

人民币国际化的含义与条件*

高海红 余永定

【内容提要】人民币的国际使用,在职能范围、规模和地域方面都具有很大的局限性,人民币目前看还远非真正意义上的国际货币。人民币国际化意味着债券和股票等直接融资市场中人民币的私人使用增加;将刺激针对货币政策变化的套利活动;可通过财富效应影响货币政策的有效性;将导致货币替代的发生及境外人民币存款规模的增长。人民币的区域使用、货币的可兑换性和资本管制程度、汇率和利率等金融资产价格的灵活性、国内金融市场的自由化程度和金融部门的成熟程度,是人民币实现国际化的关键环节。

关键词:人民币国际化

一、引言

在过去30年,中国经济的飞速增长以及中国与世界经济日益深化的一体化程度的增加,极大提高了中国在世界经济中的影响力。在1997—1998年的亚洲金融危机中,当其他亚洲国家纷纷贬值其货币时,中国维持了人民币稳定,因此被世界赞誉为负责任的大国,这标志着中国以及其亚洲邻国开始认识到中国经济政策的外部影响力。不论我们如何看待中国的崛起,中国已经不再是全球金融活动的局外者了。这不仅因为中国已经成为世界第三大经济体和第二大贸易国,也同时因为中国是目

作者系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。

*论文的早期英文版本是提交给由国际清算银行和韩国中央银行联合召开的“Internationalization of the Renminbi”(2009年3月19—20日)研讨会的会议论文。作者感谢中国社会科学院研究生院博士生王昊的翻译工作。

前全球持有外汇储备最多的国家。

自亚洲金融危机以来，中国的国际金融政策有三项任务。一是改革全球金融框架；二是促进区域金融合作，其中包括创建区域金融架构和协调区域汇率安排；三是启动人民币国际化进程。公允地讲，在过去 10 年左右的时间里，在上述三项任务中，讨论最多的话题是区域金融合作，虽然结果仍然不令人满意，但中国及其东亚邻国在清迈倡议（CMI）的基础上已经取得了一些显而易见的成果。

当前的金融危机暴露了中国在现行国际货币体系下金融地位的脆弱性，而这种脆弱性与美元作为国际储备货币的统治地位有直接的关系。因为当美元被用作其他国家的储备货币时，美国旨在管理危机的国内政策将造成极大的外部性。中国持有超过 1 万亿美元资产，成为美国国内政策最易捕获的猎物。美国政府的危机管理政策导致美元贬值，这将使中国外汇储备的价值处于被大肆侵蚀的危险境地。

中国经济学家正在纷纷寻求解决方案。当然，改革国际金融结构是有益的。但是，说起来容易做起来难。尽管中国有足够的理由积极支持国际货币和金融体系改革，但它深知不可能对现行国际货币和金融体系做出根本性的变革。即使中国能对现行国际金融体制做出一些改革，这些改革也需要较长的时间，难以应对美元贬值给中国外汇储备造成的损失。区域金融合作也是有益的，但是如我们所见，区域金融合作在过去 10 年中进展十分缓慢，清迈倡议的参与国都有各自不同的时间表。东亚国家由于金融海啸而被动团结在一起，而不是出于相互让步来联合行动。在这种情形下，谁会在乎中国是否会遭受巨额的外汇储备损失呢？

人民币国际化在此之前并不是一件吸引人眼球的事情。这部分缘于人民币国际化和人民币可自由兑换密切相关，因为人民币国际化是以资本项目全面开放为前提条件的。在没有人会认为中国应该并且在可预见的未来全面开放资本项目的情况下，人民币国际化的议题在政策讨论和学术探讨中得不到重视是十分自然的。

然而在最近一段时期，人民币国际化问题开始得到国内外的关注。部分是因为人们对区域金融合作的缓慢进程以及国际金融体系改革无法取得任何实质性进展感到沮丧和无助。人民币国际化能部分解决当前所面临的问题吗？较之创建区域金融构架和改革国际金融体系，人民币国际化似乎是保障中国金融利益和金融稳定的一个更为容易的解决方案。相对于改革国际金融体系和促进区域金融合作，人民币国际化似乎为中国采取积极的措施提供了更多的空间。当然，人民币国际化牵扯到多层面的问题，而且应该用全方位的视角去讨论，这也将是本文要做的工作。

本文结构安排如下：第一部分在概念层次上探讨人民币国际化的含义，以及描述人民币的国际/区域使用在当前阶段所实现的程度；第二部分分析人民币国际化的目标和理由；第三部分研究人民币国际化的条件；最后一部分为结论。

二、人民币国际化的含义

对于货币的国际化的概念界定，按货币功能划分能提供一个相对完善的框架。根据 Kenen 的定义，货币国际化是指一种货币的使用超出国界，在发行国境外可以同时被本国居民或非本国居民使用和持有。^[1]他对货币的国际使用按货币功能划分提供了较早的理论探讨。^[2]Chinn and Frankel 编制了国际化货币所具备的国际功能的一份清单（见表1）。^[3]根据这份清单，一种国际化货币能为居民或非居民提供价值储藏、交易媒介和记账单位的功能。具体来讲，它可用于私人用途的货币替代、投资计价以及贸易和金融交易，同时也可用作官方储备、外汇干预的载体货币以及钉住汇率的锚货币。这种划分可以作为理解人民币国际化的理论框架。

表1 国际化货币功能

货币功能	官方用途	私人用途
价值储藏	国际储备	货币替代(私人美元化)和投资
交易媒介	外汇干预载体货币	贸易和金融交易结算
记账单位	钉住的锚货币	贸易和金融交易计价

资料来源：根据 Chinn and Frankel (2005) 和 Kenen (1983)整理，详见本页注[2]、[3]。

表2在表1的基础上简单总结了当前人民币国际/区域使用所达到的程度。表2显示，人民币目前既不能发挥价值储藏的功能，也不能作为官方用途的锚货币。虽然人民币已经开始成为贸易和金融交易的载体和计价货币，但是作用范围十分有限。

[1] Kenen, Peter, "Currency Internationalization—An Overview", paper, Bok-BIS Seminar on currency internationalization: Lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific. Seoul, 19–20 March, 2009.

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

[3] Chinn, Menzien and Jeffrey Frankel, "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" NBER Working Paper No. 11510, 2005.

表2 人民币国际/区域使用的总结

人民币功能	官方用途	私人用途
价值储藏	国际储备 (无)	货币替代和投资
		中国香港人民币储蓄 政策性银行和商业银行在中国香港发行债券 财政部在中国香港发行人民币国债 亚洲债券基金第二阶段发行人民币国债 QFII方式下人民币股权投资
交易媒介	载体货币	计价货币
	清迈倡议下的双边互换(4项) 各国央行双边互换协议(6项)	《跨境贸易人民币结算试点管理办法》 项下规定的范围
记账单位	锚货币(无)	债券发行计价货币

资料来源：Chinn and Frankel (2005) 以及作者计算。

(一) 官方对人民币的使用

1997—1998年亚洲金融危机爆发以后，中国一直积极参与建立区域金融架构。中国已经成为清迈倡议框架下最大的双边互换协议（BSAs）的资金供给者之一，同时也积极参与区域多边政策对话和经济监控机制。在现有的区域合作机制中，人民币在一定范围内可以用于双边互换协议（BSAs）的支付货币，也可以在亚洲债券基金第二期的本币债券发行中充当计价货币。如表3所示，截至2007年7月，在清迈倡议框架之下，中国已经分别同日本、韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾签署了双边互换协议，总额达235亿美元。其中中国与日本、韩国、菲律宾和印度尼西亚签署的互换协议使用本币支付，其他协议也能够使用美元支付。2007年以来的全球金融危机促成了清迈倡议基金规模的扩大，目前经过多边机制安排的储备基金达到1200亿美元。很显然，在现有的框架下，美元仍可能是主要的支付货币。

表3 中国和其他“东盟+3”国家之间的双边互换协议（截至2007年7月）

BSA	单向/双向*	货币	协议总额	状况
中国—泰国	单向	美元/泰铢	20亿美元	签署日期:2001-12-06 终止日期:2004-12-05
中国—日本	双向	人民币/日元;日元/人民币	60亿美元	签署日期:2002-03-28
中国—韩国	双向	人民币/韩元;韩元/人民币	80亿美元	签署日期:2002-06-24
中国—马来西亚	单向	美元/林吉特	15亿美元	签署日期:2002-10-09
中国—菲律宾	单向	人民币/比索	20亿美元	签署日期:2003-08-29 修正日期:2007-04-30
中国—印度尼西亚	单向	人民币/卢比	40亿美元	签署日期:2003-12-30 修正日期:2006-10-17

资料来源：日本银行。

除了区域范围的协议，2008年12月，中国与韩国之间签署了中央银行之间的第一笔双边互换协议。这是中国为承担全球危机救助之责任而迈出的重要一步，因为中国通过这种双边互换协议实际上与美国、日本，以及国际金融组织一道共同担负着帮助陷于危机的亚洲国家走出困境的责任。在与韩国签署第一笔双边互换之后，中国于2009年初分别同香港特别行政区和马来西亚签署了双边互换协议。2009年3月11日，中国人民银行又与白俄罗斯央行签订了双边互换合同，随后与阿根廷签署了同样类似的协议。值得一提的是，人民币是所有新签订的合同的支付货币。众所周知，一国央行可以使用货币互换所取得的外币支撑本国货币，具体方式为：通过为本国金融机构提供外币，中央银行就可以使用外币直接干预外汇市场，使国内金融机构远离外汇市场，以避免本币汇率被压低。因此，互换协议意味着人民币已经成为一种载体货币。

（二）私人对人民币的使用

1. 人民币债券

发展区域债券市场是金融领域的另一个区域安排。亚洲债券基金第二阶段（ABF2）于2005年6月正式发起，其种子资金总计达到20亿美元。与亚洲债券基金的第一阶段（ABF1）不同的是，ABF1的主权和准主权发行债券都是以美元计价的债券；而在ABF2则允许在8个市场上发行以当地货币计价的债券，其中包括中国、中国香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国市场，人民币在中国基金发行中得到相应地使用。^[1]通过这些安排，人民币在区域债券市场已经可以有限使用了。

此外，2007年以来，为使人民币发挥交换媒介的作用，中国开始允许国有商业银行和政策银行在境外发行人民币债券。例如，2007年6月，中国人民银行和国家发改委共同宣布，允许政策性银行和商业银行在中国香港发行人民币债券。中国开发银行在中国香港发行50亿元人民币债券，这是大陆金融机构第一次在大陆以外发行的人民币债券。其后，一些内地商业银行也在中国香港发行了人民币债券，其中包括中国进出口银行发行的20亿元人民币债券和中国银行发行的30亿元人民币债券。交通银行宣布将在中国香港发行本金总额最高为50亿元人民币的人民币债券。

考虑到内地债券市场的不成熟以及规模有限，大陆决定利用发达的中国香港市场的优势，原因有二：第一，在中国香港发行人民币债券有助于为内地发展债券市场基础设施、提升内地债券市场的交易规则水平提供借鉴；第二，在中国香港发行

[1] EMEAP, "Working Group on Financial Market: Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative", June 2006. <http://www.emeap.org/ABF/ABF2ReviewReport.pdf>.

人民币债券被视为促进人民币参与中国大陆以外债券市场的第一步。这些措施将有助于加速大陆资本市场开放和资本项目的可兑换性。

2. 人民币贸易结算和银行信贷

随着中国对外贸易的快速发展,人民币在中国周边国家或地区的流通规模大大增加。例如,在蒙古国内现金流通中,人民币占60%,在蒙古首都乌兰巴托的一些主要外汇市场,人民币和美元是交易总额最大的两种外币;在韩国,商店和餐馆都接受人民币支付;在越南,可以通过非官方银行兑换人民币,这些非官方银行的合法性最近得到了越南政府的承认;在中国香港,人民币已经成为继港元之外的第二大兑换货币;在中国台湾,在大陆和台湾银行签署新的协议后,人民币将可以合法兑换;在老挝和缅甸,人民币在一些与中国接壤的省份十分受欢迎;柬埔寨和尼泊尔已经宣布,欢迎人民币在它们的市场上正式流通。中国政府在2009年7月2日公布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》,决定在上海市和广东省内四城市开展跨境贸易人民币结算试点,通过中国香港银行办理人民币贸易结算业务,这是开始人民币跨境贸易结算的重要举措。这样,在东亚地区,除了传统的国际货币美元、欧元以及较小比重的日元,人民币也加入了贸易结算货币的行列,这为东亚国家贸易结算在币种选择上提供了新的选项。

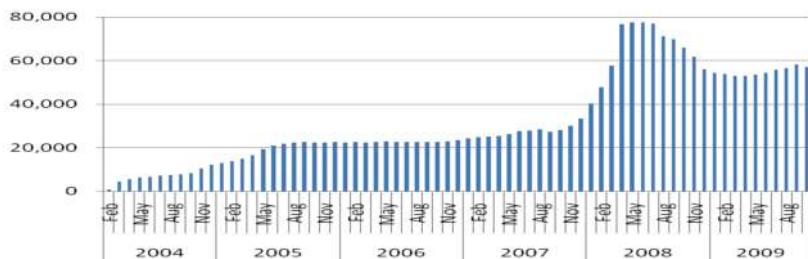
然而,很难准确估计人民币在邻国市场上的流通规模。这是因为人民币目前还不能完全自由兑换,还不能在大多数邻国银行体系存储,人民币流动的数据统计不完整。虽然目前对人民币在境外的流通规模已经有一些估算,但结果差异很大。为了统计方便,我们重点考察香港银行系统的人民币业务,这会在一定程度上反映人民币境外银行体系流动的状况。

2004年2月25日,内地和中国香港特区联合发起人民币在中国香港银行系统的业务,准许32家银行开展人民币储蓄、兑换和汇款业务。图1展示了2004年2月至2008年10月香港人民币业务规模的走势。由图可知,2004年2月,人民币贷款仅为8.95亿元,由于人民币升值预期强烈,到2008年5月,人民币贷款一度达到776.75亿元的顶峰。值得一提的是,2008年第一季度,对人民币需求的大幅增长导致人民币在中国香港的贷款规模在往年平均增长率的基础上又增长了33%,导致2008年5月所达到的贷款峰值是2007年同期的三倍。随后,中国外汇交易中心实行了一项新的政策,即从2008年5月起,通过清算银行对人民币交易征收更高的费用,这增加了港元兑换人民币的交易成本。其结果,人民币业务量在2008年6月开始下滑。

对中国香港人民币业务的发展,曾经有人担心国际货币炒家会投机人民币,给中国香港银行带来冲击。然而,统计数据表明,2008年2月底,在香港的人民币贷款额为478亿元,仅占中国香港总贷款额的0.8%,相当于港元贷款的1.7%。鉴于这

样一个相对小的基数，从目前人民币贷款规模看，对人民币的投机活动对中国香港银行部门影响的强度有限。

图1 人民币贷款（百万元，2004年2月至2009年10月）



资料来源：香港金融管理局。

现有的银行系统数据可能低估了人民币流通的真实规模。事实上，流经中国香港银行业务的人民币规模和其他渠道的人民币兑换规模存在很大差距。很难量化人民币在境外真实的流通规模，因此也就很难估计人民币在境外流通对中国货币政策可能产生的影响。现在最关切的问题是，人民币在中国香港和大陆之间突然改变流向的风险，这种风险在很大程度上取决于人民币价值的变化和中国央行政策的改变。

表4 人民币国际/区域使用

官方用途	私人用途
清迈倡议框架下中国与相关国家双边货币互换协议的支付货币 <ul style="list-style-type: none"> ● 韩国:80亿美元(2002年3月) ● 日本:60亿美元(2002年6月) ● 菲律宾:20亿美元(2003年8月和2007年4月) 中国人民银行与其他各国央行之间货币互换协议支付货币 <ul style="list-style-type: none"> ● 韩国:1800亿元人民币(2009年12月) ● 中国香港金融管理局:2000亿元人民币(2009年1月) ● 马来西亚:800亿元人民币(2009年2月) ● 白俄罗斯:200亿元人民币(2009年3月) ● 印度尼西亚:1000亿元人民币(2009年3月) ● 阿根廷:700亿元人民币(2009年3月) 	中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局、银监会六部门联合共同公布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》(2009年7月2日) <ul style="list-style-type: none"> ● 以人民币结算的进出口贸易,可以通过香港、澳门地区人民币业务清算行进行人民币资金的跨境结算和清算,也可以通过境内商业银行代理境外商业银行进行人民币资金的跨境结算和清算 ● 境内企业适用于广东省广州、深圳、珠海、东莞的企业,境外地域范围暂定为港澳地区和东盟国家 与越南、柬埔寨和蒙古等邻国贸易结算货币 <ul style="list-style-type: none"> ● 截至2007年底,人民币在这些国家的流动规模相当于3600亿美元,大约价值530亿美元的人民币流出这些国家。 中国香港的人民币储蓄规模(2004年2月25日发起) <ul style="list-style-type: none"> ● 人民币起始贷款规模8.95亿元(2004年2月) ● 贷款峰值达到776.75亿元(2008年5月) 政策性银行和商业银行在中国香港发行的人民币债券规模 <ul style="list-style-type: none"> ● 中国开发银行:50亿元人民币债券(2007年6月) ● 中国进出口银行:20亿元人民币债券(2007年6月至7月) ● 中国银行:30亿元人民币债券(2007年9月) ● 交通银行:不超过50亿元人民币债券(2008年3月) 中国财政部在中国香港发行60亿元人民币国债(2009年9月28-10月20日) 亚洲债券基金第二阶段发行人民币政府债券(2005年6月发起)

注：作者整理，同时作者感谢 Li Jian 博士帮助搜集数据。

表4详细总结了人民币国际/区域使用。经过粗略的估计，人民币在国际/区域使用总额大约为3000亿，只占2007年底中国40万亿广义货币的很小一部分。换言之，人民币国际化规模十分有限，仅处于起始阶段。

三、人民币国际化的理由

人民币国际化是不是政策目标？还是实现其他政策目标的手段？中国是否真的希望人民币国际化？在回答这些问题之前，需要分析人民币国际化的收益和成本。

（一）人民币国际化收益

人民币国际化的收益是显而易见的。

第一，人民币国际化将降低中国企业所面临的汇率风险：（1）尽管需求风险仍然存在，但人民币国际化意味着更多的外贸和金融交易将由人民币计价和结算，因此，中国企业面对的汇率风险将降低；（2）在计算国际清算银行资本充足率要求时，金融机构人民币资产权重的增加将降低外汇风险的冲击；（3）以外币计价的基金的相关风险也将相应降低；（4）人民币国际化有望解决“原罪”问题，这正是很多新兴经济体不得不面对的问题。

第二，人民币国际化将提高中国金融机构的融资效率，从而大大提高其国际竞争力，因为它们将更容易获取大量的人民币资产。竞争力的提高将进一步推动中国金融服务行业的扩张。虽然人民币国际化不是中国成为世界金融中心的必要条件，但是它将大大有助于金融中心的建设。

第三，人民币国际化可以推动跨境交易。一方面，跨境贸易发展带来的人民币跨境流动为人民币贸易结算系统的建立提供真实的市场基础；另一方面，人民币贸易结算可以反过来推动中国的跨境贸易的发展。人民币国际化和中国对外贸易发展之间存在一个良性的互动过程。

第四，人民币国际化意味着非居民将持有人民币，这有助于中国货币当局向外部世界收取铸币税。铸币税是货币发行国获取的货币面值和货币发行成本之间的差额。^[1]一种国际货币的增发等价于向世界其他国家收取铸币税。尽管中国在未来一段时间里没有收取铸币税的野心，但是人民币国际化至少可以在某种程度上抵消中国不得不向美国所付的铸币税。

[1] 铸币税通常指一种货币国际化所带来的收益。然而，在实践中，铸币税应被视作一种货币国际化的次要收益。

第五，人民币国际化可以帮助中国维持其外汇储备的价值。中国是世界上持有外汇储备最多的国家。然而，全部外汇储备都是以外币计价的资产。其中，以美元计价的资产占总储备的70%以上。中国目前持有超过一万亿以美元计价的债券，美国通过简单的通胀手段就可以稀释其债务，中国完全受制于美国。假设中国能够要求美国把中国所持有的美元资产转化为以人民币计价的资产，那么，中国将不用担心美元贬值，因为美元贬值不会对中国外汇储备产生巨大侵蚀。

（二）人民币国际化成本

人民币国际化的成本也十分明显。尽管一种货币的国际化并不等于资本项目自由化和本币可完全自由兑换，但是，资本项目自由化和本币一定程度的可自由兑换是一种货币国际化的前提条件。有理由认为，中国政府目前仍不愿放弃资本管制，这是人民币在可预见的未来实现大规模国际化最主要的阻碍因素。中国之所以需要维持对跨境资本流动的管制，主要原因如下。第一，中国金融体系依然十分脆弱；第二，中国正经受过度货币化。中国 M_2 占 GDP 的比率为180%，如果取消资本管制，资本外流的规模可能十分巨大。如果没有资本管制，外汇交易需求将十分巨大，而且成本十分昂贵；第三，中国资本市场规模仍然有限，跨境资本流动的任何重大变动都可能极易导致中国资产价格大幅波动；第四，中国经济结构仍然缺乏弹性，企业应对汇率和利率变化的调整十分缓慢，企业需要资本管制为其提供喘息空间；第五，中国金融机构缺乏竞争力，仍然需要一定程度的保护（幼稚产业争论）。事实上，上述支持资本管制的论点都可以用作反对人民币自由化的理由。

即使中国完全开放资本账户和实现人民币完全可自由兑换，人民币国际化仍然存在问题。亚洲金融危机的经验表明，如果一种货币完全国际化，则意味着投机者在国际金融市场上可轻易获得这种货币，国际货币的发行国将非常容易遭受国际投机者的攻击。马来西亚和中国香港的经验就是两个对比鲜明的例子。马来西亚林吉特是一种国际化货币，所以，投机者能够在马来西亚以外的金融市场筹集林吉特，从而可以对林吉特发起有效攻击。与此相反，尽管港元可完全自由兑换，但是港元却没有国际化。因此，在国际炒家发起对港元决定性攻击前，他们不得不从中国香港银行间货币市场筹集港元，因为，在中国香港以外的金融市场筹集不到港元，这就为中国香港货币当局大幅提高货币市场利率的政策提供了空间，从而成功挫败了对港元的攻击。

（三）人民币国际化的货币政策含义

人民币国际化将对中国货币政策产生很大影响。有必要指出的是，探讨人民币国际化的货币政策含义是很困难的，这基于以下三个事实。第一，通常很难把一种货币国际化对货币政策的影响同其他影响货币政策的因素区别开来，比如说金融市

市场发展、金融行业自由化以及贸易与金融一体化程度的提高。第二，尽管假定货币国际化主要通过影响货币政策传导机制影响货币政策，这种说法仍然缺乏完整的分析框架。第三，迄今为止，人民币还称不上是一种国际货币，人民币的国际/区域使用仍然十分有限。因此，讨论目前还不存在的人民币国际化同货币政策之间的关系的一个最大问题是缺乏数据支持，无法进行实证研究并通过统计结果给出合理的推断。因此，这里对人民币国际化的货币政策含义的讨论主要是概念性的推理和历史经验借鉴。^[1]

一般来说，利率、汇率和财富效应是货币政策传导机制的三个主要因素。^[2]人民币国际化也将主要通过这三个机制对货币政策的效果产生影响。

第一，人民币国际化意味着债券和股票等直接融资市场中人民币的私人使用增加，刺激直接融资市场的发展。这是因为人民币金融工具的放大使用有助于增加金融市场的流动性和规模，使得市场利率对官方利率的调整反应更为迅速。举例来说，当中国货币当局决定实施紧缩性货币政策时，通常的做法是提高官方利率或减少基础货币供给。假定价格存在粘性，在这种情况下，官方利率提高，市场利率将会对政策做出反应，短期实际利率和长期利率都可能上升。其结果，投资需求或消费需求很可能下降，从而导致总需求和总产出下降。人民币国际化会在很大程度上影响这种传导机制的有效性。金融市场流动性越强，市场利率对官方利率变化的调整越敏捷。换言之，人民币国际化将增强货币政策的有效性。然而在目前阶段，由于中国的利率仍然没有完全实现市场化，人民币国际化不太可能通过利率渠道放大货币政策的效应。因此，在充分利用人民币国际化所带来的更迅速的利率调整前，一个更加自由的利率机制首先应该到位。

第二，人民币国际化将刺激针对货币政策变化的套利活动。在国际资本自由流动的条件下，从紧的货币政策导致利率升高，进而导致货币升值。如果利率和即期汇率偏离预期，或者真实汇率偏离名义汇率，在货币政策从紧的情况下，持有人民币资产是有利的，国际炒家将通过持有更多的人民币资产进行套利。从理论上讲，套利活动将缩小国际间的利率差异，这将抵消国内货币政策变化的效果。反馈效应也将存在，因为货币政策变化改变了本国和外国的利差水平和汇率预期，其他国家

[1] 有关人民币国际化对货币政策有效性的影响更为完整的分析，参见 Gao Haihong, "Internationalization of the Renminbi and Its Implications for Monetary Policy", (to be published in *Currency Internationalisation: International Experiences and Implications for the Renminbi*, ed. by Chang Shu and Wensheng Peng, Palgrave Macmillian), forthcoming.

[2] Cassola, Nuno, "Monetary Policy Implications of the International role of the Euro", *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*, BIS Conference Papers No. 8, p75-91, 2000. <http://www.bis.org/publ/confer08d.pdf>.

货币政策变化也会对套利和套汇产生影响。套利活动的负面影响是显而易见的，因为由大规模瞬时资金参与的套利活动很可能会刺激短期投机性资本流入，它可能带来“羊群效应”，并对中国的金融市场稳定产生负面影响。这种由套利带来的负面影响正是德国和日本曾经在一段时间里抵制其货币国际化的重要原因。此外，套利活动的影响强度取决于利率和汇率的弹性，以及资本项目的自由化程度。公允地讲，在利率和汇率缺乏弹性和资本项目受管制的中国，在现阶段还不存在对人民币进行大规模套利的基础条件。中国的跨境资本交易自由化已经提上政策议程，但是短期资本流动仍然受控制，这在很大程度上限制了针对人民币的套利活动。

第三，人民币国际化也可以通过财富效应影响货币政策的有效性。旨在刺激投资支出的官方利率下调将导致资产价格上升，因为持有人民币资产的收益增加。公司市值也将相应上升，从而刺激企业进行更多的投资支出。这种情况下，人民币国际化将导致更多的资本流入人民币股票市场，从而放大了宽松货币政策的财富效应。

第四，人民币国际化将导致货币替代的发生，以及境外人民币存款规模的增长。货币替代和境外人民币存款规模增长是否会影响货币需求，至今还缺乏明确的理论解释。境外人民币持有增量是掌握在居民手中，还是在非居民手中，这会对货币需求产生不同的影响。比较而言，非居民持有货币增量对货币需求的影响比较弱，而在居民在境外持有本币增量则会对货币需求的稳定性产生巨大的影响。

第五，欧洲人民币市场的发展很可能是与人民币国际化相伴而生的结果。美国政府在1960年代对美元国际借贷和投资的限制促成了欧洲美元市场的发展。类似的例子发生在1970年代，当时，德国货币当局限制非居民发行马克债券，其结果是德国以外的欧洲马克市场迅猛发展。值得一提的是，德国政府曾经担心国内和欧洲马克市场之间的套利交易，因为它可能使货币政策更难操作，尤其是对银行间市场的干预。日本政府也曾经担心，国内和欧洲日元市场之间的套利交易可能会扰乱它的国内政策，例如对票据市场、同业拆借市场以及“窗口指导”的干预可能变得更加复杂。因此，在1990年代之前一段很长的时期内，日本货币当局抵制日元的国际化。然而，日本货币当局最终认识到，是国内货币政策决定了欧洲日元市场的利率和交易量，而不是相反。这样，日本银行才逐渐改变态度，“窗口指导”也于1991年正式终止。

一个国家货币能否走出国门，最终是由这个国家的经济规模、国际贸易和国际金融在全球的影响力决定的。德国马克境外市场的发展并没有得到德国货币当局的支持，但是市场力量最终起了决定作用。而欧洲马克市场的迅速发展，又反过来迫使德国政府放弃对马克境外交易的限制。由此可见，货币国际化实现的重要基础是

市场力量，市场需要是货币国际化的真实原因。

从上述分析可知，人民币国际化成本和收益并存，很难对其进行量化测度。此外，当我们考虑人民币国际化的理由时，不可忽视外部因素。换言之，其他国家是否乐意接受人民币国际化和中国是否希望人民币国际化同等重要。

四、人民币国际化的条件和路线图

在讨论完人民币国际化和区域化，以及人民币国际化的可能收益和成本后。我们首先需要提出的是：中国是否真的希望人民币国际化？我们假定中国政府希望人民币国际化，接着的第二个问题是，人民币怎样才能实现国际化？在回答如何实现人民币国际化时，一个关键的问题是，人民币国际化是否有可以遵循的模式？具体讲，从长远来看，中国是应该像美国一样在全球独自发挥作用，还是应该采取德国模式使自己完全融入亚洲，这是中国制定人民币国际化/区域化政策时，必须考虑的一个战略性问题。换句话说，人民币是或将成为平行于美元和欧元的独立的国际货币，还是或将与亚洲其他国家货币完全融合，成为新的亚元的一部分？

（一）货币的区域化与国际化

美元和欧元是二战结束后货币国际化最成功的两个案例。然而，这两种货币的国际化路径却大相径庭，我们大体将其划分为两个模式：德国模式和美国模式。

德国模式经历两个步骤：德国首先加入区域货币安排，即众所周知的欧洲货币单位（ECU），随后创建一种新的单一的区域货币以取代所有成员国货币。由于这种模式将消除所有参与国货币，采用这种模式，中国应该首先加入有完全保证的亚洲货币联盟，人民币将自我消亡，最后被一种新的亚洲单一货币取代。德国模式是以放弃主权货币为妥协，以区域高度的一体化为依托，在全球金融秩序中以货币联盟形式获得一席之地。如果选择这种模式的话，人民币国际化基本上是以区域货币联盟的形式而终止。而美国模式是美元在全球范围内寻求自主主导作用的货币国际化模式。这一模式需要货币发行国在全球范围内有足够的经济、政治和军事实力。采用美国模式可能使人民币成为一种平行于美元、欧元或日元的一种完全独立的国际货币。

现在决定哪种模式更适合中国还言之过早。然而当前的金融危机迫使中国在亚洲和世界承担更大的金融责任，而且这种迫切要求超过了以往任何时候。在货币合作的某些特定阶段，区域化和全球化是相冲突的。因此，人民币国际化最棘手的问题是，在市场需求和政治考虑的基础上，鼓励人民币在亚洲区域使用是否有可行的

路线图，并在此基础上使人民币逐渐国际化。我们认为，中国目前还不存在任何深思熟虑的人民币国际化计划。如前所述，亚洲金融危机爆发以后，人民币区域化和国际化已经取得了一些进展。由于美国次贷危机，人民币国际化似乎又有了新的动力。从表3可知，到目前为止，人民币国际化已呈现多种形式，如与周边国家贸易的计价和结算货币、互换协议的载体货币以及在中国香港和亚洲债券基金第二阶段发行人民币债券。不论用何种标准衡量，当前人民币国际化的程度都有限。

由于对中国外汇资产潜在损失的担心以及为了避免汇率风险，目前中国货币当局对人民币国际化表现出更积极的态度。中国当前所面对的一个现实问题是，中国已经积累了近2万亿美元的外汇储备，其中美元资产超过了70%。由于遭受了次贷危机的袭击，美联储采取了极端扩张的货币政策，疯狂地印制美钞。结果，自2007年7月以来，美联储的资产负债表几乎翻了三番。与此同时，美国政府打算通过发行政府债券筹集2万多亿美元。2009年，美国政府预算赤字与GDP比率可能超过12%。目前美元所表现出的强势很可能只是一个暂时现象。在长期中，美元贬值和美国政府债券价格下跌不可避免，这对中国将造成巨额资本损失。更为麻烦的是，中国在现阶段能采取的措施十分有限。中国必须竭尽所能降低可能的损失，同时应该减少失误，避免使情况更加恶化。在此背景下，人民币国际化、国际金融体系改革以及区域金融合作正被提上中国的政策议程。

当前国际货币体系的特征是，美元占据国际储备货币的主导地位和事实上的美元本位。该体系使美国经常项目赤字不断累积，现在美国已经成为世界最大债务国。因为美国所欠的债务以美元计价，外国没办法对美国货币当局进行惩罚。如果美国政府希望稀释其债务，通过制造通胀就可以轻易办到，而对世界范围的美元资产持有者则意味着资本损失。在此背景下，中国提出改革国际货币和金融体系。这就是为什么中国人民银行行长周小川呼吁：“创立一种新的国际储备货币，这种新的储备货币与世界各国货币脱钩，并能在长期保持稳定，从而消除以信用为基础的国家货币的内在缺陷。”依我们的理解，周小川呼吁的本质是，建议用特别提款权（SDR）逐步取代美元。如果各国货币能够转化为SDR，美元贬值对其他各国（特别是中国）外汇储备价值的威胁将降低。然而，国际货币体系改革说起来容易做起来难。美国将绝不会放弃美元作为无法动摇的储备货币的特权。

当然，中国可以更积极地参与货币互换，并对区域储备基金库做出更大的贡献。中国还可以扩大鼓励在贸易和金融交易结算中多使用人民币。但是，值得注意的是，尽管这些措施将有助于降低中国积累美元资产的速度，可在保护中国巨额美元资产价值方面，这些措施的功效将十分有限。

虽然人民币国际化在减少中国所持有的美元资产价值的潜在损失方面的能力有

限，但有一点是清楚的，即如果人民币一旦成为国际货币，并且中国对美国的债权大部分以人民币计价，中国的命运将会好很多。中国领导人将不必太担心中国外汇资产的价值受损。此外，中国当前的经验表明，不论中国的最终目标是创立一种新的区域货币，比如说亚元，还是使人民币成为一种与美元、欧元和日元并肩的国际货币，处在起始阶段的人民币国际化对这两个目标都是有利的。

（二）人民币国际化的条件

一国货币成为国际货币的一般条件可以概括为：国家的政治和军事实力、经济规模、金融实力、金融市场发展程度，以及历史因素。^[1]除了这些因素外，货币内在价值的可预测性、稳定性，以及外部交易网络的便利性将界定国际货币的功能范围。具体地讲，一种货币的国际化需要货币发行具有低通货膨胀信誉、合理的利率和汇率水平，以及资本交易完全可兑换性的支持。人民币能够成为国际货币，或者说人民币国际使用能够不断扩大，其首要的决定因素是中国对世界经济的重要性不断增加。中国经济规模的不断增长将强力支持人民币在世界发挥更大的作用。

此外，如下因素也是人民币在不断扩大其国际使用过程中必须面对的问题。

1. 金融自由化和国内金融市场发展

历史经验表明，发达的金融市场是一种货币成为国际载体货币的关键因素。布雷顿森林体系的崩溃并没有终结美元作为国际货币的地位，原因之一是，相比欧洲和日本，美国拥有世界上最发达和最广泛的金融市场。目前，中国的金融市场的发展水平还不能与人民币国际化需求相匹配。更具体地说，由于货币市场存在缺陷，中国还不存在类似于美国联邦金率、英国官方贴现率和日本隔夜拆借率的基准利率，只放开了几个关键的并由市场决定的短期银行间利率。中国人民银行的利率政策对整体利率结构只有有限的影响力。人民币国际使用的不断增加使利率调整更加迅速，但是，中国货币当局却无法充分利用这种优势。在人民币国际化之前，一个更加自由的利率形成机制应该首先到位。

2. 人民币离岸市场

离岸市场发展和货币国际化是齐头并进的。货币可兑换性和一种货币在国际定价、结算、购买和支付的使用的增加是离岸市场发展的先决条件。与此同时，离岸市场设立在货币发行国领土以外，不受货币发行国司法管辖，并且离岸市场是一种货币国际化不可分割的一部分。目前，虽然存在有限的人民币离岸市场交易，如香

[1] Frankel Jeffrey A, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", NBER Working Paper Series 7338, September 1999. Michalopoulos, George, "The Internationalization of the Euro: Trend, Challenges and Risks", in *Global Divergence in Trade, Money and Policy*, ed. by Volbert Alexander and Hans-Helmut Kotz, Edward Elgar Publishing 2006.

港和其他一些亚洲市场都有人民币 NDF 交易，但是这些市场上交易的人民币远非标准的离岸货币。在人民币完全可兑换前，人民币离岸市场很难到位。如果没有发达的离岸市场，人民币不可能成为一种国际货币。

3. 人民币汇率弹性

实际上，一种国际化货币的功能并不取决于汇率制度的类型。以美元为例，自布雷顿森林体系建立以来，美元经历了不同类型的汇率制度，从可调整到浮动，汇率制度的变化并没有改变美元作为国际货币的地位。美元需求和其汇率制度之间的关系目前尚不清楚。因此，关于自由浮动的汇率制度是否是人民币国际化先决条件的问题，现在还没有明确的答案。但是，弹性汇率有助于远期市场上人民币的价格发现，有助于减少人民币汇率与均衡水平的偏离，减少货币价格的扭曲，特别是，人民币国际使用要求相应的资本项目自由化，那么在人民币完全可兑换同时，又能保持中国货币政策的独立性，这时，弹性汇率将是一个十分重要的制度安排。

4. 货币可兑换性与资本管制程度

1930 年以前，货币完全可兑换的概念通常是指，一种货币按固定的比率可以自由兑换成黄金的权利。今天，一种货币的完全可兑换性是指，任何一个货币持有者按市场比率可以自由地把所持货币兑换成一种主要的国际储备货币。^[1]因此，可兑换成为一种货币国际化的关键因素。

就货币的可兑换性而言，人民币还远不是其外国持有者的“便利”货币。尽管人民币在经常项目下可兑换，但资本项目的很多方面仍然受到管制，主要是对证券、资本和短期资本流动的管制。人民币在亚洲私人领域使用的不断增加，如消费、旅行支付、边界贸易支付以及人民币一定程度的官方使用，主要反映了中国经济在亚洲的重要性。人民币使用限制主要源自于当前中国对资本项目交易的管制。在中国，除了 FDI 可以自由流动外，其他资本交易，尤其是短期资本流动，仍然受到控制。在不可完全兑换的情况下，人民币很难被居民和非居民所广泛接受。

人民币国际化没有必要一蹴而就，可以用渐进的方式实现完全的国际化。在上文所讨论的条件中，一些长期因素不能在短期实现，并且也不能以分割的方式去实现。然而，人民币可兑换（等同于资本项目自由化）可随人民币国际化的进程逐步实现。资本账户自由化的有序进行将大大有助于人民币国际化的顺利实现。

中国现存的资本管制禁止非居民获取人民币资产。资本管制在很大程度上决定了非居民和居民使用人民币的渠道和规模。中国对金融开放政策一直持谨慎态度。

[1] Greene, Joshua E, "Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies", IMF Occasional Papers 1991.4.

在过去几十年里,中国采取循序渐进的方式实现资本项目下可兑换,资本管制放松有一个精心设计的序列,即:先开放长期资本流动,后开放短期资本流动;先放开直接资本流动,后放开间接资本流动;保护国内弱势部门免受外部竞争和不必要的冲击。根据IMF对资本管制类别的定义,截至2007年底,在43个项目中,中国有12个项目完全可兑换或者只有很小的限制(根据注册或批准的行政机构);16个项目部分开放;15个项目完全不开放。这表明了这样一个事实,即在现阶段,中国资本项目有一半项目仍然受管制,一半的跨境资本交易对居民和非居民开放。表5简单勾画了中国资本管制框架。

表5 中国对货币和资本市场的管制(截至2007年12月)

		流入	流出
股票市场	非居民	购买B股以及在一系列限制条件下的QFII*流入	出售B股以及QFII流出
	居民	向国外出售B股、H股、N股和S股	QDII**
债券和其他债务型有价证券	非居民	QFII	在财政部、中国人民银行以及发改委的批准下,国际开发机构可以在当地发行人民币债券
	居民	在国务院事先批准和接受外管局检查的情况下,收益回流	在保监会和外管局的批准下,准许保险公司、证券公司和有资质的银行购买达到一定评级要求的外国债券
货币市场	非居民	QFII	禁止
	居民	在外管局的批准下,到期时间不超过一年的债券和商业票据	授权实体(保险公司、证券公司和有资质的国内银行)
集体投资证券	非居民	QFII投资国内封闭式和开放式基金	禁止
	居民	在国务院事先批准和接受外管局检查的情况下,收益回流	禁止(除授权实体外)
衍生品及其他工具	非居民	禁止	禁止
	居民	在投资这些工具前,预先检查金融机构的资质并限制开放外汇头寸	在银监会的批准下,准许银行对冲风险,禁止投机。非金融机构参与当地金融机构核准的业务不需要事先批准;从事外国金融机构业务应事先得到外管局的批准
直接投资		自由汇入人民币	外管局检查对外汇资产投资的资金来源

流入:非居民在当地进行购买;居民在国外出售和发行。流出:非居民在当地出售和发行;居民海外购买。

*:QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)是指:合格境外投资者。

** :QDII(Qualified Domestic Institutional Investors)是指:合格境内投资者。

资料来源:外管局;IMF,《外汇安排与管制》(2007年年报);作者的计算。

(1) FDI自由流入

FDI自由流入中国实际上是中国资本账户项目自由化的第一步，它开始于中国在1970年代的改革开放。相比其他任何国际金融交易，目前对FDI的管制十分宽松。只要非居民符合中外合资法的要求和其他相关规定，并经中国商务部的批准，非居民可以在中国自由投资。资金汇入也没有限制。对外投资则需要一系列程序，首先，外管局审查外汇资产的来源，并评估投资风险，通过后，才为这项对外投资提供外汇。这一法律框架加上许多鼓励FDI流入的政策，反映了中国的金融开放政策主要集中在吸引高水平的FDI上。结果是，FDI流入超过了其他任何形式的跨国投资，主宰了中国过去20年里的跨境资本流动。

尽管FDI流入的最优水平还存在争论，FDI的迅速增长已经成为推动中国融入世界金融市场最显著的因素。此外，FDI与中国作为其他亚洲国家生产中心的生产格局存在密切关系，因此，亚洲一直是中国FDI流入的最大的来源地。2001年以来，亚洲FDI流入占中国FDI总流入的50%以上，与此同时，美国（除2002年）和欧元区FDI流入分别占中国FDI总流入的比率一直低于10%。这种地理分布不但反映了转化为人民币的FDI流入是自由的，而且也反映了FDI流入主要来自于亚洲。

(2) 有限的证券投资组合流动

中国对证券投资资本流动的管制仍然相当的严格。证券投资组合流动始于1991年，那时，上海证券交易所(SHSE)和深圳证券交易所(SZSE)开始发行B股，为国外投资者投资于中国资本市场提供了合法渠道。在随后的几年中，出现了其他一些渠道，如H股、美国存托凭证(ADR)、全球存托凭证(GDR)、可转换债券以及两地上市股票。这些措施在开放初期实际上伴随着中国国有企业改革的进程。2002年开始实行的QFII制度是中国国内资本市场开放最重要的一步。实施QFII制度的目的是为了利用QFII的国际经验规范A股市场上的各项规章和制度，并为国内金融市场引入创新机制；最重要的是，国内金融机构可以从其国外对手的身上学到先进的理论、国际金融市场实践经验以及QFII所倡导的“价值投资”理念。2007年，中国开始实施QDII制度，允许境内机构投资者投资海外市场。QDII机制使国内投资者能够在全世界范围配置资产。QDII背后的一个推动力是，中国巨额的外汇储备以及由此而造成的国内经济通胀压力。政府希望通过QDII方式使资本有序外流，从而减小外汇储备不断累积的压力。目前，所有有资质的国内银行、保险公司、证券公司和基金公司都可以开展QDII业务。总之，到目前为止，B股市场、H股市场、QDII和QFII是中国资本账户下证券交易开放的主要方式。

不像股票市场，中国固定收益证券市场仍然不对外国投资者开放。禁止非居民投资者在本地市场上交易中国债券和中期债务票据。人民币债券的海外发行地点主

要在香港，而且发行数额十分有限。2007年6月，三家大陆银行在中国香港仅仅发行了价值1000万美元的人民币债券。

（3）对银行部门的管制

自1981年中国第一家外资银行——南洋商业银行深圳分行成立以来，中国对外资银行准入的控制已逐渐放开。然而，大多数针对外国金融机构的法规在1994年以后才创立。1996年是一个具有里程碑意义的年份，在中国的外资银行获准从事针对外资企业的外汇买卖业务，并成为处理外汇交易的指定银行。这是向国外投资者开放人民币业务迈出的第一步。

中国加入WTO时的承诺在中国银行业开放中发挥了重要的作用。2001年，中国同意在随后的五年里取消所有针对外资银行的地域限制和业务限制。2003年以来，银行业务的放宽使在华外资银行债权急剧增加。截至2008年3月底，中国前三大对外债权分别来自于英国、美国和日本的银行。截至2007年底，来自47个国家和地区的193家银行在中国设立了242个代表处。此外，在华外资银行包括24家外商独资银行（119家支行）、2家合资银行（5家支行和1家子公司）、3家外商独资金融公司以及来自23个国家和地区的71家银行设立的117家支行。在华外资银行机构资产总计达1.25万亿元人民币，占中国全部银行资产的2.4%。到2007年底，25家本地注册的外资银行和57家外资银行分支机构获准开展人民币业务，50家外资银行机构获准从事衍生品交易。

中国事实上已经取消了大部分资本管制，因此，人民币国际化是可以实施的。例如，中国可能仍需要控制居民向外国借款。但是，中国应该鼓励非居民向中国借款，并且用人民币计价它们的债务。熊猫债券的发行就是一个很好的例子。看来，鼓励非居民通过以发行人民币债券的方式去筹集资金就是一个可以实现的突破口，而且不用考虑借款人最终想得到那种货币。如果借款人需要美元，他首先可以通过发行熊猫债券借入人民币，然后用这笔资金从中国居民手中买入美元。同样，通过交叉货币互换，中国的商业银行可以组成财团，为需要美元的外资银行提供人民币贷款。总之，在资本管制还没有完全取消的情况下，促进人民币国际化的手段有很多种。换句话说，人民币国际化可以提高国内企业使用金融资源的效率，同时减少它们的外汇风险，并且人民币国际化与国内金融稳定之间是能够达到均衡的。

五、结 论

为了纠正在全球金融危机阴影下的长期持续的全球失衡，世界需要改革当前美

元占主导地位的国际金融体系。未来的国际金融格局，货币多元化不可避免。欧元已经成为美元的竞争者，人民币很有希望成为另一个竞争者。人民币国际化将成为全球金融稳定的一个平衡因素。

此外，国际经验表明，货币国际化主要是市场力量决定的结果，而不是人为力量所能实现的。因此，人民币国际化最好不作为一个政府政策目标，而是通过创造人民币国际化的条件，促进国内的金融自由化、金融改革和开放。

政府如何适当地在货币国际化进程中发挥积极作用，应该主要依靠市场力量，根据市场需要，顺应市场规律，辅之以政策手段加以推动货币的国际使用。比如，在人民币国际化的初始阶段，中国政府正确地顺应了中国贸易的发展，适时建立了人民币跨境贸易的结算系统和制定了协议安排。利用中国与亚洲其他国家的区域性货币安排，推进人民币在亚洲区域的使用，也可以称为人民币国际化的最为可行的起点。比如，允许发行人民币债券（政府债券和企业债券）；鼓励人民币作为中国自由贸易协定（FTAs）的计价货币；在清迈倡议机制下，签署由人民币作为支付货币的双边和多边货币互换协议；确保人民币积极参与区域监测体系。从中长期来看，人民币区域化将是人民币走向国际化不可逾越的第一步。

除了经济因素，政治因素对人民币国际化也同等重要。因此，人民币国际化在很大程度上取决于中国的和平崛起、日本对中国在亚洲不断增大的影响做出的反应以及美国对中国在世界崛起所做出的反应。▲