

潘英丽 肖耿 主编

人民币变局

汇率与国际化路径

中信出版集团

人民币变局

汇率与国际化路径



潘英丽 肖耿 主编

图书在版编目(CIP)数据

人民币变局: 汇率与国际化路径/潘英丽, 肖耿主
编. --北京: 中信出版社, 2017.3
(中国经济开放论坛)
ISBN 978-7-5086-4569-8

I. ①人… II. ①潘…②肖… III. ①人民币汇率—
文集 IV. ①F832.63-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 043975 号

人民币变局: 汇率与国际化路径

主 编: 潘英丽 肖 耿

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 浙江新华数码印务有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 9 字 数: 202 千字

版 次: 2017 年 4 月第 1 版

印 次: 2017 年 4 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-4569-8

定 价: 39.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

序

当前，人民币汇率给人的印象是“充满不确定性”的。就汇价而言，官方反复强调“人无贬基”，但是市场却在持续看低。“8·11”启动的汇率中间价市场化改革，却在内外压力下试行3天即告放弃。2016年春节前后央行推出的“前日收盘价+篮子理论价”新机制实施已近10个月，对规则的透明与模糊，效果的好与坏，学界与市场仍然褒贬不一。特别是11月，来自美国的“特朗普冲击”引发美元强劲升值，更让市场投资者对美元与人民币的近期走势与中长期变化纠结起来。类似的事情还有，人民币入篮SDR让国人欢欣鼓舞，几天后却发现人民币国际化似乎已经退潮。

人民币汇率已成为一个有魅力又有挑战性的话题！为此，上海交通大学安泰经济与管理学院于2016年11月11日主持召开了“中国经济开放论坛”第三次专题研讨会“新形势下的人民币汇率：机制、影响与应对”。来自中国北京、上海、香港和新加坡等地的大学、研究机构、金融机构和政府相关部门的60余位专家学者参加会议，并展开了为期两天的热烈讨论。

本论文集是这次研讨的成果，体现了与会专家的集体智慧和理性认识，供关心人民币汇率变动与相关制度改革的财经管

理者和政府部门制定政策时参考。

本次会议的讨论可谓精彩纷呈。

汇率研究重镇中国社科院世界经济与政治研究所的精英团队在余永定老师的带领下主导了关于“8·11”汇改以来汇率定价机制的分析、评论和对未来改革的探讨。他们的主要观点是，同“8·11”汇率形成机制相比，新机制具有明确规则，并通过引入篮子货币指数，增加了中间价的不确定性，减缓了汇率贬值速度。但是渐进贬值强化单边贬值预期，损失大量外汇储备，造成资源配置扭曲，对外汇市场的培育和发展也没有作出贡献。央行的现行汇率政策虽然取得了一些成功，但却是不可持续的，“赢得了一场战役，却还没有赢得整个战争”。从以往国际和国内经验看，让人民币浮动并没有那么可怕。让人民币浮动利多弊少，央行应该加速推进汇率的市场化。

出乎意料的是，“自由浮动”的学院派却遭遇了市场实操派的挑战。一些就职于国内外投行和金融机构的青年经济学家不太赞同快速推进人民币汇率的自由浮动。王红林认为，“8·11”汇改引起震荡的最大问题是央行放弃对中间价的控制。央行通过新汇率机制部分收回了定价权。很少见到海外投资者铁了心与央行对着干，大家都是猜测央行希望达成什么目标。定价权在央行手里，就可以引导汇率预期，无须拿真金白银与市场斗。胡伟俊、沈建光和邵宇都认为市场预期和风险偏好是变化不定的，一次性的大幅度贬值如果导致风险偏好骤然上升，可能会加速资本外流，引发银行挤兑。对于央行如何引导市场预期，管涛的说法颇为经典，“你的政策要成功，一定要让信你的人越来越多，不要让信你的人亏钱，不信你的人赚钱，否则你的朋友将会越来越少”。

华民认为，世界进入管理纸币本位制度后，汇率是由发钞国的管理机构来决定的，市场只是跟随而已。将汇率交给市场去决定完全是错误的。潘英丽认为，我们需要研究人民币与美元脱钩后自身应“锚”定什么，然后争取成为亚洲和“一带一路”沿线国家的货币锚。如果人民币成为一个无锚的飘浮物，它就不可能成为真正的国际货币。美元是锚定黄金才成为国际货币的，成为国际货币之后，才设定了“允许美元自由”的浮动。

在加入 SDR 篮子货币的问题上，则出现了较多的批评意见。

华民认为，中国的对外开放搞错了方向。金融市场高度一体化，竞争的结果是“胜者通吃”；商品市场是可以分割的，因为禀赋差异、异质企业、异质产品以及距离产生的贸易成本差异是很难消除的。中国对外开放不应放弃贸易竞争，却选择了毫无胜算的金融与货币竞争。入篮犯了三个错误：在经济下行时入篮，带来资本外逃风险；在人民币汇率高估时入篮，极有可能被做空；入篮并不能达到人民币国际化的目标。

余永定认为，如果说有什么颠覆性的错误，就是开放资本项目。人民币 SDR “入篮”是中国的伟大成绩，也是一个陷阱。人民币想做 SDR 篮子货币，要符合条件，就不能有两个汇率。要消除 CNH 和 CNY 的差别，除了让 CNY 自由浮动，还得让跨境资本能够套利和套汇。这是真正的倒逼，IMF 真是非常高明！

肖耿则持不同意见。他认为，SDR 是一个非常好的东西。SDR 里美元是老大，人民币的权重可慢慢增加。香港具有规模巨大、流动性良好的金融和地产市场，可考虑港币跟 SDR 挂钩，推动 SDR 金融市场的发展，为人民币国际化形成一个缓冲

地带，也为未来的国际货币和金融体系提供一个非常好的公共产品。

关于人民币汇率未来会怎么走，与会专家也做了一定的分析和讨论。基本观点是短期存在贬值压力，但长期看人民币没有贬值基础。人民币近中期的走势很大程度上取决于中美两国政策的变化，取决于美联储升息与美元升值空间有多大，也取决于中国哪些改革举措可以尽快落地，以改善国内投资环境和投资者的信心。余永定、潘英丽、沈建光、吴信如和钱军辉等提供的相关论文都有涉及或专门的分析。

对人们普遍关注的美联储加息、美元强势和全球货币环境的变化问题，会议专家也做了专门分析。谢亚轩的文章讨论了“二十年一遇”的强势美元引发新兴市场经济体汇率贬值、资本流出和金融动荡，又伤害美国经济增长的双重负面影响。他指出强势美元并非美国经济有多强，而是全球金融市场的恐慌所致，美元正在取代 VIX 波动率指数成为新的衡量风险偏好的恐慌指标。王戴黎认为，量化宽松货币政策对各经济体的收益逐渐小于成本，政策空间所剩无几，全球货币宽松盛宴已近尾声。

此外，谢栋铭对离岸人民币特别是新加坡市场的发展做了专门的讨论，探讨了金融机构在离岸与在岸之间套汇的可能性。潘英丽探讨了中国金融对外开放的两个瓶颈，以及人民币国际化仍然缺乏微观基础支撑的现实问题。李婧教授与她的博士生解祥优的论文运用新外部货币锚模型结合结构突变点检验探究了 2000—2014 年东亚 8 个主要经济体汇率制度的迁跃。他们发现东亚经济体的汇率制度正在朝着更加弹性化的方向发展。部分东亚新兴市场经济体表现出很强的“去美元化”特征，欧元、日元仅在特定阶段充当过人民币和新加坡元的篮子货币。他们

的实证结果还有一个新的发现，韩元在东亚地区发挥了重要的锚货币作用。令人非常感兴趣的是，为什么是韩元而不是人民币或日元在东亚地区发挥重要的锚货币作用？

最后，感谢所有与会专家的智力贡献，期待大家在人民币及其汇率问题的研究上作出更大成绩，为中国和人民币在全球的崛起贡献自己的智慧！

潘英丽

2016年12月12日

作者简介

(按姓氏拼音排序)

管 涛

经济学博士，中国金融四十人论坛高级研究员、学术委员，第三届中国经济五十人论坛成员。历任国家外汇管理局综合司副司长，国际收支司副司长、司长。2015年7月正式离职，加入中国金融四十人论坛。长期从事货币可兑换、国际收支、汇率政策、国际资本流动等领域的研究，撰写了大量工作报告和学术论文，参加了1994年以来一系列重大外汇管理体制改革的方案的设计。

胡伟俊

经济学博士，麦格理集团首席中国经济学家，首席经济学家论坛理事。2013年加入麦格理担任现职，在海外多项市场经济学家排名中均名列前茅，之前在美银美林和中金公司担任经济学家。

华 民

现为复旦大学世界经济研究所教授，复旦大学经济学院学术委员会主任，博士生导师。兼任国家发改委“十三五”规划委员会专家委员，国家商务部经贸政策咨询委员会专家，国家

工商总局市场监督专家委员会专家，中国世界经济学会副会长，中国美国经济学会副会长。长期从事国际经济和世界经济的研究和教学工作。

李 婧

经济学博士，首都经济贸易大学教授、博士生导师。英国杜伦大学、美国斯坦福大学访问学者。主要研究方向：汇率制度与资本管制、货币合作和人民币国际化。在《管理世界》、《世界经济》、《国际经济评论》、《经济社会体制比较》、*China & World Economy* 等刊物发表论文 50 余篇。

毛日昇

经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究室副主任、副研究员。研究方向：国际经济学和发展经济学；主要研究领域：人民币汇率变化对企业行为和绩效的影响、外商直接投资技术外溢效应、贸易开放和产业结构升级。

潘英丽

经济学博士，上海交通大学现代金融研究中心主任、安泰经济与管理学院教授、上海市政府决策咨询研究基地潘英丽工作室首席专家、中国世界经济学会常务理事、上海世界经济学会副会长、招商银行独立董事。主要研究领域为宏观经济、中国金融和国际金融。

彭帅钧

麦格理集团中国经济学家。于 2014 年加入麦格理，从事中国宏观经济研究，曾在高盛和美银美林参与中国和亚太地区的经济研究工作。

钱军辉

计量经济学博士，上海交通大学安泰经济与管理学院经济

系副教授 (Tenured)、博士生导师。研究领域包括计量经济学、国际金融、货币政策等，在 *Journal of Econometrics*、*Journal of American Statistical Associations* 等国际顶级学术期刊发表多篇论文。主要讲授中级宏观经济学、资产定价理论、计量经济学等课程。

邵 宇

金融学博士，东方证券总裁助理、首席经济学家。中国社会科学院在站博士后。牛津大学 John SWIRE 学者，复旦大学金融研究院研究员，南京大学工程管理学院兼职教授。担任陆家嘴沙龙理事会秘书长，中国首席经济学家论坛理事，新供给经济学 50 人论坛成员，央行货币政策委员会专家成员。美国华尔街日报、英国金融时报、中国财新网专栏作者。曾任职上海宝山区发改委副主任，复旦大学国际金融系副系主任、CFA 项目主任等。研究领域覆盖全球宏观、中国宏观、投资策略和金融工程。当选 2014 年度中国青年经济学人，上海十大青年经济人物。

沈建光

经济学博士，现任瑞穗证券亚洲公司董事总经理、首席经济学家。曾获得 2011 年度美国《机构投资者》A 股分析师排名下经济与策略分类第一名等荣誉。兼任复旦大学经济学院客座教授，中国新供给经济学 50 人论坛成员。曾任欧洲央行资深经济学家（负责亚太经济预测和分析），国际货币基金组织和芬兰央行经济学家，以及中国国际金融有限公司资深经济学家，国际经合组织顾问和中国人民银行访问学者。

王戴黎

经济学博士，中国金融四十人论坛青年学者。曾担任 Roubini Global Economics 东北亚高级经济学家，国际货币基金

组织研究员，哥伦比亚大学商学院 Chazen Institute 访问学者，南丹麦大学区域经济学院研究员，中信产业基金兼职宏观经济学家。获得北京大学经济学博士（国家发展研究院）和北京大学理学学士（数学学院）学位。发表论文刊录于 *Asian Development Bank Institute Working Paper*、*China Economic Journal*、《世界经济》、《管理世界》等知名国内外期刊。

吴信如

经济学博士，华东师范大学经济与管理学部金融学教授、博士生导师，上海交通大学现代金融研究中心特聘研究员，上海安徽经济文化促进会理事。从事宏观经济学、管理经济学、汇率理论等课程的教学工作，以及人民币汇率、国际金融、宏观经济理论与政策等方面的研究工作，曾主持教育部“人民币汇率指数构建与技术支持”等课题的研究工作。

肖耿

经济学博士，现任香港大学商学院及社会科学学院金融与公共政策教授。兼任香港国际金融学会创始资深会员及会长、汇丰银行（中国）独立及非执行董事。研究涉及中国经济与政策，包括宏观经济、汇率、金融、国企改革、生产率变化、城市发展及中美关系等领域。曾任设在香港的经纶国际经济研究院中国研究副总裁、设在北京的国际金融论坛研究院院长、设在北京的哥伦比亚大学全球中心东亚部主任、设在清华大学的清华-布鲁金斯公共政策研究中心首任主任、位于美国华盛顿特区的布鲁金斯学会资深研究员、香港证监会主席顾问及研究部主管、中国留美经济学会副会长、在伦敦上市的新兴市场基金（GEMF）独立董事、深圳发展银行监事会监事、哈佛国际发展研究院联席研究员，以及世界银行与联合国开发署顾问。

肖立晟

副研究员，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任。主要研究领域为国际金融，跟踪研究人民币国际化、外汇市场以及人民币汇率问题。兼任中国金融四十人·青年论坛研究员、国际政治与金融安全智库研究员。

谢栋铭

现为新加坡华侨银行集团大中华地区研究主管。于2008年1月加入新加坡华侨银行全球资金部，负责大中华区宏观经济以及外汇与利率预测。其英语和华语双语研究报告被主流中英文财经媒体广泛转载，并经常在新加坡中英双语电视台与电台、美国CNBC和英国BBC等栏目做经济点评。《联合早报》、香港《信报》以及《澳门日报》等媒体专栏作家，并为《人民日报》撰写文章。入职华侨银行前曾从事证券交易工作，任美国注册金融风险管理分析师（FRM）。

解祥优

首都经济贸易大学2014级博士研究生，研究方向：汇率制度、货币政策、中央银行等。

谢亚轩

经济学博士，现任招商证券研究发展中心首席宏观分析师（执行董事）。1997年至2007年任职于中国人民银行深圳中心支行和国家外汇管理局深圳分局国际收支处。2013年以来多次获颁新财富最佳分析师、卖方分析师水晶球奖和第一财经中国最佳分析师宏观经济研究方向有关奖项。

徐 远（又名徐建国）

经济学博士，任教于北京大学，研究兴趣包括微观金融、宏观经济、中国经济与金融发展，在《金融学》（*Journal of*

Finance)、《金融评论》(Review of Finance)等国内外学术期刊发表论文30余篇,曾任香港大学和加拿大麦吉尔(McGill)大学金融学助教授。担任FT中文网、澎湃新闻、第一财经等媒体的自由撰稿人。

余永定

中国社会科学院学部委员,牛津大学经济学博士,中国社会科学院世界经济与政治研究所所长、研究员、博士生导师,中国世界经济学会会长。主要研究领域是国际金融、中国经济增长和中国的宏观经济稳定问题。1981年以来发表学术论文、文章数百篇,专著(含主编、合著)10余部。代表作是博士学位论文“Macroeconomic Analysis and the Design of Stabilisation Policy in China”。该论文是应用西方现代宏观经济理论方法研究中国宏观经济稳定的较为全面的尝试;在推导中国的消费函数、总供给函数和中国的经济增长模型等方面都有所创新。

袁 宜

经济学博士,师从潘英丽教授,现任富国基金管理有限公司首席经济学家、权益投资副总监。曾任申银万国证券研究所董事总经理、首席策略师。曾在新财富、Institutional Investor等多项国内外评选中包揽A股策略研究第一名。

张 斌

经济学博士,中国金融四十人论坛高级研究员、中国社会科学院研究员、博士生导师。曾获得2014年“浦山优秀论文奖”,首届中国青年金融学者奖。主要研究领域是中国和全球宏观经济,重点关注中国经济结构转型,中国和全球宏观经济波动,人民币汇率等问题。在《中国社会科学》《经济研究》《世界经济》《经济学季刊》《管理世界》《国际经济评论》、World

Economy、*China and World Economy* 等中英文学术刊物发表论文四十余篇。主持社科基金、人民银行、财政部、商务部、工信部、亚洲开发银行、中国改革基金会等机构委托课题二十余项。

目 录

序 // III

作者简介 // VIII

第一篇 人民币汇率定价机制及其未来的改革

第 1 章 未完成的“8·11”汇改 // 003

第 2 章 不要把人民币多头逼成空头 // 013

第 3 章 “8·11”后的中国汇率制度改革 // 022

第 4 章 1994 年以来人民币汇率形成机制改革的经验及启示 // 042

第 5 章 人民币汇率制度的切换与汇率调整 // 049

第二篇 人民币汇率的变动及其未来走势

第 6 章 理解人民币汇率 // 059

第 7 章 寻找人民币汇率的分析框架 // 086

第 8 章 人民币实际汇率变化对资源配置效率的影响：基于制造业部门的分析 // 093

第 9 章 汇率变动的实体经济基础：

中国经济见底了吗？ // 102

第 10 章 六问人民币汇率走势与改革 // 115

第 11 章 人民币有效汇率管理：

2016年走在正确的道路上 // 128

第12章 人民币汇率新特征以及如何扭转贬值预期 // 143

第三篇 国际货币环境与人民币国际化的路径

第13章 全球货币宽松盛宴渐入尾声 // 153

第14章 再谈强美元是把双刃剑 // 165

第15章 全球化断裂带：黑天鹅湖 // 179

第16章 人民币入篮与中国经济开放 // 188

第17章 新加坡人民币离岸市场的发展 // 195

第18章 中美在货币领域的合作与竞争 // 202

第19章 人民币海外债权的积累与创设多元债权人
联盟 // 214

第20章 理解东亚部分经济体汇率制度的迁跃 // 220

附录

附录I 中国经济开放论坛关于汇率形成机制改革的争论 // 247

附录II 上海发展沙龙关于人民币汇率问题的讨论 // 258

附录III 一篮子货币、钉货币篮子与钉货币篮子指数 // 266