

加入 SDR 之后人民币国际化面临的挑战与应对策略

2009年4月，中国央行开始推动跨境贸易的人民币结算试点，人民币国际化的大幕就此拉开。过去六年多时间以来，人民币国际化在以下三个维度取得了显著的进展。一是跨境贸易与投资的人民币结算。截至2015年前三季度，中国对外贸易总额的将近四分之一已经用人民币来结算。人民币在全球结算货币中的排名稳居第4至5位。二是人民币离岸市场的发展。截至2015年11月底，离岸人民币存款存量已经接近两万亿元，其中香港的人民币存款达到1万亿元。三是中国央行与其他央行签署的双边本币互换。截至2015年11月底，中国央行已经与近30个央行签署了总额约3万亿元的双边本币互换。2015年11月30日，IMF宣布将人民币纳入SDR货币篮，这无疑是国际社会对人民币国际地位的一种承认，是人民币国际化六年多时间以来取得的重要成就。

然而，自2014年以来，人民币国际化的速度似乎显著放缓，这突出表现在离岸市场上人民币存款停止增长甚至有所下降、人民币金融产品发行规模有所下降之上。若干证据表明，人民币国际化似乎已经进入了一个“平台期”。当前乃至未来几年，人民币国际化进程面临着哪些主要挑战？中国政府又应该如何应对这些挑战呢？

本文试图回答这两个问题。

在国际金融市场上的主要储备货币（美元、欧元、英镑、日元、人民币、瑞士法郎等）之间，存在着一个持续的重复博弈过程。换言之，一种货币国际地位的上升，通常伴随着另一种货币国际地位的下降。事实上，2009年至2013年人民币国际化的突飞猛进，与美元国际地位的相对下降密切相关。而2014年以来人民币国际化进入平台期，恰好也与美元国际地位进入新一轮上升周期密切相关。

因此，**人民币国际化面临的挑战之一，是美国经济持续复苏造成的美元国际地位上升。**尽管本轮全球金融危机起源于美国，但由于美国政府在危机后及时实施了大规模财政货币救市政策，再加上美元与美国金融市场的独特地位，造成美国经济的复苏早于且优于其他发达经济体。在2014年，美联储陆续退出了量化宽松政策。在2015年12月14日，美联储宣布首次加息。而在未来几年时间内，美联储可能以每年3至4次的节奏不断加息。美联储退出量化宽松以及步入加息周期的行为，已经并将继续造成美元对全球其他货币强劲升值。换言之，美国利率的上升以及美元汇率的升值，将会提高美国金融市场与美元对全球投资者的吸引力，这会造成美元的国际地位在未来几年相对上升，而这无疑会对包括人民币在内的其他国际货币产生负面冲击。

人民币国际化面临的挑战之二，是中国经济增速持续下行及其导致的人民币降息与人民币贬值压力。过去几年间，随着传统增长动力的衰减以及经济结构的转型，中国经济增速已经从9-10%降至目前的6-7%。人口老龄化压力、资本投资效率的下滑以及全要素生产率增速的下降意味着中国经济潜在增速的下滑。为了应对宏观经济下行。自2014年11月以来，中国央行已经6次下调存贷款基准利率、4次下调法定存款准备金率，并通过逆回购、MLF、PSL等工具向经济体内注入流动性。人民币利率的下调一方面降低了对全球资金的相对吸引力，另一方面也使得人民币汇率面临下行压力。尽管当前中国仍存在经常账户顺差，但非储备性质的资本与金融账户逆差已经显著超过了经常账户顺差，这导致在外汇市场上人民币兑美元汇率面临持续贬值压力。自2015年8月11日汇改以来，人民币兑美元汇率的中间价已经由1比6.1左右贬值至1比6.45左右。在美元加息与升值的背景下，人民币降息与贬值无疑会降低后者对全球投资者的吸引力，而这自然会导致人民币国际化的速度放缓。此外，当前人民币兑美元汇率存在一定高估，但中国央行出于多方面考虑，不愿意让人民币兑美元汇率一次性大幅贬值，这就导致市场上出现了持续的人民币贬值预期。在人民

币贬值预期得以转变之前，外国投资者持有人民币资产的动力就会趋弱。

人民币国际化面临的挑战之三，是中国金融体系的潜在风险正在上升，这增加了外国投资者投资中国金融产品所面临的不确定性。当前中国金融体系的主要风险主要表现为：一是企业部门负债太高，如果不能妥善应对，未来可能陷入债务—通缩螺旋。根据不同的估算，中国企业债务占 GDP 的比重约在 130%–170%左右，这在全球大国中是最高的。在未来内外需持续低迷、产能过剩凸显的背景下，企业部门去杠杆是必然的趋势，而这无疑将会造成银行体系的坏账显著增加。目前企业高债务与 PPI 持续通缩相互交织，企业去杠杆会加剧通缩，而通缩反过来会增加企业实际融资成本，从而进一步推高企业负债。如果不能通过货币政策等工具的调整来妥善应对，未来中国经济可能陷入企业债务与通货紧缩相互交织相互加强的循环；二是房地产市场持续下行。尽管目前一线城市的房地产市场有所反弹，但二、三、四线城市房地产市场的下行压力依然巨大，关键在于商品房库存太多，而消化库存非常困难。如果不能通过一些创新方式（例如地方政府收购商品房，将其转为保障性住房等）来消化库存，那么未来几年全国房地产市场可能继续下行，这不仅会加剧金融体系面临的风险，而且会加剧地方政府预算压力；三是地方政府债务高居不下，未来解决前景仍面临不确定性。尽管目前通过 43 号文的地方债置换来处理地方政府债务取得了一定进展。而当前的地方债置换方案事实上损害了商业银行资产负债表的资产端质量（地方政府发行低收益率的地方债，摊派给商业银行购买，而非对非银行之外的主体发行），如果大规模推广的话，商业银行的压力将会雪上加霜。综上所述，在上述三大潜在风险得以妥善处理之前，外国投资者可能对投资于中国金融产品抱以谨慎态度。

综上所述，在全球货币重复博弈的背景下，最终决定一国货币国际地位的，仍然是该国经济与金融的基本面。从这一意义上而言，货币国际化最终是市场选择的结果，政府人为推动的作用终究有限。因此，人民币国际化要在加入 SDR 之后更上一层楼，超越日元与英镑成长为全球第三大国际货币，就必须高度重视与正面回应上述挑战。

首先，中国政府应该克服既得利益集团阻力，大力推动供给侧改革，提振中国经济的潜在增速，从根本上增强全球投资者对中国经济的中长期信心。对当前的中国经济而言，传统扩张性财政货币政策的效力已经比较有限，关键是看能否尽快推动包括国企改革、土地改革、服务业开放、要素市场改革等在内的供给侧改革（也即所谓的结构性改革），唯有这些改革才能激发微观主体的活力与创新，提振

全要素生产率与中国经济的潜在增长率。供给侧改革的前景既是中国经济能否成功翻越中等收入陷阱的关键，也是人民币国际化能否更上层楼的关键。

其次，中国政府应该通过多种手段来应对当前中国金融体系面临的潜在风险，避免系统性金融危机的爆发。对企业部门债务而言，一方面应该通过进一步的降准降息来缓解实际融资成本的上行，另一方面也需要考虑通过债务重组来提高债务的可持续性。对房地产市场而言，中国政府应该通过一些创新方式来消化二三四线城市的商品房库存，例如政府以合理价格从房地产开发商手中收购商品房，再将其转化为保障性住房，又如大力推进公积金房贷证券化时点等。对地方政府债务而言，一方面应该通过财税体制改革（财权与事权更加平衡）来给地方政府开源，另一方面应该引入市场化的债务重组方式。由于未来几年商业银行体系的坏账大规模上升是大概率事件，中国政府应该未雨绸缪，引入多方协调处置银行坏账的方式，避免最终政府全额买单。

再次，中国政府应该继续推动人民币利率、汇率形成机制改革，以及更加审慎地开放资本账户。对利率改革而言，目前的重点在于尽快确定新的基准利率、建立利率走廊，以及通过加快债券市场发展来构建更加完善的收益率曲线。对汇率改革而言，目前的重点在于如何更加及时与有效地释放当前的贬值压力，同时又避免汇率超调。在当前复杂多变的国内外环境下，过快开放资本账户的风险巨大，中国政府应该充分吸收其他新兴市场经济体的经验教训，继续渐进、审慎、可控地开放资本账户，必要时应该加强对短期资本流动的监测与管理。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员）

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。