

前 言

近年来,本人的研究主要集中在人民币国际化和国际金融中心建设等领域,本书正是对这些研究的一个阶段性归纳、总结和提升。此前的一些研究成果曾分别获得上海市政府决策咨询研究成果一等奖、上海市中国特色社会主义理论体系研究和宣传优秀成果奖二等奖、上海市社科联年度优秀论文奖等奖项。这些奖项的获得,是对本人近年来对这一领域研究的极大勉励。由于在从事专业研究之前,曾在企业、政府部门和国有银行工作过十余年时间,深知理论与实践结合的重要性,因此,在从事这些研究的过程中,本人特别强调对现实情况的调研和思考,尽量使理论接近实践这一固有的土壤,为此,在研究的不同阶段,本人曾对沪、港、深、津等地几十家金融管理部门、金融机构和企业做过大量调研。正当本人满怀信心开展深入研究的时候,却于2013年3月突发脑出血,住进了ICU病房,收到了三次病危通知书,并带来了后遗症,至今仍然头疼头晕,这严重影响了本人的研究工作。这是一个痛苦的过程,也是对本人意志的严峻挑战和考验。在这一困难时期,本人并未停止研究工作,本书的撰写就是在这样的条件下进行的。

全书的内容都是在“两个循环”(见下文)的框架下进行分析和研究的。本书内容主要包括以下几方面:(1)建立具有理论和现实意义的“两个循环”货币国际化分析框架;(2)对人民币国际化发展现状的研究,以及在“两个循环”框架下对人民币输出和回流渠道、推进人民币国际化的路径及策略的研究;(3)对国际金融中心(跨境金融循环枢纽)发展内在规律、发展趋势及其在中国发展状况的研究;(4)对人民币国际化与沪港金融中心(两大人民币金融循环枢纽)之间互促发展内在机理的研究;(5)对上海建设全球人民币清算中心(“两个循环”的重要载体)的研究;(6)对资本项目开放(扩展跨境金融循环)国际经验的研究,以及对中国的金融开放战略、资本项目开放与人民币国际化内在关系的研究;(7)对发达金融市场发展趋势的研究,以及金融结构、金融发展与货币国际化之间关系的研究(通过完善金融结构和促进金融发展,以扩展跨境金融循环)。

为统揽货币国际化问题的研究,本书建立了以下理论分析框架:将一经济

体与其境外的经济金融活动,按流量区分为跨境实体经济循环和跨境金融循环(简称“两个循环”)。跨境实体经济循环是指与实体经济相关的跨境贸易和跨境直接投资等活动;而跨境金融循环则是指跨境金融投资和跨境金融交易等活动。或者从货币流通的角度看,跨境实体经济循环是指为了支撑商品和劳务的跨境投资、生产、分配及交换而投入使用的货币量;而跨境金融循环则是为了跨境资产交易投入使用的货币量。^① 上述区分方法借鉴了凯恩斯(1996,第204—215页)在《货币论》一书中的研究方法。^② 在该书中,凯恩斯将货币流通区分为工业流通和金融流通。不过,凯恩斯所分析的是封闭经济下货币的两种流通方式。如果我们将其分析扩展到开放经济条件下,那么,一方面,货币的“工业流通”(或循环)将通过跨境贸易和跨境直接投资等渠道扩展到开放条件下的更广泛范围内的实体经济循环;另一方面,与此相联系,境外对该货币的跨境“金融流通”也会产生现实的需求,由此将进一步推动该货币在境外发挥投资工具和价值储藏手段等职能,也就是说,从货币供求相互作用的角度看,相对于跨境实体经济循环,跨境金融循环具有一定的衍生性。这种衍生性主要源于“金融流通”与“工业流通”有着密切的实际联系,通常,这种实际联系主要表现在以下方面:在“工业流通”中,货币将主要发挥其交易媒介的功能;在与上述过程的联系中,该货币还将不断地从“工业流通”中游离出来,进入“金融流通”中,从而不断地发挥和扩展其作为投资工具和价值储藏手段的功能。从现实层面看,例如,这种衍生性可以表现在从贸易(或工资收入)中获得的暂时闲置不用的该种货币,需要有可用的投资渠道,以便于其保值增值(如从跨境贸易中游离出来的境外人民币,需要有金融投资渠道)。这种“暂时闲置不用”的货币,相当于凯恩斯(1996,上卷,第三章、第十五章)在《货币论》中对“储蓄存款”的分析,在该书中,凯恩斯将存款划分为收入存款、营业存款和储蓄存款,并将储蓄存款和营业存款的一部分划归为货币的金融流通。而在当代信息技术和金融条件下,金融流通已在更高的程度上脱离了实体经济层面,具有更强的独立性。

^① 这里需要说明的是,这里的货币“跨境”,虽然更多地是指本国货币跨出国境参与跨境经济循环和金融循环,但这一货币一旦跨出国境,也就可能在境外继续其循环运动,也就是说,这一货币一旦跨出国境,其后的跨境流通不一定就是与其本国(或本经济体)之间的“跨境”流通,而是可能在境外国家(或经济体)之间随着贸易、直接投资或金融渠道继续其跨境循环。不过,本书所论的人民币跨境经济和金融循环,首要的还是第一种意义上的“跨境”循环,因为在人民币区域化、国际化的初级阶段,只有首先实现了这种意义上的跨境循环,才会促进第二层次意义上的境外循环。当人民币最终成为重要的国际货币时,上述两种意义上的跨境循环都将占有重要地位。

^② 许多后凯恩斯主义者认为,凯恩斯在《货币论》一书中对货币的论述要比在《通论》一书中的论述更为精妙,参见保罗·威尔斯(2001),第28页。

需要说明的是,上述“两个循环”的分析方法,与国际收支统计中将直接投资划入“资本和金融项目”不同,这里本书将跨境直接投资划入实体经济循环,主要是基于以下考虑:其一,国际收支统计中,是按增值性活动与非增值性活动来区分“经常项目”与“资本和金融项目”的,但笔者认为,跨境直接投资活动在这种“资本和金融项目”中属于长期资本流动,更多地与实体经济活动有关,正如凯恩斯(1996,上卷,第十五章,第204页)所说的:“所谓工业就是维持本期生产、分配和交换的正常过程并在生产过程开始至消费最后获得满足的过程中为生产因素所完成的各种工作支付其所得的企业。从另一方面说,所谓金融则是持有并交换财富现存所有权(不同于工业专业化所引起的交换)的企业,其中包括证券交易所和金融市场的交易、投机活动以及将本期储蓄与利润送交企业家的过程等。”其二,这种区分方法,也有利于凸显当代微观金融市场和国际金融中心的发展在促进货币国际化中所起的特殊作用,特别是有利于凸显国际金融中心所处的金融循环枢纽地位,并有利于研究构建跨境金融循环对货币国际化的基础性促进作用。基于上述“两个循环”的理论分析,本书的一个核心观点是:从中长期看,人民币跨境金融循环的相对缺失,是人民币国际化需要突破的主要障碍。

根据上述分析框架,从推进人民币国际化的角度看,显然,人民币在上述两种循环中逐步扩展使用的过程,就是人民币国际化的过程;这两大循环的深化、扩展及相互作用,又同时构成人民币国际化的条件。另外,结合这一分析框架,可将人民币国际化的演进路径,区分为货币职能路径、地域路径和时间路径。根据当代全球政治、经济及金融特点,笔者认为,人民币国际货币功能的演化路径将会明显突破国际“计价结算→投资→储备”货币传统演进模式,并交叉提升其“三位一体”式功能。^①从时空结合的演化路径看,人民币国际化无具体时间表,亚洲区和“一带一路”沿线国家及地区在区位和投资、贸易关系上有利于人民币

① 这里主要强调当代金融全球化特点对人民币国际货币职能演进路径可能产生的影响,即在金融全球化和现代信息技术条件下,金融制度、金融结构和金融工具的完善与创新以及金融工具数量和种类的增长等基本因素的协同作用,已使全球金融市场的竞争向最大程度地节约交易成本和向市场交易者提供尽可能高的流动性的方向发展,特别是在金融开放条件下,金融工具的标准化、透明性更容易实现金融的跨境交易,金融工具种类、数量和跨境金融交易量的巨大增长,使得金融产品的供求和金融中介的组织能力可以满足全球市场参与者的需要,由此形成的巨大的金融存量和流量汇集成连续的信息流,有效地降低了跨境金融交易成本,并导致在全球范围内更多的金融创新。本次全球性金融危机并未改变上述金融全球化发展的基本特点,这种特点可能使得人民币在国际化过程中,发挥国际投资和储备货币的职能与发挥计价结算货币的职能同时推进,从而突破国际“计价结算→投资→储备”货币的传统演进模式。

区域化,但在这些区域重点推动直接投资^①和贸易结算以提升人民币国际计价结算功能的同时,也可在全球范围推动人民币在金融交易领域的使用,着力构建跨境金融循环以促进人民币境外需求,即实施“区域化为基础、国际化辅之”的策略。

在“两个循环”的框架下,国际金融中心处于重要的金融循环枢纽地位。在研究当代国际金融中心的演化和发展规律时,笔者认为,尽管每次经济和金融危机都会对金融体系造成不同程度的冲击,并会从不同的侧面对金融发展造成影响,但世界金融的发展历程表明,金融业的进化史就是一部金融效率的进化史;而金融中心的演化过程则集中反映了金融业进化的主要历程和本质特征。另外,金融中心的发展虽然在结果上更多地表现为一种经济现象,但其形成过程则广泛地涉及国际政治关系、综合国力对比、经济与法律制度、历史与地理因素以及文化和习俗等众多领域。从微观角度看,规模经济(economies of scale)、范围经济(economies of scope)和集聚经济(economies of agglomeration)一般被认为是金融中心产生金融集聚的重要推动力;从宏观角度看,产生于20世纪70年代的需求供给理论在解释金融中心形成和发展的原因上具有较强的解释力。综合现有中外文献关于金融中心形成和发展的诸多理论,并结合金融中心发展史,本书提出,在当前的金融全球化时代,对于国际金融中心形成内因的阐释,可概括为以下三项基本因素的相互作用:^②

(1) 基础性因素:金融需求。在现代经济中,尽管金融系统的发展不断地表现出其自身的规律性,资本的跨境流动变得更加便利和快捷,并有利于金融中心在更广的范围内实现跨境金融集聚,但金融业仍不可能完全脱离实体经济,经济系统中的真实变量(如金融集聚所及范围内的产出规模和经济交易规模,包括其绝对量和相对量)在金融中心的形成和发展中仍是最为基础性的决定因素。另就金融与实体经济的关系看,虽然现代经济学对货币与真实经济之间因果关系的研究仍未达成一致的结论,但在经济增长过程中,货币存量亦将与产出的增长同方向增长,“随着总量的和人均的实际收入和财富的增加,金融上层结构的规模和复杂程度亦增大”^③。即真实经济的增长亦将导致金融需求的增加,金融体

① 需要注意的是,如使用人民币进行跨境直接投资,则人民币既发挥计价结算货币功能,也会同时发挥投资货币功能,因此,这种情况下货币职能的演进是难以明确区分的。这里如此区分的原因是强调下文对人民币跨境金融循环的分析。

② 由于国际货币化因素对不同性质金融中心发展的影响可能是不同的,因此,这里并未将其作为单独的另一因素纳入分析。地理区位优势则融入了三项基本因素分析。

③ 雷蒙德·W.戈德斯密斯(1994),第41页。

系的复杂化和金融资产的多样化既满足了经济主体的资产选择需求,也有利于储蓄向投资的转化。由于金融中心是在经济和金融交易过程中实施对金融资源的集聚,起着资源配置中心的作用,因此,无论从金融中心发展史,还是从当代金融中心在全球的分布形态看,在金融中心形成和发展的各类决定性因素中,经济和金融规模及其在地理上的分布特征都属于第一层次的核心因素,是产生金融集聚的一个基础性条件。^①

(2) 政策性因素:金融供给。国家(或地区)层次上的经济、金融制度和政策可能直接决定着金融供给与金融发展的内容和方向,并由此决定着其与境外经济之间联系的深度与广度,以及与金融中心形成和发展有关的金融变量跨境流动的规模 and 方向。这是第二层次的决定性因素。例如,当前中国政府在政策上推动人民币国际化和上海国际金融中心建设国家战略,即属此范畴。

(3) 市场效率因素:创新动力。如果上述两个因素主要是指宏观性决定因素,这里的市场效率因素则更多地着眼于微观视角。也就是说,当上述第一层次因素(基础性因素)和第二层次因素(政策性因素)的条件具备之后,金融资源就有在该国(或地区)的某一(或某些)城市集聚而形成金融中心的可能性。这在较大程度上是由真实经济和金融市场在空间和时间上的非均衡发展所导致的。^② 当仅具有第一层次的决定性因素而缺乏第二层次的条件时(如一个封闭型经济),则仅可能形成国内性质的金融中心。当第一层次和第二层次的条件同时具备时,国际性的金融中心能否在某一城市形成,则主要取决于该城市的地理区位和金融市场条件等微观性因素。这里的金融市场条件,主要指金融中心本身的金融市场发展程度,包括金融市场流动性的强弱、金融组织形态和发展程

① 显然,这里暂且排除了金融中心发展中的离岸金融现象,事实上它与下文所列的第二和第三项因素更为相关。但即使如伦敦这样的全球性金融中心,虽然其离岸金融市场获得了高度发展,但一直以来,其金融集聚的核心范围仍主要覆盖在经济和金融高度一体化的欧洲经济区。英国脱欧是否会弱化伦敦金融中心的发展,还需进一步观察。

② 这里所使用的“非均衡发展”这一概念显然是比较宽泛的,它至少包含了这样几种基本含义:第一,从对经济和金融发展的意义来说,地理区位本身就是非均衡的。第二,信息是不完全的和非均衡分布的,而与此密切相关的金融集聚效应[例如,Porteous(1995,1999)强调了信息流是国际金融中心发展的先决条件,以及信息对金融集聚的重要作用]还会进一步积累性地导致信息在地理分布上的更大的非均衡。第三,时间是一维的,而历史本身的发展也是非均衡的,在包括前述两个基本因素在内的各种非均衡因素的作用下,在某一时刻出现的经济和金融规模的非均衡(如在该时刻已形成不同规模的金融中心)又将成为此后经济和金融在时空上非均衡发展的起点,从而导致路径依赖(path dependence)。笔者认为,这种路径依赖在当代金融中心的发展和竞争中,突出地表现为一些国际金融中心(如伦敦、纽约)一旦形成,就具有相对稳定性。

度、金融工具和金融产品的创新能力^①及丰富程度,以及与降低金融市场交易成本有关的其他综合性市场条件。当这些金融市场条件主要源于内生性成长时,金融中心往往呈现为自然形成型;而当政府主导其发展时,则金融中心的形成和发展通常表现为政府主导型。

笔者认为,如果以历史的大视野对全球金融中心的发展阶段进行重新划分,那么自20世纪90年代经济金融全球化加速推进以来的这段时期,完全可被归入第三个发展阶段。^②因为自此以后,全球生产格局、经济运行和增长方式发生了深刻变化,生产要素的国际流动使得新兴市场国家和发展中国家在全球生产、贸易与投资格局中的地位显著增强;与此密切相关的是,这些国家和地区(特别是东亚)的金融深化水平亦在迅速提高,金融总量大幅增长,这为该区域发生金融集聚的跃迁,提供了基础性前提。尽管本次金融危机对全球金融体系造成重大冲击,目前全球经济仍然持续低迷,但金融中心形成和发展的基本规律并未发生根本性改变,另外中国已成为世界第二大经济体,尽管经济发展已进入新常态,并面临着供给侧改革的重任,但从全球角度看,中国的经济增长速度仍是较快的。根据前述对国际金融中心形成和发展三项基本决定因素的分析,随着中国资本项目的逐步开放,以及人民币区域化、国际化战略的逐步实施,在巨大的经济规模和潜在巨大金融总量的支撑下,在中国逐渐形成具有全球影响力的重要国际金融中心甚至全球性金融中心,是一种必然的趋势。在众多候选城市中,上海与香港被国内外公认为是最具潜力的两座城市。

根据本书的分析框架,沪港两大金融中心是促进人民币国际化的两大金融循环枢纽,^③因此,沪港两大金融中心的关系以及它们与人民币国际化发展之间的关系,是本书需要研究的重点问题之一。关于沪港两个金融中心的关系,从近

① 在谈到金融创新时,必须论及国内近几年的金融创新和金融发展情况,一是互联网金融的迅猛发展,具体参见本书第七章第三节的相关讨论;二是影子银行的快速发展。目前国内“影子银行”有三种最主要的存在形式:银行理财产品、非银行金融机构贷款产品和民间借贷。目前关于影子银行仍无明确的界定,但其大部分业务都游离于货币当局的传统监管范围之外,虽然从较宽泛的角度看,有些影子银行业务也具有金融创新的性质,但与此里提出的创新概念(关于金融创新和未来金融发展趋势的讨论,请进一步参见本书第七章第二节和第三节的相关内容)在本质上还存在着差别。例如,当前国内银行业的所谓“创新”业务层出不穷,名目繁多,如结构性投资、理财管理计划、债券委托计划、非保本理财、产业基金等,这些所谓的“创新”,就其本质来看,实际上与银行传统信贷业务一样,都是银行基于客户信用而给予其一定期限和额度的信贷资金,只是为逃避监管而采取的不同的操作形式而已。

② 前两个历史阶段是:第一阶段从欧洲商业革命开始至英国工业革命发生前的一段历史时期,即从威尼斯等最早的国际金融中心开始形成到英国发生第一次工业革命,这段时期以威尼斯和阿姆斯特丹为代表;第二阶段为此后直至20世纪80年代末的一段历史时期,国际金融中心主要集中在传统发达工业国的少数城市(如伦敦、纽约和东京),它们在世界经济中发挥着举足轻重的作用。

③ 潘英丽(2010)教授将沪港两大金融中心称为促进人民币国际化的“两翼”。

年来的现状看,虽然两者的合作已显著增强,但两者之间的竞争尤为引人注目。伦敦金融城曾在2005年度的金融中心竞争力报告中预测上海可能成为第三个全球性金融中心;但在其2007年度的报告中,则又认为香港最有潜力成长为全球性金融中心。基于本书上述的理论研究,对可能影响沪港两地未来金融集聚力的三项基础性因素进行对比分析,可以大致得出以下基本结论:从长期看,上海可能发展为比香港更具影响力的功能性、全球性国际金融中心。^①其基本理由在于:(1)上海直接处于中国经济腹地,其金融市场交易容量的扩张和范围的扩展,直接源于中国未来巨大的经济规模和内外交易可能产生的巨额资本流量;而香港虽然背靠中国内地,但毕竟与内地存在境内外之别。(2)立足于国家的长期战略利益,中国的“强政府”驱动机制在推动上海构建全球人民币资产定价和配置中心过程中,将始终发挥重要作用。^②(3)上海的金融市场直接以人民币本位货币交易为基础,在人民币可能发展为未来重要国际货币的过程中,上海无疑比香港更具优势;除非香港未来也实施人民币本位制,^③可能会在一定程度上弱化这一重要因素对其造成的不利影响,但在实施之前的阶段,中国正处于金融改革、深化、开放和金融总量高速增长的关键时期,在该时期,上海的金融集聚也同样处于跃迁式发展的关键阶段。(4)本次发达国家大规模金融危机的爆发,使得全球经济力量进一步向东方转移,将进一步提升上海在全球金融体系中的地位。上海目前已形成符合现代金融市场和未来金融中心发展方向的相对健全的金融结构和金融市场体系。总体来看,上述宏观、微观综合因素的作用必将进一步提升上海金融市场的集聚力;而香港未来金融地位的变化,则主要取决于其

① 从金融中心的一种较普遍的分类方法来说,名义性中心(paper center)不拘泥于金融机构、交易和服务在地理上的集中性;而功能性中心(functional center)则更加强调这些方面的地理集中性,并强调本国或本经济区之经济和金融总量的支撑作用。另外,全球性金融中心这一概念,通常是从交易的性质来看的,即在该金融中心中,从事金融交易的主体可来自全球范围,其所运用的金融工具也具有全球性。例如,纽约和伦敦是当前公认的两个全球性金融中心。不过两者的性质仍具差异性:纽约的金融市场虽具有较高的国际化程度,但因美国本身的经济总量巨大,故其更多地是服务于美国本土经济;伦敦金融市场的国际化程度更高,但需要注意的是,伦敦的金融交易仍主要集中在欧洲经济区,这显然与该区经济金融高度自由化和一体化密切相关。因此,从纽约和伦敦的发展中也可看出本书所论的基础性宏观因素对金融集聚所起到的决定性作用。但从另一方面看,近年来(无论是危机爆发前,还是危机爆发后),伦敦也一直以其微观金融市场所具有的优势,力图将金融集聚和辐射的范围在更大程度上扩展到全球范围,特别是扩展到亚洲区等实现高速增长的新兴市场国家和发展中国家。

② 这里的“强政府”事实上包括国家、上海市和浦东新区政府三级层次,国家一级的战略层次无疑是最为重要的。例如,2009年3月,国务院常务会议审议并原则通过了关于上海建设国际金融中心的意见,明确把上海国际金融中心建设定位为国家战略;但在中国的经济社会体制下,市级和区级层次的直接推动机制也同样发挥着重要作用,例如,上海市2009年5月和8月先后推出了《关于推进“两个中心”建设实施意见》和《上海市促进国际金融中心建设条例》,浦东新区政府也在金融相关重点改革和创新领域制定了系统性推进计划。

③ 虽然存在着这种可能性,但显然短期内还难以付诸实施。

未来与中国内地实体经济联系的密切程度以及利用现有微观金融市场优势实施金融市场全球化战略的能力和程度。(5) 上海与香港如何从国家战略高度展开互利、互补而又有效的实质性合作,共同推动人民币国际化,对于提升中国在未来全球金融领域的战略地位,具有重要意义;但从现状看,沪港间的竞争远大于合作,即使双方有合作的意愿,但实质性的合作领域和合作渠道仍非常有限,这是亟待研究的一项重大课题。

根据本书对人民币国际化“两个循环”的分析框架,沪港两大金融中心作为人民币跨境金融循环枢纽,对人民币国际化起着重要作用,这一点是不难理解的。但反过来看,近几十年来,在通讯、信息技术和全球金融一体化的加速发展过程中,全球金融运行的规则 and 标准逐渐明确和统一,全球资金的流动和金融时空集聚状态都发生了重大变化,本币国际化对一国(或地区)金融中心发展的影响似乎已不显著。例如,香港和新加坡的本位货币都不是重要的国际货币,但它们近年来始终在全球范围内保持着很高的竞争力。2008年,伦敦金融城将影响当代国际金融中心竞争力的主要因素归纳为五个基本方面,^①货币国际化因素被明确地排除在外。上述类似现象很容易让人得出“货币国际化在国际金融中心竞争中已不重要”的结论。然而,这种基本判断事实上并未认识到货币国际化对金融中心形成和发展所产生的历史的、内在的影响,也未认识到即使在当代金融条件下,大国货币的国际化与其功能性金融中心的发展之间仍存在着密切的关联性。认识这一点,对于当前把握机遇,推动人民币国际化和上海国际金融中心建设之间的互促发展,具有重要的理论和现实意义。

如上所述,根据本书的观点,当代国际金融中心的发展,主要由三项基本因素所决定:基础性因素、政策性因素和市场效率因素。而货币国际化因素将融入金融中心发展的上述三项基本决定因素之中(如就上海金融中心的发展来说):政策性因素通过资本项目开放度和开放能力与货币国际化因素发生联系,并以此与金融集聚能力发生关联;宏观基础性因素则与开放条件下的实体经济循环和金融循环的总体规模有关,当一国(或地区)的经济和金融规模(包括其绝对量与相对量)达到一定程度时,在与境外的贸易和投资联系日益密切时,该国货币发挥跨境贸易中的计价和结算货币功能将有利于降低交易成本和货币兑换风险,当该国金融市场进一步深化并趋于相对稳定时,境内外对其金融市场的投资需求将趋于增加,这将相应增加其潜在金融中心城市金融集聚能力,从而在实

^① 即商业环境(商业环境的关注度提高主要是因为全球金融危机的影响)、人才、商业基础设施、进入金融市场的难易程度(市场深度与广度)和整体竞争力(即“整体大于部分之和”,包括整体知名度、营销美誉度等)(City of London, 2008)。

质上推动该金融中心的发展;市场效率因素则主要涉及该金融中心的微观金融市场发展水平,由于发达的金融中心都拥有极具深度和广度的金融市场,当大量的金融交易所产生的信息流使得金融产品的价格迅速反映市场信息的能力增强时,市场交易成本将降低,流动性增强,交易规模趋于增大。^① 这种效应,显然有利于提高境外非居民对该国货币的需求,或有利于以该货币在该金融市场上进行金融投资,并有利于该国货币发挥国际储备货币功能。

在分析人民币国际化与上海国际金融中心互促发展机理时需要说明的是:其一,人民币国际化与上海全球性金融中心建设作为两个长期性总体目标,其实现过程将会是长期的和彼此促进的。其二,由于人民币国际化将是一个主要从区域化到国际化的动态发展过程,上海国际金融中心建设在促进其实现的过程中,也应首先注重以贸易和航运中心的发展为主要金融需求导向,并以此促进上海金融市场的开放、深化和发展。其三,在上述过程中,随着上海金融市场的逐步开放和深化,会不断推动人民币交叉提升其国际结算货币、投资货币和国际储备货币“三位一体”式功能,在此过程中,随着功能性金融中心作用的增强,上海的金融集聚效应也将同步增强;另外,与香港和新加坡等离岸型金融中心不同的是,上海金融中心功能的增强,将始终以中国国内庞大的经济、金融存量及其与境外巨大的交易总量为基础,这也是人民币未来可能成为全球国际货币的主要基础。

人民币清算中心建设是人民币国际化中跨境经济循环和跨境金融循环的一项核心功能,也是上海国际金融中心建设中金融市场和金融体系建设的核心内容之一。从国际经验看,国际化货币在其发行国(或地区、货币区)境内均有相应的清算中心,其最终的国际清算都在该中心完成。另外,世界主要可兑换货币的国际清算中心,都是与其主要的国际金融中心所在地合二为一的。例如,美元的清算中心在纽约,欧元的清算中心在法兰克福,英镑的清算中心在伦敦,日元的清算中心在东京。重要的是,这种“合二为一”,本质上并非是人为设计的,而是金融市场自然演化的结果。即使在现代通讯和信息技术条件下,对于金融活动来说,仍远未达到“地理上的终结”,空间距离和地理位置仍旧带有根本性。国际金融中心是境内外资金汇集和交易的枢纽,清算中心“嵌入”金融交易和金融机构高度集聚的金融中心,实现其耦合发展,符合金融市场演化的基本规律;而人为地割裂或阻碍这一趋势,从长远看,必将付出较高的成本。^② 2011年8月,笔

^① 本书将其称为金融体系极化效应。

^② 例如,在传统体制下,四大国有商业银行总部都设在北京,在原有条件下这是合理的。但随着上海国际金融中心国家战略的确立以及资本市场在资源配置中的作用日渐突出,四大行都先后在上海设立第二总部,这符合此处所说的空间距离和地理重要性原则。

者在进行大量的实地调研后发现,关于人民币清算的问题涉及面广,专业性强,特别是从总的思路看,在清算方面上海与北京的关系到底是怎样的?上海在人民币清算安排上的地位到底是怎样的?诸如此类的问题,在金融管理部门和不同性质的金融机构中是不甚明朗的。为此,本书结合上述国际经验和上海在全国结算清算体系的地位和优势,提出上海的长远目标应是构建全球人民币清算中心,应在上海尽快建立类似于纽约 CHIPS 的人民币国际清算网络系统,并且提出,构建上海人民币全球清算中心的总体思路是:以安全、高效、规范为总体原则,以市场化、国际化的银行和金融要素市场结算体系为基础,在上海逐步形成支付结算工具和全球地域时差全覆盖的、各结算系统互联对接的全球性人民币结算清算网络。上述建议受到上海市政府主要领导和分管领导的重视,在实践中推动了上海人民币清算中心建设。目前,上海全球人民币清算中心的地位已经明确,人民币跨境支付系统(CIPS)已落户上海,这一系统成为构建上海人民币国际清算中心最重要的基础设施之一。

美国次贷危机和欧洲债务危机的爆发和持续,为中国借势推动实现经济和金融强国目标提供了难得的机遇。尽管金融强国所包含的内容极为丰富,但无论是就一系列的长远性战略目标看,还是就中国当前的经济金融形势看,如何推进金融市场的开放,特别是如何推动资本项目的开放,在中国的整体发展战略中都处于重要地位,也是扩展跨境人民币金融循环的重要前提之一。金融市场开放之所以处于如此重要的地位,是由于其开放步骤和过程,既涉及国家经济金融的安全与稳定,同时又与其他重要领域的改革和发展存在着很强的协调互动关系。为此,本书首先从分析加快金融市场开放的必要性和相关国际经验开始,然后研究金融市场开放战略的总体结构和各层次战略之间的协调互动关系,最后重点研究推动金融开放战略的具体对策思路。

由于篇幅所限,这里仅就资本项目开放的国际经验阐述本书的主要观点。

第一,与普遍存在资本项目管制的 20 世纪六七十年代相比,当前的经济和金融全球化时代,金融工具更为复杂,且发达经济体已完全实现了资本项目自由化,中国与外部世界的经济和金融联系也更加紧密,此种情况下,正如现实中所呈现的,我国资本项目管制越来越难以达到预期的效果。另外值得注意的是,即使本次全球性金融危机和欧债危机的爆发对全球金融市场造成了严重冲击,也未使发达经济体重新恢复实施大规模的资本管制措施。这一事实表明,在现代金融条件下,一般来说,资本账户的开放和自由化,在刺激经济增长和提高经济效率方面的收益,仍显著超过管制的成本。

第二,正如发达国家的相关经验所示,一国的金融结构和金融发展程度,对

于其资本项目和金融市场自由化的时机、顺序,甚至成功与否,都可能起到基础性的作用。从我国的情况看,一方面,在此前一个较长的时期内,资本管制能够一直维持相对有效性的重要原因之一,是我国的金融结构为银行主导型,且政府在较大程度上具有控制银行系统的能力;^①但另一方面,随着我国资本和货币市场的逐步深化和发展,特别是随着金融工具的复杂程度越来越高,市场参与者的行为也越来越复杂,资本管制也逐步变得相对无效。但由此恰好说明,对于推动资本项目的开放来说,既难以在短期内实施迅速开放的“休克疗法”,也不应等到国内资本和货币市场发育完全成熟后,再实施所谓的“休克疗法”,因为对于后者来说,资本和货币市场演化发展到一种较为完善的程度,不可能是一蹴而就的;从抓住全球机遇,推动我国各项国际金融战略的高度出发,资本市场发育与资本项目渐进开放两者之间,应是一个相互推动和彼此促进的过程,即渐进式开放资本市场仍应是必须坚持的基本原则之一,只是在推动的时机和力度上,应予以恰当的把握。

第三,无论是从资本项目和金融市场的自由化,还是从推动人民币国际化和国际金融中心建设的角度看,微观金融市场的创新和发展,都处于重要地位。^②或者说,微观金融市场的发展程度及其监管能力,在决定资本项目开放的时机和步骤等方面,是一个重要的参考指标,同时也是预测开放后能否有效实施宏观调控的重要依据之一。例如,从日元国际化的经验和教训看,日本虽然至20世纪70年代已成为全球经济大国,但其金融结构一直属于银行主导型,且其国内金融体系的金融自由化进程一再被拖延,这些也同时导致其资本项目自由化的进程极其缓慢。相应地,虽然至1990年时,日本40%左右的出口和15%左右的进口是用日元结算的,且日本当时已是全球主要的债权国,但无论在其经常项目下还是在资本项目下的交易,几乎都是用美元结算,日本的大部分对外贷款都是美元贷款,而在国际即期和远期外汇市场上,美元仍是最重要的国际货币工具——显然,与日本的情况形成鲜明对比的是,美国市场主导型的金融结构及其国内发达的金融市场,在美元维持其世界中心货币中发挥着重要的微观基础性作用。

第四,发达国家资本管制和资本项目自由化的另一个重要经验和教训,是其自由化的时机和步骤,应主要根据其自身的国内条件来决定,而不应是外部压力

^① 相关讨论和观点可进一步参见高洪民:《中国转轨经济中的信贷配给与货币政策的信用传导》,上海人民出版社2007年版。

^② 相关讨论可进一步参考麦金农和大野健一:《美元与日元:化解美日两国的经济冲突》,《麦金农经济学文集》第五卷,中国金融出版社2006年版,第85—87页。

造成的结果。众所周知,在这些重要的历史教训中,较为特殊的是自 20 世纪 80 年代特别自 1984 年成立日元美元委员会以来,日本的金融自由化和日元国际化过程,就与美国给予日本的外部压力直接相关。^① 20 世纪 80 年代以来,日本在美国压力下形成的较为被动的资本项目自由化过程,以及此后持续存在的日元升值综合征,成为 20 世纪 90 年代之后日本泡沫经济破裂和经济持续衰退的重要原因。

另外需要注意的是,在推动资本项目开放和人民币国际化过程中,人民币的境外需求和境外供给既各自有着相对独立的决定因素和作用规律,同时两者之间又经常发生相互作用。其特点包括:其一,人民币境外需求可大致表示为“经济基本面”因素与“套利和资本管制变动”因素这两大类因素的函数。其二,离岸市场的人民币供给,在境内资本管制程度较高的条件下,一方面可能受到经济基本面因素中相关因素的影响,另一方面则更多地会直接受到境内相关政策的影响,这些政策可能包括资本项目开放及管制政策的变动与调节、跨境贸易结算政策、利率及汇率市场化改革的推进,以及金融产品和市场的创新等方面;待资本项目完全开放后,将会更多地受境内金融调控的间接影响,人民币境外供给会表现出更强的内生性。其三,虽然境外人民币需求的强弱在不同的时期和阶段可能表现出不同的特点,而且根据上述对其决定因素的分析,其也可能通过多种途径影响这些决定因素;但是,由于境外人民币需求和供给始终是一个相互作用的过程,两者作用的方式通常与当时的经济和政策条件有关,从推动人民币国际化的策略和路径角度看,“创造”境外人民币需求和供给在推动的时机和阶段上难以相对分离:第一,如上所述,人民币境外需求主要决定于两大类因素,当由此决定的人民币需求得到满足时,则境外人民币供给会同时增加。譬如,在人民币跨境贸易结算业务中,若影响人民币境外需求的因素促使外国出口商愿以人民币结算,则以人民币结算完成此笔交易,不仅满足了此境外贸易商对持有人民币的需求,同时也增加了境外的人民币供给。这种境外人民币需求和供给的作用方式,是就微观层次的供求双方当期交易这一情况来说的。第二,就中长期以及较宏观的总量角度看,本质上,能够增强境外人民币需求的因素,当不断消除人民币供给限制(如人民币贸易结算政策和资本管制政策等)时,都会有效增加境外人民币供给。但由于我国的资本项目开放基本是一种渐进性安排,同时我国是一个进出口大国,跨境贸易人民币结算已逐步进入大规模发展阶段,因此,当

^① 与此有关的关于日美双方较详细的谈判和博弈过程,可参见沈田洋一:《日美货币谈判——内幕 20 年》,清华大学出版社 2009 年版。

经济基本面因素中的主要方面有利于支撑境外人民币需求时,人民币供给也可能出现持续性、适应性增加;就是说,从境外人民币需求和供给的结构上看,即使从当前的中短期阶段来看,跨境经济循环下的人民币境外需求也会导致人民币境外供给的增加。第三,国内金融的自由化和深化、资本项目开放、增强海外的商业存在等方面,都有利于构建开放条件下的跨境人民币金融循环,有利于同时增加境外人民币的需求和供给,从而为人民币国际化创造条件。从货币国际化理论和国际经验看,除海外商业存在等条件之外,构成跨境金融循环的微观金融市场条件是货币国际化最为重要的核心性、基础性条件之一。^①

本书的最后一章探讨了发达经济体的金融市场在危机发生后运行的主要特征及其未来发展趋势。之所以以一定的篇幅对其进行研究,目的就在于研究发达金融市场的主要结构特征。从中可以看出,无论在危机爆发前,还是在危机爆发以后的恢复发展阶段,全球发达经济体的金融市场中,货币和资本市场金融产品都占据重要地位,这类金融工具和金融产品(包括各种金融衍生品)在危机发生后恢复得极为迅速。货币市场和资本市场的发展在其金融市场的发展中占据主导地位,其实这也是美元、欧元等世界主要货币赖以维持其国际地位的最重要的基础性条件之一。这对人民币国际化和构建人民币跨境金融循环具有重要的启示作用。显然,这也是与下面的这一基本问题密切相关的,即:金融结构、金融发展与货币国际化之间的关系到底是怎样的?目前,对这一问题还需要进行更加深入的研究。根据本书的观点,市场主导型的金融结构更易于构建跨境金融循环,从而更有利于促进一国货币的国际化。从理论上讲,其一个重要的内在机理在于:在银行主导型的金融结构中,由于在经济体系和信贷市场上存在着信息不完全、不对称,信贷市场极易出现逆向选择和道德风险问题,从而使信贷市场极易出现信贷配给现象。^②由于银行在开展信贷业务时,在获取借款人信息方面存在一定困难,特别是对地理位置上较远的客户,获取其相关信息就更加困难,信贷操作成本也较高,因此,信贷市场具有较强的区域性特征。但在市场

① 这里强调跨境金融循环在货币国际化中的作用,在一定意义上是出于以下考虑:从货币国际化是否成功的标志看,笔者认为,除在跨境一般商品贸易、跨境直接投资和国际大宗商品交易等方面发挥计价结算功能所占份额外,在国际金融交易领域(如国际信贷、股票、国债、公司债、期货以及相关金融衍生品市场),该货币执行计价、结算和投资货币功能所占份额,对于该货币的国际化起着更加核心的作用,或者说,与前者相比,后者是衡量该货币是否真正成为全球重要国际货币的更重要的指标,特别在现代金融条件下,更是如此。日元国际化在此方面的经验教训,可参见麦金农和大野健一:《美元与日元:化解美日两国的经济冲突》,《麦金农经济学文集》第五卷,中国金融出版社2006年版,第86页。

② 新凯恩斯主义认为,这种在信息不完全、不对称之下由市场机制运行本身造成的信贷配给又称为纯粹的信贷配给,以示与新古典经济学所提出的由政府干预或制度性因素引起的信贷配给行为相区别。具体分析请参见拙作高洪民(2007),第40页。

主导型金融结构中,货币和资本市场上的金融产品标准都较为统一,资金易于跨地区、跨境甚至跨洲流动。特别是在金融全球化和现代信息技术条件下,当金融发展水平较高时,金融工具种类、数量和跨境金融交易量的巨大增长,使得金融产品的供求和金融中介的组织能力可以满足全球市场参与者的需要;同时,在市场主导型的金融市场中,多样化的金融产品可以为货币境外持有者提供更多的风险管理工具,显著降低其交易的不确定性,吸引包括各国央行、企业和个人在内的国际投资者合理管理其货币资产。由上述这些特点可以发现,市场主导型的金融结构与银行主导型金融结构相比,其金融市场的发展可能会使一国货币在国际化过程中,发挥国际投资和储备货币的职能与发挥计价结算货币的职能更易于同时推进。基于上述观点可知,为构建人民币跨境金融循环,就需不断地改善中国的金融结构,特别是应重点发展直接融资,为人民币国际化奠定必要的金融循环基础。

高洪民

2017年7月22日

第一章 人民币国际化现状及 “两个循环”分析框架

第一节 人民币国际化的主要进展^①

2009年7月1日开始实施的跨境贸易人民币结算试点,^②被认为是中国政府利用全球金融危机所提供的机遇,借势推进人民币国际化,并以此推动中国金融崛起的一次战略启动。由此,人民币国际化从市场自然演进的“被动式”周边化阶段,转变为以政府为主导的“主动式”区域化、国际化阶段。

一、人民币跨境结算业务快速发展

截至2015年,我国跨境人民币结算业务发展迅速。^③从中国人民银行公布的历年《中国货币政策执行报告》中可以看到,跨境人民币结算额在2015年之前同比增速一直保持在40%以上,涉及的国家和地区范围也在不断扩大。截至2015年,与我国发生跨境人民币结算业务的国家和地区达到192个,其中,与香港之间的人民币收付金额占比为52.9%,比2014年上升0.2个百分点,在所有国家和地区中位居首位。

从结算量来看,2015年跨境人民币结算金额合计为12.1万亿元,占同期本外币跨境结算总额的比重达28.7%,比上年提升5.1个百分点。^④其中,经常项目下人民币跨境结算规模始终保持着较快的增长。例如,2015年人民币跨境贸

① 这部分分析的数据来源,主要包括中国人民银行历年《中国货币政策执行报告》、中国人民银行《2016年人民币国际化报告》、中国人民银行网站及香港金融管理局网站,其余数据来源见具体注释。

② 2009年4月,国务院决定在上海、广州、珠海和惠州等四个城市开展人民币跨境贸易结算试点,同年7月1日,中国人民银行等六部委公布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》,并开始实施。

③ 2015年“8·11”汇改后,人民币一直存在贬值预期,受其影响,2016年跨境人民币结算金额开始出现同比下降趋势,但出现这种现象是正常的,人民币跨境结算还会持续发展。即从长期看,随着人民币汇率改革的逐步深入,当汇率逐渐稳定或在正常幅度内上下波动时,人民币跨境结算也会正常发展。

④ 选自中国人民银行《2016年人民币国际化报告》。

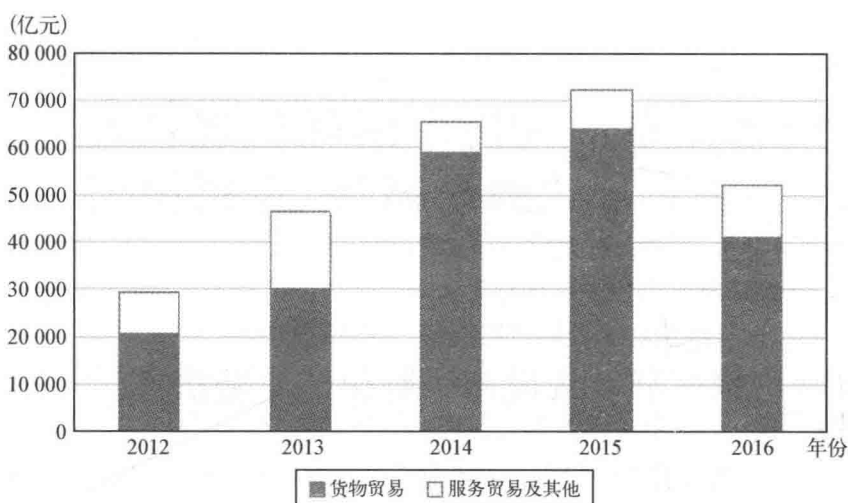


图 1-1 2012—2016 年人民币跨境贸易收付金额变化趋势^①

易结算金额合计 7.23 万亿元，同比增长 10.4%，其中，货物贸易结算金额为 6.39 万亿元，同比增长 8.4%，占同期货物贸易本外币跨境结算金额的比重为 22.6%；服务贸易及其他经常项目结算金额为 0.84 万亿元，同比增长 28.4%。资本项目下的人民币跨境结算虽然起步较晚，但发展迅猛。2015 年资本和金融项目人民币结算金额合计 4.87 万亿元，同比增长 43.4%，其中，对外直接投资(ODI)人民币结算金额为 0.74 万亿元，同比增长 228.1%；外商来华直接投资(FDI)人民币结算金额为 1.59 万亿元，同比增长 65.2%。2016 年资本项目下人民币结算金额合计 4.62 万亿元，同比下降 5.1%，但下降幅度远低于同年人民币跨境贸易结算金额。^②

二、人民币各项国际货币功能的发展逐步获得突破

表 1-1 详细列示了截至 2017 年 3 月底人民币国际货币功能的发展情况。从中可以看出，与跨境贸易结算试点之前的情况相比，人民币国际化已获得较大突破，并呈现出以下特点：第一，人民币跨境贸易结算业务的快速发展，首先带动人民币发挥区域计价结算货币功能；第二，在人民币存在单边升值预期的时期，跨境贸易人民币结算的进口结算额显著大于出口结算额，^③使得人民币的净

^① 数据来自人民银行公布的历年《中国货币政策执行报告》。2012 年 6 月起，境内所有从事货物贸易、服务贸易及其他经常项目的企业均可选择以人民币进行计价结算。

^② 2016 年人民币跨境贸易收付金额合计 5.23 万亿元，同比下降 27.7%。

^③ 例如，2014 年人民币跨境货物贸易出口结算金额 25 170.5 亿元，进口结算金额 33 803 亿元，数据来自中国人民银行《2015 年人民币国际化报告》。

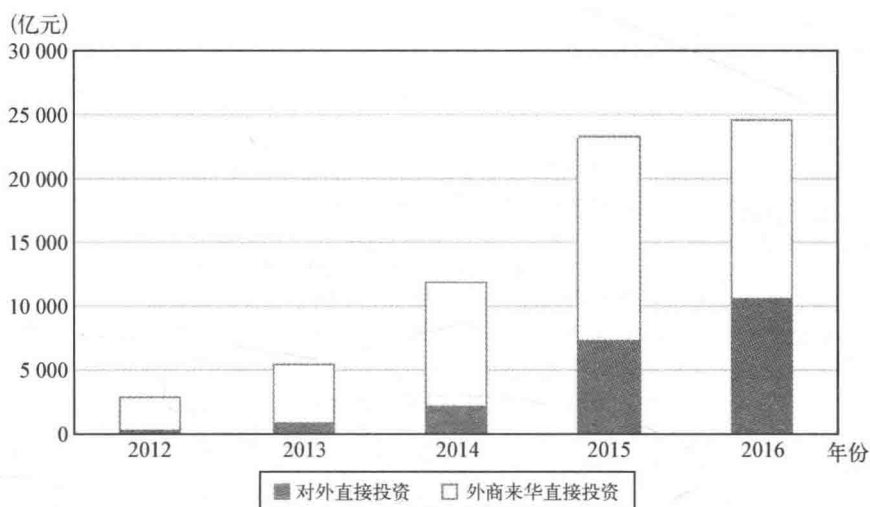


图 1-2 2012—2016 年人民币跨境直接投资金额变化趋势^①

输出额快速增加,由此造成境外人民币投资需求显著增加,但国内金融发展的相对滞后性和封闭性,对这种需求形成了刚性约束;第三,上述背景为香港发展更具深度和广度的人民币离岸金融市场创造了条件,但同时对国内资本市场的开放和微观金融市场的深化形成了倒逼机制。在此背景下,上海金融市场的功能和作用也凸显了出来。

表 1-1 截至 2017 年 3 月底人民币国际货币功能及相关金融业务进展一览

货币功能	业务类别	具体内容及发展现状
国际计价结算货币	境外结算与流通	▲ 2009 年跨境贸易结算试点之前,人民币已在港、澳、台地区及除日、韩等之外的大部分亚洲国家流通,并成为与周边国家和地区边贸结算的主要货币。 ▲ 香港已成为最大的离岸人民币金融市场,人民币流通和结算快速发展,现钞、银行存款、支票、信用卡、汇兑等人民币业务已纳入官方渠道。
	贸易计价与结算	▲ 2015 年 7 月 24 日,人民银行发布中国人民银行公告〔2015〕第 19 号,明确了以人民币计价、结算的境内原油期货交易跨境结算相关事宜。离岸市场上以人民币计价的债券、股票、期货、基金、信托、保险等金融产品陆续推出。 ▲ 2015 年 10 月 8 日,人民币跨境支付系统 CIPS(一期)成功上线运行。 ▲ 2015 年 11 月 18 日,中欧国际交易所股份有限公司举行成立仪式,并挂牌首批人民币计价和结算的证券现货产品。

① 数据来自央行公布的历年《金融统计数据报告》。