



第三节

国际货币体系与汇率制度



第三节 国际货币体系与汇率制度

本节考点：

- 1、国际货币体系概述
- 2、国际货币体系的演变与发展
- 3、汇率与汇率制度



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点一、国际货币体系概述

（一）国际货币体系的概念

国际货币体系也称作国际货币制度,是国际社会针对各国货币的兑换、汇率制度的确定与变化、国际收支调节方式、国际储备资产管理等基本问题进行的制度安排,是协调各国货币关系的一系列国际性规则、管理与组织形式的总和。



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点一、国际货币体系概述

(二) 国际货币体系的核心内容

1、汇率制度的确定

国际货币体系规定一国货币与其他货币之间的汇率应如何决定和维持,能否自由兑换,是采用固定汇率制度还是浮动汇率制度等。

2、规定国际收支的调节方式

国际货币体系规定各国政府应采用什么方法弥补国际收支的缺口,各国之间的政策措施如何互相协调,以纠正各国国际收支的不平衡,确保世界经济的稳定与发展。



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点一、国际货币体系概述

（二）国际货币体系的核心内容

3、国际储备资产的确定

国际货币体系规定用什么货币作为国际结算和支付手段，以及来源、形式、数量和运用范围如何等。



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点二、国际货币体系的演变与发展

国际金本
位制

布雷顿森
林体系

牙买加体
系



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点二、国际货币体系的演变与发展

国际金本
位制

布雷顿森
林体系

牙买加体
系



第三节 国际货币体系与汇率制度

1、国际金本位制的形成

世界上第一次出现的国际货币系统是国际金本位制。

英国于1821年前后采用了金本位制度，成为当时世界上最早采用该制度的资本主义国家。

随着金本位制度在西方各国的逐渐流行，国际金本位制在19世纪中后期也随之形成。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、国际金本位制的内容

1880—1914年是国际金本位制的鼎盛时期。



第三节 国际货币体系与汇率制度

国际金本位制的主要内容：

①铸币平价构成各国货币的中心汇率。

在国际金本位制下，银行券代替黄金流通，可以自由兑换黄金，黄金和银行券都可以对外支付，因此决定两国货币汇率的直接基础是两国单位货币的含金量，含金量之比的铸币平价是中心汇率。



第三节 国际货币体系与汇率制度

国际金本位制的主要内容：

②市场汇率受外汇市场供求关系的影响面围绕铸币平价上下波动，波动幅度为黄金输送点。

在国际金本位制下，黄金可以自由输出、输入，当汇率对一国不利时，人们就不直接用银行券对外支付或直接收入外国银行券，而改用黄金，因而各国货币汇率波动很小，被有效地限制在黄金输送点之内。黄金输送点包括黄金输出点和黄金输入点，等于铸币平价加减运送黄金的运费。



第三节 国际货币体系与汇率制度

3、国际金本位制的特征

①黄金是主要的国际储备资产。黄金充当国际货币，使得货币的对内价值—物价水平，以及对外价值—汇率都能够保持相对稳定，金本位制是一种较为稳定的货币制度。



第三节 国际货币体系与汇率制度

②汇率制度是固定汇率制度，避免了由汇率剧烈波动引起的风险。在国际金本位制下，各国货币之间的汇率由它们各自的法定含金量决定。

当时国际上存在两种并行的国际结算方式，一种是以汇票为支付手段的非现金结算，另一种是以黄金为基础的直接结算。当采用汇票的非现金结算方式对其中一方不利时，则会采用直接支付或收取黄金的方式来进行结汇，因此各国货币之间的汇率波动范围很小，从而就形成了自发的固定汇率制度。



第三节 国际货币体系与汇率制度

③国际收支不均衡的调节，存在“物价-现金流动机制”的自动调节机制。这一机制是英国经济学家大卫·休谟提出来的。

当一国面临国际收支逆差时，该国黄金会出现净流出情况，黄金外流导致国内黄金存量下降，国内货币供应量下降，同时，在商品具有完全弹性的情况下，国内物价水平也会下降。国内物价水平降低，本国货币实际汇率下降，本币贬值，本国商品在国外的竞争力上升，于是出口改善，国际收支逆差得到缓解，直至最终消除。

当出现国际收支顺差时，调整的过程则刚好相反。



第三节 国际货币体系与汇率制度

4、国际金本位制的崩溃

国际金本位制是人类历史上最早的国际货币体系。

1880—1914年，西方各主要资本主义国家实行的是典型的国际金本位制—国际金铸币本位制。

在国际金本位制下，实行固定汇率制度，世界经济在这一时期得到了较快发展。但随着资本主义矛盾的深化，绝大部分黄金为少数强国占有，这就大大削弱了其他国家货币制度的基础，破坏国际货币体系稳定性的因素日益增长。

1914年第一次世界大战爆发，各参战国均实行黄金禁运和纸币停止兑换黄金的措施，国际金本位制暂时停止实行。



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点二、国际货币体系的演变与发展

国际金本
位制

布雷顿森
林体系

牙买加体
系



第三节 国际货币体系与汇率制度

1、布雷顿森林体系的建立

1944年7月，44个国家的代表出席在美国新罕布什尔州布雷顿森林召开的国际金融会议，讨论有关重建国际货币体系的事宜，会议最后通过了《联合国货币金融会议最后议定书》及附件《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称《布雷顿森林协定》，从而建立起布雷顿森林体系。

布雷顿森林体系的产生是第二次世界大战结束后国际货币合作的一个成功事例。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、布雷顿森林体系的主要内容

布雷顿森林体系的根本宗旨是建立一种汇率制度，以稳定汇率，促进世界贸易的增长，从而有助于保持高水平的就业和实际收入；建立一种世界性的货币，这种货币应该能够适应世界经济发展的需要；制定国际收支不平衡的调节政策。



第三节 国际货币体系与汇率制度

布雷顿森林体系的主要内容：

- 1) 建立一个永久性的国际金融机构，即国际货币基金组织（IMF）

国际货币基金组织对货币事项进行国际磋商，旨在促进国际货币合作。

国际货币基金组织为国际政策协调提供了适当的场所，它还对各成员方的汇率政策进行监督，为成员方提供短期资金融通，在一定程度上维持国际金融形势的稳定。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2) 实行“双挂钩”的固定汇率制度

布雷顿森林体系以黄金为基础，实行美元-黄金本位制，其实质是一种以美元为中心的国际货币体系。

根据协议，美元直接与黄金挂钩，黄金当时官价为每盎司黄金35美元，各国政府或中央银行随时可用美元向美国政府按官价兑换黄金。其他国家的货币与美元直接挂钩，以美元的含金量为各国规定货币平价的标准，各国货币与美元的汇率则按各国货币的含金量确定，或不规定含金量而只规定与美元的比价，间接与黄金挂钩。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2) 实行“双挂钩”的固定汇率制度

这样各国货币均与美元保持固定汇率，各国货币对美元的波动幅度为上下各1%，各国货币当局有义务在外汇市场上进行干预以保持汇率的稳定。

只有当一国国际收支发生“根本性不平衡”时，经国际货币基金组织批准才可以进行汇率调整（通常是货币平价变动大于10%时），即布雷顿森林体系实行的是可调整的固定汇率制度。



第三节 国际货币体系与汇率制度

3) 取消对经常账户交易的外汇管制，但是对国际资本流动进行限制

在20世纪30年代国际金本位制崩溃后，各国都采取了严厉的外汇管制措施，给对外贸易交流造成严重的损害。

为了改变这一状况，《国际货币基金协定》第八条规定会员方不得限制经常项目的支付，不得采取歧视性的货币措施，要在兑换性的基础上实行多边支付。但是鉴于两次大战期间，国际资本流动投机色彩浓厚，给国际货币体系的稳定带来了非常大的冲击，因此布雷顿森林体系允许对国际资本流动进行控制，各国均严格限制资本的国际流动。



第三节 国际货币体系与汇率制度

4) 制定了稀缺货币条款

当一国国际收支持续盈余，并且该国货币在国际货币基金组织的库存下降到其份额的75%以下时，国际货币基金组织可将该国货币宣布为稀缺货币。

国际货币基金组织可按逆差国的需要实行限额分配，其他国家有权对稀缺货币采取临时性限制兑换，或限制进口该国的商品和劳务。

这一条款的设置是希望顺差国能够主动承担国际收支调整的义务。



第三节 国际货币体系与汇率制度

3、布雷顿森林体系的特征

①由于美元与黄金挂钩，取得了等同于黄金的地位，成为最主要的国际储备货币。

②实行以美元为中心的、可调整的固定汇率制度。但是，游戏规则不对称，美国以外的国家需要承担本国货币与美元汇率保持稳定的义务。

③国际货币基金组织作为一个新兴机构成为国际货币体系的核心。



第三节 国际货币体系与汇率制度

4、布雷顿森林体系的崩溃

布雷顿森林体系从表面上看似乎完美无缺，完全满足国际货币体系的三个要素，即国际货币（美元）、汇率安排（“双挂钩”）、调节机制（国际货币基金组织），但由于在每一个要素安排上存在固有缺陷，对于该体制能否有效运行，从一开始就受到各种意见的挑战，其中最有影响的是美国经济学家罗伯特·特里芬提出的“特里芬难题”。



第三节 国际货币体系与汇率制度

4、布雷顿森林体系的崩溃

“特里芬难题”指出了布雷顿森林体系的内在不稳定性及危机发生的必然性：若美元发行过多，无法保证美元币值的稳定性；若美元供应过少将导致国际清偿手段匮乏。



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点二、国际货币体系的演变与发展

国际金本
位制

布雷顿森
林体系

牙买加体
系



第三节 国际货币体系与汇率制度

1、牙买加体系的建立

1978年4月1日，根据“牙买加协议”，《国际货币基金协定》再次修订并被通过，标志着牙买加协议正式生效，从此，国际货币体系迈入了一个新的时代-牙买加体系时代。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、牙买加体系的主要内容

1) **浮动汇率合法化**：牙买加体系正式确立了浮动汇率制度的合法化，承认固定汇率制度和浮动汇率制度并存的局面，会员方可以根据自身经济情况自行选择汇率制度。同时国际货币基金组织对汇率政策进行监督，并且协调会员方的经济政策，促进全球金融稳定，缩小汇率波动幅度。

2) **黄金非货币化**：废除黄金官价，取消成员之间或与国际货币基金组织之间以黄金清偿债务的义务。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、牙买加体系的主要内容

3) 扩大特别提款权的作用：成员之间可以使用特别提款权来偿还债务以及接受贷款。

4) 扩大发展中国家的资金融通且增加会员国的基金份额。以优惠条件向最贫穷的发展中国家提供贷款，扩大国际货币基金组织的信用贷款限额。各成员方所缴纳的基本份额都有所增加。



第三节 国际货币体系与汇率制度

3、牙买加体系的特征：

1) **国际储备多样化**：美元仍是主导货币，执行国际支付手段和储藏手段的职能。1999年欧元的诞生增添新的气息。

2) **汇率制度安排多元化**：牙买加体系认可浮动汇率制度与固定汇率制度的暂时并存；

3) **黄金非货币化**：黄金不再是各国货币平价的基础，也不能用于官方之间的国际偿付。

4) **国际收支调节机制多样化**：面对国际收支失衡，各国的调节机制更加灵活多样，如采取促进国际收支平衡的宏观经济政策，对国际贸易和国际资本流动进行管制，调整本国汇率制度等。



第三节 国际货币体系与汇率制度

考点三、汇率与汇率制度

(一) 汇率

1、汇率的定义

汇率又称汇价，是指一种货币用另一种货币所表示的价格，反映的是两种货币之间的兑换或折算比率。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、汇率的标价方法：直接标价法和间接标价法

1) 直接标价法：

又称应付标价法，是以一定整数单位（1、100、10000等）的外国货币为标准，折算为若干单位的本国货币，这种标价法是以本国货币表示外国货币的价格，因此可以称为外汇汇率。

目前，我国和世界其他绝大多数国家和地区都采用直接标价法。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、汇率的标价方法：直接标价法和间接标价法

2) 间接标价法：

又称**应收标价法**，是以一定整数单位（1、100、10000等）的本国货币为标准，折算为若干单位的外国货币，这种标价法是以外国货币表示本国货币的价格，因此可以称为本币汇率。

目前，世界上只有**英国、美国等少数几个国家**采用间接标价法。



第三节 国际货币体系与汇率制度

3、汇率的分类

- 1) 汇率的制定方法：基本汇率与套算汇率。
- 2) 商业银行对外汇的买卖：买入汇率与卖出汇率。
- 3) 外汇交易的交割期限：即期汇率与远期汇率。
- 4) 汇率形成的机制：官方汇率与市场汇率。
- 5) 商业银行报出汇率的时间：开盘汇率与收盘汇率。
- 6) 外汇交易的支付通知方式：电汇、信汇、票汇汇率。
- 7) 汇率制度的性质：固定汇率与浮动汇率。
- 8) 衡量货币价值的需要：名义汇率、实际汇率与有效汇率。



第三节 国际货币体系与汇率制度

（二）汇率制度

1、汇率制度的概念

汇率制度又称汇率安排，一国货币当局对本国货币汇率的确定、汇率水平变动方式等问题所做的一系列安排或规定。



第三节 国际货币体系与汇率制度

汇率制度的构成的主要内容包括：

①确定合理汇率的原则和依据如是以货币本身的价值为依据,还是以法定代表价值为依据等;

②) 确定维持和调整汇率的原则和办法,如是采取法定升值或贬值的办法还是采用浮动汇率制度并辅以适当的外汇干预;

③管理汇率所参考的法律、法令等规章制度;

④) 确定进行汇率管理和维持的金融机构,如中央银行、外汇管理局、外汇平准基金委员会等。

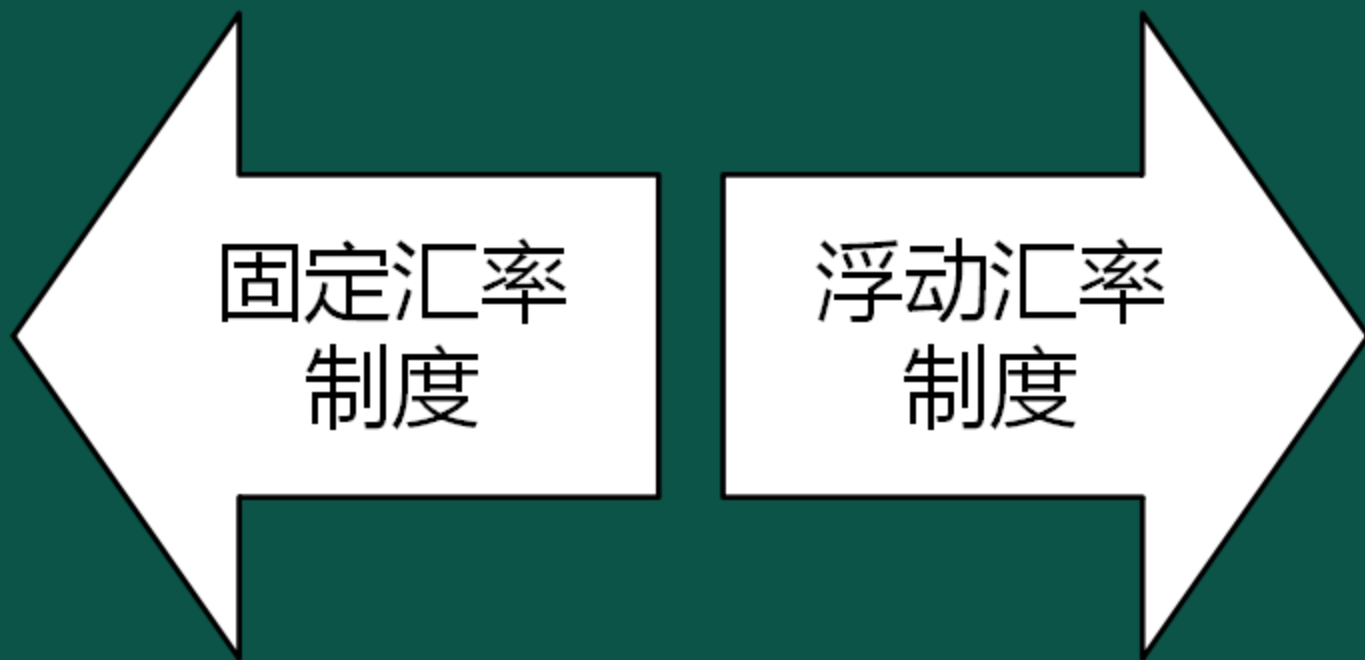
各个国家的汇率制度并不是一成不变的,各国会根据自身实际情况调整汇率制度。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、传统汇率制度的划分

传统上,按照汇率变动的幅度,汇率制度被分为两大类型:





第三节 国际货币体系与汇率制度

1) 固定汇率制度

固定汇率制度是指现实汇率受固定比价的制约, 只能围绕固定的比价进行小范围波动的汇率制度。在固定汇率制度下, 各国货币间保持固定比价, 允许市场汇率围绕固定比价 (也称中心汇率) 上下自由波动, 但波动被限制在一定的幅度之内, 并且政府有义务采取相应措施维持汇率稳定。

历史上, 固定汇率制度曾分别出现在国际金本位制和布雷顿森林体系两种国际货币体系下。金本位体制下的固定汇率制度是典型的固定汇率制度, 而纸币流通条件下的固定汇率制度, 严格来讲, 只能称之为可调整的钉住汇率制度。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2) 浮动汇率制度

随着布雷顿森林体系的崩溃以及牙买加体系的建立,浮动汇率制度取代固定汇率制度成为历史的主流。

浮动汇率制度的具体内涵:

一国货币当局并不规定本国货币对外国货币的中心汇率和现实汇率的波动幅度,货币当局也不再承担维持汇率稳定的义务,现实汇率随外汇市场上外汇的供求关系变动而自由波动。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2) 浮动汇率制度

根据官方是否干预, 浮动汇率制度分为:

①**自由浮动汇率制度**: 官方不干预外汇市场, 完全听凭市场汇率在外汇供求关系的自发作用下波动的汇率制度;

②**管理浮动汇率制度**: 官方或明或暗地干预外汇市场, 使市场汇率在经过操纵的外汇供求关系作用下相对平稳波动的汇率制度。



第三节 国际货币体系与汇率制度

根据汇率浮动是否结成国际联合,浮动汇率制度分为单独浮动汇率制度与联合浮动汇率制度:

单独浮动汇率制度是指本币不与任何外币建立固定联系,其汇率单独进行浮动的汇率制度;

联合浮动汇率制度是若干国家的货币彼此建立固定联系,对外其他国家的货币的汇率共同进行浮动的汇率制度



第三节 国际货币体系与汇率制度

3、IMF汇率制度分类

2009年IMF又根据一些成员方的具体情况,将这8类进行细化,形成10类。

目前,IMF最新的汇率制度包括:

①无独立法定货币;②货币局制度;③传统钉住;④稳定化安排;⑤水平区间钉住;⑥爬行钉住;⑦类爬行钉住;⑧管理浮动;⑨自由浮动;⑩其他有管理的安排。

①—②属于硬钉住,③—⑦属于软钉住,⑧—⑨属于浮动汇率制度,⑩属于其他。



第三节 国际货币体系与汇率制度

(三) 影响汇率制度选择的主要因素

经济论



依附论





第三节 国际货币体系与汇率制度

1、**经济论**：一国汇率制度的选择主要受经济因素决定：

①经济开放程度；

②经济规模；

③进出口贸易的商品结构和地域分布；

④国内金融市场的发达程度及其与国际金融市场的一体化程度；

⑤相对的通货膨胀率。



第三节 国际货币体系与汇率制度

1、经济论：

这些经济因素与汇率制度选择的具体关系：

1) 经济开放程度低，经济规模小，进出口集中在某几种商品或某一国家的国家，一般倾向于实行固定汇率制或钉住汇率制；

2) 经济开放程度高，进出口商品多样化或地域分布分散化，同国际金融市场联系密切，资本流出入较为可观和频繁，或国内通货膨胀率与其他主要国家不一致的国家，则倾向于实行浮动汇率制或弹性汇率制。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、**依附论**：一国汇率制度的选择主要取决于其对外经济、政治、军事等诸多方面联系的特征。

该理论集中探讨的是发展中国家的汇率制度选择问题，认为发展中国家在实行钉住汇率制时，采用哪一种货币作为参考货币，即被钉住货币，取决于该国对外经济、政治关系的“集中”程度，以及该国经济、政治、军事等方面的对外依附关系。



第三节 国际货币体系与汇率制度

2、依附论：

从美国的进口在其进口总额中占有很大比例的国家，或者从美国得到大量军事赠予以及从美国大量购买军需物资的国家，还有同美国有复杂的条约关系的国家，往往将本国货币钉住美元。而同美国等主要工业国的政治经济关系较为“温和”的国家，则往往选择钉住一篮子货币。

这一理论同时还指出，选择哪一种货币作为参考货币，反过来又会影响国家对外贸易等经济关系和其他各方面关系的发展。



本节小结

第三节 国际货币体系 与汇率制度

- 1、国际货币体系概述
- 2、国际货币体系的演变与发展
- 3、汇率与汇率制度



第四节

汇率决定理论与汇率变动



第四节 汇率决定理论与汇率变动

本节考点：

- 1、汇率决定理论
- 2、汇率变动的影响因素
- 3、汇率变动的经济影响



第四节 汇率决定理论与汇率变动

考点一、汇率决定理论

- (一) 购买力平价理论
- (二) 利率平价理论
- (三) 汇兑心理说
- (四) 国际收支说
- (五) 货币主义汇率决定理论的弹性说
- (六) 货币主义汇率决定理论的超调模型
- (七) 汇率决定的资产组合分析法



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（一）购买力平价理论

1914年第一次世界大战爆发，国际金本位制崩溃，纸币代替黄金成了各国流通中的主要货币，加上战争的需要，各国政府开始大量发行纸币，导致物价飞涨，通胀频现，各国汇率也出现了剧烈的波动。

1922年，瑞典经济学家卡塞尔在其出版的《1914年以后的货币与外汇》一书中，系统地阐述了购买力平价理论。

购买力平价理论分为绝对购买力平价理论和相对购买力平价理论。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

1、绝对购买力平价理论

绝对购买力平价理论说明在某一时刻上汇率决定的基础。

该理论来源于一价定律，即若不考虑商品在国际的贸易成本和贸易壁垒，那么同一种商品在世界各国用同一种货币表示的价格应该是一样的。用公式表示：

$$P=eP^*$$

其中，P代表本国商品价格，P*代表外国商品价格，e代表两国间的汇率（直接标价法）。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

1、绝对购买力平价理论

将上式重新整理，可以得到

$$e=P/p^*$$

上式表明：

国际商品套购活动，将引起汇率水平调整，使得两国货币的汇率等于两国物价水平之比（物价水平之比实际上可以看作是两国货币购买力之比的倒数）。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2、相对购买力平价理论

绝对购买力平价理论有严苛的假设，在现实中也难以成立。但是在绝对购买力平价理论基础上推导出来的相对购买力平价理论却有旺盛的生命力，并且也得到了20世纪70年代实施浮动汇率制度以后各国数据的实证检验。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2、相对购买力平价理论

根据绝对购买力平价理论：

两国在基期汇率表示为 $e_0 = P_0 / P_0^*$ ；

两国在当期汇率表示为 $e_t = P_t / P_t^*$ ，

将这两个式子相除，可以得到：

$$e_t / e_0 = P_t / P_t^* \div P_0 / P_0^* = (1 + \pi) / (1 + \pi^*)$$

e_0 表示基期汇率， e_t 表示当期汇率， π 为本国通货膨胀率， π^* 为外国通货膨胀率。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2、相对购买力平价理论

将上式两边都减去1，那么可以得到

$$\begin{aligned} & e_t/e_0 - 1 \\ &= (1 + \pi) / (1 + \pi^*) - 1 = (\pi - \pi^*) / (1 + \pi^*) \\ &\approx \pi - \pi^* \end{aligned}$$

上式表明：某一时段内两国间汇率的波动约等于两国的通货膨胀率之差。

相对购买力平价理论说明了在某一时段内汇率变动的原因是通货膨胀。通货膨胀率高的国家，货币会贬值；通货膨胀率低的国家，货币会升值。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

3、对购买力平价理论的评价

购买力平价理论是现代汇率理论的基础，它比较准确地描述了汇率与价格的关系，比较合理地揭示了一国货币汇率变动的长期原因，开辟了从货币数量角度研究汇率的先河。

购买力平价理论的局限：

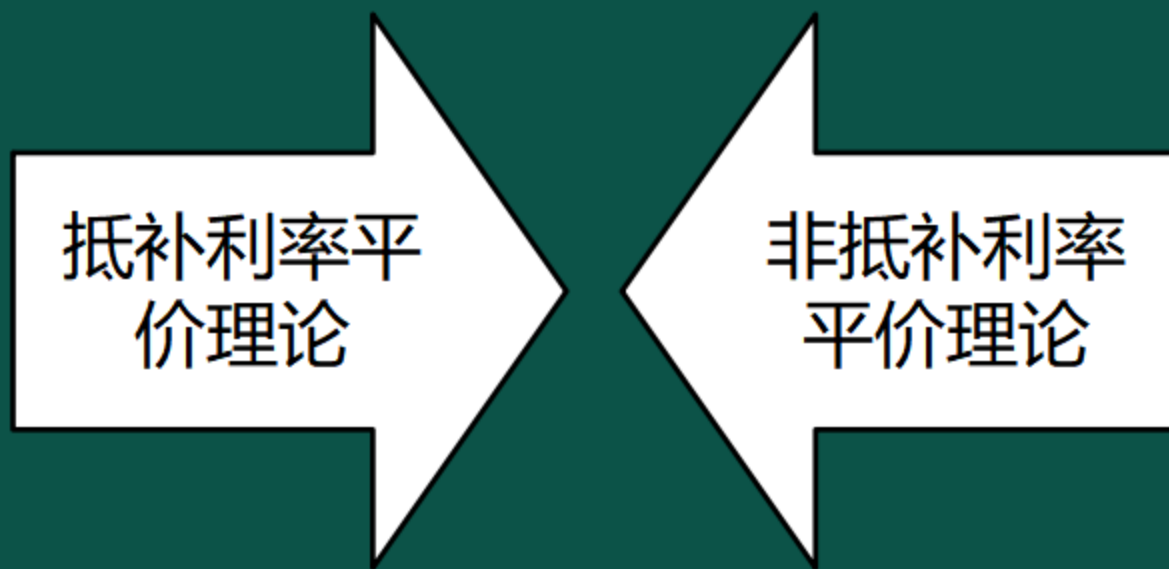
①只考虑经常账户，忽略了资本流动；②假设自由贸易，未考虑贸易成本（如贸易壁垒、垄断等因素）；③主要考虑贸易品，忽视了非贸易品；④存在技术难题，以消费价格指数（CPI）代表一般物价水平，但CPI篮子存在国别差异；⑤该理论未得到实证的支持。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

(二) 利率平价理论

利率平价理论分为：





第四节 汇率决定理论与汇率变动

1、抵补利率平价理论

抵补利率平价理论由凯恩斯在1923年系统提出。

该理论假设不存在交易成本、资本在国际可以自由流动、套利资本规模是无限的。那么资本出于套利的动机在国际自由流动，最终的结果是即期汇率、远期汇率、本国利率、外国利率这四个变量之间实现均衡，套利资本在利差上的收益（或亏损）必将被汇率上的亏损（或收益）所抵销，资本在国内外的收益是一样的，因而停止在国际进行流动，形成一种暂时的均衡状态，此时形成的汇率即为均衡汇率。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

1、抵补利率平价理论

用公式表示为：

$$\Delta e = i - i^*$$

i 代表本国利率水平， i^* 代表外国利率水平， Δe 表示两国间汇率的升贴水率。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2、非抵补利率平价理论

非抵补利率平价理论同样假定不存在交易成本、资本流动没有障碍、套利资本规模是无限的，但市场参与者风险中性。

非抵补套利交易是指交易者将资金从利率低的货币转向利率高的货币，从而赚取利息差额收入的交易。

该交易不必在外汇市场上同时进行反方向的远期交易，因此要承担高利率货币可能贬值的风险。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2、非抵补利率平价理论

该理论认为交易者之所以进行投机性的非抵补套利交易，可能是因为他们对未来汇率的预期与市场上的远期汇率有所不同，这些套利者出于他们对未来汇率的预期，来判断是否有套利机会，从而做出他们的投资决策。

市场上的套利者对未来汇率的预测是不一样的，从而导致他们会在外汇市场上买入或者卖出外汇，从而形成一个均衡汇率。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2、非抵补利率平价理论

非抵补利率平价理论的简单表达式如下：

$$\Delta e = \frac{E(e) - e}{e} = i - i^*$$

$E(e)$ 表示套利者对未来汇率的预期， e 表示市场上的即期汇率。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

3、对利率平价理论的评价

利率平价理论揭示了利率与汇率之间的密切关系，有较好的实践价值，尤其是在短期汇率的决定上。

但该理论也存在一定的缺陷：

①资本自由流动前提与现实不太符合，在今天依旧存在着各种外汇管制以及外汇市场不发达导致资本自由流动受到各种限制；

②忽略了外汇交易成本；

③假定套利资本规模是无限的，这与现实不太符合。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（三）汇兑心理说

1927年法国学者阿夫塔里昂研究法国等欧洲国家的统计资料，发现这些国家货币、物价和汇率变动不一致，然后他根据边际效用理论提出了汇兑心理说。

该学说认为，人们之所以需要外汇，是因为外汇能满足他们消费、支付、投资、投机、资本外逃等欲望，这些欲望是使得外国货币具有价值的基础。人们对外汇主观判断决定了外汇的供求，进而影响汇率的变动。

汇兑心理说后来演变为心理预期说：外汇市场上汇率的决定，很大程度上取决于市场上人们的心理预期。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（四）国际收支说

布雷顿森林体系崩溃后，各国实行浮动汇率制度，一些学者开始将凯恩斯主义国际收支平衡条件的分析应用于外汇供求的流量分析，1981年，美国学者阿尔盖系统地将这些学者的理论进行了总结，提出了现代国际收支说。

该学说把国际收支的平衡条件应用于外汇供求流动分析，说明影响国际收支的主要因素，进而分析这些因素如何通过国际收支渠道来决定汇率。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（四）国际收支说

国际收支说的一般公式为：

$$e=f(Y, Y^*, P, P^*, i, i^*, E)$$

e 为均衡汇率， y 和 y^* 为本国和外国的国民收入水平， P 、 P^* 为本国和外国的物价水平， i 、 i^* 为本国和外国的利率水平， E 为未来汇率的预期值。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（四）国际收支说

国际收支说表明：

①当本国国民收入增加时，进口增加，国际收支出现逆差，外汇需求大于外汇供给，本币将贬值。

②当本国物价水平上升或外国物价水平下降时，本国出口减少，进口增加，国际收支出现逆差，外汇需求大于外汇供给，本币将贬值。

③当本国利率上升或外国利率下降时，国外资本将会流入，外汇供应大于外汇需求，国际收支出现顺差，本币将升值。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（五）货币主义汇率决定理论的弹性说

货币主义汇率决定理论的弹性说是现代汇率理论中最基础的汇率基本面预测模型，该学说将货币需求函数 $M/P=L(Y, i)$ 、货币市场均衡条件 $M_d=M_s$ 以及购买力平价理论结合，导出一般表达式：

$$\Delta e = (M_s - M_s^*) - \alpha (Y - Y^*) + \beta (i - i^*)$$

e 为两国之间汇率水平的变动率， M_s 为本国货币供应量， M_s^* 为外国货币供应量， Y 为本国国民收入水平， Y^* 为外国国民收入水平， i 为本国利率水平， i^* 为外国利率水平， α 为实际货币需求的收入弹性， β 为实际货币需求的利率弹性。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

货币主义汇率决定理论的弹性说表明：

①汇率的变动与本国货币供应量变化成正比，与外国货币供应量变化成反比。在其他因素不变时，当本国货币供应量增速高于外国货币供应量增速时，外汇汇率将会上升，本币将会贬值。

②汇率的变动与本国国民收入的变化成反比，与外国国民收入的变化成正比。在其他因素不变时，当本国国民收入水平增速高于外国国民收入水平增速时，外汇汇率将会下降，本币将会升值。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

货币主义汇率决定理论的弹性说表明：

③汇率的变动与本国利率水平变化成正比，与外国利率水平变化成反比。在其他因素不变时，当本国利率水平上升时，将带来本国物价水平的上涨，本币将会贬值。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（六）货币主义汇率决定理论的超调模型

货币主义汇率决定理论的弹性说认为，一旦国内货币供应量发生变化，货币市场、外汇市场、商品市场都会迅速做出反应。

但在麻省理工学院经济学家多恩布什看来，事实并非如此。他认为，商品市场与资本市场的调整速度是不同的，商品市场的价格水平具有黏性的特点，当货币供应量发生变化时，商品市场的价格并不会立即做出反应，而是要经过一段时间才会将这个变化消化并吸收，购买力平价理论在短期内并不能成立。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（六）货币主义汇率决定理论的超调模型

汇率超调描述的是汇率对货币供应量波动的即刻反应超过了长期反应的一种现象。

例如，当一国央行突然宣布将货币供应量增长5%时，由于货币供应量突然增加，本国利率下降本外币利差收窄甚至倒挂，引起资本外流，本币贬值；与此同时，本国货币供应量增加，外汇市场也会迅速作出反应，导致本币贬值。

两种因素的共同作用，导致在短期内，本币汇率贬值的幅度会超过由基本面（物价水平的变动或货币购买力的变动）决定的汇率贬值的幅度，如短期内贬值幅度为10%。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（六）货币主义汇率决定理论的超调模型

在中期内，随着套利资金的流入、对本国货币需求的增加，本国利率水平将会上升，本币汇率会缓慢升值。

在长期内，随着套利活动的结束，新的均衡汇率形成，此时本币汇率对比最初期为贬值5%，正好与商品市场物价水平从最初不动，到缓慢涨价，最终涨价5%，货币购买力水平下降5%吻合。

经过短期平衡到扰动（货币供应量增加5%，汇率贬值10%），再通过中期调整，最终实现长期平衡（货币供应量增加5%，汇率贬值5%）。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（六）货币主义汇率决定理论的超调模型

超调模型是国际金融理论中对开放经济进行宏观分析的最基本模型，它开创了从动态角度分析汇率决定的先河。

该模型首次涉及汇率的动态调整问题，是对货币主义与凯恩斯主义的综合创新，并且该模型具有鲜明的政策含义，也就是货币政策应适度以避免过度波动带来危害。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（七）汇率决定的资产组合分析法

汇率决定的资产组合分析法可追溯到20世纪60年代的麦金农和奥茨的研究，后经拓展形成了多种形式的资产组合理论。

1977年美国普林斯顿大学教授**布朗森**在《汇率决定的资产市场和相对价格》等论文中，对资产组合理论进行了系统的总结，确立了汇率决定的资产组合平衡理论的分析框架。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（七）汇率决定的资产组合分析法

该理论假定本币资产与外币资产是不完全的替代物，采用一般均衡分析方法，将商品市场、货币市场和证券市场结合起来分析汇率的决定。

该理论解释了短期汇率变化的原因。在短期内，由于这些资产存量经常受到各种外生变量（如货币供给、政府支出等）的影响，因此，预期收益率常常存在差异。根据资产组合平衡理论，投资者需要经常进行资产组合调整（调整每种资产的需求），以使其预期收益率取得一致。资产组合的调整，将导致汇率和利率的变化。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（七）汇率决定的资产组合分析法

该理论认为，只有当本国货币市场、本国债券市场、外国债券市场都处于均衡状态时，该国的资产市场总体上才处于均衡状态，各种资产的收益率相等，由此决定的汇率为均衡汇率。

同时该理论认为，从长期看，经常账户的变化会引起外国债券市场存量的变化，进而影响外国债券的收益率，并引起资产组合平衡的变化，因此，经常账户对汇率的决定也有着重要影响。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

考点二、汇率变动的影响因素

- (一) 物价水平的相对变动
- (二) 国际收支差额的变化
- (三) 市场预期的变化
- (四) 政府干预汇率



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（一）物价水平的相对变动

根据购买力平价理论，反映货币购买力的物价水平变动是决定汇率长期变动的根本因素。

如果一国的物价水平与其他国家的物价水平相比相对上涨，即该国相对通货膨胀，则该国货币对其他国家货币贬值；

如果一国的物价水平与其他国家的物价水平相比相对下跌，即该国相对通货紧缩，则该国货币对其他国家货币升值。

长期来说，物价水平变动最终导致汇率变动是通过国际商品和劳务的套购机制实现的，是通过国际收支中经常项目收支变化传导的。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（二）国际收支差额的变化

市场汇率的变动直接取决于外汇的市场供求状况。

如果外汇供不应求，则外汇汇率上升，本币贬值；

如果外汇供过于求，则外汇汇率下跌，本币升值。

外汇市场上的外汇供求关系基本是由国际收支决定的，国际收支差额的变动决定外汇供求的变动。

如果国际收支逆差，则外汇供不应求，外汇汇率上升；

如果国际收支顺差，则外汇供过于求，外汇汇率下跌。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

进一步来说，国际收支又是由物价、国民收入、利率等因素决定的。

如果一国与其他国家相比，物价水平相对上涨，则会限制出口，刺激进口；国民收入相对增长，则会扩大进口；利率水平相对下降，则会刺激资本流出，阻碍资本流入。

这些都是导致该国国际收支出现逆差，从而造成外汇供不应求、外汇汇率上升的原因。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

进一步来说，国际收支又是由物价、国民收入、利率等因素决定的。

如果一国与其他国家相比，物价水平相对下降，则会刺激出口，限制进口；国民收入相对萎缩，则会减少进口；利率水平相对上升，则会限制资本流出，刺激资本流入。

这些都是导致该国国际收支出现顺差，造成外汇供过于求、外汇汇率下跌的原因。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（三）市场预期的变化

市场预期变化是导致市场汇率短期变动的主要因素。

市场预期变化决定市场汇率变动的基本机理：

如果人们预期未来本币贬值，就会在外汇市场上抛售本币，导致本币现在的实际贬值；

如果人们预期未来本币升值，就会在外汇市场上抢购本币，导致本币现在的实际升值。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（四）政府干预汇率

出于宏观调控的需要，各国政府往往会对外汇市场进行干预，将汇率波动限制在特定范围内。

当市场因外汇供不应求，外汇汇率上涨幅度超出政策目标范围时，货币当局往往会向市场投放外汇，收购本币，使外汇汇率下调；当市场外汇供过于求，外汇汇率下跌幅度超出政策目标范围时，货币当局则会向市场投放本币，回收外汇，从而使外汇汇率上调。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（四）政府干预汇率

在某些极端情况下，当通过上述外汇市场干预措施难以达到预期效果时，货币当局还会直接采用行政手段，实行外汇管制，维护汇率稳定。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

考点三、汇率变动的经济影响

(一) 汇率变动的直接经济影响



国际收支

外汇储备



第四节 汇率决定理论与汇率变动

1、汇率变动的直接经济影响



国际收支

外汇储备



第四节 汇率决定理论与汇率变动

①汇率变动影响经常项目收支：

当本币贬值以后，以外币计价的本国出口商品与劳务的价格下降，而以本币计价的本国进口商品与劳务的价格上涨，从而刺激出口，限制进口，增加经常项目收入，减少经常项目支出。

当本币升值时，则影响正好相反，最终会减少经常项目收入，增加经常项目支出。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

但是，本币贬值使得经常项目收支条件改善是有前提的，这里需要注意“弹性”和“时间滞后”两个问题。

“弹性”问题：在进出口商品价格变化的条件下，进出口数量需要朝着有利的方向变动，才能使得贸易收支条件得到改善。

对于出口来说，本币贬值后，出口商品的数量有所增加，但是出口商品的外币价格却在下跌，因此随着本币贬值，出口商品数量虽然增加，但是出口的整体外汇收入却并不一定是增加的，有可能被商品外币价格下跌的影响抵销，因此只有出口商品的需求价格弹性大于1，才能够提高出口外汇收入。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

但是，本币贬值使得经常项目收支条件改善是有前提的，这里需要注意“弹性”和“时间滞后”两个问题。

“弹性”问题：

对于进口而言，本币贬值会使得进口商品的数量减少，但是同时进口商品的外币价格不一定降低，因此总体的进口支出不一定减少，同样需要满足进口商品的需求价格弹性大于1。综合考虑进出口两方面的影响，一国货币贬值能否改善贸易收支条件，需要看是否满足进出口商品需求价格弹性之和的绝对值大于1，这就是著名的“马歇尔-勒纳条件”。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

但是，本币贬值使得经常项目收支条件改善是有前提的，这里需要注意“弹性”和“时间滞后”两个问题。

“时间滞后”问题：即使进出口商品需求价格弹性满足“马歇尔-勒纳条件”，但在本币贬值初期，一国的贸易收支状况会出现先恶化，经历一段时间后才得到改善的现象，这种时间滞后的现象被称为**“J曲线效应”**。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

②汇率变动影响资本与金融项目收支：

如果本币贬值，会加重偿还外债的本币负担，减轻外国债务人偿还本币债务的负担，从而减少借贷资本流入，增加借贷资本流出；会提高国外直接投资和证券投资的本币利润，降低外国在本国直接投资和证券投资的外国货币利润，从而刺激直接投资和证券投资项下的资本流出，限制直接投资和证券投资项下的资本流入。

如果本币升值，则其影响正好相反。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

汇率变动对资本流动的影响程度，受到一个国家资本管制程度的影响。

资本管制较严的国家，由于国际资金进出的渠道受到限制，因此汇率变动并不会造成国际资金的大量流动；

对于资本管制较松的国家，汇率变动对资本流动的影响则非常大。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

1、汇率变动的直接经济影响



国际收支

外汇储备



第四节 汇率决定理论与汇率变动

汇率变动对外汇储备的影响集中在对外汇储备价值影响的评价上，需具体情况具体分析。

1) 如果汇率变动发生在本币与外币之间，汇率变动不会影响通常以外币计值的外汇储备价值。只有当外汇储备被国家以某种机制或形式结成本币用于国内时，如果本币升值，则用外汇储备结成本币的金额会减少，折射出外汇储备价值缩水。

2) 如果汇率变动发生在不同储备货币之间，例如，在美元与欧元之间，由于通常以美元计量外汇储备价值，所以在美元对欧元升值时，欧元外汇储备的美元价值会缩水；反之在美元对欧元贬值时，欧元外汇储备的美元价值反而会膨胀。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

（二）汇率变动的间接经济影响

汇率变动的间接经济影响主要通过国际收支传导，体现在以下两个方面：

1) 汇率变动影响经济增长：

- 贸易收支视角
- 资本流动视角



第四节 汇率决定理论与汇率变动

①**贸易收支视角**：在本币贬值时，由于刺激了商品和劳务的出口，限制了商品和劳务的进口，在推动出口部门和进口替代部门经济增长的同时，还会通过“外贸乘数”作用带动所有经济部门的增长。本币升值对经济增长的影响正好与此相反，是负面的。

②**资本流动视角**：在本币升值时，由于刺激了借贷资本、直接投资和证券投资项下资本的流入，限制了这些资本的流出，如果宏观管理和金融监管得当，则会推动实体经济和金融经济的增长。而本币贬值对实体经济和金融经济的影响则恰好相反，是负面的。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

2) 汇率变动影响产业竞争力和产业结构

本币贬值使得本国出口商品的国外价格变得便宜，提升了出口商品的国际竞争力，出口扩大，出口商品的生产企业、贸易部门的收入增加，这会导致这些企业扩大再生产，也会使得其他行业的资本进入到出口商品行业，从而引起资金和劳动力从其他行业流向出口商品制造和贸易部门。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

从进口角度来看，本币贬值使得进口商品国内价格提高，这一方面会使得过度依赖这种进口材料的产业利润降低，从而导致该产业规模收缩，另一方面对于进口替代品来说，进口商品价格提高使得需求转向进口替代品，从而使得进口替代品行业繁荣。本币贬值使得资源向出口部门和进口替代部门转移，这在一定程度上促进了这些行业的发展。



第四节 汇率决定理论与汇率变动

但是从另一个角度来看，本币过度贬值使得一些效率低下的企业能够继续生存，长久来看这种对于落后产业的保护，不利于提高企业的竞争力，同时也会使得国内的资源配置出现扭曲，使得一些高效率产业得不到应有的资金和人力的支持。在进口方面，本币过度贬值使得进口国外高科技产品的成本高昂，使得国外的高新技术无法进入国内市场，不利于通过技术引进实现经济结构的调整和劳动生产率的提高。



本节小结

第四节

汇率决定理论 与汇率变动

- 1、汇率决定理论
- 2、汇率变动的影响因素
- 3、汇率变动的经济影响



本章小结

第一章

第一节 利率与货币的时间价值

利息与利率

利率的度量

货币的时间价值

第二节 利率决定理论与利率结构

利率决定理论

利率的风险结构

利率的期限结构

第三节 国际货币体系与汇率制度

国际货币体系概述

国际货币体系的演变与发展

汇率与汇率制度

第四节 汇率决定理论与汇率变动

汇率决定理论

汇率变动的影响因素

汇率变动的经济影响

谢谢 观看
THANK YOU