



人民币国际化的现实选择

内容提要 金融危机爆发之后，改革以美元为中心的国际货币体系已成为世界经济稳定发展的迫切需要。在东亚区域内，加强区域货币金融合作的呼声也越来越高。中国一方面积极参与多边层面上国际货币体系的改革、区域层面的东亚货币金融合作，同时也加速了人民币国际化的进程。人民币国际化将在中国国际金融战略中发挥越来越重要的地位和作用。本文回顾了货币国际化的相关理论，比如对国际货币的界定、货币国际化的收益和成本、货币国际化的前提条件等，介绍了人民币国际化的现状和最新发展，并展望人民币国际化的前景。最后，我们分析了人民币国际化的成本收益，人民币国际化对中国宏观经济管理和金融体制改革可能带来的影响，并在此基础上探讨了人民币国际化的现实选择。

关键词：货币国际化 人民币 资本账户自由化

一 引言

2007 年爆发的美国金融危机迅速在全球范围内蔓延，几乎波及到全球金融市场的每一个角落。金融危机很快影响到实体经济，全球经济遇到了大萧条以来最严峻的挑战。美国金融危机爆发的根源，既来自于美国增长模式存在的问题，即美国过度借

债的消费模式已经难以为继，也来自于金融体系存在的问题，比如金融衍生品泛滥、杠杆过度使用、欧美国家对金融监管过度放松等，同时还和美国宏观政策出现的失误是分不开的，比如美联储 2001 年以来实施了过度宽松的货币政策等。除了这些反思之外，越来越多的人开始思考传统的国际货币体系中隐含的巨大风险。

在当前的国际货币体系中，美元利用其霸权地位向全世界倾销其货币，又借助金融创新将风险扩散到全球。金融危机爆发之后，改革以美元为中心的国际货币体系已成为世界经济稳定发展的迫切需要。在东亚区域内，加强区域货币金融合作的呼声也越来越高。清迈协议框架下双边货币互换规模日益扩大，而且，在 2009 年 5 月 3 日，东盟和中日韩 10+3 财长在巴厘岛宣布，将在 2009 年年底之间建立总规模达到 1200 亿美元的外汇储备库，这标志着东亚区域资金救助机制又得到了巨大的进步。

中国一方面积极参与多边层面上国际货币体系的改革、区域层面的东亚货币金融合作，同时也加速了人民币国际化的进程。在过去十多年内，随着中国和国外尤其是周边地区的经济联系日益紧密，人民币已经逐渐在许多周边国家和地区流通和使用。人民币的国际化进程将会逐渐加快。推动人民币国际化，有助于减少汇率风险、促进贸易和投资的发展，也能在一定程度上避免中国持有过多外汇资产面临价值缩水的风险。当然，人民币国际化，也会使得我们在资本管制、货币政策方面面临更多的挑战，有可能增加中国在对外开放过程中的风险。

本文将主要介绍人民币国际化的现状和最新发展，展望人民币国际化的前景，并讨论人民币国际化在中国国际金融战略中的作用。本文结构如下：第二节将简要讨论国际货币的职能，介绍了研究货币国际化的基本分析框架。第三节主要介绍人民币国际化的现状、最新发展以及未来前景。第四节讨论人民币国际化的成本与收益，分析了人民币国际化对中国宏观经济管理和金融体制改革可能带来的影响，并在此基础上探讨了人民币国际化的现实路径。最后是简短的总结。

二 国际货币的职能

Kenen (1983) 对国际货币的职能做了较早的讨论。Chinn 和 Frankel (2005) 在 Kenen 的基础上对国际货币的职能进行了梳理 (见表 1)。按照 Chinn 和 Frankel 的归纳，国际货币是指一种货币在执行其基本的职能如交易媒介、价值储存和计价单位的

时候，超过了其发行国的国界范围。Chinn 和 Frankel 进一步区分了国际货币在私人部门和官方部门承担的不同功能。就交易媒介功能来说，国际货币可以被私人部门用于进行商品或金融交易，也可以被官方用于在外汇市场上干预汇率水平；就价值储存功能来说，官方可以再其外汇储备中持有国际货币本身或以它计价的金融资产，私人部门也可以选择持有国际货币本身或以它计价的金融资产；就计价单位来说，官方部门可以将本币汇率钉住国际货币，这种国际货币就成为驻锚货币，私人部门也可以在其商品和金融交易中选择国际货币作为计价单位。Chinn 和 Frankel 的概括，提供了讨论货币国际化的分析框架。

表 1 国际货币的职能

	官方部门	私人部门
交易媒介	外汇干预	贸易和金融中使用的支付货币
价值储存	国际储备	国外私人资产储备
计价单位	驻锚货币	国际贸易和金融中的计价单位

来源：Chinn and Frankel (2005)

国际货币在国际贸易中充当交易媒介和计价单位的时候，存在着所谓的 Grassman 法则，即进口国和出口国之间的贸易中，一般而言会选择出口国货币作为交易媒介和计价单位，这也被称为“生产者货币定价”（Producer Currency Pricing，或 PCP）。Page (1977) 认为，进口支出在进口企业总支出中所占的比例一般会小于出口收入在出口企业总收入中所占的比例，这意味着出口企业更容易受到汇率波动的损失。Krugman (1984) 指出，当遇到汇率波动的时候，进口商更容易通过调整国内价格进行缓冲，但出口商的成本（主要是劳动力成本），则相对具有刚性，无法灵活调整。出口商在和进口商谈判的过程中可能会存在“先行一步”的优势，或是可能会具有垄断优势。Tavlas (1996) 认为，如果出口商品的差异化程度越高，出口商在和进口商谈判的过程中优势越大，越有利于采用“生产者货币定价”。Grassman (1976) 利用瑞典的数据进行了经验检验，发现在国际贸易中存在着“生产者定价”的倾向性。然而，“生产者货币定价”的前提是各种货币之间的地位是平等的，但在现行的国际货币体系中，几乎在所有国家进出口贸易所使用的结算货币中，美元都占其半数甚至

绝对优势的比重（见表2）。日元虽然是重要的国际货币，但在其出口和进口当中，美元的比例分别达到了51.2%和69.4%，而且日元在其他国家的双边贸易中极少使用。即使是德国、法国等欧元区国家及英国，其出口贸易中美元作为交易媒介的情况也达到了30%上下，进口贸易中的这一比例更高，其中法国进口贸易中美元结算的比重达到了48.7%。导致美元在国际贸易中广泛使用的原因，一是由于国际货币具有某种自然垄断的性质，使用一种国际货币的人越多，这种货币作为交易媒介的便利性就越容易实现，而退出使用这种货币的代价越大。二是由于美元在外汇交易市场上最为活跃，采用美元作为计价单位，有助于参与贸易的各方利用外汇交易市场进行避险交易。

表2 出口贸易中各种结算货币所占比重（%）

	德国	法国	英国	日本	澳大利亚	南非	加拿大	韩国	巴基斯坦
欧元	57.7	49.5	21	8.5	0.9	17		4.9	4
美元	26.6	37.9	27.8	51.2	67.4	52	70	85.9	91.4
本币	57.7	49.5	49	36.3	28.8	25	23	<<9.2	<<4.6

说明：其中德国的数据是2002-2004年的平均值，法国、日本、澳大利亚、韩国数据是1999-2003年的平均值，英国是1999-2002年的平均值，南非为2003年数据，巴基斯坦为2001-2003年平均值，加拿大为2001年数据。

数据来源：Kamps（2006）

表3 进口贸易中各种结算货币所占的比重（%）

	美国	德国	法国	英国	澳大利亚	日本	韩国	巴基斯坦
欧元	2	52	42	22	8.5	3.6	4.4	6.5
美元	90.3	34.8	48.7	34.8	49.7	69.4	80.4	83.9
本币	90.3	52	42	38.8	30.2	24.1	15.3	9.6

说明：其中德国的数据是2002-2004年的平均值，法国、日本、澳大利亚、韩国数据是1999-2003年的平均值，英国是1999-2002年的平均值，南非为2003年数据，巴基斯坦为2001-2003年平均值，加拿大为2001年数据。

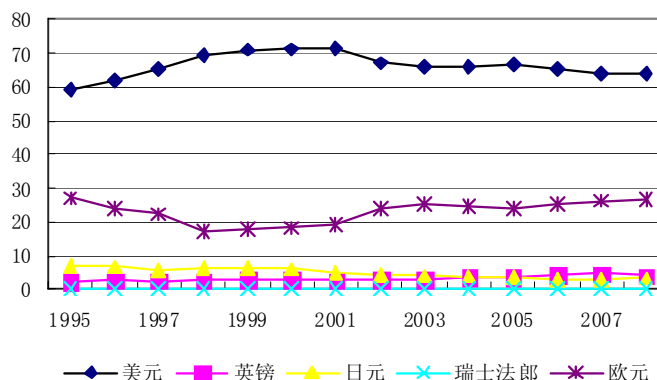
数据来源：Kamps（2006）

在跨境的证券发行和交易方面，存在着三种情况，一是本国政府、企业或金融机构向外国投资者发行证券，并在境外交易。二是外国政府、企业或金融机构向外国投资者发行证券，同时也在境外交易。这两种类型又被统称为欧洲债券，即债券的计价货币并非发行国的本地货币，比如一家美国金融机构在伦敦发行以美元计价的债券，或是一家日本企业在伦敦发行以美元计价的债券。伦敦、东京和新加坡均为重要的欧洲债券市场。欧洲债券市场的兴起，和美国于1963年征收“利息平衡税”，限制

美国居民购买外国在美国发行的证券，是有关系的。这一规定限制了外国借款者在美国发债融资，但许多国家有存有大量盈余美元，于是出现了在美国境外的欧洲债券市场。第三种类型是外国政府、企业或金融机构向本国投资者发行证券，并在本国交易。比如外国主体在美国发行的美元债券被称为“扬基债券”，在日本发行的日元债券被称为“武士债券”，在澳大利亚发行的澳元债券被称为“袋鼠债券”，而在中国发行的人民币债券被称为“熊猫债券”等（Kenan，2009）。

在国际储备方面，美元资产的比重仍是处于绝对优势。图1给出了近十多年来，国际外汇储备的结构及其变化。该图显示：美元资产所占比重一直稳定在60%至70%之间，而欧元资产则在20%上下波动，这两种货币形式的资产就占到了全球外汇储备比重的90%以上。其他国际货币，如英镑、日元和瑞士法郎的比重在2008年分别为：4.08%，3.27%，0.13%；剩下所有货币资产的比重仅占不到2%。从总量来看，2008年全球外汇储备合计67130亿美元，其中以美元资产形式持有的达到42130亿美元。当年中国持有的外汇储备约19000亿美元，占全球外汇储备总量的28.3%，其中的绝大部分也是美元资产。美元之所以在国际储备中占据绝对优势，是由于美国国债市场的规模和深度均超过了欧洲、日本等竞争对手。截止2008年9月，美国发行的国债总额达到7.3万亿美元，其中约有2.1万亿为短期国债。以欧元计价的政府债券中，发行规模最大的是意大利的债券，但截至2008年9月，其发行规模约为1.8万亿美元，但由于意大利的债务余额已经超过其GDP规模，因此各国央行对于购买意大利国债并不热心。截至2008年9月，德国国债发行规模约为1.4万亿美元，但是其中一年期以内的短期国债仅有2660亿美元，且购买德国国债的投资者大多是持有到期，因此德国国债的二级市场并不发达（Cooper，2009）。日本的国债比美国还多，截至2008年9月，其国债总额大约为7.89万亿美元，其中有2.3万亿为短期国债。但日本的国债利率非常低，在过去20多年时间内，日本短期国债的利率均在1%以下。日本的国债余额占GDP比例在发达国家中也是最高的。从外汇储备配置的角度来看，购买美国国债，成为各国央行看似最安全的选择。

图1 主要国际货币资产在世界外汇储备中的占比



数据来源：Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), IMF, Mar, 31st, 2009. 说明：其中的 1995 年至 1998 年，欧元尚未问世，因此这四年的相关数据系由四种相关货币（德国马克，法国法郎，荷兰盾以及欧洲货币单位 ECU）的比重加总得到。

三、人民币国际化的现状

中国对待金融对外开放一直非常谨慎的态度。人民币至今仍然没有实现完全可兑换。20 世纪 90 年代以来，中国与世界经济的融合程度不断提高，外汇管理体制改革的也逐渐向前推进，并于 1996 年 12 月 1 日起正式接受 IMF 协定第 8 条第 2、第 3、第 4 等条款的义务，实现人民币在经常账户下的可自由兑换。1997 年东亚金融危机爆发之后，国际经济学界对国际资本流动可能带来的风险进行了反思，当新兴市场遭受投机性冲击时，资本管制会暂时起到防火墙的作用。中国也对人民币自由兑换采取了更为谨慎的态度。从 2003 年开始，中国开始逐步放松资本管制，尤其是在人民币升值压力出现之后，外汇管理当局试图通过放宽对居民用汇的限制，在一定程度上缓解升值压力。但直到如今，人民币实现自由兑换也没有明确的时间表。

即使人民币仍然不能自由兑换，但无论从官方部门还是私人部门来看，人民币均出现了境外使用的现象，出现了事实上的人民币国际化。当然，在人民币没有完全可兑换之前，其国际化的程度必然是非常初级的。表 4 概况了人民币国际化的现状。人民币在境外被使用，主要是作为交易媒介，但在价值储存方面，人民币国际化也有了初步的萌芽。到目前为止，人民币仍然没有成为其他货币盯住的驻锚（Gao and Yu,

2009; Chen, Peng and Shu, 2009)。

表 4 人民币国际化的现状

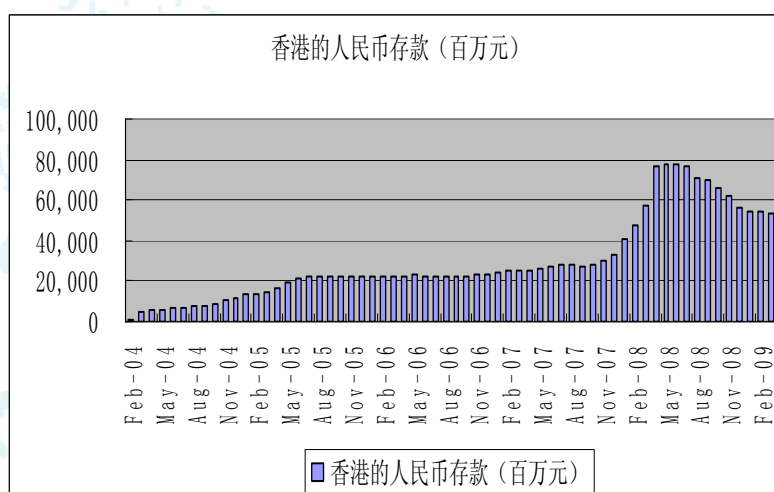
	官方部门	私人部门
交易媒介	清迈协议下的双边货币互换 美国金融危机之后签订的双边货币互换	边境贸易和国际贸易
价值储存	央行储备	境外居民持有人民币现金、人民币存款或以人民币计价的证券
计价单位	无	边境贸易和国际贸易

从官方部门来看，清迈协议下的双边货币互换协议以及美国金融危机之后中国和其他国家、地区签订的双边货币互换协议中均使用了人民币。中国在东亚金融危机之后一直积极参与东亚货币合作。东亚货币合作的重要进展就是清迈协议下的双边货币互换协议。到 2007 年 7 月为止，中国和日本、韩国、泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚签订了总额达 235 亿美元的双边货币互换协定。其中中日、中韩、中国与菲律宾签订的 BSA 使用了人民币。美国金融危机爆发之后，中国和东亚及周边国家与地区签订了双边货币互换协议。2008 年 12 月和韩国签订了双边货币互换协议。2009 年和香港特区、马来西亚、白俄罗斯等分别签订了双边货币互换协议。这些新签署的双边货币互换协议均使用人民币和伙伴国货币。尽管人民币尚不能完全兑换，但有些周边国家的央行，已经在其储备中增加了人民币。2006 年 12 月，菲律宾央行开始在其储备中增加了人民币；此后，马来西亚、韩国、柬埔寨的中央银行，也陆续选择了人民币作为储备货币。

从私人部门来看，人民币在境外的流通首先集中在港台澳地区。据调查，港澳地区的人民币滞留存量约占全部人民币境外存量的一半左右（人民币现金跨境流动调查课题组，2005）。随着内地与香港、澳门间的经贸联系日趋紧密，通过旅游、探亲等方式形成的人员流动日益频繁，带动了人民币的流通。近几年来，由于存在人民币升值的预期，港澳地区很多商铺和找换店也都乐于接受人民币，人民币在港澳流动规模进一步扩大。为了解决人民币回流问题，更好地满足市场需求，经国务院批准，中国人民银行从 2003 年 11 月 19

日起，为香港的银行办理人民币个人业务提供清算安排；从2004年11月4日起，为澳门的银行办理人民币个人业务提供清算安排。香港和澳门的银行正式开办人民币个人业务以来，各项业务平衡发展，目前，在港澳分别已有38家和13家银行正式启动了人民币的个人业务（李若谷，2006）。港澳金融机构的人民币存款稳步增长（图2）。同样，随着海峡两岸经贸往来的扩大，台湾岛内居民公开使用人民币的现象越来越多。2001年1月，两岸实现“小三通”之后，金门、马祖地区的居民，早已通用人民币和新台币，人民币成为当地民众日常生活中的重要支付手段。2008年6月，新台币和人民币的双向兑换更是拓展到了台湾全岛，在每人每次不超过2万元人民币的限额下，岛内居民或游客和外籍人士都可以在台湾岛内兑换人民币。2008年12月，两岸正式实现了“大三通”，此举也进一步推动了人民币在台的流通和使用。

图2 香港的人民币存款（百万元）



资料来源：香港金融管理局

除了港澳台地区之外，其他一些周边国家也由于与中国边贸往来密切，通过贸易结算渠道形成的人民币流通，或是由于游客往来频繁，带动了人民币在其境内的使用和流通。这些国家包括：越南、缅甸、老挝、柬埔寨、菲律宾、泰国，新加坡，马来西亚、印度尼西亚、俄罗斯、蒙古、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、巴基斯坦、韩国等。人民币在境外流通的规模究竟有多大呢？中国人民银行课题组的一项调查表明：2004年末，人民币现金在

周边接壤国家和港澳地区的滞留量约为 216 亿元，全年人民币现金跨境流出的总流量为 7713 亿元，净流出量为 99 亿元，人民币现金的跨境流动已成一定规模（人民币现金跨境流动调查课题组，2005）。2004 年当年末，流通中的人民币现金共计 21468 亿元，境外滞留存量约占全部流通中现金的 1% 略多。从这一调查也可以看出，人民币在周边地区的总流量远远大于滞留量，这主要是由于人民币主要充当交易媒介的功能，而缺乏价值贮藏的渠道，因此呈现出“大进大出”，沉淀量相对较小的局面。但在一些周边国家，人民币在当地的流通规模已经相当可观。蒙古流通中的现金约有 60% 是人民币（Gao and Yu, 2009）。

在国际金融方面，人民币在境外的使用主要以香港地区的银行开办人民币存款业务、境内金融机构在香港发行债券等为主。自 2004 年 2 月以来，香港地区的银行正式开办了人民币存款业务，该业务包含了人民币活期存款、储蓄存款、定期存款等内容，是香港居民价值贮藏的手段之一；2007 年 6 月，中国国家开发银行的人民币债券首次在香港发行，这也为香港地区的人民币价值贮藏方式增加了一种新的选择。此后，中国进出口银行、中国银行、交通银行、中国建设银行等内地金融机构也陆续在香港发行了人民币债券，并获得了市场的追捧（表 5）。此外，熊猫债券也是人民币国际化的一种形式。2005 年 10 月亚洲开发银行和世界银行下属的国际金融公司发行了两支熊猫债券，2006 年 11 月 15 日，国际金融公司第三次发行熊猫债券。

值得关注的是，无本金远期交割市场（NDF, Non-Deliverable Forward）等境外人民币衍生品市场近几年也出现了迅猛的发展。1996 年，人民币无本金交割远期合约率先在新加坡出现，之后在香港和台湾地区也相继出现。1997 年亚洲金融危机后人民币 NDF 交易趋于活跃，如今这一市场上的日均交易额约为 10 亿美元。此外，在香港交易的人民币衍生产品还有无本金交割期权（Non-deliverable Options, NDO）和无本金交割掉期（Non-deliverable Swap, NDS）。虽然人民币境外衍生品市场的交易最终用美元轧平，并不涉及人民币本金的交易，但其交易规模已经远远超过了境内远期外汇市场的发展，其市场规模约为后者的 10 倍左右。因此，NDF 市场的人民币汇率升值预期对官方汇率的变动形成了一定的市场压力。

表5 历次人民币债券发行情况一览

发债机构	发行日期	金额 (亿元人民币)	年期	票面利率	超额认购 倍数
国家开发银行	2007年6月	50	2	3.00	1.91
中国进出口银行	2007年8月	20	2 3	3.05 3.20	1.68
中国银行	2007年9月	30	2 3	3.15 3.35	1.78
交通银行	2008年7月	30	2	3.25	6.80
中国进出口银行	2008年9月	30	3	3.40	2.75
中国建设银行	2008年9月	30	2	3.24	1.81
中国银行	2008年9月	30	2 3	3.25 3.40	4.16

数据来源：香港金管局，2009。

四、人民币国际化的现实选择

1. 人民币国际化与国际贸易

如果人民币被广泛用于中国的进出口贸易，就能减少汇率波动对国内进出口商的冲击。2008年中国进出口外贸依存度已接近70%，但对外贸易中90%以上的交易是以美元结算，这将增加中国企业面临的汇率风险、汇兑成本和进行外汇避险的交易成本。首先，汇价波动对中国外贸企业的生产成本，商品报价，利润核算等重要环节均会带来影响。在以美元为结算货币的结算体系下，外贸交易中的汇价风险全部落在了中国企业身上。其次，如果中国企业和其贸易伙伴的本币均非美元，则用美元结算就需要经过两次汇兑。以美元兑换人民币为例，银行需按交易金额的1.25%收取汇兑费用。第三，为规避美元汇率风险，国内的进出口企业需要委托银行进行衍生产品交易，如向中资银行买入三个月的美元，需按交易金额的2.5%收费，卖出三个月的美元需按交易金额的5%收费。2009年4月初，国务院决定在上海市和广东省内四城市¹开展跨境贸易人民币结算试点。这一措施正是为了推动人民币在国际贸易体系中的使用，降低中国企业面临的汇率风险、汇兑成本和进行外汇避险的交易成本。

¹ 广州、深圳、珠海、东莞。

当然，减少汇率波动的风险，并非一定要通过货币国际化。如果外汇市场有足够的广度和深度，也将有助于进出口商对冲汇率风险。问题在于，通过衍生品交易不能完全对冲汇率风险，有时候反而会使得外贸企业遇到的汇率损失更大。以韩国造船业最近遇到的问题为例。由于造船需要的工期较长，造船企业接受的订单往往要到一年之后才付清款项。由于韩国造船企业接受的订单大多以美元计价，出于对美元贬值的担心，它们一般会选择在远期市场上做空美元。受到金融危机的影响，有些下单订船的主顾遇到了财务困难，难以支付款项，有点甚至弃船不要。但到了交货日期，韩国造船企业被迫要在即期市场上买入美元平仓，这时，如果韩元贬值，这些企业会受到订单违约和韩元贬值的双重打击。由于它们不得不买入美元，导致韩元相对于美元进一步贬值，其损失会更大（Park and Shin, 2009）。假设韩国造船企业在签定订单的时候是以本国货币计价，就可以避免这些损失。但是，值得注意到是，一国在其对外贸易中，多大程度上能使用本国货币，受到各种因素的制约。假设人民币有升值趋势，国外企业未必愿意采用人民币，国内进出口商采用人民币的积极性可能更高，但即使如此，如果配套措施没有跟上，比如采用人民币计价之后出口退税如何计算的问题如果没有妥善解决，缺乏方便的清算安排体系，国内企业对人民币的支持依然会较弱。最后，如果仅仅扩大人民币在国际贸易中的使用范围，但没有加速外汇交易市场的发展，由于使用人民币之后缺乏足够的避险工具，可能反而会给企业带来更多的不便。

人民币用于国际贸易结算涉及到的环节包括：贸易经营权管理、货物进出口报关、资金清算安排体系、进出口收付汇核销、资金真实性审核、出口退税管理等等，因此必须加强商务、海关、银行、外汇、税务等各个职能机构的协调，才能构建一个畅通的人民币用于国际结算的机制（殷剑峰，2009）。

为了扩大人民币在国际贸易中的使用，还应配合以其他政策支持。如，中国外援的力度不断扩大，如果在提供外援或优惠贷款的时候使用人民币支付，则有助于帮助外国政府或企业购买中国产品，通过贸易渠道形成人民币回流机制。此外，中国和东亚以及周边国家签订的双边货币互换协议，应从紧急时期的救援模式转化为平时的支援模式，即通过两国货币当局间的双边货币互换协议，促进人民币在私人部门的使用。比如，外国的银行或企业可以向中国的商业银行贷款，中国的商业银行可以提供人民币贷款；当然，外国的银行或企业需要的可能不是人民币，而是其他货币，那么，它们可以向其本国央行卖出人民币，得到本国货币。

2. 人民币国际化与金融体制改革

随着人民币国际化程度的提高，对国内金融体制改革的要求也会更高。人民币国际化必须实现人民币的流出和回流。如果中国对贸易伙伴国有贸易逆差，且双边贸易中使用人民币的范围扩大，人民币就会逐渐流出，如果中国的金融机构增加对海外的人民币贷款，人民币也会逐渐流出。当人民币需要回流的时候，一方面需要鼓励贸易伙伴国使用人民币购买中国产品，另一方面则需要创造条件，允许外国投资者购买人民币证券。外国投资者可以购买中资机构在境外发行的人民币证券，但这是远远不够的。从货币国际化的历史经验来看，高度发达的本国国债市场是货币国际化的坚实基础。当本国国债发行实现市场化之后，才能确定无风险的国债收益率，其他债券发行人才能据此定价。如果本国国债市场实现了市场化、汇率逐渐走向浮动、资本管制有序放开，才能出现有深度和广度的外汇交易市场。有了这样一个外汇交易市场，投资者才能互相匹配其不同的信用风险、汇率风险和利率风险，才能更好的为实体经济活动服务。

国债发行市场化在初期可能会导致利率提高、融资成本上升。不过，随之，国债的信用就会提高，利率反而会下降。开放国内证券市场，短期会导致国内利率波动加剧，因为外国投资者的买入和卖出会影响到国内的利率变动。更值得关注的是，当放松外国投资者购买本国证券的限制之后，国际资本流动可能出现大起大落的波动。流入新兴市场国家的外资具有非常鲜明的顺周期特征：当本国经济繁荣的时候，热钱会大举流入，导致该国货币升值、股市泡沫、利率下降；但当本国经济进入低谷的时候，热钱又会纷纷流出，导致该国货币贬值、股市崩盘、利率上升。当爆发国际金融危机的时候，外国资本会出逃得更快，并且对新兴市场国家的打击更大。Calvo 等（2008）称这种外部因素导致的资本外逃为“系统性的中断（systemic sudden stop）”。在这次美国金融危机中，我们看到大量外资抛售韩国股票，导致韩国股市大跌、韩元急剧贬值，而在东欧，外国投资者纷纷抛售东欧国家的政府债券，并将资金撤回欧元区，导致东欧局势恶化。当外国投资者抛售新兴市场国家证券之后，会导致这些证券的价格进一步下跌，并引发进一步的抛售，由此陷入一个恶性循环。国外投资者在本国证券市场上的投资比例越高，出现资本外流的时候，损失可能越大。

从长期来看，人民币国际化会给中国的金融机构带来更多的新业务。如果对外贸易中更多的使用人民币，中资银行将成为清算行或结算行，这有利于中资银行扩张海外业务、获取新的客户资源、增加收费业务收入。如果中资银行能够扩大对外融资，

国际金融市场上有更多以人民币计价的金融产品，人民币在外汇交易市场上更加活跃，均会提高中资银行的竞争力。但是，在这一过程中也要关注相应的风险。如果本国金融机构在境外发债，但最终没有办法付息，可能会影响到其他金融机构到境外发债的信用评级。更值得注意的是，如果外国金融机构或企业在中国国内发行人民币债券，假设这些金融机构和企业出现了问题，难以偿还，由于投资这些债券的主要是中国的金融机构、企业或居民，这将有可能在国内引发金融动荡。

当前在讨论人民币国际化的时候，经常还会谈到上海建设国际金融中心的设计。很多官员和学者指出，人民币国际化和上海国际金融中心地位的确立是密不可分的。比如，上海市副市长屠光绍曾指出，“上海金融中心的建设要与人民币国际化的地位相适应，当2020年时人民币的国际地位，要和上海国际金融中心相匹配”（经济参考报，2009）。但需要指出的是，货币国际化和国际金融中心之间并不存在必然的联系。一方面，即使一种货币实现了国际化，但与该种货币相关的国际金融中心不一定是在其发行地。比如，欧元问世之后，国际化的程度有了显著提高，但与欧元跨境交易的大部分业务却是在伦敦，并不在欧元区内，无论是法兰克福还是巴黎，都并非国际金融中心。另一方面，即使本国货币没有充分实现国际化，也不一定影响国际金融中心的建设。新加坡从20世纪60年代就致力于发展国际金融中心，新加坡政府实施了税收优惠政策和特殊的监管框架，鼓励外国银行在新加坡吸收离岸外币存款，新加坡还尽可能创造相应的软件和硬件，力争与国际惯例接轨，最终，在新加坡出现了一个规模可观的亚洲美元市场。但与此同时，新加坡政府对新加坡元的国际化持非常谨慎的态度。新加坡以维持汇率稳定为最基本的政策目标，因此非常担心国外投机资本冲击新加坡元。新加坡政府认为，限制新加坡元的境外使用，能够有效的防范国外的投机冲击。直到20世纪90年代末，新加坡严格限制银行向非居民提供新加坡元贷款（Park and Shin, 2009）。

3. 人民币国际化与货币、汇率政策

货币国际化可能导致本国汇率更加波动。外国投资者对本币的需求会成为影响本国汇率的新的因素。如果外国投资者对本国货币的需求是由于外部冲击引起的，而非与本国的经济基本面相关，则可能加剧汇率的波动。但是，考虑到货币国际化之后外汇交易市场的发展会加速，交易者的异质性会提高，反而可能更容易对冲潜在的风险，汇率的波动可能会降低。总之，货币国际化之后汇率会如何变动，并没有统一的意见。

货币国际化使得更多的本币在境外流通，被境外的居民、企业和政府持有，并进

而可能形成相应的离岸市场。这将使货币需求函数、货币乘数更为复杂和易变，从而会加大央行对货币数量控制的难度。当然，央行不一定非要选择货币数量作为调控目标，如果央行更多的使用利率作为政策目标，而货币需求在很大程度上是内生的，即使货币需求中增加了外部需求这一部分，只要央行能够控制目标利率，也就可以通过货币供给的变动，达到新的均衡。

货币国际化之后，将对央行货币政策的实施带来新的掣肘。央行货币政策的博弈对象，将在原有本国居民的基础上，增加外国的投资者和投机者。许多国家的投机者都可能来炒作人民币，这就不可避免地会带来风险。这些额外的市场力量，将有可能进一步加大本国宏观经济的波动，导致国内经济大起大落。例如，日本在 1980 年代初期通过推进金融自由化，来推进日元的国际化进程，其中包括：允许国外投资者参与日本股票市场的交易。在日元升值预期的背景下，大量国外资金流入日本，加速了日本经济的泡沫化过程，而且更加强化了日元的升值压力。而此后的 1980 年代末期，日本政府开始通过紧缩政策来治理泡沫经济，结果导致大量投机资本的撤离，使过热的泡沫迅速转变成为一场旷日持久的衰退。在日本泡沫经济的最高峰，1989 年的日经指数一度达到 38,000 点，而 20 年之后的现在，日经指数也仍然距离顶峰近 30,000 点之遥。可见，国际资本的冲击可能藉由国际货币的途径，对一国经济产生顺周期的冲击，从而加剧一国经济的波动。而我们在这方面显然是缺乏经验的，因此相关领域的推进过程需要谨慎论证。

理论上讲，一国在走上货币国际化道路之后，必须考虑货币政策框架的选择。要么，一国可以考虑选择以汇率稳定为主要政策目标，但是要承受利率波动加剧的风险，要么，一国可以选择以利率为主要政策目标，但是要承受汇率波动加剧的风险。这就是著名的“开放条件下的三难选择”。2008 年 8 月之后，出于对出口下滑的担忧，人民币升值的步伐逐渐放缓，人民币回归到了事实上的盯住美元的汇率制度。假设人民币长期盯住美元，那么就不能不考虑美国利率变动对中国货币政策的影响。香港采取的联系汇率制度，就是将港币盯住美元，但其货币政策会不断受到外部的冲击。澳大利亚元在国际化的过程中尽管没有盯住美元，但也发现，澳大利亚债券收益受到美国经济新闻的影响比受到本国经济新闻的影响还大（Campbell and Lewis, 1998）。事实上，中国一方面担心大量持有美国国债可能会导致外汇储备价值缩水，希望通过人民币国际化和其他改革减少对美元的依赖，另一方面人民币汇率又紧紧盯住美元，这两种选择是自相矛盾的。假设中国政府认为自主的货币政策更重要，则必须加快汇率制度改革步伐，使得汇率机制更加灵活，通过汇率的波动缓冲外部冲击。但这就需

要人民币能够尽快升值到位，在人民币存在明显的升值预期的情况下，鼓励人民币国际化可能导致境外投资者热捧人民币，进一步加剧升值预期。

4. 人民币国际化、区域货币合作与布雷顿森林机构改革

美国金融危机之后，围绕国际货币体系改革的讨论日益热烈。中国政府也越来越清晰的认识到，争取一个更为公平、合理的国际货币体系，事关中国经济长期发展的命运。中国的国际金融战略逐渐成型。从目前的发展来看，人民币国际化、区域货币合作和布雷顿森林机构改革是中国国际金融战略的三个主要组成部分。

从布雷顿森林机构改革来看，中国试图推动国际货币基金组织、世界银行等国际机构的议事规则、投票权、治理结构的民主化，反对少数大国对国际机构的操纵。当美国金融危机全面爆发并对世界经济带来如此沉重打击的时候，国际货币基金组织几乎对此毫无预警、毫无干预，这是非常令人惋惜的。国际货币基金组织的最终贷款人角色，也受到两方面的制约，一是 IMF 自身的资金实力不够，二是其苛刻的贷款条件性让很多遭受危机的国家望而却步。针对全球国际资本流动，尤其是高杠杆的投机资本的流动，一直没有国际范围内的监管和政策协调，这才导致国际资本能够翻手为云、覆手为雨。中国人民银行行长周小川提出，应改革以美元为主的国际货币体系，充分发挥特别提款权（SDR）的作用。中国人民银行 2009 年发布的《金融稳定报告》中建议：由 IMF 集中管理成员国的部分储备，增强国际社会应对危机、维护国际货币金融体系稳定的能力。从目前的形势来看，直接在多边层次推动布雷顿森林机构改革，依然困难重重，有必要通过 G20 等平台，更多的争取国际支持。

东亚金融危机之后，亚洲区域货币合作发展很快，初步建立了以清迈协议下的双边货币互换、东亚债券市场为主的区域合作框架。最近，东亚外汇储备库的发展又取得了重要的推进。中国一直积极参与亚洲货币合作。在人民币国际化的初期，对亚洲货币合作的推动作用将会更加明显。因为人民币的国际化能够提高人民币在区域金融市场的影响力，提高周边国家对人民币的接受程度。对中国而言，参与区域货币合作的主要收益不是在遭受危机的时候获得援助资金。以中国的经济规模，如果遭受金融危机，单靠亚洲货币基金，甚至国际货币基金组织的救援，都是杯水车薪。但是，从区域货币合作的经验来看，如果人民币称为亚洲货币联盟的核心货币，那么，当外部资本试图冲击人民币的时候，往往会首先选择更为弱小的周边货币作为替代，进行投机。在欧洲货币体系中，国际投机资本的目标可能是德国马克，但首先遭受冲击的是意大利里拉等更弱的周边货币（张斌、何帆，2004）。在人民币国际化的中期，汇

率协调很可能会成为亚洲货币合作的主题。一方面，周边国家会关注人民币汇率的变化，因为人民币汇率会影响到其竞争力，另一方面，由于区域经济联系日益紧密，人民币的汇率波动会直接影响到市场对周边国家货币的看法，东亚地区各种货币波动的同步性可能会增强。在人民币国际化的晚期，东亚货币合作可能会被迫进行一个选择：是创造一个共同的区域货币，还是通过本地区各种货币的国际化，每一种货币都直接和国际金融市场建立密切的联系，并在此基础上形成区域内的政策协调。

五、简短的总结

本文简要评述了货币国际化的理论框架和国际经验，并对人民币国际化的成本和收益进行了分析，以期对人民币国际化提出更为现实的政策建议。根据本文的分析，我们可以进一步引申出如下观点：

(1) 人民币国际化很可能不是政策推动的结果，而是水到渠成的结果。目前，尽管人民币并非完全可兑换，但是，周边许多国家也都开始接受人民币，甚至将人民币作为储备货币。这正是由于中国经济保持了长期、稳定的经济增长，人民币币值 10 多年来始终稳定而且具有良好的国际声誉。这些都是人民币国际化进一步前行的条件。

(2) 对人民币国际化的成本和收益尚需做出更审慎的评价。人民币国际化不一定会在所有的时段都是利大于弊。在推动人民币国际化的早期，问题可能暴露得更多，风险可能更大。此外，要更细致的分析人民币国际化成本和收益的分配。简而言之，人民币国际化的收益更多的会由私人部门得到，而由此增加的成本则更多的会由政府部门承担，相关的政府部门需要做好相应的准备。

(3) 汇率改革和金融体制改革应在人民币国际化之前。没有汇率改革，人民币国际化之后引起的资本流入和流出可能会更加频繁的波动，升值的压力不仅不能减弱，反而可能会加剧。金融体制改革不推进，无法从根本上创造人民币回流机制。没有国内金融市场的改革，人民币在贸易领域的使用都会受到极大的限制。事实上，人民币国际化的一个作用就是能够提供“锁定效应”。正如中国加入 WTO 宣告了市场化改革的步伐无法倒退一样，一旦启动人民币国际化的进程，国内的金融体制改革也无法拖延。

(4) 在人民币国际化时机不成熟的时候不要贸然推进。一旦在货币国际化进

程中受到挫折，出现停顿，可能随后就是长时期的倒退。二战之后，纽约已经成为重要的国际金融中心。但是，1963年，美国实施了利息平衡税，即对美国人购买外国证券征税，此议案的动机是为了防止资本外逃，减少美国的国际收支赤字。但一个没有想到的后果是，国际债券市场的中心转移到了伦敦，美国从此失去了国际债券市场上的中心地位，至今都未能扭转局面（Kenen，2009）。

参考文献：

- 李若谷，2006，《走向世界的中国金融》，中国金融出版社。
- 人民币现金跨境流动调查课题组，《2004年人民币现金跨境流动调查报告》，《中国金融》，2005年4月。
- 殷剑峰，《人民币国际化的路线图》，中国金融40人论坛内部报告。
- 张斌、何帆：《经济崛起中的汇率升值压力：日本与德国经验》，《国际经济评论》，2004年第3期。
- Calvo Guillermo A., Alejandro Izquierdo and Luis-Fernando Mejia, 2008, “Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration”, NBER Working Paper No. W14026.
- Campbell F. and E. Lewis, 1998. ‘What Moves Yields in Australia?’, RBA Research Discussion Paper No 9808.
- Chen, Hongyi, Wensheng Peng, 2007. “The Potential of the Renminbi as an International Currency”, *China Economic Issues* 2007-7, HKMA .
- Chin, Menzie and Jeffrey Frankel, 2007. “Will the Euro eventually surpass the Dollar as leading international reserve currency?” in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard Clarida, Chicago: University of Chicago Press.
- Cooper, Richard, 2009.
- Gao, Haihong and Yongding Yu, “Internationalization of RMB”, Forthcoming paper for the BIS-Bank of Korea Seminar on Currency Internationalization, Korea.

Grassman, Sven. 1976. "Currency distribution and forward cover in foreign trade: Sweden revisited, 1973." *Journal of International Economics*, Vol6(2):215-221.

Kamps, Annette, 2006. "The Euro as Invoicing Currency in International Trade", PP.43-50, ECB Working Paper Series, No.665, August.

Kenen, Peter, 1983. "The Role of the Dollar as an International Currency", Occasional Papers No.13, Group of Thirty, New York.

-----, 2009. "Dimensions of Currency Internationalization", Forthcoming paper for the BIS-Bank of Korea Seminar on Currency Internationalization, Korea.

Krugman, Paul R. 1984. "Import Protection as Export Promotion: International Competition in the Presence of Oligopoly and Economies of Scale." In *Monopolistic Competition and International Trade*. edited by Henryk Kierzkowski. Oxford University Press.

Page.S. 1977. "Currency of invoicing in Merchandise trade", *National Institute Economic Review*, 81(1):77-81.

Park, Yung Chul and Kwanho Shin, 2009. "Internationalization of Currency in East Asia: Implications for Regional Monetary and Financial Cooperation", Forthcoming paper for the BIS-Bank of Korea Seminar on Currency Internationalization, Korea.

Tavlas, George S.1996. "The international use of currencies: the Deutsche market", in *Functioning of the International Monetary System*, edited by Jeffrey A. Frankel and Morris Goldstein, Vol.2 Washington: International Monetary Fund.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。