

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620071151476

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中央银行外汇干预力度的变化及影响因素  
——基于中国的实证分析

An Analysis on the Change and Determinants of Foreign  
Exchange Intervention – Empirical Study Based on China's  
Data

吴晓婧

指导教师姓名: 李晓峰 教授

专业名称: 国际金融学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩时间: 2010 年 5 月

学位授予日期: 2010 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈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其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

声明人（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 内容摘要

作为货币管理当局宏观调控的重要手段之一，在许多新兴市场国家中，中央银行外汇干预已不再仅仅被用于维系固定汇率制度，而是在控制汇率波动水平、维护金融系统稳定乃至促进经济增长方面发挥着愈来愈重要的作用。但与此同时，央行外汇干预目标的多样化也使得央行的干预操作会受到国际收支状况、汇率水平、外债波动等诸多因素的影响。有鉴于此，本文对我国中央银行外汇市场干预力度及其影响因素进行研究，以期为央行的外汇干预及维护金融经济的稳定提供有益的参考。论文首先从央行外汇干预力度的测算入手，构建简化和扩展的两种外汇市场压力模型，分别利用两阶段最小二乘法和普通最小二乘法对两个模型进行估计，得到趋势和数值都基本一致的两列央行外汇干预力度指数。以此为基础，本文创新性的利用MSIH(2)-AR(1)模型对央行外汇干预的力度转换进行估计。实证结果表明央行外汇干预力度的确存在高低两种状态。状态划分结果则说明，在亚洲金融危机和次贷危机两次危机期间，央行的干预力度均进入高干预程度的状态，即央行加强干预力度，而在汇率制度改革之后央行的外汇干预力度则进入低状态，表现出明显的力度减弱迹象。央行外汇干预在不同状态之间转换的概率值有力刻画了央行外汇干预力度转换的情况，以此为基础，本文进一步深入考察不同宏观因素对央行外汇干预力度转换的影响。结果表明滞后两期的外部负债相对水平和滞后一期净出口增速的上升会促使央行加强外汇干预力度，外汇占款占M2滞后两期的比率上升则会因为加大央行冲销干预的难度而导致央行放弃高干预，实际有效汇率当期值上升则对央行放松干预有显著影响。基于上述研究结论，本文最后从央行外汇市场干预的力度和时机选择、外债管理、经济结构调整等方面提出相应的政策建议。

关键词：外汇干预；状态转换；影响因素

## Abstract

As an effective tool of macroeconomic control, foreign exchange intervention has not only been used to maintain fixed exchange rate system but also played a more and more important part in controlling volatility of exchange rate, ensuring stable financial system and even accelerating economy in several emerging economies. At the same time, foreign exchange intervention has been affected by the balance of payments, exchange rate, economic growth and other factors because of its diversified targets. For this reason, we conduct a study on the change and determinants of foreign exchange intervention of central bank and offer effective suggestions. First, we get two similar series of foreign exchange intervention on the base of simplified and extended exchange market pressure models by means of TSLS and OLS. Then, we conduct the regime switching test on two series with MSIH(2)-AR(1) model. The result shows that the degree of foreign exchange intervention has increased during Asian financial crisis and Subprime crisis and decreased after reform of RMB exchange rate system. Third, we test the correlation between five macroeconomic factors and the probabilities of regimes in order to understand how those factors influenced the change of foreign exchange intervention. The result is as following: the increase of two lags of relative foreign debt and one lag of net export will force central bank to enhance intervention while the raise of two lags of the ratio of funds outstanding for foreign exchange of M2 will loosen the degree of intervention by enhance the difficulty of intervention. The increase of real effective exchange rate has a significant influence on reducing the intervention strength. At last, we offer suggestions from several aspects including the selection of time and methods of intervention, the management of foreign debt, adjustment of economic structure.

Key words: Foreign Exchange Intervention; MSIH; Determinants.

# 目 录

导 论 .....	1
第一章 央行外汇干预理论与文献综述 .....	6
第一节 央行外汇干预的基本理论 .....	6
第二节 外汇干预力度的测算方法与影响因素研究 .....	9
第二章 央行外汇干预力度的测算 .....	15
第一节 基于外汇市场压力简化模型的测算 .....	15
第二节 基于外汇市场压力扩展模型的测算 .....	22
第三节 不同模型央行外汇干预力度测算的结果比较 .....	26
第四节 本章小结 .....	29
第三章 外汇干预力度的转换及影响因素研究 .....	30
第一节 外汇干预力度的转换研究 .....	30
第二节 外汇干预力度转换的影响因素研究 .....	35
第三节 本章小结 .....	43
第四章 结论及启示 .....	45
第一节 结论 .....	45
第二节 启示和建议 .....	46
参考文献 .....	50
致 谢 .....	53

## CONTENTS

<b>Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>Charpter 1 The Theory and Literature Review</b> .....	<b>6</b>
1.1 The Theory of Foreign Exchange Intervention .....	6
1.2 The Literature Review of the Measurement and Determinants .....	9
<b>Charpter 2 The Measurement of Foreign Exchange Intervention</b> .	<b>15</b>
2.1 The Simplified Model .....	15
2.2 The Extended Model .....	22
2.3 Comparison of Two Models .....	26
2.4 Summary .....	29
<b>Charpter 3 The Regime Switches and Determinants</b> .....	<b>30</b>
3.1 The Regime Switches of Foreign Exchange Intervention .....	30
3.2 Determinants Analysis of Foreign Exchange Intervention .....	35
3.3 Summary .....	43
<b>Charpter 4 Conclusions and Suggestions</b> .....	<b>45</b>
4.1 Conclusions .....	45
4.2 Suggestions .....	46
<b>References</b> .....	<b>50</b>
<b>Acknowledgements</b> .....	<b>53</b>

## 导 论

### 一、选题背景与研究意义

根据 1982 年工业化国家金融财政高峰会议的外汇干预工作小组报告，亦称 Jorgensen 报告（1983）<sup>[1]</sup>，央行外汇干预是指中央银行在外汇市场上以影响本国货币为目的的外汇操作。Dominguez（1998）<sup>[2]</sup>则进一步将央行外汇干预的定义扩展为：货币管理当局为影响汇率而发表的公告或在外汇市场上的任何交易。可见，央行外汇干预最初的根本目的是通过外汇市场交易或者政策公告等形式实现货币当局的汇率目标。

作为调节汇率的重要手段，央行外汇干预来源于布雷顿森林体系时期各国政府维持金平价的要求。1970 年代初布雷顿森林体系瓦解后，面对波动日益增大的外汇市场，为稳定本国币值，促进出口增长，避免资本频繁流动的冲击，许多新兴国家和地区均采用钉住或有管理的汇率制度，欲将汇率控制在一定水平并限制其波动性，如香港、新加坡、阿根廷、保加利亚等国家和地区<sup>[3]</sup>。正是央行的外汇干预支持了这样的汇率制度，因为，当外汇市场上本币供大于求或者供给不足时，本币就会面临贬值或升值压力。此时，货币管理当局必须进入外汇市场，向其他市场参与主体购买或者出售本币，及时调节外汇市场上本国货币的供需情况，以保证本国货币汇率不会偏离货币管理当局设定的目标汇率值或波动区间。另外，东亚的几个经济体（如马来西亚和泰国）则同样依赖央行的外汇干预操作以维持一篮子钉住美元的汇率政策。

在 1994 年“墨西哥比索危机”，1997 年“亚洲金融危机”等货币危机事件中，钉住汇率制度的弊病逐渐凸显出来。在这之后，除中国以及香港地区外的许多新兴国家纷纷放弃钉住汇率制度，转向更加灵活的管理浮动汇率制度。但中央银行的外汇干预并没有就此退出历史舞台。尽管在浮动汇率制度下，货币管理当局对汇率波动有更大的容忍度，但出于稳定宏观经济和金融市场的需要，各国货币管理当局仍然将外汇干预视为调节资本流动，促进贸易增长的重要手段。在一些外汇市场深度缺失的国家，央行的外汇干预更是外汇市场流动性和稳定的有力保证。而即便是自布雷顿森林体系解体后就开始实行浮动汇率的发达国家，如美

国、德国等，也从未放弃过利用外汇干预对本币汇率进行管理。

随着全球化进程的不断加深，国际贸易规模日趋扩大，国际资本流动愈加频繁，一国对外的币值波动会通过国际贸易、资本流动以及资产组合等多重渠道对国内经济产生巨大影响。因此，各国均通过央行外汇干预和其他政策相配合，以实现一系列的宏观经济目标，如控制通货膨胀，调节国际收支平衡，维持竞争以及促进宏观经济增长等<sup>[4]</sup>。这就要求中央银行在进行外汇干预时必须全面考虑资本流动、外债水平、净出口增长、汇率波动等诸多宏观因素。同时，不断创新的外汇衍生产品，迅速增长的市场规模以及日趋多样化的外汇市场主体也对央行外汇干预提出更高的要求。依据何种原则或者哪些因素选择外汇干预的时机和措施，才能保证外汇干预的效力，已成为各国央行面临的重要问题。

我国的央行外汇干预实践始于汇率并轨后。1994 年我国开始实行单一的、有管理的浮动汇率制度，之前的官方汇率和外汇调剂汇率合并，汇率由新成立的中国外汇交易中心采取市场方式决定。有管理的汇率制度即指中央银行在外汇市场上进行积极的操作以稳定汇率，同时采取强制结售汇制度，即企业必须将外汇出售给银行，同时银行将多余外汇出售给中央银行。1997 年“亚洲金融危机”爆发，人民币面临贬值压力，我国央行通过在外汇市场抛售大量外币并减少人民币投放以稳定人民币汇率。危机过后，随着经济的逐步回复，出口和外商直接投资快速增长，经常项目和资本项目的大量顺差迫使央行入市干预抛出人民币增加外汇储备，以维系固定汇率制度。2002 年以来，随着我国国际收支顺差的继续扩大，外汇储备年年攀升，由此导致人民币面临巨大升值预期给央行造成了巨大的干预压力。2005 年 7 月 21 日，我国开始实行以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节的，有管理的浮动汇率制度。2007 年，意愿结售汇制度正式取代强制结售汇制度。汇率制度改革之后，我国央行的外汇干预目标由单纯的维护汇率稳定转变为试探均衡汇率水平，熨平人民币汇率异动，促进宏观经济平稳运行。

目前国外对央行外汇干预的研究集中在三个方面：货币危机的成因同央行干预的联系，发展中国家汇率制度改革与中央银行外汇干预之间的关系，以及央行外汇干预的途径和效力。近年来，开始有学者研究如何对央行外汇干预力度进行测算，并试图寻找央行外汇干预力度的影响因素和变化规律。本文将系统的研究我国央行外汇干预问题，通过构建外汇市场压力模型对央行外汇干预力度进行测

算，并研究央行外汇干预力度的转换特征和影响因素，以期从一个新的视角为央行进行干预操作提供参考。

## 二、研究思路和篇章结构

本文在系统整理央行外汇干预理论的基础上，整合各类外汇干预力度的测算方法，通过计量手段计算出我国央行的外汇干预力度，并以测算结果为依据进一步分析宏观因素对央行外汇干预力度转换的影响。最后结合我国汇率制度、外汇市场发展和宏观经济现状，对改进央行外汇干预操作提出建议。具体而言：

### （一）央行外汇干预的基本理论

在对央行外汇干预进行测算和影响因素分析之前，必须了解央行外汇干预的相关基本理论。本文的该部分将首先明确央行外汇干预的定义和措施，从货币模型、资产组合和信号渠道三个方面探讨央行外汇干预发挥效力的途径和方式。之后，从干预力度测算和影响因素分析两个角度，对收集和整理得到的国内外央行外汇干预文献进行分类，系统阐述央行外汇干预力度测算的研究现状和研究方法，以及央行外汇干预影响因素的理论分析和实证结论，为论文后续的实证研究奠定理论基础。

### （二）央行外汇干预力度测算

要系统研究央行外汇干预力度的转换和影响因素就必须首先对央行外汇干预的力度进行测算，了解央行外汇干预的历史发展情况和现状。由于在央行外汇干预力度测算方法这一问题上，国内外学者持有不同的看法，因此，本文的第二部分将以第一章阐述的央行外汇干预理论为基础，结合我国当前的汇率制度安排和政策操作情况，选取具有代表性的外汇市场压力简化和扩展两个模型，分别对我国的央行外汇干预力度进行测算，为下一步的力度转换研究和影响因素分析做好铺垫。

### （三）央行外汇干预的转换研究和影响因素分析

目前国内外学者对于央行外汇干预的研究主要还是集中在效力和干预渠道等方面，对于央行外汇干预的力度转换以及导致央行外汇干预力度发生转变的因素研究较为少见。本文以外汇市场压力模型测算的央行外汇干预力度指数为基础，利用转换机制模型  $MSIH(2)-AR(1)$  对央行的外汇干预力度进行状态划分和转

换概率测算。实证结果表明我国央行外汇干预在高低两种干预力度状态内不断转换，转换的时间点同不同历史时期内的宏观经济形势紧密相关。为了探寻造成央行外汇干预力度转换的深层次原因，本文在这一章中选取了衡量外债相对水平、外汇占款比率、资本市场波动率、实际有效汇率和净出口增长五个指标，以央行低干预的概率值为因变量，考察宏观因素对央行外汇干预转变的影响程度和影响方向。

#### **（四）我国央行外汇干预的措施和建议**

在对央行外汇干预进行上述研究之后，本文认识到央行外汇干预存在着力度转换的过程，同时其转换变动容易受到各类宏观因素影响。因此，如何根据不同影响因素的变动情况，及时调整央行外汇干预的方式、选择正确的干预时机和力度，以达到更好的干预效果对于货币当局来说至关重要。本文最后一个章节在之前的理论和实证研究基础上，从干预时机和力度这一角度对央行的外汇干预操作提出建议，并针对影响外汇干预的因素从加强外债管理、推进汇率制度改革、调整经济结构等方面提出建议以降低央行的外汇干预压力。

综上所述，本文的结构安排是：第一章系统论述央行外汇干预的基本理论，并作文献综述；第二章对我国央行外汇干预力度进行全面测算，以了解我国央行外汇干预的发展情况和现状；第三章进一步分析促使央行采取外汇干预力度的转换机制和造成力度转换的影响因素及其作用方向；第四章对全文进行总结并得到对央行外汇干预的启示和建议。

### **三、主要贡献及不足之处**

#### **（一）主要贡献之处**

第一、目前国内学者在研究央行外汇干预问题时，大部分使用外汇储备增长率等直接指标作为外汇干预的代表，虽然简便但代表性不强。本文采用较为成熟的外汇市场压力模型对央行外汇干预进行测算。外汇市场压力模型的核心观点在于央行外汇干预操作的目的在于消除本币的外汇市场压力，因而可以通过测算一国货币外汇市场压力得到央行的干预力度指数。本文采用简化和扩展两个外汇市场压力模型，并分别采用不同的计量方法进行估计，描绘出我国央行的外汇干预走势，结果高度一致，验证了外汇市场压力模型的稳定性，为以后的央行外汇

干预研究提供新的测算思路和方法。

第二、实证跨度包含亚洲金融危机、汇率制度改革和美国次贷危机三个重要历史时期。本文采用 1996 年 1 月至 2009 年 9 月的月度数据对央行外汇干预进行测算，包含了两次危机前后各一年的历史数据，结果表明在上述三个重要的历史时期，央行外汇干预均出现不同程度的波动。状态转换研究更证实在三个历史时期，央行外汇干预力度均出现状态转换特征，有力刻画了央行外汇干预的历史特点。

第三、对影响央行外汇干预力度的因素进行独到的研究。目前，国内学者对于央行外汇干预的研究多集中于效力和渠道两个方面，本文突破国内外央行外汇干预研究的固有思路，将研究重心放在央行外汇干预的影响因素分析上，以央行外汇干预状态转换概率为考察对象，参考国内外理论，综合分析五个宏观因素对央行外汇干预力度转换的影响方式，为央行提高外汇干预水平和效率提供重要的理论参考。

## **（二）不足之处**

由于外汇占款以及外债的数据可得性原因，在对央行外汇干预力度转换进行影响因素分析时，将研究时间段缩短至 2000 年 1 月到 2009 年 9 月，无法全面代表整体历史时期各个影响因素对央行外汇干预力度转换所起到的作用。在影响因素选择方面，同样由于数据可得性原因，没有将资本流动、央行票据冲销比率、干预的成本收益等其他潜在的影响因素考虑在内，实证结果无法体现出这些潜在因素的影响，可能造成因素的遗漏。

## 第一章 央行外汇干预理论与文献综述

### 第一节 央行外汇干预的基本理论

#### 一、央行外汇干预的定义

关于什么是中央银行对外汇市场的干预，有一个较为正式的定义。1980年代初，美元对所有欧洲国家的货币汇率均呈现上升趋势，围绕着工业国家要不要对外汇市场进行干预，1982年6月的凡尔赛工业国家高峰会议决定成立一个由官方经济学家组成的“外汇干预工作小组”，专门研究外汇市场干预问题。1983年，该小组发表了“工作组报告”Jorgensen（1983）<sup>[1]</sup>，其中对干预外汇市场的狭义定义是：“货币管理当局在外汇市场上的任何外汇买卖，以影响本国货币的汇率”，其途径可以是用外汇储备、中央银行之间调拨，或官方借贷等。

Dominguez（1985）<sup>[2]</sup>则认为，“由一个政府的官方机构进行的外汇市场干预的任何交易或者宣布的消息，都是有影响汇率的价值”。若从当今各国央行的外汇实践来看，显然，央行的入市买卖，货币管理当局的公告乃至管理当局官员发表的谈话均会引起汇率的变动，因此，可以将多米格兹的观点视为广义的央行外汇干预定义。本文则采用狭义的央行外汇干预定义。

#### 二、央行外汇干预的目标

从诞生伊始，央行外汇干预就身负稳定汇率，维持外汇市场平稳运行的责任，然而随着经济全球化趋势不断加深，国与国之间的联系通过贸易和金融等渠道日益紧密，作为不同国家和地区之间资金成本的重要指标之一，汇率的变动对一国宏观经济的影响日趋明显，中央银行的外汇干预目标也相应做出调整，总体而言，央行的外汇干预目标可分为以下三类：

##### （一）影响外汇市场短期波动趋势

短期内大幅度的、单一趋势的外汇市场波动会对经济金融运行带来不同程度的冲击，影响宏观经济目标的实现。同时，投机者的羊群效应、市场预期变化等因素很可能导致汇率的短期剧烈波动演变为中长期的不稳定，将对一国投资、储

蓄、资本流动以及经济发展等诸多方面产生不利影响。因此，中央银行外汇干预一个很重要的目的是对超出宏观经济稳健运行承受范围的汇率波动进行抑制。基于这一目的，央行的外汇干预方向通常同外汇市场上汇率的波动趋势相反，即若本币处于上升通道，央行则买入本币，增加外币供应，抑制本币升值；相反，若本币持续下跌，央行则积极入市购买本币，引导市场需求，阻止本币进一步下跌。

## （二）维持汇率波动区间

汇率总是处于不断波动的运行状态当中，试图将汇率稳定在一个固定目标值的努力往往适得其反，但汇率的剧烈波动又无疑会对经济形成负面影响。因此，依据宏观经济形势，确定一个合理的汇率波动区间是当今许多国家采取的汇率制度安排。此时，央行外汇干预的目标转变为熨平汇率的大幅度波动，将汇率稳定在预先设定的波动区间之内。很显然，要达到这一目的，央行的外汇干预方向也仍需同汇率的波动方向相反，只有在汇率处于返回路径的情况下，央行才会做出与汇率波动趋势一致的干预行为，目的是为加速汇率回到波动区间。但须注意的是，汇率的波动区间并非一成不变，央行必须结合包括经济发展速度，经济结构调整，国际收支等基本面因素，对汇率波动区间进行相应调整，并利用其干预行为促使汇率进入合适的波动区间。

## （三）实现宏观经济目标

中央银行在外汇市场的干预行为会改变基础货币的投放量，若不采取冲销干预，这部分基础货币将通过国内金融机构的信贷投放机制，增加或减少国内货币供应量。即便是采取冲销干预回收基础货币，对国内经济指标的影响也是不同的。从这个角度上看，央行的外汇干预行为具有一定的宏观政策意义，即中央银行的外汇干预可以与公开市场操作等工具相配合，为当局进行宏观调控提供多种现实的政策选择。相应地，央行在采取外汇干预行为时，也必须充分考虑其对宏观经济运行的影响，并同其他货币政策相结合，实现多重宏观经济目标<sup>[5]</sup>。

## 三、央行外汇干预的措施

学术界对中央银行外汇干预措施有多种分类，最主要的分类方式是分为冲销干预与非冲销干预。

按照中央银行在干预过程中是否改变该国货币供应可以将央行外汇干预分

为冲销干预和非冲销干预。冲销干预 (Sterilized Intervention), 又名消毒干预, 是指当本币升值幅度超过目标汇率值或允许的波动区间上限时, 中央银行将在外汇市场上买进外国货币抛售本国货币, 以抑制本币升值。但中央银行的外汇买卖行为将会导致央行外汇储备增加, 同时扩大本国货币供应量。因此, 中央银行及时采取逆向操作, 通过公开市场业务、提高准备金率等措施, 抵消由于外汇干预而增加的基础货币, 控制国内货币供应量, 抑制通货膨胀, 维持物价稳定。

与冲销干预相对应的非冲销干预 (No- Sterilized Intervention), 又名非消毒干预, 即指中央银行进行外汇干预之后, 不采取任何逆向操作以平抑外汇买卖造成的货币供给变动, 对货币供给通过乘数效应产生的国内信用扩张或紧缩持默认态度。由于非冲销干预会对国内的货币供给产生影响, 也有学者将其归为货币政策范围内。同时由于本币升值时, 央行的非冲销干预行为会导致国内货币供给增加, 从而引发通货膨胀, 造成本币对内贬值, 因此其干预效力要强于冲销干预<sup>[6]</sup>。

#### 四、央行外汇干预的途径

长期以来, 学者们对央行外汇干预发生效力的渠道一直争论不休, 至今还未形成统一的意见, 具有代表性且被众多学者采用进行实证分析的模型有三类: 货币模型 (包括弹性价格模型和粘性价格模型)、资产组合平衡模型、信号渠道。

货币模型分为弹性价格模型和粘性价格模型。弹性价格模型建立在国内外资产完全可替代, 即非抛补利率平价成立的基础上, 通过货币市场变化考察央行外汇干预的作用途径及效力。其结论为, 当为抑制本币升值, 央行采取非冲销干预买入外汇时, 本国货币供应量增加, 国内价格水平上升, 用本币表示的外汇价格上升, 即本币贬值。若中央银行采取冲销干预, 由于货币供应量变化被抵消, 因此央行外汇干预不会对汇率产生影响。弹性价格模型假设所有商品的价格为完全弹性, 商品市场和资产市场能够瞬间完成调整。但实证研究表明不同市场对外部冲击的调整速度是不同的, 资产市场的调整速度通常快于商品市场, 即价格具有粘性。在此基础上, Rudiger Dornbusch (1976)<sup>[7]</sup>提出了粘性价格模型。用粘性价格替代蒙代尔-弗莱明模型中的固定价格假设, 对模型进行扩展。当央行采取冲销干预措施时, 由于粘性价格模型假定国内外资产完全替代并且资本完全流

动，因此短期和长期的汇率水平不会发生变化，即央行的冲销干预无效。Natividad 和 Stone(1990)<sup>[8]</sup>随后扩展了 Dornbusch 的模型，允许央行的冲销发生变化，同时将国内信贷和中央银行外汇储备纳入模型框架。其结论为央行的冲销干预在造成汇率和价格变化的同时，扩大由外国利率变化冲击造成的影响。国内信贷会对长期购买力平价产生影响。

资产组合模型区别于货币模型的特征在于其假定国内外资产之间不是完全替代，债券市场分为本国债券和外国债券，汇率的变动由各类金融资产的供求关系决定。若央行进行冲销干预，货币市场存量保持不变，但两个债券市场的资产存量将会因为资产间的不可完全替代性而产生比例和数量变化，从而通过资产调整影响汇率水平。具体而言，为抑制本币升值，央行必须买入外国债券同时卖出本国债券，这使得国内私人部门的资产组合发生变化，即本国债券出现超额供给，价格下降，国内利率上升，以吸引投资者增加本国债券购买量。同时，外国债券出现超额需求，投资者为持有外国债券会增加外汇需求，由于国内外资产不可完全替代，所以干预的效果不会被完全抵消，冲销干预有效。

信号渠道的创始人 Mussa (1981)<sup>[9]</sup>认为：央行外汇干预能够通过向市场提供新的相关信息，改变市场参与主体的汇率预期，从而影响汇率。这一渠道发挥作用的前提是中央银行与外汇市场其他主体间存在信息不对称，且中央银行拥有更多的信息。如果冲销干预可以通过信号传递引导市场预期，则即使国内外资产可以完全替代，央行仍然可以改变汇率。因为尽管央行的冲销干预不影响当前的货币供应量，但通过它央行可以向市场传递未来货币政策走向的信息，外汇市场私人主体将根据这些信息形成对未来汇率的预期，并调整经济行为，最终改变汇率水平。

## 第二节 外汇干预力度的测算方法与影响因素研究

### 一、外汇干预力度的测算方法

迄今为止，学术界对于央行外汇干预的力度测算仍然没有一个统一的口径，这也是本文希望有所突破的研究重点之一。具有代表性且最容易取得的是官方公布的干预数据，但目前世界上只有美国、德国和日本的货币当局对外公开央

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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库