

Journal of Corporate Finance

公司金融研究

济南大学公司金融研究中心

2013卷第2辑 总第4期

利率平价理论及其在中国的适用性分析

浅议我国中小商业银行信用风险管理

产业结构调整和金融支持策略研究

混业经营下的国际金融监管变革和对中国金融监管体制改革的启示

询价机构报价的"高低杠"现象与IPO定价机制研究

公司金融研究

(2013 卷第 2 辑 总第 4 期)

济南大学公司金融研究中心



责任编辑：肖丽敏

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

公司金融研究 (Gongsi Jinrong Yanjiu). 2013 卷第 2 辑. 总第 4 期/济南大学
公司金融研究中心. —北京：中国金融出版社，2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7071 - 8

I. ①公… II. ①济… III. ①公司—金融—文集 IV. ①F276.6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 166906 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)63266347, 63805472, 63439533 (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 北京松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 7.75

字数 135 千

版次 2013 年 7 月第 1 版

印次 2013 年 7 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7071 - 8/F. 6631

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编 委 会

主 编：路士勋

执行主编：孙国茂

学术委员会主席：夏 斌

学术委员会委员(以汉语拼音为序)：

贺 强：中央财经大学

郭田勇：中央财经大学

胡金焱：山东大学

胡汝银：上海证券交易所

施光耀：中国上市公司市值管理研究中心

韦 森：复旦大学

王培志：山东财经大学

吴晓求：中国人民大学

夏 斌：国务院研究中心

易宪容：中国社会科学院

张卫国：山东省社会科学院

左小蕾：中国银河证券股份有限公司

编 委 会 主 任：范跃进

编 委 会 委 员(以汉语拼音为序)：

范跃进 葛金田 韩 宏 贾 岩

李光红 路士勋 卢欣笙 孙国茂

岳云龙

封面题字：王天义

金融理论与应用

杨 丹 屈 玲

利率平价理论及其在中国的适用性分析

● 3

杨 芳

浅议我国中小商业银行信用风险管理

● 15

原雪梅 贺守海

产业结构调整和金融支持策略研究

● 24

张 曼

村镇银行的风险表征及测度方法分析

● 44

赵 然

混业经营下的国际金融监管变革和对中国金融监管体制改革的启示

● 54

资本市场

李心丹 李冬昕 俞红海 朱伟骅

询价机构报价的“高低杠”现象与 IPO 定价机制研究

● 69

张 华 韩东萍

终极股东控制与 IPO 抑价

——来自我国中小板 IPO 公司的经验证据

● 95

张同功

我国股票市场系统性风险的国际比较与预测

● 108

公司
金融研究

金融理论与应用

利率平价理论及其在中国的适用性分析

杨 丹 屈 玲^①

【摘要】本文选取2010年1月到2012年3月每月月末中美利率、即期与远期汇率数据，研究中美两国利差对中美远期汇率升贴水变化的线性影响，从而探讨利率平价理论在中国的适用性。实证结果表明，中美利差对汇率变动的影响不显著，两者也未达到平衡，利率平价理论在我国暂时还不具备适用条件。

【关键词】利率平价 抛补利率平价 无抛补利率平价

Interest Rate Parity Theory and Its Applicability in China

Yang Dan Qu Ling

Abstract: Employing data from January 2010 to March 2012 at the end of each month in China and the United States, this paper tests the linear effects of spreads on the forward rate changes, including interest rate, spot and forward exchange rates markets. The regression results indicate that the spreads in China and the United States do not affect the forward rate changes significantly. From our empirical results we found that the interest rate parity theory is not suitable for China given current Chinese market condition.

Keywords: Interest rate parity Covered interest parity Uncovered interest rate parity

一、引言

1994年，中国实施了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度的

① 【作者简介】杨丹，同济大学经济与管理学院研究生；屈玲，同济大学浙江学院讲师。

人民币汇率并轨改革。2005年7月21日,中国开始实行以市场供求为基础,参考一篮子货币调整的有管理的浮动汇率制度,自那时起,人民币汇率更加灵活,它已不再盯住美元,而是形成更为灵活的人民币汇率机制。人民币逐步进入升值通道,改革初期人民币对美元立即升值2%,交易价格调整为1美元兑换8.11元人民币,作为次日外汇指定银行之间交易的中间价,外汇指定银行可自此时起调整对客户的挂牌汇价;2010年6月19日,人民银行根据国内和国际经济金融形势和中国的国际收支平衡状况,进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率的灵活性。汇率改革仍然坚持以满足市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节。

汇率理论的核心内容之一是分析汇率由什么因素决定和影响。汇率理论与西方经济理论和经济形势的发展共同进步,为一个国家的货币当局制定汇率政策提供了理论依据。汇率决定理论主要有国际借贷理论(Theory of International Indebtedness)、购买力平价理论(Theory of Purchasing Power Parity)、利率平价理论(Interest Rate Parity Theory)、国际收支理论、资产市场理论。资产市场理论分为货币分析法(Monetary Approach)和投资组合分析(Portfolio Approach)。弹性价格货币分析法(Flexible-Price Monetary)和黏性价格货币分析法(Sticky-price Monetary Approach)则组成了货币分析法。在中国的特殊历史条件下,金融市场开放晚,市场化程度不高,汇率决定理论的研究仍然处在西方汇率理论和经典汇率理论模型的修正和适合性研究阶段。资产市场理论与中国的实际情况不符,适用于高度发达的资本市场,而且理论模型的实证试验中难以收集和整理数据;1990年以来的最新汇率决定理论,这个理论本身不够成熟,正在开发;购买力平价理论,只考虑商品市场的交易行为,没有考虑到资本流动对汇率的影响,而在市场上,资产价格反应速度明显高于商品价格的反应速度,这种快速反应在较发达的中国网络通信中是可以实现的,因此购买力平价理论目前在我国的实际价值是不大的;利率平价理论适用于较发达的资本市场、汇率和利率市场化以及资本自由流动的国家。中国在实行参考一篮子货币进行调整、有管理的浮动汇率制度以来,汇率市场化改革向前迈出了一大步。截至2005年,中国的利率市场化改革已取得重要进展,基本实现以下目标:第一,金融机构同业拆借利率市场化。第二,金融机构贷款利率的权限逐步扩大。第三,储备金和再融资允许利率浮动。第四,逐步放开国债和政策性金融债券市场发行的利率浮动范围。第五,外汇存款和贷款利率基本实现市场化。第六,放开贷款利率上限和最低存款利率。中国资本市场的发展完善以及资本市场自由化的步伐正在不断加快,虽然在中国实施短期资本账户的严格控制,但经常账户流动已完全放开,通过贸易推动资本流动。近年来越来越多的大量非法资本流动表明,中国的汇率决定更加依赖资本市场的供应和需求情况,越来越接近利率平价假设。

此外,利率和汇率作为一国货币的内部和外部的表现,它的使用和传导的价格之间有着密切联系。经济和金融全球化进程,利率和汇率均衡,在内部和外部的国家的经济中起着非常重要的作用。利率和汇率代表了货币市场的价格,这样既可以调节宏观经济的重要杠杆,又可以引导资源的合理分配。研究利率和汇率之间的关系,把握利率和汇率变动的规律,对一个国家的外部平衡有重要的理论意义和实践意义。利率平价理论研究利率与汇率的关系,解释了国内和国外利率的差异与一个国家的货币汇率的决定之间的关系,是20世纪20年代以来才有的理论,凯恩斯首次系统提出后,便受到广泛关注;尤其是在20世纪70年代初,布雷顿森林体系的崩溃,国际货币体系进入浮动汇率制度时代后,对于汇率和利率关系之间的研究更得到普遍重视,人们不断对传统的利率平价理论提出了新的测试和解读。

二、文献回顾

利率平价理论和思想渊源可以追溯到20世纪60年代。20世纪90年代,德国经济学家沃尔塞·洛茨发现了利差和远期外汇汇率之间的长期关系。从20世纪50年代开始,许多西方学者在古典利率平价理论的基础上,结合国际金融市场变化的新格局,更系统地对远期汇率进行了研究,形成了一个新补充和完善的现代利率平价理论,发现了抛补利率平价理论和无抛补利率平价理论。

俞颖(2009)根据东亚经济体金融自由化程度的差异,构建计量模型系统研究了东亚各国(地区)与美国非抵补利率平价的长、短期成立条件和长期均衡水平及动态调整速度,在此基础上分析了东亚对外金融一体化及其动态变化。结论是:东亚经济体与美国的非抵补利率平价短期不成立,长期成立但存在偏离;金融自由化差异会部分影响对外一体化程度;金融合作和金融开放可以显著促进金融一体化程度的提高。蔡景霞(2006)通过探讨利率平价的原理与影响利率平价理论的因素,讨论了利率平价理论的有效性。邓莉(2010)通过对1999—2009年人民币利率、美元利率及人民币对美元汇率月度数据的实证分析和论证,使用格兰杰因果检验、协整检验等方法进行了检验,得出利率平价理论在我国失灵的结论,并试图对此结论进行分析,进而揭示利率平价理论在我国不适用的原因,并据此提出一些相关的政策建议。韩民、赵杰(2010)依据利率平价理论,构造出一种估计货币汇率升值或贬值压力的方法,并运用升值压力指标对人民币对美元汇率变动进行了检验,得出人民币对美元确实存在升值压力的结论。姚鹏、卢正惠(2011)在梳理人民币汇率改革历程的基础上,通过分析人民币对美元实际利差同人民币实际汇率指数的变化相关性,对利率平价理论对人民币汇率的适用性进行了研究,他们的结论是利率

平价对人民币的适用性很差,原因主要有:我国还没有实现资本完全流动的利率平价假设条件,人民币汇率市场化程度较低,我国利率的市场内生性程度较低,人民币汇率形成缺乏灵活性。杜金珉、郑凌云(2001)通过对中美两国利率差异与人民币对美元汇率变动关系的检验与分析,指出现阶段人民币汇率的决定很难直接而有效地适用于利率平价理论。在此基础上,文章从利率平价理论本身的局限性以及中国的实际情况两个层面,进一步分析和探讨了人民币汇率偏离利率平价的原因。金仲夏、陈浩(2009)依据利率平价理论构造出一种估计货币汇率升值或贬值压力的方法,并运用升值压力指标对欧元、日元的汇率变动进行了检验。结果显示,欧元升值压力对欧元汇率波动会产生显著滞后的影响,并且,欧元相对于美元汇率与利率平价理论所描述的均衡状态之间的差距,能够成为预测汇率走势的有效值标配,但日元升值压力与日元汇率走势之间却存在不明显的相关关系。而对于利率平价理论在我国的实现形式,金仲夏、陈浩(2012)认为,人民币升值压力不能显著地解释人民币即期汇率的变动,但在一定程度上能预测和解释我国外汇储备的变化。胡海龙(2009)就人民币汇率制度改革后现阶段利率平价理论在我国的适用性进行了实证分析,得出现阶段利率平价理论在我国已经基本成立的结论。

王秀莉(2009)结合中国50多年来的有关数据,通过建立VaR模型,建立脉冲响应函数,并进行Johansen协整检验,分析得出利率平价理论不管是在长期还是短期均衡中对人民币汇率的决定作用有一定程度的实用性。张萌(2010)采用协整检验、Granger检验、误差修正模型等实证研究方法,对2005年7月以来人民币对美元的即期和远期汇率以及中美两国间利率水平差异的数据进行了实证研究。结果表明,人民币汇率决定机制并不符合利率平价理论,并结合中国的实际情况分析了其中的原因。郑春梅、肖琼(2006)通过实证分析和论证出利率平价理论在我国并不适合及人民币利率上调对汇率并不存在升值压力的结论,这一结论与利率平价基本理论的预测结果恰好相反。他们通过使用格兰杰(Granger)因果检验、协整检验等方法进行了研究,试图对理论与实践的差异进行分析,并据此对我国现行的汇率机制提出一些政策建议。荀玉根(2007)通过引入交易成本和资本管制的概念对利率平价模型进行修正,更好地解释了人民币汇率与利率之间的关系。熊原维(2004)侧重分析利率平价所描述的短期内利率对汇率的影响,结合中国的特殊金融市场环境,分析我国利率对汇率的传导机制以及利率平价理论在我国的适用性和将要发生的变化。戴必浩(2011)由利率平价理论的若干前提出发,试图给出其在中国失灵现象的原因。Su, Chang, Liu(2012)采用傅里叶函数对长期实际利率平价(RIRP)进行平稳性测试,进而检验其有效性,并评估了12个中欧和东欧国家(CEE)实际利率收敛的非平稳性。结果发现,如果实际利

率收敛的数据的生成过程是一个非线性平稳过程，以上方法就比一般的线性方法在发现 U 形断裂与光滑断裂方面具有更高的近似值。通过从非线性的观点来检验长期实际利率平价（RIRP）的有效性，发现长期实际利率平价（RIRP）在 9 个国家是成立的。Juselius（1995）用多变量时间序列模型分析丹麦和德国价格、汇率、利率的溢出效应，研究指出全协整空间的结构化表述更便于我们理解商品与资本市场的相互作用。

三、利率平价理论评析

（一）理论发展历程

20 世纪初，随着生产的不断发展和资本的国际化，规模越来越大的国际资本流动对汇率起决定性作用（尤其是短期汇率重要的决定因素），传统的汇率理论无法解释这一现象，如国际借贷说认为，汇率取决于外汇供求关系，购买力平价理论认为，汇率是两国之间的相对价格比。

1. 凯恩斯的古典利率平价理论

凯恩斯（1923）的《货币改革论》（*A Tract on Monetary Reform*）从资本流动的角度，而不是从商品的角度来研究汇率，系统总结了利率和远期汇率之间的关系。其理论要点可以归纳如下：（1）对于短期投资基金的投资应在收入最高的金融中心，无论是在国内还是在海外。（2）由比例代表的远期汇率与即期汇率之间的差异，往往等于两个不同的金融中心之间的利率差。（3）远期汇率和即期汇率的差异，也往往根据供需形势，在利率平价附近波动。（4）在不兑换纸币的条件下，银行利率的变化直接影响远期汇率的调整。（5）有限的套利资金往往不能达到利率平价的远期汇率调整的水平。（6）外汇市场的无效性将使外汇市场挂牌汇率与利率平价偏离。（7）如果一个国家的政治或经济不稳定，就不能有任何远期外汇交易。

古典凯恩斯利率平价理论具有开创性意义，但也存在明显缺陷。凯恩斯只是分析了利率差与即期和远期汇率差之间的均衡状态，没有分析这种平衡是如何逐步建立的，并认为汇率变动会在外汇供给和需求的变化之前发生，这显然是与实际不符合的。这个缺陷在凯恩斯以后由艾因齐格弥补，从而形成了一个更加系统化的利率平价理论。

2. 艾因齐格的动态利率平价理论

凯恩斯之后，英国经济学家保罗·艾因齐格（1937）在《远期外汇理论》（*The Theory of Forward Exchange*）中提出了利率平价理论的“互交原理”，揭示了即期汇

率、远期汇率、利率、国际资本流动之间的相互影响关系,从动态的角度来看利率和远期汇率的关系,形成了真正的古典利率平价系统。这一理论被认为是从古典利率平价理论到现代的利率平价理论的过渡。

艾因齐格认为,远期汇率和利率平价之间是一种互动的关系,不仅远期汇率取决于利差,利率平价也受套利的影响,从而受远期利率的限制。凯恩斯的静态理论表明远期汇率自动调整至利率平价,因此它们之间的偏差是暂时的。艾因齐格则认为,在国际货币市场,远期汇率和利率平价的平衡是偶然的,远期汇率和利率平价未必能够迅速调整,达到平衡。远期汇率之所以具有向它的利率平价调整的趋势,是因为利差的存在使套利活动有利可图。这里,套利一方面使远期汇率趋于平衡,另一方面又会影 响利率。这主要表现在套利资金的转移使远期外汇低估的金融中心的资金外流,信贷紧缩,而使远期外汇高估的金融中心获得资金,货币扩张。其结果是,货币外流的中心的利率提高,资金流入的中心的利率降低。另外,还有可能是金融当局为阻止资金输出而不得不提高再贴现率,从而促使其短期利率上升。艾因齐格认为,远期汇率主要是通过预期和套利对利率产生影响。在有关利率平价与购买力平价的关系方面,艾因齐格认为,远期汇率的利率平价理论与即期汇率的购买力平价理论并不矛盾,是一种相互补充、相互影响的关系。

3. 现代利率平价理论

20 世纪 50 年代,许多西方学者在利率平价经典理论的基础上,在国际金融市场新格局的变化下,作了比较系统的研究,对利率平价理论作了新的补充和完善,产生了现代利率平价理论,包括抛补利率平价理论和无抛补利率平价理论。现代利率平价理论可以表述为:在资本自由流动,不考虑交易成本的情况下,远期汇率和即期汇率的差异是利率差,低利率国货币的远期差价表现为升水,高利率国货币的远期差价表现为贴水,远期和即期汇率的价格差异表现为两国之间的利率差。外汇市场的参与者都在使用不同的利率差别(通常是短期利率)进行套利,为了不承担汇率风险,在外汇市场同时进行抛补,即套利与掉期交易相结合。掉期交易导致低利率货币的即期汇率贬值,远期汇率升值而高利率货币的即期汇率升值,远期汇率贬值。如抛补套利持续,长期价格将继续扩大,直到两个资产收益率相等,然后抛补套利活动停止,远期差价正好等于利率差。

现代利率平价理论包括抛补利率平价理论和无抛补利率平价理论。

(1) 抛补利率平价理论。

假设:资金在世界上完全自由流动,套利资金提供无限弹性,交易成本为零,金融资产可完全取代,完全有效的金融市场,投资者风险厌恶。理论意义:抛补利率平价理论指,在以上假设条件下远期汇率与即期汇率的差额是由两国利率差

异决定的,并且低利率国货币在远期外汇市场上升水,高利率国货币在远期外汇市场上贴水。在两国利率存在差异的情况下,投资者将资金从低利率国转向高利率国进行套利活动。为规避外汇风险,投资者在进行即期交易的同时购买一年后交割的远期外汇合约,大量套期保值交易的结果是,低利率货币的即期汇率下浮,远期汇率上浮,出现远期升水,而高利率货币的即期汇率上浮,远期汇率下浮,出现远期贴水。抛补套利活动的不断进行,直至两种资产所提供的收益率完全相等时,抛补套利活动停止,这时远期差价正好等于两国利差,即抛补利率平价成立。

抛补的利率平价理论可以用下列公式表示:

$$[1 + I_{t+n}]^{1/B} = [1 + I_{t+n}^*] F_{t,n} / S_t$$

其中, n 表示使国内与国外资产投资相等的某个时间, B 表示使用复利计算的利息的复利因子, I_{t+n} 与 I_{t+n}^* 分别表示国内与国外在同时期内的投资回报率, $F_{t,n}$ 与 S_t 分别表示远期和即期汇率。

许多经济学家对利率平价理论的实证检验结果表明,无论是长期或短期,抛补利率平价都基本成立。

(2) 无抛补利率平价理论。

假设:国际资本的自由流动,套利资金提供无限的弹性,交易成本为零,金融资产完全取代,金融市场完全有效,投资者是风险中性的。理论意义:无抛补利率平价理论是指根据假设,预期长期溢价等于货币的利差。如果利率高于国外利率,这意味着市场预期远期的货币将下跌;如果利率低于外国利率,这意味着市场预期远期的货币将升值。无抛补利率平价不同的是,投资者是风险中性的,不对冲,而是通过对未来汇率的预测来计算投资回报率。

无抛补的利率平价可以用下列公式表示:

$$\textcircled{1} \text{ 某时期的国内货币的国外投资回报率: } R = R_{t+n}^* + B \Delta S_{t+n}$$

其中, R_{t+n}^* 为国外货币利率, $B \Delta S_{t+n}$ 为同一时期的外汇变动率, B 为使用复利计算的利息的复利因子。

$$\textcircled{2} \text{ 国内货币回报率: } R = R_{t+n}^* + B E_t \Delta S_{t+n}$$

在此,投资者对回报率的估计是基于事前的因素 (ex-ante),如果投资者在国内的投资等于在国外的投资,则:

$$R = R^*, R_{t+n}^* + B \Delta S_{t+n} = R_{t+n}^* + B E_t \Delta S_{t+n} = R_{t+n}$$

③ 由以上公式可知,两国的利率的差异为:

$$R_{t,t+n} - R_{t,t+n}^* = B E_t \Delta S_{t+n}$$

无抛补的利率平价的预期理论认为,如果外汇市场的投资者不关心风险,那么

远期汇率取决于人们对未来即期汇率的预期,因此远期汇率和预期未来即期汇率相等。但由于各种因素的复杂性,投资者往往会关心风险,他可能支付的远期汇率与未来即期汇率略有不同,以防范风险,因此,投资者因为风险也将获得超额收益: $Y_{t,t+n} = B\Delta S_{t+n} + R_{t+n}^* - R_{t+n}$ 。在此, $Y_{t,t+n}$ 代表了额外的回报,同时也意味着非抛补的利率平价理论的偏移。

(二) 现代利率平价理论的修正

一是要考虑交易成本的修正。根据这项研究,对利率平价条件的偏离是由于交易成本(包括政治风险,汇率风险和交易成本)的存在。交易成本的存在,形成了利率平价的中性区,在中性区不存在任何形式的套利交易,因此得不偿失。只有当利率平价的偏差程度超过交易成本,套利交易才是可能的。一般认为,广义的交易成本,包括狭义的交易费用(如通信、交通、簿记、交易成本、支付给经纪公司和银行委员会的费用,以及搜索信息的时间及其他费用)、营运成本(如流动性大小、市场变化、从事非法交易的可能惩罚等)、系统成本(如外汇和资本管制政策所造成的成本和政治变化的成本,外商投资可能的资金被冻结,不能兑换成其他货币或没收风险)等。

二是要考虑税收的修订。现代利率平价理论中涉及的国内外收益是税前收益,套利者进行套利时,考虑的是扣除税收后的实际收入。如果国内外对投资者所征收的税率相同,税收将不对利率平价产生影响;但是如果税率不同,则会导致利率平价中性带的界线移动,形成不对称的利率平价中性带。此外,所得税和资本收益税的差异也可影响利率平价关系。

三是要考虑市场参与者的异质性修正。纯粹的套利者总是通过远期外汇市场的抛补活动来消除外汇风险,而投机者恰恰是利用汇率风险来获取利益,商业套汇者用自己的收支凭证买进卖出远期外汇以避免汇率风险。在均衡条件下,套利、投机和商业套汇三者的超额需求必等于零。这一观点强调了投机和商业套汇在远期汇率决定中的作用,要比纯粹由套利决定远期汇率的传统观点更加全面完整。

四、利率平价理论在中国的实证分析

(一) 基础数据及数据来源

基础数据自美元名义年利率(LIBOR 一年期数据)、人民币名义年利率(SHIBOR 一年期数据)、人民币兑美元即期汇率和一年期远期汇率。数据来源于

www.monrycafe.com、Shibor 网站（上海银行间同业拆放利率）、中国人民银行网站、中国银行网站。

（二）数据分析及结论

我们定义 y 为利率与汇率变动之间偏离程度：

$$y = i - i^* = (f - s) / s$$

f 为远期汇率（直接标价法）， s 为即期汇率（直接标价法）， i 为国内利率， i^* 为国外利率。根据公式，测算出中美两国利率差以及远期汇率的升贴水，即 $i - i^*$ 与 $(f - s) / s$ ；图 1 反映了 2010 年 1 月到 2012 年 3 月这段时间两者的关系。

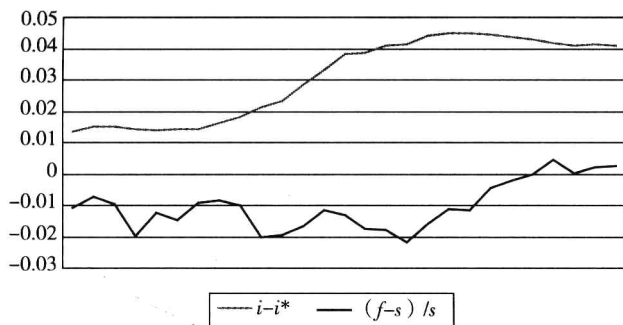


图 1 中美利差与远期升贴水率

从图 1 可以看出，2010 年 1 月到 2012 年 3 月，中美利差与汇率变动率之间始终存在差距，没有达到一个均衡状态，简而言之，与利率平价理论描述的状况不一致。

李婷、龚将军（2005）指出，1986 年之前 $i < i^*$ ，预示着人民币应该升值，但实际上人民币却贬值了；1987—1993 年 $i > i^*$ ，人民币应该贬值，此时与利率平价相符；1994—1997 年 $i > i^*$ ，人民币应该贬值，但实际上人民币名义利率在 1994 年升值了 1.3%，在 1995 年升值了 3%，1996—1997 年人民币继续保持稳中有升的势头，与利率平价的预测正好相反。结论是利率平价在国内的适用度不高。姚鹏、卢正惠（2011）选取 1981—2008 年人民币实际利率和美元实际利率数据，发现在绝大部分时间里人民币实际利率低于美元实际利率，以利率平价理论的观点，人民币对美元应长期升值，然而人民币汇率实际走势却与此相差甚远。

要求利差与汇率变动率达到平衡，需要满足利率平价理论的六条基本假设，而在现实生活中，几乎没有一个国家能达到如此苛刻的要求。就我国目前的实际情况来看，还没有实现资本项目下的可自由兑换，金融市场开放程度不高，因此，从实证检验来看，实际情况与利率平价理论不完全相符，结合我国国情，既然利率平价