

人民币国际化之路

成思危◎著

人民币
国际化之路

成思危◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币国际化之路 / 成思危著. -- 2 版. -- 北京 :
中信出版社, 2017.7
ISBN 978-7-5086-7422-3

I. ①人… II. ①成… 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 (2017) 第 072743 号

人民币国际化之路

著 者 : 成思危

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者 : 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本 : 787mm × 1092mm 1/16

印 张 : 24.25 字 数 : 299 千字

版 次 : 2017 年 7 月第 2 版

印 次 : 2017 年 7 月第 1 次印刷

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-7422-3

定 价 : 69.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线 : 400-600-8099

投稿邮箱 : author@citicpub.com

序 言

1997年亚洲金融危机爆发后，我开始关注虚拟经济方面的问题，汇率问题也是其中之一。1999年，我提出了中国汇率改革“三步走”的战略，从钉住美元到钉住一篮子货币，最后到自由兑换。此后，我一直从汇率制度改革、人民币可兑换、资本项目开放和金融系统改革等方面进行思考和研究。2007年，在美国爆发的次贷危机引发全球金融危机后，我于2009年写了一篇文章——《论人民币汇率制度改革的下一步——建立灵活的人民币汇率双层目标区》，报送给中央领导。此文经胡锦涛主席批示“请送家宝同志阅研”，温家宝总理批示“请岐山同志阅后转人民银行参考研究”。此文后来收入2009年出版的我所著的《中国经济改革与发展研究》第三集中，并发表在《经济界》杂志2010年第1期及第2期上，在各方面产生了一定的影响。

2009年7月，我担任主任的中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心承接了国家自然科学基金委员会基金项目——人民币汇率制度改革相关问题研究，由我担任项目总负责人。此项目于2011年年初完成，共提交了

以下 5 份报告：《汇率制度选择和关键因素分析》《国际经验研究：汇率制度改革与资本项目开放顺序、金融发展的关系》《人民币汇率制度的演化与评价》《人民币篮子汇率指数的构建》和《汇率政策与管理——构建人民币汇率目标区的重要问题》。

鉴于近年来人民币国际化已经成为一个热门话题，2011 年 3 月，在全国人民代表大会审议通过的“十二五”规划中又明确提出要“逐步实现资本项目可兑换”，从而使我产生了将多年来的研究与思考成果写成一本专业著的想法。在我的门生和弟子们的支持下，以我的那篇文章为基础框架加以扩充，历时一年多才完成了这部呈献给读者们的著作——《人民币国际化之路》。

本书共分为 8 章，第一章带有总论的性质，主要从目标、手段和过程三个方面论述了人民币国际化的内涵，并分别论述了汇率制度改革、人民币可兑换和资本项目开放三个方面的问题，及其与人民币国际化的关系，提出了 10 年内基本实现人民币国际化的目标和时间表的安排建议。

第二章根据我在 1998 年提出的虚拟经济论点，分析了与汇率有关的 6 个问题，探讨了货币脱离金本位制和金汇兑本位制后的虚拟化倾向、两类购买力理论、资本流动的虚拟化、虚拟经济膨胀的影响、汇率作为政治博弈工具以及在汇率安排选择上的难题等，提出了一些新的观点。

第三章根据 IMF（国际货币基金组织）近年来发布的《汇兑安排与汇兑限制年报》中对各国汇率安排新旧事实分类法的数据，分析了金融危机后国际汇率体系的变化，并对影响汇率安排的各种因素进行了实证分析。

第四章以已经实现自由浮动汇率制的日本、智利、波兰和新加坡这 4 个国家作为研究对象，通过分析这 4 个国家的汇率制度改革与资本项目开放顺序以及金融发展的关系，为中国汇率制度改革及资本项目开放提供了有益的借鉴。

第五章分6个时期论述了人民币汇率制度的演化过程，对每个时期汇率制度变化的背景、措施和效果进行了分析和评论。

第六章对均衡汇率的决定理论、实际有效汇率权重因子选择理论以及学术界对人民币汇率影响因素及低估程度测算结果进行了总结，使用多国竞争力模型确定一篮子货币权重，构建了人民币实际有效汇率指数。将此人民币汇率指数为标的，使用均衡实际汇率模型计算了人民币均衡汇率，以此作为人民币目标区中心汇率的参考依据。

第七章探讨了资本项目开放的含义和趋势，评述了各种测度资本项目开放程度的方法，比较了世界主要国家资本项目开放情况，回顾了中国资本项目的开放进程，并使用实际资本流动规模指标、金融市场指标、储蓄—投资相关分析三种方式分析了中国1992~2012年的资本项目开放程度。

第八章从流通货币、结算货币、投资货币和储备货币这4个层次分析和论述了人民币国际化的实施途径。

本书的一些章节是按照我的总体思路并在我的具体指导下，由我的门生和弟子杨海珍、李平、龙文、李自然、郭琨、熊园、荆中博、周舟、董慧妍、王轩和曹丁木等人搜集文献并整理数据，写出初稿后再经我审改后定稿。因此可以说本书是在集体劳动成果的基础上，由我作为这个集体的导师和代表最后完成的。为此，书中凡是集体研究的成果均用“我们”，而我个人的观点则用“笔者”来表述，以示区别。

人民币国际化是一个十分复杂的问题，尽管按照我的要求努力做到论点与论据相结合、定性和定量分析相结合、统计推断和案例研究相结合、还原论与整体论相结合，但仍可能存在不少不当之处，欢迎读者们批评指正。

成思危

2013年10月9日于北京

序 言 // III

1

大势所趋

人民币国际化的内涵 // 006

汇率制度改革 // 015

人民币可兑换 // 022

资本项目开放 // 025

10年基本实现人民币国际化 // 029

2

虚拟经济视角 下的汇率问题

货币的虚拟化 // 037

货币的两类购买力 // 039

资本跨境流动与实体经济脱钩 // 049

虚拟经济规模日益膨胀 // 057

汇率：政治博弈的工具 // 063

汇率安排选择上的难题 // 075

3

汇率安排的选择： 实证分析

汇率安排的变迁与分类 // 093

IMF最新事实分类法 // 099

汇率安排的影响因素 // 115

4

汇率安排的选择：案例研究

资本项目开放：时间和顺序 // 165

日本汇率制度改革 // 168

智利汇率制度改革 // 182

波兰汇率制度改革 // 195

新加坡汇率制度改革 // 205

5

人民币汇率制度的演化

国民经济恢复时期（1949~1952年） // 224

社会主义计划经济时期（1953~1972年） // 226

西方国家实行浮动汇率制时期（1973~1978年） // 228

转轨经济时期（1979~1993年） // 230

社会主义市场经济时期I（1994年~2005年7月） // 233

社会主义市场经济时期II（2005年7月至今） // 236

6

人民币中心汇率的确定

相关理论 // 246

人民币实际有效汇率指数的构建 // 258

人民币均衡汇率指数的计算 // 275

人民币均衡汇率向中心汇率的转化 // 285

7

资本项目开放

资本项目开放的含义及趋势 // 297

中国资本项目的开放进程 // 305

中国资本项目开放的战略分析 // 324

8

人民币国际化的实现路径

流通货币 // 338

结算货币 // 344

投资货币 // 360

储备货币 // 366

附录 IMF资本项目下的7大类40个子项 // 379

1

大势所趋

近年来，随着中国经济的快速发展和国际地位的不断提高，人民币汇率问题受到国内外的高度关注。

第一，由于改革开放以来，外向型经济在中国迅速发展，对外贸易的依存度〔进出口额占GDP（国内生产总值）的比例〕不断提高，从1978年的9.7%增至2012年的47%（2006年曾高达67%），汇率的变化会显著影响中国进出口商品的价格，从而影响对外贸易的业绩和结构，甚至会影响中国经济增长。

第二，由于中国具有人力资源丰富、物价较低等方面的比较优势，贸易顺差不断增加，从1978年的-11.4亿美元增至2012年的2311亿美元。这种进出口长期失衡的状况导致贸易摩擦增加，人民币升值的压力增大。

第三，由于中国具有经济快速增长、市场潜力巨大、人力资源质优价廉、基础设施良好、投资环境不断改善等优势，对外资的吸引力日益增强。非金融类引进外资的数额从1985年的19.56亿美元增至2012年的1117亿美元，世界著名跨国公司纷纷进入中国，人民币汇率显然会影响它们的投资决策。

第四，贸易顺差加上外资的净流入造成中国资本项目与经常项目的持续顺差，外汇储备迅速增加，从 1978 年年底的 1.67 亿美元增至 2012 年年底的 33 116 亿美元。巨额的外汇储备虽然能够增强中国的经济实力，但也会使其承担因汇率变化造成的风险。

第五，近年来中国企业对外投资迅速增长，2012 年非金融类对外直接投资额高达 772 亿美元，比 2011 年增长 28.6%，因此对人民币汇率及外汇管理制度都形成了新的挑战。

第六，随着中国城乡居民收入的不断增加，购买进口商品的数量和出国旅游的人数日渐增多，汇率的变化会影响人民币的国际购买力，进而影响中国居民的消费行为和消费结构。

此外，还应注意人民币汇率对中国虚拟经济的影响，包括跨境短期资本流动、金融资产价格变动、通货膨胀或紧缩等影响中国经济稳定及安全的因素。由此可见，人民币汇率是一个牵涉国计民生的重大问题，需要认真研究、慎重处理。

2003 年以来，随着中国经济的发展、开放的扩大以及国力的增强，美日等国要求人民币升值的压力与日俱增。日本政府早在 2003 年春的七国峰会上就指责人民币币值严重低估，中国向国际市场倾销廉价产品，导致国际社会出现通货紧缩；美国国会议员同样指责中国向美国出口了大量廉价商品，不仅抢走了美国的就业机会，还致使美国出现巨额贸易逆差，经济萧条。有些美国国会议员甚至威胁人民币若不升值 30%~40%，美国将通过立法征收中国进口商品 27.5% 的关税。再加上海外媒体的推波助澜，不仅影响了人民币汇率预期，对中国人民币汇率以及国际收支也产生了一定的压力。

2005 年 7 月 21 日，中国实施了汇率制度改革，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制，其目的是增强人民币汇

率弹性，充分发挥市场机制调节外汇供求的作用。此后人民币兑美元不断升值，到2012年年末，人民币汇率为6.2855元兑1美元，人民币兑美元的汇率累计升值已经达到32%。尽管人民币兑美元的汇率有时会小幅贬值，但对人民币升值的预期仍然强烈，欧元和日元对人民币升值的压力也在加大。由于中国经济的快速发展以及国际收支持续双顺差等因素会长期存在，高依存度的对外贸易发展以及大规模的外商直接投资所形成的外向型经济结构在短期内难以改变，人民币汇率也将长期承受来自外部的压力。虽然汇率问题属于国家的货币主权，国际社会无权要求中国改变汇率水平、汇率制度及汇率政策，但是汇率的外部性将成为西方国家施压的借口。从发展趋势看，人民币汇率将长期承受沉重的压力，需要认真研究和应对。

我们还应看到，随着经济全球化的演进和地区一体化的扩展，各种生产要素在全球范围内的流通日渐便捷，全球实体经济的资源配置不断优化。这也就要求与实体经济相对应的虚拟经济进一步全球化，首先就要求实现金融市场的国际化。近年来随着国际资本流动的规模的增大和速度的加快，各国金融市场之间的联系日益紧密，已经达到了“牵一发而动全身”的程度。可以说没有任何一个国家可以依靠完全封闭的金融市场实现经济发展，为此必须逐步推进其金融市场的国际化。而在一个国家爆发的金融危机由该国扩散至全世界，从虚拟经济领域向实体经济领域蔓延，最终酿成全球性的经济危机。2007年由美国次贷危机引发的全球金融危机表明，必须对现存的国际金融秩序进行改革，使其更加符合国际经济的现实。中国作为一个发展中的大国，经济总量和外贸总量都居世界第二位，已占到全球GDP总量的10%、全球贸易总额的9%，贡献了全球约1/4的经济增长，它理应在国际金融市场占有相应的地位，在国际金融秩序改革中发挥更大的作用。为此必须进一步深化人民币汇率制度的改革，实现人民币的自由兑换，积极稳妥地开放资本项目，推进人民币的国际化。

人民币国际化的内涵

顾名思义，一国货币的国际化就是该国的主权货币可以在国际上流通和使用，即可以在国际市场上履行其作为价值储藏、交易媒介和记账单位等货币的一般职能，成为国际上通用的工具货币。

迄今为止，在浩如烟海的文献中，对人民币国际化的研究多半是以上述概念为基础的，也取得了不少弥足珍贵的成果。笔者认为，从管理科学的视角看来，人民币国际化的含义应当包括目标、手段和过程，即人民币国际化既是一个目标，也是一种手段，还是一个过程。

人民币国际化的最终目标

中国作为一个发展中的大国，在世界政治和经济中将占据越来越重要的地位，因此人民币国际化的最终目标应该是在国际货币体系中拥有与美元及欧元并驾齐驱的地位。

一是人民币应该可以在境内和境外自由兑换成外币，可以在境外银行中开设人民币账户，在境外使用以人民币为基础的信用卡和借记卡，在个别情况下还可以小规模地直接使用人民币现金。

二是在国际贸易合同中可以以人民币为计价单位，而且不仅可用于中国的进出口贸易，还可以在不涉及中国的国际贸易中作为买卖双方都同意使用的计价货币。

三是在国际贸易结算时可以采用人民币作为支付货币，甚至在一些未采用人民币作为计价货币的国际贸易中，也可以经买卖双方同意采用人民币支付。

四是人民币可以作为国际投资和融资的货币，这不仅包括人民币可以用于实体经济的绿地投资、并购等活动，还包括人民币可以用于虚拟经济

领域的各种金融资产及其衍生产品，例如股票、债券、票据、保单、保函、期货、期权、远期和互换。

五是人民币可以作为国际储备货币。不仅可以作为各国政府或中央银行干预外汇市场的手段，而且应在特别提款权中占有一定的比例。

尽管中国目前的经济总量仅次于欧盟和美国，但由于中国人口众多，资源匮乏，政治体制独树一帜，难以与多数发达国家建立较深的互信，社会、经济、科技和文化等方面的发达程度还不够高，金融的国际竞争力较差，人民币尚未实现自由兑换等原因，实现这一目标的难度很大。根据中国人民大学国际货币研究所于2013年6月16日发布的《人民币国际化报告2013》，2012年人民币国际化指数仅为0.87，而同年美元国际化指数为52.34，欧元为23.60。笔者估计，在国际形势有利、国内改革顺利的情况下，10年左右可以基本实现人民币的国际化，但要实现人民币国际化的最终目标可能需要二三十年，甚至更长一段时间的努力。为此需要周密策划，制定阶段性目标，扎实推进，分步实现。

人民币国际化是中国实现发展战略目标的重要手段

中国共产党第十八次代表大会再一次明确了中国的战略发展目标，即到2020年全面建成小康社会，到新中国成立100年（2049年）时建成富强、民主、文明、和谐的社会主义现代化国家。人民币绝不应为了国际化而国际化，而应成为深化改革、扩大开放从而实现这一战略目标的重要手段。

近半个世纪以来，以金融为主体的虚拟经济发展迅速，全世界虚拟经济的总量（包括股市市值、债券余额以及未平仓的金融衍生产品合约数额）已超过800万亿美元，在一些发达国家的GDP中，实体经济所占的比例仅为50%左右。在货币脱离了金本位制和金汇兑本位制，仅靠国家信用发行之后，货币就逐渐成为发达国家欺压发展中国家的重要手段。今天的发达

国家已经不必像 100 多年前的老牌资本主义国家那样从其殖民地或贫穷国家掠夺劳动力和资源，只需使用其货币购买发展中国家的产品和能源。而发展中国家在取得了外币之后，除了向发达国家购买技术和高技术产品（往往还受到很多限制）之外，只能将多余的外币用于购买发达国家的债券等金融产品，从而使外币回流到发达国家，供其使用。

中国是最大的发展中国家，也是外汇储备最多的国家，2012 年年末国家外汇储备 33 116 亿美元，但是由于人民币的国际化程度很低，在许多方面受制于人。例如在人民币坚挺的情况下，出口贸易合同中采用人民币计价和结算是对中国出口企业有利的，但 2012 年人民币跨境贸易结算总额只有 3 500 亿元，仅占当年进出口贸易总额的 17.5%。又如在 2012 年全年非金融领域实际外商直接投资额 1 117 亿美元中，使用人民币者仅为 2 535.8 亿元，占 36.1%；在全年非金融类对外直接投资额 772 亿美元中，使用人民币者仅为 304.4 亿元，占 6.3%；2012 年人民币国际债券和票据余额仅占世界的 0.27%。再如，人民币目前只在柬埔寨等几个国家被纳入外汇储备，在特别提款权中尚未占有一席之地。因此中国庞大的外汇储备大多用于购买外国债券，不仅用中国实体经济创造的财富支持发达国家的经济发展（例如美国债券的平均收益率约为 4%；而投资的平均回报率则约为 8%），而且要承担外币贬值造成的损失，但这也确实是目前无可奈何之举。

上述情况说明：人民币作为中国这样一个发展中大国的主权货币，在国际货币体系中地位不高，尚未起到参与国际金融资源配置的作用。在中国政治保持稳定、经济较快发展、外贸基本平衡、人民币币值稳定、外汇储备充裕等有利条件下，努力实现人民币的国际化将有助于增强中国的国际金融竞争力，逐步摆脱目前由发达国家主导的国际货币体系规则的桎梏，提升中国的国际地位，在国际经济的竞争与合作中掌握主动权。

人民币国际化还可以起到促进中国国内金融改革、推动中国经济又好又快发展的作用。毋庸讳言，中国的金融体系的现状是开放度不高、效率较低、竞争力不强，人民币国际化可以起到进一步深化中国金融体系改革的作用。

一是可以促进中国汇率制度的改革。中国目前的汇率制度虽然自称以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制，但在人民币不断升值的过程中并未实现真正的浮动，美元事实上仍是中国的“货币锚”。IMF在2009年发布的《汇率安排和货币政策框架分类报告》中，按照事实分类法将中国的汇率安排列为软钉住类中的稳定化安排子类，而根据我们的研究，硬钉住的成分还比较高；2011年的报告中则将中国归入类似爬行钉住一类中。2009年和2011年的报告中都将中国的货币政策框架归在“以美元为汇率锚”的类别之中。随着人民币国际化程度的提高，将会迫使中国的汇率制度向以市场供求为基础、钉住一篮子货币进行浮动的方向转变，逐步增加其透明度及灵活性，并渐渐摆脱对美元的依赖。

二是可以促进利率的市场化改革。随着人民币国际化程度的提高，人们必然会要求放松对人民币利率的管制，让商业银行能根据境内外各金融市场人民币供求情况配置资金，提高资金使用效率并缩小套利空间。此外，利率市场化还有利于设计并推出各种境外人民币金融产品，扩大人民币在境外流通的规模并建立更多的人民币回流渠道。中国目前虽然已经基本放开了贷款利率的上限和下限，以及存款利率的下限，但存款利率的上限还需要逐步放开。

三是可以促进中国商业银行的改革。随着人民币国际化程度的提高，中国商业银行境外机构的人民币存款及贷款业务将会增长，尽管其数量会因对人民币汇率的预期而变化（预期升值时，存款增加而贷款减少；预期贬值时，贷款增加而存款减少），但由于人民币的境外需求量不断增大，