

人民币汇率制度改革的结构性演进： 历史回顾、经验总结与前景展望^{*}

张 明 陈胤默

内容提要：自 1994 年汇改以来，人民币汇率制度改革大致经历了每十年左右一期的三个阶段。为适应不断变化的国内外宏观环境，人民币汇率制度改革经历了汇率并轨、波幅扩大和中间价改革的结构性演进历程。人民币汇率制度改革形成了采取渐进式汇改策略、避免汇率短期内大起大落、保持适当资本账户管制、通过国内结构性改革为汇改提供有力保障等历史经验。实现自由浮动是人民币汇率制度改革的终极目标，但短期内很难一步到位。在过渡期内，建议设立人民币篮子汇率的年度宽幅目标区制度，并辅之以必要的资本流动管制。

关键词：人民币汇率改革 汇率并轨 中间价改革 年度宽幅汇率目标区

作者简介：张 明，中国社会科学院金融研究所副所长、研究员，国家金融与发展实验室副主任，100710；

陈胤默（通讯作者），北京语言大学商学院讲师、博士，国家金融与发展实验室研究员，100083。

中图分类号：F831 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2022)12-0015-17

一、引言

人民币汇率制度改革一直是国内外关注的重要问题。纵观人民币汇率制度改革的历史演进，自 1994 年以来大致经历了以 10 年左右为一期的三个阶段，即分别以汇率并轨、波幅扩大和中间价改革为重心的结构性演进历程。近年来，人民币在国际货币体系中的作用日益凸显，在全球交易结算中的地位日渐提高。当前，世界显现出“百年未有之大变局”和“进入新的动荡变革期”并存的局面。在此背景下，亟须对人民币汇改经验进行梳理总结，以更好地应对内外部宏观环境的变化，明确未来汇改的方向和路径，为建设更高水平开放型经济新体制做出准备。

^{*} 基金项目：上海交通大学现代金融研究基金“国际体系分化中的人民币国际化”；中国社会科学院创新工程项目“全球与中国金融市场的发展趋势与互联互通研究”。衷心感谢余永定、管涛、缪延亮、谭语嫣、王喆、张冲、刘瑶、刘晓凯，以及两位匿名审稿专家提出的富有建设性的意见，当然文责自负。陈胤默电子邮箱：chenyinmo@163.com。

从国际经验来看,一个国家的发展状况会影响该国最优汇率制度选择(Frankel,1999)。布雷顿森林体系解体后,新兴经济体较多地选择了爬行钉住汇率制或管理浮动汇率制,选择固定汇率制或浮动汇率制的新兴经济体并不多(路继业、张饶,2021)。这是因为,新兴经济体尚未建立相对完善的财政和货币制度,很难维持浮动汇率制(Calvo 和 Mishkin,2003;Obstfeld,2004)。相对而言,发达经济体能够更好地利用自由浮动汇率制来降低其他经济体宏观政策对本国的溢出效应(Rohit 和 Dash,2019)。根据国际货币基金组织发布的《2020 年度汇兑安排及汇兑限制年度报告》,^①在全球前十大经济体中,仅有中国没有采用自由浮动汇率制。^②有学者指出,中国的汇率制度演进显著滞后于自身国情国力发展,当前应选择偏自由的管理浮动汇率制或自由浮动汇率制(陈中飞等,2018)。事实上,在 2015 年“811 汇改”后,中国央行已经开始将汇率制度由“类爬行安排”过渡到浮动汇率制的尝试(余永定、肖立晟,2017)。

未来人民币汇率制度改革何去何从? 汇改模式和时机选择是解答该问题的关键所在。

就汇改模式而言,中国央行并没有完全遵照发达国家汇改经验,一步到位地采取自由浮动汇率制度,而是采取渐进式汇改策略。易纲和汤弦(2001)指出,没有一种汇率制度可以适用于所有国家。同时,一个国家的最优汇率制度并非一成不变,需要根据该国发展状况进行抉择(Frankel,1999)。诸如经济总量、通胀水平、金融一体化程度等宏观经济因素都会影响汇率制度选择(Heller,1978;Yeyati 等,2010)。

就汇改时机而言,中国央行往往会选择宏观环境较好的时期进行汇改。成功的汇改往往需要具备良好的宏观环境。在适宜的宏观环境下进行汇改,可以降低汇率失衡的压力,避免出现“资本流出(汇率贬值)–经济衰退–信心丧失”的恶性循环,以及避免汇改本身被误读(缪延亮,2019)。具体而言,外汇市场压力指数的变化较好地刻画了中国央行面临的宏观环境不确定性(见图 1)。^③在 2001—2013 年,中国面临持续为正的外汇市场压力(仅在次贷危机与欧债危机期间面临短暂负向压力)。2014 年,美联储退出量化宽松政策,美元指数开始走强。自此,在 2014 年下半年至 2016 年底,中国转为面临持续为负的外汇市场压力。2017 年至今,中国面临的外汇市场压力在规模和趋势上逐渐减弱,日益体现出双向波动的特征。

① 资料来源:Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020,国际货币基金组织官网,2021 年 8 月 25 日。

② 国际货币基金组织发布的《2020 年度汇兑安排及汇兑限制年度报告》统计,2020 年世界前十大经济体中,采取自由浮动汇率制度的国家(地区)有美国、英国、德国(参与欧元区)、法国(参与欧元区)、日本、加拿大,采取浮动汇率制度的国家(地区)有印度、巴西、意大利,中国采取的是其他汇率制度。

③ 外汇市场压力指数是货币当局汇率制度改革的重要参考依据,该指标反映了国内外宏观环境变化对外汇市场的影响,表现为汇率的升贬值压力。Girton 和 Roper(1977)首次提出采用外汇储备变化率和汇率变动率之和来测度外汇市场压力。其后,学者们对外汇市场压力指数的测度进行了不断地改进和完善(Eichengreen 等,1995;Klaassen 和 Jager,2011;Goldberg 和 Krogstrup,2018)。计算中国外汇市场压力指数需要参考中国外汇储备。中国外汇储备 1995—2014 年呈现出持续上升的趋势,在 2014 年 6 月达到历史高点 4 万亿美元。为了抑制 2015 年“811 汇改”后人民币大幅贬值,中国央行在外汇市场上大量出售美元买入人民币,导致外汇储备大幅缩水。外汇储备的减少对冲了资本回流压力,避免了金融尾部风险(缪延亮等,2021)。从 2016 年至今,中国外汇储备的波动区间为 3.0 万亿~3.2 万亿美元。这表明,2016 年以来,中国央行不再将买卖外汇储备作为维持人民币汇率稳定的主要政策工具(张明,2018)。因此,作为重要政策参考工具的外汇市场压力指数随即有所下降。本文参考 Goldberg 和 Krogstrup(2018)、吴立雪(2019)以及刘浩杰和林楠(2021)的计算方法,对外汇市场压力进行了测算。计算公式为: $EMP_t = \frac{1}{\sigma_r} \frac{\Delta R_t}{H_{t-1}} - \frac{1}{\sigma_e} \frac{\Delta E_t}{E_{t-1}}$ 。其中, EMP_t

表示外汇市场压力, R 表示外汇储备, H 表示基础货币, $\frac{\Delta R_t}{H_{t-1}}$ 表示在 t 时期外汇储备变动相对于基础货币的变化情况, σ_r 是 $\frac{\Delta R_t}{H_{t-1}}$ 的标准差。 E 表示汇率, $\frac{\Delta E_t}{E_{t-1}}$ 表示汇率变化情况, σ_e 是 $\frac{\Delta E_t}{E_{t-1}}$ 的标准差。基础货币(H)采用中国 M2 度量,外汇储备(R)采用官方储备资产中的外汇储备进行度量,汇率(E)采用月度美元兑人民币平均汇率进行度量。

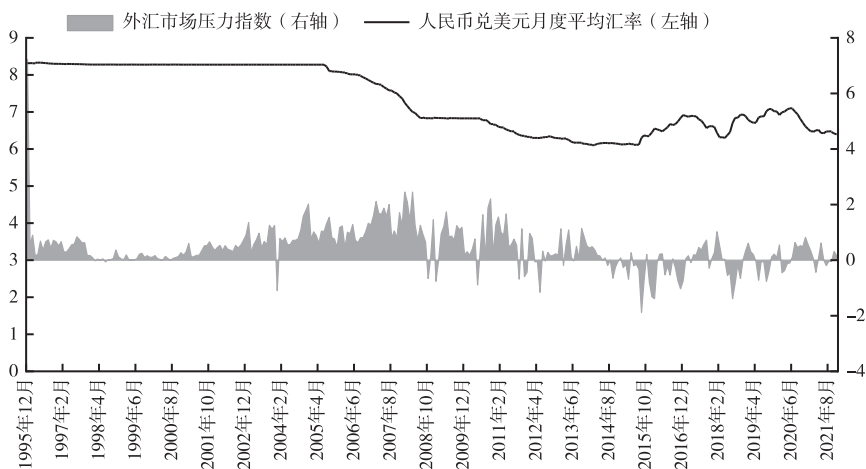


图 1 人民币兑美元汇率与外汇市场压力指数的变动

资料来源:Wind 数据库。

当前,中国面临较大的国内外宏观环境不确定性,增加了下一阶段人民币汇改的模式和时机选择的难度。2022 年 3 月,美联储开启陡峭加息缩表进程。从历史上来看,每当美联储进入货币政策紧缩期,新兴市场与发展中国家都会面临短期资本大量外流、本币汇率面临贬值压力、国内风险资产价格下跌、本国经济增速放缓的不利冲击(张明,2021)。加之,2022 年初俄乌冲突爆发给全球经济带来了极大的不确定性,其对国际货币体系的冲击给人民币国际化带来了新的机遇。

对于 1994 年以来的人民币汇率制度改革,本文将其实总结为“三大阶段、两种方式、一个目标”。“三大阶段”是指,自 1994 年汇改以来,人民币汇率制度改革大致经历了以 10 年左右为一期的“三大阶段”,即以汇率并轨(1994 年至 2005 年上半年)、波幅扩大(2005 年下半年至 2015 年上半年)和中间价改革(2015 年下半年至今)为重点的结构性演进历程。“两种方式”是指在每一阶段,中国央行均采取了主导性改革和配套性改革相结合的方式。“一个目标”是指,人民币汇率制度改革的终极目标是实现人民币汇率的自由浮动。受制于国内外复杂的宏观环境,该终极目标在短期内较难实现。在过渡期内建议设立人民币篮子汇率的年度汇率宽幅目标区制度。

相比已有文献,本文的主要创新之处在于以下方面。第一,将人民币汇率制度改革分为三个阶段,区分主导性改革与配套性改革进行对比分析,并在此基础上评价汇改效果。第二,总结出人民币汇率制度改革的四条经验,其中关于保持适当资本账户管制以及通过重要结构性改革来保障汇改成果这两条经验,尤其值得重视。第三,根据人民币汇率制度改革的结构性演进,提出汇改的终极目标是实现自由浮动,过渡期目标是设立人民币篮子汇率的年度汇率宽幅目标区制度。本文的研究为中国这样的大型开放经济体探索“双循环”新发展格局下的汇率制度改革奠定基础,为实现全面扩大开放及建设更高水平开放型经济新体制提供实现路径。

二、人民币汇率制度改革的历史回顾

1994 年至今,人民币汇率制度改革经历了“三大阶段”(见表 1):一是 1994 年至 2005 年上半年,汇改重点是汇率并轨;二是 2005 年下半年至 2015 年上半年,汇改围绕波幅扩大展开;三是

2015 年下半年至今,汇改重点是中间价改革。本部分首先对历次汇改的背景和内容进行分析,并参考张明(2011)的汇率形成机制评估方法,从汇率形成机制透明度、名义汇率调整灵活性、汇改目标是否实现、人民币升贬值预期、资源优化配置等方面,对三次重大汇改进行综合评价。

表 1 人民币汇率制度改革演进一览

阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
汇改区间	1994 年至 2005 年上半年	2005 年下半年至 2015 年上半年	2015 年下半年至今
汇改重点	汇率并轨	波幅扩大	中间价改革
外部压力	面临升值压力	面临升值压力	面临贬值压力
标志性汇改事件	1994 年汇率并轨	2005 年“721 汇改”	2015 年“811 汇改”
汇改效果与评价	成功	阶段性成功	汇改方向是正确的,汇改时机值得商榷

(一)1994 年至 2005 年上半年:双轨制向单一汇率制转型的过渡阶段

1994 年至 2005 年上半年,人民币汇率迎来第一个重要改革阶段。标志性汇改事件是 1994 年人民币汇率制度从双轨制向单一汇率制的转型。该阶段汇改的主要目标是“稳定汇率,增加储备,建立统一、规范的外汇市场”。

1. 汇改背景

中国央行实行人民币汇率并轨是为了更好地顺应国内外宏观环境及中国经济发展的需要。20 世纪 90 年代初,东欧剧变、苏联解体,紧张的国际政治局势迫使中国重新思考改革方向。1990 年,中国 GDP 增速仅为 3.9%。在内外压力下,1992 年邓小平南方谈话重申深化改革与加快发展的必要性和重要性,从而将中国的改革开放和现代化建设推向一个新阶段。

在汇改前夕,中国面临资本大规模外流、宏观经济过热的情况。一方面,1992—1996 年,中国面临规模高达 875.3 亿美元的资本外流(李扬,1998)。①另一方面,1993 年,名义 GDP 增速高达 13.9%,通货膨胀高达 14.7%,固定资产投资增速达到 61.8%(谢伏瞻等,2018)。同时,经常账户逆差为 119 亿美元,其中货物和服务贸易逆差达到 117 亿美元,外汇储备仅有 211 亿美元。

在内外压力下,汇率双轨制已无法适应当时经济发展的需要,人民币汇率制度改革呼之欲出。一方面,汇率双轨制滋生寻租和腐败行为。在 1994 年以前,中国汇率制度实行双轨制,呈现官方汇率与外汇调剂市场汇率并存的局面。1993 年底,八成外汇交易采用外汇调剂市场汇率交易,仅有两成外汇交易采用官方汇率交易。外汇调剂价格持续高于官方价格,给寻租和腐败行为提供了套利空间。另一方面,汇率双轨制已无法适应当时经济发展的需要。十一届三中全会将“对外开放”作为长期基本国策。为了更好地对外开放、融入全球经济、促进对外贸易特别是出口贸易发展、积极吸引外商直接投资,经济方面的配套改革亟须推进。汇率作为影响国际贸易和国际投资的重要变量,“一市两价”的外汇市场格局已无法适应当时的经济发展需要。

① 该数据来源于李扬(1998)对 1992—1996 年资本外流的测算。测算方法为:资本外流 = 国际资本往来(运用) + 错误与遗漏 + 其他 - 国际储备资产 - 库存现金。

在此背景下,中央明确了该阶段的汇改目标。1993 年 11 月召开的十四届三中全会第一次提出要全面深化以市场经济为导向的社会主义市场经济体制改革,明确要求“改革外汇管理体制,建立以市场为基础的有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场”。这表明中央已下决心推动市场经济改革(谢伏瞻等,2018)。

2. 汇改内容

这一阶段的主导性汇率制度改革包含三方面内容。一是实行汇率并轨。1994 年初,中国央行实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度,将官方汇率(1 美元兑 5.8 元人民币)与外汇调剂市场汇率(1 美元兑 8.7 元人民币)并轨,境内所有本外币转换均使用统一汇率,即 1 美元兑 8.7 元人民币。这意味着在汇改发生时,人民币兑美元汇率实现一次性的显著贬值。二是调整人民币汇率中间价。中国央行在新旧体制转换过渡期内采用一些过渡性安排,以保障汇率制度平稳运行。1994 年,中国央行使用 18 个主要外汇调剂市场的加权平均汇率作为汇率中间价。三是亚洲金融危机期间采用让人民币汇率暂时性盯住美元的临时应对措施。1997—1998 年亚洲金融危机的爆发给中国经济发展与金融稳定造成严重冲击,导致短期资本大规模流出中国,人民币汇率面临较大贬值压力。为防止危机进一步蔓延,中国做出人民币不贬值的承诺。该时期,中国央行采取让人民币汇率暂时性盯住美元的措施。^①

配套性汇率制度改革围绕着建立统一规范的外汇市场展开,具体包括如下四方面内容。一是建立全国统一规范的银行间外汇市场。1994 年,中国政府建立中国外汇交易中心(CFETS)。二是完善配套汇率制度改革。实施取消外汇留成和上缴、取消外汇收支的指令性计划等措施(管涛,2018)。三是改进外汇管理体制。1996 年取消了所有经常性国际支付和转移的限制,实现人民币经常项目可兑换。四是资本账户渐进开放。2002 年,建立合格境外机构投资者制度(QFII),跨境证券投资开放取得重大进展。^②

3. 汇改效果与评价

综合来看,这一阶段汇改是相当成功的。

第一,汇改目标基本实现。“稳定汇率,增加储备,建立统一规范的外汇市场”是 1994 年的汇改目标。1994 年至 2005 年上半年汇改的主要成就是实现汇率并轨,建立全国统一规范的外汇交易市场,逐步完成配套性汇率制度改革。

第二,名义汇率调整灵活性增强,汇率形成机制透明度提高。1994 年成为人民币由弱转强的分水岭(管涛等,2018)。1994—2004 年,人民币兑美元汇率基本稳定在 8.2~8.7 的区间。

第三,汇改有利于资源优化配置,促进经济增长。1994 年汇改后,经济发展势头逐步向好,外汇储备稳步增长。1994—2004 年,中国 GDP 年均增速高达 9.5%,外汇储备从 516 亿美元增长至 6099 亿美元。此外,汇率并轨解决人民币汇率高估难题,并从制度上解决了双轨制引发的寻租与腐败行为的问题。

第四,人民币汇率一次性调整到位,没有形成进一步贬值预期。1994 年的汇改让汇率贬值接近 50%,不仅没有让国内通胀失控,还大大促进了出口导向型制造业的发展。从本质上来看,1994 年汇率并轨是人民币兑美元汇率的一次性大幅贬值,其背景是人民币兑美元名义汇率存在严重高估,而这次贬值是对汇率高估的修正,是顺应市场供求关系而动。由于这次贬值幅度相当之大,让

① 资料来源:《外汇管理历史沿革》,国家外汇管理局官网,2018 年 11 月 30 日。

② 资料来源:《外汇管理历史沿革》,国家外汇管理局官网,2018 年 11 月 30 日。

市场产生贬值到位的心理,因此贬值之后不仅没有形成进一步的贬值预期,反而随着中国经常账户顺差的不断扩大,人民币兑美元汇率形成持续升值预期。

总结而言,1994年汇改是相当成功的。1994年汇率并轨是中国外汇史上难得的一次性大幅贬值尝试。这次贬值尝试再加上若干重要的制度层面的配套性改革,为中国出口导向型行业的腾飞,乃至为中国2001年入世后经常账户的强劲表现,都打下了很好的基础。

(二)2005年下半年至2015年上半年:实行有管理浮动汇率制度的尝试阶段

2005年下半年至2015年上半年,人民币汇率迎来第二个重要改革阶段,标志性事件是2005年“721汇改”。“721汇改”标志着中国进入有管理的浮动汇率制度的尝试阶段。“完善人民币汇率形成机制,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”是该时期汇改的主要目标。

1. 汇改背景

动荡的国际环境使汇改一再被搁置。2001年中国加入WTO,开始全面融入全球贸易网络。事实上,中国央行早已着手研究下一步的汇率制度改革,完善有管理的浮动汇率制被列入2001年下半年的经济体制改革工作计划。然而,国际环境的一系列重大变化使得酝酿中的汇改一再被延后。具体而言:一是2000年美国互联网泡沫破灭导致全球股市动荡;二是2001年“9·11”恐怖袭击爆发,美联储大幅降息导致美元走势在2002年逆转;三是人民币汇率低估问题被国际化,2002年,时任日本财务省主管国际事务的副财长黑田东彦发文,声称中国通过低估人民币向全球输出通货紧缩(管涛等,2018);四是伊拉克战争在2003年爆发,加剧了全球地缘政治的紧张局势。

良好的国内经济为汇改提供了较好的外部环境。该时期内,中国经济进入高速增长阶段。2000—2004年,中国GDP增速从8.5%上升至10.1%,经常账户顺差从204亿美元增长至689亿美元,实际使用外商直接投资额从407亿美元增长至606亿美元,外汇储备从1656亿美元增长至6099亿美元。国内经济的高速发展为汇改做好了铺垫。

在此背景下,中央明确了该阶段的汇改目标。2003年召开的十六届三中全会为下一阶段的人民币汇率制度改革定下总基调,人民币汇改总体目标为“完善人民币汇率形成机制,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”^①。同时,会议对汇改和其他金融改革的顺序形成大致共识,认为在汇改之前应该先行完成银行部门改革、放松外汇管制以及发展外汇市场等前期工作。^②

中国政府前期做了大量准备工作为汇改的启动做好铺垫。在2005年“721汇改”之前,中国政府做了如下准备:一是稳步扩大资本市场对外开放,取消部分对资本账户交易不必要的管制;二是完成商业银行改革重组,剥离不良资产,提高资本充足率,使商业银行进入良性发展阶段;三是放宽个人和企业经常项目下的交易限制。

2005年国内外宏观环境良好,终于迎来汇改的时间窗口。2005年上半年,世界经济运行平稳,国内经济较快增长,通货膨胀相对较低,前期准备工作取得显著进展,汇改的时间窗口开启(管涛等,2018)。就政策缓冲空间而言,中国资本账户开放程度较低,外汇储备规模充足,国内货币错配程度也较低(缪延亮,2019)。

2. 汇改内容

该阶段,主导性汇率制度改革包含如下三方面内容。第一,2005年实施“721汇改”,中国央行

① 资料来源:《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》,中国政府网,2003年10月14日。

② 资料来源:《人民银行行长周小川就汇率形成机制改革答记者问》,中国政府网,2005年9月11日。

果断进行重大调整。汇改内容包括四个方面。一是一次性调整汇率水平。2005 年 7 月 21 日,人民币兑美元一次性升值 2%,从 8.28 上升至 8.11。二是改革汇率调控方式。实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。三是改革中间价定价机制。人民币汇率中间价由“参考上一日银行间市场加权价确定”改为“参考上一日收盘价确定”。四是每日银行间外汇市场美元兑人民币的交易价仍在人民银行公布的美元交易中间价上下千分之三的幅度内浮动。^①

第二,“721 汇改”的后续改革主要围绕汇率波幅扩大展开。在“721 汇改”之后的十年间,中国央行围绕着扩大人民币汇率每日波动幅度进行边际改革,2007 年 5 月将日浮动幅度由 0.3% 扩大至 0.5%,2012 年 4 月扩大至 1%,2014 年 3 月进一步扩大至 2%。^②

第三,全球金融危机期间采取暂时性盯住美元的措施。2008 年全球金融危机爆发后,为应对全球金融危机与世界经济衰退的冲击,人民币汇率采取暂时性重新盯住美元的措施。人民币汇率暂时性盯住美元持续了 18 个月。

这一阶段的配套性汇率制度改革包含如下两方面内容。

第一,外汇市场建设日渐完善。具体而言:一是在银行间市场丰富交易主体,增加交易品种,引入新的交易方式和制度安排,包括在即期外汇市场引入“两非机构”,开办外汇远期和掉期交易,引入询价交易模式和做市商制度。二是扩大结售汇市场办理主体和业务范围,实施结售汇综合头寸管理。三是进一步放宽汇价和头寸管理,增强银行自主性。四是着手构建人民币离岸金融市场,覆盖中国香港、英国伦敦等地,其中中国香港占主要地位。截至 2021 年 6 月,中国香港人民币国际支付交易全球占比高达 77% (张明、潘松李江,2022)。

第二,资本账户逐步开放。在机构用汇方面,中国央行不断扩大 QFII 和合格境内机构投资者 (QDII) 的规模和投资范围。2006 年,推出 QDII 制度。2013 年至 2015 年上半年,中国资本账户开放进程明显加快。在个人用汇方面,为便利市场主体持有和使用外汇,中国央行陆续出台个人结售汇优惠政策。^③ 2007 年,个人年度购汇总额从 2 万美元提高至 5 万美元。^④

3. 汇改效果与评价

综合来看,这一阶段的汇改目标基本实现,取得阶段性成功。具体而言,第一,汇改目标基本实现。该阶段“完善人民币汇率形成机制,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”的汇改目标基本实现。第二,汇率形成机制透明度有所提高。这体现在两方面:一是外汇干预程度下降,人民币汇率弹性化取得显著进展 (张明,2015),国内货币政策自主性有所增强 (胡再勇,2010);二是汇率形成机制透明度提高,获得国际认可。该时期,人民币汇率稳步升值为人民币国际化提供较好环境。2015 年,人民币被 IMF 纳入特别提款权 (SDR) 的货币篮,这反映国际社会对人民币作为一种国际化货币的广泛认可 (张明、李曦晨,2019)。第三,名义汇率调整灵活性有所增强。事实上,在 2005 年“721 汇改”后,中国实行了以“汇率篮子、波动范围和爬行速度”为核心的 BBC 制度 (Eichengreen 和 Razo-Garcia,2006;张明,2011)。这种制度可以兼顾汇率调整的灵活性与稳定

① 资料来源:《中国人民银行公告〔2005〕第 16 号(中国人民银行关于完善人民币汇率形成机制改革的公告)》,中国人民银行官网,2005 年 7 月 21 日。

② 资料来源:《中国人民银行新闻发言人就扩大人民币汇率浮动幅度答记者问》,中国人民银行官网,2014 年 3 月 18 日。

③ 资料来源:《外汇管理历史沿革》,国家外汇管理局官网,2018 年 11 月 30 日。

④ 资料来源:《国家外汇管理局新闻发言人就〈个人外汇管理办法实施细则〉有关问题答记者问》,国家外汇管理局官网,2007 年 1 月 5 日。

性,因此受到很多新兴市场经济体的青睐。第四,汇改有利于优化资源配置,经常账户失衡状况显著改善。2005 年汇改的目标之一是通过汇率调整实现商品和服务贸易的大体平衡。^① 2009 年以来,中国经常账户顺差占 GDP 比重呈现下降趋势。按照美国的标准来衡量,中国经常账户失衡已不复存在(张明,2018)。^②

在应对人民币升值预期时,中国央行没有一次性调整到位,导致人民币兑美元汇率变动不能顺应市场供求的变动进行调整。这是该阶段汇改的不足之处。一方面,中国央行在面对升值压力时,没有让人民币汇率一次升值到位。2005—2013 年,人民币兑美元汇率存在持续升值压力,中国央行采用外汇市场上购买美元、通过冲销行为对冲购买美元导致的国内流动性过剩等方式来进行应对,造成持续的经常账户顺差与外汇储备飙升,进而产生一系列福利问题与潜在风险。另一方面,中国央行在面临贬值压力时,也没有让人民币汇率一次性贬值到位。在 2014 年至 2015 年“811 汇改”前后,人民币兑美元汇率存在持续的贬值压力,中国央行采用在外汇市场上出售美元的方式进行应对,而非采取让人民币兑美元汇率一次性贬值到位的措施,这就造成外汇储备规模的下降以及市场贬值预期的加强。

中国央行此阶段汇改存在如下两方面问题需要解决。其一,在这 10 年间,中国央行主要通过外汇市场上的公开市场操作来维持汇率稳定,由此积累了大量的外汇储备。过多的外汇储备除意味着投资收益偏低与国民福利损失外,还会带来外汇占款的增加与央行冲销压力,并增加市场的扭曲(Zhang,2012)。其二,在 2014—2015 年“811 汇改”之前,市场上积累了较大的人民币兑美元汇率贬值压力,这给“811 汇改”带来较大挑战。这种贬值压力的积累,本身就说明人民币汇率不能充分反映市场供求的变化,人民币汇率形成机制的市场化改革仍需要进一步推进。

总结而言,2005 年“721 汇改”仅仅取得了阶段性成功,表现为汇改目标基本实现,汇率形成机制透明度有所提高,名义汇率调整灵活性有所增强,经常账户失衡状况显著改善。由于中国央行没有一次性调整到位,导致人民币兑美元汇率变动不能顺应市场供求的变动进行调整。因该阶段汇改不够彻底,也增加了下一阶段汇改的难度和挑战。

(三)2015 年下半年至今:人民币汇率中间价改革的调整与重要尝试阶段

2015 年下半年至今,人民币汇率迎来第三个重要改革阶段,标志性事件是 2015 年“811 汇改”。此次汇改是中国央行进一步推动汇率形成机制市场化,实现汇率制度由“类爬行安排”向浮动汇率制过渡的重要尝试(余永定、肖立晟,2017)。“完善人民币汇率市场化形成机制,强调市场在资源配置中发挥决定性作用”是该阶段汇改的主要目标。

1. 汇改背景

国内外宏观环境出现较大变化。一方面,自 2014 年第二季度起,中国非储备性质金融账户开始出现持续的逆差;另一方面,2008 年全球金融危机与 2010—2012 年欧洲主权债务危机结束后,随着美联储宣布退出量化宽松政策,美元指数从 2014 年 9 月起开始升值。当时,人民币汇率大致盯住美元,美元的走强使得人民币跟随美元兑其他货币呈现显著升值态势(辜朝明,2019)。从 2014 年第一季度起,人民币兑美元汇率由低估状态转为高估状态(见图 2)。

在政策方面,中国政府更加强调发挥市场在资源配置中的主导作用。2013 年,党的十八届三中全会明确要求完善人民币汇率市场化形成机制,强调市场在资源配置中发挥决定性作用。

为了适应新形势需要,新一轮汇率制度改革呼之欲出。一方面,为适应宏观环境变化与推动

① 资料来源:《人民银行行长周小川就汇率形成机制改革答记者问》,中国政府网,2005 年 9 月 11 日。

② 经常账户顺差占 GDP 比重一旦超过 3%~4%,说明该国存在经常账户失衡。

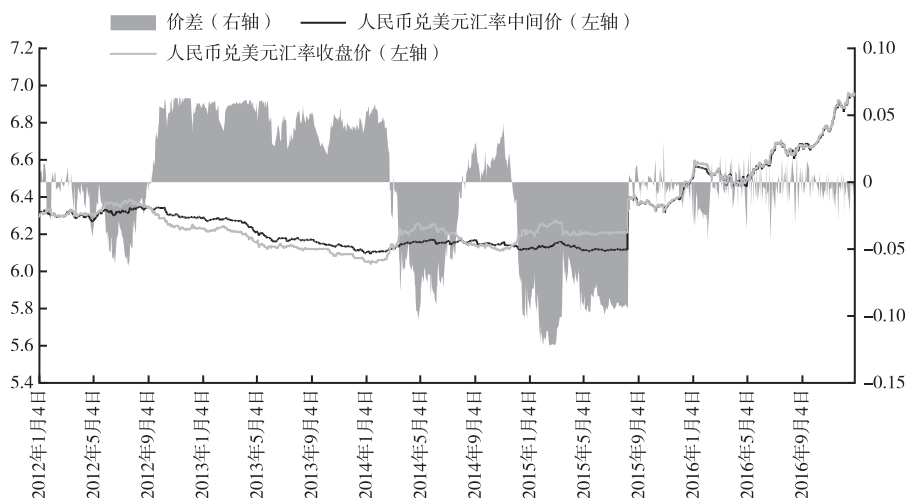


图 2 2012—2016 年人民币兑美元汇率

注:人民币汇率贬值压力采用人民币兑美元汇率的中间价与收盘价的价差进行刻画。

资料来源:Wind。

人民币国际化的需要,特别是推动人民币加入 SDR 货币篮的需要,^①中国央行需要推进新一轮汇率制度改革。另一方面,当时较强的人民币汇率贬值预期导致汇率中间价与市场汇率之间出现较大幅度的偏离,不仅影响中间价的基准地位和权威性,也使得市场汇率动辄“跌停”,制约人民币汇率弹性的改善(管涛等,2018)。

在此背景下,2015 年中国央行实施“811 汇改”,开启以调整中间价定价机制为重点的第三阶段汇改。

2. 汇改内容

这一阶段的主导性汇率制度改革是调整人民币汇率中间价定价机制,标志性事件是 2015 年“811 汇改”。自“811 汇改”以来,人民币汇率定价机制经历了从单因子到双因子、再到三因子的发展历程。

第一,单因子定价机制。2015 年 8 月 11 日,中国央行强调中间价报价要参考前一日收盘价,实施“中间价 = 收盘价”的单因子定价机制,组织中间价报价行改进人民币兑美元汇率的中间价形成机制。^②“811 汇改”后,人民币兑美元汇率的贬值预期明显增强,一度形成了人民币贬值预期与短期资本外流相互交织、相互强化的不利局面。

第二,双因子定价机制。2015 年 12 月 11 日,中国外汇交易中心发布人民币对一篮子货币的汇率指数,即 CFETS 货币篮汇率指数。^③自 2016 年初,中国央行开始实施“中间价 = 收盘价 + 一篮子货币汇率变化”的双因子定价机制。^④双因子定价机制意味着人民币兑美元汇率的中间价制定

① 有学者指出,“811 汇改”采取优化汇率中间价报价机制,而不是继续扩大汇率浮动区间的方式,是因为若继续采用扩大波幅的方式可能会造成人民币汇率交易价格偏离中间价,若持续偏离 2% 以上,违背《国际货币基金组织协定》第八条款义务,涉嫌构成双重汇率安排(管涛等,2018;徐高,2019)。

② 资料来源:《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》,中国人民银行官网,2015 年 8 月 11 日。

③ 资料来源:《观察人民币汇率要看一篮子货币》,中国人民银行官网,2015 年 12 月 11 日。

④ 资料来源:《2016 年第一季度中国货币政策执行报告》,中国人民银行官网,2016 年 5 月 6 日。

要同时参考前一日收盘价,以及相对于一篮子货币的汇率变化。

第三,三因子定价机制。在引入双因子定价机制后,人民币汇率贬值预期有所缓解,但尚未根除。2017年5月,中国央行宣布实施“中间价=收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的三因子定价机制,以遏制市场单边贬值预期。^①在逆周期因子引入之后,人民币兑美元汇率的单边贬值预期显著削弱并最终消失,人民币兑美元汇率进入双向波动时期。

这一阶段,汇改的配套性改革措施主要围绕如何遏制市场单边贬值预期而展开,具体包括如下三方面。一是中国央行通过在外汇市场上出售美元、买入人民币来稳定人民币兑美元汇率。大规模反向公开市场操作的结果是,2014年6月至2016年底,中国外汇储备规模迅速缩水。二是为缓解外汇市场上美元供不应求的压力,中国央行从2016年起开始加强对外币计价的短期资本外流的控制。从2016年下半年起,短期资本外流的管控对象从外币计价扩展至所有货币计价。在2015年“811”汇改之后,中国逐渐形成跨境资本“宽进严出”的局面,并延续至今。三是逐渐推动金融市场的双向开放。在金融市场互联互通方面,先后推出“沪港通”(2014年)、内地与香港基金互认(2015年)、“深港通”(2016年)和“债券通”(2017年)等跨境证券投资新机制。^②在个人投资渠道方面,2021年开始实施“跨境理财通”以扩宽居民部门的跨境投资渠道。

3. 汇改效果与评价

综合来看,该阶段的汇率制度改革方向是正确的,但汇改时机的选择值得商榷。从汇改效果来看,该阶段的汇改并不彻底,没有彻底打消人民币贬值预期。

第一,本次汇改难言获得全功。从汇改效果来看,“811汇改”后,人民币汇率的市场化程度更高,中国央行也逐渐退出常态化外汇市场干预(肖立晟等,2021),但本次汇改并不彻底。

第二,名义汇率调整灵活性有所增强。2015年“811汇改”是人民币汇率形成机制市场化改革的一次关键性突破(管涛,2017a)。“811汇改”后,人民币汇率的弹性更强(肖立晟等,2021)。波动性增加的汇率能够更好地发挥国际收支调节与缓冲外部负面冲击的作用,并有助于进一步增强国内货币政策的独立性(黄文静等,2022)。尤其是最近五年来,人民币汇率弹性显著增强,双向波动态势更加明显,这与中国央行基本上退出常态化干预密切相关。这一点毫无疑问是值得高度肯定的。

第三,改革时机的选择影响汇改在资源优化配置中作用的发挥。由于国内外经济形势均不好,2015年是历次汇改中难度最大的一年(缪延亮,2019)。因此,“811汇改”在时机选择上,仍是值得商榷的(张明,2016)。一是在“811汇改”后,中国外汇储备一度缩水了1万亿美元,这意味着国民财富的重大损失。二是在“811汇改”之后,持续的人民币兑美元贬值预期使得人民币国际化进程速度显著放缓,各类货币国际化指标均明显下降。三是资本账户管制尤其是对资本外流的管制在“811汇改”之后显著加强,并呈现出鲜明的“宽进严出”的不对称特点。

第四,就汇率形成机制透明度而言,不断调整的人民币汇率中间价定价机制事实上增强了汇率形成机制的不透明程度。学者们就三因子定价模型的评价不一。有学者指出,逆周期因子降低了人民币汇率的波动性(何青等,2018)。逆周期因子的引入创造性地解决了汇率制度“中间解”,即有管理的浮动汇率制度带来的政策公信力问题(管涛、殷高峰,2022)。但另一派学者则指出,相比于人民币定价的单因子模型,更多因子的加入事实上使人民币汇率形成的透明度与可预测性显

① 资料来源:《2017年第二季度中国货币政策执行报告》,中国人民银行官网,2017年8月11日。

② 资料来源:《外汇管理历史沿革》,国家外汇管理局官网,2018年11月30日。

著下降,事实上也重新增强了中国央行对汇率中间价的影响力。逆周期因子作为稳定汇率波动的政策工具,在短期内适当使用较为适宜(张明、陈胤默,2020)。

第五,该阶段的汇改没有彻底打消人民币贬值预期。由于汇改并不彻底,该阶段汇改给外汇市场变化带来了不利的影响。人民币贬值预期的强化迫使中国央行不得不通过动用外汇储备干预外汇市场、收紧资本外流管制、干预香港离岸市场等手段来稳定人民币汇率,造成 2015 年“811 汇改”事实上面临“进三退二”的尴尬局面。不过,最近几年,人民币兑美元汇率的双向波动特征进一步增强,中国外汇储备存量几乎没有明显变动,说明中国央行对人民币外汇市场的干预已经显著下降,人民币兑美元汇率越来越具备自由浮动的特征。但这种自由浮动依然是中国央行严密监控条件下的自由浮动,与真正的自由浮动汇率制度依然相差甚远。

总而言之,该阶段的汇率制度改革方向是正确的,名义汇率调整灵活性有所增强,但汇改时机选择值得商榷,也没有彻底打消人民币贬值预期,影响汇改在资源优化配置中作用的发挥。

三、人民币汇率制度改革的经验总结

中国央行寻求市场导向与金融稳定的结合,形成了具有中国特色的人民币汇改道路。评估汇改效果与总结相关经验,有助于为探索“双循环”新发展格局下的汇率制度改革奠定基础,为实现全面扩大开放、建设更高水平开放型经济新体制做出贡献。

(一)采取渐进式汇改策略

人民币汇率制度改革始终采取渐进式策略。根据国内外宏观环境的变化,人民币汇率制度改革经历了汇率并轨、波幅扩大与中间价改革的结构性演进历程。

学者们对采用渐进式汇改策略的评价不一。大部分学者认为,采用渐进式汇改策略是适合中国经济发展和具体国情的。在人民币汇率制度改革的操作层面,中国央行采取了谨慎的、探索性的试错方法(吴晓求,2018)。王国刚和林楠(2019)指出,虽然人民币汇率形成机制调整在一段时间内步子慢了点,但基本没有走弯路,没有给国内经济增长和体制改革带来严重的负面影响。管涛(2017b,2021)认为中国当前汇率选择的是第三条道路,即“角点解”之外的“中间解”。

人民币汇改虽然采取渐进策略,但汇改的方向是一以贯之的。自 1994 年至今,人民币汇改一直朝着“以市场供求为基准,实行自由浮动汇率制度”的方向推进。在历次重要会议精神上都体现了该指导思想。渐进式汇改策略有利于中国央行以时间换空间,降低汇改失败带来的负面冲击。对于缺乏对冲外汇波动风险经验的家庭与企业,以及对于外汇远期市场不够发达的金融市场,渐进式策略的采纳能够帮助它们逐渐适应并完成转变,降低市场震荡程度。在渐进式汇改的背后,汇率为实现产业竞争力和经济增长引擎平稳过渡的目标,发挥了“稳定锚”的作用(范言慧、席丹,2018)。不过,渐进式汇改策略也存在不足,一方面,可能产生一些套利空间,例如在岸市场与离岸市场的汇率价差;另一方面,可能引发一定规模的套利活动,例如跨境套汇。

(二)避免人民币汇率短期内大起大落

中国央行在汇改过程中通常会努力避免人民币兑美元汇率短期内大起大落,来降低汇率超调对外贸与外资造成的负面冲击。尤其是在面临外部重大负面冲击时,中国央行可能在一定时期内让人民币兑美元汇率保持不变,以稳定国内外市场主体预期。例如,在 1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机爆发后,中国央行都一度让人民币暂时性盯住美元。

在坚持该经验的前提下,中国央行在应对外部负面冲击时,会根据不同时期的国情采取因地

制宜的策略加以应对。例如,在新冠肺炎疫情暴发后,人民币兑美元汇率依然维持双向波动局面,中国央行没有再次选择让人民币盯住美元。这是因为,时移世易,目前中国在岸市场与离岸市场都已建立了较为成熟的远期外汇市场,有利于企业和金融机构对冲汇率波动风险。同时,市场主体对汇率风险的认识与敏感度也已显著增强。中国央行在应对外部负面冲击时的策略转变,背后体现了中国在汇率制度改革和外汇市场发展方面取得的长足进步。

(三)保留适当资本账户管制

中国央行在推进国内金融改革与汇率制度改革的过程中,始终保持着适当的资本账户管制,以避免汇率短期内过度波动。一个典型的案例是,在2015年“811汇改”后,为抑制人民币贬值预期恶化与短期资本外流加剧的恶性循环,中国央行显著收紧了对短期资本外流的管制。事实上,中国经济能够顺利应对亚洲金融危机与全球金融危机等负面冲击,与中国成功的资本账户管制是分不开的。

目前,中国资本账户管制格局表现出“宽进严出”的特征。经过数十年的渐进式开放,中国资本账户的开放程度已经显著提高,目前在直接投资方面的开放程度最高,在证券投资方面的开放程度次之,在货币市场、衍生品市场与跨境借贷方面依然保留着较多管制。

下一阶段,中国该采取什么样的资本账户开放策略?一种赞成中国加快开放资本账户的观点认为,如果中国进一步开放资本账户,那么外资将会大量涌入,从而对冲掉中国国内资本的外流,降低其对外汇市场与国内金融市场的冲击。然而,残酷的事实是,外资流动的波动性在很多时候超过了内资。例如,当国内金融市场面临内外负面冲击时,内资外流与外资外撤通常会同时发生,而且相互强化。2022年上半年,俄乌冲突的爆发和美联储陡峭的加息与缩表行为,导致我国在2022年上半年遭遇了大规模资本外流,就充分地说明了上述现象。这就意味着,对中国这样的金融市场尚未建立健全、系统性金融风险仍在积累的国家而言,适当的资本账户管制是避免系统性金融危机爆发的最后一道防火墙,不能轻易拆掉。

(四)通过国内结构性改革为汇改成效提供有力保障

国内结构性改革会影响汇改效果。如前所述,中国三次汇改的效果迥异,1994年汇改与2005年“721汇改”似乎要比2015年“811汇改”更为成功。本文认为,相对于2015年“811汇改”,1994年汇改和2005年“721汇改”更多地受到了重大结构性改革的保障。1994年汇改之前,邓小平南方谈话重申了深化改革、加快发展的必要性和重要性,社会主义市场经济体制的建立极大地增强了微观主体信心。2005年“721汇改”之前,伴随中国加入WTO,贸易顺差与经常账户顺差持续攀升,外汇储备规模不断创出新高,人民币面临显著升值压力。但在2015年汇改之前,受全球金融危机的影响,中国政府推迟了大规模结构性改革(张明,2020b)。

综上所述,国内重大结构性改革的推进有助于增强微观主体信心、推动经济增长、让人民币汇率保持强势,从而有助于为后续汇改提供有力保障。换言之,人民币汇改的经验教训验证了金融改革成效在很大程度上取决于实体经济改革成效的观点。

四、人民币汇率制度改革的前景和展望

关于人民币汇率制度改革的前景和展望,需审慎考虑三个问题:什么是人民币汇率制度改革的终极目标?当前国内外宏观环境是否有利于汇改终极目标的实现?若是终极目标暂时无法实现,过渡期汇率制度的选择及其保障措施是什么?

(一) 自由浮动是人民币汇率制度改革的终极目标

人民币汇率形成机制下一步演进方向如何?有学者认为自由浮动汇率制度并非大多数国家的选择,基于现实的次优汇率制度选择应是对汇率进行不同程度的管理(丁志杰等,2018)。最优汇率制度选择并不必然遵循由固定到中间再到浮动的唯一路径,一国政策制定者应根据自身宏观经济情况和国情选择最适宜的汇率制度(路继业、张娆,2021)。另一派学者则认为,对中国这样的大型开放经济体而言,为了实现对外开放,同时还能维持独立货币政策、降低外部冲击的负面影响,人民币从有管理浮动走向清洁浮动^①是大势所趋(缪延亮,2019)。

本文认为,人民币汇率制度改革的终极目标是实现人民币汇率的自由浮动。首先,未来中国必将实施资本账户的进一步开放政策,中国这样的大国也必须保证货币政策的独立性,根据“三元悖论”,这就意味着中国央行必将实施更具弹性的汇率制度。其次,自由浮动的人民币汇率可以消除持续的汇率高估或汇率低估,并降低由汇率高估或低估造成的资源错配。再次,中国央行当前实施的三因子汇率中间价定价模型非常独特。从本质上来看,参考收盘价是参考市场供求(Free Floating),维持对篮子货币汇率稳定是盯住一篮子(Basket Pegging),逆周期因子则保持了中国央行干预汇率的能力。这是三种汇率机制的综合,短期内稳定汇率的能力较强,但也带来了更多的不透明与不确定性,因此注定是一种过渡时期的汇率安排。最后,从国际实践来看,目前全球排名前 10 位的经济体有 9 位都选择了自由浮动汇率制度,这意味着中国未来也将走向人民币汇率的自由浮动。

(二) 复杂的国内外宏观环境阻碍短期内汇改终极目标的实现

目前人民币汇改进度并没有具体的时间表。缪延亮(2019)提出了人民币汇改的三条路线:若宏观条件恶劣、对货币政策独立性偏好强,汇改时短暂加强资本账户管制,待情况改善后再协同推进;若宏观条件较好、对货币政策独立性偏好一般,汇改时同步推进资本账户开放;若宏观条件和对货币政策独立性偏好位于前两者之间,汇改时维持资本账户管制程度不变,待情况改善后再协同推进。

作为大型开放经济体,中国不可能放弃货币政策的独立性。因此,未来的人民币汇率制度改革将会根据宏观环境变化,在资本账户管制和汇率市场化之间进行权衡。如果外部宏观环境较好,则同时放松资本账户管制和推进汇率市场化。如果外部宏观环境变差,则加强资本账户管制并暂缓汇率市场化进程。

就当前国内外宏观环境来看,短期内人民币汇率制度走向自由浮动的前景不太乐观。从国际环境来看,受新冠肺炎疫情冲击和俄乌冲突爆发的影响,全球经济逐渐由低增长、低通胀、低利率与高债务的“长期性停滞”格局切换到低增长、高通胀的滞胀格局。当前疫情演进、中美博弈、气候变化与俄乌冲突都给全球经济政治发展带来了较大不确定性。2022 年,为了应对持续走高的通货膨胀,美联储开启了自 20 世纪 90 年代上半期以来最激进的加息进程。2022 年 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月,美联储分别加息 25 个、50 个、75 个、75 个、75 个基点。历史经验表明,伴随着美联储加息周期,从 20 世纪 70 年代起美元指数曾出现三轮强势周期,而 2015 年“811 汇改”面临的是“二十年一遇的强美元”(谢亚轩,2019)。未来一段时间,美联储货币政策调整将对中国国际收支产生负面冲击,人民币贬值压力较大。为了应对外部环境变化对中国宏观经济政策

^① “清洁浮动”一词是相对于“肮脏浮动”而言的,“肮脏浮动”指有管理的浮动,与之相对的“清洁度”高的浮动汇率则被称为“清洁浮动”(缪延亮,2019)。

制定和执行的负面影响,需要人民币汇率保持足够弹性,对跨境资本流动保持必要的监管(余永定,2022)。

从国内环境来看,中国经济正处于经济结构转型、经济增速探底、系统性金融风险尚未得到根本性控制的局面。从理论上而言,人民币汇率制度走向自由浮动,能够让汇率波动成为抵御各种内外冲击的缓冲垫。但从现实来看,中国央行也对人民币贬值预期与短期资本外流相互强化甚至可能引爆国内系统性金融风险心存警惕。事实上,从2014年至今,中国在大多数时期面临非储备性质金融账户逆差以及误差与遗漏项净流入的局面。目前,中国国内的房地产领域、地方政府债务领域与中小商业银行领域存在着显著的系统性金融风险。一旦发生持续大规模短期资本外流,中国政府在消耗掉大部分外汇储备后,就可能不得不通过提高国内利率的方式来稳定汇率,而国内利率显著上升可能引爆房地产与地方债领域的相关风险(张明,2020a)。为防止上述系统性风险爆发,中国政府在短期甚至中期内都必须强化对跨境资本流动的管理(余永定,2020)。

为了避免系统性金融风险的爆发,除了保持必要的资本流动管制外,中国央行依然会在一定程度上保持对人民币汇率决定的影响力。基于对中国央行决策制定过程的长期观察,笔者对短期内人民币汇率走向自由浮动的前景不太乐观。

(三)过渡期人民币汇率制度的选择

在过渡期内,如何实现汇率既能波动又能大致稳定是汇率制度改革的关键考量。有学者指出,中国央行应继续完善“宏观审慎管理和微观市场监管”两位一体的管理体系,进一步退出外汇市场常态化干预,仅在少数市场异常波动状态下出手,平稳实现清洁浮动(缪延亮,2019)。余永定(2017)指出,不应过分强调汇率预期的作用,在特定条件下通过稳定汇率来稳定汇率预期的政策可能有效,但需付出较大代价。此外,还需加快推动外汇市场建设,在外汇市场引入更多市场交易主体,使得人民币汇率波动能够更好地反映市场供求和预期(中国人民大学课题组,2020)。

在过渡期内,人民币汇率制度改革可以考虑如下思路和措施。一方面,就汇率制度选择思路而言,结合历次汇改经验,基于对人民币汇改的最终目标是自由浮动,但短期内各类不确定性因素制约了最终目标实现这一事实的认识,在过渡期内,应遵循渐进式汇改策略,充分考虑市场贬值预期,避免人民币汇率在短期内大起大落。另一方面,就汇率制度改革的措施而言,在主导性汇率制度改革方面,构建人民币篮子汇率的年度目标区是兼顾人民币汇率弹性与稳定性的有效方法;在配套性汇率制度改革方面,在汇率制度改革与国内结构性改革相配合的基础之上,保留适当的资本账户管制较为适宜。

1. 主导性汇率制度改革

在主导性汇率制度改革方面,构建人民币篮子汇率的年度宽幅目标区可以更好地兼顾人民币汇率的弹性与稳定性。

第一,人民币篮子汇率的年度宽幅目标区制的内涵。在当前汇率制度到自由浮动汇率制度的过渡期内,建议构建关于人民币篮子汇率的年度宽幅目标区制。例如,设定人民币对CFETS货币篮子汇率指数每年 $\pm 10\%$ 的目标区。只要人民币篮子汇率的升贬值幅度处于一年 10% 以内,中国央行不进行任何干预,让汇率完全由市场供求来决定。只有等一年内人民币篮子汇率波动超过正负 10% ,中国央行才选择进行干预。

第二,人民币篮子汇率的年度宽幅目标区制的优势。区别于现行汇率制度,在过渡期构建人民币篮子汇率的年度目标区,具有以下三方面好处。其一,有利于增强人民币汇率定价机制的灵活性与透明度。上述机制要比现有人民币汇率定价机制更具弹性。事实上,在年度宽幅目标区上

下限内,汇率水平完全由市场供求决定,中国央行应坚持不干预外汇市场。此外,年度宽幅目标区制也要比当前的“中间价+篮子汇率+逆周期因子”的定价机制更加透明。其二,年度宽幅目标区制有助于防止短期内汇率大起大落,从而能够更好地稳定市场预期。虽然在现行人民币汇率定价机制中已遵循类似的隐含规则,但这仅为市场猜测。中国央行公开采用年度目标区可以更好地引导市场预期,避免外汇市场羊群行为的出现。其三,年度宽幅目标区制的建立有助于人民币汇率走出更加独立的行情,有助于提高人民币作为区域锚货币选择的能力。未来,人民币要成为区域甚至全球的锚货币,关键在于人民币汇率走势要与美元汇率走势存在差异。如果人民币汇率始终盯住美元,其他国家选取人民币作为锚货币的意义不大。因此,要扩大人民币作为锚货币的占比,关键是人民币汇率要走出独立于美元的行情。

第三,中国央行构建人民币篮子汇率的年度宽幅目标区,有助于抓住俄乌冲突爆发给人民币国际化带来的新机遇。目前,俄罗斯、伊朗等大宗商品出口国对美元资产的安全性产生了疑虑,这为中国推动大宗商品进口的人民币计价与结算提供了良好的机遇;同时,人民币资产对海外投资者的吸引力在上升,人民币国债与金融债在一定程度上开始具备国际安全资产的特征。为了抓住新机遇,采取年度宽幅目标区的人民币汇率定价机制,不仅可以增加汇率制度的灵活性,让人民币汇率变动更多地由市场供求决定,还可以让汇率变动更好地反映市场预期,增加市场持有和使用人民币的信心。

第四,人民币篮子汇率的年度宽幅目标区制的应用。从现实情况来看,为了应对俄乌冲突后卢布大幅震荡的情况,中国外汇交易中心宣布,自 2022 年 3 月 11 日起,人民币兑俄罗斯卢布的即期交易价浮动幅度从 5% 扩大至 10%。^①中国外汇交易中心在特殊时期的举措也印证了构建关于人民币篮子汇率的年度宽幅目标区制的可行性。

2. 配套性汇率制度改革

在建立人民币篮子汇率年度宽幅目标区制过程中,汇改的保障措施不可或缺。本文认为,保留适当的资本账户管制是重点,具体可从如下六方面入手。其一,适当放开对 ODI 与 QDII 的管制,改善当前资本账户管制的“宽进严出”格局。其二,将资本账户管理与宏观审慎监管协调配合。宏观审慎监管有助于缓释系统性金融风险,提高金融体系安全调节跨境资本流动的能力。其三,加快人民币利率形成机制改革。人民币利率形成机制市场化改革有助于利率根据市场供求变化进行灵活调整,避免形成持续的套利机会与引发资本持续单向流动。其四,跨境借贷是波动性最高的跨境资本流动类型,中国央行需对跨境银行借贷保持适当管制。其五,引入托宾税。采用价格型资本账户管制措施有助于增强资本账户管制的透明性与可预测性,提高资源配置效率。中国政府可以通过逆周期征税的方式来调节短期资本的异常流动,并实施与资本流动规模挂钩的可变税率(鞠建东等,2020)。例如,通过对资本外流实施非线性(累进)税收方案,可以降低以汇率大幅贬值、资本外逃和福利损失为特征的危机爆发的可能性(Ju 等,2019)。其六,调整外汇管理的实需原则,增加外汇管理灵活性。严格执行实需原则将会限制企业和个人的用汇需求,使得人民币汇率波动难以真正实现市场出清。本文建议实行更为灵活的外汇管理方式,满足企业和个人的其他用汇需求,让人民币汇率波动更加真实地反映全方位的市场供求。

^① 资料来源:《关于扩大银行间外汇市场人民币兑俄罗斯卢布即期交易价浮动幅度的公告》(中汇交公告〔2022〕13 号),中国外汇交易中心官网,2022 年 3 月 10 日。

参考文献:

1. 陈中飞、王曦、刘宛昆:《人民币汇率制度改革:基于国际规律的视角》,《国际金融研究》2018年第12期。
2. 丁志杰、严灏、丁明:《人民币汇率市场化改革四十年:进程、经验与展望》,《管理世界》2018年第10期。
3. 范言慧、席丹:《人民币何以克服浮动恐惧》,《财贸经济》2018年第7期。
4. [美]辜朝明:《大衰退年代:宏观经济的另一半与全球化的宿命》,杨培雷译,上海财经大学出版社2019年版。
5. 管涛:《四次人民币汇改的经验与启示》,《金融论坛》2017a年第3期。
6. 管涛:《汇率选择“中间解”的中国样本》,《国际金融研究》2017b年第12期。
7. 管涛、马昀、夏座蓉等:《汇率的博弈:人民币与大国崛起》,中信出版集团2018年版。
8. 管涛:《汇率的突围》,中国出版集团东方出版中心2021年版。
9. 管涛、殷高峰:《开放没有回头路:中国应对资本流动冲击的经验及启示》,《国际经济评论》2022年第1期。
10. 何青、甘静芸、刘舫航、张策:《逆周期因子决定了人民币汇率走势吗》,《经济理论与经济管理》2018年第5期。
11. 胡再勇:《我国的汇率制度弹性、资本流动性与货币政策自主性研究》,《数量经济技术经济研究》2010年第6期。
12. 黄文静、张峻栋、周彭、张文朗、彭文生:《联储转鹰对我国货币政策影响有限》,中金宏观公众号,2022年1月7日。
13. 鞠建东、施康、魏尚进、黎莉、聂光宇:《非线性资本流动税:中国资本流动管理与金融危机防范机制》,《新金融评论》2020年第1期。
14. 李扬:《中国经济对外开放过程中的资金流动》,《经济研究》1998年第2期。
15. 刘浩杰、林楠:《地缘政治风险、短期资本流动与外汇市场压力》,《亚太经济》2021年第6期。
16. 路继业、张姚:《新兴经济体汇率制度选择:状态依存的视角》,《经济研究》2021年第2期。
17. 缪延亮:《从此岸到彼岸:人民币汇率如何实现清洁浮动》,中国金融出版社2019年版。
18. 缪延亮、郝阳、杨媛媛:《外汇储备、全球流动性与汇率的决定》,《经济研究》2021年第8期。
19. 王国刚、林楠:《中国外汇市场70年:发展历程与主要经验》,《经济动态》2019年第10期。
20. 吴立雪:《人民币国际化与外汇市场压力——基于TVP-SV-VAR模型的实证检验》,《金融论坛》2019年第10期。
21. 吴晓求:《改革开放四十年:中国金融的变革与发展》,《经济理论与经济管理》2018年第11期。
22. 肖立晟、杨娇辉、李颖婷、朱显昭:《中国经济基本面、央行干预与人民币汇率预期》,《世界经济》2021年第9期。
23. 谢伏瞻、余永定、李扬、张宇燕、高培勇:《改革开放40年汇率改革理论与实践探索》,《经济学动态》2018年第9期。
24. 谢亚轩:《40年人民币汇率改革之路的回顾与思考——轩言·数语系列报告》,轩言全球宏观公众号,2019年4月3日。
25. 徐高:《宏观经济学二十五讲:中国视角》,中国人民大学出版社2019年版。
26. 易纲、汤弦:《汇率制度“角点解假设”的一个理论基础》,《金融研究》2001年第8期。
27. 余永定:《汇率预期、资本流动和中国汇率制度改革之道》,《清华金融评论》2017年第9期。
28. 余永定:《资本项目自由化条件仍未成熟,应先实现汇率自由浮动》,中国金融四十人论坛公众号,2020年8月11日。
29. 余永定:《关于2022年宏观经济的十四点看法》,中国金融四十人论坛公众号,2022年1月25日。
30. 余永定、肖立晟:《完成“811汇改”:人民币汇率形成机制改革方向分析》,《国际经济评论》2017年第1期。
31. 张明:《“外升内贬”背景下的人民币汇率形成机制改革》,《经济理论与经济管理》2011年第1期。
32. 张明:《人民币汇率形成机制改革的进展、问题与建议》,《学术研究》2015年第6期。
33. 张明:《人民币汇率形成机制改革:历史成就、当前形势与未来方向》,《国际经济评论》2016年第3期。
34. 张明:《改革开放四十年来中国国际收支的演变历程、发展趋势与政策涵义》,《国际经济评论》2018年第6期。
35. 张明:《中国宏观杠杆率的演进特点、部门轮动与应对之策》,《上海金融》2020a年第4期。
36. 张明:《宏观中国:经济增长、周期波动与资产配置》,东方出版社2020b年版。
37. 张明:《2022年全球经济面临三大不确定性》,《中国外汇》2021年第24期。
38. 张明、李曦晨:《人民币国际化的策略转变:从旧“三位一体”到新“三位一体”》,《国际经济评论》2019年第5期。
39. 张明、陈胤默:《人民币汇率定价的逆周期因子:启用时间、驱动因素与实施效果》,《经济理论与经济管理》2020年第10期。
40. 张明、潘松李江:《人民币离岸金融市场:发展动力、经验教训与前景展望》,《新金融》2022年第2期。
41. 中国人民大学课题组:《“十四五”时期中国金融改革发展监管研究》,《管理世界》2020年第7期。
42. Calvo, G. A., & Mishkin, F. S., The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4, 2003, pp. 99 – 118.

43. Eichengreen, B. , Rose, A. K. , & Wyplosz, C. , Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. *Economic Policy*, Vol. 10, No. 21, 1995, pp. 249 – 312.
44. Eichengreen, B. , & Razo-Garcia, R. , The International Monetary System in the Last and Next 20 Years. *Economic Policy*, Vol. 21, No. 47, 2006, pp. 394 – 442.
45. Frankel, J. A. , No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times. NBER Working Paper, No. w7338, 1999.
46. Gorton, L. , & Roper, D. , A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience. *American Economic Review*, Vol. 67, No. 4, 1977, pp. 537 – 548.
47. Goldberg, L. S. , & Krogstrup, S. , International Capital Flow Pressures. National Bureau of Economic Research, 2018.
48. Heller, H. R. , Determinants of Exchange Rate Practices. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, No. 3, 1978, pp. 308 – 321.
49. Ju, J. , Li, L. , Nie, G. , Shi, K. , & Wei, S. J. , Nonlinear Capital Flow Tax: Capital Flow Management and Financial Crisis Prevention in China. *China & World Economy*, Vol. 27, No. 4, 2019, pp. 1 – 28.
50. Klaassen, F. , & Jager, H. , Definition-Consistent Measurement of Exchange Market Pressure. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, No. 1, 2011, pp. 74 – 95.
51. Obstfeld, M. , Globalization, Macroeconomic Performance, and the Exchange Rates of Emerging Economies. NBER Working Paper, 2004.
52. Rohit, A. K. , & Dash, P. , Dynamics of Monetary Policy Spillover: The Role of Exchange Rate Regimes. *Economic Modelling*, Vol. 77, 2019, pp. 276 – 288.
53. Yeyati, E. L. , Sturzenegger, F. , & Reggio, I. , On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes. *European Economic Review*, Vol. 54, No. 5, 2010, pp. 659 – 677.
54. Zhang, M. , Chinese Stylized Sterilization: The Cost-Sharing Mechanism and Financial Repression. *China & World Economy*, Vol. 20, No. 2, 2012, pp. 41 – 58.

The Evolution of the RMB Exchange Rate Regime: Retrospect, Experience and Prospect

ZHANG Ming (Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences, 100710)

CHEN Yinmo (Business School of Beijing Language and Culture University, 100083)

Abstract: The reform of RMB exchange rate regime has gone through three stages since 1994, each stage lasting about ten years. To adapt to the changes in the macro environment, the reform of RMB exchange rate regime focused on the unification of dual exchange rates, the expansion of daily fluctuation zone and the reform of central parity pricing in the three stages respectively. As for each stage, we summarized the leading reform and the aided reform, and evaluated the reform effectiveness. The major lessons include adopting gradual reform strategy, avoiding exchange rate overshooting, maintaining appropriate capital flow controls, and using structural reforms to support exchange rate regime reforms. Free floating is the ultimate goal of the reform, but it is difficult to achieve in the short term. We propose an annual target zone for RMB's effective exchange rate during the transition phase, aided by necessary capital flow controls.

Keywords: RMB Exchange Rate Regime Reform, Unification of Dual Exchange Rates, Central Parity Pricing Reform, Annual Target Zone for Effective Exchange Rate

JEL: F31, F58

责任编辑:无 明