

人民币汇率水平合理性探讨

——中国外汇市场压力测算与影响因素分析

曾红艳

(厦门大学经济学院,福建 厦门 361005)

【摘要】 2007年至今,中国汇率水平的合理性一直存在争议。理论界研究结果显示:不同研究角度有不同的结论。文章从外汇市场压力的角度,重新审视人民币汇率水平的问题。研究结果显示:1999年第一季度—2011年第四季度整个时间段中中国外汇市场存在升值压力情形比较多见,即从外汇市场压力(EMP)的每个季度的具体数值衡量当时人民币汇率水平可以得出人民币汇率水平存在一定低估的结论。在2005年7月份人民币汇率形成机制改革后,结果显示中国外汇市场升值压力得到一定的缓解,但从2008年第三季度开始,中国外汇市场压力情形与之前大不同,中国外汇市场升值压力与贬值压力瞬间转化。这一现象警示人民币汇率形成机制需逐步推行。

【关键词】 EMP; 外汇市场压力分解; 汇率

【中图分类号】 F822 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-2768(2013)09-0004-03

20世纪70年代国际货币体系步入牙买加体系,与此相伴随外汇市场压力(Exchange Market Pressure, EMP)成为学界的研究热点,时至今日,在美国次贷危机引发的全球性金融危机的背景下,新兴市场国家的汇率议题成为政界与学界热议的话题,中国汇率水平是否合理更是尤为广受争议。

本文将从外汇市场压力角度探讨中国汇率水平合理性问题,借鉴Girton和Roper(1977)提出外汇市场压力(Exchange Market Pressure, EMP)的定义:一种测量国际市场对货币过度需求总量的指标。具体来说,EMP表示在现行汇率政策产生的预期条件下,官方不进行外汇干预时,汇率水平变化多大才能消除国际市场对本币的过度需求,即EMP衡量让汇率变化的市场压力。EMP包括两个方向压力:一是本币贬值压力,二是本币升值压力。从以上对(Exchange Market Pressure, EMP)定义剖析可以得知:一国外汇市场EMP长期处于升值压力或贬值压力情形,次情形相应意味着此时该国本币存在一定低估或高估。

一、管理浮动汇率制度下外汇市场压力(EMP)统计性描述

(一)管理浮动汇率制度下外汇市场压力指数的计算方法

在Girton和Roper(1977)提出的EMP的思想后,学界就管理浮动汇率制度下EMP指数的计算做了大量研究工作,得到许多关于EMP的计算方法。这些方法的设计归纳起来主要是围绕EMP的三种表现形式:即汇率变化、利率调节和货币当局在外汇市场上对外汇买卖的干预。其思想为:货币当局在外汇市场上买本币卖外汇为的是缓解货币贬值压力,它会减少本币的贬值幅度,这一行为掩盖了本币贬值的潜在的压力,而这压力是外汇市场压力(EMP)的组成部分,因为没这一干预,相应的压力就会转化为汇率的实际变化。同时这一干预会导致官方外汇储备的减少,为此一些学者提出用外汇储备的变化来衡量这部分EMP。同理,利率的变化也会掩盖汇率变化的压力,因此

也被学者提出作为EMP的重要衡量指标。但由于中国利率还没有完全市场化,因此本文外汇市场压力(EMP)指数的计算包括汇率和外汇储备两个指标,其公式为(1),其中汇率是直接标价法。

$$EMP_{it} = \frac{\Delta rer_{it}}{rer_{it-1}} - \frac{\Delta cr_{it}}{cr_{it-1}} \quad (1)$$

其中,表示一国两个季度间名义汇率,表示一国外汇储备存量的变化。根据方程(1)可知:当EMP>0时,表示本币存在贬值压力,反之,则本币存在升值压力。

(二)中国1999—2011年外汇市场压力的总特点

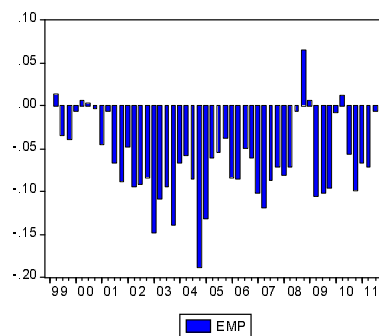


图1 1999Q1—2011Q4 中国外汇市场压力指数

图1显示,从1999第一季度至2011第四季度中国外汇市场压力(EMP)大部分时间小于0,即人民币存在升值压力,特别是在2005年第三季度人民币汇率形成机制改革前,中国外汇市场压力(EMP)升值压力曾达到最大,EMP指数接近-0.2。在2005年第三季度汇改后,EMP升值压力得到一定程度的缓解,表现为:在2008年第二季度升值压力还出现突然大幅减少,且在2008年第三季度和第四季度呈现贬值压力,尤其在在2008

【收稿日期】 2013-05-31

【作者简介】 曾红艳(1979-),女,厦门大学经济学院金融系博士研究生,贵州民族大学商学院副教授,研究方向:国际金融。

年第三季度贬值压力最大,EMP指数曾达到0.5以上,其这EMP指数背后的原因当由美国次贷危机引发全球金融与经济危机,发达经济体增长疲软,新兴经济体经济增长没有呈显2007年版的“脱钩论”的态势的大环境下,此时中国经济增长从双位数增长滑落到中国GDP增长率能否保8%的情形。从2008年第三季度到2011年第四季度,中国外汇市场压力(EMP)以升值压力与贬值压力相互交替呈现,这同样归结为在当时的全球经济背景之下:中国经济增长在保8%稳定增长一段时间后,欧洲经济体相继陷入主权债务危机,中国乃至世界经济增长又进入不确定状态中。所以从上文对1999年第一季度到2011年第四季度中国外汇市场压力(EMP)总体状况的分析,可知人民币汇率水平的合理性不能单纯从人民币一段时间的升值压力与贬值压力来评判其长期为低估或高估,从而得出人民币汇率水平不合理的结论,应该要增加一个角度思考来衡量其汇率水平合理性,即在一定经济环境下,其汇率水平形成机制对维稳一国乃至世界经济增长与发展的贡献度。从图1可以看出,在2004年、2004年、2008年、2011年几个关键时间点,我国外汇市场压力瞬间转变,其意味着当时人民币外汇市场是处于相对脆弱的状态。可幸的事实是中国经济克服了这些风险时刻,可以说当时人民币汇率水平形成机制决定出来的人民币汇率水平在稳定中国乃至世界经济增长与发展起到一定的贡献的,避免重蹈由一国货币贬值而引发的全球金融与经济危机的历史。

(三)中国外汇市场1999—2011年外汇市场压力状态的分解

本文采用管理浮动汇率制度下EMP指数包括汇率的变化和储备的变化两部分。其中汇率变化以汇率升值与汇率贬值形式量化,具体而言汇率升值是衡量在外汇市场中本币升值压力的因素,汇率贬值则是衡量在外汇市场中本币贬值压力的因素;同样逻辑储备变化以储备减小和储备增长形式量化,具体而言储备减少体现在外汇市场中本币承受贬值的压力,储备的增加则体现在外汇市场中本币承受升值的压力。所以对外汇市场压力(EMP)的概括:外汇市场压力(EMP)是汇率变化和储备变化两种力量作用的结果。

根据方程(1)进一步分析可知,外汇升值压力有三种情况:第一种是本币升值(或不变)和储备增加(或不变),即二者均造成EMP小于0的产生;第二种是本币贬值,储备增加,后者令本币升值压力产生,前者将削弱该力量,但后者的作用更大,EMP小于0依然成立;第三种是本币升值,但储备减少,前者另外汇市场产生升值压力,后者将减轻升值压力,但前者的作用更大,EMP小于0依然成立。且在这三种类型中,第一种压力最大。

外汇市场贬值压力同样来自三种情况:第一种是本币贬值(或不变)和储备减少(或不变),二者均是导致本币贬值压力的力量,即二者均造成EMP大于0的产生;第二种是本币贬值,储备增加,前者导致本币贬值压力,后者抑制本币贬值压力,但前者的作用大于后者,EMP仍大于0;第三种是本币升值、储备减少,后者导致本币贬值压力,但后者的力量大于前者,同样EMP仍大于0。同理,在这三种导致本币贬值压力的类型中,第一种压力最大。原因是,外汇储备减少体现了官方对外汇市场干预以抑制本币贬值,在这样的背景下本币依然贬值,说明本币贬值压力非常大。表1为1999年第二季度到2011年第四季度中国外汇市场压力(EMP)、储备变化率、汇率变化率的详细情况。

从表1可见,中国外汇市场压力(EMP)处于本币升值和外

汇储备增加情形的较多,即中国外汇市场压力(EMP)处于上文分解外汇市场压力(EMP)的升值压力情形中第一种的情况比较多见;本币贬值,外汇储备增加的情形也存在。具体来看,2008年第三季度以前,中国外汇市场压力(EMP)升值压力情形多处于本外汇市场升值压力的第一种情况,但在2008年第三季度以后,人民币贬值情形与外汇储备减少情形并存,即这段时间人民币贬值压力与升值压力两种力量时刻进行对抗,所以在表1中EMP时而为大于0,时而小于0,即从2008年到2011年中国外汇市场升值压力相对较强与贬值压力相对较强相互交替出现,其中在2008年第二季度人民币升值压力不抵人民币贬值压力,人民币升值情形勉强维持,在2008年第三季度瞬间转换为人民币贬值情形,在2011年第四季度EMP曾达到了0.046。整个时间段来看,中国外汇市场压力(EMP)绝大部分时间小于0,即外汇市场压力(EMP)长期处于升值压力,但局部时间看特别是在2008年第三季度后,中国外汇市场压力(EMP)情形时变性较大。

表1 中国外汇市场压力(EMP)、储备变化率(cr1)、汇率变化率(rer1)(1999q2—2011q4)

time	EMP	REER1	CR1
1999Q2	0.014111	0.019268	0.005157
1999Q3	-0.0358	-0.01204	0.023768
1999Q4	-0.03937	-0.01657	0.022795
2000Q1	-0.00572	0.012128	0.017843
2000Q2	0.006525	0.014959	0.008435
2000Q3	0.002835	0.012276	0.009442
2000Q4	-0.00347	0.02354	0.027013
2001Q1	-0.04584	0.012058	0.057903
2001Q2	-0.00585	0.028388	0.034342
2001Q3	-0.06661	-0.00463	0.061972
2001Q4	-0.08902	0.004285	0.093302
2002Q1	-0.04889	0.023314	0.072204
2002Q2	-0.09467	-0.02508	0.069586
2002Q3	-0.09096	-0.03054	0.060415
2002Q4	-0.08406	0.006044	0.090102
2003Q1	-0.14803	-0.02444	0.123583
2003Q2	-0.10886	-0.0183	0.090566
2003Q3	-0.09443	-0.00335	0.091081
2003Q4	-0.13984	-0.03169	0.108155
2004Q1	-0.06719	-0.02017	0.047019
2004Q2	-0.05836	0.016546	0.074904
2004Q3	-0.08659	-0.00281	0.083782
2004Q4	-0.18849	-0.0328	0.155695
2005Q1	-0.13232	-0.01695	0.115366
2005Q2	-0.06162	0.014912	0.07653
2005Q3	-0.05344	0.034453	0.087898
2005Q4	-0.03816	0.025281	0.063488
2006Q1	-0.08476	-0.01139	0.073366
2006Q2	-0.08561	-0.01286	0.072749
2006Q3	-0.04966	0.005874	0.055538
2006Q4	-0.06116	0.007524	0.068684
2007Q1	-0.10237	0.009809	0.112178
2007Q2	-0.11949	-0.00177	0.117722
2007Q3	-0.08809	0.003723	0.091815
2007Q4	-0.07128	-0.01153	0.059753
2008Q1	-0.08211	0.015901	0.098013
2008Q2	-0.072	0.018139	0.090138
2008Q3	-0.00649	0.044323	0.050816
2008Q4	0.066069	0.07945	0.013381
2009Q1	0.006765	0.018831	0.012066
2009Q2	-0.10541	-0.02743	0.077985
2009Q3	-0.10124	-0.03254	0.0687
2009Q4	-0.09662	-0.02779	0.068884
2010Q1	-0.00794	0.016034	0.023973
2010Q2	0.011634	0.025	0.013366
2010Q3	-0.0575	-0.01001	0.047493
2010Q4	-0.09945	-0.01658	0.08287
2011Q1	-0.06725	0.003405	0.070654
2011Q2	-0.07204	-0.01166	0.060383
2011Q3	-0.00688	0.014178	0.021653
2011Q4	0.046147	0.042677	-0.00347

理论界,对一国汇率水平的合理性的评价的标准一直是存在较大争议的,但关于一国维持本币贬值压力或升值压力且较

大程度的存在,均会造成高昂的经济成本的观点是取得一致的赞同声音,但遗憾的是长时期理论界对外汇市场贬值压力的研究较多,却很少对外汇市场升值压力的问题进行研究,因为历次货币、金融危机都是以货币贬值形式表现的。为此,本文以中国外汇市场压力为研究对象,站在维稳一国经济发展与增长的角度,重新衡量其成本与收益,在此基础上思考中国当时及现行的人民币汇率水平的合理性问题。

二、外汇市场压力影响因素的实证分析

(一)变量选择

根据前文对外汇市场压力(EMP)定义的分析可知,EMP衡量的是汇率承受的变化的压力,且汇率从本质上说它是一种价格,反应本币与外汇之间的比价。所以本文选择变量的思路是:从供求角度选择影响外汇供求的影响因素,进一步分析可知,影响外汇市场供求的主要是贸易渠道和金融渠道。为此,本文从这两个渠道入手选择外汇市场压力(EMP)的影响因素。

本文选择的贸易渠道影响因素包括:CPI的季度变化,用来衡量通货膨胀通过对产品国际竞争力的影响进而影响贸易的外汇供求;贸易额,用来衡量中国贸易方面的外汇收支;此外,出口是中国经济增长的重要引擎,作为贸易渠道指标。

本文选择的金融渠道指标包括:外汇储备变化;国内信贷的增长,用来衡量国内信贷对资本金融账户收支的影响。考虑到20世纪90年代一系列金融危机之后,新兴市场国家外汇囤积意识增强,从而影响EMP,本文引入“Jones效应”指标,用来表示新兴市场国家囤积储备的“攀比行为”。此外,汇率波动率也被作为影响EMP的重要指标。

(二)模型设定

本文将模型设定为: $Y_t = c + \alpha x_t + \varepsilon_t$ (2)

其中, Y_t ——中国外汇市场压力(EMP)的数值, x_t 表示影响EMP波动的一系列变量,包括CPI变化(cpii),贸易额(caa),出口(cck),国内信贷变化(dxdd),汇率波动性(lnrerb),攀比效应(lnee),外汇储备变化(dcr)。对个变量进行单位根检验,其结果见表2。结果显示各变量均存在一阶单位根,并且存在协整关系,运用ols方法回归,可得下文中的方程(3)、(4)、(5)、(6)、(7)。

表2 各变量单位根检验结果

变量	ADF值	1%临界值	P
emp	-3.1034	-3.568	0.1022
Δemp	-6.3693	-3.57772	0.0000
cpii	-1.3520	-3.59246	0.596610
$\Delta cpii$	-6.234662	-3.59246	0.0000
caa	1.511461	-3.58115	0.9991
Δcaa	-4.113582	-3.58115	0.0023
dxdd	-0.959051	-3.57772	0.7602
$\Delta dxdd$	-9.394508	-3.57772	0.0000
lnrerb	-1.382931	-3.60098	0.5813
$\Delta lnrerb$	-4.509358	-4.18648	0.0043
lnee	-1.551249	-4.15251	0.7979
$\Delta lnee$	-3.131758	-3.56830	0.0305
dcr	-0.989199	-3.58115	0.7495
Δdcr	-6.2657	-3.5811	0.0000

(三)基本实证结果

本文首先对1999年第一季度到2011年第四季度时间段进行ols回归,得到方程(3):

$$EMP = 0.839645321453 - 0.000218195548523 * CPII - 4.45569335386e - 07 * CAA + 9.32153654948e - 07 * CKK - 5.32790538804e - 06 * DXDD - 0.000778408352761 * DCR + 0.0146679579324 * LNEE + 0.0376127104498 * LNRERB \quad (3)$$

从方程(3)可知,物价水平、外汇储备变动、攀比效应、汇率变动率的增长率对EMP影响较大,其中物价水平增加对EMP

影响是升值压力,其经济意义逻辑为:一国经济增长,会推升该国物价上升,同时会提高本币升值预期增加。所以方程(3)物价水平与外汇市场压力(EMP)呈负向关系,符合传统的经济原理,在方程(3)中外汇储备的系数为负,其含义为外汇储备增加会施加外汇市场的升值压力,同样符合经济理论,与中国现实状况也相符;汇率波动率系数为正,其意味着汇率波动率增加会减缓人民币升值压力,即存在一种贬值压力,这也凸显了中国从2005年第三季度开始的对人民币汇率水平形成机制改革的意义。但同时注意到,如果人民币汇率上下波幅过大,缓解人民币升值压力的这种外汇市场贬值压力可能会瞬间增加,会带来不可弥补的损失,历次的货币与金融危机证实了这一点。考虑到中国在2005年第三季度推行的人民币汇率形成机制的改革和2008年第三季度的全球金融危机重要时点,进一步分析人民币汇率改革和世界金融危机对中国外汇市场压力是否存在结构性变化。所以分别在2005年第三季度和2008年第三季度进行CHOW稳定性检验,其结果分别为表3、表4。

表3 2005年第三季度稳定性检验结果

Chow Breakpoint Test: 2005Q3			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 1999Q2 2011Q4			
F-statistic	6.732918	Prob. F(8,35)	0.00
Log Likelihood ratio	47.51933	Prob. Chi-Square(8)	0.00
Wald Statistic	53.86334	Prob. Chi-Square(8)	0.00

表4 2008年第三季度稳定性检验结果

Chow Breakpoint Test: 2008Q3			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 2005Q3 2011Q4			
F-statistic	4.677219	Prob. F(8,10)	0.01
Log Likelihood ratio	40.4667	Prob. Chi-Square(8)	0.00
Wald Statistic	37.41776	Prob. Chi-Square(8)	0.00

表3中,P值几乎为零,拒绝原假设H0,表明中国在2005年第三季度的人民币汇率形成机制对模型发生结构性改变,即模型在汇率改革前后发生显著变化。本文分别对时间段1999年第一季度—2005年第三季度和时间段2005年第三季度—2011年第四季度进行回归,得到方程(4)和方程(5)。

方程(4)为1999q1—2005q3时间段:

$$EMP = -1.40046577575 + 0.00157791023234 * CPII - 2.19501454629e - 06 * CAA + 4.47758519041e - 06 * CKK - 3.35237124995e - 05 * DXDD - 0.00415517848701 * DCR + 0.107729342921 * LNEE + 0.00810266139556 * LNRERB \quad (4)$$

方程(5)为2005q3—2011q4时间段:

$$EMP = 3.21735028553 + 0.00518168778198 * CPII - 3.28047159023e - 07 * CAA + 4.63305606357e - 07 * CKK - 6.026887816e - 06 * DXDD - 0.00076064208285 * DCR - 0.0742134075674 * LNEE + 0.0906190092042 * LNRERB \quad (5)$$

比较方程(4)和方程(5),各解释变量的系数大小发生变化,且攀比效应的符号发生改变。人民币汇率形成机制改革前,攀比效应对外汇市场压力(EMP)影响是贬值压力,人民币汇率形成机制改革后对外汇市场压力(EMP)影响是升值压力,从推行汇率水平市场化,同时兼顾维稳一国货币币值稳定角度考虑,汇改后攀比效应对人民币形成升值压力,有利于我国汇率形成机制改革推行的,换一个角度说,此时推行的人民币汇率形成机制是比较恰当,可以说此时的汇率水平也是合理的。

表4中,P值也几乎为零,拒绝原假设H0,意味着在2008年第三季度的全球金融危机前后模型发生显著(下转第33页)

是推进种业科研体制创新。科研教学单位与商业化育种、与其创办的种子企业实现剥离。种业科研教学单位专心从事种业基础性、公益性研究,种子企业搞好商业化育种,两者分工明确,各司其职。促进教学科研单位加强基础性研究,种子企业加强商业化研发,建立以教学科研单位为主体的基础性公益性研究和以企业为主体的商业化育种的种业科研新体制。二是推进种业科研机制创新。主要是推进产学研相结合,即通过项目引导、品种管理、成果评价和转化等方面创新机制,搭建合作平台,促进科研单位与企业、基础性研究与商业化研发合作,鼓励商业化科研资源和人才向企业流动,强化产学研结合。进一步深化科研体制改革,整合科技创新资源,促进良种基础研究和商业育种的合理分工和密切配合,建立流动、开放、协作、竞争的资源共享利用机制和进产学研相结合的种业科研新机制。

4.扶持育繁推一体化种子企业。确立种子企业的市场主体和商业化育种主体地位,通过实施种业发展基金、生物育种、行业科技等项目,推进企业构建商业化育种体系。按照“资格认证、定期复审、优胜劣退”的原则,择优支持一批规模大、实力强、成长性好的“育繁推一体化”种子企业开展商业化育种。支持从事商业化育种的科研单位或人员进入种子企业开展商业化育种研发,发挥市场机制作用,鼓励商业化科研资源向企业流动,强化产学研结合。开辟品种审定“绿色通道”,加快企业领军人才的引进和优秀企业家的培养。

5.强化供种保障能力建设。科学规划种子生产优势区域布

局,建立并严格保护优势种子生产区。加快推动国家级种子生产基地建设。加强西北、西南、海南等优势种子科研、鉴定、育种基地的规划建设和用地保护,制定和实施甘肃杂交玉米制种、四川杂交水稻制种、海南南繁育制种三大种子基地建设规划。实施基地建设项目,加快提升种子生产设施化水平,鼓励种子企业采取与制种合作社联合协作等方式建立一批相对集中并稳定的标准化、规模化、集约化、机械化的优势种子生产基地和现代化的种子加工中心,增强种子综合生产能力。建立健全国家和省两级种子储备制度,确保农业生产用种安全。

6.强化市场监督管理。坚持依法治种,健全品种测试、审定、保护和退出制度,着力提升种子管理机构和队伍的市场监管能力,加强种子市场准入管理和监督检查,强化品种审定与新品种保护,加大品种退出力度,严格种子生产经营许可管理,加强品种管理和质量管理,搞好种子信息调度和市场监测,搞好供种余缺调剂,为种业发展创造公平竞争的良好环境。

【参考文献】

- [1] 张晓,崔建藏,李高成.浅谈我国种业发展现状、存在问题及应对策略[J].农业科技通讯,2011(6).
- [2] 董宝丽,王俊生.我国种业发展的现状和对策[J].中国农业信息,2011(11).
- [3] 苗子胜.中国种业的发展现状及对策[J].现代农业科技,2008(18).

(责任编辑: X 校对: F)

(上接第6页)变化。本文分别对时间段2005年第三季度到2008年第三季度和时间段2008年第三季度到2011年第四季度进行回归,得到方程(6)和方程(7)。

方程(6)为2005q3-2008q3时间段:

$$\begin{aligned} EMP = & 5.665309597 - 0.00934515163731 * CPII + \\ & 1.68859383013e-06 * CAA - 2.66439204306e-06 * CKK - \\ & 2.45406023945e-05 * DXDD - 0.000568092079378 * DCR - \\ & 0.0955002663506 * LNEE + 0.117618714114 * LNRERB \end{aligned} \quad (6)$$

方程(7)为2008q3-2011q4时间段:

$$\begin{aligned} EMP = & -5.375595088 + 0.014736846911 * CPII - \\ & 5.11100746239e-07 * CAA + 3.25334928442e-07 * CKK - \\ & 1.13135093568e-05 * DXDD - 0.000790153965365 * DCR + \\ & 0.250798057065 * LNEE - 0.00985568268856 * LNRERB \end{aligned} \quad (7)$$

比较方程(6)和方程(7),同样各解释变量的系数大小发生变化,物价水平、贸易额、出口、攀比效应、汇率波动率变量的符号均发生改变。人民币汇率形成机制改革前,物价水平增加对外汇市场是升值压力,危机后,物价水平增加对EMP是贬值压力,符合传统经济理论,攀比效应在金融危机前对EMP影响是升值压力,金融危机后对EMP影响是贬值压力。金融危机前汇率波动率增加是贬值压力,金融危机后是升值压力。意味着国际金融危机对中国外汇市场影响比中国推行人民币汇率形成机制改革影响更大。几个变量对外汇市场的影响直接升值与贬值质的变化,不再是简单的系数大小增加与减少。

三、结论

本文分别对4个分时间段进行回归和对整个时间段进行回归,其结果显示:各解释变量对外汇市场(EMP)的升值与贬值压力在不同的经济背景下会发生改变,在所有解释变量中,

外汇储备变动和汇率波动率系数最大,总体趋势看,伴随中国人民币汇率形成机制逐步推行,中国EMP单向升值压力得到一定的缓解,但同时增加一些不确定的因素,特别是在全球金融危机背景下,EMP升值与贬值瞬间转化的幅度过大,许多解释变量对外汇市场压力的影响直接是符号的改变,而不是系数的大小问题。在图1中显示,在2011年突然面临较大的贬值压力,EMP接近0.5。由此可以得出,在中国目前经济与金融发展水平阶段上,中国外汇市场压力对外界环境的敏感度非常大,中国人民币汇率形成机制逐步推行,是有利于中国和全球金融稳定的,也有利于中国经济平稳发展。且通过以上不同时间段以及两次稳定性检验,外汇储备对外汇市场压力(EMP)一直是升值影响,所以在推进汇率机制改革过程中会带来EMP瞬间突变情形下,一国拥有一定量的外汇储备是有利于维稳本币稳定,可以减小历史上由货币贬值而演化的货币、金融、经济危机的风险。

【参考文献】

- [1] 周兵,靳玉英,张志栋.新兴市场国家外汇市场压力影响因素研究[J].国际金融研究,2012(5).
- [2] 周阳,唐齐鸣.估计汇率形成机制的一种新方法:以人民币汇率为例[J].国际金融研究,2011(11).
- [3] 陈娟,田丰,陈创练,等.我国外汇市场压力研究——基于马尔可夫区制转换方法[J].国际金融研究,2011(6).
- [4] 陈国进,胥爱欢.外汇市场压力问题的研究综述[J].上海金融,2010(1).
- [5] Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor. Financial stability, the trilemma, and international reserves working paper 14217, 2008.

(责任编辑: X 校对: Q)