

汇率是指一国货币折算为另一国货币的比率，依据货币制度来分有固定汇率或受管理汇率和浮动汇率。在一战之前，存在的是典型的国际金本位制度，主要国家的货币都具有一定的含金量。两国货币所具有的含金量之比是决定汇率的基础，汇率波动受黄金输送点的限制，此时汇率的最大特点是稳定性，故称为固定汇率。二战后初期，依据国际货币基金协定建立的以黄金为基础以美元为中心的布雷顿森林体系，其两大支柱为“双挂钩”，即美元与黄金挂钩，一盎司黄金等于35美元，各国货币与美元挂钩，与美元保持一个固定的比率。这时，汇率波动的界限虽是人为规定的并由人为的干预来维持，但汇率也以基

汇率的预测

武增奇

本稳定为特点，故亦称为固定汇率或受管理汇率。布雷顿森林体系本身存在着不可克服的内在矛盾，即所谓“特里芬两难”。该体系以

一国货币美元作为主要国际储备和支付货币，在黄金生产停滞不能增加供给的情况下，国际储备和支付货币的供给完全取决于美国的国际收支状况：如果美国的国际收支长期保持顺差，国际储备资产就不能满足国际经贸发展的需要，美元就会供不应求，就会发生美元荒；反之，如果美国的国际收支长期保持逆差，国际储备资产就会太多，美元供过于求，美元就会泛滥，就会发生美元灾，进而发生美元危机，危及布雷顿森林体系。正是由于这种不要克服的内在矛盾导致了该体系的两大支柱的倒塌，即美元于1971年停止兑换黄金，1973年，各主要国家的货币取消与美元的固定比率而实行浮动汇率，此后，尽管各国货币所具有的购买力之比即购买力平价是决定汇率的基础，但是汇率常常因为市场上外汇供求的变化而无界限地波动，汇率不再具有稳定性的特点了，而是随着国际收支、国民收入、通货膨胀、利率、预期心理、政府政策等因素的变化而波动，故称为浮动汇率。

正确预测汇率对于国际企业的管理者、国际证券的投资者以及进出口商来讲都是至关重要的，因为只有正确的决策才能避免汇兑损失、增加收益，而正确的决策只能来自正确的预测。那么，如何进行汇率的预测呢？预测汇率的方法主要是通过适当的手段来分析不同汇率制度下的各种经济因素进行的。

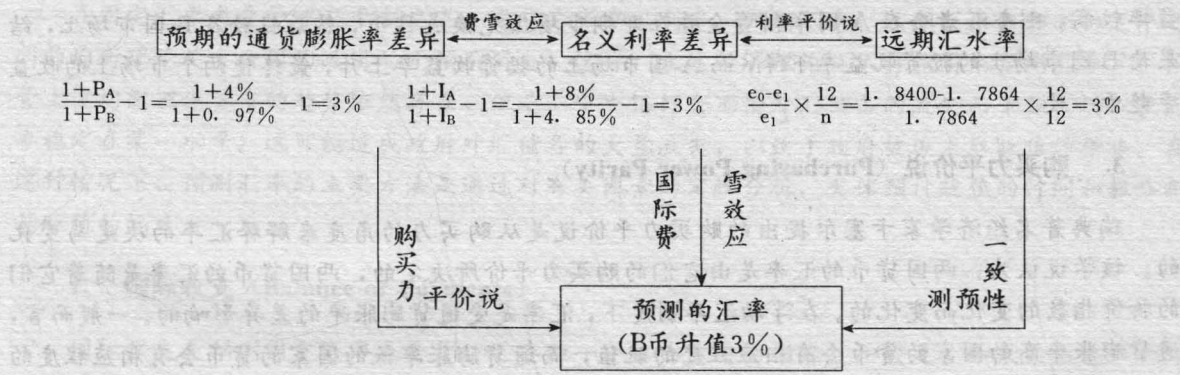
一、浮动汇率制度下汇率的预测

假如没有任何政府干预，汇率完全随市场上外汇的供求而自由波动，那么，就可以利用费雪效应、利率平价说、购买力平价说、国际费雪效应、一致性预测等若干经济理论，通过分析通货膨胀率、利率、即期汇率、远期汇率等经济变量来预测汇率的基本走势。现以一个具体案例对有关经济变量与预测的汇率之间的理论关系进行定量分析。

假设A国和B国的有关经济变量分别为：①A国预期年物价上涨幅度为 $P_A=4\%$ ，B国预期年物价上涨幅度为 $P_B=0.97\%$ ；②A国的年名义利率为 $I_A=8\%$ ，B国的年名义利率为 $I_B=4.85\%$ ；③外汇牌价的即期汇率为 $e_0=1.8400$ ，即 $A1=B1.8400$ ，一年的远期汇率为 $e_1=1.7864$ ，即 $A1=B1.7864$ ；④A国的真实利率 $R_A=(1+I_A)/(1+P_A)-1$ ，B国的真实利率 $R_B=(1+I_B)/(1+P_B)-1$ 。

$I_B) / (1 + P_B) - 1$; ⑤预测的汇率为 e 。

那么，通货膨胀率、利率、即期汇率、远期汇率与预测的汇率之间的理论关系模型如下：



1. 费雪效应 (Fisher Effect)

美国著名经济学家费雪提出的费雪效应认为，每个国家的名义利率都等于其实际利率加上其预期的通货膨胀率，而在长期的均衡状态下，各国的实际利率必然相等，因此，任何两国的预期的通货膨胀率之差必然等于其名义利率之差。

在上例中，A 国与 B 国预期的通货膨胀率之差为 3%，即 A 国预期的通货膨胀率比 B 国高出 3%。A 国与 B 国的名义利率之差亦为 3%，即 A 国的名义利率比 B 国高出 3%。显然，两者相等。

A 国的实际利率 $R_A = (1 + I_A) / (1 + P_A) - 1 = (1 + 8\%) / (1 + 4\%) - 1 = 3.85\%$ ，B 国的实际利率 $R_B = (1 + I_B) / (1 + P_B) - 1 = (1 + 4.85\%) / (1 + 0.97\%) - 1 = 3.85\%$ 。费雪效应认为，在长期的均衡状态下，A 国与 B 国的实际利率必然相等，即 $R_A = R_B = 3.85\%$ ，亦即 $(1 + I_A) / (1 + P_A) - 1 = (1 + I_B) / (1 + P_B) - 1$ ，变形为 $(1 + P_A) / (1 + P_B) - 1 = (1 + I_A) / (1 + I_B) - 1$ ，这就是说 A 国与 B 国预期的通货膨胀率之差 $(1 + P_A) / (1 + P_B) - 1$ 同 A 国与 B 国的名义利率之差 $(1 + I_A) / (1 + I_B) - 1$ 相等，这就是费雪效应的内容。在上例中， $(1 + 4\%) / (1 + 0.97\%) - 1 = (1 + 8\%) / (1 + 4.85\%) - 1 = 3\%$ ，即 A 国的预期的通货膨胀率和名义利率分别比 B 国的预期通货膨胀率和名义利率高出 3%。

2. 利率平价说 (Interest Rate Parity)

英国著名经济学家凯恩斯提出的利率平价说是从利率与即期汇率和远期汇率之间的关系来解释汇率的决定和变化的。该学说认为，在长期的均衡状态下，汇水率等于名义利率之差，即某种利率较低的货币在远期的升水率恰好等于其利率低于另一种利率较高的货币的利率之差，而某种利率较高的货币的贴水率恰好等于其利率高于另一种利率较低的货币的利率之差。

在上例中，A 国的名义利率比 B 国的名义利率高出 3%，B 国货币的升水率亦为 3%，两者恰好相等，即 $(I_A - I_B) / (1 + I_B) = (e_0 - e_1) / e_1 = 3\%$ 。在这种均衡状态情况下，资本不会在国际之间流动，因为两个市场上的投资收益率相等。

如果 A 国市场上的收益率与 B 国市场上的收益率不相等，那么，套汇、套利活动就会出现，并使两个市场上的收益率在长期内趋于相等。当 $(I_A - I_B) / (1 + I_B) > (e_0 - e_1) / e_1$ ，即 A 国市场上的投资收益率较高，那么，套利者就会在 B 国举借资金并在即期市场上兑换成 A 币，然后投放在 A 国市场上，这样势必抬高 B 国的市场利率，压低 B 币的即期汇率，同时抬高 A 币的即期汇率，

压低A国的市场利率；最后又会在远期市场上卖出A币购回B币，使A币的远期汇率下降，B币的远期汇率上升。结果会使A国市场上的投资收益率下降，而B国市场上的投资收益率上升，最终使两个市场上的收益率趋于一致。反之，当 $(I_A - I_B) / (1 + I_B) < (e_0 - e_1) / e_1$ ，即B国的投资收益率较高，则套汇者会在A国举借资金并在即期市场上兑换成B币，然后投放在B国市场上，结果使B国市场上的投资收益率下降，而A国市场上的投资收益率上升，最终使两个市场上的收益率趋于一致。

3. 购买力平价说 (Purchasing Power Parity)

瑞典著名经济学家卡塞尔提出的购买力平价说是从购买力的角度来解释汇率的决定与变化的。该学说认为，两国货币的汇率是由它们的购买力平价所决定的，两国货币的汇率是随着它们的物价指数的变化而变化的。在浮动汇率制度下，汇率是受通货膨胀率的差异影响的。一般而言，通货膨胀率高的国家的货币会有相应程度的贬值，而通货膨胀率低的国家的货币会有相应程度的升值。

在上例中，依据利率平价说，A国的通货膨胀率比B国的通货膨胀率高出3%，那么，B币将会升值3%，即 $(e_0 - e) / e = 3\%$ ，代入 $e_0 = 1.8400$ ，即得 $(1.8400 - e) / e = 3\%$ ，因此预测的汇率 $e = 1.7864$ 。

当A国的通货膨胀率比B国的通货膨胀率高时，A国商品的国际竞争力就会削弱而B国商品的国际竞争力就会增强，A国的出口就会减少而B国的出口就会增加，这使B国有经常项目的顺差而A国有经常项目的逆差，如果没有国际间的资本流动（即无资本项目收支），则A国对B币的需求相对增加而A币的供给相应增加，因此，B币会升值而A币会贬值。

4. 国际费雪效应 (International Fisher Effect)

国际费雪效应认为，在浮动汇率制度下，汇率随两国的名义利率之差（或预期的通货膨胀率之差）而变化，其变化的幅度与名义利率之差（或预期的通货膨胀率之差）的变化幅度一致，而其变化的方向恰好与名义利率之差（或预期的通货膨胀率之差）变化的方向相反。

在上例中，依据国际费雪效应，A国的通货膨胀率比B国的通货膨胀率高出3%，那么，B币将会升值3%，即 $(e_0 - e) / e = 3\%$ ，代入 $e_0 = 1.8400$ ，即得 $(1.8400 - e) / e = 3\%$ ，因此，预测的汇率 $e = 1.7864$ 。A国的预期的通货膨胀率较高，A国的名义利率也较高，这会吸引资金流入A国，即将B币兑换成A币投放到A国；而将来投资收入的A币还要再兑回B币，因此，在远期A币会贬值而B币会升值。

5. 一致性预测 (Unbiased Predictor)

如果外汇市场是一个完全竞争的市场，即满足下列三个条件：①所有相关信息都能即刻反映在即期外汇市场和远期外汇市场上；②交易成本很小；③以不同货币表示的各种交易工具能够完全相互替代，那么，外汇牌价中的远期汇率就可以作为预测将来实际汇率的指标，即认为预测的汇率 e 和外汇牌价中的远期汇率 e_1 是一致的。

在上例中，外汇牌价中B币的一年远期汇率比即期汇率升值3%，则可预测B币将来的实际汇率也将比即期汇率升值3%，即预测的汇率 e 就是外汇牌价中的远期汇率 e_1 ，亦即 $e = e_1 = 1.7864$ 。

二、固定汇率或受管理汇率制度下汇率的预测

在固定汇率或受管理汇率制度下，通货膨胀率、利率、即期汇率、远期汇率与预测的汇率之间的均衡理论关系会因为政府的干预而消失，这样，上述经济理论就不再能用来预测汇率了。尽管上述均衡理论关系的趋势依然存在，但是，中央银行会不惜外汇储备的流失而干预市场以使汇率稳定在某一水平。这可能造成政府外汇储备的大量流失，以致于政府被迫采取贬值的措施。在这种情况下，预测汇率的主要方法是通过对有关因素的定性分析，大体预计贬值的时间和粗略测算贬值的幅度。

1. 国际收支 (Balance of Payments)

国际收支是预测固定汇率或受管理汇率的一个极为重要的指标。一般是，如果某国进口和对外投资增加，而出口和引进外资下降，其国际收支就会发生逆差，对外汇的需求就会上升，该国货币贬值的可能性就较大。

但是，如果该逆差国的实际利率较高，经济前景看好，潜在的投资获利能力较强，那么，顺差国就愿意以货币形式保有对逆差国的债权，这可能会使逆差国的货币升值。例如，在1981~1985年间，美国经常项目收支逆差不断扩大，美元反而升值，这就是由于美国的高利率、高收益率所引起大量资本流入美国的结果。

2. 通货膨胀 (Inflation)

在均衡汇率状态下，如果某国的通货膨胀率相对较高，那么，其货币就会相应贬值，以便使其货币的相对购买力保持不变。否则，通货膨胀率低的国家的商品价格会相对下降，竞争力相对增强，出口增加，进口减少，国际收支发生顺差，其货币会升值；而通货膨胀率高的国家的商品价格会相对上升，竞争力相对削弱，出口减少，进口增加国际收支发生逆差，其货币会贬值。

在政府干预的情形下，通货膨胀率相对较高的国家可以采用进口关税、进口配额、出口补贴等措施，阻止国际收支的恶化，以防止其货币的临时性贬值，但从长期来看，其货币贬值的可能性依然较大。

虽然通货膨胀和贬值之间没有必然的因果关系，但是，它们之间存在着一定的相关性。有时，它们是由同一要素成本的增加所致，如进口石油价格的上涨。有时，它们互为因果，呈循环关系。例如，某国通货膨胀严重，则会引起其出口商品在国际市场上以外币表示的价格上涨而进口商品以本币表示的价格下降，使出口下降而进口增加，国际收支会出现逆差，失业率会上升，进而导致贬值；但贬值又会使必须进口的商品价格上升，从而引起另一轮的通货膨胀。

3. 货币供给 (Money Supply)

货币供给的增加往往被视为贬值的渊源，因为当一国货币供给增长快于其实际经济增长需要时，该国就会发生通货膨胀，其货币购买力就会下降，该国货币贬值的可能性就较大。

4. 经济周期 (Business Cycles)

当某国的进出口商品的收入弹性较大时，如果其主要的贸易伙伴国都处于经济危机阶段，那么，其商品出口和劳务输出就会减少，其国际收支就会出现逆差，外汇收入就会减少，其货币通

常会贬值。

5. 外汇储备 (International Monetary Reserves)

在固定汇率或受管理汇率制度下，当某国发生大量的持续的
国际收支逆差而又没有相应的短期资本流入来弥补时，为了稳定汇率，政府势必要干预市场，便会造成该国外汇储备的大量流失，国内出现外汇供不应求的状况，这必然对官方制订的汇率造成一定的压力，迫使政府采取贬值的措施。

6. 官方汇率与市场汇率的背离 (Spread Between Official and Free Rates)

如果汇率由官方制订，政府实行外汇管制，且政府对外汇供给不足，那么，人们对本币就会失去信心，愿以低价抛售本币，以高价抢购外汇，这样便会出现外汇黑市，且外汇的黑市价格会大大高于官方价格。当两者背离太远时，政府往往迫于压力而贬值。

7. 政府政策 (Government Policies)

政府所采取的某些防止外汇储备流失的政策有时只能解决问题的表象，而不能根治问题的症结，这样，其货币最终仍要贬值。例如，政府为了加强或扩大外汇管制而规定利率上限，以提高进口关税保护国内生产，增加出口补贴，限制对外直接投资等，都将预示着其货币将会贬值。

8. 财政赤字 (Excessive Government Spending)

由于战争需要、过多的外援和过重的社会福利负担所造成的某国政府过度的开支，而又没有相应的收入的增加，这就必然会出现巨额政府财政赤字，也会增大其货币贬值的可能性，因为这种入不敷出的局面会使人们对其货币失去信用，造成抛售其货币、抢购外币的局面。

汇率的确是千变万化的，但是汇率是可以预测的。当前，我国的外经贸活动正在迅速发展，我国的企业正在转换经营机制，并日趋集团化、国际化，跨国生产和经营活动日益增多，因此，我国的国际企业管理者，应注重研究和分析影响汇率变化的各种因素，利用适当的预测手段，努力把人民币对外币的汇率以及各种常用外币之间的汇率的基本走势，以便采取有效的措施，防止和转换外汇风险，增加收益。

