



深化汇率市场化改革 与推动高质量发展

Deepening the Reform of Exchange Rate Marketization and Promoting High-Quality Development

管涛 殷高峰

摘要：党的二十大把高质量发展确定为全面建设社会主义现代化国家的首要任务、中国式现代化的本质要求。其中，汇率市场化是高质量发展进程中不可或缺的一环。具体而言，汇率市场化在保障货币政策自主性、深入践行新发展理念、加快构建新发展格局、着力构建高水平社会主义市场经济体制、更好统筹发展与安全、积极参与全球治理体系改革和建设等高质量发展的诸多方面均有重要意义。因此，在全面建设社会主义现代化国家的新征程上，要继续深化汇率市场化改革，支持中国金融开放和人民币国际化行稳致远。

关键词：中国式现代化 高质量发展 汇率市场化 金融开放

Abstract: The 20th National Congress of the Chinese Communist Party identified high-quality development as the primary task of building a modern socialist country in a comprehensive way. It also determined that this task is an essential requirement in China's modernization. Exchange rate marketization is an indispensable part of the high-quality development process. Specifically, exchange rate marketization is of great significance in ensuring the autonomy of monetary policy as well as a profound application of the new development concept. It also will play a key role in accelerating the construction of a new development pattern, focusing attention in building a high-level socialist market economic system, better coordinating development and security, and promoting active participation in the reform and construction of the global governance system. Therefore, on the new journey of building a modern socialist country in a comprehensive way, we must continue to deepen the market-oriented reform of the renminbi exchange rate and support the steady and far-reaching progress in China's financial opening and the internationalization of the renminbi.

Keywords: Chinese Modernization, High-quality Development, Exchange Rate Marketization, Financial Opening

管涛，中银证券全球首席经济学家、武汉大学董辅初经济社会发展研究院博士生导师；殷高峰，武汉大学董辅初经济社会发展研究院博士研究生。

引言

中国共产党第二十次全国代表大会提出，新时代新征程中国共产党的使命任务就是团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。同时，将加快构建新发展格局，着力推动高质量发展摆在各项战略部署之首位。人民银行党委、外汇局党组在认真传达学习党的二十大精神、研究部署金融工作促进经济高质量发展的扩大会议上提出，要深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。本文拟从推动高质量发展的角度，浅谈对下一步深化汇率市场化改革的理解。

汇率市场化是保障货币政策自主性，金融更好服务实体经济的客观需要

党的二十大报告强调，高质量发展是“中国式现代化的本质要求”之一。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展是党执政兴国的第一要务。没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。

作为世界第二大开放型经济体，中国的货币政策坚持“国内优先”原则，即中国货币政策的松紧要从国内经济增长、物价和就业的实际情况出发，而不是能被他

国货币政策或资本流动状况牵着鼻子走。尽管没有最优的汇率选择（包括汇率制度安排和汇率政策操作），但考虑到开放经济存在“三元悖论”，即汇率稳定、货币政策独立和资本自由流动三者不可得兼，为了增强货币政策的自主性和独立性，中国需要在坚持实施有管理浮动汇率制度的基础上，保持汇率政策的灵活性。正是受益于此，近年来中国坚持了货币政策“以我为主”。

2020年初新冠疫情在中国暴发后，人民银行从1月底起就综合运用数量和价格工具、总量和结构手段，引导市场利率走低，支持疫情防控和复工复产。叠加地缘政治因素等其他因素影响，当年5月底人民币汇率一度跌至十二年来的低点。但之后，在人民银行货币政策先进先出、美联储持续货币宽松的背景下，受疫情防控有效、经济先行复苏、美元走势偏弱、中美利差走阔等诸多利好支撑，人民币汇率自6月初起开始震荡走强，到年底累计上涨近10%。

从2021年下半年开始，随着中国政府重提做好跨周期调节，保持经济运行在合理区间，年底更是提出稳住宏观经济大盘，人民银行加大稳健货币政策实施力度。美联储则在通胀持续爆表情况下，于2021年底启动缩减购债，2022年3月开始加息、6月启动缩表，开启了四十年来最激进的货币紧缩周期。2022年3月初以



来，受俄乌冲突地缘风险外溢、国内疫情多点散发、中美利差倒挂加深、美元指数屡创新高等因素影响，人民币汇率冲高至6.30附近后迅速回落，并于10月底11月初最低跌至7.30附近。即使如此，本次人民币汇率调整没有引发市场恐慌，企业保持“逢高结汇”的理性行为模式，境内外汇供求基本平衡。

综上，面对世纪疫情持续冲击，人民币汇率弹性增加，成为吸收内外部冲击的“减震器”。前期，避免了全球“大放水”给中国带来的输入性流动性过剩，并使中国保留了正常货币政策空间。后期，又为中国应对超预期风险与挑战，巩固经济恢复基础，增强经济发展后劲创造了条件，因为正常货币政策是留着用的，不是攒着看的。当然，做任何选择都要接受这种选择带来的后果，包括对汇率的影响。中美货币政策重新错位，中美利差收敛甚至倒挂正是当前人民币汇率承压的重要原因。

人民银行在2022年第三季度货币政策执行报告中明确提出，要加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。为此，需要从以下几方面深化汇率市场化改革：一是健全本外币政策协调机制。根据国际货币基金组织的说

法，央行日常应该对汇率波动善意地忽视，以适应各国货币政策调整步伐的差异，但当汇率波动影响到国内金融和物价稳定时，央行货币政策需及时做出响应。二是不断丰富对跨境资本流动的宏观审慎管理政策工具箱，有效破解汇率不论固定还是浮动，都无法确保货币政策独立性的“二元悖论”难题。三是贯彻落实二十大报告中“深化金融体制改革，建设现代中央银行制度”的要求，继续推进现代中央银行制度建设和货币政策框架转型。尽可能长时间实施正常货币政策，保持人民币购买力稳定和金融体系健康。

汇率市场化是践行新发展理念，加快构建新发展格局的应有之义

当前，百年变局叠加世纪疫情，地区冲突愈演愈烈，逆全球化迅猛抬头，全球经济复苏脆弱乏力。中国正处于实现中华民族伟大复兴的关键时期，经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。党的二十大报告强调，必须完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。汇率是两种货币的比价关系，是一国经济内外循环的重要连接点，是践行新发展理念、构建新发展格局的重要市场调节力量。

通过汇率市场化促进创新发展。中国跨境人民币结算试点是从贸易开始的，但

跨境贸易中人民币收付结算的比重不高，2022年前8个月占比仅为18%。随着金融越来越开放，人民币汇率越来越具有资产价格属性，即处于在给定条件下既可能涨也可能跌的多重均衡状态，同时也经常性地出现汇率超调。从小了说，这将倒逼中国企业通过技术进步和资源合理配置提高全要素生产率，增强商品的非价格竞争力，进而改善企业贸易议价、定价能力，在跨境贸易计价和结算币种选择上争取主动，包括更多使用人民币计价结算应对汇率波动风险。从大了讲，这将推动中国加快转变外贸发展方式，由以量取胜转向以质取胜，由以货物贸易为主转向货物和服务贸易并举，由贸易大国建设成为贸易强国。

通过汇率市场化推动协调发展。2008年金融危机爆发前，中国经常账户顺差和名义GDP之比处于高位，2007年一度高达9.9%。金融危机爆发后，面对国内外复杂的经济形势，中国政府把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务，积极推行“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”的一揽子应对政策，并辅以市场供求驱动的人民币汇率升值。在此背景下，中国经常项目顺差与GDP之比快速下降并于2010年以后长期处于 $\pm 4\%$ 以内的国际合理区间。中国形成了“内需不行外需补、外需不行内需补”的均衡协调发展格局，经济平稳运行的韧性明显增强，也为构建新发展格局奠定了坚实基础。

通过汇率市场化助力开放发展。2018年以来，无论人民币汇率如何大幅波动，人民银行、外汇局除了适时调整远期购汇的外汇风险准备金率、中间价报价机制的逆周期调节因子和跨境融资的宏观审慎调节参数等宏观审慎措施外，没有进行新的行政干预。相反，中国政府稳步扩大制度型开放，推进贸易投资自由化和便利化，市场主体利用国内和国际“两个市场、两种资源”的能力不断增强。近年来，人民币股票和债券相继被纳入全球主要指数且权重有所提高，2022年国际货币基金组织也在特别提款权篮子货币定值重估中调高了人民币权重。2020年6月—2022年2月，人民币汇率震荡升值，累积幅度达13%，期间没有引入新的“控流入”措施。2022年3月至2022年10月间，人民币汇率冲高回落并跌破整数关口，人民币汇率最大跌幅也在13%以上，期间也没有出台新的“限流出”政策。迄今为止，未出现市场担心的“外资流出-汇率贬值”的恶性循环。相反，外资流出总体趋于收敛。2022年2月份以来外资持续调整人民币金融资产仓位，但6至10月份，债券通与陆股通项下跨境资金合计月均净流出569亿元人民币，较2至5月份月均净流出规模减少了47%。

汇率风险管理也关系到开放的“双循环”新发展格局的培育。近年来，人民币汇率已经初步具备随机游走和“类自



由浮动”的特征，围绕均衡合理水平上下波动、宽幅震荡成为新常态。前有2020年6—12月，人民币汇率7个月累计升值将近10%，后有2022年3—10月，人民币汇率8个月累计回调10%以上。汇率经常性地双向波动，已对涉外企业汇兑损益造成巨大影响。为适应汇率市场化和灵活性的不断提高，要在强化市场主体风险中性意识的同时，加快发展外汇市场，着力完善与发展格局相适应的外汇管理体制机制。

汇率市场化是坚持市场经济改革，坚持高水平对外开放的重要内容

党的二十大强调，实现第二个百年奋斗目标必须坚持以人民为中心的发展思想，坚持深化改革开放。坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放。汇率市场化既是改革，也是开放。

1994年初汇率并轨以来至2015年“8·11”汇改之前，人民币汇率经历了长达二十多年的单边升值行情。在此背景下，市场主体对人民币汇率双向波动既无思想也没有措施上的准备。有了外汇收入赶紧结汇成人民币，对外支出尽可能借外汇成为“只赚不赔”的操作，人民币一度成为全球最佳利差交易货币。因此，“8·11”汇改前，民间积累了巨额对外净负债。“8·11”汇改后人民币汇率中间价意外走弱，触发了外汇市场的顺周期羊群

效应。然而，2019年8月人民币破“7”之后，汇率有涨有跌的双向波动，及时释放了市场压力，避免了预期积累，保障了外汇市场平稳有序运行。

随着汇率市场化日益深化，市场主体在人民币汇率形成中发挥越来越大的作用。同时，随着人民币汇率双向波动的弹性增加，“风险中性”理念逐渐深入人心，反过来又调动了市场参与主体主动规避外汇风险的积极性。2022年前9个月，银行对客户交易中，远期与期权合计占25.2%，较2015年上升11.5个百分点，且高出国际清算银行三年一次的抽样调查，2022年4月份全球远期和期权平均占比23.6%的水平。2018年以来出现的数次汇率波动中，“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用均正常发挥。

未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期。为此，一方面，要着力提高汇率市场化程度，完善人民币中间价（或基准汇率）形成机制；另一方面，要以拓展交易范围、丰富交易工具、扩大市场主体、完善基础设施、改进市场监管、推动对外开放为重点，推动在岸人民币外汇市场的深化发展以及在岸、离岸人民币外汇市场的协同发展，为有序推进金融开放和人民币国际化提供助力。

任何汇率制度安排和汇率政策操作都各有利弊，没有适合所有国家以及一个国家所有时期的最优汇率选择。汇率灵



活面临的挑战之一就是超调，即市场汇率容易出现顺周期的、偏离基本面的过度升值贬值。所以，汇率市场化仍要注意同时发挥市场“看不见的手”与政府“看得见的手”的作用。人民币汇率中间价报价机制改革和逆周期调节因子的引入，就是中国式的汇率调控机制创新。在恪守汇率政策中性原则的同时，需要妥善引导和调控汇率预期，避免汇率大起大落。尤其在有管理浮动汇率制度下，汇率“中间解”^①会面临透明度和公信力问题。汇率预期管理不仅要靠市场沟通，还要靠市场操作。政策的逻辑与市场的逻辑相一致，政策才能够事半功倍。

汇率市场化是更好统筹发展和安全的重要抓手

党的二十大提出，必须坚定不移贯彻总体国家安全观，把维护国家安全贯穿党和国家工作各方面全过程，确保国家安全和社会稳定。其中特别提及要以经济安全为基础，要统筹传统安全和非传统安全。

如前所述，人民币汇率市场化促进了中国经济内外均衡协调发展。目前，中国已基本形成由三驾马车（消费、投资和出口）和三次产业协调拉动的经济发展格局。这将促进产业链供应链现代化发展，为着力提升产业链供应链韧性和安全水平

创造条件，进而为维护国家经济安全提供保障。

汇率市场化还有助于促进国际收支平衡和宏观经济稳定。从国内外经验来看，汇率僵化与金融开放是最危险的政策组合。汇率选择不当导致许多新兴经济体金融开放以危机收场，从亚洲经济奇迹到亚洲金融危机的逆转就殷鉴不远。中国数年前也曾因汇率僵化，遭遇“资本外流-储备下降-汇率贬值”的高烈度跨境资本流动冲击。而随着汇率市场化改革深入推进，汇率双向波动常态化，市场主体反应更趋理性化，保障了外汇市场平稳运行，保持了人民币汇率在均衡合理水平上的基本稳定。2022年二季度，民间对外净负债减少2 642亿美元，其中因汇率波动导致人民币折美元减少的负估值效应贡献了103%。这显示民间对外负债减少、货币错配改善，增强了中国对外经济部门韧性。

根据党的二十大报告，国家治理体系和治理能力现代化深入推进是党和国家未来五年的主要目标任务之一。汇率市场化改革从来都是一项“三位一体”的系统工程，既要改进汇率调控方式，也要发展外汇市场，还要理顺供求关系，这些都与国家治理体系和治理能力的现代化紧密相关。要健全中国特色宏观经济治理体系，加强财政政策和货币政策的协调配合，严

① 汇率完全固定或浮动属于“角点解”。



肃财政货币纪律，保持宏观政策的连续性、稳定性和可持续性，保持国内经济金融体系总体健康，这样才能充分享受汇率灵活浮动和资本流动带来的福利。面对汇率波动和资本流动带来的冲击和风险，要秉承“预案比预测更重要”的原则，既要改进国际收支流量、存量统计和监测，又要做好情景分析和压力测试，并拟定相应的应对预案，提高开放条件下风险防控和管理能力，避免跨境资金大进大出和人民币汇率大起大落。

汇率市场化是积极参与全球治理体系改革和建设，构建命运共同体的重要保障

大会强调，中国坚持对外开放的基本国策，推动建设开放型世界经济。坚持经济全球化正确方向，共同营造有利于发展的国际环境，共同培育全球发展新动能。积极参与全球治理体系改革和建设，推动全球治理朝着更加公正合理的方向发展。

由于美联储前期低估了国内通胀程度，行动迟缓，导致加息严重落后于市场通胀曲线。当前美联储亡羊补牢，采取“追赶式加息”对抗通胀，新一轮强势美元周期开启，国际资本大量回流美国，全球“美元荒”加剧，无论是发达经济体还是新兴市场经济体都遭受巨大冲击。这再度充分暴露了现行美元本位的国际货币体系的内在缺陷，即美国经济政策依然深

陷难以同时兼顾内外均衡的“特里芬难题”。此外，主要储备货币发行国将本币作为实施经济金融制裁的“武器”，肆意冻结他国海外资产或将他国主要金融机构“踢出”全球金融基础设施，进一步动摇了现行国际货币体系的信用根基。

深化汇率市场化改革，有助于人民币摆脱对国际关键货币的过度依赖，降低国家对于外汇储备的需求，减少对外风险敞口。2018年以来，不论人民币汇率大涨还是大跌，人民银行均恪守了汇率政策中性，基本退出了外汇市场常态干预，月度央行外汇占款和季度交易引起的外汇储备资产变动均大为收敛。这让中国一定程度跳出了“美元陷阱”，在本轮美元强弱周期转换中避免了被“割韭菜”。2008年11月（美联储启动第一轮量宽）—2013年12月（美联储启动缩减购债前夕），中国投资者累计净买入中长期美债2 761亿美元，相当于同期美国国债新增额的4.1%；2020年3月（美联储启动无限量宽）—2021年10月（美联储启动缩减购债前夕），中国投资者累计净买入中长期美债191亿美元，仅占0.3%。到2022年8月，外国投资者持有美债余额中，中资占比为12.9%，较2011年7月高点回落了15.2个百分点。

党的二十大报告提出，推动构建人类命运共同体，是中国式现代化的本质要求之一。汇率市场化有助于提高人民币的独立性和国际公信力，增强中国维护和塑造



多元稳定的国际经济格局和经贸关系的能力，推进高水平对外开放，支持中国践行真正的多边主义，促进世界多极化和国际

关系民主化，推动全球治理朝着更加公正合理的方向发展。^[N]

学术编辑：曾一已

参考文献：

- [1]陈卫东,谢峰.我国汇率制度未来改革及其面临的约束[J].国际金融研究,2018(06):3-11.
- [2]国家外汇管理局. 2022年上半年中国国际收支报告[R/OL]. 国家外汇管理局, 2022-09-29[2022-11-17]. <http://m.safe.gov.cn/safe/file/file/20220929/8aa69cd0848f4a24a7fbf647e45d2fe0.pdf>
- [3]国家外汇管理局. 外汇局党组进一步传达学习党的二十大精神 研究部署全系统学习宣传贯彻各项工作[EB/OL]. 国家外汇管理局, 2022-11-16 [2022-11-17]. <http://m.safe.gov.cn/safe/2022/1115/21743.htmlhttps://baijiahao.baidu.com/s?id=1749115516024715937&wfr=spider&for=pc>
- [4]潘功胜.深入学习贯彻习近平总书记关于金融工作重要论述精神 推动外汇管理工作高质量发展[J].机关党建研究,2022(07):27-29+19.
- [5]伍戈,陆简.全球避险情绪与资本流动——“二元悖论”成因探析[J].金融研究,2016(11):1-14.
- [6]易纲, 汤弦. 汇率制度的“角点解假设”的一个理论基础[J]. 金融研究, 2001 (8): 5-17.
- [7]易纲.建设现代中央银行制度//党的二十大精神报告辅导读本[M].北京:人民出版社, 2022.
- [8]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+4.
- [9]中共新华社党组.坚定不移推进高质量发展(深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想)——深入学习《习近平谈治国理政》第四卷[N/OL].人民网—人民日报, 2022-09-04 [2022-11-17]. <http://dangjian.people.com.cn/n1/2022/0914/c117092-32525469.html>
- [10]中国人民银行. 人民银行党委、外汇局党组认真传达学习党的二十大精神[EB/OL]. 中国人民银行, 2022-10-25 [2022-11-17]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4690599/index.html>
- [11]中国人民银行. 2022年第三季度中国货币政策执行报告[R/OL]. 中国人民银行, 2022-11-16 [2022-11-17]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4714197/2022111619490056498.pdf>
- [12]中国人民银行. 中国人民银行行长易纲出席第38届国际货币与金融委员会会议[EB/OL]. 中国人民银行, 2018-10-13 [2022-11-17]. <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128728/128832/3643754/index.html>
- [13]Cochrane J H. Inflation Past, Present and Future: Fiscal Shocks, Fed Response, and Fiscal Limits[R]. National Bureau of Economic Research, Working Paper 30096, 2022-05.
- [14]Gourinchas P O, Rey H, Sauzet M. The international monetary and financial system[J]. Annual Review of Economics, 2019, 11: 859-893.
- [15]IMF staff. Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows[R/OL]. International Monetary Fund, 2022-03-30 [2022-11-17]. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/03/29/Review-of-The-Institutional-View-on-The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-515883>
- [16]International Monetary Fund. Global financial stability Report[R/OL]. IMF Library, October 2022 [2022-11-17]. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>
- [17]Kalemli-Özcan . US monetary policy and international risk spillovers[R]. National Bureau of Economic Research, Working Paper 26297, 2019-12.
- [18]McDowell D. Financial sanctions and political risk in the international currency system[J]. Review of International Political Economy, 2021, 28(3): 635-661.
- [19]Obstfeld M. Models of currency crises with self-fulfilling features[J]. European economic review, 1996, 40(3-5): 1037-1047.