

全球新型金融危机与中国外汇储备管理的战略调整

陈雨露 张成思

内容提要：本文针对美国次贷危机之后国际金融格局变化，提出全球新型金融危机的概念，阐明新型金融危机独有的特征，指出全球新型金融危机对中国外汇储备的影响。本文的分析显示，在全球新型金融危机背景下，中国外汇储备管理的战略应该向人民币国际化这一方向调整，尽管目前时机尚未成熟，但近年来相关方面的发展已经为人民币将来走向国际化奠定了有利的基础。文章对人民币国际化的实现路径进行了讨论。

关键词：金融危机 外汇储备 人民币国际化

中图分类号：F831

文献标识码：A

一、引言

2007年以来，由美国次贷危机引发的全球信贷市场危机使得世界经济走势布满荆棘，充满不确定性。由于国际储备货币国家出现危机，因此以美元为主要储备币种的中国外汇储备体系面临新型金融危机带来的复杂格局和严峻挑战。特别是当前中国的外汇储备规模超大，而且结构上过度集中于美元和美元资产。鉴于外汇储备管理在国家经济安全战略中的特殊作用，新型金融危机的爆发为我国的金融安全和金融稳定提出了新问题。

美国次贷危机爆发以后，美联储实施了不断降息的扩张性货币政策。中美利差格局发生逆转，导致中美真实资产收益率出现倒挂。同时，人民币对美元加速升值的预期，致使大规模国际资本迅速涌入。中国外汇储备总额不断上升，截至2008年上半年已经超过1.8万亿美元，高居世界之首。如此庞大的外汇储备规模，不仅面临美元贬值的汇率风险，还面临美国国债、机构债产品的市场价值下跌的价值重估风险。怎样缓解上述风险的潜在冲击，正是中国外汇储备管理机构面临的艰巨任务。

显然，全球新型金融危机与中国外汇储备问题绝非各自独立，而是牵一发则动全身。在此背景下，传统的外汇储备管理思路 and 战略亟需调整。特别是如何在动荡的金融市场中有效发挥外汇储备的国家安全职能，又避免在美元贬值情况下陷入外汇储备减值的泥潭，进而最大化国民福利的问题，将是一个需要决策层和理论界认真对待、深入研究和合理解决的重大课题。

另外，中国作为世界舞台上的经济增长大国，逐步从“中国制造”向“中国创造”转变的发展战略已经确定。在这样的既定目标下，立足长远的国家利益，人民币是不能长期依附于美元的。换言之，要重视新型金融危机的警示效应，慎重考虑如何部署和实现人民币的国际化战略。

总起来说，在新型金融危机下，中国外汇储备规模应当如何调控，外汇储备的投资策略和投资结构应当如何调整，特别是中国在国际货币体系中的角色需要怎样转变，整个国家的外汇储备战略究竟应该如何制定……就这些问题及时展开深入细致的研究，对中国经济的持续健康平稳发展具有重大现实意义，对国家制定出台相关政策具有高度参考价值。

作者简介：陈雨露，中国人民大学副校长，财政金融学院教授，中国财政金融政策研究中心研究员；张成思，中国人民大学财政金融学院副教授，中国财政金融政策研究中心研究员。

有鉴于此,本文针对正在不断深化的全球新型金融危机,从人民币在国际货币体系中的角色转变视角来探讨中国外汇管理的战略调整问题,阐述人民币国际化对外汇储备管理的重要性,并指出实现人民币国际化的先决条件和现实路径。根据这样的分析思路,本文的结构安排如下:第二部分讨论全球新型金融危机的主要特征,阐述新型危机与中国外汇储备问题紧密相关;第三部分对相关研究进行了回顾和评述,突出本文研究内容的必要性和重要性;第四部分详细阐述了中国外汇储备管理战略调整的思路,对人民币国际化的条件和实现路径进行深入分析;第五部分总结全文并讨论了未来的相关研究方向。

二、全球新型金融危机的特征及其与中国外汇储备问题的关联

(一) 全球新型金融危机的主要特征

纵观世界经济舞台上的历次金融危机,无论从危机的形成机制、危机的波及范围还是从危机的传导机理来看,没有任何一次能与当前全球共同面对的这一轮新型金融危机相提并论。值得注意的是,以往的金融危机大多发生在金融体系欠发达的国家和地区,波及范围一般集中在危机国家所在区域,对整个世界的放射效应相对有限,对整个世界经济影响的传导机制比较简单。传统危机理论可以从不同角度对这些已有的危机机制进行解释。但由次贷危机引发的新型金融危机却与以往的金融危机存在明显的差异,概括起来主要有以下几点:

第一,美国是新型金融危机的主要代表。本轮危机的始发地是主要国际储备货币国家——美国。在经济和金融全球化、一体化的背景下,全球最发达的经济体出现了货币金融危机,这给以美元为主要储备币种的中国外汇储备体系带来巨大挑战,也对未来国际货币体系提出了新的问题。

第二,新型金融危机表现为经济“金融化”、金融“衍生化”的程度过高。随着全球范围内金融创新进程的继续深化发展,危机传导进程尚未结束,新型危机可能还会卷土重来,

所以有必要对本轮危机的相关影响重新评估,积极探索防范对策。

第三,金融衍生交易的爆炸式发展催生出了新型投资主体,比如裹挟着庞大资金规模在全球金融市场投机套利的对冲基金、投资银行和主权基金。此类投资主体有着迅速调集巨额资金的能力,追逐超高投机利润,偏好非传统的投资方向……体现了新型金融危机所独有的演变逻辑和危机放大机制。

第四,新型金融危机具有新的自我加速与向外扩散的传染机制。主要表现为国际储备货币国家借助一体化的全球金融市场转移和分散风险,这就要求以美元为主要储备币种的国家积极应对。而对新型金融危机与外汇储备战略问题的深入研究,无疑是解决这一关系国家重大安全利益的突破口。

(二) 全球新型金融危机背景下的外汇储备问题

谈起新一轮金融危机与中国的联系,我们可能不禁会想起亚洲金融危机。亚洲金融危机曾经席卷东南亚众多国家和地区,至今仍然是一个不堪回首的噩梦。当时的中国曾经表现出非凡的抵御能力,最终成功地遏制了1997年亚洲金融危机的对内传导,并在其后近10年的时间里表现出良好的经济发展态势:在比较温和的通货膨胀环境下,宏观经济实现了相当长时期的高速增长。

然而,10年后国际经济形势和国际金融格局都发生了翻天覆地的变化。2007年以来浮出水面的新一轮金融危机的发源地,却是世界上金融体系最健全、经济最发达的美国。美国次级房贷危机引爆的全球金融机构信贷危机,同时又伴随着世界范围的能源与粮食价格出现“非理性”飙升,进而加剧全球高通胀风险。而能源、粮食价格问题并非独立于金融系统之外,与近期美元出现的持续贬值盘根错节。

由于美元不断贬值以及国际炒家对石油期货的炒作,世界石油价格不断攀升,2008年连连突破油价的历史高位。石油价格的不断高涨,又带动了整个能源市场价格攀升,由此导致的“供给冲击”从某种程度上最终可能传导到包括中国在内的世界各个国家的国内通货膨胀上面。

而通货膨胀又是宏观经济运行和宏观政策制定的核心名义变量之一，通货膨胀的动态变化必然会影响到利率的调整，进而可能会导致全球范围的国际金融局势发生新的动荡。

在这个意义上说，从美国本土开始的“次贷危机”正在演变为一场波及全球的新型金融危机。其中，不仅卷入了汇率问题与金融信用评级问题，又涉及金融风险向实体经济扩散性传导，并且随着国家主权财富基金等新的投资主体卷入危机当中，国际储备货币国家通过金融全球化进程放大了金融危机对世界经济的危害。

就中国而言，将全球新型金融危机与中国外汇储备问题相结合研究，符合当前中国实现汇率机制平衡转轨、稳步融入世界经济发展新格局的历史契机，同时可以为其他经济转型国家的外汇储备管理提供有益示范经验和现实策略选择。只有深刻地认识到全球新型金融危机对中国外汇储备问题带来的冲击和风险，认真研究新型金融危机背景下如何科学合理地调整外汇储备战略和策略，才能有效应对全球新型金融危机对中国经济发展的挑战。这也正是本文研究的价值所在。

纵观本文的研究思路，外汇储备问题最终关系到中国在国际货币体系中的地位问题。因此，本文不单是对外汇储备管理策略本身的探讨，还要立足于国家利益，站在国家战略管理的高度，深入分析外汇储备问题。可以预见，要从根本上解决中国所面对的外汇储备难题，最终需要打破“金融帝国主义”，冲破人民币对美元的依附，在未来 10~20 年内，有规划有步骤地逐渐提升人民币在国际货币体系中的地位。本文正是在这样一个指导思想下，深入分析人民币国际化的中长期发展战略的实现途径，为探索出一套既符合中国国情又能适应世界经济格局动态变化的新型外汇储备管理战略提出有价值的政策建议。

三、关于新型金融危机与外汇储备管理研究的文献评述

金融危机在世界经济发展进程中并不少见，而且不同时期发生在不同国家和地区的危机表

现形式与内容不尽相同，所以经济学界对金融危机的研究相当广泛，也开创了不少经典的危机理论模型。其中，传统的金融危机理论模型主要是从国际收支平衡和汇率机制角度讨论宏观政策与经济指标之间的矛盾和冲突。例如，以 Krugman (1979)、Flood and Garber (1984) 为代表的第一代金融危机理论模型，以 Obstfeld (1994) 为代表的第二代模型，以及亚洲金融危机以后以 Krugman (1999) 为代表的第三代模型。其中，Krugman (1999) 的研究已经开始关注宏观均衡与银行业务之间的联动效应。Krugman 指出，随着货币危机的爆发，企业资产负债表上的货币错配加重亚洲的银行危机。Takeda (2004) 又进一步从信息不对称角度考察银行挤兑与货币危机之间的联系。

虽然以上这些研究对传承金融危机理论建模思想有着深远的影响，但是对于以美国次贷危机为标志的新型金融危机，因为时间的关系，国内外的相关研究仍然处于初期阶段。从国外比较有影响的学术研究来看，Eichengreen (2007) 认为美国信贷危机对亚洲国家的影响要远远超过人们的预期，但遗憾的是作者并没有深入阐述美国信贷危机对这些国家的具体影响及其传导路径。

与 Eichengreen (2007) 的考察视角不同，Dooley 等人 (2008) 研究了次贷危机是否会通过当前的国际货币体系造成美国严重的流动性短缺，结果发现因为新兴市场国家对美元资产情有独钟，所以由新兴市场国家提供的流动性会大大降低美国流动性短缺风险。不难看出，Dooley 等人 (2008) 的研究只是从一个较窄的视角，即信贷危机对美国国内经济影响的角度来分析新一轮金融危机问题，而对新型金融危机的国际传导特别是对中国外汇储备问题并没有给予关注。

Reinhart and Rogoff (2008a) 对美国次贷危机和二战后世界各国发生过的主要金融危机进行比较分析。考察了 1977 年西班牙危机、1987 年挪威危机、1992 年日本危机以及 1984 年美国危机等共 18 次金融危机期间，集中从资产价格、真实经济增长和公共债务这三方面的表现辨别美国次贷危机与这 18 次危机之间的区别。出人意料的是，Reinhart and Rogoff (2008a) 发

现,美国次贷危机基本上与历次主要金融危机之间没有显著差异。但是必须指出,Reinhart and Rogoff 的研究尚停留在金融危机静态特征的比较,对新近发生的美国信贷危机的动态传导以及美国信贷危机对其他国家特别是中国这样的主要贸易伙伴国的影响缺乏考虑。

Reinhart and Rogoff (2008b) 延续了 Reinhart and Rogoff (2008a) 的研究思路,只是考察的视角更加宽泛,但核心仍然是比较美国次贷危机与历史上的金融危机的特征,而且结论仍然是美国次贷危机的主要特点与历次金融危机没有太大的差异。我们认为,如果 Reinhart and Rogoff 的研究视角能扩展到次贷危机的国际传导层面,并且考虑到信贷危机与能源价格危机的互动,进一步挖掘新型金融危机的深层特征,其研究结论可能会更具有说服力。

事实上,在新近出版的《金融市场新范式》(Soros, 2008) 一书中,乔治·索罗斯从金融市场的实际参与者的视角,对美国信贷危机提出了与 Reinhart and Rogoff (2008a; b) 完全不同的解读。索罗斯认为,2007 年以来美国发生的信贷危机反映出全球金融市场格局正在重新盘整。他根据自己对金融市场的独理解,强调对金融市场的错误理念和错误解读是美国信贷危机爆发的根源。

显然,索罗斯审视新一轮金融危机的视角与学术研究的思路有着较大的差异。但是却从另一个侧面反映出,深入研究新型金融危机问题是当前学界应该开展的重大课题。如果我们把研究的视角拉近到中国问题方面,就会发现,新型金融危机与中国外汇储备问题不仅是国外鲜有研究的课题,也是国内已有研究迄今未能探索的重要课题。

次贷危机爆发以后,一些国内学者关注次贷危机本身对中国经济的影响,例如梅新育(2007)认为,次贷危机对中国经济的传染机制有限。陈雨露等人(2008)的研究将次贷危机的作用范围扩展到更为宽泛的世界经济层面,认为次贷危机对整个世界的影响都不容忽视。另外一些学者集中探讨次贷危机爆发对中国金融机构风险防范的启示,如孟辉和伍旭川(2007)、张斌(2007)以及曾康霖(2008)等

都属于这方面的研究。

在这些关于次贷危机的研究中,金融危机与中国外汇储备问题的联系似乎被意外地忽略了。虽然陈雨露和马勇(2008)、瞿强(2008)、李众敏(2008)和张成思(2008)分别在分析混业经营与我国金融稳定、外汇储备的成本收益和外汇储备与流动性过剩的研究中,曾提及次贷危机对外汇储备的影响,在一定程度上贴近本文的研究主题。但遗憾的是,这些文献只是在结论部分提到外汇储备与人民币升值之间可能存在联系,却没有深入探讨新型金融危机背景下的外汇储备管理战略调整问题。

然而,2008 年美国两家房贷巨头房利美、房地美陷入资金困境的案例充分表明,中国规模巨大的外汇储备,不仅面临美元贬值的汇率风险,还面临美国国债、机构债产品市场价值下跌的价值重估风险。如何通过外汇储备资产的多元化来缓解上述风险的潜在冲击,应对全球金融危机对国家外汇资产的冲击,是中国外汇储备管理机构面临的艰巨任务。

总之,现有研究无论在金融危机理论模型发展和新旧金融危机比较方面,都做出了积极的贡献,这些文献的研究脉络对本文与已有研究实现背景衔接上也是弥足珍贵。但根据我们掌握的研究资料,至今尚缺乏对全球新型金融危机与中国外汇储备问题联系起来的深入研究。本文希望在全球新型金融危机背景下,从人民币在国际货币体系中的地位出发,重新审视中国外汇储备管理的国家战略调整问题。

四、中国外汇储备管理的战略调整: 人民币国际化

(一) 人民币实现国际化的基础

近年来,随着中国在国际贸易当中的角色日益突出,人民币的国际货币地位正在不断提高。Dobson and Masson (2008) 的研究认为,人民币在亚洲区域国际化趋势有所显现,在亚洲的区域国际化已经具备相当的条件。这为人民币在未来实现国际化提供了一定基础,也为解决中国外汇储备问题提出了一个值得思考的备选方案。

从狭义角度看,货币国际化是指一种货币

的部分职能或者全部职能（包括计价、流通、支付、储备等职能），从一国的适用区域扩张至周边国家、国际区域乃至全球范围，最终演化为全球通用货币的动态过程。从广义角度看，货币国际化不仅包括货币职能的国际化，还包括货币作为资本的信贷、投资职能的国际化，即货币作为资本获得利润的投资职能从一国的适用区域或原使用区域扩张至周边国家、国际区域乃至全球范围的动态过程。

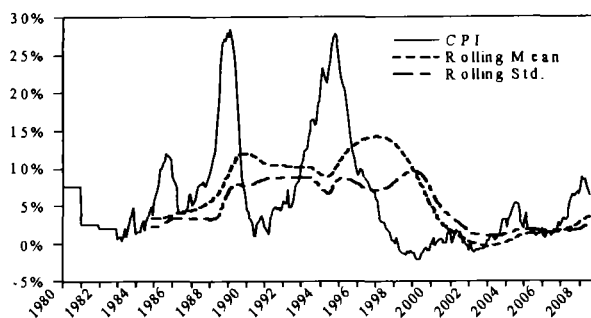
人民币国际化，除了可以获得铸币税，降低交易成本和汇率风险，减少中国在国际贸易中的交易成本，促进中国对外贸易和金融服务业以及国际投资的发展之外，还有助于缩减中国当前的巨额外汇储备。一方面，如果人民币跻身成为国际货币，那么其自身既是一种计价货币又是一种储备货币；另一方面，通过人民币国际化逆差融资的能力，可以增发货币而自我取得融资。另外，人民币国际化可以使中国在国际市场上有更强的融通资金能力，降低持有外汇储备的规模，从而在一定程度上缓解因外汇储备过多而导致外汇占款过多造成的被动的流动性过剩问题，有助于内外均衡。

当然，人民币国际化是需要一定前提条件的，如果在很多先决条件尚未满足的情况下，在短期内强力推进人民币国际化进程，很可能带来一些不良后果。例如，如果金融体系不够发达，那么在出现大规模人民币回流和需求的时候可能会使货币政策陷入被动局面。实际上，Tavlas（1991）曾经提出，货币国际化的基本条件包括相对比较温和的通胀环境、较高的金融深化程度以及国家在国际贸易或世界经济产出中拥有较高的份额。当前，中国在这三个基本条件方面已经积累了一定的基础。

第一，从通胀环境来看，虽然中国在上世纪 80 和 90 年代经历了高通胀和高通胀波动性，但是通货膨胀在 1997 年亚洲金融危机之后一直保持相对较低的水平和波动程度。图 1 描绘了 1980 年 1 月~2008 年 7 月中国的居民消费价格指数通胀率（CPI）的动态演进路径，并且利用 5 年期滚动窗口计算了 CPI 的滚动均值（Rolling Mean）和滚动标准差（Rolling Std.）。从图 1 中不难看出，通货膨胀水平和波动性自上世纪末

开始减弱，并且在 2000 年之后一直保持平稳较低的水平。虽然 2007 年以来中国的通货膨胀出现连续攀升的局面，但峰值仍未超过两位数字，并且通胀率在 2008 年 1 季度之后随着经济减速开始出现回落趋势。

图 1 中国 CPI 通胀率、5 年期滚动均值及滚动标准差：1980 年 1 月~2008 年 7 月



数据来源：中国国家统计局 & 经济景气月报。

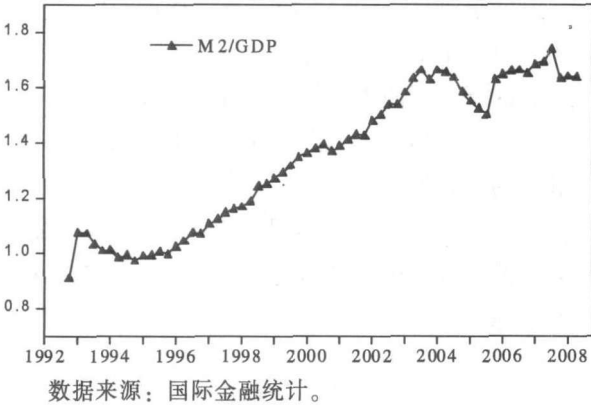
所以，从近年来中国的通胀环境来看，已经为人民币国际化创造了一个基础条件。当然，这并不暗示中国不再面临通胀上行的风险，恰恰相反，从货币国际化的基础条件出发，决策层在考虑未来实现人民币国际化的国家战略调整时，需要把温和通胀作为长期的发展目标。要实现这一发展目标，Dobson and Masson（2008）认为中国可以考虑实行通胀目标制。从外汇储备管理的长期战略角度看，这一建议还是值得认真思考的。

第二，在金融深化程度上，中国的金融改革正在不断深化，金融业发展水平大大提升。特别是在最近 10 年来，中国加快了金融机构改革的步伐，逐步将工、建、中、农四大国有商业银行推向商业化改革的轨道。通过多年的努力，目前四大国有商业银行已基本实现商业化改革的目标，成为自主经营、自负盈亏、自担风险的商业银行，其经营能力不断强化，业务范围不断扩大，从业人员素质明显增强，不良资产大幅下降。并且，目前建行、中行、工行都已成功上市，成为市值超过千亿美元的大金融机构，这将会进一步促进其经营管理能力并提高国际竞争力。除此之外，3 万多家农村信用社从 2003 年开始改革，其他金融机构的改革也正在积极推进。在加强金融市场的基础性建设上，银行间拆借市场、票据市场、股票市场、债券市场、外汇市场都得到了进一步完善和提高，尤其是外汇市

场建设速度加快，交易机构类别从国有商业银行、股份制商业银行、政策性银行、外资银行扩大到农村信用联社、非金融企业和非银行金融机构。金融市场基础性建设为人民币汇率形成机制的进一步完善奠定了坚实的基础。同时，中国利率改革也在加快进行，在中央银行基准利率的指导下，利率的浮动空间进一步加大，虽然距离完全的利率市场化目标还有一段距离，但是应该看到中国正在朝着利率市场化的目标迈进。

另外，如果从传统的金融深化程度的量化指标 (M_2/GDP) 来看，中国的金融深化程度也在日益提高。图 2 刻画了 1992 年 4 季度至 2008 年 2 季度中国 M_2/GDP 的动态时序图^①。从图 2 可以清楚地看到，中国 M_2/GDP 的水平自 2000 年开始出现较快的上升趋势，虽然在 2005 年经历了短暂的回调，但在最近 10 年内保持相对稳步增长的态势。

图 2 中国 M_2/GDP 的动态变化路径：
1992 年 4 季度~2008 年 2 季度



随着中国金融改革的不断深化，金融业发展水平进一步提升，银行体系的国际竞争力也在日益增强，这些都为推进人民币国际化打下了较为坚实的金融基础。

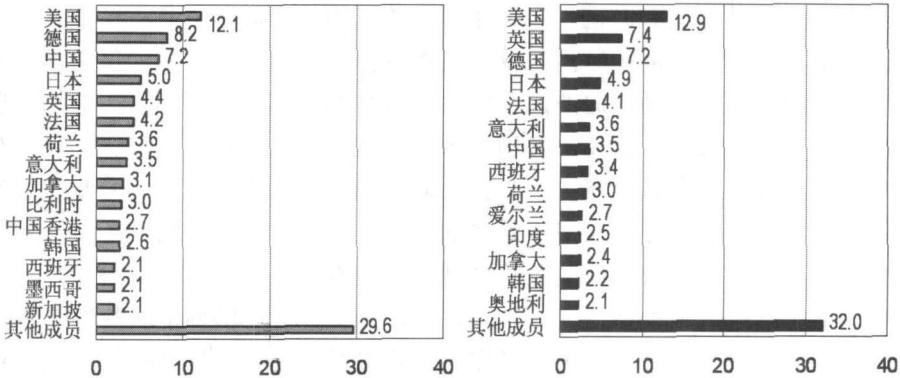
第三，从国际贸易的份额和经济产出的规模来看，中国在世界经济舞台上所扮演的角色

越来越重要。自 2001 年加入世界贸易组织 (WTO) 以来，中国在国际贸易中所占的百分比逐年提高。根据世界贸易组织最近公布的国际贸易数据 (图 3)，2006 年中国在国际商品贸易中所占比重的排名已经跃升为 WTO 成员国中的前 3 名。不仅如此，从图 3 还可以看出，截至 2006 年，中国在国际服务贸易当中也紧随美、英、德、日、法、意之后，排在 WTO 成员国的前 7 位。

而从经济产出方面来看，中国改革开放 30 多年，经济产出的增长率不断提高，在世界经济中的地位随之不断提升。1980~2005 年间中国经济年均增长速度为 9.6%，经济增长速度居世界之首。而在 2006 年为 10.7%，2007 年为 11.5%，虽然 2008 年经济增速可能会受到全球新型金融危机的冲击而有所回落，但仍然有望保持在两位数字的增幅。从国内生产总值 (GDP) 方面来看，2007 年中国 GDP 超过 3 万亿美元，世界排名第 4 位。经济产出的强劲增长，显示出中国综合国力的日益增强。这种国力的增强，为本币的国际化进程创造了良好的国际环境，特别是为世界各国将来接受人民币作为结算和储备货币的信心方面具有重要的示范作用。

除了以上三点基本条件之外，随着中国经济的稳步增长和人民币汇率形成机制的不断完善，人民币在周边国家和地区正在成为重要的结算货币。例如，目前中国已与越南、蒙古、朝鲜、俄罗斯、老挝、尼泊尔等国家签订了双边结算与合

图 3 WTO 成员国在国际商品贸易中的比重 (左) 与在国际服务贸易中的比重 (右)：2006 年



^①因为 M_2 为存量指标，而 GDP 为流量指标，所以在 M_2/GDP 的计算中， M_2 使用当季数据，GDP 采用 4 个季度移动加总值；参见 Zhang and Pang (2008) 的详细说明。

作协议,而人民币在中国与东盟国家贸易中的结算量更是逐年稳步提高,成为与这些国家边贸结算中的主要货币。另外,在新加坡、马来西亚、泰国、韩国等国家,人民币同本地货币和美元一样可以用于支付和结算。在菲律宾,2006年12月1日起已经将人民币纳入其官方储备货币。而目前在我国香港和澳门地区的人民币业务(存款、兑换、汇款和银行卡清算)也正式开展。所有这些发展都表明,人民币在一定程度上正在被周边国家和地区广泛接受和使用,人民币进一步走向国际化具备了一定基础。

(二) 人民币国际化的实现路径

由于货币国际化是一个复杂的渐进过程,其实现要受到多方面条件的综合影响和制衡,因此必须以渐进的方式推进人民币国际化进程。具体地说,人民币国际化应遵循“周边国际化→亚洲化→国际化”这样一个渐进的过程,这也是支持人民币国际化的众多学者共同强调的核心内容。其中,人民币周边国际化是人民币亚洲化的基础,而人民币亚洲化的最终实现,将意味着人民币成为全球范围内的国际货币,从而形成人民币、美元和欧元三足鼎立的世界货币体系,最终实现人民币国际化。因此,人民币国际化路径中最基础和最关键的阶段是人民币周边国际化与人民币亚洲化。而从本文开始部分讨论的全球新型金融危机对中国外汇储备管理战略调整的启示来看,这些基础和关键性的阶段应该尽早正式提上外汇储备管理的议程。

首先是人民币周边国际化。人民币周边国际化应该随着我国和周边国家以及地区的经贸往来规模的迅速扩大而进一步强化,具体措施包括市场导向以及市场导向与政府政策共同推动的两种形式。市场导向的国际化是因贸易和金融往来中对人民币日益增加的需求而自发形成的,而市场导向和政府政策支持共同推动国际化的特点是既有经贸往来中形成的对人民币的需求,又有国家或地区政策的推动,比如在港澳地区政府政策推动下,人民币在港澳地区流通的规模日益扩大。我国已经实施的积极推进与周边国家(地区)的贸易投资合作,将进一步扩大人民币周边国际化的规模,为人民币亚洲化奠定良好的市场基础。

其次是人民币亚洲化。人民币亚洲化的进程将是一个更为复杂的长期过程,也是人民币能否成为亚洲主导货币、真正从国际货币合作的弱势国转变为强势国的关键阶段。人民币亚洲化需要通过两条渠道的政策推进,一是采取签署国家间或省际间的双边和多边协议的形式积极与周边国家(地区)或接壤省(区)之间创建自由贸易区和经济圈,在自由贸易区(或经济圈)成员中的贸易投资往来中鼓励人民币的可自由兑换,鼓励用人民币作为国际结算和投融资的支付手段,鼓励自由贸易区(或经济圈)内成员将人民币作为外汇储备货币,创建亚洲人民币债券市场等。另一条渠道是建立区域货币联盟。可以部分借鉴欧洲货币联盟的经验:在亚洲货币区的形成中,我国以强势国的地位参与货币合作,积极主导创建亚洲货币体系;创建亚洲货币基金、亚洲货币单位和亚洲汇率机制,逐步提高人民币的影响力并使之成为区域内的主导货币,并逐渐提高人民币在亚洲货币单位中的权重,待条件成熟时,使人民币分步骤地完全替代货币区内其他国家(地区)的货币,即主导货币区域化,真正实现人民币亚洲化。当然,无论是在人民币亚洲化还是在最终国际化的进程中,需要注意国家和区域间的货币合作,认识到人民币国际化不可能一蹴而就,而要将人民币国际化作为一个长期的国家战略目标。

五、结语

国际金融危机与外汇储备管理的战略调整问题,是一个值得长期探索和深入研究的重要课题。本文从美国次贷危机引发的新一轮危机的特征出发,对全球新型金融危机的影响进行了重新诠释,并将讨论的焦点集中在新型危机背景下的中国外汇储备管理的战略调整问题上。文章对新型危机与中国外汇储备问题的联系进行了分析,进而提出人民币国际化是最终解决中国外汇储备管理问题的长期策略。

从目前人民币国际化的基础条件来看,中国在通胀环境、金融深化和经济发展方面已经为将来实现人民币国际化提供了一定的基础和保证。从长期看,要实现人民币国际化,首先需要实现

人民币周边国际化,然后发展到人民币亚洲化,在循序渐进的过程中不断提高人民币的国际货币职能,从而最终实现人民币国际化的目标。

当然,人民币国际化是一个长期的过程,既不能在经济和金融基础条件尚未成熟的时候急躁冒进,但又不能等到中国经济基础和金融体系发展到与世界发达国家相同的水平以后再去考虑。从国家外汇储备管理的长期战略角度来看,人民币国际化是一个值得管理层站在国家战略调整的

高度认真考虑的长期策略。在推进人民币国际化的进程中,我们必须根据中国实际发展需要和国际货币体系新的时代背景去探索新的货币金融制度安排。在这一进程中,国家积极主动地推进经济和金融基础设施的建设,有望加快人民币国际化进程,这不仅有益于中国经济的长期发展,更有利于世界经济的健康发展。

(责任编辑:刘墨海)

参考文献:

- [1] Dobson, W. and Masson P. Will the Renminbi Become a World Currency? [J]. China Economic Review, 2008, forthcoming.
- [2] Dooley, M. P. Folkerts L. and Garber P.M. Will Subprime Be a Twin Crisis for the United States?[R]. NBER Working Paper No. W13978, Issued in May 2008.
- [3] Eichengreen, B. The Subprime Crisis and Asia [R]. University of California Berkeley Working Paper, Issued in August 2007.
- [4] Flood, R. and Garber P. Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples [J]. Journal of international Economics, 1984, 17, 1 ~ 13.
- [5] Krugman, P. A Model of Balance-of-Payments Crises [J]. Journal of Money Credit and Banking, 1979, 11, 311 ~ 25.
- [6] Krugman, P. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises [J]. International Tax and Public Finance, 1999, 6, 459 ~ 472.
- [7] Obstfeld, M. Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features [J]. European Economic Review, 1996, 40, 1037~1047.
- [8] Reinhart C.M. and Rogoff K.S. Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison [J]. The American Economics Review, 2008a, 98, 339 ~ 344.
- [9] Reinhart C.M. and Rogoff K.S. This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises[R]. NBER Working Paper No. 13882, Issued in March 2008b.
- [10] Soros, G. The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008[M]. Public Affairs Press, 2008.
- [11] Takeda, F. A Twin Crisis Model with Incomplete Information [J]. Journal of the Japanese and International Economics, 2004, 18, 38~ 56.
- [12] Tavlas G. S. On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark [R]. Princeton Essays in International Finance No. 181, Issued in March 1991.
- [13] Zhang C. and Pang H. Excess Liquidity and Inflation Dynamics in China: 1997-2007 [J]. China & World Economy, 2008, 16, 1 ~ 15.
- [14] 陈雨露, 马勇. 混业经营与金融体系的稳定性: 基于银行危机的全球实证分析 [J]. 经济理论与经济管理, 2008 (3) .
- [15] 陈雨露, 庞红, 蒲延杰. 美国次贷危机对全球经济的影响[J]. 中国金融, 2008 (4) .
- [16] 李众敏. 我国外汇储备的成本、收益及其分布状况研究 [R]. 中国社会科学院世界经济与政治研究所工作论文 0806, 2008.
- [17] 孟辉, 伍旭川. 美国次贷危机与金融稳定[J]. 中国金融, 2007 (18) .
- [18] 瞿强. 次贷危机对全球金融究竟有何影响[N]. 上海证券报, 2008年2月22日.
- [19] 曾康霖. 对金融风险、金融危机的理性认识过程——改革开放以来的回顾 [J]. 中国金融, 2008 (5) .
- [20] 张斌. 百年来国外主要经济金融危机分析[J]. 中国金融, 2007 (19) .
- [21] 张成思. 人民币升值与国际平价关系新格局: 失衡与对策 [R]. 中国财政金融政策研究中心工作论文, 2008年9月.

Abstract: Abstract: This paper proposes a concept of new global financial crisis based on the changes in international financial paradigm after the US subprime crisis. The paper documents unique features of the new crisis and points out the repercussions from the new crisis on China foreign exchange reserve. Empirical analysis in the present study shows that China should adjust its foreign exchange reserve management strategy towards internationalization of RMB under the background of the new global financial crisis. Although the use of RMB as a world currency is still at its early stage, the paper shows that recent developments in relevant aspects have built a solid foundation for the international use of RMB. The article also discusses progressive ways of leading RMB to a world currency.

Keywords: Financial Crisis; Foreign Exchange Reserve; Internationalization of RMB.