

我国汇率制度未来改革 及其面临的约束

陈卫东 谢峰

【摘要】 我国汇率制度未来改革不宜过快自由浮动。需从稳定外贸增长和经济发展的高度重新审视汇率稳定的意义。发展中国家对汇率波动的容忍度更低，难以自发形成合理稳定均衡汇率，是汇率改革重要的约束条件。由于转型变革中的不确定性、经济长周期中的增长和停滞、汇率波动的相对性，发展中国家汇率自由浮动容易变成过度波动，不利于实体经济发展和金融稳定。主张尽快浮动的观点对汇率浮动的益处可能存在高估，“害怕浮动”有其合理性。未来汇率改革需在厘清有关约束的基础上综合施策、稳步推进。

【关键词】 人民币；汇率改革；发展中国家；过度波动

【文章编号】 IMI Working Paper No. 1812



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

1937

我国汇率制度未来改革及其面临的约束

陈卫东 谢峰¹

【摘要】我国汇率制度未来改革不宜过快自由浮动。需从稳定外贸增长和经济发展的角度重新审视汇率稳定的意义。发展中国家对汇率波动的容忍度更低，难以自发形成合理稳定均衡汇率，是汇率改革重要的约束条件。由于转型变革中的不确定性、经济长周期中的增长和停滞、汇率波动的相对性，发展中国家汇率自由浮动容易变成过度波动，不利于实体经济发展和金融稳定。主张尽快浮动的观点对汇率浮动的益处可能存在高估，“害怕浮动”有其合理性。未来汇率改革需在厘清有关约束的基础上综合施策、稳步推进。

【关键词】人民币；汇率改革；发展中国家；过度波动

汇率改革的方向是提高市场化决定的程度，更加灵敏地反映市场供求关系的变化。这一方向从理论上说简单明了，也是一种比较理想的状态，但是关于人民币是否应该尽快浮动的争议没有停止，实践中人民币汇率改革也没有一蹴而就。如果将汇率决定的面考虑得更宽一些、时间拉得更长一些，会发现合理稳定均衡汇率的形成变得很复杂。如果改革不当，成本也很高。汇率进一步改革并不容易。

一、当前我国汇率改革的主要争议

我国汇率改革在争议中前行。争议的核心，是当前人民币是否应该转向自由浮动。支持人民币应该自由浮动的理由包括：一是通过干预外汇市场难以最终实现汇率的自主稳定，而浮动汇率能够实现市场出清；二是在预期下，目前汇率形成机制内嵌了单边机制，容易造成单边贬值或升值预期；三是当前我国基本面向好，跨境资金流动形势改善，是实现自由浮动的好时机（余永定和肖立晟，2016；2017）。据此提出有关汇率改革的具体方案，采取钉住宽幅一篮子货币，允许人民币兑美元汇率宽幅波动（例如15%或20%）但不公开央行的汇率底线，实质上是推行自由浮动。

从理论上讲，支持自由浮动的观点符合逻辑。因为“没有哪个国家，在经济基本面较好、

¹陈卫东，经济学博士，中国银行国际金融研究所所长；

谢峰，经济学博士，中国银行博士后科研工作站、中国人民大学博士后科研流动站博士后。

国际收支稳健的情况下，汇率会持续贬值”。而且从价值规律的角度看，自由浮动条件下，“汇率升值到一定程度就会贬值，贬值到一定程度就会升值”，理应自发地实现调节。但在实践中，央行没有采取立即放开汇率浮动的做法，依然实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的汇率制度，并且把保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定作为汇率政策的目标。

回顾人民币汇率改革的历史，类似的争议也曾出现。我国汇率改革的历程确实表现出“害怕浮动”。2005年7月汇改后实行有管理的浮动是“害怕升值”，2015年8月汇改后恢复管理是“害怕贬值”。2001年“9·11”事件发生后的3年里美联储连续降息，中国重现资本流入，人民币面临升值压力。结果央行采取的是在2005年7月21日一次性升值2.1%，同时实施有管理的浮动汇率制度。但是人民币升值预期并未消除，之后的很长一段时间，央行都在应对单边升值预期的挑战。2015年“8·11”汇改是央行试图完成向自由浮动转变的尝试，结果在内外负面因素作用下，人民币汇率出现持续的贬值预期，央行动用大量外汇储备进行干预、事实上恢复了管理，直到2017年以来美元贬值情况才改善。

关于“害怕浮动”的经典解释，一是发展中国家货币存在“原罪”。由于这些国家货币不是国际货币，不得不借入外币负债。这一概念由 Eichengreen and Hausmann (1999) 提出，后来被 Calvo and Reinhart (2002) 用来解释许多东亚国家在亚洲金融危机后对美元保持“软钉住”现象。这些国家在发展过程中不得不大量借入美元负债，造成对外资产负债的货币错配，这时如果本币贬值，将导致企业和金融机构债务负担加重。而且由于进口中美元计价的占比很高，保持对美元稳定有助于稳定通胀。

二是麦金农提出的“高储蓄两难”（麦金农，2005）。即东亚的高储蓄国家存在高额经常账户顺差，进而积累大量美元债权，造成本币升值预期。国内的美元持有者担心货币继续升值，有动机将美元不断兑换成本币，导致升值预期不断强化。如果让本币升值，将可能导致竞争力下滑和通缩风险；如果不让本币升值，又会招致贸易逆差国家要求本币升值的压力，政府面临两难。最后，央行不得不将私人部门手中的美元用本币购回，维持汇率稳定，同时应用政府设立的投资机构用美元进行对外投资，实际上是替私人部门承担了汇率风险。

“原罪论”和“高储蓄两难”均指本币非国际货币的发展中国家面临的问题，强调这些国家对汇率波动的容忍度低，前者针对美元债务国、后者针对美元债权国，是一枚硬币的两面。但是，当前我国货币错配并不严重，通货膨胀比较稳定，经常账户顺差收窄，国际收支趋于平衡。人民币汇率形成机制改革没有一蹴而就，而是根据经济发展和金融稳定的需要稳步推进。经典的“害怕浮动”理论，并不能完全解释包括我国在内的许多发展中国家仍然需要对汇

率进行不同程度管理的现实。

本文从汇率改革的依据出发提出一个分析框架，分析我国汇率改革面临的约束，为汇率制度选择和改革研究提供一个视角。与以往研究主要从对汇率波动容忍度的角度出发对“害怕浮动”进行解释不同，本文强调发展中国家难以自发形成合理稳定均衡汇率，为“害怕浮动”的合理性提供一个新解释。由于转型变革中的不确定性、经济长周期中的增长和停滞、汇率波动的相对性，发展中国家汇率的自由浮动容易变成过度波动，这对实体经济发展、金融稳定都是有害的。主张尽快汇率浮动的观点，对汇率浮动的益处可能存在高估。发展中国家要获得汇率浮动的种种好处并不容易，其汇率改革面临更多约束条件。对这些约束条件进行深入分析，有助于深化对汇率改革的认识，更好地回答为什么要改和怎么改的问题。

二、汇率改革需要遵循的重要依据

汇率改革的基本依据，是要形成有利于实体经济发展的汇率制度和汇率水平。汇率是开放经济中最重要的价格变量之一。因为牵扯面广，对于应该选择什么样的汇率制度，经济学理论没有现成答案，从不同维度思考得出的结论可能不同。从 Friedman（1953）开始，传统理论更强调货币政策独立性的益处。在开放经济的货币政策理论框架中，汇率的浮动作为吸收内外经济冲击的工具，有利于货币政策独立性。然而对于发展中国家而言，汇率制度的选择需要考虑的目标更加复杂，要做好权衡。经济发展无疑是首要目标。世界经济发展的历史表明，以对外经济部门发展带动技术进步和经济增长是大国经济起飞较为稳妥可行的道路。如果汇率稳定对于贸易发展作用不容忽视，则需要更加强调。而且如果汇率本身容易过度波动，就不仅不能吸收冲击，反而可能成为经济金融不稳定的来源。

回顾历史，汇率稳定对于各国贸易扩张乃至经济增长确实发挥了重要作用。1950-1973年间的布雷顿森林体系维持固定汇率，是西方资本主义国家经济发展最为成功的时期，北美、欧洲和日本的人均产出均创造了史无前例的增长（Maddison, 1989），国际贸易发展也达到空前的高度。稳定的汇率有助于稳定物价、企业保持竞争力、锚定预期和信心，为国际贸易扩张创造了有利条件，带动经济快速增长。从我国发展的实践来看亦是如此。我国经济过去三十多年的高速发展与贸易增长密不可分。我国外贸依存度较高，在 2007 年前后达到 60% 以上，此后有所下降，到 2016 年仍达 33%（图 1）。长期以来，我国汇率政策调整过程中，非常重视对贸易的影响。过去曾经用换汇成本的方法、购买力平价的理论衡量人民币汇率水平是否合适。从我国外贸发展的实践来看，这是一个正确的选择。过去 20 多年人民币汇率保

持总体稳定，渐进调整（图2），稳定了国内企业的竞争力，促进了经济增长。尤其在亚洲金融危机和美国次贷危机期间，人民币汇率保持稳定，成为全球经济重要的稳定因素。

图 1：我国的外贸依存度

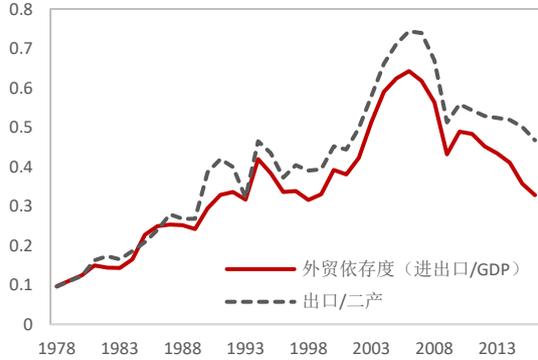
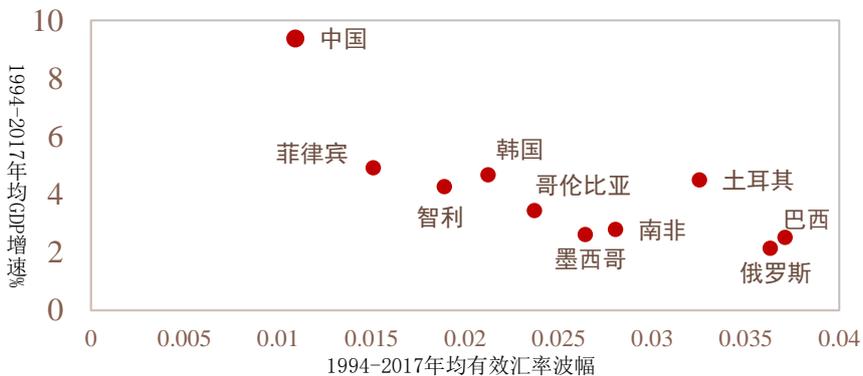


图 2：人民币汇率改革历程



汇率制度的不合理有可能成为发展路上的绊脚石。一般认为，完全自由浮动是一种终极的汇率制度安排，但它未必是一种理想的状态，至少不是对所有国家都合适。很多发展中国家因为过早实行自由浮动汇率制度，导致货币危机经常出现，加上其他方面的政策失误，成为这些发展中国家陷入所谓“中等收入陷阱”的一个重要原因。以阿根廷、巴西、墨西哥等为代表的拉美国家，20世纪70年代开始就相继引入浮动汇率，进入80年代后美元趋势性升值，这些国家的货币陷入无序浮动甚至汇率危机，与恶性通胀相伴相生，普遍落入中等收入陷阱。简单的回归分析发现，1994-2017年典型发展中国家有效汇率的波幅与经济增长呈现明显负相关关系（图3）。这说明实行浮动或自由浮动的汇率制度后，发展中国家经济绩效可能受到负面影响。相反，东亚国家例如日本、韩国、新加坡等的经济赶超都是在汇率弹性和金融开放程度较低的时期完成的。汇率改革要避免一些发展中国家曾经出现过的失误。

图 3：典型国家有效汇率波幅与经济增长



注：除中国外，其余均为采取浮动或自由浮动汇率安排的国家。剔除中国后，不改变结论。

从国内现实条件看，当前我国实体经济对汇率波动的容忍度有限。我国仍属于中等收入国家，经济发展的任务艰巨。当前经济从高速转向中高速增长，劳动力低成本优势逐渐消退，

产业亟待转型升级。汇率改革要充分考虑经济发展的阶段性特征。主要体现在以下三个方面：

一是产业转型升级可能因为汇率过度波动或升值而受阻。由于地产、房价、劳动力等要素成本上升较快，我国传统产业成本上升较快，在国际市场上的竞争力受到影响，我国传统产业受周边低成本国家冲击较大。例如印尼制造业劳动力成本不到中国的五分之一。另一方面，我国新型产业还在培育过程中，需要大量成本投入，很多产业依赖高端技术、专利投资或中间品进口，盈利空间小。我国研发强度还有较大提升空间，欧盟委员会公布 2017 年全球企业工业研发投入(R&D)排行榜中，排名前 50 的我国企业仅有华为 1 家，转型升级任重道远。一旦汇率升值过快，将直接抬升制造业出口成本；同时，汇率波动浮动加大也将增加企业对冲汇率风险的成本。这可能造成传统制造业失去竞争力，高端产业难以形成的产业空心化困境。

二是我国大多数企业对汇率风险管理的能力仍然较弱，容易受到汇率波动的负面冲击。过去十多年，我国企业海外资产负债增长很快。例如，从中央企业看，2008 年海外总资产约为 1.4 万亿元，到 2016 年末增长至 6 万亿元，年均增长率达 20%；海外总负债从 8800 亿元升至 4.6 万亿元，年均增长率达 22%。对冲汇率风险的需求很大，但从我们调研了解的情况看，由于缺乏经验或受管理体制机制制约，大多数企业对汇率套期保值工具的使用非常有限，或是简单地进行投机。造成的结果是，只要汇率大幅波动，不管汇率是升值还是贬值，企业都面临损失。Wind 上市公司数据库的不完全统计，近四年来，上市公司总体均遭受汇兑损失，而且随着汇率波动的加大，汇兑损失也在增加。2014 年上市公司汇兑损失仅 37 亿元，2015 年汇改背景下，汇兑损失达 369.94 亿元，2016 年损失减少至 21.64 亿元，2017 年上半年人民币意外升值，上市公司汇兑损失达到 58.9 亿元。相关的案例还有很多。我国企业汇率风险管理能力亟待提升。

三是我国国际收支脆弱性风险在加大，需要高度重视培育支撑贸易顺差的有利因素。美国次贷危机后，我国经常账户顺差的占比不断收缩（图 4）。2017 年经常账户占 GDP 之比降至 1.4%，为加入 WTO 以来最低。经常账户中，货物贸易顺差近两年呈下降趋势，国际收支口径的货物贸易顺差由 2015 年的 5760 亿美元降至 2017 年的 4771 亿美元，下降了 17.2%；随着近年来服务业在我国经济中的作用越来越突出，服务贸易逆差在扩大；由于我国特殊的对外资产负债结构等结构性因素，投资收益逆差还将保持一段时间，服务贸易逆差和投资收益逆差共同对货物贸易顺差起到冲抵作用。另一方面，2017 年非储备性质的资本与金融账户恢复顺差是在加强对外投资管理的前提下实现的（图 5）。随着“一带一路”建设推进，对外投资需求释放，更多企业居民走出国门，非储备性质的资本与金融账户逆差可能重现。上

述因素共同作用下，我国面临国际收支脆弱性风险正在上升。如果汇率浮动后过快升值或者波动加大，将进一步减少货物贸易顺差，加大保持宏观经济稳定发展的困难。

图 4：我国经常账户演变

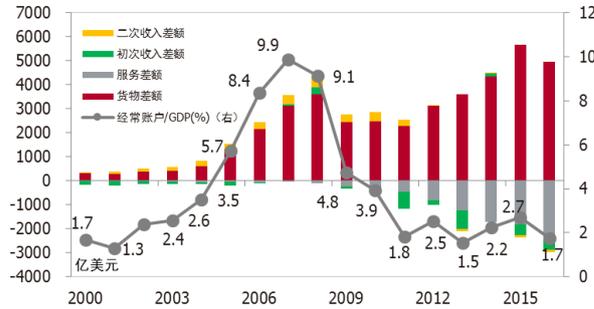
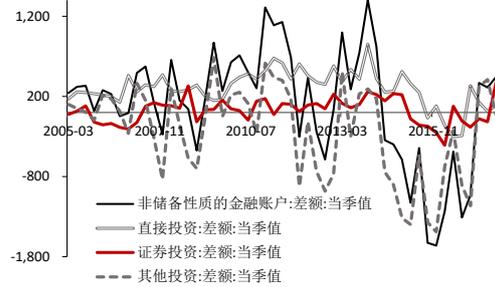


图 5：我国资本与金融账户演变



资料来源：Wind

三、形成合理稳定均衡汇率面临的挑战

前文分析表明，从经济发展的需要考虑，我国对汇率波动的容忍度比发达国家更低。汇率完全自由浮动后应对不当，容易造成一系列不良后果。更重要的是，发展中国家的汇率本身容易过度波动，也是汇率改革和货币政策框架设计必须考虑的约束条件。

发展中国家汇率制度选择的现实折射出形成合理稳定均衡汇率面临的困局。纵观发展中国家汇率选择的演变，即使货币当局主观上希望让汇率浮动起来，但是最后许多国家都会进行不同程度的管理。以 G20 中的发展中国家为样本进行分析具有一定的代表性。目前 IMF 事实分类法根据各国的政策意图，结合汇率行为表现，将汇率制度安排分为 3 大类和一个残余项，共 10 小项。按汇率弹性排序从小到大依次是：硬钉住（包括无单独法定货币、货币局安排）、软钉住（包括传统钉住、稳定化安排、爬行钉住、准爬行、水平区间内钉住）、浮动汇率（包括浮动、自由浮动），其他有管理（残余项，无法分类于上述任意一种）。IMF 对自由浮动有严格的定义：自由浮动是指在过去六个月政府对汇率的干预不得超过三次，每次干预不得超过三个营业日，且干预使得市场失衡只持续一两天就消失。如果政府主观上希望汇率浮动，但是实际上又存在管理，就被分为浮动汇率（许多发展中国家均属于这一类，如表 1 所示）。因此在 IMF 的定义里，浮动也属于有管理汇率制度的一种。有观点从 IMF 的分类中得出主要国家均已实现浮动的结论可能存在误解。大多数发展中国家汇率难以自由浮动，不得不对汇率进行管理。

表 1：G20 国家最新汇率制度安排

	IMF 事实分类法		国家
1	硬钉住	无单独法定货币	

2		货币局安排	保加利亚
3	软钉住	传统钉住	丹麦
4		稳定化安排	中国、捷克、克罗地亚
5		爬行钉住	
6		准爬行	
7		水平区间内钉住	
8	浮动	浮动	阿根廷、巴西、印度、印度尼西亚、南非、土耳其、匈牙利、罗马尼亚、韩国
9		自由浮动	澳大利亚、加拿大、法国、德国、意大利、日本、沙特阿拉伯、瑞典、英国、美国、墨西哥、波兰、俄罗斯
10	残差项	其他有管理	

资料来源：2017年IMF年报附录2

发展中国家采取浮动汇率制度后波动性更高。2008年全球金融危机后许多国家进行了汇率改革,例如印度、印尼从有管理浮动转向浮动,俄罗斯从其他传统钉住转向其他有管理,同时,2009年IMF对汇率制度分类方法进行了调整,对自由浮动进行了严格定义,一些不满足自由浮动定义的国家被划分为浮动(例如巴西、墨西哥、土耳其、南非),因此选取2009年以后的数据进行分析,可以观察汇率浮动后主要国家汇率波动的情况。如图6、7所示的是G20国家中采取浮动或者自由浮动汇率制度国家兑美元汇率、名义有效汇率波动的情况。采用3个月交易日时间窗口的日度移动汇率变异系数(方差与均值之比)衡量汇率波动,发现无论是兑美元汇率还是名义有效汇率,采取浮动汇率(包括实际存在管理的浮动汇率制度和严格的自由浮动汇率制度)后,发展中国家的汇率波动都比发达国家更高。

图 6: G20 中采取浮动汇率制度国家货币兑美元汇率波动

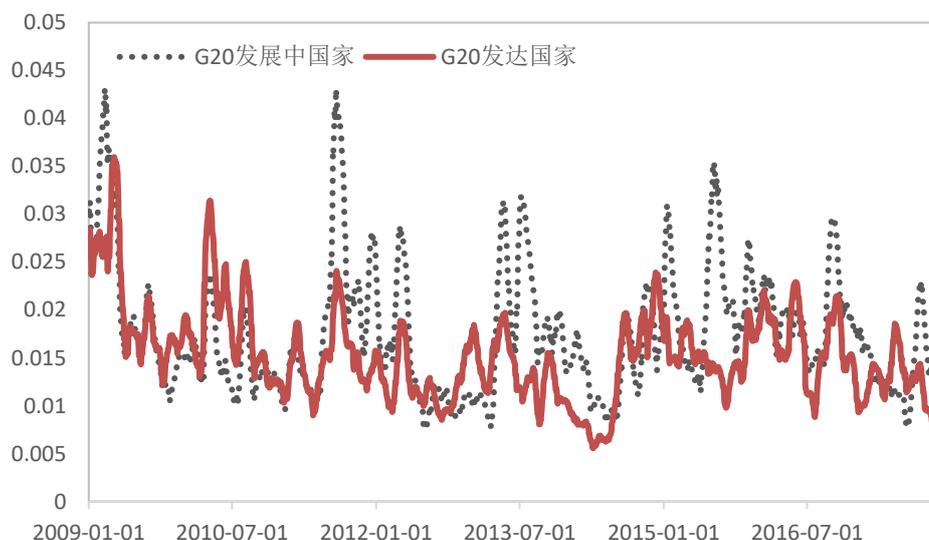
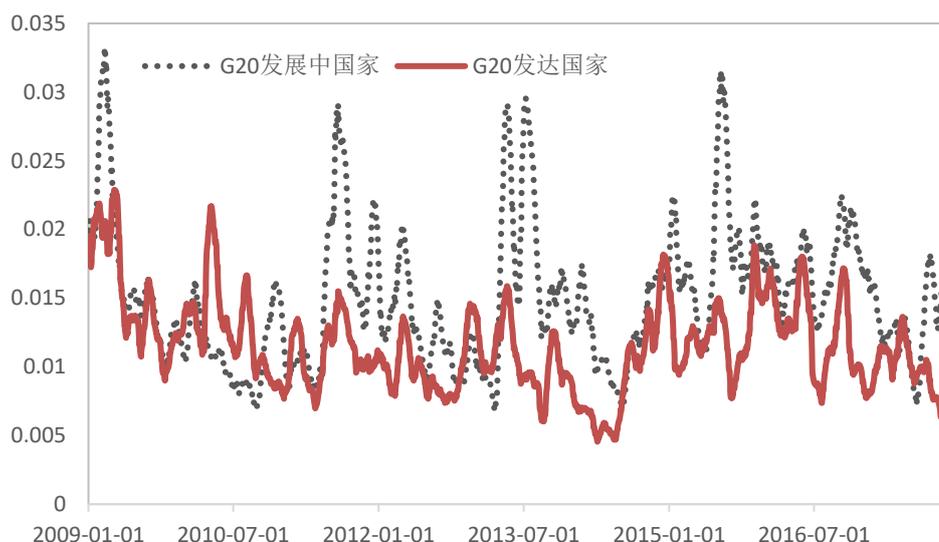


图 7: G20 中采取浮动汇率制度国家名义有效汇率波动



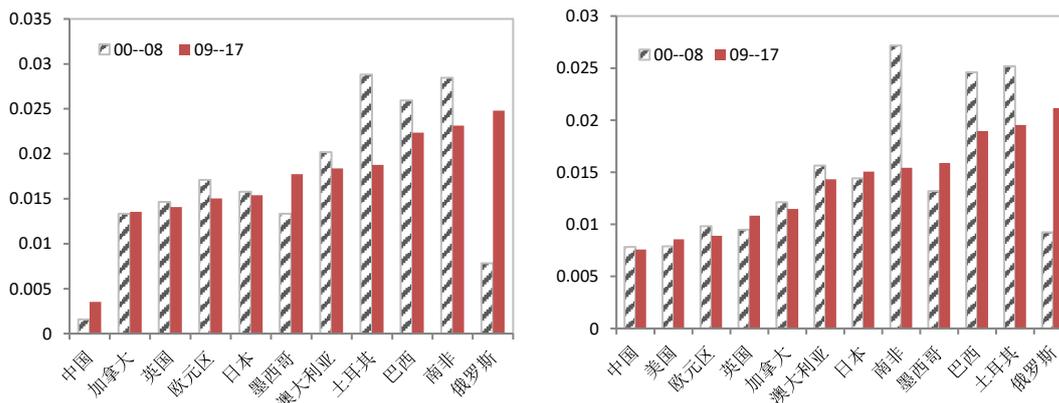
资料来源：数据来自 BIS；汇率制度分类来自历年 IMF 年报附录 2

注：从 2009 年起 G20 中采取浮动或自由浮动汇率制度的发展中国家包括：巴西、墨西哥、南非、土耳其、印度、印度尼西亚；发达国家（地区）包括英国、欧元区、澳大利亚、日本、加拿大，名义有效汇率波动指数里还包括美国。分组加总数据为各国取算术平均值。

同样采取浮动汇率制度，发达国家的汇率更稳定，且受危机冲击更小。对上述波动性指标按国别分时段分析，以 2008 年全球金融危机为分水岭求平均值，图 8 中显示的是兑美元汇率的波动，图 9 中是名义有效汇率的波动。在采取浮动汇率安排的 G20 国家中，发达国家（地区）如加拿大、英国、欧元区、澳大利亚、日本的货币波动性更低，发展中国家汇率波动性总体更高。从发达国家来看，全球金融危机对其汇率稳定性影响不大，表现为 2000-2008 年均值和 2009-2017 年均值差异不明显。值得注意的是，美元作为主要国际货币，在发达国家组别中的名义有效汇率波动性是最低的。反观发展中国家，在发生全球金融危机的时间段汇率波动明显上升，其汇率稳定更容易受危机的冲击。汇率浮动后波动明显加大的典型案例是俄罗斯，该国 2009 年由其他传统钉住转向其他有管理，2015 年转为浮动、2016 年转为自由浮动，汇率波动性明显加大。作为对比，我国采取有管理的浮动，其兑美元汇率和名义有效汇率的波动性都较低。

图 8：兑美元汇率波动

图 9：名义有效汇率波动



资料来源：数据来自 BIS；汇率制度分类来自历年 IMF 年报附录 2

注：需要说明的是印度和印尼，在 IMF 年报中也被归为浮动汇率制度，但是其兑美元汇率的实际波动在±2%以内，故不将其列入。

发展中国家采取浮动汇率后波动更大，源于发展中国家与发达国家经济的内在差异。发展中国家经济社会等各方面都还在朝成熟演进的过程中，经济快速发展、经济结构不断变化，经济不稳定导致了汇率必然难以稳定。具体来看，至少有三方面的原因需要引起重视。

第一，转型变革的不确定性。这与已有文献用风险溢价来解释汇率波动类似，但又不完全相同。已有文献在利率平价模型中加入货币风险溢价（risk premium）（用不同国家之间国债收益率之差来衡量），用来解释汇率实际波动与抛补利率平价模型所预测的变化之间有差异的部分（Engel, 1996；2010）。风险溢价可能来自不同形式的金融摩擦、风险偏好程度差异、行为因素等。这里所强调的不确定性含义更广，即发展中国家的转型变革存在不确定性。尤其是涉及到对制度变革的预期不确定、某些政策的不成熟，可能导致企业和居民在对外投资、全球资产配置过程中表现出无序性、非理性的特征，造成外汇供求行为异常变化，从而对汇率水平产生异常冲击。对此，我国 2015 年“8·11”汇改后的一些企业、居民行为已经有所测试。周远游等（2016）的实证研究表明，2012 年汇改以来人民币汇率波动的自相关性不断上升，意味着一旦人民币汇率波幅被放宽至一个较大水平，微小的波动可能会被不断放大，造成异常波动。

第二，长期看汇率具有与经济相对增长密切相关的周期性。这导致发展中国家汇率容易过度升值或者过度贬值。已有研究对此可能并未足够重视。对经济快速增长的国家而言，汇率容易过度升值；但另一方面，在高速增长一段时间后，也可能出现动力不足或者转型难以实现的困局，由此可能形成汇率过度贬值的压力。经济快速增长的国家实际汇率要升值是客观规律（巴拉萨-萨缪尔森效应）。实际汇率由相对通胀和名义汇率两部分组成，如果保持通胀稳定，其结果必然是名义汇率升值。如果预期经济会保持较长时间的高增长，由于汇率的

超调特性，当期汇率会面临比长期更大的升值压力。在此过程中，跨境资本流动与汇率预期互为因果，对汇率超调起到推波助澜的作用。

历史上美元、日元、德国马克也曾出现类似问题。1981-1984年的美元快速升值与美国经济增长前景改善、资本大量涌入有很大关系，即使美联储连续降息也没能阻止美元上涨，最后被迫采用多国联合干预的方式阻止升值。日本经济在布雷顿森林体系的固定汇率时期快速增长，日元积累了大量升值压力。汇率浮动后，日元快速升值且单边升值预期长期得不到化解，加剧日本资产价格泡沫、通货紧缩等问题。相反，伴随经济增长，德国马克在20世纪60年代后开始升值，但德国央行采用渐进升值的方式成功释放升值压力。探索经济长期周期对汇率冲击的平抑办法，是发展中国家必须面对的难题。

第三，汇率波动的相对性。发展中国家货币不是国际货币，在国际经贸往来中需要以其他国际货币为媒介。主要国际货币无序波动使得各国汇率被动调整，对发展中国家形成合理稳定均衡汇率带来困难。美元依然是全球最重要国际货币，它本身是不稳定的。美元走强，其他货币贬值；美元走弱，其他货币升值。美元变动似乎保持着周期性，但却又是变动不居的状态。布雷顿森林体系解体以来，美元的历次走强都引发了发展中国家汇率动荡乃至金融危机。麦金农注意到这一点，因此支持东亚国家货币对美元保持稳定，但即使能够维持对主要国际货币的稳定，如果锚货币剧烈波动，也会导致各国有效汇率的被动波动。蒙代尔主张用区域固定汇率的办法帮助区内小型经济体应对汇率冲击，也带来区内经济政策协调等新问题。从这个角度看，发展中国家没有一劳永逸的汇率改革。

四、未来汇率改革需要注意的几个问题

和经济领域的其他改革一样，我国汇率改革也进入深水区。回顾汇率改革的历史，在改革初期，可能简单放松管制就能很快见效；而当前汇率决定已有相当程度的市场化，问题是汇率弹性还不够大、外汇市场发育还不完善，此时简单放松管制已经难以奏效，如果处理不当，还可能酿成系统性风险，需要在厘清汇率改革约束条件的基础上综合施策，循序渐进推动改革。

稳步推进汇率形成机制改革。当前约束条件下，有管理的浮动必须继续坚持。经过不断调整优化，人民币形成了“收盘价+一篮子货币+逆周期调节因子”的“三因素”形成机制。这一机制以对一篮子货币稳定为目标，能够较好地实现汇率在合理均衡水平上的基本稳定，满足经济发展的需要。逆周期调节因子能够对冲市场情绪引发的羊群效应，这在当前条件下是有

必要的，有利于稳定汇率预期。未来改革的路径，可以调节“三因素”的系数：在内外形势好的时候，增大收盘价的权重，提高汇率市场化决定的程度，增大汇率弹性、扩大汇率波幅；反之，则加大对一篮子货币的参考，必要时，进行逆周期调节。要创新篮子货币构成，使之准确反映实体经济发展的需要。降低篮子中美元的权重，稳步与美元脱钩。新加坡就是采用参考不公布货币构成的一篮子，并对篮子货币构成进行动态调节，较好地实现了汇率管理目标。

审慎处理资本账户开放、人民币国际化与汇率改革的关系。有观点认为，未来汇率改革需要考虑资本账户的进一步开放。实际上，这三者是互为条件的关系，需要协调推进。如果协调得好，三者可以互相促进，例如货币可兑换程度的提高，以及渐进升值、相对稳定的汇率水平均有利于国际化；相反，则会互为掣肘。国际化步伐过快给资本流动管理与汇率稳定造成困难就是例证。与汇率改革类似，其他两方面的改革也面临特定的约束。对有关问题进行深入分析超出了本文的范围，但可以肯定的是，在内外形势不稳定、风险较高的情况下，推进这三方面的工作都需要更加审慎。就资本账户开放而言，目前极少国家实现完全的资本账户开放，大多数国家都对资本流动有不同程度的管理。我国资本账户进一步开放同样要考虑到前面已经提及的国际收支脆弱变化状况，以及它可能对未来人民币汇率产生的冲击。

创造汇率稳定的有利环境。要推动配套改革和市场建设，夯实汇率改革的基础。要形成市场决定的、较稳定的人民币汇率，一是要建立更为有效的、更有影响力的报价制度；二是我国要有更为强大、稳健的金融体系；三是要考虑市场开放后离岸人民币汇率、利率的影响；四是要提高在岸人民币汇率决定的主导权，增加在岸市场外汇交易主体，完善多层次外汇市场，丰富交易产品，完善外汇市场基础设施；五是要考虑我国央行的调控能力；六是要加快我国经济新旧动能转换，降低外贸依存度和对汇率影响的敏感度，届时汇率市场化决定可以进一步提高。

总之，汇率改革很重要，但有很多限制和约束条件。要分析各国经验教训，考虑我国经济发展状况、全球竞争力，才能找到一条比较合理的道路。

参考文献：

- [1] 麦金农. 麦金农经济学文集第六卷：美元本位下的汇率：东亚高储蓄两难[M]. 中国金融出版社，2006
- [2] 余永定，肖立晟. 完成“811 汇改”：人民币汇率形成机制改革方向分析[J]. 国际经济评论, 2017(01): 23-41
- [3] 余永定，肖立晟. 论人民币汇率形成机制改革的推进方向[J]. 国际金融研究, 2016(11): 3-13
- [4] 周远游，刘莉亚，盛世杰. 基于汇改视角的人民币汇率异常波动研究[J]. 国际金融研

究, 2017(05) :86-96

[5] Calvo GA, Reinhart CM. Fear of Floating[J]. The Quarterly Journal of Economics. 2002 May 1;117(2):379-408

[6] Eichengreen B, Hausmann R. Exchange Rates and Financial Fragility[J]. National Bureau of Economic Research; 1999 Nov 1

[7] Engel C. The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium: A Survey of Recent Evidence[J]. Journal of Empirical Finance. 1996 Jun 1;3(2):123-92

[8] Engel C. The Real Exchange Rate, Real Interest Rates, and the Risk Premium[J]. National Bureau of Economic Research; 2011 Jun 9

[9] Friedman, Milton. The Case for Flexible Exchange Rates. In Essays in Positive Economics,1953: 157-203. University of Chicago Press

[10] Maddison, Angus. The World Economy in the Twentieth Century [M]. OECD. 1989

The Future Reform of RMB Exchange Rate Regime and Its

Constraints

Abstract: The future reform of China's exchange rate regime should not seek to “free floating” too fast. It is necessary to re-examine the significance of exchange rate stability from the perspective of stabilizing growth of foreign trade and economic development. Developing countries are less tolerant of exchange rate fluctuations, unable to form a reasonable, stable and equilibrium exchange rate on their own, which are important constraints of the exchange rate regime reform. Due to uncertainties in the process of institutional transformation, growth and stagnation in long term economic cycle, and passiveness of exchange rates fluctuation, free floating of exchange rate in developing countries is likely to become excessive fluctuation, which is detrimental to real economy and financial stability. The idea of floating as soon as possible may overstate the benefits of exchange rate floating, and "fear of floating" is plausible to some extent. Future exchange rate regime reform needs to clarify those constraints, cooperate with other relevant policies and proceed steadily.

Key words: RMB, Exchange Rate Regime Reform, Developing Countries, Excessive Fluctuation



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn