

四次美联储转向对人民币汇率的影响研究

◎管涛 王澈

摘要：随着美联储 2023 年 12 月份议息会议暗示加息结束、2024 年开始考虑降息，于 2022 年 3 月份开启的本轮加息周期临近拐点。鉴于美国及美元在世界经济和国际货币体系中的重要地位，美国经济政策调整不但影响本国资产价格，还会对世界其他国家和地区有着重要的溢出效应。其中之一，就是对非美货币兑美元汇率的影响。本文分析了美联储四次转向对人民币汇率的影响，并提出相关政策建议。

关键词：美联储；降息周期；人民币汇率；国际收支

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

1994 年年初汇率并轨后，中国确立了以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度安排。在 2015 年“8·11”汇改之前，人民币汇率（本文均指人民币兑美元双边汇率）经历了长达 20 多年的单边升

值行情。“8·11”汇改后，经历了 2015 年和 2016 年的连续调整，2017 年人民币止跌反弹，2018 年起进入有涨有跌、双向波动的新阶段。特别是 2019 年 8 月“破 7”之后，打开了可上可下的弹性空间，人民币汇率浮动成为吸收内外部冲击的“减震器”。2020 年和 2021 年，由于中国疫情防控领先、经济复苏领先、中美正向利差、美元走势偏弱，人民币汇率经历了“两连涨”。2022 年和 2023 年，由于中美经济周期分化、货币政策错位，中美负利差走阔，人民币汇率又经历了“两连跌”。

20 世纪 80 年代初期，保罗·沃尔克领导下的美联储主要工作是反通胀，联邦基金目标利率（Federal Funds Target Rate）最高突破 20%。最终以两次经济衰退为代价，抑制了两位数的高通胀。而历史经验已反复证明，利率上升是导致美国经济下行的主要原因（贺力平，2024）。之后，通常美国经济面临下行压力或步入衰退时都会触发美联储货

作者简介：管涛，武汉大学董辅初经济社会发展研究院博士生导师，中银证券全球首席经济学家；王澈，武汉大学董辅初经济社会发展研究院博士研究生。

表 1 20 世纪 80 年代以来美联储 6 轮降息周期统计

降息轮次	降息周期	历时 (月)	降息前利率 (%)	降息结束利率 (%)	降息幅度 (BP)	降息次数
1	1984.10—1986.11	25	11.75	5.88	587	14
2	1989.6—1994.1	55	9.75	3.00	675	23
3	1995.7—1999.5	46	6.00	4.75	125	6
4	2001.1—2004.5	40	6.50	1.00	550	13
5	2007.9—2013.12	75	5.25	0.25	500	10
6	2019.7—2021.10	27	2.50	0.25	225	5

资料来源：美联储

币政策转向。1984 年以来，美联储总共有过 6 轮降息（见表 1）^①。美国经济“软着陆”、美联储降息、美元指数走弱被认为将是 2024 年人民币汇率止跌企稳的重要契机。本文着重分析 1994 年汇率并轨以来美联储降息对人民币汇率的溢出影响，据此对 2024 年人民币汇率走势进行展望并提出对策建议。

一、1995 年 7 月—1999 年 5 月第三轮降息对人民币汇率的影响

（一）美联储降息的主要背景及效果

这是 1994 年年初汇率并轨以后，人民币汇率经历的第一次美联储降息周期。以 1997 年 3 月加息为界，美联储本轮降息周期可分为前后两个阶段。

前阶段是 1994 年 2 月—1995 年 2 月，其间美联储累计加息 7 次、300 个基点，使美国经济实现了“软着陆”。1995 年 7 月起，美联储开启了新一轮降息周期，1995 年 7 月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明：“美联储宣布将美国联邦基金利率下降 25 个基点，从约 6% 降至约 5.75%，由于 1994 年年初开始的货币紧缩，通货膨胀压力已经回落到足以对货币条件进行适度调整的程度。1995 年第二季度，美国消费者支出保持低迷，而企业在工厂和设备上的投资增速也有所放缓。消费者和生产者价格指数增长较快，但已有放缓趋势。非农就业人数在经历 4 月份的小幅下降后，5 月份出现了大幅下降，并抵消了第一季度的涨幅^②。”到 1996 年 1

月，美联储累计降息 3 次、75 个基点。

后阶段是 1997 年 3 月份美联储小幅加息叠加日本央行加息，引爆东南亚货币危机，最终演变成席卷全球新兴市场的亚洲金融危机（宋和平、孟英和刘俊，1999）。在此背景下，1998 年 9 月起美联储开启了预防式降息。根据 1998 年 9 月的 FOMC 会议声明：“采取降息行动是为了缓解外国经济日益疲软和国内金融条件不太宽松。全球经济的变化和美国金融市场的调整意味着，略低的联邦基金利率与保持低通胀和持续经济增长相一致^③。”到 1998 年 11 月，美联储连续 3 次降息、累计 75 个基点，降至 4.75%（见图 1）。

本轮降息周期中，因为美国经济整体表现强劲、亚洲金融危机不断蔓延扩散，加之时任美国财长罗伯特·鲁宾提出的强势美元政策引导（Taylor, 2021），美元指数走势偏强，从 81.16 最高升至 103.11，最多上涨了 27%（见图 2）。

（二）对人民币汇率的影响分析

本轮美联储降息对人民币汇率的影响也分为两个阶段。前阶段，1995 年 7 月美联储降息初期，中国 1 年期人民币定期存款基准利率是 10.98%（当时还有保值贴补），美国联邦基金利率是 5.75%，中美正利差。1996 年 5 月以后，随着国内经济“软着陆”，中国 1 年期定存利率逐步下调，到 1997 年年底累计降息 3 次，降至 5.67%，但仍高于同期美国联邦基金利率 5.5%。在此背景下，1995—1997 年

① 降息周期以首次降息当月为起点，终点在 2008 年国际金融危机爆发之前为下次加息周期首次加息的前一个月，2008 年危机爆发、美联储引入非常规货币政策工具之后，为缩减购债的前一个月。1997 年 3 月 25 日有一次小幅加息 25 个基点，难以称之为一次加息周期，故纳入了 1995 年 7 月—1999 年 5 月的降息周期。

② <https://www.federalreserve.gov/fomc/19950706default.htm>。

③ <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/1998/19980929/default.htm>。

图1 20世纪80年代以来美国有效联邦基金利率与美元指数走势

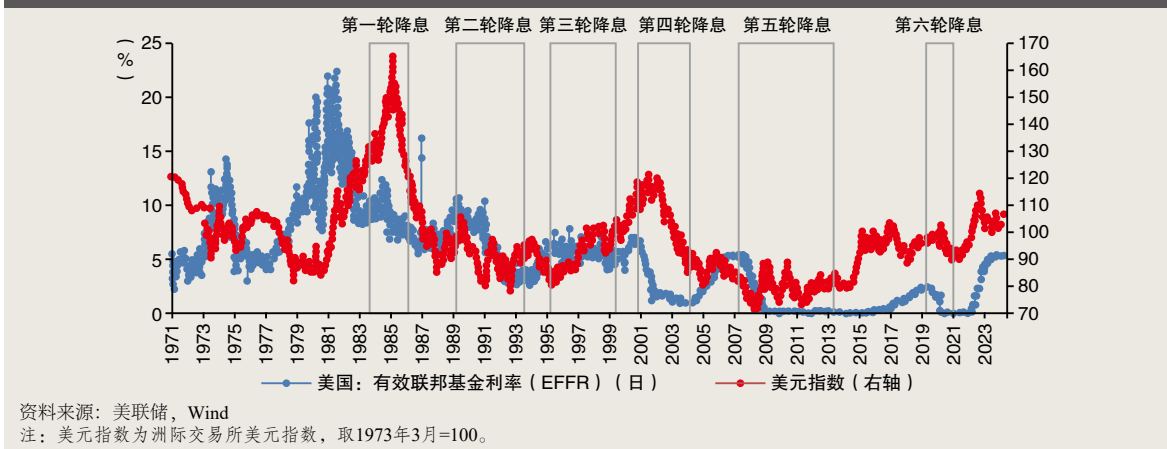
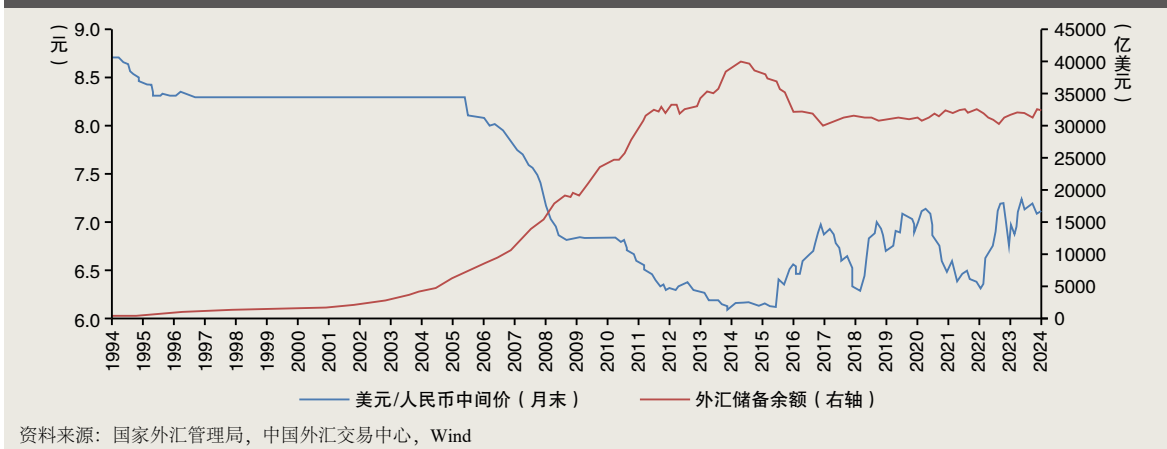


图2 1994年汇率并轨以来月末人民币汇率中间价与中国外汇储备余额



间，人民币汇率基本稳定在 8.3 : 1；到 1997 年年底，中国外汇储备余额 1399 亿美元，较 1994 年年底增长了 1.71 倍（见图 2）。

后阶段，受亚洲金融危机和国内特大洪水灾害的冲击，中国在 1998 年 3 月、7 月和 12 月连续 3 次下调 1 年期存款利率至 3.78%，美联储也在 1998 年 9 月、10 月和 11 月连续 3 次下调联邦基金利率至 4.75%，中美利差逐渐倒挂。中国在承诺人民币不贬值、加强和改进外汇管理的同时，实施积极的财政政策和稳健的货币政策保增长。到 2002 年 2 月，中国取消了定期存款的保值贴补，将 1 年期人民币存款基准利率由 1996 年的 7.47% 降至 1.98%，并两次降准，将金融机构法定存款准备金率由 1998 年的 13% 降至 6%。

1998 年以来，人民币汇率阶段性承压，只是在 不贬值的政策下基本稳定在 8.28 : 1；到 1999 年 6

月底（美联储新一轮加息周期的起点），中国外汇储备余额 1471 亿美元，较 1997 年年底增加 72 亿美元，增长 5.1%。人民币的贬值压力主要反映为国际收支逐渐由 1994 年汇率并轨以来的“双顺差”、外汇储备持续大幅增加，转为经常项目与资本项目（含净误差与遗漏）一顺一逆、外汇储备增加额减少（见图 3）。需要指出的是，当时人民币面临贬值压力，首先是 1998 年特大洪水和内部经济转型（国有企业和金融体制改革），其次是亚洲金融危机的传染效应，最后才是强势美元的溢出影响。

二、2001 年 1 月—2004 年 5 月 第四轮降息周期对人民币汇率的影响

（一）美联储降息的主要背景及效果

20 世纪 90 年代下半期，以互联网为代表的新

图3 1994—2004年中国国际收支状况

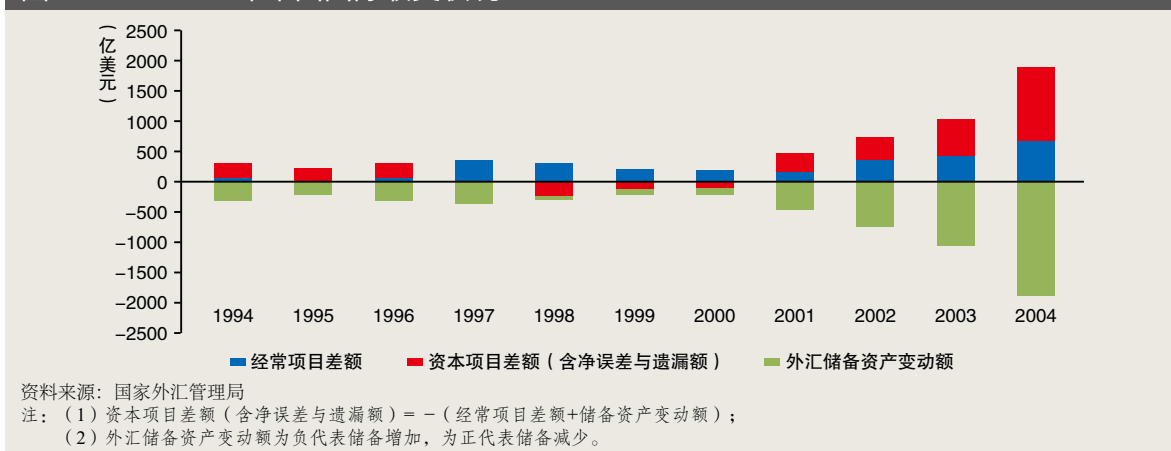
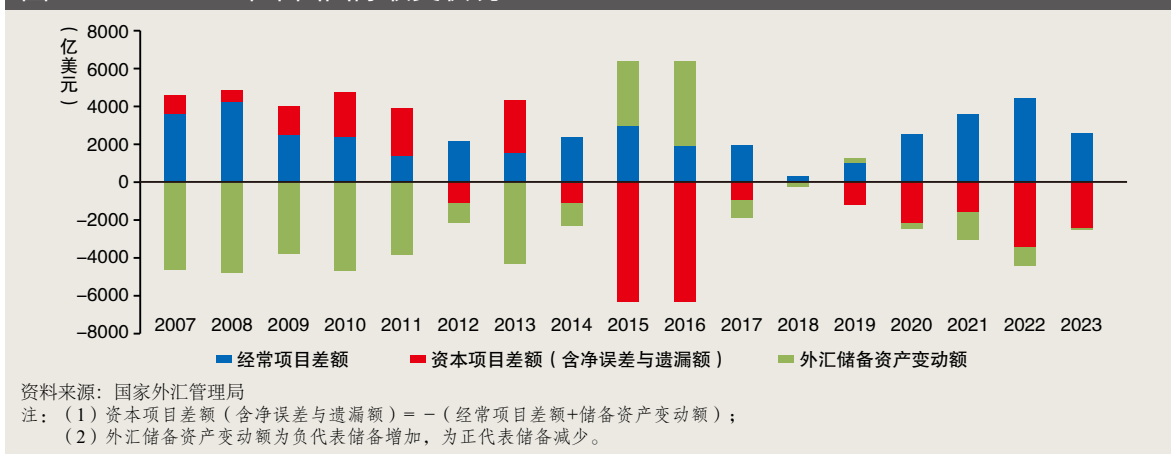


图4 2007—2023年中国国际收支状况



经济推升了资产泡沫，纳斯达克综合指数从1998年年初的1581点到2000年3月10日阶段最高点5048点，累计上涨219%，整体市盈率最高将近200倍（被称为市梦率）。由于担忧股市的“非理性繁荣”，美联储在美国1999年前两个季度经济增长连续放缓、通胀率仅微升时，重新紧缩货币政策。1999年6月至2000年5月，美联储累计加息6次、175个基点，联邦基金利率升至6.5%。这导致美国互联网泡沫破裂，纳指由2000年3月10日的高点5048最低跌至2002年10月9日的1114，暴跌77.9%。叠加2001年“9·11”事件的影响，2001年第一、三季度美国经济环比折年率分别下

降1.3%和1.6%，全年仅增长1%，较2000年增速骤降3.1个百分点。

2001年1月3日起，为应对销售及生产疲软，美联储不得已开启本轮降息，不到半年时间连续4次降息，每次50个基点。“9·11”事件发生后，美国经济进一步衰退，美联储货币政策急剧转向。根据2001年9月17日的FOMC会议声明：“联邦基金利率目标下调50个基点至3%，同时将贴现率下调50个基点至2.5%。美联储明确表示将继续根据需要进行异常大量的流动性，直到恢复更正常的市场运作。”^①到2003年6月底，美联储累计降息13次、550个基点，联邦基金利率降至

① <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/2001/20010103/default.htm>.

1%。直至2004年6月25日重启新一轮的加息周期。

在本轮降息周期中，美元指数起初走得并不弱，2001年年初至2002年6月间一直在110~120之间强势震荡。之后才震荡下行。到2004年6月底，最低跌至2004年2月17日的85.02，较2001年7月5日的前高120.9最多下跌了29.7%（见图2）。

（二）对人民币汇率的影响分析

本轮降息周期特别是“9·11”事件发生后，到2001年12月，美联储在不到3个月时间内连续迅速降息4次，将联邦基金利率从3.5%降至1.75%，而当时中国1年期定期存利率为2.25%，中美利差重新转正。直至2004年5月本轮降息周期结束，中美始终维持在20~100个基点的正利差。自此，中国重现资本回流、汇率升值压力。由于在2005年“7·21”汇改之前，人民币汇率基本稳定在8.28:1左右（2004年10月11日起一直是8.2765，直至2005年“7·21”汇改一次性升值8.11后实施参考一篮子货币调节的有管理浮动）。这一时期，人民币的升值压力主要反映为中国资本恢复净流入和外汇储备重新加速积累（见图4）。到2004年年底，中国外汇储备余额6099亿美元，较2000年年底增长了2.68倍（见图3）。

当然，这一时期人民币升值不仅仅是美元降息周期下的美元流动性泛滥，国际资本流入包括中国在内的新兴市场，还受到了2001年年底中国经济转型成功和正式加入世界贸易组织（WTO）的提振。2001年年底入世以来，中国加速融入全球经济，国际收支在较长一段时间内呈现持续大额顺差，外汇管理提出国际收支平衡的管理目标和“均衡管理”的监管理念，包括人民币资本项目可兑换等重大改革探索有序推进。更为重要的是，四年前开启的国企改革和金融体制改革取得积极进展，大多数国有企业全面建成现代企业制度，几大国有银行成功剥离不良资产全面建成现代银行体系，中国经济整体成功转型，亚洲金融危机影响消退。

三、2007年9月—2013年12月第五轮降息周期对人民币汇率的影响

（一）美联储降息的主要背景及效果

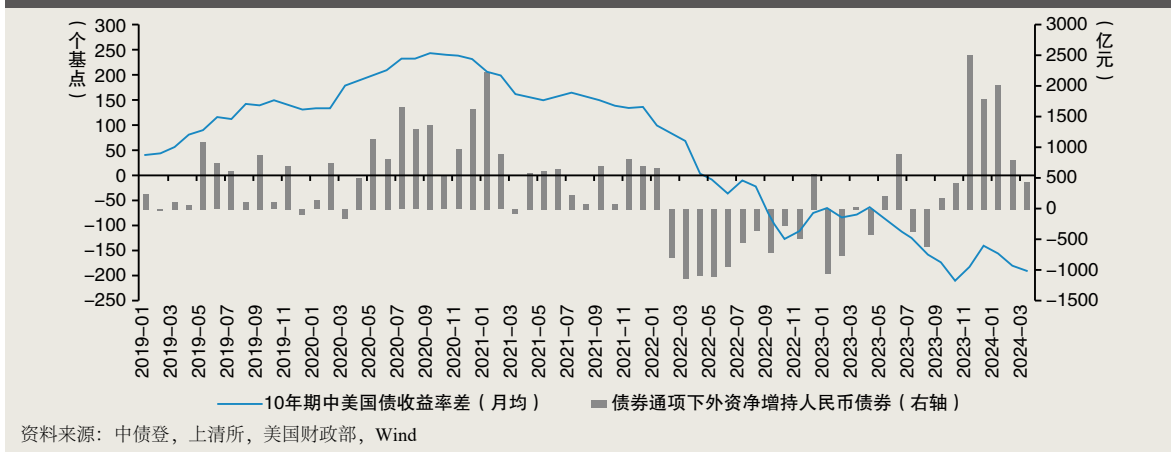
2007年年初美国次贷危机爆发，并于2008年年底逐渐演变成为全球金融海啸，世界经济陷入衰退。起初，美联储也不完全清楚次贷危机的规模 and 影响，仅从2007年9月起采取降息加以应对。据2007年9月FOMC会议声明披露：“金融市场的发展增加了经济前景的不确定性，并将继续评估这些和其他事态发展对经济前景的影响，根据需要采取行动。”^①而次贷危机是一场新型的金融危机，其产生的内在机理是金融产品透明度不足、信息不对称，金融风险被逐步转移并放大至投资者。这些风险从住房市场蔓延到信贷市场、资本市场，从金融领域扩展到经济领域，并通过投资渠道和资本渠道从美国波及全球（陈雨露、庞红和蒲延杰，2008）。

为应对次贷危机和金融海啸的冲击，美联储同时使用了传统和非传统的货币政策工具。2007年9月至2008年12月，美联储迅速将联邦基金利率从5.25%下降到0.25%，累计降息10次、500个基点。进入利率零下界后，又迅速开启量化宽松和前瞻性指引，于2008年11月、2010年11月、2012年9月先后启动3轮量化宽松（QE）。美联储资产负债表规模剧增，导致全球美元流动性泛滥。

本轮降息周期中，美元指数呈现双底震荡反弹走势。先是受次贷危机影响，2007年9月至2008年4月间美元指数在80以下弱势盘整。随着次贷危机逐渐蔓延扩散，到2008年9月演变成全球金融海啸，美元指数在避险情绪驱动下重新走强，最高升至2009年3月5日的89.1，较2008年4月22日的前低71.31反弹了24.9%。当市场避险情绪和信用紧缩警报解除以后，美元指数震荡走弱，最低跌至2011年4月29日73.03，较前高最多下跌了18%。随着美国经济和金融形势逐步企稳，2011年5月起，美元步入超级强美元周期。此后，美元始

^① <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20070918a.htm>。

图5 第六轮降息周期中美利差及外资持有人民币债券情况



终小跌大涨。2013年5月底，时任美联储主席伯南克在国会听证会上释放提前退出量化宽松的信号，引发了新兴市场缩减恐慌（易宪容，2014），美元指数最高升至2013年7月9日的84.6，较2011年4月底的低点最多上涨了15.4%（见图2）。

（二）对人民币汇率的影响分析

2007年美国次贷危机和2008年国际金融危机爆发后，中国10年期国债收益率大部分时间都在3%以上，美国10年期国债大部分时间都位于3%以下，故大部分时间中美维持正利差。从2008年7月到2010年6月，中国强调信心比黄金更重要，主动收窄人民币汇率波幅，人民币汇率中间价始终维持在6.8~6.84之间窄幅波动。2010年6月19日重启汇改，增加人民币汇率弹性，到2013年年底逐渐升至6.1附近，较2006年年底累计上涨27.6%；外汇储备余额38213亿美元，较2006年年底增长了2.58倍（见图3）。除2012年欧洲主权债务危机冲击影响外，其他年份均为国际收支“双顺差”，外汇储备资产持续大幅增加（见图5）。

不过，这个时期的人民币升值与其说是中美利差驱动，还不如说是中国经常项目较大顺差形式的对外经济失衡驱动。“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”的经济再平衡进程才是这一时期人民币升

值的主要动力（易纲，2011）。

四、2019年7月—2021年10月第六轮降息周期对人民币汇率的影响

（一）美联储降息的主要背景及效果

上轮始于2014年年初缩减购债的美联储紧缩周期，从2015年年底首次加息到2018年年底累计加息9次、200个基点。从2018年下半年开始，全球经济发展逐步放缓，中美经贸摩擦升级，美国金融市场动荡加剧，这导致2019年7月美联储开启预防式降息。据2019年7月31日FOMC议息会议公告：“美联储力求促进最大限度的就业和价格稳定。鉴于全球发展对经济前景的影响以及疲软的通胀压力，美联储决定将联邦基金利率的目标区间降至2%~2.25%，并重启量化宽松”^①。2019年下半年，美联储连续降息3次、累计75个基点至1.75%（见图1）。

2020年年初新冠疫情突然暴发，美联储两次紧急降息将联邦基金利率重新降至0.25%的零下界，同时推出了无限QE。美联储资产负债表迅速从2019年年底的4.16万亿美元扩大至2022年第一季度末的8.93万亿美元，增长1.15倍。2021年3月起美国通胀持续爆表，美联储于2021年11月起

^① <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190731a.htm>。

缩减购债、2022年3月起停止购债并开始加息，同年6月起启动缩表。

本轮降息周期，美元指数走出了一个平缓的“V”字形振幅。起初，美元指数大部分时间在96~100间窄幅波动。2020年3月疫情大暴发、经济大停摆、金融大动荡时期，美股10天4次“熔断”，美元指数一度升破100最高至3月19日的120.69，较2019年12月31日的前低96.45最多上涨了6.5%。之后，当信用紧缩和市场恐慌的警报解除后，美元指数阶段性走低，低至2021年1月6日的89.42，较前高最多跌了12.9%。接着，随着美国通胀数据持续爆表、美联储紧缩预期不断升温，美元指数震荡走高。到2021年11月初启动缩减购债之前，美元指数最高升至94.51，较2021年年初低点涨了5.7%（见图2）。

（二）对人民币汇率的影响分析

2015年8月11日中国宣布决定完善人民币兑美元中间价报价，以增强人民币汇率中间价的市场化程度和基准性（史称“8·11”汇改）^①。“8·11”汇改初期，面对国内股市异动和海外美元拉升，人民币意外贬值，中国外汇市场震荡加剧并遭遇了“资本外流—储备下降—汇率贬值”高烈度的跨境资本流动冲击（潘功胜，2017）。到2016年年底，人民币汇率距破7仅一步之遥，外汇储备余额也将跌破3万亿美元。直至2017年5月底引入逆周期因子，全年人民币不仅没有破7反而涨了近7%，重塑了央行汇率政策的公信力，实现了“8·11”汇改的成功逆袭（管涛，2017）（见图3）。

进入2018年，随着中美经贸摩擦不断升级，4月起人民币再度承压，并随中美经贸磋商进展起伏变化。2019年8月初，由于中美经贸磋商再陷僵局，尽管美联储开启新一轮降息周期，但人民币应声破7。之后，随着中美达成第一阶段经贸协议，2019年12月底人民币重新升回7以内。2020年年初新冠疫情暴发，2月人民币再度破7，同年5月受地

缘政治影响进一步跌至7.2附近。此后，疫情防控领先、经济复苏领先、中美利差扩大、美元指数走弱等四大利好共振，2020年6月初起人民币汇率开始震荡升值（管涛，2020）（见图3）。

本轮降息周期，中美大部分时间维持正利差。2020年及2021年，10年期中美国债收益率接近50~200个基点的正利差，吸引外资增加人民币资产配置。直到2021年11月初美联储启动缩减购债，中美利差收窄，人民币汇率涨势才逐渐放缓；2022年3月起美联储激进加息，中美利差重新倒挂，人民币汇率才逐渐转弱（见图3）。由于2018年起，人民银行回归汇率政策中性，基本退出了外汇市场常态干预，故这个时期伴随着人民币升值，中国国际收支上表现为经常项目顺差与资本项目逆差的镜像关系，外汇储备资产小幅波动。2019—2021年，中国外汇储备资产年均增加510亿美元，远低于上轮降息周期的2007—2013年年均增加3867亿美元的规模（见图5）。

五、主要结论与对策建议

（一）主要结论

第一，美联储降息周期不等于美元贬值周期。美联储降息并不意味着美元指数必然贬值，或者至少不意味着美元指数立即走弱。如第三轮降息周期中，由于美国经济“软着陆”加之亚洲金融危机，美元指数走势总体偏强。第四轮降息周期中，美联储于2001年1月就开启了降息操作，但美元指数在110~120间窄幅波动，同年7月初还创下120.9的新高，较1月5日前低108.38最多上涨11.6%。第四轮降息周期中，美元指数也是随着美国次贷危机向国际金融危机的演变呈现先跌后涨再跌再涨的W型走势，并非一路下跌。第五轮降息周期中，美元指数则走出了一个先平后跌再涨、平缓的“V”字形。

第二，美联储降息周期也不意味着人民币必然

^① 2015年中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明（<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927054/index.html>）。

升值。如美联储第三轮降息周期的前半段，人民币有升值压力。但后半段，受累于国内经济下行压力和亚洲金融危机传染效应，人民币承压。在第四轮降息周期的前半段也是如此，直至2001年年底美联储大幅降息，以应对“9·11”事件带来的不确定性，中美利差重新转正，中国才重现资本回流、汇率升值压力。第五轮降息周期中，人民币享受了全周期的升值过程，但升值本身是中国经济再平衡的重要组成部分，而非单纯由于中美利差。第六轮降息周期中，前半段人民币汇率更多受到中美经贸磋商进程的扰动，后半段升值有利差的影响，但更多受益于中国防疫领先、复苏领先的经济基本面优势。

第三，对于当前美联储政策周期转向对人民币汇率的利好不宜期待过高。首先，美联储政策转向本身存在较大的不确定性。最近受美国通胀数据超预期、经济“不着陆”概率上升的影响，市场预期美联储有可能更迟更少的降息，甚至个别美联储官员表示如有必要还需考虑加息。2024年4月25日，美国第一季度GDP和PCE数据发布后，CME联储观察工具显示，9月份FOMC会议降息的概率已降至70%以下，全年降息的次数由年初的五六次缩减至一次。其次，即便美联储开始降息也不意味着美元指数会趋势性走弱。叠加近期紧缩预期重燃，重新推高了美元，就是考虑到美强欧弱的经济基本格局，美元指数也难有大的下行空间。现在更需要密切关注的是，若2024年6月份美联储按兵不动而欧央行却开始降息，欧元兑美元有可能再度平价，美元指数也可能再度升破110。最后，从过去4次的经验看，美联储货币政策对人民币汇率有影响但并非主要因素。从历史经验看，如果美国经济不出现“硬着陆”，美联储政策不会大幅转向，美元指数也不会趋势性走弱。当前人民币汇率的强弱取决于国内经济持续修复的利好能否对冲美联储紧缩和美元指数高企的利空。

（二）对策建议

第一，预案比预测更重要。近年来，市场共识经常被现实打脸。因此，我们不能简单把美国经济“软着陆”、美联储降息和美元走弱，作为经济形势研判和政策决策的一个重要前提假设。而应该在加

强对国内外经济金融形势监测预警，做好情景分析、压力测试的基础上拟定应对预案。特别是对坏的情形要提前有心理和措施上的准备，有备无患。

第二，进一步完善汇率政策操作。最优的汇率选择是没有一种选择适合所有国家以及一个国家的所有时期（Frankel，1999）。汇率动与不动均各有利弊。增加汇率弹性，有助于发挥汇率吸收内外部冲击减震器作用，拓宽货币政策自主空间，减轻对行政干预手段的依赖，但也可能面临汇率过度调整的超调风险；保持汇率稳定，有助于抑制顺周期的单边羊群效应，但也可能积累贬值压力、强化贬值预期，并对货币政策和金融开放形成掣肘。不论做出哪种政策选择，都要从最坏处打算，争取最好的结果。特别要注意不断丰富政策工具箱，避免“一招鲜”造成的汇率调控效果递减。由于汇率波动常态化 and 民间对外净负债大幅减少，我国外汇市场韧性较7年前大大增强，我们要对市场主体给予更多的信任和信心。

第三，巩固和增强经济回升向好态势。中国经济是稳定人民币汇率的基本盘。当前我国正处于经济恢复和转型升级的关键期。与亚洲金融危机时期相似，现在人民币汇率有很大的压力是来自于经济转型升级。中央经济工作会议和政府工作报告都明确提出，要切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期。显然，只有稳住增长、防住风险才能够稳住预期、提振信心。要坚持全面深化改革开放与加大宏观调控力度并重，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。“强大的货币”是金融强国建设的六大关键核心要素之一。但“强大的货币”不等于单边汇率升值，而应该立足于做好自己的事情，经济强货币强、中国好世界好（管涛、谢峰，2016）。

第四，积极吸引中长期外资流入。与“8·11”汇改初期不同，当时做空人民币的压力主要来自离岸市场缺乏信心（表现为2015年和2016年民间对外投资净流出持续增加），而现在做空压力主要来自离岸市场对中国经济和货币的信心不足（表现为民间外来投资净流入较2016年和2017年恢复更慢）。对于境外投资者来讲，他们担心的不是汇率涨跌，而是汇率僵化可能引发的“不可交易”风险。



对此，一方面，要通过切实稳住增长、防住风险，保持经济运行在合理区间，增强市场赚钱效应，改善境外投资者预期；另一方面，要通过完善资本市场基础制度，提升上市公司质量，加强投资者保护，以及推进金融领域制度型开放，恢复境外投资者对中国经济和货币的信心，吸引中长期资本来华展业兴业。

参考文献：

[1] 陈雨露、庞红、蒲延杰. 美国次贷危机对全球经济的影响 [J]. 中国金融, 2008 (7) : 67-68

[2] 管涛. 汇率选择“中间解”的中国样本 [J]. 国际金融研究, 2017 (12) : 75-82

[3] 管涛. 如何看待当前人民币汇率快速上涨 [J]. 国际金融, 2020 (11) : 15-18

[4] 管涛、谢峰. 做对汇率政策：强势美元政策对中国的启示 [J]. 国际金融研究, 2016 (6) : 3-10

[5] 贺力平. 美联储加息对此轮美国经济的有限影响探析 [J]. 国际金融, 2024 (2) : 29-30

[6] 潘功胜. 理性看待我国外汇储备规模的变化 [J]. 求是, 2017 (13) : 36-37

[7] 宋和平、孟英和刘俊. 美国抵御亚洲金融危机的对策及其启示 [J]. 中国经济导刊, 1999 (6) : 31-32

[8] 易纲. 应对发达国家量化宽松货币政策的最佳选择：扩内需，调结构，减顺差，促平衡 [C]//2010年冬季 CMRC 中国经济观察（总第 24 期）2011

[9] 易纲. 货币政策的自主性、有效性与经济金融稳定 [J]. 经济研究, 2023 (6) : 19-29

[10] 易宪容. 美联储量化宽松货币政策退出的经济分析 [J]. 国际金融研究, 2014 (1) : 13-14

[11] Bernanke, B. and K, Kuttner. What Explains the Stock Markets Reaction to Federal Reserve Policy [J]. Journal of Finance, 2005 (3) : 1221-1257

[12] Frankel, J. No Single Currency Regime Is Right for All Countries of at All Time [R]. NBER Working Paper, No.7338, 1999

[13] Hausman J. and J. Wongswan. Global Asset Prices and FOMC Announcements [J]. Journal of International Money and Finance, 2011(3) : 547- 571

[14] Taylor L, Barbosa-Filho N. Inflation? It's Import Prices and the Labor Share! [R]. Social Science Electronic Publishing, 2024-4-29

（责任编辑：李楠）