

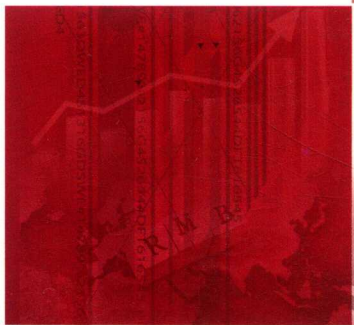
中央高校基本科研业务费专项资金资助项目
Fundamental Research Funds for the Central Universities

赵茜 著

人民币外汇市场压力： 成因、趋势和应对

——基于中国高水平开放视角的研究

The Causes, Trends and Coping Strategies of
RMB Exchange Market Pressure:
a Study Based on China's High Level Opening-up Environment



非外借

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

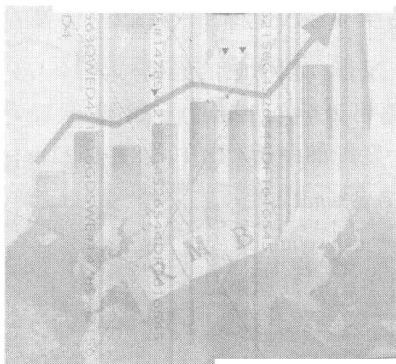
中央高校基本科研业务费专项资金资助项目
Fundamental Research Funds for the Central Universities

赵茜
著

人民币外汇市场压力： 成因、趋势和应对

——基于中国高水平开放视角的研究

The Causes, Trends and Coping Strategies of
RMB Exchange Market Pressure:
a Study Based on China's High Level Opening-up Environment



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币外汇市场压力：成因、趋势和应对：基于中国
高水平开放视角的研究/赵茜著. —北京：经济科学
出版社，2017. 11

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8829 - 5

I. ①人… II. ①赵… III. ①人民币业务 - 外汇
市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 2 ②F832. 52

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 313899 号

责任编辑：王 娟 张 萌

责任校对：刘 昕

责任印制：邱 天

人民币外汇市场压力：成因、趋势和应对

——基于中国高水平开放视角的研究

赵 茜 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13 印张 220000 字

2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8829 - 5 定价：49. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

序

作为赵茜博士的导师，我很欣喜地看到她的这本专著顺利出版。如何加强外汇市场压力的应对与有效管理是全球金融危机后中国所面临的重要问题，也是中国在后危机时代推动实施高水平开放战略、深度参与全球秩序重构所必须面对与解决的重大问题。自2008年金融危机以来，世界经济出现显著变化，美国、欧盟等发达经济体遭受重创，经济恢复迟缓，而以中国为代表的新兴市场国家则在综合实力显著增长的过程中，通过成立金砖国家组织、亚投行等决策部署，以崭新的面貌投入后危机时代的全球经济复苏与重建当中。其中，中国政府适时提出了“高水平对外开放战略”，在加强和改善宏观调控的同时，推动中国的全面开放，以负责任的大国姿态积极融入世界并参与全球经济秩序重构。截至2016年底，中国已成为世界第一大贸易国、第一大吸收外资国，为世界经济的恢复与发展做出了巨大贡献。

然而，伴随着经济不断开放、资本项目进一步放开管制，中国经济与世界经济联动性不断增强，人民币汇率在各方因素的影响下也开始愈加频繁地波动，如何管理外汇市场压力开始成为一个引人注目的新问题。2008年金融危机后，人民币兑美元汇率一度面临较高的升值压力，从危机前的7.31持续升值至6.12，升值高达16.28%；而在“8.11”汇改之后却又历经一段持续的贬值时期，截至2017年5月，汇率贬值至6.863，贬值幅度达到12.14%。人民币汇率的这种较大幅度的变化与外汇市场压力的积累、释放直接相关。在当前逆全球化思潮涌动、恐怖主义威胁蔓延、地区冲突频发的背景之下，外汇市场压力的影响因素日趋增多且更加复杂，由其所带来的汇率变动风险已日渐成为一个影响经济稳定和发展的重大问题。因此，如何有效地管理和应对外汇市场压力，继续坚定不移地贯彻实施“高水平对外开放战



略”，推动自由贸易区建设、“一带一路”倡议和资本账户开放等各方面进程，不仅考验着中国的智慧，更考验着中国能否承担起与世界各国携手努力、共渡难关的大国责任和担当，因而有必要对以上问题进行深入的探讨和研究。

赵茜博士的这一著作，能够为决策者理解外汇市场压力的特点提供一种全面而系统的思路和相应的理论支持，同时也可以为央行选择合适的干预政策进行审慎监管、管控汇率风险提供有益参考。赵茜博士在厦门大学经济学院金融系就读期间，勤奋刻苦、笔耕不辍，她先后在《管理世界》《经济学动态》《国际金融研究》等杂志上发表了数篇高质量、有创见的论文，对国际金融理论与政策有着深入的研究和独到的见解，表现出了很高的理论水平和突出的研究能力。2014年，她获得国家留学基金委资助，公派赴加拿大西安大略大学经济系进行联合培养，进一步开阔了视野，提升了能力。这本专著是赵茜博士在学期间研究成果的集萃和精华，也是她多年对金融理论问题与中国金融改革实践思考、观察的心血之作。她在广泛阅读中外文献的基础上，结合中国推动高水平对外开放的现实背景，对人民币外汇市场压力的成因、特点和趋势进行了深入的思考与研究，经过反复推敲、讨论修改及润色，终定其稿。作为老师，我祝贺赵茜博士论文的顺利出版，也希望这本著作能给研究人员在准确、及时识别新时期人民币外汇市场压力的特点和规律等方面带来帮助，同时也希冀这本专著能激发更多感兴趣的读者深入探讨、研究我国新时期高水平开放进程中的人民币外汇市场压力及其他相关的重要问题，为央行维护外汇市场稳定、提高市场运作与管理效率建言献策，推动中国在后危机时代全球经济秩序的重建中发挥更为重要的价值和引领作用。

朱孟楠

2017年6月于厦门大学经济学院

前 言

外汇市场压力，通常是指在理性预期的假设下，如果货币当局不干预外汇市场，汇率可能发生的变动。虽然外汇市场压力与汇率的变动息息相关，但由于货币当局用以稳定汇率的措施有可能会掩盖外汇市场压力，因而外汇市场压力往往具有隐蔽性，不易被及时觉察和应对，其一旦在特定的时机下积聚并爆发，也就往往会给汇率乃至经济带来更大的冲击。近年来，伴随着世界经济的持续震荡和各国债务危机的频发，各界开始重新审视外汇市场压力的潜在风险，探讨其成因、趋势以及应对策略也就成为后金融危机时代亟待探讨和解决的重大理论与现实问题。

然而遗憾的是，现有的研究对中国的关注一直都存在着显著的不足。学者们不仅对人民币外汇市场压力的探讨很不充分，而且也没有关注到中国正着力推动的“高水平对外开放”对外汇市场压力的影响。高水平对外开放是中国经济发展与改革开放进入新阶段后的一项重要国家战略和政策。早在2012年12月的中央经济工作会议上，习近平同志就强调，“必须实施更为积极主动的对外开放战略，全面提升开放型经济水平”；第十二届全国人大二次会议政府工作报告中也明确提出，要“开创高水平对外开放的新局面”。在这一系列政策方针的指导下，中国开展了设立自由贸易区、加速人民币国际化、深化资本账户开放等一系列举措并适时提出了“一带一路”的国际倡议，从而将对外开放推向了一个新的发展阶段，融入世界经济的步伐也显著加快。

那么，中国的高水平对外开放战略究竟对人民币外汇市场压力的成因及变化趋势有哪些影响？又会导致外汇市场压力的应对策略如何变化呢？本书将通过建立一个系统而全面的分析框架，尝试对上述问题进行解答。在高水平对外开放战略推进的进程中，一方面，人民币的外汇市场压力将会因资本与贸易的双向流动变得更加复杂，表现为人民币外汇市场压力的影响因素更趋多样，影响渠道也更为广泛；另一方面，各种因素也不再是



通过单一途径影响人民币外汇市场的压力，而往往是通过多种途径发挥作用。这两方面的综合影响就决定了中央银行所面临的汇率风险较以往更为复杂，必须在一个更加开放、更加复杂的环境下，使用更为有效、更有针对性的干预手段应对不利的外汇市场压力。因此，现阶段以中国高水平对外开放为视角开展人民币外汇市场压力的成因、趋势以及应对等问题的研究，既是弥补现有研究缺憾、充实基础性理论工作的需要，同时也是新时期下政府防控风险、进行相关经济决策的内在要求。

与现有研究相比，本书在研究视角、研究内容和研究方法上都有所创新和突破。从研究视角上看，本书选取了高水平对外开放这一视角进行研究，补充了已有研究对外汇市场环境关注的不足。同时，本书还将人民币外汇市场压力的研究视角延伸到政治领域，拓展了外汇市场压力的非经济因素方面的研究视角。而从研究内容上看，本书对外汇市场压力的国际政治动因以及央行扩大汇率弹性区间的政策有效性等内容进行了深入分析，有效弥补了现有研究在这些领域的研究不足。最后，从研究方法上来看，与现有研究多进行实证分析所不同，本书构建了部分均衡资产选择模型、政治周期政策选择模型等多个理论模型，从而有效地弥补了现有研究在方法上的不足，丰富了相关领域的研究手段。

本书将通过全面地分析人民币外汇市场压力的成因、趋势以及应对三个方面的内容，对人民币外汇市场压力进行系统而深入的探讨，各部分和章节的主要内容概述如下。

第一部分为绪论，包括第一章和第二章。第一章主要介绍研究背景及意义、外汇市场压力的含义及研究现状、本书的编写思路和主要创新。第二章则介绍高水平对外开放战略的内涵及其对外汇市场压力和央行干预的影响。

第二部分研究高水平对外开放进程中，影响人民币外汇市场压力的经济动因和政治动因，包括第三章和第四章。第三章主要介绍在高水平对外开放进程中，经济因素对外汇市场压力的影响，主要包括国内经济因素和国际经济冲击的影响。第四章则主要介绍了政治因素对外汇市场压力的影响，包括国内政治因素和国际政治冲击的影响。

第三部分研究在高水平对外开放进程中，人民币外汇市场压力不同于以往的变化趋势，包括第五章至第七章。探讨外汇市场压力变化趋势的首要问题是如何测算外汇市场压力，第五章就主要对这一问题进行了讨论。而由于中国高水平对外开放包含人民币国际化和资本账户开放两大重要内



容，因此第六章和第七章分别从这两个视角，运用实证分析的手段，揭示高水平对外开放下人民币外汇市场压力的变化特点和趋势。

第四部分研究高水平对外开放进程中，央行对人民币外汇市场压力的干预手段和效果，包括第八章至第十章。第八章主要阐释中央银行外汇干预的目标、干预政策与传导机制，第九章则通过实证分析比较了中央银行的直接干预和间接干预政策对人民币外汇市场压力的干预效果，第十章则提出了央行在高水平开放进程中应对不利的人民币外汇市场压力、进行外汇市场干预的相关政策建议。

伴随着中国高水平对外开放战略的推进，中国经济与世界的联动性进一步增强，参与全球经济秩序重构的程度也进一步加深。因此，如何管控高水平开放进程中外汇市场压力的潜在风险就成为新时期央行调控所面临的新的挑战。本书希望通过探讨外汇市场压力的成因、趋势以及应对，为决策者理解外汇市场压力的特点提供一种全面而系统的思路和相应的理论支持，同时也为央行选择合适的干预政策进行审慎监管、管控汇率风险提供有益参考，进而助力高水平开放战略的进一步发展，推动中国在后危机时代全球经济秩序重建中发挥更为重要的价值和作用。

目 录

第一部分 绪论

第一章 外汇市场压力的问题由来	3
第一节 研究背景及意义	3
第二节 外汇市场压力的含义及研究现状	6
第三节 研究框架、篇章结构与研究方法	15
第四节 主要创新	18
第二章 高水平对外开放中的外汇市场压力概述	22
第一节 高水平对外开放战略概述	22
第二节 高水平对外开放下人民币外汇市场压力的新特点	26
第三节 高水平对外开放下央行对外汇市场压力干预的新变化	28
本章小结	30

第二部分 高水平对外开放下人民币 外汇市场压力的成因分析

第三章 国内经济压力及国际经济冲击	35
第一节 人民币外汇市场压力的经济来源	35
第二节 国内经济因素对外汇市场压力的传导渠道及传导效果 分析	37



第三节	国际经济冲击对人民币外汇市场压力的影响分析	43
	本章小结	58
第四章	国内政治生态与国际政治冲击	59
第一节	人民币汇率变动的政治压力概述	59
第二节	国内政治因素对外汇市场压力的传导渠道及传导效果	61
第三节	国际政治冲击对人民币外汇市场压力的影响：以美国政治周期政策选择模型为例	71
	本章小结	82
 第三部分 高水平对外开放下人民币 外汇市场压力的变化趋势 		
第五章	外汇市场压力的衡量指标与测算	85
第一节	模型依赖的外汇市场压力衡量指标与测算方法	85
第二节	非模型依赖的外汇市场压力衡量指标与测算方法	89
第三节	人民币外汇市场压力指标构建与测算	90
	本章小结	94
第六章	人民币国际化加速对外汇市场压力的影响	95
第一节	人民币国际化的发展进程	95
第二节	人民币国际化影响人民币外汇市场压力的传导渠道	96
第三节	人民币国际化影响人民币外汇市场压力的实证分析： 单期视角	97
第四节	人民币国际化影响人民币外汇市场压力的实证分析： 动态视角	104
第五节	货币国际化与外汇市场压力关系的国际比较：以美元和 日元为例	112
	本章小结	113



第七章 资本账户开放对外汇市场压力的影响	115
第一节 资本账户开放对人民币外汇市场压力的传导渠道 分析	115
第二节 资本账户开放的度量指标研究	116
第三节 资本账户开放对人民币外汇市场压力的影响	123
本章小结	131

第四部分 高水平对外开放下人民币外汇 市场压力的干预与应对

第八章 央行外汇市场干预的目标、政策与传导机制	135
第一节 动态视角下央行干预外汇市场的目标	135
第二节 央行应对外汇市场压力的干预政策	144
本章小结	151
第九章 我国央行干预政策效果的实证分析	152
第一节 央行直接干预行为对外汇市场压力的影响	152
第二节 央行间接干预行为对外汇市场压力的影响——以扩大 人民币汇率弹性区间为例	159
本章小结	163
第十章 央行政策选择建议	164
第一节 关于外汇干预的政策建议	164
第二节 关于政策搭配的政策建议	167
附录 美国政治周期对人民币汇率影响的实证分析	170
参考文献	180
后记	193

第一部分 绪 论

第一章

外汇市场压力的问题由来

第一节 研究背景及意义

自 2008 年全球金融危机爆发以来，以欧美为主的西方国家迟迟未能从危机中复苏，而新兴市场国家，特别是中国却始终保持着稳健的增长态势，经济实力进一步增强。这一此消彼长的态势使得世界的经济格局正发生着深刻变化，全球经济也因此正酝酿着秩序的重构，经济全球化进程也在这种动荡的环境中进一步发展。在这一背景之下，中国通过设立自由贸易区、首倡亚投行^①设立、加速人民币国际化^②、深化资本账户开放等一系列举措进一步加快融入世界经济的脚步，将促进“高水平对外开放”列为重要的发展方向。在 2012 年 12 月的中央经济工作会议上，习近平同志就强调，“必须实施更为积极主动的对外开放战略，全面提升开放型经济水平”，第十二届全国人大二次会议政府工作报告中也明确提出，要“开创高水平对外开放的新局面”。2015 年中央经济工作会议公报更是特别指出“扩大对外开放，要更加注重推动高水平双向开放”。在这一系列政策方针的指导下，中国的对外开放已进入了一个新的发展阶段。截至 2015 年底，中国已成为世界第一大贸易国、第二大吸收外资国、第一大外汇储备国。可见，中国的高水平对外开放战略效果显著，对外开放的程度显著

① 亚洲基础设施投资银行，简称亚投行，由中国提出筹建倡议而设立。

② 人民币国际化是指人民币能够跨越国界，在境外流通，成为国际上普遍认可的国际贸易、国际投融资的计价、结算货币以及重要的国际储备货币的过程。人民币国际化是我国 21 世纪最重要的国家战略之一。人民币成为国际贸易结算货币可以进一步促进我国对外贸易，而人民币对外投融资业务的拓展也将为我国开辟新的资金来源渠道、缓解对外投资的资金约束、促进对内引资与对外投资，从而人民币国际化是我国高水平对外开放的内在要求。



提高。

然而，伴随着中国高水平开放进程而来的，不仅是中国经济地位的改善，还有外汇市场压力的变幻莫测和人民币汇率市场的频繁波动。通常，外汇市场压力是指，在理性预期的假设下，如果货币当局不干预外汇市场，汇率可能发生的变动。对于人民币来讲，外汇市场压力是指在中央银行未进行任何干预之前人民币汇率可能发生的变动^①，这就意味着，人民币汇率稳定并不代表人民币汇率未承受变化的压力，而是该压力很可能被央行的外汇干预手段掩盖了。事实上，高水平开放进程中人民币的外汇市场压力将会随着资本与贸易的双向流动变得更加复杂，表现为人民币外汇市场压力的影响因素更趋多样，影响渠道也更为广泛。从经济领域来看，不仅国内宏观经济基础和微观投资者的外汇买卖活动会对人民币汇率变动产生压力，国际上大宗商品价格波动、金融资产价格变化等国际经济因素也日渐对人民币产生深刻的影响^②；而从非经济领域看，政治、文化、国际炒家投机炒作等都会给人民币汇率变动带来压力，特别是政治领域，近年来国际上日益关注人民币汇率，要求人民币升值及人民币更加市场化的政治压力不绝于耳，该压力在美国政治选举或经济低迷时期尤为明显。与此同时，在高水平的开放进程中，上述各因素也不再是通过单一途径影响人民币外汇市场的压力，而往往是通过多种途径发挥作用，影响更为复杂。例如，在过去资本账户管制较为严格的时期，国际油价的变动更多的是通过影响进出口贸易给人民币带来币值变动压力，影响较小。但随着我国资本账户的逐步开放以及离岸人民币市场的扩张，国际油价的大起大落不仅可以通过贸易渠道更可以通过资本渠道影响其他资产价格变动以及投资者预期，进而影响外汇市场压力。这种影响因素和途径的双重复杂使得高水平开放的进程中，各种因素更加直接、迅速而深刻地给人民币币值变动带来压力，使人民币汇率的变动更为急剧、剧烈。以 2015 年为例，全年人民币兑美元中间价的贬值幅度就达 5.87%，从年初的 6.12 贬值为年末的 6.49，波动也较往年更加剧烈。这一情势就给我央行的外汇管理提出了新的挑战，突出表现为央行需在更加开放的环境下、使用更为有效的干预手段应对外汇市场压力，防范汇率风险，防止汇率的大起大落超出经

① 按变动方向划分，外汇市场压力分为升值压力和贬值压力。

② 在过去资本账户管制较为严格的时期，“隔离墙”的存在使得人民币汇率较少受到国际因素的影响。但随着我国资本账户的逐步开放以及离岸人民币市场的扩张，人民币不仅受到国内压力因素的影响，也日益承受着国际上诸多因素的压力。



济承受范围，以推动高水平开放过程中的中国经济快速而健康的成长。

那么，在中国高水平对外开放战略的指导下，人民币外汇市场压力究竟呈现出怎样的特点或规律？央行又应该如何进行相应的政策选择呢？综观现有的研究文献，虽然学者们对外汇市场压力和央行干预有所探讨，但在开放进程中对这一问题的考察却远远不够。而中国推进高水平开放进程的现实背景却决定了央行的政策选择亟待这方面的研究给予理论与研究支持。因此，现阶段有必要从高水平开放的视角深入分析人民币外汇市场压力的成因、趋势和应对策略，从而在弥补现有研究缺憾的同时，也为新时期下的政府决策提供必要的理论支撑和相应建议。本书基于中国高水平对外开放的经济背景，探究人民币外汇市场压力的影响因素、作用机制和变化特点，并将对央行的外汇管理政策效果进行评析，以期能对上述问题给予解答并提出相应建议。

综合来看，研究高水平开放进程中的人民币外汇市场压力具有如下几个方面的重要现实意义。

第一，外汇市场压力是汇率变化的原因，但货币当局的干预操作往往会吸收部分甚至全部外汇市场压力以维持汇率的稳定，从而使我们难以从汇率的实际变动来分析汇率风险的潜在根源，影响了我们应对汇率风险的及时性和行动力^①，而直接研究外汇市场压力，有助于我们全面掌握引起汇率变动的原因，为依据汇率而进行的投资、经营决策等提供参考。

第二，研究高水平对外开放进程中人民币面临的外汇市场压力及其传导渠道和变化趋势，有利于央行准确把握不断变化的内外部经济环境，及时选择更为有效的干预手段来纠正由于市场失灵和国际投机资本冲击所形成的市场汇率的非正常波动，从而避免其给一国宏观经济造成的负面影响。

第三，研究高水平对外开放进程中的外汇市场压力，有利于为人民币汇率形成机制改革提供有益的参考。随着人民币国际化的推进、资本账户开放的进行以及我国人民币汇率形成机制改革的进行，央行应如何处理汇率市场化程度与央行干预力度的关系、运用合适的调控政策防范或吸收不利的外汇市场压力、防范金融风险，是央行在高水平开放时期面临的重大问题。通过研究高水平开放时期人民币外汇市场压力的新特点、变化趋势以及央行不同干预政策的作用效果，有利于为央行选择合适的干预政策有效管理汇率、进行审慎监管、推动外汇市场体系建设提供参考，进而有利

^① 外汇市场压力由于具有隐蔽性、不易被及时觉察和应对，因此一旦在特定的时机下积聚并爆发，往往会给经济带来更大冲击，1997年爆发的东南亚金融危机便是例证。



于提升人民币的国际地位。

第二节 外汇市场压力的含义及研究现状

一、外汇市场压力的含义

外汇市场压力通常是指，在理性预期的假设下，如果货币当局不干预外汇市场，汇率可能发生的变动。因此，外汇市场压力是汇率发生变化的潜在原因和推动力。特别地，在完全浮动汇率制度下，汇率的变化将完全反映外汇市场压力的大小和方向。

但是，外汇市场压力却并不一定引起汇率发生变动。在固定汇率制度或中间汇率制度下，一国货币当局可以通过外汇市场干预等操作“吸收”部分外汇市场压力，使压力只有部分表现为名义汇率的变动，另一部分则表现在货币当局的干预工具的变化上（见图1-1）。例如，如果中央银行动用外汇储备在外汇市场上进行干预，以期吸收部分本币升值压力，那么中央银行的操作将是买入外汇、卖出本币，从而外汇市场压力将不再全部表现为本币升值，而是有一部分表现为外汇储备的增加。除动用外汇储备吸收外汇市场压力之外，中央银行也可以通过调整利率或进行外汇管制等影响外汇市场压力。

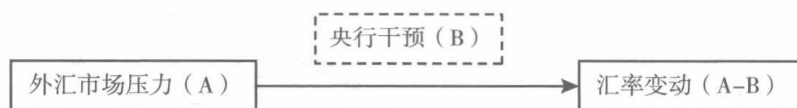


图1-1 外汇市场压力、央行干预与汇率变动关系

因此， $\text{外汇市场压力} = \text{实际观察到的汇率变动} + \text{央行干预抵消的汇率变动}$ 。外汇市场压力的产生是名义汇率发生变化的源泉，但并不一定导致名义汇率的变化。名义汇率的变化是外汇市场压力和货币当局进行外汇市场干预共同作用的结果。当央行进行大规模、有效的外汇市场干预时，有可能会吸收全部外汇市场压力，维持汇率的稳定。