



管涛：新征程上的汇率市场化改革



意见领袖 | 管涛

本文原发于《第一财经》

党的二十大胜利召开。大会提出，党的中心任务是团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。过去十年来，在有管理浮动制度框架下，经历了2014年“3·17”汇改、2015年“8·11”汇改和2019年8月“破7”之后，人民币汇率打开了可上可下的浮动空间，汇率形成的市场化程度明显提高。在全面建设社会主义现代化国家的新征程上，要继续深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。



构建高水平社会主义市场经济体制

大会强调，实现第二个百年奋斗目标必须坚持以人民为中心的发展思想，坚持深化改革开放。坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放。

“8·11”汇改之前，由于长达二十多年的单边行情，民间积累了巨额对外负债，货币严重错配。因为汇率长期僵化，市场对2014年的外汇形势逐渐逆转丧失了警惕，直至“8·11”汇改调整汇率中间价定价机制才后知后觉，随即陷入了恐慌。反倒是破“7”之后，人民币汇率经常性地有涨有跌、双向波动，及时释放了市场压力、避免了预期积累，保障了外汇市场平稳有序运行。

汇率市场化既是改革，也是开放，其人民性体现在，市场主体越来越充分地参与汇率形成。同时，汇率弹性增加推动“风险中性”理念逐渐深入人心，反过来又调动了市场主动规避外汇风险的积极性。最近几轮汇率波动中，“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用均正常发挥。

未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期。要着力提高汇率市场化程度和代表性，完善中间价（或基准汇率）形成机制。要以拓宽交易范围、丰富交易工具、扩大市场主体、推动对外开放、健全基础设施、完善市场监管为重点，推动在岸外汇市场的深化发展，更好适应有序推进金融开放和人民币国际化的需要。

当然，任何汇率选择有利有弊，汇率灵活的挑战就是容易出现顺周期的、偏离基本面的过度升贬值（也称汇率超调）。所以，汇率市场化仍要注意发挥好市场与政府“两只手”的作用。中间价报价机制及逆周期调节因子就是中国特色的汇率调控机制创新。在恪守汇率政策中性的前提下，对于市场汇率的过度和异常波动仍需要妥善引导。这不仅要靠说还要靠做，解决好有管理浮动面临的“汇率中间解”（固定和浮动属于“汇率角点解”）的透明度和公信力问题。

更加深入践行新发展理念

大会提出，必须完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

通过汇率市场化进一步推动创新发展。随着金融越来越开放，人民币汇率越来越具有资产价格属性，即处于在给定条件下既可能涨也可能跌的多重均衡状态，同时也经常性地出现汇率超调。这倒逼中国转变外贸发展方式，由以量取胜转向以质取胜，由贸易大国转为贸易强国；倒逼企业通过技术进步提高全要素生产率，增强非价格竞争力，推动加快建设。这有助于改善企业贸易议价能力，在跨境贸易计价结算币种选择上争取主动，包括更多用本币计价结算应对汇率波动风险。

通过汇率市场化进一步促进协调发展。2008年金融危机之前，中国经常账户顺差与名义GDP之比一度高达近10%。危机后，配合“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”的一揽子政策，增加人民币汇率弹性，促进了

中国经济从外需、投资和制造业拉动转向内需、消费和服务业驱动。中国经济内外均衡协调发展的能力提高、韧性增强。

通过汇率市场化助力开放发展。近年来，不论人民币大涨还是大跌，当局除调整逆周期因子、外汇风险准备率等宏观审慎措施外，没有引入新的行政干预措施。相反，稳步扩大制度型开放，推进贸易投资自由化和便利化，市场主体利用“两个市场、两种资源”的能力得到巩固和加强，进一步彰显了汇率市场化的人民性。同时，这也推动了人民币股票和债券纷纷纳入全球主要指数，以及今年特别提款权篮子货币定值重估调高人民币权重。本轮人民币汇率回调以来，未出现“外资流出—汇率贬值”的恶性循环。因为外资担心的并非汇率的涨跌，而是汇率僵化可能导致的“不可交易”风险。

进一步增强货币政策自主性

大会指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，发展是党执政兴国的第一要务。

作为大型开放经济体，中国货币政策坚持对内优先，即主要基于国内增长、就业、物价稳定，而非他国货币政策或资本流动状况考虑本国货币政策的松紧。然而，开放经济存在汇率稳定、货币政策独立和资本自由流动三者不可兼得的“三元悖论”。近年来，中国正是在保持汇率政策灵活的基础上，保障了货币政策的自主性。

2020年5月底之前，由于中国央行率先进入抗疫模式，叠加地缘政治影响，人民币汇率一度创下12年新低。6月初起，疫情防控好、经济复苏快、中美利差阔、美元走势弱等利好共振，人民币汇率到年底上涨近10%。2021年下半年以来，国内货币政策重新转向稳增长。2022年3月起，人民币汇率冲高回落，再度跌破整数关口，部分反映了中美货币政策分化、中美利差倒挂加深、美元指数屡创新高的影响。由此，中国前期避免了输入性流动性过剩，后期保留了货币政策自主空间，为巩固经济恢复基础，增强经济发展后劲创造了条件。

深化汇率市场化改革，要健全本外币政策协调机制，提高货币政策应对汇率异常波动影响国内金融和物价稳定的响应能力。要不断充实宏观审慎管理的政策工具箱，破解“二元悖论”难题，拓宽货币政策自主空间。鉴于资本自由流动情形下，汇率无论固定还是浮动，均无法确保各国货币政策的独立性，国际货币基金组织已转变立场，支持对资本流动冲击采取包括宏观审慎、资本管制在内的综合政策。要继续推进现代中央银行制度建设和货币政策框架转型，尽可能长时间保持货币政策处于正常状态，保持本币购买力稳定和金融体系健康。

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_47760

