

人民币的 崛起

全球货币新体系的兴起

欧纬伦 马国南 罗祥国 著

李巍 苏晗 译



RENMINBI RISING

A New Global Monetary System Emerges

汇率波动、股市波动与人民币
国际化有怎样的关系？

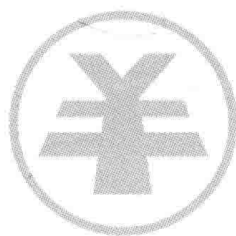
人民币纳入SDR又将对
美元主导的全球货币体系与
世界格局产生怎样的影响？

人民币的 崛起

全球货币新体系的兴起

欧伟伦 马国南 罗祥国 著

李巍 苏晗 译



RENMINBI RISING

A New Global Monetary System Emerges

图书在版编目(CIP)数据

人民币的崛起:全球货币新体系的兴起/(美)欧
纬伦,马国南,罗祥国著;李巍,苏晗译.—上海:
格致出版社:上海人民出版社,2016

ISBN 978-7-5432-2525-1

I. ①人… II. ①欧… ②马… ③罗… ④李… ⑤苏
… III. ①人民币-金融国际化-研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 037414 号

责任编辑 崔 隽

装帧设计 人马艺术设计·储平

人民币的崛起:全球货币新体系的兴起

欧纬伦 马国南 罗祥国 著
李巍 苏晗 译

出 版 世纪出版股份有限公司 格致出版社
世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988
市场部热线 021-63914081
www.hibooks.cn

发 行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印 刷 苏州望电印刷有限公司
开 本 710×1000 1/16
印 张 14.5
插 页 2
字 数 210,000
版 次 2016年6月第1版
印 次 2016年6月第1次印刷

ISBN 978-7-5432-2525-1/F·915

定价:45.00 元

Renminbi Rising: A New Global Monetary System Emerges

William H. Overholt, Guonan Ma and Cheung Kwok Law

Copyright © 2016 Fung Global Institute Limited 经纶国际经济研究院有限公司

The right of William H. Overholt, Guonan Ma and Cheung Kwok Law to be identified as the authors of this work has been asserted.

Truth & Wisdom Press is authorized by Fung Global Institute Limited to publish and distribute exclusively this simplified Chinese edition. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

本书中文简体字翻译版由经纶国际经济研究院有限公司授权格致出版社出版发行。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

上海市版权局著作权合同登记号图字09-2016-012号

序 言

当前,对国际货币事务进行有效的管理对全球经济的复苏至关重要。而人民币正在快速崛起为一种新的主要国际货币,这具有重大的全球性意义。

《人民币的崛起》主要分析人民币国际化的动力、进展和未来可能的轨迹,同时也致力于探讨我们正在目睹的人民币时代的曙光,及其对于全球金融体系、国际商务活动以及金融服务业和制造业的潜在意义。毫无疑问,人民币崛起所带来的机遇远远大于威胁。

面对这项具有挑战性的课题,我相信,无论是在深度还是广度上,经纶国际经济研究院(Fung Global Institute)所付出的努力都胜于之前同类课题的研究。我们努力在各种利益之间保持平衡,并且将全球金融体系的整体福利作为我们的出发点,来对人民币国际化进行客观公正的研究。

经纶国际经济研究院的使命是为各种全球性议题提供来自亚洲的视角,而对中国经济内在逻辑及其不断变化的需求所展开的研究是我们承担这项使命的起点。中国政府正在努力驾驭一场复杂的经济转型,即从投资和制造业出口主导型转向强调国内消费和服务业发展的新的经济增长模式,而国内的金融改革则是这一进程中必不可少的环节,其中人民币的国际化又是重中之重。我们将深入探讨人民币登临全球舞台的国内背景。

中国国内改革的一个特别案例就是债券市场的改革。我们将深入探讨为何中国必须加强对国内债券市场的整合,而且要扩大其市场规模并对世界逐渐开放,以及为何这些紧要的国内改革举措对于人民币国际化至关重要。我们也将考察人民币日益扩张的全球网络,特别是香港作为人民币离岸交易中心在这一

网络中所发挥的重要作用。

我们将人民币的崛起置于一个更加广阔的历史背景之下。在一个世纪以前,美元在数十年的时间里逐渐取代英镑成为了全球主导性的国际货币。在未来的一段时间里,虽然美元可能仍将是全球主要的储备货币,但美元的历史进程提醒我们注意,货币的兴起(与衰落)往往超出我们的预料。在本书中,我们预言在未来十多年的时间里,人民币将逐渐挑战欧元成为世界第二大国际储备货币。目前,人民币在贸易结算方面已经超过了欧元。

对于有些人来说,全球货币秩序重构的速度出人意料,甚至也让人有些惴惴不安。但是,国际商务人士也很快发现,如果能对人民币国际化有效加以利用,他们可以节省成本并增加利润。中国政府正在加紧建设一些必要的软硬基础设施,以便人民币的国际化成为可能;而滚滚而来的商业利益正在使人民币国际化不断走向成功。在本书中,我们也对多个企业进行了研究,并证明了人民币的崛起是一个巨大的商业机会。

正如我刚才所言,中国究竟能以多快的速度推进国内经济转型和人民币国际化进程,这取决于诸多不可避免的不确定性因素。考虑到这一点,我们对不同的结果提供了不同的对策。

由于人民币国际化的前景变幻莫测,我们所提供的这项研究也非盖棺定论之作。我们希望它能激发来自经济学界、金融服务业及制造业界相关专业人士的思辨。

经纶国际经济研究院在2011年才成立。在欧纬伦(William Overholt)的领导下,我们的同事们选择了国际金融中这一最火热的话题,我为此感到非常的骄傲。事实也的确如此,这项研究成果的适时推出标志着我们事业的另外一个转折点,即用亚洲的视角来对全球经济中的主要议题进行深入而别出心裁的解读。

冯国经(Victor K.Fung)

经纶国际经济研究院主席

致 谢

本书是集体努力的结晶。汇丰银行资助了这个项目的绝大部分内容,此后,我们又在这个基础上展开了进一步的研究,并且在研究院基金的资助下,召开了一次研讨会。我们非常感谢汇丰银行的支持。但同时,对于这项研究,汇丰银行又给予了我们完全的独立和自由。本报告的相关内容(包括我们的观点)并没有得到汇丰银行的首肯,也不必然代表汇丰的立场。因此,对本书的相关内容及其可能存在的错误,我们独自承担责任,与汇丰银行无关。

欧纬伦(William Overholt)是本项目的组织者,并且撰写了本书的绝大部分章节,尤其是本书的前三章和最后三章,同时,他承担了全书的统稿工作。马国南(Guonan Ma)撰写了书中剩下的绝大部分章节,并且协助完成统稿工作。本书的很多预测来自于罗祥国(C.K.Law)的计量经济学分析。考虑到可读性,我们在本书中省略了回归分析和大量的方法论上的阐述。

还有一些人也为本书作出了贡献,他们构成了本项研究的外围团队。Dominic Meagher 提供了关于货币体系转型历史的分析。Julia Leung 对本书的案例研究提供了帮助,特别是关于商界如何看到人民币交易的盈利前景。Chris Jeffery 对本项研究进行了口头上的评论,并提供了一篇论文供我们参考,这对我们理解储备货币问题大有裨益。肖耿(Geng Xiao)在一些会议上组织了一些讨论小组,对我们理解中国的思维提供了巨大的启发。刘明康(Mingkang Liu)的指导意见贯穿了整个项目研究,这对我们是不可或缺的思想财富。

胡文静、陆文质、朱岩、李世友,尤其是王遥都在项目进行的全过程中提供了研究支持。

Andrew Keenan 的编辑工作让本书对于非专业读者也具有很强的可读性。

我们举办了两场关于人民币国际化的研讨会,许多杰出人士都对我们的初稿作出了回应,并贡献了重要的洞见。出席 2014 年 12 月 1 日在香港召开的第一次研讨会的专家有 Vina Cheung、冯国经、Montgomery Ho、黄海洲(Haizhou Huang)、Chris Jeffery、罗祥国、Ka Chai Leong、Julia Leung、刘明康、马国南、Paul Malpass、Pamela Mar、Dominic Meagher、Kumiko Okazaki、欧纬伦、Andrew Sheng、Michael Spence、Angus Tsang、Kai Man Wong 和肖耿。

第二次研讨会于 2015 年 7 月 7 日在香港召开,出席的专家有 Robert Aliber、Suman Bery、John Burns、William Chan、张家敏、理查德·库珀(Richard Cooper)、Steven Davis、傅泰林(M. Taylor Fravel)、冯国经、Andy Haldane、Akinari Horii、Fred Hu、Takatoshi Ito、罗祥国、梁凤仪、刘明康、Patrick Low、马国南、Chung-In Moon、Benjamin Mok、欧纬伦、TV Mohandas Pai、Sebastian Paredes、Dwight Perkins、Michael Spence、Angus Tsang、Mark Tucker、傅高义(Ezra Vogel)、Kai Man Wong、Helen Wong、许成钢(Chenggang Xu)和 Jianzhang Zhuang。

对于这些思想领导者,我们致以深深的谢意。我们从这些杰出的学者、政府监管者和企业家那里收获了太多。如果我们遗漏了什么,或者我们从一些不同的甚至相互冲突的视角和立场中得出了什么错误的结论,我们对此将难辞其咎,而且毫无借口可言。本书中关于事实和分析的所有错误都由我们独自承担。

目 录

序言 / 001

致谢 / 001

第1章 概览 / 001

成为全球性货币的条件 / 002

商业活动与人民币 / 011

人民币的产品市场 / 012

储备货币 / 015

正在兴起的货币新秩序 / 018

第2章 货币的兴衰:对人民币的历史启示 / 022

国际货币体系转型的风险 / 024

2008年全球金融危机中欧洲美元的作用 / 028

2008:一个新的国际货币体系的“元年”? / 029

货币国际化的条件:市场需求与制度供给 / 032

制度惯性和破坏性事件 / 036

离岸货币和国际流动性 / 038

当前对人民币崛起的国际反应 / 042

人民币国际化 / 046

小结 / 047

参考文献 / 049

第3章 人民币崛起的经济和制度基础 / 052

经济基础 / 052

意外情况 / 061

新的增长引擎 / 063

资本账户自由化 / 065

制度质量 / 071

小结 / 083

参考文献 / 084

第4章 中国债券市场能支撑未来的全球性人民币吗? / 086

中国债券市场基本情况 / 087

国际视角下的中国国债市场 / 093

大胆的公共负债整合计划及其困境 / 101

政府支持的债券 / 106

小结 / 108

参考文献 / 109

第5章 中国股票市场和银行业市场的消长 / 111

中国股票市场:在不成熟中成长 / 111

开放庞大的中国银行业市场 / 127

小结 / 135

参考文献 / 136

第6章 日益增加的人民币外汇交易量 / 138

市场可以容纳更多的全球性货币吗? / 138

什么决定了人民币的外汇流动性? / 141

细分市场上人民币交易量增长的潜力 / 148

小结 / 153

参考文献 / 153

第7章 人民币全球交易网络的扩张 / 155

人民币的国际地位 / 156

香港在人民币离岸中心中的领导性地位 / 159

更多离岸中心扩展全球网络 / 163

人民币离岸中心的发展前景 / 168

小结 / 173

参考文献 / 174

第8章 人民币国际化的商业使用案例 / 175

三星使用人民币进行结算来降低外汇汇兑成本 / 175

阿尔斯通将人民币作为公司财务结算货币 / 177

使用人民币进行贸易结算对中国进口企业的利润激励:以长虹公司
为例 / 179

小结 / 183

参考文献 / 183

第9章 作为储备货币的人民币 / 184

全球视角 / 184

人民币持有规模 / 185

转变动力 / 187

危机中的人民币兑换 / 191

获得人民币的在岸和离岸渠道 / 191

离岸市场上的替代性选择 / 192

保守分子改弦更张 / 193

未来有阻碍么? / 194

人民币纳入特别提款权 / 196

资本账户改革 / 198

小结 / 198

参考文献 / 199

第10章 总结性反思 / 201

附录 / 208

名词缩写 / 211

中文版后记 / 214

译后记 / 220

第1章

概 览

人民币迅速的国际化进程正推动全球金融体系发生一场重大而具有历史意义的转型,当然全球金融体系转型本身也是推动人民币国际化的关键动力。尽管我们现在才刚刚感受到人民币国际化所带来的影响,但它所激起的涟漪将最终扩散到整个世界,并给每一个经济体、政府、行业和家庭带来影响。

显而易见的是,人民币国际化所带来的影响深远而巨大。虽然有些影响是我们可以预期的,但还有一些影响并不为我们所知,我们甚至对其毫不了解。然而,历史昭示我们,全球货币体系的每一次大规模重组都充满了危险。的确,正如我们将要在第2章所阐述的那样,全球货币体系变革所带来的影响和冲击几乎总是如雷霆万钧、排山倒海。尽管我们正目睹全球货币体系的新一轮转变,并对其所产生的各种影响有一定的心理准备,但我们仍以乐观的态度来看待人民币国际化的基本方向和前进脚步。

在本章的概览之中,我们将对我们的研究成果进行概述,而将细节性的阐述和论证放在之后的章节中。

就在五年之前,很少有人预料到人民币崛起的势头会如此之迅猛。我们归纳了四个关键点,并认为人民币的崛起与之互为因果。它们共同掀起了一场关于人民币崛起的“完美风暴”。

- 人民币逐渐被当作国际货币来使用,是由如下几个因素共同作用所致:它能为商业活动节约成本;来自中国政府的支持,即中国不断推进的改

改革开放推动了人民币的国际使用;中国日益增强的经济影响力。

- 美国阻挠布雷顿森林体系相关制度的改革与升级,而这些制度在 1944 年之后就一直管理着全球货币事务;不仅如此,美国还阻挠意在弥补其不足的新的替代性制度的建立。
- 2008—2009 年全球金融危机之后,国际社会尤其是新兴国家对既有体系的疑虑日益加深。特别是它们愈发怀疑:既有体系能否为实现全球的稳定与繁荣提供最优的办法;布雷顿森林体系的相关制度是否已经过时;美国联邦储备委员会根据其法律首先服务于美国的利益,但实际上它作为全球的“中央银行”,在世界经济中又应该扮演怎样的角色。
- 中国正在带动世界其他国家,特别是中亚、南亚、中东和非洲国家,取得与经合组织(OECD)国家一样的发展与繁荣,同时中国也在进行新的制度建设。

人民币国际化的步伐与模式将继续取决于上述全球层面及国内层面的发展状况,并且也将推动其发展。

成为全球性货币的条件

货币的国际化并不等于一种货币的全球影响力。比如新西兰元是一种高度国际化的货币,但对其他国家毫无影响。如果一种货币要想获得全球性的影响,需要三个相互交织的条件:国内经济的规模及其呈现的快速增长的态势;庞大而开放的资本市场;可靠并能有效管理经济和市场的国内制度体系。在这三个方面,中国既有着日益强大的优势和力量,同时也面临着严峻的挑战。

经济驱动因素:增长与改革

在人民币国际化的三个条件中,中国似乎已经满足了第一个条件。在实行“改革开放”之后,中国经历了三十多年的经济高速增长,并已经成为世界上第二

大经济体。如果按照购买力平价来计算,中国已是世界上最大的经济体。但中国已经很难继续保持在过去35年中年均10%的经济增长率。即使要维持在6%—7%的年均增长率,中国也需克服如下四个方面的潜在挑战。而这些挑战共同构成了未来中国经济增长的“拦路虎”。

首先,中国经济增长的主要动力亟待调整。过去中国的经济增长主要建立在投资、出口、赶超型的制造业和国有企业的基础上,现在必须转向依靠国内消费、服务业、创新和中小企业发展的经济增长模式。

其次,中国必须针对其所处的金融困境提出有效的解决方案,这些困境由地方政府债务、房地产泡沫、不受监管的影子银行以及大量的产能过剩共同作用而成。

如果说这些问题还不是致命的,那么更为严重的问题是,相比正在快速增长的退休人口,中国的适龄劳动人口正在快速减少。为了维持经济的增长及社会保障体系的正常运转,中国必须确保劳动生产率大幅提高。

最后,中国必须解决其日益严峻的环境危机,包括由空气质量、水污染和土壤污染所拉响的警报,以及随之而来的能源安全和食品安全问题。

面对这些挑战,中国政府的应对举措令人鼓舞。中国新一届领导人宣布了建立更为市场化的经济体制的计划,开始了司法体制改革及政府治理体制改革,同时也开展了一个雄心勃勃的环保项目,包括一系列环境修复和监管措施。为了克服政治上的阻力,中国共产党还对其最高领导层的结构进行了调整以提高其效率;不仅如此,新的领导层还发起了一场声势浩大的反腐运动。

考虑到中国展现出的巨大的改革决心及实施改革的能力,我们预计,在冲出当前的金融困境之后,中国经济的增长将超过绝大部分新兴国家及发达国家。我们预测,在2016年至2020年,中国的年均GDP增长率能保持在5%—7.5%。在之后的十年中,如果中国的改革得以实现,我们预计中国经济的年均增长率能够达到6%,否则中国经济的增长率则只能达到3.5%。在第3章,我们将考察一些“意外情况”,这些“意外情况”的发生要么使得中国前进的脚步更快,要么阻碍其发展。

为了使经济继续保持相对高速增长,中国必须进行改革,而改革的核心目标就是通过转向市场化的资源配置建立一个更有效率、更有可持续性的资源配置体制。而目前的情况恰恰与之相反,银行贷款、企业上市、土地分配以及准入许可,在很大程度上都是由政府机构所支配,并且对国有企业提供了各种优惠。国有企业可以轻而易举地从银行贷款或股市融资中获得资本,而这建立在生机勃勃的私人中小企业做出巨大牺牲的基础之上。这些中小企业是中国经济增长的主要引擎,它们是工作岗位的主要提供者以及创新的主要源泉。中小企业的融资环境又因为官方利率的人为压低而进一步恶化,因为银行只有抬高对中小企业的贷款利率,才能承担贷款给中小企业的风险。更为重要的是,中国长期人为压低人民币汇率,这只有利于中国传统经济引擎的增长,如净出口,但这一举动对国内市场的扩大造成了破坏,而后者才是中国经济在新阶段持续增长的动力。压低汇率只会有利于传统制造业,其大多建立在廉价劳动力而非技术创新的基础上,况且这种汇率政策牺牲了那些有创新能力的高技术产业和国内消费者。与此同时,对资本市场的管控剥夺了存款人的投资机会,把他们的资金引向不会带动技术进步的房地产市场。

在过去几年中,中国也努力对人民币的利率进行市场化改革;对于人民币的汇率,中国政府也努力使之达到市场的均衡水平。考虑到中国的贸易盈余已经降到GDP的2%,资本外流的趋势也日益明显,中国人民银行在近期加快了干预的步伐以维持人民币的稳定。目前,在可自由兑换的离岸市场与实行资本控制的在岸市场上,人民币的利率日趋一致。在2014年末到2015年初,中国的高层官员曾私下表示,人民币有望在2017年甚至更早的时间实现基本的可自由兑换。但这一乐观的预期究竟能否实现,取决于中国政府能否克服保守力量的阻碍,而在2015年年中的股市大跌之后,保守力量显然更为强大。

因此,中国实体经济的真正需求是实现金融自由化。这是最为必要也是最为迫切的改革,而且这一改革也正是人民币国际化所急需的。

换个角度来看,人民币国际化本身也是进一步推进金融自由化的一部分,并将带来改革的良性循环(它们将可能在政治上带来国内多个方面的开放

改革)。

更加具体地说,这种良性的改革循环的关键链条应该是这样:意欲推行人民币国际化,则其必须可兑换;若人民币可兑换,则资本的进出必然是自由的;若资金的进出是自由的,那么国内的利率也必然是自由浮动的;若利率是自由浮动的,那么银行就必须得到更好的监管,以使得其能够在更高的利率环境下不发生银行危机;如果银行体系是健全的,这将有利于存款保险制度的建立。我们将在第3章中,对这些因果链条背后的逻辑进行详细考察。

通常而言,经济学家会将上一段所阐述的因果链条描述为改革所必须遵循的前提条件。比如,在资本账户开放之前,国内利率市场必须实现自由化,银行体系的运营也必须能保持稳定,因为资本市场的开放可能会非常危险。这种危险在于,资本流入可能会带来过量的债务;资本流出则又可能引发货币危机。1997—1998年的亚洲金融危机就是这种情况。

但是,中国一方面不想按顺序完成这些必要的前提条件,另一方面又希望利用改革带来的良性循环,因此同时从两端采取了渐进改革。这使得改革能够快速向前推进,同时又能维持必要的管制和约束以确保整个过程的安全与稳定。中国之前就是通过渐进却又迅速的改革提升了国力。比如,废除农村公社制度,改革价格体系以使计划价格向市场价格过渡,引导企业走向市场,等等。在这一系列改革中,中国采取了渐进式的改革(而非“休克疗法”),并且在某些地区及领域采取先行先试。这种改革看起来很谨慎,但从其历史进程来看,改革速度也是不可小觑的。中国的这种改革路径被认为是明智且成功的。当前,中国政府正在试图以同样的方式实现金融自由化,我们将在第3章对这一进程的诸多细节进行分析。

一种货币要被全球普遍使用,还需另外两个条件,而我们已在上文对这两个条件进行了探讨。它们分别是规模巨大的资本市场特别是政府债券市场,以及值得信赖的制度体系。当大量资金跨境流动,尤其是当遭遇金融风险时,国际货币的发行国必须能提供具有足够深度、可自由进出的货币池,以便为这些流动的资金提供避险港湾。第4章将讨论如何创建一个有深度的且自由准入的债券

池,第5章将讨论国内金融市场的其他部分。

制度基础

正是因为意识到自身存在的制度缺陷,中国最初不得不转向依靠离岸市场来推动人民币国际化。作为其渐进式改革的第一步,中国允许香港的金融机构从事简单的人民币个人存款业务。后来将这一尝试扩展到其他金融产品,并在十多个国际金融中心进行推广。

中国政府在近期放开了“沪港通”,即有限地允许跨境股票交易,并且还计划在深圳股票交易市场采取同样的措施。这还需要一系列配套的改革以确保两地法律与政策的相容,如税收政策、监管政策的统一以及相关结算安排的建立。

中国还通过建立自由贸易园区以加快推动改革,最初在上海建立了第一个自贸试验区,然后又扩展到其他3个地区。这也是一种典型的渐进改革,即允许某些地区进行先行试验,然后再将诸如金融和资本账户的自由化、人民币的国际化等新的制度安排推广到其他地区。

同样,中国也鼓励商业银行及政策性银行像其他企业一样走向海外。不仅如此,更令人瞩目的是,中国还在国际层面上进行了一系列重要的制度试验,比如创建亚洲基础设施投资银行(AIIB)、丝路基金、新开发银行(NDB,有时候也被称作为金砖开发银行)。这些新的替代性的机构看起来将会得到良好的管理,并且具有可持续性发展的基础,如中国国家开发银行已经做到的那样。

除了上述措施,在短短几年中,中国人民银行还和其他29个央行签署了一系列本币互换协议,资金总额超过4985亿美元。这些互换协议为人民币在离岸市场上的结算提供了流动性,并建立了双方的互信基础。

在国内,最为支持人民币全球化的机构是中国人民银行,其不仅非常乐意承担这个角色,而且也是中国政府部门中最为现代化的一个部门。中国人民银行具有一个高度专业化而且具有改革意识的管理层,其在推动利率和汇率市场化的过程中,展现了控制通胀和稳定货币的杰出才能。

从更加广泛的意义上来说,中国的中央政府机构有一批非常贤能的人才队