

H
HuiLv Yu ZiChan JiaGe JingJi FaZhan
JiYu ShiZheng JiaoDu de YanJiu

汇率与资产价格、经济发展 ——基于实证角度的研究

H
HuiLv Yu ZiChan JiaGe JingJi FaZhan
JiYu ShiZheng JiaoDu de YanJiu

王宏利 著



经济科学出版社
Economic Science Press

汇率与资产价格、经济发展

——基于实证角度的研究

H *uiLv Yu ZiChan JiaGe JingJi FaZhan*
JiYu ShiZheng JiaoDu de YanJiu

王宏利 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率与资产价格、经济发展：基于实证角度的研究
/ 王宏利著. —北京：经济科学出版社，2012. 6
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1839 - 1

I. ①汇… II. ①王… III. ①汇率 - 关系 - 资产价值
- 研究②汇率 - 关系 - 经济发展 - 研究 IV. ①F830. 73
②F273. 4③F113. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 077241 号

责任编辑：赵 蕾

责任校对：王凡娥 苏小昭

版式设计：代小卫

技术编辑：李 鹏

汇率与资产价格、经济发展

——基于实证角度的研究

王宏利/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

经济理论编辑中心：88191435 88191450

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：jjll1435@126. com

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

787 × 1092 16 开 10. 5 印张 150000 字

2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1839 - 1 定价：26. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

内容提要

中国改革开放的三十多年间，经济领域发生了翻天覆地的变化，在出口导向型的经济大背景下，对外贸易的激增标志着我国国际竞争力的巨大提升。同时，新中国成立至今，人民币汇率经历了起起落落，不仅有国际经济的影响，而且也是经济自我调整的需要。特别是1997年东南亚金融危机之后，我国的汇率问题再次成为对外货币政策的焦点。经过几年的固定汇率政策之后，2005年7月，中国人民银行正式宣布实行真正意义上的有管理的浮动汇率政策，之后五年间人民币一路升值，从1美元兑换8.3元人民币飙升到1美元兑换6.5元人民币。这期间，不仅有全球金融危机的外部冲击，也有人民币对内贬值、对外升值的内外部失衡冲击，不仅有日益增多的贸易摩擦和国际社会要求人民币升值的压力，国内学者对人民币升值也是争论不一。因此，研究人民币汇率水平和汇率制度，有助于理解我国内外贸易失衡的经济现象，解决国际收支双顺差与不均衡汇率之间的矛盾，同时可以有效揭示汇率对资产价格和经济发展的影响和传导机制，为宏观经济的稳定发展和有效的政策协调提供政策建议。

第一章首先阐释了汇率决定理论的演进逻辑，从金本位时期起源的国际借贷说、购买力平价理论和利率平价理论，到布雷顿森林体系时期的弹性说、吸收说，以及在凯恩斯宏观经济分析框架基础上建立起来的蒙代尔—弗莱明模型；同时介绍了当代利率决定理论的新发展，包括理性预期的引入，混沌分析方法和资产组合分析方法，以及重要的均衡汇率理论。其次介绍了汇率制度理论的演进脉络，包括浮动汇率与固定汇率之争，最优货币区理论，以及货币危机理论、中间制度消失论和原罪论等。

第二章系统阐释了汇率制度与汇率波动的理论与实践。包括国际汇

率制度的演进、人民币汇率制度的改革与发展、人民币对美元汇率的影响因素分析,以及人民币汇率失调的研究。

第一,对国际汇率制度的发展进行评述,按照汇率制度的历史实践历程介绍了金本位体系下的固定汇率制,布雷顿森林体系下的固定汇率制和牙买加体系下以浮动汇率为主的多元汇率安排。

第二,介绍了人民币汇率制度从计划经济体系向市场经济体系转轨过程中的汇率制度的改革与发展。人民币汇率制度的演进有着浓厚的转轨经济色彩,从新中国建立初期的计划汇率阶段到转型调整阶段、盯住美元阶段,直至2005年,成为以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度,市场化程度逐步加深。

第三,针对人民币对美元汇率影响因素进行相关实证分析。在西方国际金融理论中,解释汇率决定与变动的理论有很多,由于政策因素对汇率的影响具有不确定性,因此,本章排除了政策因素对汇率的影响,利用西方经济学著名的购买力平价理论、利率平价理论和外汇供求理论计算人民币对美元的汇率,并与名义汇率作比较分析,找出原因;同时,提出完善我国有管理的人民币汇率浮动制度的建议措施。

第四,人民币汇率失调程度的实证研究。本章基于均衡汇率 BEER 模型,采用2000年第一季度到2008年第四季度期间的数据,运用协整技术得出基本经济因素向量对均衡汇率的影响系数,估计出样本期间内人民币汇率的失调程度。结果表明,政府支出对人民币均衡汇率影响最大,贸易条件和对外净资产对均衡汇率具有正向作用;利用模型得出人民币均衡汇率方程,并对当前人民币汇率进行了测算,结果表明,样本期间内人民币大都处在低估的状态;另外,2005年的汇率改革使人民币汇率在三个季度内连续升值并接近均衡,长期内人民币仍有升值的压力。

第三章实证分析了汇率与主要资产价格,包括股票、房地产和大宗商品、黄金、石油之间的互动关系,详细阐释了货币价格(即汇率)与资产价格互相影响的内在逻辑关系。

第一,人民币汇率与股票价格的实证研究。通过对我国2005年7月汇率制度改革后汇率与股价的关系及其传导机制的研究,有助于深刻

认识金融市场的联动特征,对于防范金融市场风险和完善的我国资本市场、外汇市场未来改革具有重要的理论和实践意义。本书实证发现了汇率和股价存在着长期均衡的协整关系,人民币对美元汇率与股价存在双向因果关系。最后,通过对实证结果做出分析,提出相应的政策建议。

第二,选取自1999到2009年的时间阶段,分析人民币汇率变动对房地产价格的影响。根据利率平价理论,本国货币的升值预期将形成国外资本的套利空间,国外投资通过多种方式增加国内资产需求,导致资产价格上涨。我国实行有管理的浮动汇率制度,国外投资者对人民币具有升值预期,而房地产市场是资本投资的主要对象。我国居高不下的房地产价格与名义汇率及其预期是否有直接关系值得进行研究。本书利用1999—2009年的统计数据进行了回归分析,研究了人民币汇率变动对房地产价格的影响,得出人民币汇率升值有助于房地产市场降温的结论。

第三,汇率与大宗商品、黄金和石油价格关系的实证研究,从理论上分析了汇率与大宗商品、黄金和石油价格的相互关系。再通过检验相关系数,验证了汇率对大宗商品、黄金和石油价格影响的大小和影响的方向,总体来说,美元兑人民币名义汇率与大宗商品价格正相关,与黄金价格负相关,与原油交易价格正相关。

第四章通过分析汇率与消费、对外贸易、外汇储备和产业结构等主要宏观经济变量的关系,探讨汇率变动和汇率政策对经济增长的双向影响效应,给出了汇率政策与财政、货币政策协调统一的政策建议。

第一,汇率与国内消费需求关系的实证分析。我国是当前世界上最大的发展中国家,30多年的改革开放成绩举世瞩目,俨然已成为世界经济不可或缺的一部分。GDP年均增长9.8%,对外贸易年均增长17.4%,是世界第三大经济体和第三大贸易国。在发展的过程中,我国的经济对外依存度大幅提高,内需却一直萎靡不振,由此造成的内外需不均衡问题,成为我国经济快速健康发展的一个隐患。2008年美国次贷危机爆发,外需萎缩对中国经济造成了一定的冲击,同时美元贬值,人民币升值压力变大更是加剧了危机对中国经济的影响。立足于内需来发展经济这个问题就变得尤为重要,既要发挥好外需的作用,关注汇率的变化,同时又要着眼于内需,本章运用实证分析研究了汇率对扩大内

需的影响。

第二，汇率和对外贸易的相互影响的分析。在经济全球化的大背景下，对外贸易作为带动经济发展、促进资源有效配置，对促进我国经济高速发展具有举足轻重的作用。对外贸易反映了我国在国际分工中的地位，在世界经济发展交流与合作中的重要作用及我国经济发展与世界经济发展的融合程度。从目前的情况来看，一是人民币汇率调整是解决目前经济中流动性泛滥的关键。汇率的低估导致的外贸顺差过大及强烈升值预期下的资本大量流入，是货币增速过快的根本所在。二是加快升值，符合我国汇制改革主动性原则，有利于维持国际经济平衡。目前我国对全球贸易顺差的持续扩大将会造成更多的贸易摩擦，而最好的解决方式是贸易双方自愿调整。三是升值幅度加快并不会导致出口增速的大幅度下降。即使人民币升值导致中国的产品价格变得更昂贵，但目前全球经济景气度持续回升，会对出口有很强的支持作用。

第三，我国汇率与外汇储备的关系的实证研究。人民币汇率问题和中国外汇储备问题历来是学术界和政府关注的重点，特别是近几年，我国面临着人民币汇率升值和外汇储备规模连年持续扩张的双重压力。在国际收支上，我国长期处于一种极度不平衡的状态。本书在协整理论的指导下，建立了人民币实际有效汇率与我国外汇储备的协整关系和误差修正模型，证实了人民币汇率升值对减缓外汇储备增长具有积极的作用，但是这个作用在当前条件下并不是很显著。因此，还要从外汇储备的其他影响因素出发，采取各项政策措施，合理控制我国外汇储备规模的扩张。

第四，通过汇率变动对我国产业结构影响的研究，得出如下观点：（1）人民币升值打击了我国出口产业，但也为出口产业的结构优化升级提供了契机。出口中加工贸易比重呈现先上升后下降的趋势，分界点是2005年。（2）外国直接投资占我国实际使用的外资总额的比重逐年上升，但从2004年开始外国直接投资的增长速度明显减缓。人民币升值引导国内外投资从出口产业流向进口产业，从第一、二产业流向第三产业，使国内外投资在各产业中更加合理配置。（3）我国最终消费占GDP的比重呈现出逐年下降的趋势，2005年人民币开始升值之后，下

降趋势有所缓和，人民币升值带来的一系列问题使我国必须采取措施扩大国内需求，推动我国消费需求的增长，促进以消费拉动内需的战略实施。给出了相应的对策建议，包括：（1）合理把握人民币升值中汇率的波动幅度和变动机制，更好地推动我国产业结构优化升级和国民经济的健康发展；（2）推动产业尤其是加工制造业的技术升级和科技创新；（3）调整我国出口产业和进口产业的比例，优化国内外投资结构，引导投资在各产业中合理配置；（4）以人民币升值，促进国民消费结构发生变化为契机，继续推动消费增长，充分发挥消费拉动内需的作用；（5）加大对产业结构优化升级的政策支持力度，使人民币汇率的变动对我国产业结构优化升级产生积极的推动作用。

第1章 相关理论分析	(1)
1.1 汇率决定理论的演变和评述	(1)
1.1.1 金本位时期的汇率决定理论	(1)
1.1.2 布雷顿森林体系时期的汇率决定理论	(7)
1.1.3 汇率决定理论的新发展	(13)
1.2 汇率制度选择理论的发展脉络	(19)
1.2.1 浮动汇率与固定汇率	(19)
1.2.2 最优货币区理论	(21)
1.2.3 发展中国家的汇率制度选择	(22)
1.2.4 高通货膨胀——名义驻锚理论	(23)
1.2.5 货币危机下汇率选择制度的当代发展	(24)
第2章 汇率制度与汇率波动	(27)
2.1 国际汇率制度的发展与评述	(27)
2.1.1 金本位体系下的固定汇率制	(27)
2.1.2 布雷顿森林体系下的固定汇率制	(29)
2.1.3 牙买加体系——以浮动汇率制为主的 多元汇率安排	(31)
2.2 我国汇率制度的发展	(32)
2.2.1 2005年“汇改”前的外汇制度	(33)

2.2.2	2005 年“汇改”后的外汇制度	(36)
2.3	人民币对美元汇率影响因素的实证分析	(38)
2.3.1	人民币对美元汇率的变化特征	(38)
2.3.2	影响人民币兑美元汇率变动的主要因素	(39)
2.3.3	结论	(47)
2.4	人民币汇率失调的实证研究	(48)
2.4.1	均衡汇率的含义	(49)
2.4.2	模型的理论依据和变量的选择	(49)
2.4.3	模型检验与估计	(51)
2.4.4	人民币汇率失调程度测算及分析	(56)
2.4.5	总结及政策建议	(60)
第3章	汇率与资产价格	(62)
3.1	人民币汇率与股价关系的实证研究	(62)
3.1.1	国内外研究现状	(63)
3.1.2	数据描述和研究方法	(68)
3.1.3	实证结果与分析	(71)
3.1.4	结论与政策分析	(74)
3.2	人民币汇率变动对房地产价格影响的实证分析	(76)
3.2.1	理论框架与研究进展	(76)
3.2.2	模型与回归结果	(77)
3.2.3	回归结果分析与政策建议	(83)
3.3	汇率与大宗商品、黄金和石油价格的关系研究	(85)
3.3.1	汇率对大宗商品价格的影响	(85)
3.3.2	大宗商品价格对汇率的影响	(87)
3.3.3	黄金、石油价格和人民币汇率的关系	(89)
3.3.4	人民币汇率与大宗商品、黄金和原油价格 相关性的实证分析	(91)
3.3.5	结论	(94)

第4章 汇率与经济发展	(95)
4.1 汇率与消费(国内需求)之间关系的实证分析	(95)
4.1.1 理论基础——斯万模型	(95)
4.1.2 汇率和内需的实证分析	(96)
4.1.3 汇率和内需的描述性统计分析	(99)
4.1.4 实证结果分析	(102)
4.1.5 总结及政策建议	(104)
4.2 汇率与对外贸易之间关系的实证分析	(105)
4.2.1 汇率变动对对外贸易影响的理论综述	(106)
4.2.2 汇率变动对贸易收支的影响	(108)
4.2.3 汇率变动对我国进出口贸易的影响	(111)
4.2.4 人民币汇率波动对我国出口贸易影响的 实证研究	(112)
4.2.5 人民币汇率变动对我国外贸的政策建议	(117)
4.3 我国汇率与外汇储备关系的实证分析	(121)
4.3.1 我国外汇储备现状	(121)
4.3.2 汇率与外汇储备关系研究综述	(122)
4.3.3 汇率改革后我国汇率与外汇储备关系的 实证研究	(124)
4.3.4 对策建议	(131)
4.4 汇率变动对我国产业结构影响的实证分析及对策研究	(133)
4.4.1 汇率变动影响产业结构的作用机理	(133)
4.4.2 人民币升值对我国产业结构影响的实证 分析及对策措施	(136)
第5章 研究结论与展望	(146)
参考文献	(149)

第 1 章

相关理论分析

1.1 汇率决定理论的演变和评述

1.1.1 金本位时期的汇率决定理论

1. 国际借贷说

国际借贷说是在金本位制下产生和盛行的一种汇率决定理论，解释的是金本位制度下的汇率决定过程，19 世纪 60 年代英国经济学家戈逊撰写的《外汇理论》系统地阐述了这一问题。

在国际借贷说中，两种货币间的汇率水平是由市场上的供求关系决定的，当一种货币的市场供给大于需求时，该货币的汇率下降，即货币贬值，当一种货币的市场供给小于需求时，该货币的汇率上升，即货币升值。而在国际市场中，货币的市场供求来源于各国之间的国际借贷行为。

戈逊认为，汇率变动的原因是各国在国际借贷关系中债权与债务的变动。如果一国对他国的债权和所欠的债务在数量上相等并且期限匹配，则该国外汇购买者对外汇的需求量等于外汇出售者对外汇的供给量，外汇供求保持均衡水平，则外汇汇率也保持不变。相反，如果国家间的国际借贷关系发生变化，相互间的债权债务水平在数量上不一致或者在期限上不匹配，这时会导致外汇的市场供求偏离均衡，最终使实际汇率偏离平价水平，即汇率发生变动。在国际借贷理论下，根据国际收支处于均衡状态时，经常项目收支差额应等于自主性资本流入（出）

来得出均衡汇率，公式表示为：

$$R = H(Y_a, Y_b, P_a, P_b, I_a, I_b, I_e)$$

其中 Y_a , Y_b , P_a , P_b 分别为本国国民收入与外国国民收入，本国物价水平与外国物价水平， I_a , I_b , I_e 分别为国内利率、国外利率以及未来预期利率。

需要注意的是，除了商品的输入输出外，债券买卖、利润收支、国际捐赠、旅游收支和国家资本流动都会引起国际借贷关系。当这些债权债务到期清偿时，会对外汇供求关系产生与进出口贸易收付类似的影响，这种清偿活动同样会引起外汇汇率变动。多数情况下，两国间的相互进出口贸易存在着较大的不平衡，但相互间国际借贷量却保持平衡，其原因就是上述非贸易项目发挥了补偿作用，抵消了贸易项目下的不平衡，使得外汇供求和外汇汇率保持不变。当然，上述非贸易项目引起的国际借贷对外汇供求和外汇汇率的作用也由清偿时间决定，即使一个国家所欠外债数额较大，但如果是长期外债，则短期内不会对外汇供求和外汇汇率产生较大影响。国际借贷分为固定借贷和流动借贷两种，只有已经进入支付阶段的借贷变化才对外汇供需产生影响，而尚未进入支付阶段的借贷不影响外汇供需，也不会影响汇率水平。

国际借贷说用国际借贷引起外汇供求变化来说明汇率，特别是短期汇率的变动，具有一定的实际意义，但是仅以国际借贷关系解释外汇供求变化是不全面的，因为引起外汇供求变化的因素是多方面的，比如通货膨胀、国家宏观调控力度等。此外，这一理论也没有说清楚具体哪些因素影响了外汇供求。

2. 购买力平价理论

购买力平价（Purchasing Power Parity, PPP）理论是采用货币的国内购买力来确定不同货币之间的比价问题的汇率决定理论。古典经济学家曾有关于购买力平价理论的论述，李嘉图在他的《政治经济学及赋税原理》一书中曾论述到：“在谈到不同国家货币的汇兑率和相对价值时，我们决不可依据货币在各国用商品估计的价值。汇兑率绝不是由谷

物、毛呢或任何一种商品估价的货币的相对价值来确定的，而是由和该国通货估价的一国的通货的价值来确定的。也可以用把它和两国共有的某种标准相比较的办法来加以确定。如果在英国兑付的一百镑汇票在法国或西班牙所能购买的货币数量和在德国汉堡兑付的一百镑汇票相等，那么英国和德国汉堡之间的汇兑就是平价。”李嘉图明确指出，汇率是由两国相对物价水平决定的。

最早把这一理论模型化且加以阐述，并作出实证分析的是瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔，他在其1919年出版的《1914年以后的货币与外汇理论》一书中系统阐述了购买力平价理论。购买力平价理论的核心要点是，一国货币对另外一国货币的汇率，是由两种货币在本国国内所能支配的商品与劳务的数量来决定的，即汇率取决于本国价格水平与外国价格水平的比率，本国通货膨胀率与外国通货膨胀率之差即反映了汇率的变动情况。根据购买力平价理论，一国货币对内贬值必然意味着对外贬值，而货币对内升值也必然意味着对外升值。卡塞尔认为，在纸币时代，两种纸币间的交换比价取决于纸币的购买力，因为人们是根据纸币的购买力来评价纸币的价值；相比于国际借贷说，货币性经济变量支配了实际性变量而成为影响汇率变动的主要因素。在货币主义学说下购买力平价理论也可以得到很好的解释，货币供给量影响物价水平和通货膨胀率，进而影响了本国货币的汇率水平，因此，决定汇率水平的根本因素是货币供给量，也就是说，即使对于汇率决定而言，货币仍然是最重要的。

购买力平价理论包括绝对购买力平价理论和相对购买力平价理论，前者在绝对意义上以静态的观点分析了汇率的决定，后者在相对意义上以动态的观点分析了汇率的决定及其变化。

(1) 绝对购买力平价理论。根据卡塞尔的绝对购买力平价理论，汇率由两种货币在各自国内的购买力决定。而货币的国内购买力体现在价格水平上，货币购买力与商品价格指数成反比。则两种货币之间的汇率水平由两国国内商品价格指数之比决定。公式表示为：

$$PPP = PL/PL^* \quad (1-1)$$

PL 与 PL^* 分别表示本国商品价格指数与外国商品价格指数, 式 (1-1) 表明, 某一时期内, 若 A 国价格水平不变, B 国价格水平上涨, 则 B 国货币的国内购买力下降, B 国货币贬值, A 国货币可以交换到更多 B 国货币。如果引入价格水平的决定因素, 即货币供应量和国民收入, 则分析如下: 假定 B 国国民收入和国内货币供给量不变, A 国货币供给量上升, 则 A 国价格水平上升, A 国货币购买力下降, A 国货币贬值; 若 A 国国民收入上升, A 国价格水平上升, 则 A 国货币购买力下降, A 国货币贬值。购买力平价理论认为, 按照两国货币在各自国内的购买力确定的汇率水平应该是一种长期均衡汇率。当实际汇率与长期均衡汇率之间出现偏差时, 实际汇率将不断调整, 最终要趋向均衡汇率水平。

(2) 相对购买力平价理论。相对购买力平价是对绝对购买力平价的发展。卡塞尔认为, 因为两国物价水平数据在实际中不易获得, 使得绝对购买力平价的计算变得困难, 但两国物价水平变动即商品价格指数或通货膨胀率是容易获得的, 于是得出相对购买力平价公式为:

$$PPP^* = (PT/PT^*)\pi \quad (1-2)$$

其中 PT , PT^* , π 分别是国内价格指数、国外价格指数和基期时两国汇率, 若基期的汇率为已知, 购买力平价汇率便可以从两国价格指数的变化中计算出来。式 (1-2) 还表明, 若本国的相对价格水平上升, 则本国货币的购买力下降, 市场力量会促使汇率回到同购买力平价相一致的水平上。

(3) 购买力平价理论的评价。从理论假设来看, 购买力平价理论假定所有商品都是国际贸易品。但实际情况中各国都有许多商品与劳务不进入国际贸易领域, 这也就导致购买力平价理论存在先天缺陷, 使购买力平价理论的适用性受到很大的限制。另外, 购买力平价理论还假定处于不同市场上同类、同质商品的价格通过国际贸易会趋向相等, 而这个“一价定律”的存在是以自由贸易和没有贸易成本为前提的。这难免有些脱离实际, 因为在现实的国际贸易中, 由于存在着种种人为障碍 (如关税壁垒、进口配额和许可证制、外汇管制等), 再加上贸易本身

所涉及的运输成本和其他交易费用，贸易商品的价格是不可能完全趋向相等的。

因此，总的来看，基于过去的大量研究，从长期的角度，汇率水平取决于购买力平价，宏观经济基本面决定了汇率的长期走势；从短期来看，汇率与购买力平价的偏离是符合随机漫步行行为的。即使汇率水平与购买力平价偏离很远，汇率长期向购买力平价回归的速度很慢，购买力平价仍被认为是长期汇率逐渐趋近的方向。

3. 利率平价理论

利率平价理论是由凯恩斯提出的，他抛开了国际借贷、购买力平价等传统观点，把汇率决定从实体经济部门转向货币经济部门，从国际资本流动的角度出发，认为汇率实质上是两国资产的相对价格，远期汇率取决于两国利差并会向利差缩小方向自动调整。

利率平价理论认为，两国之间的即期汇率与远期汇率的关系密切联系于两国间的利率差异。两国的利差诱发资本的跨国流动，而资本的跨国流动对汇率，尤其是短期汇率具有决定性的作用。两国利率水平差异所引起的投资收益一旦出现，投资者会立刻发现并进行套利活动，结果之一是远期汇率被固定在某一水平上。利率低的国家的货币远期汇率会下跌，而利率高的国家的货币远期汇率会上升，而两国间的利率差决定了即期汇率与远期汇率的差价。依据在于该理论认为，均衡状态下，理性投资者投资于国内所得到的短期投资收益，应该与按即期汇率兑换外汇在国外投资一定期限后按远期汇率兑换为本国货币所得到的投资收益相等，否则就会出现套利活动直至两种方式下收益相等为止。因此，对投资者来说，在比较两种金融资产的收益时，不仅要考虑两种金融资产本身的收益率，同时也要考虑远期汇率变动引起的收益差。如果两种金融资产收益率差异被远期汇率变动结果所抵消，则利率平价理论得以成立。利率平价理论的重要前提条件是：国际资本市场可以自由流动，资金供给充分，货币可以自由兑换，套利资金的供给弹性无穷大，投资者充分的套利行为使得国际金融市场上以不同货币计价的相似资产的收益率趋于一致，也就是说，套利资本的跨国流动保证了一价法则也适用于

国际金融市场。因此，利率平价理论的原理是通过在不同国家市场上的套利活动来实现的，即通过利率与汇率的不断调整而实现的。

利率平价理论分为抵补的利率平价和非抵补的利率平价。在抵补的利率平价下，汇率的远期升贴水等于两国利率之差。当然，这需要满足足够的套利资金、有效的即期和远期外汇市场、交易成本极低以致可以忽略不计三个条件。而在非抵补的利率平价下，远期汇率的预期变动等于两国汇率之差。即非抵补利率平价成立时，若 A 国利率高于 B 国利率，则意味着市场预期 A 国货币在远期将贬值。

利率平价理论从国际资本流动的角度指出汇率与利率之间的密切关系，有助于正确认识外汇市场上的汇率形成机制，它主要应用在短期汇率的决定。利率平价学说不是一个独立的汇率决定理论，与其他汇率决定理论之间是相互补充而不是相互对立的。

4. 汇率心理理论

汇率心理理论由法国经济学家阿夫塔里昂在 1927 年提出，是建立在奥地利学派的边际效用价值论基础上的汇率决定理论，它从主观心理的角度来说明汇率变动的原因。通过对 1914 年以来欧洲主要国家（尤其是法国）的通货膨胀、汇率变动情况进行统计分析，阿夫塔里昂认为，第一次世界大战时及战后货币量的增长、物价上涨以及汇率的下跌并非像货币数量论支持者所认为的那样平行发展，货币数量论无法很好的解释当时货币供给、通货膨胀以及汇率下跌不一致的异常。因此他得出结论，汇率变动及其决定是基于人们对外汇使用效用作出的主观判断。人们之所以需要外汇，是为了满足某种特定的需要，如购买外国货物、投资、投机、对外支付以及资本外逃等，这种欲望使外汇具有价值的基础。而外汇相对价格的决定则取决于人们对外币的主观评价，即外汇相对价格的高低是以人们主观评价中边际效用的大小为依据的。既然外汇的价值决定于外汇供求双方对外汇边际效用所作出的主观评价，而每个人对外汇边际效用的主观评价各异，这就构成了外汇市场上外汇的供求关系，供求均衡价格就是外汇汇率。可见，对汇率形成起决定性作用的是人们的主观评价。当然，这种主观评价包括质和量两方面的因