

人民币汇率市场化改革四十年: 进程、经验与展望*

□丁志杰 严 灏 丁 玥

摘要:汇率决定和汇率制度选择是长盛不衰的经济学话题,关于汇率管理更是争论不休。本文基于情景和目标两个维度,客观评价改革开放40年来人民币汇率改革,以期达到以史为鉴、用实践检验理论的目的。本文认为改革基本实现了市场化目标,人民币汇率完成了从记账核算工具到宏观经济调节工具的转变,正在实现从宏观经济金融管理自变量到因变量的转变;改革在成功解决汇率高估问题的基础上实现人民币稳中有升,避免了汇率贬值惯性难题;改革的成功在于坚持市场化取向、采取渐进式、积极管理稳定汇率等。让汇率主要由市场决定,协调好政府与市场作用,实行真正的有管理浮动,是适合我国近中期的汇率制度选择,也是未来深化汇率市场化改革的方向。

关键词:改革开放 人民币汇率 市场化改革 经验与展望

1978年党的十一届三中全会掀起了波澜壮阔的改革开放大潮。40年来人民币汇率历经5轮重大改革,基本实现了市场化目标,人民币汇率也走出了一条自己的轨迹(见图1),避免了其他发展中国家面临的汇率贬值惯性和货币危机困境,在我国经济发展和对外开放过程中发挥了重要作用。在中国特色社会主义进入新时代的今天,回望历史、总结经验,无疑对进一步深化改革开放、讲好讲对中国故事有积极意义。

一、向市场经济体制过渡时期的人民币汇率市场化探索

在计划经济时期人民币汇率失去经济调节作用。1953年我国进入有计划的社会主义建设时期,逐步建立起大一统的外贸和外汇体制。对外贸易由国营外贸公司按计划统一经营,外贸部统一核算,财政部统收统支、统付盈亏。进口的数量和构成根据经济计划的需要制定,出口基本上是为了赚取计划进口所需的外汇,人民币汇率不对进出口起调节作用,而仅仅是外贸内部核算和编制计划的工具。在布雷顿森林体系时期,人民币实行单一的固定汇率制度,由国家规定并实行严格的管理和控制。1955年我国进行币制改革,按

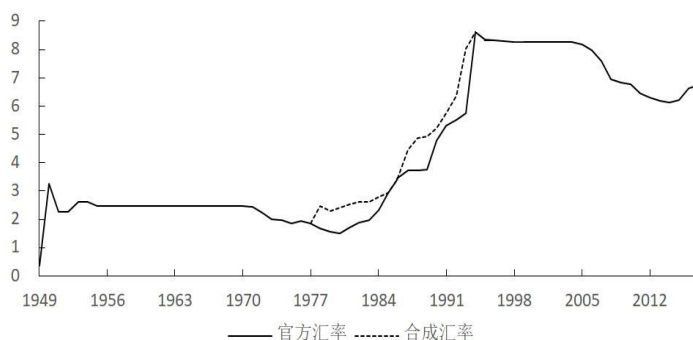


图1 新中国成立以来人民币汇率全景图

注:图中合成汇率是官方汇率与市场汇率的加权平均。1978年及以后的数据来自世界银行,之前的数据来自国家外汇管理局,根据日度数据简单算术平均得到年度汇率。除本图外,其他图表和文中的人民币兑美元汇率数据均来自国家外汇管理局。

资料来源:国家外汇管理局,世界银行。

*本文研究得到教育部人文社科研究基地重大项目(14JJD790023)、国家社科基金重大项目(15ZDA030)的资助。

1:10000用新币取代旧币,人民币兑美元汇率也由2.6170调整至2.4618,并一直保持至20世纪70年代初。1973年布雷顿森林体系崩溃,人民币改按一篮子货币计算的浮动汇率制度^①。由于美元走弱,人民币对美元升值。这一时期我国对外推行人民币计价结算^②,基于保值目的将人民币定得稍高。到1979年年底,人民币兑美元汇率调至1.5左右,人民币升值达到50%的水平,远高于美元本身的贬值幅度,从而使人民币汇率出现高估。由于外贸部门采取“进出核算、以进贴出”办法,实行内部核算,汇率高估的影响不大。

改革开放对传统的人民币汇率管理提出挑战。1979年外贸体制改革启动,下放外贸经营权,开展工贸结合试点,新生一批部委、地方外贸公司,一些工业企业也获得外贸经营权,大一统的外贸体制被打破,汇率高估带来的问题开始暴露。那些不属于外贸部系统的企业出口业务面临严重亏损,出口积极性不足,财政补贴压力加大,外汇短缺状况进一步加剧。

双重官方汇率由此应运而生。1979年8月国务院决定改革汇率体制,拟引入贸易内部结算价,形成与非贸易官方牌价并存的双重汇率制度。贸易内部结算价按1978年全国出口平均换汇成本再加上10%的毛利计算,定为1美元兑换2.8元人民币。对于非贸易官方牌价当时存在较大分歧,一种观点认为按照消费物价比大概是1美元兑换0.8元人民币,人民币应该升值。到1980年年底,我国外汇储备竟然为-12.96亿美元。形势逼人,最终双重汇率制度于1981年正式施行,非贸易官方牌价延续以前的汇率,仍按一篮子货币计算得出(见图2)。

贸易内部结算价开始发挥汇率的调节作用。基于出口换汇成本确定贸易内部结算价,降低了汇率高估的程度,调动了企业出口创汇的积极性,外汇储备开始积累。更为重要的是,这为我国调整和理顺价格体系提供了参照系。贸易品部门开始注重从价格层面和国际市场接轨,并逐渐扩散到整个商品市场,计划经济时期的进口替代工业化战略也让位于出口导向战略,开启了长达三十多年的以出口和利用外资为主的对外开放模式,对推动我国融入世界经济参与国际竞争起到决定性作用。

贸易内部结算价也打开了市场发挥作用的空間。由于双重汇率存在套利空间,单位结汇争取使用较高的贸易内部结算价,用汇争取使用较低的官方牌价,还出现套汇、骗汇等非法行为,外汇黑市开始出现。例如,随着改革开放,旅游外汇、侨汇收入等非贸易外汇理应增加,但实际上旅游收入基本没有增加,而以侨汇为主的私人部门转移收入反而下降。这些行为带来外汇领域的秩序混乱,但也倒逼政府进行改革。由于贸易内部结算价在1981~1984年间一直未变,国内通货膨胀使得汇率高估又变得严重起来,国际收支逆差重现,外汇储备下降。尽管1984年仍然是按一篮子货币调整汇率,但人民币官方牌价贬值明显加快,到当年年底已接近贸易内部结算价。1985年我国取消贸易和非贸易双重汇率,恢复以贸易汇率为基础的单一汇率制。

由于外汇调剂市场的出现,1985年后我国又形成了官方汇率和外汇调剂汇率^③并存的新的双重汇率制度。为了调动企业创汇积极性,在汇率高估难以一步调整到位的情况下,1979年我国实行外汇留成制度,允许创汇企业和地方政府保留一定的外汇额度即用汇权,留成的比例根据收入的性质、地区有所不同。外汇留成制度产生了外汇调剂需求。1980年10月中国银行开始开办外汇调剂业务,价格以贸易内部结算价为基础上浮5%~10%。1985年下半年深圳等地外汇调剂中心成立,当年10月在上海开始进行调整外汇调剂价格的试点,每美元额度的调剂价格上升到1元人民币。1986年外汇调剂业务由中国银行移交国家外汇管理局,外汇调剂市场初步形成。同年10月全国外汇调剂价格统一调整到1元人民币,随后逐步放开调剂价格和调剂范围。1988年9月我国首家公开化的外汇调剂中心在上海成立,



图2 双重官方汇率时期人民币汇率走势

该中心实行会员制,并引入公开竞价成交方式。至1993年年底,全国各地共建立121个外汇调剂中心,其中18个是公开化的调剂中心。

外汇调剂市场的发展启动了汇率形成的市场机制。由于调剂价格受限,最初调剂市场主要在不同企业之间发挥调剂外汇余缺的作用,但供求不平衡的问题一直未能解决。1986年后外汇调剂价格放开,通过汇率的变化来平衡外汇供求关系,市场供求状况开始对人民币汇率发挥作用。

外汇调剂汇率为官方汇率调整提供了参照系。外汇调剂汇率一直高于官方汇率,显示出人民币官方汇率高估。最初采取官方汇率不断小幅贬值的方式趋向外汇调剂汇率,但贬值带来进一步贬值的预期,随后官方汇率采取一次性大幅贬值与小幅微调相结合的方式稳定汇率预期。在此期间,人民币官方汇率经历了3次大幅贬值,1986年7月5日人民币兑美元汇率从3.1983调整至3.7036,随后较长时间稳定在3.7221,1989年12月16日一次性调至4.7221,1990年11月17日再调至5.2221,1991年4月重启小幅微调方式,1993年年底官方汇率调至5.8左右(见图3)^④。因此,外汇调剂汇率避免了官方汇率的进一步高估。同时,由于越来越多的外汇交易在调剂市场进行,外汇调剂汇率也缓解了官方汇率高估产生的扭曲,特别是对贸易的影响,国际收支状况逐步改善。

二、社会主义市场经济体制建设时期的人民币汇率市场化改革

1993年党的十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,作为全面经济体制改革的一部分,1994年外汇管理体制进行了重大改革,再次实现汇率并轨,实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度。此次汇率改革被认为是最难的也是最成功的改革。

此次汇率并轨彻底解决了人民币汇率高估难题。1993年上半年外汇调剂汇率一度超过11,在中国人民银行的干预下年底回到8.7左右。此时外汇调剂汇率和官方汇率的价差高达3元人民币/美元,存在巨大套利空间,滋生寻租和腐败行为,唯有取消双重汇率才能从根本上加以解决。由于对贬值的认识差异,分歧集中在并轨到何种水平上。一派认为不可再贬,应并轨到官方汇率上。另一派认为多年汇率调整仍未到位,干脆并轨到市场化的调剂汇率上。还有一派认为理应并到均衡汇率水平,理论上外汇调剂汇率反映的只是局部供求关系,由于官方汇率高估,调剂汇率则低估了人民币,均衡汇率应在两者之间^⑤。最终汇率并轨在8.7,有“矫枉过正”之嫌。事后来看,恰恰是因为矫枉过正,并轨后人民币汇率才能稳中有升,到1997年升至8.3左右,从而阻断了长期持续存在的贬值预期和贬值惯性难题(见图4)。

1994年改革还建立了银行间外汇市场,使我国有了真正意义上的外汇市场。一般来说外汇市场就是指银行间外汇市场,而外汇调剂市场只是企业间外汇交易的市场,还不是真正意义上的外汇市场。此次改革取消了企业外汇留成制度,改行结售汇制度,对办理结

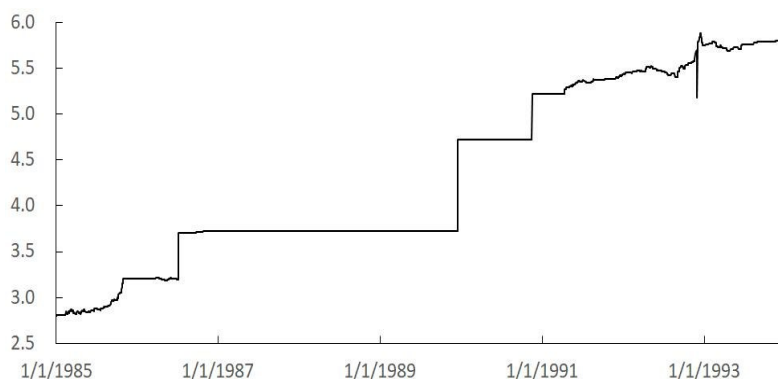


图3 外汇调剂汇率时期人民币官方汇率走势

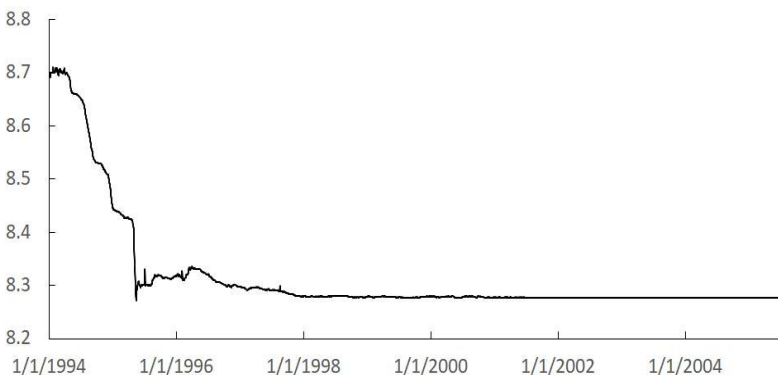


图4 1994~2005年人民币汇率走势

售汇业务的银行规定外汇周转头寸限额。与之相适应,1994年4月建立银行间外汇市场,仿效公开化的外汇调剂中心,实行会员制和竞价成交方式,会员变成主要是银行等金融机构。

银行间外汇市场的独特安排对稳定汇率起到了重要作用。人民币汇率实行日波幅管理,银行间美元交易在央行公布的基准汇率基础上可以有0.3%的浮动区间。与国外市场不同,最初银行间市场采取竞价成交而非议价成交方式,是集成的场内市场而非国际通行的场外市场模式。由于结售汇制度和外汇周转头寸限额,企业出口外汇收入必须卖给银行,符合条件的进口用汇从银行购买,银行结售汇产生的外汇头寸高于或低于外汇周转头寸限额部分需要在银行间市场抛出或补进,市场上供求失衡时由央行买卖外汇来平衡。这种安排给管理汇率提供了便利。需要时央行可以主动报价买卖美元,在竞价成交方式下这一价格就能够成为最高价或最低价。例如,在市场有贬值预期时,央行挂出某一卖出价无限供汇,那么更高的价格就无法成交,从而构成美元的最高价,起到阻止人民币贬值的作用。1997年亚洲金融危机爆发后,在周边货币都出现大幅度贬值并导致人民币承受很大贬值压力的情况下,我国政府承诺人民币不贬值。这一承诺能最终兑现,离不开银行间市场的制度设计。我国承诺人民币不贬值,对亚洲经济金融的稳定起到了积极作用,赢得了广泛的国际赞誉。

银行间外汇市场的独特安排也限制了市场在汇率决定中的作用。银行间市场买卖外汇需要支付手续费,最初是交易价值的万分之三,即每美元的交易银行需支付约25个点的人民币手续费。统计1995年7月21日~2005年7月21日每日最高价与最低价价差,即每日最大价差发现,在总共2483个交易日里,仅有351天最大价差超过25个点,大多数交易日的最大价差在10个点以内(见图5)。这意味着绝大多数交易日的日内投机性交易是亏损的,因为其可能的最高收益低于手续费这项交易成本,使之失去存在的价值。如果一个市场没有投机性交易,就很难具备价格发现功能,因此银行间市场沦为银行结售汇头寸平补的市场。事实上,只要结汇大于售汇,市场始终都会处于供过于求的状况,即使存在贬值预期和压力,银行也只能通过非合规的交易转移等数量调节做出反应,市场很难通过价格调整来达到均衡。例如,尽管亚洲金融危机期间人民币存在很强的贬值预期,但银行间市场上仍然是供大于求,外汇储备逐年增长。

2003年党的十六届三中全会通过《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》,提出完善和深化人民币汇率改革的要求。同时,来自国际社会的压力也使改革变得迫切。2005年7月21日央行发布公告,宣布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,人民币汇率不再盯住单一美元,要形成更富弹性的人民币汇率机制,同时兑美元汇率一次性从8.2765调整到8.11。

完善汇率形成机制成为改革的核心。改革要求在自主、渐进、可控的原则下,保持人民币在合理均衡水平上基本稳定。外汇市场基础设施是汇率形成机制的基础。为与国际外汇市场接轨,2006年1月4日即期交易中引入场外交易模式,推行做市商制度和询价交易,询价交易逐渐取代竞价交易成为最主要的交易方式,市场的价格发现功能得到发展。2005年8月8日引入远期外汇交易,并允许银行在获得远期交易资格6个月从事掉期交易,2011年4月1日引入人民币外汇期权交易,以培育银行间外汇市场的风险管理功能。其次是扩大汇率波动幅度,提高汇率弹性,提高市场作用的空间。2007年5月18日、2012年4月14日、2014年3月15日,先后3次将日波幅从0.3%调整至0.5%、1%、2%,以便充分发挥供求的作用,容纳正常的市场汇率变动需求。

参考一篮子货币进行调节成功实现了人民币汇率稳中有升和有序调整。一篮子货币本身具有稳定器作用,如果严格盯住一篮子货币,汇率变动仅

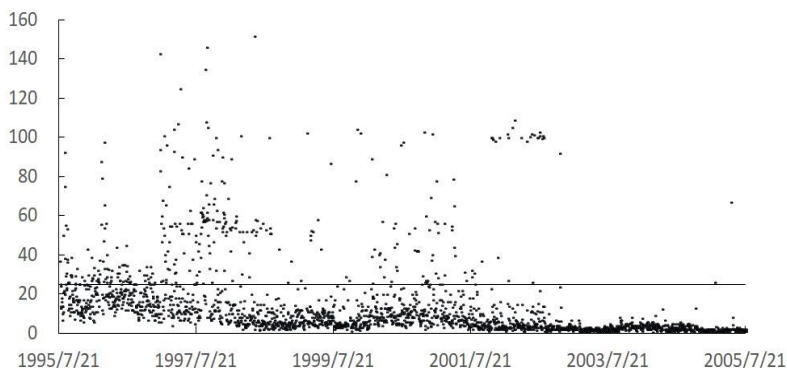


图5 1995~2005年人民币汇率每日最大价差(单位:基点)

仅反映国际市场上篮子货币之间的汇率变化。这种外生性使得汇率不能反映经济基本面变化和外汇供求关系,因此此次改革创造性地提出是参考而非盯住。一般来说,在参考一篮子货币调节汇率时,如果美元对篮子中其他非美元货币贬值,那么人民币将对美元升值,反之则反是。事实是改革后3年里,人民币对美元呈现单边升值态势,升值20%左右(见图6)。这表明实际采取的是单向参考一篮子货币方式,即美元贬值时人民币升,美元升值时人民币基本保持稳定,从而实现汇率从低估向均衡的调整。2008年国际金融危机爆发,为了应对复杂的国际经济金融形势,人民币汇率暂时放弃参考一篮子货币,重新恢复对美元的汇率稳定。2010年6月19日汇率改革重启,汇率波动明显扩大并呈现双向波动特征,基本完成汇率达到合理均衡水平这一目标。

中间价管理成为人民币汇率干预的重要手段。最初将上一日收盘价作为人民币兑美元汇率中间价,2006年年初将中间价改为开盘前市场做市商银行报价的加权平均价。由于做市商及其报价和权重不对外公布,而且代表央行公布中间价的中国外汇交易中心还有权根据自己的判断进行调整,中间价便成为一个黑匣子。每日9点15分公布的中间价和9点半的开盘价理应很接近,但实际上在人民币汇率面临较大升值压力尤其是贬值压力时,如2011年欧债危机爆发期间和2014年美联储停止量化宽松以后,开盘价连续触及跌停位,而中间价却是基本稳定的(见图6)。中间价操作简便易行,使之成为央行管理汇率的重要选项,但这容易扭曲和抑制市场机制的作用。如果市场升值压力是短期的或者异常的,这种管理方式有稳定汇率的作用。然而,如果升值压力是来源于经济基本面或者是趋势性的,就很容易引起汇率失衡。能否应用得好,取决于央行的判断是否正确。2014年下半年美元出现趋势性走强,人民币兑美元汇率选择保持基本稳定,人民币被动升值,就造成人民币汇率高估。

2013年党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,明确要求完善人民币汇率市场化形成机制。在人民币国际化快速发展,特别是人民币行将加入特别提款权之际,2015年8月11日汇率改革再出发,主要内容是完善人民币兑美元汇率中间价报价机制,以增强中间价市场化程度和基准性。

中间价的定价机制透明化推动了人民币汇率市场化。改革要求做市商报价要参考上一日银行间外汇市场收盘价,并综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化。中间价定价实际变成上一日收盘价+参考一篮子货币,央行操控中间价的空间被大大压缩。实行新的中间价定价机制以来,中间价和上一日收盘价的价差显著收窄,主要受来自夜盘国际市场上主要货币汇率变化的影响,而且是双向的,中间价的变动基本能反映和吸纳汇率升贬值压力(见图7)。

人民币离岸市场的发展也推动了境内人民币汇率市场化。人民币国际化在香港等境外形成了人民币离岸市场,其中包括离岸人民币外汇交易。由于离岸市场受到的管制较少,汇率的市场化程度高。此次汇改的另一个约束目标是要促进形成境内外一致的人民币汇率,以增强境内外市场的联动性,改革后境内外市场的价差也逐渐收窄。

保持汇率稳定的目标转向名义有效汇率,参考一篮子货币进行调节被赋予新的内涵。2015年12月11日中国外汇交易中心发布3种人民币汇率指数,央行引导市场关注人民币汇率指数的

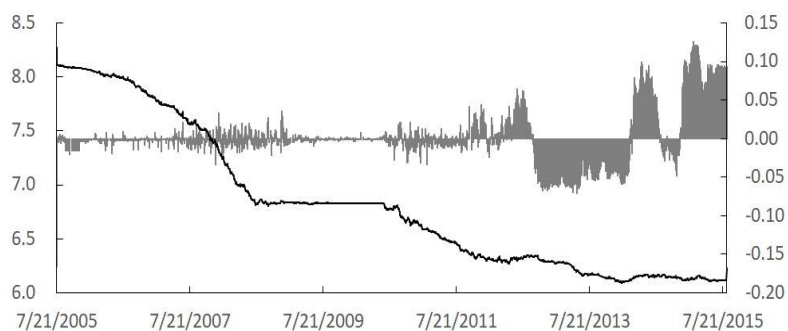


图6 2005~2015年人民币汇率走势

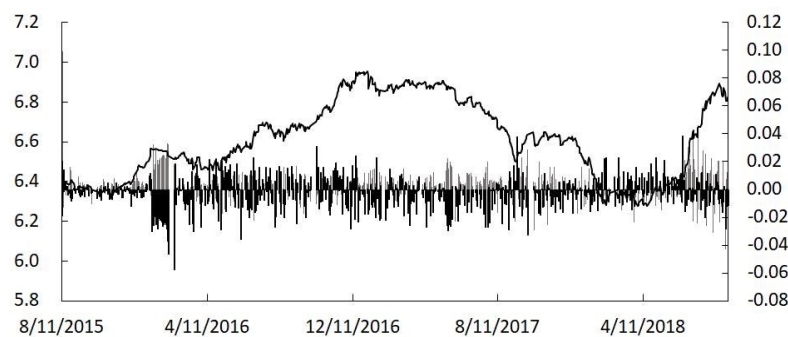


图7 2015年汇改以来人民币汇率走势

走势。人民币汇率指数是根据人民币对一篮子货币汇率加权平均而成,即名义有效汇率。这一方面促动人民币与美元进一步脱钩,另一方面汇率稳定转向名义有效汇率。从实际运行效果来看,人民币对美元有升有贬,波动较大,而人民币汇率指数相对稳定,波动远小于对美元的双边汇率。

三、人民币汇率市场化改革的经验与启示

汇率改革是我国经济体制改革的有机组成部分,与整体经济体制改革变迁进程基本是一致的,对我国对外开放的深化特别是外贸事业的发展起到了破冰和领航的关键性作用。汇率改革整体来说是成功的,对其他领域改革和其他发展中国家都有启示和借鉴作用。

坚持市场化取向。让市场在汇率调整和决定中发挥作用,并逐步发挥越来越重要的作用。在经济体制转轨时期,引入贸易内部结算价和外汇调剂汇率,引导官方汇率的调整;在建立和完善社会主义市场经济体制时期,建立真正意义上的外汇市场,让市场在汇率决定中发挥基础性作用;党的十八大提出全面深化改革以来,打开中间价黑匣子,让市场在汇率形成中发挥决定性作用。由于复杂的国内外经济金融形势,改革过程中出现走走停停,甚至有所反复,但市场化取向和目标一直不变。尽管均衡汇率理论上是可以计算出来的,但实际应用会有较大偏差。由政府来确定汇率水平,往往造成汇率调整滞后甚至失衡。让市场来决定汇率,才能真正做到市场出清,避免汇率扭曲及其对经济的负面影响。

以价格为核心推进改革。改革开放以来,我国从外汇极度短缺国家变为外汇储备第一大国,外贸量从可以忽略不计变为货物贸易第一大国。这些成就离不开人民币汇率改革,成功的关键就是抓住了汇率这一价格“牛鼻子”,激发经济活力和潜力。这对我国整体金融改革具有重要启示作用。40年来我国金融改革取得了很大成绩,但也应看到当前系统性金融风险的严重性。原因之一就是利率市场化改革滞后,金融主体在扭曲的利率体系下做出一系列扭曲的反应,从而产生各种金融乱象。在金融组织体系、金融市场建设、金融监管体制、金融宏观调控等各个方面取得重要进展的情况下,金融改革需要再起航:以利率市场化为核心,疏通货币政策传导渠道,促进金融健康发展。

采取渐进式改革方式。过去主流理论认为一步到位式改革优于渐进式改革,但在国内外实践中成功的往往是渐进式改革。对于事关全局的改革,尤其是像汇率等重要价格变量,一步到位的调整如果幅度过大,即使方向是对的,但产生的严重冲击也会使结果适得其反。因为在微观层面一些企业由于资产负债币种错配而直接倒闭,幸存的企业由于不适应新的汇率环境还会陆续倒闭。汇率大幅度变动产生资源重新配置的压力,重新组织生产要素组成新的企业需要时间,短期内大量资源闲置浪费,经济出现断崖式下滑甚至崩溃,长期内产业体系也可能难以恢复。考虑到资源重新配置的难度和成本,所谓的“阵痛”并不必然带来新生。渐进式改革以时间换空间,通过摊薄资源重新配置的成本实现经济平稳过渡。货币危机也为此提供了案例。货币危机是一种极端的一步到位式汇率调整,如1997年亚洲金融危机,从最初的货币危机演变为全面的经济金融综合性危机,主要危机国家的货币汇率至今也未能回到危机前水平,经济发展受阻。渐进式改革的成功也从一个侧面表明,要避免长期积累导致的汇率过度扭曲,应允许市场不断纠正扭曲和释放风险。

通过积极管理稳定汇率。汇率完全由市场决定,也可能出现过度波动和中长期失衡,即市场失灵。政府汇率管理的目的是纠正这种市场失灵,不是设置汇率水平而是稳定汇率。在人民币汇率市场化改革中,不同时期设置不同的汇率稳定机制。在双轨制汇率时期,官方汇率起到事实上的稳定器作用;随着市场化改革的深化,银行间外汇市场的独特安排、参考一篮子货币进行调节、人民币兑美元汇率中间价、人民币汇率指数,都不同程度地发挥稳定汇率的作用。在外汇短缺时期我国银行间外汇市场的独特安排,对普遍面临外汇短缺的其他发展中国家具有重要的借鉴价值。

避免汇率贬值惯性。在市场化大背景下,通过渐进式改革和积极管理,人民币汇率实现有序调整,没有带来大的震荡,我国成为为数不多的没有发生货币危机的国家,在发展中国家货币乃至全球货币体系中人民币可谓独树一帜。美联储提供3种美元指数,其中一种是美元对包括人民币在内的19种新兴市场国家货币的汇

率指数,即美元对其他主要贸易伙伴国汇率指数(OITP指数)。图8显示,OITP指数从1973年1月的2.1287升至2018年8月的163.4462,美元对这19种货币升值幅度超过75倍!1997年以来OITP指数的升幅也达63%。这表明货币贬值和贬值惯性一直困扰着发展中国家,也是导致发展中国家陷入中等收入陷阱乃至低收入陷阱的重要因素。反观人民币,则走出完全相反的轨迹,对美元整体处于升值态势,1994年以来对美元升值最高超过42%,2005年以来升值最高超过35%。这表明汇率管理是必要的,也为驳斥国际上中国是汇率操纵国的指责提供了依据。汇率操纵的一个重要特征是低估汇率以获得竞争优势,而人民币汇率的实际情况并非如此,不能简单粗暴地把汇率管理等同于汇率操纵。

在“错误的时间”做正确的事。改革不仅需要必要性,还面临时机选择问题。理论上,经济形势好的时候是改革的有利时机。从实际情况来看,1980年我国外汇奇缺、国家外汇储备寅吃卯粮,1983~1984年国际收支持续恶化、外汇储备下降,1993年外汇调剂市场大幅震荡、国内通货膨胀高达14.7%,都是经济形势不好的时候,但恰恰在这些节点上推出了重大改革。事实上,帕累托改进式改革是少数,更多的改革是整体改善但总有局部受损,而且改革在解决问题的同时会产生新的问题,对改革总有不同的声音。经济形势好的时候,反对的声音会增加政府声誉风险和改革者风险,从而对改革形成掣肘。反之,穷则思变。经济形势不好、过不下去了,反对的声音会弱化,有利于形成合力,局部利益让位于整体利益,有利于改革顺利推进,并降低政府声誉风险和改革者的风险。因此,现实可行的改革往往是基于问题导向。利用国际压力推进必要的改革,也是选择之一。

联系实际创造性应用理论。理论来源于实践,也应运用于实践,但从理论到实践是巨大的质的跨越。作为购买力平价理论的应用,物价比法在计划经济时期造成人民币汇率持续高估,改革开放后出口换汇成本法的创造性应用,却开启了汇率市场化改革和出口导向型经济发展的大门。人民币汇率改革进程和汇率制度选择也没有完全遵循主流理论和国际经验,而是根据现实需要走出了一条中国特色的道路。对改革开放包括人民币汇率改革丰富实践在内的总结凝练,需要进一步系统化、一般化,才能建立具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学体系,发挥理论对实践的指导作用,让国际社会更加认同中国道路,让中国经验得到更多的国际推广应用。

四、人民币汇率市场化改革的未来展望

人民币汇率改革还在路上。同时,中国特色社会主义进入新时代,出现许多新问题、新现象,对汇率改革提出新的要求和挑战。

首先,政府作用的定位不清。经济体制改革的核心问题仍然是处理好政府和市场关系。使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用,是十八届三中全会提出的一个重大理论观点。尽管汇率改革的市场化取向一直未变,政府也积极推动市场作用的发挥,从被市场约束到主动自我约束,但政府管理汇率仍时常越位,凌驾甚至替代市场发挥作用。究其原因,一方面是政府和市场作用的边界界定不清,另一方面是由于汇率的特殊性。与利率、物价等经济变量不同,汇率是集微观与宏观变量属性于一身,政府管理汇率容易直接触及到微观层面的市场及其主体,使政府与市场作用的界定更加困难。

其次,新形势带来新挑战。新兴市场国家崛起,贸易投资保护主义抬头,甚至出现逆全球化势头,国际经济关系错综复杂,世界经济出现失序迹象,人民币汇率改革面临不确定的国际环

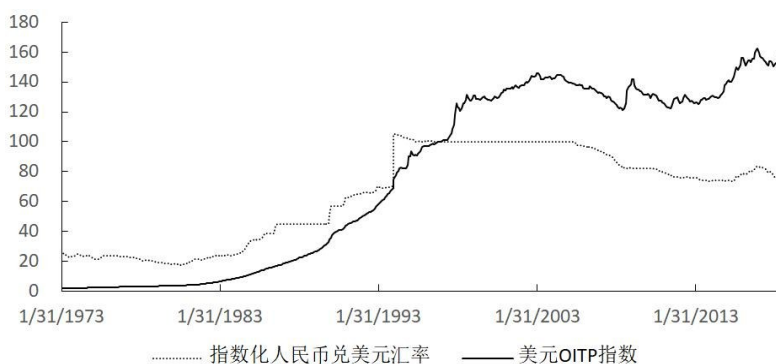


图8 人民币汇率与发展中国家货币汇率走势比较
注:为了便于直观比较,以1997年1月为基期100,将人民币兑美元汇率指数化。

境。我国继续深化对外开放,努力构建开放型经济新体制。金融开放特别是资本账户开放,使影响人民币汇率的因素更加多元,跨境资本流动的影响日益重要,对人民币汇率改革提出了新的课题。

最后,汇率制度选择分歧。应该选择适合我国国情的汇率制度是有共识的,但什么是适合的汇率制度,无论在决策层面还是理论讨论中一直有争议。从主流理论来看实行政府不干预的自由浮动是最优的,这在我国也有较多的支持者。还有观点认为人民币汇率需要管理,但政府管理到什么程度既说不清楚,也莫衷一是。汇率制度的选择事关进一步改革的风险乃至成败。

从全球范围来看,自由浮动从来不是大多数国家的选择。根据国际货币基金组织年报,2017年在其192个成员中,实行自由浮动的只有31个,其中包括19个欧元区成员国,而欧元区在之前的分类中属于固定汇率。发展中国家实行自由浮动的只有4个,分别是索马里、俄罗斯、墨西哥、智利。索马里是因为政府没有能力管理而听任汇率浮动,俄罗斯是在转向浮动汇率后因发生卢布危机不得不进一步放弃汇率管理。

大多数国家选择对汇率进行不同程度的管理是基于现实的次优选择。20世纪70年代全球进入浮动汇率体系以来,货币危机频发,美元走强是重要推手。根据国际货币基金组织统计,1975~1996年全球共发生116次货币危机。1997年亚洲金融危机爆发,中间汇率制度被认为是引发危机的重要原因,汇率两极化理论盛行。受此影响许多国家放弃中间汇率制度,但这些国家的绝大多数又因为承受不了汇率动荡的冲击陆续回归中间汇率制度。2014年美联储开始退出量化宽松,美元走强,全球外汇市场动荡加剧,许多发展中国家货币出现大幅度贬值。采用国际货币基金组织对货币危机的界定标准^⑥,分析2014年到2018年6月间世界各国汇率发现,共有55个国家发生了货币危机,比以往任何时期都频繁,而且本轮汇率动荡还远未结束。在这55个国家中,有30个属于自由浮动和有管理浮动^⑦,浮动汇率发生危机的概率比其他汇率制度要高。这一事实表明当前国际货币体系缺少全球性货币锚,所以被称为“无体系的体系”。欧洲当年推行货币一体化并最终启动欧元,应对全球浮动汇率冲击是重要原因之一。处于外围的发展中国家和中心货币国家相比力量更为不对等,听任汇率浮动不仅不能让汇率成为吸纳外部冲击的缓冲器,还有可能使其变为外部冲击的来源。

自由浮动优先的逻辑也值得商榷。货币的价格有3种,即货币价格三重性:物价、利率与汇率,分别体现货币的对内价值、时间价值和对外价值。在主流理论中,保持物价稳定是货币政策的首要目标,利率是重要的货币政策工具,唯独汇率要自由浮动。同是货币的价格,却差异化对待,从逻辑上难以自圆其说。事实上,全球固定汇率体系的存在时间要比浮动汇率体系长得多,自由浮动优先的理论也许是基于某种先入为主的理念或者某些国家的自身利益而演绎出来的故事。自由浮动被称为清洁浮动,有管理浮动被称为肮脏浮动。这些人为炮制的概念站在道德制高点上,自觉不自觉地驱使其他国家往某个方向走。

人民币汇率制度选择必须基于我国国情。实行真正的有管理浮动是在当前国际货币体系下适合我国国情的较长期选择,也是对改革开放以来汇率市场化改革成果的继承和发展,也符合党的十八届三中全会对政府与市场关系界定的精神。20世纪90年代以来,我国就一直宣布人民币实行的是有管理的浮动汇率制度,并在不同时期赋予“有管理”不同的内涵,但离真正的有管理浮动还有差距。按照国际货币基金组织的界定,我国汇率制度一直在中间汇率制度内变动。真正的有管理浮动属于浮动汇率,汇率主要由市场决定,没有公开的汇率管理目标,允许存在基于汇率稳定的政府干预。从我国来看,实行真正有管理浮动,就是让市场来发现均衡汇率水平,通过政府管理维护汇率稳定,保持汇率在合理均衡水平上基本稳定,从而实现均衡汇率和汇率稳定双重目标的协调。

转向真正的有管理浮动,参考一篮子货币进行调节需要逐步淡出历史舞台。参考一篮子货币进行调节,属于有公开的汇率管理目标,在特定情况下与汇率主要由市场决定可能产生冲突。2014年央行扩大波幅后参考一篮子货币一度在官方文件中消失,2015年汇改后又重新提及,并明确与名义有效汇率稳定挂钩。参考一篮子货币的淡出,还需要央行退出常态化外汇市场干预,转向使用间接调控工具。央行频繁的、大额的外汇买卖,有影响汇率水平之嫌。由于我国外汇储备合理规模问题一直没有得到解决,利率市场化改革还未完成,转向真正的有管理浮动难以一蹴而就,近期最有可能的选择是回到其他有管理汇率类型之中。

转向真正的有管理浮动,近期还需要解决境内外人民币外汇市场发展不一致的问题。我国外汇交易实行实需原则,外汇交易需要有真实的商业背景。一些没有外汇头寸但受汇率变动影响的企业难以进入国内市场从事套期保值或投机性交易,而这些交易有其合理性,实需原则限制了这些需求的满足。随着离岸人民币市场的发展,这类交易转移至香港等境外市场,客观上加大了境内外市场的参与者差异,离岸市场可能出现类似外汇调剂市场曾经发生过的超调现象。这种超调又通过市场联动机制传导到境内汇率上,造成人民币汇率异常波动。因此,要择机放松实需原则,加强国内外汇市场建设。另外,企业目前管理汇率风险的工具有限,渠道也主要是银行,处于相对不利的地位。发展境内人民币外汇期货市场,给企业开辟新的汇率风险管理渠道,提高外汇业务的竞争性,有利于降低外汇交易的成本,使企业能更好地适应更具弹性的汇率制度。

转向真正的有管理浮动有助于国际货币体系变革。在当前国际货币体系中,全球性货币锚缺失,很多国家货币盯住与其经济联系紧密的国家的货币,使一些主要国际货币成为区域性货币锚,形成货币区,主要有美元区、泛欧元区^⑧。在2014年以来这轮外汇市场动荡中,属于这两类货币区的货币汇率要稳定得多。另一个货币相对稳定的地区是曾经的亚洲金融危机重灾区的东亚及东南亚,只有马来西亚、缅甸达到货币危机的标准,但货币贬值幅度远小于其他地区货币。这得益于中国经济发展红利和人民币汇率稳定的溢出效应。随着我国与越来越多国家经贸关系日益密切,彼此货币之间的关联性不断增强,形成与上述两大货币区并列的人民币区的条件将不断成熟。汇率有没有扭曲将成为这些国家是否选择人民币作为货币锚的重要考量因素。一旦形成全球三大货币区,探讨全球汇率稳定机制就有了基础,从而可能推动全球汇率体系走向以规则为基础的有管理浮动。这无疑对构建公平、公正和有序的国际货币体系具有积极意义。

(作者单位:对外经济贸易大学金融学院。责任编辑:李逸飞)

注释

①严格来说按一篮子货币计算人民币汇率属于盯住汇率,但当时主要以布雷顿森林体系为参照,认为汇率是可变的就是浮动汇率制度。这一做法此后一直延续。本文继续沿用当时的名称。

②1967年11月18日英镑大幅度贬值,我国外汇储备以英镑为主,遭受了重大损失。为了避免发达国家货币贬值风险,1968年春我国对外贸易推广使用人民币计价结算,直到改革开放前夕。

③外汇调剂价格是指用汇额度买卖的价格,外汇调剂汇率包括官方汇率和外汇调剂价格两部分。

④由于当时外汇调剂市场的分散,加之后期的管理混乱,外汇调剂汇率日度数据缺乏连续的权威官方来源。

⑤按出口换汇成本测算,当时均衡汇率应该在7.5左右。

⑥国际货币基金组织的货币危机标准是货币贬值超过25%,同时与前一年相比超过10%。鉴于本文统计分析的时间跨度较短,而且本轮外汇市场动荡还未结束,将这一标准调整为统计期间内货币贬值超过25%,某一年时间里贬值超过10%。

⑦2009年国际货币基金组织对汇率制度划分进行调整,将之分为包括无单独法定货币、货币局安排、传统盯住、稳定化安排、爬行盯住、准爬行、水平区间内盯住、其他有管理汇率、浮动、自由浮动等10种类型,前两者属于硬盯住,后两者属于市场决定的浮动汇率,其他属于中间汇率,其中浮动相当于以前的有管理浮动。为了避免中文歧义,本文还是使用为人熟知的有管理浮动指代第九种汇率类型。

⑧除了欧元区19个成员国,目前世界上还有20多个国家货币盯住欧元,泛欧元区包括这两个部分。

参考文献

- (1)编辑组:《朱镕基讲话实录》(第一、二、三卷),人民出版社,2011年9月。
- (2)吴念鲁、陈全庚:《人民币汇率研究》(第二版),中国金融出版社,1992年1月。
- (3)中共中央文献研究室编:《十四大以来重要文献选编》(上),人民出版社,1996年2月。
- (4)中共中央文献研究室编:《十六大以来重要文献选编》(上),中央文献出版社,2005年2月。
- (5)中共中央文献研究室编:《十八大以来重要文献选编》(上),中央文献出版社,2014年9月。
- (6)丁志杰:《1999~2003年国际汇率体系变迁的统计分析》,《金融研究》,2004年第5期。
- (7)丁志杰、谢峰:《汇率对中等收入国家经济跨越的影响研究》,《金融研究》,2017年第2期。
- (8)丁志杰、赵家悦、施建军:《正确认识和发挥汇率在我国经济跨越发展中的作用》,《管理世界》,2017年第2期。
- (9)郭树清:《人民币可兑换与外汇管理体制变革》,《改革》,1993年第5期。
- (10)李扬、余维彬:《人民币汇率制度改革:回归有管理的浮动》,《经济研究》,2005年第8期。
- (11)易纲:《汇率制度选择》,《金融研究》,2000年第9期。
- (12)余永定、肖立晟:《论人民币汇率形成机制改革的推进方向》,《国际金融研究》,2016年第11期。
- (13)张晓朴:《关于人民币汇率机制中长期改革的几点思考》,《管理世界》,2000年第1期。
- (14)周小川:《积极推进外汇体制改革稳步实现人民币自由兑换》,《国际金融研究》,1997年第1期。

ABSTRACTS OF SELECTED ARTICLES

Retrospect and Prospect of China's Development Strategy

Ma Jiantang

Realizing the great rejuvenation of the Chinese nation is the sacred historical pursuit and great dream of hundreds of millions of Chinese people in modern times. After the founding of New China, the Chinese Communists shouldered the historical mission of realizing the great rejuvenation of the Chinese nation. The first generation of the leadership of the Communist Party of China with Mao Zedong as the core clarified the initial idea of building a socialist modernization power, putting forward the four modernization development strategies for industrial modernization, agricultural modernization, scientific and technological modernization, and national defense modernization. The second generation of the leadership of the Communist Party of China, with Deng Xiaoping as the core, opened the historical process of China's reform and opening up, and established the "three-step" strategy to solve the problem of food and clothing in 1990, to reach the well-off society in 2000, and to realize the basic modernization in 2050. The third generation of the Communist Party of China with Jiang Zemin as the core and the Chinese Communist Party with Hu Jintao as the general secretary established the first 100-year development goal of building a well-off society by 2020 on the basis of achieving the goal of "a well-off society" in advance in 1998, and the second 100-year development goal of basically achieving socialist modernization in 2050. In the new era with Xi Jinping as the core, the leadership of the Communist Party of China continue with the past and open up the future, reaffirming the establishment of a well-off society in 2020, with a new strategic arrangement for the basic realization of modernization in 2035 and the establishment of a socialist modernization power in 2050, and have carried out the strategic deployment in six aspects such as material, political, spiritual, social, and ecological civilizations.

40 years on the Road of Market-Oriented RMB Exchange Rate Reform:

Process, Experience and Prospects

Ding Zhijie

Exchange rate determination and the choice of exchange rate regime have been enduring topics in economics, while exchange rate management is an even more controversial issue. This paper evaluates the exchange rate reform of RMB from the dimensions of circumstance and objectives, which enables us to learn from history and examine theory by practice. Our findings suggest that exchange rate reform of RMB has basically achieved marketization. It is in the transition from independent to dependent variable in the macroeconomic management after fulfilling the mission being a tool to adjust economy. Reform leads to a gradual appreciation of RMB after dealing with overvaluation issue, beating the trap of currency depreciation inertia. We argue that sticking to marketization and adopting gradual but positive exchange rate policy are the two most critical elements for a successful reform. The appropriate regime for China is a market-oriented managed floating exchange rate considering the harmonization between government and market, which also indicates a direction to deepen exchange rate reform.