



# 张礼卿：人民币汇率形成 机制改革——主要经验与 前景展望



作者：张礼卿中央财经大学金融学院教授、国际金融研究中心主任、普华永道中国首席经济学家

自上世纪 80 年代初期以来，人民币汇率形成机制经历了多次重要改革。总体上看，这些改革与我国不断深化和扩大的改革开放进程相适应，较好地支持了这些年的经济增长、发展战略、国际收支平衡与宏观金融稳定。但人民币汇率形成机制改革的任务尚未全面完成，未来仍需继续扩大汇率弹性。

### 值得总结的汇改经验

回顾人民币汇率形成机制改革历程，有不少经验值得总结。

#### 经验之一：采取渐进模式，显著降低改革风险

在从固定汇率安排走向浮动汇率安排的过程中，拉美和东欧一些国家选择了激进或较为激进的模式，即在很短的时间内放弃了政府对汇率的管制，完全由市场决定。这些国家在改革之后大多遭遇了汇率动荡甚至货币危机。与之相反，中国选择了渐进式的道路。从上个世纪 80 年代开始，人民币汇率安排先后经历了“单一盯住美元”（1981—1993）、“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动安排”（1994—1997）、“事实上的盯住美元”（1997—2005）、“以市场供求为基础的、参考一篮子货币的、有管理的浮动安排”（2005 至今）。2005 年 7 月以后，人民币汇率形成机制改革的重点主要集中在两个方面。一是逐渐扩大浮动区间。从 2005

年 7 月至 2014 年 3 月，经过多次调整，人民币兑美元汇率的日波动区间从上下 0.3% 扩大至上下 2%，并一直延续至今。二是改革中间汇率形成机制。2015 年 8 月 11 日，中国人民银行宣布完善人民币对美元中间汇率报价方式。根据新规定，做市商将在每日银行间外汇市场开盘前，参考上一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。这一改革意义深远，结束了多年来人民币中间汇率形成机制的不透明状态。此后，中国人民银行又通过引入“逆周期调节因子”，对这一改革方案进行了修正和完善。总体上看，经过 40 年左右的渐进式改革，人民币汇率的弹性已有较大程度的提升。尽管某些改革也曾在此短时间内造成一定的市场冲击，但整体而言，改革进程始终在有效的掌控之下，成功避免了持续的市场动荡，以及对实体经济的不利冲击。

经验之二：根据经济发展战略和相关政策目标选择汇率制度安排，并适时进行调整

自 20 世纪 90 年代初期起，我国开始实行出口导向型发展战略。为适应这一发展战略，1994 年 1 月，我国提出人民币汇率制度将采取“有管理的浮动汇率安排”；但由于在 1997 年亚洲金融危机爆发后，我国承诺人民币不贬值，故在 1997—2005 年间保持了高度稳定，一直维持在 1 美元兑换 8.3 元人民币的水平。稳定的汇率，为出口企业提供了确定的收入预期，鼓励了出口；同时，由于经常账户顺差和资本与金融账户顺差（即“双

顺差” ) 的不断扩大, 人民币升值压力逐步增大。面对这样的外汇供求局面, 维持人民币兑美元汇率的稳定, 进一步提升了中国企业的出口竞争力。进入新世纪之后, 我国“双顺差”加速增大, 外部经济失衡明显。与此同时, 出口导向型经济发展战略的局限性也不断显露, 如对外依存度过高、环境污染、通胀压力增大和贸易摩擦加剧等。面对这些问题, 决策层决定逐渐调整发展战略, 让经济增长更多地依靠内需。正是为了适应这一发展战略的调整, 从 2005 年 7 月开始, 我国决定重启人民币汇率制度改革, 不断提升其弹性, 允许人民币对美元“双向波动”, 并不断减少对人民币单向升值或贬值的干预。事实表明, 人民币汇率弹性的扩大, 对于我国经济发展战略和产业结构的调整产生了重要的促进作用。

经验之三: 在出台改革方案时, 注重不同改革措施之间的协调和预期管理

在大多数改革方案的制定和实施中, 有关部门都进行了充分的准备, 特别是在相关政策的协调和预期管理方面。譬如, 1994 年 1 月, 我国决定实施新一轮外汇管理体制改革方案, 其中涉及多项重大改革内容, 包括取消外汇调剂价、实行汇率并轨, 实行银行结售汇制度, 实现经常项目下的货币可兑换, 以及实行“以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率安排”等。由于当时外汇需求明显高于外汇供给, 人民币存在贬值压力。为防止实行新的汇率制度之后人民币贬值过度, 我国同时宣布继续保留并严格实行外债管理。另外, 为了防止出现恐慌性资本外逃, 在方案开始实施的前

后，有关方面积极还进行预期管理。可以认为，这次改革能够取得成功，其中一个重要原因就是在放开汇率管制和经常项下购汇需求的同时，加强了对跨境资本流动的管理，并及时进行了预期管理。

经验之四：在改革措施出台遇到意外冲击时，及时进行必要的调整和修正

2015 年 8 月 11 日，在央行宣布对人民币中间汇率形成机制进行改革后，外汇市场出现剧烈波动。在短短两个交易日内，人民币对美元贬值累计超过 3.5%，并引发较大规模的资本外逃和人民币贬值的恶性循环。监管当局及时加强了对跨境资本流动管理，同时对汇改方案进行了微调，引入了“逆周期调节因子”。这些调整，对于缓解实施中间价形成机制改革所带来的冲击，特别是减少中间价形成过程中的非理性因素的影响，产生了非常重要的积极意义。

### 汇改仍在路上

经过多年改革，人民币汇率弹性已明显提升。2020 年 8 月出版的《汇率安排与汇兑限制年报（2019）》显示，国际货币基金组织将截至报告发表之时的中国汇率制度归为“其他管理浮动安排”（2018 年 6 月前，被归为“类似爬行的安排”）。这种汇率安排具有中高强度弹性，比它强的安排还有“浮动安排”和“自由浮动安排”。从实际情况看，目前人民币对美元的日波动幅度依然存在上下 2% 的限制，而中间汇率的形成机制也没有完全市场化。因此，人民币汇率形成机制改革的任务尚未全面完成，仍在路

上。

人民币汇率制度改革的未来方向是继续扩大其弹性，直至实现最终自由浮动

应创造条件继续推进人民币中间汇率形成机制的改革，进一步提升其市场化程度。同时，择机扩大围绕中间汇率上下波动的幅度。一个更加富有弹性的汇率安排至少有三个方面的积极意义。其一，有利于加快“双循环”新发展格局的形成。以“国内大循环”为主，更加充分地利用超大规模的国内市场，意味着在一定程度上我国的经济发展战略将进一步转向以内需为主导。更有弹性的汇率制度将有助于相对隔离或缓冲外部经济的冲击，保障国内宏观经济的稳定运行。其二，有利于扩大金融开放。“十四五”规划已经明确提出，我国将继续扩大金融和贸易领域的制度性对外开放。伴随着资本账户可兑换程度的提高和金融服务业的扩大开放，更为灵活的汇率安排对于提升我国货币政策的独立性将会具有一定的积极意义。其三，有利于人民币国际化。人民币汇率形成机制的进一步改革，是人民币国际化的重要条件。这不仅是因为资本账户开放是人民币国际化的基本

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31967](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31967)

