

学校编码:10384

分类号_____密级

学号: 200442092

UDC _____

廈門大學

硕士学位论文

我国外汇市场干预研究

The Study of Foreign Exchange Intervention in China

鄢 欣

指导教师姓名: 李晓峰 教授

专业名称: 金融学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

中文摘要

从 1994 年中国首次进行汇率制度改革，改变了原来的汇率双轨制起，央行为了维持人民币汇率的稳定一直积极地对外汇市场进行干预。2005 年 7 月 21 日，中国再次进行汇率机制改革，政府宣布汇率体制向“以市场供求为基础的，参考一篮子货币，有管理的浮动汇率制度”转变，即人民币汇率回归有管理的浮动汇率制度，这为中央银行外汇市场干预的实施提供了更大的空间和灵活度，同时也对如何发挥干预的积极作用、提高干预的有效性而科学合理地实施外汇市场干预提出了严峻的挑战。

本文首先从外汇市场干预理论框架出发，回顾了国内外有关外汇市场干预的大量的理论研究和实证研究的文献，并从干预工具、干预方式等多个方面介绍了国际外汇市场干预技巧；其次，由于我国与新兴市场国家（地区）具有相似的经济背景，在总结了新兴市场国家（地区）外汇市场干预的特点的基础上，本文还以台湾和泰国的外汇干预实践为例，定性地分析了特定时期中这两个地区外汇市场干预操作的得失；最后，本文深入细致地分析了中国外汇市场干预实践并指出其存在的问题，并在借鉴国际经验的基础上，进一步探讨了改进我国外汇市场干预操作的政策建议，包括引进多样化的外汇干预工具、深化外汇市场改革、加快利率市场化建设、完善汇率形成机制、加强国际货币协调与合作等。

关键词： 外汇市场； 干预

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

After the first reform on exchange rate regime on Jan, 1994, the central bank in China implemented its foreign exchange intervention positively in order to keep the stability of its currency. On July 21, 2005, China performed another reform on exchange rate regime. The government declared the exchange rate system will turn to “managed floating regime being based on the supply and demand of market and consulting a basket of currency”, that is exchange rate regime return to managed floating regime, which provides more room and flexibility to the implementation of foreign exchange intervention and also causes a rigorous challenge to how to implement and improve foreign exchange intervention to achieve optimal efficiency.

Embarking from the theory frame of foreign exchange intervention, the dissertation reviewed plentiful theoretical and empirical literature in the world to explore theoretical support of foreign exchange intervention and then introduced kinds of popular foreign exchange intervention skills. Secondly, because of the similar economical background as the emerging market countries, this dissertation takes the examples of Taiwan and Thailand's foreign exchange intervention practice to analyze the loss and success of the performance of foreign exchange intervention in these two areas over special periods, based on summarizing the characteristic of foreign exchange intervention in emerging market countries. Thirdly, this dissertation thoroughly analyzes the experience of foreign exchange intervention in China and points out the existed problems, Last, based on previous result, the dissertation discusses the strategies and suggestions to improve foreign exchange intervention.

Keywords: foreign exchange market; intervention

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

导 论.....	1
一、关于选题	1
二、概念界定	2
三、研究现状	3
四、结构安排	6
第一章 外汇市场干预的理论分析	8
第一节 外汇市场干预的主要理论	8
第二节 外汇市场干预的技巧	13
第二章 新兴市场国家（地区）外汇干预的国际经验	20
第一节 新兴市场国家外汇干预的实践	20
第二节 新兴市场国家外汇干预的特点与启示	24
第三章 我国外汇市场干预的现状	28
第一节 外汇市场干预的实践	28
第二节 外汇市场干预中存在的问题	32
第四章 改进我国外汇市场干预的政策建议	37
第一节 改进外汇市场干预的技巧	37
第二节 优化外汇市场干预的配套环境	38
结束语.....	42
参考文献.....	43
后 记.....	46

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Preamble	1
1 About the Theme	1
2 Definition of Foreign Exchange Intervention.....	2
3 Thought	3
4 Structure Arrangement.....	6
Chapter One Theoretical Analysis of International Foreign Exchange	
Intervention.....	8
1.1 Theory of Foreign Exchange Intervention.....	8
1.2 Technique of Foreign Exchange Intervention	13
Chapter Two Foreign Exchange Intervention in Emerging Market	
Countries	20
2.1 Experience of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market	
Countries.....	20
2.2 Characteristics and Inspiration of Foreign Exchange Intervention	24
Chapter Three Foreign Exchange Intervention in China	28
3.1 Foreign Exchange Intervention Experience in China	28
3.2 Problem of Foreign Exchange Intervention in China	32
Chapter Four Suggestions for Foreign Exchange Intervention.....	37
4.1 Channel of Improve Intervention Tactic.....	37
4.2 Other Measures	38
Conclusions	42
Bibliography	43
Postscript	47

厦门大学博硕士学位论文摘要库

导 论

随着经济全球化发展的日趋深化,汇率已成为影响一国经济内外均衡发展的一个重要变量。因此各国中央银行或货币当局都不同程度地对本国的外汇市场实行外汇干预,即使是宣称实行浮动汇率制的西方发达国家,也或多或少地存在中央银行的干预行为。然而究竟中央银行的外汇干预行为是否会对汇率水平及波动性产生重要的影响,学术界争议颇多。支持者认为外汇干预能够影响预期汇率,减少汇率波动,创造稳定的市场条件;反对者则认为外汇干预不仅不能够影响汇率水平,反而会增加汇率的波动性,影响市场机制的运作。因此如何更有效地进行外汇市场干预,已经成为各国学者和政策制定者研究的热点。

一、关于选题

1973年布雷顿森林体系崩溃后,西方各主要国家相继采用浮动汇率制度。当时的政府根本无力应对巨额资本的投机攻击,实行外汇干预。随着美元贬值,经济学家及一些贸易受损的国家政府强烈指责美国政府未进行有效的外汇干预以保持美元汇率的稳定。随后,各国政府一直在增加汇率干预的力度,但是,结果表明,在当时的市场环境下,如果宏观政策没有发生相应的变化,干预最多只有短期的效应。因此,20世纪80年代初,美国政策制定者和经济学家开始对干预作为一个独立政策工具的有效性产生怀疑。第一届里根政府认为干预既需要支出成本,又没有什么效果,因而对外汇市场采取一种放任自流的态度。但是在这届政府任期内美元逐步升值,在1985年2-3月达到最高点。里根政府迫于国会的压力,在1985年1月G5会议后又开始进行干预,干预政策的效果的明显变化发生在1985年9月的广场协议后。20世纪80年代中期,由于美国重新在外汇市场进行汇率干预,并且在广场协议和罗浮宫协议后的几次干预中都取得明显的效果,经济学家又重新开始讨论干预的有效性,探讨干预能否产生可预期的、可控制的、持续的显著效应,在这一过程中,涌现出大量的研究文献。

我国的外汇干预始于1994年,当时的汇率制度改革改变了原来的汇率双轨制,代之以管理浮动汇率制。但实际上,中央银行一直保持对外汇市场的强有力干预,从而使名义汇率一直保持稳定,因此名义上的管理浮动汇率实际上更加偏

重于管理而非浮动。1994年确立的特殊的外汇管理机制，如经常项目的强制结售汇制度、外汇市场交易限制制度等，使绝大多数国内企业不能保留外汇账户，企业存储和吞吐外汇能力受到很大的限制，丧失了外汇的所有权，“蓄水池”的功能基本丧失。银行的结售汇周转外汇余额实行比例浮动管理，各银行持有的多余头寸必须在银行间外汇市场卖出。为了保持人民币汇率的相对稳定，中央银行只能也必须作为外汇市场的最大买家，被动地入市买入大量外汇。这种特殊的外汇管理机制，在1997~1998年的汇率贬值风波以及2002年后的汇率升值风波中，确保了人民币名义汇率的稳定，对于国民经济可持续发展发挥了极其重要的作用。随着经济的发展和外汇市场的进一步开放，汇率浮动区间扩大，灵活性也增强，这对外汇市场干预政策提出了更高的要求。原有机制下的中央银行汇率政策与宏观经济政策尤其是货币政策的矛盾，已经影响了经济资源的有效率配置，一定程度上制约了中国经济的快速稳定发展。随着中国资本市场的进一步开放，人民币升值压力日益增大，汇率形成机制与外汇市场干预机制的改革迫在眉睫。

因此，如何优化中央银行的外汇市场干预政策，在降低其干预成本的同时，适应外汇市场发展要求，维持汇率的合理与稳定，保持国民经济持续健康的发展，是当前迫切需要解决的问题。本文希望通过研究国外特别是新兴市场国家的外汇干预理论与实践，同时结合这几十年来中国外汇市场干预的操作特点及经济绩效，总结出相应的经验教训，为不断发展完善的外汇市场干预政策提供参考，也有利于推进当前的汇率制度改革和外汇市场改革。

二、概念界定

外汇市场干预（Foreign Exchange Intervention）是指货币当局通过在外汇市场上的外汇买卖，以影响本国货币的汇率的行为。中央银行对外汇市场进行干预的主要目的是为了防止汇率在短期内过分波动，在中长期内失调。外汇干预作为一国货币当局管理汇率的主要手段，在各国外汇市场广泛存在，是政府针对外汇市场上汇率运动的调控行为。

从不同的角度看，外汇干预有不同的区分。从范围大小角度看，有狭义和广义之分。狭义的外汇市场干预是指各国中央银行在即期外汇市场买入或卖出外币以稳定币值的活动，也称直接外汇干预。广义的外汇干预除直接外汇干预外，还

包括间接外汇干预,即货币当局通过调整货币政策(主要是利率调整、最低准备金控制和对商业银行信贷量的控制等)来间接影响汇率的行为。由于间接外汇干预会干扰货币政策目标的实现,货币当局一般不轻易使用。从外汇干预是否引起货币供应量变化的角度看,分为冲销式干预和非冲销式干预。冲销式干预是指中央银行在外汇市场上进行交易的同时,通过其他货币政策工具如公开市场业务来抵消干预行为对货币供应量的影响,从而使货币供应量维持不变的外汇市场干预行为。相应地,为抵消外汇市场干预对货币供应量影响而采取的政策措施被称为冲销措施。冲销式干预不会对货币供给造成影响,因而与货币政策相关性较小,可以作为一项独立的货币政策工具。非冲销式干预则是指不存在相应冲销措施的外汇市场干预,这种干预会引起一国货币供应量的变动。

学者们从不同角度出发,也给出了自己各种外汇干预界定的看法。Jurgensen 报告(1983)认为外汇干预是指“货币当局在外汇市场上进行的任何外币对本币的买卖交易”,是以任何形式融资的即期市场上的干预。Dominguez(1998)则偏重于广义定义,将宣告也纳入外汇市场干预的定义,指出外汇市场干预是货币当局为影响汇率而发表的公告或在外汇市场的任何交易。《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》将外汇市场干预定义为“政府通过官方机构采取的任何意欲影响一国汇率的交易行为或公告”,这一定义包括了中央银行的非冲销干预。综合各家观点可知道,外汇市场干预体现了政府的意志,其目标是为了影响市场汇率,达到稳定外汇市场或者获得理想汇率水平的目的。

三、研究现状

对外汇干预进行研究的文献很多,不同的国家制度、不同类型的汇率制度以及同一个国家的不同时期都相应有不同的外汇干预措施。为了使研究者和市场参与者了解干预理论近几年的发展状况,有必要对外汇干预的研究文献进行回顾,以把握干预理论的发展趋势。现有的研究从理论和实证两个方面对外汇干预展开研究,并取得了一些成果。

(一) 理论研究

关于外汇市场干预的理论很多,如“市场无效”说、“汇率超调”说、资产组合平衡理论、信号传递理论以及微观市场结构理论等。“市场无效”说认为外

汇市场不是完全有效的，外汇干预主要作用是弥补市场失灵（Market Failure）。市场失灵是市场本身所不能解决的固有矛盾，只能依靠政府干预。汇率表现出的突然性与显著的波动性，使外汇市场参加者面临高度的风险和极大的不确定性，特别是汇率随机性变动的风险对参加国际活动的企业产生了严重的威胁。不论从微观角度还是从宏观角度来说，维持汇率的稳定都是必要的。

1976年，Dornbush提出汇率超调模型，指出由于价格粘性，商品市场和金融市场的调整速度具有不对称性，短期均衡汇率在向长期均衡汇率波动的过程中，汇率波动幅度会超过长期均衡水平，形成汇率的过度波动，即汇率的超调。汇率超调给金融市场与实际经济带来冲击和破坏，从而对中央银行外汇市场干预提出了要求。20世纪70年代研究的重点在于货币理论和资产组合理论，到了80年代，研究重点转向信号渠道和联合干预。Dominguez (1990), Lewis (1992) 指出私人部门将外汇市场视为未来政策态势的一种信号，外汇干预可以通过信号或预期的渠道生效；Kenen (1998), Marc Flandreau (1998) 等人提出两个或两个以上国家的货币当局的联合干预比单独干预能获得更大收益，并且联合干预可以通过信号途径大大提高干预的有效性。

近年来，以市场微观结构理论为基础的指令流渠道成为研究外汇干预的新热点。该理论认为中央银行在外汇市场上买卖外汇所形成的指令流是影响汇率变动的重要因素。Lyons和Evans (1999) 在汇率模型中引入一个新的变量——外汇交易指令作为近期汇率决定变量，大大改进了当时的宏观经济模型。Gradojevic和Jing Yang (2000) 将人工神经网络理论和市场微观结构理论结合起来，进一步深化对干预作用过程以及中央银行干预操作方式的认知。

在资产组合平衡模型中，国内资产和国外资产被认为是不完全替代的，汇率的变动起因于各金融资产的供求变化。信号传递理论则认为央行在外汇市场上的干预行为实际上是一种信号，预示着货币政策的走向。随着国家开放度的提高和经济联系的密切，资产组合理论的效力将会逐渐削弱，而从外汇市场的现实状况出发，注重干预信息内涵，以适当的干预信息传递手段影响市场参与者的反映形态，这样的外汇市场干预行为将更加有效。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库