

陈树生 著

汇率理论与 汇率政策研究



YANJIU

湖南大学出版社

汇率理论与汇率政策研究

陈树生 著

湖南大学出版社

2005年·长沙

内 容 简 介

首先,分析和评价迄今在国际金融领域中具有重大理论影响和实际应用意义的汇率决定理论,并在此基础上对汇率作用理论进行探讨。其次,在分析主要汇率制度的基础上,研究不同经济发展水平和经济体制国家的汇率政策选择以及其运行的结果。第三,回顾了我国人民币汇率的制定及外汇管理制度变化历程,研究人民币的可自由兑换、人民币汇率的形成机制以及人民币汇率与相关宏观经济政策的关系。

图书在版编目(CIP)数据

汇率理论与汇率政策研究/陈树生著. —长沙:湖南大学出版社,2005.12

ISBN 7-81113-006-8

I. 汇... II. 陈... III. 汇率—研究
IV. F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 155286 号

汇率理论与汇率政策研究

Huilü Lilun yu Huilü ZhengCe Yanjiu

作 者: 陈树生 著

责任编辑: 王和君

责任校对: 祝世英

封面设计: 张 毅

出版发行: 湖南大学出版社

社 址: 湖南·长沙·岳麓山 邮 编: 410082

电 话: 0731-8821691(发行部), 8821593(编辑室), 8821006(出版部)

传 真: 0731-8649312(发行部), 8822264(总编室)

电子邮箱: press@hnu.cn

网 址: <http://press.hnu.cn>

总 经 销: 湖南省新华书店

印 装: 湖南大学印刷厂

开本: 850×1168 32 开 印张: 9.25

字数: 232 千

版次: 2005 年 12 月第 1 版 印次: 2005 年 12 月第 1 次印刷 印数: 1~2 000 册

书号: ISBN 7-81113-006-8/F·118

定价: 19.00 元

版权所有, 盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错, 请与发行部联系

前 言

一般来说,一国的宏观经济政策目标主要体现在以下五个方面:经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡和汇率稳定,其中后两个目标属于国际金融的研究范畴。20世纪80年代后期以来频繁发生的国际货币金融危机及其对经济增长的影响,表明汇率制度和汇率政策的重要性。汇率——两种货币的相对价格,不仅会影响到宏观经济运行,而且会影响到微观经济层次上的资源配套。而汇率理论则是确立汇率制度和制定汇率政策的基础,一个国家所选择的汇率制度和所执行的汇率政策都是有着一一定的汇率理论基础、遵循着相应的汇率理论原理的。

布雷顿森林体系崩溃后,国际金融领域发生了深刻的变化,其最为突出的表现是汇率的波动幅度空前加大,且异常频繁。频繁而剧烈的汇率变动导致了国际经济关系的紊乱,使得国际贸易、国际金融和国际投资面临巨大的不确定性和市场风险;当这种变动失控时,将不仅事关市场主体(主要是银行和企业)的兴衰存亡,还将关系到一国乃至数国的经济和政治稳定。1997年由于货币危机而引发的东南亚金融危机,2001~2002年由于汇率政策变化而引发的阿根廷经济和社会动荡等都充分说明了这一点。汇率的频繁变动已经引起了各国政府、金融机构、企业以及学术界的普遍关注和高度重视。在国外,由于汇率变动的重要性,自20世纪70年代初以来,汇率如何决定的问题一直是学术界关注的焦点之一,这一领域吸引了许多著名的经济学家。他们从不同的角度提出了自己的汇率决定理论,发表和出版了不少有关汇率理论的论文和专著。然而,相比之下,由于我国经济体

制、外汇管理方式及经济对外开放程度等原因，我国理论界对现代汇率理论还缺乏系统的研究，特别是汇率理论与汇率政策相互联系的研究。因此，有必要系统性地分析和研究汇率理论及其最新发展，尤其是汇率理论对汇率制度和汇率政策的影响。

与此同时，随着我国改革开放的不断深入和加入 WTO，对外经济联系越来越密切，经济增长的对外依存度不断提高，汇率及其变化已经成为影响国家宏观经济发展的重要因素。1994 年我国对汇率制度和外汇管理进行了重大改革，实行单一的有管理的浮动汇率制，并建立了银行间外汇市场；1996 年 12 月我国实现了经常项目下的人民币可自由兑换，人民币正在朝着可自由兑换方向发展；2001 年 12 月 11 日我国正式加入世界贸易组织，至此我国经济已经融入世界经济体系，并将实现全方位的对外开放。汇率作为联系国内外经济的纽带，在我国经济活动中的地位正日益突出，我国汇率政策受国际因素的影响及其对国际经济的影响在不断增大，人民币对外价值的确定及其变化、我国汇率制度的选择与汇率政策的取向等已成为国际社会关注的焦点。因此，有许多问题迫切需要从理论上予以说明，其中包括汇率制度的选择、汇率政策的制定及人民币汇率的形成机制等。

汇率理论与汇率政策研究的理论价值和实践价值主要体现在：第一，从理论上讲，汇率理论是国际金融理论的核心。汇率理论按层次不同通常又分为汇率决定理论、关于汇率变动对经济影响的汇率作用理论、汇率制度和汇率政策理论等。其中，汇率决定理论是最基本、最重要的汇率理论，它是研究其他层次汇率理论的基础。第二，从实践的角度看，国际间的一切经济交往无不都需要外汇，时时刻刻都涉及汇率决定的问题。特别是第二次世界大战以后，随着生产力的发展，国际分工的深化，发达国家所倡导的贸易、投资和金融自由化的发展，跨国公司的兴起，以及信息技术革命的推动等，以生产要素在全球范围内的配置和重组

为特征的经济全球化进程加快。世界各国经济相互依赖，国际间的经济交往进一步加深，汇率决定的问题尤为重要。随着我国经济的进一步对外开放，汇率的变动将会影响到普通居民的日常生活。汇率作为不同货币之间的比价，它和其他广义的价格——物价、利率和工资等——一样反映了市场经济的本质。汇率调整的机制是市场运行机制的一个重要组成部分，因而对汇率决定理论进行研究也是发展和完善我国社会主义市场经济的必然要求。第三，汇率政策本身也是一种宏观经济政策。汇率决定理论是选择汇率制度、制定汇率政策和进行外汇管理的理论依据。第四，由于国外学者对这一领域的研究起步较早，并已取得了相当多的研究成果，我们可借鉴其研究成果，弥补我国在这一领域的不足，同时推动我国学者在这一领域的研究。因此，对汇率理论与汇率政策的研究，具有重要的理论意义和实践意义。

正是基于上述理由，笔者把汇率理论和汇率政策作为本书的研究内容。全书分三个层次九章进行阐述：

第一层次，分析和评价迄今在国际金融领域中具有重大理论影响和实际应用意义的汇率决定理论，并在此基础上对汇率作用理论进行探讨。

汇率决定理论是商品经济和国际经济关系发展到一定阶段的产物。早期的汇率决定理论形成于 19 世纪中期，这一时期流行的是贵金属本位制度。由于国际贸易和国际支付中都以黄金作为货币本位，各国规定了货币的含金量，货币之间的兑换有一个客观的标准——铸币平价。所以，当时汇率决定的问题非常简单，经济学家们只需解释影响汇率变动的因素即可。1861 年，英国经济学家戈森提出了“国际借贷理论”，用来解释汇率在金本位制度下变动的原因。一般认为，现代汇率决定理论形成于 20 世纪初。第一次世界大战的爆发标志着金本位制全盛时期的结束和纸本位制的开始。在纸本位制下，各国货币的发行不再需要黄金

准备，只是根据本国的经济状况决定货币的供应量。由于货币逐渐和黄金相脱离，从而使汇率的决定丧失了铸币平价这一客观基础。各国货币间的比价开始大幅度波动，通货膨胀盛行，国际经济关系和货币关系紊乱。在这种背景下，各国货币政策制定者、金融部门和企业都迫切需要经济学家提供汇率决定的理论依据，汇率决定理论的研究开始受到重视。1918~1921年间卡塞尔提出了“购买力平价理论”，1923年凯恩斯提出了“利率平价理论”，1927年阿夫塔里昂提出了“汇兑心理理论”。第二次世界大战以后建立了布雷顿森林体系，它实际上是一种国际金汇兑的货币制度，美元与黄金挂钩，会员国货币与美元挂钩，实行可调整的钉住汇率，汇率决定有了一个人为规定的管理标准。20世纪70年代初，布雷顿森林体系的瓦解使汇率决定失去了人为规定的管理标准，汇率如何决定的问题再次成为人们普遍关注的热点问题，并相继出现了汇率决定的资产市场分析方法、“新闻”分析方法和汇率目标区理论等。

外汇汇率是由各种货币所代表价值的对比关系所决定的，当货币所代表的价值量发生变化时，外汇行市也会随之发生变化。汇率的稳定与否，主要看两种货币的相对价值是否变动，以及供求关系的对比程度，即除了受对方货币情况的影响外，更主要的是受本国经济发展情况的制约。如果一国国内生产发展较快，财政收支情况良好，物价稳定，其商品在国际市场上竞争能力随之增强，就会出现出口贸易增加，国际收支状况良好，则其货币汇率必然坚挺；相反，如果一国国内生产停滞、财政收支出现赤字，就会出现通货膨胀，物价上涨，其商品在国际市场上的竞争能力随之减弱，造成出口贸易减少，国际收支状况恶化，则其货币汇率必然疲软。影响汇率变动的主要因素有国际收支、通货膨胀、相对利率、社会总供求及相关宏观政策。与此同时，汇率变动又反过来对国际经济关系、各国的宏观经济运行和微观经济主

体产生广泛的影响。它不仅影响一国的对外经济，而且影响一国的国内经济，乃至影响整个世界经济。汇率的变化有升值与贬值两种趋向，其作用方向也正好相反。

第二层次，在分析主要汇率制度的基础上，研究汇率政策的选择，特别是研究第二次世界大战以后世界不同经济发展水平和经济体制国家的汇率制度和汇率政策，以及其运行的结果。

汇率政策的内容通常包括汇率政策目标、汇率政策工具和政府对外汇市场的干预方式等。汇率政策的具体目标可以概括为以下几个方面：稳定汇率、保持资本的自由流动、通过自主的货币政策实现物价稳定和经济增长。然而，在市场经济条件下，由于国际金融市场的相互联系、资本的趋利性以及国家间经济利益的相互制约，任何汇率政策都只能从上述目标中选择两个，而无法同时实现全部三个目标，即汇率政策的“三元悖论”。

汇率制度是一国货币当局对本国货币汇率变动的基本方式所作的一系列安排或规定。汇率制度通常具有普遍适用和相对稳定的特点。根据汇率波动的剧烈程度与频繁程度，汇率制度分为固定汇率制度、浮动汇率制度、复汇率制度及其他类型的汇率制度。一国选择何种汇率制度，是其对外经济政策的一项重要内容，汇率水平的确定及其变动与调整，往往成为一国政府干预经济、实现汇率政策所追求的目标的重要方面。

国际汇率制度经历了一个复杂而曲折的演进过程，不同经济体制的国家在不同时期选择了不同的汇率制度，执行着不同的汇率政策。我们主要选取了一些具有代表性的国家或地区所采用的不同汇率制度与汇率政策作为案例加以分析研究，主要包括曾经在国际货币体系中占主导地位的固定汇率制，欧元区的汇率安排，香港和阿根廷的货币局制，波兰、泰国和巴西等国汇率政策的选择与不断调整。

第三层次，回顾我国人民币汇率的制定、外汇管理制度变化

历程，研究人民币的可自由兑换、人民币汇率的形成机制以及人民币汇率与相关宏观经济政策的关系。

本书试图通过对汇率理论与汇率政策的分析研究，起到一种抛砖引玉的作用，为我国这方面的教学、研究及社会主义市场经济的实践服务。本书在写作过程中吸收了大量前人和同行的研究成果，同时收集了大量的资料和数据，这些资料来源于多个渠道，其中很多资料来自国家统计局、中国人民银行、国际货币基金组织、世界银行等部门和组织的工作报告，还有国内外经济学家的著作、论文和研究报告，在此笔者深表谢意。特别感谢湖南大学出版社的王和君博士，他为本书的出版倾注了大量的心血。尽管本书的构思和写作时间较长，但限于笔者的水平，不足和疏漏之处在所难免，恳请同行专家和广大读者予以批评、指正。

作 者

2005 年 11 月于长沙

目 次

前 言	(1)
-----	-----

第 1 章 汇率决定理论

1.1 购买力平价汇率决定理论	(1)
1.2 利率平价汇率决定理论	(10)
1.3 心理预期汇率决定理论	(21)
1.4 货币主义的汇率决定——资产市场理论	(26)
1.5 汇率决定的新闻分析方法	(37)

第 2 章 汇率作用理论

2.1 汇率决定与变动	(45)
2.2 影响汇率变动的基本因素	(49)
2.3 汇率变动对经济的影响	(53)

第 3 章 汇率政策理论

3.1 汇率政策目标与“三元悖论”命题	(67)
3.2 汇率制度变化的简要回顾	(69)
3.3 汇率制度的选择	(76)
3.4 政府对外汇市场的干预	(80)
3.5 汇率政策选择的演变	(83)

第4章 从固定汇率制到“混合汇率制”

- 4.1 金本位的固定汇率机制…………… (94)
- 4.2 布雷顿森林体系的“双钉住”汇率规则…………… (105)
- 4.3 牙买加体系的汇率安排…………… (115)

第5章 从“蛇型浮动”到单一货币“欧元”

- 5.1 欧共体成立初期汇率政策的协调
——逐步缩小汇率波动差异…………… (124)
- 5.2 欧洲货币体系的汇率机制…………… (131)
- 5.3 欧元区的建立及其汇率安排…………… (139)

第6章 货币局制——强化型的固定汇率制

- 6.1 货币局制及其特点…………… (146)
- 6.2 货币局制的成功范例
——香港地区的联系汇率制…………… (150)
- 6.3 货币局制的失败案例——阿根廷的货币局制…………… (170)
- 6.4 其他国家的货币局制汇率政策…………… (177)

第7章 波兰等国家汇率政策的选择与调整

- 7.1 不断调整的波兰汇率政策…………… (179)
- 7.2 泰国的汇率制度…………… (185)
- 7.3 韩国的货币篮子汇率政策…………… (195)
- 7.4 委内瑞拉的多元汇率…………… (196)
- 7.5 墨西哥的复汇率…………… (199)

第8章 我国汇率政策的历史回顾与分析

- 8.1 人民币汇率制度的历史演变…………… (202)
- 8.2 当前人民币汇率制度的基本内容及其特点…………… (214)

8.3 我国的外汇管理	(217)
第9章 人民币汇率改革的初步探讨	
9.1 关于人民币自由兑换问题	(226)
9.2 人民币汇率政策与货币政策	(250)
9.3 人民币完全可兑换与利率政策	(256)
9.4 人民币汇率政策与对外贸易	(259)
9.5 人民币汇率形成机制探讨	(274)
参考文献	(283)

第 1 章 汇率决定理论

外汇决定理论 (Theories of Determination of Exchange Rate) 是国际金融理论的核心部分, 其主要内容是一国货币与另一国货币的兑换比率如何确定及影响其变动的因素。20 世纪 70 年代实行浮动汇率制以来, 西方国家货币的汇率波动频繁而剧烈, 对各国经济直至世界经济都产生了重大影响。许多传统的汇率理论, 已不能解释现代经济形势下汇率变动的原因, 因此, 出现了各种各样的新的汇率理论。但无论是传统的汇率理论, 还是当今世界流行的新理论, 都是基于不同的学术流派, 出于不同的思想渊源, 强调不同的因素对汇率的决定作用, 进而提出了不同的政策主张。这些理论反映了不同发展时期客观经济形势的变化, 为政府寻求有效的汇率政策提供了理论依据。其中影响较大的汇率理论有购买力平价理论、心理预期汇率决定理论、金融资产选择理论以及汇率决定的新闻分析方法。

1.1 购买力平价汇率决定理论

1914 年第一次世界大战爆发后, 金币本位制崩溃, 汇率决定基础不再是铸币平价, 汇率波动也不再受黄金输送点的限制, 汇率波动频繁而又剧烈。汇率的决定问题便成为人们关注的焦

点。1922年瑞典经济学家卡塞尔 (G. Cassel)^① 在《1914年后的货币与外汇》一书中提出了购买力平价理论 (Theory of Purchasing Power Parity, 简称 PPP), 其基本思想是: 货币的价值在于其具有的购买力, 因此, 不同货币之间的兑换比率取决于它们各自具有的购买力的对比, 而购买力的大小又与物价密切相关, 进而汇率与各国的物价水平也就具有了直接的联系。

1.1.1 一价定律

假定存在这样的前提条件: 市场的完全竞争性、信息的充分性和商品的同质性。市场的完全竞争性是指商品市场上有众多的买主和众多的卖主, 不存在操纵价格的垄断行为, 商品的价格能灵活进行调整。信息的充分性是指市场参加者能获得有关商品价格的信息, 不存在阻碍信息流动的障碍。商品的同质性要求参加价格竞争的商品是同种商品。在这些条件下, 我们首先考虑一国内部同质商品在不同地区的价格之间的关系。

如果同质商品是可以运输移动的商品, 以电视机为例, 若某品牌的电视机在甲地的价格为3 000元, 而在乙地的价格是2 500元, 则这一地区间的差价必然会带来地区间的商品套购活动。也就是说交易者将会在乙地买入这种电视机, 然后将其运到甲地出售, 以赚取这种地区间的差价。这种活动使乙地对电视机的需求增加, 从而使乙地电视机价格上升; 同时使甲地对电视机的供给增加, 甲地电视机价格下降, 这样, 两地的价格差因套购而趋于缩小。套购活动要付出一定的交易成本, 如运输费、资金占用利息损失和税收等费用。只要甲乙两地价格差高于交易成本, 交易

^① 自1916年开始, 卡塞尔连续发表了《外汇之现状》(1916)、《论黄金的贬值》(1917)、《国际汇兑的异常偏异》(1918)、《世界货币问题的深入观察》(1920)等论文, 以及《世界货币问题》(1921)、《1914年以后的货币与外汇》(1922)等著作, 从而系统地提出了“购买力平价”这一汇率决定理论。

者仍有利润，套购活动就会持续下去，直至这一差价等于交易成本时为止。若不考虑交易成本，那么同种电视机在各地价格将完全一致。

如果商品不能运输转移，如房地产，不同地区价格差异不能引起套购活动。而像理发这样的劳务商品，假如甲地比乙地的理发价格高 10 元，套利活动能否发生取决于交易成本。一种情况是乙地的理发师每天乘飞机去甲地提供理发服务，显然这种情况由于交易成本过高以致套利活动根本不会发生；另一种情况是乙地的理发师到甲地开设理发店，这种套利活动是可能发生的。

于是，我们将商品分为两大类，一类为可贸易商品 (Tradable Goods)，其区域间价格差异可通过套利活动消除；另一类为不可贸易商品 (Nontradable Goods)，其区域间价格差异不能通过套利活动消除，其中包括不可移动的商品以及套利活动交易成本无限高的商品。对于可贸易商品，套利活动将使它的地区间价格差异保持在较小范围内。如果不考虑交易成本等因素，则同种可贸易商品在各地的价格都是一致的，我们将可贸易商品在不同地区的价格之间存在的这种关系称为“一价定律” (One Price Rule)。

当我们的视野扩展到不同国家时，就要将同种商品以不同货币衡量的价格按一定的汇率折算成同一货币进行比较，于是，就将汇率与物价联系在一起，从而为购买力平价奠定了理论前提。同样地，套利活动将使可贸易商品在不同国家之间的价格差异缩小。只是与一国内部情况相比，不同国家之间的套利活动由于受到外汇交易、进出口的种种限制，套利活动更加困难，套利的交易成本也更为高昂。如果不考虑交易成本等因素，则同种可贸易商品的价格经汇率折算后在任何国家都相同，即：

$$P_i = e \cdot P_i^* \quad (1.1)$$

式中， e 表示直接标价的汇率； P_i 表示某种可贸易商品的本地价

格; P_i^* 表示某种可贸易商品的外币价格。这就是不同国家间的一价定律。

1.1.2 购买力平价的基本形式

购买力平价理论有两种基本形式, 即绝对购买力平价和相对购买力平价。前者说明某一时点上汇率决定的基础, 后者解释某一时期汇率变动的原因。

1. 绝对购买力平价

根据一价定律, 有:

$$P_i = e \cdot P_i^*$$

若两国物价指数的编制中, 各种可贸易商品所占的权重相等, 用 α_i 表示, 则有

$$\sum_{i=1}^n \alpha_i P_i = e \cdot \sum_{i=1}^n \alpha_i P_i^* \quad (1.2)$$

式中, $\sum_{i=1}^n \alpha_i P_i$ 和 $e \cdot \sum_{i=1}^n \alpha_i P_i^*$ 分别表示本国和外国的可贸易商品的一般物价水平, 用 P 和 P^* 表示, 则:

$$P = e \cdot P^* \quad (1.3)$$

表示各国的可贸易商品的一般物价水平以同一种货币计算时是相等的。将上式变形, 可得:

$$e = P/P^* \quad (1.4)$$

这就是绝对购买力平价的一般表达式。由于物价总在变动, 所以绝对购买力平价说明的是在某一时点上汇率的决定, 它意味着汇率由两国可贸易商品的一般物价水平之比所决定, 而购买力就是一般物价水平的倒数, 所以汇率即由两国货币对可贸易商品的购买力之比所决定。

在现代经济学分析中, 有些学者认为一国的不可贸易品与可贸易品之间, 各国不可贸易品之间存在着种种联系, 这些联系使得一价定律对于不可贸易品也成立。因此, 上述结论可以扩展到

一国经济中的所有商品。

2. 相对购买力平价

相对购买力平价是对绝对购买力平价假定的放松而得出的。它认为交易成本的存在使一价定律并不能完全成立，同时各国一般物价水平的计算中商品及其相应权数都是存在差异的。因此，各国的一般物价水平以同一种货币计算时并不完全相等，而是存在着一定的、较为稳定的偏离（只要这些因素不发生变动），即：

$$e = \delta \cdot P/P^* (\delta \text{ 为偏离系数, 且设为常数}) \quad (1.5)$$

我们用下标“1”代表报告期，用下标“0”代表基期，则有：

$$e_1/e_0 = (\delta \cdot P_1/P_1^*)/(\delta \cdot P_0/P_0^*) \quad (1.6)$$

上式变形为：

$$e_1/e_0 = (P_1/P_0)/(P_1^*/P_0^*) \quad (1.7)$$

这就是相对购买力平价的一般表达式。它说明的是两个时点之间汇率的变化。汇率的变化由两国的物价（或货币购买力）的变动所决定。如果本国的物价上涨率或通胀率高于外国，则本币贬值。与绝对购买力平价相比，相对购买力平价更有应用价值，这是因为它从理论上避开了绝对购买力平价过于脱离实际的假定，并且通胀率的数据更加易于得到。两者之间存在这样的关系：如果相对购买力平价说是正确的，绝对购买力平价说却不一定正确；但如果绝对购买力平价说是正确的，则相对购买力平价说也一定是正确的。

1.1.3 购买力平价理论的现实依据和实证分析

1. 购买力平价理论的现实依据

货币兑换最初出现在贸易领域，进出口商对汇率变化最敏感，因为这直接影响到他们的成本或利润。从理论上讲，国际贸易是一种取长补短、互通有无及获取比较利益的经济活动。由于同质等量商品和劳务所带来的享受、心理满足无论在哪个国家都