

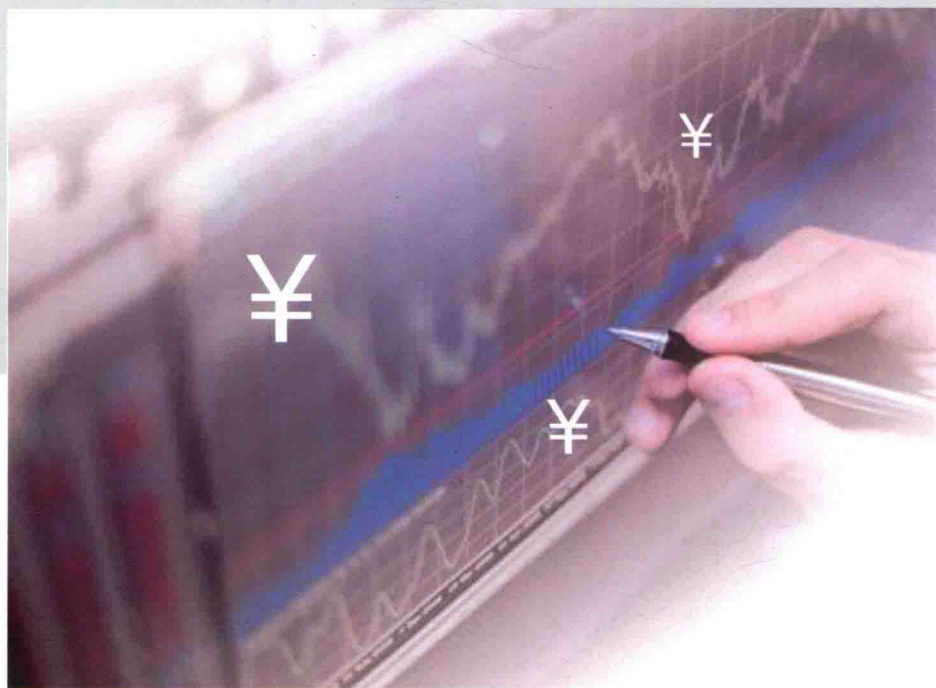
本书受 国家社会科学基金重大招标项目 (10zd&034) 资助出版
广东省自然科学基金项目 (2014A030310429)

A Study on the Management Mechanism
of the RMB Exchange Rate
Timing the Control and Adjustment
of Exchange Rate from the Perspective of Risk Premium

人民币汇率管理机制研究

—— 风险溢价视角下的汇率调控时机选择

◎ 陈 雪 金雪军 著



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

Report on the Management Mechanism
of the Renminbi Exchange Rate
Foreign Currency Exchange

Research Report on the Management Mechanism of the Renminbi Exchange Rate

人民币汇率管理机制研究

——从国际金融危机后人民币汇率波动说起

中国 曾志超 著



中国金融出版社

A Study on the Management Mechanism
of the RMB Exchange Rate
Timing the Control and Adjustment
of Exchange Rate from the Perspective of Risk Premium

人民币汇率管理机制研究

—— 风险溢价视角下的汇率调控时机选择

◎ 陈 雪 金雪军 著

图书在版编目(CIP)数据

人民币汇率管理机制研究：风险溢价视角下的汇率
调控时机选择 / 陈雪，金雪军著. —杭州：浙江大学
出版社，2017.12

ISBN 978-7-308-17412-1

I. ①人… II. ①陈… ②金 III. ①人民币汇率—
汇率机制—研究 IV. ①F832.63

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 228202 号

人民币汇率管理机制研究

——风险溢价视角下的汇率调控时机选择

陈 雪 金雪军 著

责任编辑 傅百荣

封面设计 高士吟

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州隆盛图文制作有限公司

印 刷 杭州杭新印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 10.75

字 数 193 千

版 印 次 2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-17412-1

定 价 45.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行中心联系方式 (0571)88925591; <http://zjdxcbbs.tmall.com>

本书受 国家社会科学基金重大招标项目（10zd&034）资助出版
广东省自然科学基金项目（2014A030310429）

前 言

当前,我国金融改革的一个重要步骤是推进人民币资本项目下的可兑换与汇率的市场化。最终目标是以我国当前的经济实力,特别是以贸易和制造业在国际经济中的地位为基础,将人民币发展成具有货币全功能的币种,且在全球储备货币体系和大宗商品交易体系中成为举足轻重的货币。为此上海自贸区、深圳等一系列试点区域对扩大人民币资本项目下的可兑换正在积极地探索中。人民币要想成为一个具有国际货币地位和投资功能的币种,推进汇率市场化改革推进是十分积极必要的。

人民币汇率形成机制的改革,坚持有管理的浮动汇率制度,所指的“浮动”就是指汇率按照供给和需求来实现双向波动。然而,这并不是一个一蹴而就的过程,过快地实现汇率市场化,隐藏着巨大的系统性风险。而恐惧浮动,过于强调汇率稳定,把汇率从调控经济的工具变成目标,也违背改革的主旨。对于稳定币值的预期而诱发国际资本的流入,其带有其明显的套利偏向,而国际资本突然逆转时,货币危机就随之产生,这对于一个像我国这样的发展中经济体将影响很大的。有管理的浮动汇率制度,就是在对汇率按照市场供需进行双向波动的改革中,坚持主动性、渐进性、可控性。人民币国际化与汇率市场化的进程必须谨慎,其措施要选择适当的时机。

当前对于这种选择时机的研究讨论并不多,特别是在世界经济尚在“次贷”危机的后危机时代,新兴市场与发达国家的经济运行冷暖交替。2007年始于美国爆发的“次贷”危机,为全球经济带来巨大冲击,2008年9月之后,以美国为代表的量化宽松政策降低了全球资金的避险情绪,推高了全球流动性水平,致使跨境资本大幅流入新兴市场;而2010年“欧债”危机等风险事件的爆发,全球资金的避险需求增强,纷纷从新兴市场撤出转向美元等避险资产。但在此之后,

欧美发达国家的经济出现了复苏迹象,新兴市场经济却面临出口大幅萎缩、投资和消费需求疲软等问题,经济增速持续放缓,加剧了新兴市场资本的大量外流。国际流动资本受货币市场投资收益驱动在新兴市场国家的流入流出,可以看成是风险事件诱发的资本跨境流动。资本的趋利性受到风险偏好的影响。只有在认识了这种风险偏好对汇率波动影响的规律后,才能进一步思考人民币汇率改革如何为稳定币值提供制度化的指引,才能引导国际投资趋向于长期化,利于外汇市场的稳定发展。

基于以上原因,本书从风险溢价的视角探讨汇率调控的时机选择,即对当前汇率形成机制改革推进节奏进行了探讨,也对实现有管理的浮动汇率制度中的“管理”,如何把握调控时间进行了诠释。将风险溢价这一反映资金在货币市场逐利性特征的因素纳入到汇率管理及调整时机选择的问题分析中来,是本书的一大创新。

本书对汇率政策调整及风险溢价的相关研究进行了综述,发现虽然已有文献从汇率平价及资本市场波动的角度考察汇率政策调整,突破了以前大量研究仅从均衡视角对汇率币值调整讨论的局限,但是从风险溢价视角切入对汇率政策调整时序的研究却并不多;考察了人民币相对于美元风险溢价的波动是否具有区制转换效应,探讨了在不同区制状态下的宏观因素是否存在差异,这为从预期与货币政策相协调下的汇率调控时机选择提供了事实基础;在汇率的水平调控上,从影响预期形成的机制出发,发现汇率风险溢价、风险因素和美元指数是国内外市场对人民币汇率预期差拐点出现的诱因,同时汇率调控的影响还会使得偏离套利均衡的溢价存在一定的持续性。汇率水平调整必须综合考虑预期的变化,做到择时而动。而对如何将汇率的市场化波动与货币政策协调搭配的讨论,突破了对蒙代尔-弗莱明的“不可能三角”的选择约束,为优化货币政策的调整时机以及如何与汇率政策相协调提供了依据,也为货币政策实施的有效性创造了空间,这都是符合我国现阶段汇率管理现实背景的积极讨论。

当然,汇率市场化改革,是通过市场手段对资金资源的有效配置,是建设高效金融体系的“臂膀”,现阶段的“管理”是搀着走,而最终改革的目的是要实现大步向前走。汇率走向全面浮动是人民币成为国际货币的基础,这要以我国的经济增长方式实现转变、企业国际风险管理能力提高、银行服务创新和产品创新以及等众多客观条件的存在为客观前提。

本书是由我作为指导教师,陈雪博士的博士论文的部分内容为基础而写作而成的,也是我作为首席专家申报的国家社会科学基金重大招标项目“稳步推进人民币汇率形成机制改革研究”的研究成果之一。根据我们的研究,汇率形成机制的讨论必须把商品市场与资产市场结合起来进行,汇率的形成机制包括定价机制、管理机制和市场机制三部分。因此,我们把关于人民币汇率形成机制的研究成果分别整理出版,第一本关于定价机制的研究成果——《人民币汇率定价机制研究:波动、失衡与升值》专著已经出版,本书是第二本,专题讨论管理机制问题,关于市场机制的研究,将考虑作为另一本专著出版。欢迎各位专家和读者批评指正。

金雪军

2016年1月于浙江大学

目 录

1 导 论

2 文献回顾

- 2.1 基本概念 (6)
- 2.2 汇率管理机制的研究综述 (8)
- 2.3 外汇市场风险溢价的研究综述 (20)
- 2.4 简要评论 (34)

3 人民币汇率管理机制:事实特征与趋势判断

- 3.1 事实特征 (35)
- 3.2 趋势判断 (43)

4 人民币汇率市场的风险溢价:度量、波动和根源

- 4.1 外汇市场风险溢价:含义与度量方法 (47)
- 4.2 人民币汇率风险溢价波动的经验事实 (49)
- 4.3 人民币汇率市场风险溢价波动的根源 (55)
- 4.4 小结 (58)

5 人民币汇率水平调控的时机选择——从汇率预期的视角

- 5.1 汇率预期形成的因素与机理 (60)
- 5.2 人民币汇率预期形成的实证研究 (67)
- 5.3 人民币汇率预期差拐点与汇率水平调控的时机选择 (83)

5.4	预期差拐点与币值调整时机选择	(91)
5.5	小结	(93)
6	人民币汇率波动调控的时机选择——兼论与货币政策搭配	
6.1	货币政策的“两难”困境	(95)
6.2	考虑外汇市场风险溢价的最优利率政策模型	(98)
6.3	基于状态空间模型的实证研究	(106)
6.4	货币政策与汇率波动管理的最优时机选择	(112)
6.5	小结	(114)
6.6	附录	(115)
7	总 结	
7.1	推进人民币形成机制改革的时机选择	(136)
7.2	人民币汇率管理的前景与政策建议	(138)
	参考文献	(140)
	索 引	(161)
	后 记	(162)

1 导 论

近些年来,我国与世界各国在贸易与金融交往中程度不断深化,国际资本流动日益频繁,人民币汇率作为我国货币与其他国家之间货币交换的比价、汇率变动与稳定,这关系到国际经济利益的分配。2005年7月的人民币汇率形成机制改革,标志着我国人民币汇率市场化进程的加快,这一汇率政策调整的目标,实质上是将人民币汇率从单一的钉住美元向钉住一篮子货币,最终向浮动汇率制度实现过渡。在2005年我国推行人民币汇率形成机制改革之前,人民币事实上一直采取钉住美元的汇率安排,虽然在当时这种非市场化的制度安排,控制了人民币汇率波动的水平,为我国外向型经济的发展创造了有利的发展空间,但是也为国内经济的稳定发展埋下了诸多隐患。在我国日益融入全球经济的背景下,推行人民币汇率市场化改革已成为大势所趋,自2005年“汇改”以来,人民币汇率总体呈现升值态势。至2014年1月4日,人民币兑美元的双边汇率中间价水平已经从8.27调整至6.093,人民币兑美元累计升值了35.73%。但是在此之后,受到中国经济增长疲弱和境内外市场利差不断下降的影响,至2015年8月11日“汇改”前,人民币汇率都呈现基本稳定但小幅贬值的态势。而2015年8月11日的“汇改”,将人民币兑美元的双边汇率中间价水平从前一日的收盘价6.1162直接升至6.2298,此举对汇率市场产生了一定的冲击,在资本加速流出中国的恐慌情绪笼罩下,8月27日该中间价跌至6.4085,之后才逐步稳定。2015年8月人民币汇改,标志着人民币开始实施有管理的浮动,中国的企业和金融机构需要重视管理外汇风险。在制度层面如何设计鼓励资本的长期跨境投资,减少投机做空人民币的机会,如何稳定预期,这都是理论界和实务界尚在激烈讨论的话题。

在我国经历了美国次贷危机和欧洲主权债务危机等全球性的风险事件影响之后,人民币汇率市场化改革的步伐也因此而一度放缓,央行对人民币币值

干预的程度有所增强,如在美国次贷危机爆发后期又重启了钉住美元的汇率政策。可见推行人民币汇率市场化的改革不会是一蹴而就的,需要处理好“波动”与“稳定”两者之间的关系。这与全球风险事件引发的外汇市场风险、货币流动偏好转变下的币值预期及货币政策协调等一系列问题有关。

汇率形成机制中的管理机制是中央银行管理调控本国汇率的根本机理和操作准则。汇率管理机制从广义上来说,是确立目标汇率水平的基本依据和形成过程;而从狭义上来看,是指中央银行以此汇率水平为基准,对汇率的币值走势和波动进行管理调控,以及确立调控汇率的制度框架,涉及结售汇制、外汇市场干预、汇率波动幅度的确定、外汇指定银行持汇上额管理、有管理的浮动汇率制度、汇率监测制度、宏观政策搭配等内容。

从当前维护宏观经济稳定的大局来说,汇率管理中面临的最大挑战就是解决好预期人民币升值带来的投机性资本流入,以及升值预期扭转时大量投机性资本流出的问题,这种人民币预期的方向变动带来国际资本的逐利性流动会引起我国资产价格大幅波动,将外汇市场风险放大为波及金融和经济运行的实际风险。同时在国际资本流动冲击下,根据蒙代尔-弗莱明的“不可能三角”,任何稳定币值的举措,都会牺牲我国货币政策的独立性。虽然汇率与一国经常项目变动关系的研究固然很重要,但在当前环境下,汇率与资本账户中跨国资本流动关系的研究意义更为重大。进行汇率管理时,不仅要重视汇率在宏观贸易层面的货币属性,还需要更加重视它在外汇市场中的资产属性,因此本书的讨论将从外汇市场风险、调整时机与政策搭配等话题出发,深入讨论管理机制中应如何处理汇率波动与稳定的关系并将其制度化的可能性。

汇率作为一种资产价格,其风险因素不容忽视。人们由于承担了风险因素而从中获得的收益,就是风险溢价。美国著名经济学家 Cochrane(2001)认为,大部分金融资产价格的走势都与该种资产的风险溢价波动有关,汇率也不例外。特别是在国内外宏观经济风险事件频发的时期,人民币汇率的形成及币值水平调整必须考虑国内外的经济环境,脱离这一背景来讨论汇率管理的机制将会是徒劳的。

汇率管理机制对于正在推进中的人民币汇率形成机制改革来说,实质上是一个相机抉择的过程。表面上看是在人民币汇率在钉住美元、钉住一篮子货币与浮动汇率制度这三种形成方式中进行选择的问题,但是实质上是对人民币从钉住美元向后两种机制依次实现过渡的进程进行如何控制管理的问题。进程放缓时,就是利用干预手段或者通过影响预期,使人民币兑美元的双边名义汇

率实现稳定;而重启改革步伐或加快改革都将会使人民币对美元汇率波动空间增大并且汇率水平出现阶段性调整。单纯从宏观经济中的贸易角度来辨析内外均衡汇率对汇率管理的影响将会局限于对币值幅度调整的探讨,而在当今的汇率管理面临跨国资本流动频繁、资本项目逐步放开等复杂局面,对人民币汇率预期及货币政策调整的管理还需要考察宏观经济波动与国际资本流向的联动关系。

本书对汇率管理机制的讨论涉及以下几个方面:首先,在当前国际经济周期由频发的风险事件主导时,美元作为全球避险货币,突显了天然避风港的优势——在全球经济向好的情况下贬值,而在风险事件突发后,却出现升值趋势。那么钉住美元的汇率政策是否会降低美元相对于人民币的避险功能,在国际风险事件出现后人民币汇率调控应如何处理币值稳定与市场化波动之间的关系。其次,在人民币汇率市场化改革的逐步推行进程中,人民币汇率调控的时机选择应如何与人民币汇率预期变动的启动及停止点相匹配?第三,在我国资本市场逐渐开放,人民币国际地位日益强化的形势下,跨国资本流动隐含了巨大的金融风险,它们在一定程度上挟持了我国的货币政策走向,汇率管理的市场化改革应当如何与之协调搭配,为货币政策操作释放空间?

在现有文献的基础上,本书第二章对汇率形成机制、汇率币值管理和政策调整及风险溢价的相关研究进行了综述,发现虽然已有文献从汇率平价及资本市场波动的角度考察汇率政策调整,突破了以前大量研究仅从均衡视角对汇率币值调整的讨论,但是从风险溢价视角切入对汇率管理调整时机和政策搭配的研究并不多。

本书第三章对我国自1994年以来的汇率形成及相应的管理机制中的事实特征进行了剖析,并对当前汇率管理的趋势进行了相对客观的判断。第四章考察了人民币相对于美元风险溢价的波动是否具有区制转换效应,且在不同区制状态下的宏观因素是否存在差异,为第五、第六章从预期与货币政策相协调下的时机选择研究提供了事实基础。第五章从影响汇率预期的形成机制出发,发现了汇率风险溢价与风险因素和美元指数共同构成了汇率预期拐点出现的诱因。这一现象为人民币汇率水平调整确定有利时机提供了现象依据。第六章讨论汇率调整应如何与货币政策协调搭配,为货币政策的实施有效性创造了空间,这是我国现阶段的汇率政策调整时机选择必须要考虑的现实因素。

在研究方法上,我们根据研究的目的和样本特征选用了采用马尔科夫状态转换模型研究时间序列的状态转换特征,马尔科夫状态转换模型具有状态识别

的能力,特别是在本书研究的样本范围内,美国次贷危机前后全球经济运行的逻辑关系发生了明显的区制变化,此类模型能够发现状态转换的内生性。第四章对人民币汇率风险溢价的波动行为特征与宏观经济变量、制度变量的关系进行实证研究时采用了 Hamilton(1989)提出的基于马尔科夫状态转换的自回归条件异方差模型(Switching Regimes Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Model,简称为 SWARCH 模型),该模型的条件方差可以在不同状态之间进行转换。而转换时点的确定是数据自身特征,通过马尔科夫一阶过程来决定,而不是主观设定的。第五章运用马尔科夫向量自回归模型(Markov-Switching Vector Autoregressions Model,简称为 MSVAR 模型)刻画人民币汇率预期差出现拐点的经济状态特征。与一般根据数值指标划分的方法相比,MSVAR 模型能够将其其他经济因素纳入进来,考虑经济整体的运行状态。该章采用带截距项的异方差向量自回归模型(MSIH-VAR(p)),在该模型中截距项的区制转移将等同于对白噪声序列产生一个冲击,以刻画在多种宏观因素决定的经济状态条件下,汇率预期差拐点出现的时机。在第六章中分别对 IS 曲线和股市风险溢价来源因素模型进行估计,采用状态空间模型(State-space Model)对变参数模型(Time-varying Parameter Model)进行估计。与定参数模型相比,变参数模型能够反映回归系数在不同时点的差异。状态空间模型构建的动态系统能够将不可观测的状态变量并入可观测模型并与其一起得到估计结果,并利用卡尔曼滤波对状态变量的估计值进行迭代更新得到变量最符合观测值的估计,以得到外汇市场风险溢价对最优利率水平影响的时变系数。另外还有其他定量分析方法。如格兰杰因果检验、协整分析等时间序列分析方法研究多变量线性回归方法等。本书也注重数理模型的构建与推导。在第五章对汇率预期形成机制进行了建模,区分了理想状态和存在外汇市场的干预者时这两种状态下汇率预期形成效果的差异;第六章对 Ball(1999)、Kontonikas 和 Montagnoli(2006)的经济模型进行修正,将汇率风险溢价和股市风险溢价加入后,对央行最优损失函数进行了数理推导,得到了最优利率政策模型。

人民币汇率管理机制仅仅是人民币汇率形成机制的一部分,它与定价机制和市场机制两者相融合,是三位一体人民币汇率形成机制的有机组成。其中定价机制指先确定汇率形成的长期均衡值,以作为定价基础和目标,然后选择合理的汇率变化轨迹(升值或者贬值)。王义中博士与金雪军教授合著的《人民币汇率定价机制研究——波动、失衡与升值》已经对汇率定价机制进行了充分的讨论,本书围绕“管理机制”这一主题,对如何确定汇率波动与稳定的制度框架

进行探讨,涉及对汇率形成机制中的市场力量所体现出来的风险溢价问题与币值水平、稳定性管理调整的时机和政策协调搭配等诸多方面。而汇率市场机制是指构建外汇交易的市场基础,由外汇市场的供求关系确定名义利率,包括做市商制度、交易机制、远期外汇市场、银行间外汇市场资本账户管理等内容。

2 文献回顾

【本章导读】 汇率管理,可以从短期和长期来进行区分。从长期来看,是对一国汇率水平形成机制的改革;而从短期来看,主要是对币值管理的调整。在推进汇率价格市场化的趋势中,市场参与主体对风险的偏好及其索要的溢价都成为汇率管理及政策调整的重要参考因素。本章综述了学术界对汇率管理机制和外汇市场风险溢价的相关观点和研究。

2.1 基本概念

人民币汇率形成机制中的管理机制就是确定汇率变动与稳定的制度框架,包括结售汇制、外汇市场干预、汇率波动幅度的确定、外汇指定银行持汇上额管理、有管理的浮动汇率制、汇率监测制度、宏观政策搭配等内容。本书侧重于讨论与币值管理相关的管理机制,包含外汇市场干预、汇率波动幅度的确定、有管理的浮动汇率制、宏观政策搭配等内容。

(一) 汇率形成机制

一国的汇率形成机制,又可以称之为汇率制度、汇率安排,是各国货币当局对于确定、维持、调整和管理汇率的原则、方法和机构所进行的系统安排或严格规定,概括地说是指一国货币当局对本国汇率变动的基本方式所做的一系列安排或规定(吕莫启等,1999)。

(二) 汇率管理机制

汇率管理机制是指确定汇率变动与稳定的制度框架,体现在一国政府对汇率形成机制的调整和汇率水平的控制。从长期来看,汇率管理机制建立的过程是对一国汇率形成机制的改革与完善;讨论人民币汇率形成机制改革是如何从

钉住美元、钉住一揽子货币向有管理的浮动汇率制度进行过渡,而核心是对改革进程的时机进行优化选择。从具体举措来看,主要体现在央行在外汇市场上对币值走势干预的时机选择、汇率波动市场化推进的时机选择以及如何实现与货币政策的协调搭配问题。所以汇率管理机制是汇率形成机制的有效组成部分,是对币值水平调整与波动幅度动态调控的制度化框架。

(三) 外汇市场的风险溢价

从投资学的角度来说,风险溢价是指投资者在持有风险资产时所需要的高于无风险收益率的额外补偿。索要风险溢价的主体是风险厌恶型的投资者,他们因在投资中承担了风险而需要额外的补偿。风险溢价与个人的风险偏好密切相关,因此具有主观性和个体间的异质性。Campbell 和 Cochrane (1999)提出的基于消费的跨期资产定价模型将人们对某种资产的风险偏好与该种资产是否能够帮助投资者维持日常消费水平这一特征联系起来。Rudebusch 和 Swanson (2008)指出了资产在经济状况良好(good-state)和经济状况不佳(bad-state)时的收益回报特征表现为:在经济状况良好的时候,人们收入稳定,消费水平不会受到影响,而在经济状况不佳的时候,人们的收入有所降低,维系原来的消费水平,需要额外的报酬来源。当一种资产在经济状况好的时候,提供较高的收益;而在经济状况不佳的时候能够提供的收益也降低,那么称该种资产具有“正”的风险溢价;而反之,当一种资产在经济状况好的时候,提供的收益与其他资产相比并不高,但在经济状况不佳的时候时,提供的收益也并不会下降,相反还有可能上升,那么称该种资产具有“负”的风险溢价。比如保险,保费就是为了享受这种风险补偿机制而付出的“溢价”。Verdelhan (2010)发现在国际货币市场上,美元充当了“保险”角色,在经济状况良好的时候,美元贬值;而在经济状况不佳时,美元升值。

外汇市场的风险溢价反映的是货币作为一种资产在货币市场上享受的超额收益率,这是基于国际金融领域著名的非抛补利率平价(Uncovered Interest Rate Parity,简称 UIP)假说而言的。当 UIP 假说成立时,预期汇率的变化受两国利率差异的影响,两个国家利率的差额等于预期汇率变化的差额。风险中性的投资者通过国际资本市场套利最终使高利率货币在未来贴水,低利率国货币在未来升水。但是众多的实证研究发现当高利率货币出现在未来升水的现象,即出现 UIP 偏离,认为投资高于利率货币的风险收益较高是因为可以享受较高水平的风险溢价(Verdelhan, 2010)。而 UIP 假说的成立以国际资本可以充分流动为前提,金融市场化程度不高、资本账户尚未完全开放、资本国际流动限制