 t 时),预期的即期汇率则为:

$$\bar{S} = \frac{p_s(1 + \bar{p}_s)}{p_{\text{£}}(1 + \bar{p}_{\text{£}})} \quad (1-4)$$

在公式(1-4)的左边除以 S_0 ,右边除以 $\frac{p_s}{p_{\text{£}}}$,并在等式两边同时减去 1,便得到相对购买力的公式:

$$\frac{\bar{S}_t - S_0}{S_0} = \frac{\bar{p}_s - \bar{p}_{\text{£}}}{1 + \bar{p}_{\text{£}}} \quad (1-5)$$

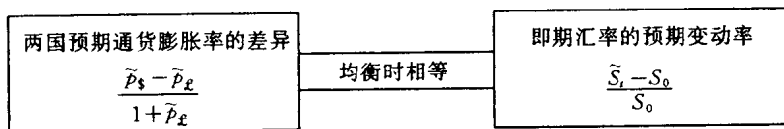


图 1-3 相对购买力平价理论

相对购买力平价的观点可概括为:假如甲乙两国的预期通货膨胀率出现差异,那么,两国货币的名义汇率(nominal exchange rate)就应作出变动以补偿这种相对价格体系的变化,从而使两国货币的实际汇率(real exchange rate)维持不变。

与利率平价的关系相似,在实践中,人们经常将公式(1-5)等号右边那一项分母中的外国预期通货膨胀率($\bar{p}_{\text{£}}$)略去,从而得到购买力平价理论的近似式,即预期的即期汇率变动率等于两国通货膨胀率的差异:

$$\frac{\bar{S}_t - S_0}{S_0} \approx \bar{p}_s - \bar{p}_{\text{£}} \quad (1-6)$$

① p_s 和 $p_{\text{£}}$ 分别是美国和英国的国内物价水平或价格指数。

四、关于购买力平价理论的简要评论

实证检验表明,用相对购买力平价理论来解释长期汇率的变动要比解释短期汇率的变动更为准确;换言之,随着分析时段的拉长,相对购买力平价理论的预测性不断得到改善。另外,由于该理论仅基于货币性经济变量之上,因而它更适合解释由于货币性因素的冲击所引起的汇率变动(特别是在发生恶性通货膨胀时期),而在一国经济遭受实际性经济因素冲击的情况下,该理论解释汇率变动的适用性就比较差。

此外,我们在运用购买力平价理论来预测汇率时还应注意:

(1) 预测的均衡汇率会因所选取的基期的不同而发生变化;换言之,假如用作分析起点的基期汇率不是均衡汇率^①,所预测的汇率就会出现被高估或低估的现象。

(2) 对货币汇率与物价水平关系的分析应集中在国际贸易商品的相对价格之上,而不是国内一般物价水平的对比。因为在各国的国内,都存在一些不参与国际贸易的商品和劳务,而对有关国家的货币汇率产生影响的是贸易商品相对价格的对比;当然,这种作用进程是双向性质的,即有关国家货币汇率的变动也会影响两国贸易商品的相对价格体系。

(3) 购买力平价理论假定有关国家之间的贸易是完全自由进行的,即不存在关税、配额及其他影响自由贸易的障碍;此外,两国之间的运费、保险费等交易费用也略而不计。而在实际运用该理论时,必须充分考虑到各种阻碍自由贸易的因素(包括人为的或自然的因素)对汇率及其变动可能产生的影响。

(4) 购买力平价说只注重货币性变量的作用,忽略了实际性变量和预期心理等因素对汇率的影响。例如,市场垄断力量的形成、政府的管制及其他干预措施等,都会阻碍货币汇率对通货膨胀率差异作出充分的调整,从而使得购买力平价关系难以维持。

第四节 费雪效应：名义利率与预期通货膨胀率的关系

一、费雪效应的内容

各国国内的货币市场以及国际货币市场上的利率都是名义利率(nominal

^① 所谓均衡汇率(equilibrium exchange rate),是指能导致经常项目(有形贸易加上无形贸易)的差额正好等于资本项目的差额,从而使一国国际收支的净差额等于零或接近零的汇率。