



**中国金融四十人论坛**  
**CHINA FINANCE 40 FORUM**

**中国金融四十人论坛工作论文系列**

**CF40 Working Paper Series**

**NO. CF40WP2017014 (总第 67 期)**

## **后“8.11”时代的大国汇率选择**

管 涛<sup>1</sup>

2017 年 4 月 28 日

**摘要：**作为一个正在崛起中的大国，中国经济总量增长很快，人民币汇率的溢出效应有所增强，但金融市场还不够发达，体制机制还需完善。在发展加转型的体制机制下选择合适的汇率制度安排和汇率政策操作，对于中国尤其重要。“8.11”汇改后，人民币汇率的市场化水平进一步增强。下一步，中国应根据利弊分析，制定好人民币汇率机制改革方案，做好继续参考篮子货币调节、恢复盯住美元窄幅波动和允许自由浮动的三类政策预案。同时，加快推进人民币汇率机制改革的配套政策，加快货币政策框架转型，加强宏观审慎管理，大力发展外汇市场，并完善宏观政策、推进结构性改革。

**关键词：**汇率制度改革 宏观审慎

**说明：**中国金融四十人论坛（CF40）是非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。本工作论文是未曾公开发表的论文。文中观点仅代表作者本人，不代表本论坛及作者所在单位意见。未经许可，谢绝任何形式的转载和复制。

---

<sup>1</sup>作者系 CF40 高级研究员，本文为 CF40 内部课题《大国崛起与人民币汇率安排》中期报告的概要。



## 后“8.11”时代的大国汇率选择

管 涛

**摘要：**作为一个正在崛起中的大国，中国经济总量增长很快，人民币汇率的溢出效应有所增强，但金融市场还不够发达，体制机制还需完善。在发展加转型的体制机制下选择合适的汇率制度安排和汇率政策操作，对于中国尤其重要。“8.11”汇改后，人民币汇率的市场化水平进一步增强。下一步，中国应根据利弊分析，制定好人民币汇率机制改革方案，做好继续参考篮子货币调节、恢复盯住美元窄幅波动和允许自由浮动的三类政策预案。同时，加快推进人民币汇率机制改革的配套政策，加快货币政策框架转型，加强宏观审慎管理，大力发展外汇市场，并完善宏观政策、推进结构性改革。

**关键词：**汇率制度改革 宏观审慎

“8.11”汇改是一盘没有下完的棋。2015年“8.11”汇改之后，人民币汇率形成市场化改革步入深水区。我们将如何完成汇改未竟的任务？基于中国正处于大国崛起这一宏观背景的分析，本课题从大国汇率选择的理论与国际经验出发，对人民币汇率安排做了历史回顾与总结，在此基础上对人民币汇率形成机制现状与改革方案进行比较，最后提出人民币汇率机制改革的配套政策。

### 大国的内涵

大国概念最早是以人口为标准划分的，后来逐渐将经济规模、土地因素等也考虑进去。综合国内外相关研究，大国应具备如下特征：

一是具有发达的实体经济，在全球占据较大份额，大国的供给或需求将会影响国际市场价格走势，进而影响全球的生产和消费，即大国不是价格接受者，而是至少部分是价格决定者。

二是大国经济政策变化将会对全球经济产生重要影响，同时其政策引起的全球经济的变化反过来又会对该国产生影响，即存在溢出效应和反馈效应。

三是大国具有较强的应对外部冲击的能力，宏观政策在内需方面发挥作用的空间较大。

四是大国在国际规则的制定过程中能够发挥主导作用，在国际经济秩序和全球治理中扮演着重要角色。

综上所述，大国的核心特征是定价权、溢出效应和反馈效应，以及较强抗风险能力和政策调控能力。对照上述标准，中国正在崛起为经济大国。



从经济总量来看，中国已经是名副其实的经济大国。从生产能力来看，中国建立了完备的工业体系，传统产业具有明显的国际竞争力，新兴制造业蓬勃发展，对周边和其他主要经济体的拉动作用明显。2013年中国已成为全球货物贸易第一大国，利用外资名列前茅，对外投资异军突起。从对全球的贡献来看，中国仍然是世界经济增长的动力和源泉。

不过，中国内部经济失衡现象仍然突出，人均GDP仍属于中等收入国家之列，中国仍然是一个发展大国。展望未来，中国将继续向高收入国家稳步迈进，但在跨越“中等收入陷阱”的过程中，国内外错综复杂的经济环境和层出不穷的新问题新现象都对我国构成了挑战和机遇。

根据国际货币基金组织（IMF）的分类标准，从2015年购买力平价（PPP）衡量的经济总量排名前20的大国来看，绝大多数国家实现了自由浮动和浮动的汇率制度，仅有中国、沙特阿拉伯和尼日利亚分别实施的是其他有管理安排、传统盯住和稳定化汇率制度。可以说，从一般的经济和金融发展规律来看，随着经济总量规模的增长、国际贸易和国际金融市场的发展，大国更倾向于选择浮动乃至自由浮动的汇率制度。

## 大国汇率选择的理论和国际经验

在开放经济中，宏观经济的最终目标是实现内部均衡（经济增长，充分就业，物价稳定）和外部均衡（国际收支平衡），因此各种宏观经济政策也都以实现内外均衡为目标。关于内部均衡和外部平衡的矛盾及政策搭配的关系问题，最早由詹姆斯·米德（1951）提出。他认为，如果一国既有国际收支顺差又有通货膨胀，或者既有国际收支逆差又存在失业问题，就会发生内部均衡和外部均衡之间的冲突，使得政府开支政策陷入两难境地，这就是著名的“米德冲突”（Meade Conflict）。Swan进一步研究了内外均衡冲突问题，提出了综合利用支出增减政策和支出转换政策的解决方法（斯旺模型）。

蒙代尔将资本流动和不同汇率制度纳入模型中，提出货币政策搭配财政政策观点，认为在浮动汇率下，货币政策有效而财政政策无效；在固定汇率下，财政政策有效而货币政策无效。同时，弗莱明也对开放经济中的政策选择进行了相似的研究，在蒙代尔的基础上进行修正后得到著名的蒙代尔—弗莱明模型（Mundell-Flemming Model）。亚洲金融危机之后，克鲁格曼在1999年首次明确提出了“三元悖论”（impossible trinity 或者 trillema），指出一国不可能同时实现（完全的）货币政策独立性、汇率稳定以及资本自由流动三大金融目标，只能同时选择其中的两个。

对于一国自身特点的描述，学界多将国家按照发达国家/发展中国家进行划分。在制定汇率制度时，各国政府的重要考量因素之一就是“三元悖论”，亦即对外部均衡（通过固定汇率稳定进出口）和内部均衡（放弃固定汇率寻求更独立的货币政策）的取舍问题。从现实来看，按照IMF的分类，绝大多数发达经济体都采用了浮动汇率，而采用固定汇率的国家主要是发展中经济体。究其原因，发达国家和发展中国家对内外均衡的重视程度不同是关键。

回顾1960年代的美元危机、德国的汇率改革、1992年英镑危机等发达国家以及俄罗斯、波兰、智利等新兴市场国家汇率制度改革的经验，可以得出几点结论：



第一，即使对于发达国家，汇率选择不当也会引发危机。一国汇率选择不当的原因可能有汇率制度的设计本身不符合经济发展规律、政治因素的干扰、汇率制度的要求不契合国家所处的经济环境等。在某些不利因素的冲击下，例如政府错误的经济政策、大宗商品价格的剧变、国际资本的大幅流出、投机性资本的外汇攻击，不适宜的汇率安排可能放大冲击对经济造成的负面影响。

第二，发展中国家为了谋求对外贸易稳定、吸引外资，往往乐于采用固定汇率，但是在经济环境出现变化时又不愿打破原有的汇率水平。在国际资本流出和外贸收支变差的情况下，政府一味追求固定汇率只能不断消耗外储，当外储不足时容易引起投机性资本的攻击。当政府无力维系原有汇率被迫放弃时，剧烈波动的汇率将对经济造成更大伤害。相反，如果政府能选择有弹性的汇率制度安排，则既可以保证汇率向市场供求均衡的方向变动，又可以防止汇率剧烈波动，从而可以较好的抵挡外界因素冲击（如 1997 年以来的韩国）。

第三，虽然汇率选择与宏观经济有着密不可分的联系，但是汇率往往只是经济基本面的外在表现。单寄希望于调整汇率制度来改善经济是不现实的，在经济本身的问题没有得到解决的情况下，未必会有提振经济的效果（如 1998 年和 2014 年以来的俄罗斯）积极调整经济结构、处理经济本身存在的种种问题才是根本办法。改革的同时如果能够选择适宜的汇率安排，则可以让经济在未来轻装上阵，起到锦上添花的效果（如 2013 年以来的印度）。

## 人民币汇率制度和政策的历史回顾与总结

建国初期至 1994 年汇率并轨之前，我国经历了国民经济恢复、高度计划经济和经济双轨制三个时期，同期人民币汇率制度也发生了从固定到浮动、由官定汇率到计划分配与市场调节的演变，汇率政策也逐渐由财务核算工具转为价格调节杠杆。1993 年底，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》，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，逐步使人民币成为可兑换货币”，为我国汇率制度改革指明了方向和目标。从 1994 年初人民币汇率并轨，开始实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，到 2015 年 8 月 11 日优化人民币汇率中间价形成机制，人民币汇率市场化形成机制的改革按照主动、渐进、可控的原则，已经走过了二十余年，有许多经验和教训值得总结。

一是改革紧紧围绕完善有管理浮动。在外汇市场发展和国际收支趋向平衡的过程中，中间价和浮动区间这类政策拐棍逐渐淡出外汇市场的过程。同时，汇率的市场化也在改善外汇市场流动性、平衡国际收支方面发挥作用。可以说，人民币汇率形成机制改革的过程也是人民币外汇供求体系不断完善的过程。

二是改革牢牢把握主动、渐进、可控。改革坚持主动性，这决定了外部均衡必须服从于内部平衡，不能本末倒置。无论是 1994 年汇率并轨和 1998 年亚洲金融危机迎面相撞的两次货币保卫战，还是 2008 年全球金融海啸和 2011 年欧美主权债务危机擦肩而过的两次外部冲击，都说明了经济稳是货币稳的前提。中国作为一个经济大国，更应该将宏观经济的整体情况作为考虑的重点，而不是基于外部经济或者资本流动来制定宏观经济政策。渐进式的方法总体上降低了改革的风险，但汇改的顶层设计仍有改善的空间。



三是改革要注意市场沟通和预期引导。政府调控市场，一方面靠做，另一方面靠说。有时候会做不如会说，说比做还重要，可以达到四两拨千斤、事半功倍的效果。特别是在当前新旧常态的过渡时期，人心不稳、传闻四起，市场沟通和预期引导就显得更为突出和重要了。

四是改革要注意协调配套、整体推进。汇率改革要注意改进调控方式、发展外汇市场、理顺外汇供求三位一体。推进外汇市场建设一直是完善汇率形成机制的重要组成部分，只有建立有充分深度和广度的具有充足流动性的外汇市场，才能发挥其资源配置、价格发现和风险规避的功能。减少对外汇收支活动的行政干预也至关重要，管制下的外汇供求关系不能充分市场供求信息，容易造成价格扭曲。从这个意义上讲，人民币汇率改革是一项系统工程。

五是改革要尊重价值规律、克服浮动恐惧。均衡汇率决定市场汇率，同时市场汇率围绕均衡汇率水平上下波动，这就是外汇市场的价值规律。从国内外的实践看，不论是市场还是政府，都不可能事先预知均衡汇率水平在哪里。市场不必对汇率波动过度反应和过度解读，更不应妄加猜测，将市场分析的结论强解为国家汇率政策。相应的，政府也要容忍和适应市场波动。另外，在汇率波动加大的环境下，市场微观主体应树立正确的汇率风险意识，不要用市场判断替代市场操作，要控制好货币错配风险、恰当使用金融避险工具。

## 完成“8.11”汇改未竟任务的路径选择

关于何为最优的汇率选择（包括汇率制度和汇率政策），是国际金融领域最有争议的话题。汇率选择大体可分为固定、浮动和有管理浮动三大类。对于这三大类汇率选择，在亚洲金融危机前后，学术界掀起的“角点解”（corner solution）与“中间解”（intermediate solution）之争，曾经一时瑜亮。

一派认为，汇率选择只有“角点解”，即汇率要么完全固定（如货币联盟、联汇制或者货币发行局制度、单边美元化安排），要么完全浮动。在存在投机攻击的情况下，有管理浮动因为缺乏市场透明度和政策可信度，而不能有效防止货币危机，因此，在新的国际环境下，中间制度的发展趋势是逐渐消亡，取而代之的将是“角点解”或者“两极解”（bipolar view）。

另一派则坚持，汇率选择存在“中间解”。在现实中，尽管一些新兴市场国家对外宣称本币汇率自由浮动，但仍然积极干预外汇，将汇率维持在较窄幅度内波动，即事实的盯住汇率安排。中间汇率制度仍然构成实际汇率制度选择的可观部分，国际货币体系并没有转向总体浮动汇率制度，它仍旧是多种汇率制度相互并存，甚至在遭受亚洲金融危机较大的冲击后仍是如此。

最终，得出了一个折中的结论，即关于汇率选择的基本共识是，没有一种最优的汇率选择适合所有国家以及一个国家所有时期。

总体来看，虽然浮动汇率制度是中国汇率形成机制改革的方向，但自1994年以来中国的汇率选择始终沿着第三条道路前进，即选择“角点解”之外的“中间解”。在实践中，汇率并轨以来，人民币汇率的有管理浮动不是一成不变的，而是按照“主动、渐进、可控”的三性原则顺势而为进行操作的。



人民币汇率形成机制改革的核心在于货币当局将汇率定价权更多地让渡给市场，同时防止汇率价格脱离经济基本面的严重超调，防止汇率价格剧烈波动对企业和居民部门带来过于严重的冲击。改革的主要内容在于货币当局外汇市场干预的规则与透明度建设。把货币当局完全控制下的固定汇率作为左端，完全交给市场的浮动汇率作为右端，货币当局不同程度的干预规则对应于左右两端的中间方案。左端会带来短期稳定，代价是汇率水平高估（低估）的积累，恶化资源配置效率并带来了不稳定性 and 未来一次性大幅调整的压力。右端会带来长期的稳定和优化资源配置效率，面临的问题是不确定的过渡成本。从左端向右端的改革过程会面临不同中间方案选择，以及相应不同程度的过渡成本。归纳起来看，当前主流的观点主要有三种方案：一是继续参考篮子货币调节，二是要么恢复盯住美元窄幅波动，三是允许自由浮动。

### 方案一：允许汇率自由浮动方案

面对当前美元强周期和人民币汇率贬值压力，一种观点认为应“停止对外汇市场干预，一次性释放贬值压力”。这个方案的核心是宣布人民币对美元等其他货币实行自由浮动，完全由外汇市场供求决定人民币汇率，人民银行退出常态式的外汇市场干预，不再设定带有“有管理”色彩的汇率中间价和浮动区间。符合市场化改革方向，提升中国国际地位。这一方案的优势是改善内外部失衡，提高出口竞争力，减少资本管制的依赖，避免更大程度的市场扭曲。风险包括较为明显的政策溢出效应，自由浮动带来的金融风险，汇率超调的难题以及对人民币国际地位的可能负面影响。

### 方案二：恢复盯住美元窄幅波动

另一种选择是借鉴 1997 年亚洲金融危机时期以及 2008 年国际金融危机爆发的经验，宣布人民币对美元重新固定在一个中间价水平，收窄人民币对美元波动幅度。这种方法相当于从现有的“中间解”转变为“两极解”的固定那一极。但需要特别强调的是，这种转变不会改变人民币汇率制度市场化的价值取向，与历史上曾经应对外部冲击时采取临时性政策相类似的做法相类似，即使选择盯住美元的“角点解”，也不过是权衡利弊得失的权宜之计，是短期的汇率政策。具体来看，该方案的优势是有成功的经验可资借鉴，有利于提高政策可信度，并为其他改革和调整争取时间。风险包括意味着汇率市场化改革的倒退，为维持汇率稳定需要加强资本管制，减少对外金融交往的主动，以及如果将汇率维持在一个错误的水平可能造成经济福利的损失。

### 方案三：继续参考篮子货币调节

第三种选择是继续坚持 2015 年 8.11 汇改的做法，保持人民币有管理的浮动汇率制度的现行调控方式，并对参考货币篮子不断优化。这一方案的优势是保持了汇率改革的连续性和稳定性，保持了汇率政策的透明度，兼顾了汇率稳定和提高竞争力。风险包括在美元强势情况下稳定汇率的作用难以充分发挥，消耗外汇储备以及可能需要资本管制。

总的来看，第一，目前没有无痛的汇率解决方案，无论是固定或者浮动的“角点解”，抑或是参考篮子货币调节、有管理浮动的“中间解”，都有利有弊。第二，上述三种情形都会用到资本管制的手段。第三，除自由浮动情形外，均需要使用外汇储备干预，或更大力度的资本管制。第四，无论采取哪种汇率选择方案，事前都难以准确预估其利弊影响。特别是经历了“8.11”汇改以后，

因为内外部不确定性的大幅增加，更是大大增加了预测的难度。

因此，无论选择哪种汇率安排，可能关键不是评估它会带来的好处，而是要防止低估它可能引发的风险。要事前沙盘推演各种实施方案可能面临的问题，在情景分析和压力测试的基础上做好应对预案（不仅要考虑外汇市场可能出现的状况，还要考虑其他市场可能产生的传染效应），从最坏处打算、争取最好的结果。

## 人民币汇率制度改革的配套政策

在由固定转向浮动的过程中，有相当部分国家经历了无序的汇率调整。IMF对1990-2002年期间的139次向浮动汇率转变的过程进行分析发现，有77次转变是无序的，即在退出固定汇率前后6个月的名义汇率变动幅度超过25%。威廉姆森指出，成功地从盯住汇率向更加灵活汇率制度迈进，需要具备相应的条件。一是金融体系能够承受汇率制度的变化，包括审慎的风险头寸管理能力、金融机构的风险管理和提供风险规避的对冲产品；二是退出盯住汇率制度的理想状态是在升值时期而不是贬值或被认为处于脆弱和易受投机攻击的时期（菲舍尔，2001）；三是有充足的外汇储备和充分的应急计划，包括必要时实施临时性资本管制的可能性，需要提前准备，充分的事前沟通战略、时机选择和好运气。

总之，如果金融部门及实体经济的必要改革止步不前，甚至出现与汇率改革的相互掣肘，那么推进汇率市场化不仅无法获得预期的好处，还可能加大经济和金融市场波动。主要政策建议如下：

第一，加快货币政策框架转型。尽管根据“二元悖论”，在资本账户开放的情况下，即使汇率浮动，也不能确保货币政策的独立性，但总体上，汇率弹性增加有助于货币政策自主性的提高。然而，独立的货币政策并不意味着可以随心所欲，根本上还要有一个清晰、可信的货币政策框架，才可能充分享受汇率浮动带来的好处。重点包括基于对内平衡优先原则处理好货币政策多目标冲突，加快货币政策从数量型调控向价格型调控的转变，以强化货币纪律为目标完善货币投放机制。

第二，加强宏观审慎管理。随着人民币汇率形成越来越市场化，顺周期的跨境资本流动可能会加大汇率超调的风险，增加国内金融体系的脆弱性，为此，需要考虑对跨境资本流动的宏观审慎管理，协调推进汇率机制改革和资本账户开放。取消资本管制，允许资本自由流动的华盛顿共识，逐渐让位于一种审慎的国际资本观点。加强跨境资本流动管理，不等于也不应该等于重归资本管制的老路，构建我国宏观审慎的跨境资本流动管理框架，主要包括以市场手段调节境内居民个人用汇、以金融交易税安排调节跨境投资行为、研究从反逃避税和反洗钱入手打击非法对外资产转移。任何资本流动管理措施，都是有成本的，都会带来市场扭曲，也都不可能天衣无缝。同时，任何资本流动管理措施都不能替代必要的调整与改革，而都只是为之争取时间。

第三，大力发展外汇市场。人民币汇率改革通常是改进汇率调控、发展外汇市场和理顺供求关系“三位一体”、协调推进。外汇市场发展是增加汇率灵活性的重要条件配套条件。有深度和广度的外汇市场可以更好发挥资源配置、价格发现和风险规避的功能，更好吸收内部和外部的冲击。建议从适时适度放松实需交易原则、增加外汇市场交易主体、发展多层次外汇市场、丰富外汇市场交易产品、促进境内外市场融合、完善外汇市场基础设施、加强外汇市场投资者教育、健全外汇市场



应急机制安排等方面加强外汇市场建设。

第四，完善宏观政策，推进结构性改革。健全的宏观政策和结构性改革是任何汇率制度能够良好运行的长期保障。国内方面，建议从深化供给侧结构性改革、加快经济转型和升级、强化财政预算硬约束、推进现代企业制度改革等方面入手，为汇率改革创造有利的外部环境。国际方面，建议积极推动建立开放包容的国际经济秩序，包括积极应对贸易增长放缓的挑战、加强货币政策国际协调、以及推进国际货币体系改革。



## A Global Power's Exchange Rate Regime Decision in the Post-8/11 Era

Guan Tao

**Abstract:** As an emerging global power, china's economic volume is growing rapidly and so its currency's spillover effect. China should upgrade institutions and mechanisms of its financial market. During the current developing and transforming situation, it's essential for China to make an appropriate decision on exchange rate regime reform and achieve a series of well-managed exchange rate policy implementations. After the 8/11 reform, China's exchange rate has moved a step towards a market-determined direction. For the following step, China should conduct pros and cons analyses on three policy options, the currency basket approach, the pegged exchange rate and the free-floating exchange rate, and make an exchange rate regime reform plan. Meanwhile, China should also develop other policy tools accompanying its exchange rate reform, including the framework transformation of monetary policy, the macro-prudence management, the promotion of foreign exchange market, and economic structural reforms.

**Key words:** exchange rate regime reform, macro-prudence