

# 人民币国际化的现状、影响及未来货币政策取向

王鸿飞

摘要: 当前人民币国际化具有外汇储备的扩大、币值的稳定、金融市场的完善等许多有利的条件,同时也存在经济发展方式粗放、资本管制、美元惯性等诸多不利的条件。人民币国际化对货币政策可能会产生多方面的影响。由于货币政策具有溢出效应,同时考虑到利率市场化的影响,人民币国际化后货币政策的独立性将受到较大的冲击。人民币国际化对传导机制的影响表现在:由传统的信贷传导机制逐步转换为汇率传导机制,同时传导途径将进一步灵活化。由于存在货币替代,货币需求函数将变复杂且货币流量将更难以监控。在政策传导工具方面,准备金政策和再贴现政策效果将被削弱,而公开市场业务效果将增强。为了应对人民币国际化可能产生的影响,应当从加强对人民币的监督、完善利率与汇率机制、推进资本项目开放和合理搭配政策等方面采取对策来加以解决。

关键词: 人民币国际化;汇率制度;外汇储备;货币政策

DOI: 10.3773 / j. issn. 1006 - 4885. 2013. 02. 056

中图分类号: F820 文献标识码: A 文章编号: 1002 - 9753( 2013) 02 - 0056 - 15

## 1 引言

货币国际化是货币跨越国界、在境外流通,并成为国际上普遍认可的计价、结算及储备的过程。一国的货币国际化之后,可以为该国带来可观的收益和国际地位。欧元之父蒙代尔于 2011 年就指出人民币已经超过日元的地位,近年来人民币的国际化进程在稳步的进行中。人民币国际化越来越成为热点话题,其原因在于,随着我国经济实力增长,为人民币国际化提供了物质基础和前提条件。近年来随着美国次贷危机和

作者简介: 王鸿飞(1990 -),浙江永康人,西南交通大学公共管理学院理论经济学专业硕士研究生,研究方向:世界经济。

欧洲债务危机的相继爆发,显示了美元和欧元这两大国际货币的内在缺陷,这给人民币国际化提供了良好的机遇。人民币在周边国家和地区被广泛的接受和使用的事实,也显示了人民币国际化巨大的发展潜力。因此,对人民币国际化已具备的条件、仍存在的障碍以及现在实际进程的研究,有助于了解人民币国际化的现状。而货币政策作为宏观经济政策的重要组成部分,在人民币国际化后,特别是汇率浮动、利率市场化及资本自由流动后将不可避免地受到冲击,对我国货币政策的独立性造成巨大的挑战。因此,对其影响途径、传导工具等各方面进行系统的研究和探讨是急需解决的理论和实践问题。

关于人民币国际化问题的研究,Mundell Robert (2002)<sup>[1]</sup>认为世界经济将会对亚洲地区产生影响,而和中国的宏观经济政策尤其相关,中国应维持稳定的汇率来推动货币国际化。Aglietta Michel (2011)<sup>[2]</sup>认为,应通过建立香港人民币离岸市场来推动人民币国际化进程。国内学者陶士贵(2002)<sup>[3]</sup>也认为,中国经济发展稳定,推进人民币区域化的时机已成熟。

至于人民币国际化后对货币政策的影响的研究,Tavalas (1997)<sup>[4]</sup>认为在浮动汇率制下,货币国际化导致资本国际间的自由流动将使汇率大幅度变动,会对国内货币政策的效力产生一定的影响。刘力臻(2005)<sup>[5]</sup>从资本流动、货币替代和外汇储备等方面加以分析,认为人民币国际化之后对我国货币政策的效力将产生很大的影响,江凯(2010)<sup>[6]</sup>认为人民币国际化会加大货币政策调控的难度和效果、加大通货膨胀发生的可能性。张青龙(2011)<sup>[7]</sup>利用IS-LM模型进行分析,认为人民币国际化会对货币政策的各项效应以及货币流通速度产生不同的影响。

当然,关于人民币国际化对货币政策的影响目前还没有得出一致的结论,本文将在现有的国内外研究成果的基础上,从货币政策的独立性、传导机制、货币需求量和政策工具四个方面来展开分析。

## 2 人民币国际化的条件与障碍

人民币国际化进程始于上世纪90年代,开始时国际上对人民币的需求较少,人民币国际化的进程也较慢。但近年来,随着我国经济的高速发展和政府的积极推动,人民币国际化的进程也大步提升。

自2005年我国实行汇率体制改革以来,人民币国际化进程就进入了一个新的阶段。从推动跨境贸易人民币结算,到允许境内企业持人民币直接到境外投资,到通过建立香港离岸人民币市场,再到出台一系列的与周边国家和地区的货币互换协议,这些都加快了人民币国际化进程。但从目前人民币在国际金融舞台上的表现来看,人民

币发挥的作用仍难以匹配我国第二大经济体的地位。

央行宣布 2012 年 4 月 16 日起 ,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之五扩大一倍至百分之一。随即国家外汇管理局宣布 ,允许国内外汇市场参与者持有人民币兑外汇的净多头头寸 ,央行也将开发独立的人民币跨境支付体系 CIPS ,逐步实现资本项目的完全可兑换。一系列的改革将促使人民币在国际市场流动的瓶颈打开 ,以人民币计价的金融产品将增多 ,人民币区域流动性将加强。

2.1 已具备的条件

第一 ,经济规模的持续攀升。蒙代尔认为 ,“关键货币是由经济实力提供的”。一国的经济规模对一国的货币国际化而言是最显而易见的重要因素 ,一国的经济规模越大 ,那么 ,该国对世界经济的影响就越大 ,以该国货币计价结算的商品、服务等就越多 ,货币各项职能也就发挥的越好 ,该国货币国际化的程度就越高(卢悦衡等 2011<sup>[8]</sup>)。美元、日元等货币的国际化地位无不依赖于其国内的强大经济基础。

20 世纪 90 年代以来 ,我国的 GDP 年平均增长率达 10.1% ,大大高于发达国家水平 ,特别是 2009 年金融危机之后 ,发达国家经济增速几乎为负值的同时 ,我国的经济增长量依然保持了超 8% 的水平 ,经济总量也已经超过了日本达到了世界第二的水平 ,统计局最新数据 2012 年 1 - 3 季度国内生产总值达 352480 亿元 ,比去年同期增长 7.7%。与此同时 ,我国的贸易规模也持续扩大 ,改革开放以来 ,外贸规模增长了 100 多倍 ,年平均增速超过 17% ,在 2001 年 - 2011 年的 11 年间 ,有 8 年处于绝对的外贸顺差水平 ,2012 年 1 - 10 月 ,全国进出口总额达 31675.7 亿美元 ,同比增长 6.3% ,再创历史新高 ,成功成为全世界吸引外资最多的国家。

第二 ,外汇储备的持续增长。截至 2012 年 9 月 ,我国外汇储备达 32850.95 亿美元 ,按美元比人民币 1:6 的汇率来计算 ,至少可以支撑 18 万亿人民币流出国内。当这笔人民币流到国外 ,假如人民币汇率大幅下跌 ,央行要有足够的储备 ,迅速抛出美元等货币 ,来维持人民币汇率的稳定 ,这是外汇储备最重要的职能。德国马克的国际化经验就是以强大的外汇储备作为平准基金(谢洪燕 2010<sup>[9]</sup>)。我国的外汇储备连年来持续增长 ,这些由于外贸顺差而累积的巨额外汇储备 ,更应该成为人民币国际化的坚强后盾 ,发挥其正确的作用。因此 ,中国政府不应该只考虑到用外汇储备进行境外投资 ,而应该以此作为人民币国际化的准备。

第三 ,人民币币值的相对稳定。一国的币值稳定包括外部和内部两方面(卢悦衡等 2011<sup>[8]</sup>)。外部币值稳定即汇率稳定 ,一国的汇率越稳定 ,那么国际上就愿意使用该货币作为结算手段、支付手段和用作储藏手段 ,该国货币在国际上的占有率就越高。

1999 年至 2004 年,人民币汇率基本保持稳定。2005 年之后,中国实行有管理的浮动汇率,人民币开始稳步升值,七年间人民币对美元升值超过了 30%。近期来美元走弱,人民币即期汇率盘中再创新高,达 1 美元兑 6.2691 人民币,初步建立起了国内外对人民币稳定的心理预期。

内部币值稳定表现在国内的通货膨胀率相对较低。一国的低通货膨胀率代表了一国国内经济的稳定,有助于吸引更多外资来该国投资,从而推动一国经济的国际化,进而推动货币的国际化。我国的通货膨胀多年来维持在正常的增长,和美国等发达国家相比处于略低的水平,近两年通胀预期比较明显,我国政府也将防通胀列为头等经济目标,在国际上维持了良好的形象。

第四,金融市场的日益完善。高度发达的金融市场能够给国际货币的需求提供便利(聂利君 2009<sup>[10]</sup>)。目前我国正加大推进香港人民币离岸金融市场的繁荣发展,这对促进我国资本账户开放、对利率市场化的实行及为人民币回流和为境外投资者提供良好人民币投资的环境等方面,都跨越了一大步。

根据香港金融管理局的统计数据,香港人民币存款余额在 2012 年 9 月底达到 6600 亿元人民币,与此同时,今年前 9 个月人民币跨境贸易结算量已达 19300 亿元,超过去年全年。不仅如此,人民币融资活动也在不断发展,截止 9 月底,各机构及企业在香港发行人民币债券超过 950 亿元,人民币贷款余额今年前三季度达到 600 亿元,人民币已经成功成为香港境内除美元之外的第二大外币存款。而香港人民币离岸市场的发展无疑为人民币国际化提供了良好的跳板。

## 2.2 仍存在的障碍

第一,经济发展方式粗放。虽然我国的国内生产总值总量一直保持高速增长,但我国之前靠的一直都是高投入、高消耗、高污染的粗放型增长方式,靠的是出口和投资拉动的经济增长(王大树等 2010<sup>[11]</sup>)。在发展了多年之后,我国的资源耗竭迅速、环境污染严重、各投入要素的价格也开始上涨,虽然出口总额占了世界第一,但出口的多是初级产品而缺少高科技产品。如果不及时改变这种粗放型的经济增长方式为集约型增长方式,就会严重影响我国经济发展,一旦经济下滑,人民币的进一步国际化就失去了最根本的保障。

第二,资本项目管制与金融市场不发达。在条件尚不具备的情况下盲目开放资本项目,会导致国际游资冲击并引起国内经济的崩溃,因此我国一直未实现资本和金融项目的完全可兑换。这样一来,非居民使用人民币就受到严格的控制,人民币无法成为外国居民投资的选择,也无法成为外国政府储备的选择,更无法成为外国企业结算

的选择。目前我国金融市场虽然经过了快速的发展,但和发达国家相比,仍存在很多问题,比如市场规模较小、投资工具较少、法规不健全等(卢悦衡等 2011<sup>[8]</sup>)。如何稳步放开资本管制,更加完善金融市场,是人民币国际化必须面对的问题之一。

第三,美元惯性。一国货币国际化不仅仅是经济实力的比较,更是各国在政治、军事、文化等各方面的较量。美元于 20 世纪 30 年代成为国际货币后,一直没有别的国际货币可以超越其地位,在外汇市场上的交易几乎霸占了一半的份额。这对人民币是一个巨大的挑战,如何让世界接受一种新的国际货币,是一个漫长的过程。而对美国而言,也不会甘心放弃货币国际化带来的巨大收益,定会对人民币国际化进行阻挠。

2.3 人民币国际化的实际进程

人民币在我国周边很多国家已超过美元成为结算和支付的首选货币。其中,人民币在老挝的东北三省和越南全境都已经实现了自由流通,在越南和蒙古的银行已经开展了人民币存储功能。在香港离岸中心,人民币可以通过多种方式兑换,并作为储备货币。自 2008 年以来,中国人民银行频频与各地央行签订货币互换协议,用于降低融资成本、减少汇率波动带来的影响,这也被视为我国在人民币国际化道路上做出的巨大进步(姜季芳 2011<sup>[12]</sup>)。

人民币周边化进程已取得较大发展,但人民币在全球外汇交易中的占比却一直没有太大的提升。我国一直处于“经济大国、货币小国”的状态。从 2010 年的数据看,美元基本占了全球外汇交易的 50%,而人民币却只占了 0.5% 左右,人民币国际化可以说才刚刚处于起始阶段。目前我国人民币正在从周边化向区域化发展,未来还要向全球化发展,这过程中存在很多的障碍,需要进一步的改革才能更好的推动人民币国际化。

3 人民币国际化对货币政策的影响

货币政策和财政政策是一国宏观调控两大重要组成部分。在封闭经济条件下,货币政策主要由国内经济状况决定,其影响效果比较明显。但随着人民币区域化进程的加强,货币政策的制定不仅要考虑国内经济环境,还要将国外经济环境也考虑在内。首先,在实现经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡等四大货币政策目标的时候,由于外部经济对人民币需求的增加,因而对人民币的利率、汇率水平的影响都要考虑在内。其次,在开放经济条件下,我国制定的货币政策的效果通常也会溢出国外,而国外也相应的对此会采取不同的政策,整个世界经济是相互依赖的整体,因此反馈效应也应被考虑在内。再次,在人民币国际化进程中,逐步实现的资本自由可兑换、汇率和利率自由浮动等,都对货币政策的实施提出了更高的要求。以下从货币政策的各组

成部分,分别分析人民币国际化后对政策独立性、政策传导机制、货币需求量和政策传导工具等方面的影响。

### 3.1 人民币国际化对政策独立性的影响

#### 3.1.1 货币政策溢出效应的影响

货币政策具有溢出效应,在全球经济一体化的背景下,各国之间的经济依存度提高,一国制定的货币政策不仅可以对本国的国内经济目标变量发挥作用,而且会对其他国家金融市场的稳定和实体经济的发展也产生一定的作用。与此同时,国外的货币政策也会通过汇率等渠道对本国的经济变量产生影响,从而间接的影响本国货币政策的发挥。货币政策的溢出效应包括正效应和负效应,当一国的货币政策对他国的经济变量产生了积极作用时,即产生了正效应;反之,则为负效应,也即以邻为壑的政策。

目前由于资本项目的管制,隔绝了大部分的游资冲击,我国货币政策的独立性正是以此为代价而得以保持的。随着人民币国际化的推进、资本的自由流动和汇率的自由浮动,我国货币政策从制定到实施必然将受到更多的冲击。目前的情况看来,特别是美国持续的量化宽松货币政策,近期通过不断推高大宗商品价格,将美元流动性过剩输入到其他国家,造成其他国家的输入型通货膨胀,引发全球的货币供给过多(李成等 2012<sup>[13]</sup>)。在经济全球化的背景下,我国制定的货币政策将不可避免的受到其他国家货币政策的溢出效应的影响,对我国货币政策的独立性造成巨大的挑战。

#### 3.1.2 利率市场化的影响

利率是央行用来控制信贷的重要工具。在封闭经济的情况下,央行可以提高利率压缩信贷,减少货币的流通量,并可和产业政策相结合达到资金在全社会的有效配置。但在开放经济条件下,由于实现了利率市场化,利率将不再简单的为央行所决定,而是由市场上供需双方共同决定。这种情况下,货币政策独立性将在很大程度上被削弱。

开放经济下,如果一国希望控制通货膨胀而实施紧缩性货币政策,按之前的应对策略就是提高利率。但是,利率升高后,国外的资本将会由于追逐利润而大量流入本国,大量外汇追逐少量本币的结果就是造成本币的升值。而本币升值又会直接使外国要花费更多来购买本国的出口产品,直接造成出口的减少和国民收入的下降,从而造成物价的下降。但另一方面,由于人民币的升值,还会使外国资本继续流入,央行就需要投入更多的本币收回部分的外汇以防止本币的继续升值,这样会造成物价的上升(匡可可 2011<sup>[14]</sup>)。最终的结果要看双方的对比,因此人民币国际化后,货币政策调控的效果会有不确定性,可能与预期不符合。

#### 3.1.3 浮动汇率制度的影响

克鲁格曼针对开放经济下的政策选择问题提出了著名的“三元悖论”,即货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的自由流动只能同时实现其中两种而必须放弃一种。人民币国际化后,资本项目的自由兑换是必须要达到的目标,那么如果要继续维持汇率的稳定性的话,货币政策的独立性就无法实现。

中国入世十多年来,一方面,由于享受了世贸组织的最惠国待遇,其他国家对我国出口商品征收的关税降低,我国的出口实现了稳步的增长,即使国民收入增加,进口商品也相应的增加,但和出口相比,我国仍然处于贸易顺差的地位。另一方面,由于资本项目开放之后,对人民币升值的预期将持续升高,外商直接投资也可享受更多我国的优惠待遇,不仅经常项目出现顺差,我国的资本项目也将出现顺差。而如果央行希望继续维持一个相对稳定的汇率水平,这样的双顺差必然都转化成为我国央行的外汇储备。而外汇储备越多,央行发行货币的压力越大,货币供应量就会失去了其部分的独立性(张亦春 2003<sup>[15]</sup>)。因此,人民币国际化后,必须尽快改革现有的固定汇率为浮动汇率,只有浮动汇率制度才可以加强央行目前在货币政策执行方面的压力。

3.2 人民币国际化对政策传导机制的影响

凯恩斯学派认为,货币政策传导机制中最重要的因素是利率,由于货币供应量的扩大,在既定的货币需求下,导致利率的下降,而利率的下降则导致投资的提高,投资的提高通过乘数作用进一步提高国民收入。其传导机制可以表示为,货币供应量( $M_s$ )  $\uparrow \rightarrow$  利率( $i$ )  $\downarrow \rightarrow$  投资( $I$ )  $\uparrow \rightarrow$  支出( $E$ )  $\uparrow \rightarrow$  产出( $Y$ )  $\uparrow$ 。利率在传导机制中有两条重要途径,一是货币供应量到利率,利率是由货币供求量决定的,其中货币需求量又是由人们的流动性偏好决定的;二是利率和投资的关系,利率下降,人们获得投资用货币的成本就少,则投资就会越高,从而带动整个社会的经济发展(何慧刚, 2001<sup>[16]</sup>)。

20 世纪 60 年代起,凯恩斯的理论开始受到货币学派的挑战,货币学派的代表人物弗里德曼认为利率并不是在货币政策中的主要因素,重要因素应该为货币供应量,由此他提出了单一货币政策,强调保持货币供应量的平稳增长。货币学派的传导机制可以表示为货币供应量( $M_s$ )  $\uparrow \rightarrow$  支出( $E$ )  $\uparrow \rightarrow$  投资( $I$ )  $\uparrow \rightarrow$  产出( $Y$ )  $\uparrow$ (何慧刚 2001<sup>[16]</sup>)。货币供应量的增多使人们觉得手中的财富变多,从而可以直接增加支出,再由支出影响投资,并最终导致产出的增加,利率在其中没有起很大的作用。

我国目前金融市场欠发达,利率管制等原因都导致我国目前的货币政策传导机制严重依赖于信贷传导机制。无论是企业还是个人,都依赖于国有银行的贷款,国家可以较方便的用信贷管制和信贷引导等对国内经济进行影响(刘洋 2011<sup>[17]</sup>)。在人民

币国际化之后,利率市场化、汇率浮动制将会使货币政策的传导机制变得更为复杂和多样。例如,汇率可以从以下机制来影响国民收入,即利率 $\uparrow$ →资本流入→本币升值→出口 $\downarrow$ →收入 $\downarrow$ 。由于资本项目开放,资本可以在国际间自由流动,资本出于追逐利润的本质,将流向利率高的国家来赚取利差。在浮动汇率制下,外国资本的大量流入追逐少量的本国货币,将会导致本国货币的升值,而本国货币的升值将会直接导致其他国家需要付出更多货币来换取我国的出口产品,收入则由于出口的下降也会下降。

### 3.3 人民币国际化对货币需求量的影响

首先,货币需求总量将难以预测。按凯恩斯的货币需求函数,个人对货币的需求分为交易动机、预防动机和投机动机三大部分。其中,交易动机和预防动机是由其收入决定的,而投机动机则是由利率决定的。人民币国际化之后主要影响的是由利率决定的投机动机部分。人民币国际化后,跨境套利将推动人民币成为一种投机货币,直接影响由利率决定的投机需求(元喆涛 2011<sup>[18]</sup>)。因此,人民币国际化对货币需求最大的影响就是央行需要考虑国外对人民币的需求,这部分货币可能由于追逐利润或规避风险,保存在国外的个人和企业手中,或者以外汇储备的形式为外国政府所持有,这部分货币需求主要由人民币收益率和人民币汇率决定。但可以肯定的是,随着人民币国际化的推进,对人民币的需求会加大并变得更加不可预测,而公众对货币的需求量会直接影响央行的货币供给量。货币供应量一旦与需求不符,相应造成通货膨胀或紧缩,货币政策的有效性就将大大下降。

其次,将产生货币替代问题加大央行决定货币供应量的难度。货币替代是一国居民由于经济或政治因素而导致的本币大量贬值,或本币资产收益相对较低时,发生大规模本币的货币职能被外国货币替代的现象。随着人民币的国际化,货币替代现象可能两个方向同时发生。如果人民币币值稳定、收益良好,则可以替代国际上流通的其他货币;反之,人民币也可能被外币替代。国际资本的频繁流动,如前面所讨论的,将货币需求分为国内和国外两部分,国外居民选择本国货币,就存在外国货币被本国货币替代的情况。同时,货币供给也分为同样的两部分,国内居民可选择本国货币,也可选择外国货币,即可能存在本国货币被外国货币替代的情况。这必然会加大央行对货币存量监测的难度,加大央行决定货币供应量的难度。

最后,将面临货币需求的悖论——特里芬难题。按照特里芬难题,美国作为国际货币需要向世界提供用于国际结算和储备的货币,这需要长期的贸易逆差;但同时作为一种世界货币,又要求保持币值的稳定,这又要求美国保持长期的贸易顺差,这就成



为一个悖论。特里芬难题是每个经历货币国际化的国家都会面临的。目前,人民币大多在周边地区流通,但随着人民币国际化程度的提升,其他国家就会需要用人民币作为结算和储备的货币,到时就会需要我国用大量的贸易逆差去满足其他国家的需求。但贸易逆差越大,其他国家对我国经济稳定的预期就会越弱,人民币贬值程度就会越大,持有人民币作为外汇储备的国家就不会再愿意持有更多的人民币,我国到时就会面临维持贸易逆差以继续提供人民币和需要维持币值稳定两者之间的选择。

3.4 人民币国际化对政策传导工具的影响

中央银行货币政策目标是通过货币政策工具的运用实现的。货币政策工具可以分为一般性政策工具和选择性政策工具。一般性政策工具包括准备金政策、再贴现政策和公开市场政策。人民币国际化后,将对三大政策产生不同的影响。

首先,对准备金政策的影响。法定存款准备金政策是中央银行规定的商业银行需从存款中缴存央行的存款准备金的比率,控制商业银行可用放贷的资金数量,从而控制整个社会货币供应量。法定存款准备金比率的调整通过同业市场利率来影响货币供应量。由于法定存款准备金的提高,银行的放贷能力减弱,首先的途径就是向同业拆入资金,而这种需求的增加会提高同业市场利率,并最终传导到资本市场,然后引起信贷的收缩。现假设央行提高存款准备金率实行紧缩性货币政策,则相应的商业银行缴存的准备金就增多,可以放贷的资金就减少,在市场上对货币的需求没有减少的情况下,市场上的利率就会上升,国外资本就会流入国内,从而导致货币需求的进一步上升,因此利率上升的幅度将会超过央行的预期,央行只能实行扩张性货币政策以防止利率的进一步上升,这样就会和原先的政策相悖。

其次,对再贴现政策的影响。再贴现政策是中央银行通过改变再贴现率的办法,影响商业银行等存款货币银行从中央银行获得的再贴现贷款的成本,达到增加或减少货币供应量、实现货币政策目标的一种政策措施。再贴现政策和存款准备金政策作用类似,特别是再贴现政策,更加取决于商业银行的决策,央行处于一种被动的状态。随着外资银行的进入,再贴现政策的效用将被进一步的削弱,虽然外资银行在国内也需要遵守我国缴存的存款准备金和制定的再贴现率,但是在其放贷资金短缺时,可以更方便的从国外金融市场获取资金。随着金融业的进一步开放,国内银行的资金来源也会拓宽,不仅局限于国内资金市场,这种趋势最终会导致央行的存款准备金政策和再贴现政策的效用都趋于减小(于辉 2005<sup>[19]</sup>)。

最后,对公开市场政策的影响。公开市场政策是中央银行通过在公开市场买进或卖出有价证券(目前大多是国债),来影响货币供应量,如卖出有价证券即可缩小货币

供应量,从而实现货币政策目标。随着人民币国际化的推进,公开市场政策的作用会进一步加强。公开市场政策的操作需要发达的证券市场,一方面,目前由于我国的金融市场还不完善,公开市场的操作还具有很大的局限,特别是我国的国债种类少、数量少,商业银行大多不愿意进行交易。另一方面,目前我国在公开市场上的操作主要是为了维持汇率的稳定,央行大多处于一种被动的角度,而不是运用这种工具去主动调控经济。随着经济的进一步开放,市场上可用交易的种类的增多,公开市场业务既可以通过利率机制传导,也可以通过汇率机制传导,还可以直接调控货币总量。因此,人民币国际化实际上对公开市场业务起到了加强的作用,央行在以后应将其提到主导地位,而减少使用准备金政策和再贴现政策,目前的发达国家也大多如此。

#### 4 加快人民币国际化进程的货币政策取向

##### 4.1 加强对人民币的监管,维持货币供求稳定

一是保持基础货币稳定增长。资本项目开放之后,国际资本将会大量流入我国,如不加以对冲,任其产生经济泡沫,一旦资金撤离,将会对我国经济造成不可估量的影响。因此,需要灵活运用货币政策来控制基础货币的稳定。如资金流入时,央行就可以在公开市场上购入国债,释放出足够的人民币,以防止其汇率的上升。

二是保持人民币币值的稳定。如果人民币币值不稳定,将导致不同的心理预期,导致国际资本大量在市场上流动,而国际游资是对货币政策最大的冲击因素。因此,我国可以通过通货膨胀目标制来维持国内币值的稳定,通过外汇储备来维持国外币值的稳定。

三是加强对人民币跨境流动的监测。跨境人民币的流动是削弱货币政策效果的重要因素,央行可以通过正确使用货币工具来对冲这部分影响,但前提必须是央行准确的知道跨境人民币的流动量,因此必须对跨境人民币进行统计。与此同时,不仅是测量具体的数量,由于货币政策有较长外部时滞,央行还需正确预测跨境流动的可能性,这在以后对央行提出了较高的要求。

四是加强对人民币离岸金融市场的建设。要推进人民币国际化,首先必须要有一个发达的离岸金融市场。发达的离岸金融市场可以为我国促进资本项目开放,提供人民币回流的途径,更为境外投资者提供一个良好的投资环境,且在目前可以将一些不利冲击暂时隔绝在大陆之外。香港由于其发达的金融设施成为最好的选择,但在发展过程中,必须加强对其的监管。

##### 4.2 增强利率与汇率机制,保持政策独立性

由上文可以看出,人民币国际化后,利率市场化将削弱货币政策的独立性,而由有

管理的浮动汇率向浮动汇率的改革则将增强货币政策的独立性,因此,如何使两者正确搭配来减少利率政策对货币政策的不利影响是保证人民币国际化后我国货币政策的独立性的关键。

目前我国实行的是有管理的浮动汇率制度,人民币汇率的浮动区间较小,仍需央行采用既有的外汇储备来维持汇率在一个既定的目标区间当中。扩大汇率浮动幅度之后,可以大幅减缓央行用外汇储备干预汇率的压力,也大幅减缓国际资本对我国经济的冲击,将原先由央行承担的外汇贬值风险转移到持外汇主体上来,可以使央行自由地调控外汇市场来达到希望达到的货币政策目标。

4.3 推进资本项目开放,增强政策有效性

首先,应有序开放资本项目。资本项目下不同项目的流动性大小不同,对国内经济冲击力的强弱程度也不同,应有序开放。先放开流动性较小、对国内经济冲击也较弱的项目,如直接投资和银行贷款等。资本项目放开不宜操之过急,只有规划好路线,才能让其对货币政策的影响更可控。

其次,逐步建立国际化资本市场。一是可以稳定人民币的跨境流动,当央行实行扩张性货币政策时,人民币可能会跨境流出,但此时,人民币资本市场上产品的价格就会上涨,从而又抑制了人民币的跨境流出,起到中和的作用。二是国际化资本市场还可以稳定汇率,短期资本流动造成的影响从原先的汇率波动到资产价格的波动,可以有稳定的市场信心,以防止货币政策由于汇率传导机制而导致的政策无效性。

4.4 合理搭配政策工具,保持政策协调

从上面可以得出,在人民币国际化的情况下,准备金政策和再贴现政策将由于金融市场的开放而被削弱,而公开市场操作的作用则相应加强。因此,央行在运用政策工具来达到相应的政策目标的时候,应该扩大公开市场政策的使用,避免前两者工具使用时造成的不确定性。

同时,不仅货币政策内部需要合理运用政策工具,财政政策和货币政策之间也应相互协调。政策搭配论最著名的是蒙代尔的财政政策与货币政策相搭配来同时调节内部经济和外部经济。按该分配方法,财政政策主要用于调节内部经济,货币政策则主要用于调节外部经济。当用货币政策调节会产生对内和对外目标冲突的时候,搭配财政政策来抵消对国内经济的不良影响。

在开放经济环境下,一国的货币政策存在溢出效应,我国的货币政策的实行不可避免的要受到其他国家货币政策的影响,同时也要影响其他国家的货币政策。因此,央行在执行货币政策时必须将反馈效应考虑在内,及时关注各国的货币政策情况,加

强国家之间的政策协调,制定政策合作机制,防止出现以邻为壑的情况。

## 5 结论

人民币国际化既存在障碍也有诸多有利的条件。我国经济规模和外汇储备规模都保持了持续的增长,金融市场也日益完善,再加上人民币币值的稳定,这都构成了人民币国际化的有利条件。但同时,由于经济增长方式的粗放和资本项目的管制等,使得我国人民币国际化的实际进程只限于周边的地区和国家,而在全球的外汇市场仍然只占了很小的一部分。

人民币国际化后将不可避免的影响到我国货币政策的实施,它将对政策独立性、政策传导机制、货币需求量和政策传导工具等方面产生一定的影响。开放经济条件下,国外的货币通过溢出效应不可避免将对我国经济产生影响,我国货币政策也可通过同样途径影响国外经济,同时,利率市场化将使货币政策的效果变得不可预测,而浮动汇率制度则有助于维持货币政策的独立性。人民币国际化后,政策传导机制将多样化,传导工具方面,准备金政策和再贴现政策都将受到削弱,同时,公开市场政策效果则将随着金融市场的完善而加强。人民币国际化对货币需求量的影响将加入国外市场对人民币的需求,总量将难以预测,同时面临货币替代问题和特里芬难题,都对人民币国家化提出了更高的要求。

为了应对人民币国际化可能产生的影响,应当从加强对人民币的监督、增强利率与汇率机制、推进资本项目开放和合理搭配政策等方面采取对策来加以解决。

参考文献:

## References:

- [1] Mundell Robert. Prospects for an Asian Currency Area [J]. Journal of Asian Economics , Vol. 14 No. 1 2003 ,p1 -10.
- [2] Aglietta Michel. Internationalisation of the Chinese Currency [J] . China Perspectives , Vol. 2011 No. 3 2011 ,p79 -83.
- [3]陶士贵. 人民币区域化的初步构想[J]. 管理现代化 2002( 5) : 56 -60.  
Tao S G. The Preliminary Conception of RMB Regionalization[J]. Modernization of Management ,2002( 5) : 56 -60.
- [4]George S • Tavlas. Internationalization of Currencies: The Case of the US Dollar and Its Challenger Euro [J]. International Executive ,Vol. 39 No. 5 ,1997 ,p581 -597.
- [5]刘力臻,王益明. 人民币国际化下的货币政策效应分析[J]. 税务与经济( 长春税务学院学报) , 2005( 4) : 1 -6.  
Liu L Z , Wang Y M. On the Effective Analysis of the Monetary Policy [J]. Taxation and Econ-

- omy ,2005( 4) : 1 – 6.
- [6]江凯. 人民币国际化视角下货币政策独立性和通货膨胀研究[J]. 商业时代 2010( 36) : 42 – 43.
- Jiang K. Study on the Independence of Monetary Policy and Inflation under the Internationalization of RMB [J]. Commercial Times 2010( 36) : 42 – 43.
- [7]张青龙. 人民币国际化对货币政策的影响: 基于 IS – LM 模型分析[J]. 新金融 2011( 2) : 11 – 15.
- Zhang Q L. The Effects to Monetary Policy Because of the Internationalization of RMB: Based on the Analysis of IS – LM Model[J]. New Finance 2011( 2) : 11 – 15.
- [8]卢悦衡, 张建波. 货币国际化影响因素及人民币国际化路径探讨[J]. 金融与经济 2011( 12) : 53 – 55.
- Lu Y H , Zhang J B. Study of Currency Internationalization and Path of RMB Internationalization[J]. Finance and Economy 2011( 12) : 53 – 59.
- [9]谢洪燕. 东亚区域货币合作与人民币地位研究[M]. 北京: 经济科学出版社 2010.
- Xie H Y. Currency Cooperation of East Asia and Research of the Status of RMB [M]. Beijing: Economic Science Press 2010.
- [10]聂利君. 货币国际化问题研究 – 兼论人民币国际化[M]. 北京: 光明日报出版社 2009.
- Nie L J. Study on Currency Internationalization and RMB Internationalization [M]. Beijing: Guangming Daily Publishing House 2009.
- [11]王大树, 房飞. 关于人民币国际化问题的思考[J]. 西南金融 2010( 7) : 25 – 28.
- Wang D S , Fang F. The Reflection about the Internationalization of RMB [J]. Southwest Finance ,2010( 7) : 25 – 28.
- [12]娄季芳. 论当前人民币国际化的路径选择和经验借鉴[J]. 当代社科视野 2011( 11) : 23 – 26.
- Lou J F. The Selection of RMB Internationalization's Path and Reference of Experience [J] . Contemporary Social Science Perspective 2011( 11) : 23 – 26.
- [13]李成, 赵轲轲. 美联储货币政策对中国货币政策的溢出效应研究[J]. 华东经济管理 2012 ( 3) : 88 – 92.
- Li C , Zhao K K. Spillover Effects of the Fed's Monetary Policy on the China's Monetary Policy [J]. East China Economic Management 2012( 3) : 88 – 92.
- [14]匡可可. 人民币国际化对中国货币政策的影响[J]. 金融理论与实践 2011( 11) : 66 – 70.
- Kuang K K. The impact of RMB internationalization on currency policy [J] . Financial Theory&Practice 2011( 11) : 66 – 70.
- [15]张亦春. 利率市场化、汇率制度调整与货币政策独立性[J]. 福建论坛( 经济社会版) 2003

( 6 ) : 3 – 7.

Zhang Y C. The Marketization of Interest Rate , Adjustment of Exchange Rate System and Independence of Monetary Policy [J]. Fujian Tribune( Economics & Sociology) 2003( 6 ) : 3 – 7.

[16]何慧刚. 西方货币政策传导机制理论的概述及其启示 [J]. 武汉金融高等专科学校学报 2001 ( 5 ) : 8 – 14.

He H G. Western Theories of Monetary Policy Conduction Mechanism and Its Enlightenment [J]. Journal of Wuhan Finance College 2001( 5 ) : 8 – 14.

[17]刘洋. 货币政策传导机制的深层探析 [J]. 东北师大学报( 哲学社会科学版) 2011( 5 ) : 202 – 203.

Liu Y. Analysis of the Transmission Mechanism of Monetary Policy [J]. Journal of Northeast Normal University( Social Science) 2011( 5 ) : 202 – 203.

[18]元喆涛. 人民币国际化条件下资本项目可兑换对货币总量目标制的影响 [J]. 华北金融 2011 ( 9 ) : 16 – 18.

Yuan J T. The Impact of Capital Account Convertibility on Monetary Aggregate Target under the Internationalization of RMB [J]. Huabei Finance 2011( 9 ) : 16 – 18.

[19]于辉. 开放经济对中国货币政策的影响及调整 [J]. 长白学刊 2005( 2 ) : 63 – 65.

Yu H. The Adjustment and Influence of China's Monetary Policy under the Influence of Open Economy [J]. Changbai Journal 2005( 2 ) : 63 – 65.

( 本文责编: 杨海洋)

Status Quo and Impact of RMB Internationalization , and Orientation of the Future Monetary Policy

WANG Hong – fei

*Abstract : The current status of the RMB internationalization lies in two aspects: the favorable conditions include the expansion of the economy of scale and foreign exchange reserves , the stability of the currency , the perfection of the financial market , and the adverse conditions include the extensive mode of economic development , capital controls , dollars´ inertia. RMB internationalization may have various impacts to China´s monetary policy. Because of the spillover effect and the liberalization of interest rate , the independence of monetary policy will be impacted a lot. As to the impact to the transmission mechanism of monetary policy , the transmission mechanism converts from the traditional credit transmission mechanism to exchange rate transmission mechanism , the pathways will be further developed. Because of currency substitution effect , the currency demand will become complicated and the monetary flow will be more difficult to monitor. As to the impact to the transmitting tool , the reserve and rediscount policies will be weakened , and open market operations will be strengthened. In order to deal with the possible impacts after RMB internationalization , countermeasures need to be taken , such as to strength the supervision of RMB , enhance the mechanism of interest and exchange , promote the opening of the market of capital , and address reasonable policies.*

*Key words: internationalization of RMB; exchange rate system; foreign exchange reserves; monetary policy*