

再论人民币国际化

余永定

【内容提要】当前人民币国际化已进入快车道,中国政府推动人民币国际化是完全正确的,但目前推行的人民币国际化的路线图存在不少问题。在当前形势下,以人民币贸易结算为突破口的国际化难免导致新增美元外汇储备的增加。推行本币计价比推行本币结算更为重要。人民币国际化不能简单地理解为在贸易和金融交易中尽可能多地使用人民币,而忘记资产与货币的币种结构问题。所谓人民币“回流”问题,从中国境外资产负债的币种结构调整的角度看,只是对中国人民币债务的境外持有者提供多高回报的问题。在美元贬值和美国国债不再安全的情况下,国际金融市场用人民币资产置换美元资产的意愿强烈。依靠满足这种意愿人民币国际化固然可以取得进展,但中国必须考虑清楚为此需要付出的代价。总之,人民币国际化必须在明确目的、看清方向、细致规划的前提下,逐步推进。

【关键词】人民币国际化 美元外汇储备 人民币结算 人民币计价 人民币“回流”

历经近二十年的持续经常项目和资本项目顺差,中国积累了天量美元外汇储备。美国持续增加的净外债和急剧恶化的财政状况严重威胁着中国外汇储备的安全。2009年3月,周小川提出创造与主权国家脱钩的国际储备货币的主张,但这一主张很快被搁置。而在亚洲金融危机期间开始的亚洲金融合作也一直并未取得明显进展。在此背景下,2009年7月,跨境贸易人民币结算试点工作正式启动。2010年下半年,跨境人民币业务取得突破性进展。2011年上半年,经香港处理的人民币贸易结算总额达8040亿元,香港金管局预计2011年香港人民币贸易结算额将超过10000亿元。与此同时,人民币债券的跨境发行也取得重要进展。2011年前七个月在香港发行的人民币债券为496亿元,预计全年将突破1000亿元人民币。此外,人民币FDI(对外直接投资)也已箭在弦上。同超主权货币主张备受冷落、区域货币

作者系中国社会科学院学部委员、世界经济与政治研究所研究员。

合作举步维艰相比，人民币国际化已经进入快车道，且前景一片光明。

中国政府推动人民币国际化是正确的。作为世界第二大经济体、第一大贸易国和外汇储备国，人民币理应取得与中国经济、政治实力相当的地位。但是，当年推行“创汇经济”的经验教训不应该忘记：当我们为外汇储备迅速增加而欢欣鼓舞的时候，中国在不知不觉中陷入了“美元陷阱”。现在我們希望通过推行人民币国际化来摆脱“美元陷阱”，但是，如果考虑不周，中国就会进一步陷入“美元陷阱”，并使中国的国民福利遭受进一步损失。到目前为止的实践已经显示，中国推行人民币国际化的路线图存在一系列问题。只有对人民币国际化的各个环节进行缜密的思考，并不回避“逆向思维”，我们才能够避免重犯当年陷入“美元陷阱”的错误。

一、以人民币贸易结算为内容的人民币国际化 必然导致新增美元外汇储备的增加

所谓国际化货币就是在境外作为计价单位、交易媒介和价值贮存得到广泛使用的国别货币。进一步细化后，国际化货币应能行使的功能包括：标价货币、计价货币、结算货币、载体货币、替代货币、投资货币、锚定货币、干预货币和储备货币等等。中国推行人民币国际化的目的可以归纳为：第一，降低汇率风险；第二，减少美元外汇储备或美元外汇储备增量；第三，增强中国金融机构的竞争力；第四，推进上海国际金融中心的建设。此外，还有降低中国企业交易成本、加强货币政策独立性和坐收铸币税等等说法。无论如何，人民币国际化的目的是降低汇率风险和减少美元外汇储备（增量）似乎是各界的共识。

历史上各国推行本国货币国际化的背景不同、路线图各异，最终结果也大相径庭。中国选择了贸易进口结算作为突破口。官方的观点是：在进口环节使用人民币，有利于人民币有序流出，增加境外人民币存量，从而为人民币在其他环节实现国际化创造必要的条件。中国货币当局的思路似乎是：通过对进口支付人民币，大量人民币流到境外，然后境外人民币通过购买人民币债券、人民币FDI等形式流回大陆。随着人民币在跨境贸易和金融交易中越来越多地充当结算货币、替代货币、投资货币等等，人民币的国际化程度将不断提高，并最终成为国际货币乃至国际储备货币。遗憾的是：这一路线图过于粗略，对于人民币最终将何以成为国际货币语焉不详。更为重要的是，某些人民币国际化的政策和措施与人民币国际化的初衷背道而驰。

例如，自推行人民币结算以来，人民币进、出口结算出现严重不平衡，从而导致美元外汇储备的增加量大于经常项目顺差量。流行观点认为：这种不平衡只是暂

时现象。这种观点的逻辑链条是：进口人民币结算量的增加将导致境外人民币存量的增加→伴随境外人民币存量的增加，中国出口贸易人民币结算量也将相应增加→人民币进、出口结算趋于平衡→新增美元外汇储备减少。遗憾的是，这种观点经不起推敲。容易证明，给定经常项目和资本项目顺差和相应外汇储备增量，无论境外人民币存量通过何种渠道、达到何种水平，在一般情况下，人民币进、出口结算不可能实现平衡，新增美元外汇储备将会增加。

在中国目前条件下，增加境外人民币存量只有两条途径：进口人民币结算（不考虑对外援助等）和境外人民币投资（包括直接投资和间接投资）。问题是：对应于给定的经常项目顺差和资本项目顺差，如果境外进口商用人民币支付中国的出口，外国投资者用人民币进行对华投资，人民币结算是否会趋于平衡、中国的新增美元外汇储备是否会而减少？

可以借助数例回答这个问题。设中国出口 10000 亿美元，进口 8000 亿美元，中国经常项目顺差（暂不考虑经常项目顺差与贸易顺差的差别）2000 亿美元；外国资本流入 1000 亿美元，中国境外投资 600 亿美元，中国资本项目顺差 400 亿美元。可以分五种情况讨论人民币充当结算货币或投资货币对中国美元外汇储备量的影响。

第一，在完全用美元结算的情况下，中国外汇储备将增加 2400 亿美元（不考虑热钱等因素）。

第二，在进口完全用人民币结算、且不考虑出口人民币结算和人民币境外投资的情况下，中国外汇储备将增加 10400 亿美元。此时，中国新增外汇储备等于中国出口外汇收入（10000 亿美元）和资本项目顺差（400 亿美元）。同完全用美元结算的情况相比，由于未能在进口时用掉 8000 亿美元，中国美元外汇储备多增加 8000 亿美元。^[1]

第三，在通过进口结算流出的人民币全部被境外进口商用于人民币出口结算的情况下，中国外汇储备将增加 2400 亿美元。由于在进口时少用 8000 亿美元、在出口时少收 8000 亿美元，中国新增美元外汇储备等于完全用美元结算时的新增美元外汇储备。^[2]

第四，在通过进口结算流出的人民币全部被境外进口商和境外投资者分别用于人民币出口结算和对华投资的情况下，中国外汇储备将增加 2400 亿美元。假设流出境外的人民币价值 8000 亿美元。其中被境外进口商和境外投资者分别用于人民币出口结算和对华投资的人民币分别价值 7000 亿美元和 1000 亿美元（例如，外国

[1] 中国多增 8000 亿美元资产的同时多增了价值 8000 亿美元的人民币负债（境外人民币现金或存款）。

[2] 人民币回流，不同货币资产负债的置换并未发生。

投资者购买人民币债券)。此时,出口项下的新增美元外汇储备为3000美元,资本项目下美元外汇储备少增600亿美元。^[1]

第五,在中国对境外进行人民币投资,而人民币被境外引资者全部用于购买中国商品的情况下,中国外汇储备将增加2400亿美元。由于在资本项目下少支付的600亿美元被在经常项目下少收受的600亿美元抵消。中国新增外汇储备量应等于完全用美元结算时的新增外汇储备量。^[2]

从上面的数例可以看到,在经常项目和资本项目顺差给定的情况下,在流出的人民币等于流回的人民币的这种最理想的状态下,在出口贸易结算中使用人民币并不会导致(新增)美元外汇储备减少。但是,由于种种原因,通过贸易和资本项目流出的人民币不可能全部流回。因而,以人民币贸易结算为内容的国际化必然导致新增美元外汇储备的增加。由于存在经常项目顺差,在需要通过进口结算向境外提供人民币的情况下,尽管在某些特定时间内可能有例外,进口人民币结算比可能要大于出口人民币结算比。顺差越大,两个比例的差距就越大。这是一个简单的逻辑问题,并不需要统计数字来证明。此外,如果出口的人民币结算比例不高,降低中国企业汇率风险的初衷就无法实现。而进口的人民币结算则使中国企业丧失了因人民币升值而受惠的机会。总之,到目前为止,人民币国际化的举措并未实现我们减少美元外汇储备和减少汇率风险这两个最重要的目标。在不改变中国双顺差的条件下,我们也看不到在今后这两个目标得以实现的前景。至于加强中国(大陆)金融企业的竞争力、推进上海国际金融中心建设之类的目标,在目前也基本无从谈起。应该看到,如果由于升值预期与利差的吸引力,流到境外的人民币被非居民用于对中国(大陆)的投资,这种人民币投资并不会导致原计划美元投资的等量减少。换句话说,在其他情况不变的条件下,人民币外资流入的增加,将导致外资流入总量的增加。而在当前条件下,中国需要做的恰恰是减少外资的流入。

二、让人民币在贸易和金融交易中尽可能多地 充当结算货币以推进人民币国际化的理解并不正确

需要指出的是,在人民币国际化讨论中,我们往往把结算和计价混为一谈。以本币结算和以本币计价是两个不同概念。计价货币(invoicing currency)的选择问题

[1] 非居民增持价值1000亿美元的人民币资产,取代否则将增持的1000亿美元资产。中国增加了价值1000亿美元的人民币负债,取代了否则将要增持的1000亿美元负债。

[2] 中国增加价值600亿美元的人民币资产,减少600亿美元资产(资本项目下的资产而非外汇储备资产)。这是一种比较合乎中国人民币国际化初衷的资产置换。

在经济学文献中早有大量讨论。事实上，国外文献讨论本币国际化问题时，一般所涉及的是计价货币而非结算货币。在本币国际化的初期，出口的本币计价比例并不受制于进口的本币计价比例。例如，日元国际化始于1984年。在1981年，日元在出口计价中的比例是28.9%，而进口计价中的比例仅为2.4%。在1988年，这两个数字分别上升到34.3%和13.3%。“外国进口商如果得不到人民币就无法用人民币支付中国的出口”，此言不假。但是，如果他们愿意，中国的出口是完全可以人民币计价的。

流行观点认为，为了推进人民币国际化就要让人民币在贸易和金融交易中尽可能多地充当计价货币和结算货币。然而，这种理解并不正确。美元是世界上国际化程度最高的货币，但美国海外资产的绝大部分就不是用美元标价的。任何国家都同时拥有海外资产和海外负债。如果一国在境外投资总额的价值小于外国在本国投资总额的价值，即对外债权小于对外债务，则该国的净国际投资头寸（NIIP）为负；反之，该国的净国际投资头寸就为正。由于长期保持贸易逆差，美国积累了大量外债。尽管美国在海外也有大量债权（资产），但其债务（负债）超过债权，其净国际投资头寸为负。与此相反，中国对美国的债权大大超过对美国的债务，是美国的债权国。

有趣的是，尽管从2002到2007年间，美国每年的经常项目逆差都超过5000亿美元（2006年超过8000亿美元），美国的净国际投资头寸却始终保持在20000亿美元左右。尽管美国从1988年起就成为净债务国，但直到2005年，美国经常项目账户上的投资收益始终是正数。为什么年年借外债，而以净国际投资头寸衡量的净外债却不增加？为什么明明是债务国，净投资收入（investment income）却是正值（向别人借钱，不但不支付利息，反倒收取利息）？其中的秘密在于：美国的对外债权是外币计价，对外债务是美元计价。美国的对外债权以证券投资和FDI为主（如美国跨国公司在华的FDI），美国的对外债务以国债为主（如中国所购买的美国政府债券）。如果美元贬值，以外币标价的美资产的收益，在折算成美元汇回美国时，将会增加。而投资于美国的以美元标价的外国资产的收益不会发生变化。这样，随着美元对人民币的贬值（或人民币对美元的升值），中国对美国的净资产（美国对中国的净债务）就会缩水，中国对美国的净投资收入就会减少。理论上，尽管中国目前是美国的债权国，只要美元贬值足够充分，只要美国对中国的股权投资回报率足够高（2008年美国跨国公司在华投资的收益率在33%左右，而中国对美国国债投资的名义收益率只有3%左右），中国就可能自动地由美国的净债权国变成美国的净债务国。因而，在考虑人民币国际化问题时，我们必须考虑中国海外资产与负债的结构问题。而币种结构则是人民币国际化的核心问题之一。美国海外资

产与负债的币种结构最大限度地保护了美国的国家利益。那么，在推行人民币国际化的同时，中国是否应该仔细考虑一下，在当前特定形势下，中国海外资产与负债的币种结构将会发生什么变化？面对美元贬值的长期趋势，为避免中国净国际投资头寸和投资收入缩水，应该做的事情是：减少美元资产或将美元资产置换为人民币资产，减少人民币负债或将人民币负债置换为美元负债。^[1]不难看到，在双顺差和美元外汇储备不断增加已造成的福利损失的基础上，目前中国推行人民币国际化的一些措施必将造成中国福利的进一步损失。例如，中国出口的人民币结算必然导致中国美元资产（美元外汇储备）的增加。而中国对非居民发售人民币债券会导致中国人民币债务的增加。从资产置换的角度来看，中国推行人民币国际化应该是努力减少美元资产、增加美元负债、增加人民币资产和减少人民币债务；而不是不分资产与债务，笼而统之地推行人民币国际化。同时，人民币国际化的核心问题也不是人民币作为结算货币而是作为计价货币的使用。

三、真正的人民币“回流”只发生在境外居民用人民币购买中国出口（买中国产品和劳务）的时候

所谓人民币“回流”问题，也可以从中国境外资产负债的币种结构调整的角度加以讨论。当一定数量的人民币通过进口结算的途径流入境外，而被境外居民以现金或活期存款的形式持有时，这一定数量的人民币现金和活期存款代表了中国的人民币负债的增加。如果境外居民用手中的人民币现金和活期存款购买中国政府发售的公债（或进行直接投资），则中国的人民币负债由人民币现金或存款将转换为人民币债券（或人民币直接投资）。对中国而言，这两种形式的人民币负债并无本质区别，区别仅在于：对于境外居民而言，后者的流动性稍差（或风险较高）因而所需回报率较高。这里并不存在人民币“回流”的问题，只存在对人民币债务的境外持有者提供多高回报的问题。一种货币对境外居民的吸引力同为“劝说”境外居民持有以这种货币计价（和结算）的资产所需要提供的回报（如财政部发行的人民币公债的回报率）成反比。真正的“回流”只发生在境外居民用人民币支付中国出口（买中国产品和劳务）的时候。

如果境外居民长期持有人民币现金或活期存款（即出现一般人所说的人民币“不回流”的情况），则可以说中国政府享受到了铸币税的好处。但是，在中国保持经常项目顺差的情况下，此处征收的铸币税将被彼处（对美国）缴纳的铸币税所抵

[1] 当然，这里还有一个最优结构问题。

消。只有在存在经常项目逆差，且可用本币支付此逆差时，一国才可能真正享受铸币税。而美国正是一直通过这种方式征收铸币税。

由于美国财政状况的持续恶化，美国政府通过印钞票和制造通货膨胀减轻债务负担的可能性越来越高。在汇率，利率和风险三大因素作用下，国际金融市场上减少美元资产和人民币负债、增加美元债务和人民币货币资产的需求将会越来越旺盛。如果中国愿意满足国际金融市场的这种货币替代需求或资产—负债币种结构调整的需求，增加中国大陆的人民币负债和美元资产，人民币国际化将会取得进展。但是，在美元对人民币汇率贬值的长期趋势下，这种国际化对中国到底有什么好处？这种好处是否可以充分抵消中国必须付出的代价？更为重要的是：人民币国际化的实质是开放中国的资本账户。资本管制尽管已经漏洞百出，但仍是保证中国金融稳定的最后武器。在全球金融极度不稳，发展中国家纷纷加强对跨境资本流动管理的时刻，加速资本项下人民币可兑换的进程，到底能给中国带来什么好处？这些都是为政者必须考虑清楚的问题。

四、人民币国际化必须在明确目的、看清方向、 细致规划的前提下，逐步推进

总之，人民币国际化确实是中国的一个重要选项。随着中国经济的发展，中国政府逐步推行人民币国际化是必要的。但是，必须看到人民币国际化并不能取代中国的经济结构调整，不能取代人民币汇率的调整。在存在大量国际收支顺差、人民币升值预期强烈的条件下，推行人民币国际化不能减少外汇储备的增加，不能帮助中国企业规避汇率风险，不能使中国避免美元贬值冲击所造成的福利损失。中国的当务之急依然是，减少贸易顺差，减少资本项目顺差，加速人民币升值步伐，减少乃至停止对外汇市场的干预。特别是，在国内储蓄尚未得到充分利用、央行在实行货币紧缩政策的时候，继续大量引进各种形式的外资是十分错误的。盲目引资和热钱流入已经成为中国经济稳定的最主要威胁。在市场机制未能理顺的情况下，资本项目下的监管不能放松，必须御各种形式的热钱于国门之外。人民币国际化必须在明确目的、看清方向、细致规划的前提下，逐步推进。目前人民币国际化依然处于起步阶段，与中国经济规模、中国的国际收支和中国的外汇储备相比，人民币国际化所涉及的人民币总量依然很小。我们的担心或许是杞人忧天，由经济失衡所带来的种种问题更不能归罪于人民币国际化。人民币国际化的背后或另有玄机，“失之东隅，收之桑榆”也未可知。但无论如何，对人民币国际化进行深入、理性的讨论是十分必要的。中国如何一步步陷入美元陷阱难以自拔的教训不应忘记。▲

INTERNATIONAL ECONOMIC REVIEW

2011. 5

Some Thoughts on Renminbi Internationalization

Yu Yongding

7

The objectives of RMB internationalization include less need for China to hold US dollar assets so as to avoid risking capital losses, the elimination of exchange-rate risks for Chinese firms, greater funding efficiency for Chinese financial institutions and the promotion of Shanghai as an international financial center. However, the progress in China's RMB internationalization so far has failed to achieve the above-mentioned objectives. The RMB settlement of China's imports leads to more rather than less accumulation of foreign exchange reserves. The focus in RMB settlement rather in invoicing and the failure in distinguishing between assets and liabilities in pursuing RMB internationalization have led to China's holding more dollar-denominated assets and RMB-denominated liabilities, which meets the needs of international financial market for adjusting the currency structure of assets and liabilities at the expense of China's welfare. The so-called "recycling" of RMBs by allowing non-resident to purchase RMB bonds or launch RMB FDI is simply a matter of providing better returns to non-resident holders of RMBs. When China needs to reduce its RMB liabilities, what benefits China can get by encouraging non-residents to do so is questionable. Anyway, while recognizing the necessity to promote RMB internationalization, China should keep its original objectives for RMB internationalization in mind and balance costs and benefits of the internationalization carefully.

ECONOMIC FOCUS

The year 2011 marks the tenth anniversary of China's accession into the WTO. It is a historic event signifying China's transition from social and economic closure to opening-up. It has also greatly pushed China's social and economic opening-up and development, accelerated its economic system reform and helped foster a group of high-caliber professionals with global vision.

To commemorate the historic event, the China Society of World Economics, University of International Business and Economics and the *International Economic Review* magazine organized an academic symposium, *Ten Years after China's Accession into the WTO: Review and Prospect*, to provide a platform for the main participants in China's WTO negotiations, its WTO ambassador and experts to review China's successful experiences and lessons ten years after its accession into the WTO, analyze the new situation facing the country's opening-up and discuss the new tasks as the country further opens up its economy.

China's Core Interests in Joining the WTO and Problems in its Development

Long Yongtu

14

Review of Gains and Losses after China Joined WTO

Sun Zhenyu

21