

新金融评论

China Finance Review

2014年第3期（总第11期）

专题

大国汇率政策选择：超越汇率形成机制改革的深度思考

管涛

利率市场化于跨境资本流动和人民币汇率之影响

何东 王红林 陆尚勤

加快实现既定的人民币汇率形成机制改革目标

张斌

利率市场化改革与银行利差

高善文

国际金融

经济成长、汇率和房地产：国际比较及对中国的启示

钟伟 魏伟

改革实践

中国偿付能力监管改革

陈文辉

我国资本市场的对外开放战略

祁斌 高小真 查向阳 等

新型农业经营主体的概念特征和制度创新

宋洪远 赵海

金融实务

从网络经济学视角看互联网金融

孙明春

金融大数据的战略与实施

武剑

 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

新金融评论

China Finance Review

目录

中国金融开放、金融科技创新与金融稳定	100
金融科技、金融开放与金融稳定：中国经验	105 110 115 120
金融科技与金融开放：中国经验与启示	125
金融科技与金融开放：中国经验与启示	130

中国金融

中国金融开放、金融科技创新与金融稳定	100 105
--------------------	---------

中国金融

中国金融开放、金融科技创新与金融稳定	100
金融科技、金融开放与金融稳定：中国经验	105 110 115 120
金融科技与金融开放：中国经验与启示	125 130

中国金融

中国金融开放、金融科技创新与金融稳定	100
金融科技、金融开放与金融稳定：中国经验	105

新金融评论

China Finance Review

2014年第3期（总第11期）

 **上海新金融研究院**
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 **社会科学文献出版社**
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

新金融评论. 2014 年. 第 3 期: 总第 11 期/上海新金融研究院编.
—北京: 社会科学文献出版社, 2014. 6
ISBN 978-7-5097-6179-3

I. ①新… II. ①上… III. ①金融-文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 132695 号

新金融评论 2014 年第 3 期 (总第 11 期)

编 者 / 上海新金融研究院

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226

责任编辑 / 陈凤玲 于 飞

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

责任校对 / 王洪强

项目统筹 / 恽 薇

责任印制 / 岳 阳

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京鹏润伟业印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 11.25

版 次 / 2014 年 6 月第 1 版

字 数 / 160 千字

印 次 / 2014 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-6179-3

定 价 / 40.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

新金融评论

China Finance Review

顾问委员会主任：陈 元

顾 问：(按姓氏拼音排序)

方星海 胡怀邦 蒋超良 姜 洋 林毅夫 凌 涛 裴长洪 秦 晓
沈联涛 屠光绍 万建华 王 江 吴敬琏 吴晓灵 谢 平 易 纲
余永定 周 伟 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄海洲 李迅雷 连 平 廖 岷 马 骏 缪建民
阎庆民 袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：廉 薇 王 芳 熊 静 黄 涓 全淑琴 郭 峰

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物,致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果,强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国领先的非官方、非营利性的独立智库,专注于经济金融领域的政策研究,由40位40岁上下的金融精锐组成。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非营利性专业学术研究机构,与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7楼701室《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2014年第3期

总第11期

专 题

- (1) 大国汇率政策选择:超越汇率形成机制改革的深度思考 管 涛
- (14) 利率市场化于跨境资本流动和人民币汇率之影响
何 东 王红林 陆尚勤
- (34) 加快实现既定的人民币汇率形成机制改革目标 张 斌
- (47) 利率市场化改革与银行利差 高善文

国际金融

- (64) 经济成长、汇率和房地产:国际比较及对中国的启示
钟 伟 魏 伟

改革实践

- (79) 中国偿付能力监管改革 陈文辉
- (94) 我国资本市场的对外开放战略 祁 斌 高小真 查向阳等
- (122) 新型农业经营主体的概念特征和制度创新 宋洪远 赵 海

金融实务

- (140) 从网络经济学视角看互联网金融 孙明春
- (159) 金融大数据的战略与实施 武 剑

大国汇率政策选择： 超越汇率形成机制改革的深度思考*

◎ 管 涛

摘要：本文对我国下一步人民币汇率政策选择的理论和实践问题进行了深入探讨。文中建议，作为大型开放经济体，我国应该优先考虑对内平衡，将汇率政策作为次要政策，将其还原为政策工具，当作经济运行的结果而非目标。要处理好市场和政府的关系，摆正汇率政策的位置，相信却不能迷信市场。一方面，要发挥市场配置资源的决定性作用，加快外汇市场的发展和双向资本账户的开放，进一步完善人民币汇率市场化的形成机制；另一方面，要加快建立健全逆周期调节的宏观审慎框架下的外债和资本流动管理体系，不断提高透明度，减少信息不对称，提高市场有效性。

关键词：大国经济 汇率政策 市场化汇率形成机制 均衡 失调 超调

作者管涛系国家外汇管理局国际收支司司长。

* 本文仅为个人看法，不代表作者所在机构和单位的意见。文责自负。

自从1994年年初汇率并轨以来，我国确定实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。此后，我国按照让市场在汇率形成中发挥越来越大作用的既定改革方向，坚持主动、渐进、可控的原则，逐步扩大人民币汇率浮动区间，增加人民币汇率双向波动的弹性，并自2014年3月17日起，将银行间即期外汇市场人民币对美元交易价日浮动区间，由中间价的上下1%扩大到上下2%。这是贯彻落实党的十八届三中全会精神、发挥市场在资源配置中起决定性作用的重大举措，也是完善我国金融市场体系、构建开放型经济新体制的重要内容。然而，改革未有尽时。在继续深化汇率形成机制改革的过程中，还有若干理论和实践问题需要进一步深入思考。

一、对内平衡优先的大国策略

汇率政策是大国次要的经济政策。开放经济宏观调控的四大目标，既有经济增长、增加就业、物价稳定等对内平衡目标，又有国际收支平衡的对外平衡目标。当经济对内与对外平衡目标同时达成时，我们就说该经济体达到了均衡状态。然而，经济内外同时平衡是相对的，内外平衡的目标出现冲突却是绝对的。当两者冲突时，大国通常优先考虑对内平衡目标，也就是使国际收支平衡的目标让位于增长、就业和通货膨胀目标。因此，大国对汇率政策一般采取善意忽视（Benign Ignore）的态度，把汇率水平变化当作结果而非目标。在现实世界里，采取固定汇率安排的通常是小型开放经济体（也称“小国经济”），大型开放经济体（也称“大国经济”）却鲜有这样做的。欧洲是一个非常有趣的货币实验场地：欧盟成员作为小型开放经济体，先是在欧洲经货联盟框架下实行联合浮动汇率安排，继而选择了永久的、不可撤销的固定汇率安排，引入了欧元这一超主权货币；但尽管欧元区是世界第二大开放经济体，欧元对其他货币的汇率却是浮动的，欧洲央行的主要职责不是稳定欧元汇率，而是稳定欧元区物价水平。从这个意义上讲，欧元的诞生更多的是反映了货币政策向欧洲央行集中让渡的过程，而非简单地等同于引入固定汇率安排，因为区内主权货币都已

经不存在了,何来货币之间的比价关系?将欧元区归入实行固定汇率安排的地区有些似是而非。

无须把美国的危机应对想复杂了。一样的危机,会有不一样的应对。在20世纪末的亚洲金融危机期间,遭受危机的新兴市场为阻止本国外汇储备流失和本币汇率贬值,均采取了紧缩性财政和货币政策的措施。结果,国际收支危机演变为全面的经济和金融危机,国际货币基金组织开出的危机处方饱受诟病。自2008年全球金融危机以来,美国实施了量化宽松货币政策(QE),这引起了关于“货币战争”的争议。但实际上,美国推出QE的首要考虑是满足本国防止通货紧缩、刺激经济增长、稳定金融市场的需要,至于全球美元流动性增加导致的美元汇率波动则是其副产品。正是基于“美国好、世界就好”的逻辑,美联储推出QE时明确表示不会顾及这一措施对其他经济体的溢出影响。基于类似的理由,日本实施“安倍经济学”,启动“质化量化宽松货币政策”操作导致了日元汇率的大幅贬值,而这也得到了主要发达经济体的理解和认可,而没有被指责为进行货币竞争性贬值。不可否认,自2008年全球金融危机以来,美、日、欧等主要发达经济体纷纷实施QE,造成全球出现了“松货币、低利率”的现象,确实令新兴市场承受了脱离本国基本面的资本流动冲击的压力,使新兴市场被反复地“剪羊毛”。这是由大国与小国在经济全球化中的不平等地位决定的,也反映了现行基于主权信用的国际货币体系的非公平性、非合理性。然而,任何政策选择均有机会成本,目前看来,还没有找到可付诸实施的替代方案。

不要把国际政策协调想得太理想。汇率是一种货币相对另一种货币的比价关系,因此,汇率政策天然具有外部性。汇率政策成为战后国际经济政策协调的重要内容,如布雷顿森林会议确立的全球性固定汇率安排,广场协议和卢浮宫协议确定的美元与日元、德国马克之间的汇率调整安排等。主要货币之间汇率大起大落被认为是造成国际金融动荡的重要原因。国际货币体系改革的一个重要提议,就是要在主要货币之间建立有管理的浮动汇率安排。然而,对此倡议,应者寥寥。究其原因,就是因为相关大国不可能为尽国际

义务而放弃本国的对内平衡目标。可见，构建国际金融新秩序，不能仅从道义高度提出应该做什么，而应该寻找平衡各国利益诉求的最大公约数，考虑能够做什么，否则就只能是“海市蜃楼”。在本轮危机初期，各国之所以能够迅速采取一致的经济刺激行动，就是因为世界经济衰退已经成为全球性的头号威胁，稳定经济、稳定金融成为各国的共识。而现在新兴市场与发达国家之间以及发达国家内部的经济走势却不断分化，因此相应地国际政策协调难度也就大大增加。

二、汇率应作为工具而非目标

汇率稳定其实是货币幻觉。新兴市场有由本币不可兑换造成的国际清偿能力约束以及由本土金融市场发展滞后导致的对外大量举债等“原罪”（Original Sins）。因此，新兴市场普遍存在汇率的“浮动恐惧”（Fear of Floating）：既担心汇率升值影响出口创汇，又害怕本币贬值增加对外偿债负担，于是倾向于对汇率波动尤其是双边汇率波动进行管理。然而，由于主要货币之间的汇率是自由浮动的，中国政府只能稳定本币对某种货币的双边汇率，却难以稳定本币对多种货币的多边汇率，而多边汇率（有效汇率）才是影响出口竞争力的主要因素。当名义汇率调整不充分时，这又会通过金融和贸易渠道影响国内通货膨胀水平和资产价格走势，进而引起实际汇率的调整。也就是说，中国政府能够稳定名义汇率却不能稳定实际汇率。另外，为维护名义汇率稳定，中国政府还可能加强资本管制，这也会增加市场交易成本，相当于本币变相对外升（贬）值。但与市场形成的汇率升（贬）值相比，这种变相的升（贬）值只会单方面增加外汇流入（出）的成本，却不会降低外汇流出（入）的成本。

稳汇率会加大利率调控难度。在全球经济日益一体化的今天，不管大国还是小国，不论愿意还是不愿意，都不同程度地被卷入金融全球化之中。随着资本流动性的增加，“不可能的三角”（Impossible Trinity），也称“三元悖论”（Trilemma），或许只剩下了“独立的货币政策”与“稳定的汇率”两个

选项。利率和汇率是市场经济条件下宏观调控的两个重要价格杠杆。如果选择汇率稳定,则势必会束缚利率政策的手脚。结果,汇率对外部平衡、利率对内部平衡的调节作用会全部缺失,造成一系列市场扭曲问题。日本陷入长期经济停滞,很大程度上就与1985年广场协议后,为阻止日元过度升值而实施低利率政策引发的资产泡沫有关。泡沫破灭后,日本银行业出现倒闭风潮,日本陷入长期的通货紧缩、流动性陷阱和资产负债表衰退之中,经济从此一蹶不振。在该次危机中,中国香港地区因为实行联系汇率制度,绑定了港币与美元之间的利率联系,造成了输入型的流动性过剩,助推了当地资产价格膨胀。在危机中,我国为稳定人民币对美元汇率,放弃了对人民币利率的调整,也曾经付出了一段时期实际利率为负的代价,被认为是造成国内过度投资和储蓄、经济出现结构性失衡的重要原因。

稳汇率与稳物价难以兼得。根据一般理解,中央银行货币政策目标中的“保持币值稳定”,是指对内稳定物价、对外稳定汇率。然而,这可能是央行难以完成的任务。如前所述,在名义汇率与实际汇率稳定不可兼得的情况下,货币“对外升值、对内贬值”并非咄咄怪事。伴随着汇率升值压力的国内原材料价格上涨以及用工用地成本上升等,最后一样会损害本国出口竞争力和外商投资环境。2005年汇改以来,外商投资企业和加工贸易方式在我国外贸进出口中的占比均回落了约20个百分点。事实上,即便美国、日本、欧元区等主要发达经济体的央行,其货币政策的币值稳定目标也只是指向物价稳定,而不负责汇率稳定。相反,当国内面临通货膨胀压力时,本币汇率升值被视为反通货膨胀的政策工具。

三、客观评价汇率政策的作用

(一) 汇率调节与国际收支平衡

汇率是市场化国际收支调节体制机制的重要价格工具,其作用不可或缺,但也不能过分夸大。首先,自主性的国际收支平衡格局,必然产生经常项目顺差、资本项目逆差,或者经常项目逆差、资本项目顺差的镜像关系,

因此跨境资本流动的双向开放至关重要。自20世纪90年代中期以来,除1998和2012年外,我国持续的国际收支“双顺差”,在一定程度上就反映了在经常项目出现顺差而资本流动管理延续“宽进严出”政策的背景下,由资本流出渠道不畅导致的国际收支数量调节机制缺失。其次,对外经济失衡是对内经济失衡的反映,促进国际收支平衡必须从恢复对内经济平衡入手,汇率并不能起决定性作用。日本和德国在经历战后本币大幅升值后,依然维持经常项目收支盈余,就与其高储蓄的经济结构性特征密切相关。美国长期的低储蓄、高消费才是其高财政赤字、高贸易赤字的经济根源,因此美元贬值政策是治标不治本。

自汇率并轨以来,人民币双边和多边汇率的大幅升值,也没有消除中国的贸易盈余和经常项目顺差。但自此次危机以来,中国加快经济发展方式转变,“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”,这却令经常项目顺差占GDP的比例自2008年起逐步回落,2013年降至2%,远低于国际认可的合理标准,中国经济再平衡取得了举世公认的成就。再次,促进国际收支平衡的政策措施,必须服从于对内平衡目标,不能就外汇谈外汇。中国早已明确指出,国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为贸易顺差过大、外汇储备增长过快,并提出必须把促进国际收支基本平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。然而,近年来我国外汇储备增长依然居高不下。从国际收支的角度看,增加人民币汇率弹性(甚至明确让人民币汇率加速升值)、拓宽资本流出渠道等都已显得迫在眉睫。在外部需求疲软、全球金融动荡、国内经济结构调整的情况下,只要外汇储备积累不造成现实的通货膨胀压力和资产泡沫,那么国际收支平衡这一目标与国内增长和就业等事关全局稳定的燃眉之急比较起来,也就只能“退避三舍”了。

(二) 汇率浮动与货币政策独立

开放经济的“三元悖论”告诉我们,在资本流动性越来越高的情况下,只有不断提高汇率的灵活性,才能更好地确保货币政策的自主性。从国际上货币危机的教训看,资本账户开放与僵化的汇率安排是最坏的政策组合,容

易招致货币攻击,引起货币危机和银行危机并发的双重危机(Twin Crises)。然而,实行汇率浮动以后,也不意味着一国可以自由地制定利率政策。由于资本流动性增加,市场主体在本外币、境内外资产间的选择更加自由,由此产生的货币替代效应会影响货币政策的效果,即便发达国家也不能例外。如在美联储QE不断加码的情况下,美元作为息差交易(Carry Trade)的目标货币,从美国私人部门大举流向海外,被兑换成高收益货币资产,造成了美国刺激性货币政策的一个极大漏损。好在现行国际货币体系是美元本位,美元居于国际货币体系的中心,新兴市场为阻止本币汇率升值而干预外汇市场,又以运用外汇储备的方式购买美国国债,从而使美元回流到美国,压低了美国利率,才迂回地保证了QE的效果。而日本实施QE却造成了国内资金加速外流,使实体经济进一步失血,而这也成为人们诟病“安倍经济学”的一个重要依据。新兴市场作为国际货币体系的外围,是国际金融市场的价格接受者,其处境就更加不幸了。在2008年全球金融危机期间,尽管亚洲金融危机后汇率弹性的普遍增加为一些新兴市场如印度、巴西等赢得了根据本国经济情形独立加息的机会,但本外币利差的扩大进一步推动了本币汇率升值,酿成了汇率高估的恶果。于是,2013年年中,美联储QE退出预期一出,一些新兴经济体就首当其冲,出现了资本外流、外汇储备下降和本币汇率贬值等问题。近年来,国际资本流动剧烈波动的破坏性影响引发了国际社会对资本账户开放的重新认识。国际货币基金组织明确表示,支持对跨境资本流动采取宏观审慎甚至资本管制措施,建议资本账户开放应该采取谨慎态度。2013年,欧盟还通过了在部分成员国引入金融交易税的法案,以抑制无序的货币交易行为。

(三) 汇率波动与套利资本流动

僵化的汇率安排,是一种隐性的汇率担保,会刺激不做风险对冲的对外过度借贷行为,从而埋下金融风险的隐患。1997年7月,泰国引爆东南亚货币危机,就与其在实行钉住汇率时期,境内企业大量对外借贷且主要是从事短期借贷有关。而就在不久前,因为汇率波动率极低,人民币也一度是新兴

市场中最佳的息差交易货币。有机构估计，2014年年初，境外人民币可赎回远期交易（简称TRF）的市场规模达到1500亿~3500亿美元。这种人民币结构性产品，就是赌人民币汇率会延续单边升值和低波动率的走势。然而，自2014年2月中旬以来，尤其是自2014年3月17日人民币汇率扩大浮动区间以来，人民币汇率双向浮动趋势日益明显，较好地起到了分化汇率预期、抑制过度投机、平衡外汇供求的作用。按照国际常用指标测算，2013年人民币的息差交易夏普比率（Sharpe Ratio）为6.68%，2014年2月19日至4月25日为-4.47%，人民币已经沦为新兴市场中较差的息差交易货币了。但是，汇率浮动也不能完全消除息差交易。例如，澳元虽然是在布雷顿森林崩溃前就已经实现汇率自由浮动的货币之一，但在2008年全球金融危机中，因为其收益率较高、币值比较坚挺，也曾经成为一个重要的息差交易货币。对此，我们必须有清醒的思想认识和充分的心理准备。

（四）汇率浮动与均衡汇率的形成。

汇率长期僵化，容易导致汇率偏离反映经济基本面的均衡汇率，出现高估或者低估形式的汇率失调。让市场在汇率形成中发挥决定性作用，使央行基本上淡出对外汇市场的常态干预，允许市场通过试错的方式寻找均衡汇率，有利于防止出现汇率失调。

但市场并非万能的。尤其在金融全球化程度日益加深的今天，资本流动越来越成为影响汇率走势的重要因素，这就使汇率脱离了商品属性，而更多地具有资产价格属性，心理预期、价格重估等非流量、非交易因素对汇率的影响加大。浮动汇率安排的痼疾之一，就是容易出现偏离经济基本面的汇率超调。

例如，美元实行汇率自由浮动，全球市场上的美元供求是基本平衡的，但美元汇率仍然有升有跌。其升值肯定不能简单用资本流入来解释，贬值也一定不能简单地用贸易赤字来诠释，因为美国的国际收支平衡格局本身就是经常项目逆差与资本项目顺差的组合。在每个时点上，美元对主要货币的汇率都是市场出清产生的短期均衡汇率。但短期均衡并不意味着长期也是均

衡,短期汇率的资产价格属性往往会导致汇率失调。20世纪80年代上半期,在高利率、高汇率“双高”背景下的美元泡沫就是前车之鉴^①,该次美元泡沫是在布雷顿森林体系崩溃后发达国家首次对国际汇率政策进行协调(即“广场协议”)的主要诱因。而且,(中长期的)均衡汇率是一个理论概念,容易定性却难以定量。不同的理论模型,可能推演出不同的量化结果,莫衷一是,从而可能使决策者无所适从。因此,对很多汇率失调的现象只能事后观察,事前却难以确认^②。

对发达经济体来说,其市场机制健全,管理汇率波动风险的能力相对较强,对汇率浮动乃至超调的容忍度和承受力也相对较高。而对新兴市场来说,其市场机制不健全,则汇率超调造成的汇率过度波动乃至失调,就可能会带来灾难性的后果。在2008年全球金融危机中,新兴市场被“剪羊毛”就是殷鉴不远。从理论上讲,均衡汇率是指经济对内对外同时达到平衡时对应的汇率水平。然而,话好说,事儿难办。如果经济对内对外平衡状况指向一致,那么这比较好判断汇率高估还是低估;但如果两者指向相悖,就难以简单做出明确的判断了。中国现在的情况就是:从国际收支、外汇储备变动等对外指标看,人民币汇率似乎仍然需要升值;但在经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期”叠加的背景下,从国内产能过剩、经济下行等对内指标看,人民币汇率则又似乎需要贬值。在推进人民币汇率形成机制改革和评估人民币汇率政策时,我们对此不可不察。

四、深化汇率改革的政策组合

增加汇率弹性与外汇市场发展。自2005年汇改以来,为配合人民币汇率

① 这正是当时美联储主席沃尔克用高利率政策反通货膨胀,帮助美国经济走出滞胀泥潭的副产品。1985年9月的广场协议,就是专门协调西方五国的汇率政策调整。

② 正如在关于是否应将金融稳定纳入央行货币政策目标的争议中,反对者所指出的那样,泡沫通常只能事后评判。央行不一定比市场更聪明,有能力更早地判断出资产价格是否已经出现泡沫。

弹性的逐步增强，我国开始大力发展外汇市场。目前，境内外汇市场除即期交易外，还有远期、外汇掉期、货币掉期和外汇期权等基础的人民币外汇衍生品交易。同时，境内人民币外汇衍生品市场发展一直围绕“服务实体经济，坚持产品创新与银行风险管理水平和企业风险承受能力相适应”的原则，在客户端对各类衍生品交易实行比较严格的实需管理，这有利于企业根据实际对外贸易和投融资情况进行套期保值，提前锁定汇率风险，集中精力做好主业。然而，由于过分强调实需管理，在货物贸易和直接投资等与实体经济有关的涉外经济活动造成持续较大顺差的情况下，基于客盘买卖需求发起的交易容易形成单边市场，不利于增加市场流动性，不利于市场价格发现和风险规避，也不利于央行汇率政策的操作。而境外市场在没有实际需求的情况下，前些年尽管也有对人民币汇率单边升值的预期，但不同风险偏好的交易者基于对未来人民币汇率走势（如升值幅度）的不同判断，仍然能够形成一个自我出清的市场。由于境外市场相对境内市场的管制较松，现在离岸市场的人民币外汇衍生品交易量已远远超过在岸市场，对人民币外汇衍生品的定价权形成挑战。周小川行长在十八届三中全会的辅导报告中明确提出，要根据国内外汇市场发育状况和经济金融形势，有序扩大人民币汇率浮动区间。而在央行逐渐淡出对外汇市场的常态干预的同时，进一步丰富外汇市场交易产品，增加交易主体，放宽交易限制，拓展外汇市场的深度和广度，是我们必须完成的家庭作业。

扩大汇率浮动与资本账户开放。如前所述，当前我国国际收支经常项目与资本项目持续出现“双顺差”、外汇储备增长居高不下的主要原因之一，就是在“宽进严出”的资本项目管理体制下，民间资本流出对经常项目顺差的冲抵作用缺失。而资本项目持续顺差，尤其是近年来超过经常项目顺差成为外汇储备增长的主要来源，有可能正在酝酿着人民币汇率超调的风险。要让市场在汇率形成上发挥越来越大的作用，首先，有必要通过解除资本管制，特别是对资本流出的管制，让市场供求得到更加充分的反映。否则，外汇供求关系的扭曲，必然会造成汇率价格信号的扭曲。然后，要继续坚持改进汇率调控，发展外汇市场，理顺外汇供求“三位一体”的思路，既积极又稳妥

地推进人民币汇率形成市场化的改革。双向资本账户开放既不能超前汇率市场化太多,但也不能落后太远,两者应统筹兼顾、整体推进。

五、中国明天的汇率政策畅想

首先,要明确中国的经济定位。因为中国的经济金融体量大、对外贸易投资规模大,所以中国应该被定位为大型开放经济体。当然,由于贸易大而不强、金融开放相对滞后,中国还远没有成为国际商品和金融市场价格决定者。即便如此,体量大也意味着中国经济的回旋余地大、抵御外部冲击的承受力强,我们在涉外经济政策和对外部门开放方面的选择应该有别于小型开放经济体。作为大国经济,应该对内平衡优先,对外平衡应该服从于对内平衡目标。维护币值稳定,关键是把自己的事情做好。强势的经济自然造就强势的货币。

其次要摆正汇率政策的位置。历史上,人民币汇率政策在我国经济体制改革和宏观调控中一直扮演着非常重要的角色。它是发挥市场调节作用、减少政府行政干预,推进外贸外汇体制改革的重要推手;是消除计划经济时期的汇率高估,实施出口导向型经济发展战略的重要政策;是通过维护双边汇率稳定,引入货币锚,反通货膨胀的重要工具;还是通过增加人民币汇率弹性,纠正汇率失调,促进国际收支基本平衡的重要调节手段。总之,现阶段人民币汇率政策可谓万众瞩目,重要性无以复加。但是,将来完成人民币汇率市场化改革后,汇率政策要还原其本来面目,不是目标,而是工具和结果。在央行淡出对外汇市场的常态干预的同时,汇率政策应该逐渐淡出政府议事日程,被善意地忽视。汇率政策应该逐渐成为金融外交的重要议题,而非国内政策议题。同时,将来汇率涨跌也应该逐渐变成只是市场去关心的金融变量。汇率是否均衡,你说了不算,我说了不算,唯有市场说了算。我们应该有这份自信!

最后要认清汇率政策的作用。汇率政策是宏观调控的重要工具,却不能包治百病,甚至不能起到决定性作用。资本天然逐利的、顺周期的。经济