

# 国际金融常考知识总结归纳讲义

## 国际收支调节理论

### 第一节 国际收支平衡与失衡

#### 一、国际收支平衡与失衡的概念

##### （一）国际收支平衡与不平衡

##### 1、国际收支的概念

一国在一定时期内全部对外往来的系统的货币记录。

##### 2、判断和分析国际收支的工具

国际收支平衡表：一国根据经济分析的需要，按复式簿记原理对一定时期的国际经济交易进行系统记录的统计报表。

##### 3、国际收支平衡的判断

##### ①区别形式上的平衡与实质上的平衡

自主性交易：盈利为目的，包括经常项目和长期资本流动（基本差额）

调节性交易：为弥补自主性交易所产生的差额而进行的交易，包括短期资本流动官方储备

实质上的平衡：自主性交易的借贷相等，即基本差额为零

形式上的平衡：经常项目、资本项目和官方储备的借贷相等

在短期资本流动中，很难区分自主性交易与调节性交易，所以全部为调节性交易。

##### ②区别会计意义上的平衡与社会经济意义上的平衡

社会经济意义上的平衡：在保持外汇市场均衡和国内经济均衡稳定发展的情况下所达到的平衡。

##### ③区别国际收支数量上的平衡与内容上的平衡

数量上的平衡：对外收入与支出在总量上的相等，包括绝对平衡、相对平衡。（影响一个国家的绝对平衡的因素包括一国统计系统的有效性。）

内容上的平衡：一国经济交易的实际内容和内在结构以及从国家长远发展战略等考虑国际收支的平衡。

##### ④区别国际收支静态平衡与动态平衡

静态平衡：特定时期内的平衡

动态平衡：较长时期的发展趋势

##### （二）国际收支均衡与失衡

##### 1、国际收支均衡

国际收支均衡又叫做对外均衡，是指一国国际收支处于既没有盈余，又没有赤字的状态。

国际收支均衡： $BP=0$  或  $F=K$ ，其中  $F$  为贸易差额、 $K$  为资本项目。

国际收支均衡的核心是  $F=K$ ，但  $F=K$  在什么条件下实现，对国际收支均衡的具体说明就不同，按照 IMF 专家们的定义，有四种不同的表述。

##### 2、国际收支失衡

国际收支逆差的表现是： $BP < 0$

国际收支顺差的表现是： $BP > 0$

## 二、国际收支失衡的影响

### （一）国际收支逆差的影响

- 1、货币效应：（国际收支逆差→本国汇率下降→进口商品价格上升→对外汇需求大）
- 2、黄金外汇储备的流失；
- 3、加重本国的对外债务；
- 4、贸易条件恶化；
- 5、失业、经济发展变缓、国民收入下降。

### （二）国际收支顺差的影响

## 三、国际收支失衡的主要原因

- （一）世界各国之间经济发展的不平衡；
- （二）资本主义国家周期性的经济危机；
- （三）国际经济结构的变化；
- （四）价格、利率和汇率的变动；
- （五）国家对内对外经济政策的改变；
- （六）其他因素。

## 第二节 传统的国际收支调节理论

### 一、早期的国际收支调节理论

#### （一）支出率分析论

1720 年伊萨克·杰伊瓦塞提出的支出率分析论，主要分析一国的货币收入如何在本国商品与进口商品之间分配支出，以实现内外均衡，它是最早将国际收支平衡与国内经济平衡联系起来分析的理论。

- 1、揭示了贸易差额与宏观经济变量之间存在的关系；

产品+进口-出口=净消费

- 2、指出了黄金流量和存量在国际收支调节机制中所处的重要作用；
- 3、对进口商品相对价格的变动、对资源转移和再配置也产生影响。

#### （二）物价——现金流动机制

该理论是由英国经济学家休谟在 1752 年系统提出的。他认为一国贸易差额会引起黄金的流入流出，从而改变商品的国际相对价格，相对价格的变化又会调整贸易差额，并使贵金属在国际间得到正常分配。这表明市场机制对国际收支具有重要的自发调节作用，政府无须对国际收支进行管理。该理论只适合金本位制，没有考虑到物价的弹性，没有考虑到物价的变动对国内经济的影响，没有考虑政府行为。

### 二、弹性分析理论

该理论是由英国经济学家琼·罗宾逊在 1937 年提出的。40 年代勒纳、梅茨勒对该理论进行补充和发展，使该理论从体系上趋于完善。该理论主要研究汇率变化的影响，尤其是货币贬值改善国际收支的条件。

#### （一）弹性分析论的前提条件

- 1、以贸易收支平衡作为分析的起点（国际收支=贸易收支，且最初是平衡的）；
- 2、只考虑汇率变动对进出口商品价格和数量的影响；
- 3、贸易商品的供给具有完全的弹性，非贸易商品的价格不变（有闲置的资源、未充分就业）；
- 4、汇率是可以浮动的；
- 5、国际收支的调节过程瞬间完成。

#### （二）弹性分析论的基本观点

运用局部均衡的分析方法探讨货币贬值对经常项目以及贸易条件的影响。

- 1、 本币贬值的调节作用主要取决于进出口商品的供求弹性

本币贬值→出口商品的价格下降→出口需求量上升→出口值上升  
→进口商品的价格上升→进口需求量下降→进口值下降

出口需求弹性： $D_x = \frac{dX_d / X_d}{dP_x / P_x}$

$$\text{进口需求弹性: } D_m = \frac{dM_d/M_d}{d(r \cdot P_m)/r \cdot P_m} = \frac{dM_d/M_d}{dr/r + dP_m/P_m}$$

$$\text{出口供给弹性: } S_x = \frac{dX_s/X_s}{d(r \cdot P_x)/r \cdot P_x} = \frac{dX_s/X_s}{dr/r + dP_x/P_x}$$

$$\text{进口供给弹性: } S_m = \frac{dM_s/M_s}{dP_m/P_m}$$

## 2、马歇尔-勒纳条件

贸易收支通过货币贬值而得到改善的必要条件是

$$|D_x + D_m| > 1$$

## 3、罗宾逊——梅茨勒条件

梅茨勒放弃了供给弹性无穷大的假定，认为汇率变动对贸易收支的影响与进出商品的需求弹性和供给弹性有密切关系。即贸易收支通

$$\text{过货币贬值而得到改善的必要条件是: } \frac{D_x D_m (S_x + S_m + 1) - S_x S_m (D_x + D_m + 1)}{(S_x - D_x)(S_m - D_m)} > 0$$

马歇尔——勒纳条件是罗宾逊——梅茨勒条件中  $S_x$ 、 $S_m$  趋于无穷大时的一个特例。

## 4、货币贬值对贸易条件的影响

贸易条件是指出口价格水平与进口价格水平的比值。

贸易条件恶化：一国出口商品价格水平相对于进口商品价格水平下降，即以一定数量的出口商品所能换回的进口商品的数量相对减少。

$$\frac{dP_x}{P_x} - \frac{dP_m}{P_m} = \frac{dr}{r} \cdot \frac{S_x S_m - D_m D_x}{(D_x - S_x)(S_m - D_m)}$$

根据上面的公式，我们可得出以下结论

①  $S_m$  与  $S_x$  无穷大时，本币贬值会使贸易条件恶化（上式=-1）； $S_m$  与  $S_x = 0$  时，本币贬值会使贸易条件改善（上式=1）。

②  $D_x$  和  $D_m$  无穷大时，本币贬值会使贸易条件改善（上式=1）； $D_x$  和  $D_m = 0$  时，本币贬值将使贸易条件恶化（上式=-1）。

③除上述两种极端情况外，贬值对贸易条件的影响取决于供给弹性和需求弹性乘积的状况：

（令分母小于 0 是合理的，即  $S_m - D_m$  与  $S_x - D_x$  是同号的）

A、若  $S_m S_x < D_m D_x$ ，则贬值可以改善贸易条件

B、若  $S_m S_x > D_m D_x$ ，则贬值会恶化贸易条件

C、若  $S_m S_x = D_m D_x$ ，则贬值不会使贸易条件发生变化

### （三）对弹性分析论的评价

弹性分析理论正确地指出：只有在一定的进出口供求弹性的条件下，货币贬值才有改善贸易收支的作用和效果。这意味着从长远看调整产业结构时，外贸结构对贬值调节作用效果具有重要影响。

该理论也存在着一些缺陷：

①它是一种局部分析，只强调汇率变动对进口相对价格的影响，忽视了汇率变动对其他因素的影响；

②它采用的是一种静态分析法，忽视了汇率变动的时滞效应（J 效应）；

③该理论在具体运用时，由于弹性值难于计算而受到很大的局限；

④忽略了预期的作用，人们对汇率变动的预期可以极大地影响贬值的效力；

⑤起初平衡的假定不合实际，供给弹性无穷大的假定也不合实际。

### 三、收入分析论

收入分析论由马克卢普和梅茨勒提出，后经罗宾逊、布朗和哈伯根、斯特恩的进一步发展而形成。该理论主要分析在汇率和价格不变的条件下，国际收支与国民收入的相互关系。

#### （一）收入分析论的前提条件

- 1、国民经济没有实现充分就业，供给具有完全弹性；
- 2、贸易差额即为国际收支差额；
- 3、进口是收入的增函数，边际进口倾向不变；
- 4、收入是需求的函数，边际消费倾向不变；
- 5、政府支出是外生的变量。

#### （二）收入分析论的基本观点

##### 1、简单的外贸乘数

##### （1）简单的外贸乘数原理

简单的外贸乘数又称小型开放经济国家的外贸乘数。

因为①  $C + S + T = C + I + G + (X - M)$  投资外生不变 ②  $\Delta X = \Delta S + \Delta M$

$$K_f = \frac{\Delta Y}{\Delta X} = \frac{1}{s + m}$$

该式表明，出口增加，能够引起国民收入的倍数增长

##### （2）外贸乘数

因为  $Y = C_0 + cY + I_0 + iY + G + [X - (M_0 + mY)]$

总需求中的所有变量所形成的自主性支出的变动都会影响国民收入变动即

$$\Delta Y = (\Delta C + \Delta I + \Delta G + \Delta X - \Delta M) \frac{1}{s + m}$$

一般来说，外贸乘数小于封闭经济分析中使用的乘数（ $K = \frac{1}{s}$ ），即  $K = \frac{1}{s + m}$  但它大于 1。这是因为在外贸乘数理论中强调收入

对进口的影响，出口增加导致收入增加，后者进一步引起进口增加，乘数效应相应减弱。

##### （3）政策含义

- ①一国可以通过改变需求管理政策来调节国际收支，也就是使收入下降则出口下降，贸易收支就可以得到改善；
- ②通过收入变动来调节国际收支的效果取决于进口；
- ③贬值政策的效果如何要取决于贬值对国民收入的效应。

##### 2、大国的外贸乘数

如果贸易是在 A、B 两个大国之间进行的，那么一国的收入或进口的变动就会对其他国家产生影响，或者他国的收入或进口的变动也会影响该国，也就是说存在一个外国回应效应。大国的外贸乘数就是考察这种影响。用公式来表示为：

$$\begin{cases} M_A = X_B, M_B = X_A \\ I_A + X_A = S_A + M_A \\ I_B + X_B = S_B + M_B \end{cases} \text{可以推出} \begin{cases} \Delta I_A + \Delta X_B = \Delta S_A + \Delta M_A \\ \Delta I_B + \Delta X_A = \Delta S_B + \Delta M_B \end{cases} \text{进而} \frac{\Delta Y_A}{\Delta I_A} = \frac{S_B + M_B}{(S_A + M_A)(S_B + M_B) - M_A M_B}$$

从形式上看，该式为投资乘数，但在开放经济中  $\frac{\Delta Y_A}{\Delta I_A} = \frac{\Delta Y_A}{\Delta X_A}$ ，即投资乘数与外贸乘数相同

##### 3、国际需求变动的乘数

因关税、外汇贬值或其他种种原因，一国可能改变对其原来的贸易伙伴国的产品需求转向他国，从而会对有关国家的收入产生影响。这种变动被称为国际需求的变动，其对收入的乘数效应是：

$$\frac{D_Y}{D_Z} = \frac{1}{m + s + (m_f s / s_f)}$$

##### 4、收入分析论的主要结论：

- （1）在开放经济中引起国民收入变动的三类支出乘数中，大国的外贸乘数的数值最大，国际需求变动乘数的数值最小；

(2) 在导致国民收入变动的三个因素中：国内支出的增加、国际需求的转变、本国商品和劳务总供给的改善，哪个起作用直接制约着贸易收支状况；

(3) 货币贬值是否会提高国民收入，取决于三个关键性的条件。

(三) 对收入分析论的评价

收入分析论揭示了对外贸易与国民收入之间的关系，以及各国经济的进出口如何相互联系和影响。但是，它也存在一些明显的局限性：

- 1、它属于一种静态分析法，而乘数效应要通过多次相互作用过程才能发挥出来，即它需要很长的时间才能充分显示其作用；
- 2、在乘数分析中进口是消极的、使收入减少的因素。但是如果进口的是生产资料，那么进口可能促进收入增长；
- 3、它假定一国存在闲置资源，从而出口能刺激收入增加。但是如果一国资源不足，依靠挤物资出口，那么出口就不能刺激收入增长；
- 4、它完全忽略了货币因素和资本流动因素；
- 5、这一理论隐含的政策取向是奖出限入。

#### 四、吸收分析论

吸收分析论是 50 年代初期以美国经济学家西德尼·亚历山大和詹姆斯·米德为代表提出的。吸收分析论从宏观经济的视角将国际收支（贸易收支）与整个国民经济活动联系在一起进行分析。

(一) 前提条件

贸易收支=国际收支，价格水平保持不变（贬值后价格水平发生等比例变化）

(二) 吸收分析论的基本内容

1、吸收分析论的国际收支方程式

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

$$A = C + I + G$$

$$B = X - M$$

$$\therefore B = Y - A$$

可知：1)  $X - M$  = 收入总水平 - 支出总水平；

2) 国际收支的调节最终必须通过改变总收入（或总吸收）进行调节；

$Y$  不变， $A$  下降：在通货膨胀之下进行操作

$Y$  上升， $A$  不变：在充分就业之前或需求弹性较大时操作

3) 货币贬值只有在增加总收入时或减少总吸收时才有调节国际收支的效果。

2、货币贬值分析

货币贬值分析是吸收理论的核心内容。

$$\text{令 } A = A_d + \alpha Y$$

$$\Delta B = \Delta Y - \alpha \Delta Y - \Delta A_d = (1 - \alpha) \Delta Y - \Delta A_d$$

该式表明，贬值改善国际收支的效果取决于三个方面：收入  $\Delta Y$ 、边际吸收倾向  $\alpha$ 、诱发性吸收  $\Delta A_d$ 。

$$\text{国际收支改善 } \Delta B > 0 \rightarrow (1 - \alpha) \Delta Y > \Delta A_d$$

I、贬值对收入的直接效应分析

(1) 闲置资源效应。

闲置资源效应——指贬值通过增加出口和减少进口，可以使本国的闲置资源得到更充分的利用，并通过乘数效应带动收入增长。

本币贬值 → 出口商品国际价格下降，进口商品国内价格上升 → 出口上升 → 乘数效应 → 国民收入上升

(2) 贸易条件效应

贸易条件效应——指贬值通过改变进出口商品的相对价格，可能使该国的贸易条件恶化，从而使该国的收入下降。（撇开弹性分析，认为贸易条件恶化是出口额减少，进口额增加）

货币贬值的贸易条件效应，分为通过价格变化的最初效应和通过收入引致的吸收条件变化的第二级效应实现。

(3) 资源再分配效应或资源配置效应

资源配置效应指贬值通过纠正失真的价格信号，改变该国的资源配置，并从而促进收入增长的作用。

II、贬值对吸收的直接效应

吸收的前提条件：

A、假定经济已经达到了充分就业，生产的实际收入不会随着货币贬值而增加。假定  $\alpha > 0$

B、假定进口的外国供给和出口的外国需求是具有完全弹性的，进口的外币价格弹性及贸易条件不变。

(1) 现金余额效应。

实际余额：人们愿意以实际货币余额形式持有的固定比例的实际收入。

实际余额效应：是指贬值通过迫使人们增加名义余额从而减少吸收的作用。

本币贬值→出口商品进口商品国内价格上升→国内物价水平上升→现金余额效应→投资消费下降、增加货币需求减少金融资产的持有→利率上升→投资消费下降→吸收下降

(2) 收入再分配效应

由于贬值引起的价格水平上升，会对收入分配产生一些影响，形成收入再分配效应。资金分配从低边际吸收倾向转到高边际吸收倾向，这会增加直接吸收，反之，则会降低直接吸收。

- a、由固定收入集团向其他收入集团转移，后者可以通过增加名义收入；
- b、由工资收入集团向利润收入集团转移，因为物价上升一般先于工资上升；
- c、由纳税人集团向政府部门转移，由于名义收入与物价同时增长，累进税制的结果。

收入再分配对吸收的影响要取决于不同集团的边际吸收倾向，如果贬值使收入由较高边际吸收倾向集团向较低边际吸收倾向集团转移，吸收就会下降。

(3) 货币幻觉效应

货币幻觉效应指人们忽视价格变动对实际价值的影响而减少实际支出的现象。

(4) 其他各种直接效应

贬值对吸收还有利率效应、预期价格效应、收入效应和替代效应（劳尔森——麦兹勒效应）等其他效应。

贬值→利率上升→C、I 下降→A 下降

贬值→预期价格上升→提前购买（支出增加）

III、贬值对吸收的间接效应（贬值→Y→A）

贬值对吸收的间接效应是指贬值通过收入变动对吸收产生的第二轮影响，其大小取决于边际吸收倾向  $\alpha$ 。

$$\Delta B = (1 - \alpha)\Delta Y - \Delta A_d$$

若  $\alpha < 1$ ， $(1 - \alpha)\Delta Y > \Delta A_d$ ，则贸易收支改善。

在非充分就业的条件下，贬值可以通过出口增加，资源再分配效应使收入增加，改善贸易收支状况，在充分就业的条件下，贬值只能通过改变吸收水平，进而改变进出口价格比，使贸易条件得到改善。

(三) 对吸收分析论的评价

1、吸收分析论和弹性分析论的比较

	吸收分析论	弹性分析论
相同点	都侧重于分析贬值对贸易收支的影响，都认为贬值是改善贸易收支的一种手段。	
分析对象	将国际收支的变动与国内宏观经济状况联系起来进行分析，使人们对国际收支均衡的发生和失衡的原因有更深刻的认识；并为实施通过调整国内经济政策来调节国际收支奠定了理论基础	主要从相对价格水平方面讨论国际收支问题
分析方法	宏观均衡的分析方法	局部均衡分析方法
经济环境	更强调在充分就业环境下，贬值政策与支出减少政策配合使用	贬值政策适用于萧条环境
分析重点	侧重于内部关系的变化	对外关系方面的变化

2、吸收分析论的局限性

- (1) 吸收分析论忽视了资本流动对国际收支平衡所起的作用；
- (2) 吸收分析论以国民收入核算的会计恒等式为基础，没有对收入和吸收为原因、贸易收支为结果的观点提供任何令人信服的逻辑分析；
- (3) 吸收分析论中在充分就业情况下贬值不能提高收入的观点，忽视了资源的运用效率问题；
- (4) 吸收分析论的一些重要假定不符合实际。

第三节 现代国际收支调节理论

一、货币分析论

现代的国际收支货币分析，是随着 60—70 年代货币主义的兴起发展起来的、当代西方国际收支调节理论中最流行的一种学说，其主要代表人物是约翰逊、蒙代尔、弗兰克尔。在货币分析论者看来，国际收支是一种货币现象，国际收支的失衡是货币市场失衡的反映，



应当从货币供求关系来分析国际收支。

#### （一）货币分析论的基本前提条件

- 1、各国采取固定汇率制，不以调整汇率为国际收支的手段；
- 2、从长期来看，一国的经济处于充分就业的状态，因而市场价格的弹性很强；
- 3、货币需求是收入的稳定函数，对资产报酬和利率不敏感；
- 4、购买力平价成立（一价定律）；
- 5、货币供给的变化不影响实物产量，即货币是中性的，并且与外汇储备水平同方向变动，这要求各国政府不对国际资本流动采取冲销措施；
- 6、以小国为主要考察对象，小国不是价格的决定者，而是价格的接受者。

#### （二）货币分析论的基本内容

##### 1、货币分析中的基本方程式

货币分析论认为，国际收支不平衡产生于货币存量的供给与需求之间的不平衡。

货币需求函数的一般形式是：

$$M_d = KPY$$

$$M_d = L(P, Y, i) \rightarrow M_d / P = L(Y, i)$$

该式说明实际货币需求余额  $M_d / P$  是收入和利率的函数。

货币供给的一般形式是：  $M_s = h(D + R)$ ，其中：D 为国内提供的货币供应基数，R 为国外提供的货币供应基数。

该式说明  $M_s$  是货币基数的稳定倍数，假定货币乘数是稳定的，货币供给可通过国内信贷或外汇储备得到满足，所以

$$M_s = (D + R)。$$

假定从长期来看，货币供求处于均衡状况，  $M_s = M_d$  由此可得出货币分析最基本的方程式：

$$R = M_d - D \text{ 且 } \Delta R = \Delta M_d - \Delta D$$

该式表明，代表国际收支差额变动的外汇储备增减，是由货币需求和国内创造货币（货币供给）的关系决定的。

##### 2、货币分析论的调整效应分析

###### （1）国内信贷扩张的效应

表明国内信贷扩张会被暂时的国际收支逆差所引起的 R 下降所抵消。

长期来看，扩张的国内信贷并没有增加货币供给，但改变了货币供给的构成。即 D 上升 R 下降，因此扩张的货币政策是无效的。D 上升  $\rightarrow M_d < M_s \rightarrow$  价格上涨、实际汇率下降、竞争力下降  $\rightarrow$  逆差  $\rightarrow R$  下降  $\rightarrow M_s$  下降并回到原来位置。

从短期来看，D 的扩张要受到一国所拥有的储备水平的制约。

###### （2）实际收入增加的效应

在固定汇率制下，实际收入增加会导致暂时性的国际收支盈余或 R 上升，从长期来看，收入增加通过 R 上升而引起国内货币存量的增加，价格回到原来水平，国际收支回到平衡状态。

Y 上升  $\rightarrow M_d$  上升  $\rightarrow R$  上升  $\rightarrow M_s$  上升  $\rightarrow$  价格变动

###### （3）国外价格上升的效应

在固定汇率制下，其他国家价格水平上升  $\rightarrow$  本国暂时性的国际收支顺差从长期来看，会引起本国价格水平上升  $\rightarrow$  国际收支恢复平衡。

实行钉住固定汇率制的国家，可能会从别的国家输入通货膨胀。在固定汇率制下，一国不能实行独立的货币政策。

###### （4）本币贬值的效应

在固定汇率制下，货币贬值只对国际收支有暂时性影响，从长期来看，贬值无效。

##### 3、货币分析论的政策主张

- （1）国内货币政策或国内信贷政策是调节国际收支的直接有效手段。但是从长期来看，货币政策的作用也是有限的；
- （2）国际收支不平衡只是暂时的现象，市场调节机制能够自发地使用国际收支恢复平衡；
- （3）贬值对国际收支只有暂时的影响，从长期来看汇率政策并非是有有效的调节国际收支的手段；

(4) 扩张性的财政政策可作为暂时性的国际收支逆差的调节手段。这种政策含义与凯恩斯主义的结论相反；

(5) 在固定汇率制下，一国无力推行独立的货币政策，无力控制输入通胀。

结论：所有政策都只是暂时性的，回到了货币主义主张政府无为，市场调节的观点上。

(三) 货币分析与吸收分析论的比较

	吸收分析论	货币分析论
分析方法	流量分析，重在分析发生额，供求关系来自于不同的影响因素。	存量分析，注重余额分析，表明供求双方都是由相同的因素影响的，分析的起点是平衡状态。
具体研究对象	主要是商品市场	商品市场和金融市场
分析模型	价格一定，收入形成调节机制，把收入和支出的均衡看成是国际收支稳定的基础。	Y 一定，从货币供求关系来讨论国际收支和整个国民经济稳定的基础。
政策主张	主张人的主动性，主张政府干预，财政政策为紧缩性的。	不需要人为干预，通过市场机制调节，主张扩张性的财政政策。
考察期限	短期分析	注重长期，结合短期。
变量关系	二者也存在着较大的分歧	二者也存在着较大的分歧

(四) 对货币分析论的评价

货币分析论唤起了人们在国际收支分析中对货币因素的重新重视，并综合考虑了国际资本流动的影响，使西方的国际收支调节理论得到进一步的完善。此外，货币理论所使用的流量——存量分析方法反映了经济理论的一种进步。

- 1、唤起了人们在国际收支中对货币因素的重新认识；
- 2、着重研究了长期的货币供求关系对国际收支的影响并综合考虑了资本项目；
- 3、它使用的存量分析法也是方法论上的进步；

但是货币分析论也存在一些不足，主要表现在：

- 1、它过分强调货币因素而忽视实际因素，将国际收支失衡看作是货币供求失衡的结果；
- 2、国际收支差额的调节通过货币供给的变动而自动得到纠正，是以政府不采取干预行为为前提条件的，这与现实生活存在较大的差距；
- 3、货币理论只分析固定汇率制下的国际收支调节，并未展开对浮动汇率制下的国际收支调节分析；
- 4、国际收支货币理论侧重于长期均衡分析，其假设条件也更符合长期均衡状态。但是它在短期动态调整过程分析中也应用了这些假设条件，这就很容易产生误导。

(五) 弹性分析、货币分析与吸收分析论的比较

	弹性分析	吸收分析	货币分析
经济环境	萧条	非充分就业	充分就业
分析对象	汇率	支出调整、支出转移	货币政策等、更细致
分析期限	短期	短期	短长期、更认为长期有限性
分析方法	流量分析	存量分析	存量分析
分析重点	贬值的相对价格效应	政策对收入吸收的影响	货币供求来调节收支
政策主张	干预	扩张财政政策使收支恶化	扩张财政政策使收支改善

二、一般均衡论

一般均衡论将内外均衡问题归结为三个市场的均衡，即国内商品市场的均衡(IS)、国内货币市场的均衡(LM)和外汇市场的均衡(FE)，并通过建立 IS—LM—FE 模型来全面解释国际收支的变化及其与国内经济的相互影响。其主要代表人物有米德、波尼切克、蒙代尔等。

(一) 一般均衡论的前提条件

- 1、总供给具有完全弹性（未充分就业状态）；
- 2、假定不存在通货膨胀预期，名义利率等于实际利率，资产的形式包括货币、证券和实际资产。或者是实际资产和金融资产；
- 3、实际货币需求是利率的减函数，收入的增函数；
- 4、货币供给是国内信贷和外汇储备之和；（在不同汇率制下，货币政策有不同的反应，浮动汇率制下， $\Delta R=0$ ，货币供给主要取决于国内信贷，在固定汇率制下，官方要用外汇储备调节国际收支货币供给包括两部分）
- 5、总需求是吸收净出口和政府支出之和。吸收是利率的减函数，收入的增函数。净出口是实际汇率的增函数收入的减函数。



$$Y = AD = C(Y) + I(i) + G + F(Y, e)$$

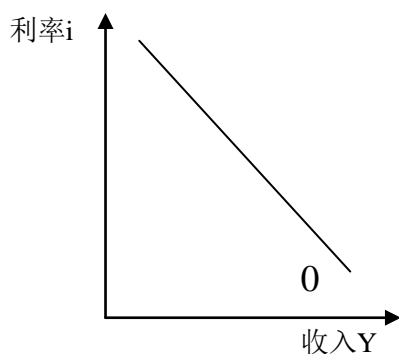
$$\text{其中吸收 } A(Y, i) = C(Y) + I(i) \quad B = F(Y, e) + K(i)$$

6、国际收支差额是贸易收支差额和资本流动之和，并且假定国际资本流动的利率弹性无穷大。（国际资本流动对利率很敏感）

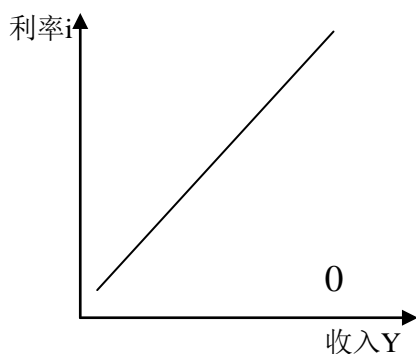
（二）IS-LM-FE 模型

### 1、IS 曲线 $I(i) = S(Y)$

IS 曲线表示产品市场的均衡，IS 曲线向右下倾斜，表示当收入  $Y$  上升时，利率  $i$  必须下降，才能保持产品市场的均衡。



IS 曲线



LM 曲线

在封闭经济中，扩张的财政政策是推动 IS 曲线向右移动的力量

在开放经济中，净出口状况的变动可以推动 IS 曲线移动。

### 2、LM 曲线

LM 曲线表示货币市场的均衡。LM 曲线向右上方倾斜，表示当收入  $Y$  增加时，利率  $i$  必须上升，才能保证货币市场的均衡。

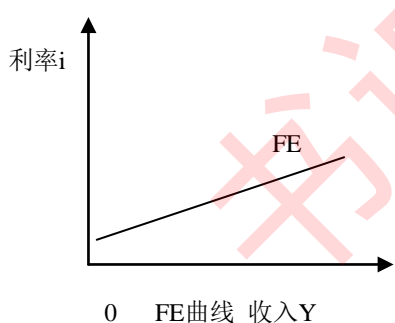
在封闭经济中，政府可以通过货币政策使 LM 曲线移动。

在开放经济中外汇储备的变动及货币供给的变动可以移动货币线国际收支出现顺差 LM 曲线右移。

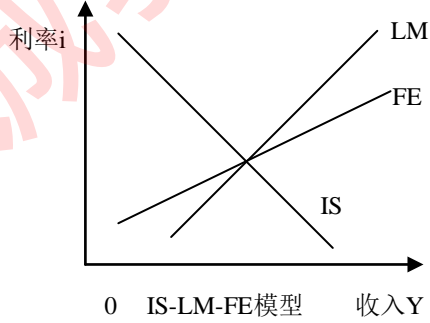
### 3、FE 曲线

FE 曲线表示在资本不完全流动下的国际收支平衡。FE 曲线向左上方倾斜，其斜率为正值，表示当收入  $Y$  增加时，进口增加并引发贸易赤字，因此要求有资本流入，利率  $i$  必须上升，才能保证外汇市场的均衡。

在一般情况下，FE 曲线的斜率小于 LM 曲线的斜率，因为资本流动对利率的敏感程度要高于实际货币需求对利率的敏感程度



FE 曲线 收入 Y



IS-LM-FE 模型 收入 Y

### 4、三个市场同时达到均衡

将 FE 曲线与 IS 曲线和 LM 曲线与利率和收入变量组合在一起，就得到了反映产品市场、本国货币市场和外汇市场均衡关系的 IS-LM-FE 模型。三条曲线的交点 A 意味着三个市场同时达到均衡目标。

5、IS、LM、FM 曲线的方程式可联立如下：

$$Y = AD = C(Y) + I(i) + G + F(Y, e)$$

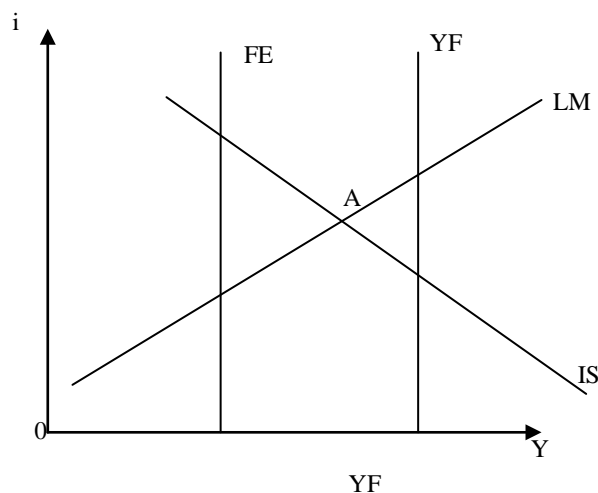
$$M_s / P = L(Y, i)$$

$$BP = F(Y, e) + K(i)$$

IS-LM-FE 模型为我们分析相关经济变量与国际收支的关系提供了一个十分有用的工具。

### （三）不考虑资本流动的 IS—LM—FE 模型

假设资本流动为零时， $K(i) = 0$ ，FE 曲线为一垂直线。如图所示：A 点为 IS 曲线和 LM 曲线的交点，意味着产品市场和货币市场均衡，同时 A 点又位于 FE 曲线和充分就业收入线 YF 之间，这说明经济处于低于充分就业均衡和国际收支逆差状态。这个模型可用来描述乘数效应、弹性、吸收论和米德综合等学派的国际收支的基本观点。



#### 1、乘数效应（图一）

不考虑贬值对贸易的影响，以不变的利率为前提

C 上升→净出口上升→I 上升→G 上升→IS 右移至 IS'→Y 上升→ $M_d$  上升→ $M_s$  上升→LM 右移至 LM'

E→A' 说明国内经济在向充分就业靠拢，但是代价是国际收支逆差进一步扩大。

$$\text{净出口上升的原因: } \begin{cases} \Delta Y / \Delta X = 1/(s+m) \\ \Delta Y / \Delta M = 1/m \end{cases} \rightarrow \Delta X - \Delta M = s \Delta Y > 0$$

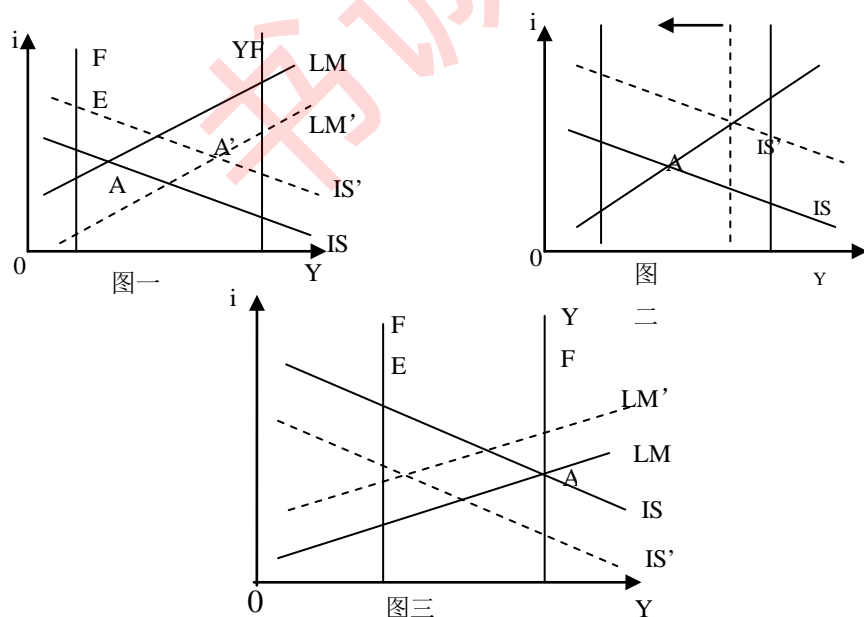
#### 2、弹性分析（图二）

本币贬值→若满足马歇尔-勒纳条件则 FE 右移至 FE'→净出口上升→IS 右移至 IS'

（若考虑通货膨胀效应 FE' 左移）因为：本币贬值→国内物价水平上升→FE' 左移。货币贬值仅在它未被价格变化所抵消，从而导致货币贬值时才会产生 FE→FE'。

#### 3、吸收分析及米德综合（图三）

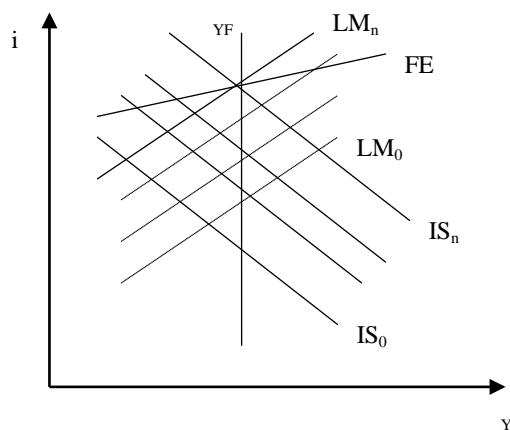
$B=Y-A$  其中  $Y$  固定则：A 下降→IS 曲线左移至 IS'→Y 下降→ $M_s$  下降→LM 曲线左移至 LM'→LM 和 IS' 的新的均衡点 E'→国际收支逆差下降（代价是远离充分就业）



### （四）引入资本流动的 IS—LM—FE 模型

## 1、引入资本流动之后的 FE 曲线与“政策配合说”

在引入资本流动后，FE 曲线就成一条向右上倾斜的曲线。按照蒙代尔的观点，这就意味着适当地选择财政与货币政策就有可能同时实现国内外均衡，无须改变汇率或其他转换支出政策

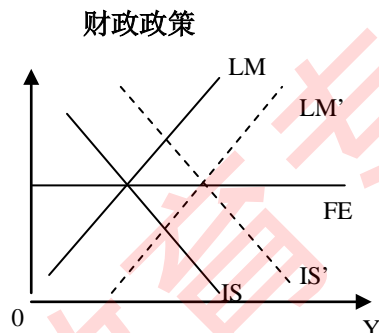
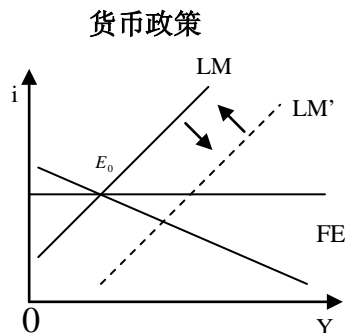


扩张性财政政策  
紧缩性货币政策  
G 上升  $\rightarrow$  IS 右移至  $IS'$   
M 下降  $\rightarrow$  LM 左移至  $LM'$   
不断循环重复运动经过  
n 次 ISLM 曲线交于 F 点

## 2、蒙代尔——弗莱明模型（Mundell—Flemming Model）

蒙代尔——弗莱明模型考察的是资本完全流动的情形，在资本完全流动的前提下，FE 曲线为一水平线。蒙代尔——弗莱明模型着重分析了在资本完全流动的前提下财政、货币政策的不同效应。

这里主要分析固定汇率下的情形。



只要国内利率高于国外利率，就会发生资本流入。

在固定汇率制下

货币政策：扩张性货币政策  $\rightarrow$  LM 右移至  $LM'$   $\rightarrow i$  下降  $\rightarrow$  国际资本流出  $\rightarrow$  逆差  $\rightarrow$  储备减少  $\rightarrow$   $LM'$  回复到  $LM$  所以：货币政策是无效的。

财政政策：扩张性的财政政策  $\rightarrow$  IS 右移至  $IS'$   $\rightarrow i$  上升  $\rightarrow$  国际资本流入  $\rightarrow$  顺差  $\rightarrow$  储备增加  $\rightarrow$  LM 右移至  $LM'$  所以：财政政策是有效的。

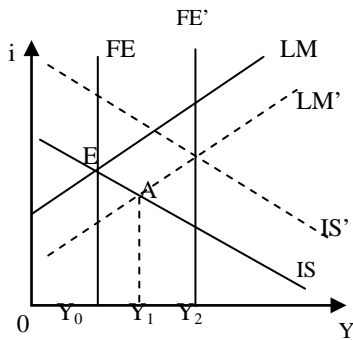
蒙代尔——弗莱明模型表明：在固定汇率制下，资本完全流动的条件使货币政策无力影响收入水平，只能影响储备水平；而财政政策在影响收入方面则变得更有效力。

### （五）引入浮动汇率制之 IS—LM—FE 模型

把浮动汇率制引入 IS—LM—FE 模型，可以看作是该模型的扩展。有必要对财政和货币政策对内对外均衡的效应方面进行再检验。

#### 1、货币政策

### ①没有资本流动

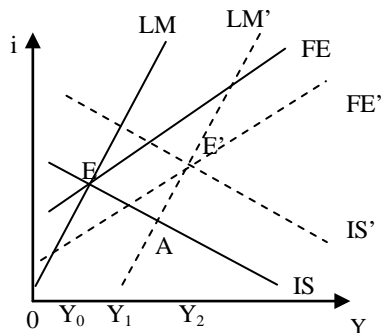


在浮动汇率制下，货币政策可以起到推动收入增加或减收的作用。

M 上升→LM 移动到 LM'（逆差进一步扩大）→货币贬值汇率上升→出口增加→IS 曲线右移到 IS'

本币贬值→FE 右移到 FE'

### ②有限的资本流动



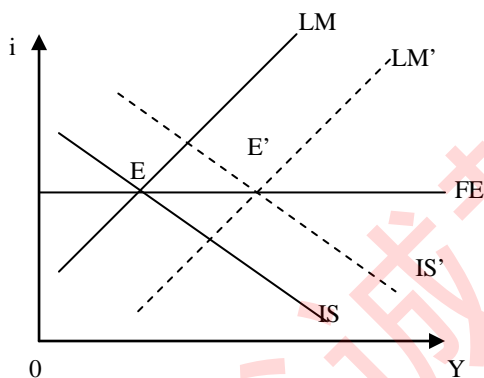
加入资本流动后逆差进一步扩大，贬值的幅度更大。

M 上升→i 下降→国际资本流出→货币贬值→出口上升→IS 曲线右移

本币贬值→FE 右移到 FE'

### ③资本完全流动

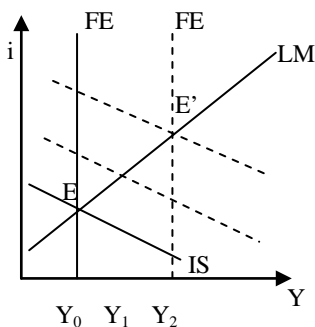
在浮动汇率制下，资本完全流动情形的政策效应分析实际上属于蒙代尔—弗莱明模型的一部分。



### ④结论

总的来说，无论是在哪种资本流动情况下，浮动汇率条件下的货币政策在提高收入方面都比固定汇率制下更有效力。

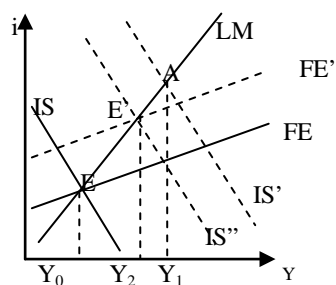
### 2、财政政策



#### ①没有资本流动

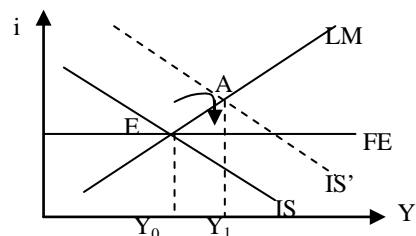
扩张性的财政政策→IS 曲线右移至 IS' →逆差扩大→本币贬值→出口增加→IS 继续前移→FE' 与 LM, IS'' 交于一点

Y0→Y1→Y2



## ②有限的资本流动

IS 右移至  $IS'$  → 顺差 → 本币升值 → 出口下降进口上升 →  $IS'$  移动到  $IS''$   
 本币升值 → FE 左移到  $FE'$   
 $Y_0 \rightarrow Y_1 \rightarrow Y_2$



## ③完全的资本流动

IS 曲线右移 → 本币升值 → 出口下降 →  $Y_2$  降至  $Y_0$

## ④结论

在浮动汇率制下，在①和②的两种情况中，扩张财政政策会使收入都增加，但增幅可能大于或小于固定汇率制下的收入的增幅；而在③的情况下，扩张财政政策对于刺激收入增长是无能为力的。

## （六）对一般均衡论的评价

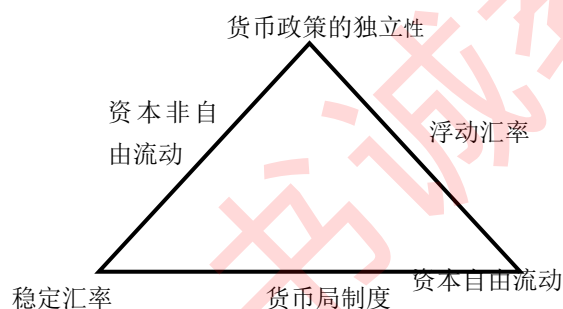
一般均衡论具有下列特点：

- 1、拓展性：它是宏观经济学 IS—LM 曲线分析在开放经济环境下的扩展；
- 2、兼容性：它将各种国际收支理论，尤其是将凯恩斯主义和货币主义的国际收支分析方法结合起来，从一种较为宽广的角度来阐释与国际收支有关的经济变量之间的相互联系，以全面反映国际收支问题；
- 3、综合性：它强调产品市场、货币市场与外汇市场之间，内部均衡与外部均衡之间的相互依存关系和影响。

国际收支一般均衡分析存在一些不足：

- 1、它所假设的内外同时均衡具有暂时性，在现实中经常无法达到；
- 2、该模型建立在一系列严格的假设条件之上，其局限性表现得十分明显；
- 3、该模型的假设条件特别不符合发展中国家的现实情况。

## （七）开放经济三角困境



## 国际收支调节政策

国际收支调节途径有三个：自动调节机制、政策调节、国际合作。其中政策调节占主导地位。

## 第一节 调节国际收支的主要政策措施

### 一、政策选择

第一层选择是在弥补性政策与调整性政策之间选择。

弥补性政策：动用官方储备、利用国际信贷咨询在国际市场上融资。（重在治标）

调整性政策：总供给——产业政策、科技政策。

总需求——财政货币政策。（重在治本）

第二层选择是在支出变更政策与支出转换政策之间选择，这两个方面都属于从总需求方面的政策。

支出变更政策：改变支出总水平，财政货币政策。



支出转换政策：在总支出水平不变的条件下改变支出结构，汇率政策、直接管制、物价政策。

第三层选择是在具体的政策措施之间选择。

## 二、外汇缓冲政策

外汇缓冲政策是一国政府运用其自有或借入外汇储备建立外汇平准基金作为缓冲体，通过中央银行在外汇市场买卖外汇，消除国际收支不平衡所形成的外汇供求缺口，缓冲国际收支不平衡引起的外汇供求矛盾，从而调节国际收支的一种政策措施，有时它也被称作动用储备政策。

逆差→外汇汇率上升本币汇率下降→（用外汇储备在国际市场上购买本币抛售外币）→抑制本币贬值的趋势。

局限性：外汇缓冲政策属于一种弥补性政策，它只能应付临时性或季节性或周期性的国际收支逆差。

## 三、财政货币政策（支出变更政策）

财政政策是指一国政府通过调整税收和政府支出实现对国民经济需求管理。由于总需求变动可以改变国民收入、物价和利率、启动国际收支的收入和货币调节机制，所以财政政策可以成为国际收支的调节手段。

货币政策是指一国政府或中央银行通过调整货币供应量实现对国民经济需求管理。由于货币供应量的变动可以改变国民收入、物价和利率、启动国际收支的收入和货币调节机制，所以货币政策可以成为国际收支的调节手段。

局限性：财政、货币政策作为国际收支调节手段，可能同国内经济目标发生冲突，同时政策效果也取决于一国汇率制度的选择。

## 四、汇率政策

汇率政策是指一国通过调整本币汇率调节国际收支的政策。在自由浮动的汇率制度下汇率变动是国际收支自动调节机制的组成部分，但在固定汇率制和管理浮动的汇率制度下则是一种政策选择。

利用这一政策的条件：

①失业时马歇尔勒纳条件（供给弹性无穷大）、充分就业时梅茨勒条件（放松无穷大的假设）；

②一国的生产能力；

③别国的政策主张；

④一国的市场发育状况（汇率作为市场价格）。

局限性：

①贬值的调节效果取决于进出口商品价格的供求弹性，或者说取决于一国的经济、外贸结构；

②汇率政策的实施使官定汇率与市场实际汇率发生脱节，出现汇率高估或低估；

③易引起国际间的矛盾和磨擦。

## 五、直接管制

直接管制是指一国政府以行政命令、规章制度等强制性手段直接干预对外经济活动，从而调节国际收支不平衡。其措施主要包括贸易管制和外汇管制。

贸易管制：关税壁垒、限额

外汇管制：国际收支管制——资本流动管制、贸易管制、非贸易管制；

汇率管制——复汇率制或官定汇率，混合汇率制；

结算管制——账户管制。

直接管制利弊作用比较鲜明：

优点——效果立竿见影；

缺点——与市场经济的冲突、易产生腐败、不利于进出口的良性发展、扭曲价格机制。

## 第二节 国际收支调节政策的效果

### 一、内外均衡论——米德冲突与斯旺模型

对内目标：物价稳定、充分就业、经济发展增长

对外目标：汇率稳定、国际收支平衡

#### （一）内外均衡与内外失衡组合

政府宏观经济管理的目标是双重的：内部均衡与外部均衡，经济运行中则经常发生内外部失衡，这有四种组合；其中内部不平衡与外部不平衡的组合又有四种情形。

1、内部均衡与外部均衡

2、内部均衡与外部失衡

3、内部失衡与外部均衡

4、内部失衡与外部失衡（通货膨胀与国际收支顺差、通货膨胀与国际收支逆差、失业与国际收支逆差、失业与国际收支顺差）

#### （二）米德冲突

一国如果只使用支出变更政策或者支出转换政策调节宏观经济运行，可能使内部均衡与外部均衡之间发生冲突。这种冲突被称之为米德冲突。

1、支出变更政策的效应

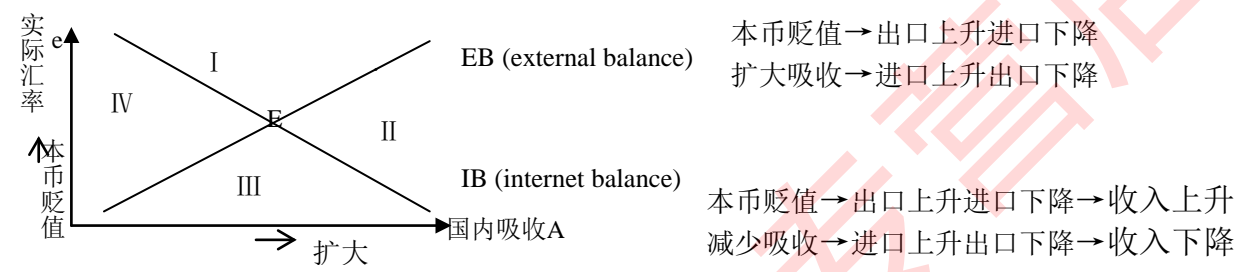
- (1) 一国发生通胀又存在顺差时，若实行紧缩性政策来控制通胀，但顺差又会进一步增加；若实行扩张性政策来减少顺差，通胀又会加剧。
- (2) 一国发生通胀又存在逆差时，若实行紧缩性政策抑制通胀，又有助于逆差的消除。
- (3) 一国发生衰退又存在逆差时，若实行扩张性政策虽可以减少失业，但贸易逆差会加剧；若实行紧缩性政策来减少逆差，但失业又会加重。
- (4) 一国发生衰退又存在顺差时，实行扩张性政策可以减少失业，而且也有助于实现对外平衡。

2、支出转换政策的效应

- (1) 一国发生通胀且又存在着顺差，若实行本币升值，则实际汇率下降，这既可减少顺差，又可以抑止通胀。
- (2) 一国发生通胀又存在逆差，实行本币贬值，虽可减少逆差，但加剧了通胀。
- (3) 一国发生经济衰退又存在逆差，实行本币贬值，既可以减少逆差，又有助于减少失业。
- (4) 一国发生经济衰退又存在顺差，实行本币升值，虽然减少顺差，但使衰退加剧。

(三) 斯旺图式

第 I 区：通胀和顺差；第 II 区：通胀和逆差；第 III 区：衰退和逆差；第 IV 区：衰退和顺差



IB 线表示对内均衡线，它向右下方倾斜，表明对内均衡要求实际支出和实际汇率的变动方向相反。

$Y_f = A + (X - M)$  本币贬值  $\rightarrow e$  上升  $\rightarrow (X - M)$  上升  $\rightarrow A$  下降

EB 线表示对外均衡线，它向右上方倾斜，表明对外均衡要求实际支出和实际汇率的变动方向相同。

$X = M$  本币贬值  $\rightarrow e$  上升  $\rightarrow X$  上升  $\rightarrow (X = M) \rightarrow M$  上升  $A$  上升

斯旺图式可分成四个区，表明国民经济可能发生的不同情况。

(四) 斯旺的政策配合---支出变更政策与支出转换政策搭配

- 1、一国无论处于哪种情况，都可以选择某一种政策实施内外均衡。但是现实生活中，一国内外失衡的程度不同，两种政策对调节内外失衡的效果不同，所以各国应采用两个政策搭配使用。
- 2、丁伯根法则政策工具目标规划工具数目至少要同目标的数目一样多。
- 3、政策搭配的使用及条件

搭配形式	支出变更政策（国内吸收）	支出转换政策（实际汇率）
①	内部	外部
②	外部	内部

选择条件取决于内外部均衡线的斜率，它反映了对政策的反应度：若 EB 的斜率较小选择①；若 EB 的斜率较大选择②  
斯旺的最佳考虑，米德的观点，

区间	经济状况	支出变更政策	支出转换政策
I	通胀与顺差	紧缩性的	升值
II	通胀与逆差	紧缩性的	贬值
III	衰退与逆差	扩张性的	贬值
IV	衰退与顺差	扩张性的	升值

二、政策搭配论与蒙代尔图式

(一) 蒙代尔分配原则

蒙代尔认为，如果考虑国际资本流动这一因素，财政政策和货币政策在调节内部经济与外部经济的作用方面是不同的。财政政策通常对国内经济的作用大于对国际收支的作用，而货币政策则对国际收支的作用较大。因此，在固定汇率制度下，应分配财政政策来实现内部均衡目标，分配货币政策来实现外部均衡目标；并根据国民经济运行状况的不同，将二者适当搭配，从而同时实现内外均衡。

(二) 蒙代尔图式



(4) 流动借贷对外汇供求和汇率的影响：若一国的流动借贷相等外汇供求也相等则汇率不变，若流动中的债权大于债务外汇供给大于需求则汇率会下降

(5) 除国际借贷因素之外，物价、黄金存量、信用状况和利率水平等因素也会对汇率变动有影响。

## (二) 对国际借贷论的评价

优点：1、正确将国际借贷关系进行了固定和流动的划分，因而从动态的角度分析汇率变动的原因；

2、这一理论是汇率发展中的重要转折点。

不足：1、这一理论因为没有涉及到汇率决定基础问题，因而不能解释国际借贷关系平衡时汇率决定于什么、是否变化、为什么变化；

2、假定国际收支是一个固定的数额，完全独立于汇率，这是不合实际的；

3、这一学说仅注意了实体经济因素与汇率之间的因果关系，而没有对汇率与货币供求、国际资本流动的关系深入论述；

4、该理论只适用于金本位制下的汇率变动因素的原因，而不适用于信用货币制下的汇率变动的原因。

## 二、购买力平价论

### (一) 购买力平价说的前提条件

1、在国际范围内存在贸易自由，一价定律能够成立： $P_a = r \square P_b$

2、不考虑国际贸易的运输费用、信息费用和利息负担等因素；

3、物价与汇率是单向的因素，不考虑汇率对物价的影响；

4、假定货币中性及货币的变化不影响实物经济变量；

5、不考虑预期的因素。

### (二) 购买力平价说的基本观点

#### 1、绝对购买力平价

两国货币汇率决定于两国货币的购买力之比，即决定于两国一般物价水平之商，用公式表示即为：

$$R = P_A / P_B \quad R \text{ 为汇率, } P_A \text{ 为 A 国的一般物价水平, } P_B \text{ 为 B 国的一般物价水平}$$

关于绝对购买力平价的适用性：

①在自由贸易情况下绝对购买力平价是适用的；

②在考虑到关税进口数量限制外汇管制及运输成本等因素的情况下，只要一国在进出口这两个方向上的限制程度相等该理论是适用的；

③卡塞尔认为只有一国在市场上出售的全部商品和劳务的价格总水平才能代表该国的购买力

#### 2、相对购买力平价

汇率应该反映两国物价水平的相对变化，因为这种变化不同程度地降低或提高各国货币的购买力。因此，当两种货币都发生通胀时，变动的汇率等于基期汇率乘以两国的物价指数用公式表示如下：

$$R_1 = R_0 \square \frac{\bar{P}_A}{\bar{P}_B} \quad R_1 \text{ 为报告期汇率, } R_0 \text{ 基期的汇率, } \bar{P}_A \text{ 、 } \bar{P}_B \text{ 为 A 国和 B 国的物价指数。}$$

①卡塞尔： $R_0$  的确定必须选择一个正常时期，汇率等于绝对购买力平价时期

②只要货币中性的前提存在那么按照绝对购买力平价和相对购买力平价计算出的汇率应该相等

但卡塞尔认为：在短期内由于货币中性原则难以成立，因而按两个购买力平价计算出的汇率会有偏差。

#### 3.关于两种均衡汇率

短期均衡汇率：在自由浮动汇率制度下的汇率

长期均衡汇率：没有政府干预的情况下能促使国际收支达到平衡的汇率

①短期均衡汇率是长期均衡汇率的函数，短期均衡汇率趋向于长期均衡汇率；

②购买力平价是长期均衡汇率的主要决定因素。

### (三) 对购买力平价论的评价

1、购买力平价论的优点主要表现在：

①购买力平价理论涉及了决定汇率的基础问题；

②在严重通货膨胀时期和长期汇率预测方面相对购买力平价的计算具有较大的实用价值和可操作性；

③这一理论在论证上具有较严密的逻辑性，所采用的分析方法有借鉴意义；

④这一理论为纸币流通下的汇率政策的制定提供了重要的依据。

2、购买力平价论的缺陷主要表现在：

- ①它忽视了影响汇率变动的其他因素，因而不能解释中短期实际汇率的变动趋势；
- ②把物价变动作为汇率变动的唯一因素，忽略了汇率变动的反作用；
- ③关于货币中性的假设具有较大局限性；
- ④以一价定律为前条件也有局限性；
- ⑤以物价指数作为尺度来衡量两国货币的购买力，在计算时存在技术上难以克服的困难和问题。

#### （四）检验

- 1、在地理位置比较靠近和贸易相关度较高的国家购买力平价论有较好的表现；
- 2、购买力平价论的偏离往往意味着最终的恢复，即从长期来看是趋同的；
- 3、与购买力平价论相反，汇率远比国内价格易变动；
- 4、购买力平价论更能解释贸易品，而对非贸易品的解释能力不足；
- 5、出现高通货膨胀率的国家，购买力平价论具有更好的解释。

### 三、汇兑心理学说

#### （一）汇兑心理说的基本内容

- 1、外汇汇率取决于外汇供求，而外汇需求的原因则是由于它可以用来购买外国的商品或劳务以满足人们的欲望。因为外币对每个人的边际效用不同，所以每个人对外币的主观评价各异；
- 2、在外汇市场上，因受每个人的主观评价的影响而变动的外汇供求，会自动地趋于平衡，在这个均衡点上供求双方所接受的价格即是汇率，它是外汇供求双方对外币主观心理评价的集中表现；
- 3、主观评价的决定因素分为质与量两个方面，人们对外国货币的主观评价将质与量两方面统一起来了。

#### （二）对汇兑心理理论的评价

- 1、汇兑心理理论从心理因素出发探讨汇率变动问题，拓宽了研究汇率决定的思路，对现代的一些汇率理论有重要的启示作用；
- 2、汇兑心理说存在的缺陷主要表现在，它的立论偏重于个人的主观判断，易陷入了主观片面性之中。

### 四、均衡汇率论

又称新国际收支论，该理论认为影响外汇供求的根本因素是国际收支，同时也分析和强调了国民收入、利率、汇率预期对汇率的影响作用。该理论的主要代表人物有英国经济学家格里高利，凯恩斯和美国经济学家努克斯、阿尔吉等人。

#### （一）均衡汇率论的主要内容

##### 1、均衡汇率的含义

###### ①格里高利的“真实的均衡汇率”的概念

三种汇率：市场汇率、购买力平价、真实的均衡汇率

真实的均衡汇率：根据购买力平价论和考虑影响国际收支的其他因素而得出的汇率。

###### ②凯恩斯的均衡汇率成立的前提

定义：固定和盯住某一水平，在今后若干年内满足一下条件的汇率。

- A、在现有的条件下能够使国际收支不受到不适当的压力（如：为调节国际收支以牺牲就业为条件）；
- B、该国从国外进行了长期贷款的能力不受到不适当的压力（如：目前的阿根廷的对外借款）；
- C、没有黄金的大量外流。

###### ③努克斯的“均衡汇率”的定义

在三年左右的时间内，维持一国的国际收支与均衡状态而不需要一国有大规模的失业和求助于外贸管制的汇率

##### 2、均衡汇率论的基本观点

- ①市场汇率是由外汇市场供求力量决定的一种市场价格，国际收支经常项目差额是决定汇率变动的主要因素；
- ②外汇供求的均衡实际上就是国际收支的均衡，因此均衡汇率就是国际收支均衡的汇率；
- ③影响经常项目和汇率的最重要的因素是一国的国民收入，影响资本项目则主要是利率，因此，国民收入、利率，汇率预期通过国际收支对汇率产生影响作用；
- ④汇率的变动使一国进出口商品的相对价格和国际竞争力发生变化，从而可以调节国际贸易收支的差额。

##### 3.均衡汇率函数模式

均衡汇率的函数式为： $r = f(M, F, W, Y_f, P_f, i_f, r_e)$

该式表明，均衡汇率水平主要是由本国货币政策、财政政策、工资水平、外国国民收入、价格水平、利率水平以及对货币汇率的预期等因素决定的。

#### （二）对均衡汇率理论的评价



均衡汇率理论为西方各国政府对汇率政策进行定性分析提供了工具,使人们可以根据给定经济结构条件下的国际收支变动情况来判别汇率是高估或是低估,并由此决定是否应调整汇率变动。这样它就在汇率理论与汇率政策之间建立了直接的联系桥梁;同时它指出了均衡汇率有别于购买力平价并且必然会偏离购买力平价的原因,纠正了人们将购买力平价作为均衡汇率的错误观念。

均衡汇率论只是从国内经济状况、贸易限制政策,国际收支变动等诸方面来考察汇率的均衡性或合理性,回避了汇率决定的价值基础问题;均衡汇率的前提条件在现实中比较难以实现;比较偏向于经常项目(但后来得到了拓展后得以弥补)。

五、利率平价论

利率平价论是与购买力平价理论同等重要的西方汇率决定学说的支柱、它从金融市场研究汇率问题,认为汇率取决于不同国家不同时期利率收益的比较。

(一) 凯恩斯的古典利息平价论

- 1、决定远期汇率的最基本因素是货币短期存款利率之间的差额,以年百分比表示的远期汇率等于两个金融中心之间的利差;
- 2、在不兑换纸币的条件下,银行利率的变化直接影响着远期的汇率的重新调整;
- 3、远期汇率趋于围绕它的利率平价上下波动。例如,如果利率平价是1.5%,远期汇率一般在1%—2%之间波动;
- 4、不论远期汇率与它的利率平价偏离多大程度,能够获得足够利润的机会将使套利者把资金转移到更有利的金融中心;
- 5、如果外汇交易被少数集团控制,或者主要交易人之间达成有关汇率的协议,挂牌汇率可能会与它的利率平价发生偏离;
- 6、套利资金的有限性将使远期汇率的调整往往不能达到利率平价水平;
- 7、如果一国发生政治或金融动荡,便不能发生任何远期外汇交易。

(二) 艾因齐格的动态利息平价说

凯恩斯的缺陷: ①远期汇率对利率平价的调整是完全的、及时的;

②在调整过程中,远期汇率完全受到利差的影响,而不是相互影响。

1、“互交原理”的基本观点

远期汇率与利息平价之间是一种相互作用的关系,不仅远期汇率取决于利差,而且利息平价也受套利的影响,从而也受远期汇率的制约。

现实	A 利率>B 利率
外汇市场	买现汇——A 即期汇率上升
	卖期汇——A 远期汇率下降
货币市场:	资金由 B 流到 A——B 利率上升、A 利率下降

2、关于远期汇率与利息平价的偏离

- ①在国际货币市场上,远期汇率与利息平价处于均衡状态是偶然的,远期汇率与利息平价未必能迅速地进行调整;
  - ②由于商业性的外汇供求关系不等,片面的套头交易或投机;
  - ③由于有关国家政局不稳,银行制度信誉差或实行某种外汇管制是套利受到限制;
- 从形式上看,偏离有远期汇率的高估与低估两种情况,它们各自又分为四种类型。

高估——远期汇率相对于利率平价

- ①升水高于利差;
- ②贴水小于利差;
- ③根据利差平价,远期汇率应贴水但实际为升水;
- ④利差为零,远期汇率仍升水。

3、远期汇率对利率的影响

远期汇率主要通过预期和套利对利率产生影响。

- (1) 套利资金的转移使远期汇率低估的金融中心的资金外流,信贷紧缩,而高估的中心则资金流入,信贷扩张,其结果:货币外流中心的利率上升,而资金流入中心的利率会下降;
- (2) 如果套利的利润大,套利者可能会提取存款投入套利,迫使银行提高利率;
- (3) 当国外利率高于国内且本币升值的幅度低于利差而刺激资金外流,国内金融当局为阻止资金输出而不得不提高再贴现率。

4、利息平价与购买力平价的关系

- (1) 即期汇率与购买力平价的偏离是导致远期汇率与利息平价长久偏离的重要原因;
- (2) 远期汇率的升降通过利率变化或通过进出口商品成本和价格的变化,间接或直接地影响一国物价水平,进而影响购买力平价和即期汇率。

5、即期汇率与远期汇率的关系

一方面,即期汇率通过预期作用于远期汇率;另一方面,远期汇率对即期汇率的影响更明显,表现在:

- ①在市场上出售远期外汇,会增加外汇的总供给,致使套利交易增加,从而影响即期汇率;

②银行必须通过即期交易对冲它的远期交易的敞口头寸，这样即期汇率也将受到影响。

## 6、长期远期汇率与短期远期汇率的关系

### （三）现代利息平价理论

#### 1、抵补利率平价

##### （1）前提条件

①所有的国际投资者或借款者都是厌恶风险的；

②套利活动中的交易成本为零；

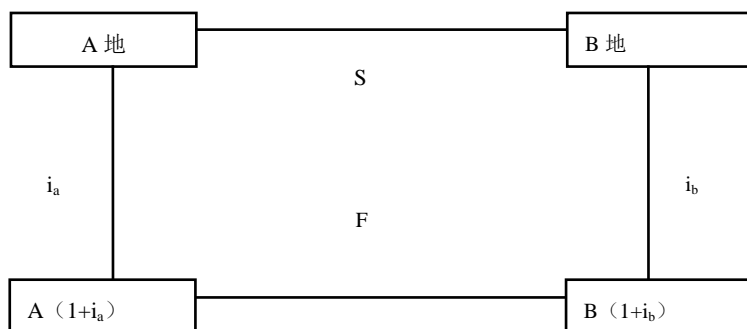
③存在发达完善的国际金融市场（政局稳定、政策有连续性、取消了外汇管制、金融中心的技术支持很强、金融人才充足、宽松的税收制度等）；

④套利资金的供给弹性无穷大；

⑤每一个国家只有一种金融资产。

##### （2）抵补套利息平价原理

在资本自由流动且不考虑交易成本的情况下正常的外汇抛补套利活动将会导致下列结果：即利率较低的国家货币的远期差价比为升水，利率较高的国家货币的远期价差必为贴水，远期与即期汇率的价差等于利差。



##### ①借本币换成外币

$$A \rightarrow A/S \rightarrow (1+i_b)A/S \rightarrow (1+i_b)AF/S$$

$$\text{抵补套利条件: } A(1+i_a) < (1+i_b)AF/S$$

##### ②借外币换成本币

$$B \rightarrow BS \rightarrow (1+i_a)BS \rightarrow (1+i_a)BS/F$$

$$\text{抵补套利条件: } (1+i_a)BS/F > (1+i_b)B$$

$$\text{均衡条件: } (1+i_a) = (1+i_b)F/S$$

$$\text{外币升水率: } (F-S)/S = (i_a - i_b)/(1+i_b)$$

$$\text{若: } (1+i_b) \rightarrow 1 \quad \text{外币升水率 } (i_a - i_b) \quad \text{本币贴水率 } (i_b - i_a)$$

在均衡状态下，投资者对于选择进行外币投资还是进行本币投资是无差异的，这种均衡条件可以表示为： $(F-S)/S = (i_a - i_b)$

远期汇率=即期汇率±升贴水值      升贴水值=即期汇率\*升贴水率\*（月数/12）

利息平价原理的结论主要是：

①如果  $i_a = i_b$ ，则  $S=F$ ，远期价差为零；

②如果  $i_a > i_b$ ，则 A 币的远期差价贴水，B 币为升水；

③如果  $i_a < i_b$ ，则 A 币的远期差价升水，B 币为贴水；

④升（贴）水平约为两国利差；

⑤如果升（贴）水率与两国利差相背离，则必然发生套利、套汇活动，从而使远期汇率和利差同时进行调整，直到相等为止。

利差 > 升贴水率——流入利率高的地方赚取利差

利差 < 升贴水率——流入利率低的地方赚取汇差

## 2、考虑交易成本的利息平价理论

在考虑到交易成本之后，远期汇率出现分别针对卖出价和买入价两个平价条件。由于掉期的作用，远期外汇卖出价与即期外汇买入价发生联系，而远期外汇买入价与即期外汇卖出价相关。此外，F 的卖出涉及的是本币存款利率和外国贷款利率，而 F 的买入涉及的是本国贷款利率和外国存款利率。

假定本国利率为  $i$ ，外国利率为  $i^*$ ，L 为贷款，D 为存款

借外币：使用  $i_L^*$  即期  $S_{\text{买}}$   $(1+i_D)$  远期  $F_{\text{卖}}$

套利条件：  $S_{\text{买}} (1+i_D) > \text{远期 } F_{\text{卖}} (1+i_L^*)$

均衡条件：  $F_{\text{卖}} = S_{\text{买}} (1+i_D) / (1+i_L^*)$

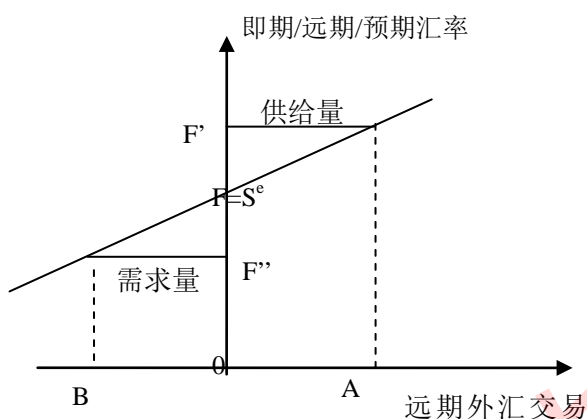
借本币：使用即期  $S_{\text{卖}} (1+i_D^*)$  远期  $F_{\text{买}}$

套利条件：  $(1+i_D^*) F_{\text{买}} / S_{\text{卖}} > (1+i_L)$

均衡条件：  $F_{\text{买}} = S_{\text{卖}} (1+i_L) / (1+i_D^*)$

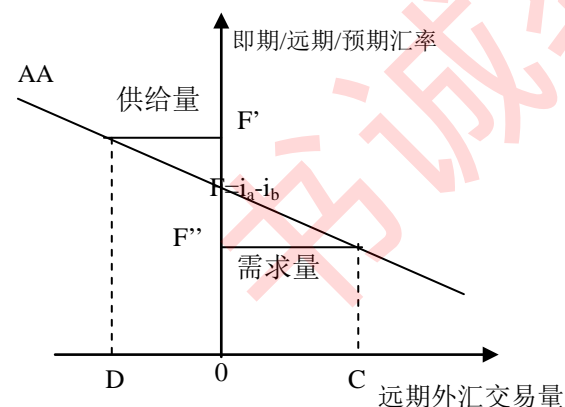
## 3.考虑投机行为的利息平价理论

外汇市场上投机者和套利者的行为具有不同的特点。 投机者行为曲线——SS 曲线(纯粹的投机：不需要交纳保证金)，投机者根据远期汇率与预期汇率的关系采取行动。 $S^e$  为未来的汇率预期、F 为远期汇率。



- ①若  $S^e = F$ ，投机者放弃交易；
- ②若  $S^e > F$ ，投机者买进期汇，利润为三角形 A，形成对外汇的需求；
- ③若  $S^e < F$ ，投机者卖出期汇，利润为三角形 B，形成对外汇的供给。

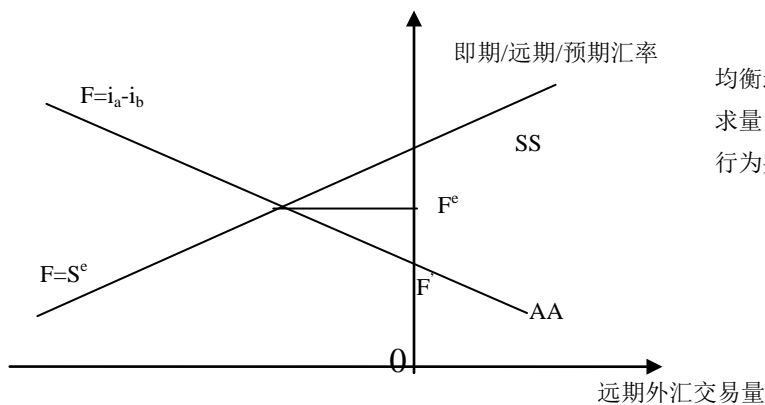
套利者行为曲线（根据  $i-i^*$ ）与 F 来做



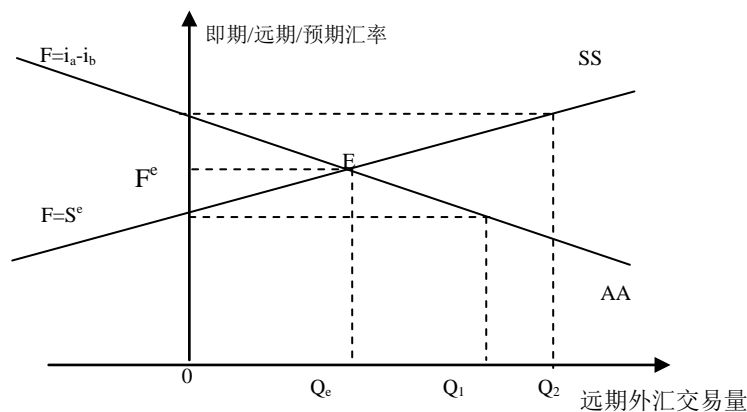
套利者根据利息平价和远期汇率的关系来决定的套利行为的。

- ①若  $F = ia - ib$  套利者不进行交易；
  - ②若  $F > ia - ib$  资本流向利息低的外国形成对现汇的需求对期汇的供给买现汇卖期汇；
  - ③若  $F < ia - ib$  资本流向利息低的外国形成对现汇的需求对期汇的供给买现汇卖期汇
- 均衡远期汇率的决定

均衡远期汇率的决定



均衡远期汇率是能够使远期外汇供给量等于远期外汇需求量的远期汇率。均衡远期汇率是由套汇者，投机者的行为共同决定的。



结论：套利具有恢复利息平价的作用，投机则具有扰乱和恢复均衡的双重效果。显然，在外汇市场上，是套利者还是投机者占主导地位，对于利息平价的实现起着重要的作用。

#### （四）对利息平价说的评价

利息平价说阐明了外汇市场上即期汇率、远期汇率以及有关国家利率变动之间的相互关系，把汇率决定因素扩展到货币资本领域；利息平价说对于汇率理论的贡献使得它在西方国际金融学说史上占有非常重要的一席；利息平价说的假设前提过于严格，从而影响了它的实用性。

### 第三节 现代西方汇率理论

#### 一、现代购买力平价理论

针对传统购买力平价理论的不足，人们不断对其进行修正，其中较有价值的修正意见包括成本购买力平价理论、事前购买力平价理论、边际购买力平价理论、扩展的购买力平价理论、货币主义的购买力平价理论，这些理论丰富和完善了购买力平价理论，从而形成了人们所言的“现代购买力平价理论”。

##### （一）成本购买力平价

该理论认为：成本是价格的基础，如果说两国货币的比价取决于两国货币购买力之比或两国价格水平之比，那么两国成本之比更具有基础的性质。成本受汇率变动的影响较小。

- 1、布里斯曼的单位产品的要素成本（UFC）。
- 2、霍塔克的劳动成本；奥费塞对霍塔克的观点进行了量化表达。

$$\text{单位产品要素成本平价} = \frac{W^B}{W^A} \frac{PR^A}{PR^B}$$

这里， $W$  为一国的工资率； $PR$  为一国的生产率。

公式表明 A 国的货币汇率等于 A、B 两国的工资率之比与生产率之比的乘积。

- 3、弗里德曼提出按要素被使用的情况对其进行加权，然后按这种加权方法计算出成本平价。

由于成本价格的统计和计算比较困难，不容易取得准确的统计数据，使成本购买力平价理论的运用受到限制。

##### （二）事前购买力平价理论

该理论是以资本市场为考察对象的购买力平价理论。

##### 1. 有效市场假说

资本市场是一个有效市场，即金融资产价格总是能够充分反映一切可得信息。条件：①套利资金的供给弹性无穷大；②无交易成本；

③资本自由流动；④信息公开。其一，完全信息假设；其二，理性预期假设。

## 2. 无抵补利率平价

条件：①套利者是风险中立的；②金融市场是有效市场；③交易成本为零；④国际资本流动自由；⑤套利资金的供给弹性无穷大；⑥不同国家的金融资产可以完全替代。

在一个有效的金融市场。如果将单位货币投资于本国和外国的金融资产的收益相等，那么风险中立的投资者对投资于哪一种金融资产是无差异的，用公式表示：

$$1+i_t = \frac{(1+i_t^*)S_e}{S_t} \text{ 整理得： } \frac{S_e - S_t}{S_t} = i_t - i_t^*$$

该公式即为无抵补利率平价，它说明预期汇率变动率等于利差。

## 3. 事前购买力平价

根据费雪分解，名义利率可分为实际利率  $r$  和预期通胀率  $\pi$  即： $i = r + \pi$ 。在一价定律成立的条件下，套利活动将使两国的实际利率相等，即  $r_t = r_t^*$ ，因此，上式可简化为： $r_t - r_t^* = \pi_t - \pi_t^*$

这表明，两国货币的名义利差，实际上反映了两国预期的通胀率之差。所以预期汇率变动率也取决于两国预期通胀率之差，即：

$$\frac{S_e - S_t}{S_t} = \pi_t - \pi_t^*$$

该式被称为国际费雪方程式，也被称为事前购买力平价。

### （三）边际购买力平价理论

#### 1、前提：

- ①只考虑一国的贸易品状况；
- ②国与国之间是自由贸易；
- ③不考虑资本流动；
- ④外贸企业以利润最大化为经营目标。

#### 2、观点

①汇率是由边际贸易品所体现的两国货币的边际价格比率所决定的。因为  $Q = SP^* / P$

若边际价格比率 < 市场汇率，一般会导致出口商品上升

若边际价格比率 > 市场汇率，一般会导致进口商品上升

若边际价格比率 = 市场汇率，对一国来讲就达到利益最大化

②统一均衡汇率的确定取决于汇率与国际收支和外汇供求之间的调节关系。

各种商品的边际价格比率不同而汇率必须统一；

当汇率偏离国际收支的均衡条件时，其对国际收支和外汇供求之间的调节必然会使汇率本身移向均衡点，在这一点上，那些边际价格比率 < 汇率水平的商品的出口额将等于那些边际价格比率 > 汇率水平的进口额。

### （四）扩展的购买力平价理论

#### 1、扩展的购买力平价原理

贸易品：可以进行国际交换的商品，存在套利机制。

根据贸易品和非贸易品的分类，两国总的物价水平之比是：

$$\frac{P}{P^*} = \frac{\lambda P_T + (1-\lambda)P_N}{\lambda^* P_T^* + (1-\lambda^*)P_N^*}, \text{ 又因为 } S = \frac{P_T}{P_T^*} \text{ 经整理得： } S = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{\lambda^* + (1-\lambda^*)P_N^*/P_T^*}{\lambda + (1-\lambda)P_N/P_T}$$

该公式即为扩展的购买力平价方程式，它表明外汇汇率  $S$  等于两国一般物价水平的比与某个系数的乘积。

#### 2、扩展的购买力平价理论中的实际汇率

$$\text{实际汇率的表述是： } Q = S \div (P/P^*) = S \times \frac{P^*}{P}$$

将扩展的购买力平价方程式代入实际汇率式中，则



$$Q = \frac{\lambda^* + (1 - \lambda^*) P_N^* / P_T^*}{\lambda + (1 - \lambda) P_N / P_T} \text{ 或者 } Q = \frac{\lambda^* S P_T^* + (1 - \lambda^*) S P_N^*}{\lambda P_T + (1 - \lambda) P_N}$$

该式可用于检验购买力平价是否成立。

如果  $\lambda=1$ ，即全部物品都是贸易品，由该式可得出  $Q=1$ ，即购买力平价成立。

如果  $\lambda$  越小， $Q$  越偏离 1。 $Q>1$ ，则实际汇率高估， $Q<1$ ，则实际汇率低估。

### 3、巴拉萨——萨缪尔森命题

巴拉萨——萨缪尔森命题从劳动生产率差异的角度探讨了购买力平价问题。

#### (1) 前提条件

①均衡汇率取决于贸易品的相对价格  $S = P_T / P_T^*$ ；

②发达国家和发展中国家都生产贸易品和非贸易品，且生产权数相等  $\lambda = \lambda^*$ ；

③国内不存在劳动力自由流动的障碍，贸易品和非贸易品的工资趋于一致  $W^T = W^N$ ；

④在贸易品部门，发达的国家的劳动生产率高于发展中国家  $X^{*T} > X^T$ ；在非贸易品部门，发达的国家的劳动生产率等于发展中国家  $X^{*N} = X^N$ ；

⑤劳动是生产的唯一投入，因而工资是成本的唯一要素。

$$\begin{cases} P^T = W^T / X^T, P^N = W^N / X^N \\ P^{*T} = W^{*T} / X^{*T}, P^{*N} = W^{*N} / X^{*N} \end{cases} \rightarrow (P^{*N} / P^{*T}) / (P^N / P^T) = X^{*T} / X^T > 1$$

代入前式  $Q = \frac{\lambda^* + (1 - \lambda^*) P_N^* / P_T^*}{\lambda + (1 - \lambda) P_N / P_T}$  可知  $Q>1$

表明：由于存在倾斜的劳动生产率，发达国家货币实际汇率较高发展中国家货币实际汇率较低，使购买力平价计算的发达国家与发展中国家的均衡汇率必然会导致名义汇率与实际汇率之间出现系统性偏差。

推论：

①实际汇率与买力平价的系统偏差不是由于短期或随机因素引起，而是由于生产率不同引起；

②实际汇率不具有趋向于购买力平价的长期趋势；

③当今世界流行的用名义汇率计算各国国内生产总值并且进行比较的办法是有问题的，因为名义汇率不能真实地反映货币的实际购买力。

#### (2) 主要内容

由于存在倾斜的劳动生产率，发达国家非贸易商品价格水平与贸易商品价格水平之比要高于发展中国家非贸易商品价格水平与贸易商品价格水平之比。这样，发达国家按一般价格水平计算得出的购买力平价包含了价格水平相对高的非贸易商品价格，作为购买力平价基础的物价水平也会高于实际决定汇率的物价水平。这说明，发达国家与发展中国家的实际汇率水平与购买力平价之间必然出现系统性偏离，即发达国家货币的实际汇率较高，而发展中国家货币的实际汇率较低。

国际平价条件

		国际费雪效应	
利率 平价	$i - i^*$	=	$\pi - \pi^*$
	=		=
	$(F - S) / S$	=	$(S_e - S_t) / S_t$
		远期汇率无偏差指标	
		购买力平价	

## 二、货币主义的汇率理论

20 世纪 70 年代初期，约翰逊、蒙代尔、弗兰克尔等经济学家以现代货币数量论为理论基础，创立的货币主义的汇率决定理论。货币主义的汇率理论将货币看作是一种资产，而汇率是这种资产的价格。这样它可以借鉴金融资产价格决定分析的方法，来解释浮动汇率制下汇率的高度易变性。

(一) 该理论的基本前提条件

- 1、存在高度发达的资本市场，资本具有充分的流动性，本国资产与外国资产可以完全替代；
- 2、存在高效的商品市场，以保证一价定律成立；
- 3、存在高效的外汇市场，参与者根据所有信息做出合理预期；
- 4、主要使用剑桥方程式；
- 5、无抵补利率平价成立；
- 6、不考虑资本商品对汇率的影响。

(二) 货币学派汇率理论的基本内容

1、基本方程式

国内物价水平  $P$  和外国物价水平  $P^*$  是分别由国内外的货币市场均衡所决定的。

$$M_d = KPY \text{ 且 } SP^* = P$$

将剑桥货币需求方程式代入货币均衡等式得：  $M_s = M_d = KPY$  代入购买力平价条件得：  $S = M_s / KP^*Y$

对上两式取自然对数微分得：

$$dm = dk + dp + dy$$

$$ds = dm - dk - dp^* - dy$$

(1) 货币供给冲击对汇率的影响

$$dm = dk + dp + dy = dp$$

$$ds = dm - dk - dp^* - dy = dm$$

基本观点是，在浮动汇率制下，本国货币供给增加导致本币对外贬值，且本币贬值幅度与货币供给增加幅度或价格上升幅度相同。

(2) 本国实际收入冲击对汇率的影响

$$ds = dm - dk - dp^* - dy = -dy$$

基本观点是，在浮动汇率制下，本国实际收入增加导致外汇汇率下降即本币汇率升值，而且两者的变动率相等。

(3) 外国价格冲击对汇率的影响

$$ds = dm - dk - dp^* - dy = -dp^*$$

基本观点是：在浮动汇率制下，外国价格水平上升导致外汇汇率下降，且两者的变动率相等。但是，这对国内经济并无影响。

2、利率和预期在汇率决定中的作用

购买力平价公式得：  $S = \frac{P}{P^*} = \frac{M_s / M_d}{M_s^* / M_d^*}$

根据现代货币数量论，实际货币需求是实际收入和名义利率的函数，这样，人们可进一步得到：

$$S = \frac{M_s}{M_s^*} \cdot \frac{f(Y^*, i^*)}{f(Y, i)} = \frac{M_s}{M_s^*} \cdot \frac{f(Y^*)}{f(Y)} \cdot \frac{f(i^*)}{f(i)}$$

(1) 利率的作用

货币学派认为，如果本国利率上升高于外国的利率上升，那么外汇汇率将会上升。

本国利率高于外国利率则货币需求下降，货币供给不变，价格上升，外汇汇率上涨

(2) 预期的作用

从费雪方程式出发，在考虑汇率的决定因素中，两国预期通胀率对汇率有重要影响，特别是在短期内对汇率的作用更大。这是因为预期通胀率比实际收入、货币供给等因素更容易发生变动。如果人们的预期是不稳定的，那么汇率就会表现出易变性，而且汇率波动幅度会远远超过基础因素特别是货币供给的当前变动幅度。

### 3.多恩布什的汇率理论

多恩布什认为，面对内外冲击，短期内商品市场的价格具有粘性调整缓慢，金融市场的调整要快得多几乎是瞬间完成的。因此金融市场为了弥补商品市场价格粘性会做出过度的调整，从而出现汇率超调现象；而在长期内汇率会慢慢地趋向于回到其长期均衡水平。多恩布什模型从理论上说明了浮动汇率制的缺点即汇率超调，有必要对汇率进行政策调节，从中可以引申出来的较强的政策含义。

#### （三）对货币主义汇率理论的评价

货币学派的汇率决定理论突出了货币因素在汇率决定过程中的作用，正确地指出了一国货币供给状况及其货币政策同该国的汇率走势有着直接的联系。并使汇率决定理论的研究从国际贸易、国际收支及中长期分析逐步转向了货币学派的资产市场分析、短期分析和动态分析。但是，该理论片面地强调了货币因素的作用，忽视了经济结构等实际因素影响。而且其基本假定与现实有较大的距离。

#### 三、资产组合平衡论

20 世纪 70 年代中后期，美国的一些经济学家如布兰森、多恩布什、弗兰克尔、梅森等人将资产选择学说用于分析汇率的决定，强调资产组合在汇率决定中的作用。与货币学派的汇率理论相比，资产组合平衡论更具有一般均衡分析的特征。

##### （一）基本前提条件

1、财富是由货币和非货币金融资产组成的，本国居民可以持有本币本国债券和外国债券；

$$W = M + B + SF$$

2、各种资产之间存在着收益率和风险的差别，因而不能完全替代；

3、假定人们在国际投资活动中是厌恶风险，特别是汇率风险；

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

$\lambda=0$ ，无抵补利率平价

$\lambda<0$ ，表示外国债券更具有风险

$\lambda>0$ ，表示本国债券更具有风险

4、假定财富是外生变量，任何收益率的变动只能引起人们调整资产组合比例，而不改变财富总量；

5、假定资产市场处于均衡状态，意味着本国货币市场本国债券市场和外国债券市场是均衡的；

6、短期价格粘性、长期经济实现充分就业和价格柔性。

$$M = m(i, i^* + \Delta s^e)W$$

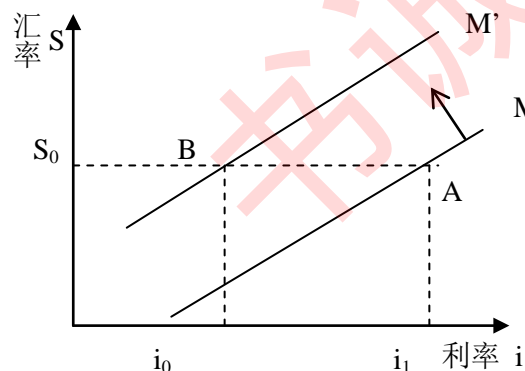
$$B = b(i, i^* + \Delta s^e)W$$

$$F = f(i, i^* + \Delta s^e)W$$

##### （二）基本内容

#### 1.资产市场均衡

##### （1）货币市场均衡曲线

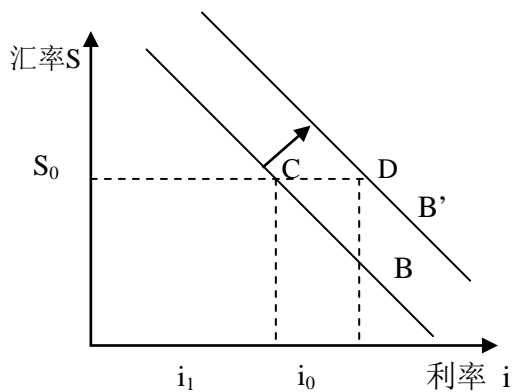


货币市场均衡曲线表示的是在一定的汇率和本国利率条件下，能够使货币供求相等的曲线。M 线向右上方倾斜，说明当汇率 S 与利率 I 正相关。货币供给增加会引起 M 线向左移动。

$S \uparrow \rightarrow W \uparrow \rightarrow M_d \uparrow \rightarrow i \uparrow$

$M_s \uparrow \rightarrow M_d \uparrow \rightarrow i \downarrow$

##### （2）本国债券市场均衡曲线

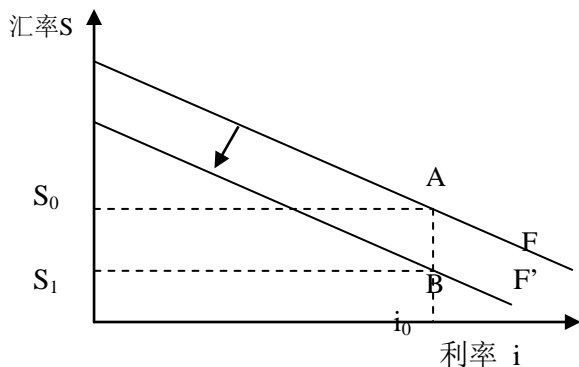


本国债券市场均衡曲线  $B$  表示的是在一定的汇率和本国利率水平下的本国债券供求相等的曲线。 $B$  线向右下方倾斜, 说明只有当汇率和本国利率变动方向相反时才能维持本国债券市场持续均衡。本国债券供给增加会使债券市场均衡线向右移动。

$S$  上升  $\rightarrow W$  上升  $\rightarrow B_d$  上升  $\rightarrow i$  下降

$B_s$  上升  $\rightarrow B_d$  上升  $\rightarrow i$  上升

### (3) 外国债券市场均衡曲线

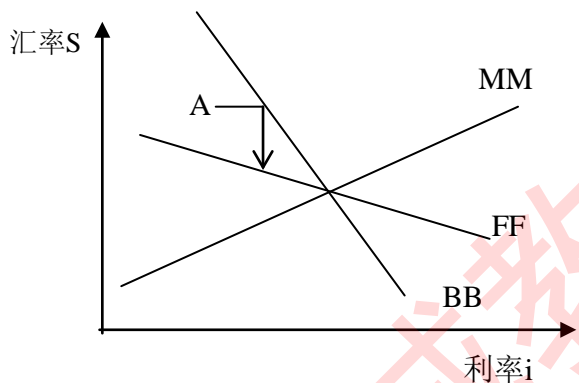


外国债券市场均衡曲线  $F$  也是表示的能够使外国债券供求相等的汇率与本国利率组合的轨迹。 $F$  线斜率为负, 这意味着当汇率上升时, 本国利率必须下降, 才能维持外国债券市场的均衡。外国债券供给的增加会引起  $F$  线左移

$S$  上升  $\rightarrow W$  上升  $\rightarrow F_d$  上升  $\rightarrow i$  下降

$F_s$  上升  $\rightarrow F_d$  上升  $\rightarrow S$  下降

### (4) 均衡汇率的决定



均衡汇率和利率点实际上就是资产市场的均衡点, 即  $M$  线、 $B$  线和  $F$  线三条曲线的交点。

假设三个市场处于均衡状态, 则:

$$SF = W - M - B = W(1 - m - b)$$

$$\text{设 } f(i, i^* + \Delta S^e) = 1 - m - b, \quad S = f(i, i^* + \Delta S^e)W / F$$

由上式可知  $i, i^* + \Delta S^e, W$  或  $F$  均为影响汇率  $S$  的因素, 在考虑到  $i, i^* + \Delta S^e, W$  或  $F$  的情况下, 资产持有者会选择一一个能使其在收益性、风险性和流动性各方面得到综合性最大满足的资产组合。而这些因素中任何一个因素的变动, 都会促使持有人对原有的资产组合进行调整, 直到达到的所期望的均衡为止。

### 2. 资产市场与商品市场的同时均衡

资产结构平衡模型的显著特征是它强调一般均衡分析, 所有的市场都会影响汇率。

#### (1) 商品市场供求及均衡

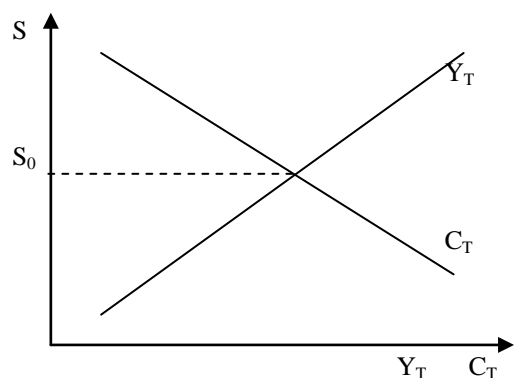
一国商品包括贸易品和非贸易两种商品, 如果假定非贸易品市场始终是均衡的, 那么贸易品市场的均衡便意味着整个商品市场的均衡。

贸易品生产部门的收入是相对价格  $q = S / P_N$  的增函数, 贸易品的产量线  $Y_T$  向右上方倾斜的曲线, 表明汇率越高, 贸易品产量越大。

贸易品的消费是实际汇率  $q = S / P_N$  的减函数和实际财富  $w = W / P = (M + B + SF) / P$  的增函数, 贸易品消费曲线  $C_T$  是向右

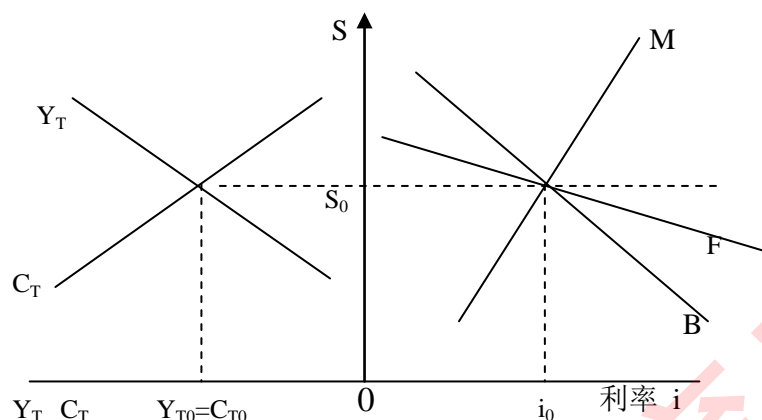
下方倾斜的曲线，斜率为负，表示汇率越高，贸易物品消费越少。

商品市场的均衡



$Y_T$  线  $C_T$  线的交点是商品市场均衡点，它表明在一定的汇率水平  $S$  下贸易品的产品等于其消费。

(2) 资产市场与商品市场的同时均衡

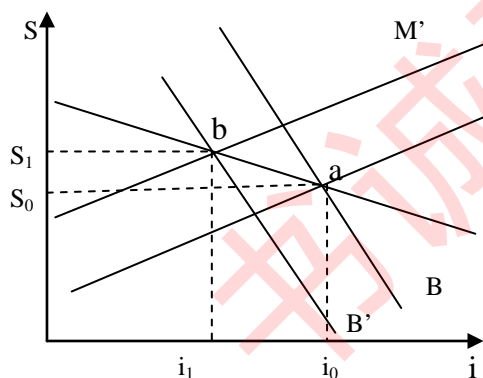


汇率是由资产市场和商品市场共同决定的。只有当商品市场和资产市场都处于均衡状态，汇率才能达到其均衡值

### 3. 资产组合平衡模型的短期分析

短期一次性的外部冲击直接引起的资产市场的调整时期，外部冲击表现为：本国债券、外国债券供给需求的变化和资产偏好的变化。

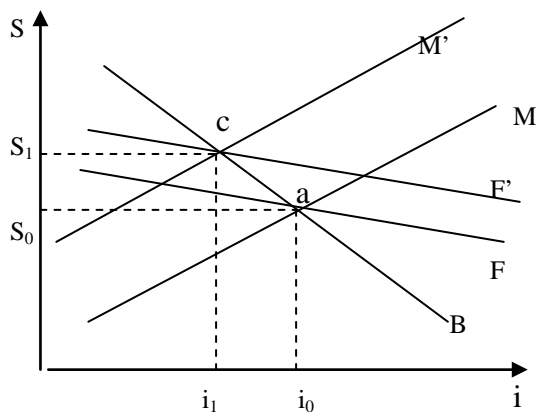
(1) 公开市场购买本国债券对汇率的影响



央行在公开市场购买本国债券增加了货币供给、减少本国债券供给，会引起短期内利率下降和外汇汇率上升。

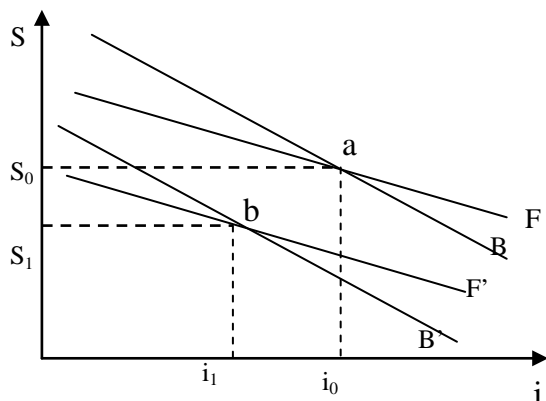
(2) 公开市场购买外国债券对汇率的影响





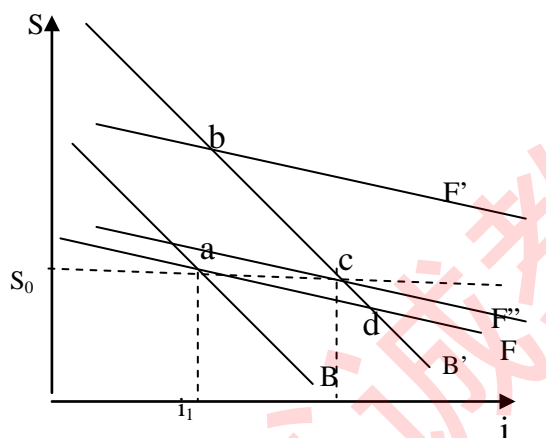
(3) 资产偏好转移对汇率的影响

央行在公开市场购买外国债券增加货币供给、减少外国债券供给，也会引起短期内本国利率下降和外汇汇率上升。但是央行购买外国债券与购买本国债券相比，前者对汇率影响更大，后者对利率影响更大。



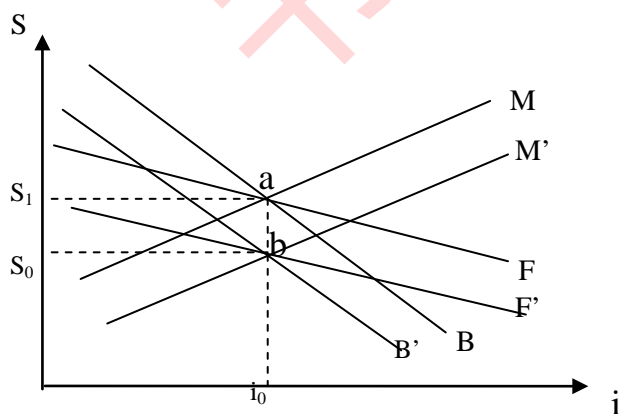
(4) 本国债券供给增加对汇率的影响

人们的资产偏好由外国债券转向本国债券，短期内会导致利率下降外汇汇率下跌。反之则相反，即资产偏好由本国债券转向外国债券，短期内会使利率上升和汇率上升



(5) 外国债券供给增加对汇率的影响

本国债券供给的增加会导致本国利率上升，但对汇率的影响是不确定的，这取决于本国债券供给的增加是否引起对外国债券的较大需求，如果对外国债券的需求因财富总量增加而有较大的增加，则外汇汇率会上升；相反，如果对外国债券的需求的财富效应被利率效应抵消，则汇率也许会不变或下降



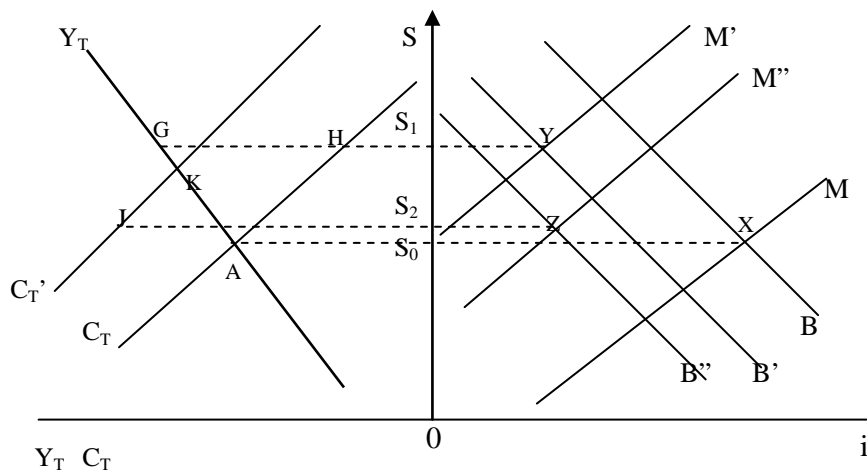
外国债券供给的增加使  $F$  移动，财富增加，对本国债券的需求增加使  $B$  移动，将导致外汇汇率下降，在其他条件不变的情况下，汇率的下降与外国债券增长同比例变动

#### 4. 资产组合平衡模型的长期分析

##### (1) 公开市场购买本国债券的长期分析

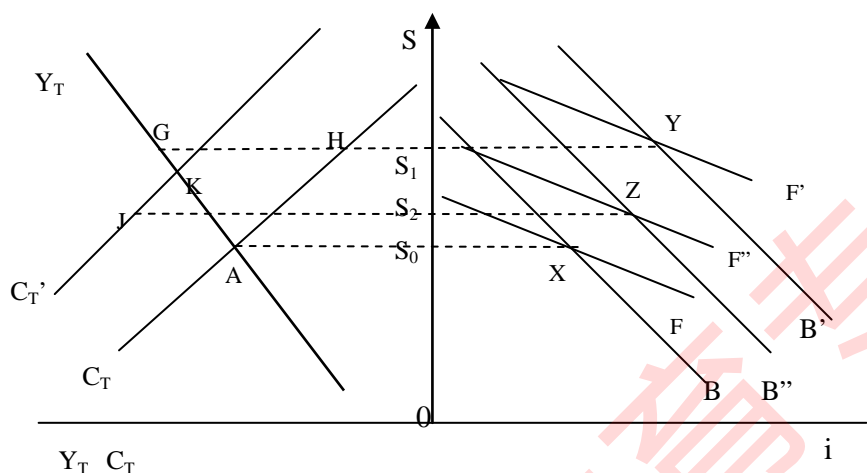
政府在公开市场购买本国债券增加货币供应，短期内会引起汇率上升和过度调整，使本国出现暂时性的贸易顺差，但从长期来看，外

汇率最终将有所回落，贸易顺差会减少甚至会出现逆差。



①M移动到M'、B移动到B'、 $S_0$ 移动到 $S_1$ ②汇率上升→国外资产上升→W上升；汇率上升→贸易顺差→外国债券供给增加③外国债券供给增加→M'移动到M''、B'移动到B''、 $S_1$ 移动到 $S_2$ ④汇率下降顺差减小→储蓄减小→ $C_T$ 移动到 $C_T'$ →贸易逆差

## (2) 本国债券供给增加的长期分析



①B移动到B'、F移动到F'、 $S_0$ 移动到 $S_1$ ②汇率上升→贸易顺差→外国债券供给增加③外国债券供给增加→F'移动到F''、B'移动到B''、 $S_1$ 移动到 $S_2$ ④汇率下降顺差减小→储蓄减小→ $C_T$ 移动到 $C_T'$ →贸易逆差

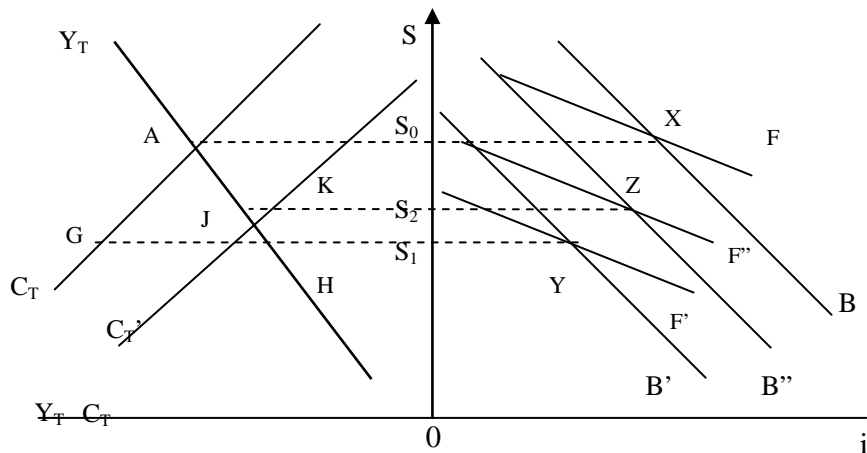
本国债券供给增加的影响不能确定，如果引起对外国债券的较大需求，短期内会通过汇率上升导致本国发生暂时性贸易顺差和外国债券供给的相应增加，但从长期来看，外国债券供给的增加最终会使汇率有所下降，导致贸易顺差逐渐减少并出现贸易逆差，该逆差正好由增持外国债券所带来的利息收入弥补。

## (3) 外国债券供给增加的长期分析

外国债券供给增加在短期内会导致汇率下降，本国发生暂时性贸易逆差，并减少外国债券的供给。但从长期来看，外国债券供给的减少最终会使汇率回升，贸易收支由逆差转向顺差，以弥补外国债券利息收入的减少，使经常项目达到长期均衡。

## (4) 资产偏好转移的长期效应

资产偏好如果由外国债券转向本国债券，短期内会使外汇汇率下降，导致本国出现暂时性贸易收支逆差和外国债券供给减少。在长期调整中，汇率将回升，贸易收支由逆差转向顺差。因为外国债券的减少使持有外国债券的利息收入下降，贸易收支只有顺差，才能使经常项目平衡。



①B移动到B'、F移动到F'、 $S_0$ 移动到 $S_1$ ②汇率下降→贸易逆差→外国债券供给减少③外国债券供给减少→F'移动到F''、B'移动到B''、 $S_1$ 移动到 $S_2$ ④汇率上升逆差减小→储蓄动用减小→ $C_T$ 移动到 $C_T'$ →贸易逆顺差

### （三）对资产组合平衡论的评价

- 1、将存量分析与流量分析接合起来；
- 2、将长期分析与短期分析接合起来；
- 3、将商品市场与货币市场结合起来；

### 四、货币替代理论

货币替代是指人们通过外汇市场交易改变持有的货币种类的行为。对货币替代的探讨始于 60 年代末 70 年代初，到了 80、90 年代，众多经济学家的深入研究，逐步形成了较为系统的理论体系。主要代表人物有马可·迈尔斯、戴维·金、罗赛·波耶尔等人。

#### （一）货币替代模型的前提条件

- 1、假定本国居民可以持有本币、外币、本国债券和外国债券四种金融资产；
- 2、以一个开放小国为对象；
- 3、购买力平价成立；
- 4、无抵补利率平价成立；
- 5、货币市场瞬时出清；
- 6、本国居民可以持有外国货币；
- 7、货币替代取决于人们对汇率的预期；
- 8、预期汇率变动等于预期货币增长率。

#### （二）货币替代模型的基本观点

货币替代模型认为，如果假定本国居民可以持有本币、外币、本国债券和外国债券四种金融资产，本国货币需求不仅受本国实际收入的影响，而且受人们用本币替代外币的影响。货币替代取决于人们对汇率的预期，如果人们预期外汇汇率上升，那么人们就会用外币替代本币，反之则相反。在预期汇率变动率等于预期货币增长率的条件下，汇率主要决定于预期货币增长率，且预期货币增长率与汇率是正向关系。货币替代强化了货币供给增长率与汇率之间的正向关系。

#### （三）货币替代的政策含义

第一，货币替代使得一国的货币需求不再是一个稳定的函数，因而，保持稳定的货币供给增长率的货币政策措施不再能够维持货币市场的均衡，货币政策应该通过补偿性的货币供给调整来抵消货币需求移动的影响。

第二，货币替代使一国难以实行独立的货币政策。

### 五、其他汇率理论

#### （一）跨时期的汇率模型

代表人物：赫尔曼普、拉平、格林·伍德

前提：①价格是弹性的；②所有的市场都能够进行瞬时调整；③在确定的条件下是合理预期。

观点：由于本国和国外在时间的偏好率上存在差异，各国政府的支出行为也存在差异，这些差异支配了经常项目的改变，实际汇率就根据时间偏好调整，该模型从微观行为方面进行考察。

#### （二）汇率的理性预期模型

#### （三）汇率决定的信息论

观点：在信息占优势的时期内，汇率比价格的变动大的多，远远偏离利率平价，信息对利率平价有较大的影响，汇率作为金融资产的价格对信息会产生快速反应，而商品劳务价格却变动较慢。

#### （四）汇率混沌模型

混沌：不可预测、不可分解、有规则的成分、系统的变量的变化不规则、对初始条件比较敏感，模型的解不确定。

假定有两类经济主体：技术分析者；宏观经济基础变量分析者

格哈威：将基本因素和技术分析相结合建立了混沌模型。发现汇率变化是随机的而且必须依赖基本因素变量，汇率就能产生复杂的动态变化。

贡献：告诉我们影响汇率的因素除了经济因素还有技术因素，技术因素归根结底就是人们的行为，另外把前提有理性的人转为非理性的人，并考虑到了信息的不完备性。

缺陷：没有任何政策建议没有考虑央行对外汇市场的干预。

## 第四节 汇率制度选择理论

### 一、国际汇率制度的演变

#### （一）概述

汇率制度是各国政府对于确定、维持、调整和管理汇率的原则、方法和机构等方面所做出的系统安排与规定。在一定时期具有相对稳定性，其中最主要的是汇率的形成和决定机制。

## （二）固定汇率制

### 国际金本位下的固定汇率制

## （三）浮动汇率制

浮动汇率制指一国货币对外价值不在于国外货币价值保持固定比值，而是自由的由外汇市场决定，有以下几种形式：

①自由浮动；②管理浮动——目的维持汇率相对稳定；③联合浮动

管理浮动的管理方式：①外汇市场；②利率政策；③贸易管理；④对资本采取管制措施；⑤窗口指导；⑥从调节需求经济结构入手。

## （四）IMF 的汇率分类：

按汇率弹性从小到大分为 8 类：①无单独法定货币的单位、②货币局安排、③传统的盯住安排、④水平区间的盯安排、⑤爬行区间汇率、⑥爬行盯住、⑦有管理浮动、⑧独立浮动。

## （五）汇率制度的选择

### 二、国际汇率制度选择理论

#### （一）成本收益论

20 世纪 50 年代金德尔·伯格主张固定汇率制：①固定汇率制度有着显著的收益，如入规避性，有助于促进贸易和投资等；②而浮动汇率制则会带来显著成本如增加经济活动的不确定性。

弗里德曼为首的学者推崇浮动汇率制度：他们人为在经济条件发生变动的情况下固定汇率由于无法进行相应的纠偏性行动带来显著的成本，而浮动汇率制度能够：①提供更加有效的国际调节体系，使国际贸易更加自由；②提供汇率与利率双重调节来实现国内目标。

#### （二）最优货币区理论

汇率制度应当结合某种经济特征来进行汇率制的选择，最优货币区是通过商品和服务及要素作为建立最优货币区的一个标准。麦金农认为应当用经济开放作为最优货币区的一个标准。

#### （三）国内经济结构与汇率制度选择

经济机构决定论认为：一国汇率制度应从该国经济结构或经济特征方面来考虑。

#### （四）价格确定与汇率制度选择

1、国际收支与国民收入、物价相互之间影响因素、对未来经济发展的影响。

2、内外平衡：国际收支与物价失业率之间的组合对货币政策进行。

3、国际收支与货币政策的关系

①储备变动与货币政策独立性之间的关系；②汇率政策与货币财政政策的协调；③国际收支结构的变动对货币政策工具选择的影响；④外部均衡手段的权衡和选择。

#### （五）政府的宏观目标与国内政治状况及汇率制度选择

汇率制度要考虑经济条件，还要考虑政府信誉、政治稳定性、政治制度等因素。

#### （六）市场交易行为与汇率制度选择

##### 1、理性预期

人们对经济未来的变化的预期总是利用现在可以利用的所有信息，并不排除现实经济中的不确定性，但预期不会犯系统性的错误。如果人们的预期行为遵循理性预期，则一国应当选择浮动汇率。（固定汇率会有套利行为）

##### 2、行为金融学对汇率制度选择的影响

如果人们的行为符合行为金融所述，则一国应当选择固定汇率。认为人们的行为中非理性因素较大、感情用事，人们行为遵循随机行走规律，市场受正反馈效应的支配。

##### 3、信息公平获得的程度对汇率制度的选择有重要影响

#### （七）货币危机类型与汇率制度的选择

1、如果危机来自国内政策因素，则可以实行固定汇率制或盯住制。盯住制有助于对政府财政政策与货币政策形成硬约束，部分的限制了政府政策随意性行为。

2、如果干扰因素来自国内货币因素，选择固定汇率制。因为所有商品与服务的价格比例变动不会改变改变它们的相对价格变动。

3、如果干扰因素来自国内实质因素，选择更加灵活汇率制是合理的。因为相对价格频繁变动使得有必要使用汇率作为政策工具。

4、如果干扰因素来自外部冲击，选择更加灵活汇率制是合理的。因为可以极大地隔离内外部经济。

5、多种因素都有时相机抉择。

#### （八）浮动恐惧论

世界上几乎所有发展中国家都采用了“浮动恐惧症”。

原因：①缺乏对资本的控制能力；②盯住美元汇率制度能稳定一国价格水平；③这些国家经济政策缺乏长期的公信力；④麦金农的观点：东南亚国家之所以采用盯住美元汇率制主要原因是新兴市场经济国家的资本市场不完善。

### 一、国际收支危机模型

1979年由克鲁格曼提出

观点：与固定汇率制相矛盾的宏观经济政策，主要是赤字财政政策最终不可避免的使外汇储备耗尽，使固定汇率制崩溃。

假定政府为解决财政赤字问题而大量发行纸币，引起资本流出，央行为维持汇率稳定而无限制的抛出外汇储备，当外汇储备达到临界点，会引致投机攻击，如果政府没有足够外汇储备支持，就不得不放弃稳定的汇率制度。

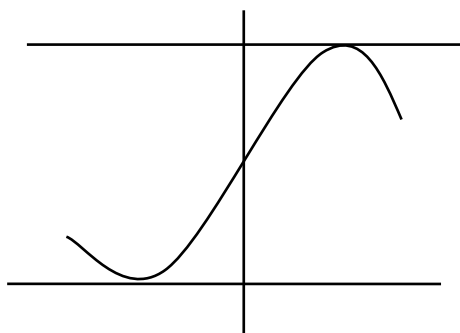
这一模型可以解释 80 年代初的危机、1998 年的俄罗斯危机、巴西危机以及现在正在恶化的阿根廷危机。

### 二、汇率目标区

为一定时期内的汇率波动设定了一个范围，并根据汇率变动的情况调整货币政策，维持汇率波动幅度，如欧洲货币体系。

克鲁格曼《目标区域与汇率动态》

- ①目标区内的上下限决定了基本变量的上下限；
- ②在目标区内，汇率为基本的非减函数，汇率是随机行走的；
- ③汇率在基本变量的两端区与目标汇率区的上下端相切。



当汇率到达目标区上限时为了防止汇率继续上升，央行会抛售外汇，导致储备减少，货币供给持续下降，到了一个临界点，外汇储备会被耗尽，货币供应量降到很低点时，汇率就会波动。

这一理论有一个前提：有投机者阻击。

### 三、自我实现的货币危机

加州大学伯克利分校奥伯斯菲尔德特别强调预期在货币危机中所起的作用。

观点：与不同的预期相对应，经济中存在不同的均衡结果，因而即使有建康的经济政策，固定汇率也有可能因为人们都预期他将崩溃，也就是说货币危机在预期下有时我实现的结果。

### 四、道德风险模型

金融机构的道德风险与经济泡沫的关系——存款保险制度会产生严重的道德风险。

当一国的金融机构可以自由进入国际资本市场时，金融机构会更容易冒险，将资金投向证券市场和房地产市场引发金融泡沫。加剧一国的金融体系的脆弱性，引发银行体系的系统风险。另外，亲缘政治的存在增加了金融过度的程度，主要是东南亚国家，政府对金融企业和大企业提供了隐性担保，从而加剧了银行体系的道德风险。

### 五、传染模型

#### 1、波及效应

危机的传染途径：主要有贸易渠道和金融渠道

贸易渠道：一国的危机恶化了与其贸易关系密切的国家的经济基础从而导致危机。

金融途径：一个市场由于危机而导致的非流动性，导致了另外一个与其有密切金融关系得市场的非流动性。

#### 2、净传染模型

传染并没有改变另一个国家的宏观经济变量，但该国汇率也会出现急剧的波动，甚至引发货币危机。

- (1) 序列模仿行动模型：三个投机者，每个投机者都有两种选择
- (2) 信息披露模型：容易导致市场的自我实现，产生危机
- (3) 贝叶斯模型：小概率→加大概率