



张总编 李京京 林申 笔

务实推动跨境结算人民币化

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，我们不应盲目追求人民币国际化，而应致力于推进跨境结算的人民币化。

文/孙杰 编辑/孙艳芳

人民币国际化是近年来国内外学术界的一个热点话题，并且具有越来越明显的政策含义。但是，从文献演变、历史经验和现实利弊权衡的角度看，人民币国际化是涉及到国际货币制度改革的多边问题，而推进跨境交易的人民币化才是当务之急。

货币国际化的定义与历史

由于对人民币国际化的研究大多会与国际货币制度改革相联系，因此国内文献对人民币国际化的定义一般也就遵循了国际货币所应具有的交易媒介、价值尺度和储备货币方面的职能。然而这本身就是一个值得探讨的问题。

Kenen (2011) 指出，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。从这个角度看，货币国际化的核心是进入第三方之间的贸易结算，用来代替直接交易方本币的货



► 人民币跨境结算的推进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。

从国际经验看，韩国、新加坡、澳大利亚、印度尼西亚、印度和南非等国一度所追求的本币国际化也是要发挥本币在国际贸易中发挥计价货币和结算货币的功能。不过，由于这些国家规模较小，没有对国际货币格局产生影响，因而也没有引起广泛的关注。而在讨论人民币国际化的时候，不少国内外学者都不约而同地将人民币国际化与国际货币制度改革联系起来。这是因为，只有大国货币的国际化才可能对国际货币制度产生影响。这也是人民币国际化在国际上受到广泛关注的原因。

然而从历史经验看，货币国际化的过程不是可以在一夜间完成的，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。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。尽管美国经济总量在 1872 年就超过了英国，但那时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。一战以后，美国成了债权国，美联储的成立也为稳定美元和金融市场的发 展提供了前提。不过即使到了布雷顿森林体系时代，美元真正取代英镑，也还需要黄金的支持。因此，美元的国际化落后于美国的经济基本面因素 80 年之久。

德国和日本国内对马克和日元的国际化一直存在不同的看法，主要是担心国际化以后的升值过程将损害本国的出口。但是值得注意的是，马克的国际化是基于德国央行的独立和马克币值稳定的声誉，由市场力量驱动的过程；而日元国际化是在广场协议以后才开始加速，日本金融业也才得到发展，但由于泡沫经济重创了日本的实体经济，导致日元的国际化进程受阻。印度尼西亚卢比的国际化本意是应对外部冲击，但由于印度尼西亚卢比的市场太小，在国际

结算中的比重很低，结果反而造成汇率的过度波动。而澳元国际化的成功经验则表明，货币国际化尽管需要政策的配合，但主要是一个需求推动的过程，政策的核心在于营造一个环境而不是直接推动。货币国际化首先要求国内进行相应的改革，在岸市场的规模是至关重要的。

国际货币体系改革与货币国际化

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，尽管他们也可能是出于同样的目的，却由于这些货币的国际化对国际货币制度具有潜在冲击的可能，因而往往会与国际货币制度的改革联系在一起。马克、欧元和日元如此，人民币也一样。

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，而问题的核心就在于美国国内政策目标与美元国际责任之间的冲突。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，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。此时，一些币值稳定的大国货币就可能在事实上分享美元作为国际储备货币的地位。Benassy-Quere 和 Pisani-Ferry (2011) 指出，随着世界经济的多元化，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

币。这才应该是国际货币应该具备的关键特征，而储备货币职能并不是货币国际化的重点。Peng 和 Shu (2009) 对货币国际化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都主要是从交易媒介和价值尺度的角度展开的。

国际货币地位的方向转变。Zandonini (2013) 则明确表示, 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。对此, Subacchi (2012) 则指出, 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, 但也可能会出现寡头竞争式的共谋而给世界带来新的问题。

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, 但是支持当前国际货币制度的基本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, 更何况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

紧迫。从决定货币国际化的三大因素看, 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, 虽然货币的稳定性表现不错, 但是输入性通货膨胀的影响和依赖出口的经济结构也使这种稳定性时时受到威胁。在这种情况下, 着眼于人民币跨境结算比着眼于国际货币改革的人民币国际化更现实, 也更紧迫。

就人民币国际化的收益而言, 降低我国企业汇率风险、节约交易成本是我们得到的确定收益。能否借人民币国际化彻底摆脱外汇储备管理难题和汇率“原罪”, 则取决于人民币能否成为全球唯一的储备货币。这显然是短期内难以实现的。就国际货币制度改革而言, 中国作为一个负责任的大国应该积极参与国际事务。但是国际货币制度的

金融市场还不具备美国的实力, 而且中国也没有获取全球霸权的野心, 没有必要也没有能力为此付出高昂的代价。此外, 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地承担国际责任, 显然也是不合适的, 更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, 中国不仅在当前不具备推进人民币国际化的条件, 而且可以说在未来相当长的一段时间内, 我们也不应该因将人民币国际化作为政策重点而在其他方面做出牺牲。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, 我国应更加注重在对外经济活动的跨境结算中积极推进人民币化。这才是当前最紧迫的要求, 而不应该好高骛远地盲目追求人民币国际化。

跨境结算人民币化的一个重要结果就是会累积境外人民币。而一旦境外人民币存量上升, 又必然形成对人民币资产的投资需求, 要求在制度上方便境外人民币的回流。正如在美元本位条件下, 各国以美元为主的大量外汇储备必然回流美国, 而美国也一定要有一个发达且开放的资本市场来满足对美元资产的需求。显然, 一个发达的离岸市场需要一个发达在岸市场的支撑。人民币也一样。此时资本项目的全面自由化就更是不可避免的了。货币国际化决不仅仅只有GDP或对外贸易量一两个决定因素, 经济开放和市场化才是更深层次的必要条件。

Maziad和Kang (2012) 使用多变量矩阵GARCH模型对中国大陆和香港

货币国际化决不仅仅只有GDP或对外贸易量一两个决定因素, 经济开放和市场化才是更深层次的必要条件。

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。因此, 我们不应将人民币国际化的国际货币制度改革效应抱有太高的期望。

稳健可控地推进跨境结算人民币化

作为全球第一大贸易国和外汇储备最多的美国国债市场上的最大投资者, 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

改革不是短期就可以完成的, 也不是中国自身或某些双边机制能够解决的, 它需要国际社会共同做出持久的建设性的共同努力才能最终实现。最后, 中国正处于高速发展时期, 贸易顺差巨大且外汇储备增长迅速, 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, 特里芬难题是一个无解的挑战。美国也只能依靠其国力及其对全球金融的影响, 挟其政治和军事实力来维持各国对美元的信心, 且即使如此仍难以为继。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, 其愿意并有能力为此付出代价。中国的经济实力和

货币调控的演进趋势与实践

当前，中国的货币政策需要根据经济金融环境的变化，逐步由过去单一的数量型中间目标调整到价格型和数量型中间目标相结合的调控框架中来。

文/巴曙松 余芽芳 编辑/孙艳芳

在货币政策框架中，中央银行的货币政策一般具有四大目标，即经济增长、物价稳定、增加就业以及国际收支平衡。为了实现这些货币政策的最终目标，需要设立一个或几个中间性金融变量作为中间目标，通过中间目标的传导来实现最终目标。所以，中间目标必须与最终目标关系密切，并便于测量和控制，即具有相关性和可控性。具体来看，货币政策中间目标可分为数量型（如货币供应量）和价格型（如利率）。不同的中间目标产生作用的传导机制存在差异。简单来说，数量型中间目标主要通过影响资产价格来对产出形成影响；而价格型中间目标则主要通过改变投资支出而影响产出。

数量型目标和价格型目标两者并不是完全独立的，在大多数情况下两者会相互作用、彼此影响。通过成熟市场货币政策调控框架的演进历史可以发现，对于数量型目标和价格型目标的侧重和偏好，会随着经济金融环境的变化而变化，其最终的选择需结合当时的宏观环境与政策目标等因素综合考虑决定。

货币政策中间目标的理论依据

数量型和价格型中间目标的理论基础分别是货币主义和凯恩斯主义。

货币主义者认为，央行应该选择数量型中间目标。在传统的货币数量论基础上，货币主义认为，商品和货币是天平的两端，货币的变化必然带来物价的同水平变化。 $MV=PY$ ，其中M是货币供应量，V是货币流通速度，P和Y分别为物价和实际产出，只要货币流通速度不变，货币供应量的增长率就会等于通货膨胀与实际产出增长率之和。在上世纪60年代，以弗里德曼（Milton Friedman）为代表的货币主义，从货币需求函数出发，完善和发展了传统的货币数量论。弗里德曼和普尔（William Poole）分别在1963年和1975年用数据论证了货币存量增长率的变化是名义收入增长率变化的充分必要条件。因此货币主义认为，为了保持名义收入的稳定增长，应该盯住货币供应量，保持其平稳增长。从现实经济

数据进行的分析表明，无论在现货市场还是期货市场，亦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。以此推论，如果在岸市场发展滞后，离岸市场发展后的回流要求对资本管制和在岸市场的冲击是在推进跨境结算人民币化过程中必然会出现的问题。如果我们不是简单地推进人民币国际化，而是仅仅立足于为人民币跨境结算提供必要的政策支持，那么即使由于人民币汇率预期以及在岸市场与离岸市场之间存在套利和套汇的空间，总的结算额也不会超过进口额或出口额，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就同样也是可控的。不过，这也不是说我们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，稳健地推进改革与开放。

当然，人民币跨境结算本身也是人民币国际化的必然起点。但在这个意义上所谈论的人民币国际化，仅仅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和作用能与中国在亚洲和世界范围内所占有的权重相适应，而不是试图去贸然取代美元或欧元的地位。因此，人民币跨境结算的推进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，更不可能因此打乱国内改革和发展的步骤和次序。

作者单位：社科院世经政所