



中国金融四十人论坛书系  
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

# 汇率的本质

THE NATURE OF EXCHANGE RATE

管涛◎著



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

# 汇率的本质

THE NATURE OF EXCHANGE RATE

管涛◎著

图书在版编目 ( CIP ) 数据

汇率的本质 / 管涛著. -- 北京: 中信出版社,  
2016.8.

ISBN 978-7-5086-6524-5

I. ①汇… II. ①管… III. ①人民币汇率—通俗读物  
IV. ①F832.63-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 ( 2016 ) 第 175913 号

汇率的本质

著 者: 管 涛

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: 北京楠萍印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 23 字 数: 330 千字

版 次: 2016 年 8 月第 1 版 印 次: 2016 年 11 月第 2 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-6524-5

定 价: 58.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



## 中国金融四十人论坛书系 CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版40余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

## 汇改不同的解读

余永定\*

管涛是中国国际收支和汇率问题的最为权威人士之一。长期以来，作为国家外汇管理局国际收支司司长，管涛为中国国际收支统计工作做出了重要贡献。由于其特殊地位和对国际收支和汇率问题的深入了解以及独到见解，多年来我都十分关注管涛的观点。管涛说：“如果说自己的研究还有些特色的话，那就是比懂理论的人稍懂点政策、比懂政策的人稍懂点理论、比懂金融的人稍懂点统计、比懂统计的人稍懂点金融。”在自谦之词背后，我们可以看到管涛对自己所具有的学术优势的自信。

管涛过去是学者型官员，现在已经彻底离开官场而成为一名非官方智库的学者。这应该是一种很令人羡慕的经历。中国经济学家最大的缺陷可能就是缺乏在政府部门任职的经历。我很怀疑，当他们（当然包括我自己）被政府部门

---

\* 中国社会科学院学部委员。

邀请去提供咨询意见时，政府官员究竟能从他们那里得到什么真正的帮助。反过来，当政府官员暗中嗤笑这些“书呆子”不了解情况时，他们是否意识到，自己建立在“情况”基础上的政策会可能导致一些违反他们初衷的长期后果？

中国还不存在西方国家那种从高校、研究机构到政府，再由政府回到高校、研究机构的“旋转门”。希望今后会有越来越多的学者型政府官员能有管涛这样的经历，从政府转到高校、研究机构。只有这样，在政策讨论中，学者们才不至于因为信息不对称，而只能对政府官员点头称是。

管涛的专著——《汇率的本质》回顾了人民币汇率演变和中国汇率体制改革的进程。在讨论汇率问题的同时，他对中国资本流动和资本流动跨境管理也进行了深入讨论。管涛对央行的汇率政策和汇改的评价是积极的。特别是他对目前央行的以参考篮子货币调节人民币汇率走势为锚、稳定市场预期的政策给予了充分的肯定。他非常认同周小川行长的想法，即汇率市场化的改革方向不变，但改革要讲求艺术，有窗口就果断推进，没有窗口就耐心等待、创造条件。人民币汇率改革，对内要处理好改革、发展、稳定的关系，对外要做负责任的经济大国。对此我也深以为然。

管涛对于央行的政策能够实现汇率的稳定很有信心，因为“目前中国出现资本外流，从渠道上看，一方面是由于境内机构和个人增加了外汇资产或境外资产配置，即‘藏汇于民’；另一方面是由于境内企业加速偿还前期借入的美元债务，利差交易平盘，以及境外主体部分减持人民币资产，即‘债务偿还’。但无论是藏汇于民还是债务偿还，都不可能无休止地进行下去”。既然如此，“守汇率还是守储备”就不是一个真正的问题，“因为应对临时性的资本流动冲击，用外汇储备干预市场是恰当的，本身也是持有外汇储备资产的应有之义”。

《汇率的本质》内容丰富、叙述准确、概念清晰、资料齐全。对于关心中国汇率问题和国际收支平衡问题的读者来说是一部很有价值的参考书。不仅如此，管涛对汇率、汇率制度改革、国际收支平衡、资本项目自由化等问题的叙述逻辑清晰、首尾一贯，充分地反映了中国学界和政府研究机构的主流观点。仅就这点而言，《汇率的本质》就非常值得读者认真研读。

我一向尊重管涛的观点,并且从管涛那里学到了很多。但也必须承认,管涛在《汇率的本质》一书中所批评的一些观点正是我所持有的观点。例如,管涛认为,为了维持汇率稳定,对于外汇储备的损耗不必过于担心。而我的看法是:中国由于长期的国际收支不平衡而积累了大量外汇储备。外汇储备的功能已经不再仅仅是熨平汇率的波动。在更大程度上,外汇储备已经成为国民储蓄的一种形式,是国家掌握的一种战略资源。因而,外汇储备不应该大量用于单向、持续干预外汇市场。

中国的外汇储备有两个来源:经常项目顺差和资本项目顺差(按长期使用的旧定义)。在文献上,来自前者的被称为“挣来的外汇储备”(earned foreign exchange reserves),来自后者的被称为“借来的外汇储备”(borrowed foreign exchange reserves)。通过经常项目顺差积累的外汇储备可以视为过去三十年中国为迎接人口老龄化所做的储蓄(至于通过积累外汇储备这种形式进行储蓄是否是资源跨代配置的合理形式,我们已经做过多次讨论,这里置之不论)。而通过资本项目顺差所积累的外汇储备又可以分成两部分:长期资本(主要是FDI)顺差和热钱。长期资本流入所积累的外汇储备,作为中国的海外资产,其收益可以部分抵销中国对外负债(FDI)的利息负担(外国人在中国的投资收入)。这部分外汇储备的减少同样意味着中国海外资产或储蓄的减少,同样会对中国应对人口老龄化产生不利影响。热钱流出使投机者实现了套利平仓。投资者所得就是中国所失。如果人民币不贬值,投机者无法获利。如果人民币迅速贬值,投机者也难以实现套利平仓。而人民币缓慢贬值,则是为投机者创造了最为有利的平仓获利条件。

在汇率稳定时期,如果中央银行管理的外汇储备完全转移到国民手中,转移到主权基金或一般国民手中,变成其他形式的资产,外汇储备的减少可以称为“藏汇于民”。但中国过去两年8000亿美元之巨的外汇储备损耗,却难以“藏汇于民”一笔带过。企业套利平仓(carry-trade unwinding)导致的外储下降只是让少数利益集团获利,不能简单地把外汇储备减少说成“藏汇于民”。更何况其中的很多大企业是外国跨国公司。投机者卖空活动导致的外汇减少不

是“藏汇于民”。资本外逃更不能说是“藏汇于民”。即便上述活动的所有参与者都是中国居民，央行在人民币升值和贬值期间分别买入和卖出美元，实际上是全体国民代替某些部门和利益集团承担了本应该由它们承担的风险与损失，从而增加了在不同部门和社会集团之间收入分配的不均等化。

当然，中国的外汇储备过多。但是，既然已经积累巨额外汇储备，而且外汇储备已经成为中国国力的重要象征，我们就应该慎重使用这些外汇储备。增加战略物资的进口、根据“一带一路”战略逐步增加海外直接投资、积极参与国际和区域金融合作等都是使用外汇储备的有效方式。我们最不应该做的事情就是在干预外汇市场的过程中大量消耗外汇储备。我认为这是一种得不偿失的不明智政策。

学者之间存在不同看法是再正常不过的事情。谁也没有对真理的垄断。只有坚持百家争鸣、百花齐放，真理才能被发现、才能得到发展。尽管我和管涛的一些观点不尽相同，我依然愿意郑重向大家推荐管涛的新作——《汇率的本质》。



## 穿越汇率的拐点

何帆\*

管涛博士曾长期在国家外汇管理局工作，是汇率改革、外汇储备管理、人民币国际化等重大政策决策的亲历者。他理论功底深厚，一向被誉为学者型官员。如今，管涛博士已加盟中国金融四十人论坛，专职做学术研究。《汇率的本质》是他的新作，对中国的汇率政策、资本管制和金融对外开放等问题均有深刻独到的论述。

传统的经济学理论无助于我们准确把握汇率的本质，理论严重落后于现实。从汇率决定理论来看，经典的购买力平价论、利率平价论在解释汇率实际波动时都显得捉襟见肘。其中一个重要的原因是，全球联通的外汇市场时时刻刻都在交易，汇率受到各种瞬息万变的因素影响是一种典型的高频数据，而无

---

\* 中国人民大学重阳金融研究院首席经济学家。

论是物价水平抑或利率，都是变化迟缓的“慢变量”。用“慢变量”很难解释“快变量”。但一个建立在外汇市场微观决策和市场结构基础上的汇率理论仍付诸阙如。从汇率制度选择的理论来看，流行的理论曾经强调“两极论”，即要么选择绝对的浮动汇率制，要么选择绝对的固定汇率制，没有中间道路。但各国的实践表明，各种汇率制度互有不同，各有优劣。正如哈佛大学教授杰弗里·弗兰克尔（Jeffrey Frankel）所说的，没有任何一种汇率制度会适合所有国家及一个国家的所有时期。从开放条件下的宏观经济政策选择来看，经典的理论会谈及“三难选择”，即在货币政策自主性、汇率稳定和资本自由流动这三个目标之间，一国政府最多只能选择两个目标，而必须放弃第三个目标。但海伦·瑞（Hélène Rey）提出的金融周期理论则指出，只有在有资本管制的情况下才能保证货币政策的自主性。在金融全球化的背景下，“三难选择”面临着更为苛刻的约束。

中国的改革实践也今非昔比。改革开放以来，中国的汇率制度经历了数次重大的改革，比如1994年汇率制度并轨、1997~1998年东亚金融危机期间抵御外部投机并坚持人民币不贬值、2005年汇率形成机制改革、2014年人民币汇率波幅扩大、2015年“8·11”汇率改革等。管涛博士在这本书中对历次汇率政策调整均做了详尽的分析，读后受益匪浅。这些汇率改革并非都是完美的，政策决策始终是一种“遗憾的艺术”。所幸的是，中国经济每一次都能有惊无险地渡过难关。每一次改革中出现的缺憾，也都能成为下一次改革时可以借鉴的经验。

俱往矣。正如管涛博士所指出的，我们正在穿越汇率拐点。中国经济步入了新常态，人民币汇率也随之进入了新常态。

首先，人民币汇率已经大体处于均衡状态，但非基本面因素对汇率波动的影响更大。2005年刚开始汇率改革的时候，人民币汇率面临升值的单边预期。这种单边预期鼓励了更多的市场参与者买入人民币，进一步加剧了资本流入的压力。十年来，中国经济经历了巨大的转型，原来困扰中国的是经常账户和资本账户“双顺差”，如今，经常账户顺差已经大幅减少，中国也成为新生的对

外投资者，人民币对美元和对一篮子货币都有大幅度升值。尽管没有人能够准确找出均衡汇率，但我们可以比较有把握地讲，市场汇率和均衡汇率之间的差距已经不大。遗憾的是，市场上的一些临时因素、投机因素会对汇率波动造成更多的冲击。比如，2015年的汇率改革本来是朝着正确的方向迈出的一步，但由于市场对中国经济心存疑虑，人民币贬值压力突如其来。本来只是“茶杯里的风暴”，却掀起了全球市场的轩然大波。经此一役，人民币汇率改革理应越挫越勇。汇率应该进入双边波动的区间，因为灵活的汇率有助于缓冲外部风险，获得更多的货币政策自主性。在这一过程之中，则要时刻注意，我们已经陷入深水区，外汇市场存在预期的自我强化机制，很容易构成多重均衡，因此，有必要时刻保持警惕，善于引导市场预期。用管涛博士的话讲，适应双向波动是我们必须“过的坎”，加强市场沟通是我们必须“补的课”。

其次，其他经济体，尤其是发达经济体，会对中国经济带来溢出效应，与此同时，中国经济对其他经济体的溢出效应也日益突出。这一点在2015年汇率改革前后也能够体现出来。中国经济放缓，既会影响到初级产品市场，也会影响到其他的出口国，且能引起一波接一波的涟漪效应，这就是全球市场对中国经济倍加关注的根本原因。2016年以来，人民币汇率趋于平稳，除了中国经济回暖，央行加强市场干预和资本流动管理之外；美联储推迟加息，美元相对疲软，也是较好的外部因素。好的政策正好赶上好的运气。但是，好的运气并非总是等得来的，中国还应抓住机会加快改革。管涛博士谈道，“内圣外王”，最关键的是要把国内的事情做好。值得一提的是，在全球化的背景下，仅仅做好本国的事情是不够的，由于溢出和溢入效应，国际经济政策协调变得越来越重要。遗憾的是，爆发全球金融危机之后，国际经济政策协调遇到了极大的阻力。各国国内的贫富差距、增长乏力、债务包袱等问题层出不穷，社会不满情绪高涨，全球化遇到了退潮，国际经济政策协调能够得到的国内政治支持减弱。由于各国的利益不同、立场各异，采取的政策措施也不同，所以更难以协调一致。如何加强国家间的合作，是一个严峻的挑战。

最后，国际货币体系可能需要做出重大的调整。20世纪70年代建立的布

雷顿森林体系解体之后，国际货币体系进入了一个“无体制、有合作”的奇特时期。一些特殊的历史因素促成了这一格局：各国都经历了较快的经济增长，全球化吸引了更多的国家加入改革开放阵营，各国在经济增长的过程中更容易达成信任和合作；主要发达国家的货币政策框架都有了较大的调整，物价水平相对稳定，货币政策规则明朗，实现了“大温和”；发达国家对新兴市场有“善意的忽视”，持欢迎的态度，南北合作进入了难得的“蜜月期”。全球金融危机爆发之后，国际政治经济格局有了显著的改变，原有的国际货币体系日渐落伍。随着金融监管的加强、资本管制的回归，金融全球化的步伐相对放缓；随着新经济的兴起，实体经济正在寻找突破口，金融能否为实体经济和创新活动服务，是各国决胜的关键；层出不穷的社会矛盾，要求各国寻找更大的自主政策空间。展望未来，我们有可能会向着一种多元国际货币、汇率相对稳定、监管日益加强的新型国际货币体系转变。道阻且长，行则将至。

管涛博士在自序中谈到政策研究者应该如何如何在市场和政府之间寻找立足点，这是他精研多年的宝贵心得。中国并不缺少伟大的实践，但连算得上合格的理论都还非常欠缺。理论升华的前提是对现实的敏锐觉察，这恰恰是很多研究者的不足之处。从理论回到对实践的指导，需要研究者心怀更多的谦卑，因为政策决策的难度远超过抽象的理论，各种复杂的约束条件都要一一考虑进来。从现实升华到理论，再从理论落脚到现实，这是中国智库的新一代学者的使命。路漫漫其修远兮，我们还要继续上下而求索。

### 做“第三只眼”

时间如白驹过隙。距上次出版专著《中国先机》，转眼过去了六年多。其间，个人职业生涯曾经到达过新顶点：准确预言了2011~2012年主权债务危机冲击的开头与结尾，带领的团队因此获得第八届“人民满意的公务员集体”殊荣、一位同事因此荣获“五四青年奖章”；2014年底2015年初，再次成功预见当前资本流动冲击“故事”的开头；连续六次作为新闻发言人，参加了季度外汇收支数据新闻发布会……不久前，刚刚实现了个人身份的转变，自2015年7月起正式离职，加盟中国金融四十人论坛任高级研究员，全职做研究。以前认为，那份工作是我一辈子的事业，现在发现，研究才是我的全部，事业仍可以继续。

如果说自己的研究还有些特色的话，那就是比懂理论的人稍懂点政策、比懂政策的人稍懂点理论，比懂金融的人稍懂点统计，比懂统计的人稍懂点金融。有人开玩笑说，过去我是学者型官员，现在我是官员型学者。这或许正是我现在的状态，一只眼看政府、一只眼看市场，想成为政府与市场之间的“第

三只眼”。与政府和市场都保持一定距离后，很多问题可以看得更清楚、想得更透彻，立场也更加超脱、观点也更加平衡。

专职做研究以后，思考和创作的时间更多了。尤其是离职后不久，人民币汇率形成机制又进行了重大改革。中国金融四十人论坛建议我就汇率问题出一本专集，于是便有了这本书的构思和问世。这本书主要收集了2011年以来我的工作论文或少量工作报告，其中大部分是离职后创作的。现在汇集起来，有些数据和内容做了更新，也算是立此存照吧。这里，主要与大家分享二十多年来做研究与宣传工作的一些心得，介绍一下本书的主要内容与核心思想。

## 一、政策研究的“一四四”工作法

“一”就是“一个中心”，即围绕政府和社会关心的问题进行研究。不求系统全面、学术规范，坚持问题导向、观点鲜明。就一个热点或焦点问题，大家关心什么，我们就写什么，不关心的就不写或者少写；行文上，标题、领句就是核心观点，突出文章精髓，引导和便于读者阅读。

第一个“四”就是“四有”，即“有数据、有情况、有分析、有判断”。数据和情况是研究工作的立足之本。一方面，做研究不能只讲故事、讲个案，而必须要有扎实的数据支持，以支持总体判断；另一方面，做研究不能只有干巴巴的数据，还应该有鲜活的情况，以使得报告更加丰满。分析和判断则是研究工作的更高境界：不能满足于用数据解释数据，简单地图表文字化，这只是初级的研究、基础的工作；高质量的研究，应该在海量数据和信息加工的基础上，深入挖掘隐藏在数据背后的东西；考虑到读者不一定是专业人士，最好要带着问题来研究，讲清楚“是什么、为什么、做什么”，或是“怎么了、怎么看、怎么办”。

第二个“四”就是“四新”，即“新观点、新方法、新角度、新论据”。现在是信息大爆炸的时代，唯有新意多多的报告，才能令读者耳目一新，才能更有效地传播自己的观点。为此，要突出创新意识，创新点越多，研究报告的价

值就越大。同时，把研究当作创作，就会有新鲜感、挑战性，就会激发自己的研究热情，变消极工作为快乐工作，把研究当作一种享受。

## 二、市场和政府间的换位思考

首先，任何政策选择都有机会成本，即意味着选择这一政策，就放弃了其他政策选择带来的好处。所以，任何政策都不可能十全十美，让各方面都满意，任何政策都可能受到批评。

其次，对政策的利弊分析，不能以为自己就绝对正确，因为对方都可能拥有另一方不知道的信息，兼听则明。

再次，边际收益递减、边际成本上升。即使某个政策选择有副作用，但起初边际收益可能大于成本，不一定就是坏的选择。然而，利弊会动态发展演变的，对于政府来讲，也不能故步自封、墨守成规，而要跟踪评估、适时调整。

最后，建议者是不用承担后果的，而决策者做出任何选择都必须担起责任，二者面临的压力大不相同。况且，政府部门都不是孤立或者独立的，许多政策不可能仅从本部门考虑或者由本部门做主，市场需要体谅它们的难处。

只有多一些谅解和宽容，公共政策研究才可能会有理性的讨论，才会多一些建设性的意见和建议。

## 三、与媒体和市场打交道的“五要五不要”

所谓“五要五不要”，就是：要说知道的，不要说不知道的；要说该说的，不要说不该说的；要说能说的，不要说不能说的；要说真话，不要说假话；要说对话，不要说错话。

“要说知道的，不要说不知道的”，就是应该根据本部门职责发表意见，不要说其他部门的事情，或者说本部门决定不了的事情。

“要说该说的，不要说不该说的”，就是应该说符合自己身份的话，不要说不符合身份的话；要按照中央的部署，围绕本部门的中心工作发表言论，不要

背离中央精神和本部门工作。有些官员以为以个人身份发表看法，言辞有时就不太顾忌，这实际上经常会犯大忌。

“要说能说的，不要说不能说的”，就是要注意内外有别，不要知无不言、言无不尽。有些敏感事项或者数据被媒体意外曝光，给本部门甚至国家的工作带来不便，往往主要原因不在记者，而在于当事官员嘴没有把门。

“要说真话，不要说假话”，就是要注意自身市场信誉，哪怕不说，也不能用假话唬人。一旦市场发现你说过一次假话，那么，你可能要用很长时间才能挽回自己甚至是政府的市场信誉。

“要说对话，不要说错话”，就是要注意专业性，避免犯错误尤其是一些低级的错误，让市场看轻你。当然，这点很考验个人的业务能力。也许当事人以为自己是对的，但实际可能是错的。

为帮助大家更好体会这些要领，我在本书特别附上了参加六次新闻发布会和一次中国经济五十人论坛年会的发言文字实录作为参考。

#### 四、穿越汇市的拐点

本书共分七章，从基本概念和原理入手，涉及对国际收支数据的解读、对“8·11”新汇改的评价和预判、对金融业改革开放的前瞻，以及对资本流动冲击风险的监测预警等。

长期以来，我们习惯了国际收支“双顺差”、外汇储备持续大幅增加、人民币汇率单边升值的外汇“旧常态”。然而，随着中国经济步入新常态，不管我们愿不愿意、接不接受，我国外汇市场也进入了多重均衡状态，在给定贸易继续大额顺差、人民币延续高息货币的基本情况下，跨境资本既可能流入又可能流出，人民币汇率既可能升值也可能贬值，也正逐步成为我们必须适应的新常态，是我们必须穿越的从单边到双边市场的拐点。

外汇问题看似神秘，但“内圣外王”，所有外汇问题归根结底都是国内问题，解决之道都是要好自己的事情。



第一，人民币汇率和外汇储备都是国内经济运行的结果。从短期看，经济稳才能货币稳，为了稳定汇率而牺牲国内利益，是本末倒置；从中长期看，经济强支持货币强，只要对中国中长期经济前景有信心，面对短期市场波动就无须惊慌失措。解决外汇储备多和少的问题，也应该放在对外平衡服从对内平衡的角度统筹考虑，不能就外汇谈外汇。

第二，尽管近年来境外持有人民币资产的兴趣提高，但人民币资产终究是风险资产而非避险资产。外部冲击有可能触发国内资本外流。如果外部冲击与内部冲击叠加，则外因通过内因起作用，可能进一步加剧国内资本流出。如果基本面原因与贬值预期叠加，则资本外流压力可能更大。从这个意义上讲，资本流动冲击尽管不能准确预测，却是可以预警的。

第三，应对跨境资本流动冲击关键也在于练好内功。外因通过内因起作用。只要国内有一个有足够深度和广度的金融市场，以及一个灵活的利率和汇率价格体系，就能较好地吸收内部或外部的冲击。只要国内经济保持健康运行，最后跨境资本流动就会回归经济基本面。

第四，要用市场化的意识和方式应对市场状况。要尊重市场经济规律。规律只会迟到却不会缺席，违背规律迟早会付出代价。汇率浮动负责国际收支和外汇市场的价格调节，外汇干预和资本管制负责国际收支和外汇市场的数量出清，任何经济体都不可能违背。当前，我国外汇市场已经进入多重均衡状态，市场既可能向好的方向发展，也可能向坏的方向发展，必须在情景分析、压力测试的基础上，做好应对预案，有备无患。哪怕是对于一些小概率的坏的情形，也应该提前有所准备，避免事到临头、进退失措。

由于个人学识有限，驾驭宏大问题的水平和能力不足，谬误在所难免，欢迎大家批评指正。

管涛

2016年6月6日