

PDF-TN2015001

## 央行对战空头：2016 年初人民币汇率保卫战<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

##### 1. 适用课程

本案例适合《金融理论与政策》课程的案例教学，也可以应用于《国际金融学》、《金融危机案例》等课程。

##### 2. 适用对象

本案例适用于金融专硕、金融学硕研究生。

##### 3. 本案例教学目标规划

(1) 覆盖知识点：本案例在《金融理论与政策》课程主要覆盖的知识点有：

- 汇率制度
- 汇率影响因素
- 离岸金融市场和在岸金融市场
- 与外汇相关的远期、期权、互换等金融衍生产品
- 外汇市场干预

(2) 能力训练点：本案例在《金融理论与政策》课程的能力训练点有：

- 明确浮动汇率制度和固定汇率制度的区别，区分不同汇率制度下

---

1 本案例由辽宁大学经济学院的罗春婵撰写，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。

的汇率形成机制；

- 掌握从经济增长、利率差异、国际收支、预期等角度分析影响汇率变动的因素；

- 明确离岸金融市场和在岸金融市场之间的关系，特别是人民币离岸价与在岸价、中间价之间的关系；

- 以金融衍生产品交易为基础，清楚国际游资通过何种机制对离岸人民币进行做空；

- 在本币存在贬值压力的条件下，掌握中央银行进行干预的手段和措施，了解手段和措施的局限性。

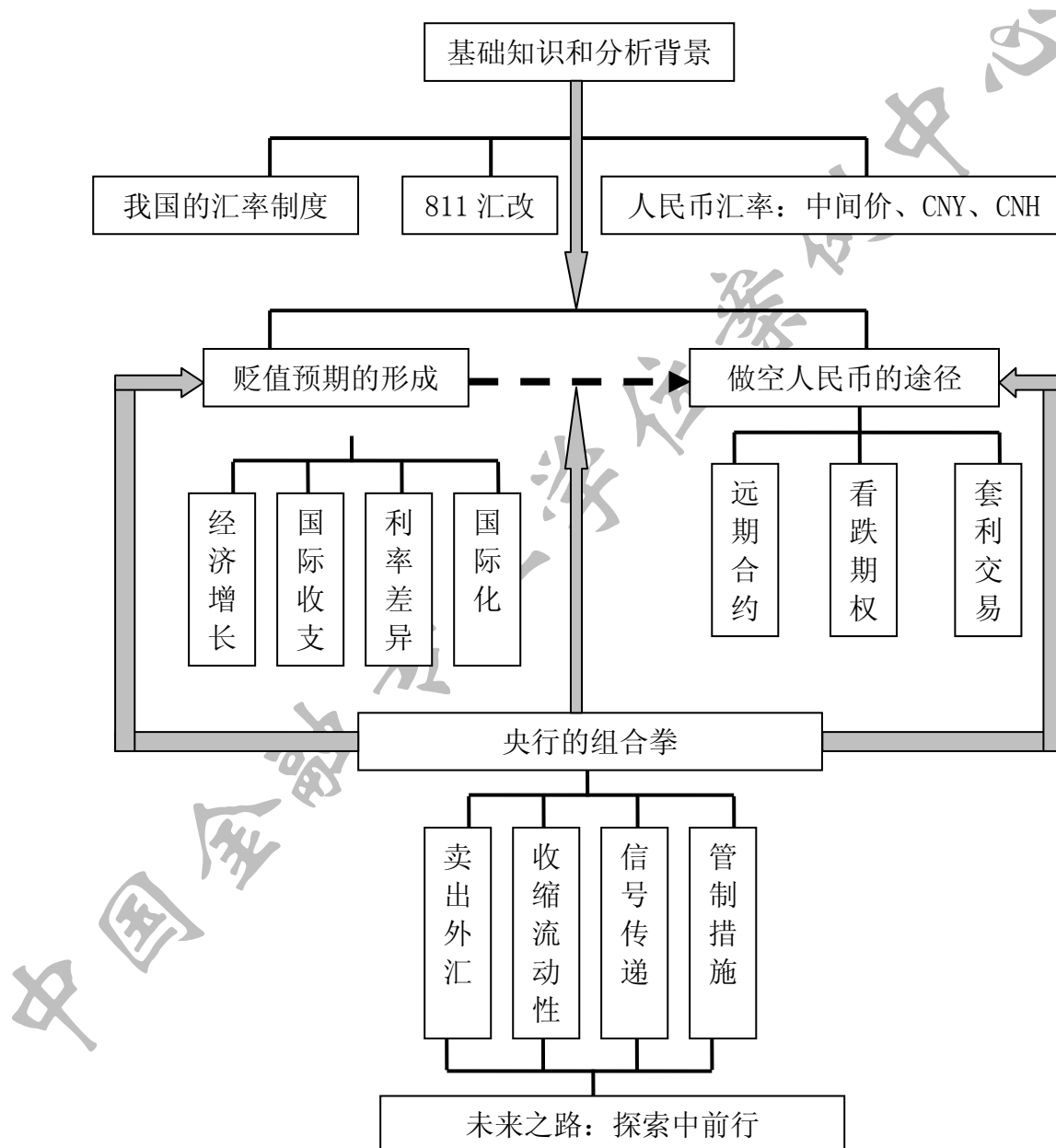
## 二、 启发思考题

本案例的启发思考题主要对应的是案例教学目标的知识传递目标，启发思考题与案例同时布置，另外要让学生尽量在课前阅读熟悉相关知识点。因此在案例讨论前需要布置学生阅读教材中汇率制度、国际金融市场、汇率决定理论、汇率政策等内容。启发思考题如下？

1. 什么是汇率？人民币对美元存在几种汇率？
2. 什么是汇率制度？我国实行何种汇率制度？为什么将 811 的汇率变动称为“新汇改”？
3. 在 811 之后，为什么 CNY 与 CNH 的价差增大？人民币加入 SDR 篮子对人民币汇率产生何种影响？
4. 通过何种途径国际游资做空人民币能够获得收益？空头方获得收益的条件是什么？
5. 中央银行调控汇率的基本手段是什么？在本次人民币保卫战中，我国中央银行采取了哪些应对措施？效果如何？有何负向效应？

### 三、分析思路

案例分析的基本思路是以 2015 年 811 汇改之后在岸人民币汇率和离岸人民币汇率的变动为基础，围绕着中央银行如何稳定人民币汇率这一核心问题进行分析。保卫人民币的措施包括两个方面：应对贬值预期和应对空头冲击。具体分析思路如下图所示。



## 四、理论依据与分析

以理论为依据,结合我国的实际情况进行分析,进而对启发思考题进行回答。

### (一) 启发思考题 1 的理论依据与分析

#### 1. 汇率的概念

“汇率”亦称“外汇行市”或“汇价”，是一国货币兑换另一国货币的比率，是以一种货币表示另一种货币的价格。

#### 2. 汇率的种类

按照不同的分类标准可以分为固定汇率和浮动汇率；基本汇率和套算汇率；买入汇率、卖出汇率、中间汇率和现钞汇率；电汇汇率、信汇汇率和票汇汇率；官方汇率和市场汇率；即期汇率和远期汇率；开盘汇率和收盘汇率。其中，官方汇率是指国家机构(财政部、中央银行或外汇管理当局)公布的汇率；市场汇率是指在自由外汇市场上买卖外汇的实际汇率；即期汇率也叫现汇汇率，是指买卖外汇双方成交当天或两天以内进行交割的汇率；远期汇率是在未来一定时期进行交割，而事先由买卖双方签订合同、达成协议的汇率；开盘汇率又叫开盘价，是外汇银行在一个营业日刚开始营业时进行外汇买卖使用的汇率。收盘汇率又称收盘价，是外汇银行在一个营业日的外汇交易终了时使用的汇率。

#### 3. 标价方法

主要存在两种标价方法。一种是直接标价法，又叫应付标价法，是以一定单位（1、100、1000、10000）的外国货币为标准来计算应付付出多少单位本国货币。在国际外汇市场上，包括中国在内的世界上绝大多数国家目前都采用直接标价法。如日元兑美元汇率为 119.05 即 1 美元兑 119.05 日元。另一种是间接标价法，又称应收标价法。它是以一定单位（如 1 个单位）的本国货币为标准，来计算应收若干单位的外汇货币。在国际外汇市场上，欧元、英镑、澳元等均为间接标价法。如欧元兑美元汇率为 0.9705 即 1 欧元兑 0.9705 美元。如果一定数额的本币能兑换的外币数额比前期少，这表明外币币值上升，本币币值下降，即外汇汇率下跌；反之，如果一定数额的本币能兑换的外币数额比前期多，则说明外币币值下降、本币币值上升，即外汇汇率上升，即外汇的价值和汇率的升降成反比。

因此，间接标价法与直接标价法相反。

#### 4. 离岸金融市场和汇率离岸价

国际金融市场是从事各种国际金融业务活动的场所。按照性质不同，可以分为传统国际金融市场和离岸金融市场。在离岸金融市场上，其交易涉及所有可自由兑换的货币，大部分交易是在市场所在国的非居民之间进行的，业务活动也不受任何国家金融体系规章制度的管辖。因此，与在岸金融市场相比，离岸金融市场具有市场范围广阔、规模巨大、资金实力雄厚、非居民交易、管制和约束少、利率体系独立等特点。

伴随着我国人民币贸易和人民币国际化的发展，在香港、新加坡等地逐渐形成了离岸人民币市场。在离岸人民币市场主要经营中国大陆境外人民币的存放款业务。由于在资本项下，人民币没有完全可兑换，因此，人民币离岸市场和在岸市场是有分隔的。在在岸市场上，实行以中间价为基准的在岸价（CNY）；在离岸市场上，实行不受约束、市场供求关系决定的离岸价（CNH）。换句话说，中间价是指我国中央银行每日早上9点15分公布的当天人民币基准汇率，是“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”。以中间价为基准，汇率以每日2%的波幅上下波动，形成了市场的即期汇率，即在岸价，由我国中央银行授权中国外汇交易中心公布。另外，与中间价和在岸价受到制度约束不同，在离岸人民币市场上也存在人民币汇率，该汇率完全由市场供求决定，不受单日波幅2%的制约，即离岸价（CNH）。

离岸价具有以下特点：

第一，离岸价对超预期的经济数据反应更强烈。当经济数据超预期时，离岸价会第一时间反映市场对经济预期的调整。

第二，离岸和在岸两地流动性差异会影响人民币汇率差价。一方面，当离岸人民币市场中人民币的流动性恶化时，离岸人民币升值压力上升，当CNH比CNY强时，价差上升；另一方面，当离岸人民币市场中美元的流动性恶化时，离岸人民币贬值压力上升，价差下降。

第三，国际金融市场的冲击，尤其是海外投资者风险偏好的变化，对离岸价

的影响更大，因此，在国际金融市场较动荡的时候，在岸价和离岸价通常也会出现较明显的价差。

在我国，人民币在岸和离岸市场是靠三座桥梁来联系的：第一，贸易项目，基本上中国的对外贸易，包括货品和服务，都可以选择以人民币结算和自由跨境流进流出；第二，直接投资，自 2014 年 1 月开始，内地企业可以将人民币从境内汇出，作为海外直接投资之用；第三，金融市场，通过 RQFII 和沪港通等渠道进行流通。

## （二）启发思考题 2 的理论依据与分析

### 1. 汇率制度

汇率制度，又称汇率安排，是一国货币当局对本国汇率的形成和变动机制所做出的一系列安排和规定。主要包括固定汇率制度和浮动汇率制度。固定汇率是指将某一国货币与另一国货币的兑换比率固定的汇率，这种制度规定汇率波动只能限制在一定范围内，并由货币当局实施干预来保证汇率的稳定。浮动汇率是固定汇率的对称，指只根据市场供求关系自由波动，货币当局不进行干涉的汇率。就浮动形式而言，如果政府对汇率波动不加干预，完全由供求关系决定汇率，称为自由浮动，如果政府对汇率波动进行干预，称为管理浮动。

### 2. 我国的汇率制度

2005 年的汇率制度改革后，我国确立了以市场供求为基础的、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，是一种管理浮动制度。

### 3. 811 汇改的核心内容

改变我国汇率的中间价以前日的收盘价为基准，将做市商的预期纳入考虑因素，“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”确定中间价的报价机制。

## （三）启发思考题 3 的理论依据与分析

### 1. 汇率决定理论

在信用本位制下，汇率决定理论主要包括

①购买力平价理论。该理论认为，两种货币间的汇率决定于两国货币各自所

具有的购买力之比（绝对购买力平价学说），汇率的变动也取决于两国货币购买力的变动（相对购买力平价学说）。

②利率平价理论。该理论认为，两国之间的即期汇率与远期汇率的关系与两国的利率有密切的联系。该理论的主要出发点，就是投资者投资于国内所得到的短期利率收益应该与按即期汇率折成外汇在国外投资并按远期汇率买回该国货币所得到的短期投资收益相等。一旦出现由于两国利率之差引起的投资收益的差异，投资者就会进行套利活动，其结果是使远期汇率固定在某一特定的均衡水平。利率平价理论可分为套补的利率平价和非套补的利率平价。套补的利率平价的经济含义是汇率的远期升贴水平等于两国货币利率之差；非套补的利率平价的经济含义是远期的汇率预期变动率等于两国货币利率之差。

③国际收支理论。该理论吸收了凯恩斯宏观经济理论和方法，认为国际收支均衡条件为  $BP=CA+KA=0$ ，影响经常账户收支差额的因素主要包括国内外收入和实际汇率，即  $CA = f(Y, Y^*, P, P^*, e)$ ，影响资本与金融账户差额的因素主要包括两国的利率水平和对汇率变动的预期，即  $KA = K(i, i^*, Eef)$ ，因此，影响汇率的因素为  $e = f(Y, Y^*, P, P^*, i, i^*, Eef)$

#### ④资产市场分析法

第一，弹性汇率理论。该理论假定本币资产与外币资产两者可完全替代，商品价格具有充分弹性，在浮动汇率制度下，国内外货币金融资产完全可兑换，外汇市场的均衡水平取决于国内外货币市场的均衡，因此，汇率直接受货币供求的影响。核心方程为  $s = (MS_h - MS_f) - \alpha(y_h - y_f) + \beta(i_h - i_f)$

第二，粘性汇率理论。该理论同意弹性汇率理论的长期均衡，但是，在短期内，商品市场与资产市场的调整速度不同，商品市场上的价格水平具有粘性，从而购买力平价在短期内不成立，金融市场比商品市场调整速度快，具有充分弹性，因此，在短期内，面对外部冲击，汇率存在超调的可能，政府对汇率进行干预是合理的。

第三，资产组合平衡理论。该理论假定假定本币资产和外币资产不完全替代，风险使非套补的利率平价不成立。本国居民持有三种资产：本国货币（记  $M$ ）、

本国政府发行的以本币为面值的债券（记 B）、外国发行的以外币为面值的资产（记  $F_p$ ，具体包括外国货币、外币存款、外币债券等）。理性的投资者会根据风险与收益的权衡，将其所拥有的财富合理地配置于各种可供选择的资产，进而构成既定风险下预期收益最大化的资产组合，货币市场、本国债券市场、外国债券市场的变动都会影响到汇率的变动。

## 2. CNY 与 CNH 价差增大、贬值预期

CNY 是受到中间价约束的，是一定程度上的官定汇率；CNH 是有市场供求影响的，是市场利率。两者之间的价差增大主要源于 CNH 的贬值以及贬值预期。从汇率决定理论可以看出，中国经济经济增长放缓、国际收支顺差减少、与美国利差缩小等因素都会形成对 CNH 的贬值预期。另外，人民币加入 SDR 货币篮子也对 CNH 的贬值预期产生影响。人民币加入 SDR 货币篮子意味着人民币资本项目开放的进程加快以及央行放开对人民币汇率的干预减少，央行对贬值的容忍度上升。一方面，在加入 SDR 之前，市场猜测人民币有维持稳定从而稳固中美关系的必要，但是通过 SDR 表决后，市场很多观点认为稳定汇率的意愿或有所下降，产生人民币贬值预期；另一方面，中国单位劳动成本优势面临印度等新兴国家的竞争，因此，人民币对美元存在贬值压力。但是，从长期看，作为储备货币，需要保持一定程度的竞争力，我国央行不能容忍短期汇率大幅波动的风险，因此，会对人民币汇率进行干预。

## （四）启发思考题 4 的理论依据与分析

### 1. 远期外汇合约和外汇期货合约

远期外汇合约是指外汇买卖双方成交时先就交易的货币种类、数额、汇率及交割的期限等达成协议，并用合约的形式确定下来，在规定的交割日双方再履行合约，办理实际的收付结算。远期外汇合约的主要目的就是规避汇率风险，不论是有远期外汇收入的出口企业，还是有远期外汇支出的进口企业，都可以与银行订立远期外汇合约，按预约的价格，在将来到期时进行交割，避免进口产品成本上升和出口销售收入减少的损失，以控制结算风险。

外汇期货合约是一种交易所制定的标准化的法律契约。该合约规定交易双方



各自支付一定的保证金和佣金，并按照交易币种、数量、交割月份与地点等买卖一定数量的外汇。在实践中，交易双方很少进行实际货币的交割，而是在到期前作反向操作使原有合约对冲掉。外汇期货合约的主要特点：第一，外汇期货交易是在交易所集中公开竞价交易的一种合约，通常交易场所固定，交易时间有限制；第二，外汇期货合约是标准化合约；第三，外汇期货合约实行保证金制度。

外汇期货合约与外汇远期合约两者的主要差异如下：

第一，市场性质不同，外汇期货合约是在集中市场（交易所）交易，而外汇远期合约的交易则是在店头市场（银行柜台）进行。

第二，到期日不同，外汇期货合约有标准化的到期月、日的订定，而外汇远期合约的到期期限则是随顾客需要而量身订做，通常是在一年以内。

第三，价格决定的方式不同，外汇期货合约价格的决定，是透过在交易所公开喊价的过程或是电子交易系统达成。外汇远期合约的买价与卖价，则是由批发市场的自营商考量即期汇率与利率差异而后决定报价。

第四，预防违约的方式不同，外汇期货合约对顾客的信用风险的管制，是依靠保证金要求与每日评价制度来防堵违约事件的发生。外汇远期合约没有保证金要求，但银行会对客户进行信用调查，或是只对有良好长期关系的客户提供远期合约。

第五，交割方式不同，外汇期货合约部位的结清很少采实物交割，多采现金交割；外汇远期合约则几乎全都是实物交割。

第六，交易成本不同，外汇期货合约的交易成本是佣金，而外汇远期合约虽不收佣金，但买卖价差其实即是银行所收到的某种形式的“佣金”。

第七，交易时间长短有别，外汇期货合约在交易所订定的营业时间内交易。外汇远期合约的交易则是透过银行的全球网路连线系统达成，因此可以说是一天24小时都在交易。

## 2. 外汇期权

外汇期权(foreign exchange options)也称为货币期权，指合约购买方在向出售方支付一定期权费后，所获得的在未来约定日期或一定时间内，按照规定汇

率买进或者卖出一定数量外汇资产的选择权。 外汇期权是期权的一种，相对于股票期权、指数期权等其他种类的期权来说，外汇期权买卖的是外汇，即期权买方在向期权卖方支付相应期权费后获得一项权利，即期权买方在支付一定数额的期权费后，有权在约定的到期日按照双方事先约定的协定汇率和金额同期权卖方买卖约定的货币，同时权利的买方也有权不执行上述买卖合同。

外汇期权可以分为看涨期权和看跌期权。看涨期权（Call Options）是指期权的买方向期权的卖方支付一定数额的权利金后，即拥有在期权合约的有效期内，按事先约定的价格向期权卖方买入一定数量的期权合约规定的特定商品的权利，但不负有必须买进的义务。而期权卖方有义务在期权规定的有效期内，应期权买方的要求，以期权合约事先规定的价格卖出期权合约规定的特定商品。看跌期权（Put Options）是指期权的买方向期权的卖方支付一定数额的权利金后，即拥有在期权合约的有效期内，按事先约定的价格向期权卖方卖出一定数量的期权合约规定的特定商品的权利，但不负有必须卖出的义务。而期权卖方有义务在期权规定的有效期内，应期权买方的要求，以期权合约事先规定的价格买入期权合约规定的特定商品。

### 3. 外汇套利

外汇套利，也叫套汇，是利用两个或三个不同外汇市场之间某种货币的汇率差异，分别在这几个外汇市场上一面买进一面卖出这种货币，从中赚取汇率差额利益的外汇交易形式。

套汇的主要形式有直接套汇与间接套汇两种。

①直接套汇。直接套汇又称两地套汇，是指当两个不同地点外汇市场上某种货币汇率出现差异时，外汇交易者同时在这两个市场买贱卖贵，从中赚取差价利润的交易行为。

②间接套汇。间接套汇又称三地套汇，是指套汇者利用三个以上不同地点的外汇市场在同一时间内存在的货币汇率差异，同时在这些市场上买贱卖贵，套取汇率差额收益的交易行为。

当两个市场的利率水平存在差异时，资本的跨境流动也会形成套汇。但是，

外汇市场的套利机会往往转瞬即逝,套利机会一旦出现,大银行大公司便会迅速投入大量资金,从而使两国的利差与两国货币掉期率(即远期汇率与即期汇率之间的差额)之间的不一致迅速消除。因此,从这个意义上讲,套利活动客观上加强了国际金融市场的一体化,使两国之间的短期利率趋于均衡并由此形成一个世界性的利率网络。同时,套利活动也使各国货币的利率和汇率之间形成了一种有机的联系,两者相互影响,相互牵制。从这一点上看套利活动实际上是促进国际金融一体化的一种重要力量。

通过对基础理论的分析,国际游资主要通过远期或期货合约、看跌期权、套汇三种途径对离岸人民币进行做空。在通过远期或期货合约进行操作下,空头方获得收益的条件包括离岸人民币借款利率较低、可以不受限制借入人民币、离岸人民币远期贴水等;在利用看跌期权进行操作下,空头方获得收益的条件包括期权费较低、人民币贬值、保证金水平较低;在利用套汇进行操作下,空头方获得收益的条件包括两地汇率差异明显、可以不受限制借入人民币、人民币自由流动等。

## (五) 启发思考题 5 的理论依据与分析

### 1. 汇率干预

#### (1) 政府干预汇率的必要性

政府通过在市场上直接买卖外汇,企图改变市场对汇率的预期,引导汇率向政府希望的水平靠拢。政府是外汇市场上特殊的交易者,具有规模大、出手快的特点,其买卖外汇的动机是影响或改变汇率,扭转市场汇率偏低或偏高的状态,使得汇率达到均衡水平或者有利于实现政府经济政策目标所需的水平。

#### (2) 买入干预和卖出干预

如果汇率偏低,政府将使用本币买入外汇,抬高外汇的价格,进行买方干预;如果汇率偏高,政府将使用外汇储备或者专门的外汇平准基金卖出外汇,压低外汇的价格,进行卖方干预。政府干预汇率的成效取决于干预资金规模和对市场心理预期的影响两个方面。

#### (3) 非中和干预与中和干预(非冲销干预和冲销干预)

中央银行买卖外汇将改变其资产负债表的结构,并直接影响到基础货币的投放。买入(或卖出)干预使得央行资产项目的黄金外汇储备增加(或减少),负债和资本项目的商业银行等金融机构存款增加(或减少),也就是增加了现代银行体系中的基础货币。导致本国货币供给发生变化的汇率干预被称为非中和干预。另外,为了抵消汇率干预对本币供给的冲击,一国中央银行在进行汇率干预时往往采取一定的冲销措施,确保本币的供给不增加或不减少。这种经过公开市场操作对冲后不改变本币供给的汇率干预称作中和干预。

## 2. 本次干预评析

在本次人民币汇率保卫战中,中央银行采取了卖出美元干预外汇市场的基本手段。此外,中央银行从控制贬值预期和制止空头方获益两个途径采取措施。一方面,提高中间价、出台相关政策,向市场发出汇率稳定的信号;另一方,通过缩减离岸人民币的流动性,提高人民币利率,出台管制措施等手段不断压缩空头方的收益。此处人民币保卫战稳定了离岸人民币汇率,并且离岸人民币利率在冲高后也回落到较低水平,基本上是成功的。但是,在稳定汇率的过程中,对离岸人民币的多头方产生了不利影响,也不利于人民币国际化的进一步加强,在后期需要对离岸人民币汇率的走势进行进一步的关注。

## 五、关键点

本案例分析关键在于把握贬值预期的形成,理清空头获利的机制,分析央行应对空头的政策及实施效果。教学中的关键点包括:

1. 在岸价与离岸价之间的关系
2. 贬值预期的影响因素及改变预期的方法
3. 空头进行获利的机制及所需条件
4. 我国央行进行干预的一般性手段和特殊性手段

## 六、建议的课堂计划

1. 在课堂案例讨论之前,提出启发思考题,请学生对本案例的资料完成阅

读和初步思考。

## 2. 课堂案例讨论

本案例计划安排课堂讨论时间为150分钟。建议课堂时间安排及板书计划如下：

(1) 人民币汇率制度及811汇改内容（20分钟）

①人民币汇率制度、汇率水平及相关调节机制。

②811汇改的内容。

(2) 人民币在岸市场和离岸市场（20分钟）

①人民币中间价、在岸价和离岸价

②离岸人民币市场和在岸人民币市场之间的关系

③离岸人民币市场的特点

(3) 离岸人民币汇率贬值预期的影响因素（30分钟）

①汇率理论角度

②人民币国际化角度

③经济金融环境角度

(4) 空头进行获利的方式及条件（40分钟）

①外汇远期

②看跌期权

③套利交易

(5) 我国央行应对空头的方法（30分钟）

①一般性措施

②特殊性措施

③限制条件和不利因素

(6) 总结（10分钟）

## 3. 板书设计

见下图

