



张礼卿：人民币汇率市场化改革的方向和策略



来源： IMI 财经观察

历程与主要经验

自上世纪 80 年代初期以来,人民币汇率制度经历了多次重要的改革。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。回顾这个历程, 有不少经验值得总结。

首先, 采取渐进主义模式, 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。在这些国家, 大多在改革之后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大致经历了“钉住美元、不定期调整法定汇率”(1980 年 1 月-1993 年 12 月)、“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动安排”(1994 年 1 月-1997 年 7 月)、“事实上的钉住美元”(1997 年 7 月-2005 年 7 月)、“参考一篮子货币、有管理的浮动安排”(2005 年 7 月-目前) 这样四个阶段。需要说明的是, 这四个阶段的划分是我根据有关的实际操作加以概括的, 与我国官方的口径并不一致, 与 IMF 的描述也不同。譬如, 官方从来没有“事实上的钉住美元”这种口径。在基本制度的表述上, 官方自 1994 年以来从未正式宣布过调整, 尽管在实际做法上有过不少变化。

2005 年 7 月以后, 人民币汇率制度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，人民币对美元的汇率日波动区间从上下 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。根据新的规定，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。不过，由于多种原因，市场反应强烈。在接下来的两个交易日，人民币兑美元中间汇率发生连续下跌，幅度分别高达 1.9% 和 1.6%。面对国内外市场的剧烈反应，中国人民银行果断入市干预，并在随后的一段时间里先后通过引入“参考一篮子货币汇率变化”和“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，人民币汇率制度的弹性已有较大程度的提升。尽管某些改革也曾在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，避免了对实体经济的不利冲击。

其次，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，特别是 2001 年加入世界贸易组织之后，我国开始实行出口导向型发展战略。为了适应这一发展战略目标，

尽管在 1994 年 1 月我国提出人民币汇率制度采取“有管理的浮动汇率安排”，也在 1994 年 1 月至 1997 年 7 月这段时间里在一定程度上反映了市场供求状况，但从 1997 年 7 月起至 2005 年 7 月人民币对美元的汇率一直保持在 8.3 元的水平，从而在事实上再次回到了“钉住美元”的安排。高度稳定的汇率，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”）不断扩大，人民币升值压力逐步增大。面对这样外汇供求局面，维持人民币兑美元汇率的稳定，实际上就是让人民币处于一个相对低估的状态，从而有助于提升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，目标是提升其弹性，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，人民币汇率制度弹性的扩大，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。

再次，在出台改革方案时，注重不同改革措施之间的协调性和预期管理。在过往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

决定实施的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。

最后，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，在有关当局宣布对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互动。当局在不得不消耗近万亿外汇储备进行干预的同时，及时加强了对跨境资本流动管理，暂停甚至收回了一下已经或正在实施的改革措施，如内保外贷、人民币资金池业务等。与此同时，对这一方案进行了微调，即在继续采取上一日收盘价作为当日中间价的同时，先后引入了“参考一篮子货币汇率变化”和“逆周期调节因子”。这些调整，对于减缓当时情况下实施的中间价形成机制改革所引起的冲击，特别是减少中间价形成过程中的非理性因素影响，产生了非常重要的积极意义。

人民币汇率市场化与高质量发展

1.什么是高质量发展？

高质量发展的内涵非常丰富。我理解，最主要的可能包括以下五个方面。

第一，更加注重效率和质量而不是简单追求 GDP 增长速度。

在改革开放之后的头三十年，我们实现了年均 9.5% 的 GDP 增速，这是在世界各国经济成长史上罕见的一个巨大成功。但是这样的增速从长期看是不可持续的，它的代价会越来越大。从客观上来讲，未来的经济增长潜力也会逐渐下降。在这种情况下，我国提出高质量发展的概念，强调更好地注重效率和质量，而不应该去过多地继续追求过高的增长速度。

一国的经济增长潜力主要是看基本的生产要素（比如劳动、资本）的供给情况如何。展望未来，我们正在加速进入老龄化时代，“未富先老”已是一个基本国情。在这种情况下，不仅劳动的供给会变得逐渐短缺，资本供给也会相应地慢慢变得紧张。这是因为，一国的资本主要来自其国内储蓄水平。随着人口老龄化程度越来越高，人们的总体收入增长将放慢，储蓄能力和储蓄水平也将会逐渐下降，从而资本供给也就会逐渐趋于紧张。中国曾经是一个高储蓄率国家，国民储蓄率高达 40% 以上；但最近十年，由于人口老龄化，储蓄率呈下降趋势，未来有可能进一步下降。总之，无论是劳动力还是资本，未来都面临供给约束的增强。在这种情况下，要想

再追求高速增长就不太现实了。未来需要放弃不切实际的、要素供给依赖型的高速增长目标，逐渐转向以提升效率为核心的新型发展模式。这是高质量发展的核心内涵之一。为此，我们需要通过加快技术进步、不断提升体制机制活力来不断提高全要素生产率。应该说，在我国，提升全要素生产率的空间还是很大的。有资料显示，我国全要素生产率只相当于美国的10%，相当于韩国日本的15-17%。

第二，更加注重构建完整的现代产业体系，提升产业链和供应链的韧性。

本世纪初，在成功加入WTO之后，中国很快成为了世界制造业大国。基于高度国际分工和比较优势原理建立起来产业体系，极大地促进了经济增长，创造了大量的就业。但在另一方面，由于缺乏先进技术支撑，我国在高端芯片和先进装备等行业还相当落后，对外依赖程度比较高。据悉，国产世界知名品牌乘用车的芯片进口比例则高达90%。作为高质量发展的一个重要内涵，我国需要不断增强产业体系的韧性，避免在关键技术和零部件方面被外国竞争对手“卡脖子”。为此，应加快推进新型工业化，大力推进新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备等新型产业的发展。同时，作为现代产业体系的一个重要组成部分，与先进制造业密切相关的生产性服务业，如贸易、金融、物流、营销、信息服务、软件开发等也应得到鼓励和发展。

第三，更加注重平衡与协调发展。

在改革开放后，贫富差距、城乡差距、区域差距明显扩大，开始成为难以忽视的问题。近年来，我国区域发展出现一些情况，主要是南北分化态势趋于明显，形成经济增速“南快北慢”、经济份额“南升北降”的态势。经济和人口空间极化现象日益突出，超大城市、特大城市大量集聚优质生产要素，发展优势不断增强，而一些资源型城市、老工业基地，要素外流现象突出，成为“收缩型城市”。高质量发展就是要逐渐缩小上述差距，使得经济发展更加平衡。

第四，更加注重可持续发展。

可持续发展是高质量发展的重要内涵之一，其核心是发展绿色低碳经济。十四五发展规划和 20 大报告等文件显示，政府将持续推进“双碳”目标，加快光能、风能等新能源体系的建设。据测算，为了实现双碳目标，中国在 2060 年以前，有可能需要超过 500 万亿元的总投资。不过，我们也需要注意到，自从去年出现大规模拉闸限电事件后，中国政府提出了“先立后破”的要求，这意味着有关的推进将会变得更为稳健。另外，俄乌战争之后，欧洲重启传统能源的趋势，对于中国新能源战略的实施也会产生

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_50453

