



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点上汇率决定的基础。

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：

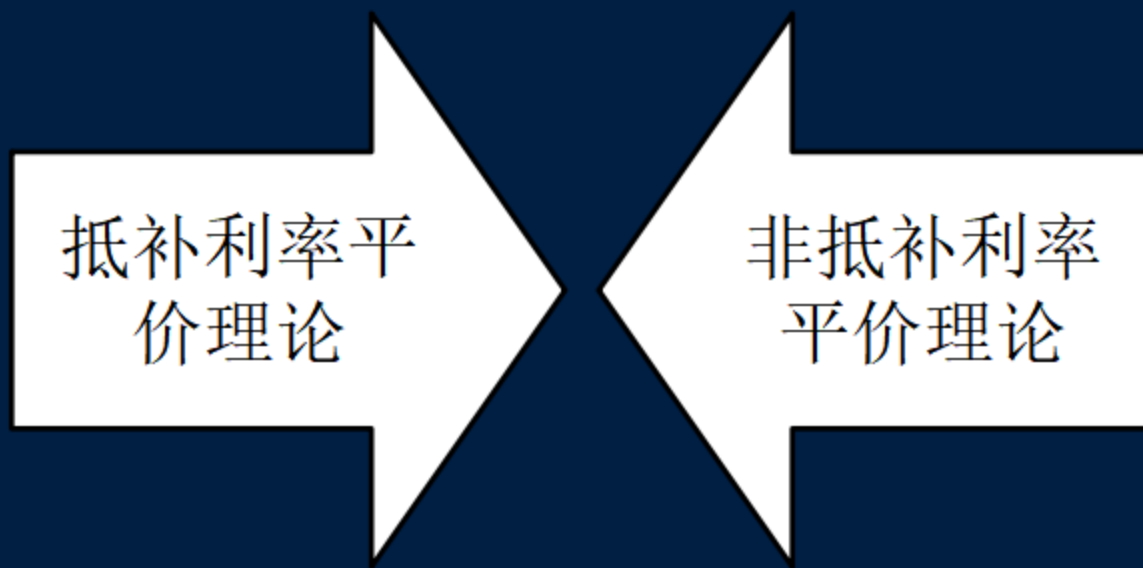
- ①只考虑经常账户，忽略了资本流动；②假设自由贸易，未考虑贸易成本（如贸易壁垒、垄断等因素）；③主要考虑贸易品，忽视了非贸易品；④存在技术难题，以消费价格指数（CPI）代表一般物价水平，但CPI篮子存在国别差异；⑤该理论未得到实证的支持。



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 $M_d/P=L(Y, i)$ 、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