



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

汇率的博弈

人民币与大国崛起

管 涛
马 昀 夏座蓉 等著

张晓慧 中国人民银行行长助理

实现人民币汇率清洁浮动是我国汇率形成机制改革的既定方向，但究竟如何平稳有序地从有管理浮动的此岸走向自由浮动的彼岸，是一篇亟待破题的大文章。从这个意义上说，管涛团队的新书是一次极好的尝试。本书对我国经济体量和国际影响进行了新的评估定位，全面梳理阐述了我国汇率制度的历史演进和当下的资本流动形势，客观分析了汇率制度选择“角点解”和“中间解”的利弊，对汇率改革需要配套的相关措施提出了中肯建议，是一部颇见学术功力又极具现实意义的专著。

黄益平 北京大学国家发展研究院副院长

从1994年汇率并轨开始，汇率体制选择一直是中国经济决策的一个热点和难点问题，二十几年来几经翻覆。2015年，市场化导向的汇率中间价决定机制改革意外地将这个问题再次推到政策争议的中心。走向自由浮动、回归盯住美元还是坚持以一篮子货币为参照的有管理的浮动？今天面对的似乎还是同一个问题，但决策的内外环境和选择空间已经发生了根本性的改变。管涛团队的最新力作《汇率的博弈：人民币与大国崛起》基于多年在体制内实操的经验和学术研究的积累，对中国下一步汇率政策选择问题进行了独到分析，并提出了富有远见的政策建议，是一部难得一见的政策分析论著。

黄海洲 中国国际金融股份有限公司董事总经理

汇率制度是一国非常重要的金融制度安排，对崛起中的大国尤为重要。2008年全球金融危机开启了全球货币体系的重新思考，同时人民币国际化和中国进一步深化改革的进程也呼唤研究和改进人民币汇率制度。本书是管涛牵头的中国金融四十人论坛重点课题的智慧结晶，既有关于大国汇率制度选择的重要学术分析和跨国比较，也有不少具有现实意义和可操作性的政策建议，是不可多得的关于汇率制度选择的力作。

码上相逢



改变世界，
从认识世界开始

ISBN 978-7-5086-8197-9



9 787508 681979 >

定价：58.00元



灰犀牛

汇率的博弈

人民币与大国崛起

管涛
马昀
夏座蓉
等著



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。



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中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台，专注于经济金融领域的政策研究与交流。论坛正式成员由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。论坛致力于以前瞻视野和探索精神，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60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。

序言

破题人民币汇率走向清洁浮动

《汇率的博弈》一书的作者管涛，是我多年的同事和朋友，他长期从事外汇管理政策的研究和制定，在人民币汇率和国际收支领域有着很深的造诣。他在 2015 年离开政府部门加入中国金融四十人论坛（CF40），成为 CF40 智库的专职高级研究员。虽然工作岗位变了，但我知道他醉心于政策研究、报效国家的情怀并没有变。中国的宏观经济、货币政策尤其是汇率政策仍然是他的主要研究方向。这次他出版的新作《汇率的博弈》，对我国经济体量和国际影响进行了新的评估定位，明确提出了大型开放经济体在汇率政策选择上必须充分考虑国情，只有优先考虑货币政策的独立性，方可牢牢把握汇率选择的主动权；全面梳理阐述了我国汇率制度的历史演进和当下的资本流动形势，指出现在重新思考人民币汇率政策正当其时，不要浪费了汇率稳定为改革争取和创造的

调整时间；客观分析了汇率制度选择“角点解”和“中间解”的利弊，强调汇率选择并无一劳永逸的最优解，因为没有一种汇率制度适合所有国家以及一个国家的所有时期，成功的汇率转型不仅需要谋定而后动，更需要“功夫在诗外”的全方位努力，并由此对汇率改革需要配套的相关措施提出了中肯建议。毋庸讳言，这是一部颇见学术功力又极具现实意义的著作。作者在书中讨论了很多发人深省的问题，虽不能一一跟进，但我也想借此机会谈点个人看法。

的确，作为正在崛起的发展中大国，一个更加灵活和更富弹性的汇率更有利于保持货币政策的独立性，也更有利于在资本项目可兑换和人民币国际化方面采取更为进取的策略。因此，从有管理浮动逐步转向清洁浮动应是我国较为现实可行、也是大势所趋的汇率选择。从国际上看，目前仍然将法定货币盯住其他单一货币或一篮子货币的主要为小型开放经济体（如中国香港和新加坡），它们将稳定汇率作为货币政策重要目标，主动放弃政策独立性，但主要发达经济体绝大多数采用自由浮动汇率制度，汇率水平由外汇市场供求决定；在金砖国家中，俄罗斯、巴西、印度和南非也都实行“浮动类”汇率制度。而我国现阶段因受多种因素影响，一方面金融市场深化程度不足，国际金融一体化程度不足，另一方面金融市场化改革尚未到位，经济体制不完善，对外贸易投资发展仍需要提供稳定的汇率锚作支撑，故人民币汇率仍参考一篮子货币，汇率浮动也仍进行一定管理。这固然有助于减轻汇率超调对实体经济的冲击，但汇率双向浮动作为宏观经济“自动稳定器”的作用显然发挥不畅，一定程度上制约了货币政策自主性。

梳理 2014 年以来我国资本跨境流动的变化不难发现，资本流

出压力在近两年多之所以有所增加，一定程度上也与汇率灵活性不够、市场主体对经济和资产保值的信心不足有关。从长期看，人民币汇率主要取决于经济基本面，我国经济是健康的，人民币汇率并不存在持续贬值的基础。但由于当前人民币汇率并未趋向均衡，因而不可避免地面临资本管制和维护市场信心的双重挑战。从影响市场预期的其他几大因素来看，投机力量显然更关注中国经济的阶段性下行压力，从而借机炒作人民币汇率贬值预期；涉及实业投资的企业海外投资也在一定程度上加大了资本流出的压力；主要经济体货币政策的大放大收更是导致国际资本跨境大幅流动。不一致或混乱的市场预期加剧了人民币汇率的波动，也使我们不得不面临两种选择：要么继续通过干预和管制来稳定汇率，要么允许市场反映供求的变化。从人民币汇率改革的方向看，无疑应当是逐步退出常态式干预，走出浮动难的困境，形成以市场供求为基础、双向波动、有弹性的汇率运行机制，逐步过渡到清洁浮动，使人民币汇率政策主要承担起提高货币政策自主性、发挥国际收支自动调节机制的作用。何况随着我国进出口规模不断增加，以及海内外资金往来越来越频繁，经常项目和资本项目之间很难严格区分，资本项目管制的效果不断递减，难度有所上升。资本管制不仅无法有效解决汇率失衡的问题，还容易授人以柄，如美国就不时指责我国操纵人民币汇率，威胁对我国征收高额关税等惩罚性措施，并将之与贸易、国企改革、产能过剩等问题挂钩。此外，汇率市场化程度不高，管制减少的程度不够，金融市场开放程度自然也难以提高，导致我国目前仍处在市场开放和发展的起步阶段，无法更好地发挥汇率自动平衡国际收支的稳定器作用，来缓解资本流动压力，平衡跨境资本流动。

当前我国经济发展进入新常态，比较优势正在发生动态转移，

企业“走出去”步伐加快，对金融支持体系的深度和广度提出了更高要求，继续坚定不移地推进人民币汇率形成机制市场化改革已是大势所趋。一方面要逐步减少外汇市场干预，增强人民币汇率弹性，提高对人民币汇率波动的容忍度，允许市场汇率在浮动区间内双向波动，以更加充分地反映市场供求和国际汇市变化，让市场在汇率形成机制中发挥更大作用；另一方面，要充分利用人民币加入特别提款权货币篮子的有利时机，夯实人民币储备货币地位，提高人民币“可自由使用”程度。不断完善与储备货币发行国地位相适应的宏观政策框架，提高宏观调控能力，使之更加市场化、更加灵活、政策透明度更高、政策沟通更有效，巩固国际社会对人民币的信心，降低由信心引发资本外流的概率。

最后我想说的是，如作者所言，实现人民币汇率清洁浮动是我国汇率形成机制改革的既定方向，但究竟如何平稳有序地从有管理浮动的此岸走向自由浮动的彼岸，是一篇亟待破题的大文章。从这个意义上说，本书是一次极好的尝试。衷心希望看到更多的后来者。

张晓慧

中国人民银行行长助理

于2017年8月8日

前言

后“8·11”时代的大国汇率选择

1994年汇率并轨以来，我国确立了以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。此后，按照主动、渐进、可控的原则不断完善人民币汇率形成机制。应该说，过去二十多年的汇率机制改革总体来说是成功的，央行积累了丰富的调控经验，并形成了良好的市场声誉，人民币汇率形成的市场化程度逐步提高。2015年“8·11”汇改，优化人民币汇率中间价报价机制，这是人民币汇率市场化改革的关键一步。但由于内外部经济环境不利、境内外市场情绪波动幅度较大，汇率市场化改革目标暂时让位于汇率稳定。当然，这绝不意味着改革的目标发生了改变，人民币汇率清洁浮动仍然是我国汇率形成机制改革的既定方向。只是如何平稳有序地从有管理浮动的此岸走向自由浮动的彼岸，亟待破题。

2015年9月，中国金融四十人论坛学术委员会批准了由我牵头

负责的“后“8·11”时代的大国汇率选择”课题研究计划。近两年来，研究汇率尤其是人民币汇率问题的文献汗牛充栋。如何使我们的研究既有学术理论价值，经得起历史的检验，又有现实可操作性，具有政策参考价值，是我领衔这项研究面临的最大挑战。作为课题组牵头人，我见证了这项研究如何从一个概念逐渐变为现实，数易其稿，其中的曲折与反复让我们越挫越勇。摆在读者面前的是我们对“8·11”汇改后人民币汇率形成机制改革的思考。就如同是初为父母的心情，我们迫切期盼着读者能与我们分享如下研究心得。

（一）汇率是当前中国最为重要的金融安排

这一点无论如何强调都不为过。尽管任何汇率选择（包括汇率制度和汇率政策）都有利有弊，没有一种汇率选择适合所有国家或者一个国家的任何时期。但是，长期以来，经济学理论告诉我们，对于大国而言，货币政策独立性是理所当然的优先目标，汇率制度选择都必须围绕这个战略进行安排。对于中国这样高度开放的大国经济体，即使我国拥有3万多亿美元的外汇储备，拥有经常项目顺差等较为良好的经济基本面，但我们同样也承受不起汇率制度选择的错误。在经历了1998—2000年亚洲金融危机冲击后，我国再次到了汇率制度选择的时候。

（二）汇率选择没有一劳永逸的最优解

经济学的基本规律就是“两害相权取其轻，两利相权取其重”。汇率选择也不例外。从理论上讲，固定汇率制度和浮动汇率制度各有优劣，关键是要综合考虑经济规模、发展状况、内外环境和政策

目标等因素。同时，汇率选择虽然重要，但不能替代结构性改革和调整。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。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。当然，如果在改革的同时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。

（三）汇率选择必须充分考虑中国国情

从一般的经济和金融发展规律来看，大国倾向于选择浮动汇率制度和灵活的汇率政策。但是，中国的国情决定了中国汇率选择的复杂性。一方面，中国是正在崛起的经济大国，而大国政策选择要优先考虑货币政策的独立性，要在资本项目可兑换和货币国际化方面采取更为进取的策略，这就意味着，选择清洁浮动乃至自由浮动应该是我国汇率选择的必然结果。另一方面，目前我国本质上还是发展中国家、转型经济体——金融市场深化程度不足，国际金融一体化程度不足，尤其是金融市场化改革尚未到位，经济机制也不完善，强调既要发挥市场决定性作用，又要更好发挥政府的作用，对外贸易投资发展需要提供稳定的汇率锚作支撑，对汇率浮动进行一定管理，有助于减轻汇率超调对实体经济的冲击，降低经济改革和挑战不确定性的风险。

（四）现在是重新思考人民币汇率政策的时候

有管理浮动是人民币汇率的现实选择。前期，它避免了人民币汇率的过快升值，为稳定国内企业出口竞争力，进而稳定经济增长、

增加社会就业创造了条件。但有管理浮动具有其内在的不稳定性，在浮动与稳定之间的徘徊，无法向市场提供明确的政策方向。在当前市场存在贬值预期的环境下，有管理的浮动汇率制度无法提供强有力的汇率政策可信度，容易加剧汇率贬值预期的自我强化与实现。人民币汇率制度最终走向自由浮动或者清洁浮动是大势所趋，但从有管理浮动的此岸到自由浮动的彼岸，有很多条路径，并不存在唯一的最优解。而无论采取哪种汇率选择方案，都很可能是一个政治决断。无论选择哪种汇率安排，关键不是评估它会带来哪些好处，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会面临的问题，在情景分析和压力测试的基础上做好应对预案，从最坏处打算，争取最好的结果。为提高人民币汇率市场化改革承诺的公信力，可择机对外宣布一个走向汇率清洁浮动的时间表和路线图，如 2020 年以前，先实行不事先宣布浮动区间的有管理浮动，即把汇率中间价真正变成市场可交易的定盘汇率（fixing price）并取消浮动区间，然后再到自由浮动。

（五）成功的汇率转型更在汇率改革之外

汇率浮动并不会自然带来货币政策的独立性。为了充分享受汇率浮动带来的好处，需要加快货币政策转型，按照对内平衡优先的原则确立货币政策目标，在此基础上建立市场化的利率形成机制、调控机制和传导机制，并进一步严肃货币纪律。同时，在现阶段，跨境资本流动管理是出清外汇市场的重要手段。即使未来汇率自由浮动以后，为解决资本自由流动状况下的“二元悖论”难题，资本流动管理也是不可或缺的。可借机建立一套跨境资本流动管理的宏观审慎安排，以便更好地在进一步扩大开放过程中维护国家金融安

全。当然，任何汇率制度改革或跨境资本流动管理措施，都不能替代经济结构调整和改革，而只是为经济基本面的改善争取时间。此外，还要加快包括外汇市场在内的金融市场建设，既有深度又有广度的金融市场是抵御跨境资本流动冲击、维护汇率平稳运行的首道防线。落实上述汇率改革的前提条件或者配套措施，一方面，可以提高汇率制度成功转型的概率，降低改革的风险，另一方面，“磨刀不误砍柴工”，很多工作即使没有汇率改革也是要做的。

以上是我们课题研究的一些初步结论。这不仅是我们这个课题组的研究成果，同时也凝聚了所有专家和评委的批评和指正。在此，我们要向张晓慧、朱隽、黄益平、隆国强、黄海洲、梁红、孙明春、鲁政委、缪延亮、崔历、赵众等评委和专家对课题研究提供的宝贵意见和建议表示感谢。特别要感谢张晓慧行助，她不仅百忙之中亲自参加报告的中期评审，给报告提出了许多中肯的、权威的意见和建议，还欣然应允，拨冗为本书作序。作为中国金融、外汇体制改革的亲历者，她的序一字千金，定然会给本书增色不少。

同时，本书的出版还得到了中信出版集团的帮助和支持，在此一并表示感谢。特别要感谢乔卫兵先生，在他的支持和鼓励下，我得以完成我的人民币汇率三部曲。前两部《中国先机：全球经济再平衡的视角》（中国经济出版社 2010 年出版）和《汇率的本质》（中信出版集团 2016 年出版）也都是乔卫兵先生一力促成的，我们的合作亲密无间，我个人也受益良多。

最后，还要感谢中国金融四十人论坛的其他同事。除张斌和谢月兰直接参加了本课题研究外，王海明、马冬冬、宋晓佳、廉薇、陈蓓等其他同事也给本课题的研究工作提供了许多后勤支持，使得我们能够专注于研究工作。如果没有论坛作为坚强后盾，我不可能在短短两年时间内就有第三个课题、第四本专著问世。

本书由我负责总纂，具体各章内容：第一章由谭淞（东兴证券股份有限公司）负责撰写；第二章由宋雪涛（天风证券股份有限公司）负责撰写；第三章由管涛、夏座蓉（中国外汇交易中心北京备份中心）、张斌（中国金融四十人论坛）负责撰写；第四章由管涛、张斌、马昀（国家外汇管理局综合司）负责撰写；第五章由管涛、谢月兰（中国金融四十人论坛）、马昀、夏座蓉、宋雪涛负责撰写；第六章由管涛、马昀负责撰写；附录一由张斌负责撰写；附录二由夏座蓉负责撰写。彭波和刘陈杰先生前期参加了报告的讨论和写作，对于本书付梓也有重要贡献，在此表示感谢。中国金融交易所资助了“跨境资本流动新常态与境内外汇市场建设”课题，本书吸收了部分研究成果，在此致谢。此外，还要感谢韩会师和谢峰先生，本书也收录了我与他们的合作研究成果。本书仅代表个人学术观点，不代表所在机构和单位的意见，文中如有错误和遗漏皆由课题组承担。有必要指出的是，考虑到时效性要求，本书有些阶段性的研究成果已经对外发表或者披露，但为了保持研究的完整性和系统性，仍然收录在本书中。

汇率是政府和市场博弈的舞台。作为金融研究的智库，我们既不是市场参与者，也不是政策的决策者，我们有更大的自由度跳出现有的条条框框从事政策研究，以旁观者的身份说出最真实的想法。不论对错，希望您能感受到这份真诚。

管涛

2017年6月30日

目 录

第一章 人民币汇率选择研究的大国经济视角

第一节 大国经济的内涵 /003

一、大国概念的源起 /003

二、大国经济的含义 /004

第二节 中国正在迈向大型开放经济体 /005

一、经济总量全球领先 /005

二、对外贸易和投融资位居世界前列 /007

三、金融市场发展和开放稳步推进 /011

第三节 中国的大国经济特征将进一步凸显 /017

一、中国经济对全球的影响不断增强 /017

二、中国经济应对内外部冲击的能力不断增强 /022

三、未来中国仍面临着较大发展机遇和挑战 /028

第四节 从大国经济视角切入人民币汇率选择的研究 /033

第二章 内外均衡冲突影响大国汇率选择

第一节 关于汇率选择的理论 /039

- 一、IMF 成员的现行法定汇率安排 /039
- 二、浮动汇率制与固定汇率制之辩 /042
- 三、内外均衡冲突下的汇率政策选择 /044
- 四、大国与小国的汇率制度或政策选择的考量 /047
- 五、中国汇率选择的主要考量 /048

第二节 发达国家汇率选择的国际案例 /049

- 一、20 世纪 60 年代美元危机 /049
- 二、1992 年英镑危机 /051
- 三、20 世纪 80 年代后期日元升值与日本经济泡沫破裂 /053
- 四、20 世纪 60 年代德国多次主动允许马克升值应对本币升值 /055
- 五、加拿大与澳大利亚的汇率较早实施自由浮动 /057

第三节 新兴市场与发展中国家汇率选择的国际案例 /059

- 一、俄罗斯汇率制度改革释放卢布贬值压力 /059
- 二、印度汇率制度改革之后轻装上阵 /061
- 三、韩国的汇率制度改革和经济增长 /063
- 四、墨西哥 1994 年金融风暴和汇率制度改革 /064

第四节 本章小结 /066

第三章 有管理浮动框架下的人民币汇率政策演变

第一节 强弱转换之际的人民币汇率政策演变 /071

- 一、1994 年成功逆袭的汇率并轨改革 /071
- 二、亚洲金融危机期间的人民币保卫战 /076
- 三、认真汲取两次“稳汇率”的成功经验 /078

第二节 总体强势特征下的人民币汇率政策演变 /079