

中央银行 外汇市场干预 理论与实践

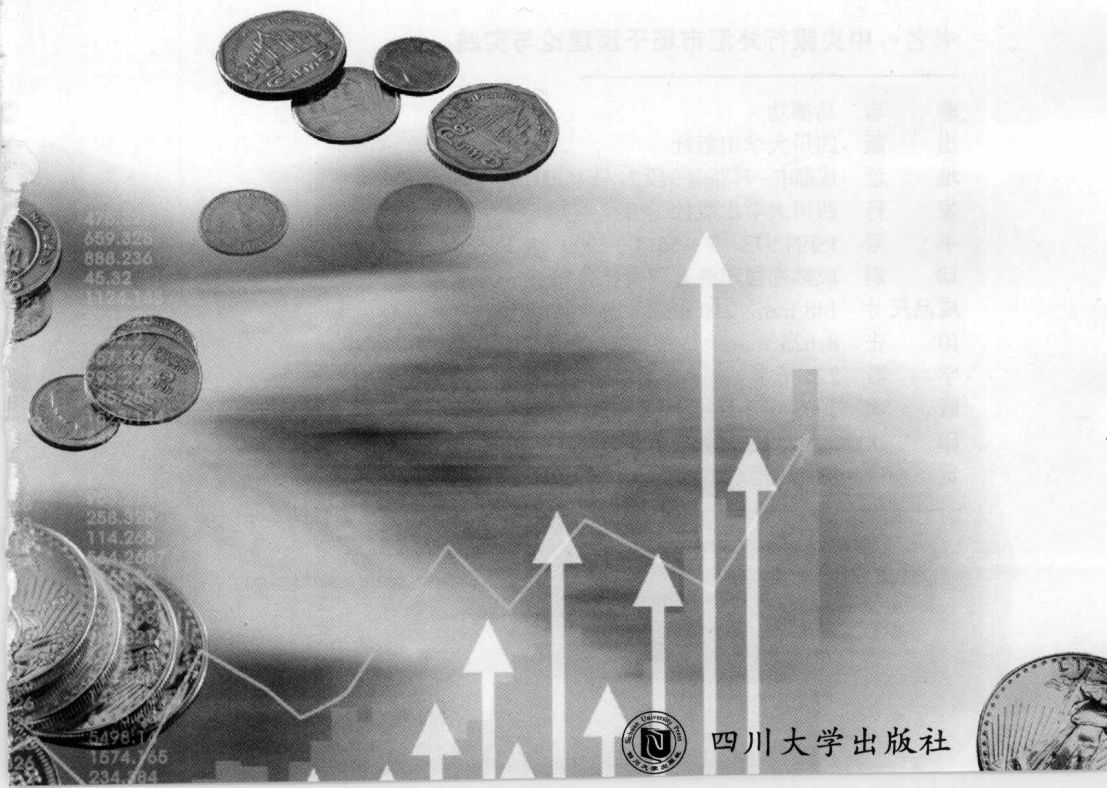
马德功 著



四川大学出版社

中央银行 外汇市场干预 理论与实践

马德功 著



四川大学出版社

责任编辑:陈克坚
责任校对:唐一丹
封面设计:米茄设计工作室
责任印制:李 平

图书在版编目(CIP)数据

中央银行外汇市场干预理论与实践 / 马德功著. — 成都:
四川大学出版社, 2007.12

ISBN 978-7-5614-3909-8

I. 中… II. 马… III. 中央银行-外汇市场-国家干预-
研究 IV. F830.31

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 195724 号

书名 中央银行外汇市场干预理论与实践

著 者 马德功
出 版 四川大学出版社
地 址 成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行 四川大学出版社
书 号 ISBN 978-7-5614-3909-8/F·530
印 刷 成都蜀通印务有限责任公司
成品尺寸 148 mm×210 mm
印 张 8.625
字 数 226 千字
版 次 2008 年 3 月第 1 版
印 次 2008 年 3 月第 1 次印刷
定 价 23.00 元

◆ 读者邮购本书,请与本社发行科
联系。电 话:85408408/85401670/
85408023 邮政编码:610065JJPJ

◆ 本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。

◆ 网址:www.scupress.com.cn

版权所有◆侵权必究

作者简介

马德功，男，1957年6月生，山西长治人，经济学博士，四川大学经济学院教授，主要从事国际金融学、国际经济学、世界经济、金融工程的教学与研究。承担国家社会科学基金项目、四川省哲学社会科学等纵、横向项目10余项；在《经济学动态》、《世界经济》等刊物发表学术论文40余篇；其中《人民币汇率新解：政府行为与非对称性》一文获四川省人民政府第十二次哲学社会科学优秀成果三等奖，《引导与干预：不同汇率制度中的央行行为分析》一文入选《中国学术年鉴》[人文社会科学版（2005）]，并获四川省教育厅第七届哲学社会科学科研成果二等奖；已出版专著《人民币汇率导论》。

内容提要

本书在西方中央银行外汇市场干预及其相关理论基础之上，借鉴发达国家和发展中国家中央银行外汇市场干预的实践经验，研究我国中央银行外汇市场干预及人民币汇率形成机制的理论、实践及发展轨迹，提出了改进和完善我国中央银行外汇市场干预机制及人民币汇率制度改革的观点和建议。

前 言

几乎所有的汇率制度都存在中央银行外汇市场的干预，几乎所有的汇率制度都可视作广义的汇率目标区制。中央银行外汇市场干预模式的不同，汇率目标区制中组成要素的区别，决定了汇率制度在 IMF 分类中成为不同类型的钉住制。符合中国国情的人民币汇率目标区制是未来我国汇率制度安排的理性选择，其中，中央银行外汇市场干预举足轻重。本书在西方中央银行外汇市场干预及其相关理论基础之上，借鉴发达国家和发展中国家中央银行外汇市场干预的实践经验，研究我国中央银行外汇市场干预及人民币汇率形成机制的理论、实践及发展轨迹。全书共分八章。

第一章，笔者对中央银行外汇市场干预作了一般性描述。笔者采用“外汇干预工作小组”的描述，给出了中央银行外汇市场干预的概念，中央银行进入外汇市场通过本币与外币之间的买卖来改变外汇市场的供求关系，进而影响汇率变动的行为。笔者从不同的角度对中央银行外汇市场干预进行了分类：直接干预和间接干预，冲销干预与非冲销干预，单边干预和联合干预等。笔者对中央银行外汇市场干预的方式和目标进行了概括，中央银行可以通过外汇即期交易、远期交易、掉期交易等不同方式进行干预。外汇市场干预的目标主要有三个方面：影响汇率的短期波动趋势，影响汇率的波动区间，作为宏观经济政策的一种工具。笔者对中央银行外汇市场干预的可行性和必然性、中央银行外汇市场干预的相关因素也进行了分析和描述。

第二章，笔者回顾、梳理和分析了中央银行外汇市场干预的相

中央银行外汇市场干预理论与实践

关理论。在中央银行外汇市场干预传递效应的理论分析和回顾中,笔者论述了货币政策及其传递渠道,比较和分析了资产组合效应、信号预期效应、联合干预效应。在中央银行外汇市场干预的目标汇率决定理论的回顾和分析中,笔者论述了汇率决定的流量理论如购买力平价理论和蒙代尔-弗莱明模型,汇率决定的存量理论如资产可完全替代的存量理论和资产不可完全替代的资产组合理论。在中央银行外汇市场干预的博弈分析中,笔者分析了中央银行对自然人的博弈、对理性市场参加者的博弈、对理性投机者的博弈,还对外汇市场干预的有效性进行了分析。在中央银行外汇市场干预目标汇率的合理性评估分析中,笔者着重对均衡汇率理论进行了分析和回顾,主要阐述了基本要素均衡汇率理论、行为均衡汇率理论和自然均衡汇率等理论。在中央银行外汇市场干预与汇率制度理论的分析中,笔者讨论了中央银行外汇市场干预与汇率制度的密切关系,重新定义了汇率目标区制,划分了广义的汇率目标区和狭义的汇率目标区,并对不同类型汇率目标区制下的中央银行外汇市场干预行为进行了分析和研究。

第三章,笔者对发达国家和发展中国家的中央银行外汇市场干预实践进行了比较和研究。笔者对主要发达国家 1999 年到 2003 年的中央银行外汇市场干预进行了回顾,尤其对西方七国中央银行的联合干预进行分析和回顾,指出了发达国家中央银行由纯粹不干预到偶尔干预,再到几个国家联合干预的变迁过程。在对发展中国家中央银行外汇市场干预的回顾与比较中,笔者主要是对东亚经济体的外汇市场干预进行了分析,尤其对在亚洲金融危机期间这些国家的中央银行外汇市场干预的成功经验和失败教训进行了比较和分析,在对泰国中央银行外汇市场干预的案例中,提出了泰国中央银行外汇市场干预失败的必然性,概括了中央银行外汇市场的杠杆效应。最后,笔者对中、日、韩中央银行外汇市场干预进行了比较分析,阐述了东亚三国外汇市场干预的重商主义色彩,指出了与西方国家外汇市场干预的区别。

第四章,笔者对我国中央银行外汇干预理论、政策及实践的过
程与变迁进行了回顾与分析。1994年1月1日,我国建立了以市
场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制;同年4月,中国
外汇交易中心正式成立并运营,中央银行开始真正意义上的外汇市
场干预。笔者首先回顾和分析了我国加入WTO之前,即1994年到
2000年我国中央银行外汇市场干预的实践,重点考察了1994年我
国中央银行外汇市场干预的成功经验和存在的问题,汇率稳定、储
备增加和外贸发展成为中央银行外汇市场干预成功绩效的标志,但
也对内部均衡形成了冲击,加剧了业已存在的通货膨胀压力,致使
我国的通货膨胀率曾一度高达20%以上。笔者分析和回顾了我国
加入WTO之后,即2001年到2004年我国中央银行外汇市场干预
的实践,着重考察和分析了2003年我国中央银行外汇市场干预的
状况和存在的问题,虽然人民币汇率非常稳定,外汇储备迅速上
升,国际收支连续出现双顺差,却因此而给2003年末和2004年初
出现的经济过热注入货币过量因素。对我国中央银行外汇市场干预
进行的实证分析表明,中央银行对外汇市场的过度干预,抑制了汇
率形成的市场化程度,使我国现行管理浮动汇率制实际成为一种钉
住美元的汇率安排;过度强调汇率稳定,丧失了货币政策的独立
性;不适当的冲销干预,影响了国内资源配置的效率,导致了资金
结构的不合理。

第五章,笔者对中央银行外汇市场干预与汇率制度的内在联系
进行了系统的理论分析。汇率的形成机制与中央银行外汇市场干预
密切相关,在IMF的8种汇率安排分类中,几乎所有类型的汇率
安排都程度不同地存在着中央银行对外汇市场的干预。中央银行外
汇市场干预决定了汇率制度的类型,纯粹的固定汇率制与纯粹的浮
动汇率制只是理论的抽象,在现实中是不存在的。在现实生活中我
们大量发现的是介于二者之间的汇率安排——不同类型的钉住制,
本书将其定义为广义的目标区制。本章借鉴Krugman目标区模型,
分别描述了完全浮动汇率制、固定汇率制以及汇率目标区制中,在

中央银行外汇市场干预下汇率运行的不同轨迹，在重新界定汇率目标区定义的基础之上，根据中央银行外汇市场干预行为的不同对汇率制度安排进行了分类。笔者对我国现行汇率形成机制进行了剖析，指出了造成目前人民币升值压力的制度性弊端：中央银行外汇市场干预背后的汇率形成机制中的非对称性。最后，笔者提出了人民币汇率形成机制改革方案设想：短期举措——削减汇率形成机制中的非对称性，中期选择——广义的人民币汇率目标区制，远期规划——存在中央银行干预、不存在中心汇率和汇率波幅的浮动制安排。

第六章，笔者对中央银行外汇市场干预中的中心汇率进行合理性评估。汇率目标区制下的中心汇率与均衡汇率、合理汇率有密切的关系，但中心汇率并不就完全等同于均衡汇率或合理汇率。中心汇率应当是具有内在稳定性的汇率，而唯有具备内在稳定性的汇率才可被视作中央银行干预的目标汇率——中心汇率。将均衡汇率视作中心汇率，作为中央银行外汇市场干预的参照物，满足内在稳定性要求，可以作为目标区制下的中心汇率是否合理的评估标准，可以将人民币均衡汇率视作人民币汇率目标区设置中的中心汇率。就人民币均衡汇率模型的研究成果看，许多学者构建了人民币均衡汇率模型，并据此对现行人民币汇率水平的合理与否进行了评估，由于均衡汇率无法直接观察，只能进行估算，本书拟将已有的运用均衡汇率模型估算结果，同时考虑到一些学者对均衡汇率的新界定，作为人民币汇率目标区制下的中心汇率合理与否的评估标准，同时也作为人民币汇率目标区制下中心汇率是否重置的标准。本章还从经济杠杆的角度审视了均衡汇率的作用与实现，并对人民币中心汇率对我国经济增长的影响进行了探讨。与中心汇率密切相关的另外一个问题是目标区制下的汇率波幅。笔者根据相关的理论、其他国家的经验和国内学者的观点，以及人民币汇率波幅的历史数据，对人民币汇率目标区制下的汇率波幅提出了初步设想。

第七章，笔者对中央银行外汇市场干预中的内外冲突进行了考

察和研究。中央银行外汇市场干预对汇率水平有影响,进而对内部均衡的实现会产生影响。蒙代尔-弗莱明模型关于汇率政策的描述,为我国中央银行采取更加积极灵活的汇率政策提供了理论依据。在我国现行汇率制度下,适度的汇率政策不仅抑制了亚洲金融危机爆发后经常账户顺差迅速下滑的势头,而且有利于扩大需求增加产出的内部均衡目标的实现。在外部均衡的实现方面,为使国际收支不受流动性约束,为使经常账户具有经济理性和可维持性,为使汇率保持在稳定和合理的水平,都需要中央银行对外汇市场进行干预。中央银行外汇市场干预与内外均衡实现也存在着冲突,我国中央银行外汇市场的干预就曾在保证人民币汇率稳定的同时,造成了对我国经济内部均衡的严重冲突,致使我国的通货膨胀率曾一度高达20%以上,在前段时期我国出现的经济过热也扮演了重要角色。采用与中央银行汇率政策相搭配的政策组合,从经济杠杆的视角审视均衡汇率有助于克服中央银行外汇市场干预中的内外冲突,实现内外均衡的同时实现。

第八章,笔者对中央银行外汇市场干预的效应进行了分析。用资产可完全替代的弹性价格货币模型与资产不可完全替代的资产组合模型对中央银行外汇市场干预的资产效应进行比较和分析,结论表明,货币模型认为外汇市场的非冲销干预有效,而冲销干预无效;但资产组合模型认为,不仅非冲销干预对汇率的影响有效,冲销干预对汇率的影响也是有效的,尽管其效力比较低。虽然冲销干预在实证检验中显著性较弱,但在我国中央银行外汇市场冲销干预的实践中依然收到一定效益。我国中央银行外汇市场的冲销干预也存在着许多负面效应。信号机制的分析与中央银行外汇市场干预的博弈分析密切相关,中央银行可运用图表技术分析机制进行外汇市场干预,也需要具备一定的条件。对中央银行干预的直接与间接效应的分析表明,中性干预产生较短的时滞效果,非中性干预将产生较长时期的时滞效果。本章还对中央银行外汇市场干预的成本和收益进行了分析。

中央银行外汇市场干预理论与实践

本书在以下几个方面进行了新的探索：

第一，从理论上系统地阐述了中央银行外汇市场干预在汇率形成机制中的必要性和可行性。1985年，西方五国联合发表的“广场宣言”，标志着西方国家从布雷顿森林体系崩溃后汇率运行的完全自由浮动向中央银行对外汇市场干预的转变，似乎中央银行外汇市场干预的必要性和合理性问题获得了解决，然而在实际生活中依然是一个备受争议的问题。在现行人民币汇率形成机制中，中央银行对外汇市场的干预行为的合理性和必要性一直受到中外各界人士的极大关注，成为人民币汇率机制及水平合理与否的焦点。

第二，从汇率制度的安排与变迁上寻找导致人民币升值压力的原因，并努力去发现释减人民币升值压力的路径。国内外许多学者从国际收支顺差的现实，从构建的人民币均衡汇率模型，从我国进出口贸易结构，从FID的大量流入，从我国中央银行外汇市场干预等层面来解释形成目前人民币升值压力的原因，本书则另辟蹊径，试图从导致国际收支顺差和中央银行外汇市场干预背后的制度性因素中寻找原因。

第三，从汇率制度与中央银行外汇市场干预的内在联系上论证在汇率形成机制中中央银行外汇市场干预的必然性。传统的理论将汇率制度划分为三大类，浮动汇率制、固定汇率制和介于二者之间的汇率安排，在当代西方还流行着“中间制度消失”论的观点，从而只有在固定汇率制中才存在着中央银行外汇市场干预。本书没有认同流行的观点，试图将中央银行外汇市场干预纳入到几乎所有的汇率安排中，并以此论证中央银行外汇市场干预的必要性和必然性。

第四，重新界定汇率目标区的概念。狭义的汇率目标区制一般是指Williamson于20世纪80年代提出的以限制汇率为核心，包括中心汇率及汇率变动幅度确定方法、维系目标区的国内政策搭配、实施目标区的国内政策协调等一整套的国际政策协调方案。有的学者将广义的汇率目标区定义为将汇率波幅限制在一定区域内的汇率

制度。本书则试图根据中央银行外汇市场的干预程度、外汇干预中中心汇率及汇率波幅等因素，将包括固定汇率制和浮动汇率制在内的所有的汇率安排，全部纳入到汇率目标区的安排中来。

第五，在狭义的 Krugman 汇率目标区模型基础上，根据中央银行外汇市场干预、中心汇率、汇率波幅及透明度等不同因素勾画了广义汇率目标区制下不同类型的钉住安排中的汇率的运行轨迹。

第六，分析、比较和辨析了极易混淆，在中央银行外汇市场干预中又极为重要的中心汇率、均衡汇率、合理汇率等概念，从经济杠杆和内外均衡的视角阐释了判断汇率水平合理性评估的依据。

第七，在上述研究的基础之上，草拟出了短期、中期和远期人民币汇率形成机制改革的方案和设想，尤其是中短期人民币汇率形成机制改革的对策建议。

目 录

导 论	(1)
一、本书研究的背景、目的和意义	(1)
二、本书的文献综述	(3)
三、本书的研究方法、基本内容及逻辑框架	(14)
四、本书的创新与有待进一步研究之处	(16)
 第一章 中央银行外汇市场干预概述	(18)
第一节 中央银行外汇市场干预的定义与分类	(18)
一、中央银行外汇市场干预的定义	(18)
二、中央银行外汇市场干预的分类	(19)
第二节 中央银行外汇市场干预的方式与目标	(21)
一、中央银行外汇市场干预的方式	(21)
二、中央银行外汇市场干预的目标	(22)
第三节 中央银行外汇市场干预的必然性与可行性	(26)
一、从完全浮动汇率制向管理浮动汇率制转变	(26)
二、中央银行外汇市场干预的理论依据	(28)
第四节 中央银行外汇市场干预的其他相关因素	(33)
一、中央银行外汇市场干预决策的基础	(34)
二、中央银行外汇市场干预与市场预期	(35)
三、中央银行外汇市场干预与市场趋势	(36)

中央银行外汇市场干预理论与实践

四、中央银行外汇市场干预与外汇储备	(37)
五、中央银行外汇市场干预与突发性市场活动	(38)
六、中央银行外汇市场干预与支付行为和市场套利	(39)
第二章 中央银行外汇市场干预理论与模型	(40)
第一节 中央银行外汇市场干预的传递途径	(40)
一、中央银行外汇市场干预与货币政策	(40)
二、中央银行外汇市场干预影响汇率的渠道	(41)
三、中央银行外汇市场干预的资产组合传递渠道	(42)
四、中央银行外汇市场干预的信号或预期渠道	(45)
五、多国中央银行对汇率进行联合干预效应分析	(47)
第二节 中央银行外汇市场干预与汇率决定理论	(47)
一、汇率决定流量理论与中央银行外汇市场干预	(47)
二、汇率决定存量模型（资产可完全替代）中的 冲销干预与非冲销干预	(49)
三、汇率决定存量模型（资产不可完全替代）中的 冲销干预与非冲销干预	(51)
四、存量模型—流量模型中的冲销干预和非冲销干 预	(53)
第三节 中央银行外汇市场干预中的博弈理论	(56)
一、中央银行干预对自然人的确定性博弈	(56)
二、中央银行干预对自然人的随机博弈	(57)
三、中央银行对理性市场参与者的博弈	(59)
四、中央银行对理性投机者的博弈	(62)
五、外汇市场上的信息非对称性	(63)

六、中央银行外汇市场干预有效性的影响因素	(64)
第四节 中央银行外汇市场干预与均衡汇率	(66)
一、基本要素均衡汇率理论 (FEER)	(66)
二、行为均衡汇率理论 (BEER)	(67)
三、自然均衡汇率理论 (NATREX)	(68)
第五节 中央银行外汇市场干预与汇率制度	(69)
一、根据货币理论对不同汇率制度下中央银行外汇 市场干预的分析	(69)
二、根据克鲁格曼模型对不同汇率制度下中央银行 外汇市场干预的分析	(71)
第三章 外国中央银行外汇市场干预的比较与借鉴	(76)
第一节 发达国家中央银行外汇市场干预的历史回顾与 分析	(76)
一、发达国家中央银行的 5 次联合干预	(76)
二、发达国家中央银行 1999 至 2003 年外汇市场 干预回顾	(81)
第二节 发展中国家中央银行外汇市场干预回顾与分析	(83)
一、东亚经济体中央银行外汇市场干预案例	(83)
二、东亚经济体的中央银行外汇市场干预一般性分 析	(85)
三、东亚经济体中央银行外汇市场干预有效性分析	(87)
四、亚洲金融危机时期的中央银行外汇市场干预	(89)
第三节 中央银行外汇市场干预中的杠杆机制——以泰国 货币危机为例	(90)
一、中央银行外汇市场干预中的杠杆机制	(91)

中央银行外汇市场干预理论与实践

二、中央银行外汇市场干预杠杆机制的实证分析	(93)
三、泰国货币危机留给我们的启示	(94)
第四节 中、日、韩中央银行外汇市场干预与欧美中央银行外汇市场干预之比较	(96)
一、重商主义与外汇市场干预	(96)
二、以平息波动为目的的干预	(97)
第四章 我国中央银行外汇市场干预的回顾与分析	(98)
第一节 1994 至 2000 年我国中央银行外汇市场干预回顾	(98)
一、1994 至 2000 年我国宏观经济形势	(98)
二、1994 至 2000 年我国中央银行外汇市场干预	(103)
三、1994 至 2000 年我国其他外汇改革措施与汇率政策目标	(106)
第二节 2001 至 2004 年我国中央银行外汇市场干预考察与回顾	(108)
一、2001 至 2004 年我国宏观经济形势	(108)
二、2001 至 2004 年我国汇率政策目标	(110)
三、2001 至 2004 年我国中央银行对外汇市场干预的情况	(112)
第三节 1994 至 2003 年我国中央银行外汇市场干预与人民币汇率波动情况	(113)
第四节 我国中央银行外汇市场干预存在的问题	(114)
一、我国中央银行在外汇市场干预中面临的新问题及其寻求解决所做的努力	(114)
二、现行结售汇制与外汇市场干预	(116)
三、现行外汇指定银行头寸管理与外汇市场干预	(117)

四、汇率机制中的非对称性与外汇市场干预	(117)
五、外汇市场冲销干预工具单一匮乏	(118)
第五节 我国中央银行外汇市场干预实证分析	(120)
一、我国中央银行外汇市场干预的要求与可能	(120)
二、我国中央银行外汇市场干预的积极成果和负面效应	(121)
第五章 中央银行外汇市场干预与汇率制度	(124)
第一节 不同汇率制度下的中央银行干预及其汇率运 行轨迹	(125)
一、完全浮动汇率制下的汇率运行轨迹	(125)
二、固定汇率制下的汇率运行轨迹	(126)
三、汇率目标区制下的汇率运行轨迹	(126)
四、汇率目标区与汇率制度的分类	(128)
第二节 我国现行汇率机制——单一的有管理的浮动汇 率制	(130)
一、我国现行汇率机制的法律内容和规定	(130)
二、我国现行汇率机制中的制度性安排及其非对称 性	(134)
三、我国现行汇率机制的运行特点	(135)
第三节 我国现行汇率机制的弊端及对国民经济发展的 制约	(137)
一、强制性的结汇制扭曲了外汇市场的供求机制	(137)
二、外汇指定银行结售汇周转外汇头寸的比例管理	(138)
三、现行汇率机制中的中央银行外汇市场干预	(139)
四、现行外汇供求机制中的非对称性	(141)