

人民币汇率制度从固定汇率逐步演进至现在有管理的浮动汇率制度，主要经历了1994年汇改、2005年“7.21汇改”和2015年“8.11汇改”这三次重要的改革，人民币汇率的市场化程度逐步增强。回顾人民币汇率数十年来的改革历程，我们在曲折中吸取了教训，也积累了宝贵的经验：要始终坚持汇率制度市场化的改革方向，要选取合适的改革时间窗口并做好前瞻性指导。未来汇率市场化改革还将继续深入，我们需要从当前汇率制度存在的问题出发，循序渐进地进行调整，最终实现人民币汇率制度的更大弹性。

## 人民币汇率改革的演变轨迹

从1953年我国建立统一的外汇体系开始，人民币汇率制度几经演变；特别是改革开放之后，人民币汇率经历了从固定汇率到双重汇率再到有管理的浮动汇率制度。回顾几十年来人民币汇率改革的演变轨迹，期间虽有曲折和反复，但始终坚守市场化的改革方向，人民币汇率的市场化程度和双向浮动的弹性显著加强。以1994年汇改、2005年“7.21汇改”和2015年“8.11汇改”这三次重要的汇率制度改革为时间节点，我们可以将人民币汇率制度的演变历程分为四个阶段。

### (一)1994年之前，从单一汇率制度到双重汇率制度

新中国成立之后的1953年，我国开始建立统一的外贸和外汇体系，人民币实行单一的固定汇率制度，当时人民币兑美元的汇率为2.62。两年后，经过币制改革，人民币兑美元汇率被调整至2.46，固定汇率的制度安排一直延续至布雷顿森林体系瓦解之前。1973年，布雷顿森林体系崩溃，我国开始实行盯住一篮子货币的固定汇率制度，以对各国的贸易量计算相应篮子货币的权重。从1973年到1979年，人民币兑美元汇率逐步从2.5上升至1.5左右。但在实际市场中，出口企业获得1美元所对应的换汇成本大约为2.75元人民币，人民币汇率被严重高估。在这种情况下，外贸企业出口以及外资进入的意愿都受到打击，从而导致我国的外汇储备量难以增加，甚至到1980年降为负值。

为了鼓励外贸企业出口创汇、支持我国经济发展，我国于1981年开始实行双重汇率制度，即官方汇率与贸易体系内部结算价并存的双重汇率模式，前者适用于非贸易部门，对应人民币兑美元汇率维持在按一篮子货币计算的1.5左右，而后者用于贸易部门结算，汇率根据市场实情调整至2.8左右。这样一来，外贸企业的盈利大幅上升，带动外汇储备增至1983年的89亿元。但与此同时，未被纳入外贸体系的企业出口面临的亏损日益严重，由此导致外汇储备在1984年不升反降，外汇体制需要进一步改革。

1985年，我国取消了贸易体系内部结算价的设置，同时实施外汇留成制度，为企业出口提供便利，最初企业可保留10%左右的外汇。此外，国家还建立了外汇调剂市

场，企业或个人可以在该市场上将自己留成的外汇进行交易，价格由交易双方商定，由此便形成了一种新的“官方汇率+调剂市场汇率”两轨并行的双重汇率制度。

## (二)1994年汇改，人民币汇率市场化改革的开端

随着外汇调剂市场贸易规模的日益扩大，这种汇率制度的弊端开始显现。民间调剂市场的外汇交易量逐步超过官方市场，到1993年，80%以上的外汇交易都发生在调剂市场，外汇储备更多集中在了私人部门手中，“藏汇于民”的情况使得政府对外汇市场的控制力受到挑战。此外，两市场间汇差显著拉大，1993年，官方汇率基本维持在5.8左右，而调剂市场上人民币兑美元汇率则一度超过了11。在外汇管制的条件下，两市场间巨大的汇差使得寻租腐败现象日益猖獗。事实上，伴随着当时国家市场经济改革决心和力度的加大，一场真正意义上的汇率市场化改革正在酝酿。

1994年汇率制度改革如期而至，成为我国汇率市场化改革过程中的里程碑事件。这次汇改主要包括三方面内容：第一，实现汇率并轨，形成以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率随之从原先的5.7跳贬至8.7，并在之后的十年里维持在8.3左右的水平。第二，取消外汇留成和上缴制度，转为实行强制结汇制度，中资企业需要将出口所得外汇悉数到银行进行结汇。第三，建立全国统一、规范性的外汇市场。不同于此前的外汇调剂市场，外汇市场的交易主体是银行，“私人部门—银行—央行”这样的结售汇闭环形成，使得央行的货币政策与贸易、汇率等因素的关联得以加强。

1994年汇改取得了明显的效果：首先，经常账户逆差得以逆转，汇改当年我国经常账户就实现54亿美元的顺差；其次，外商直接投资明显增加，经常账户与外商直接投资顺差之和占GDP的比重从1993年的4.8%增长至1995年的8.2%，由此带动外汇储备规模的显著增长，到1997年末我国的外汇储备存量已至1050亿美元。这为我国应对1997年亚洲金融危机和2001年加入WTO提供了强有力的储备基础。

## (三)2005年“7.21汇改”，人民币汇率制度开始向真正的浮动汇率制度迈进

进入21世纪，我国经济运行面临的国内外形势都发生了显著变化。一方面，2001年我国正式加入世贸组织，我国的贸易出口量随之大规模增长，经常账户顺差由2000年的205亿美元增长至2005年的1324亿美元，国内经济进入高速增长阶段，GDP平均增速在10%以上。另一方面，美国经济受到“9.11”事件和互联网金融泡沫破灭的冲击，美联储在2001年一年间连续降息11次，此后一直维持低利率水平。在这种情况下，境内外利差拉大，外资开始大举进入我国市场，导致我国金融账户顺差显著增加，国际收支双顺差的格局带来外汇储备的迅猛增长。而此时，人民币汇率却依旧维持在8.27的水平，人民币面临较大的升值压力。

2005年上半年，随着世界经济企稳、美联储稳步加息、国内经济运行平稳，我们迎来了新一轮汇率改革的时间窗口。2005年7月21日，央行宣布改革汇率形成机制，主要包括三个方面：第一，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率不再是单一盯住美元，人民币汇率从8.27一次性升值2.1%至8.11。第二，人民币汇率中间价的形成参考上一交易日的收盘价，但维持汇率0.3%的日浮动区间不变。第三，为配合汇率制度改革，我国进一步丰富了外汇市场的交易品种和主体，包括增加外汇远期和互换业务，扩大外汇远期结售汇业务的试点范围。到2006年1月4日，我国对中间价形成机制进行了进一步的调整，引入询价模式和做市商制度，即做市商在每日开市之前，向中国外汇交易中心报价，当日汇率中间价由去掉做市商报价中的最高、最低报价后加权平均得到。由于各做市商所报的价格及其在中间价形成过程中所占权重等信息是非公开的，这就意味着在汇率中间价形成过程中央行有较大的操作空间。

2005年“7.11汇改”使得人民币汇率回到有管理的浮动模式，但市场整体平稳。人民币兑美元汇率在此后进入上升通道，但从启动汇改当天到2005年末，人民币汇率仅升值0.5%，未出现大规模的波动。此外，在单边升值预期下，我国的国际收支情况并未出现恶化反而有所改善，2005年下半年，金融账户产生520亿美元顺差，外汇储备增加1262亿美元。

#### (四)2015年“8.11汇改”后，人民币汇率逐步实现双向浮动

汇率制度改革主要包含两个维度：一是增强汇率浮动的弹性，二是强化汇率中间价的市场化形成机制。2005年后，人民币汇率的波动区间逐步扩大：2007年5月，汇率浮动区间从0.3%小幅扩大至0.5%；2012年4月21日，央行宣布将银行间外汇市场汇率的浮动区间扩大至1%，2014年4月，汇率的日波幅进一步扩大至2%。相较汇率弹性的增强，汇率中间价的市场化改革则相对滞后。与此同行，从2014年开始，我国的经济环境也发生了变化，人民币汇率面临贬值压力。2013年底，美国开启货币政策正常化进程，美元随之走强，并带动人民币相对于全球其他主要货币有效汇率升值。而在此期间，中国经济增速有所放缓，走强的人民币汇率和走弱的实体经济出现矛盾，使得市场对人民币由升值预期转向贬值预期，人民币汇率中间价与交易价差大幅走扩。

2015年8月11日，中国人民银行宣布优化人民币对美元汇率的中间价报价机制。改革内容主要包括两方面：第一，做市商在对人民币兑美元中间价报价时主要参考上一交易日的汇率收盘价；第二，8月11日当天央行一次性将人民币兑美元汇率中间价贬值1136个BP。“8.11汇改”对市场造成了不小的冲击，此后人民币汇率进入了近一年半的贬值区间，并伴随着资本的大规模流出。

面对“8.11汇改”引发的市场剧烈波动，央行在此后及时调整汇率中间价形成机制

以稳定市场。央行于2016年2月正式发布新的人民币汇率中间价的定价公式，即“中间价=上一交易日收盘价+一篮子货币汇率变化”，要求做市商在对中间价报价时，适度调整人民币兑美元汇率，以维持人民币对一篮子货币汇率的基本稳定。2016年下半年开始，人民币面临的贬值压力再度抬升，2017年5月26日，央行宣布在人民币汇率中间价定价机制中引入“逆周期因子”，逆周期因子由反映市场供需情况的汇率变动经过逆周期系数调整后得到，至此形成了现行的“上一交易日收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”三因素共同决定的汇率中间价形成机制。此后至今，人民币汇率的单边贬值预期逐步化解并逆转，人民币汇率企稳回升，开启双边浮动模式，人民币汇率波动的弹性也在逐步加大。

“8.11汇改”的启动是我国汇率市场化改革进程中的重要一步。在市场对人民币由升值转向贬值预期的状况下，启动汇率改革，下调人民币汇率，是纠正被高估的人民币兑美元汇率、缓解贬值预期的合理选择。此外，“8.11汇改”重点优化了人民币汇率中间价形成机制，使得中间价的形成主要由外汇市场供求情况决定，做市商报价来源更为透明，很大程度上缩小了央行对汇率中间价的操控空间。同时“8.11汇改”也是促进人民币加入SDR、推动人民币国际化进程的重要助力。但不可否认的是，此次汇改后引发的一系列市场震荡并非偶然，我们在肯定成果的同时，也需要吸取教训、总结经验。

## 人民币汇率改革的历史经验

回顾人民币汇率过去四十余年的改革历程，有以下两点经验值得总结和借鉴：

### (一)坚持汇率制度市场化的改革方向

汇率作为资本市场上重要的价格指标，在调节市场供求、资源配置等方面起着重要的作用。人民币汇率制度的改革路径整体是朝着市场化方向进行的，从单一的固定汇率制度到参考一篮子货币、有管理的浮动汇率制度，汇率在逐步拓宽的波动区内实现双向浮动。在人民币汇率的形成过程中，政府逐步退出常态化的干预、转为让市场发挥更大的作用。深化汇率制度的市场化改革、增强汇率形成过程中市场的决定作用，有利于市场形成合理的预期，减少因预期变化而对市场造成的冲击；此外，提高汇率双向波动的弹性，有助于货币的升值或贬值压力通过汇率变动被及时、自发消化，平滑市场波动，使汇率发挥自动稳定器的作用。

### (二)改革要选取合适时机并做好前瞻性指导

历史上每次汇率改革之前，人民币汇率都存在一定程度的升值或贬值预期，但是与此前几次汇改后相对平稳的市场反应不同，“8.11汇改”后市场表现震荡。究其原因，除改革的内容本身外，在推行时间和前期铺垫工作上也存在一些问题：首先，

改革选择的时间窗口有待商榷。2015年6月，中国股市遭遇暴跌，汇率贬值叠加了股市低迷。其次，汇改超出市场预期。汇改之前，人民币汇率波幅维持在2%左右，离岸市场人民币的互换利率也基本维持在150点的低位，说明市场对此次汇改没有准备，政策发布后出现恐慌。因此，政策制定要选取合适时机并做好前瞻性指导，降低政策调整给市场带来的负面影响。

## 人民币汇率改革的未来趋势

深化汇率市场化改革将是长期的路径选择，最终实现人民币汇率的自由浮动，政府仅在特殊情况下加以适度调节。我国金融开放程度正在日益加深，需要更为市场化的汇率制度与之相匹配，未来需要进一步深化汇率制度的市场化改革。当然，改革是一个循序渐进的过程，需要做的是从当前汇率制度存在的问题出发，由浅入深，逐步扩大汇率波动弹性，增强汇率形成过程中市场的决定性作用，最终实现汇率的自由浮动。

在我国现行的汇率形成机制下，汇率实现自由浮动尚存障碍。第一，人民币汇率中间价未完全反映市场供求状况。对于中间价报价这一机制而言，中间价作为外汇市场的每日开盘价，本身并非直接由市场交易产生，并未真正反映市场状况。特别是逆周期因子的引入，实质上进一步加大了央行对汇率中间价的调控空间。第二，汇率波动幅度限制仍然存在。目前国际收支项下的金融项目仍实行一定的管理，使得外汇市场供求关系受到一定的制约，不能全面、真实地反映市场主体对外汇的供求关系。虽然人民币汇率的波动幅度在逐步扩大，但是受到汇率波动区间的限制，人民币汇率的灵活性受到较大的制约。第三，外汇市场避险工具的缺失使微观主体承受较大的外汇风险。人民币汇率的弹性浮动区间加大使从事国际贸易的市场主体所承受的外汇风险呈现加大之势，在我国目前外汇期货等衍生交易工具比较匮乏的情况下，会增加微观市场主体的汇率风险。第四，不完善的金融市场和非市场化的利率水平决定了这两个条件的实现还需要较长的时间。如果中国实行完全自由浮动汇率制度，将无法享受到浮动汇率制度带来的好处而可能要承担在浮动汇率制度下汇率波动剧烈造成的损失。

尽管短期内中国不太可能采用浮动汇率制度，但是进一步提高人民币汇率的弹性是一种难以避免的趋势，这是更好地发挥汇率在国际收支调节过程中的作用，以及保持我国货币政策独立性的必然要求。未来进一步渐进有序推进汇率市场化改革，需要采取以下措施：第一，考虑适当延长形成收盘价的时点。当前人民币外汇市场运行时间已延长至北京时间9:30-23:30，而收盘价形成时点仍为北京时间16:30未变。根据汇率中间价的公式，中间价由汇率的日间波动和隔夜波动共同决定，日间波动反映市场供求变化，而隔夜波动则是央行为维持一篮子货币稳定而做的调整。适度延长收盘价的形成时点，就可以增加日内波动，提升市场因素在汇率中间价形成过程中的比重。第二，以市场形成的定盘价取代中间价。中间价对市场行情的反映

程度不高，后期随着人民币外汇市场的逐步发展，待到人民币外汇交易可以实现近乎24小时不间断运行时，可考虑取消汇率中间价的定价机制，以定盘价作为基准汇率，这样更能反映市场的供求情况。第三，央行应当结合市场环境和市场主体的发展状况，逐步丰富外汇期货、扩大外汇期权种类等适应市场投资需求的金融衍生产品，为微观主体提供对冲风险的工具。第四，政府需要在宏观与微观两个层次上建立全面有效的外汇风险监控体系，根据外汇不同期限、不同币种的净头寸以及外汇资产与负债期限状况等方面，制定有效的风险控制措施。最后，央行需要减少干预外汇市场的频率，除了直接干预方式以外，诸如通过调整利率来影响汇率、信号宣示效应等间接干预方式也可以逐渐采用。

(谭小芬中央财经大学金融学院教授；梁雅慧中央财经大学国际金融研究中心兼职研究员。本文得到国家自然科学基金委“防范和化解金融风险”[批准号71850005]的资助。)

来源: 中国金融新闻网

关注同花顺财经微信公众号(ths518)，获取更多财经资讯