

合理的汇率形成机制能够为我国宏观经济运行和微观经济活动提供有效的保障,这就需要针对我国经济现实状况和对外经济发展水平选择恰当的汇率制度。通过采用平滑转移自回归模型对构建的外汇市场压力指数进行非线性检验,实证结果表明模型具有良好的预测能力并体现了外汇市场的非线性。由于在长期内实施有管理的浮动汇率制度和长期目标不确定,汇率易受到投机行为的冲击。我国可以实行有管理的离散浮动汇率制度。在短期内允许汇率频繁小幅波动以释放市场供需变化对升值的压力,并在长期内当经济的增长使得累积的外汇市场偏离时,一次性修正使之符合经济基本面状况,避免汇率水平的压抑引致的负面效应。

**关键词:**STAR 模型;离散浮动汇率制度;汇率形成机制

**中图分类号:**F752.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1003—5656(2013)03—0077—08

# 中国有管理的离散 浮动汇率制度的构建

——基于 STAR 模型的外汇市场压力指数分析

□刘 柏 张艾莲

(吉林大学 商学院,吉林 长春 130012)

我国汇率形成机制的市场化改革是经济体制改革的重要内容。虽然我国近些年经历了内部经济结构变迁和外部经济冲击,但是经济仍然保持了长期增长,其中对外经济往来起到了重要的推动作用。对外经济离不开汇率制度的选择,汇率制度的有效选择能够保障我国开放经济的稳定发展,并促使汇率形成良性的机制。2005年7月汇改之后,我国汇率水平出现了大幅波动。实际上,建立参考一篮子货币的人民币汇率中间价也只是人民币汇率中间价改革中的一个过程,最终人民币汇率水平将由市场供给和需求来决定。随着我国经济增长方式的转变,扩内需、调结构,增加居民消费,汇率水平的变动将更多地反映消费者和生产者最优化,汇率水平应该趋向一般均衡的实际汇率水平<sup>[1]</sup>。

## 一、汇率制度选择与我国汇率制度嬗变

### 1. 不同类别的汇率制度

在全球经济一体化背景下,制定和实施适合的汇率制度是每个国家面临的首要问题。一般而言,汇率制度可以分为四类:固定汇率制度、浮动汇率制度、有管理的浮动汇率制度和汇率目标区制度。固定汇率制度由于中央银行设定了非常小幅的波动区间,有益于投资者的成本核算,从而促进了国际贸易,

**基金项目:**国家社会科学基金项目“完善人民币汇率形成机制及应对升值压力研究”(11BJY141);教育部人文社会科学青年基金项目“汇率与国际收支协调变化的中国经济发展模式研究”(10YJC790164)

由于可预见性,固定汇率有助于构建货币框架,但是在市场经济中,这意味着放弃部分货币政策自主性。几近固定的汇率水平限制了货币的自主性,中央银行需要持有大规模外汇储备对外汇市场进行干预以维持稳定的汇率水平。尤其是当一国国内经济自由度较高时,放弃的自主性更大。浮动汇率制度虽然给予中央银行较大的自主性,无需持有大量的外汇储备,但是会加剧国际间的投机活动,增加贸易风险。由于纯粹的浮动汇率制度存在局限性,大多数的发达国家采用的也是有管理的浮动汇率制度,有管理的浮动汇率制度兼顾了固定汇率制度和浮动汇率制度的特点,中央银行是外汇市场的主要参与者,既不同于固定汇率制度条件下汇率水平无法由市场自由决定,也不同于浮动汇率制度条件下汇率水平不是确定不变的。为了实现国家内外经济均衡的目标,汇率目标区概念应运而生。汇率目标区对汇率波动幅度设定上下界限,在汇率水平偏离波动幅度时,中央银行对外汇市场进行干预。汇率目标区设定的目标主要以相关经济强国之间的汇率波动程度为基准,但是随着经济基本状况的改变,汇率目标区也会随之调整。

在国际经济中,传统理论主要关注固定汇率制度和浮动汇率制度之间的两分法,但这只是两种制度区分的简化。在极端情况下,纯粹的浮动汇率制度是对汇率波动幅度无限制,而纯粹的固定汇率制度汇率波动幅度为零。事实上,在现实中几乎没有纯粹浮动汇率,也没有政府不干预的汇率制度。总体而言,每个国家对汇率制度的选择主要取决于所面临的外部环境。

## 2. 我国人民币汇率制度及走势变迁

为了适应经济发展需要,我国从1994年开始实施汇率并轨,实行以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制度。中国人民银行公布的兑美元的汇率是前一个营业日银行间外汇市场所形成的加权平均汇率水平,而且汇率水平可以在交易中间价的上下0.3%之间浮动。为了维持汇率的稳定,中国人民银行仍然对外汇市场进行必要的市场干预。在2005年汇改之前,对外汇市场的管理基本上是对外汇需求进行压制,扩大外汇供给,最终导致外汇储备的持续增长。政府通过外部干预措施影响外汇市场以达到外汇管制的作用。2005年7月21日中国人民银行宣布调升人民币汇率2.1%,并开始实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。参考一篮子货币调节汇率的规则的不明确,使投机资本对人民币汇率的冲击失去依凭,从而使中国货币当局在同投机资本的博弈中掌握主动权<sup>[2]</sup>。2010年6月我国重新启动了人民币汇率形成机制改革,基本上延续了2005年7月至2008年6月的人民币汇率形成机制,到2010年6月末,人民币汇率最大单日升值幅度已经达到了295个基点。

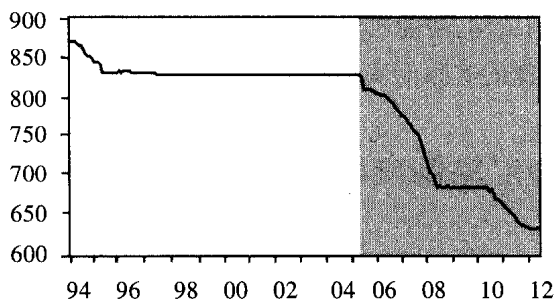


图1 汇率走势图

从1994年1月至2012年6月我国名义汇率的走势(如图1)可知,在此期间汇率水平呈现了不规则的阶梯式下降。在1994年汇率制度改革之初,汇率出现小幅下降,但是其后在相当长的时期内几乎未出现明显变动。直至2005年7月汇率制度改革,名义汇率水平迅速下降,下降幅度较大,人民币汇率开始处于升值通道中。在2008年金融危机之后,受国际形势影响,汇率水平出现了短暂的平稳变化,但是在2010年6月重

启汇率形成机制改革后,汇率再次呈现持续的升值态势。人民币币值的不断升迁体现了我国经济实力的提升以及汇率制度改革的市场化进程。

### 3. 我国现行汇率形成机制存在的问题

我国现行的汇率制度虽然较之前的汇率制度赋予了更大的灵活性,但是“三元悖论”说明资本自由流动、货币政策独立性和汇率稳定性不能同时实现,维持汇率水平的稳定性仍然是我国外汇市场的首要目标,所以资本自由流动和货币政策独立性就无法兼顾。我国现行汇率形成机制按照篮子中货币被动地对汇率进行调整,使得政府对市场干预效果下降,尤其是金融资本进出规模日益扩大,货币政策的独立性保持愈困难,宏观经济波动的幅度可能继续扩大。缺乏弹性化的汇率制度不仅是人民币国际化的制度隐忧,而且也影响着资本账户的开放<sup>[3]</sup>。另一方面,国际收支平衡是各国宏观经济目标之一,灵活的汇率制度能够有效地调节国际收支,但是我国汇率制度的有限灵活性限制了汇率发挥经济杠杆作用,汇率水平的波动范围被局限于狭窄空间,主要局限于经常项目贸易往来引致的外汇供给和需求,没有体现资本项目的状况,这种信息不完全导致中央银行无法获得全面的外汇市场信息,调控难度提升。总体而言,因为我国在长期内实行有管理的浮动汇率制度,所以实施的措施和长期目标不确定,汇率易受到投机行为的冲击。加强对社会公众预期形成机制的研究,从而使货币当局能够更加合理有效地引导和控制通胀预期,防止由预期大幅波动而放大宏观经济的波动性,最终提高宏观经济运行绩效<sup>[4]</sup>。

从长期看,由于中国的宏观经济运行对货币政策调控有着高度的依赖性,而在固定汇率制度下,不可逆转的金融全球化浪潮又势必对货币政策的效力产生重大干扰,因此,人民币汇率机制向更富弹性的方向转换,应当成为我们的战略选择<sup>[5]</sup>。从汇率传递程度看,如果要减小汇率波动对价格的冲击,人民币汇率应该加快市场化进程,在不出现汇率大幅度波动的前提下降低官方对汇率的控制程度<sup>[6]</sup>。我国汇率形成机制应该与经济体制改革相适应,顺应高开放度的对外经济要求,使汇率水平反映外汇市场供给和需求力量对比,汇率形成机制逐步趋向更为灵活化。在目前我国金融发展水平还不高,以及外向型经济的前提下,适宜选择富有一定弹性的渐进调整的有管理的浮动汇率制度作为当前人民币汇率制度<sup>[7]</sup>。

## 二、我国汇率形成机制的选择和完善

### 1. 汇率目标区理论基础

固定汇率制度和浮动汇率制度都具有内在的掣肘,所以为了调和二者的矛盾,Williamson 提出了汇率目标区概念。其后,Krugman 对汇率目标区进行了详尽阐述,说明中央银行的汇率目标区政策对汇率具有稳定的作用。汇率目标区兼顾了固定和浮动两种汇率制度的特点,实施的过程是预先设定汇率水平波动的空间,名义汇率在预设区间的中心线附近波动时,中央银行干预措施较少,但是越逼近上限和下限时,中央银行干预的力度增强,以保持汇率水平处于设定的空间内。汇率水平逼近上限或下限时被迫向中心线移动的概率要高于在中心线附近波动向上下限移动的概率。汇率目标区认为汇率与经济基本面是非线性关系,呈平滑的 S 曲线状态,汇率水平主要处于接近上限或下限的区域内,是一种受限制的浮动汇率制度。

汇率目标区具有“蜜月效应”和平滑衔接条件。“蜜月效应”表明在汇率目标区制度下,市场参与者对汇率会形成理性预期,从而改变外汇交易行为,市场供给和汇率力量因此发生改变,引致汇率水平变化,所以即使中央银行未对外汇市场采取干预措施,通过理性预期,波动幅度也小于浮动汇率制度下的波动,这种稳定作用就是“蜜月效应”,“蜜月效应”具有较明确的政策含义,在汇率水平接近上限时,中央银行会通过调控货币供应量对外汇市场进行干预。平滑衔接条件体现了汇率在上限和下限时平滑黏

粘性,因为在逼近上下限时,市场参与者对中央银行的干预措施形成理性预期,所以对基本要素的反应敏感度削弱,汇率变动渐趋平缓。

## 2. 有管理的离散浮动汇率制度的架构

我国人民币汇率问题的实质不在于人民币的币值被低估了多少,而是在于汇率制度的选择,即汇率形成机制。从早期的金本位固定汇率制度到史密斯协定的浮动汇率制度,无论是固定汇率制度还是浮动汇率制度都没有办法实现理想的经济效益。因此,各个国家根据自身的经济发展水平和所处的经济环境和发展阶段,建立适合经济基本面的汇率制度,在国际上逐步发展出介于固定汇率制度和浮动汇率制度之间的汇率制度。

虽然我国经济实力已经跃居世界第二,市场经济体制改革有了突破性进展,但是我国依然处于计划经济向市场经济的转轨阶段。在汇率机制形成方面,我国既摆脱了计划经济条件下的固定汇率制度,也还不具备符合完善的市场经济条件下的完全浮动汇率制度。所以,有管理的浮动汇率制度成为首选。但是,单一的有管理的浮动汇率制度是在未设定未来汇率路径的条件下确定汇率的形成,导致中央银行与外汇市场参与者之间存在信息不对称,这种信息不对称无法使得市场参与者形成理性预期。进出口企业在进行国际贸易时无法对未来现金流进行合理的预测和估算;外商直接投资在投资预算时涉及本外币的汇兑部分也存在不确定性;金融机构在对外投资和借贷时由于信息不对称会面临更大的潜在风险。所以,鉴于汇率目标区理论,我国可以实行有管理的离散浮动汇率制度。

有管理的离散浮动汇率制度可以分为两个阶段实施,短期内在宏观经济没有发生本质性变化的情况下,预先设定汇率波动的置信区间,在此区间内对外汇市场进行细微调控和市场干预,以保持汇率水平在预定的空间内波动;在长期内,当宏观经济体系发生基础性改变以及决定汇率水平的经济基本面出现区域性转移时,调整原有设定的汇率波动区间,根据实际经济状况设定新的波动置信区间,促使汇率水平进行离散式变化,并再次处于可预测的区间内。通过波动区间的设定和调整,可以为市场参与者提供理性预期的基础和前提,为经济个体防范和规避风险提供可能。在短期内对外汇市场的干预可以通过调整国际收支各项目活动实现,在直接对外汇市场进行干预冲销和间接对国际收支结构进行调整的两种手段对汇率进行调控过程中,后者的间接手段更为有效<sup>[8]</sup>。政策制定者基于目标实现,通过国际收支项目调整从而制定汇率浮动的区间是可行的<sup>[9]</sup>。因为我国外汇储备充足,具备通过国际收支项目进行调整的条件。国际收支各组成项目的经济活动关系到经济个体的微观决策,中央银行的宏观调控与微观主体的决策可以有效结合,延续汇率水平稳定变化的时限。

通过汇率水平区间的设定和调整,在短期内,由于事前设定了波动置信区间,市场参与者能够对未来的汇率走势有较为清晰的路径,并进行风险防范,在国际经济往来中实现高效益。在长期内,因为经济基础面已经发生了本质性改变,汇率水平的离散式变化同样处于市场参与者的理性预期范围内,通过各种技术手段可以将风险控制于可承受区间内。在实施有管理的离散浮动汇率制度时,对汇率水平波动设定恰当的置信区间,既要反映市场供给和需求变化的汇率浮动空间,又要避免由于区间的过度狭窄使得干预措施过度频繁。浮动区间的设定要满足经常项目的需要,视资本开放程度和外汇储备情况而具体设定。

但是,要实行一种新汇率制度的前提是现有汇率的走势特征是否满足新汇率制度调整的要求。也就是说,人民币汇率形成的历史轨迹是否具有非线性波动的特点,是否符合有管理的离散浮动汇率制度



实施的基础。显然, 外汇市场压力是现阶段人民币汇率形成机制的重要参考依据, 对外汇市场压力指数的检验, 既可以测度新汇率制度的有效性, 又可以作为离散浮动管理的基准。

### 三、基于 STAR 模型的外汇市场压力指数检验

#### 1. 外汇市场压力指数

在外汇市场上, 外汇供给方和需求方博弈的结果体现为汇率水平的变化, 但是由于名义汇率水平无法体现汇率形成机制, 只是外汇市场现象的表征, 因此 Girton 和 Roper(1977) 提出了外汇市场压力的概念<sup>[10]</sup>, 以外汇市场压力为基础构建的外汇市场压力指数(exchange market pressure index, 简称 EMP), 能够有效地全面反映外汇市场各方力量的变化以及汇率水平的变动。实证研究表明, 无论是固定汇率制度还是浮动汇率制度以及介于二者中间的汇率制度, 外汇市场压力指数都能够反映外汇市场力量的变化和制衡, 从而保障制定有效的政策措施。

在外汇市场压力指数的构成要素方面, 外汇储备是汇率作用下对外经济活动的结果, 也是一国政府对外汇市场进行调控的有力支撑。从 2000 年 1 月至 2012 年 6 月我国外汇储备的走势(如图 2)可知, 随着我国对外经济竞争力的提升, 出口不断扩大, 外汇储备呈直线上升的态势, 尤其是在 2005 年至 2010 年攀升速度较快, 其后出现了一定的平稳态势。利率平价理论认为各国利率的相异程度引致资金流动, 从而导致外汇市场各方力量的对比变化, 所以利率同样是影响汇率变化的重要因素。鉴于此, 外汇市场压力指数的构成要素为名义汇率、中美利率差额和外汇储备。之所以采用与美国经济变量的对比是因为美国是我国最大的贸易国以及外商直接投资的最主要来源国, 并且人民币兑美元汇率水平在我国汇率体系中占有重要地位。

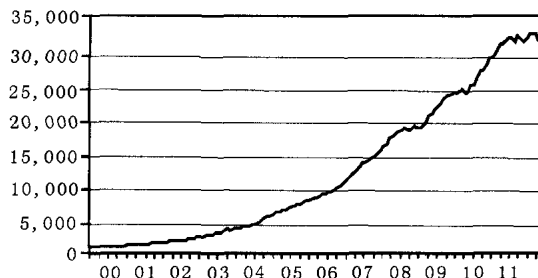


图 2 外汇储备走势图

外汇市场压力指数的构建模型为:

$$EMP_t = \frac{\Delta ER_t\%}{b\hat{\sigma}_{\Delta ER\%}} + \frac{\Delta(i_t - i_t^*)\%}{b\hat{\sigma}_{\Delta(i_t - i_t^*)\%}} + \frac{\Delta FR_t\%}{b\hat{\sigma}_{\Delta FR\%}} \quad (1)$$

其中, EMP 是外汇市场压力指数, ER 是名义汇率,  $i$  是本国名义利率,  $i^*$  是外国利率, FR 是外汇储备,  $t$  是时间。 $\hat{\sigma}_{\Delta ER\%}$  是  $\Delta ER_t\%$  的标准差,  $\hat{\sigma}_{\Delta(i_t - i_t^*)\%}$  是  $\Delta(i_t - i_t^*)\%$  的标准差,  $\hat{\sigma}_{\Delta FR\%}$  是  $\Delta FR_t\%$  的标准差,  $b$  是各变量标准差的倒数之和, 即  $1/\hat{\sigma}_{\Delta ER\%} + 1/\hat{\sigma}_{\Delta(i_t - i_t^*)\%} + 1/\hat{\sigma}_{\Delta FR\%}$ 。在上述变量的选取中, 汇率变量采用的是人民币兑美元汇率; 利率变量采用的是市场化程度较高的美国联邦资金市场利率和我国银行间同业拆借隔夜加权平均利率。因为我国在 2005 年 7 月进行了汇率制度改革, 出现了区制转移, 所以设定样本区间为 2005 年 8 月至 2012 年 6 月。在此期间的外汇市场压力指数走势如图 3 所示。

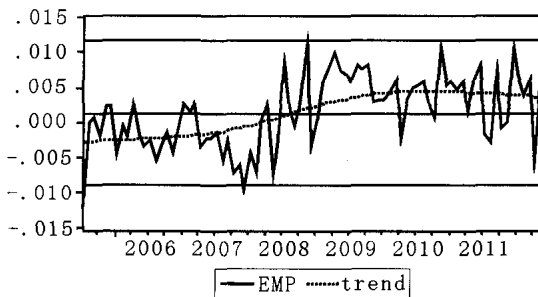


图 3 EMP 走势图

在 2005 年我国汇率制度改革之后, 外汇市场压力指数走势基本围绕临界值波动, 波动幅度不大, 基

本处于两倍标准差的狭窄通道内。外汇压力指数波动幅度的减少并趋于稳定说明了汇改符合经济基本面的变化和发展。汇率制度改革释放了外汇市场压力,使得外汇市场风险有所减缓。

## 2. STAR 模型的实证分析

在非线性模型的实证研究中,非线性自回归 (nonlinear autoregression) 模型是较早提出的,在应用于两个区制之间的转换过程时,非线性自回归模型通常呈现平滑连续态势,而平滑转移自回归 (smooth transition autoregressive, 简称 STAR) 模型可以表现时间序列在两种不同区制下的非线性趋势。STAR 模型是由 Teräsvirta 和 Anderson(1992)最早提出的<sup>[11]</sup>,可以表示为如下形式:

$$q_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \pi_i q_{t-i} + (\alpha^* + \sum_{i=1}^p \pi_i^* q_{t-i}) F(q_{t-d}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中,  $q_t$  是处于不同区制的时间序列,  $\alpha$  和  $\alpha^*$  是区制常数,  $d$  是滞后参数,  $F$  是转换函数,其边界是 0 和 1,  $\varepsilon_t$  是独立正态分布,均值为零且方差固定的误差项。不同于一般的门限自回归模型,STAR 模型的区制改变是渐进的。

根据不同的转换函数,STAR 模型可以分为逻辑平滑转移自回归模型 (logistic smooth transition autoregressive model, 简称为 LSTAR) 和指数平滑转移自回归模型 (exponential smooth transition autoregressive model, 简称为 ESTAR)。

LSTAR 的转换函数是:

$$F(q_{t-d}) = 1 / \{1 + \exp[-\gamma(q_{t-d} - c^*)]\}, \gamma > 0 \quad (3)$$

ESTAR 的转换函数是:

$$F(q_{t-d}) = \{1 - \exp[-\gamma(q_{t-d} - c^*)^2]\}, \gamma > 0 \quad (4)$$

LSTAR 和 ESTAR 模型都属于平滑的转移过程,区别在于当从一个区制向另一个区制转移过程呈现规律性转移时,LSTAR 能更有效地解释序列走势。当区制转移调整具有对称关系时,ESTAR 更具解释能力。

采用 STAR 模型对外汇市场压力指数进行非线性检验。设外汇市场压力指数序列的线性部分为:

$$EMP_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i EMP_{t-i} + \varepsilon_t = \beta_0 + \beta' w_t + \omega_t \quad (5)$$

其中,  $\beta = (\beta_1, \dots, \beta_p)'$ ,  $w_t = (EMP_{t-1}, \dots, EMP_{t-p})'$ ,  $\omega_t$  是白噪声残差项。采用 AIC 标准决定自回归部分的阶数。然后对辅助回归进行线性零假设检验,如果拒绝线性假设,则外汇压力指数是非线性的。采用的辅助回归是:

$$\omega_t = \beta_0 + \beta' w_t + \delta'_1 z_t^1 + \delta'_2 z_t^2 + \delta'_3 z_t^3 + u_t \quad (6)$$

其中,  $z_t^k = w_t EMP_{t-d}^k = (EMP_{t-1} EMP_{t-d}^k, \dots, EMP_{t-p} EMP_{t-d}^k)'$ ,  $k = 1, 2, 3$ 。对辅助回归的线性检验为:  $H_0: \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$ 。零假设可以采用 LM 检验<sup>[12]</sup>。自回归阶数的选取取决于不同自回归表达式残差向量的序列相关检验。当不止一个  $d$  值拒绝线性假设时,选择最小的  $p$  值作为设定  $d$  值的标准。

模型拒绝线性假设之后,对于采用 LSTAR 模型还是 ESTAR 模型,可以采用下述检验<sup>[13]</sup>:

$$H_{01}: \delta_3 = 0 \quad (7)$$

$$H_{02}: \delta_2 = 0 \mid \delta_3 = 0 \quad (8)$$

$$H_{03}: \delta_1 = 0 \mid \delta_2 = \delta_3 = 0 \quad (9)$$

如果拒绝(7)假设,则选择 LSTAR 模型。如果接受(7)但是拒绝(8),则选择 ESTAR 模型。如果接受(7)和(8)但是拒绝(9),则选择 LSTAR 模型。

首先对外汇市场压力指数进行单位根检验,借以判断时间序列的平稳性。检验结果如表 1 所示。

表 1 时间序列的单位根检验

序列	ADF	PP	临界值
EMP	-2.19	-5.67	-1.94

在 1% 的显著性水平下,分别计算了 ADF 统计量和 PP 统计量。检验结果表明,时间序列不接受存在单位根假设,序列是平稳的。

外汇压力指数不同阶数的自回归过程结果如表 2。

表 2 自回归过程

滞后阶数	1	2	3	4	5	6
AIC	-7.90	-8.00	-8.15	-8.13	-8.09	-8.08
SC	-7.84	-7.91	-8.04	-7.98	-7.91	-7.88

根据 AIC 和 SC 值最小的原则,选择滞后 3 阶作为线性部分。以 AR(3)模型的残差作为因变量,对辅助回归进行线性检验,采用的延迟参数是从 1 至 6,根据 p 值,选取 p 值最小的

延迟参数,即滞后 5 期。其后,对辅助回归进行  $H_{01}$ 、 $H_{02}$  和  $H_{03}$  检验,检验结果拒绝(7)式,所以非线性部分采用逻辑转换函数。

对外汇市场压力指数非线性回归结果如下:

$$EMP_t = -0.0004 + 0.3EMP_{t-1} + 0.02EMP_{t-2} + 0.42EMP_{t-3} + (28496 + 1.69EMP_{t-1} - 6.99EMP_{t-2} + 5.83EMP_{t-3}) / \{1 + \exp[-3994.08(EMP_{t-5} - 12.74)]\}$$

模型建立的主要目的是预测,尤其是在对外汇市场压力指数的判别方面。在评价模型预测能力的指标中,均方根误差(root mean squared error,简称 RMSE)具有代表性,因此采用均方根误差作为预测的基准。基于外汇市场压力指数的 LSTAR 模型,对 2012 年 7 月至 2012 年 12 月进行预测,均方根误差为 0.004,均方根误差越小说明预测效果越好,检验表明,LSTAR 模型符合外汇市场压力的非线性特征,基本反映了变化趋势。

STAR 模型显示我国外汇市场压力指数具有非线性,通常认为外汇市场上的异质性是汇率形成过程非线性的主要原因之一,因为外汇市场的参与者所在区域和投资背景等因素各不相同,所以对同一市场信息的反应迥异,导致汇率水平变化的非线性。外汇市场压力指数的非线性是市场调控的非对称表现,揭示了汇率形成机制是具有区制性的,只有符合外汇市场压力波动的非线性变化,才能有效体现汇率水平的实际变化。有管理的离散浮动汇率制度正是体现了外汇市场的非线性,当外汇市场压力指数超出置信区间时,表明外汇市场供需发生了实质变化,此时需对原设定的汇率区间进行调整,以适应市场均衡变化。

#### 四、结论及政策建议

“十二五规划”中提出了“稳步推进利率市场化改革,完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度,改进外汇储备经营管理,逐步实现人民币资本项目可兑换”。在我国对外开放历程中,一方面因为外部资金流动和国际贸易波动,外汇市场承受较大的压力,另一方面在我国经济实力提升基础上金融体系的完善和外汇市场的变革使得对外部冲击具有一定的抵抗力,减缓了对汇率变动的冲击。面对日益复杂和渐强的国际经济冲击,人民币汇率形成机制应提升灵活性和弹性,才能适应持续波动的外汇市场状况并释放人民币升值压力。有管理的离散浮动汇率符合我国在向市场经济转轨过程中的阶段性经济增

长特质,在短期内允许汇率频繁小幅波动以释放市场供需变化对币值的压力,并在长期内当经济增长导致累积的外汇市场偏离时,一次性修正以符合经济基本面状况,避免汇率水平的压抑冲击。

合理的汇率形成机制能够为我国宏观经济运行和微观经济活动提供有效的保障。外汇市场压力指数的走势能够体现汇率水平的形成路径,有利于导向政策对离散浮动程度的制定。在外部冲击条件下保持我国经济的持续增长,要提升金融机构的管理水平、风险防范能力和核心竞争力,在增强规避外部风险的同时维持外汇市场的稳定。在外汇市场压力的影响因素中,外汇储备不容忽视,我国虽然近年来通过国际收支项目的经济活动累积了相当规模的外汇储备,但是以美元债券形式存在的金融资产在人民币预期升值趋势下会影响预期收益率,所以在积累的同时,应拓宽国内企业在国外投资领域和资本合理流动范围,避免外商直接投资利用人民币升值套取资金,降低潜在的资金流动风险。同时在外汇市场上提供多样化多种类的金融产品,以分散外汇市场压力风险。

#### 参考文献:

- [1]陆前进. 人民币汇率增加弹性和参考一篮子货币汇率形成机制研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2011, (11): 83 - 97.
- [2]栗书茵. 人民币汇率形成机制缺陷及改革取向[J]. 现代财经, 2010, (1): 14 - 18.
- [3]孙立行. 基于人民币国际化视角的人民币汇率形成机制改革问题研究[J]. 世界经济研究, 2010, (12): 37 - 42.
- [4]路继业, 杜两省. 货币政策可信性与汇率制度选择: 基于新政治经济学的分析[J]. 经济研究, 2010, (8): 16 - 28.
- [5]李 扬, 余维彬. 人民币汇率制度改革: 回归有管理的浮动[J]. 经济研究, 2005, (8): 24 - 31.
- [6]李艳丽, 覃 思. 汇率形成机制与汇率传递差异: 理论及中国的实证[J]. 江汉论坛, 2011, (8): 29 - 34.
- [7]欧阳日辉, 李永权. 宏观经济稳定性视角下的人民币汇率制度安排[J]. 中央财经大学学报, 2010, (8): 28 - 33.
- [8]FERNANDO ZAPATERO, LUIS F. REVERTER. Exchange Rate Intervention with Options[J]. Journal of International Money and Finance, 2003, (22): 289 - 306.
- [9]CUKIERMAN, ALEX and SPIEGEL, YOSSI and LEIDERMAN, LEONARDO. The Choice of Exchange Rate Bands: Balancing Credibility and Flexibility[J]. Journal of International Economics, Elsevier, 2004, (62): 379 - 408.
- [10]GIRTON, L. and D. ROPER. A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience[J]. American Economic Review, 1977, (67): 537 - 548.
- [11]TERÄSVIRTA T, ANDERSON H M. Characterising Nonlinearities in Business Cycles using Smooth Transition Autoregressive Models[J]. Journal of Applied Econometrics, 1992, (7): 119 - 136.
- [12]TERÄSVIRTA T. Specification, Estimation, and Evaluation of Smooth Transition Autoregressive Models[J]. Journal of the American Statistical Association, 1994, (89): 208 - 218.
- [13]SARANTIS N. Modelling Non - linearities in Real Effective Exchange Rates[J]. Journal of International Money and Finance, 1999, (18): 27 - 45.

(收稿日期: 2013—01—11 责任编辑: 肖 磊)