

# 中国外汇市场 70 年:发展历程与主要经验\*

王国刚 林楠

**摘要:**中国外汇市场发展和人民币汇率改革紧密相连,70 年来大致经历了三个历史时期。其中,外汇市场发展经历了艰难探索、形成发展和创新发展三个时期;人民币汇率形成机制经历了行政定价的单一汇率体制、探索人民币汇率形成机制和人民币汇率市场化改革三个时期。中国外汇市场发展 70 年历史经验表明:应坚持维护国家主权和人民利益,坚持为经济发展服务的总方向,坚持稳步有序推进外汇市场建设的策略,坚持货币政策操作的创新,坚持守住不发生系统性金融风险的底线。

**关键词:**外汇市场 汇率市场化改革

当今世界,几乎每个国家的发展都与国际社会密切相连。这既由自然禀赋资源的差别性所决定,也由科技、管理、信息、经验和外交等的差异性所决定,还由制度、市场、人文和历史等的异质性所决定。有国际经济交往,就需要有外汇,也就有了外汇市场的存在和发展。新中国 70 年,外汇是中国经济发展中不可或缺的经济资源,外汇机制始终贯穿于经济发展的各个阶段,也是中国经济主权的重要体现。<sup>①</sup>有一种说法,认为改革开放之前的 30 年计划经济期间,中国实行的是封闭型政策,几乎没有国际经济往来。其潜台词是,在这一时期,中国没有(或几乎没有)外汇机制,但这显然不符合历史事实。事实上,改革开放前,中国虽然没有公开的外汇交易市场,但有明确的外汇管理制度和汇率体系。1978 年改革开放后,外汇市场在体制转型中逐步成长,到 1994 年之后才初步形成;与此相比,汇率体系的市场化形成机制在 2005 年汇改后才迈出决定性的第一步,迄今仍有待改革的进一步深化。中国 70 年的实践证明,外汇机制依托于实体经济并服务于实体经济,它受到经济体制的严重制约,但归根到底由经济发展的内在要求和国际化水平所决定。

## 一、中国外汇市场发展的历史演进

在新中国 70 年历程中,外汇市场发展大致经历了艰难探索期、形成发展期和创新拓展期三个历史时期。根据发展的特点不同,每个历史时期又可分为若干阶段。

第一个历史时期为 1949—1978 年的 29 年,是艰难探索的过程。这一时期的基本背景是,在计划经济体制下,中央政府对外汇收支实行高度集中的指令性计划管理,不存在外汇市场。伴随经济体制围绕管理权的收放经历三次较大调整,外汇资源的配置也对应发生了变动。其中,各项外汇收入必须交给国家,用汇实行计划分配,体现了“收”;“外汇分成”体现了“放”。这一时期大致上可分为三个阶段:

第一阶段(1949—1953 年)为人民币法定地位确立中的外汇集中管理阶段。

新中国成立之前,中国的货币主权曾受到帝国主义列强的严重侵犯,在上海、北京和天津等主要城市流通的美钞高达 3 亿美元。新中国成立后,如何在全国范围内建立人民币本币制度成为首要任务。为了使人民币成为唯一法定货币,迅速占领生产、交易和消费等市场,中央和各级政府采取了一系列措

\* 王国刚,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心,邮政编码:100872,电子邮箱:wgg3806@sina.com;林楠,中国社会科学院金融研究所、国家金融与发展实验室,邮政编码:100028,电子邮箱:ln831@163.com。本文是国家自然科学基金应急重大项目(71850009)的阶段性研究成果。感谢匿名审稿人的意见,文责自负。

<sup>①</sup> 外汇机制主要由三部分构成:外汇管理制度、汇率体系和外汇交易市场。它们虽然紧密相连,但又各有侧重和特点。

施整顿币制。此后,很快从根本上扭转了旧中国外汇收支长期逆差的局面,在国际贸易上取得了主动权。1950年中国人民银行开始公布全国统一的人民币汇率。其中,人民币兑美元汇率是根据人民币对美元的出口商品比价、进口商品比价和华侨日用品生活费比价三者的加权平均数来确定的,同时,按照国际市场相对价格水平的变动进行调整。1951年,当时的中央贸易部依据重要性制度,将出口货物分为甲、乙、丙三类,并制定相应的政策,即甲类出口货物与重要的进口货物交换,乙类的出口货物与次要的进口货物交换,丙类的出口货物换成货物或出口后收取瑞士法郎、英镑等外汇,记账外汇由此产生。

第二阶段(1953—1958年)为探索外汇平衡机制阶段。1953年,中国进入“一五”计划实施时期。鉴于各项进口工业设备和建设器材所需外汇主要是靠出口农产品换来的,1955年,陈云强调指出,应增强工业品出口换汇,以支持进口机器搞建设。1957年,为了鼓励各地方积极完成出口计划并争取超额出口,中央决定实行外汇分成,将所得外汇给地方一定比例的提成。与此同时,在经济工作“三大平衡”(即“财政、信贷和物资”的各自平衡和彼此间的综合平衡)的基础上,加上了外汇平衡,从而形成了国民经济四大平衡(即“财政、信贷、物资和外汇”综合平衡)的指导思想。

第三阶段(1958—1978年)为曲折前行的艰难探索阶段。1958年以后近20年间,中国经济经历了“大跃进”、“三年自然灾害”和“文化大革命”的坎坷曲折,国民经济的各主要比例关系严重失衡。国际上,1971年以后布雷顿森林体系崩溃引致西方国家开始采取浮动汇率制,但中国外汇机制的形成依然坚韧推进。主要表现有三:一是除对个别外币公开贬值或升值外,人民币汇率基本上稳定。二是外汇收入增长。1963年、1964年和1965年3年间,随着对外贸易复苏,银行的外贸贷款持续增加(1963年为27亿元,1964年为39亿元,1965年为53亿元),银行的外汇收入迅速增加,积极支持了外贸扩大进出口业务所需资金。三是汇率定价机制调整。1968年,中国开始尝试使用人民币在对外贸易中计价结算,以避免汇率风险。1972年6月23日,随着英镑浮动,中国改按“一篮子货币”计算调整人民币汇价,在维持人民币名义有效汇率基本稳定的基础上对人民币汇率做相应调整。

第二个历史时期为1978—2013年的35年,是中国外汇市场形成发展的过程。这一时期的背景是,1978年底,中国迈出了改革开放的步伐。在建立社会主义市场经济新体制过程中,建立中国外汇市场是开放型经济体系中不可或缺的内容。这一时期的外汇市场建设大致可分为三个阶段:

第一阶段(1978—1989年)为中国外汇市场的尝试性发展阶段。1979年以前,中国的外汇业务由中国银行统一经营。随着改革开放步伐的迈出,1979年以后,中国开始逐步建立健全外汇管理机构和多家金融机构经营外汇体制,同时,开始实行外汇留成(即允许企业保留部分额度或现汇外汇留成)制度。1980年10月,中国银行开始办理外汇调剂业务。1981年8月,以外汇额度有偿调剂为特点的交易市场开始形成。1985年,随着贸易结算价的取消,外汇调剂市场加速发展。1985年11月,深圳率先设立了外汇调剂中心;1988年9月,上海开办了外汇调剂公开市场,实行公开竞价交易和集中清算制度,同时放开了外汇调剂市场汇率,令其随市场供求状况浮动。伴随着调剂外汇汇率的放开,中国人民银行通过制定“外汇调剂用汇指导序列”对调剂外汇的用途(或外汇市场准入)加以引导,市场调节作用日益增强。由此,中国外汇市场的尝试性形态(外汇调剂市场)基本形成。

第二阶段(1989—1994年)为外汇市场基本框架的形成阶段。主要表现有三:一是汇率双轨制的形成。随着外汇调剂业务的扩展,中国实际上形成了官方汇率和市场汇率并存的局面。1991年4月9日以后,官方汇率由此前的大幅度一次性调整转为小步缓慢调整。1992年下半年,外汇调剂市场出现人民币汇价急剧贬值。1993年7月12日,中国人民银行第一次入市干预外汇调剂市场,平抑汇价,使人民币兑美元的汇率基本稳定在1美元兑换8.6~8.8元人民币。二是居民个人介入外汇交易。1991年11月,放开了居民个人持有的外汇参与外汇调剂的限制,以满足居民用汇需求。三是外汇调剂市场的功能增强。到1993年末,受外汇调剂市场汇率调节的外汇收支活动占到了80%。在这一阶段,外汇调剂市场虽然有了明显发展,其功能也在扩展,但它还只是一个初级形式的外汇市场,尚不属于以金融机构为主体的充分贯彻市场机制的外汇市场。1993年11月,党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确要求:“改革外汇管理体制,建立以市

场为基础的有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场。逐步使人民币成为可兑换的货币。”

第三阶段(1994—2013年)为外汇市场的市场化发展阶段。1994年1月1日,中国实行人民币汇率的并轨(即由官方汇率和市场汇率并存的“双轨”格局转为单一市场汇率),推出了以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制。同时,实行了银行结售汇制度,企业、个人符合规定的外汇收支按照市场汇率在银行办理兑换,形成了银行与客户间的零售外汇市场。1994年4月,全国统一的银行间外汇市场(即中国外汇交易中心系统)在上海正式成立。从此,中国外汇市场进入了新的发展阶段。

1994年以后的中国外汇市场是一个双层市场体系,即银行零售外汇市场(即企业和个人在银行办理结售汇业务)和全国统一的银行间外汇市场(即银行之间平盘结售汇头寸并开展自营交易)并存的格局,但在2005年汇改之后,这一体系发生了从银行零售外汇市场为主到银行间外汇市场为主的转变。

2005年7月21日的汇率改革,是中国外汇市场向市场化方向发展的一个关键性节点。此次汇改后,中国人民银行出台了一系列配套措施,推进了外汇市场建设,外汇市场机制逐步形成,其中包括:通过建立外汇一级交易商制度,完善人民币汇率间接调控体系;通过引入国际通行的询价交易方式、做市商制度,改进人民币汇率中间价的形成方式,促进银行间即期外汇市场的发展;银行间人民币远期市场、掉期市场取得长足发展。从交易工具看,2005年前仅有即期和远期两类产品,目前已扩大至即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权产品,具备了国际市场基础产品体系。从交易币种看,从此前的人民币对美元、欧元、日元和港元4种交易货币逐步增加至涵盖中国跨境收支的主要结算货币。交易品种和币种的不断丰富,满足了多样化汇率风险管理需求。从市场主体看,2005年汇改前,中国外汇市场相对封闭。2005年汇改后,银行间外汇市场已打破了原先单一的银行参与者结构,市场主体不断扩大,形成了多样化的市场主体层次。从交易模式看,2005年前银行间外汇市场采用电子集中竞价单一模式,现已形成电子集中竞价、电子双边询价、做市商制度和货币经纪公司声讯经纪服务多样化的交易模式。从基础设施看,2005年以后中国外汇市场已在场外交易中尝试开展集中净额清算,交易报告库建设初具雏形,中国外汇交易中心作为交易主平台和定价中心、上海清算所作为中央对手集中清算机构的专业化服务功能日益成熟。

从交易量看,经过1994—2004年10年的发展,2004年中国外汇市场交易量达到9583亿美元(其中,银行零售外汇市场和银行间外汇市场分别为7493亿美元和2090亿美元)。与此相比,经过2004—2013年近10年的发展,2013年外汇市场交易量达到11.2万亿美元(其中,银行零售外汇市场和银行间外汇市场分别为3.72万亿美元和7.53万亿美元,较2004年分别增长4倍和35倍)。<sup>①</sup>

第三个历史时期为2013年至今,是中国外汇市场创新发展时期。迄今为止,这一时期大致可分为两个阶段:经济新常态下的外汇市场稳步发展和新时代下的外汇市场深化改革。

从第一阶段看,党的十八大以后,中国经济发展进入“三期叠加”(即增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期)的新常态阶段。习近平总书记指出:“要把适应新常态、把握新常态、引领新常态作为贯穿发展全局和全过程的大逻辑。”在新常态下,中国外汇供求在波动中趋向基本平衡。主要特点是:

第一,进一步明确了外汇市场改革的方向。2013年11月,党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》强调:“建设统一开放、竞争有序的市场体系,是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”,要“建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系”。这实际上,进一步明确了外汇管理的目标和职能,为进一步深化外汇市场发展指明了方向。

第二,企业结汇意愿减弱。2014年以后,从银行和企业结汇意愿来看,受当时美联储的量化宽松政策退出和美元指数走强影响,银行和企业结汇意愿下降而购汇意愿增强,私人部门和金融机构的外汇存款增长较为明显且波动明显高于其他时期。综合来看,外汇市场供求虽基本上趋于平衡,但跨境资金却经历了从净流入到基本平衡再到净流出的转变。

第三,稳步发展遇到挑战。2015年下半年以后,中国外汇市场经历了一轮高强度的外部冲击。

<sup>①</sup>王春英、贾宁,2014:《中国外汇市场发展回顾与展望(上)》,《清华金融评论》第4期。

自2015年8月11日人民币兑美元汇率中间价贬值近2%后,人民币汇率贬值与2015年12月至2016年1月中国股市异常波动相互叠加,中国外汇储备快速下降,汇率波动和跨境资本流动外部冲击风险加大。从守住底线看,外汇市场非理性波动成为宏观审慎管理的系统性风险来源之一。2016年中期以后,中国外汇管理部门采取果断措施,稳住了人民币汇率走势。

第四,人民币加入特别提款权。2016年10月1日,人民币“入篮”SDR正式生效。这既为人民币国际化提供了良好的契机,也要求中国金融市场加大对外开放力度。为支持人民币“入篮”,2015年7月中国人民银行向境外央行、国际金融组织和主权财富基金开放了银行间债券市场,2015年9月又向这些国际机构开放了银行间外汇市场。截至2015年9月,已有27家境外央行类机构进入银行间外汇市场。

第五,外汇市场的功能更加明确。2016年3月通过的“十三五”规划纲要明确提出:中国应努力做到“对外开放深度广度不断提高,全球配置资源能力进一步增强,进出口结构不断优化,国际收支基本平衡。”由此,对外汇管理和外汇市场提出了更高的要求。

从第二阶段看,进入新时代以后,中国外汇市场改革发展更加重视制度性建设和防范系统性金融风险,有效维护国家金融安全。

2017年5月,《中国外汇市场准则》正式发布,这是中国外汇市场自律机制的基础性制度,意味着中国外汇市场规则的国际化又迈出了重要一步,有助于进一步提高人民币汇率形成机制的市场化程度。

2017年7月,习近平总书记在第五次全国金融工作会议上强调“要坚定深化金融改革。要优化金融机构体系,完善国有金融资本管理,完善外汇市场体制机制。”

2019年2月22日,在主持中央政治局第十三次集体学习时,习近平总书记强调指出:“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险,是金融工作的根本性任务。”对外汇市场而言,主要任务是把防范化解外汇领域的各种风险隐患放到更加重要的位置,坚持综合平衡、科学监管,切实维护国际收支平衡和外汇市场稳定。

## 二、人民币汇率形成机制的历史演进

人民币汇率与中国外汇市场相辅相成、紧密相连。一方面,外汇市场是人民币汇率形成机制显示和验证的主要场所,它直接制约着人民币汇率形成机制的有效性程度;另一方面,有什么样的汇率形成机制就会有怎样的外汇市场,由此,人民币汇率的形成机制直接制约着中国外汇市场的发展方向和功能发挥。新中国70年,伴随着中国外汇市场的从无到有、培育和发展,人民币汇率形成机制也在调整 and 变化之中。在高度集中计划经济体制下,由于不存在外汇市场,人民币汇率仅仅是充当核算工具而并没有发挥经济杠杆的作用,人民币汇率水平的调整主要由行政机制决定。改革开放后,人民币汇率体制经过了由官定汇率到市场决定,从固定汇率到有管理浮动的演变。70年间,人民币汇率形成机制大致经历了三个历史时期:

第一个历史时期为1949—1978年的29年,是行政定价的单一汇率体制。在计划经济时期,中国经济的国际交往较少,难以论及外部均衡,人民币汇率体制经历单一盯住英镑、盯住一篮子货币再到单一盯住美元的演变,同时,经历了以下三个阶段的调整:

第一阶段为1949年前夕—1953年初的4年,是实行单一浮动官定汇率阶段。人民币从诞生的第一天起就没有与黄金建立直接联系(即没有规定含金量)。1949年1月在天津一度对美元挂牌,以中国大宗商品进出口商品与美国同类商品的物价值之比作为主要依据,并随两国物价的变化进行调整。在1953年前的经济恢复时期,采取“物价对比法”,即先分别计算出出口商品理论比价、进口商品理论比价和侨汇购买力比价,然后,以出口商品的理论比价加上一定的利润为依据,参照进口商品理论比价和侨汇购买力比价具体确定人民币汇率水平。从1949—1953年初,人民币汇率“先抑后扬”,随着国内外相对物价的变动不断调整。

第二阶段为1953—1972年的19年,是实行单一固定官方汇率阶段。1953年后,中国进入“一五”计划时期,开始实行高度集中的计划经济体制。在此条件下,汇率主要不是作为调节进出口及外

汇收支的经济杠杆,更多是作为外贸经营的一种内部核算工具。根据外汇收支指令性计划管理和布雷顿森林体系下固定汇率制的基本要求,中国实行了单一盯住英镑的固定汇率制(同时,保持 1 美元=2.46 元人民币的汇价水平),官方汇率仅用于非贸易外汇的结算,对进出口不起调节作用。人民币官方汇率坚持稳定的方针,在原定的汇率基础上,参照西方各国公布的汇率进行有限调整,由此,逐渐与国内物价水平相脱离。

第三阶段为 1972—1978 年的 6 年,是实行“一篮子货币”为基础的单一浮动官定汇率阶段。1971 年 8 月,美国单方面宣布美元与黄金脱钩,标志着布雷顿森林体系的解体,各主要外汇的价格频繁浮动,鉴于此,中国于 1972 年 6 月 23 日开始改按“一篮子货币”计算调整人民币汇率的机制,构成“货币篮子”的主要货币是美元、日元、英镑和德国马克。到 1975 年 11 月,人民币汇率主要定在了美元集团和当时西德马克集团货币汇率的中间线上,选取美元、马克等 13 种货币加权平均(后来,又逐渐以美元为主导)。以“一篮子货币”计算的单一浮动官定汇率,参照了主要西方国家货币汇率的变动情况进行调整,以保障出口收汇不会因西方国家货币贬值而遭受损失。

第二个历史时期为 1978—2005 年的 27 年,是人民币汇率形成机制的探索时期。1979 年之后,随着中国对外开放的日益扩大和对外经济活动的展开,外部平衡问题逐步显现,由此,汇率问题日益重要。这一时期大致可分为两个阶段:

第一阶段为 1978—1994 年的 16 年,是汇率双轨制阶段。1979 年,国务院决定改革汇率制度,除了人民币汇率官方牌价外,还实行贸易内部结算价,由此,汇率双轨制正式形成。在此体制下,中国实行了外汇留成制,即外汇由国家集中管理、统一平衡、保证重点使用,但为了调动创汇积极性,给创汇单位一定比例的留成外汇额度并可参与“调剂”。1980 年,国务院批准中国银行开办外汇调剂业务,1985 年,各地先后设立外汇调剂中心,市场化机制逐步引入汇率形成过程。

1978—1985 年,中国的汇率双轨制主要表现为内部双轨固定汇率制。在这种汇率制度下,官方汇率(1 美元=1.5 元人民币)用于非贸易外汇结算,而贸易则采取内部结算价(1 美元=2.8 元人民币),由此,官方汇率沿用先前的“一篮子货币”计算调整,内部结算汇率根据出口换汇成本来制定。进入 80 年代以后,美元走软,人民币汇率升值,1980 年达到 1 美元=1.5 元人民币;伴随美元升值,人民币兑美元汇率由 1981 年 7 月的 1.50 元人民币/美元下调至 1984 年 7 月的 2.30 元人民币/美元(贬值了 34.8%),到 1984 年 12 月已下调至 2.79 元人民币/美元(基本上与内部结算价持平)。

从 1985 年 1 月 1 日起,中国正式取消贸易内部结算价。伴随着外汇调剂市场建立和外汇调剂价格的形成,人民币汇率形成机制开始发生变化,汇率的调节功能逐渐形成。到 1993 年底,中国已有 121 个外汇调剂中心(其中 18 个为公开调剂市场),允许持有留成外汇的单位把多余的外汇额度转让给缺汇单位;汇率由买卖双方根据外汇供求状况议定,中国人民银行适度进行市场干预,外汇调剂市场的交易规模达到官方市场的 4 倍,全国全部进出口收付汇 80%以上通过外汇调剂市场价格结算。

第二阶段为 1994—2005 年的 11 年,是单一汇率基础上的市场化探索阶段。1994 年 1 月 1 日,人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨,同时在全国建立统一的银行间外汇市场,这标志着人民币汇率形成机制开始转向以市场供求为基础的新阶段。在这一阶段,企业和个人可以按规定向指定银行买卖外汇,银行进入银行间外汇市场进行交易,推进市场汇率的形成,同时,中国人民银行运用行政机制设定汇率浮动范围,通过调控市场保持人民币汇率稳定。此后,虽然还有一些技术层面的后续改革举措出台,但企业部门和居民部门的持汇限制、外汇交易限制这两个基础性特征始终未变。

从 1994 年起,中国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。在汇价变化方面,1994 年汇率并轨时,汇率为 1 美元=8.7 元人民币;1997 年亚洲金融危机后,升值为 1 美元=8.28 元人民币,累计升值 5%。1997—2005 年 7 月,人民币事实上盯住单一美元并在较窄的范围内波动。在外汇管理方面,1996 年 12 月实现了人民币经常项目基本可兑换,但同时实施强制性结汇和有条件售汇的外汇管理机制。

2003年10月,党的十六届三中全会确定了人民币汇率改革的总体目标,即建立健全以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率体制,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。2005年7月21日起,中国迈出了汇率市场化改革的关键一步,开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制。人民币对美元升值2%(从之前的1美元=8.28元人民币调整为1美元=8.11元人民币),人民币汇率不再盯住单一美元,而是按照中国对外经贸发展的实际情况,选择若干主要货币,赋予相应权重,组成货币篮子,以市场供求为基础,参考一篮子货币计算人民币有效汇率的变化。在此基础上,对人民币汇率(人民币兑美元名义汇率)进行管理和调节,维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。此后,汇率形成机制灵活性不断提高,人民币汇率弹性不断增强,外汇市场不断发展。

第三个历史时期为2005年以后,是人民币汇率形成机制的市场化改革推进时期,中国推出了一系列改革和完善人民币汇率市场化形成机制的举措,主要包括:

2005年11月24日,国家外管局出台《银行间外汇市场做市商指引(暂行)》和《关于在银行间外汇市场推出即期询价交易有关问题的通知》,实施在银行间外汇市场引入做市商制度,决定于2006年第一个交易日(即1月4日)在银行间即期外汇市场引入询价交易方式。2006年1月3日,中国人民银行出台《关于进一步完善银行间即期外汇市场的公告》,宣布自2006年1月4日起,在银行间即期外汇市场上引入询价交易(OTC)方式,并保留撮合方式。

2007年5月18日,中国人民银行发布了《关于扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度的公告》,宣布自2007年5月21日起将银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由0.3%扩大至0.5%。

2007年8月,中国开始实行意愿结售汇制。2008年国际金融危机影响扩大后,人民币汇率自2008年7月起开始实际盯住美元,人民币汇率再度收窄了浮动区间(在6.81~6.86元人民币/美元的小幅范围内波动)。2010年6月19日,中国人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性,实现汇率波动正常化,退出阶段性盯住美元政策。坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间,对人民币汇率进行动态管理和调节。

2012年4月14日,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%,有利于人民币汇率弹性的提升。

2015年8月11日,中国人民银行宣布完善人民币汇率中间价形成机制,做市商在每日银行间外汇市场开盘前,参考上日银行间外汇市场收盘汇率,综合考虑外汇供求情况及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。当日,人民币兑美元汇率中间价报价在上日收盘汇率6.2097元人民币/美元的基础上出现约200个基点的贬值。

2015年12月11日,中国外汇交易中心发布人民币汇率指数,强调要加大参考一篮子货币的力度,以更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。基于这一原则,初步形成了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。

2016年4月29日,中共中央政治局会议强调,要保持人民币汇率基本稳定,逐步形成以市场供求为基础、双向浮动、有弹性的汇率运行机制。

2017年5月,外汇市场自律机制在人民币中间价报价模型中引入“逆周期因子”,人民币兑美元汇率中间价形成机制由“收盘价+一篮子货币汇率变化”调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。2017年8月,《人民币兑美元汇率中间价报价行中间价报价自律规范》公告发布,进一步明确了人民币兑美元汇率中间价报价新模型,即报价行应依据“人民币兑美元汇率中间价=上日收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的原则建立人民币兑美元中间价报价计算模型,并根据模型的计算结果报价。

2017年10月,党的十九大报告强调:要继续深化“汇率市场化改革”,既指明了人民币汇率改革的方向,又指出了这一改革依然任重道远。

### 三、中国外汇市场发展的历史经验

在一个经历了百年战乱、满目疮痍的发展中大国探索建立社会主义市场经济新体制,是人类历史上前所未有的伟大创举。在这个过程中,建立起与实体经济发展、市场经济相适应的外汇市场,在国际金融发展史中也是前无古人之壮举。新中国成立 70 年来,坚持服务国民经济发展的总取向,在实践中不断探索、持续创新,闯出了一条适合本国国情的外汇市场建设之路,给发展中国家留下了可供借鉴的历史经验。

第一,坚持维护国家主权和人民利益。外汇机制是一国(或地区)经济主权的重要构成部分,应有利于经济可持续发展、人民生活水平持续提高为宗旨。从实践结果看,一些发展中国家(尤其是拉美国家),大量引入外资(甚至以引入外资为主)发展国民经济,在初期曾有较为快速的经济增长和人民生活水平的提高。但因重要的(乃至主要的)经济命脉为外资所掌控,帝国主义列强不仅提出了诸多经济和非经济的苛刻要求,甚至操控了这些国家的政界和政局,由此,引致了政局动荡、经济徘徊(乃至倒退)、社会生活秩序不稳等众多问题。与此不同,中国选择了另一条道路。在外汇紧缺的条件下,通过发展经济,加大出口创汇力度,增加购买海外先进设备等的能力。改革开放后,在加大引进外资的同时,始终坚持自力更生为主的方针。20 世纪 90 年代中期,虽然资金紧缺已转为资金相对过剩,但中国继续坚持对外开放、引进外资和加大汇率形成机制改革的力度。2003 年,在国际上刮起一阵要求人民币升值浪潮的背景下,中国明确指出汇率制度是国家主权的构成部分。汇率制度的选择和汇率形成机制的改革,应审时度势,依据国内经济发展、人民生活水平改善以及国际经济交往需要等各方面因素的具体要求而确定。纵观 70 年的历程,与战后快速发展的新兴工业国相比,虽然中国外汇市场的建设和汇率形成机制的调整在一段时间内步子慢了点,但基本没有走弯路,没有给国内经济增长和体制改革带来严重的负面影响。

第二,坚持为经济发展服务的总方向。70 年间,在经济发展水平提高、体制机制改革深化以及对外经济交往扩大的过程中,中国的外汇机制有了很大变化,但不论是外汇管理体制、汇率形成机制还是外汇市场发展都始终牢记“服务实体经济”这一基本使命。在计划经济时期,“外汇平衡”与“物资、财政、信贷”等并列为四大平衡,既反映了外汇机制在国民经济发展中的重要地位,也体现了外汇机制应以推进“物资、财政、信贷”的平衡为取向。在改革开放时期,随着对外经济交往快速扩展,从进口替代到出口导向再到开放型经济,从引进外资到引进先进科技再到引进现代管理,从引进来到走出去再到“一带一路”的实施,中国的外汇管理体制、外汇市场建设和汇率形成机制选择都紧紧围绕增强国民经济实力、提高国际竞争力和改善人民生活水平而展开。

第三,坚持稳步有序推进外汇市场建设的策略。1992 年 10 月,党的十四大明确提出了建立社会主义市场经济新体制,之后,改革汇率机制、建设外汇市场就已提到议事日程。面对国内外各种要求一步到位的呼声,中国并不急于求成,而是选择了稳步有序推进外汇管理体制和外汇市场建设的策略。具体表现在:根据国内外经济金融情势的变化,在 1994 年实现了汇率并轨,同时,抓紧建立了外汇交易市场,紧接着在 1996 年实现了经常项目下的人民币可兑换;2005 年 7 月汇改后,加快外汇管理体制、汇率形成机制和外汇市场建设的步伐,同时,逐步放开了对外资进入中国股市、债市和其他金融市场的交易限制。2015 年以后,在美国退出量化宽松、美元升值的背景下,人民币汇率波动加大且显示了加速贬值的走势,中国随即调整了外汇管理方式,完善了人民币汇率中间价形成机制,同时,增强了外汇储备在支持人民币汇率稳定方面的“压舱石”机制,促使人民币汇率走稳。毋庸置疑,中国外汇市场要充分发挥国际金融场所具有的各项功能,成为国际经济金融活动中具有举足轻重影响力的汇率市场,还有诸多不完善之处和需要深化改革之处,但这些问题都应在“稳中求进”的过程中逐步有序地解决。一旦离开了“稳”,在混乱中就只能“欲速不达”。面对国际经贸摩擦的严峻挑战,情形更是如此。

第四,坚持货币政策操作的创新。2005 年汇改之后,中国贸易顺差快速扩大。按照西方经济理论,这将引致本币发行增速、经济过热和通货膨胀等一系列效应,给经济金融的健康运行留下严重隐患。

但中国有效展开了货币政策操作创新,主要运用法定存款准备金率和发行央行债券等机制,对冲了外汇占款,由此,既克服了巨额外汇资金流入可能给经济金融运行带来的冲击,又保障了外汇市场的稳定运行。2015年以后,中国外汇储备急剧减少,按照西方理论,这将引致本币发行突降、经济金融的全面紧缩,但中国在降低法定存款准备金率的同时,创新短期借贷便利和中期借贷便利等工具,增强了对商业银行等金融机构的放款,既保障了经济金融运行中的流动性供给,也保障了人民币汇价的基本稳定。

第五,坚持守住不发生系统性金融风险的底线。70年间,国际市场风云变幻,国际政治经济态势和发展趋势发生了很大的变化。仅就金融危机而言,就有1982年以后的拉美债务危机、1990年以后的日本经济泡沫破灭、1992年的英国英镑危机、1997年的东南亚金融危机、2008年的美国金融危机、2009年以后的希腊主权债务危机以及欧洲债务危机,等等。系统性金融风险的爆发,不仅给当事国经济社会带来灾难性后果,而且严重冲击了国际经济和国际金融的运行态势。面对国际经济和金融可能给中国经济金融带来的各种风险冲击,中国立足于本国经济发展这一大局,采取了一系列有效的应对举措,既防范了国际金融危机在中国境内的蔓延,又积极促进了相关国家或地区应对国际金融危机的协调行动。在亚洲金融危机期间,中国明确宣布“人民币不贬值”,支持了东南亚国家应对金融危机的行动;在美国金融危机爆发之后,中国既有效利用G20机制,积极介入国际协调,运用汇率、利率等举措,推进国际资本流动的稳定,又及时出台“扩大内需,刺激经济”的举措,稳住国内经济,促进国际经济和金融进入稳定运行区间。总的来看,这得益于时刻保持防范金融风险的警惕并及时选择相关举措化解对应的金融风险,得益于对国际资本流动的严格监管,中国没有因国际金融危机的严重冲击而迟滞了改革发展的步伐,中国外汇市场得以稳步有序地运行和拓展。

#### 参考文献:

- 习近平,2017:《习近平谈治国理政(第二卷)》,外文出版社。  
丁志杰 严灏 丁玥,2018:《人民币汇率市场化改革四十年:进程、经验与展望》,《管理世界》第10期。  
李扬等,2015:《新中国金融60年》,中国财政出版社。  
孙天琦等,2018:《外汇管理体制改革与创新》,中国金融出版社。  
王春英,2014:《夯实做市商制度建设 协力推进外汇市场发展》,《中国货币市场》第7期。  
王春英 贾宁,2014:《中国外汇市场发展回顾与展望(上)》,《清华金融评论》第4期。  
王国刚等,2015:《中国金融体系改革的总体构架和可选之策》,中国社会科学出版社。  
吴念鲁 陈全庚,2002:《人民币汇率研究(修订本)》,中国金融出版社。  
赵志君,2018:《人民币汇率改革历程及基本经验》,《改革》第7期。  
中国人民银行,2008:《中国人民银行六十年:1948—2008》,中国金融出版社。

### 70 Years of China's Foreign Exchange Market Development : History and Experience

WANG Guogang<sup>1</sup> LIN Nan<sup>2</sup>

(1. Renmin University of China, Beijing, China; 2. Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

**Abstract :** The reform of the RMB exchange rate is closely linked to the development of China's foreign exchange market. Both of them can be divided into three time periods in the past 70 years. The development of China's foreign exchange market has experienced the three stages: exploration with difficulty, formation and development, and development with innovations. The RMB exchange rate formation mechanism has experienced the three periods: single exchange rate system with administrative pricing, exploration of the RMB exchange rate formation mechanism, and market-based reform of the RMB exchange rate. The 70-year history of China's foreign exchange market shows that we should uphold the sovereignty of the country and the interests of the people, adhere to the general direction of serving economic development, adhere to the strategy of steadily and orderly promoting the construction of the foreign exchange market, adhere to the innovation of monetary policy operation, and prevent systemic financial risks as the bottom line.

**Keywords :** Foreign Exchange Market; Exchange Rate; Market-based Reform

(责任编辑:陈建青)

(校对:谭易)