国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

外汇市场投机性攻击压力的跨国比较

□张艾莲
(吉林大学 商学院,吉林 长春 130012)

在全球经济一体化加速的过程中,不同类型和程度相异的危机成为一种常态,其中外汇市场上的投机性攻击是主要表现形式。由于相似的经济发展状况,中国与俄罗斯、巴西、印度被称为"金砖四国",但是各自货币在外汇市场上常常受到外部力量的冲击。通过构建四国投机性攻击压力指数并实证检验表明,中国的外汇市场最为稳定而印度外汇市场的稳定性最弱。抵御投机性攻击压力主要依赖于一国或地区的宏观经济实力,当支撑经济增长的外部环境发生本质性改变时,原有增长模式无法维持,就需要寻求新的经济增长点。所以只有保持宏观经济的稳定性和政策措施的有效性,才能应对外汇市场的投机性攻击并规避风险。

关键词:金砖四国;外汇市场;投机性攻击;平滑转移自回归模型

中图分类号:F830 **文献标识码**:A **文章编号**:1003—5656(2014)05—0070—08

一、引 言

在全球经济一体化加速的过程中,以不同形式出现且影响程度相异的危机成为一种常态。2008年源自美国席卷全球的金融危机造成的损失和负面影响难以估计并持续了相当长的时间,虽然全球经济正逐步从危机的冲击中缓慢复苏,但是金融危机的余威依然存在。危机首先是一种波动,波动是包括金融市场在内的所有市场的本质特征和外在表现(冯芸等,2000)[1]。随着世界经济格局的改变,近些年发生的金融危机不同于早期形式,波及范围不再仅仅局限于某个单一的国家或地区,而是在一国或地区发生危机之后迅速波及其他国家或地区,范围不断扩大,从1997年的亚洲金融危机到2008年美国次贷引发的金融危机都具备这种特征。因为技术水平的迅猛提升和交通运输业的发展促使各国经济往来突破了地域限制,尤其是地理位置邻近的国家或地区的贸易依存度处于较高水平,经济交往更为密切。一旦发生危机,首先波及的通常是邻近的国家或地区,并且所造成强烈的负面影响。

改革开放推动了我国对外经济发展规模,加入WTO之后,我国成为国际经济中的重要成员,在融入国际社会的过程中,经济发展面临来自外部经济不同程度的冲击,潜在危机威胁一直存在。尤其是在2005年汇率制度改革后,我国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,摒弃了过去以政府行为为主导的模式,更强调市场因素,给予外汇市场一定的自由。在外汇市场的多重因素影响下,汇率水平不再是固定不变,而是呈现出明显的波动态势。汇率波动幅度的扩大同时

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"(批准号:11BJY141);教育部人文社会科学研究青年基金项目"汇率与国际收支协动变化的中国经济发展模式研究"(批准号:10YJC790164)

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

受到供给和需求双方不同力量的扰动且程度也不断加大，虽然对外贸易活动的日益频繁对人民币兑换价值产生一定影响，但是巨额国际游资的存在使得脱离实体经济活动的资金流动对人民币币值造成了威胁。汇改后，外汇市场上各方力量的冲击程度日趋增强，在我国资本项目迈向开放的进程中，了解投机性攻击压力能够有效维护外汇市场的稳定，从而为经济发展创造良好的外部环境。

在国际上，由于发展阶段和经济状况的相似性，中国与俄罗斯、巴西、印度被划分为新兴经济体的第一梯队，称为“金砖四国”，成为新兴国家和发展中国家的代表。2012 年金砖四国的经济总量都位于世界前十位之列，对世界经济格局产生重要影响，其货币汇率水平的变化作用于本国经济并影响世界经济走势。金砖四国的经济发展伴随着不同领域资金的快速流动，对本国货币造成压力并引致潜在风险。通过对四国外汇市场上投机性攻击压力进行比较，可以解析发展中国家外汇市场发展路径，并提高中国对风险的应对能力。

二、外汇市场投机性攻击压力的形成机制

在国际汇率制度发展过程中，自布雷顿森林体系崩溃之后，除了少数国家采用固定汇率外，大多数国家普遍实行的是浮动汇率制度，主要区别体现在自由度的不同，汇率的波动态势也各具特色。实际上，世界上大约 82% 的国家或地区的货币实施的是盯住或有管理的浮动汇率制度（IMF，2009）[2]。在浮动汇率制度下，汇率的起伏波动是一种常态，资金的大规模流动会导致汇率水平的剧烈变动，并对经济发展造成负面冲击。各国对汇率变化通常不是放任不管，在汇率出现剧烈变化并且市场陷入困境时，政府会对外汇市场进行干预以应对危机。浮动汇率制度实施的后果是国际上汇率的波动幅度不断扩大，并出现积聚现象，改变了传统的国际金融格局。

国际经济理论认为一国的汇率政策和货币政策的独立性不能够兼得，但是这一观念忽略了外汇市场参与者投机性行为的影响。在投机性攻击行为的研究中，Krugman（1979）[3]是始作俑者，当一国货币升值或贬值时，政府当局为了维持汇率稳定会对市场进行干预，在应对货币贬值的干预中必然会耗费外汇储备，当国家外汇储备逐步减少时，国际收支问题演变成国际收支危机，同时在外汇市场上本币受到投机者的攻击。事实上，国际收支危机是外汇市场上投机者追求利益最大化的结果。Glick 和 Rose（1999）[4]通过对 1971 年至 1997 年的五次投机性攻击分析表明，货币危机倾向于经由区域路线进行传播，而且危机在邻近国家或地区之间的传播是通过贸易链条，并引致金融体系出现脆弱。当一国发生危机导致货币贬值时，出口商品价格下降对周边国家造成出口竞争压力，从而危机波及相邻国家。Kaminsky 和 Reinhart（1999）[5]认为投机性攻击会导致外汇储备的损失或者货币的急剧贬值。Chiodo 和 Owyan（2002）[6]认为危机来源于外汇市场参与者的心理预期，对本国货币贬值的预期导致市场参与者的抛售行为，从而进一步强化了货币的贬值预期。尤其是政府当局通过发行货币抵补财政赤字或通过货币贬值以降低债务水平时，市场参与者会进一步确定本国货币贬值的认知，当抛售行为形成规模时，货币会快速贬值，造成投机性攻击。

对于危机的成因，Flood et al.（1984）[7]认为国家基本面状况是主要原因，当货币受到攻击时，为维持汇率水平而进行的干预行为会耗费外汇储备，从而引发危机。其他学者则认为政策实施的非一致性导致了危机，汇率水平稳定有利于通货膨胀的调控和对外贸易的发展；而货币贬值有利于出口的增长。所以，政策方向的不明确引致市场参与者预期的多重变化，当本国货币出现贬值时，参与者预期政府基

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

于出口增长目的而推动相关措施，因此市场参与者投机行为扩大货币贬值幅度，加大了贬值压力(Dornbusch，Goldfajn 和 Valdes，1995[8]；Obstfeld，1996[9])。外汇市场上的投机性攻击对经济会造成实际影响，并且由于其随机性和规模性的特点使得政府对其防范和应对困难。投机性攻击下外汇市场上供给和需求的不平衡会出现市场失衡，超额供给或需求会导致本币价值上下大幅波动，进出口业务的成本和收益核算受到影响，并作用于净出口。虽然这些文献对危机的成因有所研究，但是对于危机产生的可能性仍然处于未知状态。

为了度量外汇市场供给和需求力量状况，Girton 和 Roper(1977)[10]构建了量化指标，能够体现本国货币超额需求产生的升值压力，外汇市场压力主要通过汇率和外汇储备的变动体现。IMF(2007)[11]就采用外汇市场压力研究政策对资本内流趋势的反应。在此基础上，Eichengreen et al. (1995，1996)[12][13]引入了利率变量，并改变了权重单一的情况，赋予变量不同的权重，通过加权平均构建量化指标。Banaian 和 Lo(2006)[14]认为上述线性量化指标无法准确地度量本国货币面临升值或贬值的压力，因为外汇市场波动不是线性的，所以采用平滑转移自回归模型(smooth transition autoregressive model，简称 STAR 模型)重新估计了投机性攻击压力。覃筱等(2010)[15]将货币危机视为外汇市场的极值事件，提出了一种新的基于重现水平的货币危机识别法，有效放松了传统法的分布假设。

在外汇市场上，汇率水平表示的是本国货币兑换国外货币的价值，当对外国货币存在超额需求或者供给时，本币同时存在贬值或升值的压力，即使政府通过外汇储备进行干预或者调整利率影响资金流动，潜在的危机依然存在。在短时期内，当一国对外经济发展迅速导致外汇储备攀升时，货币面临升值压力，不利于出口的扩张。当国内利率高于国外利率时，趋利动机促使资本的大规模流入，企业的借贷成本增加会导致投资下滑；而当利率过低时，借贷成本下降刺激企业投资行为，导致债务累积风险攀升。因此，投机性攻击压力指数表示如下：

$$s_t = \phi_e\% \triangle e_t + \phi_i \triangle (i_t - i_t^*) + \phi_R\% \triangle R_t \tag{1}$$

其中，s_t 是投机性攻击压力指数，e_t 是兑换美元汇率，i_t 是本国短期利率，i_t^* 是国外短期利率，R_t 代表 t 时外汇储备与货币供给量 M1 之比，$\phi_j(j = e, i, R)$是权重，表示为 $\phi_j = 1/\sigma_j$，σ_j 是变量的标准差。外汇储备与 M1 变动对投机性攻击压力的影响与汇率及利率不同，影响方向是相反的。基于指数的构建，Eichengreen et al. (1996)认为当 $s_t > \mu_{s_t} + 1.5\sigma_{s_t}$时，就会发生货币危机。其中，$\mu_{s_t}$ 是 s_t 的均值，σ_{s_t} 是 s_t 的标准差。当投机性攻击压力指数过高时，意味着外汇市场上受到投机性攻击，货币需求降低，货币贬值压力攀升。当指数过低时，对本国货币需求较大，货币升值压力增大。Banaian 和 Lo(2006)认为上述的指数存在一定的缺陷，当外汇市场在短时期内反应迅速时，投机性攻击走势不是线性的，采用非线性模型衡量市场参与者的不对称行为更为精准。

所以，Banaian 和 Lo(2006)采用平滑转移自回归模型度量投机性攻击压力。在线性方程中引入非线性因素，以体现当外汇市场汇率水平上下起伏时投机性攻击压力指数的非线性状态。STAR 模型的表现形式是：

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{p} \pi_i y_{t-i} + (\alpha^* + \sum_{i=1}^{p} \pi_i^* y_{t-i}) F(y_{t-d}) + \varepsilon_t \tag{2}$$

其中，y_t 是变量，α 和 α^*是区制常数项，ε_t 是服从均值为零且方差为常数的正态分布，d 是延迟参数，F 是边界为 0 和 1 的转换函数。其中，采用的转换函数形式是 $F(y_{t-d}) = 1 - \exp[-\gamma(y_{t-d} - c^*)^2]$，$\gamma >$

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

0,称为指数平滑转移自回归模型(exponential smooth transition autoregressive model,简称 ESTAR)。其中 c^*是门限值,γ 代表调整速度。调整速度表示外汇市场的状态,当调整速度过快时,外汇市场是非稳定的,存在危机的可能性。ESTAR 模型意味两个区制之间有相似的动态性,其过渡区间有着不同的动态性。通过 ESTAR 模型度量的投机性攻击压力能够敏感地捕捉外汇市场的交易状况,明确金融体系的脆弱程度,并为政策措施提供参考。

三、"金砖四国"的实证检验

基于上述指数的构建,拟合中国与俄罗斯、巴西、印度的投机性攻击压力指数,并比较不同国家的差异及发展路径,样本区间选择是 2000 年 1 月至 2013 年 10 月。汇率变量选取四国本国货币兑美元的汇率水平,利率变量选择本国和美国的短期银行间利率。根据方程(1),采用汇率、利率以及外汇储备与之比的变动构建四国的投机性攻击压力指数。

首先,采用线性方法对"金砖四国"的投机性攻击压力进行分析。构建"金砖四国"投机性攻击压力指数,中国投机性攻击压力指数为:

$$CNs_t = \phi_{CNe}\% \triangle CNe_t + \phi_i \triangle (CNi_t - USAi_t) + \phi_{CNR}\% \triangle CNR_t \tag{3}$$

其中,CNs 代表中国投机性攻击压力指数,CNe 代表人民币兑美元汇率水平,CNi_t 和 $USAi_t$ 分别代表中国和美国的短期利率,CNR 代表中国外汇储备水平与 M1 的比例。相类似的,俄罗斯投机性攻击压力指数为:

$$RUs_t = \phi_{RUe}\% \triangle RUe_t + \phi_i \triangle (RUi_t - USAi_t) + \phi_{RUR}\% \triangle RUR_t \tag{4}$$

巴西投机性攻击压力指数为:

$$BRs_t = \phi_{BRe}\% \triangle BRe_t + \phi_i \triangle (BRi_t - USAi_t) + \phi_{BRR}\% \triangle BRR_t \tag{5}$$

印度投机性攻击压力指数为:

$$INs_t = \phi_{INe}\% \triangle INe_t + \phi_i \triangle (INi_t - USAi_t) + \phi_{INR}\% \triangle INR_t \tag{6}$$

并且,采用 Eichengreen et al. (1996)提出的方法判断产生危机的可能性,即 $s_t > \mu_{s_t} + 1.5\sigma_{s_t}$,以均值作为基础,当投机性攻击压力指数超出其 1.5 倍标准差时,本国货币即陷入危机。假设 $Cs_t = 1$ 表示外汇市场处于危机状态,而 $Cs_t = 0$ 表示外汇市场处于稳定态势,即设投机性攻击压力指数大于$\mu_{s_t} + 1.5\sigma_{s_t}$时为 1。这就形成了投机性攻击压力指数的二项序列 Cs_t。

当 $s_t > \mu_{s_t} + 1.5\sigma_{s_t}$时,$C_{st} = 1$;当 $s_t \leq \mu_{s_t} + 1.5\sigma_{s_t}$时,$Cs_t = 0$。

根据四国外汇市场投机性攻击压力指数,计算出 Cs_t 序列,并采用柱状图给出外汇市场状态的变化过程,其中类似条形码的图形表示外汇市场稳定期和危机期的持续和交替过程。图 1 至图 4 分别代表中国、俄罗斯、巴西和印度投机性攻击压力状态。从状态图中可知,中国出现危机的可能性整体较低,说明我国的外汇市场一直处于稳定的态势。但是,压力状态图显示,在 2008 年金融危机之后,危机出现的概率略有增加,因为随着我国融入国际社会的程度加深,世界经济的变动对我国的影响加剧,并且人民币币值的不断攀升使其成为在外汇市场上国际游资追逐的对象,加剧了投机性攻击压力。俄罗斯投机性攻击压力集中出现在 2008 年金融危机之后,并呈现集中状态,巴西投机性攻击压力出现的次数高于中国和俄罗斯,集中度也高于中国,印度的状况明显弱于其他三个国家,一直处于高压的投机性攻击压力之下,尤其是 2008 年金融危机之后更为显著,外汇市场处于动荡之中。四国投机性攻击压力状态的线性

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

检验表明，中国出现危机的可能性分布较为分散，而俄罗斯、巴西和印度较为集中，并出现了聚类性，尤其是印度聚类状况更为显著，过于集中的危机可能性会导致国家出现外汇市场动荡。

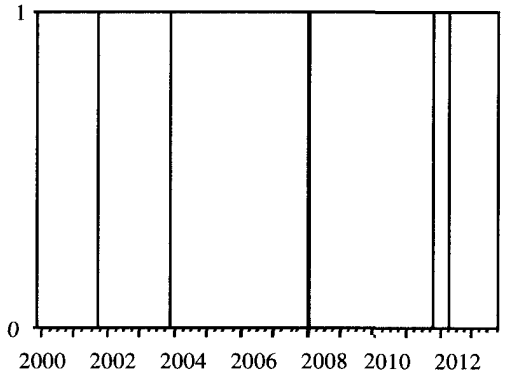

图 1　中国的投机性攻击压力状态图

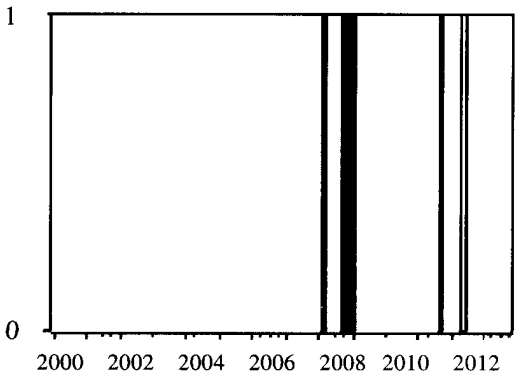

图 2　俄罗斯的投机性攻击压力状态图

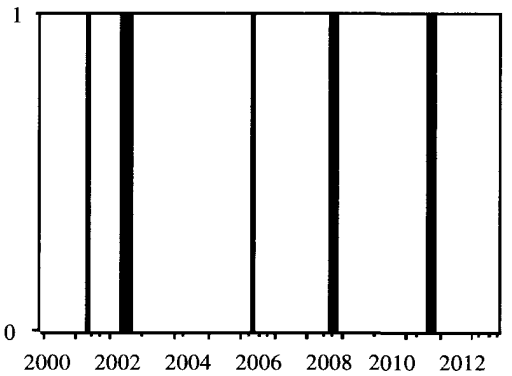

图 3　巴西的投机性攻击压力状态图

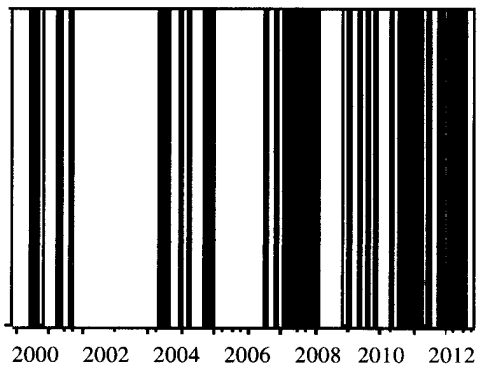

图 4　印度的投机性攻击压力状态图

其次，因为外汇市场参与者行为的不对称性以及国内外多重因素的影响，汇率变动呈现多样的变化状态，投机性攻击压力不是线性的，所以采用非线性模型即 STAR 模型对投机性攻击压力指数进行检验，即：

$$s_t = \alpha + \sum_{i=1}^{p} \pi_i s_{t-i} + (\alpha^* + \sum_{i=1}^{p} \pi_i^* s_{t-i})\{1 - \exp[-\gamma(s_{t-d} - c^*)^2]\} + \varepsilon_t \tag{7}$$

在检验过程中，首先对线性部分进行检验以确定方程的滞后阶数，通过估计方程的自回归过程，根据(Akaike information criterion，简称 AIC)和(Schwarz criterion，简称 SC)最小值的原则选择滞后阶数。

表 1　中国投机性攻击压力指数自回归过程

滞后阶数	1	2	3	4	5	6
AIC	3.817	3.667	3.594	3.609	3.627	3.619
SC	3.855	3.723	3.669	3.704	3.742	3.754

表 2　俄罗斯投机性攻击压力指数自回归过程

滞后阶数	1	2	3	4	5	6
AIC	3.227	3.167	3.093	3.113	3.099	3.106
SC	3.264	3.224	3.175	3.209	3.208	3.240

通过自回归过程确定四国投机性攻击压力线性部分的滞后阶数，并采用 ESTAR 模型对指数进行检验。结果表明中国攻击压力指数的调整速度为 0.038。根据 Taylor et al. (2000)[16]，调整速度 γ 越小，转化函数 F(·)越接近零，说明投机性攻击压力指数调整速度缓慢，外汇市场较为稳定。相反，γ 值越大，外汇市场不稳定明

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

表 3　巴西投机性攻击压力指数自回归过程

滞后阶数	1	2	3	4	5	6
AIC	3.445	3.064	3.033	3.036	3.041	3.054
SC	3.483	3.121	3.109	3.132	3.155	3.189

表 4　印度投机性攻击压力指数自回归过程

滞后阶数	1	2	3	4	5	6
AIC	3.334	3.249	3.189	3.203	3.099	3.116
SC	3.372	3.306	3.265	3.298	3.230	3.234

显，发生危机的可能性增大。中国的调整速度接近于零，表明外汇市场非常稳定，虽然自加入 WTO 之后，我国经济的快速增长使得人民币受到国际社会升值的压力，但是汇率制度改革符合了市场的需要，汇率形成机制日趋合理，体现了市场因素并有效抑制过度波动。但是，调整速度值越小表明货币预期会有升值，因此未来人民币依然存在升值的压力。经非线性模型检验，俄罗斯的调整速度是 4.483，高于中国的调整速度，表明外汇市场稳定性降低。俄罗斯经济虽然在危机过程中的损失低于欧洲其他国家，卢布的汇率表现优于很多发展中国家，但是受到欧洲整体经济衰退的影响，并未实现有效的高速经济增长，增长仍然存在不足。巴西的调整速度是 0.589，虽然不及中国的外汇市场状况，但是相对处于较为稳定的态势。虽然近期巴西雷亚尔有所贬值，但是因为实施的是自由浮动汇率制度，对外汇市场的反应敏感度要高于实施有管理浮动汇率制度的国家。在国际金融危机的影响下，巴西提高了资本流入税率，在一定程度上遏制了国际游资的冲击，为金融发展提供了稳定的外部环境。印度的调整速度是 361.662，调整速度非常大，表明印度的外汇市场极其不稳定，区制转变的时间极短。这是因为印度近几年改革陷入困境，在过去的两年内，印度国际收支的经常账户赤字不断攀升，外汇市场受到来自各方的压力，卢比兑换美元汇率跌破超过 25%。虽然印度实施了改革，但是由于受到政治性诟病的限制，效果差强人意，金融体系受到严重冲击。

四、结论与建议

在“金砖四国”中，按照传统线性度量方法，四个国家的投机性攻击压力的分布相异，其中中国相对较为分散，避免了危机的集中爆发，而印度外汇市场投机性攻击压力分布密集，压力较大。因为外汇市场各方力量的博弈结果使得攻击压力不是单一方向变化的，而是呈浮动的非线性态势。采用非线性度量方法更有效地反映了四国不同的外汇市场状态，中国的外汇市场最为稳定而印度外汇市场的稳定性最弱，俄罗斯和巴西的调整速度虽然不是很高，但是同中国相比，稳定性都有所减弱。同时调整速度表明，人民币仍然存在升值压力而印度卢比存在贬值危机，这也体现了进入 2013 年以来这两种货币的走势。截至 2013 年 12 月，人民币比年初升值 2.5%，而同期卢比贬值 13.77%。

第一，中国和印度的投机性攻击压力差异表明，对抗投机性攻击压力事实上依赖于一国或地区的宏观经济实力。在 20 多年前，中国和印度的经济发展状态相差无几，但是随着经济的推进，中国的经济发展速度保持了每年大约 8% 至 10% 的水平，但是印度只是在过去的十年间以大约 6% 的速度发展，在外汇市场上自 2008 年卢比兑美元达到高点之后，至今已经下跌超过了 30%，外国投资者从印度股票市场和债券市场的撤离进一步强化了卢比的贬值。两个国家宏观经济表现差异影响了外汇市场投机性攻击压力状态，中国改革开放的成功转型使其经济发展水平和人们生活水平高于印度，外商直接投资的规模也远超过印度。“金砖四国”的经济发展在国际经济整体低迷状态中成为人们关注的焦点，但是在四国发展的过程中，经济实力的提升必然伴随着外汇市场上汇率水平的波动，升值或者贬值压力一直围绕着不断前行的发展中国家，在外汇市场上投机性攻击的频率非常高。只有保持稳定健康的经济发展和具

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

备国际竞争力的经济实力，才能应对攻击压力并保障外汇市场的稳定。在四国中，中国的外汇市场最为稳定说明中国近些年快速增长的经济使得宏观经济总量达到世界第二的同时提升了对抗外界冲击的能力。

第二，随着各国开放程度的不断扩大，国际经济与国内经济融合度趋升，新兴国家经济依赖作为经济增长动力之一的是净出口，“金砖四国”的发展历程也不例外。但是全球金融危机爆发以后，支撑经济增长的外部环境发生了改变，原有的增长模式也无法维持，因此需要寻求新的经济增长点。巴西的经济增长速度从2010年的7.5%降到2011年的2.7%再至2012年的0.9%就主要受到外部需求锐减的影响，出口增长出现掣肘。此时，国内需求应成为各国增长的新型推力，这有助于降低经济发展受到外界的干扰。在国内，应根据不同国家的文化传统和生活方式，寻求并激发居民消费的新领域，提升消费水平。同时，积极开发符合本国不同地区特点的消费信贷产品，以抵补当期消费和当期收入的不匹配，将未来的收入提前消费能够有效地促进消费水平的增长。俄罗斯在外部经济放缓的时期就提出了依靠国内消费，而中国在“十二五规划”中也提出了“构建扩大内需长效机制，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力。”因此，挖掘本国新的消费增长点并实现长效发展才能有效对抗投机性攻击压力。

第三，金砖四国外汇市场的投机性攻击压力受到多因素影响，其中美国经济状况和政策实施的作用不容忽视，因为金砖四国的经济发展过程中都致力于对外经济往来，其中与美国的交易占据主要地位，并且美元在国际上的主导地位使得新兴市场的走势必然受到美国经济政策的影响，直接影响各国的汇率走势。金融危机之后，为了刺激经济，美国采用量化宽松的货币政策，大规模资金从资金成本较低的美国流向新兴市场，造成了当地资产泡沫，在获得利润之后又流出新兴市场，引致去泡沫化，结果导致货币汇率波动，压力增大。如印度，虽然原有对其预期良好，但是经常项目产生的巨额赤字助推了汇率下降的速度和幅度，虽然采取了限制本国企业对外投资行为以及消减对国外黄金等购买，但是并未达到预期效果。2013年第一季度印度经常账户赤字规模达到了181亿美元，对美元等外币的需求强烈而对卢比的需求疲软。这表现了经济结构的深层次问题，尤其是在整体经济出现下滑的状况下。而中国之所以能够在此期间保持汇率的稳定并趋于升值在于，中国宏观经济的整体向好以及经常账户的大规模盈余。因此在货币政策等措施的支持下改善经常账户状况，并积聚外汇储备力量是应对汇率压力的主要选择。在强势美元地位未改变且尚未建立多元化国际货币体系的前提下，保持合理的经济结构并保持强劲的出口竞争力以积蓄经济实力是应对汇率投机压力的主要途径。

第四，在“金砖四国”中，除了巴西实施自由浮动汇率制度，其他三个国家实施的都是有管理的浮动汇率制度。在外汇市场上，中国、俄罗斯和印度为了维持汇率的稳定性以及防范外部扰动行为，都会对外汇市场进行干预，即使是巴西也会通过银行间结算市场间接干预汇率变化。相对于俄罗斯和印度，中国和巴西较低的调整速度说明，有管理的浮动汇率制度和自由浮动汇率制度都可以保持较好的外汇市场状态。事实上，没有一种绝对的汇率制度适合所有国家，外汇市场的稳定性取决于各国采用适合自身经济发展阶段和特点的汇率制度，而且不存在绝对意义的自由浮动汇率制度，各国政府都会直接或间接对出现异常的外汇市场进行干预。现阶段我国经济实力迅速提升，外汇储备攀升至世界第一，在外汇市场上人民币成为各方力量博弈的主要对象。中国可以实施有管理的离散浮动汇率制度应对投机性攻击，在短期内对频繁的投机性攻击进行小幅调整，在长期内，当投机性攻击对汇率水平的冲击造成汇率

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database

无法回归长期均值时，调整汇率的预设波动区间，汇率水平进行离散型波动，进入新的预设波动区间，这种汇率形成机制有助于形成合理的市场预期，避免不利于对外经济的市场剧烈波动。

最后，国家发展历史表明，国际化是各国发展的必由之路，随着经济的强大，一国的货币会吸引市场参与者的追逐投资，这样势必会引起外汇市场上投机性攻击行为的出现。所以“金砖四国”在面对潜在的金融危机时，只有保持宏观经济的稳定性和政策措施的有效性，才能防范风险并保障改革的顺利推进。

参考文献：

[1]冯　芸，吴冲锋．从波动到危机——货币危机研究[J]．世界经济，2000，(1)：30－34.

[2]IMF. World Economic Outlook[J]. Washington D. C. 2009，(4).

[3]KRUGMAN, P. A Model of Balance of Payments Crises[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1979, (11): 311－325.

[4]GLICK, R. and ROSE, A. K. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?[J]. Journal of International Money and Finance, 1999, (18): 603－617.

[5]KAMINSKY, G. L. and REINHART, C. M. The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance－of－payments Problems [J]. American Economic Review, 1999, (89): 473－500.

[6]CHIODO, A. J. and OWYAN, M. T. A Case Study of a Currency Crisis: the Russian Default of 1998[J]. Federal Reserve of St. Louis Review, 2002, (84): 7－17.

[7]FLOOD, R. P. and GARBER P. M. Collapsing Exchange Rate Regimes: some Linear Examples[J]. Journal of International Economics, 1984, (17): 1－13.

[8]DORNBUSCH, R., GOLDFAJN, I. and VALDES, R. Currency Crises and Collapses[C]. Brookings Papers on Economic Activity, 1995: 219－270.

[9] OBSTFELD, M. Models of Currency Crises with Self－fulfilling Features[J]. European Economic Review, 1996, (40): 1037－1047.

[10]GIRTON, L. and ROPER, D. A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience[J]. American Economic Review, 1977, (67): 537－548.

[11]IMF. World Economic Outlook[J]. Washington D. C. 2007，(10).

[12]EICHENGREEN, B., ROSE, A. K. and WYPLOSZ, C. Exchange Market Mayhem: the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks[C]. Economic Policy: A European Forum, 1995: 249－296.

[13]EICHENGREEN, B., ROSE, A. K. and WYPLOSZ, C. Contagious Currency Crises: First Tests[J]. Scandinavian Journal of Economics, 1996, (98): 463－484.

[14]BANANJAN, K. and LO, M. C. Indexing Speculative Pressure on an Exchange Rate Regime: a Case Study of Macedonia [J]. Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics, 2006, (10): 1－19.

[15]覃　筱，任若恩．一种新的货币危机识别方法及对中国的实证研究[J]．中国软科学，2010，(11)：144－156.

[16]TAYLOR, N., D. VAN DIJK, P. H. FRANSES and A. LUCAS. SETS, Arbitrage Activity, and Stock Price Dynamics[J]. Journal of Banking and Finance, 2000, (8): 1289－1306.

（收稿日期：2014—02—28　**责任编辑：赵爱清**）

国家哲学社会科学学术期刊数据库
National Social Sciences Database