



金融博士  
论丛 第四辑



JINRONG BOSHI  
LUNCONG

# 现代西方汇率 决定理论研究

崔孟修 著

XIANDAI XIFANG HUI LU JUEDING  
LILUN YANJIU



中国金融出版社

金融博士论丛  
JINRONG BOSHI LUNCONG

# 现代西方汇率决定理论研究

崔孟修 著



中国金融出版社

2002

责任编辑：王效端

责任校对：孙蕊

责任印制：尹小平

## 图书在版编目 (CIP) 数据

现代西方汇率决定理论研究/崔孟修著. —北京：中国金融出版社，2002.5

(金融博士论丛)

ISBN 7-5049-2717-1

I. 现… II. 崔… III. 汇率 - 经济理论 - 研究 - 西方国家 - 现代 IV. F820.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 011225 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 宏文印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 7.25

字数 188 千

版次 2002 年 5 月第 1 版

印次 2002 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 14.50 元

如出现印装错误本社负责调换

## · 前 言 ·

### == QIANYAN ==

汇率是用一种货币表示的另一种货币的价格。汇率决定理论是用以说明一国货币与另一国货币的兑换比率是如何决定的理论。

现代西方汇率决定理论萌生于两次世界大战之间，复兴于 20 世纪 70 年代初。1973 年，布雷顿森林体系崩溃后，国际金融领域发生了深刻的变化，最为突出的表现是汇率波动异常频繁。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风险。汇率变动不仅事关银行和企业的存亡，当这种变动失控时，还事关一国乃至数国的经济和政治稳定。由于汇率变动的重要性，自 20 世纪 70 年代初以来，国外涌现出了许多不同的汇率决定理论。然而，在国内，由于我国长期实行计划经济体制，因而很少有人关心汇率决定的问题。在对现代西方汇率决定理论的介绍和研究方面，也明显地落后于时代的发展。我国的国际金融类教科书中目前主要讲述的仍是“购买力平价说”、“利率平价说”、“汇兑心理说”和“国际借贷说”等第二次世界大战之前产生的汇率决定理论，对 70 年代产生的资产市场分析方法只有简单的介绍，对八九十年代以来西方学者所提出的汇率决定理论的系统介绍和专门研究几乎是空白。随着我国外汇体

制的改革和经济对外开放程度的不断提高，汇率变动在我国经济活动中的地位日益突出。在这种背景下，对现代西方汇率决定理论进行研究就显得非常必要。

本书由九个部分组成，详细考察了第二次世界大战以后由西方学者提出的 12 种汇率决定理论。它们分别是：蒙代尔—弗莱明模型、弹性价格货币分析方法、粘性价格货币分析方法、货币替代分析方法、资产组合平衡分析方法、“新闻”分析方法、投机泡沫理论、混沌分析方法、新开放经济宏观经济学、实际汇率决定的跨时分析法、可调整固定汇率制下的重组最优化分析方法和汇率目标区理论。

本书的特色是，首次从历史的角度，系统地、较为全面地考察和论述了现代西方汇率决定理论的演变和发展。其目的在于起到一种抛砖引玉的作用，为我国在这一领域的教学工作和学术研究，以及社会主义市场经济的实践服务。

## *Preface*

### PREFACE

The exchange rate may be defined as the domestic price of foreign currency or, as its reciprocal, the foreign price of domestic currency. The theory of exchange rate determination is used to explain how the exchange rate is determined.

Modern western theory of exchange rate determination emerged during the interwar period and revived in early 1970's. After Bretton Woods System collapsed the exchange rate fluctuate vehemently and frequently. This gives international trade, international finance and international investment uncertainty and risks. Exchange rate is not only related to the banks and companies, but also related to the stability of countries. For that reason, since 1970's many theories of exchange rate determination emerged in the foreign countries. However, because of the planed economy system there is little people who were concerned about the subject in our country, and the studies of modern western theory of exchange rate determination is far behind its development. At present, in our international finance textbook the main theories of exchange rate determination are "theory of purchase power parities", "interest parities theory", "psychological theory of exchange", and "theory of international indebtedness". The theories produced in 1970's only have a

simple introduction. The theories produced in 1980's and 1990's are rarely mentioned. With the reform and opening up to the outside, exchange rate determination play a more important role in our economy, so a study of modern western theories of exchange rate determination is necessary.

This book consists nine parts examining twelve theories of exchange rate determination which emerged after World War TWO. They are Mundell—Fleming Model, flexible price monetary approach, sticky price monetary approach, currency substitution approach, portfolio balance approach, news approach, speculative bubble theory, chaotic approach, new open macroeconomics, intertemporal approach to real exchange rate determination, optimizing approach to realignment under fixed exchange rate, and exchange rate target zone theory.

The book is the first time to examine the evolution and development of modern western theories of exchange rate determination historically, systematically and overall. I hope I can attract more good works by publishing it and do good to teaching, academic research and socialist market economy.

# · 目 录 ·

## — MU LU —

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| 前 言 .....                        | (1)  |
| Preface .....                    | (1)  |
| 0 导 论 .....                      | (1)  |
| 1 蒙代尔—弗莱明模型 .....                | (10) |
| 1.1 蒙代尔—弗莱明的基本模型 .....           | (12) |
| 1.2 蒙代尔—弗莱明模型的扩展和修正 .....        | (22) |
| 1.3 蒙代尔—弗莱明—多恩布施传统的<br>新进展 ..... | (24) |
| 1.4 简要评论 .....                   | (27) |
| 2 汇率决定的资产市场分析方法 .....            | (30) |
| 2.1 弹性价格货币分析方法 .....             | (33) |
| 2.2 粘性价格货币分析方法 .....             | (43) |
| 2.3 货币替代分析方法 .....               | (54) |
| 2.4 资产组合平衡分析方法 .....             | (62) |
| 2.5 实证检验 .....                   | (72) |
| 2.6 简要评论 .....                   | (80) |
| 3 汇率决定的“新闻”分析方法和投机<br>泡沫理论 ..... | (83) |



|     |                              |       |
|-----|------------------------------|-------|
| 3.1 | 汇率决定的“新闻”模型 .....            | (85)  |
| 3.2 | “新闻”模型的实证检验 .....            | (93)  |
| 3.3 | “新闻”模型的局限性 .....             | (97)  |
| 3.4 | 投机泡沫 .....                   | (100) |
| 4   | 汇率决定的混沌分析方法 .....            | (109) |
| 4.1 | 混沌的概念 .....                  | (110) |
| 4.2 | 汇率决定的混沌模型 .....              | (118) |
| 4.3 | 混沌存在的实证检验 .....              | (127) |
| 4.4 | 混沌分析方法的启示 .....              | (128) |
| 4.5 | 简要评论 .....                   | (131) |
| 5   | 实际汇率决定的跨时分析方法 .....          | (134) |
| 5.1 | 相关概念 .....                   | (135) |
| 5.2 | 均衡实际汇率的决定 .....              | (140) |
| 5.3 | 实证检验 .....                   | (159) |
| 5.4 | 简要评论 .....                   | (160) |
| 6   | 可调整固定汇率下的重组最优化<br>分析方法 ..... | (162) |
| 6.1 | 几个相关的问题 .....                | (164) |
| 6.2 | 可调整固定汇率的重组最优化模型 .....        | (167) |
| 6.3 | 简要评论 .....                   | (180) |
|     | 附录一 .....                    | (183) |
|     | 附录二 .....                    | (184) |

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| <b>7 汇率目标区理论</b> .....   | (185) |
| 7.1 汇率目标区的含义、种类和特点 ..... | (185) |
| 7.2 汇率目标区理论的标准模型 .....   | (188) |
| 7.3 标准模型的检验、修正和扩展 .....  | (191) |
| 7.4 目标区和投机攻击 .....       | (196) |
| 7.5 简要评论 .....           | (201) |
| <br>总 结 .....            | (203) |
| 参考文献 .....               | (207) |
| 后 记 .....                | (218) |

---

## 导 论

汇率是不同货币之间兑换的比率或比价，也可以说是用一种货币表示的另一种货币的价格。汇率决定理论是用以说明一国货币与另一国货币的兑换比率如何决定的理论。自货币产生以来，由于各国、各地区的货币不同，在商品和货币的流动过程中，不可避免地要涉及到两国货币的兑换问题。

### 一、汇率决定理论的演变

汇率决定理论是商品经济发展到一定阶段的产物。总的看来，汇率决定理论的产生和发展大致经历了四个阶段。从 15 世纪至第一次世界大战爆发为第一阶段。一般认为第一个提出汇率决定理论的学者是 15 世纪佛罗伦萨的学者罗道尔波斯。他提出了汇率决定的“公共评价理论”，认为汇率是由人们对两国货币的公平评价决定的，公共评价取决于两国货币所含贵金属的纯度、重量及其市场价值。从货币制度看，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贵金属为货币本位，各国规定了货币的贵金属含量，因此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汇率变动的因素即可。1861 年，英国经济学家戈森（G.J. Goschen）提出了“国际借贷说”，用来解释汇率在金本位制度下变动的原因。第二阶段是指从第一次世界大战爆发到第二次世界大战结束这一时期。从货币制度看，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。第一次世界大战结束后, 尽管一些国家试图恢复金本位制, 但 30 年代的大危机使金本位制彻底崩溃, 被有管理的纸本位制取代。在纸本位制下, 各国货币的发行不再需要黄金准备, 世界各国只是根据本国的经济状况决定货币的供应量。与第一次世界大战之前相比, 这一时期的货币逐渐和黄金脱离, 从而汇率的决定丧失了由贵金属含量决定的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。在这一时期出现了三种汇率决定学说: 1918~1921 年间卡塞尔提出了“购买力平价说”, 1923 年凯恩斯提出了“利率平价说”, 1927 年阿夫塔里昂提出了“汇兑心理说”。第三阶段是指布雷顿森林体系时期。第二次世界大战以后建立了布雷顿森林体系, 从国际货币制度来看, 这是一种国际金汇兑制度, 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制。由于实行钉住汇率制, 汇率决定有了一个人工规定的管理标准, 人们似乎不再需要关心汇率决定的问题了。除 60 年代初出现了一个“蒙代尔—弗莱明模型”外 (从汇率决定的角度看, 它的确是一种汇率决定理论, 但该模型的主旨是为了揭示完全资本流动的政策含义), 汇率决定理论的研究一度沉寂。第四阶段是指 70 年代初至今。70 年代初, 布雷顿森林体系崩溃, 主要工业国家纷纷实行浮动汇率制。如果说金本位制的崩溃使汇率决定丧失了含金量这一客观规定的尺度, 那么布雷顿森林体系的瓦解使汇率决定又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, 汇率决定理论的研究开始复兴。

## 二、现代西方汇率决定理论的种类和特点

上述分析表明,汇率决定理论的演变和货币本位制度的演变密切相关。本书所说的现代汇率决定理论是指与纸本位制的产生和发展相对应的汇率决定理论。它萌生于两次世界大战期间,兴盛于 70 年代初之后。

从历史的角度看,现代西方汇率决定理论主要有:萌芽时期产生的“购买力平价说”、“利率平价说”和“汇兑心理说”;布雷顿森林体系时期的蒙代尔—弗莱明模型;70 年代的资产市场分析方法;80 年代的“新闻”分析方法、投机泡沫理论、实际汇率决定的跨时分析方法和汇率目标区理论;90 年代的混沌分析方法、可调整固定汇率制下的重组最优化分析方法和新开放经济宏观经济学等。根据汇率制度来划分,蒙代尔—弗莱明模型和新开放经济宏观经济学、资产市场分析方法、“新闻”分析方法和投机泡沫理论和混沌分析方法是研究浮动汇率制度下的汇率决定理论;实际汇率决定的跨时分析方法和可调整固定汇率制下的重组最优化分析方法是研究可调整钉住汇率如何确定的理论。汇率目标理论则是对介于浮动和固定汇率制之间的汇率目标区制度下汇率行为的研究。蒙代尔—弗莱明模型和新开放经济宏观经济学适用于分析不同的汇率制度,但就汇率决定而言,适于浮动汇率制度。

尽管这些理论和分析方法有其各自的独特内容,但纵观其产生和发展的历史,可以发现他们之间有密切的相互联系。资产市场分析方法把“购买力平价说”和“利率平价说”变成了它的两个均衡条件。“新闻”分析方法和投机泡沫理论、汇率目标区理论和混沌分析方法都吸收了资产市场分析方法的基本观点。新开放经济宏观经济学是蒙代尔—弗莱明模型的新版本。在实际汇率的决定和新开放经济宏观经济学的分析方法中都使用了跨时分析

方法。70年代以来兴起的绝大多数汇率决定理论都强调预期的作用,“汇兑心理说”可以看成这一思想的先驱。此外,现代西方汇率决定理论还具有以下几个特点:第一,汇率决定理论的演变和货币制度的演变紧密相关。现代汇率决定理论是与纸本位货币制度相对应的汇率决定理论。第二,萌芽时期的现代汇率决定理论在研究汇率决定时只注意到汇率决定的个别侧面(商品市场或金融市场),而六七十年代后的汇率决定理论则把决定汇率的不同侧面纳入到一个更一般的理论分析框架中来研究。总的来看,现代汇率决定理论的发展经历了一个从片面到全面,从简单到复杂的过程。第三,现代汇率决定理论吸收了不同经济学流派的观点。例如,蒙代尔—弗莱明模型坚持了凯恩斯经济学的传统;资产市场分析方法中的货币分析方法,是典型的货币主义传统;混沌分析方法带有数理经济学派的印记;理性预期的思想几乎渗透到所有的现代汇率决定理论之中;可调整固定汇率制下的重组最优化分析涉及到公共选择的问题;收益和效用最大化的概念则来源于新古典经济学。第四,不断有新发展起来的计量经济学方法和数学方法被应用到这一领域,理论论证在越来越严密的同时,有一种数学化的倾向。

### 三、研究现代汇率决定理论的意义

1973年,布雷顿森林体系崩溃,世界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,国际货币基金组织通过了“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,汇率如何决定的问题变得非常复杂。在实际中,汇率的决定不仅取决于国内物价水平、利率、国民收入、贸易差额和资本流动等宏观经济变量,而且还受国内经济政策、政治因素、社会心理因素和投机等

人为因素的影响。同时，还受相关国家的货币——由于上述同样的原因引起的——升值或贬值的影响。其次，70年代以来涌现出了大量的金融衍生工具，这在某种程度上也增加了汇率的不确定性。最后，随着第二次世界大战之后贸易壁垒的拆除、外汇管制的放松，以及统一国际金融市场的形成和发展，国际资本的流动性显著增强。事实表明，高度的资本流动对汇率的变化有一种推波助澜的作用。由于上述种种原因，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风险。汇率变动不仅事关银行和企业的存亡，当这种变动失控时，还事关一国乃至数国的经济和政治稳定，例如1997年下半年由货币危机而引发的东南亚金融危机。汇率的频繁变动引起了各国政府、金融机构、企业以及学术界的普遍关注。

在国外，由于汇率变动的重要性，自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。有关汇率理论的专著和论文可以说不胜枚举。

然而，相比之下，由于我国长期实行计划经济体制，在计划经济体制下，对外汇实行统收统支的管理方式，加上经济对外开放程度不高等原因，长期以来，在国内很少有人研究汇率决定的问题。虽然到目前为止也有一些这方面的著作和论文问世，但却寥寥无几。在对现代西方汇率决定理论的介绍和研究方面，明显地和时代发展相脱节。在国际金融的教科书中，目前主要讲述的仍是“购买力平价说”、“利率平价说”、“汇兑心理说”和“国际借贷说”等第二次世界大战之前产生的汇率决定理论，对70年代产生的资产市场分析方法的各理论虽有所介绍，但对这些理

论的名称尚未形成统一的叫法,对八九十年代以来西方学者所提出的汇率决定理论的介绍和研究几乎是空白。

从实践方面看,1994年1月1日我国政府对外汇体制进行了重大改革,实行了以市场供求为基础的、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1日,人民币实现了经常项目下可自由兑换。我国已于2001年12月11日正式加入世界贸易组织,我国经济已融入世界经济体系,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。大到汇率制度的选择、汇率政策的制定及外汇管理,小到从事外汇交易,有许多问题迫切需要从理论上予以说明。

鉴于上述关于汇率决定理论的国内外研究状况和我国的经济实践,对现代西方各种汇率决定理论的产生和发展进行一次系统的、较为全面的考察具有重要的理论价值和实践价值。从理论上看:第一,汇率理论是国际金融的核心。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理论、汇率制度理论和汇率政策理论等四个层次。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,汇率决定理论实际上是货币经济理论向国际领域的延伸,因而是开放经济条件下货币经济理论的一个重要组成部分。第三,汇率决定理论又是新开放经济宏观经济学的一个重要内容。第四,70年代以来,在西方已经出现了一些以“汇率经济学”命名的书籍和论文。从发展趋势看,“汇率经济学”有可能发展成为一个独立的经济学分支。而在这些所谓的“汇率经济学”的书籍中,汇率决定理论是最核心的内容。第五,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,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。



从实践的角度看：第一，国际间的一切经济交往无不需要外汇，时时刻刻都涉及到汇率决定的问题。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增加，汇率决定的问题尤为重要。随着我国经济的进一步开放，汇率的变动将会影响到普通居民的日常生活。第二，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，在讨论我国的宏观调控政策时，很少提及国外部门对这种宏观调控效果的影响。然而，早在 60 年代初，蒙代尔—弗莱明模型就论证说明，在高度资本流动的情况下，实行浮动汇率制的国家财政政策对国内产出和就业无效，实行固定汇率制的国家货币政策对国内的产出和就业无效。另外，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，汇率决定理论是分析汇率变动走势和从事外汇交易所必备的理论基础。总之，对现代西方汇率决定理论进行研究，具有重要的理论意义和实践意义。

#### 四、本书的研究方法和结构安排

本书试图沿着现代西方各种汇率决定理论产生和发展的线索，努力对它们进行一次系统的和较为全面的考察和论述，从而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。由于现代西方汇率决定理论的内容相当繁杂，资料浩如烟海、不易把握，所以本书采用了以下几种研究方