

PDF-TN2016024

2016 年 1 月香港离岸人民币空头阻击战¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 适用课程：金融理论与政策、货币理论与政策、国际金融

2. 适用对象：本案例主要为金融专业硕士开发，适合于金融专业硕士和经济、金融硕士的货币政策和国际金融等相关课程。

3. 教学目的：本案例总结 2016 年 1 月香港离岸市场人民币空头阻击战的实践，对人民币长期大幅升值后面临较大贬值压力、国际投机者唱空做空中国，中国股市汇市联袂大跌背景下，在香港离岸市场对做空人民币的空头力量进行阻击的背景、方式和影响进行深入分析，有助于学生对央行外汇市场干预的必要性、方式、影响和作用机制的理解。

具体目标分为以下 4 个方面：

（1）基于汇率决定的购买力平价理论、利率平价理论，分析理解中国经济与美国经济发展的周期阶段差异和货币政策差异对人民币汇率升值和贬值的影响。

（2）基于外汇市场供求和预期影响汇率决定的有关理论，分析理解人民币离岸市场和在岸市场的汇率决定及其相互影响，分析理解投机者在外汇市场投机获利的机理。

（3）基于汇率决定的一价定律和中国人民银行在岸市场和离岸市场的分割状

1. 本案例由复旦大学金融研究院的陈学彬撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

态，分析理解人民币离岸和在岸汇率价差的存在提供的套利机会和方式及其影响。

(4) 基于央行汇率干预理论，分析理解此次人民币离岸市场汇率市场干预的必要性、方式、影响和作用机制。

二、启发思考题

1. 在中国经济增速持续回落，美国经济逐步复苏的背景下，人民币经过长期升值后是否存在较大的贬值压力？

2. 如果人民币汇率贬值不可避免，在中国经济下滑的背景下，人民币贬值有刺激出口，阻止经济下滑的作用，中国央行在“8.11”主动贬值后，为何还要对人民币汇率贬值进行干预？

3. 在人民币离岸市场和在岸市场有所分割的背景下，投机者获利的方式和机理何在？

4. 中国央行这次对人民币汇率的干预为什么选择香港人民币离岸市场？中国央行此次对香港人民币离岸市场空头的阻击采取了那些基本措施？其作用如何？机理何在？

5. 中国央行对香港人民币离岸市场的干预是否不利于人民币国际化的推进？怎样正确理解维持人民币汇率的基本稳定与推进人民币国际化的动态关系。

三、分析思路

1. 分析在 2005 年汇改以来，人民币对美元的升值和由于主要参考美元而随美元升值而被动升值的影响。

2. 根据购买力平价理论和利率平价理论，分析中国经济近几年的增速回落，实行刺激经济的较为宽松的政策与美国经济逐步复苏，退出 QE 并加息的紧缩政策对中国的资本流动和人民币汇率变动的影响。

3. 根据中国资本管制和在岸、离岸人民币汇率市场分割的现实，分析投机者获利的方式和机理。

4. 分析在 2016 年 1 月中旬和之前中国央行对人民币汇率市场干预方式的变化和效果的差异。

5. 分析央行外汇市场干预与推进人民币国际化之间的动态协调关系。

四、理论依据与分析

(一)理论依据

汇率决定的相关理论、央行外汇市场干预理论、金融市场套利理论和预期理论、金融危机理论

(二)具体分析

1. 分析 2005 年汇改以来人民币汇率形成机制的改革及其影响。

2005 年以前,我国基本上实行的是盯住美元的固定汇率制度。由于我国改革开放初期逐步建立的出口导向型经济增长模式和 1994 年汇率双规制并轨时人民币汇率的大幅贬值,使我国的出口高速增长,并形成巨额的贸易顺差和国际收支失衡,也使我国与以美国为代表的其他国家的贸易纠纷加剧。

在此背景下,我国与 2005 年 6 月进行人民币汇率形成机制改革,建立“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”。但名义上是“参考一篮子”,实际上仍然是“爬行盯住美元”,人民币开始了对美元持续升值的过程。其间虽然由于 2008 年爆发的全球金融危机暂时中断了人民币对美元的持续升值过程,但人民币转而严格盯住美元,导致人民币随美元在危机期间大幅升值而升值。美元指数从 2008 年的最低 70.7 点上升到 2009 年的最高 89.6 点。人民币实际有效汇率则从 2005 年汇改时的 100 点上升到 2009 年 3 月的 129 点(复旦人民币汇率指数²),升值幅度达 29%。以后随美元指数的回落而有所回落。但 2010 年 7 月我国重启汇改,再次开始了对美元缓慢持续升值的进程。

到 2015 年“8.11 汇改”之前,人民币汇率制度虽然有过几次调整,逐步扩大了人民币对美元的浮动幅度限制,1994 年是 0.3%,2007 年扩大为 0.5%,2012 年 4 月 16 日扩大为 1%,2014 年 3 月 17 日扩大至 2%。但关键的人民币对美元中间价的形成机制,中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向外汇市场做市商询价,并将全部做市商报价作为人民币对美元汇率中间价的计算样本,去掉最高和最低报价后,将剩余做市商报价加权平均,得到当日人民币对美元汇率中

² <http://ifsfd.fudan.edu.cn/fdurmb/indexchart1.jsp>。

间价，权重由交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。由于报价方及其权重并未公开，央行实际通过对中间价的制定影响人民币汇率的走势。因此，曾经多次出现人民币兑美元汇率连续出现跌停板，而人民币兑美元中间价不降反升和相反的现象。这也常常成为美国等指责我国操纵人民币汇率的“把柄”。

人民币这种几乎盯住美元的汇率形成机制，导致对美元，特别是随美元对其它货币大幅升值（如图 所示）。根据根据清算银行贬值的各种货币的实际有效汇率，人民币 2005 年至 2015 年 7 月升值 59.6%，而同期美元仅升值 7.2%。特别是在 2013 年下半年到 2014 年初，由于美国退出 QE 导致大量资金从新兴市场国家流出引起的这些国家的货币大幅贬值，美元和人民币均大幅升值。人民币实际有效汇率从 2014 年 6 月的 113.5 上升到 2015 年 3 月的 130.6，短短 9 个月升值 15.%。这种快速大幅的升值，对中国出口产品竞争力必然带来较大的不利影响。特别是在中国和世界经济都处在持续低迷的时候。



图 9 人民币兑美元汇率与人民币和美元实际有效汇率

为增强中间价的市场化程度和基准性，2015 年 8 月 11 日人民银行完善人民币兑美元汇率中间价报价机制。按照这一机制，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。中间价报价机制的完善使得人民币兑美元汇率中间价更能反映外汇市场供求力量变化，参照一篮子货币进行调节，提高了中间价报价的合理性。

根据中国外汇交易中心的统计,从 8.11 汇改以来 5 个月的运行情况看,人民币兑美元汇率中间价与上日银行间外汇市场收盘汇率的一致性非常高。人民币兑美元汇率中间价与上日银行间外汇市场收盘汇率的点差大多数时间都保持在 50 个基点以内,最低时甚至仅有 1 个基点。2015 年 8 月 11 日至 2015 年末,两者平均点差为 33 个基点,比 2015 年初至 2015 年 8 月 10 日的平均点差大幅下降了 874 个基点。人民币兑美元汇率中间价与市场汇率之间的偏差得到了有效校正,中间价的市场化程度和基准性显著提高³。

“8.11”汇改使人民币兑美元汇率中间价的形成更加市场化,中央银行通过中间价形成的干预来控制汇率走势的能力也大幅下降。人民币汇率形成机制更多的参考一篮子货币而非盯住美元,将使人民币汇率走势不仅能够更加灵活的反映外汇市场的供求状况,而且能够更好的反映人民币实际购买力的变动情况。这对于维持中国经济的国际市场相对价格竞争力也将是有利的。

2. 根据购买力平价理论、利率平价理论、预期理论和国际收支理论分析目前人民币汇率是否存在较大的贬值压力。

“8.11”汇改以前,人民币实际盯住美元的结果是导致人民币汇率不能真实的反映我国经济和世界经济的变化,以及其相对购买力和外汇市场供求的变化,导致人民币的过度升值。

(1) 根据购买力平价理论,两国货币的汇率是由两国货币的购买力决定的。而一国货币的购买力是由该国发行的货币与其可交换的商品和劳务的总量之比决定的。流通中的货币 M2 与 GDP 的比率在一定程度上反映了一国货币的长期购买力。从图 1 可见,中国 M2/GDP 的比率 2015 年已经超过 200%,而美国则不及 70%。人民币的国际化程度远比美元低,人民币的国内和国际购买力显然都存在较大的高估。现在经济衰退,通货紧缩时期,购买力高估的现象并未在通货膨胀上表现出来。但当经济走出衰退时,大量超发的货币必然吹起资产价格泡沫,带来严重通货膨胀。

³中国货币网特约评论员文章,2015 年人民币兑美元汇率中间价更加市场化,2016-01-07 17:27:41

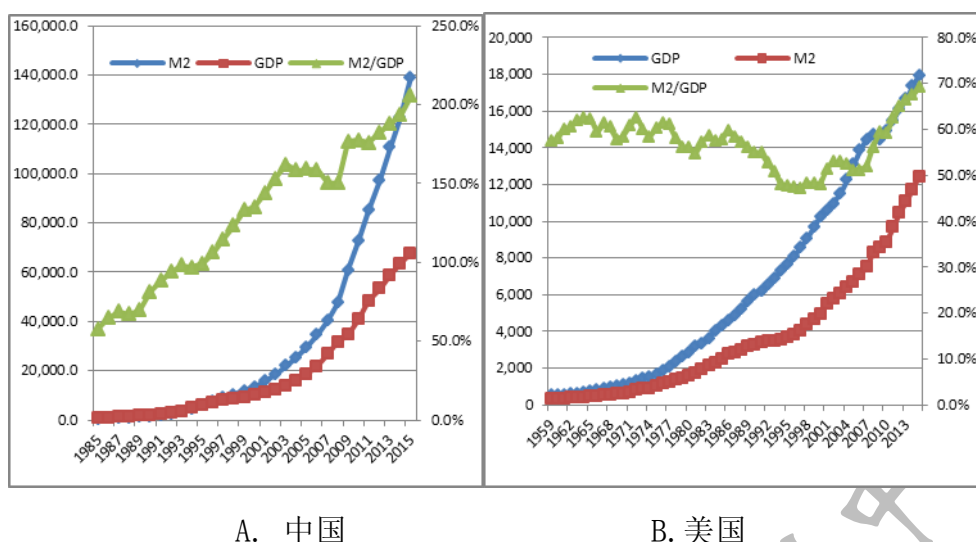


图 10 中国和美国的 M2 与 GDP 比率

(2) 根据经济周期理论，中国经济和美国经济目前分别处在经济周期的不同阶段，如图 所示。美国经济在 2008 年全球经济危机以来经过了长达 6 年多的低位调整，目前已经开始逐步走出低谷，处在缓慢回升阶段。而中国经济在 2008 年全球经济危机期间 4 万亿的财政货币宽松政策措施的刺激下，虽然经历了一个短暂的快速复苏，但很快就陷入了经济增速持续下滑的衰退阶段。目前仍然处在筑底的萧条阶段。

美国经济在复苏阶段需要逐步退出以前刺激经济的宽松政策，并逐步开始紧缩（加息）。这导致前期量化宽松时期大量流入新兴市场经济国家的货币迅速地想美国回流。使这些国家的货币出现快速贬值，而美元则呈现快速升值。美国作为世界第一大经济体，其货币政策具有巨大的溢出效应。

中国经济处在衰退萧条阶段，需要实行较为宽松的政策刺激经济。尽管我国不会再实行 4 万亿类型的极度宽松政策来刺激经济，而着重进行“调结构，促转型”，但经济的转型需要一个适度宽松的宏观和微观经济环境。保持适度的经济增速是顺利推进经济转型的良好条件。为创造这样的条件，中国经济需要适度宽松的货币政策。降息和降准，增加货币供应，降低融资成本是必然选择。

(3) 根据利率平价理论，利率上升的国家货币将升值，利率下降的国家货币将贬值。

根据市场供求理论，在其它条件不变的情况下，增加货币供应本币将贬值，

减少货币供应本币将升值。因此，实行宽松的货币政策，不管是降息还是降准，都会增加人民币贬值的压力。特别是在人民币长期过度升值，存在一定币值高估的情况下，宽松的货币政策更加大人民币贬值的压力。

（4）根据预期理论，汇率变动预期对于其汇率趋势变动具有正反馈强化趋势的作用。货币贬值预期一旦形成，它将加剧货币的贬值。

这也是在 2015 年“8.11”人民币汇率经过较大的震荡冲击以后，中国央行比较慎用降准、降息的一般性政策工具，而更多的采用借贷便利、定向降准，差别准备金动态调整等结构性宽松政策的原因之一。

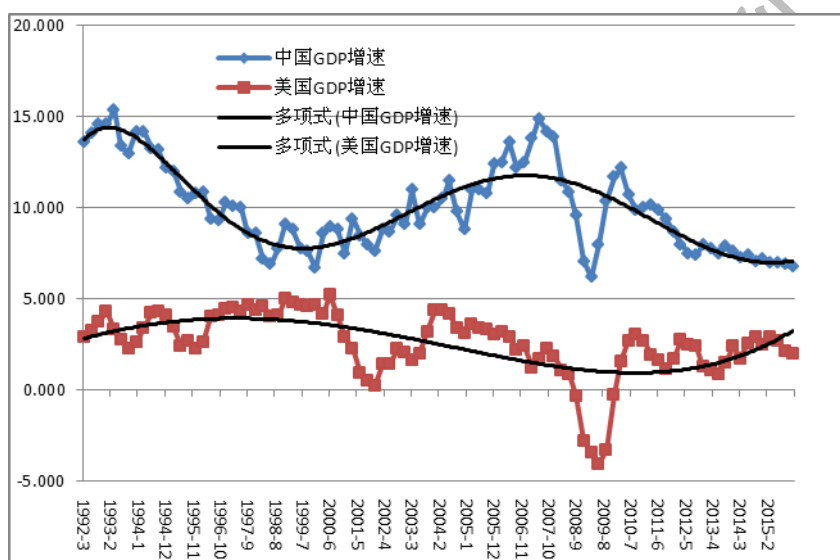


图 11 中美两国 GDP 增速波动周期比较

3. 根据预期理论分析人民币一次到位快速贬值与缓慢逐步贬值的影响

既然目前人民币存在贬值压力，那么应该怎样释放这种贬值压力的代价最小？争论的观点众多，基本的为一步到位的快速贬值和缓慢逐步贬值。

（1）一步到位快速贬值

该种观点认为，如果人民币小幅持续贬值，必然会形成贬值预期和套利行为，从而导致资本的大量流出，中国改革开放几十年积累的宝贵的外汇储备也将消耗殆尽，对中国经济带来不利冲击。如果一步到位的快速贬值，虽然对经济会带来短期冲击，但却可以较好地避免投机者的套利行为和抑制资本的持续流出。长痛不如短痛。

（2）缓慢逐步贬值

反对一步到位的观点认为，一步到位的“位”在哪里？贬 20%还是 30%？当你一步贬了 20%，人们形成人民币将大幅贬值的预期，可能形成抛售人民币的风潮，人民币贬值可能就难以控制，并对股票市场和金融体系带来灾难性的冲击。如当年前苏联解体后的俄罗斯卢布面临的恶性贬值等。缓慢贬值虽然给资本外流留下时间，但是，在贬值幅度不大的情况下，大多数资金并不会选择外逃，而且在人民币利率仍然高于美元利率相当幅度，人民币贬值幅度如果小于境内外存款利差的话，换汇并不能带来多少收益。同时中国仍然存在一定程度的资本管制，缓慢贬值并不会带来资本大规模的外流。因此，主张人民币应该缓慢逐步贬值，以减少贬值对中国金融体系和国民经济的不利冲击。

中国央行曾经想一步到位，快速贬值，不给投机者盈利的空间。但“8.11”的大幅贬值刚启动，就在国内外金融市场引起轩然大波。大跌 2000 多点后政府花巨资救市后刚企稳的股市再次暴跌，国际市场也随之大幅动荡。人民币的快速贬值行为遭到国际社会的质疑和指责。中国央行被迫放弃快速贬值计划而在市场进行大规模干预，以维持人民币汇率的稳定。在人民币率基本稳定并略有升值的背景下，中国股市也在第二次暴跌后开始筑底回升。动荡的中国金融市场开始稳定。

这显示了汇率市场与其它金融市场的巨大影响。快速贬值带来的冲击可能是中国金融体系甚至整个国民经济都是难以承受的。因此，央行被迫在金融市场初步稳定后选择了小步慢走的贬值策略。但在 2016 年初人民币汇率在离岸市场的带领下突然加速贬值，并伴随着国内股票市场的暴跌，随时有引发系统性危机的风险，不得不引起中国政府的高度重视，并采取相应的对策。

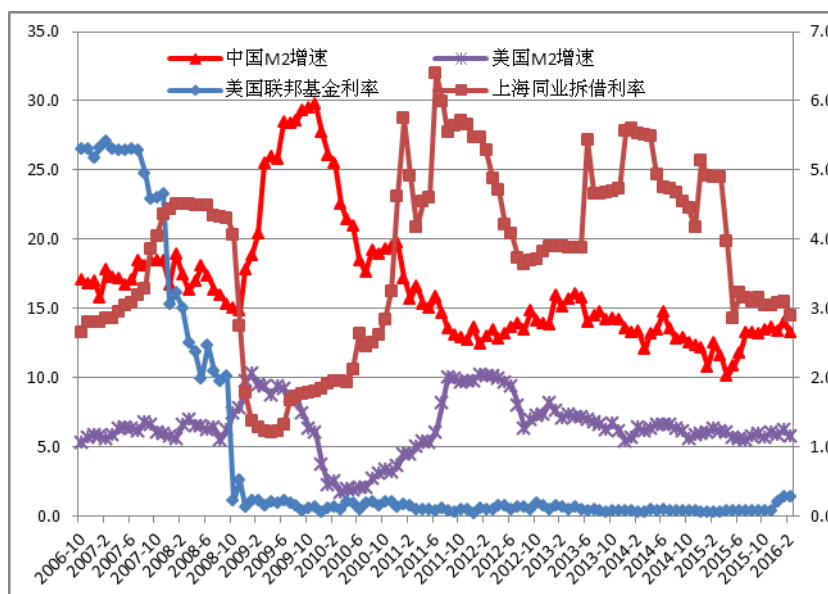


图 12 中美两国利率和货币供应量变动

4. 根据一价定律和中国资本管制和在岸、离岸人民币汇率市场分割的现实，分析投机者获利的方式和机理。

（1）人民币汇率的跨境套利

根据一价定律，由于市场套利行为的存在，同一种货币在不同市场的汇率将趋于一致。这就是国际货币在全球许多不同的地方都在交易，但在同一时间其汇率相差不大的原因。但是，一价定律作用的前提是资金能够自由流动，跨境交易不受限制。

中国经过 30 多年的改革开放，经常项目已经完全放开，资本项目大部分也已经放开，特别是配合人民币国际化战略的推进，资本项目开放正在逐步推进。但为了维持一国金融体系的未定，避免国际游资的大力冲击，我国对跨境资本流动仍有相当多的限制。特别是在 2015 年下半年，人民币汇率出现大幅震荡以后，对资本项目的管制有所加强。

前几年，随着人民币国际化的快速推进，在香港、伦敦、新加坡、纽约和台湾等地逐步形成了一定规模的人民币离岸市场。特别是在香港，人民币存款大幅增长，2014 年底香港人民币存款余额超过 1 万亿元人民币，与 2010 年初的 640 亿元人民币相比，5 年增长 156%。2012 年香港交易所推出了美元兑人民币（香港）期货合约。2015 年 8 月 12 日的合约成交量达 8061 张合约（名义价值为 8.1 亿美

元)，未平仓合约最高达 4200 多张（名义价值 43 亿美元），2016 年 1 月则达到 6500 多张。离岸人民币汇率 CNH 成为反映人民币离岸市场价格的重要标杆。

这几年人民币在岸市场虽然也快速发展，允许境内商业银行和具有相应资格的非银行金融机构及非金融机构进入银行间外汇市场交易，对境外投资者进入境内资本市场投资，境内投资者到境外进行资本市场投资进行资格管理和额度管理，对个人结售汇实行额度管理。因此，在岸和离岸人民币市场处在一定程度的分割状态。在岸和离岸的套利在一定程度上受到限制，从而使两个市场的人民币汇率经常出现不一致的现象，经常出现一定幅度的汇差。这也为投机者进行跨境套利提供了机会。从图 13 可见，大多数情况下，人民币离岸在岸市场汇差都在 100 个基点以内，扣掉交易成本，套利可见基本没有。但在一些市场波动的极端情况下，特别是 2011 年 6-7 月和 2015 年 8 月以后，频繁出现 500 个基点上的汇差，最高甚至超过 1200 多点。这就为跨境套利者提供了巨大的套利空间。

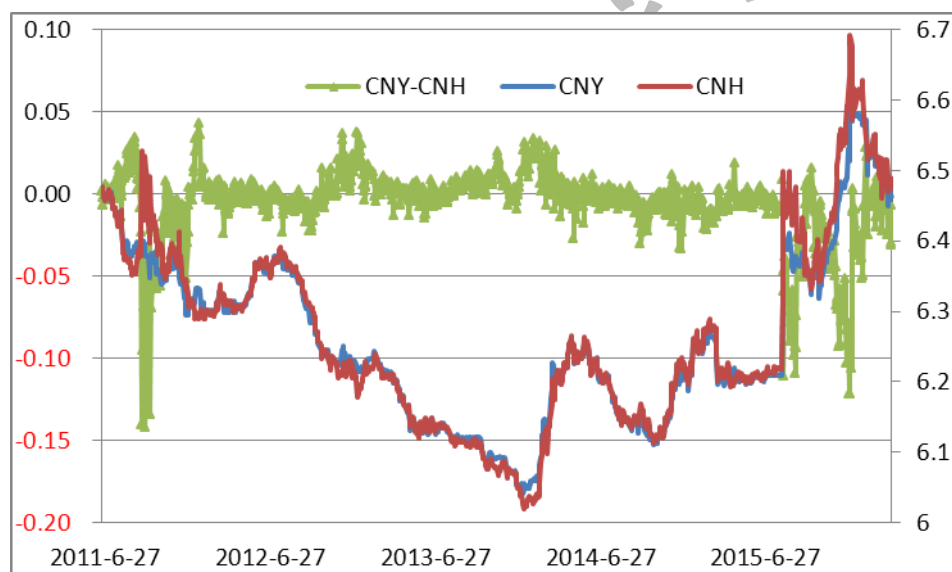


图 13 人民币汇率离岸与在岸汇差变动

（2）人民币资金利率的跨境套利

由于离岸市场和在岸市场一定程度的分割，不仅为投机者在外汇市场套利创造了空间，而且也为投机者在信贷市场套利提供了空间。

从图 可见，人民币在岸与离岸拆借利率价差（SHIBOR-HIBOR）在 2014 年前为正息差，从香港借入人民币到内地可以获得 2-3 个百分点的套利收益。而随

着中国经济增速下滑，基准利率的不断下调和美国退出 QE 和加息，息差逐步由正变负。这时一些金融机构则开始在境内借入人民币资金到境外，以获取套利收益。

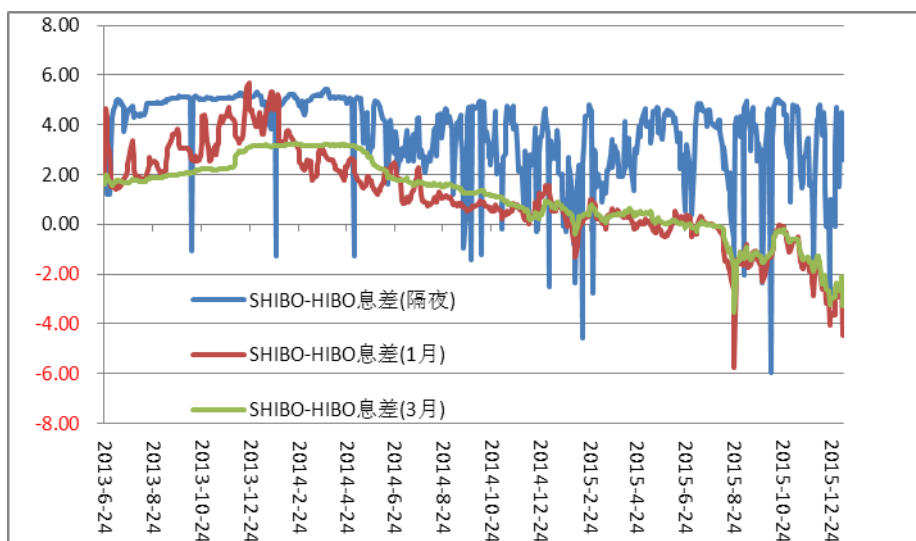


图 14 人民币离岸与在岸息差变动

中国虽然对资本流动进行一定程度的管制，但出于推进人民币国际化的需要，对人民币的跨境流动的管理则相对较松。一些在境内外设有分支机构的金融机构，则利用总行与分行的内部资金调动，进行短期资金跨境套利。

（3）做多或做空人民币获利

在人民币升值的时候，由于境内人民币利率比境外高，人民币利率比外币利率高，做多人民币可以获得双重利润：息差和汇差。因此曾经吸引了大量境外外币资金兑换为人民币资产。这既推动人民币的进一步升值，又使境外人民币资产迅速增长，有利于人民币的国际化。

在人民币贬值的时候，做空人民币可以获得人民币贬值的好处。特别是在人民币币值有一定程度的高估，“8.11”汇改央行主动让人民币贬值，被外界视为中国央行释放的允许人民币贬值的信号，人民币贬值预期加强，境内外做空人民币的力量大幅增加。他们的做空行为，通过强化人民币贬值预期的正反馈作用，可能推动人民币的大幅贬值，从而从中获得巨大收益。

由于中国对资本流动和外汇交易有较为严格的管理，在在岸市场大肆做空人民币受到限制。而离岸市场上这种限制完全没有，投机者可以任意做空人民币。通过在离岸市场打压人民币汇率，扩大离岸和在岸的人民币汇率价差，再通过两

个途径将人民币在离岸市场的贬值传导到在岸市场，从而推动人民币的进一步贬值：

其一，通过扩大离岸在岸人民币汇率的价差，为跨境套利者制造更大的套利空间，激励他们进行大规模的跨境套利，从而打压境内人民币汇率，同时消耗国家的外汇储备，强化人民币贬值预期。

其二，通过离岸市场率先贬值的示范作用释放的贬值信号强化贬值预期，引导境内的企业和公众加入做空人民币的队伍，推动在岸人民币的跟随贬值。同时也消耗国家的外汇储备，强化人民币贬值预期。

一些商业银行为了获取境内外人民币利差收益，对境外大量输送人民币（银行放水）：据了解境内中资银行系统内跨境上存下放是通的，比如中资总行可以下存或拆放其所辖香港分行（非港中银独立法人机构）。央行通过卖出美元抽回的人民币，通过改变跨境人民币政策收回跨境同业融资和 RQDII 的人民币（央行抽水），又被境内银行通过给境外分支机构下存和拆放抵消。应对央行抽水银行放水格局建议从改变银行放水着手，而非改变跨境人民币政策和消耗外储。在岸银行为了收取离岸高利息，当上了境外银行“最终贷款人”，对境外银行扮演了央行公开市场操作的“逆回购”角色。境内银行系统内跨境人民币存放建议纳入准备金管理，或纳入跨境管理，比照现有跨境同业融资政策，根据境内外人民币利差大小征收不同比率的保证金，抑制其套利冲动。当短期收缩离岸市场人民币供给后，境外人民币利率可能进一步上升，它有利于抑制离岸市场做空人民币的行为，但可能诱使更多的境内人民币流出套利。因此，应该根据境内外人民币利差及时调整人民币跨境流出的保证金比率。

5. 分析中国央行在香港离岸人民币市场对空头的全面阻击

在 2014 年以来，中国央行为了稳定人民币汇率，在在岸市场和离岸市场均进行了相当规模的干预，虽然在一定程度上稳定了人民币汇率，但外汇储备的消耗巨大。外汇储备从 2014 年 6 月的 39932 亿美元下降到 2015 年底的 33304 亿美元，减少 6628.5 亿美元。加上同期经常项目顺差 5045 亿美元，直接投资顺差 1400 亿美元，实际资本流出高达 13069 亿美元。

在香港离岸市场的人民币存款，最高时只有 1 万亿元。央行如果全部将其买下，也仅需要 1500 多亿美元，对于中国近 4 万亿美元的外汇储备来说，应该是

小菜一碟。但在过去的干预中效果并不佳，其原因何在？

从前面分析可见，在离岸市场做空人民币是目前国际投机者的最优选择。但是，在离岸市场做空人民币获利需要两个条件：一个是需要能够借到足够的人民币在离岸市场抛售，将人民币汇率打压下去；另一个是人民币的融资成本要足够低，使人民币贬值带来的毛利不仅能够覆盖其融资成本，而且还能有盈利。从图 6 可见，尽管在 2015 年 8 月以来，香港的人民币存款有加到幅度的回落，但总体仍维持在 8500 亿元以上的水平。而在 2014 年以来香港人民币同业拆借的短期利率就大幅波动，而且中长期利率也开始上升，但基本维持在 4-5% 的水平。这说明香港的人民币仍然具有较为充足的供应。

特别是在中国大力推动人民币国际化的背景下，“8.11”冲击以来央行虽然加紧了对资本流出的监管，但主要是对外汇流出的控制，而对人民币的流出控制较松。特别是境外人民币资金利率已经高于境内资金利率的情况下，一些境内金融机构利用其在境内外分支机构之间的人民币资金调动进行短期资金套利。这就为香港离岸市场的投机资金做空人民币提供了源源不断的弹药供给。因此，要提高央行在香港人民币离岸市场的干预效果，必须阻断其投机者做空的人民币资金来源。

五、关键点

1. **关键点：**本案例结合理论分析人民币在盯住美元的汇率形成机制下过度升值后，与美元脱钩的贬值过程中，遭受离岸市场做空力量攻击和央行对做空力量的阻击行动，探讨人民币是否存在较大贬值压力？如何较好地释放这种贬值压力？投机者怎样做空人民币？央行怎样阻击做空者，效果如何？

2. **关键知识点：**利用汇率决定、汇率干预和汇率影响的相关理论以及资本管制、货币国际化的相关理论，分析人民币汇率形成机制改革，资本项目开放，人民币国际化，离岸与在岸市场的部分分割，中美经济周期阶段的背离，对人民币升值贬值过程的影响，对投机力量做空方式和路径的影响，以及中国央行干预的方式和效果的影响，加深其对相关理论和作用机制的理解。

3. **能力点：**微观与宏观结合的分析与综合能力，解决实际问题的能力。

六、案例的后续进展

在经过1月中旬对离岸人民币空头的阻击以后，中国人民银行又采取了一系列的维持人民币汇率稳定的措施。

央行加强了与社会的政策意图沟通，更好地引导公众预期，提高政策效果。中国人民银行行长周小川接受《财新周刊》记者的采访，在G20和其他国际会议上就人民币汇率形成机制的改革、人民币汇率的稳定和国际资本的流动等问题进一步阐明了中国人民银行的立场。

中国外汇交易中心连续公布人民币汇率指数CFETS和相关的分析报告，阐述参考一篮子货币的人民币汇率形成机制的具体操作，以及近期人民币汇率的实际变动与人民币汇率指数的关系⁴，以更好的引导公众预期。

中国人民银行加强了对境外金融机构跨境资金流动的管理。2014年12月，中国人民银行发布银发〔2014〕387号文，规定将境外金融机构在境内金融机构存放纳入存款准备金交付范围，存款准备金率暂定为零。中国人民银行决定，自2016年1月25日起，对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率政策。对境外金融机构境内存放执行正常存款准备金率，建立了对跨境人民币资金流动进行逆周期调节的长效机制，是完善宏观审慎政策框架的一项重要措施，有助于抑制跨境人民币资金流动的顺周期行为，引导境外金融机构加强人民币流动性管理，促进境外金融机构稳健经营，防范宏观金融风险，维护金融稳定⁵。

七、建议课堂计划

本案例可以作为汇率理论和政策章节学习的专门案例讨论课来进行，如下为按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

⁴明确参考一篮子货币，有管理的浮动汇率形成机制在人民币对美元汇率中间价形成中的具体含义。认为近期人民币兑美元汇率中间价形成机制的“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”特征更为清晰。所谓“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”是指做市商在上日收盘汇率的基础上，直接加上保持人民币对一篮子货币汇率24小时稳定所要求的人民币对美元双边调整幅度，按此进行中间价报价。做市商在报价时，既考虑CFETS人民币汇率指数，也会参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数，以剔除篮子货币汇率变化中的噪音，在国际市场波动加大时，还有一定的过滤器作用。

⁵中国人民银行决定对境外金融机构境内存放执行正常存款准备金率，

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3005572/index.html>, 2016-01-18 09:29:30

整个案例课的课堂时间控制在 120-145 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。分组讨论（60 分钟），准备发言 PPT

课中计划：

课堂前言（2-5 分钟）简单扼要、明确主题

小组发言（每组 15 分钟）幻灯片辅助，控制在 90 分钟

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15-20 分钟）

课后计划：请学学生上网搜索该案例的相关信息资料，尤其最新信息，采用报告形式给出更加具体的解决方案，或写出案例分析报告（1000-1500 字）；如果对此案例有兴趣跟踪，建议进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。

参考文献

- [1] 贝乐斯, 人民币反击战为何要在香港开打, 空头被虐惨了!
<http://www.idianku.com/html/20160125/012513L5H016.html>, 2016-01-14。
- [2] 凤凰网财经 > iMarkets, 人民币反击战与 1998 年香港打击索罗斯手法如出一辙,
http://finance.ifeng.com/a/20160113/14164539_0.shtml。
- [3] 黄晟俊, “中国溃败! 人民币贬值势不可挡”。中金网,
<http://news.cngold.com.cn/20160106d1903n60925963.html>, 2016 年 01 月 06 日 15:08。
- [4] 和讯外汇, 中国央行阻击人民币空头,
<http://forex.hexun.com/2016-01-13/181781010.html>, 2016-01-13 14:44:55。
- [5] 仇烨, 鱼与熊掌的选择: 控制人民币汇率还是推动人民币国际化? 老虎财经, <http://www.laohucaijing.com/news/113469/>, 2016-01-16。
- [6] 沈建光, 稳定的人民币汇率能持续多久? 201,
http://www.cs.com.cn/sylm/zjyl_1/201604/t20160411_4944095.html, 2016-4-10。
- [7] 雪啸晴, 空前大屠杀! 央行打爆人民币空头!
http://www.360doc.com/content/16/0116/09/1014159_528326621.shtml, 2016-1-16。
- [8] 央行严控跨境人民币资金: 可以进 不准出! 外汇头条,
<http://www.sinotf.com/GB/News/1001/2016-01-19/0NMDAwMDE5NzA0NQ.html>, 2016-01-19 23:10:27。
- [9] 中国人民银行周小川行长接受《财新周刊》专访节选, 中国人民银行网站, 沟通交流,
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3016856/index.html>, 2016-02-13 19:01:27。
- [10] 中国货币网特约评论员文章“2015 年人民币汇率对一篮子货币保持基本稳定” 中国人民银行网站: 沟通交流,
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3001858/index.html>, 2016-01-07 11:04:45。
- [11] 仲晏晏, 美国进入加息周期对中国经济金融的负面影响及对策, 《经济期刊》, 2015(10):37-37。