

第一章

国际收支

学习目标

了解国际收支的含义、居民和非居民的概念；
掌握国际收支平衡表的记账原则及账户设置；
能够分析国际收支平衡表；
了解国际收支调节理论；
掌握国际收支的调节方法；
能够运用国际收支失衡的调节手段调节国际收支失衡。

案例导入

2016年我国经常账户顺差12 961亿元人民币^①

国家外汇管理局于2017年3月30日公布的《2016年四季度及全年我国国际收支平衡表》显示,2016年四季度,我国经常账户顺差808亿元人民币,资本与金融账户顺差3 175亿元人民币,其中,非储备性质的金融账户逆差7 056亿元人民币,储备资产减少10 232亿元人民币。

2016年,我国经常账户顺差12 961亿元人民币,资本与金融账户顺差1 865亿元人民币,其中,非储备性质的金融账户逆差27 733亿元人民币,储备资产减少29 621亿元人民币。

按美元计值,2016年四季度,我国经常账户顺差118亿美元,其中,货物贸易顺差1 213亿美元,服务贸易逆差683亿美元,初次收入逆差373亿美元,二次收入逆差38亿美元。资本与金融账户顺差464亿美元,其中,资本账户逆差0.1亿美元,非储备性质的金融账户逆差1 031亿美元,储备资产减少1 495亿美元。

^① [佚名]. 外汇局公布2016年四季度收支平衡表:去年我国经常账户顺差1 2961[EB/OL]. (2017-03-31)[2017-05-08]. <http://www.southmoney.com/touzilicai/waihui/201703/1189142.html>. (有改动)

按美元计值,2016年,我国经常账户顺差1 964亿美元,其中,货物贸易顺差4 941亿美元,服务贸易逆差2 442亿美元,初次收入逆差440亿美元,二次收入逆差95亿美元。资本与金融账户顺差263亿美元,其中,资本账户逆差3亿美元,非储备性质的金融账户逆差4 170亿美元,储备资产减少4 437亿美元。

按SDR计值,2016年四季度,我国经常账户顺差87亿SDR,资本与金融账户顺差340亿SDR,其中,非储备性质的金融账户逆差756亿SDR,储备资产减少1 096亿SDR。

按SDR计值,2016年,我国经常账户顺差1 406亿SDR,资本与金融账户顺差197亿SDR,其中,非储备性质的金融账户逆差3 004亿SDR,储备资产减少3 204亿SDR。

此外,国家外汇管理局根据最新获得的数据,修订了2014年以来各季度国际收支平衡表,并通过国家外汇管理局官方网站“统计数据”栏目公布。

为便于社会各界解读国际收支和国际投资头寸数据,国家外汇管理局国际收支分析小组同时发布《2016年中国国际收支报告》(由于货币换算的汇率存在小数位,会致使部分数据加总后与总数据存在微小出入)。

讨论:国际收支中非储备性质的金融账户产生逆差的原因。

国际收支是构成一国国民经济的重要组成部分,维持国际收支平衡已成为国家宏观调控的四大目标之一。

第一节 国际收支概念

一、国际收支概念的内涵

人们对国际收支概念的理解是随着社会、科技的进步,经济的扩张和发展不断改变的。最初,国际收支仅仅指传统的国际商品交易,但随着各国之间经济交往日益扩大,国际商品交易市场、资本市场和生产要素市场的联系越来越紧密,并且相互影响、相互作用,国际收支概念的外延越来越大。为了更好地对各国的国际收支进行统计和分析,国际货币基金组织(International Monetary Fund,IMF)对国际收支下了一个较为广义的定义:国际收支是指一个国家或地区的居民在一定时期(通常为一年)内,与非居民之间发生的全部经济交易的系统记录。国际收支应反映下列内容:

1. 居民和非居民之间的交易

判断一项交易是否纳入国际收支的范畴,所依据的不是国籍和国界,而是交易的双方:一方是否是该国的居民,另一方是否是该国的非居民。

居民是指与一个国家有较密切关系的若干个经济实体,可以是各级政府、企业、个人和私人非营利团体等。

各级政府(含中央银行)也叫官方居民,包括本国中央和地方政府,以及该国坐落在其他国家领土上的领事馆、军事机构和其他政府机构。凡是在一个国家领土上的外国使馆和国际组织机构,都被视为这个国家的非居民。

企业也叫企业居民,按其营业活动所在地来确定。凡是在一个国家领土上生产货物、提供

劳务以及从事租赁等交易的企业都是这个国家的居民,其中包括外国独资、合资与合作企业。

个人,也叫个人居民,一般是根据住所来判断的。凡是在一个国家内保有住所满一年及以上的个人,无论其国籍,都是这个国家的居民(但不包括外国常驻本国的外交人员)。

非居民指除居民以外的自然人、法人。

2. 只记录过去一定时期内已经发生的交易和变化

国际收支只记录过去一定时期内已经发生的交易和变化。这里的“一定时期”通常为一年或1个季度。交易包括以下部分:在编表时期内全部结清部分;在这一时期内已经到期必须结清部分(不管实际上是否结清);在这一时期内已经发生(所有权变更),但需要跨期结清部分。

3. 以交易为基础

国际收支是以交易为基础的。从字面上看,人们很容易将国际收支理解为单纯的货币收支。实际上,国际收支反映的是商品、劳务或资产在不同国家居民间的交易,也包括由政治、文化、军事等引起的国际交往。换句话说,这些交易既涉及货币收支的对外往来,也包括非货币收支的对外往来。所谓交易,包括以下四类:

(1) 交换。这是指一国居民与另一国居民之间进行的等价交换,不仅包括金融资产与商品之间的交换,还包括商品与商品之间的物物交换。

(2) 无偿的、单方面的商品、劳务或金融资产的转移。

(3) 移居。这是指一国居民把住所从一个国家或地区搬迁到另一个国家或地区的行为。移居后,该居民原有的资产负债关系的转移会使这两个国家或地区的对外资产、负债关系均发生变化,这一变化也要记录在国际收支中。

(4) 其他交易。例如,跨国投资者将其投资收益用于再投资,虽然在事实上资金并没有流出国外,但仍要将其视为来自非居民的直接投资,记入国际收支中。

二、国际收支概念的演变

早在17世纪初,欧洲重商主义流行,鼓吹出口大于进口,保证对外贸易顺差以获取金银货币来增加一国的财富。当时,国际经济交易仅仅是有形商品的贸易,国际收支仅指一国在一定时期内商品出口与进口的贸易收支。

随着世界经济交易内容和范围的不断扩大,国际收支已从原来的贸易收支扩展到了外汇收支的概念,即国际收支是一个国家在一定时期(一年或一个季度)内对外经济往来货币收支的总和。国际经济往来中产生的债权债务关系必须在一定时期内结清,并以外汇作为清算手段。狭义的国际收支仅指具有外汇收支的经济交易,不包括无外汇收支的其他交易。现在该概念仍具有一定的理论价值和实用价值,因为对大多数国家和地区来讲,外汇收支仍然在全部国际收支中占有很大的比重,它是分析一国国际收支变化的重要依据。

第二次世界大战(以下简称“二战”)以后,国际经济、政治和文化等交往日益广泛,各种国际资本流动频繁,国际贸易形式及其结算方式越来越多样化,经济交易的内容也越来越丰富,这些变化大大超出了外汇收支的范围,从而促使人们提出了广义的国际收支概念。它不仅包括涉及外汇收支的经济交易,还包括不涉及外汇收支的易货贸易、补偿贸易及无外汇偿还行为的各种单方面转移等各种经济联系。

国际货币基金组织对国际收支进行了深入细致的探讨,为了统一各国对国际收支内容

的统计,对国际收支的内容做了如下说明:国际收支是某时期的统计表,它表明某一经济体同世界其余地方之间的商品、劳务以及权益等交易行为;该经济体的货币黄金、特别提款权(SDR)的变化,以及与世界其余地区债权债务所有权的变化;凡不需偿还的单方面转移项目及其平衡项目。以上解释将广义的国际收支概念进行了具体化。目前,世界各国普遍采用广义的国际收支概念,并据以编制国际收支平衡表。

第二节 国际收支平衡表

一、国际收支平衡表的记账原则

国际收支平衡表(international balance of payment)是一国将其在一定时期内各种对外经济交易的内容,按照经济分析的需要设置项目,并采用复式记账法编制的统计报表。它记录了一国全部的对外经济交易,其中不仅包括由于纯粹的经济交易而引起的国际货币收支,还包括由政治、文化、军事等引起的国际交往。

应该注意的是,一国居民与其他非居民之间成千上万的交易不可能一一出现在国际收支平衡表中,作为一种扼要的表述,国际收支平衡表把所有的商品交易划分为几大类。同理,对于国际资本项目而言,也只有每类资本的净余额才被包括在国际收支平衡表中。

国际收支平衡表采用复式记账法。在反映每一项业务活动时,按其内容都要以相等的金额同时在借贷双方账户中进行登记,即采用“有借必有贷、借贷必相等”的原则。借方反映资产的增加或负债的减少,贷方反映资产的减少或负债的增加。因此,国际收支平衡表的借方项目包括货物和服务的进口、收益支出、对外提供的货物和资金的无偿援助、金融资产的增加和金融负债的减少;贷方项目包括货物和服务的出口、收益增加、收到的来自国外的货物或资金的无偿援助、金融资产的减少或金融负债的增加。为了方便记忆,在编制国际收支平衡表时可以遵循以下两个经验法则:

(1) 凡引起本国从国外获得货币收入的交易记入贷方,记为“+”;凡引起本国对国外货币支出的交易记入借方,记为“-”。

(2) 凡引起外汇供给的经济交易记入贷方;凡引起外汇需求的经济交易则记入借方。收入大于支出时,称为顺差(favorable balance);反之,则称为逆差(unfavorable balance)。

二、国际收支平衡表的账户设置

虽然各国都会根据自身的具体情况来设计编制国际收支平衡表,但为了便于进行国与国之间的横向比较,其主要的账户和分类都是根据国际货币基金组织出版的《国际收支手册》中的相关规定来确定的,因此基本上一致。国际收支平衡表一般包括经常账户、资本与金融账户、平衡账户三个大类。

(一) 经常账户

经常账户(current account)是指对一定时期内经常发生的国际经济交易进行记录的账户。它是国际收支平衡表中最基本、最重要的往来项目,主要包括以下四个子项目:商品、服务、收入和经常转移。

1. 商品

商品科目是经常账户乃至整个国际收支平衡表中最重要科目。一国商品的出口和进口称为有形贸易。该科目贷方记录出口值,借方记录进口值。商品出口值和进口值的差额称为贸易差额或贸易收支。

在进出口业务中,出口值习惯上使用离岸价格(FOB)计算,进口值习惯上使用到岸价格(CIF,即离岸价格加上保险费和运输费)计算。为了统一估算进出口的价值,IMF规定:在国际收支统计中,一律使用离岸价格(FOB)计算进出口价值,将进口商品的保险费和运输费从进口支出中剔除,并将它们列入劳务项目下。

例如,我国一出口商向美国出口一笔价值100万美元的商品,3个月后才能收到货款。从商品出口角度来看,这将导致美国居民对中国居民的支付,是贷方项目,记入贷方;同时,支付本身在3个月后才进行,这就等于我国向美国输出了一笔3个月的短期资本100万美元,是借方项目,记入借方。记账(单位:美元)如下:

借:输出短期资本	1 000 000
贷:商品出口	1 000 000

如果3个月,出口商按期收到货款,则记账如下:

借:银行存款	1 000 000
贷:输入短期资本	1 000 000

2. 服务

服务的输入和输出称为无形贸易。该科目贷方记录服务输出值,借方记录服务输入值。这一科目记录的交易内容比较广泛,可分为运输、旅行、通信服务、建筑服务、保险服务、金融服务(除保险外)、计算机和信息服务、专利费和手续费、其他商业服务、其他私人服务、政府服务等细目。

例如,一批美国居民来我国旅游,在饮食、住宿等方面花费了5万美元。这等于美国向我国购买旅游服务,或者说是我国的旅游劳务输出,是服务项目下的贷方项目,记入贷方;同时,因为我国居民得到5万美元的外汇收入,表明我国资产增加,是借方项目,记入借方。记账(单位:美元)如下:

借:银行存款	50 000
贷:旅游服务	50 000

3. 收入

收入科目记录因生产要素在国际间流动而引起的要素报酬收支,下设雇员报酬和投资收益两个细目。雇员报酬是指一国居民个人在另一国(地区)工作而得到的现金或实物形式的工资、薪水和福利等;投资收益是指一国资本在另一国投资而获得的利润、股息、利息等。根据需要,投资收益还可以分为直接投资收益、证券投资收益和其他投资收益等。雇员报酬收入和投资收益收入记录在贷方,雇员报酬支出和投资收益支出记录在借方。所有要素报酬收入减去所有要素报酬支出,称为要素报酬收支净额。

例如,我国某企业将其在国外获得的投资利润300万美元进行再投资,以扩大对外直接投资的规模。对于我国来说,我国企业对外国公司的直接投资增加,应记入借方;我国企业在外国投资获得的利润增加,即投资收益增加,应记入贷方。记账(单位:美元)如下:

借:直接投资	3 000 000
贷:投资收益	3 000 000

4. 经常转移

经常转移科目记录不发生对等偿付的单方面支付,但不记录资产所有权的转移。贷方记录本国从外国取得的单方转移收入,借方记录本国向外国的单方转移支出。单方转移可以分为政府单方转移和私人单方转移两个方面。

例如,我国政府动用外汇储备 100 万美元和价值 100 万美元的药品向外国提供援助。在这笔交易中,我国政府动用外汇储备对外捐助,我国的外汇储备减少,应记入贷方;药品则是我国对外提供的商品,是我国的出口,也应记入贷方;同时,由于这些都是无偿的捐助,我国不收取款项,只能记入经常转移的借方。记账(单位:美元)如下:

借:经常转移	2 000 000
贷:商品出口	1 000 000
官方储备	1 000 000

(二) 资本与金融账户

资本与金融账户(capital and financial account)反映了金融资产在一国与他国之间的转移,即国际资本的流动。它包括资本流出和资本流入。资本流出是指本国对外资产的增加,即本国居民对非居民所持有的所有权的增加,或指本国对外负债的减少,即非居民对本国居民所持有的求偿权的减少;资本流入是指本国对外资产的减少或本国对外负债的增加。

资本与金融账户的贷方记录的是资本流入,借方记录的是资本流出。然而,与经常账户不同的是,资本与金融账户的各个科目通常并不按借方发生总额和贷方发生总额来记录,而是按借方净额或贷方净额来记录的。一是因为资产交易的发生总额常常缺乏数据,从期末报表中得出的只是净额;二是因为交易总额对国际收支分析并不是很重要。

1. 资本账户

资本账户包括资本转移和非生产资产、非金融资产的交易。

(1) 资本转移。资本转移既可以用现金形式,也可以用实物形式。如果采用实物形式,资本转移包括固定资产所有权发生了变更,但没有得到任何回报;或根据债权人和债务人双方的协定,全部或部分减免债务人的财务负债,但债权人从不从债务减免中得到任何回报。如果采取现金形式,则大多表现为投资捐赠,即交易一方向非居民提供购置某项固定资产的全部或部分资金。因此,交易是与一方或双方进行的某项固定资产的收买或放弃相联系,或以此为存在条件的。在资本转移中,受援者的总固定资产得到了增加。资本转移主要包括两种:一种是政府部门的资本转移,如债务减免、投资捐赠、资本转移的税款、向非居民支付的大规模资本损失或未保险严重事故的赔偿等;另一种是其他部门的资本转移,如移民转移(移民进入新经济体系所造成的货物流量及金融项目的变化)、债务减免、其他转移(投资增款、补偿支付、税款、巨额捐赠)等。

(2) 非生产资产的交易。非生产资产的交易是指货物和服务的生产所需要的,但不是生产创造出来的资产(土地和自然资源等)的交易。

(3) 非金融资产的交易。非金融资产的交易是指无形资产的交易,如专利、版权、商标、经销权及其他可转让合同。

2. 金融账户

金融账户记录经济体对外的资产和负债所有权变更的所有权交易。根据功能不同,可将金融账户分为直接投资、证券投资、储备资产和其他投资四类。

(1) 直接投资。直接投资者的目的是获取本国以外的企业经营权的投资。它可以采取直接在国外投资建立企业的形式,也可以采取购买非居民企业一定比例股票的形式,还可以采取将投资利润进行再投资的形式。

例如,我国某公司买入一家美国公司 40% 的普通股股票,用去 800 万美元,用我国银行的支票支付。这笔交易表明我国公司获得了外国公司的控股权,对外直接投资增加,应记入借方;贷方则反映了我国对外负债的增加。记账(单位:美元)如下:

借:直接投资	8 000 000
贷:对外负债	8 000 000

(2) 证券投资。证券投资是指购买非居民国政府的长期债券、非居民国公司的股票和债券等。这里应指出的是,IMF 规定,拥有非居民国企业的股权达到 10% 时为直接投资,我国则规定达到 25% 时才为直接投资。

例如,我国某公司用 300 万美元购买一家美国公司 15% 的普通股股票。这笔交易反映我国对外证券投资的增加,应记入借方;同时,反映我国对外负债的增加,应记入贷方。记账(单位:美元)如下:

借:证券投资	3 000 000
贷:对外负债	3 000 000

(3) 储备资产。储备资产又称官方储备或国际储备,是指一国货币当局(主要指中央银行)所拥有的,可用于满足国际收支平衡需要的对外资产。它主要包括货币性黄金、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸和外汇资产等官方对外资产。官方储备的增加额记入借方,官方储备的减少额记入贷方。

① 黄金,指货币当局所持有的货币性黄金。货币性黄金的交易仅在货币当局与其他国家的货币当局之间进行,或者在一国货币当局与国际货币基金组织之间进行。

② 特别提款权,是国际货币基金组织所发行的一种记账单位。各国所分配的特别提款权是国际收支的一项收入。根据国际货币基金组织的规定,当会员国发生国际收支逆差时,可以动用特别提款权来偿还。因此,特别提款权是一项补充的国际储备资产。

③ 在国际货币基金组织的储备头寸。国际货币基金组织成员国在基金组织的普通资金账户的头寸,记在储备资产的分类项目下,这就是该成员国的储备头寸。它包括两部分:一是一国向国际货币基金组织的认缴份额中用以兑换货币交纳的部分,二是国际货币基金组织可以随时偿还的该国对基金组织的贷款。

④ 外汇资产,是指一国货币当局对非居民的债权。其形式表现为货币、银行存款、政府的有价证券、中长期债券、货币市场工具、派生金融产品及中央银行之间或政府之间的各种安排下的不可交易的债权。

(4) 其他投资。凡不包括在直接投资、证券投资和储备资产中的一切资本交易均在此记录。这些资本交易除政府贷款、银行贷款和贸易融资等长短期贷款外,还包括货币、存款、短期票据等。

需要注意的是,通常所说的资本项目可兑换中的资本项目,实际上是指金融账户中的各个项目。因为在以前的国际收支账户分类中,资本账户相当于现在的金融账户,由于习惯,

在很多场合还是沿用“资本项目”这一名称。

(三) 平衡账户

平衡账户(balancing account)是一个为了平衡经常项目与资本项目“缺口”而设置的调节性账户,它包括官方储备资产、误差与遗漏两个子项目。

1. 官方储备资产

官方储备资产又称为国际储备交易,是一国货币当局直接掌握并可以随时动用的,主要用于平衡一国国际收支水平和稳定汇率的系列金融资产。它包括外汇储备、货币性黄金、在国际货币基金组织的储备头寸和国际货币基金组织分配给成员国而未提用的特别提款权。应当注意的是,反映在国际收支平衡表上的官方储备资产是增减额而不是持有额,即表上的官方储备数字只反映编表期限内该国国际储备的变动情况。当一国的国际收支出现差额时,该国就可以通过动用黄金、外汇或增减国际债权债务来平衡。出于调整整个项目的需要,人们通常习惯于用负号来表示官方储备的增加,而用正号来表示官方储备的减少,这与一般意义上正、负号的含义刚好相反。

2. 误差与遗漏

误差与遗漏账户不是交易产生的,而是为了解决借贷双方的不平衡,出于会计上的需要而人为设置的。根据复式记账原则,所有账户的借方总额和所有账户的贷方总额应该是相等的。但是,由于各种国际经济交易的统计资料来源不一,有的数据甚至还来自估算,加上一些人为的因素(有些数据须保密,不宜公开)等,平衡表实际上不可避免地会出现借方余额或贷方余额。基于会计上的需要,一般就人为地设置一个账户以抵消统计的偏差。如果借方总额大于贷方总额,则误差与遗漏这一项放在贷方;反之,则这一项放在借方。

例如,某年记录我国国际收支平衡表中贷方大于借方,发生误差与遗漏的数额为 184.22 亿美元。记账(单位:美元)如下:

借:误差与遗漏	18 422 000 000
贷:贷方大于借方差额	18 422 000 000

三、国际收支平衡表的记账应用

(一) 国际收支平衡表中各项目之间的关系

根据国际收支平衡表中各项的性质,国际收支平衡表各项目之间的关系可用以下三个等式来表示

$$C+K=R+E \quad (1-1)$$

$$(C+K)-R=E \quad (1-2)$$

$$(C+K)-(R+E)=0 \quad (1-3)$$

式中, C 为经常项目; K 为资本与金融项目; R 为官方储备; E 为误差与遗漏。

式(1-1)表明自主性交易与调节性交易的数额相等,方向相反。

式(1-2)表明了“误差与遗漏”数量的计算方法,即“误差与遗漏”是运用了官方储备(R)弥补自主性交易($C+K$)的缺口后的差额。从这里可以看出,它完全是一个为了会计上的需要而人为设置的平衡项目。

式(1-3)表明整个国际收支平衡表的净差额应为零。

(二) 借贷原理简介

国际收支平衡表中的项目分类及各项目之间的关系如表 1-1 和图 1-1 所示。

表 1-1 国际收支平衡表中的项目分类

账 户	项 目	借 方	贷 方
经常账户	商品	进口总额	出口总额
	劳务	劳务输入	劳务输出
	收益	外国在本国所获报酬	本国从国外获得报酬
本国对外国无偿转移		外国对本国无偿转移	
资本账户	资本	资本流出	资本流入

贷方 (-) 借方 (+)		
+ 商口进口	有形贸易差额	
- 商品出口		
= 贸易差额		
+ 无形收入	无形贸易差额	经常项目差额
- 无形支出		
+ 无偿转移收入		经常与资本项目差额
- 无偿转移支出		
= 经常账户差额		
+ 长期资本流入	资本项目差额	
- 长期资本流出		
= 长期资本流动差额		
+ 私人短期资本流入	私人短期资本流动差额	
- 私人短期资本流出		
= 私人短期资本流动差额		
+ 官方借款	官方平衡性交易	
- 官方贷款		
= 结算差额		
+ 储备减少	储备变化	
- 储备增加		
= 0		

图 1-1 国际收支平衡表中各项目的关系

四、国际收支记账综合举例

现以 A 国为例,列举九笔交易来说明国际收支账户的记账方法(分录中的数字单位为美元)。

(1) A 国企业出口价值 500 万美元的商品,这一出口行为导致该企业在本国银行的外汇存款增加。

分析:商品出口意味着本国的资产减少,记入商品出口贷方;同时,就资本的流动而言,本国银行的外汇存款增加,意味着本国对外国的短期债权增加,应记入借方。根据《国际收支手

册》(第六版)的规定,该笔业务属于金融账户中的其他投资账户。因此,该笔业务的分录如下:

借:其他投资——本国银行的外汇存款	5 000 000
贷:商品出口	5 000 000

(2) A 国一企业从国外进口一批物资,价值 180 万美元,从其国外账户中支付。

分析:进口商品意味着本国的资产增加,记入借方;货款从其国外账户中支付,减少了其在国外的资产,即本国在国外的资产减少,记入贷方。因此,该笔业务的分录如下:

借:商品进口	1 800 000
贷:其他投资——本国在国外银行的存款	1 800 000

(3) A 国一居民到国外旅游,花销 10 万美元,这笔费用从该居民的国外存款账户中扣除。

分析:A 国居民到国外旅游花费的 10 万美元,相当于他从国外进口了 10 万美元的服务,应记入服务进口的借方;而其花费是减少了在国外的存款,即本国在国外资产的减少,记入其他投资的贷方。因此,该笔业务的分录如下:

借:服务进口	100 000
贷:其他投资——本国在国外银行的存款	100 000

(4) A 国企业出口价值 80 万美元的商品,3 个月后收到货款。

分析:与(1)一样,该行为属于商品出口,记入商品出口的贷方;关于资本的流动,3 个月收到货款可以被看作向进口商提供了一项 3 个月的短期信贷,属于本国在国外资产的增加,记入其他投资的借方。因此,该笔业务的分录如下:

借:其他投资——贸易短期信贷	800 000
贷:商品出口	800 000

(5) A 国石油进口商租用 B 国经营的一艘油轮,租金 30 万美元,用国外存款支付。

分析:从国外获得运输劳务,记入借方;用国外存款支付,则本国在国外的资产减少,记入贷方。因此,该笔业务的分录如下:

借:运输支出	300 000
贷:其他投资——本国在国外银行的存款	300 000

(6) 外商拟投入 2 000 万美元进入 A 国投资兴办一家合资企业,所占股份为 15%。其中,以设备的方式投入 1 200 万美元,另 800 万美元以汇款的方式投资。

分析:2 000 万美元投资建立企业属于国际直接投资,相当于外国在本国资产的增加,应记入国际直接投资的贷方。其中,1 200 万美元的设备投入,相当于从国外进口了相同价值的物资,记入商品进口借方;800 万美元的汇款相当于对外国短期负债的增加,记入其他投资的借方。因此,该笔业务的分录如下:

借:商品进口	12 000 000
其他投资——本国银行的外汇存款	8 000 000
贷:外国长期资本流入(国际直接投资)	20 000 000

(7) A 国政府动用外汇储备 50 万美元向某国提供无偿援助,另提供相当于 40 万美元的帐篷和药品援助。

分析:动用 50 万美元的外汇储备,是外汇储备的减少,相当于本国在国外资产的减少,记入外汇储备资产的贷方。40 万美元的物品援助,相当于商品的出口,记入贷方。该两笔业务都是 A 国政府的无偿援助行为,均属于经常转移,记入借方。因此,该笔业务的分录如下:

借:经常转移(政府经常转移)	900 000
----------------	---------

贷:外汇储备	500 000
商品出口	400 000

(8) A 国居民动用其在外国的存款 35 万美元,用以购买外国公司的普通股股票。

分析:购买外国公司的普通股股票是一种证券投资行为,增加了本国在外国的资产,记入证券投资的借方;动用国外的存款,相当于该国在国外资产的减少,记入其他投资的贷方。因此,该笔业务的分录如下:

借:证券投资	350 000
贷:其他投资——本国在国外银行的存款	350 000

(9) A 国某企业在国外投资所得利润 200 万美元。其中,150 万美元用于当地的再投资,16 万美元用于购买当地的商品后运回国内,34 万美元汇回国内办理结汇。

分析:投资所得利润是一种收入,属于资本流入,记入贷方;利润用于再投资可以看作再一次的直接投资行为,记入直接投资的借方;购买商品运回国内相当于进口一批等值的商品,可以看成商品的进口,记入借方;34 万美元汇回国内结汇,会使本国官方储备中的外汇资产增加,记入借方。因此,该笔业务的分录如下:

借:商品进口	160 000
官方储备	340 000
对外长期投资(直接投资)	1 500 000
贷:海外投资利润收入	2 000 000

根据上述各笔交易编制成一个完整的国际收支平衡表,如表 1-2 所示。

表 1-2 A 国的国际收支平衡表

单位:万美元

项 目	借方(-)	贷方(+)	差 额
一、经常项目	1 526	820	-706
1. 商品和服务	1 436	620	-816
商品	(2) 180 + (6) 1 200 + (9) 16	(1) 500 + (4) 80 + (7) 40	-776
服务	40		-40
运输	(5) 30		-30
服务	(3) 10		-10
2. 收入		(9) 200	200
3. 经常转移	90		-90
官方无偿转移	(7) 90		-90
二、资本与金融项目	1 565	2 255	690
1. 直接投资	(9) 150	(6) 2 000	1 850
2. 证券投资	(8) 35		-35
3. 其他投资	(1) 500 + (4) 80 + (6) 800	(2) 180 + (3) 10 + (5) 30 + (8) 35	-1 125
三、官方储备资产	(9) 34	(7) 50	16
各项合计	3 125	3 125	0

五、我国国际收支平衡表的编制

我国从 20 世纪 80 年代初开始编制国际收支平衡表,表 1-3 节选了 2007—2016 年的国际收支情况。

表 1-3 中国国际收支平衡表(年度表)

单位:亿美元

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
1. 经常账户	3 532	4 206	2 433	2 378	1 361	2 154	1 482	2 360	3 042	1 964
贷方	13 832	16 597	14 006	17 959	22 087	23 933	25 927	27 434	26 193	24 546
借方	-10 300	-12 391	-11 574	-15 581	-20 726	-21 779	-24 445	-25 074	-23 151	-22 583
1. A 货物和服务	3 080	3 488	2 201	2 230	1 819	2 318	2 354	2 213	3 579	2 499
贷方	12 571	14 953	12 497	16 039	20 089	21 751	23 556	24 629	23 602	21 979
借方	-9 490	-11 465	-10 296	-13 809	-18 269	-19 432	-21 202	-22 416	-20 023	-19 480
1. A. a 货物	3 028	3 445	2 355	2 381	2 287	3 116	3 590	4 350	5 762	4 941
贷方	11 227	13 346	11 191	14 781	18 078	19 735	21 486	22 438	21 428	19 895
借方	-8 199	-9 901	-8 836	-12 400	-15 791	-16 619	-17 896	-18 087	-15 666	-14 954
1. A. b 服务	52	44	-153	-151	-468	-797	-1 236	-2 137	-2 183	-2 442
贷方	1 353	1 633	1 436	1 783	2 010	2 016	2 070	2 191	2 174	2 084
借方	-1 301	-1 589	-1 589	-1 934	-2 478	-2 813	-3 306	-4 329	-4 357	-4 526
1. A. b. 1 加工服务	199	233	215	251	263	256	232	213	203	184
贷方	199	233	216	252	265	257	233	214	204	185
借方	0	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-2	-2
1. A. b. 2 维护和维修服务	0	0	0	0	0	0	0	0	23	32
贷方	0	0	0	0	0	0	0	0	36	52
借方	0	0	0	0	0	0	0	0	-13	-20
1. A. b. 3 运输	-120	-119	-230	-290	-449	-469	-567	-579	-467	-468
贷方	313	384	236	342	356	389	376	382	386	338
借方	-433	-503	-466	-633	-804	-859	-943	-962	-853	-806
1. A. b. 4 旅行	74	47	-40	-91	-241	-519	-769	-1 833	-2 049	-2 167
贷方	372	408	397	458	485	500	517	440	450	444

续表

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
借方	-298	-362	-437	-549	-726	-1 020	-1 286	-2 273	-2 498	-2 611
1. A. b. 5 建设	25	60	36	94	110	86	68	105	65	42
贷方	54	103	95	145	147	122	107	154	167	127
借方	-29	-44	-59	-51	-37	-36	-39	-49	-102	-85
1. A. b. 6 保险和养老金服务	-98	-114	-97	-140	-167	-173	-181	-179	-38	-88
贷方	9	14	16	17	30	33	40	46	50	41
借方	-107	-127	-113	-158	-197	-206	-221	-225	-88	-129
1. A. b. 7 金融服务	-3	-3	-3	-1	1	0	-5	-4	-3	11
贷方	2	3	4	13	8	19	32	45	23	32
借方	-6	-6	-6	-14	-7	-19	-37	-49	-26	-20
1. A. b. 8 知识产权使用费	-78	-97	-106	-122	-140	-167	-201	-219	-209	-228
贷方	3	6	4	8	7	10	9	7	11	12
借方	-82	-103	-111	-130	-147	-177	-210	-226	-220	-240
1. A. b. 9 电信、计算机和信息服务	22	31	33	64	89	108	95	94	131	127
贷方	55	78	77	105	139	162	171	202	245	254
借方	-33	-47	-44	-41	-50	-55	-76	-107	-114	-127
1. A. b. 10 其他商业服务	32	6	40	89	72	87	99	282	189	147
贷方	336	392	382	432	564	510	572	689	584	580
借方	-304	-386	-341	-343	-492	-424	-473	-407	-395	-432
1. A. b. 11 个人、文化和娱乐服务	2	2	-2	-2	-3	-4	-6	-7	-12	-14
贷方	3	4	1	1	1	1	1	2	7	7
借方	-2	-3	-3	-4	-4	-6	-8	-9	-19	-21
1. A. b. 12 别处未提及的政府服务	-3	-3	1	-2	-3	-1	0	-10	-15	-20

续表

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
贷方	6	7	9	10	8	10	12	11	11	12
借方	-9	-9	-8	-11	-11	-10	-12	-20	-26	-32
1. B 初次收入	80	286	-85	-259	-703	-199	-784	133	-411	-440
贷方	835	1 118	1 083	1 424	1 443	1 670	1 840	2 394	2 232	2 258
借方	-754	-832	-1 168	-1 683	-2 146	-1 869	-2 624	-2 261	-2 643	-2 698
1. B.1 雇员报酬	43	64	72	122	150	153	161	258	274	207
贷方	68	91	92	136	166	171	178	299	331	269
借方	-25	-27	-21	-15	-16	-18	-17	-42	-57	-62
1. B.2 投资收益	37	222	-157	-381	-853	-352	-945	-125	-691	-650
贷方	766	1 027	990	1 288	1 277	1 500	1 662	2 095	1 893	1 984
借方	-729	-805	-1 147	-1 669	-2 130	-1 851	-2 607	-2 219	-2 584	-2 634
1. B.3 其他初次收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
贷方	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
借方	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2
1. C 二次收入	371	432	317	407	245	34	-87	14	-126	-95
贷方	426	526	426	495	556	512	532	411	359	309
借方	-55	-94	-110	-88	-311	-477	-619	-397	-486	-404
2. 资本和金融账户	-3 665	-4 394	-2 019	-1 849	-1 223	-1 283	-853	-1 692	-912	263
2.1 资本账户	31	31	39	46	54	43	31	0	3	-3
贷方	33	33	42	48	56	45	45	19	5	3
借方	-2	-3	-3	-2	-2	-3	-14	-20	-2	-7
2.2 金融账户	-3 696	-4 425	-2 058	-1 895	-1 278	-1 326	-883	-1 691	-915	267
资产	-6 371	-6 087	-4 283	-6 536	-6 136	-3 996	-6 517	-5 806	95	-2 174

续表

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
负债	2 676	1 662	2 225	4 641	4 858	2 670	5 633	4 115	-1 010	2 441
2.2.1 非储备性质的金融账户	911	371	1 945	2 822	2 600	-360	3 430	-514	-4 345	-4 170
资产	-1 764	-1 291	-280	-1 819	-2 258	-3 030	-2 203	-4 629	-3 335	-6 611
负债	2 676	1 662	2 225	4 641	4 858	2 670	5 633	4 115	-1 010	2 441
2.2.1.1 直接投资	1 391	1 148	872	1 857	2 317	1 763	2 180	1 450	681	-466
2.2.1.1.1 资产	-172	-567	-439	-580	-484	-650	-730	-1 231	-1 744	-2 172
2.2.1.1.1.1 股权	-130	-364	-286	-622	-577	-728	-882	-1 424	-1 039	-1 484
2.2.1.1.1.2 关联企业债务	-42	-204	-153	43	92	78	153	193	-705	-688
2.2.1.1.2 负债	1 562	1 715	1 311	2 437	2 801	2 412	2 909	2 681	2 425	1 706
2.2.1.1.2.1 股权	1 391	1 441	1 270	2 256	2 508	2 145	2 654	2 108	2 118	1 642
2.2.1.1.2.2 关联企业债务	171	274	41	181	293	267	255	573	307	64
2.2.1.2 证券投资	164	349	271	240	196	478	529	824	-665	-622
2.2.1.2.1 资产	-45	252	-25	-76	62	-64	-54	-108	-732	-1 034
2.2.1.2.1.1 股权	-152	-22	-406	-84	11	20	-25	-14	-397	-385
2.2.1.2.1.2 债券	107	274	381	8	51	-84	-28	-94	-335	-649
2.2.1.2.2 负债	210	97	296	317	134	542	582	932	67	412
2.2.1.2.2.1 股权	185	85	291	314	53	299	326	519	150	189
2.2.1.2.2.2 债券	25	12	5	3	81	243	256	413	-82	223
2.2.1.3 金融衍生工具	0	0	0	0	0	0	0	0	-21	-47
2.2.1.3.1 资产	0	0	0	0	0	0	0	0	-34	-69
2.2.1.3.2 负债	0	0	0	0	0	0	0	0	13	22
2.2.1.4 其他投资	-644	-1 126	803	724	87	-2 601	722	-2 788	-4 340	-3 035
2.2.1.4.1 资产	-1 548	-976	184	-1 163	-1 836	-2 317	-1 420	-3 289	-825	-3 336

续表

项 目	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
2.2.1.4.1.1 其他股权	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2.1.4.1.2 货币和存款	-63	-240	20	-580	-1 155	-1 048	-74	-1 856	-550	-435
2.2.1.4.1.3 贷款	-208	-185	31	-210	-453	-653	-319	-738	-475	-1 147
2.2.1.4.1.4 保险和养老金	0	0	0	0	0	0	0	0	-32	-3
2.2.1.4.1.5 贸易信贷	-238	59	-343	-616	-710	-618	-603	-688	-460	-1 008
2.2.1.4.1.6 其他	-1 039	-610	476	244	482	3	-423	-8	692	-743
2.2.1.4.2 负债	904	-150	619	1 887	1 923	-284	2 142	502	-3 515	301
2.2.1.4.2.1 其他股权	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2.1.4.2.2 货币和存款	408	27	116	603	483	-594	758	814	-1 226	102
2.2.1.4.2.3 贷款	173	36	71	791	1051	-168	934	-343	-1 667	-196
2.2.1.4.2.4 保险和养老金	0	0	0	0	0	0	0	0	24	-6
2.2.1.4.2.5 贸易信贷	291	-190	321	495	380	423	449	-21	-623	162
2.2.1.4.2.6 其他	31	-23	6	-3	10	54	0	52	-24	239
2.2.1.4.2.7 特别提款权	0	0	106	0	0	0	0	0	0	0
2.2.2 储备资产	-4 607	-4 795	-4 003	-4 717	-3 878	-966	-4 314	-1 178	3 429	4 437
2.2.2.1 货币黄金	0	0	-49	0	0	0	0	0	0	0
2.2.2.2 特别提款权	-1	0	-111	-1	5	5	2	1	-3	3
2.2.2.3 在国际货币基金组织的储备头寸	2	-12	-23	-21	-34	16	11	10	9	-53
2.2.2.4 外汇储备	-4 609	-4 783	-3 821	-4 696	-3 848	-987	-4 327	-1 188	3 423	4 487
2.2.2.5 其他储备资产	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. 净误差与遗漏	133	188	-414	-529	-138	-871	-629	-669	-2 130	-2 227

第三节 国际收支调节理论

国际收支调节理论是国际金融学的基础理论,它起源于15~16世纪重商主义时期,到20世纪30年代形成了较为系统的研究国际收支不平衡原因及其调节机制的理论方法。自20世纪40年代以后,国际收支调节理论不断发展并趋于完善,相继出现了弹性论、乘数论、吸收论、货币论等各种理论学说。这些理论学说为各国政府调节国际收支,维持经济均衡与协调发展提供了理论指导依据。

一、托马斯·孟的贸易差额论

重商主义者认为,贵金属(黄金和白银)是财富的唯一形态,聚集财富的主要途径是国际贸易顺差,即外贸顺差。在重商主义者中创立贸易差额论的应首推托马斯·孟,他在《英国得自对外贸易的财富》一书中提到,在贸易过程中必须恪守贸易顺差原则,强调卖大于买。但他比其他重商主义者先进之处在于提出了总贸易差额论,即在对个别国家贸易中,允许贸易收支逆差存在,只要总的贸易差额保持顺差就可以。另外,允许国家在某一时期从对外贸易中取得的货币入不敷出,只要贸易平衡的最终结果是货币流回国内使财富增多。托马斯·孟还提到了非贸易收支和转移支付,他指出影响一国对外贸易平衡的不仅仅是贸易收支,还包括“海关人员未能予以留意而记入账内的因素”。例如:①旅客费用,②馈赠礼物,③走私货物,④外汇兑换的货币利息及货物、人身保险所获的利益,⑤汇往国外的货币,⑥外国捐赠,⑦进出口货物运费、利润等。显然,上述②、③、⑤、⑥是转移支付;而①、④、⑦是非贸易收支项目。

此外,托马斯·孟还主张用复式记账法编制贸易平衡表,它包括了前述所有内容。从表的结构和记账方法来看,该平衡表与现代国际收支平衡表几乎完全一致。应指出的是,贸易差额论严格来说并不是现代意义的国际收支调节理论,但托马斯·孟的学术思想可以被看作国际收支调节理论发展的起源。

二、休谟的国际收支自动调节理论

1752年,英国经济学家大卫·休谟在《论贸易平衡》中提出了“价格-铸币流动机制”,奠定了古典经济学中的国际收支自动调节理论。他认为,在金本位制度下,价格变动对国际收支失衡具有自动调节作用。因为每一国的货币供给是由黄金本身或以黄金为基础的纸币构成的,黄金在国际间可以自由流动。因此,当一国国际收支出现赤字时,由于国际支付使外汇汇率上升至黄金输出点,该国黄金就会外流,随着黄金减少,其国内货币供给下降,而盈余国的货币供给却增加。当赤字国的通货由于黄金流通数量减少而增值时,物价水平下降,价格下降也使出口商品成本降低,从而获得对外国竞争者的价格优势,进口减少,导致了该国的国际收支逆差逐步消除。反之,当一国国际收支出现盈余时,则会使外汇汇率下降至黄金输入点,该国通货会随黄金流入量增多而贬值,社会对商品需求量增加,物价上涨,最终导致出口减少进口增加,黄金外流,消除了该国的国际收支盈余。

可见,任何国家都不能维持永久的国际收支顺差,而逆差国也不必担心会长期失去它的全部货币供给。但是,“价格-铸币流动机制”的实现要具备以下四个前提条件:

- (1) 不存在大量失业;否则,货币供给量的变化很难导致物价相应变动。
- (2) 没有国际资本流动;否则,国际收支失衡未必引发黄金流动。
- (3) 金本位制的货币纪律必须各国都遵守。各国一方面不能限制黄金自由流动,另一方面在出现国际收支失衡时不应对其货币供给施加相反的影响,如赤字国紧缩信用而盈余国扩大信用。
- (4) 无论赤字国还是盈余国,其进出口均须具有较高的价格弹性,以便进出口数量能对价格变动产生有效的反应。

三、国际收支调节的弹性论

弹性论(elasticity approach)即弹性分析法,主要是由英国剑桥大学经济学家琼·罗宾逊在马歇尔微观经济学和局部均衡分析方法的基础上发展起来的。它着重考虑货币贬值取得成功的条件及其对贸易收支和贸易条件的影响。

(一) 弹性的基本类型

价格变动会影响需求和供给数量的变动。需求量变动的百分比与价格变动的百分比之比称为需求对价格的弹性,简称需求弹性。供给量变动的百分比与价格变动的百分比之比称为供给对价格的弹性,简称供给弹性。在进出口方面有四个弹性,分别介绍如下:

- (1) 进口商品的需求弹性(E_m)。其公式为 $E_m = \text{进口商品需求量变动率} / \text{进口商品价格变动率}$ 。
- (2) 出口商品的需求弹性(E_x)。其公式为 $E_x = \text{出口商品需求量变动率} / \text{出口商品价格变动率}$ 。
- (3) 进口商品的供给弹性(S_m)。其公式为 $S_m = \text{进口商品供给量变动率} / \text{进口商品价格变动率}$ 。
- (4) 出口商品的供给弹性(S_x)。其公式为 $S_x = \text{出口商品供给量变动率} / \text{出口商品价格变动率}$ 。

可见,所谓弹性,实质上就是一种比例关系。这种比例关系的值越高,就称弹性越高;反之,这种比例关系的值越低,就称弹性越低。

(二) 马歇尔-勒纳条件

货币贬值会引起进出口商品的价格变动,进而引起进出口商品的数量发生变动,最终引起贸易收支发生变动。贸易收支额的变化取决于两个因素:一是由贬值引起的进出口商品单位价格的变化,二是由进出口单价引起的进出口商品数量的变化。

马歇尔-勒纳条件(Marshall-Lerner condition)研究的是在什么样的情况下,贬值才能导致贸易收支的改善。现举例说明,假定中国为本国,美国为外国,人民币汇价从 $\$1/\text{¥}6$ 贬值到 $\$1/\text{¥}8$,由此引起出口商品美元单价和出口数量变化的一组数据,如表 1-4 所示。

表 1-4 不同弹性条件下贬值对出口收入(美元)的影响

假设情境	出口商品的国内单价	汇价	出口商品的美元单价	出口数量(个)	出口的外币(美元)收入	价格变动率(%)	出口数量变动率(%)
0	¥6	\$1/¥6	\$1	1 000	\$1 000	—	—
1	¥6	\$1/¥8	\$0.75	1 200	\$ 900	-25%	20%
2	¥6	\$1/¥8	\$0.75	1 400	\$1 050	-25%	40%

从表 1-4 中可以看出,在第 1 种情况下,人民币汇价从 \$1/¥6 贬值到 \$1/¥8,折算成美元的出口商品单价相应地从 1 美元下降到 0.75 美元。由于价格的下降,假定出口数量从 1 000 个增加到 1 200 个,结果出口的美元收入不但没有增加,反而从 1 000 美元下降到 900 美元。只有在第 2 种情况下,出口数量从 1 000 个增加到 1 400 个时,出口的美元收入才从 1 000 美元增加到 1 050 美元。这个例子说明,当出口数量的变动率小于贬值引起的价格变动率时(出口需求弹性小于 1,第 1 种情况),出口的美元收入不能增加;而当出口数量的变动率大于贬值引起的价格变动率时(出口需求弹性大于 1,第 2 种情况),出口的美元收入才能增加。

马歇尔-勒纳条件是指货币贬值后,只有出口商品的需求弹性和进口商品的需求弹性之和大于 1,贸易收支才能改善,即贬值取得成功的必要条件是 $E_x + E_m > 1$ 。

(三) 贬值与供给反应——J 曲线效应

在实际经济生活中,当汇率发生变化时,进出口的实际变动情况还要取决于供给对价格的反应程度。即使在马歇尔-勒纳条件成立的情况下,贬值也不能马上改善贸易收支。相反,货币贬值后的头一段时间,贸易收支反而可能会恶化。为什么贬值对贸易收支的有利影响要经过一段时滞后才能反映出来呢?原因如下:

(1) 在贬值之前已签订的贸易协议仍然必须按原来的数量和价格执行。贬值后,凡以外币定价的进口,折成本币后的支付将增加;凡以本币定价的出口,折成外币的收入将减少。换言之,在贬值前已签订但在贬值后执行的贸易协议下,出口数量不能增加以冲抵出口价格的下降,进口数量不能减少以冲抵进口价格的上升。于是,贸易收支趋向恶化。

(2) 即使在贬值后签订的贸易协议,出口增长仍然要受认识、决策、资源、生产等周期的影响。至于进口方面,进口商有可能会认为现在的贬值是以后进一步贬值的前奏,从而加速订货。

在短期内,由于上述种种原因,贬值之后有可能使贸易收支首先恶化。过一段时间以后,待出口供给和进口需求做了相应的调整后,贸易收支才慢慢开始改善。出口供给的调整时间,一般被认为需要半年至 1 年。整个过程用曲线描述出来,呈字母 J 形,如图 1-2 所示。因此,在马歇尔-勒纳条件成立的情况下,贬值对贸易收支改善的时滞效应,被称为 J 曲线效应。

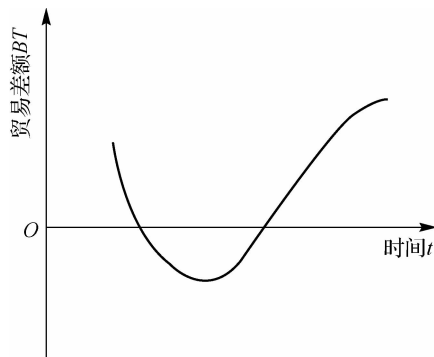


图 1-2 J 曲线效应

(四) 贬值对贸易条件的影响

贸易条件又称交换比价,是指出口商品单位价格指数与进口商品单位价格指数之间的比例。用公式表示为

$$T = P_x / P_m$$

式中, T 为贸易条件; P_x 为出口商品单位价格指数; P_m 为进口商品单位价格指数。

贸易条件表示的是一国对外交往中价格变动对实际资源的影响。当贸易条件 T 上升时,称该国的贸易条件改善,它表示该国出口相同数量的商品可换回较多数量的进口商品;当贸易条件 T 下降时,称该国的贸易条件恶化,它表示该国出口相同数量的商品可换回较少数量的进口商品。因此,当贸易条件恶化时,实际资源将会流失。

贬值带来相对价格的变化,至于它究竟是改善还是恶化贸易条件,取决于进出口商品的供求弹性。如果 $S_x S_m > E_x E_m$, 贸易条件恶化;如果 $S_x S_m < E_x E_m$, 贸易条件改善;如果 $S_x S_m = E_x E_m$, 贸易条件不变。

这些结论是同以下四种假定情况相关的:

- (1) 在供给弹性趋于无限大时,进口价格上涨,出口价格不变,贸易条件将恶化。
- (2) 在供给弹性趋于无限小(等于零)时,进口价格不变,出口价格上升,贸易条件可以改善。
- (3) 当需求弹性趋于无限大时,出口价格上升,进口价格不变,贸易条件可以改善。
- (4) 当需求弹性趋于无限小(等于零)时,出口价格不变,进口价格上升,贸易条件可以改善。

需要指出的是,货币贬值对贸易条件的上述影响,是理论推导的结果,它有待更充分的实证检验。事实上,货币贬值对贸易条件的影响,在不同的国家是不一样的,很难做出一般的判断。一般来说,贬值,或使一国的贸易条件不变,或使一国的贸易条件恶化,而改善一国贸易条件的例子是极其罕见的。

另外,弹性论存在一定的局限性。对弹性论的批评主要在于弹性论是建立在局部均衡分析法的基础上的,它仅局限于分析汇率变化对进出口市场的影响,而忽视了汇率变化对社会总支出和总收入的影响,因而具有很大的局限性。实际上,弹性论的上述局限是同历史发展的背景有关的。弹性论出现在 20 世纪 30 年代,当时宏观经济学体系尚未建立,因此,弹性论以微观经济学为基础是必然的。

弹性论的主要缺点是未明确区分不同货币可能带来的不同结果,常常使人误入歧途。现举例说明这一问题,贬值对美元和人民币出口收入、进口支付的影响如表 1-5 和表 1-6 所示。

表 1-5 贬值对美元和人民币出口收入的影响

假设情境	出口商品的国内单价	汇价	出口商品的美元单价	出口数量	出口的美元收入	出口的人民币收入	价格变动率	出口数量变动率	出口需求弹性(取绝对值)
0	¥6	\$1/¥6	\$1	1 000	\$1 000	¥6 000	—	—	—
1	¥6	\$1/¥8	\$0.75	1 200	\$900	¥7 200	-25%	20%	$ 20\% / -25\% = 0.8$ (小于 1)
2	¥6	\$1/¥8	\$0.75	1 400	\$1 050	¥8 400	-25%	40%	$ 40\% / -25\% = 1.6$ (大于 1)

从表 1-5 中可以看出,在第 1 种情况下,出口需求弹性小于 1,以美元衡量的出口收入减少了 100 美元。但是,以人民币衡量的出口收入却增加了 1 200 元。这就是说,不论出口需求弹性是否大于 1,以本国货币和外国货币来衡量出口收入,结果可能是相反的。

表 1-6 贬值对美元和人民币进口支付的影响

假设情境	进口商品的美元单价	汇价	进口商品的国内单价	进口数量	进口的美元支出	进口的人民币支出	价格变动率	进口数量变动率	进口需求弹性(取绝对值)
0	\$ 10	\$ 1/¥6	¥60	1 000	\$ 10 000	¥60 000	—	—	—
1	\$ 10	\$ 1/¥8	¥80	800	\$ 8 000	¥64 000	33%	-20%	$ -20\%/33\% = 0.6$ (小于 1)
2	\$ 10	\$ 1/¥8	¥80	600	\$ 6 000	¥48 000	33%	-40%	$ -40\%/33\% = 1.2$ (大于 1)

从表 1-6 中可以看出,在第 1 种情况下,进口需求弹性非常低,仅为 0.6,此时进口的人民币支出增加了 4 000 元,进口的美元支出却减少了 2 000 美元。因此,在进口方面,用不同的货币衡量贬值对进口支付的影响,也可能有相反的结果。

如果把出口收入和进口支付结合起来考察,还会进一步发现弹性论的缺陷。弹性论假定,在进出口需求弹性之和大于 1 时,贬值可以导致出口收入增加、进口支付减少、贸易收支得到改善。将表 1-5 和表 1-6 结合起来看,在第 1 种情况下,进出口需求弹性之和等于 1.4(0.8+0.6),大于 1。然而,以美元衡量,出口收入没有增加,反而减少了 100 美元,进口支付减少了 2 000 美元。两项合计,贸易收支改善了 2 100 美元。但是,若以人民币衡量,出口收入增加了 1 200 元,进口支付增加了 4 000 元。两项合计,贸易收支恶化了 2 800 元。

【课堂思考】 如果把上例中出口商品的国内单价改为 80 元,把进口商品的美元单价改为 1 美元,在进出口商品需求弹性之和不变的情况下,以美元衡量的贸易收支是改善还是恶化? 另外,就贬值对贸易条件的影响而言,以不同货币衡量的贸易条件是否会发生程度不同甚至方向相反的变化?

四、国际收支调节的吸收论

吸收论(absorption approach)又称吸收分析法或支出分析法,它是当时在国际货币基金组织工作的西德尼·亚历山大在凯恩斯宏观经济学的基础上于 1952 年提出的。他从凯恩斯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,并在此基础上提出国际收支调节的相应政策主张。

(一) 吸收论的基本理论

按照凯恩斯的理论,国民收入与国民支出的关系可以表述为

$$\text{国民收入}(Y) = \text{国民支出}(E)$$

在封闭经济的条件下,则有:

$$\text{国民支出}(E) = \text{消费}(C) + \text{投资}(I) = \text{国民收入}(Y)$$

在开放经济条件下,把对外贸易也考虑进去,则有:

$$\text{国民收入}(Y) = \text{消费}(C) + \text{投资}(I) + \text{出口}(X) - \text{进口}(M)$$

移动恒等式两边,得:

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

上式中, $X-M$ 为贸易收支差额,以此作为国际收支差额的代表。 $C+I$ 为国内总支出,即国民收入中被国内吸收的部分,用 A 来表示。由此,国际收支差额实际上就可由国民收入(Y)与国内吸收(A)之间的差额来表示。设国际收支差额为 B , $B=X-M$,则有:

$$B=Y-A$$

当国民收入大于总吸收时,国际收支为顺差;当国民收入小于总吸收时,国际收支为逆差;当国民收入等于总吸收时,国际收支为平衡。

(二) 吸收论的政策主张

根据上述理论公式,吸收论所主张的国际收支调节政策,无非就是改变总收入与总吸收(支出)的政策,即支出转换政策与支出增减政策。当国际收支逆差时,表明一国的总需求超过总供给,即总吸收超过总收入。这时,就应当运用紧缩性的财政货币政策来减少对贸易商品(进口)的过度需求,以纠正国际收支逆差。但是,紧缩性的财政货币政策在减少进口需求的同时,也会减少对非贸易商品的需求和降低总收入。因此,还必须运用支出转换政策来消除紧缩性财政货币政策的不利影响,使进口需求减少的同时收入能增加。这样使得贸易商品的供求相等,非贸易商品的供求也相等;需求减少的同时收入增加;就整个经济而言,总吸收等于总收入,从而达到内部平衡和外部平衡。

吸收论特别重视从宏观经济的整体角度来考察贬值对国际收支的影响。它认为,贬值要起到改善国际收支的作用,首先必须有闲置资源的存在。只有存在闲置资源时,贬值后,闲置资源流入出口品生产部门,出口才能扩大。其次,出口扩大会引起国民收入和国内吸收同时增加,只有当边际吸收倾向小于1时,即吸收的增长小于收入的增长,贬值才能最终改善国际收支。比如,出口扩大时,出口部门的投资和消费会增长,收入也会增长。通过“乘数”作用,又引起整个社会投资、消费和收入多倍地增长。边际吸收倾向,是指每增加的单位收入中,用于吸收的百分比。只有当这一百分比小于1时,整个社会增加的总收入才会大于总吸收,国际收支才能改善。

(三) 吸收论的结论

通过上面的分析,可对吸收论进行如下归纳:

(1) 吸收论是从总收入与总吸收(总支出或总需求)的相对关系来考察国际收支失衡的原因并提出国际收支调节政策的,而不是从相对价格关系出发,这是它与弹性论的重大差别。就理论基础和分析方法而言,吸收论是建立在凯恩斯的宏观经济学之上的,采用的是一般均衡分析方法;而弹性论则是建立在马歇尔等人的微观经济学基础之上的,采用的是局部均衡分析方法。

(2) 就货币贬值的效应来讲,吸收论是从贬值对国民收入和国内吸收的相对影响来考察贬值对国际收支的影响的,而弹性论则是从价格与需求的相对关系来考察贬值对国际收支的影响的。

(3) 吸收论含有强烈的政策搭配取向。当国际收支逆差时,在采用货币贬值的同时,若国内存有闲置资源(衰退和非充分就业时),应采用扩张性财政货币政策来增加收入(生产和出口);若国内各项资源已达充分就业、经济处于膨胀时,应采用紧缩性财政货币政策来减少

吸收(需求),从而使内部经济和外部经济同时达到平衡。

(4) 吸收论的主要缺点是假定贬值是出口增加的唯一原因,并以贸易收支代替国际收支。因此,从宏观角度看,它具有不够全面和自相矛盾的地方。不过,吸收论在国际收支调节理论的发展过程中,具有一种承前启后的作用。一方面,它指出了弹性论的缺点,吸纳了弹性论的某些合理内容,是在弹性论基础上的一大进步;另一方面,它指出了国际收支失衡的宏观原因并注意到国际收支失衡的货币方面。因此,吸收论成为 20 世纪 70 年代出现的国际收支调节的货币分析法的先驱。

五、国际收支调节的货币论

货币论(monetary approach)即货币分析法,其创始者主要是美国芝加哥大学罗纳特·蒙代尔、英国伦敦经济学院的哈里·约翰逊及其学生雅各布·弗兰科。货币论的出现同 20 世纪 60 年代在美国兴起的货币主义学说有密切关系,它是建立在货币主义学说基础上的。它从货币的角度而不是从商品的角度来考察国际收支失衡的原因,并提出相应的政策主张。

(一) 货币论的假定前提

货币论有以下三个基本假定前提:

- (1) 在充分就业均衡状态下,一国的实际货币需求是收入和利率等变量的稳定函数。
- (2) 从长期看,货币需求是稳定的,货币供给变动不影响实物产量。
- (3) 贸易商品的价格是由世界市场决定的,从长期来看,一国的价格水平和利率水平接近世界市场水平。

(二) 货币论的基本理论

在上述各项假定下,货币论的基本理论可用以下公式表示:

$$MS=MD$$

其中, MS 表示名义货币的供应量; MD 表示名义货币的需求量。

从长期看,可以假定货币供应与货币需求相等。名义货币需求量 MD 可以进一步表示为

$$MD=Pf(yi)$$

其中, P 为本国价格水平; f 为函数关系; y 为国民收入; i 为利率(持有货币的机会成本); $f(yi)$ 表示对实际货币存量(余额)的需求。

名义货币供应量 MS 可以进一步表示为

$$MS=m(D+R)$$

其中, D 指国内提供的货币供应基数,即中央银行的国内信贷或支持货币供给的国内资产; R 是来自国外的货币供应基数,它通过国际收支盈余获得,以国际储备作为代表; m 为货币乘数,指银行体系通过辗转存贷创造货币、使货币供应基数多倍扩大的系数。

货币基数又称高能货币。为了简化,取 $m=1$,在均衡条件下,可得:

$$MS=D+R$$

$$MD=D+R$$

$$R=MD-D \tag{1-4}$$

式(1-4)是货币论的最基本方程式。这一方程式说明了以下三点内容:

(1) 国际收支是一种货币现象。

(2) 国际收支逆差,实际上就是一国国内的名义货币供应量超过了名义货币需求量。由于货币供应不影响实物产量,在价格不变的情况下,多余的货币就要寻找出路。对个人和企业来讲,就会增加货币支出,以重新调整它们的实际货币余额;对整个国家来讲,实际货币余额的调整便表现为货币外流,即国际收支逆差。反之,当一国国内的名义货币供应量小于名义货币需求时,在价格不变的情况下,货币供应的缺口就要寻找来源。对个人和企业来讲,就要减少货币支出,以使实际货币余额维持在所希望的水平;对整个国家来讲,减少支出维持实际货币余额的过程,便表现为货币内流,国际收支盈余。

(3) 国际收支问题,实际上反映的是实际货币余额(货币存量)对名义货币供应量的调整过程。当国内名义货币供应量与实际经济变量(国民收入、产量等)所决定的实际货币余额需求相一致时,国际收支便处于平衡。

(三) 货币论对贬值的分析

货币论的一个重要贡献是从开放经济的角度把货币供应的来源区分为国内和国外两部分。这一原理在以后将会多次被用到。另外,货币论的基本原理后来成为汇率决定的货币供求说的基础。货币论在考察贬值对国际收支的影响时,可用以下公式来表示:

$$MD = EPf(y_i) \quad (1-5)$$

式中, E 为本币衡量的外币价格(直接标价法)。

当本国货币贬值时, E 值上升,由此引起国内价格 P 上升。 E 和 P 同时上升,为使等式两边相等, $f(y_i)$ 相应地下降,这表明对实际货币余额的需求下降。或者, $f(y_i)$ 不下降,则 MD 相应地上升,从而使国际收支发生顺差或逆差减少。由此,货币论关于贬值的公式(1-5)可归结为贬值引起贬值国国内价格上升、实际货币余额减少,从而对经济具有紧缩作用。在货币贬值时,若要改善国际收支,则国内的名义货币供应不能增加,因为 $R = MD - D$ 。若 MD 与 D 同时增加,则贬值也不能改善国际收支。

(四) 货币论的政策主张

货币论的政策主张,归纳起来有以下三点:

(1) 所有国际收支不平衡,在本质上都是货币的不平衡。因此,国际收支的不平衡,可以由国内货币政策来解决。

(2) 所谓国内货币政策,主要是指货币供应政策。因为货币需求是收入、利率的函数,而货币供应则在很大程度上可由政府操纵。因此,膨胀性的货币政策(使 D 增加)可以减少国际收支顺差,紧缩性的货币政策(使 D 减少)可以减少国际收支逆差。

(3) 为平衡国际收支而采取的贬值、进口限额、关税、外汇管制等贸易和金融干预措施,只有当它们的作用是提高货币需求,尤其是提高国内价格水平时,才能改善国际收支,并且这种影响是暂时的。如果在施加干预措施的同时伴有国内信贷膨胀,则国际收支不一定能改善,甚至还可能恶化。

总之,货币论政策主张的核心是在国际收支发生逆差时,应注重国内信贷的紧缩。

(五) 对货币论的评价

对货币论的评价可以分三个方面来进行。

1. 对货币论假定前提的评价

货币论认为,货币需求是收入和利率的稳定函数。但是,如果它不是稳定的,那么国际收支就不能仅仅从货币供应的变化中预测出来。另外,货币论假定货币供应对实物产量和收入没有影响,也不尽切合实际。

2. 对货币论有关贬值效应的论述的评价

弹性论认为,在进出口需求弹性之和大于1时,贬值能改善贸易收支,从而对经济具有扩张性影响。吸收论认为,当存在闲置资源时,贬值能扩大出口,增加国民收入,从而对经济具有扩张性影响。尽管弹性论和吸收论都给出了一定的条件,但它们都认为成功的贬值对经济增长具有刺激作用。可是货币论不这么认为,它认为贬值仅有紧缩性影响,贬值之所以能暂时性地改善国际收支,是因为它减少了对实际货币余额的需求和增加了对名义货币的需求。这是货币论与弹性论和吸收论的一个明显区别。实际货币余额需求减少,意味着消费、投资、收入的下降,这无法解释为什么许多国家把贬值作为刺激出口和经济增长的手段。

3. 对货币论政策主张的基本含义的评价

货币论认为,国际收支逆差的基本对策是紧缩性的货币政策。这一政策结论的一个重要前提是价格不变,通过紧缩性货币政策来消除货币供应大于货币需求的缺口。然而,事实上,当名义货币供应大于名义货币需求时,价格必然会上升,从而名义货币需求 $Pf(y_i)$ 也会上升。在这种情况下,降低名义货币供应,在价格刚性的条件下,只能导致实际货币余额需求的下降。另外,货币论还提出当采用贬值来改善国际收支时,必须结合紧缩性的货币政策。因此,无论从哪个方面看,货币论政策主张的含义或必然后果,就是以牺牲国内实际货币余额或实际消费、投资、收入 and 经济增长来纠正国际收支逆差。这一点,曾受到许多国家,尤其是发展中国家经济学家的严厉批评。

六、国际收支调节的结构论

结构论(structural approach)即结构分析法,其作为国际货币基金组织国际收支调节规划的对立面于20世纪70年代形成。赞成结构论的经济学家,大多数来自发展中国家或发达国家中从事发展问题研究的学者。

(一) 结构论的基本理论

在国际收支调节的货币分析法流行的20世纪70年代中期,国际货币基金组织的理论权威、研究部主任波拉克(J. J. Polak)将货币论的主要精神结合到了国际货币基金组织的国际收支调节规划中,使货币论成了基金组织制定国际收支调节政策的理论基础。当成员国国际收支发生困难而须向基金组织借用款项时,成员国必须按基金组织国际收支调节规划的要求制定相应的调节政策,基金组织则帮助制定并监督调节政策的实施。由于货币论的政策核心是紧缩需求,以牺牲国内经济增长来换取国际收支平衡,因此,在国际收支发生普遍困难的20世纪70年代,众多成员国在执行了基金组织的国际收支调节规划后,经济活动普遍受到压制,有的甚至因过度削减预算和货币供应而导致国内经济、社会甚至政治发生动荡。

国际收支失衡并不一定完全是由国内货币市场失衡引起的。货币论乃至以前的吸收论都是从需求角度来提出国际收支调节政策,而忽视了经济增长、供给方面对国际收支的影

响。就货币论来讲,它实际上主张的是通过压缩国内名义货币供应量来减少实际需求;就吸收论而言,它实际上主张的是通过紧缩性财政货币政策来减少国内投资和消费需求。结构论认为,国际收支逆差尤其是长期性的国际收支逆差,既可以是长期性的过度需求引起的,也可以是长期性的供给不足引起的,而长期性的供给不足往往是由经济结构问题引起的。引起国际收支长期逆差或长期逆差趋势的结构问题有以下表现形式:

1. 经济结构老化

这是指由于科技和生产条件的变化及世界的变化,使一国原来在国际市场上具有竞争力的商品失去了竞争力,而国内因资源没有足够的流动性等因素,经济结构不能适应世界的变化,由此造成出口供给长期不足,进口替代的余地持续减少,结果是国际收支的持续逆差或逆差倾向。

2. 经济结构单一

经济结构单一从两个方面导致国际收支的经常逆差。其一是单一的出口商品,其价格受国际市场价格波动的影响,因而国际收支呈现不稳定现象。在出口多元化的情况下,一种出口商品的价格下降,会被另一种出口商品价格的上升所抵消,整个国际收支呈现稳定。而在出口单一的情况下,价格任何程度的下降,都会直接导致国际收支的恶化。其二是经济结构单一,经济发展将长期依赖进口,进口替代的选择余地几乎为零。比如,一个只生产锡矿的国家,其经济发展所需要的采矿机械、电力设备、交通工具等,只能依靠进口。在这种情况下,一国经济发展的速度和愿望越高,国际收支逆差或逆差倾向就越严重。

3. 经济结构落后

这是指一国出口商品的需求对收入的弹性低、对价格的弹性高,进口商品的需求对收入的弹性高、对价格的弹性低。当出口商品的需求对收入的弹性低时,别国经济和收入的相对快速增长不能导致该国出口的相应增加;当进口商品的需求对收入的弹性高时,本国经济和收入的相对快速增长却会导致进口的相应增加。因此,在这种情况下,只会发生国际收支的收入性逆差,不会发生国际收支的收入性顺差,即国际收支的收入性不平衡,具有不对称性。当出口商品的需求对价格的弹性高时,本国出口商品价格的相对上升会导致出口数量的相应减少;当进口商品的需求对价格的弹性低时,外国商品价格的相对上升却不能导致本国进口数量的相应减少。在这种情况下,货币贬值不仅不能改善国际收支,反而会恶化国际收支。同时,由货币和价格因素引起的国际收支不平衡,也具有不对称性。

国际收支的结构性不平衡,既是长期以来经济增长速度缓慢和经济发展阶段的落后所引起的,又成为制约经济发展和经济结构转变的瓶颈,如此形成一种恶性循环。发展经济、改变经济结构,需要有一定数量的投资和资本货物的进口,而国际收支的结构性困难和外汇短缺却制约着这种进口,从而使经济发展和结构转变变得十分困难。由于国际收支的结构性失衡的根本原因在于经济结构的老化、单一和落后,在于经济发展速度的长期缓慢甚至停滞以及经济发展阶段的落后,因此,支出增减型政策和支出转换型政策不能从根本上解决问题,有时甚至是十分有害的。

(二) 结构论的政策主张

既然国际收支失衡的原因是经济结构导致的,那么,调节政策的重点就应放在改善经济结构和加速经济发展方面,以此来增加出口商品和进口替代品的数量和品种供应。改善经

济结构、加速经济发展的主要手段是增加投资,改善资源的流动性,使劳动力和资金等生产要素能顺利地传统行业流向新兴行业。经济结构落后的国家要积极增加国内储蓄,而经济结构先进的国家和国际经济组织应增加对经济结构落后的国家的投资。经济结构落后的国家通过改善经济结构和发展经济,不仅有助于克服自身的国际收支困难,还能增加从经济结构先进的国家的进口,从而也有助于经济结构先进的国家的出口和就业的增长。

七、国际收支调节的乘数分析法

乘数分析法(the multiplier approach)是20世纪三四十年代以哈罗德·劳埃德·梅茨勒、弗里茨·马克鲁普等为代表的经济学家,通过运用凯恩斯的乘数理论,在分析汇率变动对国际收支收入调节的影响研究中提出来的。他们认为,进口是国民收入的函数,任何自主性支出的变动,都会通过乘数效应引起国民收入变动,从而影响国际收支状况。

在开放经济中,国民收入(Y)是由消费(C)、投资(I)、政府支出(G)以及出口净额($X-M$)所决定的。若设消费及进口均为国民收入的线性函数,投资与出口均为自主性变动(外生变量),并假定政府的经济活动与转移支付不存在,则开放经济的宏观经济模型为

$$\begin{aligned} Y &= C + I + X - M \\ C &= C_0 + cY (0 < c < 1) \\ M &= M_0 + mY (0 < m < 1) \end{aligned}$$

式中, c 为边际消费倾向; m 为边际进口倾向。由此可解出开放经济下的均衡国民收入为

$$Y = \frac{1}{1-c+m} (C_0 + I + X - M_0) \quad (1-6)$$

由于边际储蓄倾向 $s = 1 - c$,则式(1-6)又可表示为

$$Y = \frac{1}{s+m} (C_0 + I + X - M_0)$$

因为出口与国内支出的自主变动对于国民收入的影响效果相同,所以这里仅以出口的自主变动为例来讨论其对国民收入的影响。在一定条件下,若国民收入增加,会引起本国出口增加,假如本国出口增加了 ΔX ,则它对国民收入的影响为

$$\Delta Y = \frac{1}{s+m} \Delta X \quad (1-7)$$

式(1-7)表明了出口增加与国民收入增加额之间的数量关系。其中, $\frac{1}{s+m}$ 称为对外贸易乘数。由于 $0 < m < c < 1$,故对外贸易乘数必须大于1。换言之,出口增加将导致国民收入倍数增加。边际储蓄倾向和边际进口倾向越小,对外贸易乘数越大,国民收入的倍增幅度也越大。又由于 $\frac{1}{s+m} < \frac{1}{s}$,故开放经济中的乘数作用小于封闭经济中的乘数作用。这是因为在开放经济中进口替代了国内生产,导致国民收入流量的更多流出。

出口及国内支出的任何自主变动,会引起国民收入变动,进而也将影响国际收支状况。假设不存在国际资本流动,国际收支差额 B 就等于经常项目收支差额,则有:

$$B = X - (M_0 + mY)$$

即

$$B = X - M_0 - \frac{m}{s+m} (C_0 + I + X - M_0)$$

在其他条件不变的情况下,一国的出口增加,可直接改善该国的国际收支状况。同时,由于出口的增加将通过对外贸易乘数的作用促使国民收入水平提高,而国民收入水平的提高将会导致进口增加从而间接导致国际收支状况趋于恶化。也就是说,出口增加一方面会产生改善国际收支状况的直接效果,另一方面会产生恶化国际收支状况的间接效果。令 ΔX 、 ΔM^* 分别表示出口增加对于国际收支状况的直接效果与间接效果,则有:

$$\Delta B = \Delta X - \Delta M^* \quad (1-8)$$

由于 $\Delta M^* = \frac{m}{s+m} \Delta X$,代入式(1-8)可得:

$$\Delta B = \frac{s}{s+m} \Delta X$$

因为 $m > 0$, $\frac{s}{s+m} < 1$,所以 $\Delta B / \Delta X < 1$ 。由此可知,当一国出口增加时,其国际收支状况将会得到改善,但改善的程度要比出口增加的程度小。也就是说,通过外贸乘数作用进行的收入调节并不能完全消除国际收支的失衡。至于国内支出,理论上国内支出增加(如投资增加、消费增加或两者都增加)可通过乘数作用促使国民收入水平提高,而国民收入水平的提高又会导致该国进口的增加,从而造成其国际收支状况转趋恶化。因此,一国国内支出增加 ΔA ,对国际收支状况仅产生趋于恶化的间接效果。其数量关系为

$$\Delta B = -\Delta M^* = -\frac{s}{s+m} \Delta A$$

由于 $\left| -\frac{m}{s+m} \right| < 1$,因此可得出结论:当一国国内支出自主增加时,该国国际收支将转趋恶化,但恶化的程度要小于国内支出的增加额。

上述分析表明,一国出口或国内支出的任何自主变动,对于该国国民收入的影响相同,但对于该国国际收支状况的影响则不相同。至于其影响效果的程度,则分别取决于边际储蓄倾向与边际进口倾向的大小,具体如表 1-7 所示。

表 1-7 出口与国内支出自主变动的影响

变动情况	国民收入	国际收支状况
出口增加	增加 $\left(\frac{1}{s+m}\right)$	改善 $\left(\frac{s}{s+m}\right)$
国内支出增加	增加 $\left(\frac{1}{s+m}\right)$	恶化 $\left(-\frac{s}{s+m}\right)$

注:括号内为乘数。

由于贸易关系的相互联系,一国的收入循环将影响其贸易国的收入循环。如果本国由于经济发展而导致国民收入提高,本国的进口将会增加,本国的进口即贸易国的出口,因此本国进口增加导致贸易国出口的增加,以此为起点,贸易国的国民收入将按乘数增加,进而进口也将增加。就本国而言,这意味着本国出口的增加,并将进一步对本国国民收入再产生扩张效果。这就是本国从贸易国得到的回应。这种贸易双方相互以进口的增量对方国民收入发生的作用,通常被称为国外回应(foreign repercussion)。而上述国际收支乘数分析法的分析是做了小国假设,即本国的对外贸易占世界收入的平均比重或边际比重很小,在其贸易国的经济中显得微不足道,因此可以不考虑国外回应的情况。

乘数理论所揭示的收入调节机制,将国际收支状况通过边际进口倾向和外贸乘数与一国国内经济有机地联系起来,这是国际收支理论的重大突破。在以往的古典理论和弹性理论中,进口只是作为进口商品价格的函数来考虑的,而引入收入分析后,进口函数则变成依赖于两个变数了。因而,从理论上说,即使进口商品及其他商品的价格不变,如果国民收入发生了变化,进口量也将发生变化。而出口则决定于外国的上述进口函数。因此,即使汇率和国内物价没有变化,但如果本国和外国的国民收入发生了变化,则其进出口量和国际收支也可能发生变化。此外,就货币贬值对国际收支状况产生的效果而言,弹性理论只分析说明了货币贬值的直接效果,而乘数理论还对货币贬值的间接效果做了进一步的分析说明,即因贬值引起的进出口的变动除直接带来国际收支的变动外,还会通过国民收入的变化导致引发性进口的变动,从而进一步影响国际收支状况。

八、国际收支调节的财政分析法

财政分析法(the fiscal approach)是由英国著名货币经济学家蒂姆·崇·多文于1982年提出来的。他认为,英国国际收支不平衡的根源在于20世纪80年代以前的财政扩张政策。政府巨额的预算赤字必然导致国际收支的不平衡。所以,只有控制预算赤字,才能恢复国际收支均衡。

(一) 财政分析法的结构

财政分析法的结构以资金流量等式为基础。资金流量等式为

国外部门的金融资产净额 = 公共部门的金融资产净额 + 私营部门的金融资产净额

严格来说,这一等式并非绝对正确,因为公共或私人任意部门的金融资产净值可能会超过另一部门的金融资产取得净额的正值。当国外部门的金融资产净额为正号时,表示一国正处于经常账户的逆差。若此逆差大到无法承受而必须借助政策予以矫正时,即表示“问题”已经存在。经常账户的逆差 = 公共部门逆差 + 私人部门逆差。这里为了简化起见,假设两个部门均对经常账户逆差有影响。

(二) 财政分析法的主要内容

财政分析法认为,唯有公共部门所发生的国外债务才构成国际收支问题,而解决的途径只有寻求更为适当的财政与债务管理政策。也就是说,一个国家的政府如能采取负责的预算政策,是不会发生外在支付困难的。但是,所谓良性的私人部门逆差与恶性的公共部门逆差间的对立不应予以夸大,因为两者有共同的部分。

首先,公共部门国外借款能产生高于资金成本的报酬率,对纳税人不致造成额外的负担。那么,公共部门和私人部门间的区别就不那么明显。其次,巨额的国外借款经私人银行办理,再贷放给公司或个人。这种情况与国外借款直接流向私人部门的情况有区别。因为大部分银行存款是由中央银行担保的,而中央银行是公共部门的主体。如果最终取得资金的公司及个人无法偿还银行贷款,则中央银行必须介入以保证贷款人的利益,这也是公共政策所必需的,从而可能引起政府预算赤字的增大,而这种情况的产生是间接性的,并不能笼统地归之于政府对私人部门的干预。因此,如政府欲对经济政策做外部限制,就必须实施适当的预算政策,只要公共部门的借款需求占国民收入所得的比例处于低水平,而且是逐渐下降的,政府就不会遇到国际收支问题。

九、国际收支调节的新剑桥学派理论

新剑桥观点是英国剑桥大学少数经济学家说明一国经济周期的副产物。这些经济学家虽然不是货币主义者,但对国际收支的观点却类似于货币分析法,因为他们假定一国经济的私人部门对特定金融资产的需求是稳定的。不同的是,货币主义者强调货币需求的稳定性,而新剑桥学派则着重对金融净值的需求的稳定性。货币主义者集中注意全部国际收支平衡,它决定于国内创造的货币供给等于人们持有货币的需求的增长;而新剑桥学派则侧重于经常项目平衡,它决定于公共部门的赤字相当于私人部门积累金融净值的欲望。尽管两者分析的重点不同,政策建议却是一致的。这两派都认为,在经济周期中,政府试图对经济进行“微调”是危险的,由于“时滞”和不确定的关系,反危机措施往往产生破坏稳定的力量。因此,货币主义者坚持货币供给的稳定增长,新剑桥学派则主张保持预算稳定,但不一定要平衡。

由于新剑桥学派着重国民收入中一些会计等式对经常项目所具有的含义,它同吸收分析法也有一定的联系。两者的区别在于新剑桥学派假定私人部门的净吸收基本上是稳定的,因而国际收支的变化主要是由公共部门金融情况的波动造成的。

十、国际收支调节的一般均衡理论

国际收支调节的弹性论、吸收论、货币论、乘数论,以及米德的内外均衡论,甚至早期休谟的“物价-铸币流动机制”等其他一些国际收支理论,分别是从小侧面分析国际收支问题的,因此各有利弊。这就需要一种能够将上述各家理论从一个更广泛的层次上加以兼收并蓄,力求全面解释国际收支问题的分析方法和理论模型。国际收支调节的一般均衡理论充当了这一角色。国际收支调节的一般均衡理论,是将几种主要的国际收支理论加以综合,以便从整体上说明一国内外均衡的国际收支理论。它通过建立 $IS-LM-BP$ 模型来对国际收支的各种理论进行全面地说明和综合。

1. $IS-LM-BP$ 的一般模型假设

国际收支调节的一般均衡理论认为,国际收支与所有其他主要的宏观经济变量密切相关,相互依存。它通过建立 $IS-LM-BP$ 模型来反映彼此间的影响。该模型有以下三个重要的假设:

- (1) 它假定了一个既定的价格水平,没有引入通货膨胀理论。
- (2) 它假定静态的预期,即名义利率等于实际利率。
- (3) 它假定不同资产货币、债券和实物资本的存量是既定的。

2. 国际收支调节的一般均衡思路及不足

国际收支调节的一般均衡理论试图将各种国际收支理论,尤其是货币论和吸收论结合起来,以全面反映国际收支问题。这样做能够较全面地解释各种国际收支的理论问题。它强调各种理论之间的相互联系,注意到商品市场、货币市场和外汇市场之间,内部均衡与外部均衡之间的相互依存关系,这对于研究解决一国的政策配合问题是有意义的。

但是,国际收支调节的一般均衡理论也存在着不足之处。首先,它所假设的内外同时均衡具有暂时性,现实经常无法达到。其次,过于一般化的结果也使它成为空谈。尽管可以用

各种高深的数学方法或理论模型等来证明或图示一般均衡有解或可以实现,然而很难用一般均衡分析来为复杂的现实世界确定实际的均衡值。这就决定了这种理论不能成为在实际中运用的有效工具。

第四节 国际收支失衡的调节

在国内外经济相互影响的情况下,一国的国际收支不稳定,势必会影响到国内经济。许多国家都已经把国际收支均衡作为对外经济目标,它与充分就业、物价稳定和经济增长等国内经济目标并驾齐驱。不论国际收支是赤字还是盈余,它们的持续存在都会通过各种传递机制对国内经济产生或大或小的不利影响,妨碍内部均衡目标的实现。

就综合差额赤字来说,首先会引起本币对外价格向下浮动的压力,如果一国不愿其发生,就必须耗费国际储备,这会引起货币供应的缩减,影响本国生产和就业,而且国际储备的下降还会影响到一国的对外金融实力,使其国家信用下降。如果一国国际收支因出口收入不足以弥补进口支出而出现长期性赤字,那就意味着出现对国外产品的净需求,本国的国民收入就会下降,失业就会增加。如果一国资本流出大于资本流入,就会造成本国资金的紧张,引起利率上升,也势必影响到商品市场的需求。

当一国国际收支出现长期或巨额盈余时,也会给国内经济带来某些不良的影响,因为累积的国际储备增加所造成的货币供应增长会带来物价水平的上升,加剧通货膨胀。同时,一国盈余意味着他国赤字。一国盈余过多,则必然影响其他国家的经济状况,引起国际摩擦,不利于国际经济关系。如果国际收支盈余是由于出口过多造成的,那么本国在这期间可供使用的生产资源就会减少,长期如此势必影响本国的经济发展速度。

当然,一国国际收支赤字会造成国内经济萎缩,就业不足,带来国际储备的枯竭,故各国对此更为重视。而国际收支盈余对一国的压力则相对轻一些,不必急于调节。但是,从长期来看,各国都必须采取措施,使国际收支尽可能保持均衡状态。

国际收支的调节可分为自动调节和自觉调节两部分。

一、国际收支的自动调节机制

国际收支的自动调节是指通过市场机制的自发作用来实现对国际收支的调节。

国际收支失衡后,有时并不需要货币当局立即采取措施来加以消除,经济体系中存在的某些机制,往往能使国际收支失衡至少在某种程度上得到缓和,乃至自动恢复均衡。这种功效在不同的国际货币制度下是不同的。在实际中,应对国际收支的自动调节机制在不同货币制度下的特点分别予以考察。在纸币流通制度下,国际收支的自动调节机制是收入效应、利率效应和价格效应。

1. 收入效应

当一国因出口减少而出现国际收支逆差时,国内的投资和消费就会减少,国民收入也将随之减少。国民收入的减少又会导致进口减少,从而使国际收支逐渐恢复均衡。反之,当一国因出口量增加而出现顺差时,通过相反的过程,也可使国际收支逐渐恢复均衡。

2. 利率效应

当一国的国际收支发生逆差时,国内各银行所持有的国外资产减少,引起银行信用紧缩,利率上升,导致国外资本流入,从而使国际收支逆差缩小,并逐渐恢复均衡。反之,当一国的国际收支出现顺差时,由于外汇流入,国内各银行所持有的国外资产增加,引起银行信用膨胀,导致利率下降,进而引起资本外逃,出现国内资本外流的现象,从而使国际收支顺差缩小,并逐渐恢复均衡。

3. 价格效应

当一国的国际收支发生逆差时,会引起国内信用紧缩,利率上升,投资与消费同时减少,物价下跌。国内物价的下跌,可使出口产品的竞争力增强,并增加出口,减少进口,从而使国际收支逆差缩小,并逐渐恢复到均衡状态。反之,当一国国际收支发生顺差时,会引起国内信用膨胀,利率下降,投资和消费同时增加,物价上升。国内物价的上升,可使出口成本增加,进而使出口产品的竞争力下降,引起出口减少,进口增加,从而使国际收支顺差缩小,并逐渐恢复到均衡状态。

二、国际收支的自觉调节措施

国际收支的自觉调节是指政府自觉地采取各种政策措施对国际收支进行调节。

国际收支的自动调节机制虽然有其优点,但它们只能在某些条件或经济环境下才会发生作用,而且作用的程度和效果无法保证,所需要的过程也比较长。因此,当国际收支出现失衡时,一国当局往往不能完全依靠经济体系的自动调节机制来使国际收支恢复均衡,而需要主动采取适当的政策措施。为方便起见,下面主要以国际收支赤字为例来说明一国政府的政策选择。对于国际收支盈余,则可以反过来理解。

当一国国际收支出现失衡时,政府面临着以下三个层次的政策选择。

(1) 政府必须决定是通过融资来弥补国际收支赤字,还是通过调整来消除赤字,或是寻求弥补与调整的某种适当的组合。所谓弥补,是指当局通过借款或动用外汇储备向外汇市场提供外汇,以弥补外汇市场的供求缺口;所谓调整,是指当局通过各种调整政策来消除外汇市场的供求缺口。

(2) 如果确定用调整手段,则在确定调整程度后,当局必须决定是使用支出变更政策还是支出转换政策来达到增加外汇收入、减少外汇支出的目的。前者是指改变支出的水平;后者是指改变支出的结构,即改变支出在外国产品与本国产品之间的比重。

(3) 转换政策可以通过贬值或贸易政策得以实现,即通过提高外币的价格来诱使进口数量的减少、出口数量的增加,或通过外汇管制和进口配额等来直接限制进口的数量,通过出口补贴、出口退税等措施来奖励出口。因此,一国在实施支出转换时,还必须在这两类手段之间进行权衡。

一般来说,可供一国政府选择的用以调节国际收支的政策主要有以下几种:

(一) 外汇缓冲政策

外汇缓冲政策是一国运用官方储备的变动或临时向外筹借资金来抵消超额外汇需求或供给。通过这一政策来融通一次性或季节性的国际收支赤字,是一种既简便又有益的做法。它能够使本币汇率免受暂时性失衡所造成的无谓波动,有利于本国对外贸易和投资的顺利

进行。然而,一国的官方储备规模毕竟是有限的,因此不能完全依靠这种资金融通的办法来弥补那些巨额的、长期的国际收支赤字;否则,将导致外汇储备的枯竭或外债的大量累积,对于赤字问题的解决还是无济于事。当那些长期性国际收支赤字出现时,调整政策的实施是不可避免的。在调整期间,适当地运用这一政策来作为辅助手段,放慢调整速度,就可以为调整创造宽松的环境,使国内经济避免因调整过猛而带来难以承受的震动。

需要指出的是,如果一国货币币值不稳定,人们对该国货币的信心发生动摇,因而引起大量资本外逃,这时即使动用国际储备也很难达到缓冲的效果。

(二) 调整汇率

这里所说的调整汇率不包括金融市场一般性的汇价变动,而是针对国家货币金融当局公开宣布的货币法定升值与贬值而言的。一国的国际收支由于货币价值和物价水平的变动而产生货币性不平衡,其外在原因乃是支配国际价格关系的各种经济因素不平衡。对于货币性不平衡,可以通过调整汇率的方式来达到国际收支均衡。国际收支出现严重逆差的国家,常常实行货币贬值以改善其国际收支状况。国际收支出现巨额顺差时,这些国家也可采取货币升值来平衡其国际收支。但是,各国并不经常以调整汇率的方式来平衡国际收支,而且实行货币升值与贬值在国际上也受到一定的限制。IMF 曾经规定,各会员国只有当国际收支发生基本不平衡时才允许调整汇率。对于基本不平衡,各国的解释并不一致,但一般认为,出现下述情况就可以认定为出现了基本不平衡:当一国的国际收支发生不平衡时,假定在汇率不变的情况下,要达到平衡就必须实施紧缩的财政政策,而实施的结果会造成国内失业增加,致使国内经济失去平衡;如果要维持国内充分就业,就势必要实施扩张性的经济政策,这就会促使国际收支进一步恶化,使国内均衡与国际均衡产生尖锐的矛盾。只有在这种情况下,才会被认为具备调整汇率的条件。

调整汇率能否起到平衡国际收支的作用,还要视具体情况而定。只有在各国没有进口限制和不采取报复措施的条件下,调整汇率才能确定改善国际收支。

(三) 财政和货币政策

利用财政政策调节国际收支,主要是通过增减财政开支和升降税率来实现的。当一国国际收支出现逆差时,政府可削减公共开支或提高税率、增加税收,迫使投资和消费减少,物价相对下降,从而在外汇汇率不变或尚未相应变动的情况下,有利于出口,不利于进口,逐步减少国际收支逆差。实行这一政策,国内目标要服从于对外目标,外部均衡的实现常常是以内部均衡的牺牲为代价的。

为了取得最佳效果,在实行某项财政政策的同时,还应实施相应的货币措施。利用货币政策调节国际收支,主要是通过调整再贴现率、存款准备金率和公开市场业务等政策来达到目标的。调整再贴现率就是通过对再贴现率的调整以提高或降低银行存款利率来吸收或限制短期资本的流入,调节国际收支的失衡。调整存款准备金率的目的是通过扩张或紧缩放款来影响国内信贷规模,最终达到国际收支平衡。公开市场业务是指中央银行通过买进或卖出有价证券,吞吐基础货币,调节货币供应量的活动。它与一般金融机构所从事的证券买卖不同,其目的不是盈利,而是调节货币供应量。

财政与货币政策双管齐下,通过影响社会总需求量,进而起到提高或降低国民收入水平的作用,最终达到平衡国际收支的目的。

(四) 直接管制

实行贬值政策和紧缩性财政货币政策来纠正国际收支的长期性失衡,必须通过市场机制才能发挥作用,而且还需要经过一段较长的时间。对于结构性变动所引起的国际收支失衡,以上政策的实施通常难以收到良好的效果。因此,在出现国际收支结构赤字的情况下,许多发展中国家都会对国际经济交易采取直接干预的办法,即实行直接管制。

直接管制可分为财政金融管制与贸易管制两种。财政金融管制又可分为金融管制与财政管制。金融管制是从外汇方面限制国际经济交易,如实行外汇管制以限制输入、促进输出。财政管制包括关税与出口信贷、出口补贴等“奖出限入”的政策。贸易管制是对进出口实行直接限制,如进出口许可证和进口配额等保护贸易措施。

直接管制政策是国际收支逆差国甚至国际收支顺差国经常采用的主要经济政策之一。在奖出方面,主要是提供出口信贷。出口信贷由国家提供担保,政府给予直接补贴或间接补贴,如减免出口税等。在限入方面,则主要是高筑关税壁垒(提高进口关税或征收进口附加税等)和实行非关税壁垒(加强进口管制,限制某些进口,实行进口配额制和进口许可证制度等)。实行这种直接管制的政策,既可鼓励出口以增加外汇收入,又可以限制进口以减少外汇支出。

直接管制措施的优点是比较灵活,可以针对具体不同的进出口项目和资本流动有区别地予以实施。适当地运用直接管制措施,可在纠正国际收支赤字的同时不影响整个经济局势,这对于调节国际收支具有重要作用。但是,采用这种调整政策来维持国际收支平衡,仅仅是变显性赤字为隐性赤字,一旦予以取消,除非经济结构相应得到改善,否则国际收支赤字仍然会重新出现。因此,许多国家采用直接管制措施,主要是用以配合产业政策的实施。再者,直接管制还十分容易引起贸易伙伴国的报复。一旦对方国家也实行相应的报复性措施,往往导致国与国之间的“贸易战”,使原先实行直接管制措施的国家前功尽弃。另外,实行直接管制也容易造成本国产品生产效率低下,对外竞争能力不强,引起官僚作风和贿赂风气的兴起。因此,西方国家对这项措施的采用一般比较谨慎。

(五) 加强国际经济合作

当一国国际收支出现不平衡时,各国都会根据本国的利益采取调节措施,而这些措施又不可避免地在一定程度上对其他国家产生不利的影 响,受到影 响的国家也必将采取报复措施。这样一来,资本主义国家所谓的正常经济秩序就会遭到破坏。于是,“二战”后,资本主义国家企图通过国际金融机构等国际经济组织来协调各国的经济政策,最终达到平衡国际收支的目的。譬如说,通过建立国际结算制度,建立关税及贸易总协定或世界贸易组织,建立国际货币基金组织和一些区域性经济组织来调节国际收支失衡。



思考与练习 >>>>

1. 简述国际收支平衡表应反映的内容。
2. 简述国际收支乘数分析法。
3. 简述国际收支调节理论。
4. 简述国际收支的自动调节机制。
5. 简述结构分析法的具体内容。

6. 试对国际收支的调节理论进行比较分析。
7. 论述马歇尔-勒纳条件的推导及其含义。
8. 论述弹性论对货币贬值的J曲线效应。
9. 论述货币论中不同汇率制度下收入、价格和货币扩张对国际收支的影响。
10. 论述国际收支失衡的主要原因。
11. 记账练习：
 - (1) 日本出口价值为1亿日元的生鱼片给我国。
 - (2) 美国向我国提供为期5年的数额为5000万美元的农业优惠贷款，存入美国银行的我国账户上。
 - (3) 马可·波罗到我国旅行，消费在元大都银行的存款10万里拉。
 - (4) 我国向朝鲜无偿赠送100头奶牛，价值100万元。
 - (5) 美国投资者购买500英镑英国国库券，并以美元进行支付。
 - (6) 美国向英国投资者支付了8000万美元的利息和红利，支付方式是借记接受投资方在美国银行的账户，贷记英国居民在美国银行的账户。



案例分析 >>>>

美国国际收支变化^①

据美国商务部经济分析局网站数据显示，美国2008年经常项目逆差为6688亿美元，2009年为3784亿美元，到2013年和2014年分别为3179亿美元和3291亿美元。从美国的两大项目分析来看：

首先，美国经常项目逆差主要来源于货物项目的逆差。2008—2014年，美国货物项目逆差由4515亿美元下降到3291亿美元，下降了28%。值得关注的是，美国的投资收益项目常年保持顺差。例如，2005年和2014年美国投资收益项目分别表现为686亿美元和3076亿美元的顺差。

其次，美国国际收支的金融项目流入和流出规模都比较大，基本上保持顺差的状态。外国在美资产，以证券投资为主，外国官方持有的在美资产中美国国债占主要份额。2010年，美国国债总额达到6805.31亿美元，是除去2008年金融危机时发放的7100.64亿美元的历史以来第二高发放量额度，当年美国国债的增持60%以上均来自外国政府。

此外，美国的在外资产，私人投资占绝大部分，大部分年度以直接投资为主要投资形式。在资本与金融项目顺差的同时，保持较高的投资收益项目顺差，是美国国际收支的一大特点。由此可见，2008—2014年，美国国际收支变化基本趋势为经常项目逆差保持增长趋势，货物贸易逆差持续增长，而服务贸易和投资收益持续顺差呈上升趋势。

思考：

- (1) 试分析美国国际收支变化的主要特点。
- (2) 试述美国国际收支平衡变化对我国的启示。

^① 史雪娜，李嫣姿. 中美国际收支差异比较与原因分析[J]. 对外经贸实务，2015(12):58-61. (有改动)

第二章

外汇和汇率

学习目标

了解外汇的概念、形态和类型；
熟悉汇率的概念和类型；
掌握汇率的标价方法；
理解汇率变化对于国际经济关系和资本流动的影响。

案例导入

人民币兑美元汇率中间价报价

2005年汇改以来,中间价作为基准汇率对于引导市场预期、稳定市场汇率发挥了重要作用。但是,近段时间以来,中间价与市场汇率偏离的幅度比较大,影响了中间价的市场基准地位和权威性。

根据国际清算银行的测算,2014年以来,人民币名义有效汇率和实际有效汇率分别升值10.28%和9.54%。所以,从保持人民币有效汇率相对平稳的角度来看,人民币兑美元汇率也有一定的贬值要求。

这次改革主要是就人民币兑美元中间价报价机制做的一次调整。调整以后,整个汇率形成机制更加市场化。一般来说,一个市场化的机制更有利于长期的稳定。虽然现实中还存在一些外债和贸易上的融资没有对冲,但是,就目前报价基础调整而言,这种波动、变化是在一个有限的范围,其对人民币国际化的影响十分有限。

另外,此次改革对于人民币的信心和人民币进一步国际化是利好消息,全世界真正看好这个市场长期发展向好的人都会关心市场的可持续性。一个僵化的、固定的汇率是不适合中国国情的,也是不可持续的。一个有弹性的汇率形成机制肯定会对经济的长期发展更有

利,因为一个有弹性的汇率是经济发展的稳定器,也是国际收支的稳定器,它会逐步调整一些不平衡,使得整个经济发展、国际收支处于均衡的状态。如果是一个固定汇率,始终不动,大家都习惯了它不动,这种固定的汇率看上去很稳定,实际上它在积累问题、积累矛盾、积累一些不均衡,积累达到一定程度也是不可持续的。

比较有深度的市场人士认为,这次调整对人民币国际化的影响主要是正面的。虽然大家习惯了过去非常稳定的汇率,此次调整也引起一些波动,但是这些波动都在可以承受的范围,相信经过短暂的磨合期后,就会恢复到一个正常的状态。

讨论:人民币兑美元汇率未来的调整方向。

第一节 外 汇

一、外汇的概念

外汇是外币国际汇兑的简称。外汇的概念有动态和静态之分。

动态的外汇是指把一国货币兑换成另一国货币以偿还国际债务的金融活动。在处理国际债权债务清算、财物所有权转移时,必然产生如何支付、用什么货币支付、由谁办理支付等问题,它主要是通过银行的各种业务活动来实现的。所以,它实际上等同于国际结算。

例如,一个国家的进口商从另一个国家的出口商那里进口一批机器设备,双方约定用美元结算。然而,该进口商只有本国货币存款。为解决国际支付问题,进口商用本国货币向外汇银行购买相应金额的美元汇票,以电汇的方式汇给另一个国家的出口商。该出口商收到汇票后,即可向当地银行兑取美元。这一过程就是国际汇兑,也就是外汇最初的概念。

静态的外汇是指以外国货币表示的、用于进行国际结算的手段。按照这一定义,外汇具有两个特点:一是以外币表示的有价凭证;二是在国际收支中可以使用的支付手段。外汇具体包括外币,存放在国外银行的外币存款,在国外能得到偿付的本票、支票、汇票,以及外国的国库券、债券、股票等支付凭证(或称有价证券)。外汇的静态定义所表达的概念比较明确、具体,运用范围也很广泛。

国际货币基金组织曾对外汇做过如下定义:外汇是货币行政当局(中央银行、货币机构、外汇平准基金组织及财政部)以银行存款、财政部国库券、长短期政府证券等形式所保有的在国际收支逆差时可以使用的债权。

静态的外汇又有广义与狭义之分。各国外汇管制法令所称的外汇就是广义的外汇。例如,根据2008年8月1日修订通过的《中华人民共和国外汇管理条例》第三条的规定,外汇是指下列以外币所表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产:

- (1) 外币现钞,包括纸币、铸币。
- (2) 外币支付凭证或者支付工具,包括票据、银行存款凭证、银行卡等。
- (3) 外币有价证券,包括债券、股票等。
- (4) 特别提款权。
- (5) 其他外汇资产。

狭义的外汇即通常所说的外汇,是指以外币所表示的用于国际结算的支付手段。只有

各国或地区普遍接受的支付手段,才能用于国际结算。

二、外汇的形态

外汇主要有外币现钞、外币汇兑票据和外币有价证券三种形态。

(一) 外币现钞

外币现钞通常包括以外币表现的现钞和外币存款。

以外币表现的现钞是指可以兑换的现钞。在国际经济交易活动中,以外币表现的现钞作为支付手段的情况通常出现在非贸易交易中,包括美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎等。外币存款是指各种可兑换的外国货币活期银行存款,它是外汇的主要表现形式。

(二) 外币汇兑票据

外币汇兑票据主要有以下几种类型:

1. 外币汇票

外币汇票是一个人向另一个人签发的,要求在即期或在将来确定的时间,对某个人或持票人支付一定外币金额的、无条件的书面支付命令。

2. 外币本票

外币本票是一个人向另一个人签发的,保证在见票时或在将来确定的时间,对某个人或其指定的人或持票人支付一定外币金额的、无条件的书面承诺。本票的当事人只有出票人和收款人,所以在本票上需要记载付款人的姓名。

3. 外币支票

外币支票是存款人要求银行无条件地向收款人支付一定外币金额的委托或命令。从支票的定义可以看到,支票实际上是以存款人为出票人,以银行为受票人的即期商业汇票。

(三) 外币有价证券

外币有价证券是指以可兑换的外国货币表示的、用以表明财产所有权或债权的凭证。其基本形式有外币股票、外币债券和外币可转让存款单等。其中,外币可转让存款单是指可在票据市场上流通转让的定期存款凭证。

三、外汇的类型

根据外汇自由兑换的程度,可将外汇分为自由兑换外汇、有限自由兑换外汇和记账外汇三种。

(一) 自由兑换外汇

自由兑换外汇又称自由外汇,是指不需经货币发行国外汇管理当局批准,可自由兑换成其他货币,或者可向第三者办理支付的外国货币及其支付手段。例如,美元、英镑、欧元、日元等货币以及用这些货币所表示的各种有价证券和支付凭证,可自由转移、调拨、兑换和使用,它们均为自由兑换外汇。所以,外汇是某种外国货币或外币资产,但不能认为所有的非本国货币都是外汇,只有那些具有可兑换性的外国货币才能成为外汇。凡是接受《国际货币基金组织协定》第八条规定的国家的货币在国际上都被承认为可自由兑换货币。这些国家必须履行以下义务:

- (1) 对国际经常往来的付款和资金转移不得施加限制。
- (2) 不施行歧视性货币措施或多种货币汇率。
- (3) 在另一成员国要求下,随时有义务换回对方在经常项目往来中所结存的本国货币。迄今为止,全世界已有 60 多个国家的货币可自由兑换。

(二) 有限自由兑换外汇

有限自由兑换外汇是指只有经过货币发行国货币管理当局批准,才能自由兑换成其他货币或对第三者进行支付的外汇。凡是接受《国际货币基金组织协定》第十四条规定的国家,其货币被视作有限自由兑换货币,这些货币的共同特征表现为对国际经常往来的付款和资金转移施加各种限制,如限制居民的自由兑换或限制资本项目外汇的兑换。它又大体分为以下两种情况:

1. 在一定条件下的自由兑换外汇

印度卢比和斯里兰卡卢比即属此类。以印度为例,在印度的对外结算货币中,双边账户国家的收付,必须通过有关的清算账户用印度卢比结算;对境外账户国家的收付,可通过这些国家居民的账户用卢比或任何经许可的货币结算。

2. 区域性的可自由兑换外汇

在一些货币区域(美元区、欧元区等)内,各成员国的货币钉住区域内关键货币(美元等),同其保持固定比价,并可自由兑换为关键货币,区域内资金移动不受限制。但是,如果将各货币区域内的货币兑换成关键货币以外的货币,或将资金转移到区域外的国家和地区,则要受到各种不同程度的限制。

(三) 记账外汇

记账外汇又称清算外汇或双边外汇,是指记载在双方指定银行账户上的外汇,不能兑换成其他货币,也不能对第三者进行支付。在政府间签订支付协定的基础上,两国间的贸易往来(有时还包括非贸易往来)无须逐笔结清,每一笔进口或出口交易,两国银行根据协定分别记账,将交易金额以记账外汇记在双方指定银行的清算账户上。协定到期时,若两国间发生国际收支顺差或逆差,则按支付协定的规定来清偿双方债权债务的账户差额。一般是将差额转入下一年度,有时也规定差额超过一定金额时,逆差国用自由兑换货币或其他方式清偿。例如,“二战”后,苏联和其他社会主义国家相互签订了双边贸易和支付协定,苏联的卢布对其他国家来说就是一种记账外汇。假如匈牙利向苏联出口取得了卢布,对于该笔数量的卢布,匈牙利不经苏联允许不能将其兑换成其他国家的货币,也不能将其支付给第三国,只能用于支付从苏联进口的各种商品、劳务等的价款。如果匈牙利对苏联的出口收入大于进口支付,由于盈余的卢布不能用作其他用途,而成了匈牙利对苏联的无偿信贷。

第二节 汇 率

一、汇率的概念

外汇汇率又称外汇汇价,是指一国货币与另一国货币的比价,或者说是以一种货币所表示

的另一种货币的价格。例如,USD 1=CNY 6. 221 3/6. 225 6, EUR 1=JPY 133. 25/133. 67。一国政府制定和公布的汇率称为法定汇率和外汇牌价,简称牌价;外汇市场上的汇率一般称为外汇行市或行情。虽然说法不同,但均属汇率范畴,采用什么说法往往根据惯例和行文表达的需要而定。

外汇是可以在国际上自由兑换、自由买卖的资产,是一种特殊的商品,汇率就是这种特殊商品的“特殊价格”。与一般商品价格不同的是,外汇汇率具有双向性的特点:既可用本币来表示外币价格,又可用外币来表示本币价格。

二、汇率的分类

外汇汇率的分类方法有很多,在实际业务中,从不同角度来划分,就有各种不同的汇率。

(一) 按银行买卖外汇的角度划分

按银行买卖外汇的角度划分,外汇汇率有买入汇率和卖出汇率、中间汇率和现钞汇率。

1. 买入汇率和卖出汇率

买入汇率(buying rate)也称买价或银行出价,是指银行向同业或客户买入外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时,外币折合本币数较少的那个汇率是买入价;采用间接标价法时则相反。

卖出汇率(selling rate)也称卖价或银行要价,是指银行向同业或客户卖出外汇时所使用的汇率。采用直接标价法时,外币折合本币数较多的那个汇率就是卖出价;采用间接标价法时则相反。

买入和卖出都是从银行买卖外汇的角度来看的,两者之间有一个差价。这一差价是银行买卖外汇的正常收益,通常为 $1\% \sim 5\%$ 。银行同业之间买卖外汇时使用的汇率也称同业买卖汇率,实际上就是外汇市场买卖价。在正常情况下,银行同业买卖汇率的差价比银行同一般客户的买卖差价要小。

2. 中间汇率和现钞汇率

中间汇率(middle rate)是银行买卖价的平均数。西方报刊报道汇率消息时常用中间汇率。现钞汇率(bank notes rate)是指银行买入或卖出外币现钞时所使用的汇率。理论上,买卖外币现钞的兑换率与外汇汇率应该相同,但因需要把外币现钞运到各发行国去,而运送外币现钞要花费一定的运费和保险费,所以,银行在收兑外币现钞时,汇率要低于外汇买入汇率,但现钞卖出价和现汇卖出价相同。

(二) 按银行外汇划付方式划分

按银行外汇划付方式不同,可将外汇汇率分为电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率。

1. 电汇汇率

电汇汇率(telegraphic transfer rate, T/T rate)是指经营外汇业务的本国银行,在卖出外汇后,即以电报委托其国外分支机构或代理行付款给收款人所使用的一种汇率。在国际金融市场上,外汇汇率极不稳定。所以,在国际贸易中,进出口商为避免外汇汇率波动所带来的风险,常常在买卖合同中规定使用交收时间最快的电汇方式。银行同业之间买卖外汇或资金划拨也使用电汇方式。电汇汇率较一般汇率高,但是电汇调拨资金速度快,加速了国际

资金周转。因此,电汇汇率在外汇交易中占有极大的比重,它已成为基本汇率。

电汇汇率又可分为电汇买入汇率和电汇卖出汇率。前者是指买入电汇时所使用的汇率,后者为卖出电汇时所使用的汇率。由于电汇进行交易时,可于当日或次日(营业日)完成,故没有利息因素包含在汇率中。所以,这种汇率为最纯的汇率,银行一般以此汇率作为基准来决定其他各种对客户的汇率。

2. 信汇汇率

信汇是指用银行开具的付款委托书,以信函方式通过邮局寄给付款地银行,转付给收款人的一种汇款方式。由于邮递需要一定的时间,银行在这段时间内可以占用客户的资金,因此信汇汇率(mail transfer rate, M/T rate)比电汇汇率低。

3. 票汇汇率

票汇汇率(demand draft rate, D/D rate)是指银行在卖出外汇时,开立一张由其国外分支机构或代理行付款的汇票交给汇款人,由其自带或寄往国外取款所使用的汇率。由于票汇从卖出外汇到支付外汇有一段时间间隔,银行可以在这段时间内占用客户的头寸,故票汇汇率一般比电汇汇率低。票汇有短期票汇和长期票汇之分,其汇率也不同。使用长期票汇,银行能更长时间运用客户资金,故长期票汇汇率较短期票汇汇率低。

(三) 按银行同业往来划分

适用于银行相互间外汇交易的汇率称为对银行汇率。由于商业银行是外汇市场的主要参加者,故银行间的外汇交易是整个外汇交易的中心。从交易对象来看,银行间交易有三种不同的交易对象:一是同一银行系统的总行与分行或分行与分行之间;二是与其他银行之间;三是与外汇集中管理的机构(中央银行或外汇平准基金组织)之间。因此,银行汇率按此原则可分为银行内部往来汇率(inter-office rate)、银行同业汇率(inter-bank rate)和管理汇率(government rate)。

1. 银行内部往来汇率

银行对客户交易后如有进行外汇头寸及资金调整的必要时,经由总行或分行处理最为理想。银行内部往来汇率,在自由浮动汇率制下,以市场汇率为基准;在固定汇率制下,以官方的管理汇率为基准。

2. 银行同业汇率

银行同业汇率也称市场汇率,它是由外汇市场供求关系决定的汇率。银行同业汇率一般被称为外汇的批发价,而对客户的汇率一般被称为外汇的零售价。

3. 管理汇率

在外汇的集中管理体系下,外汇的集中管理机构成为外汇银行的外汇银行。它接受各银行的外汇调剂交易,发挥外汇调节的功能。外汇集中管理机构与各银行之间进行外汇交易所使用的汇率就是管理汇率,也是一种官方汇率,是银行同业汇率及银行对客户汇率的基准。

(四) 按对外汇管理的宽严程度划分

按对外汇管理的宽严程度,可将外汇汇率分为官方汇率和市场汇率。

1. 官方汇率

官方汇率(official rate)又称官定汇率,是指政府机构(中央银行或外汇管理机构等)制定和公布的汇率,并规定一切外汇交易都以此汇率为准。例如,我国国家外汇管理局公布的外汇牌价就是官方汇率。政府一般对商业交易和非商业交易规定不同的汇率。前者称为商业汇率或贸易汇率(commercial rate),后者称为金融汇率或非贸易汇率(financial rate)。

2. 市场汇率

市场汇率(market rate)是指在外汇市场上自由买卖外汇的实际汇率。

(五) 按政府允许存在的汇率种类划分

政府允许存在的汇率种类有单一汇率和多重汇率。

1. 单一汇率

无论对贸易或非贸易用途、经常项目或资本项目的交易都按同一汇率买卖外汇,便是单一汇率。

2. 多重汇率

多重汇率也称复汇率,是指在一个国家内,就一种货币而言,如果政府规定几种同时并存的官方汇率,就称作多重汇率。双重汇率和贸易与非贸易汇率也是多重汇率的一种形式。

复汇率至少两种,多则一二十种。由于针对不同商品、不同交易性质乃至不同国家和地区加以区别对待,复汇率制具有不公平性和歧视性。

(六) 按国际货币体系的演变划分

按国际货币体系的演变,可将外汇汇率分为固定汇率和浮动汇率。

1. 固定汇率

固定汇率(fixed exchange rate)是指一国货币同另一国货币的汇率基本固定,汇率的波动仅限制在一定幅度以内。

2. 浮动汇率

浮动汇率(floating exchange rate)是指一国货币当局不规定官方汇率,听任外汇市场的供求来决定的汇率。外币供过于求时,外币就贬值或本币升值,外币汇率就下浮;外币供不应求时,外币就升值或本币相对贬值,外币汇率就上浮。

(七) 按制定汇率的方法划分

按制定汇率的方法,可将外汇汇率分为基本汇率和套算汇率。

1. 基本汇率

外国货币的种类很多,且各国的货币制度不同。在制定汇率时,必须选择某一种货币作为主要对象。其条件是本国国际收支中使用最多的、外汇储备中占比重大的且可以自由兑换的和国际上普遍接受的。具备这些条件的货币就是关键货币(key currency)。根据本国货币与关键货币的实际价值对比,制定出的汇率就是基本汇率(basic rate)。美元是在国际支付中使用较多的货币。一般来说,各国都把美元当作制定汇率的主要货币,因此常把对美元的汇率作为基本汇率。

2. 套算汇率

套算汇率(cross rate)又称交叉汇率,它主要有以下两层含义:

(1) 由于世界主要外汇市场只公布按美元标价法计算的外汇汇率,而不能直接反映其他货币之间的汇率,为了换算出各种货币的汇率,必须通过各种货币对美元的汇率进行套算。

(2) 各国在基本汇率制定后,对其他国家的货币汇率就可以通过这一基本汇率套算出来。

(八) 按外汇交易的交割期限划分

按外汇交易的交割期限,可将外汇汇率分为即期汇率和远期汇率。

1. 即期汇率

即期汇率(spot rate)也称现汇汇率,是指买卖外汇的双方在成交的当日或次日(营业日)进行交割的汇率。

2. 远期汇率

远期汇率(forward rate)是适用于远期外汇交易的汇率。远期外汇交易是一种预约性交易,事先由买卖双方签订合同,规定在未来指定的期限内,按合同上载明的汇率和数额进行钱汇两清。

远期汇率与即期汇率之间是有差额的,这种差额叫远期差价(forward margin)。

(九) 按银行营业时间划分

按银行营业时间划分,外汇汇率可分为开盘汇率和收盘汇率。

1. 开盘汇率

开盘汇率(opening rate)又叫开盘价,是外汇银行在一个营业日刚开始营业进行外汇买卖时使用的汇率。

2. 收盘汇率

收盘汇率(closing rate)又叫收盘价,是外汇银行在一个营业日外汇交易终了时使用的汇率。

(十) 按衡量货币价值的能力划分

按衡量货币价值的能力划分,外汇汇率可分为名义汇率、真实汇率和有效汇率。

1. 名义汇率

名义汇率(nominal exchange rate)是指外币的本币价格。各种报刊所登载的汇率实际上都是名义汇率。

2. 真实汇率

真实汇率(real exchange rate)也称实际汇率,是一种对价格进行调整的名义汇率。具体地说,真实汇率是把名义汇率中的物价因素扣除后得出的。它们之间的关系可以表示为

$$e_r = e \frac{p^*}{p} \quad (2-1)$$

式中, e_r 为真实汇率; e 为名义汇率; p^* 为外国物价指数; p 为国内物价指数。

由式(2-1)可以看到,真实汇率等于按外国与本国物价指数之比进行调整的名义汇率。

3. 有效汇率

衡量一种货币的价值仅靠双边汇率是不够的。在外汇市场上,常可以看到一种货币对某种外币的价值在上升,但对另一种外币的价值却在下降。在这种情况下,双边汇率无法说明这种货币在世界范围内的变动情况,因此要用有效汇率来综合衡量一种货币的变化情况。有效汇率(effective exchange rate)是各种双边汇率的加权平均,所以它也被称为有效汇率指数或汇率指数(exchange rate index),权数依一国的主要贸易伙伴在其对外贸易总额中所占的比重而定。具体算法为

$$E_i = \sum_{i=1}^n a_i e_i (a_1 + a_2 + a_3 + \dots + a_n = 1, 0 < a_i \leq 1) \quad (2-2)$$

式中, E_i 是汇率指数; a_i 为第*i*国在一国对外贸易总额中所占的比重,即权数; e_i 为一国货币同第*i*国货币的名义汇率,即双边汇率。

根据式(2-2)计算出来的有效汇率或汇率指数是名义有效汇率。比较有名的名义有效汇率指数有IMF编发的多边汇率模型指数和美国联邦储备委员会编发的多边贸易加权的有效汇率指数。

三、汇率的标价方法

在汇率标价中,数量保持不变的货币为基础货币;数量可变的货币为标价货币。由于在汇率标价时确定的基础货币不同,就出现了两种基本的标价方法,即直接标价法和间接标价法。

(一) 直接标价法

直接标价法(direct quotation)又称应付标价法,是用一定单位的外币作为基础货币,折合本币数来表示的一种标价方法。世界上大多数国家目前都使用这一标价方法。我国人民币外汇牌价也采用直接标价法。

在直接标价法下,如果一定单位的外币折合的本币数较以前多,则表示外币升值、本币贬值,或称外币汇率上涨、本币汇率下跌;如果一定单位的外币折合的本币数额较以前少,则表示外币贬值、本币升值,或称外币汇率下跌、本币汇率上涨。

(二) 间接标价法

间接标价法(indirect quotation)又称应收标价法,是用一定单位的本币作为基础货币,折合外币数来表示的一种标价方法。目前主要有美国和英国使用间接标价法。

在间接标价法下,如果一定单位的本币折合的外币数较以前多,则表示本币升值、外币贬值,或称本币汇率上涨、外币汇率下跌;如果一定单位的本币折合的外币数较以前少,则表示本币贬值、外币升值,或称本币汇率下跌、外币汇率上涨。

上述两种标价方法,就对各种货币换算的币值结果来讲,实质上是无原则区别的,但由于这两种标价方法对币值升降变化同汇率高低变化的关系得出的结果是完全相反的,故在分析汇率高低变化时,必须说明所采用的标价方法,以免概念混淆,发生方法和结论的矛盾与错误。

(三) 美元标价法

为了便于进行外汇业务交易,除英镑和欧元外,其他货币的报价都以美元为标准来表示

各国货币的价格,也就是用其他货币给美元标价,这就是美元标价法。

美元标价法是指以一定单位的美元为标准来计算能兑换多少其他货币。在美元标价法下,美元的单位始终不变,美元与其他货币的比值是通过其他货币的量的变化来表现的。

上述三种标价方法的相同之处在于,数量固定不变的货币是标准货币或基础货币,数量不断变化的货币是标价货币或报价货币。在直接标价法下,基础货币是外币,标价货币是本币;在间接标价法下,基础货币是本币,标价货币是外币;在美元标价法下,基础货币是美元,标价货币是其他各国货币。概括来讲,三种标价法都是以标价货币的数量来表示标准货币或基础货币价格的。国际上常用的兑换货币及符号如表 2-1 所示。

表 2-1 常见的兑换货币及符号

货币名称(中文)	货币名称(英文)	国际标准货币代码
美元	US Dollar	USD
日元	YEN(Japanese Yen)	JPY
欧元	Euro	EUR
英镑	Pound Sterling	GBP
瑞士法郎	Swiss Franc	CHF
挪威克朗	Norwegian Krona	NOK
瑞典克朗	Swedish krona	SEK
丹麦克朗	Danish krona	DKK
澳大利亚元	Australian Dollar	AUD
韩元	Won	KRW
澳门元	Pataca	MOP
加拿大元	Canadian Dollar	CAD
港币	Hong Kong Dollar	HKD
新西兰元	New Zealand Dollar	NZD
菲律宾比索	Philippines Peso	PHP
新加坡元	Singapore Dollar	SGD
泰国铢	Thai Baht	THB
俄罗斯卢布	Russian Ruble	RUB
特别提款权	Special Drawing Right	SDR
人民币	China Yuan	CNY

(四) 升水与贴水

升水表示远期汇率高于即期汇率。贴水是指远期汇率低于即期汇率,与“升水”对应。在直接标价法下,升水代表本币贬值;反之,在间接标价法下,升水表示本币升值。例如,人民币兑美元现汇汇率为 USD 1=CNY 6.100 2,若期汇升水 10 点(万分之一为 1 点),则远期汇率为 USD 1=CNY 6.101 2,表示人民币贬值 10 点。反之亦然。

 拓展阅读

欧美政局影响英镑汇率走势^①

2017年2月24日,英镑兑美元自前两周的高位下滑,虽然对欧美政局的担忧让投资者的注意力暂时离开了英国脱欧的相关风险,但美元从低位反弹使英镑承受巨大压力。

英镑兑美元下跌0.5%至1.2496美元,伦敦早盘曾触及15日高点1.2570美元。英镑兑欧元下跌0.5%,报0.8459英镑。

2017年2月20日至2017年2月24日,除英国上议院批准脱欧方案外,英国政局并无重大进展。但是,新发布的经济数据给英镑带来一些支撑,英镑兑一篮子货币上涨0.8%。

法国农业信贷银行外汇策略负责人Valentin Marinov称:“主要是受英镑兑美元走势影响,英镑兑欧元重回去年的低位,这给英镑提供了很大的支撑,一些人认为是技术面有利导致英镑上涨,但我对此持谨慎态度。”

一些大行预计,如果英国政府如先前计划中一样在下个月开启脱欧谈判,英镑可能又将迎来一波卖压。但是,技术面数据暗示英镑上涨和下跌均有可能。

瑞典北欧斯安银行(SEB)策略师Richard Falkenhall表示:“只要市场的关注点在其他地方,未来几周英镑仍可能继续反弹。”

Falkenhall还表示:“虽然我们有很好的理由在中期内维持英镑偏空的看法,但几个欧元区国家即将到来的大选所制造的不确定性,以及美国政局的不稳定性似乎都盖过了英国经济未来可能面临的麻烦。”

第三节 汇率变化对经济的影响

汇率作为特殊价格是一国宏观经济中的一个重要变量,它与多种经济因素有着密切的关系。这种关系不但表现在许多经济因素的变化会导致汇率水平的变化,而且表现在汇率的变化对其他经济因素产生不同程度、不同形式的作用或影响,使其发生相应的变化。尤其是在浮动汇率制下,汇率变化频繁,对各国经济产生的冲击日益深刻。因此,汇率政策及汇率调整已成为各国经济政策的重要组成部分。

汇率变化对经济各方面产生的作用和影响是不同的,其中最为主要的是汇率对于贸易收支、资本流动、外汇储备、价格水平、微观经济活动及国际经济关系的影响。

^① [佚名]. 英镑跌离两周高位,欧美政局料仍为市场关注焦点[EB/OL]. (2017-02-25)[2017-05-08]. <http://www.fx678.com/C/20170225/201702250237011272.html>. (有改动)

一、汇率变化对贸易收支的影响

(一) 汇率变化对进出口的影响

汇率变化一个最为直接也是最为重要的影响就是对贸易收支的影响,这种影响有微观和宏观两个方面:从微观上讲,汇率变化会改变进出口企业成本、利润的核算;从宏观上讲,汇率变化因对商品进出口产生的影响而使贸易收支差额以至国际收支差额发生变化。

汇率变化对贸易收支产生的影响一般表现为一国货币对外贬值后,有利于本国商品的出口,不利于外国商品的进口;一国货币对外升值后,有利于外国商品的进口,不利于本国商品的出口。

以本币贬值为例,本币贬值后,对出口会产生两种结果:一是等值本币的出口商品在国际市场上会折合比以前(贬值前)更少的外币,使国外销售价格下降,竞争力增强,出口扩大;二是出口商品在国际市场上的外币价格保持不变,则本币贬值会使等值外币兑换成比以前(贬值前)更多的本币,国内出口商品的出口利润增加,从而提高国内出口商的出口积极性,出口数量增加。

换言之,本币贬值或者会使出口商品价格下降,或者会使出口商品利润提高,或者两者兼而有之,这都会使出口规模扩大。如果出口数量增加的幅度超过商品价格下降的程度,则本国出口外汇收入净增加。本币贬值有效地促进了出口,限制了进口,则会改善一国的贸易条件,扭转贸易收支的不平衡。

但是,本币贬值起到扩大出口、限制进口的作用不是在任何条件下都能实现的。因此,还需要进一步分析作为改善贸易状况手段的本币贬值及其有效条件。

(二) 外汇倾销

如上所述,本币对外贬值在一定条件下有促进商品出口的功能,因而许多国家便以本币贬值作为促进出口、改善贸易状况的重要手段,这就是外汇倾销(exchange dumping)。具体而言,外汇倾销是指在有通货膨胀的国家中,货币当局通过促使本币对外贬值,且货币对外贬值的程度大于对内贬值的程度,借以用低于原来国际市场上的销售价格倾销商品,从而达到提高商品的国外竞争力、扩大出口、增加外汇收入和改善贸易差额的目的。

此外,一国具备外汇倾销条件并实施倾销手段后,要达到预期目的还有一个收效时期,通常为6~9个月。在这一收效期内,外汇倾销还可能受到一些因素的干扰而失效,主要有两方面的因素。一是来自国内的干扰。如果国内物价上涨持续发展,使货币对内进一步贬值,且对内贬值程度赶上或超过对外贬值程度,则倾销的条件逐步消失,外汇倾销失效。因此,在收效期内须采取措施保持国内物价水平的稳定。二是来自国外的干扰。外汇倾销会使本国产品冲击对方国家市场,并抢占其他国家在国外市场上的地位,因而很容易遭到倾销对象国和其他有关国家的反对,从而使外汇倾销失效。

二、汇率变化对资本流动的影响

汇率变化不但受资本流动的影响,而且是影响资本流动的直接因素。其作用表现如下:

(1) 本币对外贬值后,1单位外币折合更多的本币,会促使外国资本流入增加,国内资本流出减少。但是,本币对外价值将贬未贬时,也就是外汇汇价将升未升时,会引起本国资本外逃。

(2) 本币对外升值后,1 单位外币折合更少的本币,外国资本流入减少,国内资本流出增加。但是,本币对外价值将升未升时,也就是外汇汇价将跌未跌时,会引起外国资本流入。

因汇率变化带来的资本流出流入变化可以通过资本投资,也可以通过旅游、商品采购等方式进行。这些变化最终体现在国际收支的不同项目上,其中主要是资本项目差额的变化上。汇率变化对资本流动的影响,一方面表现在货币升贬值后带来的资本流出或流入增加,另一方面表现在汇率预期变化即汇率将升未升或将跌未跌时对资本流动的影响。当一国外汇市场上出现本国货币贬值的预期时,会造成大量抛售本币、抢购外汇的现象,资本加速外流(外逃),这与贬值预期后资本流入增加的结果正相反;当一国外汇市场上出现本国货币升值预期时,则会形成大量抛售外汇、抢购本币的现象,使资本流入增加,这与本币升值后资本流出增加的结果正相反。

三、汇率变化对外汇储备的影响

外汇储备是一国国际储备的主要内容,由本国对外贸易及结算中的主要货币组成。“二战”后,美元成为各国外汇储备的主要币种。20 世纪 70 年代以后,各国外汇储备币种逐渐走向多元化,目前由美元、日元、英镑、欧元等西方主要货币组成。不论是以单一的币种为储备还是以多元化的币种为储备,储备货币的汇率变化都会直接影响到一国外汇储备的价值。

在以美元为主要储备货币时期,外汇储备的稳定性和价值高低完全在于美元汇率的变化。美元升值,一国外汇储备相应升值;美元贬值,一国外汇储备也相应贬值。20 世纪 70 年代初期,美元在国际市场上的一再贬值曾给许多国家,尤其是发展中国家的外汇储备造成了不同程度的损失。

在多元化外汇储备时期,汇率变化的影响较为复杂,对此,需要从多方面进行分析。首先,要明确构成一国外汇储备的币种。各国选择储备的币种是不同的,主要是选择与本国对外经济、贸易关系最为密切的国家货币,这些货币在外汇市场上的汇率变化常常是不相同的,它们都会分别对外汇储备总体产生影响。其次,要将各储备货币分成升值的和贬值的两种,计算各自升值或贬值的幅度。然后,根据构成外汇储备币种的不同权重,结合各种货币升贬值的幅度,衡量出一定时期内储备币种汇率变化对一国外汇储备的综合影响。

由于储备货币的多元化,汇率变化对外汇储备的影响也多样化了。有时外汇市场汇率波动较大,但因储备货币中升贬值货币的力量均等,外汇储备就不会受到影响;有时虽然多种货币汇率下跌,但占比重较大的储备货币汇率上升,外汇储备总价值也能保持稳定或略有上升。外汇储备的多元化以及汇率变化的复杂化,使得国际储备管理的难度加大,各国货币当局因而都会随时注意外汇市场行情的变化,相应地进行储备货币的调整以避免汇率波动给外汇储备造成损失。

四、汇率变化对价格水平的影响

汇率变化对价格水平的影响体现在两方面:一是贸易品价格,二是非贸易品价格。前者包括出口商品和进口商品的价格,后者是指那些由于成本等原因不能进入国际市场的商品的价格。

（一）汇率变化对贸易品价格的影响

汇率变化直接影响贸易品价格的变化。本币贬值后,出口商品和进口商品的国内价格都会有所提高。出口商品本币价格的提高主要体现在出口利润的增加,对国内物价水平影响不大。相比而言,如果进口商品没有受到有效的控制,且进口商品在商品总额中占有较大比重,则进口商品价格提高会对物价上涨产生较大的压力。这种压力不仅表现在进口制成品价格水平的提高上,还表现在以进口商品为中间产品的商品的生产成本的增加。因此,货币贬值必须辅之以限制进口的措施,以保持国内价格的稳定。本币对外升值产生的作用正相反,它会使出口商品和进口商品的国内价格下降,对出口起到限制作用,对进口起到扩大作用。扩大了进口商品价格较低,尽管会对国内市场产生冲击,但对总体物价水平不会产生上涨的压力。

（二）汇率变化对非贸易品价格的影响

与对贸易品价格影响相比,汇率变化对非贸易品价格的影响是间接的。如果一国商品可以自由贸易,资源要素在部门转移不受限制,汇率变化带来的贸易品价格变化会传导到非贸易品价格上。这里把非贸易品划分为以下三类:Ⅰ类商品,即随价格变化随时转为出口的国内商品;Ⅱ类商品,即随价格变化随时可以替代进口的国内商品;Ⅲ类商品,即完全不能进入国际市场或进行替代的国内商品。

仍以本币贬值为例。本币贬值后,贸易品价格提高,会产生如下影响:

(1) Ⅰ类商品从国内市场转到国际市场,由非贸易品转为贸易品,从而使国内非贸易品供应减少,需求相应增加,价格上升。

(2) 在进口商品中,国内无法替代的商品或原材料价格提高后,引起国内相关的非贸易品和以进口产品为原料辅料的国内最终产品价格上涨。

(3) 在进口商品中,属于国内可以生产加以替代的部分,会因价格高涨而受到自动限制,此时Ⅱ类商品增加,在一定程度上可以代替进口商品,价格上涨就不会全部转化为现实。Ⅱ类商品的增加在事实上、程度上抵消了进口商品价格上涨幅度,但一般来说也不会全部抵消,而且随着对Ⅱ类商品需求的增加,其价格也会有所上升。

(4) 随着贸易品和部分相关产品价格上升及出口商利润的提高,Ⅲ类商品生产商也会要求相同的利润水平,或者转移生产,或者提高销售价格,其结果也是促使价格总水平上升。

五、汇率变化对微观经济活动的影响

汇率变化对微观经济活动的影响主要表现在浮动汇率制下汇率频繁变动使企业进出口贸易的计价结算、对外债权债务中的风险增加。具体而言,进口商品计价货币升值,或应偿还借款货币升值,都意味着债务方实际支付的增加;出口商品计价货币贬值,或应收货款货币贬值,都意味着债权方实际收入的减少。因此,对出口商和外债债权方而言,货币贬值不利,应力争使用硬货币(未来趋势升值);而对进口商和外债债务方而言,货币升值不利,应力争使用软货币(未来趋势贬值)。但是,软、硬货币是相对而言的,而且市场汇率变化会使其不断地发生转变,这就要求企业和个人能够对汇率变化有一个较为准确的预测;否则,汇率变化的风险随时可能转化为现实的损失。

在过去的固定汇率制下,汇率相对稳定,波动幅度不大,对微观经济的影响也不明显。

但是,在浮动汇率制下,汇率每时每刻都处于波动之中,几天或者几个星期的汇率波动幅度往往是较大的,而且无规律可循,这就使得进出口贸易和国际借贷活动随时面临着汇率变化的风险。因此,外汇风险的预测及防范已成为微观经济管理中不可缺少的内容。

六、汇率变化对国际经济关系的影响

浮动汇率产生后,外汇市场上各国汇率频繁地、不规则地波动,不但给各国对外贸易、国内经济等造成了深刻影响,而且影响着各国之间的经济关系。

如果一国实行以促进出口、改善贸易逆差为主要目的的货币贬值,会使对方国家货币相对升值,出口竞争力下降,尤其是以外汇倾销为目的的本币贬值必然引起对方国家和其他利益相关国家的反对甚至报复,这些国家会采取针锋相对的措施,直接地或隐蔽地抵制贬值国商品的侵入,“汇率大战”由此产生。

货币竞相贬值以促进各自国家的商品出口是国际上很普遍的现象,由此造成的不同利益国家之间的分歧和矛盾也层出不穷,这加深了国际经济关系的复杂化。



思考与练习 >>>>

1. 简述外汇的概念。
2. 简述汇率的类型。
3. 简述真实汇率和名义汇率的区别。
4. 怎样理解在不同标价法下,外汇汇率上升或下降的含义?
5. 简述汇率变化对经济的影响。



案例分析 >>>>

瑞士央行对瑞士法郎走强束手无策^①

据外媒报道称,瑞士法郎是无可争议的“货币之王”,但如今对这种地位最为不满的恐怕就是瑞士了。

巴塞尔大学教授库格勒(Peter Kugler)认为,过去一个世纪,瑞士法郎兑美元和英镑以每年1%的速度升值。英国公投决定退出欧盟,瑞士法郎可能因此而上涨,这会给该国出口商和央行带来进一步压力。

强势货币有一定的好处,该国可以以更低的价格购买进口商品。但是,与此同时,瑞士法郎的不断升值加大了瑞士央行维持适当通胀水平的难度。而对瑞士这样一个依赖出口的小型经济体来说,瑞士法郎升值会严重削弱瑞士产品在国外的竞争力。

瑞士央行长期以来一直试图压低瑞士法郎汇率,但均未成功。瑞士央行已经将利率降至非常低的负利率水平,并购买了包括外国政府债券、新兴市场股票在内的很多外币资产,这些外币资产的规模为6 250亿美元,已经接近瑞士国内生产总值(GDP)的规模。

问题是每次市场动荡时投资者都会涌向瑞士法郎。从某种意义上说,瑞士法郎根本不

^① [佚名]. 瑞郎兑美元和英镑每年升值1% 瑞士央行束手无策[EB/OL]. (2016-06-17)[2017-05-08]. <http://forex.hexun.com/2016-06-17/184446973.html>. (有改动)

像是一个国家的货币,更像是黄金或石油这样的全球大宗商品。

国际清算银行(BIS,其追踪 60 个国家的货币)数据显示,自 2010 年以来,瑞士法郎加权汇率已经上升了 24%,超过任何其他国家的货币。

思考:

- (1) 英国公投决定退出欧盟,这对瑞士法郎汇率有何影响?
- (2) 瑞士央行长期将利率降至非常低的负利率水平,试图压低瑞士法郎汇率,但均未成功。请解释该现象的原因。

第三章

汇率决定理论

学习目标

了解货币制度的演变；
掌握不同货币制度下的汇率决定问题；
掌握购买力平价理论、利率平价理论、资产市场理论；
熟悉国际收支说；
理解弹性价格货币分析法的基本模型。

案例导入

按购买力平价计算 2015 年中国 GDP 继续超美^①

俄媒称,美国中央情报局 2015 年度《世界概况》出炉。中情局从 1962 年起每年都要出版一本《世界概况》,从 1981 年起改为公开出版。

根据新出炉的《世界概况》,从根据购买力平价计算的国内生产总值(GDP)上来说,2015 年 GDP 排在前五名的是中国(占全球 17.1%)、美国(15.8%)、印度(8%)、日本(4%)和德国(3.37%)。

有趣的是,中国在 GDP 上逐渐赶超美国一事已是老生常谈。但与许多预测结果不同,美国仍保持了全球霸主的地位。美国依然是世界金融中心,依然是世界科技中心,依然是全球信息文化网络所有主要品牌的生产商,依然是最强的军事大国。

虽然中国在 GDP 上已超过美国且差距正逐年拉大(2015 年中国 GDP 增长 6.8%,而美

^① [佚名]. 中情局据购买力平价计算:去年中国 GDP 继续超美[EB/OL]. (2016-04-06)[2017-05-08]. http://jiangsu.china.com.cn/html/finance/finances/5140915_1.html. (有改动)

国的增幅是2.6%),而且GDP被视为最重要的经济指标,但有关经济遇到困境和增速放缓的担忧都围绕着中国经济而不是美国经济。

不过,中国GDP增速放缓并不是那么具有灾难性:3年里从7.7%降至6.8%。经济学家们能轻而易举地做出漂亮的解释。

在增长速度方面,俄罗斯经济萎缩了3.9%。在《世界概论》统计的225个国家中,俄罗斯排在第213位。世界第七大经济体巴西的表现要略好一点,萎缩了3%。有12个国家和地区比俄罗斯的情况还糟,包括叙利亚、委内瑞拉(萎缩10%)、乌克兰(萎缩11%)和加沙地带(萎缩15%),也门以萎缩28%排在倒数第一。

在欧盟发达国家里,最大的GDP增幅出现在东欧:捷克增长3.9%,波兰增长3.5%。欧盟平均经济增速是1.8%,算是稳定增长。

还有一个最重要的指标:人均GDP。除某些例外情况外,人均GDP与科技发展、社会政治权利和自由水平、教育和医疗质量等其他指标有关联,与出生率、居民寿命和居民增长率等人口指标总体上没有关联。

俄罗斯的人均GDP是2.37万美元,排在全球第79位。位列第一的是卡塔尔(14.5万美元),随后是卢森堡(10.2万美元),倒数第一的是索马里(400美元)。另外,韩国是3.67万美元,朝鲜是1800美元。

美国人均GDP是5.63万美元,西欧国家在3.52万美元(西班牙)到5.9万美元(瑞士)之间,东欧在2.6万美元(匈牙利)至3.15万美元(捷克)之间。

报道称,很难得出统一的结论,因为数据庞杂纷繁。不过,这些事实本身就具有存在的价值。

讨论:如何正确认识GDP与购买力平价指标的关系。

汇率是两国货币之间的比价。各国货币之所以具有可比性,是因为它们都具有或代表一定的价值。在不同的货币制度下,各国货币具有或代表价值的情况各不相同。汇率的本质是两国货币所具有或代表的价值相交换,这是汇率决定的基础。货币制度大体上可分为金本位制和纸币本位制。金本位制是以黄金作为国际储备资产或国际本位货币。在金本位制下,各国货币是以一定量的黄金来表示本币单位,两国货币之间的汇率由铸币平价(两国货币含金量之比)或法定平价(两国货币代表金量之比)决定。不兑现的纸币本位以外汇作为国际储备资产,而与黄金无任何联系;纸币不再代表或代替金币流通,而只是一种价值符号;金平价(铸币平价和法定平价)也不再成为决定汇率的基础。从形式上看,在纸币本位制下,两国货币单位的可比性好像丧失了;而实际上,两国货币之间原有的价值比例依然存在,两国纸币之间的汇率由两国纸币各自代表的价值量之比确定,并在各种影响汇率的长短期因素作用下不断地变动。

在金本位制瓦解后,汇率动荡不已,关于汇率决定的研究异常活跃。在与黄金脱钩的纸币本位下,汇率的决定是一个非常复杂的问题,货币汇率受到多种因素的影响。本章将由简到繁依次介绍汇率与价格水平、利率、国际收支之间存在的重要关系,即汇率决定的购买力平价理论、利率平价理论、资产市场理论及国际收支说等。

第一节 汇率决定概述

一、货币制度的演变

在讨论汇率决定问题之前,有必要先简单回顾一下货币制度的历史演变。总体来看,货币制度的演变大致经历了以下三个阶段:金本位制、金汇兑本位制和纸币本位制。

金本位制最初是指金币本位制,即以黄金为货币制度的基础,黄金直接参与流通的这样一种货币制度。金币本位制发展到后期,由于黄金产量跟不上经济发展对货币日益增长的需求,黄金参与流通、支付的程度下降,其作用逐渐被以其为基础的纸币所取代。只有存在大规模支付需要时,黄金才出马,以金块的形式参与流通和支付。这种形式的货币制度,又称为金块本位制。金块本位制依然是一种金本位制,因为在这种制度下,纸币的价值是以黄金为基础的,代表黄金流通,并与黄金保持固定的比价,黄金仍在一定程度上参与清算和支付。后来随着经济的发展,黄金的流通和支付手段职能逐渐被纸币所取代,货币制度演变为金汇兑本位制。

金汇兑本位制也是一种金本位制,但属比较广义的范畴。在金汇兑本位制下,纸币成了法定的偿付货币,简称法币。政府宣布单位纸币的代表金量并维护纸币黄金比价。纸币充当价值尺度、流通手段和支付手段,并能同黄金按政府宣布的比价自由兑换,黄金只发挥储藏手段和稳定纸币价值的作用。第一次世界大战期间以及1929—1933年资本主义经济大危机期间,各主要资本主义国家为筹集资金以应付战争和刺激经济,大量发行纸币,导致纸币与黄金之间的固定比价无法维持,金汇兑本位制在几经反复后终于瓦解,各国普遍开始实行纸币本位制度。

从“二战”之前各国货币制度的演变史中可以得出以下结论:

- (1) 货币制度史的发展就是一个纸币不断取代金属铸币的过程。
- (2) 货币有四大职能,即价值尺度、流通手段、支付手段和储藏手段。其中,最主要的职能是价值尺度和流通手段(也可称交换媒介)。纸币取代黄金的过程不是一蹴而就的,而是从流通手段职能的扩大开始逐步实现的。货币制度各阶段四大职能的特征如表3-1所示。
- (3) 纸币取代金币不仅仅是因为黄金产量的不足,同时也因为纸币(乃至以后出现的电子货币)作为流通手段和支付手段有许多天然的优越性,适应了国际经贸高速发展的需要。

表 3-1 货币制度各阶段四大职能的特征

项 目	金本位制 (黄金的作用)			纸币本位制 (纸币的作用)
	金铸币本位	金块本位	金汇兑本位	
价值尺度	充当	纸币间接充当	纸币间接充当	充当
流通手段	充当	较少直接充当	不充当	充当
支付手段	充当	较少充当	稀少充当	充当
储藏手段	充当	充当	基本充当	部分充当

二、不同货币制度下的汇率决定问题

(一) 金币本位制下汇率的决定

在金币本位制下,各国都规定金币的法定含金量。两种不同货币之间的比价,由它们各自的含金量对比来决定。例如,在1925—1931年期间,1英镑的含金量为7.3224克,1美元的含金量则为1.504656克,两者相比等于4.8665($7.3224 \div 1.504656$),即1英镑等于4.8665美元。这种以两种金属铸币含金量之比得到的汇价被称为铸币平价。铸币平价是金平价的一种表现形式。所谓金平价,就是两种货币含金量或所代表金量的对比。在金币本位制下,汇率决定的基础是铸币平价。

实际经济中的汇率则因供求关系而围绕铸币平价上下波动,但其波动的幅度受制于黄金输送点,即黄金输出点和黄金输入点。在金币本位制度下,黄金可以自由输出/输入。如果汇价涨得太高,人们就都不愿购买外汇,而要运送黄金进行清算了。恩格斯说:“众所周知,汇兑率是货币金属国际运动的晴雨计。如果英国对德国的支付多于德国对英国的支付,马克的价格,以英镑表示,就会在伦敦上涨;英镑的价格,以马克表示,就会在汉堡和柏林下跌。如果英国多于德国的这个支付义务,比如说,不能由德国在英国超额购买来恢复平衡,向德国开出的马克汇票的英镑价格就必然会上涨到这样一点,那时不是由英国向德国开出的汇票来支付,而是输出金属(金币或金块)来支付才变得合算。这就是典型的过程。”但是,运送黄金是需要种种费用的,如包装费、运费、保险费和运送期的利息等。假定在英国和美国之间运送价值1英镑黄金的费用为0.02美元,那么,铸币平价4.8665美元加上运送费0.02美元就等于4.8865美元,这是美国对英国的黄金输出点。如果英镑的汇价高于4.8865美元,美国债务人觉得购买外汇不合算,不如直接向英国运送黄金有利,于是美国的黄金就要向英国输出。铸币平价4.8665美元减去运送费0.02美元等于4.8465美元,就是美国对英国的黄金输入点。如果1英镑的汇价低于4.8465美元,美国的债权人就不要外汇,而宁肯自己从英国输入黄金。黄金输出的界限,称为黄金输出点;黄金输入的界限,称为黄金输入点。汇价的波动,以黄金输出点为上限,以黄金输入点为下限,它总是以金平价为中心,在这一上限和下限的幅度内摇摆。黄金输出点和黄金输入点统称为黄金输送点。综上所述,铸币平价加上黄金运送费,是汇价上涨的最高点;铸币平价减去黄金运送费,是汇价下跌的最低点。这是汇率变动的界限。由于黄金输送点限制了汇价的变动,因此汇率波动的幅度比较小,基本上是稳定的。

(二) 金块本位制和金汇兑本位制下汇率的决定

在金块本位制下,黄金已经很少直接充当流通手段和支付手段,绝大部分的金块为政府所掌握,其自由输出/输入受到了影响。同样,在金汇兑本位制下,黄金储备集中在政府手中,在日常生活中,黄金不再具有流通手段的职能,输出/输入受到了极大限制。在上述两种货币制度下,货币汇率由纸币所代表的金量之比决定,称为法定平价。法定平价也是金平价的一种表现形式。实际汇率因供求关系而围绕法定平价上下波动。这时,汇率波动的幅度已不再受制于黄金输送点。黄金输送点存在的必要前提是黄金的自由输出/输入。在金块本位制和金汇兑本位制下,由于黄金的输出/输入受到了限制,故黄金输送点实际上已不复存在。在金块本位和金汇兑本位这两种削弱了的金本位制度下,虽说决定汇率的基础依然

是金平价,但汇率波动的幅度则由政府来规定和维护。政府通过设立外汇平准基金来维护汇率的稳定。外汇汇率上升便出售外汇,外汇汇率下降便买进外汇,以此使汇率的波动局限在允许的幅度内。显然,与金币本位制时的情况相比,金块本位制和金汇兑本位制下汇率的稳定程度已经降低了。

(三) 纸币本位制下汇率的决定

纸币是价值的符号,在金本位制下,因黄金不足而代表或代替金币流通。在与黄金脱钩了的纸币本位制下,纸币不再代表或代替金币流通。相应地,金平价(铸币平价和法定平价)也不再成为决定汇率的基础。那么,在纸币本位制下,汇率决定的基础是什么呢?按马克思的货币理论,纸币是价值的一种代表,两国纸币之间的汇率便可用两国纸币各自所代表的价值量之比来确定。马克思的这一观点,至今依然正确。因此,纸币所代表的价值量是决定汇率的基础。

在实际经济生活中,由于各国劳动生产率的差异、国际经济往来的日益密切、金融市场的一体化以及信息传递技术的现代化等因素,纸币本位制下的货币汇率决定受到多种因素的影响。自世界金本位制瓦解后,汇率动荡不已,经济学家们纷纷著书立说来探讨纸币同黄金脱钩后货币汇率的决定,形成了不同的汇率理论。

第二节 购买力平价理论

在所有的汇率决定理论中,购买力平价理论也许是一种最简单、最直观,也最易于理解的理论。尽管从经济学的角度来看,购买力平价还远远不是一种分析汇率变动的有效工具,但它至少可以使人们从本质上认识汇率决定问题的一个重要方面,同时它也是人们掌握其他汇率决定理论的基础。

汇率决定的货币购买力平价理论,简单地说,就是维持商品平价的汇率决定模型。它表明,如果使用相同数量的货币,在任何国家都应该买到同样的商品组合。换言之,在各国商品价格既定的条件下,各国货币之间的兑换比例应该保证使同样数量的货币在任何国家都买到同样的商品组合,只有在这样的汇率下,各国商品之间的价格才没有差距,即维持平价。由此可见,购买力平价理论包含了一价定律的思想,即同种商品的价格应相等,只不过购买力平价理论所包含的一价定律是在开放经济条件下的一价定律,因此需考虑汇率因素。

一、一价定律

为便于分析,先将所有商品分成两种类型:一类是可贸易商品,指可以移动或交易成本较低的商品;另一类是不可贸易商品,指不可移动或交易成本无限高的商品,一般主要包括不动产和个人劳务项目,如房地产、理发等。

1. 在本国范围内分析一价定律

首先分析国内经济中的一价定律。这里的分析建立在以下两个前提之上:

- (1) 位于不同地区的同种商品是同质的,也就是不存在任何的商品质量及其他方面的差别。
- (2) 商品的价格能够灵活调整,不存在任何价格上的黏性。

这样,对于同种可贸易商品如果在不同地区存在价格差异,将诱发地区间的商品套利

(套购)活动,套利者会从价格较低的地区买入,运到价格较高的地区卖出,以赚取地区间的商品差价。许多交易者进行这种套利活动,将导致同种商品在两地的价格差异缩小,如果不考虑交易成本,价格差异将最终消失。

所以,同种可贸易商品在不同地区间的价格是一致的。人们将可贸易商品在不同地区的价格之间存在的这种关系称为“一价定律”。换言之,在完全自由贸易和无交易成本的情况下,任何对一价定律的偏离,都会由于商品交易者的套利行为,即在价格低的地方买进,在价格高的地方卖出,使各处的价格趋于一致。如果考虑交易成本,套利活动将不能使同种可贸易商品在不同地区间的价格差异完全消失,但可使其价格差异保持在较小范围内(等于交易成本)。而对于不可贸易商品,通过套利活动使其在不同地区间的价格差异消除的机制是不存在的。

2. 在世界范围内分析一价定律

接下来,将考虑的范围从一国内部扩展到世界范围,上面所分析的某一可贸易商品在一国内部不同地区的价格关系,将转变为在不同国家的价格之间的联系。由于套利活动从一国内部转变为在不同国家之间进行,这将存在以下两方面的差别:

(1) 由于不同国家使用不同的货币,商品价格的比较必须折算成统一的货币后再进行。例如,某商品在中国价值 62 元人民币,在美国价值 20 美元,必须将它们折算成统一单位(都用人民币或都用美元)才能进行价格比较,因此必须考虑汇率因素。如果此时 $USD\ 1 = CNY\ 6.20$,则该商品在中国的价格低于在美国的价格,这就意味着存在套利的可能性。

(2) 在进行套利活动时,除商品的买卖外,还必须进行不同货币间的买卖活动。以上例来说,套利交易者在中国购买该商品运至美国卖出后,所得收入为美元,他必须在外汇市场上将之兑换成人民币才能计算盈利。可见,这种套利活动产生了外汇市场上相应的交易活动。当同种商品在两国价格既定的情况下,套利活动将导致外汇市场上汇率发生变动,直到该商品用同种货币表示的价格相等时为止。

用公式表示为

$$P(i,t) = S(t)P_f(i,t) \quad (3-1)$$

或
$$S(t) = P(i,t) / P_f(i,t) \quad (3-2)$$

式中, $P(i,t)$ 、 $P_f(i,t)$ 分别表示商品 i 的现行本币价格和外币价格; $S(t)$ 表示现行汇率(直接标价法表示,以本币表示的外币价格)。

式(3-1)是开放经济下的一价定律表达式。它表示在不存在运输费用和人为的贸易壁垒(关税等)的自由竞争市场(全球市场是统一的没有差别的完全竞争市场),同种商品在不同国家用相同币种表示的售价相同。式(3-2)表示汇率是同一种商品的国内外价格之比。

3. 一价定律成立的前提假设

与一国内部相比,各国间的套利活动更加困难,套利成本更高。因此,在开放经济下,一价定律成立的前提假设更为严格,包含以下三个:

(1) 忽略国际资本流动对汇率的影响,外汇市场上仅存在经常账户的交易,且汇率能够灵活调整。

(2) 位于不同国家的商品是同质的可贸易商品。

(3) 国际交易中不存在贸易壁垒,如贸易禁令、关税、配额和汇率管制等,且不存在交易费用。



关于“一价定律”的真实性

1986年,美国《经济学家》杂志对麦当劳快餐店的“巨无霸”汉堡包在世界各地的价格进行了广泛的调查。如果一价定律成立,那么“巨无霸”汉堡包在世界各地的美元价格应该相同,但调查结果却令人吃惊:“巨无霸”汉堡包在不同国家的价格换算成美元相差巨大。例如,在巴黎的售价比在纽约的售价高12%;而在纽约的售价又比在中国香港地区的售价高出153%。如何解释这一显著违背一价定律的现象呢?归纳起来,这是由于现实经济中不存在一价定律所假设的前提。也就是说,产品差异、贸易管制、交易费用(运输费用)等都不等于零。此外,生产成本(如员工工资、房租、电费)在不同国家相差很大。

《经济学家》杂志的编辑进行这项调查并非出于一时头脑发热,而是目的明确地要嘲弄一下喜欢提出各种理论的经济学家。显然,他们成功了。但是,一价定律仍是有用的,它至少为人们勾画出了在完全竞争的市场条件下,汇率如何决定。

二、购买力平价

一价定律过于严格的假设,使得据此确定两国货币间的汇率几乎是不可行的。因而,经济学家在一价定律的基础上,通过对假设条件的放松,提出了购买力平价理论。

购买力平价理论是由瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔于1916年发表的《外汇反常的离差现象》一文中首次提出的。1922年,他又出版了《1914年后的货币和外汇》一书,从而奠定了购买力平价理论的基础。卡塞尔第一次系统地表述了购买力平价理论并区分了购买力平价理论的绝对和相对形式,而且首次用价格的统计平均数来表示汇率理论,从而使汇率理论成为一个可操作的理论。

购买力平价的基本思想是人们之所以需要外国货币,是因为它在该国国内具有对一般商品的购买力;同样,外国人之所以需要本国货币,也是因为它在本国具有购买力。因此,对本国货币和外国货币的评价主要取决于货币购买力的比较。由于货币购买力等于价格水平的倒数,因此汇率与各国的价格水平具有直接的联系。

1. 绝对购买力平价

绝对购买力平价认为,一国货币的价值及对它的需求是由单位货币在国内所能买到的商品和劳务的量决定的,即由它的购买力决定的。因此,两国货币之间的汇率可以表示为两国货币的购买力之比。购买力的大小是通过物价水平体现出来的。所以,两国货币的汇率等于两国价格水平(货币购买力的倒数)的比率。用公式可表述为

$$P(t) = S(t)P_f(t) \quad (3-3)$$

或

$$S(t) = P(t)/P_f(t) \quad (3-4)$$

式中, $P(t)$ 、 $P_f(t)$ 分别表示本国与外国的价格水平; $S(t)$ 表示汇率(直接标价法)。

式(3-3)表示所有国家用同一种货币衡量的价格水平相等。这里,需要思考的一个问题是:在测算一国的价格水平时,是否包括非贸易品?大多数学者认为,在市场机制充分发达

的条件下,一国的不可贸易品和可贸易品之间、各国不可贸易品之间存在着种种联系,这些联系使得一价定律和购买力平价对于不可贸易品也成立。因此,式(3-3)中的物价指数应包括一国经济中的所有商品和劳务。在实际测算中,一国的价格水平往往用有代表性的商品篮子来测定。

式(3-4)表示汇率取决于不同货币衡量的价格水平之比。根据这一关系式,本国物价的上涨将意味着本国货币相对外国货币的贬值。

从形式上看,购买力平价类似于一价定律,但两者之间是有差别的:一价定律适用于单个商品的情况,其成立要求有更为严格的假设条件;而绝对购买力平价理论适用于普遍的价格水平,即有代表性的商品篮子中所有基准商品和劳务价格的组合。如果一价定律对所有商品都成立,那么只要用来计算不同国家价格水平的基准商品篮子是一样的,购买力平价就成立。然而,事实上,即使一价定律并非对所有商品都成立,绝对购买力平价所表示的价格水平与汇率之间的关系也仍然成立,尤其是当购买力平价作为一种长期汇率决定理论时。这是因为当一国商品和劳务的价格暂时比其他国家高时,对其货币和产品的需求就会下降,这将促使汇率和国内价格重新回到购买力平价所预测的长期水平上来。类似地,当出现相反的情况,即一国的商品和劳务相对便宜时,会引起货币的升值和价格上升。因此,购买力平价理论认为,即使一价定律不成立,其背后所隐藏的经济力量也会最终使各国货币的购买力趋于一致。

2. 相对购买力平价

绝对购买力平价只有当所参照的商品篮子对各国都相同时才成立,而在实际中,各国计算本国价格水平所采用的一篮子商品及其权数并不相同。相对购买力平价弥补了绝对购买力平价这一不足,它的主要观点可以简单地表述为两国货币的汇率水平将根据两国通货膨胀率的差异而进行相应调整。用公式可表示为

$$S(t+1) = S(t) \frac{1+\pi}{1+\pi_f} \quad (3-5)$$

式中, $S(t+1)$ 、 $S(t)$ 分别表示下一期与本期两国货币之间的汇率水平(直接标价法); π 、 π_f 分别表示本期国内外通货膨胀率。

用 Δ 表示本币相对外币的升值率($\Delta < 0$)或贬值率($\Delta > 0$),即

$$\Delta = \frac{S(t+1) - S(t)}{S(t)} \quad (3-6)$$

将式(3-5)代入式(3-6),整理可得

$$\Delta = \frac{\pi - \pi_f}{1 + \pi_f} \quad (3-7)$$

式(3-7)可以近似地表示为

$$\Delta = \pi - \pi_f \quad (3-8)$$

式(3-8)表明,一种货币相对于另一种货币的升值率或贬值率,大体上等于两国相对通货膨胀率之差。这就是相对购买力平价理论最常见的表达式。

相对购买力平价比绝对购买力平价在实际应用中更具有优越性。从数据的可获得性来看,由于通货膨胀率的资料更易得到,因而相对购买力平价更实用。

在现实生活中,很少有两国政府采用相同的商品篮子来比较两国价格水平(绝对购买力

平价),从而测算购买力平价。通常情况下,它们是利用政府公布的物价统计资料来评估相对购买力平价。此外,价格的调整需要时间,绝对购买力平价实质上说明的是价格调整后的两国价格水平与汇率水平之间的关系,因而更适合分析长期汇率的决定。

三、对购买力平价理论的评价

1. 购买力平价理论的基础是货币数量说

货币数量说的核心是交换方程 $MV=PY$ 。该方程表明,当实际国民收入(Y)、货币流通速度(V)一定时,一国价格水平(P)由货币供给量(M)决定。由于购买力平价理论认为汇率由两国价格水平之比决定,可见购买力平价理论隐含着这样的结论:汇率变化是一种货币现象,货币数量决定货币的购买力和物价水平,从而决定汇率。这意味着购买力平价理论将决定汇率水平的许多重要的实际因素忽略了,如生产率的变动、消费偏好的变动、自然资源的发现、本国对外国资产的积累、国际贸易中管制措施的变动等。

2. 购买力平价理论是建立在一系列假设基础上的

例如,物价水平可以灵活调整,不存在资本与金融账户的交易,各国商品同质,不存在贸易壁垒、外汇管制以及交易成本等。而在现实中,这些前提假设难以成立,因而汇率也很难通过商品套购机制使之满足购买力平价。相对来说,购买力平价理论较适用于预测汇率变化的长期趋势,因而考虑一段时期内相对购买力平价比仅考虑某一时点的绝对购买力平价对长期均衡汇率变动趋势的预测能力更好,短期内汇率变化会因各种原因偏离购买力平价。但是,在许多汇率决定的分析中,常常需要决定汇率的水平,而不是仅仅预测汇率的变动趋势,因而仍需利用绝对购买力平价关系,从而导致理论预测的汇率与实际经济运行中形成的汇率存在相当大的偏离。

3. 购买力平价理论在计量检验中存在困难

(1) 采用何种物价指数最为恰当是一个悬而未决的问题。例如,国内生产总值缩减指数(GDP deflator)、生产者指数(producer price index, PPI)、消费者价格指数(consumer price index, CPI)等的含义和水平各不相同。物价指数的选择不同,可以导致不同的购买力平价。

(2) 在商品分类上,要求不同国家的商品分类具有一致性和可操作性,否则会缺乏可比性。

(3) 计算相对购买力平价时,要求选择一个基年汇率,这是保证以后一系列计算结果正确的必要前提。由于客观和主观方面的原因,基年的选择变得十分困难。

第三节 利率平价理论

利率平价理论分为两种:非抛补的利率平价和抛补的利率平价。

一、非抛补的利率平价

非抛补利率平价是指在资本具有充分国际流动性的条件下,投资者的套利行为使得国

际金融市场上以不同货币计价的相似资产的收益率趋于一致。也就是说,套利资本的跨国流动保证了“一价定律”适用于国际金融市场。

为了清楚地描述这一过程,这里分析一个案例。假设本国的利率水平为 i , 外国的利率水平为 i_f , 即期汇率为 S (直接标价法)。

若投资者手中持有一笔可自由支配的资金, 计划进行为期 1 年的储蓄投资。假设资金在国际间移动不存在任何限制与交易成本。如果投资于本国金融市场, 则每 1 单位本国货币到期可增值至 $1+i$ 。如果投资于外国资金市场, 需分以下三步实施投资计划:

(1) 将本币在即期外汇市场上换成外币。1 单位本币在即期外汇市场上可兑换为 $1/S$ 单位外币。

(2) 将这 $1/S$ 单位的外币存入外国银行, 存期 1 年, 期满可增值至 $(1+i_f)/S$ 。

(3) 存款到期后, 将外币存款本利和在外汇市场上换成本币。假定到期时的远期汇率为 S_e , 则这笔外币可兑换成的本币为 $(1+i_f) \times S_e/S$ 。由于 1 年后的即期汇率是不确定的, 因此这种投资方式的最终收益难以确定, 取决于投资者对期末汇率的预期。

上述两种投资方案, 选择哪一种取决于这两种投资方案收益率的高低:

如果 $1+i > (1+i_f) \times S_e/S$, 则投资于本国金融市场;

如果 $1+i < (1+i_f) \times S_e/S$, 则投资于外国金融市场。

众多投资者面临同样的选择, 从而导致外汇市场上资金的流动。在前一种情况下, 资金从外国流向本国, 外汇市场上因外国货币售卖增加而使 S 下降, 同时人们预期未来将高利率的本国货币换回低利率的外国货币的行为将增加, 从而使 S_e 上升, 汇率的变动将最终导致两种投资的收益相同; 在后一种情况下, 资金从本国流向外国, 外汇市场上 S 上升的同时 S_e 下降, 直至使不等式变为等式。外汇市场均衡时, 以下等式将成立

$$1+i = (1+i_f)S_e/S \quad (3-9)$$

$$S_e/S = (S_e - S + S)/S = 1 + (S_e - S)/S = 1 + \Delta S_e \quad (3-10)$$

将式(3-10)代入式(3-9)可得

$$1+i = (1+i_f)(1+\Delta S_e)$$

$$i = i_f + \Delta S_e + i_f \Delta S_e \approx i_f + \Delta S_e$$

$$\text{或} \quad i - i_f = \Delta S_e \quad (3-11)$$

式中, i, i_f 分别表示本国与外国的利率; ΔS_e 表示预期到期汇率变化率。

式(3-11)表示的就是非抛补的利率平价条件。它的经济含义是预期的汇率变动率等于两国货币利率之差。当非抛补利率平价成立时, 如果本国利率高于外国利率, 则意味着市场预期本币在远期将贬值, 即期将升值。

设 A 国的利率为 i , B 国的利率为 i_f , A 国的现汇汇率为 S , 远期汇率为 S_e , 远期汇率变化率为 $\Delta S_e = (S_e - S)/S$ 。那么, 达到利率平价的条件为

$$S_e = (i - i_f)S + S \quad (3-12)$$

在已知一种货币的现汇汇率和利率时, 由式(3-12)便可计算出该种货币的远期汇率及贴水率、升水率。

例如, 欧元的利率为 4%, 美元的利率为 10%, 美元兑欧元的现汇汇率为 USD 1 = EUR 0.734 9, 则美元兑欧元的远期汇率约为

$$S_e = (4\% - 10\%) \times 0.734 9 + 0.734 9 = 0.690 8 (\text{欧元/美元})$$

$$\text{美元的贴水率} = (0.6908 - 0.7349) \div 0.7349 = -6\%$$

不难发现,在资本市场上一价定律的作用过程与在商品市场上—价定律的作用过程是相似的,即商品市场和资本市场的自动平衡机制具有相似性。在商品市场上对—价定律的偏离将导致商品套购,当各国商品市场上价格既定时,将依靠汇率的变动恢复购买力平价。相似地,在资本市场上对—价定律的偏离(国际间利率的差异)将导致国际资本套利,如果各国政府要在既定的宏观经济政策目标下维持各自的利率水平,将依靠汇率的变动恢复利率平价。

值得指出的是,随着远期外汇市场的发展,根据对汇率的预期进行非抛补套利活动已越来越少,更多的是抛补套利。

二、抛补的利率平价

由于汇率的易变性,预测汇率波动的方向十分困难,而预测汇率在某一—时点上的变动幅度更是几乎无法做到。汇率预测的困难将大大降低国际套利的可行性,也就降低了国际套利对维持利率平价关系所具有的自动稳定器的作用。只有投资者是风险爱好者时,才会选择非抛补套利;对于风险厌恶者或风险中立者,既想获取国际利差,又想将国际套利的风险降低到零,则会采用抛补套利操作。

在这种套利方式下,投资者不必等到存款到期后再将高利率货币兑换成低利率货币,而是可以在将低利率货币换成高利率货币进行投资(套利)的同时,在远期外汇市场上将投资到期后的高利率货币的本利和按远期汇率卖出(掉期交易),这一远期汇率记为 F (远期市场中现货价格)。存款到期后,1 单位本国货币可增值为 $(1+i_f)F/S$ 。这样,可消除未来汇率变动风险,但同时也失去了汇率出现有利变动时的额外收益。在这种情况下,投资者在期初就可以确定未来套利的收益,并依此进行决策。如果投资外国市场的收入 $(1+i_f)F/S$ 与投资本国市场的收入 $1+i$ 存在差异,投资者就会进行抛补套利操作以赚取无风险利差收入。套利活动和掉期交易使低利率货币的现汇汇率下降,远期汇率上升;而高利率货币的现汇汇率上升,远期汇率下降。于是,远期差价(远期汇率与现汇汇率的差额)不断加大,直到两种资产的收益率相等时,抛补套利活动停止,市场处于均衡。此时可得:

$$1+i = (1+i_f)F/S \quad (3-13)$$

对式(3-13)进行类似上文的整理,可得:

$$i - i_f = \Delta f$$

式中, $\Delta f = (F - S)/S$, 表示本币远期升贴水率。

这就是抛补的利率平价条件,即远期汇率差价正好等于两国间的利差。它的经济含义是汇率的远期升贴水率是由两国间的利率差决定的,高利率货币在现汇市场上升水、在期汇市场上贴水,低利率货币在现汇市场上贴水、在期汇市场上升水。如果为了阻止国际资本套利,同时各国政府又要在既定的宏观经济政策目标下维持各自的利率水平,通过调整汇率以恢复利率平价关系也是一种政策选择。

抛补的利率平价建立在下列假设之上:

(1) 必须有充足的套利资金。当国际间出现利率差时,各国的套利者可以利用足够多的自有资金进行套利。

(2) 在即期和远期外汇市场上,汇率自由浮动,且市场信息的流通非常有效。

(3) 套利的成本忽略不计。当存在交易成本时,只要满足“ $(1+i)-(1+i_f)F/S < C$ ”这一条件,套利机会就会存在。这时,需对利率平价关系做如下修正:

$$1+i=(1+i_f)F/S+C$$

式中, C 代表套利交易的成本,如手续费等。

(4) 各国政府必须对资本与金融项目下的国际资本流动实行自由化的政策。如果政府控制金融资本的流动,那么各国资本市场之间便存在有效壁垒,套利者就不能自由买卖国际货币,对投资收益的差距做出反应的市场力量也就难以发挥作用。

除此之外,各国在资本收益的税收方面存在的差别、国家投资的政治风险,以及从利差出现到投资者获得信息、决策和进行套利并对市场价格产生影响之间的时滞都会造成对利率平价关系的偏离。

抛补的利率平价具有很高的实践价值,它说明了外汇市场上远期汇率是如何确定的。正是因为远期汇率往往是根据抛补的利率平价条件确定的,所以决定了在不存在交易成本和资本管制的情况下,利率平价条件将在任何时点上成立,从而使套利机会几乎为零。即使实际汇率与抛补的利率平价间存在着一定的偏离,这一偏离也常常被认为反映了交易成本、外汇管制以及各种风险等因素,这些因素将阻碍套利性资金的国际流动。

三、非抛补套利与抛补套利的联系

非抛补的利率平价与抛补的利率平价之所以成立,是由于存在两种类型的套利活动,而外汇市场上的投机活动使得以上两种利率平价统一了起来。当远期汇率与投机者预期的该远期汇率所反映的未来即期汇率不一致时,投机者就认为有利可图。若 $S_e > F$,意味着投机者认为远期汇率现货市场对未来的外币币值低估,因此将在现货市场购买远期外汇。若预期正确,期满后,按 F 进行实际交割获得外汇,再按当时的即期汇率 S_e 出售外汇,便可获利。这种交易将使 F 上升直至与 S_e 相等,抛补的利率平价与非抛补的利率平价同时成立。可见,外汇市场上投机者的活动将使远期汇率完全等于预期的即期汇率。

第四节 资产市场理论

资产市场理论是 19 世纪 70 年代中期以后发展起来的一种重要的汇率决定理论,特别重视金融资产市场均衡对汇率变动的影响。

资产市场理论的一个重要分析方法是一般均衡分析,该理论最大的突破在于它将商品市场、货币市场和证券市场结合起来进行汇率决定分析。

资产市场理论主要有以下三种模式:国际货币主义汇率模式、汇率超调模式和汇率资产组合平衡模式。

一、国际货币主义汇率模式

国际货币主义汇率模式实际上是购买力平价理论在浮动汇率制下的变体,强调货币市场均衡对汇率的决定性作用。

1. 货币市场均衡条件

货币市场均衡条件是货币供给等于货币需求。货币供给来源于两方面的资产业务：国内信贷(Q)和外汇储备(R)。货币需求(D)为利率(i)、收入(Y)、价格(P_d)的稳定函数。其中,国内价格(P_d)又通过国际套购机制与折算成本币的国外价格(eP_f)保持一致。这样就可以得到以下公式：

$$Q+R=D(i,Y,eP_f)$$

在固定汇率制下,不论是Q变动造成货币供给变动,还是 P_f 、 Y 、 i 变动造成货币需求变动,最终都需要R来调整,以保持货币市场均衡,因为汇率 e 为常数。在浮动汇率制下,若R不再发生变动,即货币当局不进行干预,那么上述因素所产生的货币失调则由汇率 e 来承受。前者是数量调整,后者是价格调整。但是,汇率和外汇储备的变化都是货币市场失衡的反映,是恢复其均衡的调整渠道。

2. 简单汇率模式

在汇率模式中,由于各国商品具有完全的替代性,故在商品套购过程中一价定律成立,各种商品的价格用同一种货币表示处处相等,即：

$$P_d=eP_f \quad (3-14)$$

在价格水平完全灵活可变的情况下,货币市场的失衡就立即反映到商品市场上。两国的价格水平决定于货币供应和货币需求。以 M_s 和 M_{sf} 分别表示国内和国外货币供给,以 D 和 D_f 分别表示国内和国外货币需求,则有：

$$P_d=M_s/D, P_f=M_{sf}/D_f \quad (3-15)$$

将式(3-14)和式(3-15)综合起来,就得到：

$$e=(M_s/D)/(M_{sf}/D_f) \quad (3-16)$$

这样,国际商品套购机制就通过商品市场的价格水平将汇率与两国货币市场的供给和需求存量联系起来。均衡汇率正是使两国货币市场的相对供给存量与公众意愿持有的汇率水平相当。两国货币需求函数为

$$D=kY^\alpha i^{-\beta}, D_f=k_f Y_f^\alpha i_f^{-\beta} \quad (3-17)$$

式中, k 表示以货币形式持有收入的比例; α 表示货币需求的收入弹性; β 表示利率弹性。 k 、 α 和 β 均为大于零的常数。

为简便起见,假定两国的货币需求收入弹性和利率弹性相同。将式(3-17)代入式(3-16),整理后即可得到国际货币主义的简单汇率模式：

$$e=[(M_s k_f)/(M_{sf} k)](Y_f/Y)^\alpha (i/i_f)^\beta$$

这一模式说明了以下两点内容：

(1) 汇率变动与本国货币供给成正比,与外国货币供给成反比。当一国货币供给相对他国增加时,外汇汇率就上升,即本币对外汇价下跌。

(2) 外汇汇率与本国相对于他国的收入呈反方向变动,与利率呈同方向变动。当本国国民收入相对增加时,汇率就会下降,即本币的对外汇价上升;当本国利率相对上升时,汇率则会上升。这与国际收支理论的结论正好相反。

二、汇率超调模式

汇率超调模式是美国人鲁迪格·多恩布什提出的,他认为货币市场反应是极其灵敏的,

利率将随之变化立即发生调整,使货币市场恢复均衡。但是,由于商品市场的价格短期黏住不动,货币市场恢复均衡完全由证券市场来决定,利率在短期内就必然超调,调整的幅度要超出其新的长期均衡水平。如果资本在国际间可以自由流动,利率的变动就会引起大量的套利活动,由此带来汇率的立即变动。与利率的超调相适应,汇率的变动幅度也会超过新的长期均衡水平,即出现超调的特征。这是汇率超调模式的基本结论。

汇率超调模式修正了其价格完全可变的特征,被称为黏性价格的货币论。多恩布什认为,在短期内价格水平具有黏性,不会立即因货币市场的失衡发生调整。只有从长期看,价格才会完成因货币市场失衡引起均衡调整。货币市场失衡后,证券市场的利率会立即变动,使其恢复均衡。汇率水平正是在证券市场的调整过程中决定的。但是,变动后的汇率水平只是短期均衡的水平,当商品市场价格开始调整,并逐渐向长期均衡水平过渡时,汇率水平就由商品市场和货币市场的相互作用所决定。当调整过程完成,商品市场达到长期均衡时,汇率水平也就达到国际货币主义模式所说明的长期均衡水平。因此,汇率超调模式是一种动态模式,说明了汇率如何由于货币市场的失衡而发生超调,又如何从短期均衡水平达到长期均衡水平。汇率超调理论有助于人们认识短期内的汇率变动。多恩布什认为,汇率在短期内不仅会偏离绝对购买力平价,还会不符合相对购买力平价形态。在汇率从短期均衡向长期均衡过渡中,本国价格水平在上升,但外汇汇率不升反降。这一理论对分析现实汇率的波动具有一定价值,但它将汇率的变动完全归因于货币市场的失衡,并假定国内外市场具有完全的替代性,则有失偏颇。

三、汇率资产组合平衡模式

汇率资产组合平衡模式是J.托宾的资产选择理论的应用,由P.库扎等提出。该理论接受了多恩布什的价格在短期内具有黏性的看法,因而短期内资产市场的失衡是通过资产市场内部国内外各种资产的迅速调整来加以消除的,而汇率正是使资产市场供求存量保持和恢复平衡的关键变量,这就是资产组合平衡模式的基本思想。

1. 托宾的资产选择理论

该理论的中心论点是理性的投资者会将其拥有的财富,按照收益与风险的权衡,配置于各种可供选择的资产上。在各国资产具有完全流动的情况下,一国私人部门(个人居民、企业和银行)的财富持有可用以下方程式来表示:

$$W = M + S_d + eA_f$$

式中, W 为私人部门持有的财富净额; M 为本国货币; S_d 为本国证券; e 为汇率; A_f 为国外资产。

对于财富总额,私人部门又会如何在本国货币、本国证券与国外资产之间进行比例分配呢?这主要取决于各类资产预期收益率的高低。本国货币的预期收益率为零,本国证券的预期收益率就是国内利率(i),而国外资产的预期收益率为世界利率(i_f)加预期汇率上升率(π_e)。各种资产的比例应与本身的预期收益率成正比,与其他替代性资产的预期收益率成反比。因此,私人部门资产组合中各种资产的比例分配将随国内外该种资产预期收益率的变动而发生调整。用公式表示为

$$M = \alpha(i, i_f, \pi_e)W$$

$$S_d = \beta(i, i_f, \pi_e)W$$

$$eA_f = \gamma(i, i_f, \pi_e)W$$

$$\alpha + \beta + \gamma = 1$$

式中, α 、 β 、 γ 分别表示私人部门愿意以本国货币、本国证券和国外资产形式所持有的财富比例。

当各种资产供给量发生变动, 或者当各种资产的预期收益率发生变动时, 私人部门实际的资产组合比例与其意愿的资产组合比例就不吻合, 即原有的资产组合平衡被打破。这样, 私人部门就会对现有的资产组合进行调整, 以便资产组合符合意愿, 恢复资产市场平衡。在进行国内外资产之间的调整过程中, 本国资产与外国资产之间的替换就会引起外汇供求流量的变化, 从而带来外汇汇率的变化。

汇率的变动通过影响私人部门对财富的重新估价, 起着平衡资产供求存量的作用。均衡汇率正是使私人部门愿意持有现有国内外各种资产存量的汇率水平。

2. 资产市场失衡对汇率变动的影 响

(1) 当国外资产市场失衡致使外国利率上升时, γ 就会提高, 而 α 、 β 则会相应下降。这样, 在原先的资产组合上, 国内货币和证券就会出现超额供给, 而国外资产则出现超额需求。当公众重新平衡其资产组合时, 就会拿本国货币和证券去换国外资产, 由此导致外汇汇率上升, 使国外净资产额上升, 直到资产组合重新符合公众意愿。反之, 当外国利率下降到引起公众资产组合调整时, 外汇汇率就会下降。

(2) 当一国经常账户出现盈余时, 私人部门持有的国外资产就会增加, 外汇汇率相应下降。在重新平衡资产组合时, 人们就会拿超额的净外汇资产去换本国货币和证券。结果是外汇汇率下降, 直到国外净资产额下降到公众意愿持有量。反之, 当经常账户赤字时, 本国证券就会下降, 外汇汇率上升, 使国外净资产额回到原先水平。

(3) 当一国出现赤字而发行政府债券时, 本国证券就会相应增加。在政府向中央银行出售证券的情况下, 此时本国证券增加, 会直接导致本国货币的增加, 致使公众拿出新增的一部分货币去换本国证券和国外资产。对国外资产的需求增加, 就会引起外汇汇率的提高。但是, 当政府向私人部门出售政府债券时, 由于债券供给增加, 在赤字情况下势必会提高本国利率, 否则国债很难出售, 则会诱使公众将一部分对资产的需求由国外转向国内, 由此又造成外汇汇率下降。

(4) 公开市场业务增加货币供给对汇率的影响。当中央银行通过购买本国债券增加市场货币, 人们用超额货币去交换本国证券时, 本国证券收益率就会下降, 这样对国外资产的需求就会扩大, 从而导致外汇汇率上升。当中央银行通过购入国外资产来增加货币供给时, 同样也会导致外汇汇率上升。反之, 当中央银行减少货币供给时, 外汇汇率就会下降。

至此, 资产组合平衡模式关于外国利率、各种国内外资产存量变动及汇率预期对汇率影响的比较静态分析可用以下简式来概括:

$$e = e(i_f \uparrow, S_d \uparrow \downarrow, M \uparrow, A_f \uparrow, \pi_e \uparrow)$$

式中, 各项因变量右边的“ \uparrow ”或“ \downarrow ”表示汇率与所指因变量呈同方向或反方向变化。

第五节 国际收支说

国际收支说是从国际收支角度分析汇率决定的一种理论,它的理论渊源可追溯到14世纪。1861年,英国学者葛逊较为完整地阐述了汇率与国际收支的关系,他的理论被称为国际借贷说。“二战”后,随着凯恩斯主义的宏观经济分析被广泛运用,很多学者应用凯恩斯模型来说明影响国际收支的主要因素,进而分析了这些因素如何通过国际收支作用到汇率,从而形成了国际收支说的现代形式。

一、国际借贷说

国际借贷说,实质上讲的是汇率由外汇市场上的供求关系决定。这一理论认为,外汇供求是由国际收支引起的。商品的进出口、债券的买卖、旅游的收支、资本的交易以及利润、捐赠等,都会引起国际收入和支出。而只有已进入支付阶段的外汇收支,才会影响外汇的供求。当一国进入支出阶段的外汇支出大于进入收入阶段的外汇收入时,外汇的需求大于供给,因而本国货币汇率下降;反之,则本国货币汇率上升。当进入收支阶段的外汇供求相等时,汇率便处于均衡状态。

这种进入支出阶段的外汇支出又称为流动债务,进入收入阶段的外汇收入又称为流动债权。故此,该理论被称为国际借贷说。

国际借贷说的理论阶段实际上就是汇率的供求决定论,但它并没有说清楚哪些因素具体影响外汇的供求,这就大大限制了这一理论的应用价值。国际借贷说的这一缺陷在现代国际收支说中得到了弥补。

二、国际收支理论的基本原理

这里对本书前面的内容进行总结,分析哪些因素通过作用于国际收支而影响汇率变动。假定汇率完全自由浮动,政府不对外汇市场进行任何干预。

汇率是外汇市场上的价格,它通过自身变动来实现外汇市场供求的平衡,从而使国际收支始终处于平衡状态。国际收支包括经常账户(CA)和资本与金融账户(KA),所以始终有:

$$CA+KA=0 \quad (3-18)$$

根据前文的分析,如果将经常账户简单视为贸易账户,则它主要是由商品与劳务的进出口决定的。其中,进口主要由本国国民收入(Y)和实际汇率($e, e = \frac{P_f}{P}$)决定,出口主要是由外国国民收入(Y_f)和实际汇率(e_f)决定。这样,影响经常账户收支的主要因素可表示为

$$CA=f(Y, Y_f, P, P_f, e, e_f) \quad (3-19)$$

为简单起见,假定资本与金融账户的收支取决于本国利率(i)、外国利率(i_f),还有对未来汇率水平变化的预期($\pi_e, \pi_e = \frac{e_f - e}{e}$)。将此与式(3-18)、式(3-19)综合,可得到影响国际收支净额(BP)的主要因素有:

$$BP=f(Y, Y_f, P, P_f, i, i_f, e, e_f, \pi_e)$$

如果将除汇率外的其他变量均视为已给定的外生变量,则汇率将在这些因素的共同作用下变化至某一水平,以平衡国际收支,即

$$e = g(Y, Y_f, P, P_f, i, i_f, e_f, \pi_e)$$

下面简单分析一下各变量的变动对汇率的影响。

(1) 国民收入的变动。当其他条件不变时(下同),本国国民收入的增加将通过边际进口倾向而带来进口的上升,这导致对外汇需求的增加,本币贬值。外国国民收入的增加将带来本国出口的上升,本币升值。

(2) 价格水平的变动。本国价格水平的上升将带来实际汇率的上升,本国产品竞争力下降,经常账户恶化,从而本币贬值(此时实际汇率恢复原状)。外国价格水平的上升将带来实际汇率的下降,本国经常账户改善,本币升值。

(3) 利率的变动。本国利率的提高将吸引更多的资本流入,本币升值。外国利率的提高将造成本币贬值。

(4) 对未来汇率预期的变动。如果预期本币在未来将贬值,资本将会流出以避免汇率损失,这带来本币即期的贬值。如果预期本币在未来将升值,则本币在即期就将升值。

需要指出的是,以上各变量对汇率影响的分析是在其他条件不变下得出的。而实际上,这些变量之间也存在着复杂的关系,从而对汇率的影响难以简单确定。以国民收入这一变量为例,本国国民收入增加会在增加进口的同时,造成货币需求的上升从而造成利率提高,这又带来了资本流入,对汇率的影响取决于这两种效应的相对大小。另外,本国国民收入的增加还有可能导致对未来汇率预期的改变,这就更加难以确定它对汇率的影响。

三、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,它是凯恩斯主义的国际收支理论在浮动汇率制下的变形,在 20 世纪 70 年代实行浮动汇率制的早期占据了突出地位。对于国际收支说的评价主要有以下三点:

(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,这对于全面分析汇率的决定因素,尤其是短期内分析汇率的变动是极为重要的。国际收支是宏观经济的重要变量,将汇率与之相联系则意味着对汇率的一种新的分析视角,即从宏观经济角度(国民收入、国内吸收、投资、储蓄等)而不是从货币数量角度(价格、利率等)研究汇率,这是现代汇率理论的一个重要分支。

(2) 与购买力平价说及利率平价说一样,国际收支说也不能被视为完整的汇率决定理论,而只是说明汇率与其他经济变量存在的联系。从国际收支说来看,影响国际收支的众多变量之间的关系、这些变量与汇率之间的关系都是错综复杂的,国际收支说并没有对其进行深入分析,得出具有明确因果关系的结论,因而它作为一种汇率决定理论来说是不完整的。汇率终归是在外汇市场供求平衡时才处于稳定状态的,从这个意义上讲,任何汇率理论都要以这一关系为分析前提。因此,国际收支说只是在进行更深入的分析时可利用的一种重要工具。

(3) 国际收支说是关于汇率决定的流量理论。这一流量特性体现在它认为是国际收支引起的外汇供求流量决定了汇率水平及其变动,但并没有进一步分析是哪些因素决定了这一流量,这导致它很难解释现实生活中的一些经济现象。

例如,利率上升可能在很多情况下并不能持续吸引资本流入从而引起汇率的相应变动。再如,外汇市场常常出现在交易流量变动很小的情况下发生汇率大幅变动的情形,并且与其他普通商品市场相比,外汇市场上汇率变动得更为剧烈、更为频繁。可见,简单地运用普通商品市场价格与供求之间的关系来对外汇市场进行分析并不合适。国际收支说的这一缺陷带来了新的汇率理论的出现,这就是汇率的资产市场说。

第六节 汇率的弹性价格货币分析法

汇率的弹性价格货币分析法可简称为汇率的货币模型。在这一模型中,由于本国债券与外国债券是完全可替代的,故这两种资产市场实际上是一个统一的债券市场。这样,只要本国货币市场处于平衡状态,债券市场也必然处于平衡状态。因此,汇率的货币模型集中分析的是本国货币市场上货币供求的变动对汇率的影响。

一、弹性价格货币分析法的基本模型

对汇率的弹性价格货币分析法是建立在三个假定的基础之上:垂直的总供给曲线;稳定的货币需求,即货币需求同某些经济变量存在着稳定的关系;购买力平价的成立。

在这些假定前提下,货币供给等于货币需求。将本国货币市场平衡的条件(原平衡等式简化式: $M_s/P=M_d, M_d=y^\alpha-i^\beta$),两边取自然对数形式可写成:

$$M_s - P = \alpha y - \beta i \quad (\alpha > 0, \beta > 0) \quad (3-20)$$

在式(3-20)中,除利率 i 外,其他变量均为对数形式。 α 与 β 均为某一常数,分别表示货币需求的收入弹性与利率弹性。

调整后,可得本国价格水平表达式为

$$P = M_s - \alpha y + \beta i \quad (3-21)$$

为简便起见,设外国的货币需求函数的形式与本国相同,同样可得外国价格水平的表达式为

$$P^* = M_s^* - \alpha y^* + \beta i^* \quad (3-22)$$

购买力平价提供了本国价格水平与外国价格水平之间的联系,即

$$e = P - P^* \quad (3-23)$$

将式(3-21)与式(3-22)代入式(3-23),可得(变量为对数形式):

$$e = \alpha(y^* - y) + \beta(i - i^*) + (M_s - M_s^*) \quad (3-24)$$

式(3-24)即弹性价格货币分析法的基本模型。从中可以看出,本国与外国之间实际国民收入水平、利率水平以及货币供给水平通过对各自物价水平的影响而决定了汇率水平。这样,弹性货币分析法就将货币市场上的一系列因素引进了汇率水平的决定之中。

下面分析这些因素变动对汇率水平的影响。

(1) 本国货币供给水平一次性增加的影响。在其他因素不发生变动时,本国货币供给水平的一次性增加,会造成现有价格水平上的超额货币供给,公众将会增加支出以减少持有的货币余额。由于产出不变,额外的支出会使价格水平上升,直至实际货币余额恢复正常为止。也就是说,本国货币供给的一次性增加,会迅速带来本国价格水平的相应提高。由于购

买力平价的成立,本国价格水平的提高将会带来本国货币的相应贬值。因此,可以得出如下结论:

M_s 上升— M_d 上升— C 上升— P 上升—本币贬值(购买力平价)。

这一过程可用图 3-1 表示。

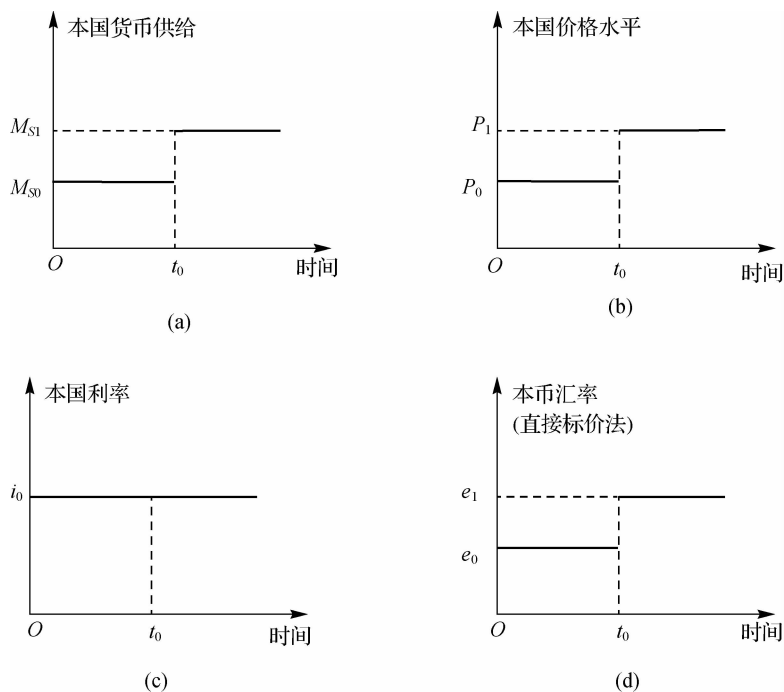


图 3-1 货币模型中本国货币供给一次性增加(利率不变)的影响

(2) 本国国民收入增加的影响。当其他因素不变时,本国国民收入的增加,意味着货币需求的增加。在现有价格水平上,由于货币供给没有相应地增加,因此居民持有货币的实际余额降低,支出将减少。这一支出的减少会造成本国价格水平的下降,直至实际货币余额恢复到原有水平为止。同样,本国价格水平的下降会通过购买力平价关系而造成本国汇率的相应升值。因此,可以得出如下结论:

Y 上升— M_d 上升— M_s 不变— C 下降(实际余额效应)— P 下降—本币升值(购买力平价)。

(3) 本国利率上升的影响。在货币模型中,本国利率的上升会降低货币需求,同样在原有的价格水平与货币供给水平上,就会造成支出的增加、物价的上升,从而通过购买力平价关系造成本国货币的贬值。因此,可以得出如下结论:

i 上升— M_d 下降— C 上升— P 上升—本币贬值(购买力平价)。

【课堂思考】 其他条件不变时,外国货币供给一次性增加、外国国民收入提高、外国利率水平上升分别会给本币汇率造成什么影响? 这些影响是通过什么机制发挥作用的? 另外,本国与外国的货币供给同时发生一次性增加,本国的增加幅度高于外国时,本币汇率又会发生如何变动?

二、对货币模型的检验与评价

1. 货币模型的优点

货币模型是建立在购买力平价说这一前提之上的,但它并不是购买力平价的简单翻版,而是具有诸多创新的、独立的汇率决定理论,在现代汇率理论中具有重要地位。这体现在以下四个方面:

(1) 货币模型将购买力平价这一主要形成于商品市场上的汇率决定理论引入到资产市场上,将汇率视为一种资产价格,从而抓住了汇率这一变量的特殊性质。这在一定程度上符合资金高度流动的客观事实,对现实生活中汇率频繁变动提供了一种解释,所以具有较强的生命力。

(2) 货币模型引入了诸如货币供给量、国民收入等经济变量,分析了这些变量的变动对汇率造成的影响,从而使这一理论较购买力平价能在对现实生活的分析中得到更广泛的运用。

(3) 货币模型是一般平衡分析。在这一简单的模型里,实际包含了商品市场的平衡(价格弹性使产出始终不变)、货币市场的平衡(货币供给等于货币需求)、外汇市场的平衡(购买力平价与非抛补利率平价的成立),这使得它与局部平衡模型相区别。

(4) 由于理论假定的不同,货币模型是资产市场说中最为简单的一种形式,但它却可以反映出这一分析方法的基本特点。货币模型的这一简单性的特点使得它在各种分析中被经常使用,同时它也是更为复杂的汇率理论的基础。

2. 货币模型的不足

货币模型的不足之处主要体现在以下三个方面:

(1) 它是以购买力平价为理论前提的,如果购买力平价本身在实际中很难成立,那么这种理论的可信性是存在问题的。在实际中,无论是长期还是短期,均没有充分证据论证购买力平价的成立,这使得货币模型对现实的解释大打折扣。

(2) 它在货币市场平衡的分析中,假定货币需求是稳定的,这一点至少在实证研究中是存在争议的。

(3) 它假定价格水平具有充分弹性,这一点尤其受到了众多研究者的批评。大量的研究结果显示,商品市场上的价格调整不同于金融资产市场上的价格变动,它一般是比较缓慢的,在短期内显示出黏性。坚持这一观点的研究者将黏性价格引入了货币模型。

总的来说,货币模型在实证检验中并不令人满意。在大部分的检验中,货币模型都不能成立。但是,也有研究者认为,货币模型在分析汇率变动的长期趋势方面还是有帮助的。例如,从美元与日元的汇率变动看,日本国民收入增长率长期超过美国国内,与此相应的是日元相对于美元的长期升值,这在一定程度上符合货币模型的分析。



思考与练习 >>>>

1. 简述金币本位制下汇率的决定。
2. 简述金块本位制和金汇兑本位制下汇率的决定。
3. 简述纸币本位制下汇率的决定。

4. 请对国际收支说进行简单评价。
5. 简述一国经济实力因素对汇率的影响。
6. 简述绝对购买力平价和相对购买力平价的含义及计算公式。
7. 简述抛补套利和非抛补套利的含义。
8. 简述利率平价的含义及公式推导过程。



案例分析 >>>>

人民币将开启贬值新模式?①

2016年3月下旬以来,人民币汇率走势呈现出一种新的趋势,即人民币兑美元汇率基本稳定,但人民币兑中国外汇交易系统(CFETS)篮子汇率(主要包括美元、日元、欧元等13种样本货币,样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得)逐渐贬值。例如,2016年3月25日至4月29日,人民币兑美元汇率中间价从6.5223微升至6.4589,而人民币兑CFETS篮子汇率指数则从98.2一路贬值至97.1。

这种新趋势初看上去令人费解。因为自2015年年底央行推出CFETS篮子汇率,并表态未来会在更大程度上参考该篮子汇率之后,市场认为人民币兑CFETS篮子汇率会大致保持稳定。最近,人民币兑美元汇率微升但对CFETS篮子汇率显著贬值的态势,明显违背了市场之前的预期。

为什么会发生这一现象呢?其实,如果我们关注到,2016年3月份以来,美元兑全球主要货币的有效汇率指数一直走贬,就不难理解上述趋势了。道理很简单,在美元兑其他主要货币显著贬值的情况下,如果坚持钉住CFETS篮子,人民币兑美元汇率就会显著升值,而这一点是当前央行不愿意看到的。

央行不愿意人民币兑美元汇率显著升值的原因有两个:一是当前中国出口增速并不乐观,尽管3月份中国出口同比增速由上月的一25.4%猛增至11.5%,但这一上升主要应归功于季节性因素,出口内生动力依然不足;二是当前中国依然面临较大规模的短期资本外流,而短期资本外流的主要驱动力之一,就是人民币兑美元汇率的贬值预期。

归根结底,央行当前之所以不愿意人民币兑美元汇率显著升值,是因为当前人民币兑美元汇率不但没有低估,反而可能有一定程度的高估。如果人民币兑美元汇率显著升值,这非但不能纠正人民币兑美元汇率的扭曲,反而可能放大扭曲。也就是说,在美元指数走弱的背景下钉住CFETS篮子,束缚了央行汇率市场化的手脚。

既然如此,央行为何会在2015年年底推出CFETS指数呢?笔者认为,央行之所以推出这一指数,是预期在未来几年内,央行判断美元指数走强仍是大概率事件。而在美元走强背景下,人民币钉住CFETS篮子汇率,就意味着人民币将会对美元显著贬值。这一贬值,有助于纠正过去人民币兑美元汇率存在的高估。

而且,通过钉住CFETS篮子汇率来实现人民币兑美元汇率的贬值,还有两个额外好处:第一个好处是能够更好地稳定市场预期,而避免出现2015年“811汇改”后市场过度动荡的

① 张明. 人民币汇率:非对称性贬值新模式? [EB/OL]. (2016-03-14)[2017-05-08]. http://www.iwep.org.cn/xscg/xscg_sp/201605/W020160516400470005458.pdf. (有改动)

局面;第二个好处是包括IMF与美国在内的境外主体也更容易接受。这就难怪在2016年两会期间,央行方面表示,未来每日人民币兑美元汇率开盘价的制定会参考两个目标:一是前一日汇率收盘价,二是CFETS篮子汇率。

然而,央行可能没有想到,由于美联储2016年一季度没有加息,导致美元兑全球主要货币不升反降。而在美元指数走软背景下,钉住CFETS篮子汇率就意味着人民币兑美元汇率显著升值。

笔者判断,在短期内,央行可能继续采用这种“非对称贬值”新模式。这种模式具有以下两个特征:

(1) 当美元指数走强时,人民币会选择钉住CFETS篮子汇率,而让人民币兑美元汇率贬值。

(2) 当美元指数走弱时,人民币会选择基本钉住美元,或对美元微升,而让人民币兑CFETS篮子汇率贬值。

这种模式应该说是符合当前中国经济基本面的。因为随着中国经济增速放缓,金融风险浮出水面,短期资本持续外流,人民币兑美元汇率并不具备显著走强的条件。通过这种非对称贬值新模式,央行可以渐进地释放人民币兑美元的贬值压力,而不至于引起较大的震荡。

不过,这种非对称性贬值新模式能否持续下去,在较大程度上取决于中国以外的各种反应。例如,美国财政部最近将人民币汇率列入关注名单,是否意味着美国政府认为这种模式依然属于央行操纵市场?又如,IMF在进行年度汇率评估时,会对这种非对称性干预模式如何反应?

此外,这种非对称性贬值新模式能否持续下去,也取决于未来美元指数的后续走势。如果未来美元指数继续走软,那么人民币兑CFETS篮子汇率继续贬值,就可能引发外界的反弹。而如果未来美元指数触底反弹并持续走强,那么央行就可以比较舒服地钉住CFETS篮子汇率了。

最后,值得指出的是,这种非对称性贬值策略只是短期权宜之计,并不能替代人民币汇率形成机制的后续改革。最近美元指数走软,为央行深化人民币汇率形成机制改革提供了难得的时间窗口。作为一个大国经济体,中国并不适合长期实施钉住一篮子货币,逐步走向自由浮动才是人民币汇率形成机制改革的正确方向。

思考:试分析未来人民币汇率形成机制的变化。