

驶向彼岸

人民币从国家货币到国际货币

赵庆明◎著

 中国金融出版社

驶向彼岸

人民币从国家货币到国际货币

赵庆明◎著

责任编辑：丁 芊 黄 羽

责任校对：李俊英

责任印制：张也男

图书在版编目 (CIP) 数据

驶向彼岸：人民币从国家货币到国际货币/赵庆明著. —北京：
中国金融出版社，2018. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9786 - 9

I. ①驶… II. ①赵… 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 (2018) 第 231907 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 169 毫米×239 毫米

印张 26.25

字数 450 千

版次 2018 年 11 月第 1 版

印次 2018 年 11 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9786 - 9

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947



序

外汇短缺是中国乃至发展中国家普遍面临的长期问题，也是改革开放必须面对和解决的问题。改革开放前二十多年，重点放在抑制外汇需求的同时提高供给能力。一是通过汇率市场化改革，让汇率在贸易中发挥调节作用，鼓励出口创汇。二是积极利用外资，尤其是吸引外商直接投资。在利用外资过程中，曾经嵌入出口要求和本土化要求，都对提高外汇供给能力起到了重要作用。1996 年实现人民币经常项目可兑换，国内对资本项目可兑换的期望提高，但 1997 年亚洲金融危机使得中国获得重新评估资本项目可兑换的机会。

外汇短缺的根源在于货币不是国际货币这一结构性缺陷，即所谓“原罪”。发展中国家处于世界经济的外围，其货币鲜有国际货币，货币国际化程度低，即便是在实现货币完全可兑换之后，其货币和资产国际接受性也差。这种约束使得发展中国家在开放过程中，始终面临着外汇短缺问题。一方面获得外汇的能力有限，主要局限于出口和对外负债；另一方面基于资本项目可兑换的居民端外汇需

求以国内资产为基础的，而且随着收入的提高而上升，特别是在国内外冲击下外汇需求陡增，供求失衡容易导致货币贬值。因此，在融入全球经济的过程中，大多数发展中国家在不同阶段都遭遇了各式各样的危机。

进入 21 世纪，中国外汇短缺的状况有了很大程度的缓解。外汇供给能力的提高使得需求端管制放松具有了现实可行性，人民币资本项目可兑换循序渐进地进行，从直接投资到证券投资和外债。2005 年以后，资本项目可兑换进程明显加快，资本流出限制逐渐放松。整体来说，资本项目的外汇管理依然是宽进严出的模式。在人民币还不是国际货币的背景下，这种外汇管理体制是合理的。

人民币国际化是彻底摆脱“原罪”的关键。2008 年以前人民币国际化一直处在自发萌芽状态，最主要的表现就是中国人出境商务、旅游进行消费带来的人民币现钞跨境使用。2008 年国际金融危机为人民币国际化提供了契机。在全球美元枯竭的情况下中国与其他国家（地区）陆续签署双边本币互换协议，人民币在国际货币舞台上崭露头角。2009 年 7 月开始在上海等地试点人民币跨境贸易结算，在对外贸易中鼓励使用人民币，并推广到全国。随后人民币跨境使用从贸易拓展到投资，再到允许外国投资者持有中国资产，包括外国央行持有人民币资产作为外汇储备。由于还存在资本管制，国内金融市场尚未完全成熟，中国支持包括香港在内的境外形成人民币离岸市场，创造性地利用离岸市场推进人民币国际化。2016 年 10 月人民币成功加入特别提款权货币篮子，是人民币国际化成就的标志性事件。

人民币国际化是中国对外金融战略的重要选择。这是一个激动人心的试验，发展中国家的货币成为主要的国际货币在历史上几乎是从来没有过的。一个具有世界影响力大国的货币必须是国际货币，人民币国际化对中国经济崛起和中华民族复兴有着深远的战略意义。

人民币国际化也是中国对世界的贡献。国际货币是一种重要的全球公共产品，人民币国际化对国际货币金融经济秩序的优化、完善和变革具有促动作用，改善世界发展的货币金融环境。

人民币国际化实践带来丰富的理论和政策研究问题。最终的彼岸，人民币国际化的目标和方向也许是清晰的，但如何走到彼岸，采取何种路径、应用何种策略，影响如何，则众说纷纭。条条大道通罗马，但选择哪条道是最优的，甚至才可能达到罗马，这取决于现实条件约束。人民币国际化这一新的因素的出现，也改变了中国金融开放的环境。作为一个系统，相关的对外金融政策也需要调整和优化。

人民币国际化实践也对国内相关研究提出了更高的要求。过去，国内货币国际化的研究更多是理论层面的，从理论到理论。人民币国际化实践要求必须转换角色，从旁观者、围观者转换为参与者、实践者。这既是挑战，也是机遇。扎根人民币国际化实践做研究，从生动的实践提炼出值得研究的问题，发现一般规律和特殊规律，丰富和发展已有的理论，服务人民币国际化进一步向纵深拓展。

本书的作者庆明君就是在这一领域一直辛勤耕耘的学者。庆明君在中国社会科学院攻读博士学位期间，就选择人民币资本项目可兑换和人民币国际化作为研究领域，这为其后续研究打下了坚实的理论基础。庆明君曾在中国人民银行博士后流动站从事博士后研究工作，直接参与相关领域的政策研究，为决策提供支持，这是难得的机会和经验。随后庆明君长期在金融机构从事研究工作，投身于中国金融改革开放大潮。集理论、政策、实践于一身，庆明君一定有其独到的观察和思考。

本书正是庆明君过去十余年在这一领域耕耘的结晶。本书紧紧围绕人民币国际化实践，就人民币国际化目标、路径、方法、进程等展开论述，既有对进程中的重大事件和政策的评论分析，也有深

入系统的理论研究。同时，也对与之相关的重大问题，如人民币汇率改革、外汇市场建设、资本项目可兑换和外汇储备管理等，提出独到的见解和看法。相信读者在阅读过程中，能更深刻地感受到庆明君的研究功底，以及更深入地了解人民币国际化的来龙与去脉。

是为序，以兹推荐。

丁志杰
对外经济贸易大学副校长
2018年11月5日

自序

《驶向彼岸：人民币从国家货币到国际货币》是笔者的第三本专著，研究的是人民币从国家货币走向国际货币的过程以及过程之中需要解决的主要问题。笔者此前出版的《人民币资本项目可兑换及国际化研究》《中国汇率改革：问题与思考》，也是研究人民币汇率问题的。现在这本书是前两本的继续和延伸。整理出版本书，也希望对笔者研究的人民币汇率问题做一个阶段性的总结。

将人民币从国家货币走向国际货币，取名“驶向彼岸”，作为一位长期研究人民币汇率体制改革、研究人民币国际化的研究者来说，有几重希望。

彼岸在佛教上指涅槃，是至高境界和成功的意思。即使按照一般汉语理解，彼岸也是充满意境、充满美好期望的用语，尤其常见于带有浪漫色彩的现代诗歌中。从国别货币的境界看，成为国际货币应该称得上是最高境界，即“彼岸”。当前，有个别国家发行的货币，本国居民都不待见，例如津巴布韦元、委内瑞拉币等，这应该是最低境界或根本谈不上境界了。本国居民乐意持有本国发行的货币，这应该是基本的境界。当然，如果不仅本国居民喜欢持有，

外国人也喜欢持有，甚至敌对国的居民都乐意持有，这当然是最高境界了。当前拥有这一最高境界的货币唯有美元。中国已经是世界第二大经济体，在可预见的将来，还会成为世界第一大经济体，是联合国五大常任理事国，综合国力不断提升，日益走近世界舞台的中央，所以，人民币具备成为主要国际货币的基本条件，也应该有成为主要国际货币的理想和目标。

但是，从此岸驶向彼岸，并非坦途。剃度修行者众，能到达彼岸者寥若晨星。驶向彼岸的航行之中，一定会遭遇险滩、暗流、冰山、鲨鱼，甚至会遭遇一波又一波能撕破、击碎巨舰的惊天骇浪。当前世界上有一百多种货币，能称得上是国际货币的不过十余种，并且存在着严重的“赢家通吃”局面，国际货币的好处几乎由头号国际货币美元独享。

当年，英镑走出英伦三岛成长为世界货币，靠的是英国率先工业化后的经济实力，靠的是英国军队携坚船利炮占领一个又一个殖民地并最终成为“日不落帝国”，靠的是威逼利诱。

美元取代英镑，也非坦途，并且过程相对漫长。据信，在 1880 年前后，年轻的美国已经取代英国成为世界第一大经济国。到 20 世纪 30 年代，世界的科技中心更是从西欧转向美国。然而，美元取代英镑成为世界货币，则是在第二次世界大战之后，并且还是借助布雷顿森林体系的巧妙设计。随着新兴市场和发展中国家的发展和崛起，尤其是中国经济的快速成长，美国经济地位今非昔比。

不过，中国经济实力仍然不足。即使 GDP 规模在未来十余年成为全球第一，人均 GDP 仍会远低于美国，科技、军事上的差距也仍将长期存在。

还有，从金融领域来看，国际货币需要有纵深的金融市场来接纳全球的资金和投资。当前，中国的金融市场还谈不上有纵深，利率、汇率的市场化并未完成，资本项目远未可自由兑换。培育有纵深的金融市场也并非一日之功。对于中国这样的大国来说，稳定为

先，开放方面必将继续坚持循序渐进，这也就决定了中国的汇率市场化、资本项目自由兑换所需时间将远较一般国家要长。

不要妄自菲薄，但也不能妄自尊大。

国力强，通货才硬。

人民币之所以能顺利跻身主要国际货币之列，归根到底是因为中国国力的增强。

人民币能否比肩甚至超越美元，归根到底也是取决于中国国力的增强。

祝愿我们伟大的祖国繁荣昌盛！

祝愿人民币国际化航程一帆风顺！

赵庆明

2018年7月31日于北京

综论	1
人民币：如何从国家货币走向国际货币	3
第一章 货币国际化的内涵与人民币国际化的定位	17
人民币国际化将是一个长期的过程	19
中国参与国际货币体系改革之我见	21
以人民币、卢布直接交易与结算为切入点推动国际货币体系 改革	25
以我为主战略性地推进人民币国际化	43
人民币国际化下一站在哪	54
人民币国际化成功的标志应如何设定	59
警惕人民币离岸中心成为热钱投机平台	63
人民币国际化：不必太在意 SDR	68
人民币国际化：SDR 是表 综合国力是里	73
论商品期货市场在推动人民币成为大宗商品定价货币进程中的 作用	78

第二章 汇率市场化与汇率水平	91
人民币汇率改革需要新思路	93
人民币汇率进入“破7”时代	96
积极发挥汇率对国际收支的调节作用	106
人民币汇率的下一步：何时及如何退出	111
不必担心汇率战	114
国际收支双顺差是升值压力根源	117
解读外汇占款减少和人民币汇率预期逆转	121
人民币即期汇率连跌背后	124
2012 年人民币汇率及国际化展望	127
适度加大人民币汇率波动幅度	129
警惕日元人为贬值 但跟随贬值不可取	133
中国当前汇改的紧要事是什么	137
人民币的升值逻辑	144
走走停停的汇改	149
人民币汇率波动加剧 凸显市场化提升	153
美元走强的大趋势下，人民币汇率将往何方	155
人民币汇率相对稳定符合我国利益最大化	161
对本次汇率改革的几点看法	165
人民币汇率在岸与离岸价格引导关系研究	169
英国退欧不会对人民币国际化产生实质影响	189
探析我国出口低迷的深层次原因	196
今年以来人民币汇率走强的原因分析及几点建议	213
美元短期或反弹 但难改长期走弱趋势	216
为什么市场关注人民币汇率破7？	222
第三章 外汇市场建设	231
完善外汇市场建设 提高人民币汇率弹性	233
金融发展与宏观经济波动	244
汇率、利率市场化需要金融期货助力与保驾	265
完善金融市场 对冲美元加息溢出效应	276

第四章 资本流动与资本项目可兑换	283
对流入我国热钱的综合分析与治理建议	285
阻止热钱流入首要工作是：打破单边升值预期	303
热钱开始撤离中国了吗	307
从滨海到前海：人民币资本项目可兑换试点为何呼之不来	311
热钱在大量出逃中国吗	314
人民币资本项目可兑换进程取决于相关制度的完善	322
第五章 外汇储备管理	333
产需缺口下的黄金价格波动及对我国国际储备调整的启示	335
外汇储备管理的当务之急是遏制增长	343
外汇储备是谁的	350
保外储还是保汇率	357
第六章 可资借鉴的经验与教训	359
中国古代货币的区域化实践	361
英镑与美元成为世界货币的兴衰历程	364
日元、马克以及欧元的国际化历程	371
美国金融风暴再次警示我们要实现国际收支平衡	378
理性看待和应对美国量化宽松政策退出	384
卢布危机对我国金融改革开放的警示	393
后记	402

人民币：如何从国际货币走向国际货币

综 论

人民币：如何从国家货币走向国际货币^①

对于人民币国际化，确实应当志存高远，不能妄自菲薄、鼠目寸光，但也不能盲目自信、夜郎自大，不可设定过高的目标，更不能拔苗助长。

1. 人民币国际化将是一个长期过程，相当长时间里难撼美元一币独大的地位

美元的国际化以及其取得今天头号国际货币地位也是经历了一个漫长的过程。

国力强，通货才硬。这是被过去两百多年国际货币演变史所证明了的硬道理。货币尤其是现在不同以往金属货币的信用货币，无论在国内还是国际上，其地位归根到底取决于发行国的综合国力，是经济、政治、军事、技术等一系列实体指标的综合反映，而不是货币自身如何。国别货币的国际地位，是由背后的国力所支撑的，是国力的体现。货币国际地位的较量，就是国力之间的较量。

英镑被公认是第一个取得世界货币地位的国别货币。英镑从国家货币到国际货币、尤其是成为头号国际货币也是经历了一个相对漫长的过程。英镑真正取得世界头号国际货币地位是在英国成为头号资本主义强国，尤其是通过侵略成为“日不落帝国”之后，才通过包括更可靠的可兑换性（指兑换黄金）、通兑全球便利开展国际贸易、甚至武力威胁等一系列别的货币或国家没有的优势和强势取得。众所周知，工业革命率先发生在英国。据史料，工业革命前，英国的经济实力不如法国。但是随着工业化，到1850年时，英国工业产值占世界工业产值的39%，对外贸易占世界贸易份额的35%。不列颠的工业品源源

① 本文主要内容以《人民币 vs 美元：第三与第一间并非“一墙之隔”》为题，发表在《财经》2017年10月2日第23期。

不绝地输向世界各地，英国成了名副其实的“世界工厂”。1851年，英国举办第一届世界博览会，向世人展示了一个超一流的工业强国^①。

随着工业革命的完成，英国军事实力也是空前强大，由此开始建立“日不落帝国”之路。1877年，英国在世界各地的殖民地为2110万平方公里，人口超过2亿人；到1900年，进一步增加到2780万平方公里，人口超过3.5亿人。到第一次世界大战之前的1913年，英国的殖民地面积竟然是本土面积的100多倍，人口接近4亿人，是本土人口的9倍多，这在人类历史上是绝无仅有的。英镑也自然随着英国军事力量的扩张成为英殖民地最主要的外汇货币，甚至超过本地货币成为最受欢迎的货币。

英镑之所以能够成为头号国际货币还与英国率先实行金本位制度有关。英国正式采用金本位制度前，当时世界上的主要国家普遍采用的是金银复本位。据有关专家的研究，英国早在1664年便开始将黄金作为货币。1717年，英国公定标准金每盎司为3英镑17先令10.5便士的官价。1816年，英国正式颁布《1816年金本位条例》，以法律形式确定金本位制度，开世界的先河。此后，其他国家纷纷效仿。例如，1871年德国、1873年荷兰、1878年法国等实施或事实上实施金本位制度。有文献将美国实行事实上的金本位的起点从1834年算起，也有的专家将因南北战争而发行的“绿币”完全退出的1879年算作起点。因为1880年前后，当时主要资本主义国家皆已经实行法定或事实上的金本位，所以，历史上将“1880年至1914年”视为国际金本位的黄金时代。1897年，日本和俄罗斯实行金本位制。1900年3月14日，美国国会通过《金本位法案》，至此，美国正式在法律上确定实行金本位制。1900年前后，大约有50个国家实行金本位制，包括当时所有工业化国家^{②③}。英镑不仅在其殖民地成为最主要的外汇货币，而且在整个资本主义世界也是头号国际货币。因此，国际金本位的黄金时代，也是英镑作为头号国际货币最辉煌的时期。

第一次世界大战成为英国这个“日不落帝国”由进攻转向退守的转折点，英镑的国际地位也开始日渐衰弱。到第二次世界大战结束时，英国与其他欧洲列强已经伤痕累累，此时的英国还成了外债最多的国家。尽管如此，由于英国是战胜国且此时仍然拥有最多的海外殖民地，此时的英镑也仍然是最主要的国

① 阎照祥：《英国史》[M]，北京：人民出版社，2003：255、296-297。

② 周大中：《现代金融学》[M]，北京：北京大学出版社，1994：70。

③ 费迪南德·利普斯：《货币战争：黄金篇》[M]，北京：中信出版社，2009：12-22。