

国际金融（工商管理）

任课教师：王蕾
violetwl@163.com

第一章 导论

一、国际金融学的定义

□ 背景介绍

- ➔ 经济开放-内部均衡发生了深刻变化-要素资源的跨国流动-外部平衡问题-两种平衡的同时实现成了开放条件下经济学面临的崭新任务。
 - ➔ 国际金融的出发点是整个宏观经济，建立在货币经济学和开放宏观经济学的基础上。
-

国际金融学和其他学科的区别

学科名称	研究对象	主要分析变量
国际金融学	开放条件下本国内部 均衡和外部平衡的关系	汇率、国际 收支等
开放宏观经 济学	开放条件下本国 内部均衡	总需求、国民 收入、就业等
货币经济学	本国国内货币市场均衡	物价、利率等

□ 国际金融的定义

从短期来看，国际金融学是一门从货币金融角度研究内部均衡和外部平衡同时实现的学科。

□ 从我国的国情出发

国际金融是从货币金融角度研究**经济持续增长前提下**内部均衡和外部平衡同时实现的学科

二、本门课的国情基础

- 1、我国的经济总量已具有世界影响
 - 2、中国仍然是一个发展中国家
 - 3、中国的自然资源状况紧张
 - 4、中国人口众多
 - 5、中国的经济增长方式以外延型增长（依赖生产要素投入的增加）为主
 - 6、中国的经济发展在很大程度上依赖于对外经济交流
-

第二章 国际收支

第一节 国际收支的定义

- 1、国际收支的概念
 - 2、对国际收支内涵的拓展理解
 - 3、国际收支概念的演变
-

一、国际收支的概念

□ 国际收支概念的产生

- 经济全球化-经济贸易联系紧密-要素资源的跨国流动-结算清偿-必然会产生货币性和非货币性的支付问题
 - 国际收支是探讨国际金融活动的基本出发点
-

一、国际收支的概念

□ 国际收支的定义

国际收支（Balance of payments）是指在一定时期内本国居民（Resident）与非居民（Non-resident）之间各项经济交易的货币价值的系统记录。

- 注：
- 1、广义定义和狭义定义（区别：有无外汇收付）
 - 2、国际收支是流量概念，也是事后概念
“变动数值”
 - 3、动态发展的，与国际交往的形式与规模相关
-

二、对国际收支内涵的拓展理解

- 1、“一定时期内”
一年、一季、一月

二、对国际收支内涵的拓展理解

□ 2、“居民”与“非居民”

- (1) 不是依据交易双方分属不同的国籍来划分
 - (2) 居民和公民
 - (3) **IMF规定**：自然人居民，指那些在所在国居住时间一年以上的个人，但官方外交使节、驻外军事人员等一律是所在国的非居民；法人居民，指在所在国从事一年以上经济活动的各级政府机构、非盈利团体和企业等
 - (4) 划分居民与非居民的标准：
 - 经济领土居住地的不同**
 - 在居住地居住时间的差别**
-

二、对国际收支内涵的拓展理解

? 思考题：以下是本国的“居民”吗？

(1) 在本国逗留时间一年以上的留学生、旅游者 ✓

(2) 本国企业在国外经营一年以上的子公司 ✕

(3) 驻在本国的外国领事馆雇佣的本国雇员 ✓

二、对国际收支内涵的拓展理解

□ 3、“经济交易”——有无外汇收付均可

国际收支中的经济交易指经济价值从一个经济实体向另一个经济实体转移，具体包括以下四类：

- （1）交换（提供经济价值获得等额回报）
 - （2）转移（提供经济价值未获等额回报）
 - （3）移居
 - （4）未实际发生但根据推论存在的交易
（国外直接投资企业的追加再投资）
-

二、对国际收支内涵的拓展理解

□ 4、“货币价值”

（1）国际收支是反映以经济交易为基础的**货币收支记录**。

（2）对经济交易中不涉及货币收付的交易对象**必须折算**成相等价值额的货币金额记录进国际收支。

二、对国际收支内涵的拓展理解

□ 5、国际收支与国际借贷

- 国际借贷(Balance of International Indebtedness) 是指一定时点上一国居民对外资产和对外负债的汇总。
 - 国际收支与国际借贷的区别
 - 1、国际借贷是存量(余额)概念而国际收支是流量(发生额)概念
 - 2、国际收支 > 国际借贷
-

3、国际收支概念的演变

早期的国际收支（17世纪初-20世纪初）：一国一定时期的对外进出口贸易的收支

↓

狭义的国际收支（两次世界大战之间）：一国一定时期内的全部外汇收支

↓

广义的国际收支（二战以后至今）：一个国家一定时期内全部国际经济交易的总和

➤ IMF在《国际收支手册》（1993年，第五版）中对国际收支做出如下解释：“国际收支是某一时期的统计表，它表明：①某一经济体同世界其余国家或地区之间商品、劳务和收益方面的交易；②该经济体所持有的货币、黄金、特别提款权以及对世界其余国家或地区的债权、债务的所有权的变化和其他变化；③从会计意义上讲，对平衡不能相互抵消的上述交易和变化的任何账目所需的无偿转让和对应项目。”

第二节 国际收支平衡表

- 1、国际收支平衡表的内容
 - 2、国际收支平衡表的编制原理和方法
 - 3、国际收支平衡表各科目的差额分析
-

国际收支平衡表标准格式简表

	贷方 (+)	借方 (-)
一、经常账户	(经常账户收入)	(经常账户支出)
1. 商品 (FOB 计价)		
2. 服务		
3. 收益		
(1) 雇员报酬		
(2) 投资报酬		
4. 经常转移		
二、资本和金融账户	(资本流入)	(资本流出)
1. 资本账户		
2. 金融账户		
(1) 直接投资		
(2) 证券投资		
(3) 其它投资		
三、储备资产变动	(储备资产减少)	(储备资产增加)
(1) 货币性黄金		
(2) 特别提款权		
(3) 在 IMF 的储备头寸		
(4) 外汇储备		
(5) 其它债权		
四、误差与遗漏		

一、国际收支平衡表的内容

□ 国际收支平衡表

又称国际收支差额表，是系统记录一国在一定时期内 **全部对外经济交易** 的收入和支出，并按照特定账户分类和复式记账原则而编制的报表。

□ 编制目的

- 1、全面分析把握本国的国际收支状况
 - 2、有针对性地制定合理科学的对外经济政策
 - 3、有效地实施宏观调控管理服务
-

□ 《国际收支手册》第五版中的特定账户分类

- 1、经常账户
- 2、资本与金融账户
- 3、错误和遗漏账户

□ 经常账户（Current account）

记录本国与外国之间商品、服务进出口及净要素支付等实际资源流动的账户，其反映本国与国外大量经常发生的经济交易，也是影响一国国际收支平衡最基础的项目。具体包括四个子项目：

□ 货物（goods）：商品进出口价值额

- 进口记借方，出口记贷方，两者差额为贸易差额（有形贸易差额）。
 - 最基本和收支规模最大的项目
 - 还包括各种运输工具在本国以及外港口采购的货物，非货币性黄金，进出口加工货物（所有权不发生转移），进出口修理货物。
 - 一般来说，货物按边境的离岸价格（**FOB**）计算。（离岸价**FOB**和到岸价**CIF**）
-

□ 服务（service）

- 经常账户中的第二大项目，又称“无形贸易”
 - 服务收入计入借方，服务输出计入贷方
 - 包括运输、旅游、通讯、计算机服务、各种知识产权的使用权、文化娱乐服务等等
-

□ 收入（Income）

- 职工报酬（compensation of employees）：反映本国与外国雇主相互雇佣居民与非居民工人产生的跨国报酬收支。
- 投资收益（Investment income）：反映了本国居民与非居民之间相互投资形成的对外金融资产和负债的收入与支出（直接投资、证券投资和其他投资的收入与支出以及储备资产的收入）
最常见的形式：股本分红支付的股息和债务到期支付的利息。

—— 投资收益和资本损益的区别

□ 经常转移（Current transfers）

- 又称“无偿转移”或“单方转移”
 - 转移项目存在的意义：当一个经济体的居民实体向另一个非居民实体无偿提供了实际资源或金融产品时，按照复式记账法的原理，需要进行抵消性记录以达到平衡。
 - 分为两大类：法人与法人间的、自然人与自然人间的
 - 经常转移和资本转移（固定资本和其他资本所有权的转移）
-

□ 资本与金融账户（Capital and financial account）

是对资产所有权跨国投资或转移的记录项目，反映一国与其他国家之间的资本转移；跨国非生产、非金融资产的收买和出让；本国金融性资产和负债的增减等方面的状况，包括资本账户和金融账户。

□ 资本账户（Capital account）

- 包括资本转移和非生产、非金融资产的收买和放弃。
 - 非生产、非金融资产的收买或放弃是指各种无形资产（专利、版权、商标等）以及租赁和其他可转让合同的交易。
 - 是按收支净额，即按借贷差额计入相应科目的贷方和借方
-

□ 金融账户（Financial account）

- 记录本国居民与非居民之间的投资和借贷交易的收支。也是按净额记入相应科目的贷方和借方。
 - 根据投资类型不同，金融账户细分为四个子科目：
 - （1）直接投资（永久利益）
 - （2）证券投资（股本证券和债务证券）
 - （3）其他投资
 - （4）储备资产（货币当局可随时动用或控制在手的资产，包括货币用黄金、特别提款权、在基金组织的储备头寸、外汇资产和其他债权。）
-

❑ 错误和遗漏账户（Errors and Omissions account）

- 基于复式记账法，所有账户的借方总额和贷方总额应相等。
 - 由于不同账户的统计资料来源不一、记录时间不同以及一些人为因素等，会造成结账时出现净的借方或贷方余额，这时就需要人为设立一个抵消账户。
 - 其数值与经常账户、资本和金融账户之和相等，方向相反
-

二、国际收支平衡表的编制原理

□ 复式记账法：

- 每笔交易的发生，必然涉及借方和贷方两个方面，有借必有贷，借贷必相等
 - **借方记录的是资金的使用**（譬如用于进口外国商品或购买外国金融资产），**贷方记录的是资金的来源**（譬如通过出口本国商品而获得的资金或从外国获得收益或出售外国金融资产）
 - 将各个科目的记录汇总后，正余额意味着该科目的顺差，负余额意味着该科目的逆差
-

□ 记账货币：

- 为了使各种交易间具有记录和比较的基础，需要在记账时将其折算成同一种货币，这种货币就称作记账货币（Recording Currency）或记账本位币。
 - 大多数国家都把美元当做记账货币
-

国际收支平衡表编制实例

- (1) 本国出口商品记入贷方；本国进口商品记入借方。
 - (2) 本国居民向非居民提供服务或从国外取得收入，记入贷方；非居民向本国居民提供服务或从本国取得收入，记入借方。
 - (3) 本国居民接受国外非居民的单方转移，记入贷方；本国居民向国外非居民支付单方转移，记入借方。
-

国际收支平衡表编制实例

- (4) 本国居民对外投资形成的债权或资产净额增加，应记入借方；非居民向本国居民投资形成的债务或负债净额增加，应记入贷方。
 - (5) 本国居民偿还非居民债务记入借方，非居民偿还居民债务记入贷方。
-

练习题

- 【例1】甲国企业出口价值**100**万美元的设备，所得收入存入银行。
 - 【例2】甲国居民到国外旅游花销**1**万美元，该居民用国际信用卡支付了该款项，并在回国后用自己的外汇存款偿还。
 - 【例3】外商以价值**1000**万美元的设备投资甲国，兴办合资企业。
 - 【例4】甲国政府动用外汇库存**40**万美元向外国提供无偿援助，另提供相当于**60**万美元的粮食药品援助。
-

【例5】 甲国某企业在海外投资所得利润为**150**万美元。其中**75**万美元直接用于当地的再投资，**75**万美元调回国内向中央银行结售，换得本币后，将相当于**25**万美元的本币用于股东分红，将相当于**50**万美元的本币用于购买国产设备后重新投资于国外企业。

【例6】 甲国居民动用外汇存款**40**万美元购买外国某公司的股票。

【例7】 甲国居民通过劳务输出取得收入**5**万美元，并将收入汇回国内，存入银行。

【例8】 甲国某公司在海外上市，获得**100**万美元的资金，甲国公司将融资所得现金结算成本币。

参考答案

【例1】

借：其他投资——银行存款	100万美元
贷：货物（出口）	100万美元

【例2】

借：服务——旅游	1万美元
贷：其他投资——银行存款	1万美元

【例3】

借：货物（进口）	1000万美元
贷：外国对甲国的直接投资	1000万美元

【例4】

借：经常转移	100万美元
贷：储备资产	40万美元
货物（出口）	60万美元

【例5】

第一笔，即获得投资收益后再投资和结汇的处理。

借：储备资产	75万美元
甲国在外直接投资	75万美元
贷：收益——投资收益	150万美元

第二笔，即分红和购买设备的处理。（对国内股东的分红不影响国际收支，不作记录。

借：甲国在外直接投资	50万美元
贷：货物（出口）	50万美元

【例6】

借： 甲国对外证券投资	40万美元
贷： 其他投资——银行存款	40万美元

【例7】

借： 其他投资——银行存款	5万美元
贷： 收益——职工报酬	5万美元

【例8】

借： 储备资产	100万美元
贷： 外国对甲国的证券投资	100万美元

小结：

- 记入借方的项目包括：反映**进口**实际资源的经常项目，反映资产增加或负债减少的金融项目。
记入贷方的项目包括：反映**出口**实际资源的经常项目，反映资产减少或负债增加的金融项目。
 - 对国际收支平衡表中的单个账户进行汇总，可能会产生贷方和借方数字不等的情况。**若贷方大于借方，则差额成为这个项目的收支顺差（或盈余），用正号表示；若借方大于贷方，则差额称为这个项目的收支逆差（或赤字），用负号表示。**
-

附录分析：国际收支平衡表示例

- 在理论上，经常账户余额和不包括储备资产在内的资本和金融账户余额，应该是储备资产的变动额。
 - 在实际统计中，经常账户余额，不包括储备资产在内的资本和金融账户余额是独立统计的，储备资产是从另一渠道统计的，这两者的差异就是净误差与遗漏。
 - 净误差与遗漏的实际来源可能包括统计误差和资本外逃等等。
-

三、国际收支平衡表各科目的差额

□ 自主性交易

是指个人和企业为某种自主性目的（比如追逐利润、旅游、汇款赡养亲属等）而从事的交易。

- 1、交易具有随机和自发性，交易结果极难平衡。
 - 2、一般所指的国际收支失衡，实质上指自主性交易收支的失衡。
 - 3、为了维持国际收支的平衡，需要一国的货币当局进行事后的逆向调节，所以又称事前交易或线上项目。
-

三、国际收支平衡表各科目的差额

□ 调节性交易

是指为弥补国际收支不平衡而发生的交易，比如为弥补国际收支逆差而向外国政府或国际金融机构借款、动用官方储备等等。

1、调节交易是在自主性交易完成之后进行的交易，又称“事后交易”或“线下项目”。

2、调节性交易体现了政府的意图，是货币当局借助储备资产集中性交易，来实现一国自主性交易收支的平衡。

三、国际收支平衡表各科目的差额

□ 贸易收支差额

- 1、是指本国一定时期内包括商品和服务贸易在内的进出口收支差额。
- 2、出口大于进口，称贸易顺差（Trade Surplus）。
- 3、贸易收支规模占一国国际收支总额的比重较高，对国际收支平衡具有决定性影响。

 贸易收支的平衡是整个国际收支最基础和最重要的平衡。

□ 经常账户差额

- 1、是指本国一定时期内贸易差额加上收益、单方转移科目收支的汇总差额。
 - 2、贸易差额通常决定一国的经常账户差额。
 - 3、经常账户差额实质反映实体资源在国与国之间的净输出或净输入额。
 - 4、经常账户差额常被用作调控国际收支平衡的基本目标值和考核指标。
-

□ 资本和金融账户差额

- 1、是指本国一定时期内对外资本输出与金融交易收支的汇总差额。
 - 2、为正时，表明该国资本与金融资源流入大于流出。
 - 3、资本与金融市场的开放程度越高，平衡难度就越大。
 - 4、资本与金融账户差额是各国货币当局监管内外资金流动、制定本国货币政策、外汇与汇率政策和平衡内外收支的重要指标。
-

□ 基本账户差额

- 1、是指经常账户与长期资本账户（包括直接投资、证券投资与其他投资账户中偿还期限在一年以上的金融资产）所形成的余额。
 - 2、长期资本的流入流出状况反映了一国在国际经济往来中的地位 and 实力。
 - 3、是那些长期资本进出规模较大的国家判断国际收支状况的重要指标。
 - 4、此指标对金融市场不发达的国家来说仍然具有指导意义。
-

□ 综合账户差额

- 1、是指经常账户差额加上提出官方储备后的资本金融账户收支额。
- 2、在国际收支分析中具有最终平衡的意义。

首先，该差额综合反映私人自主性交易融资对冲本国经常账户差额的自动平衡能力。

其次，该差额反映一国货币当局为消除国际收支失衡和稳定汇率而进行的补偿性交易量，反映货币当局干预外汇市场的程度及官方储备的变化。

第三节 国际收支失衡

- 1、影响国际收支失衡的基本因素
 - 2、国际收支失衡对本国经济的影响
-

一、影响国际收支失衡的基本因素

□ 1、经济周期因素

“周期性失衡”、扩展繁荣期导致逆差

□ 2、货币因素

“货币性失衡”、通胀导致逆差

□ 3、经济结构因素

“结构性失衡”、产业升级滞后和产业结构单一导致逆差

□ 4、国民收入因素

“收入性失衡”、收入增长内需增加导致逆差

□ 5、季节性或偶然性因素

“偶发性失衡”、灾害导致逆差

注：“持久性不平衡”（经济增长）和“暂时性不平衡”

二、国际收支失衡对本国经济的影响

□ 国际收支持续大额逆差对一国经济的负面影响

(1) 恶化本国对外支付能力和影响本国金融安全。

第一，官方储备大量减少导致对外支付能力不足

第二，需要对外筹资弥补逆差，增加本国债务负担

(2) 削弱本币的国际地位和恶化本国对外清偿能力。

外汇供不应求——→外汇汇率上升本币贬值——→资本外逃——→国内资本减少——→进一步贬值

(3) 影响本国对外经贸和国内经济发展

短期，进口引起供给增加导致通货紧缩

长期，对外支付能力限制经济增长和导致通货膨胀

□ 国际收支持续大额顺差对一国经济的负面影响

(1) 引起贸易摩擦和本国国际收支的大幅波动。

第一，贸易伙伴国采用贸易或非贸易手段控制对本国的出口，甚至采取贸易报复手段。

第二，在浮动汇率下会造成本币升值减少出口。

(2) 加大本国通货膨胀压力和干扰本国货币政策效应。

(3) 增加本国外汇资产的风险和管理难度。

外汇贬值导致外汇资产缩水、外汇积压导致管理难度增加

(4) 影响本国经济稳定健康发展。

第三节 国际收支失衡的调节

□ 1、国际收支失衡的市场调节

“自发应变调节”：短期和小额差额

□ 2、国际收支失衡的政策调节

“政策调节”：长期和大额差额

一、国际收支失衡的市场调节

□ 是指经济变量变化后在市场规则的约束下形成的市场内生反馈应变和自我平衡功能。

1、是国际收支基本的平衡途径。

2、在不同货币制度下，市场自动调节机制有所差异。

□ 金本位货币制度下国际收支的市场自动调节机制

1、“价格-现金流动机制”：通过物价涨跌和黄金对外输入输出自发恢复国际收支差额平衡的能力。

1752年由英国古典经济学家大卫·休谟提出。

2、调节机制：

逆差→外汇需求增加→外汇汇率上升→当外汇汇率超过铸币平价时→直接用黄金对外支付黄金外流→减少了本国流通中的货币存量→收入减少、物价降低出口商品竞争力提高→出口增加、进口减少

□ 不兑现纸币制度下国际收支的市场自动调节机制

1、国际收支的市场自动调节主要受经济增长、物价、货币供求、国民收入以及汇率、利率等经济变量的综合作用。

2、调节机制：

逆差——→ 外汇需求增加——→ 外汇汇率上升本币贬值
本国出口商品价格下降——→ 出口增加——→ 进口商品价格上涨——→ 进口减少——→ 增收减支——→ 国际收支趋于平衡

出口大于进口 ——→ 本国实体资源投入减少——→ 经济增速放缓——→ 物价下降收入下降——→ 购买力减少 ——→ 进口减少

负债增加——→ 换汇——→ 银根收紧——→ 利率上升——→ 推动出口并吸引外部资金流入

二、国际收支失衡的政策调节

- 是通过财政、货币等外在宏观经济政策调控手段，诱导经济变量变化来实现国际收支平衡的辅助性途径。
 - 主要包括货币政策、财政政策、汇率与外汇管理政策和对外贸易政策等经济手段，也包括必要的外汇和贸易管制等行政手段。
-

□ 平衡国际收支的需求调节政策

1、是通过调节国内需求总规模和转换国内外需求结构来改善的。

2、功效时滞短，见效快，适宜国际收支失衡的中短期调节。

- 国内需求总规模调节政策：旨在通过改变国内总需求规模来间接改变对国外商品、劳务和金融资产的边际进口倾向和边际出口倾向，实现国际收支平衡。
 - 需求转换政策：改变本国居民与非居民在国内与国外投资、消费上的边际成本与边际收益，推动国内与国外需求支出的跨国转换，形成新的进出口结构和国内外需求结构，实现国际收支平衡。
-

□ 平衡国际收支的供给调节政策

- 1、旨在通过改善或提升本国产品、产业和经济结构，提高产品技术含量、附加值和质量，降低成本，减少高耗能、高污染、低技术、低附加值产品产能，增加低耗能、低污染、高技术、高附加值和高竞争力出口产品、比较优势产品和进口替代品的供给，扩大出口供给能力和优化出口产品质量和结构来平衡国际收支逆差。
 - 2、适宜国际收支失衡的中长期的调节。
 - 3、逆差时成效显著，但顺差时需配合需求调节政策。
-

-
- 第一，由不同因素引发的国际收支失衡既需要在不同的内外部环境下针对性地采用不同的政策手段调节，更需要配套运用各种政策手段进行综合治理。
 - 第二，在对外开放环境下，国内收支与国际收支是互相依存和互相影响的，调节国际收支失衡的政策也会间接影响国内经济平衡。
 - 第三，各种政策调节手段面对不同的调控对象和调控环境都有各自的适应性和优劣，需要从国际收支平衡调节的成本最小化和本国社会福利最大化目标出发，因地制宜，相机抉择。
-

第四节 宏观经济的内外均衡调节

- 1、宏观经济均衡的含义
 - 2、宏观经济内外均衡矛盾及其调节
-

一、宏观经济均衡的含义

- 1、既包括内部均衡，也包括外部均衡，并且也是基于内部平衡和外部平衡基础上的实现的总体和全局平衡。
- 2、开放经济条件下国民收支恒等式：

$$C+I+G+M=C+S+T+X$$

（总支出）=（总收入）

注：（1）宏观经济内外均衡是在国内经济收支与国际收支各自平衡基础上形成的总体均衡。

（2）宏观经济均衡是在国内经济收支与国际收支各自不平衡的基础上，利用两者收支差额反向互补对冲实现的总体均衡。

实现条件：1、存在反向互补条件；2、有限和短期的

二、宏观经济内外均衡矛盾及其调节

- 是指一国国内经济与国际收支的矛盾冲突状态，是一国内部的经济体系、经济结构和国际经济体系矛盾的外在表现。
 - 对一国而言，内外均衡冲突严重影响本国经济的持续健康发展，是宏观经济均衡调控的重点内容。
-

1、米德冲突及其成因

- 米德冲突：内外均衡冲突现象，由英国经济学家米德于**1951**年在其著作《国际收支》一书中率先提出。
 - 米德认为：**在固定汇率制度下**，一国政府无法运用汇率政策手段调控国内与国外需求的转换，只能依靠调节本国社会总需求规模来平衡内外收支，宏观调节难以兼顾内外均衡的多重目标，由此产生内外均衡的冲突。
-

表：固定汇率制度下内部均衡与外部均衡的均衡与矛盾

搭配组合	内部经济状况	外部经济状况
1	通货膨胀	国际收支逆差
2	经济衰退、失业增加	国际收支逆差
3	经济衰退、失业增加	国际收支顺差
4	通货膨胀	国际收支顺差

□ 米德冲突的成因

- 1、一国经济对外开放是引发内外冲突的基本原因。
 - 2、本国宏观经济体制与手段不适应对外开放调控要求是引发内外冲突的体制原因。
 - 3、本国经济与外部经济的结构性矛盾是产生冲突的内部原因。
 - 4、国际经济一体化下国际经济变量波动的相互影响是产生内外均衡冲突的外部原因。
 - 5、各种突发性事件也是引发内外冲突不可忽视的原因。
-

2、宏观经济内外均衡冲突的政策调节理论

□ 丁伯根原则

丁伯根原则是由丁伯根提出的关于国家经济调节政策和经济调节目标之间关系的法则。

➤ 基本内容

为达到一个经济目标，政府至少要运用一种有效的政策；为达到几个目标，政府至少要运用几个独立、有效的经济政策。

-
- 假定只存在两个目标 T_1 、 T_2 与两种工具 I_1 、 I_2 ，政策调控追求的是 T_1 和 T_2 的最佳水平。令目标是工具的线性函数，即：

$$T_1 = a_1 I_1 + a_2 I_2$$

$$T_2 = b_1 I_1 + b_2 I_2$$

在这一情况下，只要决策者能够控制两种工具，每种工具对目标的影响是独立的，决策者就能通过政策工具的配合达到理想的目标水平。

➤ 从数学上看，只要

$$\frac{a_1}{b_1} \neq \frac{a_2}{b_2}$$

即两个政策工具线性无关，就可以求解出达到最佳的目标水平**T1**和**T2**时所需要的 **I1** 和**I2**的水平，即：

$$I_1 = \frac{(b_2 T_1^* - a_2 T_2^*)}{(a_1 b_2 - b_1 a_2)}$$

$$I_2 = \frac{(a_1 T_2^* - b_1 T_1^*)}{(a_1 b_2 - b_1 a_2)}$$

□ 蒙代尔“有效市场分类原则”

➤ 出发点：在许多情况下，不同的政策工具实际上掌握在不同的决策者手中。如果决策者并不能紧密协调这些政策，而是独立地进行决策的话，就不能实现最佳的政策目标。

➤ 基本内容：

如果每一工具被合理地指派给一个目标，并且在该目标偏离其最佳水平时按规则进行调控，那么在分散决策的情况下仍有可能实现最佳调控目标。

“合理”：每个政策目标应指派给对这一目标有相对最大影响力和相对优势的政策工具——有效市场分类

➤ 结论：货币政策调节外部均衡目标，财政政策调节内部均衡目标

3、宏观均衡冲突的政策搭配调节

- 蒙代尔“有效市场分类原则”与丁伯根法则一起确立了**开放经济下政策调控的基本思想**：

针对内外均衡目标，确定不同政策工具的指派对象，尽可能地进行协调以同时实现内外均衡。

——“政策搭配”

两个案例：

- 斯旺提出的支出增减政策与支出转换政策的搭配。

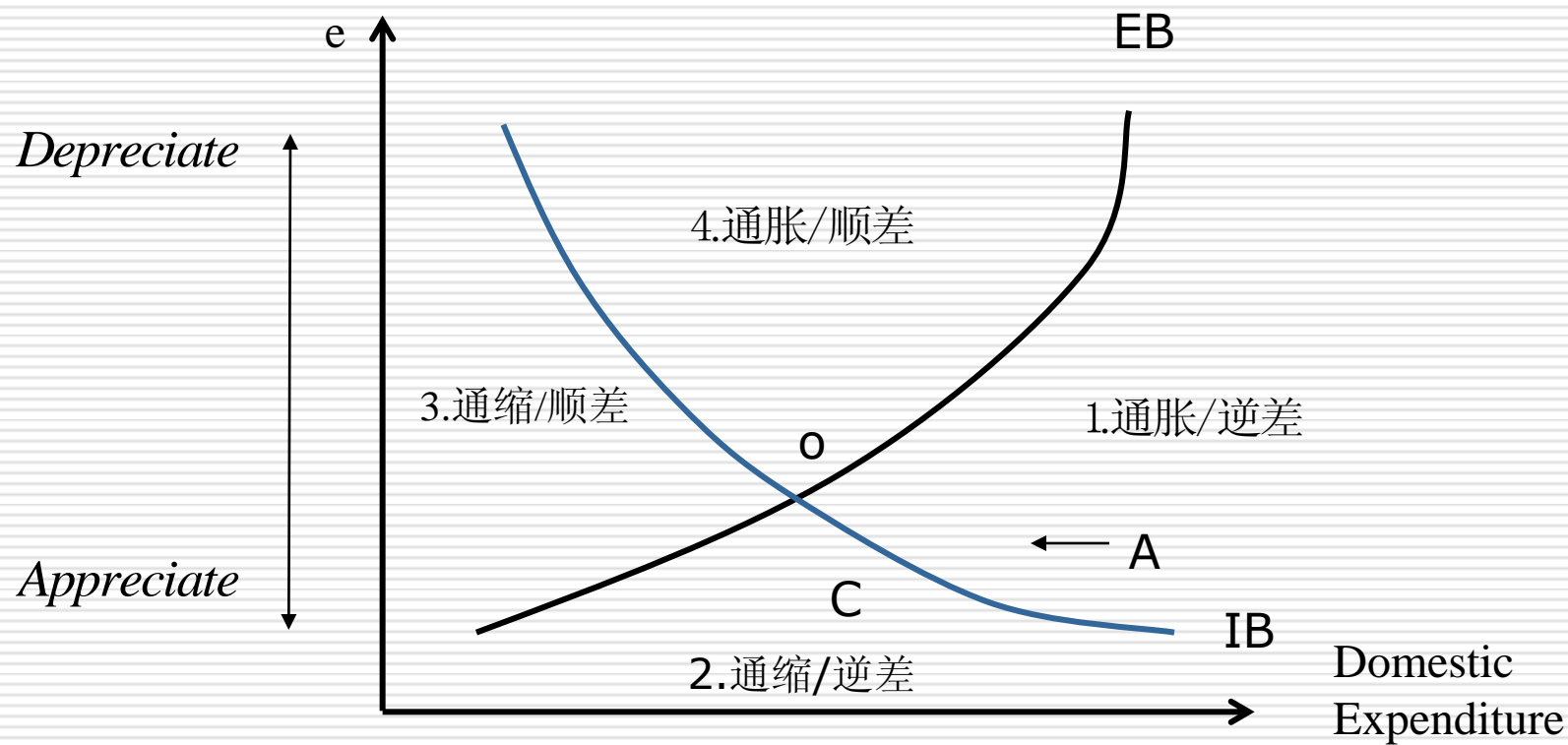
支出增减政策：货币和财政政策

——侧重国内需求总规模、国内均衡

支出转换政策：汇率、外贸与外汇管制等

——侧重国内需求与国外需求的跨国
转换、对外均衡

□ 斯旺模型图



斯旺模型图解

- 纵轴表示汇率 e （直接标价法）， e 的提高为本币贬值， e 的下跌为本币升值；
- 横轴表示国内总支出的增减变化，即支出增减政策。
- EB曲线：表示外部均衡，斜率为正，向右上方倾斜。
- IB曲线：表示内部均衡，斜率为负，向右下方倾斜。
- 只有在EB曲线和IB曲线的交点 O 处，一国才同时实现了内部均衡和外部均衡。

□ 结论：

对于图中的任一不均衡点，要想实现内部均衡和外部均衡的双重目标，必须同时使用支出增减政策和支出转换政策。

□ 蒙代尔提出的财政政策与货币政策的搭配

以财政政策和货币政策的指派搭配来调节内外均衡冲突，实现内外收支均衡。

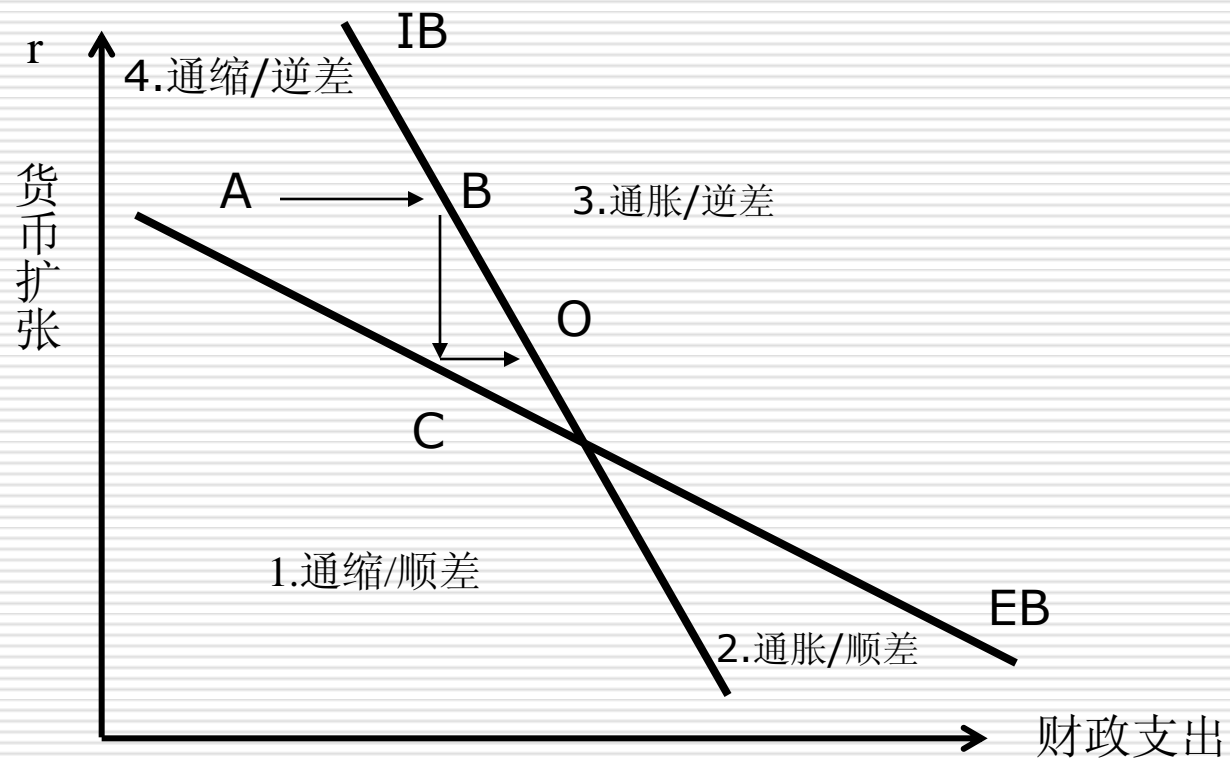
财政政策

——侧重调节国内总需求的支出规模，平衡内部收支

货币政策

——侧重调节内外部之间的需求结构，平衡对外收支

□ 蒙代尔模型图



□ 两个假设：

1、当**IB**和**EB**线的斜率都为负时，则实施一种扩张政策时，为实现内部均衡和外部均衡，另一种政策必须紧缩；反之亦然。

2、**IB**线比**EB**线更陡峭，因为，蒙代尔假定，相对而言，财政预算支出增减对国内经济增长、就业等内部经济变量影响更大，而利率变动对国际收支影响更大。

财政政策与货币政策组合搭配：

区间	经济状况	财政政策	货币政策
I	失业/顺差	扩张	扩张
II	通胀/顺差	紧缩	扩张
III	通胀/逆差	紧缩	紧缩
IV	失业/逆差	扩张	紧缩

第五节 国际收支调节理论

□ 国际收支调节的弹性平衡理论

通过研究货币贬值引起进出口商品供求变化来改善国际收支的理论

➤ 发展情况：

- 1、**1937**年由英国剑桥大学经济学家琼·罗宾逊在马歇尔的局部均衡分析基础上提出。
 - 2、**20世纪40年代**，美国经济学家勒那提出著名的马歇尔-勒那条件（**ML**条件），进一步完善了国际收支理论。
-

□ 附：弹性

➤ 是一个变量对另一个变量变动的敏感反映度。

➤ 需求弹性：

需求量变动百分比与价格变动百分比之间的比例，包括进口商品需求弹性和出口商品需求弹性两类。

$$E_m = \frac{\text{进口商品需求量变动率}}{\text{进口商品价格变动率}}$$

$$E_x = \frac{\text{出口商品需求量变动率}}{\text{出口商品价格变动率}}$$

➤ 供给弹性:

供给量变化的百分比与价格变动百分比之间的比例，包括进口商品供给弹性和出口商品供给弹性两类。

$$S_x = \frac{\text{出口商品供给量变动率}}{\text{出口商品价格变动率}}$$

$$S_m = \frac{\text{进口商品供给量变动率}}{\text{进口商品价格变动率}}$$

➤ 供需弹性比值越大，弹性越大，价格变化对进出口商品供给量与需求量变化影响越大，反之亦然。

➤ 理论假设条件：

- 1、进出口贸易商品的供给弹性接近无限大，贸易收支完全取决于贸易商品的需求；
- 2、国与国之间不存在资本流动，国际收支等同于贸易收支；
- 3、各国的国民收入不变，进出口商品需求仅是这些商品及其替代品价格水平的函数；
- 4、其他商品价格、需求偏好不变。

➤ 分析方法：

局部均衡分析

➤ 马歇尔-勒那条件（ML条件）

通过汇率变动、货币贬值改善贸易收支的条件

➤ 具体表示为

只有当货币贬值国出口商品的需求价格弹性（ E_x ）和进口商品的需求价格弹性（ E_m ）之和大于1，即

$$E_x + E_m > 1$$

时，本币贬值才能起到改善贸易收支逆差的作用。

➤ 实施本币贬值的国际收支改善效果取决于进出口价格需求弹性的大小

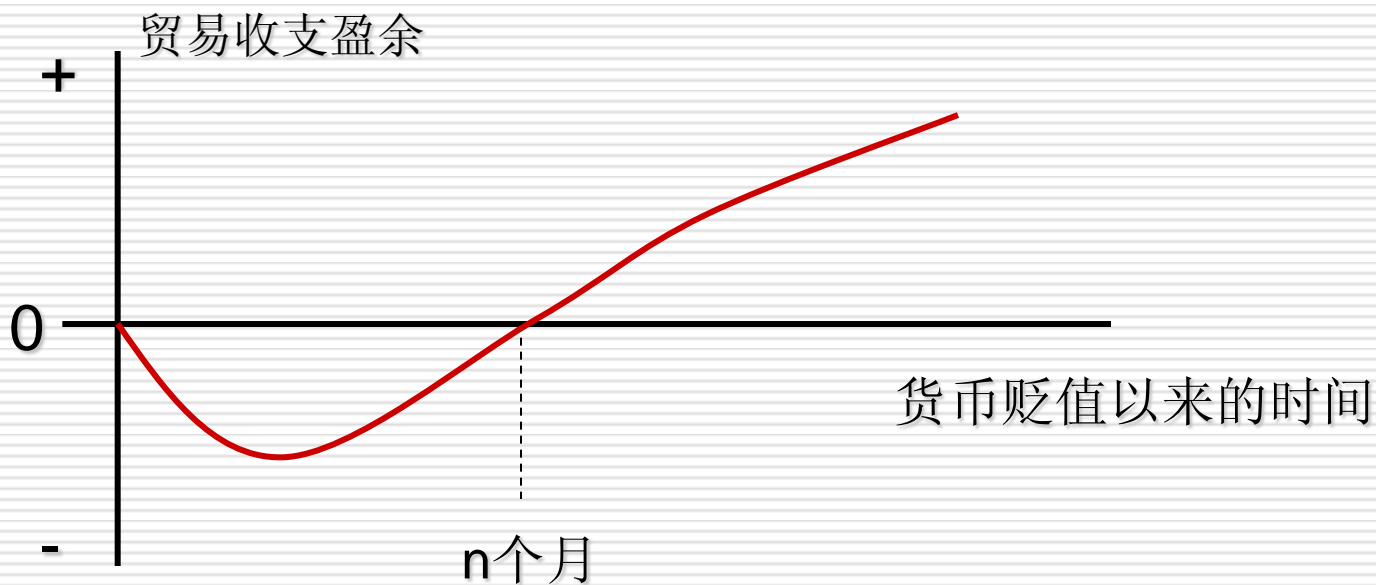
➤ ML条件的解释：

1、只有在 $E_x > 1$ ，商品出口量增加幅度远高于相对价格下降幅度的条件下，实际出口收汇额远高于本币贬值前的外汇收入，才能改善本国的国际收支。

2、只有在 $E_m > 1$ ，商品进口量减少幅度远大于相对价格上涨幅度的条件下，实际进口付汇额小于本币贬值前的进口外汇支出，才能改善本国的国际收支。

□ J曲线效应

一国货币贬值后，短期贸易收支反而恶化，长期才能起到改善贸易收支的作用。



□ J曲线产生的原因

- 在贬值之前签订协议的执行
 - 即使是贬值后，出口仍然要受到资源、决策、生产周期等因素的影响，不会马上变大
 - 对贬值的进一步预期可能导致进口商加速订货，不但没有减少进口，反而增加了进口
-

□ 弹性平衡理论的贡献与局限性

- 贡献在于纠正了只要本币贬值就一定能改善本国贸易收支的片面观点，指明了只有满足一定的进出口供求弹性条件，货币贬值才能改善贸易收支。
 - 局限性：
 - 1、将国际收支局限于贸易收支
 - 2、以国内外资源为充分利用为条件，作出供给具有完全弹性的假定，使理论仅适用于经济萧条时期，而不适用于经济高涨时期资源紧缺环境
 - 3、在假定其他条件不变时对汇率与贸易收支之间关系作的局部均衡分析。
 - 4、理论的实际应用还受供需弹性统计的技术难题困扰
-

□ 国际收支调节的收入分析理论

➤ 外贸乘数

指本国进出口量的增减变化对本国国民收入发生的倍增或倍减的影响作用，一国出口量的增多可使本国出口部门收入增加，带动国内市场需求的上升，进而刺激本国生产供给、就业、收入和进口全面增长，起到数倍放大国民收入的效应；相反，一国进口量的增加则起到数倍缩小国民收入的紧缩效应。

➤ 影响外贸乘数的因素

1、边际储蓄倾向： $S = \frac{\Delta s}{\Delta y}$

2、边际进口倾向： $M = \frac{\Delta m}{\Delta y}$

➤ 外贸乘数 $K = \frac{\Delta y}{\Delta x} = \frac{1}{S + M}$

➤ 外贸乘数必然大于1，因为 $\frac{\Delta s}{\Delta y} + \frac{\Delta m}{\Delta y} < 1$

➤ 外贸乘数与国际贸易收支差额的调节

在既定的出口增量 Δx 和边际储蓄倾向 S 下，可借助各种政策手段调节外贸乘数来平衡贸易差额：当一国贸易收支顺差时，边际进口倾向 M 越大则外贸乘数越小，进口增量 Δm 越大，净出口增量 $\Delta x - \Delta m$ 越小，国际收支顺差减少；反之，当贸易收支逆差时，边际出口倾向 M 越小则外贸乘数越大，进口增量 Δm 越小，净出口增量 $\Delta x - \Delta m$ 越大，国际收支逆差减少。

□ 国际收支调节的吸收分析理论

➤ 理论提出

又称为支出分析法或国际收支总量吸收模型，是**1952**年由英国经济学家米德和在**IMF**就职的美国经济学家亚历山大提出的。由于亚历山大称国内支出为吸收，故本理论称为吸收论。

➤ 理论渊源

从凯恩斯宏观经济学的国民收入方程式入手，着重考察总收入与总支出对国际收支的影响。

➤ 国民收入与国际收支的平衡关系

国民收入 (Y) = 国民支出 (E)

1、封闭经济条件下：

国民支出 (E) = 消费 (C) + 投资 (I)

2、开放经济条件下（考虑对外贸易）：

国民支出 (E) = 消费 (C) + 投资 (I) + 【出口 (X) - 进口 (M)】

$$\longrightarrow \quad \underset{\text{(国际收支差额B)}}{X-M} = Y - \underset{\text{(国内吸收A)}}{(C+I)}$$

由此可得： $B=Y-A$

-
- 当国民收入大于总吸收时，国际收支顺差（**B**为正），
当国民收入小于总吸收时，国际收支逆差（**B**为负）；
当国民收入等于总吸收时，国际收支平衡（**B**为零）。

——→ 国际收支差额取决于总收入与总吸收的高低对比

- 调节国际收支差额的根本就是要平衡国内总收入与总吸收的规模。
-

➤ 本币贬值的国际贸易收支调节效应

吸收分析理论认为，本币贬值是通过收入效应和吸收效应两大机制调节国际贸易收支的。

由 $B=Y-A$ 得： $\Delta b = \Delta y - \Delta a$

$$\text{设} \quad \Delta a = c\Delta y + d$$

（间接吸收效应） （直接吸收效应）

代入得： $\Delta b = (1-c)\Delta y - d$

其中， C 为**边际吸收倾向系数**，是边际消费倾向和边际投资倾向之和，也是国民收入增加额中消费和投资所占的比重，即总吸收增加额占总收入增加额的比重

➤ 本币贬值改善国际贸易收支的收入效应

收入效应是指通过本币贬值引起国民收入增加或者是相对增加，带动国内支出扩大而改善贸易收支差额的效果。具体表现为两大效应：

- (1) 闲置资源效应：充分利用国内闲置资源而改善贸易收支，取决于贬值诱发的国民收入增加额 Δy 与吸收增加额 $c\Delta y$ 。当 Δy 为既定量时，取决于边际吸收倾向 C 的大小。当 C 为既定值时，改善效果取决于国民收入增加额， Δy 越大，改善效果越好；反之越差。

——→ “当 $c < 1$ 时，货币贬值才会起到改善国际收支的作用”

- (2) 贸易条件效应：本币贬值引起贸易条件恶化，促使对外贸易收支改善的效果。

“J”曲线效应 导致贸易收入下降，实际国民收入减少，吸收而下降，改善贸易收支

➤ 本币贬值改善国际贸易收支的吸收效应

(1) 现金余额效应：物价高企引起抑制国内需求而改善贸易收支的效果。

商品市场：本币贬值 → 国内物价上涨 → 增加手持现金余额 → 若货币供应量不变则国内实际消费量减少 → 进口需求下降 → 出口供给增大 → 贸易收支改善

资本市场：增加手持现金 → 货币供不应求 → 利率上升 → 减少国内吸收 → 改善贸易收支

(2) 收入再分配效应：本币贬值引起价格再分配，进而调节国内吸收规模改善贸易收支的效果。

本币贬值导致物价上涨，使得收入向边际消费倾向低的”利润收入者“和边际吸收倾向低的”政府部门“转移，导致国内边际吸收系数下降，吸收规模收缩，改善贸易收支。

(3) 货币幻觉效应：本币贬值，国内物价上涨引起价格抑制，减少国内吸收而改善贸易收支的效果。

➤ 吸收论的贡献

- 1、理论体系较完整；
- 2、摆脱了局部均衡分析的框架；
- 3、提出的政策搭配取向具有调节性。

➤ 局限性

- 1、前提条件的设置限制了理论的应用范围
 - 2、存在理路分析的盲区（仅分析了贸易收支项目）
-

□ 国际收支调节的货币分析理论

- 由美国芝加哥大学和英国伦敦经济学院的约翰逊与弗兰克尔创立的。
- 理论渊源：现代货币主义理论
- 研究方法：一般均衡分析
- 内容：（从货币的角度而不是商品的角度来考察国际收支失衡的原因并提出政策主张）

国际收支是与货币供求相联系的货币现象，国际收支的失衡根源在于货币供给与需求的失衡，平衡国际收支的根本是要保持本国货币供求的平衡。

➤ 理论的前提假设

- 1、一国处于**充分就业**的均衡状态下，货币需求是物价、恒久性收入和利率等变量的稳定函数：在长期内货币需求是稳定的。
 - 2、贸易商品的价格是外生变量，从长期看，一国的商品市场与金融市场服从“**一价定律**”：国际间的贱买贵卖交易会使其同类商品价格与利率水平与世界市场趋于一致。
 - 3、**本国货币供给增减变化不影响实物产量**。
 - 4、购买力平价理论在长期内成立。
 - 5、各国货币当局不对跨国资本流动采取冲销政策，即各国执行既定的货币供应量政策不受资本流入或流出量的影响。
-

➤ 购买力平价理论

购买力平价理论认为，人们对外国货币的需求是由于用它可以购买外国的商品和劳务，外国人需要其本国货币也是因为用它可以购买其国内的商品和劳务。因此，本国货币与外国货币相交换，就等于本国与外国购买力的交换。所以，用本国货币表示的外国货币的价格也就是汇率，决定于两种货币的购买力比率。由于购买力实际上是一般物价水平的倒数，因此两国之间的货币汇率可由两国物价水平之比表示。这就是购买力平价说。

➤ 货币分析理论的基本方程式

通过建立和推导货币供求基本公式，证明国际收支不平衡是货币现象。

1、名义货币需求为：
$$M_d = pf(Y, i)$$

2、名义货币供给为：
$$M_s = D + R$$

移项得：
$$R = M_s - D$$

从长期看，一国货币需求与货币供给是相等的，因而 $M_d = M_s$

因此：
$$R = M_d - D$$

➤ 国外货币供给基数R

- 1、是一国名义货币需求与国内实际货币供给的差。
 - 2、由于一国的国际收支差额表现为国际储备的增减，R又是国际收支差额形成的国际储备变换而成的基础货币投放。
因而，国际收支差额等于 **本国货币需求** 减去 **本国的货币供给**
-

➤ 国际收支不平衡的原因

1、国际收支失衡的原因在于货币供求的不平衡

2、国际收支逆差是因为 D 超过了 M_d

货币供给增加需求不变 → 本国产出无法增加（假设：充分就业）
→ 货币量变化不影响实物产量 → 国内物价无法上涨（一价定律）
公众手中实际持有的货币余额超过其期望持有的货币余额 → 多余的货币寻找出路 → 增加进口和对外投资 → 国际收支失衡

3、国际收支顺差是因为 M_d 超过了 D

货币供给不变而需求增加 → 公众持有的货币余额不足 → 寻找国外货币供给 → 扩大出口、减少进口、吸收外部投资 → 国外资金流入国内 → 外汇供给过剩 → 央行回笼外汇 → 投放货币 → 增加了货币供给以维持平衡

➤ 货币论政策建议：

提出国际收支不平衡可由国内货币供应政策调节。

1、在固定汇率制下

当 D 大于 M_d 时，国际收支逆差，实施紧缩性货币政策：

当 M_d 大于 D 时，国际收支顺差，实施扩张性货币政策。

2、在浮动汇率制下（依靠汇率的波动形成自发调节机制）

货币供给增加需求不变 → 公众持有的真实货币余额大于意愿持有的货币余额 → 流动性过剩使国内消费和投资扩大 → 出口减少进口增加 → 资本输出增加 → 国际收支恶化 → 外汇供不应求 → 外汇升值本币贬值 → 本国商品涨价 → 通货膨胀 → 货币需求相对扩张 → 货币趋于平衡 → 国际收支趋于平衡

➤ 货币论关于货币贬值影响国际收支的分析

$$M_d = pf(Y, i) \longrightarrow M_d = EPf(Y, i)$$

注释：1、**E**是直接标价法表示的外汇汇价，**P**为国外价格水平

2、“一价定律”表明： $p = EP$

机理：本国货币贬值 → 外汇升值**E**值上升 → 国内物价**p**上涨
国内名义货币需求量上升 → **供给量不变时**公众持有的货币余额不足
扩大出口减少进口 → 吸收外部投资 → 国外资金流入国内 → 国际收支盈余

前提：不能在贬值引起国内货币需求量增加的同时增加货币供给量

➤ 货币论的贡献

- 1、从货币供求的新角度运用内外均衡的分析方法解释国际收支的平衡调节。
- 2、突破了传统国际收支调节理论将国际收支局限于对外贸易收支分析框架。
- 3、创新地将货币供给区分为国内与国外两个部分，并运用内外资金供求的相互关系解释国际收支不平衡的现象。

➤ 局限性

- 1、过分强调货币因素对国际收支失衡与调节的作用。
 - 2、以一价定律和购买力平价为建设前提，但此前提较难具备。
 - 3、解决国内收支逆差必须采用紧缩性的货币政策，是以牺牲本国消费、投资和收入来纠正国际收支，对本国经济不利。
-

第三章 国际储备管理

第一节	国际储备概述
第二节	国际储备的供给与需求
第三节	国际储备管理

第一节 国际储备概述

□ 国际储备（International reserves)的概念

是各国货币当局持有的，用于弥补国际收支差额、维持本币汇率稳定和保证对外债务清偿，为世界各国所接受的各种形式资产的总称。

注：广义和狭义的国际储备

自有储备：已掌握可实际对外支付的资产。

无条件的“一线储备”

借入储备：借助对外融资形成的潜在支付能力。

有条件的“二线储备”

□ 国际储备资产的特征

- 1、**官方持有性**：必须归**本国货币当局**所有并直接集中掌握使用。（企业和居民持有的外汇资产和黄金属于国际储备吗？）
 - 2、**充分流动性**：必须具备能随时自由兑换为即期对外支付的现金的能力，且必须是货币当局可以随时动用的资产。
 - 3、**普遍认可性**：应当能够获得各国货币当局和国际金融市场的认可接受，从而能在外汇市场上自由兑换，也能在政府间清算国际收支差额时被普遍接受。
 - 4、**价值稳定性**：自身价值必须相对稳定，以减少储备资产的风险和管理难度，保证储备资产有稳定的对外支付能力。
-

2、国际清偿力（International Liquidity）

指在保持经济政策运行的条件下，一国弥补日常性和突发性的国际收支逆差，稳定汇率波动的总体能力。

➤ 与国际储备的区别

- 1、储备资产范围不同。
- 2、储备资产的使用条件不同。

➤ 国际储备与国际清偿力区分的意义

对平衡储备规模、储备成本、与对外支付规模之间的矛盾有着实际意义。“适度储备规模+良好的国际信誉”

□ 国际储备的作用

1、弥补国际收支差额，维持对外支付能力。

————→“首要职能”

2、干预外汇市场，稳定本币汇率。

“自由兑换+浮动汇率制度”

————→熨平过大的汇率波动幅度

3、充当信用保证，维护本国的国际信用。

“国际储备资产状况是评估国家信用风险的重要参考指标之一，也是债务国举债的信用基础和还本付息偿债能力的资产保证”。

□ 国际清偿力的构成

➤ 自有储备（即国际储备部分）

1、黄金储备（Gold Reserves）：指一国为应付国际支付而持有的作为金融资产的货币性黄金。

优势：

- （1）实体财富，贵金属特性使其具有稳定的内在价值。
 - （2）对黄金的储备具有自主性，且变现容易。
 - （3）黄金是本国信用与本国货币的有效担保。
-

附：牙买加协议

1976年1月8日，在IMF临时委员会所举行的第5次会议上，就汇率制度、黄金问题、扩大基金贷款额度、增加会员国在IMF份额等问题达成协议。会议是在牙买加首都金斯敦召开的，所以也称牙买加会议，所达成的协议则称为“牙买加协议”。

《牙买加协议》的主要内容包括：

- (1) 浮动汇率合法化；
 - (2) 黄金非货币化；
 - (3) 提高特别提款权的国际储备地位，修订特别提款权的有关条款，以使特别提款权逐步取代黄金和美元
 - (4) 扩大对发展中国家的资金融通；
 - (5) 增加会员国的基金份额。
-

➤ 外汇储备（Foreign exchange reserves）

是一国货币当局以银行存款、财政部库存、长短期政府证券等形式持有的，在国际收支逆差时可以使用的债权。

特点：（1）流动性最强

（2）可分为交易性储备和预防性储备

（3）是国际储备中第一位的资产形式

-
- 充当外汇储备的货币通常要具备三个基本条件
- (1) 必须是可自由兑换货币
 - (2) 币值相对稳定
 - (3) 为各国普遍接受，是国际结算中的常用货币，能随时对外支付或偿还债务。

变迁：

一战前“英镑” → 二战后“美元” → 当前“以美元为主，欧元、日元等多种货币并存的多元化储备货币体系”

➤ 在国际货币基金组织中的储备头寸（普通提款权）
指成员国按照规定从国际货币基金组织提取一定数额款项的权利。

（1）包括成员国在基金组织的储备部分头寸和债权头寸。

（2）**IMF**对成员国储备头寸的贷款是基金组织最基本的贷款方式，主要用于平衡成员国的短期国际收支失衡。

（3）贷款采用换购方式，且贷款对象限于会员国政府下属的财政、金融部门。

（4）贷款额度与成员国认购份额成正比，但最高额度不超过所缴份额的**125%**。

➤ 特别提款权

特别提款权是国际货币基金组织创设分配给各成员国除普通提款权外的一种特别使用资金的权利，是为会员国提供的补充储备资产的一种国际流通手段。

特点：

- （1）是无任何附带条件的流动资金
 - （2）仅作为会员国政府国际储备的账面资产和会员国之间跨国收付的计价结算工具使用。
 - （3）只能由成员国货币当局持有，并在成员国货币当局之间，以及IMF等国际官方金融机构之间使用。
 - （4）作为取得特别提款权的条件，成员国必须承担两项义务。
-

➤ 特别提款权的定值

- (1) 创立初期，它的价值由含金量决定，当时规定35特别提款权单位等于1 盎司黄金，即与美元等值。
 - (2) 1974 年7 月，基金组织正式宣布特别提款权与黄金脱钩，改用“一篮子”16种货币作为定值标准。这16 种货币包括截至1972 年的前5 年中在世界商品和劳务出口总额中占1%以上的成员国的货币。
 - (3) 1980 年9 月18 日，基金组织又宣布将组成“一篮子”的货币，简化为5 种西方国家货币，即美元、联邦德国马克、日元、法国法郎和英镑。
 - (4) 2001年1月1日：美元：45%，日元：15%，英镑：11%，欧元：29%。
-

➤ 特别提款权的利弊

(1) 优势：采用“货币篮子”定值，权数收敛了货币汇率波动的传导影响，也能在一定程度上相互抵消汇率波动的影响，在浮动汇率制下，特别提款权具有价值相对稳定的优点。

(2) 劣势：自身缺乏内在价值，创设数量少，占国际储备的比重有限，发行与分配不尽合理，并仅用于成员国间的转账结算，使用受到很大限制，难以成为各国国际储备的主要资产。

□ 借入储备

- (1) 备用信贷：指成员国发生国际支付困难或预计可能发生对外收支逆差时，预先与基金组织签订的借款意向协议。
 - (2) 互惠信贷协议：指两国签订的允许缔约国在约定条件下互相使用对方国家货币的双边合约。（只能用于清算协议国之间的国际收支差额，而不能用于与第三国之间的国际收支差额的清算。）
 - (3) 货币互换协议：按照协议规定的币种、时间、数量和价格相互交换各自手中的货币。
 - (4) 本国商业银行的外汇货币资产：如外汇存款、外汇债权票据和外汇证券等
-

讨论：人民币可能成为国际储备货币吗？

据台湾经济日报报导，林毅夫接受新加坡联合早报邀请，担任“名人演说系列**2009**”主讲人。

他提到，人民币要成为国际储备货币，必须符合三个条件：

一是货币必须自由流通；二是国内资本市场必须发展到一定的规模和深度；三是中国大陆的经常帐应当维持一定逆差。

第二节 国际储备的供给与需求

□ 国际储备管理的基本任务

从本国实际出发，有效调节各种影响供求的因素，形成适度的国际储备规模并实现储备供求的基本平衡。

□ 国际储备的供给

- 1、含义：储备资产的补充来源和可供量
- 2、作用：有助于减少一国国际储备规模，有效维持储备供求平衡。

3、影响因素

(1) 国际收支盈余

是影响各国外汇储备的根本因素，也是形成国际储备最直接和最主要的来源。

经常账户盈余是最可靠和稳定的储备来源，其稳定可靠地形成的自有储备，是各国国际储备的基础来源。

资本与金融账户盈余虽然因为资本的内外流动和还本付息，而具有不稳定性，但其同样是国际收支自主性交易形成的线上项目盈余的组成部分，对一些国家在特定时期的国际储备供给有举足轻重的作用。

(2) 本国货币当局的外汇干预收入

设立汇率目标区——间接调控市场汇率；

当本币汇率上涨突破汇率目标区时，应买入外汇，投放本币；

当本币汇率下跌突破汇率目标区时，应抛出外汇，收回本币；

————→ 余额形成本国外汇储备的来源

注：干预产生的收入额有很大的不确定性，不能成为一国外汇储备的主要来源。

(3) 本国政府对外借款

包括在国际货币基金组织中的一般提款权和特别提款权借款形成的自有储备，还包括政府之间的相互融资和本国政府在国际金融市场上融资形成的借入储备。

注：仅是一国弥补国际收支赤字的短期周转手段，不能从根本上解决一国持久性逆差的矛盾。

(4) 本国政府收购黄金

通过收购黄金扩大储备是有条件的。因为：

第一，国际市场：若用外汇来购买黄金，则只改变储备资产结构

第二，国内市场：若用本币来购买黄金，则形成黄金储备和增加储备总量，但要取决于本国黄金储藏量和生产规模

(5) 其他来源

例如本国外汇储备的境外投资收益与利息收入，因汇率或黄金价格变动引起储备外汇和黄金资产溢价，政府与非政府组织的援助等。

————→ 偶发性收入

小结：外汇储备是目前影响世界各国国际储备的最主要因素。现行国际货币体系存在不可调和的矛盾：储备货币的发行国国际收支状况影响其他国家的外汇储备。

□ 国际储备的需求

即储备资产的对外支付，在既定供给的条件下，直接影响储备供求均衡。影响因素主要有：

（1）国际收支逆差

是形成储备需求的决定性因素。

注：逆差的规模、频率、弹性和类型如何影响？

（2）汇率制度与外汇管制类型

固定汇率制下：需要较大的国际储备规模（why?）

浮动汇率制下：需要有限的国际储备规模

有管理的浮动汇率制度下：取决于本币汇率的目标以及外汇市场汇率的波动幅度与频率

外汇管制类型：国际储备需求规模与外汇管制的程度成负相关

(3) 本国经济对外开放度与对外经济交流实力

开放度越大，储备规模越大；

经济实力越强，储备规模越小

(4) 储备的机会成本与费用

国际储备耗费的成本与储备需求规模成负相关

(5) 调节国际收支平衡的政策成本与效率

政策调节成本与储备需求呈正相关

(6) 对外融资能力和国际货币合作水平

□ 思考题

- 1、美国需要外汇储备吗？
 - 2、外汇储备可以用于国内投资吗？
 - 3、房价涨跌和外汇储备的关系？
-

第三节 国际储备管理

□ 国际储备管理

- 1、出发点：本国经济发展目标和国际收支调控要求
 - 2、内容：国际储备的规模与结构以及外汇储备资产投资
 - 3、任务：组织规划、决策、调节和监督
 - 4、组成部分（从储备资产的角度分）：
 - （1）以保持适度储备水平为中心的规模管理
——总量控制
 - （2）以维持合理储备结构为目标的结构管理
——结构管理
-

□ 国际储备规模管理

（1）国际储备的适度规模

1、什么是国际储备规模？

国际储备规模又称国际储备水平，是指一国政府在一定时期内持有的国际储备资产的绝对数额，或是持有的国际储备资产额与某些重要经济指标的标准数值的相对比值，如一国的国际储备额与本国的**GDP**比值、国际储备额与本国国际收支差额的比值、国际储备额与本国外债余额的比值等。

2、规模管理核心：合理确定适度的储备规模。

3、国际储备规模管理的意义：

第一，若自有规模过小，势必阻碍对外经济贸易的发展，导致内外经济失衡，甚至因信用危机引发金融和经济危机，威胁本国的经济与金融安全。

第二，储备规模并非越大越好。

（1）国际储备有机会成本

（2）有资产缩水的风险

（3）超储的外汇资产兑换本币可能引发本国货币供应量的扩张，增加通胀的风险。

（2）国际储备适度规模的确定方法

1、什么是适度的国际储备规模？

应当兼顾国内经济发展目标和对外经济平衡，一方面，适度国际储备规模必须保证本国的国际支付能力和汇率稳定，另一方面，应当有利于本国内部经济目标的实现。

2、适度规模的确定方法

1）指标测度法：依据国际储备额与特定对外经济指标之间的比例，或依据特定经济金融指标数值、经济金融政策调整力度等指标来确定国际储备适度规模的方法。

目前较适用的指标有：

➤ 国际储备额与进口额比率指标

由美国耶鲁大学教授罗伯特·特里芬在**1960**年出版的《黄金与美元危机》一书中提出。

✓ 主要内容：

- (1) 一国某一时期的国际储备供给与需求受多种因素的作用，适度储备规模的确定难以用精确的数学公式表示，测度方法与储备水平的衡量标准应随国家与时间的不同而变化。
 - (2) 储备进口比率是简单实用的定量测量方法，一国国际储备的合理规模应为该国当年进口总额的**20%-50%**。如果将进口额按周划分，国际储备应为一国**9-13**个周的周平均进口额。
-

✓ 此指标的优点：

- (1) 直接反映一国对外贸易项目的支付能力
- (2) 简单易行

✓ 此指标的缺陷：

- (1) 国际储备并非进口额决定的一元函数，而是由众多经济变量决定的多元函数。
 - (2) 储备量与进口额并非完全同步变化，需要依据各国的实际确定。
-

➤ 国际储备额与外债总额比率指标

是衡量国际资信和对外清偿能力的指标，从国际经验看，国际储备额应占国际债务余额的**50%**。

✓ 优点：**1**、对各国控制债务危机和避免金融风险具有重要价值。

2、简单易行。

✓ 缺点：**1**、对占国际支付基础地位的经常项目，特别是贸易项目的支付保障反映不足。

2、会出现短期债务占比较高的时候，短期偿付的流动性不足，或长期债务为主时，储备资产过剩闲置。

➤ 国际储备额与国民生产总值比率指标

——反映与一国经济发展实力相应储备规模的指标

✓ 主要内容：

一国的国民生产总值与国际储备规模是正相关的

✓ 优缺点：

不能绝对化，需要结合考虑其他因素综合运用。

-
- **IMF**评估成员国国际储备规模的经济与金融指标
- (1) 该国执行的利率是否过高
 - (2) 该国是否采取严格的国际交易管制
 - (3) 该国是否把扩大储备量作为经济运行的首要指标
 - (4) 该国是否发生持续性的汇率不稳定
 - (5) 该国新增储备是否主要源自信用安排
-

2) 相关分析法

是在确定影响国际储备规模的因素与国际储备相关度的基础上，依据各种影响因素的变量参数确定国际储备适度规模的定量分析方法。

✓ 相关度分析方法：线性回归分析

(1) 弗伦克尔的双对数模型：

$$\ln R = a_0 + a_1 \ln m + a_2 \ln \delta + a_3 \ln M + \mu$$

R——一国的国际储备规模 m——一国的平均进口倾向

δ ——一国国际收支的变动率 M——一国的进口水平

a_i 为参数，分别代表R对m、 δ 和M的弹性

(2) 埃尤哈的动态调整模型

$$R_t = a_0 + a_1 x^e + a_2 \delta^2 + a_3 r + a_4 p + a_5 R_{t-1} + a_6 R_{t-2} + \mu$$

x^e ——一国预期出口收入 δ^2 ——一国进口支出的变动率

r —— 一国持有外汇资产的利率 p ——一国的经济开放度

R_t 、 R_{t-1} 、 R_{t-2} ——分别为 t 期、 $t-1$ 期、 $t-2$ 期的国际储备额

✓ 相关分析法的优点：

- （1）使适度储备规模的研究趋于精确
- （2）在相当程度上克服了指标法由单一因素确定储备规模的局限性，使结论更加全面和符合实际。

✓ 相关分析法的缺点：

- （1）根据以往的国际储备额和其他影响因素的数据预测后期的储备水平，难以保证测算结论的准确
 - （2）将各种影响国际储备的因素设为各自独立的经济变量，也未进行各因素间的相关性分析，必然在一定程度上影响结论的可靠性
-

3) 成本收益分析法

是在分析比较国际储备的收益与成本的基础上，以边际成本与边际收益的均衡点为最适储备量的计量分析方法。

✓ 持有国际储备的收益分析：

包括因储备而节约的调节成本和融资成本两部分

调节成本：
$$RB = Y_2 = \frac{R}{q_2}$$

RB——一国持有储备的收益 Y_2 ——一国实行进口管制调节政策，减少进口导致国内减产的损失量

R——一国储备规模 q_2 ——本国进口的生产性物品与本国总产出的比率

融资成本： $RB = R \bullet \frac{P}{q_2}$ 其中 $p = \pi^{\frac{R}{D}}$

P——因本国储备不足需要为国际收支逆差融资的概率

D——本国发生国际收支逆差的预期规模

π ——本国出现国际收支逆差的概率

一般来说，储备规模越大，弥补国际收支差额的能力越强，持有国际储备的收益越大。但随着储备量的扩张，其弥补收支逆差的边际效用递减，也使持有储备的边际收益递减。

✓ 持有储备的成本分析：

是一国资本生产率与储备资产收益率之差，即等量储备资金购买生产性进口产品投资本国企业生产获取的收益大于储备资产投资所获得收益的部分，即：

$$OCR = Y_1 = R \bullet \frac{m}{q_1}$$

OCR——本国国际储备的机会成本

Y_1 ——本国使用储备购买生产性进口产品投资本国企业生产的产出量

R——本国可用于进口生产性物资的外汇储备额

M——本国增加的资本与产量的比率

q_1 ——本国追加资本的进口含量

-
- 当持有国际储备的边际收益大于边际成本时，扩大储备规模是合理的；反之，当持有储备的边际成本大于边际收益时，应压缩储备规模；当持有储备的边际收益等于边际成本时即一国最合适的国际储备均衡规模，即：

$$R_{opt} \bullet \frac{m}{q_1} = R_{opt} \bullet \frac{\pi^{R/D}}{q_2}$$

✓ 成本收益法的优缺点：

将储备资产看作一种经济资源，从投入产出比较的绩效角度评判储备规模的合理性，作为确定适度储备量的依据是有效可行的。

□ 国际储备的结构管理

- 管理目标：在国际储备规模确定的条件下，保证储备资产流动性结构和币种结构符合支付需求结构。
 - 管理意义：对于确保储备的有效性和对外支付安全，提高储备资产的收益，防范储备资产风险具有重要意义。
-

（1）国际储备结构管理及原则

- 国际储备结构是指充当国际储备的各类资产**形态**以及外汇储备资产内部要素的构成比例。
 - 国际储备的结构管理是依据一定的目标和原则，对一国国际储备资产进行**动态组合**，以合理地配置国际储备资产，维持各类储备资产持有量的合适构成比例的活动。
-

➤ 国际储备结构管理的核心任务

依据影响本国储备供求因素的实际状况，合理配置黄金、外汇、国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权等不同储备资产的比例结构，以及按照安全性、流动性和收益性原则要求，保持外汇储备资产合适的流动性结构和币种结构。

➤ 国际储备结构管理的原则

安全性、流动性和收益性

➤ 安全性原则

——首要原则和根本要求

要求各类国际储备资产配置结构的确定和储备资产的保有、存放和投资等各个管理环节必须确保储备资产不遭受损失。

-
- 1、配备储备资产的结构不仅要考虑各类资产的来源可得性、成本和储备费用高低、支付需求结构等因素，还要评估其潜在风险度，始终保持储备资产的最低风险组合。
 - 2、储备资产的保有载体应选择币值坚挺、稳定、支付面宽和管制宽松的货币或高信用等级、流动性强和安全度高的信用工具，形成低风险的资产形态结构。
 - 3、储备资产应选择经济发展持续稳定，金融秩序规范，国际资信卓著的国度和银行存放，并对储备资产日常性收付实行严格的内部程序控制和外部审计跟踪监管，确保储备资产存放保管安全可靠。
 - 4、储备资产投资要严格控制投资对象与投资领域，限定投资的风险承受度，实施严格的投资决策程序和动态监管制度。

➤ 流动性原则

要求储备资产的配置结构具有良好的变现能力，当需要运用储备资产时，能及时兑现支付，以确保对外支付的能力与国际信誉。

- 1、要按照恰当的比例配置流动性程度不同的储备资产形态，形成储备资产流动性的阶梯配置，确保在任何时候保有能满足即期支付需要比例的流动性强的资产
 - 2、储备资产投资在考虑收益的同时，应当兼顾流动性的要求，按照适当比例配置各种投资期限和变现能力不同的投资品种，形成储备资产收益性和流动性匹配的投资结构。
-

➤ 收益性原则

在满足安全性和流动性前提下，通过投资尽可能使储备资产增值，产生高于机会成本的收益。

- ✓ 依据一国储备管理的目标，动态地优化投资资产的流动性和收益性组合，在控制风险的同时获取最大的收益
-

（2）国际储备资产结构管理

国际储备资产结构管理的中心是依据各种储备资产的三性特征，围绕保证资产流动性满足支付要求，兼顾资产收益性的要求，动态调整储备资产的配置比例。

- 黄金储备：安全性较高
 - 外汇储备资产：流动性较强
 - 国际货币基金组织储备资产：良好的安全性和必要的流动性
-

(3) 外汇储备货币结构管理

依据各种储备货币安全性、流动性和收益性特征，动态配置币种的储备比例结构，以保证支付有效性和储备效率，降低储备风险，提高储备收益。

- 1) 交易性的储备结构管理：必须把保证必需的支付流动性放在首位。
 - 储备币种与储备量应与本国日常性交易支付所需的币种与支付量一致
 - 储备币种与储备量应与本国干预外汇市场所需要的币种与支付量一致
-

2) 预防性储备结构管理

特点：在正常支付情况下，一般无须动用预防性储备，其支付具有不确定性。因而，预防性储备的币种结构配置应以资产的保值增值，防范储备风险为重点，兼顾对外支付的流动性。

- 储备币种与储备量应与各储备货币的汇率变化趋势相一致。
 - 储备币种与储备量应与各储备货币的收益率变化趋势相一致。
-

□ 我国的国际储备管理

- 特点：
- （1）以外汇储备为主。
 - （2）国际储备中非外汇储备比重较小，规模有限。
 - （3）外汇储备增长迅猛，规模居全球首位。
 - （4）外汇储备的来源多样化。
-

□ 我国国际储备的管理

1) 我国国际储备的管理体制

由中央政府集中统一管理

管理目标：保持适度的国际储备规模，以满足国民经济发展和公众对外交流的需要；在确保安全的前提下，保持储备资产合理的资产结构、流动性结构和币种结构，严格控制资产风险，提高储备资产的保值和增值水平。

2) 我国外汇储备的规模管理

➤ 规模管理的重点：

参照国际通行标准，从我国的实际出发，通过分析影响因素和定量测算，以合理确定和控制外汇储备适度规模的上下限区间。

➤ 外汇超储会带来哪些负面影响？

3) 我国外汇储备的结构管理

➤ 管理目标：保持合理的外汇币种结构和流动性结构。

➤ 币种结构管理：

一方面，应按对外支付需要，形成能满足实际支付需求的多元货币储备结构；

另一方面，根据保值需要，适当减少美元储备比重，逐步增加日元和欧元储备比例，形成以汇率坚挺的货币为主的外汇储备币种结构。

➤ 流动性管理：

要通过动态配置储备资产的期限与资产形态结构，在确保对外支付安全，降低储备风险的同时，提高储备资产的收益水平。

第四章 外汇与汇率

第一节	外汇
第二节	汇率
第三节	汇率折算与进出口报价
第四节	汇率决定与汇率调整
第五节	汇率决定理论

第一节 外汇

□ 外汇 (Foreign exchange)的概念

- 是国外汇兑的简称：由于各国都有自己独立的货币制度和货币，一国货币不能在另一国流通，从而国与国之间的债权和债务在清偿时，需要进行本外币的兑换。
 - **动态概念：**指将一国货币兑换为另一国货币，以完成对外贸易支付和债务债权清偿的行为。
 - **静态概念：**目前为各国广泛使用，包括广义外汇和狭义外汇两类。
-

动态：国际汇兑

静态

广义：以外币表示的，可用于国际清算的支付手段、资产等国际债权

狭义：以外币表示的、可直接用于国际结算的支付手段，仅指广义外汇中即期支付流动性最强的部分

□ 我国的外汇：

- 概念：以外币表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产。
 - 包括：
 - 1、外国货币（纸币、铸币等现钞）
 - 2、外币支付凭证（商业或银行票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等）
 - 3、外币有价证券（包括政府债券、公司债券、股票等）
 - 4、特别提款权、欧洲货币单位
 - 5、其他外汇资产
-

□ 狭义外汇与广义外汇的区别

- 1、资产范围不同。（广义外汇范围宽）
 - 2、流动性不同。（广义外汇流动性弱）
 - 3、适用对象不同。（广义外汇适用于政府货币当局，而狭义外汇适用于银行等金融机构）
-

□ 外汇的特征：

1、**相对性**：必须是以本国以外的货币表示的资产。

2、**国际支付性**：

（1）要求外汇具有较高的国际信用度，具备真实的对外支付能力

（2）必须是国际结算的适用工具，为国际金融界普遍接受使用。

思考题：所有外国货币以及以外币表示的资产都是外汇吗？

3、**可兑换性**：应当是能自由兑换的支付手段或资产。

外汇的种类：

□ 可否自由兑换

- 自由兑换外汇：可自由兑换货币
- 有限自由兑换外汇：条件限制和地域限制
- 记帐外汇：协定外汇或双边外汇

□ 来源

- 贸易外汇
- 非贸易外汇

□ 身份

- 居民外汇
 - 非居民外汇
-

□ 主要国家货币简称

1. CNY (Chinese Yuan) 人民币
 2. FRF (French Franc) 法国法郎
 3. HKD (Hong Kong Dollar) 港元
 4. CHF (德文 Schweizer Franken) 瑞士法郎
 5. USD (United States Dollar) 美元
 6. CAD (Canadian Dollar) 加拿大元
 7. GBP (Great Britain Pound) 英镑
 8. NLG (Netherlands Guilder) 荷兰盾
 9. DEM (德文 Deutsche Mark) 德国马克
 10. BEF (Blemisher Franc) 比利时法郎
 11. JPY (Japanese Yen) 日元
 12. AUD (Australian Dollar) 澳大利亚元
-

第二节 汇率

□ 汇率的定义

又称汇价、外汇牌价、或外汇行市，是指两国货币之间的相对比价，即一国货币折算成另一国货币的比率。

➤ 汇率的作用：

- 1、通过反映各国货币的相对价值为各国货币支付奠定前提条件。
 - 2、反映外汇市场供求关系的基本信号。
 - 3、是宏观经济调控政策的重要传导媒介。
-

□ 汇率标价方法

- 折算两种货币的兑换比率，首先要确定以哪一国货币作为标准，即是以本国货币表示外国货币的价格，还是以外国货币表示本国货币的价格。常见的汇率标价方法有直接标价法、间接标价法和美元标价法。

1、直接标价法（Direct Quotation System）

指以一定单位（1个或100、10000等）的外国货币作为标准，折成若干数量的本国货币来表示汇率的方法。也就是说，在直接标价法下，以本国货币表示外国货币的价格。

- 直接标价法下，一定单位的外国货币折算的本国货币的数额增大，说明外国货币币值上升，或本国货币币值下降，称为外币升值（Appreciation），或本币贬值（Depreciation）
-

➤ 在直接标价法下，外币币值的上升或下跌方向和汇率值的增加或减少的方向正好相同。

➤ 例如，我国人民币市场汇率为：

月初：USD1=CNY 8.2014

月末：USD1=CNY 8.2200

说明美元币值上升，人民币币值下跌。

2、间接标价法 (Indirect Quotation System)

是指以一定单位的本国货币为标准，折算成若干数额的外国货币来表示汇率的方法。也就是说，在间接标价法下，以外国货币表示本国货币的价格。

- 在间接标价法下，一定单位的本国货币折算的外国货币数量增多，称为外币贬值，或本币升值。
-

➤ 间接标价法下，外币币值上升或下跌的方向和汇率值的增加或减少的方向相反。

➤ 例如，伦敦外汇市场汇率为：

月初：**GBP1=USD 1.8115**

月末：**GBP1=USD 1.8010**

说明美元汇率上升，英镑汇率下跌。

3、美元标价法（U.S. Dollar Quotation System）

是指以美元和其他国家的货币来表示各国货币汇率的方法。目的是为了简化报价并广泛地比较各种货币的汇价。

- 例如瑞士苏黎士某银行面对其他银行的询价，报出的各种货币汇价为：

USD1=CHF 5.5540

GBP1=USD 1.8332

USD1=CAD 1.1860

□ 小结：

- 人们将各种标价法下数量固定不变的货币叫做基准货币（**Based Currency**），把数量变化的货币叫做标价货币（**Quoted Currency**）。
 - 直接标价法下，基准货币为外币，标价货币为本币；间接标价法下，基准货币为本币，标价货币为外币；在美元标价法下，基准货币可能是美元，也可能是其他各国货币。
-

□ 硬币和软币

□ 当某货币的汇价持续上升时，习惯称之为“趋于坚挺”（hardening），称该货币为“硬通货”（Hard Currency）。

□ 反之则习惯称之为“趋于疲软”（weakening）和“软通货”（Soft Currency）。

□ 汇率的种类

1、按银行外汇交易使用的价格不同划分

- (1) 买入汇率 (Buying rate)：又称买入价，是外汇交易银行向客户或同业买入外汇时使用的汇率。
 - (2) 卖出汇率 (Selling rate)：又称卖出价，是外汇交易银行向客户或同业卖出外汇时使用的汇率。
- ① 是从银行买卖外汇的角度加以划分的
 - ② 买入价和卖出价之间的差价是银行买卖外汇的兑换收益，是银行外汇经营费用和利润的来源，一般为1‰-5‰。
-

□ 外汇市场日常交易实行外汇双向报价，例如：

USD1=HKD 7.7990/7.7998

省略： USD1=HKD 7.7990/98或USD1=HKD 90/98

注意： 外汇双向报价的买卖价格位置在不同的标价法中是有区别的。在直接标价法中，斜线前面价格低的是买入价，斜线后面价格高的是卖出价。在间接标价法中，斜线前面价格低的是卖出价，斜线后面价格高的是买入价。

例如，间接标价法下：

GBP1=USD 1.8644/1.8649（哪是买入价？）

(3) 中间汇率 (Middle rate)

又称中间价，是外汇银行买入汇率与卖出汇率的算术平均数，常用于汇率趋势预测或商业银行与企业的内部会计核算。

(4) 现钞汇率 (Foreign banknote rate)

又称现钞价，是外汇银行买卖外汇现钞使用的汇率。

注：现钞卖出价一般与外汇卖出价相同，而现钞买入价要低于现汇买入价，现钞卖出价与买入价两者的价差要大于外汇卖出价与买入价的价差。（why？）

2、按外汇买卖交割的期限不同划分

- (1) 即期汇率 (Spot exchange rate)：也称现汇汇率，是交易双方达成外汇买卖协议后，在两个工作日以内办理交割的汇率。这一汇率一般就是现时外汇市场的汇率水平。
- (2) 远期汇率 (Forward exchange rate)：又称期汇汇率，是交易双方达成外汇买卖协议，约定在未来某一时间进行外汇实际交割所使用的汇率。

注：所谓交割 (Delivery)，是指买卖双方履行交易契约，进行钱货两清的授受行为。同其他交易一样，交割日期不同，则买卖价格也不同。

思考题：远期汇率与未来市场的即期汇率相同吗？

➤ 即期汇率和远期汇率报价的区别：

(1) 即期汇率采用直接标出方式。

(2) 远期汇率有两种报价方式：

一是直接报出：按不同交割期限直接报出远期买入价和卖出价，通常用于银行对客户报价以及银行同业交易之间的相互报价。

二是仅报出即期汇率与各期限远期汇率的差价，再根据即期汇率与差价推算各期的远期汇率。

升水 (at premium) 表示期汇比现汇贵；

贴水 (at discount) 表示期汇比现汇便宜；

平价 (at par) 表示两者相等。

➤ 银行报出远期差价值常用点数表示，每点（point）为万分之一，即0.0001。

➤ 升水和贴水的表示：

在直接标价法中，外汇远期升水以即期汇率加上升水点数表示，外汇远期贴水以即期汇率减去贴水点数表示。

例一：在巴黎外汇市场上，美元即期汇率为

$\text{USD1}=\text{FRF}5.1000$,

三个月美元升水500点，六月期美元贴水450点。则

在直接标价法下，三月期美元汇率为

$\text{USD1}=\text{FRF} (5.1000+0.0500) =\text{FRF}5.1500$,

六月期美元汇率为

$\text{USD1}=\text{FRF} (5.1000-0.0450) =\text{FRF}5.0550$

-
- 在间接标价法下，外汇远期汇率升水以即期汇率减去升水点数表示，外汇远期汇率贴水以即期汇率加上贴水点数表示。

例二：

在伦敦外汇市场上，美元即期汇率为

$$\text{GBP1}=\text{USD1.5500},$$

一月期美元升水300点，二月期美元贴水400点。

在间接标价法下，一月期美元汇率为：

$$\text{GBP1}=\text{USD} (1.5500-0.0300) =\text{USD1.5200}$$

二月期美元汇率为：

$$\text{GBP1}=\text{USD} (1.5500+0.0400) =\text{USD1.5900}$$

-
- 在实际外汇交易中，要报出远期外汇的买入价和卖出价。这样远期差价的升水值或贴水值也都有一大一小两个数字。
 - 在直接标价法下，如远期外汇为升水，则报出的远期差价形如“小数～大数”；如远期外汇为贴水，则报出的远期差价形如“大数～小数”。
 - 在间接标价法下，如远期外汇为升水，则报出的远期差价形如“大数～小数”；如远期外汇为贴水，则报出的远期差价如“小数～大数”
-

例一：

某日香港外汇市场外汇报价如下：

即期汇率：USD1=HKD7.7800～7.8000

（直接标价法）

一月期USD升水：30～50（小数～大数）

三月期USD贴水：45～20（大数～小数）

例二：

某日纽约外汇市场外汇报价为：

即期汇率：USD1=FRF7.2220~7.2240

（间接标价法）

六月期FRF升水：200~140（大数~小数）

九月期FRF贴水：100~150（小数~大数）

□ 年升水率和年贴水率：反映特定时期远期汇率高于或低于即期汇率的比率。

➤ 计算公式：

基准货币的年升（贴）水率=

$$\frac{(\text{远期汇率} - \text{即期汇率})}{\text{即期汇率}} \times 12 / \text{远期月数} \times 100\%$$

3、按制定汇率的方法不同划分

(1) 基础汇率 (Basic rate)：选择一种与本国对外往来关系最为紧密的货币，即关键货币 (Key Currency)，制订或报出汇率。

本币与关键货币间的汇率称为基本汇率。大多数国家都把美元当作关键货币，把本币与美元之间的汇率作为基本汇率。

(2) 套算汇率 (Cross Rate)，又称交叉汇率。

两种含义：

(1) 各国在制定出基本汇率后，再参考主要外汇市场行情，推算出的本国货币与非关键货币之间的汇率。
例如：我国某日制定的人民币与美元的基本汇率是：

$$\text{USD1} = \text{CNY } 8.2270$$

当时伦敦外汇市场英镑对美元汇率为：

$$\text{GBP1} = \text{USD } 1.7816$$

这样可以套算出人民币与英镑间的汇率为：

$$\text{GBP1} = \text{CNY } (1.7816 \times 8.2270) = \text{CNY } 14.6572$$

(2) 由于西方外汇银行报价时采用美元标价法，为换算出各种货币间的汇率，必须通过各种货币对美元的汇率进行套算。如香港某外汇银行的外汇买卖报价是：

$$\text{USD1}=\text{DEM } 1.7720$$

$$\text{USD1}=\text{CHF } 1.5182$$

据此可套算出马克和瑞士法郎之间的汇率：

$$\begin{aligned}\text{DEM1} &= \text{CHF } (1.5182/1.7720) \\ &= \text{CHF } 0.8568\end{aligned}$$

4、按汇率采用的类别数量不同划分

- (1) 单一汇率 (single exchange rate)：指本国货币当局规定本国货币对外国货币仅实行一种适用于所有对外收付结算使用的汇率。
 - (2) 多种汇率 (Multiple exchange rate)：指本国货币当局针对不同性质外汇收支或外汇交易，规定本币对同种外国货币同时实行两种或两种以上的不同汇率。
两种汇率：贸易汇率和金融汇率。
多种汇率：强化外汇管制的效果。
-

5、按汇率与通货膨胀、出口补贴的不同关系划分

- (1) 名义汇率：在外汇市场挂牌或由政府外汇管理部门公开发布，为剔除通货膨胀或政府补贴因素影响的汇率。
- (2) 实际汇率：指在名义汇率的基础上按货币发行国的财政补贴率（税收优惠率）或通货膨胀率调整后的汇率。

计算公式：

$$S_n = M_n (P_{an} / P_{bn})$$

S_n 为A国货币n期的实际汇率， M_n 为A国货币n期的名义汇率， P_{an} 为B国n期的物价指数变动率， P_{bn} 为B国物价指数的变动率。

6、按外汇管理制度不同划分

(1) 官方汇率：又称法定汇率。指由一国外汇管理当局制定并予以公布管理的汇率。

官方汇率的优缺点？

(2) 市场汇率：由外汇市场供求关系决定并随之波动的汇率。

市场汇率的优缺点？

7、按外汇交易主体不同划分

- (1) 同业汇率：指银行之间交易外汇使用的汇率。
 - (2) 商人汇率：银行与买卖外汇的客户之间交易使用的汇率。
-

8、按外汇的汇付方式不同划分

- 1、电汇汇率（Telegraphic Transfer Rate，简称T/T Rate）以电汇方式买卖外汇时使用的汇率。
- 2、信汇汇率（Mail Transfer Rate，简称M/T Rate）以信汇方式买卖外汇所使用的汇率。
- 3、票汇汇率（Draft Rate）以票汇方式买卖外汇时使用的汇率。

思考题：电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率的汇率高低比较？（电汇汇率 > 信汇汇率 > 票汇汇率）

□ 汇率变动率与汇率指数

1、汇率变动率：

反映某种货币相对于另一种货币升值或贬值的比率。

基准货币汇率变动率公式：

$$\mu_a = \left[\frac{(R_h - R_q)}{R_q} \right] \times 100\%$$

报价货币汇率变动率公式：

$$\mu_b = \left[\frac{(R_q - R_h)}{R_h} \right] \times 100\%$$

R_h 为变动后的汇率， R_q 为变动前的汇率

注：若上述两公式的计算结果为正数，则反映货币的升值幅度；若计算结果为负数，则反映货币的贬值幅度。

例：（参见课本P63）

2、汇率指数

是报告期汇率与基期汇率的比值，反映货币汇率从基期到变化期的变化情况。

(1) 双边汇率指数：反映本币与外币之间报告期与基期汇率的比值。

$$R_s = (E_1 / E_0) \times 100\%$$

E_1 为报告期以外币表示的本币汇率

E_2 为基期以外币表示的本币汇率

(2) 多边汇率指数

又称有效汇率指数或有效汇率，综合反映该国货币在世界范围内对多种货币的汇率变动状况。

计算方法：以一国货币分别与其他多种货币的双边汇率指数为基础，通过不同的权重系数调整后汇总而成的汇率比值。

$$R_d = \sum_{i=1}^n (E_{i1} / E_{i0}) \cdot w_i$$

E_{i1} 为报告期以i国货币表示的某国货币汇率； E_{i0} 为基期以i国货币表示的某国货币汇率； w_i 为i国货币的权重值； n 为选用的多边货币样本数。

➤ 权重确定方法：

一、以某时期该国与各样本国之间的双边进出口贸易额分别占该国同期进出口总额的比重为权重值，即采用双边贸易加权法确定多边货币各自的权重系数。

例：（参见课本**P64**）

二、还可使用以某时期各样本国进出口贸易额分别占世界贸易总额的比重为权重值的世界贸易加权法。

三、IMF权数设定：

不仅包括该国与样本国的双边贸易比重、样本国占世界贸易额的比重，还综合考虑该国与样本国的对外贸易依存度、贸易商品的品种构成、进出口商品的需求弹性、劳动力成本等多种因素。

（3）实际有效汇率指数

经物价指数调整的多边汇率指数，体现了汇率值对样本国通货膨胀率和货币实际兑换收益水平的偏离程度，真实反映了基于样本国货币币值的两国商品服务交换的比率变化。

$$R_d = \sum_{i=1}^n \left(\frac{E_{i1}}{E_{i0}} \right) \cdot \left(\frac{P_i}{P_0} \right) \cdot w_i$$

E_{i1} 为报告期以i国货币表示的某国货币汇率； E_{i0} 为基期以i国货币表示的某国货币汇率； P_i 为i国同期的物价指数， P_0 为某国同期的物价指数； w_i 为i国货币的权重值； n 为选用的多边货币样本数。

例：（参见课本P65）

第三节 汇率折算与进出口报价

□ 即期汇率下的汇率折算与进出口报价

1、直接标价法与间接标价法之间的折算

（用于对外贸易实务中本外币双向报价）

（1）中间价的折算

方法：1除以外币对某种货币的中间价，
即该种货币对外币的中间价，反之相同。

例：1USD=6.8260RMB

→ 1RMB=0.5476USD

(2) 直接标价与间接标价汇率的买入价与卖出价相互折算

方法：直接标价法的买入卖出价折算成间接标价法的买入卖出价，是以1除以直接标价法的买入价与卖出价成为间接标价法的买入价与卖出价。反之相同。

例：如香港外汇市场上，

$$\text{USD1}=\text{HKD}7.7920/7.8020$$

$$\rightarrow \text{HKD1}=\text{USD } (1/7.8020)/(1/7.7920)$$

特别注意：由于直接标价法中买入价在前，卖出价在后，间接标价法中卖出价在前，买入价在后，所以，以1除以直接标价法的卖出价应成为间接标价法中位置在前的卖出价，以1除以直接标价法的买入价应成为间接标价法中位置在后的买入价

2、不同货币之间的汇率套算

(1) 本币对**A**国货币与**A**国货币对**B**国货币的汇率，折算为本币对**B**国货币或**B**国货币对本币的汇率。

“同边相乘法”：买入价和卖出价分别相乘例（参加课本**P66**）

(2) 本币对**A**国货币与本币对**B**国货币的汇率，折算成**A**国货币对**B**国货币或**B**国货币对**A**国货币的汇率。

“交叉相除法”：买入价和卖出价分别交叉相除

例：参见课本**P66**

(3) 本币与未挂牌外币之间的汇率折算

方法：先确定本币与某种世界主要货币的中间价，再从国际外汇市场查找世界主要货币对未挂牌货币的中间汇率，再以本币对世界主要货币的中间价与世界主要货币对未挂牌货币的中间价，套算本币与未挂牌货币的汇价。

例：参见课本P66

3、进口商品不同报价货币的折算

(1) 进口商品不同的报价货币折算为本币价

意义：将同一商品的不同货币的进口报价，按人民币汇价表折算成人民币进行比较

例：某国内企业从德国进口一设备，欧元报价为**100**欧元，美元报价为**148**美元。当天人民币对欧元及美元的报价分别为：

1USD=RMB 6.7580/6.7590

1EUR=RMB 10.1620/10.1635

美元折算成人民币

$$148 * 6.7590 = 1000.332 \text{ RMB}$$

欧元折算成人民币

$$100 * 10.1635 = 1016.35 \text{ RMB}$$

结论：美元报价具有价格优势

标准：以外汇银行的卖出价折算（why?）

(2) 进口商品不同报价货币折算为同种货币
如上述例子中，欧元兑美元的汇率为

$$1 \text{ EUR} = 1.4892 \text{ USD}$$

$$100 \text{ EUR} = 148.92 \text{ USD} > 148 \text{ USD}$$

结论：美元报价具有优势

4、本外币之间报价折算的买入与卖出价使用惯例

(1) 本币折算外币的报价应使用买入价。

(出口商)

(2) 外币折算本币的报价应使用卖出价。

(进口商)

(3) 外币折算外币按国际外汇市场牌价计算。

注：不论是直接标价法还是间接标价法表示的汇率，
均将外汇市场所在国的货币视为本币，再按本币折算外
币用买入价，外币折算本币用卖出价计算。

□ 远期汇率下的汇率折算与进出口报价

(1) 本币对外币的远期汇率与外币对本币的远期汇率折算

当外汇市场无外币对本币直接挂牌的远期汇价时，可借助已挂牌的本币对外币的即期汇率与远期汇率来折算。

计算公式：

$$L = \frac{P}{(S \times F)}$$

L为外币对本币的远期汇率升贴水点数，**P**为本币对外币的远期汇率升贴水点数，**S**为本币对外币的即期汇率，**F**为本币对外币的远期汇率。

(2) 按远期贴水实际汇率折算出口报价

出口商对外贸易如以远期贴水货币为计价货币，延期结算收汇时则将面临汇兑损失风险。因而，出口商的出口商品应以贴水后的实际远期汇率折算报价，以减少贴水损失。

(3) 进口商品以硬币和软币同时报价，远期汇率是接受软币加价幅度的高限

进口商品以软币报价的加价幅度不能超出软币远期汇率的贴水点数，否则，进口商宁愿通过购买远期外汇来支付货款成本更低。

第四节 汇率决定与汇率调整

□ 金本位制度下的汇率决定与汇率调整

1、金本位货币制度

金本位制就是以黄金为本位币的货币制度，盛行于19世纪初至20世纪初。

确立：1816年英国的《金本位法》

瓦解：1936年英美法三国的《通货协定》

形式：金币本位制、金块本位制和金汇兑本位制

➤ 金币本位的特点：

- （1）各国货币均以黄金为材料，按法定的重量与成色，即法定的含金量铸造而成。
 - （2）金币可以自由流通、自由铸造、自由输出入，并具有无限清偿能力
 - （3）辅币和银行券可按其票面价值自由兑换金币
-

2、金本位货币制度下的汇率决定

金平价：通过立法规定的本国货币的黄金重量与成色，即本币的法定含金量。

铸币平价（**Mint parity**）：各国货币之间的价值量之比即各国货币的含金量之比。

汇率决定的基础：以各国法律规定的货币含金量为基础形成的铸币平价

汇率的稳定性：各国的法定含金量一经确定不轻易变更，从而铸币平价作为汇率基础具有的稳定性奠定了汇率的稳定性。

3、金本位制度下的汇率调整

(1) 以铸币平价为基础，各国货币受外汇市场供求关系影响围绕铸币平价有限波动形成现实汇率。

(2) 当国际收支逆差时，现实汇率高于铸币平价
当国际收支顺差时，现实汇率低于铸币平价
波动并非无限的，而是被限定在黄金输送点的界限之内（具体请参见“休谟的物价-现金流动机制”）

注：**黄金输送点(gold point)**是指汇价波动而引起黄金从一国输出或输入的界限。汇率波动的最高界限是铸币平价加运金费用，即**黄金输出点（Gold Export Point）**；汇率波动的最低界限是铸币平价减运金费用，即**黄金输入点（Gold Import Point）**。

为什么在金本位制度下汇率是有限波动调整？

金本位制度自身的性质使得黄金具备了可替代外汇用于国际债权债务清偿的货币支付手段功能。

- (1) 当外汇供不应求时，汇率涨至高于铸币平价与黄金运输等费用的总和，即购买外汇支付货款的价格高于购买黄金支付货款的价格时，本国进口商不再购买外汇对外支付货款而直接通过运送黄金进行清算，铸币平价+1个单位黄金运送费用=“黄金输出点”
 - (2) 当外汇供过于求，汇率跌至低于铸币平价与黄金运输等费用的总和，即收取外汇货款后卖出外汇的价格低于卖出黄金的价格时，本国出口商不再收取外汇结算货款而直接以收取黄金进行清算，铸币平价-1个单位黄金运送费用=“黄金输入点”
-

□ 纸币制度下的汇率决定与汇率调整

1、纸币制度下汇率的决定

“布雷顿森林体系”时代：双挂钩

- 美元与黄金挂钩：每盎司纯黄金等于**35**美元的固定比价
- 其他成员国纸币与美元挂钩：维持对美元的固定比价

汇率决定基础：各国货币之间的汇率决定实际是以布雷顿森林协议规定的金平价为基础，受外汇市场供求关系影响波动形成现实汇率。

“牙买加体系”时代：

特点：不兑换的信用纸币制度

汇率决定：以各国纸币所代表的 **价值量** 为基础随供求关系变化浮动而成。

价值量的形成：以各自所能购买到的商品与服务额实际购买力为新的外化直观标准，即以各国一定通货膨胀水平下的纸币对内购买力为衡量标准。如果一国通胀严重，本币对内购买力下降，对外币值随之下跌。

而购买力则取决于货币供给量与货币需求量的相对均衡状态，搜有可能影响货币供求平衡的因素都成为判断汇率波动趋势的相关因素。

2、纸币制度下的汇率调整

“布雷顿森林体系”：

- (1) 各成员国有义务对外汇市场进行干预（主要手段有哪些？）
- (2) 不得自行调整协议规定的金平价

“牙买加体系”：

- (1) 以市场供求调节为主的浮动汇率制度
 - (2) 不再对各国货币汇率调整的范围加以限制
-

□ 影响汇率变化的因素

(1) 国际收支平衡

注：1、不同性质的差额对汇率的影响存在差别。（短期和小额差额影响小而长期大额差额影响大why？）

2、不同账户差额对汇率变化的影响也有差别。

经常项目差额：对汇率变化的影响是根本性的

资本与金融账户差额：因资金流动时间长短而异

短期资本（投机性的）：易导致汇率大起大落

长期资本（直接投资）：对汇率变动影响相对缓慢，具有较强的周期性和稳定性

(2) 通货膨胀

一方面，使本国出口商品价格上升，导致贸易收汇下降，同时使国外进口商品价格下降而贸易对外付汇增多

另一方面，高通胀率使得交易者对本币汇率的贬值预期，抛售本币购入外汇

总之，高通胀国家的货币对外汇价下跌

(3) 经济增长

经济增长趋势与汇率的变化态势是一致的

(4) 利率水平

- 1、直接途径：利率上升，诱导国际套利资本涌入，导致本币升值
- 2、间接途径：利率上升→社会储蓄上升——投资和消费下降——有效供给不变时需求下降导致物价下降——商品竞争力增强——对外出口增多进口下降——国际收支顺差——外币贬值本币升值

注：依靠高利率维持汇率的效果是有限、短期的

5、公共干预政策

(1) 管理浮动汇率制度下：通过在外汇市场干预性买卖外汇直接影响汇率变化

(2) 财政政策和货币政策通过内外部经济的联动对汇率变化产生间接影响。

双紧的财政与货币政策：外汇贬值

双松的财政与货币政策：外汇升值

(3) 税收政策（关税）、贸易政策和外汇管理政策必然直接或间接影响公众的对外经济交流行为，进而影响内外贸易的流量和市场的外汇需求和供给

6、其他因素（非经济因素和非市场因素）

社会政治因素

心里因素；“羊群效应”

国际市场内部的相互干扰：资金的跨市场流动引起供求关系的变化，导致各种市场的价格联动传递影响。

□ 汇率变化的经济影响

1、汇率变化对本国贸易收支与服务贸易收支的影响
两个途径：

- 一是进出口商品价格的相对变化；
- 二是兑换收益的相应变动。

外汇倾销：一国货币当局通过本币对外法定贬值或将本币对外贬值幅度大于对内贬值幅度，以更低的相对价格在国际市场倾销本国商品，实现扩大出口，增加外汇收入，改善贸易差额的目的。

特点：1、人为行为,并非基于本币内在价值的汇率调整
2、影响贸易收支的效果还要取决于ML条件

□ 汇率变化对本国资本流动和资本金融账户的影响

从长期资本投资来看：

降低国外资本的长期投资成本，增加本国居民对外投资的成本，因此可以改善本国资本金融账户的逆差

从短期资本投资来看（以逐利为目的）：

短期资本在本币贬值预期下会提前外逃，增加资本金融账户的外汇支付和逆差

外债偿还方面：

等量的外债本息需要更多的本币兑取偿还，债务负担加重，不利于改善国际收支

3、汇率变化对本国物价水平的影响

一方面，本币贬值后进口**消费品**的价格上升，刚性进口带动国内消费物价指数上升；同时进口**原材料**和**中间产品**价格提高，推动成本拉动型的通货膨胀；

另一方面，本币贬值后出口商品和劳务价格下跌，对外商品劳务的需求扩大，出口规模扩张。如果国内生产能力和产品供给不能同比增加，也会因为国内市场供不应求而推动国内物价上涨。

4、汇率变化对本国金融资产价格的影响

两个途径：投资收益率和资本内外流动

本币贬值造成通货膨胀 → 提高利率反通胀 → 使外国资本在本国投资的证券等的相对收益率下降 → 抛售股票和债券 → 导致证券市场的供给过剩而下跌

5、汇率变化对本国经济增长、国民收入和就业的影响

- (1) 本币贬值刺激出口引起本国出口部门以及相关产业的发展
 - (2) 进口品价格提高促使进口品替代产业的发展，在工资水平不变时有助于创造更多的额就业机会
 - (3) 在贸易环境不变和存在闲置资源的条件下，本币贬值促进出口抑制进口增加国民收入，在外贸乘数的作用下，推动国内经济数倍增长。
-

思考题：

自**1973**年布雷顿森林体系崩溃以来，各国普遍实行浮动汇率制。**1994**年，我国实行人民币官方汇率与市场汇率的并轨，进出口强劲增长，人民币汇率由**1994**年并轨时的**1**美元兑换**8.7**元人民币上升到**2000**年**11**月的**1**美元兑换**8.27**元人民币，中央银行外汇储备也从**1993**年底的**211.99**亿美元上升到**2001**年底的**2122**亿美元。

试运用汇率的有关知识和原理加以分析和说明。

第五节 汇率决定理论

- 购买力平价理论（**Purchasing power parity**, 简称PPP理论）
 - 购买力平价说是现代汇率理论中最有影响的理论之一，由瑞典经济学家卡塞尔提出。
 - 其基本思想是：**两国货币购买力之比就是决定汇率的“首先的最基本的依据”；汇率的变化也是货币购买力变化的结果。**
 - 购买力平价有两种形式：绝对购买力平价和相对购买力平价。
-

1、绝对购买力平价（absolute PPP）

在某一时点上，两国货币之间的兑换比率取决于两国货币的购买力对比，而货币的购买力指数则是某一时点物价水平指数的倒数。所以绝对购买力平价可以将外国货币与本国货币的均衡汇率表示为：

$$S(t) = \frac{1/P^f(t)}{1/P(t)} = P(t) / P^f(t)$$

其中，物价指数应当是两国各自的物价总水平。

➤ 绝对购买力平价理论的重要前提：一价定律(the law of one price)

假设：

- 忽略国际资本流动对汇率的影响，汇率能够灵活调整
- 位于不同国家的商品是同质的可贸易商品
- 国际贸易中不存在贸易壁垒，且不存在交易成本

结论：

- 在自由贸易条件下，同一种商品在世界各地的价格是等值的。
$$P(i, t) = S(t) \times P^f(i, t)$$
-

2、相对购买力平价（relative PPP）

基本思想：

- （1）通货膨胀的差异决定不同国家货币购买力之间的相对变化，而货币购买力的相对变动是汇率变动的决定因素。
 - （2）汇率应按照同期两国物价水平的相对变动比例进行调整，直至形成均衡汇率
 - （3）相对购买力平价是两国货币某一时期的动态均衡汇率，等于该时期两国通货膨胀的比率。
-

$$R_1 = R_0 \times (P_{a1} / P_{a0}) / (P_{b1} / P_{b0})$$

R_1 为当期汇率

R_0 为基期汇率

P_{a1} 和 P_{a0} 是A国当期和基期的物价指数

P_{b1} 和 P_{b0} 是B国当期和基期的物价指数

如果A国通货膨胀率高于B国通货膨胀率，A国货币汇率下跌；反之，则A国货币汇率上涨。

➤ 相对购买力平价的特点：

- 1、承认不同国家的同类商品价格是不尽一致的，无须设置一价定律的前提条件。
 - 2、将诸如关税、贸易壁垒等众多影响汇率的因素化为它们共同作用结果的各国物价变动率之间的比率，作为绝对汇率变化的依据。
 - 3、应选择汇率等于绝对购买力平价的正常时期的汇率或市场汇率处于长期均衡水平时期的汇率作为基期汇率。
-

3、对购买力平价理论的评价

贡献：

- 为各国纸币定值与币值比较提供了客观的标准，对汇率决定这样的复杂问题给出了最为简洁的描述。
- 解释了中长期汇率变动的基本原因在于各国通货膨胀率的变动决定的币值的变化。

缺陷：

- 物价水平并非影响汇率的唯一因素，且往往汇率和物价是相互影响的；
- 不适用于发展水平不同的国家；
- 用物价指数来表示两国货币的购买力，存在着技术性困难；
- 商品分类的差异性容易扭曲购买力平价或无法实际操作

□ 利率平价理论（Theory of interest parity）

又称远期汇率理论。

古典利率平价理论：是由英国经济学家凯恩斯于1923年在其《货币改革论》一书中首先提出

现代利率平价理论：将外汇理论与货币理论相结合，经西方一些经济学家发展而成。

➤ 主要内容:

在不存在市场交易成本、汇率自由浮动、资金不受人为限制地自由流动等前提条件下，不同国家之间的利率差决定远期汇率，或者说远期外汇水平应等于两国的利差

➤ 套补的利率平价理论（covered interest-rate Parity 简称CIP）

主要内容：

外汇的远期汇率与即期汇率的利差等于两国的货币利率之差。通过投资者远期外汇合约的套补交易，汇率变动的升贴水最终抵消两国间的利率差异，形成金融市场各自利率水平下的均衡汇率。

假设A国国内1年期利率为 R ，B国国内1年期利率为 r ，直接标价的即期汇率为 e ，远期合约的远期汇率为 f 。

- 如果投资者将单位A国货币投资于A国市场，到期回收本息额为： $1 + (1 \times R) = 1 + R$
- 如果投资者将单位A国货币投资于B国市场，必须先按照即期汇率将单位A货币兑换成 $1/e$ 单位的B币，再投资于B国市场，到期回收本息额为：

$$\frac{1}{e} + \frac{1}{e} \times r = \frac{1}{e} (1 + r)$$

再将到期回收本息额按1年期后交割的远期汇率兑换成A币，可得A币总额为： $\frac{1}{e} (1 + r) \times f = \frac{f}{e} (1 + r)$

➤ 对以上两式进行分析：

- 1、比较投资两国的回收本息额，可对投资作出决策
- 2、若投资于**B**国市场的收益大于**A**国市场，则大量的投资者要将资本投入**B**国市场，必然导致外汇市场上投资者大量按即期汇率购入**B**国货币，出手**A**国货币，从而使**B**国货币即期汇率上升，**A**国即期汇率贬值；

同时，为锁定资本投资收益1年结束后的套利收益的汇兑风险，投资者要进行抛补交易对冲风险，通过签订1年远期外汇的出售合约，按1年远期汇率卖出在**B**国市场的本息回收额，这样，就需要以**B**国货币兑换**A**国货币，从而使远期外汇供过于求，远期汇率下跌，**A**币远期供不应求，远期汇率升值，投资于**B**国的套利收益减少。如此不断作用，直到投资**B**国的套利收益逐渐被**B**国货币远期汇率的贴水额抵消，投资两国的收益趋于平衡，形成利率平价为止。

由 $1+R = \frac{f}{e}(1+r)$ 得：

$$\frac{f}{e} = \frac{1+R}{1+r}$$

说明：当本国利率高于国外，即 $R > r$ 时，则 $f > e$

当本国利率低于国外，即 $r > R$ 时，则 $e > f$

设 V 表示远期外汇汇率的升（贴）水率，则 $V = \frac{f-e}{e}$

套补的利率平价条件可以写作： $V = R - r$

汇率的远期升贴水率取决于两国货币的利率差。

➤ 几点说明：

- 1、套补性交易是套补的利率平价成立的基本条件。
- 2、远期套补交易在影响两国汇率的同时，也影响两国货币的利差。

因为最初的CIP假定各国利率既定，不受套利活动影响，受套利活动影响的只是远期汇率、即期汇率及相应的远期差价，强调的是利率对汇率的单向作用。

20世纪50年代，艾因齐格提出了所谓的“**交互原理**”，指出套利性资金活动不仅会影响汇率，也会改变各国利率，正是这类资金流动使各国的利率水平趋于一致。各国利率、远期汇率、即期汇率之间相互影响。

➤ 无套补的利率平价（Uncovered Interest-rate Parity 简称UIP）

主要思想：

- （1）投资者预期的远期外汇升贴水率等于两国的货币利率之差。如果本国利率高于外国利率，则预期的外汇远期汇率升水，本币远期汇率贴水。
- （2）在市场投资者远期汇率预期合理的前提下，当预期的远期汇率升贴水率小于跨国利差时，跨国资本继续流动套利，直至形成无套补的利率平价。

套补的利率平价公式： $V_e = R - r$

➤ 对利率平价说的评价

- 1、利率平价说的研究角度从商品流动转移到资金流动，指出了汇率与利率之间存在的密切关系，开辟了汇率研究新的理论领域。
 - 2、利用反映众多复杂因素影响又便于观察和度量的利率和汇率互动机制，简明合理地解释了各国纸币汇价的决定机理，成为当代汇率分析的基本理论。
 - 3、具有实践价值：利率平价具备发挥作用的充足条件
 - 4、不足：现实极难满足理论设置的国际间资本完全流动、套利无交易成本和套利资金供给弹性无限大等前提假设
-

□ 国际收支理论

1、国际收支说的早期形式：国际借贷说

(Theory of international indebtedness)

➤ 代表人物：

戈逊 (G L Goschen) 《外汇理论》 (1861)

➤ 主要观点：

- ✓ 一国汇率的变化，是由外汇的供给和需求决定的，而外汇的供求取决于该国对外**流动借贷**的情况
 - ✓ 当一国外汇支出大于外汇收入时，外汇需求大于外汇供给，外汇汇率上升，本币贬值；反之本币升值
-

2、国际收支理论

- 理论基础：凯恩斯主义的汇率理论。
- 代表人物：阿尔盖（V. argy）（1981）
- 基本观点：

外汇汇率决定于外汇的供求，由于国际收支状况决定着外汇的供求，因此，影响国际收支的因素也将间接影响汇率。

假定外汇市场的汇率是一个完全没有干预的可自由浮动的市场价格。于是可通过汇率的自由浮动，实现外汇资金的供求平衡，从而实现国际收支的平衡。用公式表示为：

$$C_a + K_a = 0$$

其中， C_a 代表经常账户差额， K_a 代表资本与金融账户差额。

经常账户差额主要是商品和劳务的进出口差额构成，即

$$Ca=X-M$$

其中，出口 X 由外国国民收入水平 Y_f 和国内外相对价格 P_d/rP_f 决定的，即 $X=f(Y_f, P_d, r, P_f)$ ；
进口 M 由本国的国民收入 Y 和国内外相对价格 P_d/rP_f 决定，即 $M=f(Y, P_d, r, P_f)$ 。

因此 $Ca=C_a(Y_f, Y, P_d, r, P_f)$ 。

每个因素如何影响外汇供求？

资本与金融账户差额：

$$K_a = K_a(I_a, I_c, E^e)$$

I_a 为本国利率， I_c 为外国利率， E^e 表示人们对汇率变化的预期即 $E^e = (f - r) / r$ ，其中， f 为远期汇率的预期值， r 为即期汇率。

当国际收支经常账户与资本账户处于平衡时的汇率水平，即

$$C_a(Y_f, Y, P_d, r, P_f) = K_a(I_a, I_c, E^e)$$

时的汇率，就是均衡汇率。

经济含义：影响汇率变化的因素有国内外的国民收入、国内外价格水平、国内外利率水平以及人们对未来汇率的预期，这些因素通过影响外汇供求来决定汇率的水平

➤对国际收支说的简单评价

国际收支说是带有浓厚凯恩斯主义色彩的汇率决定理论，对于国际收支说的评价主要有三点：

- (1) 国际收支说指出了汇率与国际收支之间存在的密切关系，这对全面分析汇率的决定因素极为重要；
 - (2) 国际收支理论是以外汇市场机制充分有效运作和市场供求关系真实完整为前提的，但此前提难以满足，限制了理论的适用性；
 - (3) 国际收支说是汇率决定的流量理论，但未对影响外汇流量和国际收支的交错复杂因素之间的关系，以及各因素与汇率之间的关系进行深入的因果分析，因此理论本身是不完整的。
-

□ 资本市场理论

又称资本市场说或资本平衡理论，兴起于20世纪70年代中后期，由美国货币学派经济学家布兰森、多恩布什和弗兰克尔等人以货币数量和资产市场均衡关系为依据，提出的金融资产市场均衡状态影响汇率变动的理论。

✓ 产生背景：

在国际资金流动获得高度发展的背景下，汇率变动极为频繁而且波动幅度很大，呈现出与其它资产价格变化相似的特点，这启发人们将汇率视为一种资产来探讨其价格的确定。从**资产市场均衡**（存量均衡）在汇率决定中的作用，而非国际收支流量均衡来探讨。

✓ 与传统汇率理论相比，资产市场分析法有着显著的不同：

- 1、决定汇率的因素是存量而不是流量
 - 2、预期在汇率的决定中起着相当重要的作用。
-

1、资本市场学说的基本假设

- ✓ 不存在资本控制，资本能在各国充分流动，各种资本形态能够充分地相互替代，即资本交易成本低廉，国际资本自由流动能使国内外市场的资产组合短期内调整到合理水平
 - ✓ 套补的利率平价始终成立
 - ✓ 一国资本市场完整地包括本币货币市场、本币资产市场和外币资产市场
 - ✓ 外汇市场是有效的
 - ✓ 市场的当前价格已充分反映所有可能获得的市场信息
-

2、主要内容

一国金融市场供求存量失衡后，市场均衡的恢复不仅可以通过商品市场的调整来完成，在各国资产具有完全流动性的条件下，还能通过国外资产市场的调整来完成。均衡汇率就是指两国资产市场供求存量保持均衡时两国货币之间的相对价格。

因此，资产市场说的一个重要分析方法是一般均衡分析：将国内外商品市场、货币市场、证券市场结合起来进行汇率决定的分析。

在这些市场中，国内外商品之间和资产之间有一个替代程度的问题；在一国国内的各市场间，则有一个受到冲击后进行调整的速度问题。由此，资产市场说可以划分为：

资产市场说的分类

汇率决定的资产市场分析

国内外资产之间是否具有完全替代性

是

货币论

否

资产组合模型

国内各市场调整速度是否相同

是

弹性价格模型

否

粘性价格模型

（一）货币分析法

从购买力平价出发，认为：

- 1、汇率是两国货币的相对价格，而不是两国商品的相对价格。
 - 2、汇率由各国货币市场的货币存量决定，当货币存量供给与需求达到平衡时形成均衡汇率。
 - 3、当一国货币供给大于需求时，大量的国内过剩资金跨国进行套利或商品套购，引起外汇需求增加使外汇汇率上升，本币需求减少而汇率下降。
 - 4、按照商品市场和资产市场价格变动形成均衡汇率的作用时间不同，即按照资本与商品的价格弹性不同，可分为弹性价格分析法和粘性价格分析法。
-

□ 弹性价格货币分析法（flexible price monetary approach）

1. 基本模型

三大假定：

（1）货币供给是外生变量，不影响利率和实际产出，仅影响价格水平调整

（2）实际货币需求稳定

（3）购买力平价成立（短期长期均成立）

模型推导：

本国货币市场均衡： $M_d = M_s$

外国货币市场均衡： $M_d^* = M_s^*$

其中， $M_d = P \times L(y, i) = Py^\alpha i^{-\beta}$

$$M_d^* = P^* \times L(y^*, i^*) = P y^{*\alpha} i^{*-\beta}$$

由购买力平价： $eP^* = P$

两边同时取自然对数并移项得：

$$\ln P = \ln M_s - \alpha \ln y + \beta \ln i \quad \ln P^* = \ln M_s^* - \alpha \ln y^* + \beta \ln i^*$$

$$\ln e = \ln P - \ln P^*$$

代入得：

$$\ln e = (\ln M_s - \ln M_s^*) - \alpha (\ln y - \ln y^*) + \beta (\ln i - \ln i^*)$$

从上式可以看出，

两种货币之间的汇率由两国的货币供给、两国的产出水平，以及两国的利率水平之间的差异确定。

✓ 各种因素对汇率变动的影响

(1) 在其他因素不变的情况下，一国货币当局**一次性增加货币供给**，将导致在现价格下货币供给过剩，由于价格具有完全的弹性，引起物价上涨而对产出与利率不发生影响，通过购买力平价效应，**本币同比例贬值**。

-
- (2) 在其他因素不变的情况下，一国国民收入的增加，对货币产生超额需求，在货币供给不变的情况下，引起价格下降，通过购买力平价效应，本币升值。
- (3) 在其他因素不变情况下，本国利率的上升，使持币的机会成本增多，将降低货币需求，在现价格下货币供给过剩，引起价格上升，通过购买力平价效应，本币贬值。
-

✓ 对弹性价格分析法的评价

优点：

- 1、突破了传统汇率理论在国际收支范围内分析汇率变动效应的局限，对以后的研究产生深远影响。
- 2、货币主义模型将用于商品市场汇率决定的购买力理论用于资产市场的汇率决定，将汇率视为一种资产价格，突出了汇率作为变量的特殊性质，并结合引入的货币供应量、国民收入和利率变量，分析如何影响货币需求进而引发汇率变化的内在机制，其对现实中汇率与各种变量关系的解释有理论创新和现实意义。
- 3、货币模型是一般均衡模型，有效提高了理论涵盖的广度和深度，有助于分析说明汇率的长期变动趋势。

缺点：

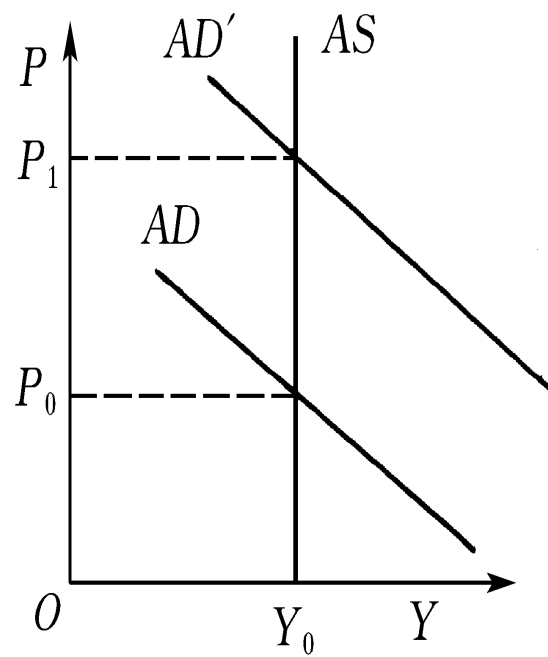
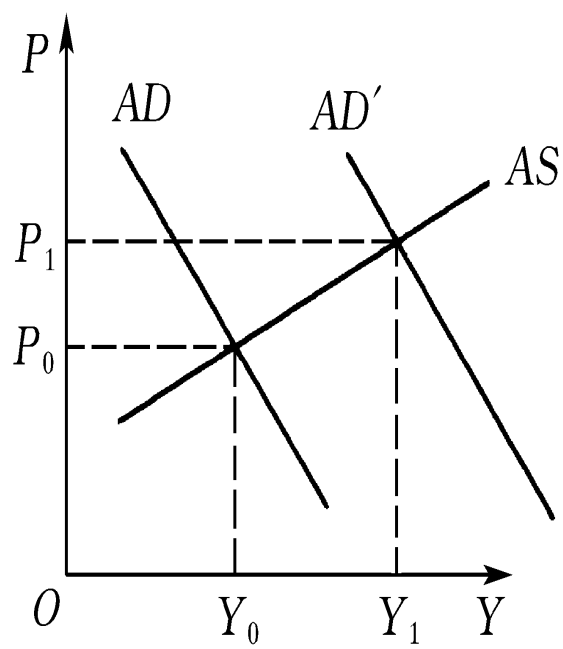
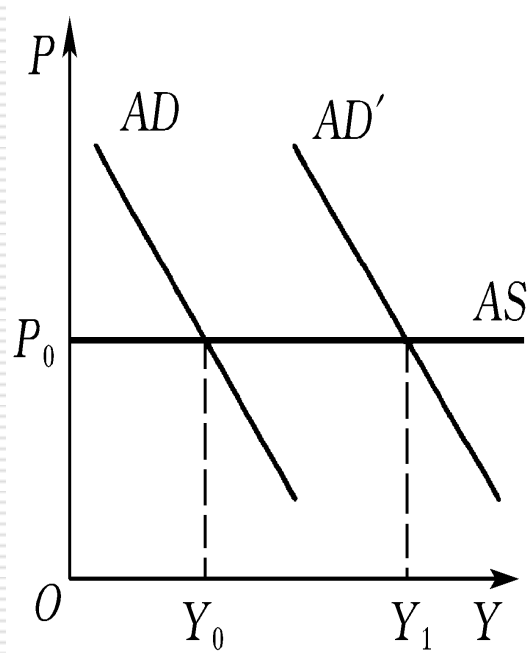
- 1、假设条件的限制使得有些结论在现实中难以成立，有些不能得到实证检验，有些则存在争议。
 - 2、过于绝对地将物价与货币市场均衡相联系，并忽略其他因素对资产价格的影响，也影响理论体系的完整性。
-

□ 粘性价格货币分析法（Sticky price monetary approach）——超调模型

超调模型是由美国经济学家鲁迪格•多恩布什于1976年提出。该模型认为：从短期来看，商品价格由于具有粘性，对货币市场的失衡反应很慢，而证券市场与外汇市场的反应却很灵敏，因而利率与汇率立即发生变动。短期内，利率与汇率的调整超过了其长期均衡的水平。所以，从长期来看，利率与汇率又会慢慢回到其长期均衡的位置。

✓ 超调模型的基本假定

- (1) 购买力平价在短期内不成立，在长期内较好成立。
 - (2) 总供给曲线在不同的时期内有不同的形状，短期水平，中期向右上方倾斜，长期垂直。（why?）
 - (3) 汇率调整迅速而商品价格调整粘性而缓慢
-



总供给曲线的不同形状

✓ 主要观点

- 1、货币供求均衡应当是资本市场、商品市场和外汇市场的联动均衡。各个市场的主体和运行规律不同，从短期看，商品市场的价格对货币供求均衡反应迟滞，价格变动粘性缓慢，资金市场的价格对货币供求均衡反应灵敏，利率应变迅速，可以保证货币供求的瞬时调节
 - 2、当货币市场失衡后完全依靠资金市场的利率调节恢复平衡，在货币供给增加而物价又未及时变动上涨时，资金供过于求引起利率下降，使利率在短期内调整幅度超出市场长期均衡水平，形成利率超调。
 - 3、利率超调的产生必然引发跨国套利行为，在利率平价作用下引发汇率的调整幅度超出汇率失衡幅度的汇率超调现象。
-

可见，货币市场失衡后短期内汇率变动由资本市场的利率变动决定，超调现象使汇率形成短期均衡水平对长期均衡水平的偏离，多恩布什构建的短期汇率与长期汇率偏离的公式：

$$E = r^* - \frac{1}{\alpha\beta}(P - P^*) \quad \alpha > 0, \beta > 0$$

E为以本币表示的外币汇率的变动率，**P**为即期价格的变动率，**r***为利率长期均衡值的变动率， **α** 与 **β** 分别为实际货币需求的利率弹性和收入弹性，**P***为价格的长期均衡值的变动率。

分析：

- 1、如果 $P < P^*$ ，资本市场即期利率变动率将高于长期均衡利率变动率，在利率平价作用下，套利资金流入，造成即期汇率高于长期均衡汇率，本币低估；
 - 2、如果 $P > P^*$ ，资本市场即期利率变动将低于长期均衡利率变动率，在利率平价作用下，套利资金流出，造成即期汇率低于长期汇率，本币高估。
-

3、从长期看，利率和汇率的变化最终会影响商品价格的变化。当商品市场价格开始调整时，总供给曲线的斜率在不断增加，引起物价水平缓慢上升，货币市场的货币需求也随之上升带动利率逐步上升，在利率平价的作用下，本国利率上升带动本币汇率升值，使原有过度贬值的本币汇率向长期均衡水平靠近，汇率在商品市场价格和资产市场利率的共同调整下，最终达到长期均衡状态。

✓ 对汇率超调理论的评价

优点：

- 1、从动态角度开创了研究汇率的新领域，对解释长期均衡汇率的趋势具有重要的理论意义。
 - 2、在货币框架内采用商品价格粘性的分析方法，使理论分析更加接近实际，增强了实际应用性。
 - 3、具有政策导向性，在资本自由流动和汇率完全自由浮动条件下，汇率超调过程的过度波动会给金融市场和实体经济带来冲击和负面影响，显然，货币当局不能放任过度的金融自由化，有必要进行适当的干预管理。
-

缺点：

- 1、忽略了国际收支流量对一国的资产总量进而对货币需求的影响作用，因而影响到理论的完整性与严密性
 - 2、模型设置的严格假设前提条件限制了其应用范围，复杂的理论也难以进行有效的检验证明。
-

（二）资产组合平衡法

又称为汇率的资产组合平衡模型。

- ✓ 形成于本世纪70年代, 这一理论的代表人物是美国普林斯顿大学教授布朗森 (W. Branson)。
 - ✓ 资产组合模型来源于宏观经济学中托宾的“资产组合选择理论”。
-

✓ 主要内容:

理性的投资者会将其拥有的财富按风险与收益的比较,配置于可供选择的各种资产上。在国际资本完全流动的前提下,一国居民所持有的金融资产不仅包括本国货币、本国证券,即本国资产,还包括外国货币和外国证券,即外国资产。一国私人部门(包括个人居民、企业和银行)的财富可以用以下方式表示:

$$W = M + B_p + e * F_p$$

其中, W 是私人部门持有的财富净额, M 是私人部门持有的本国货币, B_p 是私人部门持有的本国证券, e 是以本币表示外币价格的汇率, F_p 是私人部门持有的外国资产。

私人部门会将以上净财富在本国资产和外国资产之间进行分配, 分配的比例需视各类资产的预期收益率而定。本国货币的预期收益率是零, 本国证券的预期收益率是国内利息率(i), 外国资产的预期收益率是外国利息率(i^*)与预期外汇汇率上升率(π^e)之和。各类资产选择的多少与其自身的预期收益率成正比, 与其他资产的预期收益率成反比。因此, 各类资产的数量是各类资产预期收益率的函数:

$$M=a(i, i^*, \pi^e)w$$

$$B_p=b(i, i^*, \pi^e)w$$

$$e^*FP=c(i, i^*, \pi^e)w$$

$$a+b+c=1$$

其中, a, b, c 分别代表私人部门愿意以本国货币、本国证券和国外资产形式持有的财富比例。

当某种资产的供给存量发生变化,或者预期收益率发生变化,私人部门实际持有的资产组合比例就会与其意愿持有的组合比例不吻合,资产组合发生不平衡,人们就会对各种资产的持有进行调整,以使资产组合符合意愿,恢复资产市场平衡。

在这一调整过程中,会产生本国资产与外国资产替换,从而引起外汇供求的变化,带来汇率的变化。而汇率的变化,反过来又会影响国外资产的对比,对资产平衡又起着促进作用。

资产组合的失衡是如何影响汇率的变动的?

- (1) 当外国资产市场失衡引起外国利息率上升时,外国资产的预期收益率提高, c 会增大, 而 a, b 则会下降。这样, 在原来的资产组合中, 国内资产会出现超额供给, 本国利率下降, 本币汇率下降, 直到达到资产市场的再次平衡。反之, 当外国利息率下降时, 则会引起外汇汇率下降。
-

-
- (2) 当一国国际收支经常项目出现盈余时, 私人部门持有的净外国资产增加, 使得实际持有外国资产的比例大于意愿比例。人们会将多余的外国资产转换为本国资产, 从而外汇汇率下跌。反之, 一国经常项目出现赤字时, 外汇汇率则会上浮。
- (3) 当一国政府增加财政赤字而增发政府债券时, 本国证券供给量相应增加。这一变化使人们的资产组合失去平衡, 人们对外国资产的需求增加, 引起外汇汇率的上浮。但是, 另一方面, 由于本国债券供给的增加, 降低了债券价格, 提高了利率水平, 提高了人们对本国债券收益的预期, 又诱使人们将资产需求转向本国, 由此又会引起外汇汇率的下浮。最终的影响将取决于这两方面的影响孰大孰小。
-

-
- (4) 当中央银行通过收购政府债券来增加货币供给量时, 私人部门会发现本国货币供过于求, 人们愿意以多余的货币去购买本国证券, 使利率下降, 从而引起人们对国外资产的需求, 导致外汇汇率的上升。
- (5) 当各种因素引起私人部门预期汇率将上升或下降时, 他们将相应地增加或减少国外资产。在资产的重新组合过程中, 人们会用本国资产去购买外国资产, 或用外国资产购买本国资产, 从而导致外汇汇率的上升或下降。

综上所述, 资产组合模型中关于各因素对汇率的影响可以用以下方程表示: $e = e(i^*, M, B, F, \pi^e)$

✓ 对资产组合分析法的评价

优点：

首先，与前面各种汇率分析方法相比，资产组合分析法是更为一般的模型。这体现在它既区分了本国资产与外国资产的不完全替代性，又将经常账户这一流量因素纳入了存量分析之中，从而将汇率模型对各种因素的综合程度提高到了前所未有的程度，原有的各种理论都能较好地融入这一模型之中。

其次, 资产组合分析法具有特殊的政策分析价值, 尤其被广泛运用于对货币政策的分析中。由于较好地符合现实中本国资产与外国资产不可完全替代的特点, 这一分析法对政策效应的研究更为细致, 为许多的政府决策提供了全新的依据。

资产组合分析法的不足：

首先,这一模型过分复杂,这在很大程度上制约了对它的运用,影响了实证检验的效果。前述分析是建立在许多特定前提之下的,如果没有这些前提,分析将极为复杂。并且,这一模型中的某些变量(例如本国资产总量)是极难获得统计数据的,这也使得资产组合的实证分析格外困难。

其次,从理论上讲,这一模型纳入了流量因素,但是并没有对流量因素本身作更为专门的分析。一国的经常账户是受各种因素影响的,是在经济发展中不断调整的,并不能简单地以它在长期内必然平衡而回避经常账户状况本身的分析。从这个意义上讲,资产组合模型仍带有较多的货币主义特征,在汇率理论重新重视对流量因素进行分析的新趋势中,它仅是一个过渡性的模型。

第四章 外汇风险管理

第一节 外汇风险概述

第二节 汇率预测与外汇风险计量

第三节 外汇风险管理

第一节外汇风险概述

□ 外汇风险的概念

✓ 什么是外汇风险？

外汇风险（Foreign exchange rate）又称汇率风险，或外汇暴露，通常是指国际经济的交易主体从事国际经济、贸易和金融交易需要兑换或折算不同货币时，因汇率变化蒙受资产损失或减少经济收益的可能性。

✓ 发生外汇风险损失的主体：

从事对外贸易、国际投资与国际金融活动并发生跨国外汇收入与外汇支付，或保有外币标价的债权债务、或需要以外币标示资产和负债价值的社会团体、经济组织实体和个人。

✓ 风险本质：

属非纯粹风险（投机风险）

✓ 外汇风险管理的根本目标：

防范外汇兑换与折算可能产生的经济损失

✓ 外汇风险的分类

广义：指国际经济交易主体在从事外汇业务中因汇率等各种因素变化而遭受损失或减少预期收益的可能性，具体包括从事外汇相关业务时面临的汇率风险、利率风险、政策风险、信用风险、决策风险、道德风险等各种风险损失可能性。

狭义：仅指因外汇汇率变化使交易主体遭受资产损失或减少预期收益的可能性，狭义的外汇风险仅包括汇率风险，外汇风险通常主要指狭义风险。

注：外汇风险通常主要指狭义风险

✓ 问：是否只要社会团体、经济实体组织和个人持有以外币标价的资产和负债就一定会有外汇风险？

答：只有需要在风险条件下进行交易或计价折算的资产和负债才面临风险损失的可能，也才面临外汇风险。

✓ 外汇风险的相关概念：

受险部分：

外币资产与负债中承受外汇风险的部分称为受险部分、风险敞口或风险头寸，具体有直接和间接之分。

{ 直接受险：因直接从事外汇交易、外汇兑换或外汇资产与负债的计价折算引发的自身风险资产和风险负债，一般其面对风险的资产和负债金额是确定的。

{ 间接受险：指市场主体并未直接从事外汇交易、外汇兑换或外汇资产与负债的计价折算，是因汇率变动引起国内外经济与国内外市场环境改变而间接引发的自身风险资产与风险负债，且风险金额也往往是不确定的。

□ 外汇风险的构成因素

- (1) 本国社会团体、经济实体和个人实际持有承担外汇风险的外汇资产或负债等受险头寸，当外汇汇率下跌时，产生受险头寸价值的折算缩水风险
 - (2) 市场主体涉及两种以上货币的外汇业务交易，包括本币与各种外币之间或各种外币之间的兑换、买卖交割与资金清算时，因汇率变动产生的汇率差导致市场主体资产损失。
 - (3) 市场主体交易两种以上货币或在两种货币之间存在间隔时间，并且在间隔时期内因汇率变动产生汇率差。
 - (4) 市场汇率受各种直接或间接因素影响波动并产生汇率差，与上述因素共同作用形成实际的外汇风险
-

□ 外汇风险的类型

1、外汇交易风险

指在市场主体进行兑换、交易外汇或交割、清算对外债权债务时，因汇率变动遭受经济损失的可能性。

- ✓ 产生前提：两种货币之间的交易兑换交割或清算对外债务债权的过程中，发生了汇率波动并出现汇率差。
 - ✓ 可以分为：外汇买卖风险和外汇交易风险
-

（一）外汇买卖风险

又称金融风险，该风险存在于经营外汇买卖业务的外汇银行及以外币进行借贷的公司之中。

举例：

日本银行：\$1=JPY200 买\$10万放贷3个月，到期收回的\$10万本金还能换回2000万日元？

借款者：借到\$10万后，3个月后筹集\$10万需花费多少日元？2000万日元够不够？

（二）外汇结算风险

又称商业性风险，该风险存在于进出口商之中，预期将来将进行本币与外币互相兑换的外汇交易。是以外币计价进行贸易活动所承担的风险。该风险从签订交易合同、确定外币计价的交易金额开始，一直持续到结算为止。其所确定的外币计价交易额乃受险部分。最终结算时的汇率状况，将直接影响交易的核算和损益。

2、会计风险

又称“折算风险”或“转换风险”。是指企业把外币余额折算为本国货币时，由于汇率变动导致会计帐簿上的有关项目发生账面损失的风险。

一般是指跨国企业在编制母公司与境外子公司的合并财务报表所引致不同币种的相互折算中，因汇率在一定时间内发生非预期的变化，从而引起企业合并报表账面价值蒙受经济损失的可能性。

✓ 会计风险的分类：

根据财务报表的类别，一般分为损益表风险和资产负债表风险。企业的现金流量表是在以上两表的基础上编制而成，而不需单独考虑其折算风险。

（一）损益表风险（可分为四类）

- (1) 在现行汇率法下（以编报日的现行汇率折算所有的资产负债、收入和费用项目），所有的收入和费用项目全部按照折算时即期末的现行汇率进行折算（也可按当期平均汇率折算，而平均汇率通常采用期初与期末的简单平均数），因而损益表项目都存在折算风险；
 - (2) 在区分流动与非流动项目法下，除固定资产折旧和长期待摊费用等按照相关资产入账时的历史汇率折算而没有折算风险外，其他各项收入和费用均按照当期的平均汇率进行折算，故而存在折算风险；
-

-
- (3) 在区分货币与非货币项目法下，销售成本项目需根据“期初存货+本期购货-期末存货=本期销货”的等式，对左边项目分别折算后计算确定，尽管其中的期初存货和期末存货是按照不同同时点的历史汇率折算而没有折算风险，但本期购货则要按当期平均汇率折算，因而总体上仍存在折算风险；
- (4) 在时态法下，折算风险和区分货币与非货币项目法下基本相同。
-

（二）资产负债表风险

企业的股本项目由于一般是按历史汇率折算，因而没有折算风险；

留存收益项目虽为折算平衡数，但由于含有本期损益留存的部分，因而实际上也有折算风险；其他外币资产负债项目则适用不同的汇率。但只要是按现行汇率进行折算就存在折算风险。

3、经济风险

又称经营风险，是指由于汇率变化导致经济组织未来时期经营收益损失的风险。

✓ 特征：

1、间接性：通过改变市场供求关系和交易价格等市场经营环境，进而影响经济组织的生产成本、销售价格和产销规模等，来最终影响经济效益。

2、系统风险：会长时期、大范围地改变市场经营环境，进而影响企业的经济行为和效益。

4、国家风险

又称政治风险，是指市场经济主体涉及的外汇交易或与之相关业务因国家法规变化造成损失的可能性

特点：全局性系统风险

第二节汇率预测与外汇风险计量

□ 汇率预测

一、汇率预测及其特征

汇率预测是市场参与者依据过去与现在变化的客观情况，对汇率未来的可能变化所作的主观判断。

特征：1、汇率预测的复杂性

2、汇率预测结果的近似性

3、汇率预测效用的参考性

二、汇率预测方法

（1）基础相关因素预测法

依据与汇率变动相关的主要经济变量等基础性因素的变化，来预测汇率后期变化趋势和波动幅度的方法。

步骤：1、确定与汇率变动相关的基本经济变量以及各变量与汇率变化的相关程度

2、构建汇率预测回归模型，可分为四步。（详见课本P94-95）

3、运用模型进行实际的汇率预测。

（2）市场序列预测法

以市场现在与过去已发生的汇率时间序列数据为依据，推测未来即期汇率的方法。

特点：预测精度不足，但使用简单易行，成本低廉

分类：市场序列加权移动的方法和市场序列指数移动平滑的方法

-
- ✓ 市场序列加权移动预测法：以预测期为基点倒推若干期的即期汇率数据为依据，经平均或加权平均后，取平均值或加权平均值作为预测值的方法。

移动平均预测法：

$$ES_{t+1} = (S_t + S_{t-1} + S_{t-2} + \cdots + S_{t-n}) / N$$

加权移动预测法：

$$ES_{t+1} = (a_1 S_t + a_2 S_{t-1} + a_3 S_{t-2} + \cdots + a_n S_{t-n}) / (a_1 + a_2 + a_3 + \cdots + a_n)$$

✓ 市场序列指数移动平滑预测法

在利用平滑系数修正前期市场的即期汇率与前期预测汇率差额的基础上，推测后期汇率的方法。

特点：减少数据存储量，使用简单明了。

公式：
$$ES_{t+1} = ES_t + a(S_t - ES_t)$$

说明：预测期的预测汇率应为上期市场的即期汇率减去上期预期汇率后的偏差额，经平滑系数修正后，加上上期预测汇率之和。

□ 外汇风险计量

一、外汇交易风险的计量

主要对象：

- (1) 计量现金流量净额：只有应收款和应付款相互抵消后的净额，即净收入额和净支出额才形成风险头寸。
- (2) 计量币值波动水平：币值波动幅度越大，面临的风险越大。风险指标：“标准差”
- (3) 计量货币相关性：指两种货币对第三种货币汇率变化的相互关联程度，如果两种货币对第三种货币的汇价涨跌变化呈现同向变化，则属正相关性。

为何要计量货币的相关性？ 因为当市场主体同期收入和支出等值的两种高度正相关的外汇货币，就可对冲交易风险。

二、外汇会计风险的计量

- (1) 测算境外资产与负债净额：只有资产和负债额相互抵消后的净资产额或净负债额，才形成风险头寸。
 - (2) 预测记账货币的汇率变动趋势：当记账汇率下降时，境外外币净资产对本币的折算值相应减少产生会计风险。
 - (3) 预测不同会计处理方法下的风险头寸：处理合并财务报表数据采用不同国家会计制度规定的不同会计方法，对风险资产和负债以及适用汇率认定不同，折算风险也不同。
-

三、外汇经济风险的计量

(1) 测量进出口商品和服务的市场需求弹性：
弹性越小，经济风险越小。

(2) 测量利润对汇率变化的敏感程度：

利润弹性：表示特定时期内涉外市场主体的利润额对汇率变化的反应程度，是同期利润额变动率与贸易计价货币汇率变动率之比。

弹性越大，经济风险越大

第三节 外汇风险管理

□ 外汇风险管理的内容与策略

1、外汇风险管理的原则

(1) 管理效能最大化：实现管理绩效与投入的最佳比。

(2) 动态管理原则：外汇风险管理的策略、方法和计划安排，应随外汇市场风险的变化及时进行动态调整。

(3) 全员和全过程管理原则

(4) 责权利结合原则

2、外汇风险管理的内容

- (1) 外汇风险识别
 - (2) 外汇风险衡量
 - (3) 确定外汇风险管理目标
 - (4) 选择外汇风险管理的策略和方法
 - (5) 制定实施外汇风险管理方案
 - (6) 外汇风险管理绩效评估
-

3、外汇风险管理策略

- (1) 完全不防范策略：当外汇风险管理的投入成本高于风险可能造成的损失时，完全不防范是理性和经济的。
 - (2) 完全防范策略：一般在市场汇率大幅波动，进行大额涉外业务交易可能引起的损失明显大于管理成本时，才是经济合理的。
 - (3) 部分防范策略：对主要风险环节严密防范而对非主要风险环节不实施风险管理，是实现外汇风险防范成本与效能统一的有效途径。
-

□ 外汇风险管理的方法

1、外汇风险的贸易管理法

（1）计价货币选择法

第一，无论是收取还是支付，均选择本币为计价货币。

第二，在出口贸易中，选择硬币或具有上升趋势的货币为计价货币，在进口贸易中选择软币或具有下浮趋势的货币为计价货币。

第三，在对外计价结算中选择一组货币作为计价货币。

(2) 货币保值法

在合同期内将计价货币转换为保值货币进行保值。

- ✓ 黄金保值条款：盛行于早期固定汇率制时期
 - ✓ 外汇保值条款：
 - 1、选用硬币外汇保值：将货款折算成硬币，支付时按照保值货币与计价货币的现行汇价折算支付，以保证不减少收入。
 - 2、以硬币汇率变动率保值：即计价货币用软币，但签约时规定计价货币与某一硬币的汇价挂钩。
 - 3、以汇率波动幅度保值：签订贸易合同时规定某软币与硬币之间的汇率波动幅度，如实际汇率波动超出规定幅度时，支付货款按比例进行调整。
 - 4、选用“一篮子”货币保值：选择若干货币为保值货币组合。
-

(3) 价格调整法

通过提高或压低贸易商品交易价格，对冲减少计价货币风险损失的方法。

加价后的出口商品价格=原价*(1+货币预期贬值率)

减价后的进口商品价格=原价*(1-货币预期升值率)

(4) 收付期限调整法

依据计价货币汇率走势的预测，通过提前或推迟合同规定的货款收付结算日期防范外汇风险。

(5) 对销贸易法

在同一时期内，通过组合相同金额、相同期限、相同货币的反向业务资金流，或者通过组合相同金额、相同期限、汇率波动相反货币的业务资金流回避外汇风险的方法。

- 平衡法：组合一对相同金额和相同货币的买卖反向的业务资金流，以同币种资金收付相抵来避免汇率风险的方法。
 - 组对法：配对一组金额相同而不同货币、不同货币的汇率变动成正相关的买卖反向的业务资金流，以汇率升降相同的不同币种资金之间的收付资金流相抵来避免汇率风险的方法。
-

2、外汇风险管理的金融市场交易方法

- (1) 即期外汇交易法：具有外汇债权或债务的进出口商，通过与外汇银行签订出售或购买外汇的即期交易合同来回避外汇风险的方式。
 - (2) 远期外汇交易法：是指具有外汇债权或债务的进出口商，通过与外汇银行签订出售或购买远期外汇的远期交易合同来回避外汇风险的方式。
 - (3) 掉期交易法：交易商通过与外汇银行签订不同期限的买入或卖出反向交易合同，来规避汇率风险的方法。
通常在与外汇银行签订外汇买入即期或远期合约的同时，再签定外汇的即期或远期卖出合约
-

(4) 外汇期货交易法：

当有预期的外汇收入或债权和预期外汇汇率下跌时，可签订等额相同币种的卖出外汇的空头期货合约，进行空头套期保值；

当有预期的外汇支出或债务和预期外汇汇率上涨时，可签订等额相同币种的买入外汇的多头期货合约，进行多头套期保值；

(5) 外汇期权交易法

当贸易商后期有外汇收入或债权，而预期外汇汇率下跌时，可以支付小额期权费为代价，购买同币种、同期限的等额外汇认购权证锁定汇率回避风险；

当贸易商后期有外汇支出或债务，而预期外汇汇率上涨时，可以支付小额期权费为代价，购买同币种、同期限的等额外汇认沽权证锁定汇率回避风险；

(6) 外贸短期信贷法

利用资金的短期借入和贷出，错开对外贸易货款收付的换汇时间来回避汇率风险的方法。

借款法：当计价结算货币汇率呈下降趋势时，有远期外汇货款收入的出口商在签订出口合同后，即与外汇银行签约，借入与远期外汇货款收入同币种、同期限的等额现汇贷款，并在外汇市场将贷款兑换成本币，当贷款到期时，再以收回的外汇货款归还贷款。

投资法：当计价结算货币汇率呈上升趋势时，有远期外汇货款支付的进口商在签订进口合同后，即在外汇市场将自有或借入的本币资金兑换成外汇，并用外汇资金投资于远期外汇货款支付同期限的货币市场短期金融产品，到货款支付日期后，以收回的外汇投资资金对外支付进口货款。

——→ BSI法和LSI法

3、外汇风险管理的内部管理办法

- (1) 建立企业内部结算中心
- (2) 实行公司内部业务与财务多样化管理
- (3) 调整资产负债

第五章 汇率制度与外汇管制

第一节 汇率制度

第二节 国际货币一体化

第三节 外汇管制

第四节 货币可自由兑换

第一节 汇率制度

□ 汇率制度：

又称汇率安排，是一国货币当局对本国汇率的形成与调整机制、汇率水平确定和汇率管理所作的根本性制度规定。汇率制度是各国金融体制的基本制度之一，其所要解决的根本问题包括选择与一国经济体制相配套的汇率制度类型、设置汇率的调整机制、制定汇率的监督管理法规与制度等。

一、固定汇率制(Fixed Exchange Rate System):

指现实汇率受平价的制约，只能围绕平价在很小的范围内上下波动的汇率制度。

金本位制下的固定汇率制-----金铸币本位制、金块本位制金、汇兑本位制

布雷顿森林体系下的固定汇率制-----以美元为中心的国际金汇兑本位制

1、国际金本位制度下的固定汇率制

1880 - 1914年的35年间，主要西方国家通行金本位制，即各国在流通中使用具有一定成色和重量的金币作为货币，金币可以自由铸造、自由兑换及自由输出入。在金本位体系下，两国之间货币的汇率由它们各自的含金量之比——金平价（Gold Parity）来决定。

只要两国货币的含金量不变，两国货币的汇率就保持稳定。

当然，这种固定汇率也要受外汇供求、国际收支的影响，但是汇率的波动仅限于黄金输送点（Gold Point）。

2、布雷顿森林体系下固定汇率制：

一固定：固定货币平价。

双挂钩：指美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩。

上下限：指货币比价确定之后，汇率波动只能在 $\pm 1\%$ 的幅度内进行(1971年12月以后变为 $\pm 2.25\%$)。

政府干预：指汇率波动超过规定的上下限幅度后，有关国家政府则有义务在外汇市场上进行干预，以维持汇率的稳定。

允许调整：指当一国经济状况发生了根本的变化，各国政府已无法通过外汇市场的干预来维持固定平价时，在获得基金组织同意的情况下，一国可以使其货币法定升、贬值，即调整其货币法定平价。

两种固定汇率制度的比较：

1、共同点

- 两种固定汇率制都是以各国货币的含金量作为汇率的决定基础的。
- 在汇率调整方面，各国货币都围绕货币平价在有限浮动幅度内波动

2、不同点

首先，在金本位制下固定汇率是自发形成的。而纸币制度下是人为协议的结果

其次，在金本位制度下，各国货币的金平价是不会变动的，因此各国之间的汇率能够保持真正的稳定。而在纸币流通条件下，各国货币的平价则是可以调整的。

第三，金本位制下汇率通过黄金自由输入输出自动调整，而纸币流通条件下的波幅是人为规定的，并人为维持在有限的波动幅度内

二、浮动汇率制（Floating Exchange Rate System）

指现实汇率不受平价限制，而随外汇市场供求状况的变动而波动的汇率制度。

分类：

1、按浮动的范围来分

单独浮动：指本国货币不与外国任何货币发生固定联系，其汇率根据外汇市场的供求状况单独浮动。

联合浮动：指货币体系或集团各成员国货币之间保持固定汇率，而对非成员国货币则采取共同浮动的做法。

2、按政府是否干预市场汇率来分

- (1) 自由浮动：又称清洁浮动。**指政府完全放弃汇率干预、听任它由外汇市场自发调节的汇率制度。
 - (2) 管理浮动：又称肮脏浮动。**指货币当局在一定程度上调节国际收支和干预市场汇率的制度。（各国都在实行）
-

3、国际货币基金组织根据各国政府干预汇率的方式与程度区别

(1) 盯住浮动汇率：指一国使本币同某外国货币或一篮子货币保持固定比价的汇率制度。

基本特点：

- ✓ 本币与被盯住货币的汇率缺乏弹性，波动幅度一般不超过货币平价的**1%**。大大减少了本国与主要贸易伙伴外汇收支的汇兑风险。
 - ✓ 本币与其他国家货币实行浮动，反映市场供求关系。
-

分类：

单一盯住浮动：一国货币当局通过规定本币与某种被盯住货币之间的货币平价。

盯住一篮子货币浮动：规定本币与一篮子货币的货币平价。篮子货币可以选择特别提款权、一组与本国经贸往来最密切的若干国家的货币组合。

联系汇率制：是以被盯住的外币作为本币发行保证、以本币与被盯住外币的固定发行汇率为基础，以反映市场供求关系的市场汇率围绕发行汇率浮动形成市场交易汇率的货币与汇率制度。

(2) 有限弹性汇率制：指货币当局只允许本国货币对被钉住的货币或货币篮有一定波动幅度的汇率制度。

单一盯住的有限弹性浮动：通过规定本币与某种被盯住货币之间的货币平价，并允许实际汇率对货币平价在一定范围内自由浮动的汇率方式。

联合浮动汇率：欧共体国家对联盟内部国家的货币之间实行可调整的盯住汇率，并规定汇率的波动幅度，而联盟内国家对联盟外国家的货币则实行集体联合浮动的汇率制度。

(3) 较大弹性汇率制：指货币当局允许汇率有较大波动幅度的汇率制度。

指标浮动：一国货币当局在规定本币与另一国货币平价的同时，再根据本国与国外物价、国际收支、贸易、外汇储备等动态因素制定一组指标，经常性地依据改组指标的变动情况及时小幅的调整本币与所盯住货币汇率的方式。

单独浮动：一国货币当局不规定本币与其他国家货币之间的货币平价和汇率波动幅度，汇率由外汇市场的供求关系调节自发上下浮动的汇率方式。

其他管理浮动：指由各国政府根据各国国情采用的管制相对严格而形式各不相同的汇率安排。

三、固定汇率制与浮动汇率制的比较

1、调节一国对外经济平衡的效率比较

浮动汇率支持者：

- ✓ 浮动汇率时滞短、成本低，只需通过汇率变量自动地贬值和升值，即可对国际收支与国民经济进行自发调节
 - ✓ 浮动汇率下，汇率随一国对外经济的均衡状况自发进行连续微调而避免经济的剧烈起伏。
 - ✓ 在浮动汇率制下市场投机交易具有自动熨平汇率波动的作用。
-

固定汇率制支持者：

- ✓ 在许多情况下通过本国价格体系调整来调节对外经济失衡是必要的，仅仅单一依赖汇率工具调节是低效或无效的
 - ✓ 单一的汇率调整并不能有效调整内外经济的失衡
 - ✓ 尽管固定汇率的调整灵活性不足，但其可以避免无谓调整消耗的成本
 - ✓ 固定汇率制下的投机交易比浮动汇率制下更具稳定性。
-

2、对外经济均衡调节的政策约束与功效比较

浮动汇率制支持者：

- ✓ 浮动汇率能解脱货币政策对汇率政策的依附束缚。
- ✓ 能防止本国货币当局滥用汇率政策
- ✓ 汇率变动可强化调控政策的效果

固定汇率制支持者：

- ✓ 浮动汇率制度难以做到真正的政策独立。
 - ✓ 固定汇率制对货币政策的使用具有较大的制约性
 - ✓ 并非浮动汇率制的政策效应要大于固定汇率制
-

3、对国际经贸关系影响的比较

浮动汇率制的拥护者：

- ✓ 浮动汇率制会自发改变贸易商品的相对价格，调节商品的进出口量进而有效调节国际收支差额
- ✓ 可减少政府管制引起的政策不确定性和系统性风险
- ✓ 货币当局无维持货币平价的义务，即可减少外汇储备规模，也可腾出更多资金用于本国经济建设

固定汇率制的拥护者：

- ✓ 汇率波动风险小，便于进行成本和利润核算
 - ✓ 浮动汇率下回避风险的金融交易产生的成本必然增加国际经贸活动的负担，且发展中国家金融衍生产品缺乏，不具备避险条件
-

4、对本国经济增长和通货膨胀影响的比较

浮动汇率的支持者：

- ✓ 可使国内宏观经济政策保持独立性，提高政策效率
- ✓ 汇率波动能及时反映本外币的供求关系和币值，不易因汇率与币值存在大幅度差距而引发汇率震荡和货币危机
- ✓ 当国外发生通货膨胀时，可通过本币汇率升值抵消国外通货膨胀对国内物价的冲击

固定汇率的支持者：

- ✓ 浮动汇率并不能阻隔外部经济对国内经济干扰的影响
 - ✓ 浮动汇率还会产生额外的波动干扰经济运行
 - ✓ 固定汇率制有利于抑制通货膨胀
-

四、其他汇率制度

1、爬行盯住制：

爬行钉住汇率制是固定汇率制和浮动汇率制的折中，其含义是一国对货币平价进行细微的、经常性的调整，扭转一国的国际收支失衡，是将汇率钉住某种平价，但根据一组选定的指标频繁地、小幅度地调整所钉住平价的一种汇率安排。赤字国和盈余国都会一直调整汇率的水平，直到满意为止。并且平价的变动分许多小步进行，汇率的调整尽可能地接近连续。其调整是按照这些指示变量来进行的：对于主要贸易伙伴国的本国价格的变化；外汇储备水平；出口业绩；国际收支经常账户的状况。巴西、阿根廷、智利等国家使用该制度。

2、汇率目标区制

汇率目标区（exchange target zone）是指政府设定本国货币对其他货币的中心汇率并规定汇率上下浮动幅度的一种汇率制度。

广义的汇率目标区是泛指将汇率的波动界定在一定区域的汇率制度安排（例如将汇率的波动限制在中心汇率的上下各10%）。

狭义的汇率目标区是特指美国学者威廉姆森于20世纪80年代初提出的以限制汇率波动范围为核心的，包括中心汇率的确定方法、维持目标区的国内政策搭配、实施汇率目标区的国际政策协调等一整套内容在内的国际政策协调方案。

了解：“蜜月效应”和“离婚效应”

3、货币委员会

货币局制度是一种汇率机制，它有两项基本原则：一是本国货币汇率钉住一种作为基准的外国货币；二是所发行的货币保证完全以外汇储备作为后盾。

货币局制度是一种特殊的固定汇率制。通常要求在货币发行必须以一定的外国货币作为准备金，并且要求在货币流通中始终满足这一准备金的要求。这一制度中的货币当局被称为货币局（不是中央银行）。

优点：

- 1、汇率管理与操作简便
- 2、提高了本国货币政策的透明性和可靠度

缺点：

- 1、面临政策可信度与汇率灵活性的两难选择
 - 2、金融系统应变与抗风险能力脆弱
-

□ 影响一国汇率制度选择的因素

- 1、本国经济规模与结构
 - 2、本国对外经济发展的规模与集中度
 - 3、本国金融市场发育和金融体制健全程度
-

□ 人民币汇率制度的演变

1、 人民币汇率频繁波动时期（1949-1952）

人民币没有规定含金量，汇率无法按两国货币的黄金平价来确定。

特点：①汇率安排钉住美元，实行浮动。②汇率的调整依照国内外物价相对水平的变动予以调整。③人民币币值不断提高，相对的外汇水平则呈下降趋势。

2、 人民币相对稳定时期（1953-1973）

特点：①强调汇率的稳定性，进行汇率“压制”和高估。
②汇率政策采取与主要国家货币挂钩的办法。③汇率对贸易的调节功能基本消失。

1955年1月15日，US \$ 1=RMB2.618，保持了16年未变。直到71年12月美元贬值7.89%时，US \$ 1=RMB¥2.2673。

3、 汇率钉住一篮子货币（1973-1980年）

1973年2月后，人民币改为钉住一篮子货币。选用的货币和权重曾做过七次调整。基本原则没有变，仍然是维持人民币汇率的基本稳定。

以一篮子货币方式确定汇率，脱离了直接的物质基础和购买力原则。只反映人民币的相对变动情况，而没有反映出人民币本身的价值含量。

4. 双重官方汇率制度(1981-1984)

1978年开始外贸体制改革，贸易角度，定值高；非贸易角度低。

79年8月，国务院《关于大力发展对外贸易增加外汇收入若干问题的规定》，1981年1月1日起两种牌价。
 $\text{USD1}=\text{RMB}2.8=2.53(1+10\%)$ 。

1985年1月1日，公开牌价同结算价持平，事实上取消了结算价。

5. 官方与市场汇率并存(1985-1993)

1979年，实行外汇留成。1986年起开办调剂业务。1988年，先后设立调剂中心，形成调剂价格。

这一时期，官方汇率经历了几次较大幅度的贬值。外汇调剂价在贬值趋势中时高时低，最低 5.5元，最高突破10元。1993年，1：8.7。

6、 汇率并轨，稳中有升(1994-2005)

中国人民银行1993年12月28日发布的《关于进一步改革外汇管理体制的公告》规定，1994年1月1日起，进行汇率改革，改进汇率形成机制，实行人民币汇率并轨。

并轨后，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。

7、以市场供求关系为基础的、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制 (2005年至今)

2005年7月21号我国按照主动性、可控性和渐进性三原则展开新一轮汇率制度市场化改革，以增强人民币汇率弹性，建立反映市场供求关系的、参考一篮子货币进行调节的、有管理的单一浮动汇率制度。

第二节 国际货币一体化

□ 国际货币一体化概述

1、国际货币一体化

货币一体化：指各参与合作的国家在经济一体化的基础上，彼此放弃或局部放弃货币主权，实行统一的固定汇率、使用统一的货币单位或主体货币清算相互债权债务，建立统一的管理机构协调各国的宏观经济政策，或者采取统一的货币制度和货币政策，由共同的货币管理机构紧密协调各国的经济政策，实施统一货币管理等高度货币融合与货币管理合作的形式。

➤ 具体表现：

国际货币体系区域化：区域内各国的货币合作，即区域性的货币一体化。

区域货币合作：指各合作国在货币创设和货币流通、货币清算支付、汇兑和货币互换，以及汇率调控和外汇管理等方面，通过固定的协商机制协调各方政策，保持合作方一致或共同行动，实现互惠互利，稳定区域内汇率与货币流通秩序。

区域货币一体化的层次：

- ✓ 区域货币同盟
 - ✓ 通货区
-

(1) 区域货币同盟：

属于准汇率联盟，是区域内重大货币金融事务合作的基础形式。其成员国在同盟下仍可保持本国货币、中央银行体制和外汇储备，维持各国的货币供应和金融管理，但各成员国必须遵循货币合作协议的规定，全面执行货币清算支付、汇兑、外汇储备和货币互换以及汇率调控和外汇管理等方面的承诺，承担维持同盟内固定汇率的义务，使用同一的货币单位或某国的主题货币清算相互的债权债务，保持同盟内成员国货币的完全可自由兑换，并建立同一的管理机构协调各国的宏观经济政策。

(2) 通货区：

是区域货币同盟的高级形态，属于完全的汇率联盟。在通货区制度下，各成员国基本放弃本国的货币主权，发行统一的货币，集中外汇储备，建立超国家的货币管理机构，实施统一的货币管理政策，成员国之间实行高度的货币金融融合，通货区内部不存在汇率与汇率波动问题。

2、通货区特征及利弊

✓ 特点：

- (1) 是以成员国放弃本国货币管辖主权为前提，以统一货币共同体成员的货币汇率政策为基础。
- (2) 通货区统一货币，实行一体化货币和汇率制度，使各成员国的独立货币和相互之间的汇率不复存在，统一对外的汇率联盟产生事实上的固定汇率效应，消除了汇率波动给成员国之间的外汇收支结算、汇兑和交易带来的汇率风险。
- (3) 通货区是由区域内国家组成的具有显著地缘性的货币合作组织，成员国之间经济与金融相互依存性强，经贸往来密切，发展水平相对平衡，推行货币汇率合作的基础扎实。

✓ 利：

详见课本P129

✓ 弊：

- (1) 成员国要放弃本国货币汇率管辖主权的独立性
 - (2) 使各成员国之间缺乏相应的隔离墙和防范手段，各成员国之间的通货膨胀或通货紧缩、财政赤字和政府债务、失业和经济波动等经济金融不稳定因素更容易相互影响和交叉传递。
-

□ 最优通货区理论

又称最适度通货区理论，是以固定汇率的最佳实施条件为主要研究对象的理论，是国际政策协调理论的组成部分，也是与货币有关的关税同盟理论的分支。

1、单一指标分析法

是最适度通货区理论关于选择能否实施最适度通货区的基本衡量指标的传统理论，即解决以哪一种指标为设立最优通货区基本前提条件的问题。

最优通货区的衡量标准是指相关国家在符合什么条件下，建立通货区才是可行的。

(1) 要素流动性标准。

这是由蒙代尔在1961年提出的。蒙代尔认为，需求转移是一国出现外部失衡的主要原因。例如，若需求从A国转移到B国，则 B国出现超额需求，而A国出现超额供给。在劳动力不流动的情况下，A国将会出现失业现象；若要解决A国的失业问题，则必须调整两国的汇率。但在劳动力可以自由流动的情况下，劳动力将从A国移向B国，从而降低了A国的劳动力供给，而B国的劳动力供给提高，在汇率不发生调整的情况下，就可以消除经济的不均衡。显然，若要在国家之间维持固定汇率，并保持物价稳定和充分就业，就必须保持要素的高度流动性。

(2) 经济开放性标准。

这一标准由麦金农在1963年提出。麦金农将社会总产品分为贸易商品和非贸易商品，其中贸易商品占的比例越大，说明该社会的开放程度越高。在一个高度开放的小国中，浮动汇率制是难以实行的。因为在此类国家中，市场汇率的微小变化都可能引起市场物价的剧烈波动；如果进口商品在居民消费中占有较大比例的话，那么汇率的微小变动还会对居民的实际收入产生较大的影响。因此，一些贸易关系比较密切，开放度较高的国家之间应该建立一个相对封闭的货币区，对内实行固定汇率制，而对外则实行统一的浮动汇率安排。

(3) 产品多样化标准。

这是由彼得 凯南 (Peter Kenen) 在1969年提出的。他认为, 对于一个出口产品多样化的国家来说, 如果外部经济的动荡使得对该国某种产品的需求降低, 则不会给该国经济带来大的影响, 汇率也就不用做出大的调整; 而对于一个产品多样化程度较低的国家来说, 外部经济动荡可能会对该国经济造成大的冲击。若要抵消这种冲击, 就需要对汇率作出较大幅度的调整。换句话说, 就是产品多样化程度低的国家不能够承受固定汇率的后果, 而应该建立在汇率上能够灵活安排、并具有相对独立性的通货区。

(4) 国际金融一体化标准。

这是由詹姆斯·依格拉姆（James Ingram）在1973年提出的。他认为，如果国际金融的一体化程度较低，则金融市场的交易是不充分的，此时金融市场的交易将会以大量短期证券交易的形式表现出来（因为短期证券交易的风险可以通过远期市场的抛补来避免），从而引发各国市场利率结构的较大差异，并进一步带来汇率的较大波动。相反，若国际金融市场高度一体化，则利率的小幅波动就会引发资本的流动，从而可以避免利率的剧烈波动。因此，通货区的建立应该以金融一体化程度为标准。

（5）通货膨胀率相似性标准。

这是由哈伯勒和弗莱明于1970年和1971年分别提出的。他们认为国际收支失衡最可能是由各国的发展结构不同、工会力量不同和货币政策不同所引起的通货膨胀率差异造成的，而通货膨胀率的差异又会引发投机资本的流动和汇率的波动。因此，如果区域内各国的通货膨胀率趋于一致，汇率的波动就可以避免。

2、综合分析法

值得指出的是，以上的各种标准都是从某一个角度提出来的，虽然或多或少的反映了国际经济形势的客观变化，但依然无法对区域货币合作问题作出完满的解释。因此，进入到20世纪90年代以后，对通货区问题转向了从综合的角度，即成本与收益比较的角度进行研究。

成员国加入实行固定汇率安排的通货区所获取的收益：

- ✓ 经济稳定收益：相互促进经济稳定发展所带来的收益

成员国加入实行固定汇率安排的通货区所获取的成本：

- ✓ 成员国放弃部分内外经济调控权而影响国内经济持续增长、物价与就业稳定的代价，以及成员国因相互之间的经济一体化水平不足引起的本国宏观经济调控周期延长的经济损失。
-

□ 欧洲货币一体化

(1) 欧洲货币体系

(2) 欧洲单一货币的实现

第三节 外汇管制

□ 外汇管制概述

1、外汇管制的概念

又称外汇管理，是指一国货币当局为控制外汇供给与需求，平衡国际收支和维持汇率稳定而动用法律和行政手段，对本国居民和非居民外汇资产的收支、交易、借贷、转移和国际结算，以及对本币的兑换和汇率等实施的限制性管理措施。

IMF的定义：

狭义的外汇管制指一国政府对居民在经常项目下的外汇买卖和国际结算进行限制。

广义的外汇管制指一国政府对居民和非居民的涉及外汇流入和流出的活动进行限制性管理。

2、外汇管制的历史演进

- (1) 外汇管制始于第一次世界大战期间。当时国际货币制度陷于崩溃，美、法、德、意等参战国都发生了巨额的国际收支逆差，本币对外汇率剧烈波动，大量资本外逃。为集中外汇资财进行战争，减缓汇率波动及防止本国资本外流，各参战国在战时都取消了外汇的自由买卖，禁止黄金输出，实行了外汇管制。
 - (2) 1929~1933年世界经济危机时期，很多在战后取消外汇管制的国家又重新实行外汇管制，一些实行金块和金汇兑本位制的国家也纷纷实行外汇管制。
 - (3) 第二次世界大战爆发后，参战国立即实行全面严格的外汇管制。1940年，在100个国家和地区中，只有11个国家没有正式实行外汇管制，外汇管制范围也比以前更为广泛。
-

-
- (4) 战后初期，西欧各国基于普遍存在的“美元荒”等原因，继续实行外汇管制。
 - (5) 50年代后期，西欧各国经济有所恢复，国际收支状况有所改善，从1958年开始，各国不同程度地恢复了货币自由兑换，并对国际贸易收支解除外汇管制，但对其他项目的外汇管制仍维持不变。
 - (6) 1961年，大部分国际货币基金组织的会员国表示承担《国际货币基金组织协定》第8条所规定的义务，即避免外汇限制而实行货币自由兑换。
 - (7) 但时至90年代，绝大多数国家仍在不同程度上实行外汇管制，即使名义上完全取消了外汇管制的国家，仍时常对居民的非贸易收支或非居民的资本项目收支实行间接的限制。
-

3、外汇管制的类型

- (1) 严格管制：居民和非居民、全面涉及国际收支的所有项目及汇率，管制方式采取较严厉的审批手段，并且不采用自由浮动的汇率。
 - (2) 有限管制：对不同对象采取管制或不管制的措施，或者采取审批或备案等程度不等的管制措施。
 - (3) 区别性临时管制：间歇性地对特定对象实施特定项目的监管，或多或少对非居民的资本和金融账户收支和本国居民的非贸易外汇收支实施程度不同的限制性管理，甚至对特定国家和地区实行全面性管理。
-

4、外汇管制的政策目标

- (1) 调控对外进出口贸易，促进本国民族工业的发展，增加外汇储备和提高对外支付能力。
 - (2) 控制国际资本的合理流动，维持本国国际收支的平衡。
 - (3) 保持汇率稳定，防范货币冲击，维护本国金融安全。
 - (4) 防范国际通货膨胀输入，维护国内物价和就业平稳，保持本国经济持续增长。
-

5、外汇管制的消极影响

- (1) 外汇管制人为肢解和限制外汇的市场机制作用，扭曲汇率和外汇市场供求关系，降低外汇资源配置效率。
 - (2) 外汇管制会造成各国间的贸易和资金壁垒，引起内部经济的自我封闭，影响国际经济往来与协作，阻碍对外开放和国际经贸发展。
 - (3) 外汇管制增加市场交易成本和监管成本，影响日常监管效率的提高。
-

□ 外汇管制的内容

(1) 外汇管制的主体

- ✓ 由政府设立专门外汇行政管理机构作为外汇管制的主体，统一负责执行外汇管理实务。
 - ✓ 由政府授权本国中央银行或财政部作为外汇管制机构。
 - ✓ 由政府授权若干专业行政管理部门共同作为管制外汇的机构，分工实施外汇管制的不同权限。
-

(2) 外汇管制的对象

- ✓ 外汇管制的市场微观主体：长期在本国境内居住或从事经营活动的自然人或法人居民，还包括未长期在本国境内居住或从事经营活动的非自然人居民和非法居民。
 - ✓ 外汇管制的资产财物：出入关境的外币现钞，对外收付、汇兑和买卖交易的外汇支付凭证、外汇有价证券等外汇资产，携带出入海关的黄金等贵重金属。
 - ✓ 外汇管制的地域范围：取决于本国法令法规的管辖范围，通常与本国政府管辖的国境范围是一致的。
-

3、外汇管制的方式

(1) 外汇数量管制：指国家外汇管理机构对外汇买卖的数量直接进行限制和分配，通过控制外汇总量达到限制出口的目的

- ✓ 贸易外汇收支的管制
 - ✓ 非贸易外汇收支的管制
 - ✓ 资本输出入的管制
 - ✓ 黄金和现钞输出入的管制
 - ✓ 银行外汇账户的管制
-

✓ 贸易外汇收支的管制:

1、出口管制 它是国家对出口商的所得外汇进行管制。

(1) 对国内生产所需的原材料、半成品及国内供应不足的商品的出口;

(2) 对所谓的战略物资的出口;

(3) 被列为自由出口的商品因国内一时供应不足,亦禁止出口或限量出口。

为了奖出限入,有些国家对出口商品所得外汇,采取部分售给国家,部分自行按高价出售的办法,给出售商予以鼓励。

2、进口管制 它是指国家对进口所付外汇进行管制,又称为非关税壁垒。凡是关税以外的各种限制进口的政策和措施,都包括在内。

(1) 进口配额制 (import quota system)

(2) 进口许可证制 (import licence system)

✓ 对非贸易外汇的管制

对非贸易外汇管制，是指对贸易外汇收支和资本输出入收支以外的各项收支的管制。它主要又是指对劳务收支和转移收支的管制，包括运费、保险、佣金、利润、版税、驻外机构经费以及个人所需的旅费、医疗费、留学生费用等等。

- 1、管制的目的：只有一个，即为了集中外汇收入，限制外汇支出。
 - 2、管制的方法：规定非贸易外汇收入一律如同出口外汇收入一样，要售给国家，而非贸易外汇支出，则需由管汇部门批准后才能汇出。
 - 3、管制特点：范围广而分散，管制较困难。一般来说，收入管制较松，支出管制较严，主要西方国家管制较松，发展中国家管制较严。
-

✓ 对资本输出入的管制

一般包括对外汇、本国货币和贵金属等的管制，它对平衡国际收支起着很大的作用。各国都极重视对资本输出入的管制，而且随着西方货币信用制度危机的不断加深，对资本输出入的管制在外汇管制中的地位越来越重要。

1、管制的原则

对资本输出入进行管制的总原则因各国社会性质、经济水平和经济状况不同而异，如经济状况较好的发达国家，一般都是鼓励资本输出，但发展中国家都鼓励资本流入。

2、对资本输入的管制

3、对资本输出的管制：这个管制包括禁止购买外汇作为资本输出国外，禁止有价证券、黄金等的输出，有限度地限制本国货币、投资利润和股息的携出和汇出，以及限制对国外公司提供信贷，等。

必须注意的是，发展中国家对资本输出入管制具有双重特点，一方面阻止本国资金外流，另一方面为了更快发展本国经济，在不损害国家主权的前提下，对外资又积极引进。

✓ 对银行外汇账户的管制

1、自由帐户 2、有限制帐户 3、封锁帐户

✓ 对黄金、现钞输出入的管制

实行外汇管制的国家一般禁止个人和企业携带、托带或邮寄黄金、白金或白银出境，或限制其出境的数量。

对于本国现钞的输入，实行外汇管制的国家往往实行登记制度，规定输入的限额并要求用于指定用途。

对于本国现钞的输出则由外汇管制机构进行审批，规定相应的限额。

不允许货币自由兑换的国家禁止本国现钞输出。

(2) 外汇价格管制

汇率管制：是指外汇管制机构动用官定差别汇率、国内货币政策、外汇平准基金和外汇储备调节等工具，限制资本流量和汇率波动幅度的管理。

□ 我国外汇管理体制演变与改革

- (1) 解放初期
 - (2) 高度集中的计划经济时期
 - (3) 改革开放初期
 - (4) 深化外汇管理体制变革时期
 - (5) 我国现行的外汇管理制度
-

第四节 货币可自由兑换

□ 货币可自由兑换概述

定义：

外汇市场上的货币持有人在数量、币种、时间等各方面能按其自身意愿自由地以本国货币兑换买卖某种外国货币，或以持有的某种外国货币自由兑换买卖本国货币。

IMF对货币可自由兑换层次的划分：

一、经常项目可兑换

IMF认为，经常项目可兑换是取消对经常性国际交易支付与转移的各种限制。一国的货币如果实现了在经常项目下可兑换，其货币在很大程度上就成为可自由兑换的货币。

二、资本项目可兑换

资本项目可兑换是指取消对资本流入流出的汇兑限制。相对于经常项目可兑换而言，IMF对此类可兑换的定义以及在管辖范围内的处理方式并未作严格定义。在协定第3条款第3节中还指出，成员国可以对国际资本流动采取必要的控制，只是任何成员国对此类管制的实施不得限制经常性交易的支付或过分延迟资金的转移以及各项承诺的交割。

三、完全的可自由兑换货币

无论在经常项目下还是在资本项目下，无论是何种货币持有者，只要有需要，就可把手持货币换成另一种货币，并实现在国际间转移。

这种货币自由兑换，只有在两种条件或环境下存在：一是已经消亡的金币本位制，在该制度下，银行券可自由兑换金币，金币可以自由输出入；二是在纸币流通制度下取消一切外汇管制，当一切外汇管制取消以后，资金往来和资本流动就没有了限制，一国货币也就实现了彻底的可兑换。

□ 货币可自由兑换的认定标准

1、经常项目下可自由兑换的标准

- (1) 对经常账户下的外汇支付和转移汇兑不进行限制。
- (2) 不采取差别性的复汇率措施。
- (3) 对付其他成员国持有的本国货币

2、资本与金融项目下的货币可自由兑换

即实行货币的完全可自由兑换，主要为发达工业国家。

□ 货币可自由兑换的利弊与条件

1、货币可自由兑换的意义

（一）有利于提高货币的国际地位

（二）有利于形成多边国际结算，促进国际贸易的发展

（三）有利于利用国际资本发展经济

（四）有利于维护贸易往来和资本交易的公平性

（五）有利于获取比较优势，减少储备风险与成本

（六）有利于满足于国际金融、贸易组织的要求，改善国际间的各种经济关系

2、实现货币自由兑换的条件

（一）完善的金融市场

完善的金融市场尤其是外汇市场，是货币能否实现自由兑换的一个重要前提。完善的金融市场具体包括健全的市场体系、较齐全的市场运作工具、良好的市场参与者尤其金融机构等。

（二）合理的汇率制度安排与适当的汇率水平

如果一国实行多重汇率制度，且通过人为的因素影响汇率的决定，则这种制度下的汇率就无法反映实际的外汇供求关系，汇率就会出现高估或低估。一旦高估本币汇率，就会对国际贸易产生不利影响，也不利于吸引国际资本流入；反之，过度低估本币汇率，又会对进口造成危害，影响必需品的进口，进而影响该国的经济发展。不合理的汇率制度与不恰当的货币汇率水平，无法使一国货币自由兑换顺利进行。

（三）充足的国际清偿手段

这里的国际清偿手段主要指外汇储备，外汇储备多寡是一国国力的象征，也是一国国际清偿力大小的体现。如果一国持有充足的外汇储备，就可随时应付可能发生的兑换要求，可以抵御短期货币投机风潮；反之，就有可能无法平衡国际收支短期性失衡，更难以抵御外部突发性事件对贸易和支付的冲击，使一国实现货币自由兑换失去根本的基础。

（四）稳健的宏观经济政策

经济政策是宏观调控的重要工具，尤其财政政策和货币政策。如果一国财政政策、货币政策不当或失误，并由此造成国际收支严重失衡，就会扰乱国内经济的稳定和发展，引发通货膨胀，导致国际收支恶化，不利于兼顾内部平衡与外部平衡。

(五) 宽松的外汇管制或取消外汇管制

(六) 微观经济实体对市场价格能作出迅速反应

货币自由兑换与微观经济实体如银行、企业等关系密切，只有微观经济实体能对市场价格作出迅速反应，才会加强对外汇资源的自我约束能力，自觉参与市场竞争，提高在国际市场上的竞争能力。而要做到这一点，一国必须实现货币自由兑换。
