

跨境结算人民币化还是人民币国际化？

Cross Border RMB Settlement vs. RMB Internationalization

摘要：全球金融危机以后，由于对美元币值稳定的担心和中国经济高速增长带来的冲击，国内外对人民币国际化的讨论常常与国际货币制度改革联系在一起。但是货币国际化的历史表明，单纯的经济规模和贸易份额仅仅是取得国际储备货币地位的必要条件，对本币的信心和国内金融市场的深度和开放程度更重要。从这个角度看，人民币国际化任重道远。国际经验还表明，货币国际化也可以仅意味着本币充当国际结算货币和标价货币的功能，所以人民币国际化也不一定马上与国际货币制度改革联系起来。权衡人民币国际化的利弊得失，本着先易后难的原则，现阶段我们应该明确以推进人民币跨境结算为目标，辅以稳妥可控的国内改革和金融市场发展的配合政策。

关键词：人民币国际化 人民币跨境结算 国际货币制度改革

Abstract: The impact of weakening dollar and booming of the Chinese economy made the discussion of RMB internationalization generally pointed to international monetary system reform after the financial crisis in 2008. However, history of currency internationalization shows that the depth and openness of domestic financial market is a more important determinant than economic and trade volume. On the one hand, RMB internationalization cannot achieved overnight, on the other hand, currency internationalization may indicate the currency merely serve in international invoicing and settlement. Hence, RMB internationalization need not necessary link with international monetary system reform. Comparing the cost and benefit, RMB internationalization should start with the expansion of cross border RMB settlement, and promote the domestic financial market development in the meantime.

Key words: RMB internationalization; cross border RMB settlement; international monetary system reform

对人民币国际化问题的研究是近年来国内外学术界关注的一个热点。本文从文献、历史和现实的角度展开分析所得到的基本结论是：人民币国际化的提法本身反映的是一种观念冲击，而推进跨境交易的人民币化才是当务之急。首先，人民币国际化更多反映的是因中国快速崛起带来的观念冲击，但是历史经验表明货币国际化是一个漫长的过程，也不一定与国际货币制度改革联系在一起；其次，一个适应多极世界的多极国际货币体系也不一定能从根本上解决国际货币制度的内在困境，货币国际化的直接动因应该在于国内需求而不是对国际形势的考量；最后，从人民币国际化的成本收益分析对比中可以发现，致力于推进跨境结算人民币化是务实的政策。

一、 人民币国际化：观念冲击强于实际可能

人民币国际化问题的提出是一种伴随中国经济增长而出现的思潮，但是从历史经验看，这种思潮与其说反映了一种现实趋势不如说是一种观念冲击。

1、人民币国际化问题的背景

对人民币国际化的讨论最初见诸于国内学术刊物是在 1989 年，但是在此后的 25 年间，每年的刊文量一直徘徊在 10 篇左右，主要是一种前瞻性的学术研究。从 2005 年开始，随着中国对外贸易量和外汇储备猛增而突显的美元汇率风险就成了推动国内学者探讨人民币国际化的现实动力，每年发表的成果上升到了 30 篇。而在 2009 年全球金融危机之后，美联储量化宽松政策和对美元贬值的预期，加之国际学者也开始讨论人民币国际化问题，国内学者每年发表的文章也骤然飚升到 300 篇以上，但是进入 2013 年以来，又出现了明显的下降趋势。

对于国外经济学家来说，危机以后美国经济的衰退反衬出中国经济的高速增长，特别是在 2010 年中国的经济规模超越日本而居全球第二所带来的观念冲击无疑是巨大的^①，人民币国际化成了中国经济崛起的自然联想，对中国问题的关注自然也会延伸到对人民币国际化问题讨论。

从研究的内容看，国内学者主要集中在成本与收益，定义和条件、必要性和可能性、国际货币改革以及相关的国际经验。这些研究概念讨论多，一般论述多，情况叙述多，对人民币国际化的定义大多包含了国际货币的全部职能，因此常常与国际货币制度改革联系起来。近年来研究人民币跨境结算这样具体问题的论文开始出现，不过受制于数据样本和时段限制还难以进行比较严格的经验分析，仅出现了一些技术性比较强的市场分析论文。但是毫无疑问，人民币跨境结算丰富了我们对于人民币国际化内涵与外延的理解。

相比之下，国外学者的研究则主要分两个阶段，最初是对人民币国际化的评论性和展望性文章^②。这些文献给学术界带来的观念冲击是巨大的。不过很快，他们研究

^① 中国 GDP 在全球的比重从 1990 年不到 2% 的水平上升到 2000 年不到 4% 的水平，到 2010 年迅速上升到接近 10%，成为仅次于欧美的第三大经济体，而在贸易方面则差距更小，增长更快，给人的观念冲击更大。因此人民币国际化问题特别受到美欧日经济学家的关注。

^② 例如，Eichengreen（2009）发表了“人民币不可阻挡的崛起”，在 2011 年他又从历史经验的角度提出“作为国际货币的人民币”；2010 年，Ito 在《亚洲经济政策评论》上发表了“中国第一：人民

重点就转向了从金融市场发展和金融改革的角度来评估实现人民币国际化的条件^⑤，并且开始独立于国际货币制度改革问题，分析也明显变得更加理性，扭转了此前对人民币国际化的过分乐观态度。

其实，货币国际化是一种常见的国际现象，而国际货币的更迭/崛起也是漫长的过程。人民币国际化给国际货币制度带来的冲击远没有想像的那么大。

2、货币国际化是一种常见的国际现象，其重点仅在于国际标价和结算货币

一般认为，国际货币是指一种货币的使用和持有超越了货币发行国的边界，不仅被发行国的居民用于交易，而且更重要的是也被用于非居民之间的交易^⑥。从这个角度看，货币国际化的核心标志是进入第三方之间的贸易结算，这也应该是国际货币本来应该具备的功能^⑦。也就是说，国际货币是用来在国际交易（不论是购买商品、劳务还是金融资产）中代替直接交易双方本币的货币。而在货币国际化的过程中有四个方面是必不可少的：第一，政府必须取消对自由买卖该国货币的限制；第二，国内外企业必须能够在国际贸易中使用这种货币报价；第三，外国人能够持有以这种货币标价的金融资产；第四，外国人、本国人以及国际金融机构能够在国际市场上发行以这种货币标价的金融工具^⑧。

在这个意义上，货币国际化主要是指一国货币在国际贸易和金融交易中充当标价货币和结算货币，也就是我们常说的价值尺度和交易媒介的功能。当然，能够充当交易媒介的前提肯定是交易方愿意持有这种货币，也就是说这种货币必须具有价值储藏的功能^⑨。但是值得注意的是，储备货币职能并不是货币国际化的重点^⑩。

币怎么办？”一文，预言人民币将取得价值储藏和交易媒介的国际货币功能^⑪；Subramanian（2011）在“人民币的作用：储备货币转换有条件的迫近”一文中从历史分析中断言在未来10年人民币就将成为世界主要储备货币！

^⑤ 例如 Ito（2011）、Frankel（2012）、Prasad 和 Ye（2012）与 Kroeber（2013）为代表的文献。

^⑥ 这方面的文献以 Kenen（2011）为代表。

^⑦ 从这个意义上说，货币国际化过程就一定伴随着离岸市场的发展过程。

^⑧ 另外，这种国际化的货币应该使用货币篮子来制定其汇率政策。不过这只是一个必要条件而不是充分条件。

^⑨ 本币要在国际贸易和投资中充当标价和结算货币，也就是说要让交易对手愿意接受本币作为结算货币，就必须使交易对手承认本币作为储备货币和价值储藏手段的功能。而一旦本币具备价值储藏的国际储备货币职能，自然就会对现行的国际货币制度造成冲击。而且象中国这样的有庞大贸易量被交易背景的大国货币一定发挥国际储备的职能，就必然会对人民币国际化问题的讨论上升到国际货币制度改革这样一个不仅仅具有经济学意义，而且具有强烈国际关系意义的全球性重大问题，超越了仅仅讨论人民币跨境结算正义双边问题的范畴。

^⑩ Peng 和 Shu（2009）在货币国际化的标题下，书中大量使用的表述也是货币的全球作用和外部（国际）使用。显然，他们对货币国际化的理解更多的是从交易媒介和价值尺度角度展开的。按照这样的理解，BIS（2011）不仅讨论了众所周知的欧元和日元的国际化进程，同时也回顾了韩元、新元、

从国际经验看，一些中等规模国家，甚至小国也推行过本币国际化。显然，他们所追求的货币国际化主要意味着在国际贸易中发挥计价货币和结算货币的功能。由于这些国家经济规模有限，其货币不太可能承担国际价值储藏的功能，因而其货币的国际化也不会对国际货币格局产生影响，更不会引起广泛的关注。但是不可否认的是，货币国际化是不少国家都可以实现的一种政策，是一种常见的现象。

然而，在讨论人民币国际化的时候，不少国内外学者却马上将货币国际化与储备货币功能联系起来，更关注其对国际货币制度的影响。对于中国这样在国际经济中地位日益重要的发展中大国来说，人民币国际化也的确可能对国际货币制度可能带来的潜在冲击。不过，从历史的角度看，货币国际化的过程不是可以在一夜之间完成的，即使是美元取代英镑的国际货币地位也是一个漫长的过程。

3、货币国际化的历史证明人民币国际化将是一个漫长的历史过程

Frankel (2012) 认为，实现货币国际化的三个重要条件是经济规模、货币信心（通货膨胀）和金融市场深度^⑨。按照这个思路，他认为尽管美国经济总量在 1872 年就超过了英国，但是此后一直阻止美元取代英镑的主要原因在于美国的金融市场和货币制度。1913 年美联储的成立才为稳定美元和金融市场发展提供了前提。不过需要注意的是，成立美联储的原因并非是出于美国试图使美元国际化而是为了防止银行恐慌，因此美元的国际化主要不是政策推动而是市场推动的^⑩。直到第二次世界大战以后，美国成了世界最大的债权国，美元才真正取代英镑。因此，美元的国际化落后于美国的经济基本面因素达 80 年之久¹¹。

对于西德马克的国际化，Frankel (2012) 认为主要是由于美元在 60-70 年的贬值而与马克币值的稳定形成鲜明对照而自然形成的市场选择。但是由于德国制造业的国

澳元，甚至印度尼西亚和印度卢比的国际化问题。而在 Peng 和 Shu (2009) 中还讨论了南非兰特的国际化问题。

^⑨ Chinn 和 Frankel (2005) 还指出汇率稳定性的影响。而按照 Krugman (1984) 的多重均衡分析，对于后来崛起的国际货币而言，还必须要克服原国际货币的网络外部性。从经济学的角度看，这其实是一个规模经济问题。网络外部性在 Chinn 和 Frankel (2005) 的计量经济学研究中主要表现为经济基本面与货币国际化之间存在一个较长的时滞期。

^⑩ 与 Frankel (2012) 不同，Eichengreen 和 Flandreau (2010) 提出美国的国际化过程并不仅仅是因为市场力量，政策支持，特别是美联储充当市场做市商的作用也发挥了非常重要的作用。

¹¹ Eichengreen 和 Flandreau (2010) 则认为美元在第一次世界大战以前就实现了国际化，网络外部性的约束没有以前想像的那么大，经济地位和货币地位崛起之间的时滞没有那么长，但是也有 20 年左右的时滞。Maziad 和 Kang (2012) 则进一步解释说，如果不是用经济规模而是贸易量来看，美元取代英镑的确没有用那么长的时间¹¹，因为美国的对外贸易只是在一战时才超过英国的。不过这一点对于判断人民币国际化的进程影响并不大。尽管中国时对外依存度很高的大型新兴经济体，但是就全球占比来看，中国的对外贸易并不比 GDP 有更大的优势。

内政治影响力要大于金融业，出于马克国际化会引起马克升值进而影响出口的担心使得西德对马克国际化政策一直持消极态度¹²。

随着日本经济和贸易比重在 70-80 年代的上升以及经常项目的自由化，外国投资者也可以持有一些日元资产。但是与德国的情况相似，由于担心日元升值会影响出口，日本国内的政治势力也是反对日元国际化的。只是到了 80 年代以后，日本出于对日美贸易摩擦的担心开始允许日元升值，而美国在广场协议中也推动日元国际化以后，日本才开始变为积极的推动日元国际化。不过那时日本的经济增长已经开始减速，泡沫经济的崩溃又重创了日本的实体经济。因此 Takagi（2011）认为，虽然到了 2003 年以后，金融自由化对日本经济的影响才逐渐显现，与发达国家的金融一体化过程不断加速，日本变成了一个高度金融化的开放经济，跨境资产和负债超过了 GDP，但此时基本面因素对日元国际化的支持力度已经开始下降了。

Kim 和 Suh（2011）指出，对于韩元来说，其国际化冲动一是不满足于韩元的国际结算比例远远低于其在全球产出、贸易和金融中所占份额，二是受制于美元短缺。但是作为小型开放经济，韩元国际化给韩国国内金融市场和货币政策带来的负面影响不容忽视。这主要是由于小国货币国际化的困难在于国家规模太小造成的市场波动性及其给宏观经济造成的冲击。因此 Park 和 Shin（2011）提出通过区域货币和金融合作来推动东亚货币的国际化。同样作为小型开放经济，新元在这个问题上则是一个典型的例外。由于新加坡金融管理局一直使用汇率作为货币政策的工具，因此他们并不积极推动新元的国际化。与此同时，新加坡一直在推进金融自由化，只不过对境外金融机构的新元贷款一直保持着管制。印度尼西亚在亚洲金融危机以后加速了金融开放，实现了资本项目和经常项目的自由兑换，但是印度尼西亚卢比在国际结算中的比重依然很低。本来想通过本币国际化来吸收外部冲击，但是韩国类似，却由于印度尼西亚卢比的市场太小而造成汇率的过度波动，不得不通过限制投机者进入外汇市场交易，限制对非居民贷款和衍生产品交易的方法来维持在金融自由化条件下的汇率稳定。相比之下，澳元的国际化经验总体是成功的，极大的帮助了宏观经济管理，促进了金融市场的活跃，推动了商品市场和劳动力市场的改革，因而也提高了澳大利亚的居民福利和生活水平。而对比澳元和印度卢比的国际化可以发现，澳元国际化的经验证明货币国际化是一个需求推动的渐进过程，而印度的经验则从反面证明了货币国际化不能

¹² Moss（2011）认为，正是由于马克在欧元诞生前就已经开始充当国际货币的职能，因此欧元从诞生之日起就是国际化的货币，也没有给国际货币市场带来很大的冲击。

是在一天内作出决定的政策；货币国际化不能仅以国际化本身作为目标，会涉及很多国内的改革。在当时，澳大利亚也面临和今天新兴市场类似的外汇压力、外部冲击、经济波动和通货膨胀以及金融压制，但是他们首先完成了国内改革，从而保证了澳元国际化的成功。更重要的启示在于，浮动汇率和资本项目开放并不必然导致经济波动，但是在危机中，货币国际化可能会放大波动和金融脆弱性。对于澳大利亚来说，浮动汇率会减轻外部冲击和产出波动，货币国际化则会平滑贸易冲击，维持内部平衡。而对于印度来说，货币国际化却增加了他们货币政策的难度。

总之，这些国家货币国际化的经验表明，成功的货币国际化肯定滞后于实体经济的发展；货币国际化尽管需要国内政策先行的次序配合，而且主要应该是一个市场需求推动的过程，政策的核心在于营造一个环境而不是直接推动。更重要的是，一个国家货币的国际化可能仅仅意味着其作为国际标价货币和结算货币，而不一定涉及到价值储藏功能而直接影响到国际货币制度。

二、货币国际化的直接动因一般与国际货币制度改革无关

尽管一些中等经济规模或小国货币的国际化可能主要是出于抵御第三方汇率风险的考虑而对国际货币体系影响不大，但是其动因从根本上说还是出于对现行国际货币制度的不满。至于具有系统重要性国家货币的国际化，尽管他们也很可能是出于同样的目的，但是由于这些货币的国际化对国际货币制度具有潜在的冲击可能，因而往往更受关注。马克、欧元和日元如此，人民币也一样。

那么，当前的国际货币制度又出了什么问题而使货币国际化问题受到广泛关注呢？而货币国际化自身的动因、含义和目的又是什么呢？

1、国际本位货币功能的内在困境

按照一般的定义，国际货币体系可以被归纳为国际本位货币的决定，汇率决定以及国际收支调节等三方面的内容¹³。这三方面的相互作用使得各国的国际收支能够应对时常出现的顺差和逆差状态，能够相互累积债权和债务，但是最重要的则是能够提供一种自动的均衡机制使各国之间的国际收支趋于平衡。从国际关系的角度看，国际

¹³当然与国内货币一样，国际货币制度也应该包括提供足够的清算手段和稳定的价格标准等一般货币的基本功能。这些问题对于国际货币制度的正常运行同样是至关重要的，只是在这里我们暂时不过多的强调。

货币制度是有关储备货币、汇率和国际收支调节的惯例和规则，是一系列正式的和非正式的制度安排与国际机制。在这个问题上，经济学要解决“应该是什么”的理性问题，而政治学要解决在既定权力结构下“最终什么是”的选择问题。但是无论如何，一个有效且稳定的国际货币体系必须提供清偿能力、信心维持与合理调整的功能。如果说前两个是技术问题，那么后者就是一个政治经济学问题¹⁴。如果说货币国际标价和结算功能可以建立在双边关系上，那么国际货币制度则是一种典型的多边国际关系。

金本位作为最初的国际货币体系是自由竞争时代唯一可靠，是能够得到社会普遍信任和承认的货币形式。但是正如凯恩斯所言，金本位是一种人类不能控制自身货币供给的野蛮制度，而且将交易手段固定在有限的贵金属上显然不能适应经济发展对货币供给的要求。布雷顿森林体系的崩溃说明即使是变形的金汇兑本位也无法适应现代经济的发展，因此过渡到管理本位是不可逆转的。但是，特里芬两难会给主导货币国家带来的挑战。布雷顿森林体系的崩溃说明依靠美国一国的国力来克服特里芬两难的局限性，而特里芬两难在后布雷顿森林体系中并没有得到根本的解决，当前美元本位依然是一种无可奈何的选择。而且由于惯例取代了规则，外部约束下降，在面对衰退冲击的时候，美国可以基于国内经济需要实施宽松的货币政策而损害美元作为国际货币的信誉，从而可能带来国际货币制度的危机。

在全球金融危机的冲击下，美国经济不争的衰落正在开始动摇维持既有国际货币制度的经济基本面，而问题的核心则在于美国国内政策目标与美元国际责任之间的冲突¹⁵。

2、通过货币国际化来实现多元化的国际货币制度改革不解决原有问题

一般认为，在金融危机以后，美国超常规量化宽松货币政策在对内提供流动性的同时也意味着提供了国际流动性，美元的贬值也就威胁到了美元作为国际货币的价值稳定功能，从而影响对国际货币制度的信心。Jeanne（2012）认为，即使美元的国际货币地位在近期内不会因此被取代¹⁶，但是美元国债超低的收益率水平也会影响其储备货币的地位。这是因为尽管外汇储备管理的首要原则不是收益率，但是如果实际收益率始终为负，也必然动摇美元作为国际储备货币的地位。至少在此时，以一些币值

¹⁴这主要是因为如何选择调整方案？如何确定调整方案的合理性？应该是顺差国还是逆差国应该承担主要的调整责任？这一系列问题的最终决定背后都是权力的较量。

¹⁵如前所述，这种冲突也存在于所有国际化货币中，因此才有超主权货币的提议。

¹⁶事实上，在金融危机以后，每当国际金融市场出现动荡，美元资产总表现出避险货币的效应。

稳定的大国货币标价的资产就可能成为外汇储备的投资对象，从而在事实上分享美元作为国际储备货币的地位¹⁷。

Chinn 和 Frankel (2005) 认为欧元超过美元成为国际储备货币的可能性主要取决于两个因素：第一，英国和其他足够多的欧盟成员能否加入欧元区？从而使其经济规模超过美国；第二，美国的宏观政策是否会威胁对美元稳定的信心，从而给欧元的崛起提供机会。从金融危机和欧债危机以后的情况看，美元的稳定受到了置疑，但欧元本身也面临挑战。Benassy-Quere 和 Pisani-Ferry (2011) 指出，国际金融危机以后国际货币制度改革再次成为一个热点问题，美元的国际货币地位开始受到挑战。尽管人民币还没有实现完全可兑换，但是国际货币体系已经开始向一个人民币和欧元很可能与美元分享国际货币地位的方向转变。Zandonini (2013) 则相信一定会有一个多元化的国际货币制度与多极化的世界经济相适应。而 Subacchi (2012) 进一步提出，一个多元的国际货币体系固然会分担原本由一个主导货币国家承担的所有矛盾和压力，但是由于特里芬两难依然存在，所以在多元化的国际货币制度中可能会出现寡头竞争式的共谋，也可能出现主导货币国家之间的货币战，最终带来的新问题。

显然，尽管大家都看到了改革现行国际货币制度的必要性，但是多种国际主导货币并存的国际货币制度依然存在问题，也不解决原有的问题。因此，多个国家的货币国际化和国际货币的多元化不一定是国际货币制度改革的出路。

3、货币国际化的直接动因是规避外汇风险

历史经验已经证明，国际货币的更替和国际货币制度的改革不是在短期内就可以完成的。而且，尽管当前的美元本位出现了问题，但是从最基本的经济规模因素来看，支持当前国际货币制度的基本面因素还没有发生根本性逆转。美国的衰落还在继续，但不一定已经到了临界点，学术界也存在有关美国在未来是否持续衰落的不同看法（王辑思等，2011）。此外，国际货币制度的变革还涉及权力博弈等国际政治因素。从 IMF 份额改革的进程与全球 GDP 格局的差异中就不难发现，单纯 GDP 指标肯定不是支持国际货币转换的唯一因素。因此，在未来相当一段时间内，美元还很可能继续维持其国际货币的地位。

不可否认的是，当前的美元本位的确也存在不少问题，但是当前各国所面临的最

¹⁷ Eichengreen (2009) 指出，在一战前后英镑与美元转换的过渡期，就出现过国际货币的多元化的情况，而且这个过渡期至少有 20 年之久。

直接挑战就是美元币值波动给各国经济带来的外部冲击，而这种情况在全球金融危机以后变得更加明显和紧迫。

事实上，即使在金融危机冲击以前，对于无力依靠自身力量改变国际货币制度的国家，如澳大利亚、韩国、印度、南非和印度尼西亚等国，就已经试图通过推进本币的国际化来克服当前国际货币制度给他们带来的汇率风险了。尽管在国际货币三大功能之间具有内在的联系，难以完全分割，但是，出于规避汇率风险，稳定贸易收支和外汇储备的考虑，这些国家的货币国际化更关注其作为标价货币和结算货币的功能，不一定涉及国际储备货币的职能。从这个角度看，货币国际化的基本含义就应该是本币在国际上的使用与本国在全球贸易和投资中的地位相适应。

由于中国迅速增大的经济规模，人民币国际化问题由于对改变现存美元本位存在潜在冲击的可能性而广泛受到特别的关注也就在情理之中了。但是，我们对人民币国际化的研究视角却不能因此而盲目的舍近求远。

三、对人民币国际化的再思考：明确有限目标，稳健和可控

作为全球第二大贸易国，美国国债市场上的最大投资者，外汇储备最多，同时也是仅次于德国的贸易依存度最高的大国，中国在金融危机后所面临的挑战无疑是前所未有的。如何应对这个现实挑战显然比改革国际货币体系更紧迫。从决定国际货币的三大因素看，中国的 GDP 与美国相比还有明显的差距，金融市场更比不上美国，只有货币的稳定性表现不错，但是输入性通货膨胀影响和依赖出口的经济结构使得中国物价稳定时时受到威胁。在这种情况下，着眼于拓展人民币跨境结算比着眼于国际货币改革的人民币国际化是更现实，也是更紧迫的课题。

1、成本和收益的比较说明跨境交易人民币化应该优先于人民币国际化

进行成本和收益分析几乎是国内外所有论述人民币国际化的文章都不能回避的问题。从自身研究的需要出发，每个学者也有不同的强调重点和表述形式，但一般可以做如下归纳：

人民币国际化的好处包括：第一，人民币国际化意味着我国企业在国际交往中可以使用人民币进行计价和结算，从而降低汇率风险，促进国际贸易和对外投资；第二，由于国际贸易和对外投资的结算不再需要转化为国际主导货币，因此企业可以节约交

易成本；第三，由于人民币就是国际储备货币，因此可以摆脱外汇储备管理的难题¹⁸，解决新兴经济体不得不面临的汇率“原罪”困境，从而有助于抵御外部冲击，提高金融稳定性；第四，倒逼国内以市场化为导向的经济改革和金融开放，提高国内金融机构的效率；第五，促进国内金融市场的发展，提高我国在全球市场上的定价权，推动国际金融中心的建设，增强人民币的声誉；第六，有助于建立一个更加平衡和稳定的国际货币体系；第七，取得铸币税收入。

人民币国际化的挑战包括：第一，将面对所有国际主导货币都将面对的国内政策与国际政策之间的冲突，即特里芬难题。在不得不承受国际收支逆差和资本外流的同时还必须保持人民币汇率的稳定，可能由此造成国内紧缩和衰退的压力，使货币政策决策常常面临两难的取舍和权衡；第二，对人民币需求的判断将更加复杂，既要考虑国内因素又要顾及国际影响，增加货币政策执行难度；第三，在条件不成熟的情况下因推动人民币国际化而不得不加速国内金融市场的开放与改革可能带来新的风险；第四，冲击现有国际货币制度中的各类既得利益，给中国的和平崛起带来新的挑战 and 阻力。

就人民币国际化的收益而言，我们认为，前两点是我们可以得到确定收益。第三点则取决于人民币能否成为全球唯一的储备货币。这显然这是短期内难以实现的。能够在中期内使人民币成为多元化的国际储备货币之一就已经是一个令人瞩目的成就了，而即使人民币作为国际储备货币之一，我们仍然会面对外汇储备管理的难题和汇率“原罪”。第四点是可能收益，但同时也是风险和挑战，最终结果取决于我们的政策。第五点与第三点相似，只要人民币不是唯一的国际储备货币，我们能得到的最多只是分享而不是完全实现。第六点实际就是国际货币制度改革本身。毫无疑问，中国作为一个负责任的大国应该积极参与国际事务，提供有益的建议，不断完善国际制度，但是前面的分析已经表明，国际货币制度的改革不是短期就可以完成的艰巨任务，不是中国自身或某些双边机制能够解决的问题，而是需要国际社会共同做出持久的建设性的共同努力，对于解决中国当前面临的挑战和困境并没有直接裨益和帮助。最后需要说明的是，中国作为一个正处于高速发展时期，贸易顺差巨大，外汇储备增长迅速，获取国际铸币税不应该成为推进人民币国际化的理由。

从人民币国际化的成本来看，特里芬难题是一个没有解的挑战，美国也只能依靠

¹⁸在中国即将跨入老龄社会的时候，如何确保外汇储备的保值也同样重要。而美国量化宽松政策恰恰使中国的外汇储备管理面临严峻的挑战。

其国力及其对全球金融的影响，狭其政治和军事影响来维持各国对美元的信心。即使如此还依然难以为继。而且对于美国来说，维持其在全球的霸权地位作为国家战略的一部分，愿意并有能力为此付出代价。而对中国来说，不仅经济实力和金融市场还不具备美国的实力，而且中国也没有争取全球霸权的野心，没有必要也没有能力为此付出不必要的代价。相反，对于中国来说，立足国内经济发展是根本，特别是在努力扩大内需，培育国内市场的情况下，必须将政策重心放在国内。另外，中国改革开放 30 年，与美国近百年的宏观经济管理经验和水平还有差距，如果贸然因为人民币国际化而提高自身货币政策的执行难度，在依然作为发展中国家的时候就在宏观经济政策决策中过多的承担国际责任显然也是不合适的。也正是由于中国应专注国内经济发展，实现和平崛起，也没有必要因为推动人民币国际化而使自己面临更恶劣的国际环境。

因此，中国不仅在当前推进人民币国际化的必要性和条件尚不成熟，而且可以说在未来相当一段时间内我们也不应该将人民币国际化作为政策重点而在其他方面做出妥协和牺牲。相反，为了加快中国经济的开放和全球化，并且在此过程中能够有效应对当前和未来可能的外部冲击，降低我国企业所面临的汇率风险，帮助企业节约外汇交易成本，促进国际贸易和对外投资，在我国对外经济活动的跨境结算中积极推进人民币化却是紧迫的要求。具体的说，就是要使人民币结算额与我们的对外实体经济活动规模（首先是贸易，其次是实体经济投资）相适应。

总之，我们必须保持理智的心态，客观判断国内和国际形势，明确问题并有针对性的提出解决方案，而不应该好高骛远的盲目追求人民币国际化。

2、在岸市场发展与改革和人民币离岸市场扩张：应稳健可控

尽管人民币国际化可能会带来很多的风险和挑战，需要很多的前提条件，但是在国外文献中讨论最多的还是国内金融市场的发展、利率和汇率形成机制的市场化改革以及与此密切相关的资本项目自由化问题。在 2011 年下半年人民币跨境结算额增长放缓以后，国内学者对人民币国际化的分析也更多的是从这个角度展开的。

不论是人民币国际化还是跨境交易人民币化，境外人民币存款必然上升，而境外金融机构手中人民币存款的最终出路就一定是持有境内的人民币资产。这与我们持有美元外汇储备的最终投资方向一定是美国国库券等美元资产一样。因此，一旦境外人民币存量上升，必然形成对人民币资产的投资需求，必然要求在制度上方便境外人民

币流入。而此时，资本项目自由化就是不可避免的了¹⁹。反过来说，没有顺畅的人民币回流机制也必然抑制境外人民币存量的增长。一个发达的离岸市场需要一个发达在岸市场的支撑。

但是，我们必须承认的是，首先，中国的资本市场规模还远远低于美欧日等发达国家，容易受到国际投机冲击而影响稳定，债券市场的发展更是落后，市场流动性相对不足，定价效率也存在问题，难以吸引和接纳大量的境外人民币回流；其次，对资本项目的管制无疑也在制度上限制了境外人民币的正常回流；最后，由于利率的市场化水平还有待提高，境内和境外的市场利差也会给人民币国际化带来不必要的扰动和错觉。这三个条件是货币国际化的先决条件，而货币国际化本身并不会自动具备这三个先决条件。成熟的资本市场、资本项目自由化和利率市场化甚至也不是伴随经济发展自动出现的。必须看到，2009年以来国际学术界对人民币国际化的最初关注只是对中国经济和贸易高速扩张而带来观念冲击的自然联想，而从历史经验来看，货币国际化决不仅仅只有GDP或对外贸易量一个决定因素，经济开放和市场化才是更深层次的必要条件。

从2009年中国开始推行人民币跨境结算以来，在人民币升值预期的推动下，特别是因在岸和离岸人民币利率市场化水平不同而存在利差的情况下，套利和套汇驱动强烈，跨境结算额，特别是通过境内进口结算而对外支付的人民币相比境内出口结算而获得的人民币相比一度呈现出快速增长²⁰。但是，随着境外人民币存量的上升，境内和境外人民币利率差价开始下降，与此同时，由于市场也普遍预期人民币汇率开始接近其均衡水平，因此到2011年下半年，人民币跨境结算额的增长又出现了明显的减速。而2014年初人民币的小幅贬值所招致的强烈市场反应都暗示着境外人民币存量的超快速增长很可能无法仅仅从实体经济需求本身得到解释。

Maziad 和 Kang（2012）使用多变量矩阵 GARCH 模型对中国大陆和香港数据进行的分析表明，不论是在现货市场还是期货市场，抑或在现货市场和期货市场之间，在岸市场与离岸市场都存在相互影响。因此他们认为在岸市场的金融深化和自由化步伐至少应该与离岸市场的发展相适应，才能防止离岸市场对在岸市场可能产生的冲击。

¹⁹ 几乎所有的国内外学者都认为中国在维持资本管制的情况下推进货币国际化的做法是前所未有的实践。

²⁰ 有观点认为，货币国际化作为向境外提供清偿手段的过程，在开始阶段一定会呈现本币流出大于流入的情况，也有人指出由于进口商相对出口商具有更强的议价能力，因此在货币国际化的过程中，在贸易结算中的本币流出会持续的高于本币流入。

正是由于在岸市场与离岸市场的相互影响，离岸市场发展后人民币回流对资本项目管制的冲击是我们在推进人民币国际化过程中必须预见到的问题。从这个意义上说，与其说是以人民币国际化倒逼国内金融改革，不如说是国内金融改革必须跟上离岸市场发展的速度问题。这意味着国内的金融改革与发展可能将不再是根据客观条件的成熟情况可控的进行，而将面临被迫加速的局面，从而给宏观经济稳定带来不必要的风险²¹。如果我们仅仅立足于为人民币跨境结算提供必要的政策支持并努力杜绝境外对人民币的投机需求²²，那么即使存在利差和人民币升值预期，总的结算额也不会超过境外对人民币实体经济需求太多²³，因而由此带来的冲击大致就是可控的，从而因境外人民币回流而给国内金融改革与发展带来的压力也是可控的。当然，这不是说我们就可以因此在国内金融改革与发展的问题上止步不前，相反，应该珍视机遇，稳健的推进改革与发展。

3、从人民币跨境结算到人民币国际化：理性权衡，坚持市场推动的原则

国际货币制度改革是一个长期问题，而人民币国际化意味着人民币作为国际货币发挥功能，因此属于国际货币制度改革的一部分。但是，单纯的人民币国际化并不能改革国际货币制度，因为国际货币制度是多边的惯例和规则，也不是通过中国一方努力就可以完成的。从当前的国际经济形势和中国经济增长所面临的挑战来看，更紧迫需要的是降低企业汇率风险和外部冲击，而通过跨境交易的人民币化也可以实现人民币国际化在和交易成本方面的好处。另外，人民币跨境结算是中国与交易对手国的双边谈判问题，与国际货币制度改革这样一个多边国际问题有着本质的差别。因此，专注人民币跨境结算符合先易后难的原则。

随着中国经济规模和对外贸易的发展，特别是人民币币值的相对稳定，人民币跨境结算已经具备了市场需求，政府的作用主要是在尽量控制投机的同时放开相应的政策约束，更积极一点则是通过建立和扩大央行之间的货币互换以增强市场信心、扩大诸如人民币与日元和人民币与澳元的直接交易的种类以及完善境外人民币结算的基础设施等措施来优化环境，间接促进跨境结算，而不一定需要直接的推动政策。

当然，促进人民币跨境结算，让人民币开始充当国际标价货币和结算货币的功能

²¹ Yu Yongding (2013) 对资本项目自由化的风险做了充分的分析。

²² 如前所述，在这方面虽然会有成本，但也并不是没有国际经验以资借鉴。中国的经验本身也证明了资本管制的有效性，也得到了国际组织的认同。

²³ 从理论上说，即使境外对人民币所有的实体经济需求都在金融市场上有效对冲风险，境外人民币需求也不会超过实体经济需求的两倍。

也必然涉及到人民币作为储备货币的问题，但是在这个阶段，它还不是我们目前关注的首要问题。而且从理论上说，即使人民币还不是国际储备货币，不能用来满足货币价值储藏的预防性需求，但是只要尽量保证境外人民币需求的真实性，能够给境外金融机构提供境外人民币回流渠道，人民币就依然可能作为结算货币满足真实的贸易和投资需求，也不会对在岸金融市场形成太大的冲击。另外，我们还应该明确的是，推动人民币跨境结算所关注的重点应该主要集中于让人民币在私人部门发挥国际货币的功能。这首先是货币真实需求的替代问题而不是储备货币问题，是标价货币问题而不是货币的汇率锚选择问题。通过在私人部门扩大人民币的国际货币功能也符合货币国际化过程应该是市场驱动这个规律。

当然，人民币跨境结算本身是人民币国际化的必然起点，所以我们在此所谈论的人民币国际化的含义仅仅限于跨境交易的人民币化，是让人民币在中国的国际贸易和对外投资结算中所具有的地位的作用与中国在亚洲和世界范围内所占有的权重相适应，而不会试图去贸然取代美元或欧元的国际货币地位，因此不会给当前的国际货币制度和国际经济关系造成新的冲击和动荡，更不能因此打乱国内改革和发展的步骤和次序。

参考文献:

Agnès Bénassy-Quéré and Jean Pisani-Ferry. What International Monetary System for a Fast-Changing World Economy? [R]. Bruegel Working paper, June, 2011

Battellino, Ric and Michael Plumb. A generation of an internationalised Australian dollar [R]. BIS Papers No.61. 2011.

BIS. Currency Internationalisation: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific [R]. Proceedings of a Joint Conference Organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 19–20 March 2009, BIS Papers No.61.

Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? [R]. NBER Working Paper, No. 11510. 2005.

Djaafara, Rizal A. Internationalisation of currency in East Asia: implications for

regional monetary and financial cooperation [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Eichengreen, Barry. The Irresistible Rise of the Renminbi [R]. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-irresistible-rise-of-the-renminbi>, 2009.

Eichengreen, Barry. The Renminbi as an International Currency [J]. *Journal of Policy Modeling*. 2011(7): 723-730.

Eichengreen, Barry and Marco Flandreau. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-39 [R]. BIS Working Papers No.328. 2011.

Frankel, J. Internationalization of the RMB and Historical Precedents [J]. *Journal of Economics Integration*, 2012(3): 329-365.

Guinigundo, Diwa C. Comments on Shyamala Gopinath's paper "An Internationalised Rupee?" and Ric Battellino's paper "A Generation of an Internationalised Australian Dollar": A Journey through Time [R]. BIS Papers No.61. 2011.

He, Dong and Robert N McCauley. Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues [R]. BIS working papers No.320. 2010.

Ito, Takatoshi. China as Number One: How about the Renminbi? [J]. *Asian Economic Policy Review*, 2010(5): 249-276.

Ito, Takatoshi. The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls [R]. 中国发展研究基金会与美国外交关系委员会 (the Council on Foreign Relations) 主办的“人民币国际化”研讨会会议论文, 2011年10月31日—11月1日, 北京

Jeanne, Olivier. The Dollar and Its Discontents. Peterson Institute for International Economics [R]. Working Paper Series, WP12-10, May 2012.

Kenen, Peter B. Currency Internationalization: An Overview [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Kim, Kyungsoo and Young Kyung Suh. Dealing with the Benefits and Costs of Internationalisation of the Korean Won [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Kroeber, Arthur. China's Global Currency: Lever for Financial Reform [R]. Brookings-Tsinghua Center for Public Policy, Monograph Series Number 3, February, 2013.

Krugman, Paul. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect [R]. In

Exchange Rate Theory and Practice, edited by John Bilson and Richard Marston (Chicago: University of Chicago Press): 261-78. 1984.

Maziad, Samar and Joong Shik Kang. RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links [R]. IMF Working Papers, No.133. 2012.

Moss, Frank. The Euro: Internationalised at Birth [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Park, Yung Chul and Kwanho Shin. Internationalisation of Currency in East Asia: Implications for Regional Monetary and Financial Cooperation [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Peng, Wensheng and Chang Shu. Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi [R], Palgrave Macmillan, 2009.

Prasad, Eswar and Lei (Sandy) Ye. The Renminbi's Role in the Global Monetary System [R]. Global Economy and Development at Brookings, February, 2012.

Subacchi, Paola. All Change, ... or Not? The International Monetary System in Transition. International Symposium on IMS Reform and Internationalization of RMB [R]. China Society of World Economics, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai, 27 September 2012.

Subramanian, Arvind. Renminbi Rule: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition [R]. Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series, WP11-14, September 2011.

Takagi, Shinji. Internationalising the Yen, 1984–2003: Unfinished Agenda or Mission Impossible? [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Waiquamdee, Atchana. Progress towards Internationalisation: the Korean and Singaporean Experiences [R]. BIS Papers No.61. 2011.

Yu, Yongding. The Temptation of China's Capital Account [R]. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-risks-of-easing-china-s-capital-controls-by-yu-yongding>, 2013.

Zandonini, Myriam. Multiple Currencies for a Multipolar World: All Change ... or Not? [R]. Chatham House, April, 2012.

王辑思等. 未来 10 年的中国与美国 [R]. 国际经济评论, 2011 (3) : 15—20

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

