

开放经济下的金融运行研究文库

汇率波动的 经济效应



Economic Effect of Exchange Rate Volatility

涂永红 著

中国金融出版社

中国人民大学财政金融学院
国家外汇管理局合作研究项目成果

汇率波动的经济效应

涂永红著

中国金融出版社

1524/91

责任编辑:古文君

封面设计:王 威

图书在版编目(CIP)数据

汇率波动的经济效应/涂永红著. —北京:中国金融出版社,1999.9

(开放经济下的金融运行研究文库)

ISBN 7-5049-2187-4

I. 汇…

II. 涂…

III. 汇率—经济波动—研究

IV. F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)年第 34914 号

出版 中国金融出版社

发行 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京彩虹印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 17.5

字数 420 千字

版次 1999 年 9 月第 1 版

印次 1999 年 9 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂

《开放经济下的金融运行研究文库》

学术指导：王传纶 周升业 陶湘

主 编：陈雨露

副 主 编：卢卓雄 涂永红 吴清

《开放经济下的金融运行研究文库》

· 总 序 ·

改革、开放是建设具有中国特色社会主义的必由之路，是邓小平理论的核心。开放经济意味着将本国的商品市场、资本市场和劳务市场与国际接轨，充分发挥比较利益优势，参加日益深化的国际分工。曾经封闭过 30 多年的中国，经过 18 年以吸引外资、引进国外先进技术、设备和管理为中心的对外开放，经济体制顺利地由计划经济向市场经济转轨，经济结构迅速调整，稀缺资源的利用效率提高，中国经济迸发出勃勃生机，创造了举世瞩目的经济奇迹。

进入 20 世纪末，国际经济、金融格局出现了前所未有的剧变。西方七国首脑会议、东南亚经济合作联盟、南锥体经济联盟在国际贸易和金融活动中发挥着强劲的作用。经济发展区域化、经济制度多元化、经济政策协同化成为国际经济发展的显著特征。作为具有悠久历史和独特社会、政治、经济制度的大国，中国应该选择怎样的路径、怎样的方式切入国际经济，才能在多元化世界中通过有效的能量交换，补充、壮大自己的实力，创造出独具中国特色的繁荣昌盛呢？

在现代货币的经济下，形形色色的国际经济交往，最终必将通过国际金融来实现。微观层次上，国际金融是国际贸易、国际技术往来、国际劳务合作的结算和融资手段，体现为国际资本流量、流程、流速各具特色、气势磅礴、循环往复、遍布全球的资本流。宏观

层次上、国际金融是各国政府政治、经济、外交政策所欲争夺的焦点,谁能将资本流适时、适量地引入本国,谁就获得了超越国界的巨额资源和能量,就可以在世界竞争中把握先机,拥有发展的主动权和外部环境。如果发展中国家政府不能成功地将资本流引入本国,即使没有因国际资本流的席卷而损失本国资源,仅仅依靠本国的资源谋求经济发展,必然相对落后,最终成为先进国家以邻为壑的牺牲品,难逃“人为刀俎,我为鱼肉”的残酷命运。

建国以后,各高校、研究机构的学者们,几十年来对风云变幻的国际金融市场进行了坚持不懈、孜孜以求的探索,努力认识、把握国际金融活动规律,试图对关系我国生杀予夺大权的资本流因势利导,使我国在汹涌莫测的国际金融领域中趋利避害,为我国营造经济腾飞的外部环境。经过三代人艰苦卓绝的勤勉工作,我国国际金融研究的重要意义得到举国上下的一致认同。随着经济开放程度的加深、贸易和货币自由化速度的加快、国际贸易和国际资本流动的规模迅速扩张,国际收支结构发生了深刻的变革,我国外部经济的发展与均衡状况开始愈益深重地影响整个国民经济的均衡发展,实践也随之向理论界提出了更加深邃的课题。

内外均衡是 21 世纪中国经济和金融研究的重点之一。内部均衡是指通过控制总需求水平而使本国经济处于充分就业和通货稳定的状态;外部均衡是指通过控制总需求水平而使本国的国际收支处于平衡状态。当国际收支发展的规模已经足以影响内部经济和整个宏观经济均衡发展时,内外均衡就成为一国宏观经济政策最重要的目标。当然这也就是货币改革最重要的目标。鉴于 90 年代以来我国国际收支状况对宏观经济运行的显著影响,不少有识之士已经开始对内外均衡理论——机制——政策的研究,以实现我国金融研究向开放经济阶段的质的飞跃。但是这种研究无

疑还处于起步阶段。中国人民大学财政金融学院充分发挥中青年学者的生机和学术潜力,1994 年开始在王传纶、周升业、陶湘教授的指导之下,由陈雨露等同志主持《国际金融与国内金融接合部问题》、《国际游资的经济影响》和《人民币汇率预测的数学模型》等课题的研究,从国际金融角度研究内外均衡的机制和货币对策。参加课题资料整理、分析和报告写作的同志还有:涂永红、卢卓雄、王健、曹江波、周文和、罗颖、戚蓉蓉、杨颖、毛健、姜雪峰、周向勇等。

在课题研究基础上,陈雨露、涂永红和卢卓雄等同志,又花费了两年时间,陆续写成《开放经济下的金融运行研究文库》,融汇中外学者的研究之长,弘扬中国人民大学倡导的理论——机制——政策研究思路,注重历史分析和实证分析,努力拓展金融研究新视野。

中国金融出版社国际金融图书编辑部的张也男同志,以高度的社会责任感,不以商家利润为重,积极促成了本文库的出版,在此我们深表感谢。

主 编
1997 年 8 月

导 论

世纪之交，国际金融领域一派多事之秋的景象，欧洲货币危机、墨西哥金融危机、英国巴林银行的倒闭、亚洲金融危机、俄罗斯货币危机、国际银行业的购并风潮、美元与日元之间超大幅度的波动、欧元的启动，爆炸式的新闻接踵而至，令人目不暇接。面对这些非凡的事件，我们不能不冷静思索。这一连串的大事件显然都与汇率波动有关，究竟是哪些因素在决定汇率变动？一国出现的问题为什么会迅速演变成他国无法抗拒的外部冲击？汇率从中发挥了什么作用？应该以怎样的视角来看待国际金融领域的变迁？

一、宗旨

自 1983 年开始学习国际金融以来，我对国际金融的关注和研究长达 15 年之久。这些年的思考告诉我，在浮动汇率制度下，主要国际货币之间的无规则波动，是引发国际金融动荡的罪魁祸首。发展中国家的货币尽管采取了形式多样的钉住汇率制度或浮动汇率制度，但实质上都与美元、日元、德国马克保持着密切的联系；发达国家的货币也不例外，例如，欧关体国家致力于货币一体化，成员国之间的货币保持固定的比例，实际上是以德国马克为核心。研究美元、日元、德国马克三大货币之间的相对波动，无疑抓住了国际金融市场、特别是外汇市场的主要矛盾。

几乎在每一本国际金融教科书中，作者都花费了不少笔墨，阐述汇率的决定及汇率波动的原因。读者可以从中了解到，国民收入、国际收支、利率、通货膨胀、货币数量、市场预期、突发

的意外事件等是引起汇率波动的原因，但是具体到某一国家的货币，究竟是哪个因素起主导作用呢？或者是哪几个因素起主导作用呢？在这些起作用的因素中，各因素影响汇率的渠道、作用方向和程度怎样呢？

带着求知的渴望，我把目光转向了西方发达国家的学者，果然他们给出了一个又一个的汇率模型，用高度概括的、精炼的数学表达式，将影响汇率的重要因素发挥作用的对象、各因素之间的相互关系，明确地表达出来了，通过这些高度抽象的汇率模型，我至少可以进行一些简单的计算，从而了解到各因素影响汇率变化的“度”。在我囫圇吞枣般学习西方汇率理论后，回头着现实，仍然是雾里看花的感觉。诚然，国际借贷理论、购买力平价理论、汇兑心理学说、利息平价理论、汇率货币论、合理预期理论、资产组合平衡论使我们对汇率波动的认识大大地推进了一步，但是每一种理论都站在不同的角度、选择不同的市场、运用不同的宏观经济变量并按照不同的逻辑思维，对同一个事物——汇率运动规择进行系统性阐述，究竟哪一种理论对现实的汇率波动描述的最完美呢？换句话讲，如果我们要预测某一种具体的货币的波动，应该选择哪一种理论才能得到最接近现实的结果呢？

为什么美国在 80 年代初提高利率后，美元一路坚挺，最后不得不借助英法美日德五国联手干预才能使之“软着陆”，而我国 1995 年利率提高到两位数以上，人民币只有微不足道的升值呢？为什么日元在日本贸易收支顺差扩大的情况下仍然会贬值，而美国在贸易收支逆差有所减少对美元就会升值？德国与西班牙无论在收入水平还是经济贸易结构方面的差异如此悬殊，马克与比塞塔为什么能够组建同一个欧元区？国际投机力量为什么能够

在香港声东击西，汇市投机失利而股市投机获利丰厚？理论来自现实，是对现实的规律性的描述。我们必须学会还原理论，使理论的生命力在每一种具体的货币波动中得以体现和完善。

按照科学、合理的逻辑进行分析，借助最合适的经济指标或经济变量，运用恰当的分析技术和方法，对现实中的货币波动进行探讨，是本书写作的初衷。

二、思路

今天的每一个进步，都是前人智慧与努力的延续，是站在“巨人的肩膀上”的结果。早在建国之前，我国国际金融界的宗师陈彪如先生就致力于将西方国家的汇率理论引进中国，并建立了中国的国际金融体系。改革开放后，中国与世界的联系日益紧密，现代科技与通讯技术使国家之间的距离大大缩短，各国学者的研究成果在因特网上获得了最便捷的交流方式，人类智慧、创造力的纵向与横向交流几乎不存在任何技术上的障碍。纵观西方国家对汇率波动的研究，然后对比国内的研究，我实在是感慨万千，二者无论在研究的深度、广度还是研究技术的先进性方面，都存在着相当大的差距。我国的汇率研究主要还是定性分析，对汇率波动的理解与认识带有较大的模棱性和随意性，缺乏量和层次的模念。令人担忧的还有，我国的汇率研究存在大量的人力与物力浪费，我国学者在自己的成果中很少注明自己研究的前提条件及范围，使读者分不清诸如有关人民币波动的结论，是在考虑进出口贸易收支的前提下得出的，还是在考虑了资本流动的前捷下得出的，或者是在考虑了资本管制条件下的长期资本后得出的，或者是仅考虑外汇储备波动前捷下得出的。这种研究的习惯使国内

学者很难借鉴他人的成果，相互之间的学习和启发比较少，结果必然阻碍我们探索汇率波动规律的步伐。为了对国内汇率研究有所突破，本书在吸收国内外学者汇率研究成果的基础上，大量运用定量分析，尝试着将汇率研究往前推进一小步。

本书的总体思路是：以现有的汇率理论为脉络，探讨决定汇率水平及汇率变动的因素，以及这些因素发挥作用的机制，选择一组具有充分代表性的国家，以它们的货币汇率波动实践，检验这些因素的影响力大小，从而使读者明白哪种理论在哪些特定的国家更为适用，在分析某一类特定的国家的货币变动时应该重点考虑哪些因素。最后以美元、日元、德国马克为例，展示汇率波动的综合分析方法。

三、结构

本书的写作安排遵循总体→个体→总体的顺序，全方位、多角度探讨了汇率波动的决定因素，以及这些因素综合发挥作用的情况。

历史回顾

在本书的前三章，通过对本世纪以来的汇率体系的回顾，阐述了金本位制度、布雷顿森林体系及牙买加货币体系下的国际货币汇率安排，探讨这三种货币制度下货币运动的总体特征，以及国际货币合作、国家之间的货币协议、共同遵守的规章制度对汇率波动的影响。在这部分内容中，还专门分析了每一特定的历史时期主要国际储备货币的波动特征及其影响机制。

汇率决定因素实证分析

这是本书的核心部分，包括第 4~10 章。重点介绍了国际借贷理论、购买力平价理论、利息平价理论、汇率货币论、合理预

期理论、资产组合平衡论的前提条件、逻辑思路、分析方法和结论，对这些理论的实用性进行了国别检验。

国际借贷理论探讨了金本位制度下，币值高度稳定的两种货币之间的波动原因，提出了短期外汇收支、特别是进入实际支付阶段的流动性债权债务引起短期外汇市场供求变动进而决定汇率的观点。由于金本位制度下的外汇收支主要是贸易收支，因此我选择受贸易收支影响较大的名义有效汇率，对贸易收支与名义有效汇率之间的关系进行了国别相关性分析，得出结论：贸易收支对汇率波动的决定作用非常小，不能被作为引起汇率波动的主要因素。

购买力平价理论从货币数量论出发，系统介绍了货币购买力决定汇率的绝对购买力平价及相对购买力平价。为了验证购买力平价理论的实用性，我选用主要国际储备货币德国马克、日元，以及拉丁美洲国家发展模式的典型代表墨西哥的货币比索、内需与外向并进的发展中大国的代表性货币——人民币，以这些货币与美元的汇率作为研究对象，考察物价水平与汇率变动之间的相关关系。无论是发达国家，还是发展中国家，购买力平价都被证实具有高度的实用性，因此，通货膨胀在全球范围内都是决定并引起长期汇率波动的主要因素。

利息平价理论从资本市场角度探讨了远期汇率的决定。由于远期汇率一般在一年以内，因此利息平价可以被视作短期汇率决定理论。本书介绍了古典利息平价、艾因齐格的动态利率平价、现代利息平价以及考虑了变易成本和投机因素的利息平价。利率是否是决定远期汇率的主要因素呢？或者说利率在决定远期汇率

的过程中发挥多大的作用呢？我选择资本市场开放程度不同的英国、法国、日本、韩国，运用现代利息平价对这四国的货币进行了实证分析，除日元能够通过实证检验外，英镑、法国法郎、韩圆的远期汇率都不是其未来即期汇率的无偏估计，因此，并非只要满足了资本市场高度开放的条件，利率就是远期汇率的首要决定因素。受其他因素影响，利率在资本市场开放国家的货币汇率决定中往往不能发挥明显的作用。

汇率货币论分析了货币市场供求平衡的实际含义，以及对即期汇率的影响。重点介绍了多恩布施—弗兰克尔的货币市场汇率模型，从货币数量与国民收入相对变动的角度，说明了即期汇率与购买力平价决定的长期汇率、利率平价决定的远期汇率发生差异的原因，通过长期均衡汇率、远期汇率与即期均衡汇率的内在联系，将汇率决定由局部（商品市场）均衡发展到全面均衡。汇率货币论使汇率理论的前提条件其正接近现实生活，是阐述即期汇率决定的系统观点。国别实证分析表明，综合考虑货币数量、国民收入、通货膨胀及利率因素得出的汇率决定结论，与单因素分析时得出的结论之间存在相当大的悬殊，国别经济结构、宏观经济变量之间的传导机制、国际收支在整个国民经济中的地位，是产生这种差异的根本原因。

合理预期理论首先分析了人类的行为特征，将人们对经济变量的不确定性的主观预测划分为简单预期、外推预期、适应预期与合理预期，集中讨论了合理预期对宏观经济政策数力的影响。如果一个外汇市场是一个有效的市场，根据个人对汇率波动的主观预期的数学期望值就能够形成对该市场的合理预期。本章还特别结合 1997 年爆发的亚洲金融危机，分析了市场预期加剧汇市

与股市动荡的作用，并对享有广泛国际声誉的评级机构如标准普尔、穆迪公司对汇率合理预期的形成发挥的出人意料的巨大影响进行了客观的评价。最后，运用德尔菲专家预测方法，展示了合理预期在人民币汇率形成中的作用路径。

资产组合平衡论运用托宾的“资产组合选择理论”来解释汇率决定，用“收益——风险分析法”取代资本套利和商品套购分析法，在综合购买力平价、利息平价、汇率货币论的基础上，探讨了国内外资产市场(包括货币和证券市场)供求失衡对即期汇率的影响。强调短期内资产市场的失衡正是依赖资产市场内外部各种资产的迅速超调来消除，资产调整引起汇率波动，汇率波动又使资产市场供求存量保持和恢复平衡。实证分析围绕财富总额、外币资产总额、国内外资产收益率对汇率水平的影响展开，以便确定各国的汇率变化是否与资产收益变化导致的资产组合紧密相关，或者在多大程度上相关。实证分析结果表明，资产收益率对外汇资产数量、特别是外币资产占一国金融资产的比重确实有影响，二者之间存在一定的相关关系，但是这种相关关系强弱在资本市场开放程度不同的国家差别悬殊。

汇率波动的技术分析

第 11 章探讨了外汇市场交易中交易员常用来预测汇率的技术分析方法。以图表分析为主的技术分析法实际上也有一整套理论，对汇率波动基本走势的图形判断、峰点的鉴别、汇率预期值的计算等等都有系统的观点。就汇率预期而言，汇率理论或者图表分析都是有效的方法，由于经济因素变动需要一定的渠道和时间才能影响汇率，因此，汇率理论模型更适合预测三个月或者半

年以上的中长期汇率波动；直接以汇率的历史价格为基础的技术分析方法，预测三个月以内、特别是每日的短期汇率波动更为有效。

股市与汇市的联动

由于各国的股票市场已经成为国际游资出入的主要场所，从 20 世纪 90 年代的历次货币危机及金融危机的情况看，股市与汇市之间的内在联系越来越紧密，突出表现为货币危机通常与股市暴跌同时出现，股市的涨跌在一定程度上通过改变人们的主现预期进而影响汇率。第 12 章探讨了股市与汇市之间连接、相互影响的渠道，对开放型国家英国、日本、法国、韩国进行的实证分析，能够帮助读者更好地了解不同汇率制度下股市变动与汇市变动之间的相关性。

汇率政策选择

第 13 章讨论了汇率政策。牙买加货币体系下，汇率政策是各国政府调节外部收支均衡的一个重要手段。汇率政策包含互为条件、相互影响的三个内容：（1）汇兑安排，即汇率制度选择；

（2）在既定的汇兑安排下，汇率水平的确定；（3）维持和调整汇率的措施。各国制定汇率政策时往往受到诸多客观因素的制约，每一种汇率政策往往是特定的历史、经济乃至国际环境下的必然选择，而且每一种汇率政策都是一柄双刃剑，在获得政策成效时都必须付出机会成本及代价。本章以亚洲金融危机前后泰国汇率政策的发展变迁为例，说明各国政府应该根据本国经济发展的需要适时地调整汇率政策，否则就会危害经济持续稳定发展。此外，本章还对 1999 年诞生的欧元的汇率政策进行了剖析。

主要国际储备货币综合分析

美元、日元、德国马克是当今最主要的国际储备货币，三者之间的波动对国际金融市场及汇率波动发挥着巨大的影响。第14章对这三种货币的总体波动特征进行了综合性探讨，将每一阶段汇率变动的诸多影响因素有机地融合，揭示出国内外的外生经济变量及政策变量交叉影响主要储备货币的复杂过程，使读者能够将一些貌似割裂的因素按照适当的逻辑相互联系起来，比较系统地把握主要货币运动的规律。

人民币汇率析究

本书的最后一章，对人民币汇率政策进行了分阶段的论述，以每一阶段国内外政治、经济形势为背景，介绍了人民币汇率制度安排、汇率本平确定的政策导向以及维护汇率的主要政策手段。本章还以汇率波动的外汇供求弹性为依据，定量分析了现行汇率律制下人民币汇率对贸易收支的影响。根据确定人民币汇率水平的主要因素构建了人民币汇率模型。针对西方国家一些经济学家所谓人民币汇率严重低估的观点，特别计算了人民币的实际有效汇率，通过人民币实际有效汇率的变动来判断人民币汇率是否适当，对当前的人民币汇率政策做出价值评判。

四、体会

本书从构思、执笔到最后完稿，历时三年有余。三年的伏案写作中，我不断受到国际金融重大事件及高新技术的猛烈冲击，数次调整思路，力求更完美地揭示汇率波动的真实面目。封笔之时，我有两点深刻的体会：（1）离开定量分析，对汇率波动的认识只能停留在非常肤浅的表层，如同雾中观花，无法准确把

握各因素作用的“度”，无法解释同一经济变量对汇率运动的影响差异。(2) 离开国别分析，不可能对汇率波动的阶段性、复杂性有正确的了解，也难以弄清楚各因素之间的相关、冲销关系，对汇率波动及国际金融重大事件自然无法做出准确的描述。

坦率而言，本书仅仅是我运用新的研究方法所进行的一次大胆尝试，无论定量分析还是国别分析都还停留在初级阶段。我诚挚地希望本书能够起到抛砖引玉的作用，以推动我国的汇率研究进入新的发展阶段。

在我遇到百思不解的疑难问题时，我的导师王传纶教授总是及时地给予解答和指导；在我长时间的写作中，我的丈夫承列默默地承担了所有的家务劳动，给予我莫大的精神鼓励 and 支神；我的学生穆长春、胡玥、刘毅、牛锐、孙一肩、韩川帮助我收集资料、处理图表和数字，完成了定量分析所需的大量繁琐的工作。在排版阶段，王华与我一道彻夜工作。陈巧娥同志在第一篇的汇率总体运动中，提供了丰富的、高水平的基础资料。在此我向他表示最真诚的感谢。

涂永红

1999年4月于人大静园