



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

中国金融改革报告 · 2016

人民币国际化的成本收益分析

中国金融四十人论坛 上海新金融研究院 著



中国金融出版社

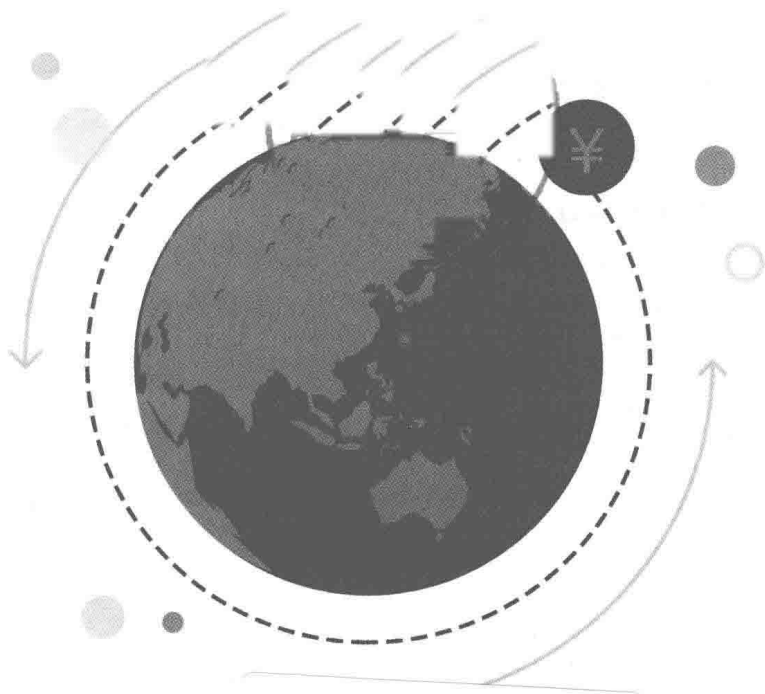


中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

中国金融改革报告·2016

人民币国际化的成本收益分析

中国金融四十人论坛 上海新金融研究院 著



 中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：张志文

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融改革报告 2016——人民币国际化的成本收益分析 (Zhongguo Jinrong Gaige Baogao 2016: Renminbi Guojihua de Chengben Shouyi Fenxi) / 中国金融四十人论坛, 上海新金融研究院著. —北京: 中国金融出版社, 2017.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8924 - 6

I. ①中… II. ①中…②上… III. ①金融改革—研究报告—中国—2016②人民币—金融国际化—研究 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 044468 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 170 毫米 × 230 毫米

印张 19.5

字数 255 千

版次 2017 年 3 月第 1 版

印次 2017 年 3 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8924 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。



中国金融四十人论坛书系

CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版50余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

本书课题组

课题负责人：管 涛

课题组成员：潘宏胜 马 昀 贾 宁

赵庆明 伍 戈 高 铮

人民币国际化：宏图愿景，路在脚下

（代序）

管涛、潘宏胜等同事长期在经济金融宏观政策和管理部门工作，他们直接参与了人民币国际化制度框架设计和政策研究制定工作。本书从成本收益分析这一管理经济学的角度，分析人民币国际化的经济社会价值，研判其发展前景，提出了如何控制成本、争取最大收益的建议。作者并无在商界打拼的经历，因此选择用商业思维研究人民币国际化问题，是一种大胆的尝试。本书在五个结合方面的研究方法创新，即：企业、个人和银行三个主体的结合，微观、宏观和国际三个领域的结合，过去、现在和将来三个维度的结合，战略、战术和成效三个层面的结合，全面、系统和定量三个理念的结合，其分析框架和研究思路令人耳目一新，可圈可点。

从现实情况看，人民币国际化的成本和收益在微观层面得到很好的平衡。人民币国际化受到越来越多的关注，得到国内国际的广泛认可，特别是市场主体——无论是企业还是个人的广泛欢迎。市场主体对人民币国际化的热烈反应表明，无论是从经济利益考量，还是从经济活动的便捷性考虑，人民币国际化都可以更好地满足市场主体拓展贸易和投资活动的需要。尽管从习惯使用其他国际储备货币转到使用人民币，需要适应新的交易、清算、投融资环境和规则等，但是市场主体敏锐地抓住了这个历史机遇，创新人民币产品和工具，积极使用人民币从事经营活



动，有效地控制了成本和风险，提高了收益，推动了人民币国际化的进程。

对人民币国际化成本和收益的关注主要来自宏观层面。人民币国际化涉及诸多宏观经济领域，如国际贸易和跨境投资、金融市场深化和开放、货币政策、资本项目可兑换、汇率形成机制等。人民币国际化是一个系统工程，其向前推进必然要影响和作用于上述相关领域，对国家宏观经济管理能力形成严峻挑战，这些挑战集中体现为人民币国际化的成本，即可能出现的风险。这些风险短期内可能影响稳定，特别是在外部环境复杂、内部风险积聚的形势下，人民币国际化的成本可能放大。因而在以稳中求进和防范风险为经济工作主基调下，人民币国际化的进程需要把控。但是从中长期看，人民币国际化对宏观经济领域施加的调整压力与这些领域的改革方向相向而行，人民币国际化助推了改革的节奏和改革的进程。

人民币自 2015 年 10 月纳入特别提款权货币篮子之后，向世界传递一个强烈的信号，就是中国要继续推进改革开放，中国经济将进一步融入全球经济体系。国际货币基金组织在宣布人民币纳入特别提款权货币篮子的声明中说，人民币入篮是中国经济融入全球金融体系的重要里程碑，是对中国货币金融体系改革成效的肯定。中方提出，要以人民币“入篮”为契机，进一步深化金融改革，扩大金融开放。中国改革开放的历史性成就在国际货币体系里的表现就是人民币取得国际储备货币地位，中国的改革开放不会停止，人民币国际化的航程也不会转向。

货币的本质是信用。纸币的诞生标志着社会经济信用体系的建立，货币的国际化离不开这个根本命题。中国作为世界经济中的巨大经济体和国际贸易、投资大国，创造了人民币国际使用的充分条件。但是，作为国际货币的必要条件还在于它的国际信用。当主权货币发行者享受货币国际化带来的铸币税，提供给持币企业和个人交易便利性、节约交易成本和减少

经营风险等好处时，也承担了维护良好信用的责任。应该认识到，作为国际储备货币所依赖的信用基础，其范畴远远超过了作为一般主权货币所服务的国内经济主体之间的信用关系，它既包含着最基本的债务对债权的责任，以及确立这一责任的法律制度及执行力，还包括保证履行信用的经济实力，以及经济、金融、货币等政策的透明度和可预测性。国家的经济实力、经济基本面、经济走势、政策的可信度和制度的完整性，都是信用的基础，对守信的褒奖和对失信的惩罚会体现在货币国际化的收益和成本中。一个国际储备货币国家对其信用的维护至关重要，中国在这方面有整体优势，我们必须充分发挥和利用这一优势，维护人民币的国际信誉，同时也要注意防止某些不足影响人民币的国际信誉。

当前，中国正在推动“一带一路”建设，提出了“五通”，即政策沟通、道路联通、贸易畅通、货币流通和民心相通。沿线国家和地区欢迎中国的投资，基础设施互联互通和产能及制造领域合作需要资金的融通，人民币的国际使用具有广阔的前景，也将成为资金融通的主要支柱。人民币国际化在地域上沿着从周边国家到周边地区再到全球的从点到线到片再到全面的路线拓展，在使用上从贸易支付结算到跨境直接投资再到金融市场的工具拓展，在货币功能上则从支付、结算到计价再到价值贮藏的不断拓展。这个基本路径正是人民币国际化进程的内在逻辑。目前，人民币国际化的进程已推进至第二阶段，我们需要在重点地区和跨境投资中加大人民币的使用，服务对外贸易和投资活动，同时积极为人民币国际化全面拓展至第三阶段做好各方面的相应准备。

人民币国际化符合中国的长远利益，乐见其成不等于坐等其成，相关改革要继续有序深入地推进。一个更加开放和深化的金融市场有利于资源的有效配置和抵御风险，一个更加国际化的货币有利于减少对外汇储备规模的依赖，一个更加灵活的汇率机制有利于货币政策转型和更好地发挥作用，一个更加透明可信的制度框架和政策有利于增强内外信心。人民币出



海速度有顺应市场需求顺势而为、抓住发展机遇主动作为、适应形势变化谨慎作为等不同的节奏，需要在不同环境和条件下通过采取不同策略，以实现人民币国际化的成本收益最优化。在人民币出海过程中，不会一帆风顺，遇到风浪和波折必须站稳脚跟，把好舵盘，向着目标，砥砺前行。

胡晓炼

中国进出口银行董事长

2017 年 2 月 20 日

人民币国际化的中场

(自序)

“中国金融改革报告”是中国金融四十人论坛和上海新金融研究院的品牌产品，每年选择一个金融专题进行研究，并发布年度报告。本书是继《中国金融改革报告 2013——十年回顾与展望》、《中国金融改革报告 2015——中国经济发展与改革中的利率市场化》之后的第三份年度报告。早在 2014 年 6 月，中国金融四十人论坛学术委员会就确定了开展关于人民币国际化回顾与前瞻的课题研究。中途因原课题组牵头人离职，改由我负责牵头这个课题，重新组织人员，构思课题大纲。

人民币国际化是当今国际金融领域最令人怦然心动的大事件，它正深刻地改变着中国的命运。中国主动推进人民币国际化的举措可能不同寻常。如哈佛大学经济学家弗兰克尔（Jeffrey Frankel）和加州大学伯克利分校经济学家艾肯格林（Barry Eichengreen）都曾指出，第二次世界大战后的日本和德国以及第一次世界大战后的美国都曾拒绝主动推进本币国际化，因为担心本币可能会升值，削弱出口商的竞争力。唯有中国是主动谋求本币国际化，而且人民币国际化的路径也与他国不尽相同。

研究人民币国际化成为当代中国金融研究的“显学”，关于人民币国际化问题的年度报告也有不少。但在汗牛充栋的人民币国际化文献中，对于人民币国际化的利弊得失着墨却并不多，而且大都缺乏系统性和完整性。古人说“知己知彼，百战不殆”。人民币国际化的收益和成本账算不



好，怎么能让人民币国际化这艘大船乘风破浪，“直挂云帆济沧海”呢？因此，课题组不自量力，选择从成本和收益入手，全面展示人民币国际化的成果。

前述临阵换将导致了课题的延误，同时“8·11”汇改之后，人民币国际化经历了从“冲刺”到“放缓”的波浪式发展，人民币国际化从前期的高歌猛进转入消化吸收的中场阶段，许多评价需要与时俱进进行思考和调整。虽然经历了这些“变故”，但都没有动摇课题组要把课题进行下去的决心。我们相信，这是一项有价值的研究，能为当代中国金融最为动人心魄的战略——人民币国际化做点力所能及的贡献，不正是我们作为政策性专业智库的使命所在吗！

真正的挑战不仅来自环境的变化，更来自课题研究的压力。课题组穷经皓首，翻阅国内外主要文献，发现评估货币国际化的成本和收益几乎是一项“不可能完成的任务”，没有成熟的理论框架，没有可靠的国际经验，更没有现成的人民币国际化的“资产负债表”和“现金流量表”。这不由得让人想起黄仁宇先生在《万历十五年》中关于“数目字管理”的论述。在一个复杂的社会现象面前（更别说这个社会现象还在动态发展），拨开云雾认识现象的本来面目谈何容易。

作为一份年度课题研究，我们没有野心要提供一个研究人民币国际化的理论框架和计量模型，而是希望能以笔为史，尽量完整地将人民币国际化的成果展示出来。今天如果读者愿意捧起这本书读下去，我们希望他们能从这个课题成果中体会到：

（一）历史是理解人民币国际化的一把钥匙。我们认为，人民币国际化的收益和成本不仅是总量概念，更是由不同层次的收益和成本构成的大集合。所以，既要算大账，更要算小账；既要算静态的账，也要算动态的账。本课题从微观、宏观、国际三个层面，全面展示了人民币国际化的收益和成本，并在静态分析的基础上拓展到对未来三年的动态评估。这是第

一次全面系统地展示人民币国际化利弊得失的研究成果。但我们始终认为这只是评估成本和收益的“术”，评估如此伟大的事件，不能离开历史或社会经济变迁的进程，这是正确理解人民币国际化成本和收益的“道”。

我们要了解人民币国际化的来龙去脉，要在人民币国际化从无到有、从小到大的历史进程中，把握人民币国际化的背景、动机、路径及评估框架。涓涓细流、汇聚成海。在这本书中，我们以1993年放宽人民币携钞政策作为人民币国际化的起点，将人民币国际化分为萌芽、试水、发展和波浪式前进四个阶段。这是经过反复讨论后的权衡。我们希望读者能够在更为广阔的历史背景下，把人民币国际化作为新中国近70年历史的一部分来认识。

（二）以政治经济学的分析框架统领人民币国际化收益和成本分析。我们认为，人民币国际化从来不是单纯的经济现象，而是政治与经济相互作用的社会行为。讲清楚人民币国际化，核心是将供给与需求、政府与市场有机结合起来，结合人民币国际化的历史讲清楚市场和政府在不同历史阶段是如何互动的，这种互动又是如何塑造人民币国际化的阶段性特征的。

货币国际化从来不是均衡发展的，市场和政府在货币国际化的不同历史阶段扮演着十分不同的角色。理解这种差异性，是理解货币国际化进程快慢的关键。法国经济学家贝纳西提出的非瓦尔拉斯均衡的“短边规则”思想，为我们提供了理解货币国际化不均衡发展的“门禁”。新中国成立后，人民币经历了三次“短边规则”，2009年以来第三次“短边规则”推动人民币国际化达到了前所未有的高度。这是政府的奇迹——是政府创造人民币国际化供给的奇迹。

（三）评估人民币国际化成本和收益包括三个层次。借用贝恩的产业组织理论思想，评估人民币国际化利弊得失的基本框架包含战略（结构）、战术（行为）和成效（收益与成本）三个层面。我们认为，战略是核心，



战略方向正确才能保证不南辕北辙；战术是重点，战术正确才能事半功倍；成效是硬道理，只有收益大于成本才能证明战略和战术的成功。2009年开始的人民币国际化，在战略目标上体现了对改革开放经验的继承和发展，强调从实体经济转向金融领域，以金融开放倒逼国内改革，真正实现以开放促改革、促发展的目标；在具体路径上，人民币国际化综合了美国、德国、日本不同模式的不同做法，形成有中国特色的国际化道路。人民币国际化是具有划时代意义的金融战略，肯定的声音明显多于反对的声音。但人民币国际化的战术路径是复杂的结合体，难免存在各种质疑。

从战略、战术层面评估，我们既无法从理论和经验找出人民币国际化必定失败的逻辑，同样也无法找出人民币国际化必定成功的逻辑。肯定的声音，其实就是对这种“供给创造需求”的肯定；质疑的声音，本质上就是担心这种创造性的制度安排可能扭曲了人民币国际化的收益和成本关系。

（四）人民币国际化的成本和收益分布是不对称的。人民币国际化是政府让利于市场的过程，私人部门是最大的受益者。不论是企业、银行和个人，都通过人民币国际化获得了实实在在的好处。这些收益确实通过以下方式得到了充分体现：人民币计价结算功能不断强化，汇率升值给企业带来的负面影响得到有效化解，企业汇兑成本下降；人民币国际化提升了个人的消费能力，开辟了人民币跨境投资的新渠道；人民币国际化促进中资金融机构业务和资产的海外扩张，中资金融机构的“国际化”程度大幅上升。这完全符合经济学的逻辑。在趋利避害的市场法则下，人人都是自利的理性人。如果人民币国际化不能给中国的个人、企业和银行带来好处，他们为什么要参与其中呢？人民币国际化在相关微观领域取得的进展，恰恰是微观主体获利的直接证据。

政府部门是人民币国际化的主要成本承担者。实践中，人民币国际化也带来了包括铸币税等的宏观收益。本课题对铸币税和货币错配进行了专

门测算。2014年，人民币国际化带来3006亿元的铸币税收益，约合483亿美元；我国货币错配的指数（AECM）为0.0285，较2007年的0.0838下降了66%。值得注意的是，政府层面的宏观收益中，更多体现为人民币国际化带来的软实力提升，如中国在国际金融组织中的份额上升，人民币纳入国际货币基金组织的特别提款权货币篮子，等等。相较于这些隐性的收益，人民币国际化的宏观成本是实实在在的，某种程度上构成了宏观调控的硬约束，如影响货币政策独立性、增加跨境投机套利风险、增加金融稳定的难度等。这种市场“得利”、政府“得名”的人民币国际化，成为争议的焦点。

（五）人民币国际化收益的基础尚需进一步巩固。人民币国际化尚处于初级阶段，货币国际化的收益有所体现，但并不充分。根据本课题的实证研究，近年来推动人民币国际化进程的主要驱动因素可能是人民币资产稳定的收益率。当前，人民币作为跨境交易结算货币的作用大幅上升，很大程度上依赖于人民币被作为一种投资货币，人民币国际化一定程度上脱离了实体经济等“慢变量”的支撑，更大程度上是依靠政策红利和人民币资产收益率等金融“快变量”的推动。这意味着人民币国际化存在一定程度的“泡沫”。

随着人民币汇率预期改变和本外币利差的收窄，人民币国际化会面临一系列难题。比如，美元国际化使美国获得消除货币错配、转嫁金融危机的能力，但人民币还不具备相应的能力。2015年人民币汇率出现贬值预期后，跨境人民币一定程度上可以替代境内购汇，但这些流到离岸市场的人民币仍然在境外兑换成了外汇。又比如，人民币国际化削弱了外汇管理的有效性，从而加大了货币当局保持货币政策独立性和人民币汇率稳定的难度。在国际化初期，人民币大量流出，增加了资本流入，加大了外汇供求失衡压力，制约了汇率形成机制等相关金融改革步伐；在现阶段，因为汇率市场化程度不足，又不得不加强资本流动限制，人民币国际化陷入波浪



式发展的局面。

（六）人民币国际化的收益不能简单套用美元的标准。国际货币体系是中心—次中心—外围的结构，处于不同位置的国际货币，其收益存在明显差异。货币的国际地位高，或者说在国际货币体系中处于垄断地位，货币发行国将会获得更多的收益；反之，国际地位低，其货币的收益也较小。

美元无疑处于中心地位，具有独一无二、得天独厚的优势，美元国际化可以降低美国的货币错配风险，增强美国的国际融资能力，甚至能够转嫁国际金融危机的成本，但人民币国际化在现阶段不一定能提供同样的收益。因此，人民币国际化的收益和成本分析，不能以美元作为储备货币的成本和收益来衡量。人民币作为新的国际性货币，必须找准自己在国际货币体系中的位置。

（七）人民币国际化的成本和收益是动态演变的。在货币国际化的过程中，可以容忍政府和市场主体之间的收益和成本在一段时期内保持不平衡状态。但从长远来看，人民币国际化必须追求动态利益的最大化。在总量上，这种最大化强调的是追求相对而不是绝对收益的最大化。只要保证私人部门的净收益大于货币当局的净成本，或实现人民币国际化的总收益大于总成本，就能提高我国的社会总福利水平。这种不平衡是可以容忍的。在结构上，与实体经济相辅相成的人民币国际化是最大公约数，逐步优化人民币国际化的收益和成本的结构，逐步消除投机套利者利用人民币国际化获取的无风险收益，提高宏观层面的政策有效性，强化货币政策的独立性，从根本上解决货币错配对我国金融发展的制约。

从近几年的情况看，人民币国际化的各种条件中有些是慢变量，如经济基础、宏观管理等，需要有较长时间的积累，但也有些条件是快变量，在这些领域深化改革本身具备条件，应避免事后“补课”。根据本课题的计量模型，人民币市场化程度越低、波动幅度越小，越有利于减少汇率风

险，促进人民币国际化。但这并不是理想的结果。人民币国际化不能替代金融领域的关键改革。增加人民币汇率弹性，实现双向浮动，虽然对人民币国际化的推动作用要弱些，但有利于夯实国际化的经济基本面，从长期来看是利大于弊。

（八）坚持趋利避害促进人民币国际化可持续发展。布雷顿森林体系解体后，美元主导的国际货币体系多次爆发金融货币危机，许多新兴经济体因货币错配等原罪，在发展中经历过被“剪羊毛”的境遇，付出了巨大的代价。中国作为全球最大的发展中国家，成为美元霸权的受害者，被“剪羊毛”的风险最大。推进人民币国际化，是避免新兴经济体货币错配和美元霸权的有力举措，是摆脱“美元陷阱”最为有效的战略应对。随着我国综合国力的增强，人民币国际化不仅必要，而且具备乘势而上的可能性。这种可能性是以中国经济发展积累的雄厚物质基础为支撑的，是以市场需求为后盾的，是以政府战略支持为前提的，是以 2008 年国际金融危机为契机的。

人民币国际化是中国金融发展的重要战略部署，应该倍加珍惜和保护。总结国际国内正反两个方面的经验和教训，关键是把握好政治和经济、需求和供给的关系，避免市场与政府处于非均衡的状态，形成持续性的“短边规则”，保持人民币国际化进程与实体经济发展、对内平衡和对外平衡、金融开放和改革稳定的合理关系。

这是一项艰难的探索。我们要感谢中国金融四十人论坛对本课题的支持，同时也要感谢所有帮助过我们的专家和评委。杨凯生、朱隽、郑京平、赵晋平、马骏、郭凯、许罗德、陈卫东、曹远征、丁志杰、彭文生、高占军、孙炜、邓海清、王建业等为课题研究提供了宝贵的意见和建议。这里特别要感谢中国进出口银行董事长胡晓炼女士，她百忙之中，欣然为本书作序。她是跨境人民币业务的缔造者之一，尤其是经历了从监管部门到业务部门、从政策制定到政策执行的转变后，无疑她对人民币国际化的