引 言

自从布雷顿森林体系崩溃以来，国际货币体系与其说是进入了自由浮动时代，不如说是又重新进入了一个秩序紊乱时期。在战后世界经济的发展进程中，东亚地区各经济体不断成为全球经济增长的支撑点：首先是日本在 20 世纪 70 年代实现了经济起飞，随后亚洲“四小”在 80 年代顺利地完成工业化，之后以中国和东盟为代表的东亚第三波经济增长再度成为世界的亮点。进入 80 年代以来，世界经济形势发生了剧烈的变动。在经济全球化的大趋势下，经济区域集团化也日益展现出其顽强的生命力。各国和地区经济呈现明显的一体化和跨国化趋势，加上产业结构的“软化”及高新技术产业的不断出现和迅速发展，推动了世界经济结构的新一轮普遍意义上的升级。就东亚地区而言，其原有的、曾经促成其经济快速增长的外向型经济发展模式在经济的梯度增长中已暴露出许多问题，个别问题对其可持续增长形成了新的挑战。而 1997 年开始爆发的东亚金融危机、继而逐渐演化而成的东亚经济危机已经充分地展示了传统经济发展战略的危险性。

本书以东亚地区各经济体货币的汇率波动为研究的主要对象，具体分析处于经济发展不同层次的各东亚国家和地区汇率波动的基本特征及其主要原因，在此基础上引进人民币汇率稳定性的分析，并构思人民币在东亚地区汇率稳定中的作用及其依据。

与东亚其他国家和地区的货币汇率波动相比， 20 世纪 90 年代以来的人民币汇率波动呈现出一个稳态的趋势。人民币汇率稳定的

需要全本请访问 www.ertongbook.com

基本因素是其汇率制度的选择；同时，同期中国高速、优质的外向型经济增长也对汇率的稳定做出了积极的贡献；此外，政府宏观经济政策的理性选择和坚定实施，也是其摆脱地区货币危机和内部经济紧缩的重要原因。在经济全球化条件下，国际间政策协调成为一种必然的要求，而货币领域的合作是其中很重要的一个方面。在全球的区域货币合作中，东亚地区虽然迄今无所作为，但经历 20 世纪末的金融危机以后，无论从主观态度上、还是从客观意义上都迫切地希望解决货币汇率的稳定性问题。人民币自 1994 年 1 月 1 日并轨以来，其汇率经受了各种冲击，始终保持与美元汇率的稳定性，人民币也逐渐为东亚其他各经济体认可和接受。随着中国经济实力的不断增强，人民币在地区汇率稳定乃至经济增长中的地位和作用问题已经成为世界和东亚地区共同关注的热点问题。

本书的结构和思路。全书分为五章。第一章在回顾和综述汇率波动的有关理论和实证研究的成果的基础上，探讨国际汇率制度变迁的历程，提出国际汇率制度改革的基本目标，同时就国际汇率制度与国际货币本位、固定汇率制度与浮动汇率制度进行理论分析。第二章提出日元汇率波动的阶段性观点，分别就布雷顿森林体系下的日元汇率、1971—1984 年逐步上升的日元汇率、1985—1995 年的日元汇率和 1995 年以后的日元汇率发展趋势进行分析和探讨。第三章就韩国、香港、台湾和新加坡（亚洲“四小”）货币的汇率波动进行比较分析，突出了其在经济增长过程中不同汇率制度变迁对各自汇率波动的影响和意义。第四章结合东亚金融危机的形成和发展，重点分析以印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国为代表的东盟国家汇率剧烈波动的制度原因；提出了在国际汇率制度变迁和内部汇率制度变革相互影响下发展中国家和地区汇率制度的次佳选择问题。第五章是全书的归结点，在上述有关日本、“四小”和东盟主要国家汇率波动的分析基础上，结合人民币近期汇率波动的特点，具体阐述人民币汇率稳定的主要原因，并就人民币在东亚地区

汇率稳定中的作用、意义和设想进行了总结性研究。

研究方法。以马克思主义为指导，充分重视和有效引进西方经济理论中积极的思想方法，坚持规范分析和实证研究相结合的方法，以求做出符合实际的结论。（1）新古典经济分析与新制度经济学方法并重。在利用新古典经济学的局部均衡分析和一般均衡分析手段的基础上，充分利用新制度经济学的制度分析方法，就相关问题进行全面的政治经济研究。（2）理论分析与实证研究并重。不仅借助于主观上的抽象思维进行逻辑推理和文字演绎，而且依据经济发展的客观事实，利用资料、案例、数据以及统计分析工具就相关问题进行实证检验。

创新和突破。（1）在系统总结前人有关汇率决定和汇率波动理论的基础上，构建汇率波动分析的理论框架，提出汇率制度变迁与汇率波动关系的理论模型。（2）在一般经济分析的基础上，就东亚地区各经济体的汇率波动作制度分析，强调制度变量在其汇率波动中的重要性，以及制度变迁对汇率稳定的相应影响。（3）分析人民币汇率的波动趋势，阐述人民币汇率稳定与中国经济增长、人民币自由兑换及其国际化的内在逻辑，提出人民币汇率稳定在东亚区域货币汇率稳定中的积极意义的观点，并作相应的对策分析。

第一章
汇率波动理论及汇率制度

从 1914 年金本位制崩溃至今，国际汇率制度经历了混乱无序阶段、布雷顿森林体系下固定汇率制度阶段及布雷顿森林体系下的浮动汇率制度阶段。比较长期的观点是，在国际货币制度的变迁及各国和地区的相对发展中，各国和地区汇率的波动是主要的，但是汇率的稳定一直是各国和地区共同探索的目标。汇率波动理论的真正意义上的发展是在布雷顿体系崩溃之后，随着各国际储备货币发行国货币的自由浮动，其他国家和地区的货币汇率制度和汇率波动也发生了重大的变化，各种有关汇率波动的理论也应运而生。

第一节　汇率波动理论综述

一、购买力平价理论

从 1914 年金本位崩溃至 1944 年布雷顿森林会议召开之前，国际货币体系比较混乱，浮动汇率居于主导地位，汇率波动频繁。1922 年，卡塞尔（G. Cassel）第一次提出了“购买力平价”这一概念，并使用这一概念系统分析了汇率和价格水平之间的关系，对购买力平价理论进行了实证分析。20 世纪 50 年代末 60 年代初，耶格（Leland Yeager）、哈桑克（Hendrik Houthakker）等运用这一

理论对汇率变动进行了解释，而巴拉萨和萨缪尔森（Balassa & Samuelson）在60年代中期对此理论及其实证结果作了强烈的批评。对购买力平价理论有效性的争论一直没有停止，多恩布什（Dornbusch，1976）认为，在货币冲击的条件下，此理论在长期内是有效的，而在长期内货币市场比商品市场的调整更快，汇率先调整，价格调整滞后，即购买力平价不是连续有效的。麦金农（R. Mckinnon，1994，1988）在论述国际货币体系的改革时认为，应建立一个基于购买力平价的共同货币标准，这实际上是对购买力平价理论的一种肯定。

对购买力平价理论的实证检验。一价定律是购买力平价理论的基础和出发点，伊萨德（Isard，1997）对美、德、日三国1970—1975年制成品的价格进行了检验，结果表明一价定律不存在；弗雷泽等（Fraser et al.1990）采用协整方法检验的结果也表明在长期内一价定律不成立。对初级产品来说，伊萨德发现一价定律成立，而迈克尔（Michael et al.，1994）用协整方法检验的结果表明在短期内美国、鹿特丹和日本小麦市场的价格偏离购买力平价。对于长期绝对购买力平价和相对购买力平价的实证分别基于以下两个方程：

$$s_t = a + bp_t - b^* p_t^* + u_t \qquad (1.1)$$

$$\Delta s_t = a + b\Delta p_t - b^* \Delta p_t^* + u_t \qquad (1.2)$$

其中，b 和 b^* 是待估计的参数，u 是误差项。弗伦克尔（Frenkel，1978，1981）对这些方程的检验表明两次世界大战期间的结果支持购买力平价理论，但浮动汇率制度下的结果则拒绝购买力平价理论；克鲁格曼（Krugman，1978）运用浮动汇率制度下的有关数据所做的检验也得出了相同的结论。20世纪90年代后，有些学者开始用协整方法，通过检验实际汇率的均值回复和方程（1.1）的残差的均值回复来研究汇率和价格水平之间的关系。陈和莱（Cheung & lai，1993）的协整检验支持浮动汇率制下的购买力

需要全本请访问 www.ertongbook.com

平价理论；劳赛恩和泰勒（Lothian & Taylor, 1993）采用单位根检验美元／英镑和英镑／法郎的汇率，其结果表明存在购买力平价。

此外，其他一些学者如阿包夫和朱利叶（Abuaf & Jorion, 1990）、戴波尔德、赫斯泰德和卢什（Diebold, Husted & Rush, 1991）的实证研究也得出了相似的结论。也有一些学者的实证研究得出了相反的结论。如卡比和奥布斯特弗德（Cumby & Obstfeld, 1984）用图表法研究的结果表明，在浮动汇率时期不存在购买力平价；麦克唐纳（MacDonald, 1998）对名义汇率和实际汇率之间关系的检验发现英镑和马克相对美元汇率在 1975—1985 年间名义汇率和实际汇率具有显著的相关性，因此，拒绝购买力平价学说；格哈威（Grauwe, 1989）对马克／美元和日元／美元的汇率波动和通货膨胀之间关系的实证研究也得出了相似的结论。

二、利率平价理论

用利差来解释即期和远期汇率之间的关系最早可追溯到劳兹（Lotz, 1889），但是，系统阐述利率和汇率之间的关系，却是由凯恩斯（Keynes, 1923）在《论货币改革》中完成的，这就是今天的利率平价学说。利率平价学说认为汇率由利率差异所决定，即一国货币的即期汇率与远期汇率之间的差异近似等于该国的利率和所兑换国利率的差异。利率平价包括非抵补利率平价（UIP, uncovered interest parity）抵补利率平价（CIP, covered interest parity）和实际汇率平价三种形式。对 CIP 的检验主要有三种方式：（1）比较国内利率 i 和国外利率与远期汇率之差 $(i - f_p)$，如果它们共同波动，没有显著的不同，则说明抵补利率平价存在；（2）计算利率平价和偏差，检验其是否显著不等于零；（3）对 $f_p = a + b(i^* - i)$ 进行回归分析和检验，如果 $a = 0$ 而 $b = 1$，则支持抵补利率平价存在。弗伦克尔和利维（Frenkel & Levich, 1977）的实证检验表明在管理浮动汇率时期支持 CIP 存在，对混乱时期不确定；泰勒

(Taylor, 1987, 1989) 的实证研究表明，即使在市场不确定和混乱的时期也不违背 CIP。大多数的学者如布兰森 (Branson, 1969)、马森 (Marston, 1976)、康杉德和拉因 (Cosander & Laing, 1981)、弗拉逖安尼和卫克曼 (Fratianni & Wakeman, 1982) 使用回归分析检验 CIP，这些研究基本上支持 CIP。但是，对于回归分析是否能真正检验 CIP，则受到了泰勒 (Taylor, 1987, 1989) 等学者的怀疑，如 $a = 0$, $b = 1$ 的假设可能不被拒绝，但一定的残差却意味着重要的获利机会，即 CIP 从平均期限来看可能是成立的，却不是瞬时成立的。所以，回归分析并不能说明市场的有效性。

对于非抵补利率平价关系，一般采用 (1.3) 式通过回归分析进行检验：

$$s_t = a_0 s_{t-1} + a_1 (i - i^*)_{t-1} + u_t \qquad (1.3)$$

海切和汤恩德 (Hacche & Townend, 1981)、科克穆彼和奥博斯特菲尔德 (Cumby & Obstfeld, 1981)、戴维森 (Daviason, 1985) 卢派斯克 (Loopesko, 1984)、泰勒、迈克唐纳和陶仑司 (MacDonald & Torrance, 1990) 分别对上式作了检验，结果是拒绝了 UIP。由于在模型中，假定远期汇率等于即期汇率，即不存在风险补贴，所以，对拒绝 UIP 的最常见的解释就是，由于随时间变动的风险补贴存在，使远期汇率偏离即期汇率。

科克穆彼和奥博斯特菲尔德 (1984) 和米什金 (Mishkin, 1984) 采用不同国家和不同时期的数据，利用 (1.3) 式通过回归分析检验了实际利率平价，其结果表明实际利率平价通常是不存在的。

三、汇率的弹性分析理论

哈伯勒 (Habeerler, 1933) 将供给和需求曲线的概念引入外汇市场，在 1933—1940 年，特罗尼、罗宾逊和迈克勒普 (Turroni,

Robinson, Machlup）对此作了进一步完善。在此基础上，毕克戴克、鲁宾逊、布朗和梅茨勒（Bickerdike, Robinson, Brown, Metzler）对汇率稳定的标准进行了研究，形成了所谓的毕克戴克一鲁宾逊一梅茨勒条件，即货币贬值改善贸易收支的条件，如果用 η 表示进口需求弹性、用 ε 表示出口供给的弹性，则其公式表达如下：

$$[\eta\eta^{*}(1-\varepsilon+\varepsilon^{*})-\varepsilon\varepsilon^{*}(1-\eta-\eta^{*})]/(\varepsilon+\eta^{*})(\varepsilon^{*}+\eta)>0 \qquad (1.4)$$

1944 年勒纳（Lerner）假定出口供给弹性无穷大，即 $\varepsilon=\varepsilon^{*}=\infty$，提出了贬值改善贸易收支的临界条件，即马歇尔一勒纳条件（Mashall-lernar Condition）[①]，其表达式如下：

$$(1-\eta-\eta^{*})<0 \qquad (1.5)$$

1973 年梅吉（Magee）在他的论文“Currency Contracts, Pass-through and Devaluation”中提出了契约货币分析法和递归分析法，对汇率的弹性分析理论作了重要修正和补充，从契约货币和价格递归两个方面具体分析了在不同条件下货币贬值的贸易收支短期效应。

四、蒙代尔—弗莱明模型及其扩展

蒙代尔一弗莱明模型是凯恩斯的收入一支出模型和米德政策搭配思想的综合，其主要贡献是它系统地分析了在不同的汇率制度下，国际资本流动在宏观经济分析中的作用。蒙代尔（1962）、弗莱明（1963）在 IS—LM 模型的基础上，融入国际收支的均衡分析，研究了开放经济条件下内外均衡的实现问题。该模型的重要性在于为一国通过宏观经济政策搭配实现宏观经济的内外均衡建立了一个理论框架。

① 这一名词由 Albert Hirschmand 在其论文“devaluation and the Trade Balance”中第一次使用。

多恩布什（Dornbusch，1987）在分析 80 年代美元汇率的波动时，将财政政策对汇率的影响融入蒙代尔一弗莱明模型，对模型作了扩展。其分析的模型如下：

$$m - p = hi \tag{1.6}$$

$$i = i^* + e \tag{1.7}$$

$$\dot{p} = a\left[b\left(e - p\right) + g + c\left(i - \dot{p}\right)\right] \tag{1.8}$$

式中，m，p分别表示名义货币存量和价格，i，e是利率和汇率，$_e$是汇率的预期贬值率，g是表示政府财政政策的一个变量。在（1.6）、（1.7）、（1.8）式中，除利率外所有的变量都采取对数形式。方程（1.6）、（1.7）分别表示货币市场的均衡，非抵补利率平价条件；方程（1.8）说明价格水平的调整依赖于商品的过度需求。

五、汇率目标区理论

从 20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系崩溃之后，到 80 年代初，由于实行浮动汇率，汇率波动剧烈，严重影响了世界经济和国际贸易的发展，因此，到了 80 年代中期，有关学者和政策制定者开始讨论和研究汇率目标区的问题，希望能找到一种浮动汇率制度的替代制度。弗伦克尔和戈尔德斯坦（Frenkel & Goldstein，1986）认为汇率目标区是一种混合体系，它兼有固定汇率制和浮动汇率制的特点。克鲁格曼（Krugman，1991）对汇率目标区理论做出了重要贡献，建立了汇率目标区的基本模型：

$$s = m + v + QE\left[\,ds \mid f(t)\right]/dt \tag{1.9}$$

式中，m是货币供给，v表示除货币供给和预期汇率变化的其余各项的和的变动。假定随机变量v服从布朗运动，在连续时间内服从随机行走过程，即：

$$dv = \sigma dz \tag{1.10}$$

dz是标准的（Wiener）过程，满足 $E\left[dz\right] = 0$，$Var\left(dz\right) =$

dt。在汇率目标区内，货币当局干预汇率使其在 s_{max} 和 s_{min} 之间的范围内波动，因此，汇率曲线呈“s”形，并沿着上下边缘平滑移动。这构成了克鲁格曼模型中的蜜月效应和平滑移动条件。

许多学者，如密斯和罗斯（Meese & Rose, 1990）、福德（Food et al., 1991）、弗兰克尔和菲利普斯（Frankel & Phillips, 1991）克鲁格曼和米勒（Krugman & Miller, 1993, 1999）等人对汇率目标区理论进行了检验，但是，这些实证研究的结论并不一致，有些支持汇率目标区模型，有些则拒绝汇率目标区模型。

六、货币危机理论

货币危机理论在 20 世纪 70 年代中期以后迅速发展，至今货币危机理论已经历了三代。第一代着重讨论经济基本面，第二代的重点放在危机本身的性质、信息与公众的信心上，而第三代货币危机理论的焦点则是金融体系、私人部门和道德风险。

第一代货币危机理论主要内容是国际收支危机模型。这一代货币危机理论的代表人物有克鲁格曼（Krugman, 1979），弗勒德和加伯（Flood & Garber, 1984），前者的贡献是建立了国际收支危机模型，后者则对其模型作了扩展并给予简化。该理论认为一国货币和汇率制度的崩溃是由于政府经济政策之间的冲突造成的，这一理论解释 20 世纪 70 年代末、80 年代初的“拉美”式货币危机最有说服力，对 1998 年以来俄罗斯与巴西由财政问题引发的货币波动同样适用。

第二代货币危机理论（奥博斯特菲尔德， 1994）的主要内容是预期“自致型模型”。该理论强调了公众预期的重要性。该理论认为政府在固定汇率制上始终存在动机冲突，而公众认识到政府的摇摆不定。如果公众丧失信心，由于金融市场并非天生有效的，存在种种缺陷；因此这时，市场投机以及羊群行为会使固定汇率制崩溃，政府保卫固定汇率制的代价会随着时间的延长而增大。第二代

模型适用于 1992 年英镑退出欧洲汇率机制的情况。

第三代货币危机理论认为货币危机的关键在于企业、脆弱的金融体系以及亲缘政治，强调了道德风险的作用。这正是东南亚货币危机之所以发生的原因。在对于东南亚金融危机的解释上，理论界存在着两种看法：一种认为这并非是新的危机，已有的货币危机理论已经足以解释；另一种如卡明斯基（Kaminsky，1998）、克鲁格曼（Krugman，1998）、麻森（Masson，1998）等则认为已有危机理论无法充分解释，并导致第三代货币危机理论的发展，并由此建立了汇率危机的经验性模型。卡明斯基、利佐恩多和雷恩哈特（Lizondo & Reinhart，1998）提出了一种综合研究方法，包括三种分析模型：

1. 对具体的贬值危机的实证研究，通常建立国际收支危机的结构性模型。此种方法为分析一些潜在的危机提供了依据，并促使一些理论学家提出各自的结构性模型。①

2. 用信号模型分析各种金融危机。在此类研究中，实际有效汇率和债务占 GDP 的比率等单变量若超过某一界限则标志着一国经济处于潜在的危机状态。信号模型往往被看作非参数性的，而事实上，其参数被当作变量的限制条件，在性质上仍是单变的。卡明斯基（1998）提出了一种更有效的方法，即把多种单信号结合起来形成一种复合指数以达到预测的目的。

3. 着眼于集合面数据进行离散选择，应用宏观经济及金融方面的数据解释国家范围内的危机事件，如艾承格林、罗斯和维普罗兹（Eichengreen，Rose & Wyplosz，1996）应用 1959—1993 年间的季度数据建立了工业国家的概率值模型，把危机定义为以下三种情况下大于百分比加权平均值的 25%：（1）汇率对美元的贬值；（2）储备的减少；（3）利率的上涨。与此对应，罗斯（1996）根据

① 如斯道科（Stoker，1994）等人。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

1971—1992 年间的年度数据建立了发展中国家的概率值模型，把危机定义为双方汇率对美元的贬值大于 25%或大于前一年的 10%。

事实上，这两种关于危机的观点之间并没有本质的分歧，只是各自从不同的侧重点回答这次危机是否是一次新的危机。前者强调原有两代理论的思路和方法仍适用于本次危机，特别是第二代货币危机理论中既给予基本面以重要地位又承认多重均衡、自我实现式冲击的存在，所以，这一模型具有良好的解释力，与此同时他们并不否认东南亚国家危机前的特征与历史上货币危机前的特征的差异。至于后者，他们更强调本次危机发生前的新表现，认为应寻找新的危机的形成和传导机制，用主流方法建立模型，但其建模的方法和对诸如自我实现、多重均衡等核心概念的认识和应用与已有的文献仍然是一致的。

三代货币危机理论虽然从不同的角度回答了货币危机的发生、传导等问题，但是，这三代危机理论还存在着很多缺陷。例如，这三代危机理论对各种经济基本变量在货币危机积累、传导机制中的作用，对信息、新闻、政治等短期影响投资者交易心理预期因素的研究都显得有很大的欠缺；同时，这三代货币危机理论对于资本管制下货币危机爆发的可能性、传导渠道等均未涉及。

七、粘性价格的货币汇率理论

1976 年多恩布什分析了汇率波动的原因，提出了汇率的超调理论（Overshooting）、超调模型，继承了蒙代尔一弗莱明模型的固定价格假设，假定在短期内价格具有粘性，使用 IS—LM 曲线进行分析，是对蒙代尔一弗莱明模型的一种扩展，同时，采用理性预期分析取代静态分析，对蒙代尔一弗莱明模型进行了修正。该模型假定商品和货币市场的调整速度不同，解释了非预期的货币冲击所导致的名义汇率和实际汇率的超调，即汇率和利率的超调变化以弥补价格水平调整的缓慢。如果货币供给减少，在粘性价格条件下，实

际货币供给下降，利率必须上升更大的幅度才能出清货币市场，名义汇率超调。

粘性价格的超调模型由货币和商品两个市场的均衡曲线所组成，其方程分别为：

$$s = s - (1/b\theta)(p - p) \tag{1.11}$$

$$\Delta p_{t+1} = q\left[b_0 + b_1 (s - p)_t + (b_3/b)(m - p)_t - (1 - b_2 + b_3 a/b)\, y_t\right] \tag{1.12}$$

在多恩布什模型的基础上，其他学者从供给冲击、关税、资本的不完全流动、实际部门的结构等各方面对这一模型进行了补充和完善。多恩布什模型及其修正都集中在货币扩张方面的研究，因此，布特和米勒（Buiter & miller, 1981）反过来，从货币紧缩的角度，进一步发展了多恩布什的超调模型。

八、货币替代的汇率理论

自 20 世纪 70 年代，主要工业化国家实行浮动汇率制度以后，金融自由化的趋势日益增强，国家间的货币替代成为可能。在这种情况下，许多学者从不同的角度出发，建立了包含货币替代因素的汇率决定模型。其中，有影响力的研究者有奎勒莫和罗德里格斯（Guillemo & Rodriguez, 1977）、格尔顿和罗卜（Girton & Roper, 1981）等。这些模型假定不同国家的货币具有不完全替代性，货币替代导致货币需求的不稳定，而货币需求的不稳定又会导致货币市场的重新调整而影响各国的汇率水平。大量的研究主要集中在两个方面：一是研究替代程度变动对一国汇率的影响，其结论是在货币替代的条件下，预期汇率的变动会导致当期名义汇率的更大波动，即货币替代会造成汇率的不稳定性；二是研究货币替代条件下一国货币供给量的变化对该国汇率水平的影响，在这方面的研究，不同的学者有不同的观点。

最近，伯格和博仁斯坦（Berg & Borensztein, 2000）研究了

高度美元化经济体的汇率制度选择和货币政策目标，认为选择更具弹性的汇率制度比固定汇率制度要优越；货币替代可以使经济更稳定。

九、有效市场假说理论

在布雷顿森林体系崩溃之后，外汇市场价格出现了剧烈的波动。但标准的宏观经济结构汇率理论难以解释，这使许多学者转向对外汇市场有效性的研究，关于这一问题的研究，现在已经成为汇率理论研究的核心内容。外汇市场的有效性，是指汇率充分反映所有相关的和重要的信息，投资者不可能赚到超额利润，均衡价格是在完全信息条件下形成的价格。这一概念暗含了两个条件：（1）投资者是风险中性的，如果投资者偏好或厌恶风险，则投机资金的流动将在 $s^e = f$ 实现之前就停止，其中，s^e 是预期的将来即期汇率，f 是远期汇率；（2）市场参与者是理性的，知道市场均衡的过程。在这一条件下，外汇市场有效的条件是 $s_t = s_t^e + u_t$，式中，s_t 是即期汇率，s_t^e 是预期的第 t 期的即期汇率，u_t 是随机误差项。同时，市场参与者不会犯系统错误，即期汇率等于远期汇率加随机误差。远期汇率应该是将来即期汇率的无偏估计，即随机误差项服从正态分布。但大量的实证检验（William Poole，1967；Robert Cumby & Obstfekd，1981；Mussa，1984；Dooley & Shafter，1983；Levich，1979，1985；Aliber，1974；Giddy & Dufey，1975；Frankel，1979；Froot & Richard，1990；Hodrrick，1992）拒绝了市场有效性假说。拒绝市场有效性假说最常见的解释是对理性预期假设的怀疑，但是，有些学者认为，在利益的驱动下，专业投资者能够获得大量潜在的信息，理性预期假设是近似成立的。因此，有些学者提出了拒绝市场有效性假说的其他解释。克拉斯克（Krasker，1980）指出决定汇率的潜在变量较大变化有一个小的概率，在无限时间的跨度内，该事件发生的可能性较大，但在一定限度的样本期间内，该事

件可能根本不会发生，这个小概率的重大事件在有限的样本期间内可能就反映不出来。这个小概率的重大事件的潜在发生对市场参与者的行为和预期有着重要影响，因此标准的计量检验远期外汇市场的有效性是无效的，这就是所谓的比索问题。汇率泡沫和比索问题提供了在浮动汇率制下汇率波动大幅偏离宏观基本因素的解释，指出了可能由于汇率泡沫和比索问题而导致外汇市场有效性的标准检验不甚理想。但即使考虑这些因素，弗兰克尔（Frankel，1982）仍认为远期汇率和预期的将来即期汇率之间存在着风险补贴，从而放松了风险中性的条件，提供了一种对汇率偏离利率平价的解释，但关键问题在于风险补贴是否存在？风险补贴是否是变动的？如果风险补贴存在，汇率偏离基本因素可能是由于风险补贴的缘故，但实际上对这一点实证检验也没有得出一致的结论。理性预期假说的一个重要涵义也含有非预期的事件或新闻会导致资产价格如汇率的变动。汇率的新闻模型（穆萨，Mussa，1979）认为汇率波动应该用不断进入外汇市场的新信息来解释，因为汇率的变动可能是反映基本因素的非预期变动，它把所有影响汇率的因素都融入到新闻项中进行分析，是对原有汇率结构模型的一种扩展。有些研究者发现信息对汇率的效果是显著的，因此指出基本因素在解释汇率中的重要性（Sebastian Edwards，1982）。而另一些研究者发现信息对汇率的效果有一定的时滞（Eichenbaum & Evans，1993）。

第二节　国际汇率制度的变迁

国际汇率制度是国际货币制度的核心内容，它总是随着国际货币制度的变革而发生相应变化。国际货币制度自形成之日起，随着世界政治经济格局的变化及国际贸易金融的发展，先后经历了三次较大的变革：最初形成的国际货币制度是国际金本位制，与之对应

的是典型的固定汇率制；二战后到1973 年，是布雷顿森林体系时期，其核心内容是可调整的固定汇率制；牙买加会议后，浮动汇率制的合法地位得到确认，世界各主要工业国家纷纷实行有管理的浮动汇率制，而大部分发展中国家仍实行钉住汇率制。

一、国际金本位制下的固定汇率制

所谓金本位制，是指以黄金作为本位货币，实行以金币流通为主的货币制度。早在 1816 年，英国开始实行金本位制，到一次世界大战结束前，世界各主要资本主义国家几乎全都实行金本位制货币制度。金本位制下，汇率制度的主要内容是：黄金可自由输入输出，并具有货币的全部职能，一国货币汇率根据该国货币含金量与别国货币含金量之比来确定，实行严格的固定汇率制。汇率的波动范围很小，一般不会超过一国对另一国的黄金输送点（黄金输送点是指金平价加上或减去两国之间运输黄金的费用）。一国国际收支平衡是自发调节的。当该国出现国际收支逆差时，黄金储备外流，国内货币供应量减少，物价下降，出口商品和劳务的外币价格下降。虽然进口商品和劳务的本币价格不变，但由于国内物价下降，使得其相对价格上升。结果出口增加，进口减少，国际收支逆差得到消除；当该国出现国际收支顺差时，黄金储备增加，国内货币供应量增加，物价上涨，结果出口下降，进口上升，国际收支顺差得到消除。国际金本位制下的固定汇率制对保持汇率稳定，调节国际收支，促进国际贸易发展等方面起到了积极的作用。由于固定汇率制是在国际金本位制下发展起来的，所以国际金本位制下的固定汇率制有时也称做典型的固定汇率制。

在国际金本位制下，黄金产量的变化与物价水平的变化密切相关，当黄金产量增长率超过物质产品生产的增长率时，价格水平就趋于上涨，反之则趋于下降。这是金本位制自身的缺点。同时由于一战前后各资本主义国家的矛盾已逐渐加深，资本主义的发展已经

到了非国家干预不可的地步。一次世界大战爆发后，各国都停止了银行券兑换黄金，并禁止黄金输出，国际金本位制崩溃，固定汇率制也随之解体。一战结束后，各国勉强恢复了国际金汇兑本位制，固定汇率制得以恢复。但好景不长， 1929—1933 年，爆发了资本主义历史上最为严重的一次经济危机，固定汇率制再次解体。这之后，国际货币制度处于三足鼎立时期，三个相互对立的货币集团是：英镑集团、法郎集团、美元集团。各个货币集团对内实行外汇管制，对外争相货币贬值，国际金融市场一片混乱，这种局面一直持续到布雷顿森林体系建立。

二、布雷顿森林体系下可调整的固定汇率制

1944 年 7 月，在二次世界大战结束前夕， 44 个国家在美国新罕布什尔州的布雷顿森林举行同盟国家货币金融会议。会上，美国凭借其政治、经济实力，迫使与会国通过了以美国所提方案为基础的《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称为《布雷顿森林协定》。根据该协定，建立起了一个以美元为中心的资本主义世界货币体系，即布雷顿森林体系。该体系下的汇率制度的主要内容是：美元是最主要的国际储备货币，实行美元一黄金本位制，美元直接与黄金挂钩，规定每盎司黄金等于 35 美元的黄金官价。各国政府或中央银行随时可用美元向美国按官价兑换黄金。国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）中其他成员国的货币与美元挂钩，从而间接与黄金挂钩，并与美元保持固定汇率，实际汇率波动的幅度上下不超过 10%，但若该国国际收支出现严重不均衡时，经 IMF 批准，可调整本国货币汇率。所以这种汇率制度又称作可调整的固定汇率制。

布雷顿森林体系下的固定汇率制与国际金本位制下的固定汇率制相比，两者的共同点在于：（1）各国对本币都规定金平价，中心汇率按两国货币的金平价之比来确定；（2）本币的市场汇率相对稳

需要全本请访问 www.ertongbook.com