

可以采取一种双轨制的步骤，充分发挥境内、境外两个市场的作用，在境内实行有步骤、渐进式的资本账户下可兑换，逐步改善金融市场的运作效率，在境外充分运用香港的优势，尽快扩大人民币证券市场规模，创造人民币走向国际化的成熟条件

双轨制推进人民币国际化

李稻葵 刘霖林

货

币的国际化是指一国货币在发行国之外的运行。人民币国际化的含义包括三个方面：第一，是人民币现金在境外享有一定的流通度；第二，也是最重要的，是以人民币计价的金融产品成为包括中央银行在内的国际各主要金融机构的投资工具，同时，以人民币计价的金融市场不断上升；第三，是国际贸易中以人民币结算的交易要达到一定的比重。

尽管由于中国资本项目的管制以及人民币的不可自由兑换，目前人民币的国际化水准与美元、欧元、英镑和日元等当今世界的主要国际货币的差距还很大，但随着中国金融改革的不断深化和中国开放程度的不断加深，人民币的国际化程度必然会越来越高。现今，人民币国际化已出现一些早期的应用形式：在中国与周边国家贸易中已经运用人民币作为结算货币，中国周边很多旅游目的地的商店已经接受人民币作为交易货币，另外，2007年人民币债券首次在内地之外的香港发行。长期看来，货币可自由兑换是促使该货币在国际贸易和金融交易中起重要作用的客观需求，人民币的国际化不仅是完全可能的，同时也是中国和世界其他国家经济发展所需要的。

人民币国际化利大于弊

从中国长远的国家利益考虑，人民币国际化的好处远远大于其弊端。好处之一是中国货币在国际范围内发行量进一步提高，中国通过央行发行货币来获得一定数量的铸



币收入。另一个好处是大大减少中国国际收支的波动。第三个好处是外贸企业的结算和成本以人民币计价可以降低汇率风险。

当然，长远来看，人民币成为国际货币时，中国政府或多或少将承担一部分平抑世界经济波动的责任。设想未来中国的主要贸易伙伴出现较大的经济衰退，那

么，中国货币当局在制定货币政策时，就不可避免地要考虑其他国家情况，比如，通过提高人民币利率，或紧缩人民币发行，使邻国货币贬值，从而帮助邻国走出经济衰退。这也是世界各主要央行出于自己狭隘的业务难度考虑，一般对本国货币国际化并不积极的原因。

人民币成为重要国际性货币前景广阔

我们总结了近40年来世界7种主要货币的国际化走势并结合计量经济学校验后发现，一国货币在各国央行外汇储备中的比重大小，首先取决于该货币发行国的经济规模在世界经济中的比重，其次取决于该货币平均的升值比重（以国际货币基金组织特别提款权SDR为基准），同时还取决于该货币的汇率波动程度。此外，货币发行国的资产市场规模、经济开放度也呈现出比较重要的影响。根据这一发现，我们推测，假如人民币实现资本项目下的完全可兑换，那么，人民币2007年在各国外汇储备中的比重可达7%左右；假如2020年之前人民币完全可兑换，那么，届时人民币在各国外汇储备中的比重将大幅度上升，达到17%，而美元将从今天的65%降到28%；人民币在国际债券中的比重也将提高到18%左右。总之，如果进一步推动人民币国际化的进程，那么，人民币未来15年将成为非常重要的国际性货币。

还可以从另一角度分析人民币国际化的前景：以欧盟为例（见图），从1999年开始，欧洲各国贸易中平均以欧元结算的比重在大幅度提高，由此可见，一国与其他国家结算的国际贸易币种，不仅与该国的国际贸易结构（比如该国与美国和欧洲的贸易比重）相关，而且与用于结算的国际货币的升值程度有关，当一种货币不断升值时，它在国际结算中的比重将不断提高，相反则会降低。根据这一结果，我们也可以进行人民币国际化的推算，以目前中国外贸中结算的美元比重75%左右为例来计算，如果美元未来若干年以每年2%的比重贬值，那么，美元在中国外贸结算中的比重将下降约6%；如果以3%的速度贬值，则会下降约9%（见表）。总之，从外贸结算的角度来看，人民币国际化的前景也非常广阔。

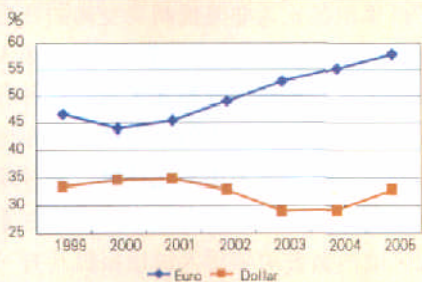
双轨制实现人民币国际化

人民币要实行国际化，根本要求是人

民币在资本账户下的完全兑换，即允许中国居民和企业自由将人民币转换为其他货币，到国外投资。这在短期内实行起来将会面临巨大的困难，因为中国的金融体系还不十分健全，这是中国体制改革过程中一种必然的、合理的制度安排。这种制度安排的原因正如斯坦福大学的麦金农教授反复指出的，是中国为了支持经济体制改革的进程，有意识让金融体制改革有所延后，以使政府在经济改革的过程中可以从金融体系获得铸币收入，同时从金融体系获得比较廉价的贷款，用于支持经济改革的成本。也可以说，中国经济改革成功的一个重要经验，就是在改革中实施了温和的金融压抑政策，一方面表现为中国商业银行的效率还不能跟国际接轨，另一方面表现为A股市场的股价居高不下，远远超出其他新兴市场，更超出成熟市场的股票价格水平。在这样的情况下，如果人民币匆忙实行可兑换，那么，大量货币有可能兑换为外币出走，这将对金融体系乃至整体经济造成重大冲击。因此，人民币国际化短期的步骤需要仔细研究。

根据中国经济的特点，我们认为，完全可以采取一种双轨制、渐进式的人民币

图 欧洲主要国家的国际贸易结算币种结构(1999~2005)



数据来源：《人民币国际化：经验研究及政策分析》李稻葵、刘森林

表 预期未来美元在中国外贸结算中的比重变化

目前美元在中国外贸结算中的比重	75%	80%	85%
美元的年度贬值率			
1%	-3.03%	-2.59%	-2.06%
2%	-6.06%	-5.18%	-4.12%
3%	-9.10%	-7.76%	-6.19%
4%	-12.13%	-10.35%	-8.25%
5%	-15.16%	-12.94%	-10.31%

数据来源：《人民币国际化：经验研究及政策分析》李稻葵、刘森林

国际化步骤。双轨制的第一个轨，是在中国境内要实行定向的、有步骤的、渐进式的、与中国金融改革同步的资本项目下可兑换的进程，这包括境外合格机构投资者计划(QFII)、境内合格机构投资者计划(QDII)和各种有步骤的资金对外开放等一系列措施。另外，可以考虑邀请海外高质量的企业如苹果、IBM、英特尔到A股市场发行人民币股票，使得一部分人民币兑换成美元流出境外，也由此改进中国公司的治理水平和资本市场的运作效率。

此外，还特别需要大力鼓励和推动外贸企业与境外贸易伙伴以人民币结算，为此有必要考虑对外贸企业的人民币汇率调期服务，即以较低的价格提供未来人民币收入按事先约定的汇率兑换为外币的服务，其目的就是推动有关企业以人民币结算。

双轨制的第二个轨是在境外，主要是在香港。选择香港作为人民币国际化是有其必然性的：首先，香港作为成熟的金融市场，对人民币的需求是市场化的；其次，香港作为相对独立的金融中心，完全可以较大力度地扩大以人民币计价的债券市场的规模，推进以人民币计价的股票市场，利用香港国际金融中心的优势，不断扩大以人民币计价的金融资产的规模以及交易水平。这种逐步扩大的、以人民币计价的金融交易，对于在条件成熟时加快人民币国际化进程将是一个极大的推动。为此，可以考虑在香港建立与当地资本市场规模相匹配的人民币外汇交易市场，但是，这一市场的规模应该受到一定限制，比如，规定参与交易者必须是人民币证券市场的交易者，而参与交易的额度受其证券市场的交易额度的限制，其目的是使这一市场不会对人民币政策造成重大冲击。

作者单位：清华大学经济管理学院、清华大学中国与世界经济研究中心

(责任编辑 方晓)