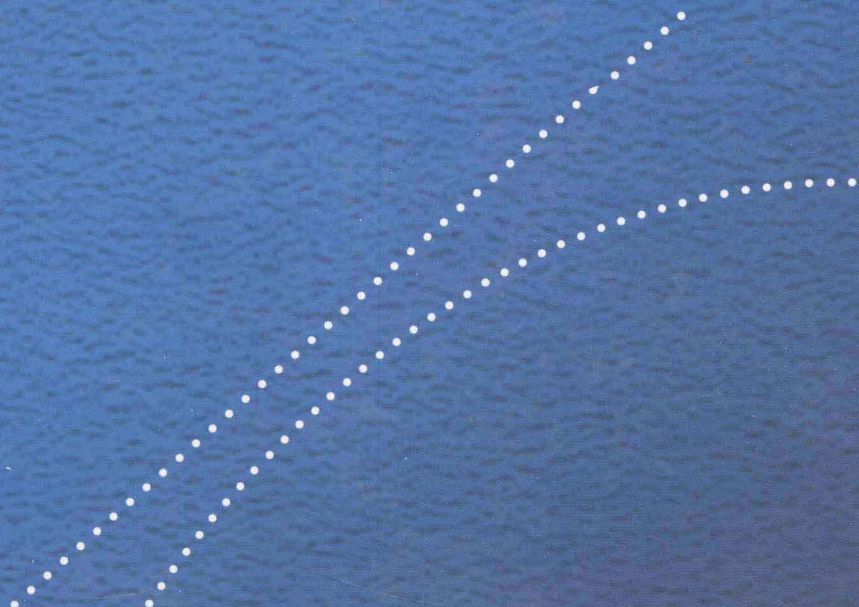




国家自然科学基金应急项目系列丛书

人民币国际化道路研究

李稻葵 / 主 编



科学出版社

国家自然科学基金应急项目系列丛书

人民币国际化道路研究

李稻葵 主 编

科学出版社

北 京

内 容 简 介

中国已经成为世界第二大经济体,未来增长潜力依然巨大。大国经济的崛起都伴随着本国货币国际影响力的提升,人民币国际化很有可能成为未来十年世界经济的重大发展趋势。在当今国际货币体系重构和欧债危机的大背景下,如何更好地把握机遇、化解风险,设计出有效的人民币国际化道路,是至关重要的课题。本书深入研究了货币国际化的历史经验、境内外人民币流动的风险控制、境外企业和个人如何对冲人民币汇率风险及人民币国际化的综合影响,并在此基础上给出了未来人民币国际化的战略选择。

希望这本书能够呈现给关心中国经济发展、关注人民币国际化进程的广大读者。希望本书的出版能够启发读者的思考,为人民币国际化发展战略的讨论作出微薄的贡献。

图书在版编目(CIP)数据

人民币国际化道路研究/李稻葵主编. —北京:科学出版社,2013.6

(国家自然科学基金应急项目系列丛书)

ISBN 978-7-03-037740-1

I. ①人… II. ①李… III. ①人民币(元)-国际化-研究 IV. ①F822.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第121428号

责任编辑:李晓迎 马 跃 / 责任校对:韩 杨

责任印制:徐晓晨 / 封面设计:蓝正设计

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京佳信达欣艺术印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销



*

2013年6月第 一 版 开本:720×1000 B5

2013年6月第一次印刷 印张:27 1/2

字数:532 000

定价:88.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

《国家自然科学基金应急项目系列丛书》编委会

主 编

吴启迪 教 授 国家自然科学基金委员会管理科学部

副主编

李一军 教 授 国家自然科学基金委员会管理科学部

高自友 教 授 国家自然科学基金委员会管理科学部

编 委（按姓名拼音排序）

程国强 研究员 国务院发展研究中心

方 新 研究员 中国科学院

辜胜阻 教 授 中国民主建国会

黄季焜 研究员 中国科学院地理科学与资源研究所

李晓西 教 授 北京师范大学

李善同 研究员 国务院发展研究中心

汪寿阳 研究员 中国科学院数学与系统科学研究院

汪同三 研究员 中国社会科学院数量经济与技术经济研究所

魏一鸣 教 授 北京理工大学

薛 澜 教 授 清华大学

杨列勋 研究员 国家自然科学基金委员会管理科学部

课题组名单

(按课题主持人姓名拼音排序)

课题一：境外企业和个人如何对冲人民币汇率风险及境外银行持有联人民币头寸问题研究

承担单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所

课题主持人：何帆（研究员）

课题组成员：张斌、张明、李婧、徐奇渊、郑联盛

课题二：本国货币国际化的经验研究

承担单位：中国人民大学财政金融学院

课题主持人：何平（教授）

课题组成员：宋玮、刘希洋、史艳艳

课题三：人民币国际化的综合影响分析

承担单位：清华大学经济管理学院

课题主持人：何平（副教授）

课题组成员：马弘、王广龙、张翔、谢成博、周依静、傅炎冰、李求实、温彦斌、甘雨、布赫

课题四：境内外人民币流动及其风险控制研究

承担单位：北京大学经济学院

课题主持人：黄桂田（教授）

课题组成员：管汉晖、谢超、何石军、刘超、孙露晞、谢利平、齐伟、徐肇涵

课题五：促进人民币国际化的政策研究

承担单位：清华大学中国与世界经济研究中心

课题主持人：李稻葵（教授）

课题组成员：余画洋、孔睿、徐欣、程浩、伏霖、徐翔、冯明、吴舒钰

总 序

为了对当前人们所关注的经济、科技和社会发展中出现的一些重大管理问题快速作出反应，为党和政府高层科学决策及时提供政策建议，国家自然科学基金委员会于1997年特别设立了管理科学部主任基金应急研究专款，主要资助开展关于国家宏观管理及发展战略中特别急需解决的重要的综合性问题的研究，以及与之相关的经济、科技与社会发展中的“热点”与“难点”问题的研究。

应急研究项目设立的目的是为党和政府高层科学决策及时提供政策建议，但并不是代替政府进行决策。根据学部对于应急项目的一贯指导思想，应急研究应该从“探讨理论基础、评介国外经验、完善总体框架、分析实施难点”四个主要方面对政府进行决策支持研究。每项研究的成果都要有针对性、及时性和可行性，所提出的政策建议应当技术上可能、经济上合理、法律上允许、操作上可执行、进度上可实现和政治上能为有关各方所接受，以尽量减少实施过程中的阻力。在研究方法上要求尽量采用定性与定量相结合、案例研究与理论探讨相结合、系统科学与行为科学相结合的综合集成研究方法。应急项目的承担者应当是在相应的领域中已经具有深厚的学术成果积累、能够在短时间（通常是9~12个月）内取得具有实际应用价值的成果的专家。

作为国家自然科学基金的一个特殊的专项，管理科学部的“应急项目”已经逐步成为一个为党和政府宏观决策提供科学、及时政策建议的项目类型。与国家自然科学基金资助的绝大部分（占预算经费的97%以上）专注于对管理活动中的基础科学问题进行自由探索式研究不同，应急项目和它们相比则有些像“命题作文”，题目直接来源于实际需求并具有限定性，要求成果尽可能贴近实践运用。应急研究项目要求承担课题的专家尽量采用定性与定量相结合的综合集成方法，为达到上述基本要求，保证能够在短时间内作出高水平的研究成果，项目的承担者在立项的研究领域应当有较长期的学术积累。

自1997年以来，管理科学部对经济、科技和社会发展中出现的一些重大管理问题作出了快速反应，至今已启动45个项目共323个课题，出版相关专著16部。其他2005年前立项、全部完成研究的课题，相关专著亦已于近期出版发行。从2005年起，国家自然科学基金委员会管理科学部采取了新的选题模式和管理方式。应急项目的选题由管理科学部根据国家社会经济发展的战略指导思想和方针，在广泛征询国家宏观管理部门实际需求和专家学者建议及讨论的基础上，形成课题指南，公开发布，面向全国管理科学家受理申请；通过评审会议的形式对

项目申请进行遴选；组织中标研究者举行开题研讨会议，进一步明确项目的研究目的、内容、成果形式、进程、时间结点控制和管理要求，协调项目内各课题的研究内容；对每一个应急项目建立基于定期沟通、学术网站、中期检查、结题报告会等措施的协调机制以及总体学术协调人制度，强化对于各部分研究成果的整合凝练；逐步完善和建立多元的成果信息报送常规渠道，进一步提高决策支持的时效性；继续加强应急研究成果的管理工作，扩大公众对管理科学研究及其成果的社会认知，提高公众的管理科学素养。这种立项和研究的程序是与应急项目针对性和时效性强、理论积累要求高、立足发展改革应用的特点相称的。

为保证项目研究目标的实现，应急项目申报指南具有明显的针对性，从研究内容，到研究方法，再到研究的成果形式，都具有明确的规定。管理科学部对应急研究项目的成果分为四种形式，即一本专著、一份政策建议、一部研究报告和一篇科普文章，本丛书即是应急研究项目的成果之一。

为了及时宣传和交流应急研究项目的研究成果，管理科学部决定将 2005 年以来开始资助的应急研究项目研究成果结集出版，由每一项目的协调人担任书稿的主编，负责项目的统筹工作和书稿的编撰。

希望本套丛书的出版能够对我国管理科学政策研究起到促进作用，发挥丛书对政府有关决策部门的借鉴咨询作用，同时对广大民众也有所启迪。

国家自然科学基金委员会管理科学部

2008 年 2 月

前 言

纵观近代世界史，每一次大国经济的崛起都伴随着本国货币国际影响力的提升。在当今国际货币体系重构和主权债务危机的大背景下，中国作为经济强劲发展的世界第二大经济体，作为有能力承担国际责任的经济大国，人民币国际化的基础是好的。人民币国际化不仅能在技术层面上降低对外国际贸易和融资成本，带来一笔可观的铸币税收入，而且在更高的战略层面上，有利于中国更好地应对国际金融危机冲击，提高货币政策独立性并促进自身的经济发展。人民币国际化很有可能成为未来十年世界经济的大势，也是中国加入世界贸易组织（WTO）后下一个十年的重大发展趋势。

同时，人民币国际化是历史上从未有过的、极其复杂的重大课题，世界历史上从来没有一个如此庞大的经济体同时经历经济体制改革和经济发展的双重过程，世界经济也从未像今天这样高度一体化、金融化，这些都给人民币的国际化带来了巨大和严峻的挑战。

在这种背景下，系统地研究人民币国际化的条件和风险、战略目标和路径选择，设计出有效的人民币国际化道路，为中国未来的经济增长创建一个有利的和可控的宏观环境，是当前极为紧迫的经济问题和政治问题。为此，2010年9月，国家自然科学基金委员会管理科学部组织了“人民币国际化道路研究”的2010年第2期应急研究项目课题研究。经过科学论证、严格筛选，最终由中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国人民大学财政金融学院、清华大学经济管理学院、北京大学经济学院和清华大学中国与世界经济研究中心五个单位组成的课题组得到了国家自然科学基金委员会的信任和支持，承担了课题的研究工作。具体受资助的各分课题名称、负责人和主要成员信息如下（按课题主持人姓名拼音排序）。课题一：“境外企业和个人如何对冲人民币汇率风险及境外银行持有人民币头寸问题研究”，由中国社会科学院世界经济与政治研究所何帆研究员负责，张斌、张明、李婧、徐奇渊、郑联盛参与；课题二：“本国货币国际化的经验研究”，由中国人民大学财政金融学院何平教授负责，宋玮、刘希洋、史艳艳参与；课题三：“人民币国际化的综合影响分析”，由清华大学经济管理学院何平副教授负责，马弘、王广龙、张翔、谢成博、周依静、傅炎冰、李求实、温彦斌、甘雨、布赫参与；课题四：“境内外人民币流动及其风险控制研究”，由北京大学经济学院黄桂田教授负责，管汉晖、谢超、何石军、刘超、孙露晞、谢利平、齐伟、徐肇涵参与；课题五：“促进人民币国际化的政策研究”，由清华大

学中国与世界经济研究中心李稻葵教授负责，余画洋、孔睿、徐欣、程浩、伏霖、徐翔、冯明、吴舒钰参与。同时，李稻葵教授作为项目总负责人，负责课题统筹、会议召集和结题协调等工作。

在各分课题组的共同努力下，历经 2010 年 9 月于国家自然科学基金委员会召开的项目开题论证会、2011 年 4 月于清华大学中国与世界经济研究中心召开的项目中期汇报会、2011 年 8 月在国家自然科学基金委员会召开的结题验收会，最终圆满结题，顺利通过评审。本课题深入研究了货币国际化的历史经验、境内外人民币流动的风险控制、境外企业及个人如何对冲人民币汇率风险和人民币国际化的综合影响，并在此基础上提出了促进人民币国际化的政策建议，其中，包括人民币国际化的路径选择、人民币国际化过程中各项政策的相互协调、人民币国际化和全球货币体系重构之间的关系，等等。尽管此次应急项目的研究成果大多数已通过不同渠道报送给了有关政府部门，产生了良好的政策效果，但是为了更全面地反映课题研究的成果，我们特将各分课题组的成果汇总整理、出版。当然，考虑到结构的合理性，我们对部分课题研究成果进行了整合，最终形成了本书的总体框架。

本书各部分分工如下：

- 1 李稻葵
- 2 李稻葵、何帆
- 3 何平（人大）、黄桂田等
- 4 何帆
- 5 黄桂田、何平（清华）
- 6 黄桂田、何平（清华）
- 7 何帆
- 8 李稻葵、何帆

本书主要内容如下。

1 引言。通过分析指出，中国经济自身发展和全球经济再平衡及可持续发展是未来人民币国际化的基本动力所在，人民币国际化是大势所趋。同时，人民币国际化的道路是崎岖的、充满风险的。在对已有国际货币文献总结和评价的基础上，说明了人民币国际化课题理论研究的重要性和迫切性。

2 人民币国际化的含义与发展。该章前两节由清华大学中国与世界经济研究中心李稻葵教授负责，从对国际货币理论的梳理出发，对国际货币和人民币国际化进行了释义；后两节由中国社会科学院世界经济与政治研究所何帆研究员完成，该部分回顾了金融危机之前人民币国际化的步伐，并从六个方面总结了金融危机之后人民币国际化推进的最新进展和相应的国际反应，指出目前人民币国际化推进的步伐仍然是缓步渐进的，政策措施亟待继续完善，人民币的不可完全兑换是人民币国际化的最大约束。

3 货币国际化的经验研究。以本币国际化的经验研究为目标,中国人民大学财政金融学院何平教授课题组研究了日元国际化的历史,分三个阶段考察了日本对日元国际化的政策态度和战略,发现日元国际化的进程与日本金融自由化的进程并不完全一致,同时,日本政府在日元国际化进程中推行的一系列政策所造成的失误(国际化战略的失误、应对日元升值策略的失误、时机选择的失误等)也是阻碍日元成功国际化的重要因素。中国人民大学财政金融学院宋玮副教授研究了德国马克国际化的经验,讨论了马克国际化的决定因素,总结出马克国际化的一个重要特征是德国借助了区域合作的力量,马克是从区域货币走向国际货币的成功范例。北京大学经济学院黄桂田教授课题组也比较分析了几种主要货币国际化的历史,从他国货币国际化的案例中汲取可资借鉴的经验与教训,为人民币国际化的战略制定和时机选择提供了参考依据。

4 人民币国际化的成本收益分析。中国社会科学院世界经济与政治研究所何帆研究员对人民币国际化的成本和收益进行了细致的分析。在当前国内制度不完善和外部经济发展环境不确定的情况下,此类分析尤为重要。

5 人民币国际化对宏观经济的影响。北京大学经济学院黄桂田教授课题组从比较经济的角度研究了货币国际化进程中的宏观经济风险控制问题,认为货币政策、汇率政策、实体经济和宏观指标都将受到影响。课题组以日元、欧元国际化为例建立向量自回归(vector auto regression, VAR)模型,深入分析了日元、欧元国际化给宏观经济指标带来不同影响的原因,这些启示有利于对人民币国际化进程中可能存在的宏观经济风险进行更有效的控制。此外,北京大学经济学院黄桂田教授课题组还研究了在人民币国际化进程中微观企业将面临的及风险的防范问题。清华大学经济管理学院何平副教授课题组定量分析了人民币国际化对我国货币政策、经常账户和就业的影响,发现随着人民币国际化的快速发展,我国的货币政策传导渠道将发生显著的改变,汇率和国际资本流动会降低本国货币政策的独立性;货币国际化过程中经常账户和就业恶化的风险应该得到重视,资本密集行业受人民币实际有效汇率影响较大,人民币实际有效汇率每升高1%,不包括农业的相关行业中现有的7100万总就业人口会减少约15万。

6 人民币国际化对金融市场的影响。主要采用计量分析和比较分析的方法,从银行业、保险业、本国股票市场、本国债券市场和国际债券市场等几个方面探讨了人民币国际化对金融市场的影响,其中,前四节由北京大学经济学院黄桂田教授课题组完成,最后两节的实证部分由清华大学经济管理学院何平副教授课题组完成。研究发现,随着资本账户的逐步放开,国际资本流动将对国内的金融市场造成显著的冲击,具体来说包括以下几个方面。

(1) 银行业在人民币快速升值的过程中将面临短期内资金大量流出、存款减少、流动性不足甚至是挤兑的风险。建议避免人民币过快升值,加强债券市场建

设以有效分流热钱,增强银行流动性管理和健全存款保险制度,将银行业的风险降到最低。

(2) 增强我国保险业的风险防范能力,作好资产负债匹配,加强产品创新和国际合作,减少人民币国际化进程中的各种不良影响,最终实现保险业的平稳过渡。

(3) 针对中国股票和债券市场的发展程度分析了人民币在国际化过程中本国证券市场可能出现的风险。资本项目的开放程度应该与本国证券市场的发达程度相匹配,在证券市场发展滞后的情况下,过快放开资本账户是不利的,同时,应该注意不断完善国内金融监管体系,给证券市场的有效运行带来有利环境。

(4) 对国际化后人民币计价国际债券的需求进行了测算,有利于指导未来10年的国内债券的海外发行。经测算,如果人民币成为国际货币,到2020年时,人民币计价的国际债券将占世界的18.93%,规模为8.29万亿美元。

7 离岸人民币市场。人民币国际化的过程中,随着境外人民币市场规模的不断扩大,境外人民币的运行及未来人民币的流向、离岸人民币的流通对岸人民币业务、在岸金融市场和对中国宏观经济管理造成的影响将日益显性化。这些问题成为中国长久推进人民币境外使用、促进人民币国际化的重要课题。该部分由中国社会科学院世界经济与政治研究所何帆研究员负责完成,通过在香港、广东和云南三地的实地调研,探讨了离岸人民币市场的以下具体问题。

(1) 在资本账户有限开放的当前,进一步完善人民币回流机制,发展一个庞大的人民币资产池及提高市场流动性是离岸金融市场发展的核心内容。对微观个体而言,人民币国际化就是指境外居民持有人民币,将其作为交易、支付手段或投资选择之一,如果缺乏投资工具或者流动性太差,那离岸市场将是没有意义的。

(2) 进一步推进人民币国际化的空间战略,即有目标地、着力先行推进人民币在新兴市场国家、发展中国家的使用,特别是提高人民币的“借贷”能力,即国家和企业对外投资能力。

(3) 需要进行一系列重要的配套政策改革,具体包括人民币汇率形成机制改革、利率市场化改革、债券市场发展、提高贸易企业在国际市场的定价权等。

(4) 在适当的条件下,划出一个合作特区(如中老、中越、中缅边境),建立自由贸易区、加工贸易区、仓储物流区等,并尝试人民币自由兑换、资本项目自由兑换等,将境外人民币吸引到特区中来进行投资和消费。

8 人民币国际化的战略选择。人民币国际化的成败关键在于是否选择了一条正确的、合适的国际化路径。人民币国际化有其特殊的背景,是在不完全的市场经济体制中发展出来的,同时,中国经济又是大国经济,随着中国加入WTO后外贸盈余的不断上升,人民币升值的压力持续存在,在这种条件下,人民币国

国际化的道路有其特殊性——资本账户的完全可兑换与人民币国际化应该是一个齐头并进、相互交织的过程——这也是人民币国际化的客观现实。清华大学中国与世界经济研究中心李稻葵教授课题组通过对国际贸易、国际协议和金融市场三条路径的研究发现，金融市场的路径是当前国际货币体系改革的呼声和根本所在，将是人民币国际化的核心选择。中国社会科学院世界经济与政治研究所何帆研究员课题组从国际化步骤的维度，比较分析了人民币国际化的全球路径和区域路径，认为区域路径是更优的选择。值得强调的是，“在国际上积极稳步地增加人民币计价的、高质量的金融资产”和“加大放开中国企业与家庭金融走出去的力度”是实现人民币国际化最亟待解决的两件大事。此外，巨额的外汇储备已经成为中国当前的一个大包袱，未来随着人民币国际化的推进，这个包袱会越来越大，央行在这个过程中应该尽力避免成为无形之中的买单者。

本书终成之际，我们要特别感谢国家自然科学基金委员会管理科学部对此次课题研究给予的高度重视和大力支持；感谢国家自然科学基金委员会管理科学部李一军常务副主任、高自友副主任、杨列勋处长、毛中根项目主任等对课题研究定位和总体思路提出的重要指导意见和全程支持；感谢他们在百忙之中抽出时间参加课题研究的中期汇报会和结题验收会，为课题研究提出了许多真知灼见；还需要特别感谢的是编者在清华大学的一批博士后和研究生们，包括余画洋、徐欣、程浩、伏霖、孔睿、徐翔、冯明、吴舒钰、管汉晖等，他们不仅进行了最专业的研究助理工作，而且为本书的整理编纂作出了很多贡献；感谢科学出版社经管法分社陈亮社长和编辑为本书出版提供的帮助和支持。在此衷心地向他们表示谢意！

尽管我们在课题研究的过程中秉持扎实、可靠、科学和高度负责的态度，力求从长远性和总体性两方面把握观点，在整理编纂书稿的过程中也力求认真仔细，在编辑的帮助下也反复修改多次，但是由于时间紧迫，书中不可避免地还会存在不妥之处，恳请读者批评指正！

本书感谢国家自然科学基金委员会应急项目（编号：71041013）以及国家自然科学基金面上项目（编号：70973003）的支持。

李稻葵

2013年4月于清华园

目 录

总序

前言

1 引言	(1)
1.1 人民币国际化是大势所趋	李稻葵、余画洋、伏 霖、吴舒钰 (1)
1.2 人民币国际化的基本动力	李稻葵、余画洋、伏 霖、吴舒钰 (2)
1.3 人民币国际化道路崎岖, 充满风险	李稻葵、余画洋、伏 霖、吴舒钰 (3)
1.4 人民币国际化呼唤新的学术思维	李稻葵、伏 霖、吴舒钰 (4)
参考文献	(9)
2 人民币国际化的含义与发展	(11)
2.1 国际货币理论	李稻葵、伏 霖、吴舒钰 (11)
2.2 人民币国际化	李稻葵、徐 欣、伏 霖 (14)
2.3 人民币国际化的步伐	徐奇渊、张 明 (16)
2.4 人民币国际化: 国际反应及评论	李 婧 (20)
参考文献	(24)
3 货币国际化的经验研究	(27)
3.1 日元国际化的经验研究	何 平 (人大) 刘希洋 (27)
3.2 从区域主导货币到国际货币: 德国马克国际化的经验	宋 玮 史艳艳 (68)
3.3 其他主要国际货币国际化过程	黄桂田、谢 超 (83)
3.4 德日货币国际化的经验比较及对人民币国际化的启示	何 平 (人大)、黄桂田、宋 玮、谢 超 (88)
参考文献	(135)
4 人民币国际化的成本收益分析	(139)
4.1 人民币国际化的收益	郑联盛 (139)
4.2 人民币国际化的成本	郑联盛 (140)
参考文献	(142)
5 人民币国际化对宏观经济的影响	(143)
5.1 人民币国际化潜在宏观经济风险的理论分析	黄桂田、谢 超 (143)
5.2 人民币国际化对货币政策的影响	何 平 (清华)、张 翔 (153)
5.3 人民币国际化中的汇率运行风险和机遇	黄桂田、谢利平 (171)
5.4 人民币国际化对实体经济的影响	黄桂田、徐肇涵 (189)

5.5	汇率变动对我国进出口贸易和就业的影响实证·····	何平(清华)、马弘、王广龙、李求实(206)
5.6	货币国际化对宏观经济指标影响的实证分析·····	黄桂田、谢超(217)
5.7	防范人民币国际化潜在宏观经济风险的政策建议·····	黄桂田、齐伟、刘超(231)
	参考文献·····	(239)
6	人民币国际化对金融市场的影响·····	(244)
6.1	人民币国际化对银行业的影响及风险防范·····	黄桂田、何平(清华)、孙璐晞、谢成博、温彦斌、布赫(244)
6.2	人民币国际化对保险业的影响·····	黄桂田、刘超(271)
6.3	人民币国际化对证券市场的影响·····	黄桂田、何石军(279)
6.4	人民币国际化与资本项目开放·····	黄桂田、何石军、孙璐晞(294)
6.5	资本项目开放对股票市场影响的实证·····	何平(清华)、傅炎冰、王广龙(309)
6.6	人民币国际化后人民币计价国际债券的需求测算·····	何平(清华)、周依静、甘雨(333)
	参考文献·····	(340)
7	离岸人民币市场·····	(345)
7.1	境外企业和个人如何对冲人民币汇率风险及境外银行持有离岸人民币头寸问题研究·····	何帆、张明、张斌、郑联盛、徐奇渊(345)
7.2	境外企业和个人如何对冲人民币汇率风险及境外银行持有离岸人民币头寸问题的调研·····	郑联盛、徐奇渊、刘东民(369)
	参考文献·····	(384)
8	人民币国际化的战略选择·····	(386)
8.1	可供选择的人民币国际化路径·····	李稻葵、伏霖、徐欣(386)
8.2	为实现人民币国际化,需要在两个层面实现人民币汇率的稳定·····	李稻葵、伏霖、徐欣(399)
8.3	为实现人民币国际化,亟须推进的两件大事·····	李稻葵、徐欣、伏霖(401)
8.4	人民币国际化过程中的三个难题·····	李稻葵、伏霖、徐欣(405)
8.5	结论·····	李稻葵(408)
	参考文献·····	(409)
	附录·····	(411)

1 引 言

1.1 人民币国际化是大势所趋

自 300 年前人类社会进入国家主权货币时代以来，每一次大国经济的崛起都伴随着本国货币国际影响力的持续上升。有的主权货币随之成为国际货币，有的则逐步退化为一般货币。英国在全球范围内的崛起让英镑成为第一个风靡世界的国际货币；之后，当美国的经济实力全面超越英国时，美元的国际货币地位在全球范围内牢固地树立起来；日本曾经是世界第二大经济强国，诠释了经济长期快速增长的东亚奇迹，其货币的影响力也在全球范围内不断上升，但是由于种种原因，直到今天，日元也远不是国际上最有影响力的国际货币之一，这与日本的国际经济地位并不相称；而曾经的联邦德国在战后经济稳定恢复并不断攀升的情势下，却选择了避免其货币因过多地引起国际关注从而过多地在境外使用的战略，直到德国统一之后，欧元诞生之时，德国事实上才与其他欧洲大陆国家一起拥有了自己的国际货币。

进入 21 世纪以来，历史的规律正在重演，全世界都在关注人民币。随着中国加入 WTO 和全面兑现入世承诺，中国经济的发展出现了加速的势头。中国的国际地位、经济规模不断上升、扩大，国际贸易规模现在已经处在全球前列，中国即将成为全世界第一大贸易国。中国事实上已经复制了当年德国和日本经济崛起的奇迹。唯一不同的是，中国经济强劲发展的势头至今尚未改变。在这种情况下，投资者和政策制定者都在希望人民币成为一种新的国际货币，甚至与当今世界最重要的国际货币——美元和欧元形成一个三足鼎立的态势。

爆发于 2008 年的国际金融危机更是加速了人民币国际化的进程。金融危机的爆发让全球的学者和政策制定者都在反思，现行的国际货币体系到底出了什么问题？美元作为战后最大的国际货币，其货币政策是不是出了问题？以美元和欧元为核心的国际储备货币制度安排是否出现了系统性的失误？中国人民银行行长周小川在 2009 年 5 月撰文指出，未来世界靠单一国家发行的主权货币作为国际储备货币这一格局必将改变，否则世界经济和金融将不可能长期稳定。按此逻辑，他建议世界推出一种超主权的国际储备货币。这一说法虽然并没有成为中国政府的官方观点，但已经在全球范围内引起了广泛关注甚至共鸣，促进了国际货币体制改革的讨论，俄罗斯与法国等国的首脑纷纷表示，必须要研究新的全球国际货币体制。人民币毫无疑问地被推上了舞台，各国的分析家都纷纷表示，人民

币应该成为任何一个未来国际货币体制中的主要货币之一。

如果说 2008 年国际金融危机的一个大背景是当今不合理的货币体制,那么,金融危机正反过来动摇着美元、欧元、英镑的统治地位。这些国家的金融危机紧接着带来了公共财政的危机,财政赤字水平仍然居高不下,债务水平达到了令人吃惊的程度,例如,日本的国债已经达到了 GDP 的 200% 以上,这就预示着现行的这些老牌的国际货币的地位还会进一步下降,人民币因此被推到了舞台的中心。在各种国际学术会议上,人民币的国际地位及人民币国际化一时间成为最热门的话题。2011 年,法国成为 20 国集团的轮值国,法国总统萨科奇反复强调,在他任内的一个重要的议题就是国际货币体制改革,人民币应该发挥更大的作用。在他的倡导下,法国作为轮值国,把国际货币改革的会议甚至办到了中国的南京。其用心良苦,无非是想推动包括人民币国际化在内的国际货币体制改革。综上所述,人民币国际化是历史的必然,是大势所趋。

1.2 人民币国际化的基本动力

人民币国际化的基本动力来自何处?

从国内层面来看,人民币国际化的基本动力来自中国经济自身发展的需要。人民币国际化是中国经济国际贸易和对外投资的需要。虽然中国即将成为全球最大的贸易国,但是中国绝大部分的国际贸易仍然是以其他货币尤其是美元结算的。这事实上给中国参加国际贸易的厂商带来了极大的汇率风险。对中国的投资者而言,由于出国投资必须使用其他国家的货币,中国许多走出去的企业(如在非洲的投资),其投资收益与该国的经济形势密切挂钩,而投资者的资产又主要是人民币,投资的货币却是美元或者欧元。这就形成了一个非常尴尬的局面:两国之间的投资必须以第三国的货币来计价,而当第三国的货币政策发生变化的时候,这些公司的资本运作和经营都直接受到影响。

人民币国际化也是合理控制和化解中国宏观经济的运行风险的需要。中国作为一个非国际货币的发行国,事实上存在着国际收支的风险。国际收支出现赤字肯定是一个不稳定因素,而当前结余过多也是一个不稳定因素。国际收支的赤字和盈余都是以美元和其他货币来衡量的,这也就形成了一个国际收支方面的汇率风险。相较于美国而言,由于美国是国际货币发行国,其长期形成的经常账户逆差并没有带来国际收支的冲击。这一轮对美国经济的冲击无非来自于金融界及公共财政部门。这两件事都与国际收支无关,如果美元不是国际货币的话,这两项危机中的任何一项都会造成美国汇率的崩溃。

除此以外,人民币国际化事实上也是保持中国香港经济繁荣、保持香港国际金融中心地位的需要。香港作为中国内地与世界联系的桥头堡,需要不断寻找其

新的定位,随着中国经济的不断强大,大量的国际金融业务需要由中国香港进行,而当前香港的主要金融产品及业务是以港币计价的,港币与美元挂钩的制度安排作为一国两制的货币符号,短期内不能改变。因此,香港的金融业必须走双轨制,即必须大量从事与本地实体经济不相关的人民币业务。这就要求人民币必须走出内地经济的大门,必须国际化。

从国际层面来看,人民币国际化也是全球经济再平衡及可持续发展的需要。国际经济金融界已经认识到,人民币国际化可以让国际经济和金融逐步多元化从而增加稳定性。这种对国际货币多元化的需求日益推动着人民币国际地位的提高,也呼唤着人民币国际化,特别是导致了国际社会对人民币资产的需求的上升。金融危机爆发之后,国际社会在反思现行国际货币体制的缺陷,同时,也更加清晰地见证了中国经济的活力。在这种情况下,许多央行都对中国人民银行提出要求,希望增加人民币外汇储备,目的是对冲美元、欧元等国际货币未来购买力的下降。国际投资界也在纷纷探求如何将其金融资产更多地分配到以人民币计价的资产中来,或者说与人民币汇率升值更加相关的资产中来,其目的就是资产保值增值,从而更加稳健。

不可否认,国际社会对人民币的需求本质上是这些投资者希望能分享中国经济发展的红利。投资者有一种基本的期望,那就是当中国经济不断发展的时候,人民币的实际汇率会升值,以人民币计价的资产会增值。因此,他们想搭上便车。这种期望是客观存在的。我们并不能指责这种期望,也不应当过多地担心这种投资者的心态。让国际投资者分享中国经济成长的成果的同时,把握机遇,在这一过程中将人民币打造成国际货币,也是中国经济对世界作出的贡献。

1.3 人民币国际化道路崎岖,充满风险

我们必须看到,尽管国际货币地位的上升令人欣慰,甚至短期内对中国经济来说还有一些可见的收益,但一种货币的国际化进程是充满风险的,存在着潜在的风险。我们甚至可以说,存在着国际货币的诅咒,类似于“资源诅咒”。

我们不妨比较一下一个国家的货币不断受到国际关注从而逐步国际化的进程与一个国家突然发现自然资源储备、金矿,从而成为自然资源出口大国的进程,这两个过程具有惊人的相似之处,那就是这个国家的实际有效汇率在不断升值,因为在这两种进程中,国际资本大量涌入,本币供给必须上升。而实际汇率升值导致进口产品便宜,该国家的许多产业相应受到挤压,就业受到负面影响,国际竞争力下降,长远发展的情景也大打折扣。从这个角度,我们不难理解为何日元国际化的过程也是日本国际竞争力下降的过程,我们也能理解为何联邦德国出于保护本国经济的考虑不希望西德马克过多地受到国际关注,更不热衷于西德马克