

# 审慎人民币国际化进程下的香港离岸中心重构

## ——困境、定位与政策选择

雷达、范志勇、赵勇

### 摘要:

美国金融危机在极大地冲击了全球金融市场和实体经济的同时,也促使人们开始对全球经济的制度框架和运行体系进行反思,对国际货币体系的改革相应成为关注的焦点所在。而人民币的国际化既是避免单一主权货币体系内在缺陷,推动货币多元化的重要途径,也是贸易顺差国面临经济失衡调整压力,试图超越现有国际货币体系束缚的必要尝试。

虽然当前对于人民币国际化的目标定位和路径选择尚在讨论,但境外人民币交易的存在及快速发展却已是不争事实。这虽不构成人民币成为储备货币的充分条件,但却为人民币走向国际化提供了现实起点,而离岸人民币市场的相应发展也相应成为境外人民币交易的内在需要。在此背景下,香港离岸中心的重构将不可避免。

从现实条件看,香港虽然具有成为人民币离岸中心的先天优势,但在人民币稳定需求先天不足的前提约束下,境外人民币负债和资产业务在国际化程度上的差异仍然成为香港人民币离岸市场进一步发展的桎梏。这一问题解决的关键在于人民币国际化进程所能实现的水平和层次。另一方面,除去香港金融中心的建设外,人民币国际化的逻辑起点还在于国际货币体系改革以及外部经济失衡的改

善。但在金融危机没有根本改变全球经济分工格局的背景下，人民币国际化对美元地位的影响以及外部经济失衡的调整作用都相对有限，其现实意义仍然在于与香港人民币离岸市场的联动发展。

同时，如果考虑到金融市场对货币国际化收益的支撑作用，以及货币输出对现行增长方式转换的内在要求，人民币国际化收益和成本的不对称特征将被进一步放大，这既为人民币国际化进程的审慎特征奠定了理论基础，也为香港离岸人民币市场发展的功能定位提出了内在要求。

在人民币国际化条件尚未完全具备的情况下，香港离岸人民币市场的发展作为人民币国际化的必要缓冲，其功能定位应在于对人民币国际化的现实支撑。而离岸人民币市场结算、清算机制的建设，贸易融资机制及价值发现功能的完善，人民币回流渠道的开拓以及单纯结算清算职能向全面金融服务职能的转变则构成了香港离岸人民币市场未来发展的主要方向。

最后，就宏观经济政策而言，在人民币国际化进程中仍需强调审慎性和阶段性，人民币国际化不应作为改革的终极目标被人为快速推动。宏观政策取向应注重强调相关开放政策的配合与协调，以期通过人民币国际化与其他宏观开放政策的协同作用，统筹协调贸易平衡和对外投资战略，在推动汇率形成机制改革走向深入、深化区域经济合作的同时，积极促进国内金融市场发展，为金融服务的跨国输出创造条件。

**关键词：**人民币国际化 香港离岸中心 审慎

## 一、引言

美国金融危机极大地冲击了全球金融市场和实体经济，欧洲主权债务危机直接动摇了欧元区的制度基础，美国经济增长乏力、失业现象没有得到根本解决，日本经济不仅受到大地震的冲击，政府危机也在拖累着经济增长，全球范围内的大宗商品价格居高不下、股市波动持续不断，这一切都预示着自上个世纪 90 年代以来全球经济的高速增长周期已经接近尾声，全球经济格局的调整不可避免，世界经济再次进入扑朔迷离的动荡时期。

每当世界经济进入转折时期时，人们总会对全球经济的制度框架和运行体系加以反思，对国际货币体系的改革相应成为关注的焦点所在。目前国际货币体系的最大缺陷在于美元的超级特权，由于美元是世界最主要的储备货币，在失去外部纪律约束的环境下，国内宏观经济目标成为美国货币当局政策选择的唯一决策因素，而国际义务的承担则被美国完全忽略。因此，从这个角度上来说，为了避免单一主权货币的体系缺陷，储备货币的多元化成为国际货币体系改革的主要方向。

储备货币多元化的内在要求意味着美元地位的削弱以及其他主权货币国际地位的上升。而从金融危机后世界经济的发展态势看，即便美国货币政策扩张下的美元走弱意味着美元国际货币地位的动摇，但在欧洲经济为主权债务危机所累，日本经济复苏乏力的现实约束下，国际货币的多元化进程仍然缺少方向。在这样的背景下，伴随着新兴市场国家特别是中国贸易与经济实力的进一步提升，进一步推进人民币国际化的政策呼之欲出。

然而，我们必须清楚地认识到，在信用货币替代黄金成为国际储备货币的历史变革中，美元成长的历史路径已无法复制，日元国际化的尝试又未能取得成功，欧元目前又受到主权债务的拖累、前景黯淡。因此，人民币国际化的现实进程几乎没有现成的模式可资借鉴

更为重要的是，从现实环境来看，短期内人民币的国际化进程仍然缺乏持续走向深入的经济基础。从货币国际化所需的国内条件看，金融市场发育程度、资本账户开放进程以及汇率弹性等因素仍是人民币国际化的制约因素。而在国际环

境方面，当前美元汇率的走弱本质上仍然是美元货币霸权的现实体现，其不但强调了美国国内的宏观经济目标，还在一定程度上对欧洲和日本经济的汇率政策空间进行了挤压，在欧洲和日本经济国内需求增长不足，外部政策空间又相对有限的背景下，美元一元独大的局面不但不会削弱，反而会进一步加强。

因此，人民币国际化既需要超越已有的历史模式，又需要超越内外部现实条件的制约。在众多不确定因素存在的情况下，人民币国际化必将是长期的战略转变，中短期内必然呈现审慎的改革特征。

尽管如此，从欧元和日元削弱下的外部空间以及中国经济快速崛起对货币地位匹配的内在需求出发，人民币国际化仍有其可行性和必要性，境外人民币交易的产生便是对此的最好诠释。人民币的境外持有不但构成了人民币国际化的现实起点和必要条件，也在一定程度上对人民币国际化下的货币流出和回流机制提出了内在要求。在中国资本账户尚未完全开放的背景下，人民币离岸市场的发展就至关重要，而香港无疑成为人民币离岸市场的首选。从这个意义上说，香港人民币离岸市场的发展不但是境外人民币交易的内在需要，也是人民币国际化条件短期缺失下的必要缓冲，其具有鲜明的内生性特征和阶段性特征。其内生性表现在境外人民币规模的不断增长以及香港作为结算中心地位的确立；其阶段性表现在目前人民币国际化的发展方向并不明朗，人民币离岸中心的功能会随着人民币国际化程度的变化而不断地进行调整和改变。

在此背景下，本报告尝试就如下几个问题进行回答：1. 香港离岸人民币市场发展的现实定位如何，主要问题又是什么？2. 作为香港离岸中心发展动力的人民币国际化，其潜在收益和成本如何衡量，是否与传统判断存在着差异？3. 在货币国际化条件不具备的情况下，人民币走出去的现实定位何在，政策选择又是什么？

## 二、境外人民币的产生与香港离岸人民币市场现状分析

### （一）国际储备货币权力与全球经济失衡的调整

#### 1. 一国信用货币成为国际储备货币会加剧全球经济的失衡规模

自金本位解体之后，世界经济失衡的自动调节机制相应缺失。此后在经济全

全球化不断深化的进程中，全球经济失衡不仅规模日益增大，其中一个根本性的原因在于，当一国信用货币替代黄金成为国际储备货币之后，该国货币的跨国使用，会放松该国财政和货币政策的约束。也就是说，这种国际货币制度安排给了该国决策当局更大的政策实施空间。该国通过用本币向国外融资支付赤字的能力越强，该国的决策者就越倾向于追求扩大公众支出的目标。这实际上是从现行国际货币缺陷的角度对布雷顿森林体系崩溃之后，世界经济失衡规模日益扩大的原因进行了解释。从这个意义上讲，全球经济失衡是由于中心国家的国际货币地位所决定的。

## 2. 美元替代黄金：国际收支的双向调节变成了顺差国的单向调节

布雷顿森林体系崩溃之后的国际货币体系中，美国真正享有了国际储备货币国家的特权，美联储能够在不顾及国际义务的情况下，依仗美元的中心货币地位，通过铸币税、融资便利以及汇率波动的估值效应（范志勇，2008；IMF，2005）来获取经济全球化的红利。早在上世纪60年代，当时的法国财政部长瓦雷里·吉斯卡尔·德斯坦（Valéry Giscard d'Estaing）就已经将美国的这种政策行为归结为国际货币体系中美元的“过度特权”，而近年来，有些学者直接将这种“过度特权”称作为国际货币权力（Kirshner, 1995; Andrews, 2006），这种货币权力的运用是可以影响和改变其他国家政策行为及行为结果的。

在全球经济失衡调整时期，美元的国际货币权力能够将国际收支调节的成本转嫁到贸易顺差国。在金本位制度下，国际贸易的失衡可以通过黄金储备的变动影响失衡双方的货币供给，自动对贸易失衡起到调节作用。然而当一国信用货币替代黄金成为储备货币之后，至少储备货币发行国的贸易逆差并不会引起该国储备货币数量的减少。因此，原本应该出现的失衡两端调整，在美元体系中便成了顺差国一端的单项调整。更为重要的是，面对国内的经济衰退，美国可以运用扩张性的财政与货币政策，而这种政策的外部效应就是美元的贬值。就国际储备货币贬值对国际贸易顺差国的负面影响而言，其首先反映为汇率变动下贸易顺差国货币实际升值对实体经济的收缩性冲击。其次，为了避免汇率波动的负面影响，维持贸易顺差，美国的贸易伙伴国通常会选择盯住美元的汇率制度安排。而在盯住美元的汇率政策下，美元贬值所造成的全球商品价格上涨必然会通过固定汇率下的传导机制传入贸易顺差国，其结果必然是通货膨胀水平的上升。因此，从这

两点来看，在美元贬值的年代，全球经失衡的一端——贸易赢余国家会面临两难困境，或者接受货币升值的现实，忍受贸易利益的损失；或者坚持盯住美元，承受输入性通货膨胀的困扰。此外，无论是由于比较优势、还是让渡资源抑或国内要素价格的市场扭曲，贸易顺差的获得都是民族国家国民财富的体现，但在现存国际货币体系中，贸易顺差的积累都表现为美元储备的积累。一旦美元贬值，贸易顺差国的国民财富便会受到较大的侵蚀。

美元国际货币权力既可以表现为逼迫别国按自己意愿进行经济结构的调整和政治制度的变革，也可以表现为对贸易伙伴国实行绥靖政策。以上世纪 80 年代七国集团的宏观政策协调为例，里根的货币紧缩政策不仅在美国国内层面解决了通货膨胀问题，同时也帮助欧洲国家摆脱了输入型通胀的困扰，虽然其背后的交换条件是西方诸国在逼迫日元升值上与美国的意见一致。

总而言之，由于美元国际货币权力的存在，使得战后每一次全球经济结构的调整都使得贸易顺差国家处于被迫进行结构调整的外部压力之下。面对这样的窘境，不断有处于贸易顺差状态下的国家试图超越现行国际货币体系对本国经济的束缚，其最为直接的方式就是本国信用货币的国际化尝试。上世纪 60 年代的法国如此，70 年代的日本如此，今天的中国经济也同样面临这样的战略选择。

## （二）境外人民币的产生原因

### 1. 境外人民币的产生是市场选择的结果

尽管人民币国际化是目前理论界和金融界所关注的热点问题，但是我们应该清楚地看到，有关人民币国际化的目标及其实现路径的探讨仍处于起步阶段，人民币国际化能否超越布雷顿森林体系的构想，一时间还很难给出明确答案。然而，境外人民币交易的存在及其迅速发展的势头已经成为国际金融市场上不争的事实。其具体的表现如下：

（1）境外人民币持有的范围，已从东南亚边境非居民向中亚、东北亚地区扩展。

（2）境外人民币的交易已从原有非正式地摊式交易转向香港、新加坡等离岸金融中心的银行交易。

（3）境外人民币储蓄业务增长迅速，2010 年香港的人民币储蓄总量已达 5000 亿人民币，据估计 2011 年这一数量有可能达到 1 万亿。

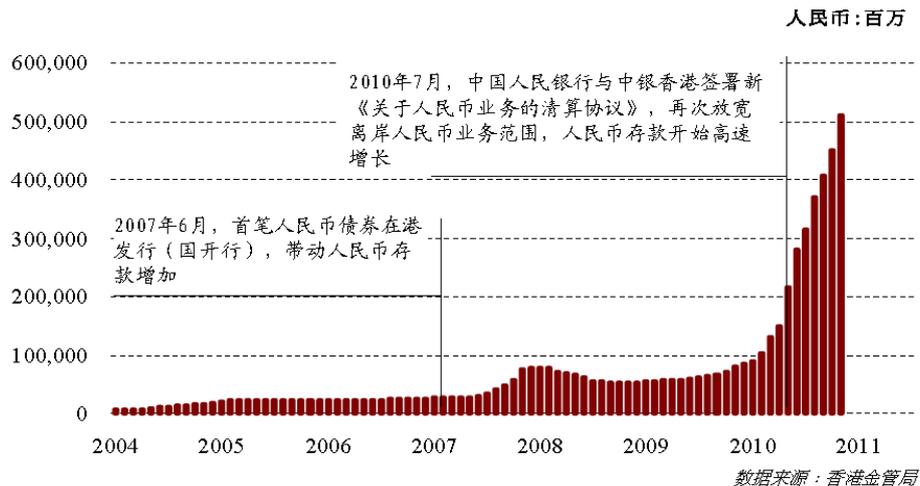


图 1 香港人民币存款状况

(4) 汇丰银行 2011 年 5 月发布的一项针对全球 21 个市场 6000 多家贸易企业展开的最新调查结果显示: 在全球范围内综合来看, 在未来半年最受贸易企业青睐的五种结算货币将依次为美元、欧元、人民币、英镑和日元。预期人民币将首次超越英镑成为全球贸易企业在未来半年考虑采用的三种主要结算货币之一。

需要注意的是, 新兴市场对境外人民币快速增长趋势的形成起到了重要作用。在东南亚地区, 计划使用人民币的受访企业达 16%, 超过计划使用英镑的受访企业(3%)。中东地区的受访企业中, 13%的企业表示未来半年内会在跨境贸易中使用人民币结算, 高于计划使用英镑的企业(10%)。从香港、澳门和中国内地来看, 人民币受欢迎程度更胜一筹。三个市场总体而言, 预计未来六个月内使用人民币结算的企业达 45%, 超过欧元(27%), 仅次于美元。在中国内地, 34%的受访企业预计未来半年会在跨境贸易中以人民币结算, 超过计划使用欧元结算的企业。

以上四点表明, 境外人民币的产生并不是中国政府或中国货币当局人为推动的结果, 而是市场自身所做出的选择。除此之外, 为应对国际金融危机, 2008 年 12 月开始, 中国已与中国香港、韩国、马来西亚, 白俄罗斯、印尼、阿根廷等 11 国或地区签署了总额为 8342 亿人民币的货币互换协议。一旦双方的贸易商以人民币计价结算和支付, 可通过其商业银行向央行折借人民币资金, 两国央行则通过货币互换来解决人民币的资金来源。这些货币互换协定的签订也表明国外货币当局对持有人民币的意愿在不断增加。

## 2. 境外人民币市场产生的原因只具有短期解释力

尽管一国信用货币的境外持有并不构成其成为国际储备货币的充分条件，但它却是一国货币走向国际化的现实起点和必要条件。那么是哪些因素促进了境外人民币的产生呢？

首先，境外人民币的产生是国际储备资产多元化发展趋势的现实体现。美元主导的国际货币体系缺陷，对全球经济所产生的负面影响不仅仅存在于贸易顺差国家，同时还会对其它外围国家的经济发展产生影响，因此摆脱美元货币霸权的负面影响是多数外围国政府、企业乃至居民的重要选择。

其次，从中国的宏观经济数据来看，2010 年中国 GDP 已占世界的 9.5%。2005-2010 年，中国 GDP 将先后超越英国、法国、德国和日本，成为全球第二，仅次于美国。此外，在中国加入 WTO 后，中国对外贸易占全球贸易的比重迅速上升，由 2001 年的 3.69% 上升为 2010 年的 8.39%，2009 年已超过德国，成为全球第一。而与此同时，人民币在国际金融领域的地位与中国实体经济的地位相差甚远，人民币在国际货币基金组织中的份额权重仅为 6.39%，在国际储备货币体系中几乎没有任何影响力。由于在黄金退出国际货币体系之后，一国信用货币的基础在于其总体的经济实力和宏观经济的稳定性。人民币的国际地位与中国实体经济之间的差距，恰恰体现了人民币国际地位提升的潜力。

第三，从理论上讲，当一国参与全球经济之后，贸易部门融入世界的程度总比金融部门融入世界的程度要高，在一国商品流动完全自由而资本流动不充分的情况下，尽管金融发展水平的国别差异会影响到不同金融资产收益率的相对高低，但由于跨国资产交易受到限制，非居民也很难在本币资产和外币资产之间进行投资组合。因此，非居民对本币持有的动机更多体现在商品的交易需求层面，对商品输出国的本币需求会出现上升趋势，而中国目前的对外开放程度正处于贸易开放和资本项目有限管制的阶段。

第四，自 2001 年中国加入 WTO 之后，中国的贸易顺差迅速增长，随之而来的是国际社会要求人民币升值的压力也在不断加大，金融市场对人民币升值的预期也是境外人民币产生的重要原因之一。

在我们看来，上述四点可以解释境外人民币产生的合理性，但是它并不构成境外人民币规模可持续发展的理由，因为上述四个方面本身也存在着很大的不确定性。例如中国的对外开放是不是一直停留在资本项目有限管制的阶段，人民币

汇改是否会一步到位，如果市场对人民币的升值预期不在，其是否会改变境外人民币的存量规模等问题在目前都很难给出明确答案。

### 3. 境外人民币的投机动机需要离岸市场提供流通服务

从贸易收支结构来看，由于中国外部平衡状况呈现巨额贸易顺差，同时贸易结算大多以美元计价，因此贸易收支结构并不支持境外人民币存量的持续增长，境外人民币持有的需求动机不是商品交易需要。通过人民币跨境贸易结算对境外人民币存量规模的影响只能通过两种途径，其一是非居民在向中国出口商品时更多地选择人民币结算，而在进口中国商品时选择美元，这种“跛足”的结算方式并不利于中国储备货币结构的改善（何帆，2001）。其二，贸易项下的人民币融资业务开放，会产生货币乘数效应，这种乘数效应的产生必须依赖于商业银行的资产负债业务，这就需要将境外人民币持有方式由周边国家的地摊式银行转向现代商业银行。这是从境外人民币存量规模维持和提升的视角所提出建立离岸人民币中心的第一点理由。而从贸易结构看，在境外持有人民币的需求动机不是支付动机的条件下，能否满足投资需求就成为了维持境外人民币需求的关键，这同样依赖于离岸人民币市场的发展程度。

如果我们把境外人民币的产生视为人民币国家化的现实起点，而扩大境外人民币存量规模视为实现人民币走出去的具体手段，那么，在中国资本市场尚未完全开放的情况下，离岸人民币市场的存在和发展便成为至关重要的环节。

### （三）香港人民币离岸市场发展的现状及主要困难

#### 1. 香港具有建立离岸人民币市场的天然优势

离岸金融市场是指在一个特殊的金融监管和财政环境下向非居民提供金融服务的市场。离岸金融市场从欧洲美元市场发展而来，但其内涵已经突破早期的欧洲美元市场的范畴，从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。

从欧洲美元市场产生的历史来看，离岸金融市场的功能主要有三点：第一，满足非居民所持有货币的投机需求；第二，在货币发行国存在资本管制的情况下，构建境外的资本融通平台；第三，通过市场交易行为实现价格发现，为信用货币找到基准价格。

从离岸金融市场的发展历史及其功能来看，香港是离岸人民币市场最优的选

择。

首先，香港具有辐射东亚和东南亚市场的天然区位优势。从地理位置上看，香港位于整个亚太地区的中心位置，依靠传统自由贸易港的地位与东亚和东南亚各国有着广泛的经济往来。2010 年香港前十大贸易伙伴中，有 8 个来自亚洲，而与中国内地的贸易规模更是连年位居第一，目前香港已经成为连接中国内地和亚洲市场的纽带，其区位优势符合人民币国际化发展的区域选择，奠定了香港人民币离岸市场发展的可靠基础。

其次，香港境内的人民币规模迅速扩大，客观上对离岸金融业务有较强的需求。经过多年来与内地的经贸往来、居民旅游携带和跨境贸易结算等因素的积累，香港境内的人民币存量不断增长，尤其在国家扩大人民币跨境贸易结算试点工作之后，人民币贸易结算量大幅上升，2010 全年共实现人民币贸易结算总额为 3692 亿元。其中，以内地支付香港为主，全年通过贸易结算从内地净流入的人民币累计达到 1567 亿元。与此同时，香港境内人民币存款也相应增长，截至 2011 年 6 月，香港境内的人民币存款累计达到 5500 亿元，较一年前增长了 6 倍多。充足的人民币存量资金是形成离岸金融市场的必要条件，同时金融机构开展离岸业务的高收益预期，成为推动市场形成和发展的内在动力。

再次，香港是传统的国际金融中心，拥有发达的金融市场和成熟的监管经验。作为传统金融中心，香港市场具有完善的金融体系，包括众多高质量的市场参与者（世界上大多数国际银行都在港设有分支机构），流动性较好的外汇市场，高效的金融创新能力和丰厚的金融人才储备等。从海外人民币存量占比和对大陆直接投资来源占比两方面来看，香港都位居前列，这使香港金融市场成为沟通人民币国内循环和国外循环的重要环节。

## 2. 香港人民币离岸市场的发展超乎想象

香港金融市场的这些优势在人民币离岸市场的发展过程中已初见成效，除人民币存款规模的增长之外，我们还可以从如下一些数据中看出香港人民币离岸市场的快速发展。

(1) 香港市场跨境贸易结算量迅速增长，2010 年累计 3,692 亿人民币，2009 年下半年结算量 18 亿；2011 年首季，已达 3,108 亿，预计至今年底，可达 1.5 万亿。



图 2 香港人民币贸易结算情况

(2) 从 2009 年 7 月人民银行发布新的《跨境贸易管理法》后，参加行的数目急剧上升，现时的数字差不多是去年同期的两倍，达到 120 余家。

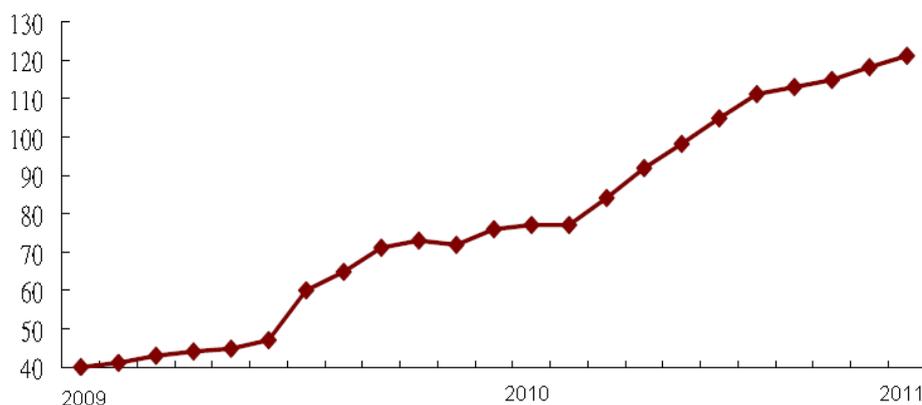


图 3 2009-2011 年跨境贸易参加行的数目

(3) 目前香港离岸市场每日人民币交易量在 10-15 亿美元左右，且买卖差价从去年七月 30 点有所收窄到现在只有 10 点。



图 4 香港离岸人民币交易量

(4) 目前远期市场已建立离岸人民币可交割远期曲线, 一年内流动性较好, 而平均交易量每天大约有 1 亿美元左右, 从数据上来看, 这市场每个月正以至少 15% 的速度稳步上扬。

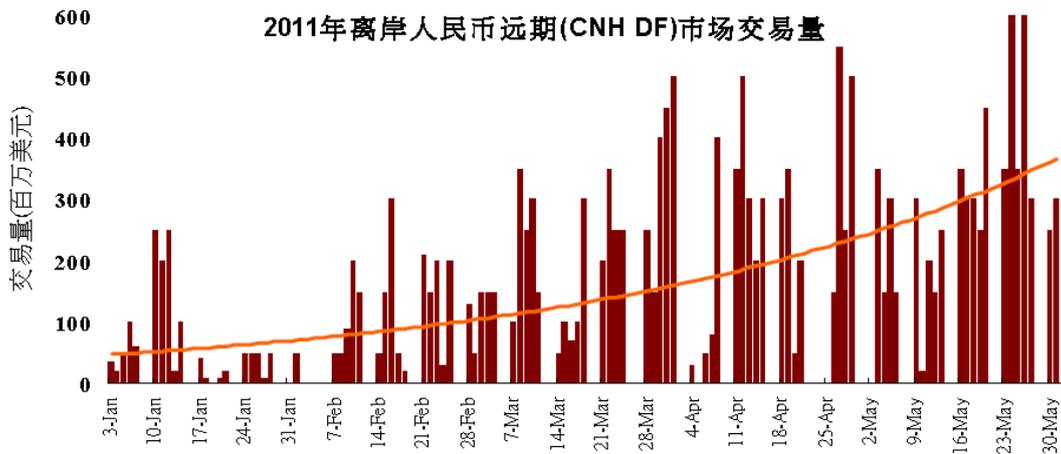


图 5 离岸人民币远期市场交易量

3. 境外人民币资产—负债业务国际化程度的差异是香港离岸市场面临的根本问题

尽管香港的离岸人民币市场业务在短短的几年中有了很大的发展, 但是迄今为止, 香港还不是真正意义上的离岸人民币市场, 其具体的表现在于香港的境外人民币负债业务迅速上升的同时, 境外人民币的资产业务仍主要来源于国内的融资需求。因此香港离岸人民币市场规模的做大只能依赖于人民币的回流渠道, 这实际上落入到了日元国际化的路径逻辑。与此相关, 既然目前人民币国际化的进程只是实现了境外人民币的供给渠道, 而没有实现真正意义上的需求渠道, 那么

香港离岸人民币市场的进一步发展就取决于大陆政府的政策扶植。离岸金融中心存在的意义在于离岸金融中心与在岸金融中心之间监管制度的差异，如果离岸市场的发展一定要依赖于货币发行国政策支持的话，其不可能建立起真正意义上的离岸金融中心。

正是由于香港金融市场上境外人民币资产和负债业务的国际化程度存在差异，或者说境外人民币的需求与供给在国际化程度上存在差异，使得香港离岸人民币市场的进一步发展面临种种技术上的困难。例如，由于负债业务在离岸，资产业务在本地，那么无论是贷款、发债或其它金融产品的境外发行都需要大陆监管当局的审批，只要资本项目管制下的审批制度存在，大陆企业在港融资的规模就较为有限，离岸人民币市场的规模就不可能做大。而一旦大陆完全开放资本项下的管制，境外人民币可以自由的流入流出，那么香港作为配置境外人民币资源的市场作用也就会下降。从离岸金融市场的产生和发展过程来看，欧美发达国家国内严格的金融监管和资本管制措施，是 20 世纪 50、60 年代推动离岸金融市场产生和发展的重要原因。从 20 世纪 70 年代后期开始，发达国家不断放松金融监管、减少资本账户管制、降低税率和加强国际合作，离岸市场和发达国家国内市场的监管框架和财政环境趋于统一。这一定程度上削弱了离岸金融市场的传统优势。又例如，贸易融资业务的开放，从理论上是为银行的资产业务开辟了新渠道，但在人民币贸易结算中，香港市场仍存在着进口大于出口的状况。因此，从总体上看，贸易融资业务的开放进一步扩大了境外人民币负债与资产之间的缺口。

香港离岸人民币市场的存在是境外人民币市场存量维系和提升至关重要的环节，而该市场的进一步发展所要解决的根本问题又是境外人民币的负债需求，人民币的负债需求能否在境外真正产生，这实际上也取决于中国经济国际化发展战略的成败和人民币国际化目标的实施成效。由此看来，人民币国际化与香港离岸人民币市场的建立是相互制约、相互促进、共生共荣的关系。

### 三、人民币国际化的目标：国际货币体系改革、全球经济失衡与香港离岸人民币市场的发展

在现有的有关人民币国际化的文献中，在论述人民币国际化目标时往往有三个不同的角度，即香港金融中心的建设、参与国际货币体系的改革和调整全球经济的失衡。但实际上这三大目标的实现在逻辑上有时并不完全一致。

（一）人民币作为国际储备货币参与全球金融体系改革的条件尚未成熟

### 1. 金融危机后全球金融体系的微妙变化

金融危机之后全球金融体系发生了一些微妙变化，值得特别关注。

首先，作为危机的发源地，尽管美国多轮扩张性货币政策损害了美元的长期信用，但是美国作为全球金融中心和美元作为全球核心储备货币的地位非但没有动摇反而得到加强。

其次，金融危机之后欧洲主权债务危机日益严重，欧元区制度缺陷将欧元推向了崩溃的边缘。即便欧元区成功解决了主权债务危机，欧元作为国际储备货币的地位也将大受损害。

第三，日本经济长期停滞，日元和英镑作为国际储备货币地位不可能显著提升。

第四，随着新兴市场国家经济实力的加强，这些国家的货币在国际结算等方面的跨国使用规模不断扩大，开始对次要储备货币构成挑战。

基于上述分析，我们认为，当前的国际货币体系不会发生颠覆性变革，国际货币体系只会在目前的美元主导货币体系下呈现出微调的演进特征，包括欧元在内的次要储备货币的地位在短期内无法得到大幅提升，而当前全球外汇市场交易额各国货币的比例分布所反映的特征也基本如此（表1）。

**表 1 全球外汇市场交易额的比例分布(%)**

	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
美元	82	83.3	86.8	89.9	88	85.6	84.9
欧元	55.2	59.7	52.5	37.9	37.4	37	39.1
日元	23.4	24.1	21.7	23.5	20.8	17.2	19
英镑	13.6	9.4	11	13	16.5	14.9	12.9
澳元	2.5	2.7	3	4.3	6	6.6	7.6
瑞士法郎	8.4	7.3	7.1	6	6	6.8	6.4
加元	3.3	3.4	3.6	4.5	4.2	4.3	5.3
港元	1.1	0.9	1	2.2	1.8	2.7	2.4
瑞典克朗	1.3	0.6	0.3	2.5	2.2	2.7	2.2
新西兰元	0.2	0.2	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6
韩元			0.2	0.8	1.1	1.2	1.5

新加坡元	0.3	0.3	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
墨西哥比索			0.5	0.8	1.1	1.3	1.3
挪威克朗	0.3	0.2	0.2	1.5	1.4	2.1	1.3
俄罗斯卢布			0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
人民币			0	0	0.1	0.5	0.9
印度卢比			0.1	0.2	0.3	0.7	0.9
波兰兹罗提			0.1	0.5	0.4	0.8	0.8
巴西雷亚尔			0.2	0.5	0.3	0.4	0.7
南非兰特	0.3	0.2	0.4	0.9	0.7	0.9	0.7
土耳其里拉				0	0.1	0.2	0.7
丹麦克朗	0.5	0.6	0.3	1.2	0.9	0.8	0.6
新台币			0.1	0.3	0.4	0.4	0.5
其他	7.6	7.1	9.3	7.5	7.7	9.1	6.4
合计	200	200	200	200	200	200	200

注：(1)因为每一笔外汇交易中都会出现两种货币，所以所有货币的市场份额加起来等于 200；(2)1998 年以前欧元数据为马克、法郎和其他 ECM 国家货币之和(3)数据来源：1992 年和 1995 年数据来自 Triennial Central Bank Survey 1995, BIS；1998 年以后的数据来自 Triennial Central Bank Survey 2010, BIS(4)这里只列示了 2010 年交易币种大于 0.5% 的货币，并且按照 2010 年所占份额从大到小排列。

## 2. 美元地位在国际货币体系变革中不断强化

一般认为，布雷顿体系的解体以及美元与黄金的脱钩是由于该体系无法解决的内部矛盾以及各国抛弃劣质美元的结果。但是我们认为，布雷顿体系解体的过程也是对美元发行从黄金硬约束到信用软约束的过程。

1971 年之后美国不再向外国中央银行出售黄金，从而切断了黄金和货币体系的直接联系，此后黄金已不再是美元的天然替代品，又不存在其他货币可以替代美元的地位，对美元的约束也彻底进入软约束时代。布雷顿体系的解体消灭了美元唯一的竞争性替代品，从此美元进入软约束垄断储备货币阶段。正如 Wyplosz(1997)认为，布雷顿体系的解体在削弱美元的同时另一方面也强化了美元的地位。美元丧失的是法定固定汇率体系，得到的是核心储备的垄断地位。

从表 2 我们可以看到，在欧元正式成立以前和成立初期，美元在国际储备中的地位不断上升，但是从 2001 年以后美元的比重就开始不断下降。欧元的比重在其成立后到 2003 年一直上升，然后基本稳定在 25% 左右，预计欧洲主权债务危机之后将会出现一定幅度的下降。次要国际货币中英镑地位上升而日元和瑞士法郎的地位下降。另外，整个币种结构中一个尤为突出的特点就是除这五种货币以外的其他币种所占币种有了显著的上升，这种上升在 2008 年金融危机爆发以

后更为突出。

同时，剔除价值因素影响后，我们发现过去 10 年间国际货币体系变化趋势是：作为干预货币，国际货币体系中主导币种(美元和欧元)的地位并没有下降；次要国际货币的地位则受到了削弱；主要新兴经济体国家货币在内的一批新国际货币正在崛起，但是无法替代主导货币的地位；作为价值储藏工具，现有国际货币发行国经济基本面的走弱导致这些货币的价值储藏价值在下降，而新兴市场经济体的基本面普遍较好，这些国家的货币作为价值储藏手段的价值获得较快提高。

表 2 世界外汇储备的币种构成情况(单位：亿美元)

年份	各国储备总额	报告国储备							未报告国储备
		总额	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他	
1998	16438	12824	69.30%	16.99%	2.66%	6.24%	0.33%	1.54%	3665
1999	17819	13797	71.01%	17.90%	2.89%	6.37%	0.23%	1.54%	4081
2000	19363	15182	71.13%	18.29%	2.75%	6.06%	0.27%	1.41%	4242
2001	20497	15696	71.51%	19.18%	2.70%	5.05%	0.28%	1.32%	5051
2002	24080	17960	67.08%	23.80%	2.81%	4.35%	0.41%	1.70%	6560
2003	30251	22232	65.93%	25.16%	2.77%	3.94%	0.23%	2.14%	8668
2004	37484	26552	65.95%	24.81%	3.37%	3.83%	0.17%	1.83%	12417
2005	43202	28436	66.91%	24.05%	3.60%	3.58%	0.15%	1.61%	15864
2006	52517	33156	65.48%	25.09%	4.38%	3.08%	0.17%	2.09%	20756
2007	67000	41194	64.13%	26.28%	4.68%	2.92%	0.16%	2.35%	28549
2008	73383	42101	64.09%	26.42%	4.01%	3.13%	0.14%	2.06%	31063
2009	81632	45623	62.09%	27.56%	4.26%	2.92%	0.11%	3.65%	36519
2010	92586	51235	61.53%	26.16%	3.97%	3.79%	0.11%	4.89%	43889

注：(1)数据来自 IMF COFER 数据库，考虑到 COFER 数据库中的样本国家在 1996 和 1997 年均发生了较大的变动，而且欧元是 1999 年才正式开始运行的，所以我们只分析 1999 年以后外汇储备资产币种结构的变化情况；(2)并不是所有的外汇储备持有国都向 IMF 报告其储备资产的币种结构，COFER 数据库中只统计了报告国家的汇总数据，每一年的样本国家并不一定完全一致，标注\*号的年份说明样本国家有比较大的变化；(3)1998 年的欧元数据为德国马克、法国法郎、荷兰盾与欧洲货币单位的加总；(4)因为欧元区的成立，1998 年前后的“其他”货币所对应的口径不一致；(5)IMF 并没有对外公开报告国家的名单，但是根据一般猜测，中国并没有向 IMF 报告其外汇储备的币种结构，这有助于解释近年来未报告国家储备所占比重不断提高的趋势。

### 3. 成为国际储备货币不等于替代美元地位

通过上文的分析，有两点特别值得关注：第一，国际货币最核心的职能是价值储藏职能。英镑的计价单位职能一直持续到二战之后，但英镑核心货币地位的丧失也是从价值储藏职能崩溃开始的(各国向英国挤兑黄金)。而布雷顿体系解体后，虽然美元损失了部分计价单位职能，却巩固了价值储备的职能。第二，要想

约束核心货币发行国的外部性行为，必须改变储备货币的垄断地位。

改革国际金融体系需要约束美元的发行，而理论上只有以非主权货币作为储备货币才能从根本上解决特里芬难题。美国在 IMF 扩大特别提款权(SDR)和增加发展中国家投票份额方面做出妥协，但是任何可能挑战美元霸权地位的改革主张必然会遭到美国的反对。在此背景下，一个渐进的方法是在扩大 SDR 作为储备货币份额的同时，推动国际储备货币的多元化，通过相互竞争以约束储备货币发行国。

自从布雷顿体系解体之后，上世纪 80 年代日本崛起，90 年代欧元出现都对美元的统治地位形成了挑战。但是经历了 80 年代《广场协定》和《卢浮宫协定》以及日本金融泡沫破灭，日元国际储备货币地位大为削弱；此次金融危机之后，欧洲主权债务危机也必然对欧元储备货币地位造成沉重打击。历史经验表明，在当前的美元体系下，国际货币体系尚不具备颠覆性变革的条件。国际货币体系具有较强的惯性，美国从经济规模超越英国到美元取代英镑的储备货币地位，前后经历了 80 年左右的时间。决定美元地位的因素除了美国的经济规模和市场规模，还包括美国金融市场的发达程度、深度、流动性和效率，以及美国的政治和军事力量。由此可见，即便中国经济在整体上达到或超过美国水平，人民币要成为核心储备货币也要经历极其漫长的过程。因此当前人民币国际化的目标是首先发展成为储备货币而不是谋求替代美元的核心国际货币地位。

## （二）人民币国际化不是改善全球经济失衡的决定力量

改善全球经济失衡是人民币国际化的又一个出发点。尽管经济学家普遍认为全球经济失衡不可能永久性持续，但是短期资本流动和浮动汇率将使得国际收支失衡在相当长的时间内继续存在。美国作为主要的储备货币发行国，利用其在国际金融体系中的霸权地位放任经常项目逆差，而经常项目逆差又可以通过资本流入得到弥补，因而美国没有约束货币政策和提高国民储蓄率的动力。另一方面，东亚国家由于担心再次陷入亚洲金融危机的困境，通过经常项目被动增加外汇储备。国际收支失衡由此不断积累并最终导致美国金融危机的爆发，这恰恰反映了全球化时期现有国际金融体系安排下不同国家之间的矛盾与冲突。

### 1. 比较优势与分工格局是经济失衡的背后推手

对全球经济比较优势和分工格局的研究可以为理解经济失衡问题提供更深

入的视角。第二次世界大战之后，主要资本主义国家之间形成了实体经济和虚拟经济的新型分工形态。美国和英国的金融业发达，相对于制造业具有比较优势；而德国和日本这两个重新崛起的大国则在制造业方面具有比较优势。此时资本主义国家形成的分工格局是美、英等金融强国进口制造业产品，出口金融服务，其表现就是经常项目赤字；而德、日这两个传统制造业强国以及后起的亚洲四小龙等其他新兴工业化国家出口制造品，进口金融服务，其表现就是经常项目盈余。2000年之后国际分工进入了新的阶段，加入WTO之后，中国已经成为另一个制造业大国，更加强了既有的全球分工格局。<sup>①</sup>

本文借鉴徐建炜和姚洋(2010)的研究考察了金融业和制造业相对比较优势与经济失衡的关系，分别以私人贷款总额和股票市场市值占制造业增加值的比例作为衡量金融服务业和制造业的相对比较优势，发现相对比较优势可以在很大程度上解释全球经济失衡。<sup>②</sup>金融服务业的比较优势越强，贸易逆差在GDP中的比例越高（图6）。

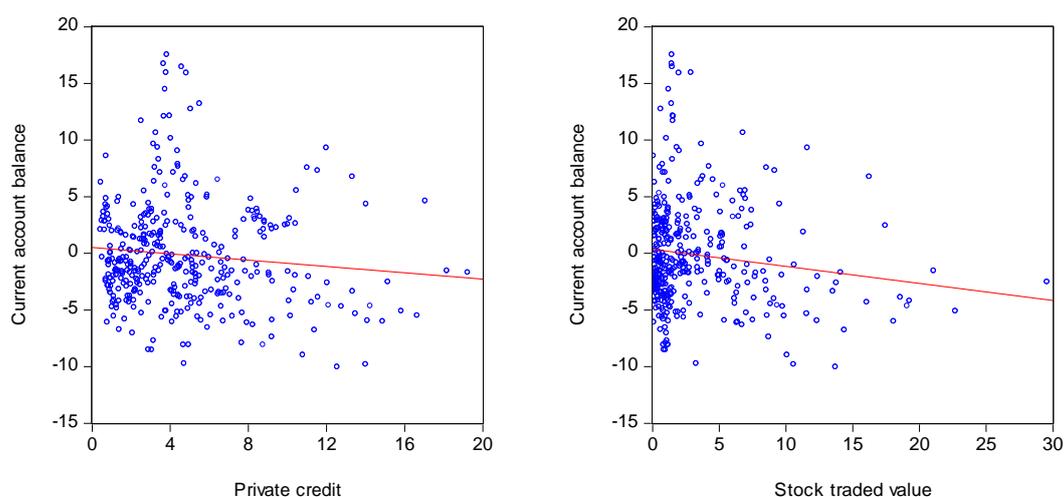


图6 相对比较优势与经常账户平衡

从现实的全球分工层面上看，美国和英国着力发展金融服务业，进一步巩固“金融产品”方面的比较优势。传统的制造业大国，如德国和日本的比较优势主要集中在高端消费品和高附加值的中间投入品上。相较之下，新兴制造业国家，如中国主要出口低端消费品，比较优势集中于廉价且较高素质的劳动力。图7显示了基于全球比较优势的金字塔形分工结构。

<sup>①</sup>本小节对国际分工体系的讨论不涉及石油及资源出口国。

<sup>②</sup>数据来源于WDI数据库，涉及1990-2009年20个国家的数据。

人民币低估值强化了中国的低成本优势及其在第三分工等级的地位。即便中国不参与全球市场和分工体系，其他新兴市场国家也会替代中国的位置，类似的全球经济失衡和国际储备问题依然存在。因此，本文认为比较优势是决定全球分工体系的核心，扭曲的汇率强化了中国的低成本优势，而国际金融体系则是分工体系的现实反映。

全球失衡是一个长期问题，虽然孕育着风险和矛盾，但也应该认识其合理性。这种失衡，不可能通过价格水平的自我调整或者短期政策一劳永逸的解决。美元的国际货币权力只是全球经济失衡在金融层面的体现和反映，它保障了全球化利益格局对美国有利，并进一步推进了全球经济的失衡。而在国际经济失衡的基本格局不发生改变的情况下，即使盈余国用自己的货币作为国际贸易的结算货币，它们也会把经常账户的盈余转化为美元资产，购买美国的金融服务。

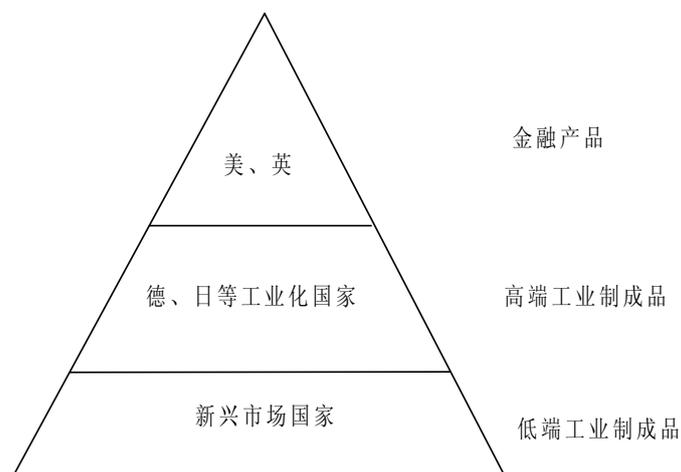


图 7 基于比较优势的全球分工结构

## 2. 全球经济失衡调整的经济基础尚不存在

根据以上分析，人民币成功实现深度国际化的基础是中国比较优势的转移，从制造业比较优势升级为金融服务业比较优势，中间也许还要经历高端制造业比较优势阶段。而在 2007 年金融危机爆发之后，全球分工格局和比较优势特征是否发生了改变呢？雷达、阎衍、朱戎(2010)指出，2007 年危机爆发至今，尚未发现任何技术和制度创新的迹象。在缺乏创新的前提条件下，全球经济的复苏现象说明现存的经济全球化发展模式依然没有发展到极致，它仍然还能够维持下去，即复苏意味着全球经济还会回到全球经济失衡的状况中去。

事实上，我们认为在中短期内，金融危机的发生虽在一定程度上冲击了美国

的金融市场，但从美国的国际金融中心地位以及实体经济领域中技术创新的现实表现来看，当前的全球经济分工格局即便有所调整，也是以现有全球分工体系为基础的微小调整，在中短期内不会有根本的改变。而在全球经济的分工格局没有根本改变的前提条件下，全球经济的增长方式也不会有较大的调整。因而在国际比较优势和分工格局以及中国在分工体系中的地位没有发生根本改变的前提下，人民币成为储备货币仍然要经历较长的过程。人为加速推动人民币国际化，可能新的比较优势形成之前导致原有的优势丧失，使中国经济城市化和工业化的进程发生中断，得不偿失。

### （三）人民币国际化程度决定香港离岸人民币市场的功能定位

在境外人民币产生之前，香港就已经是全球二级离岸金融中心，专门从事欧洲信贷的银团贷款、基金管理和股票交易。境外人民币出现之后，香港的离岸金融市场又提供了一种新的交易币种和与之相应的金融工具，这无疑对繁荣香港经济，增强香港金融业在全球的竞争力是有利的。同时，大陆香港之间“一国两制”的制度安排也为境外人民币积聚香港，把香港建设成为全球最大的离岸人民币市场提供了现实保障。

从欧洲美元离岸市场的发展历史来看，离岸金融市场的出现为境外美元的供给和需求找到了匹配的平台。因为这样的市场强化了美元在国际流通中加以使用的网络外部效应，而这种网络外部效应又会强化美元作为定价货币、国外政府用于干预外汇市场的“锚”货币及其作为国际储备货币的地位。因此，这种离岸市场的存在，使得美元在脱离黄金之后，仍然具有国际储备货币的职能。因此，我们说欧洲美元市场起到了稳固美元在国际货币体系中地位的作用。

然而，境外美元的供给与需求的产生则与离岸市场的关系并不显著。境外美元最早的供给应该来源于贸易顺差国，而贸易顺差为什么要以美元形式存在，这实际上说明了在布雷顿森林体系中美元的国际货币地位。而境外美元需求的产生，主要在于拉美进口替代的发展战略下对资本流入的需要，而资本以美元形式流入，也说明了美元在当时的国际货币体系中承担着计价和支付货币的职能。

在前面的分析中我们指出香港的境外人民币市场还不是一个完全的离岸市场，这一点我们在同欧洲美元市场的比较中可以更清楚地看出，欧洲美元市场一开始经营的就是一种国际货币，而人民币目前还处于国际化的起步阶段，境外人

人民币供给的产生只具有短期支撑力量，而境外人民币的需求途径还没有形成，其只能依赖于大陆资本回流渠道的开拓。这种不完全的离岸市场的状况在未来若干年中不可能发生根本转变，这就决定了人民币国际化进程只能是审慎而渐进的发展过程。这也就是我们所强调的香港离岸人民币市场的功能定位只能依赖于人民币国际化进程，而反向的推断并不成立。因此，用香港人民币离岸市场的发展来“倒逼”人民币国际化加速的观点缺乏现实基础。

如果我们将人民币国际化放到一个审慎的现实框架中来加以思考的话，那么，香港作为人民币离岸市场的功能定位也将作出某种认识上的调整。其主要内容如下：

第一，人民币国际化问题的提出仍然在于避免顺差国在全球经济失衡的调整过程中单向地承担调整成本。因此，突破美元国际货币权力的束缚是人民币国际化的现实要求，这种要求不仅是中国经济发展的需要，也是呼吁国际货币体系改革的需要。而维护境外人民币的市场规模，是人民币走出去的关键，也是人民币国际化的现实起点。为了维持境外人民币的市场规模，从大陆政策的着眼点应该放在扩大人民币贸易计价的功能拓展上。与此对应，香港离岸金融市场应将结算和清算机制建设作为目前的重点。

第二，贸易计价如果能使用更多的人民币，那么，境外人民币的网络外部效应就会增强，境外人民币的支付功能就能提高，为了实现此目标，香港市场人民币的贸易融资政策应该维持并拓展，如果人民币在国际贸易中的支付功能能够充分体现的话，那么人民币使用国家之间的贸易结构的非平衡本身就会产生更多的境外人民币的供给和需求，这是人民币真正走向国际化的关键。香港离岸市场在这方面所要起的作用是通过境外人民币资源的比配来发现人民币的价值所在，为了实现这一目标，香港应该利用现有国际金融市场的基础设施，拓展境外人民币的交易机构，增加境外人民币市场的交易规模。如果香港市场能够发现境外人民币的市场基准利率，这不仅为中国大陆的金融自由化改革有利，同时也能让人民币摆脱美元成为“锚”货币提供市场基础。

第三，目前全球经济处于一个不断变动和震荡的调整时期，因此中国大陆资本项下完全开放的风险依然很大，而境外人民币的国际需求又没有出现，中国大陆需要香港离岸市场作为境外人民币的缓冲平台，这也是香港离岸市场目前的

主要功能之一。为了维持这一功能，中国大陆政府应该在避免境外人民币回流给大陆内部宏观经济造成冲击的前提下，有序地加大人民币回流渠道，拓展大陆企业赴港融资的平台。但与此同时，香港政府也应该加强香港与大陆之间的经济协调，例如，进一步拓展港深、港粤之间，乃至与整个大陆地区的经济一体化内容。

第四，境外美元需求的产生是布雷顿森林体系中全球经济发展的必然产物，而境外人民币需求的产生则依赖于人民币国际化的推进程度，根据历史的经验来看，贸易输出能够带动资本的输出，因此，要摆脱贸易顺差国对美元资产的依赖，中国对外开放的策略必须要作出相应的调整，人民币对外直接投资是这一调整的重要内容之一，中国企业走出去，必须依赖金融机构的支持，香港金融业的国际化程度远高于大陆的金融机构。我们认为，未来香港人民币离岸市场的最为重要的功能是帮助中国企业走出去，这不仅解决了境外人民币的需求问题，同时它也是香港的境外人民币市场由结算转向提供全面金融服务的完全的离岸金融中心的关键。

#### 四、人民币国际化的着眼点不应囿于传统收益和成本分析

香港离岸人民币市场的发展在于人民币国际化的顺利展开，而人民币国际化走向深入的关键则在于国际化收益和成本的相互比较。而在金融全球化的背景下，货币国际化的收益和成本可能与传统的成本收益分析存有较大的差别。

##### （一）人民币国际化收益的阶段性和长期性

##### 1. 货币国际化阶段与潜在收益

概括起来，人民币实现国际化之后可以实现 5 个方面的利益：(I)降低结算过程中的汇率风险；(II)促进国际贸易；(III)降低铸币税成本；(IV)提升中国金融机构的国际竞争力；(V)获得铸币税收益。由于人民币国际化具有阶段性和层次性，人民币国际化的收益也具有阶段性和长期性。

在人民币国际化各项潜在收益中最为人所关注的是铸币税收益，因为铸币税是当前美元体系下美国贸易赤字得以维持的基础，也是中国外汇储备资产缩水的主要渠道。那么人民币国际化到什么程度才能获得理论上总结出来的这些收益？

上述五个方面的潜在收益与人民币国际化的程度紧密相关(图 8)。按照国际

化层次和收益的匹配，我们将货币国际化的阶段划分为三个层次：交易媒介、计价单位和价值贮藏三个阶段，由低到高，国际化的程度不断提升。当人民币实现跨境交易媒介和计价单位功能时，就可以实现降低汇率风险、促进国际贸易和降低铸币税成本的收益；而要想获得提升金融机构竞争力和铸币税收益则需实现人民币境外价值贮藏功能的实现。

在货币国际化的过程中，货币所承担的上述三个职能并没有必然的前后次序之分。例如当本币在境外主要充当交易媒介时，只要本币是净流出，那么本国或多或少的就会有铸币税收益，但此时本币国际化主要的收益来源仍然体现在降低汇率风险和促进国际贸易方面。当人民币国际化发展到实现计价单位阶段时，由于贸易动机所需要的外国货币逐步被本国货币替代，从而可以降低由于持有外汇储备而向储备货币发行国所支付的铸币税。只有当本币成为国际储备货币，执行价值贮藏职能后，才能给获得可观的铸币税收益。

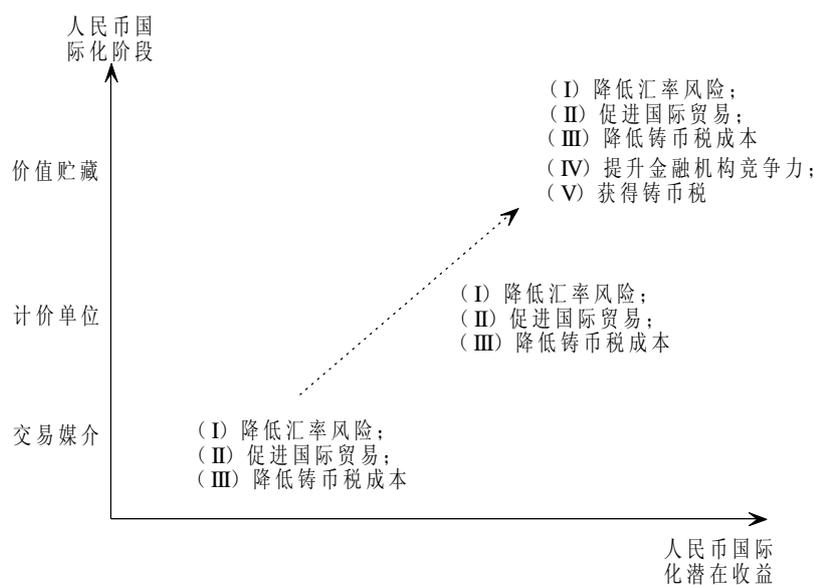


图 8 人民币国际化层次与潜在收益

## 2. 人民币国际铸币税收益及决定因素

在对人民币国际铸币税的收益进行估计之前，我们先对美国的铸币税收益加以考察。计算铸币税有狭义和广义两种方法。从狭义上理解，铸币税是指外国人持有美元钞票而不是其他美元资产，为美国政府带来的利息节约。<sup>①</sup>国外的研究

<sup>①</sup> Linda (2010)利用美国财政部数据估算境外流通的美元纸币数量和美国财政证券组合的收益率，两者相乘就是外国人持有美元钞票给美国政府带来的利息节约。在此基础上扣除美国政府维持美元境外流通的成本，包括在打击假币和兑换旧钞票等方面支付的成本，就可以得出狭义上的铸币税。

多采用此类方法，而事实上狭义铸币税的规模并不是很大。例如 1999 年《总统经济报告》认为“国外持有美元现钞占全部美元现钞的比例在 60%左右，1998 年年中流通中货币为 4410 亿美元，国外持有额为 2650 亿美元。将这一数字乘以国库券利率，大约每年获得的铸币税收入为 130 亿美元”，约占当年 GDP 的 0.15%。Papaioannou and Portes(2008)估计美国每年的铸币税收益约 GDP 的 0.1%-0.2%；McKinsey Global Institute (MGI, 2009)估算的正常年份美国铸币税收入不及 GDP 的 0.1%，其中仅一半来自国外地区，也就是每年得自国外的铸币税收益仅为 GDP 的 0.05%。根据美联储和美国财政部的估算，当前在美国以外流通的美元纸币规模大概 5800 亿美元<sup>①</sup>，假定美国财政证券组合的收益率为 10%，狭义的铸币税也就是 580 亿美元。

而从广义上理解，铸币税是指美国用本币进行国际融资的特权，同时还包括通过 FDI 和其他投资所获取的高额收益。具体对于广义铸币税的计算，我们对汪洋(2005)的计算方法加以扩展，将每年货币国际化所带来的名义收益分为四部分：国外新增的本国现金；国外持有的新增本币金融资产；本国投资者以本币对外投资从国外获得的投资收益；本国向国外投资者支付的投资收益，用公式表示为：

$$S = (H_t^F - H_{t-1}^F) + (B_t^F - B_{t-1}^F) + r_t^F FDI_t + r_t^P Por_t - i_{t-1} B_{t-1}^F$$

其中  $H_t^F - H_{t-1}^F$  表示国外新增的本国现金， $(B_t^F - B_{t-1}^F)$  表示国外持有的新增本币金融资产； $r_t^F FDI_t + r_t^P Por$  表示本国实物资产投资和金融资产投资存量所获得的投资回报； $i_{t-1} B_{t-1}^F$  为本国向国外投资者支付的投资收益。<sup>②</sup>图 9 计算出了 1977-2010 年美元的国际铸币税收益。可以看出，在 2000 年之后，美国得自国外的铸币税收益显著提高，铸币税占 GDP 的比例从 10% 快速上升到 20% 左右。

<sup>①</sup>截至 2009 年 3 月的数据。

<sup>②</sup>汪洋(2005)将  $B^F$  局限于政府债券私有不妥，例如中国持有的外汇储备除了美国政府债券之外，还以企业债形式持有，其源泉都来自于国外进口商用美元进口的中国产品，所以两者性质上是一致的。

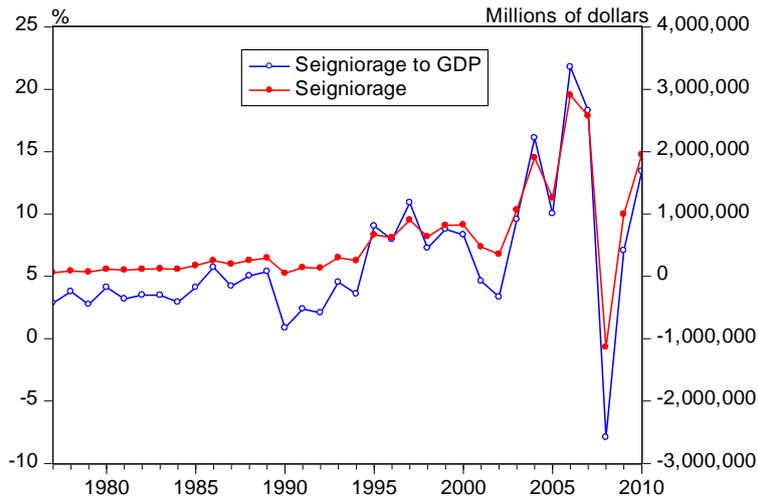


图 9 美元国际铸币税

除了关心美国铸币税的大小之外，我们还关注其来源构成。铸币税的来源主要包括国外持有的美元现金和证券，这部分收益波动较大，2000 年之前最高达到 GDP 的 8.7% 左右，2006 年则达到最高点，为 17%，成为美国国外铸币税的主要来源。其次来自资产收益的铸币税也呈现稳定增长的趋势，目前已经接近 GDP 10% 的水平。

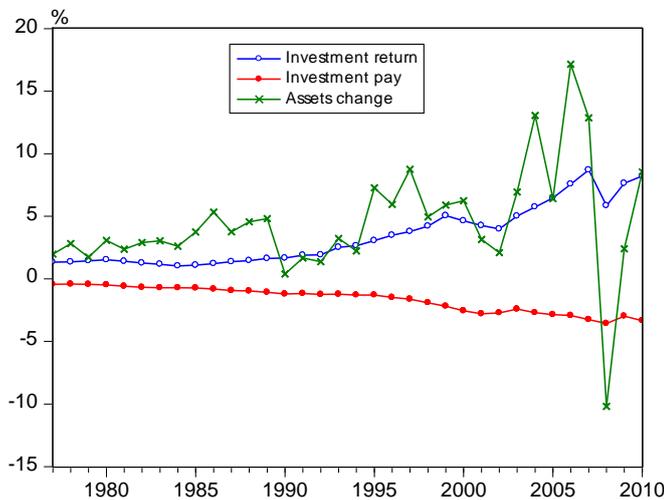


图 10 美元国际铸币税各来源占 GDP 的比例

人民币国际化无疑也会得到铸币税收益，对于狭义的铸币税，我们可以用流通在国外的人民币乘以适当的利率进行计算，参照美国的研究，狭义铸币税的规模应该相当有限。而对于广义铸币税而言，根据上述方程我们发现一国海外铸币税的规模取决于以下几个因素：首先是通过贸易逆差和对外投资(包括 FDI 和证

券投资)实现的净货币流出规模, 外国投资者可以以现金也可以以金融资产的形式持有本币; 第二是本币对外投资(包括 FDI 和证券投资)余额每年所获得的投资回报, 取决于本国在国外的投资效率; 第三则是本国对国外投资者支付的资金成本, 取决于国外对本币资产的需求。因此广义铸币税的规模不仅要求境外人民币有较大的规模, 同时还要求人民币投资收益有质的飞跃。目前可以统计到的香港人民币存款余额累计超过 5 千亿人民币, 这是人民币铸币税的主要来源; 但是中国对外投资目前仍然以美元为主, 并且收益率并不乐观, 以此推断在中国金融服务升级之前, 人民币境外投资收益率也将长期处于较低水平, 对人民币铸币税的贡献不大。

## (二) 人民币国际化的现实成本

### 1. 国际货币化的条件: 超越布雷顿体系视角

就货币国际化的条件而言, 在经济规模、货币的可兑换、发达的金融市场、宏观经济的稳定性、网络外部性等因素中, 金融市场的发展最被关注。布雷顿体系的崩溃并没有改变美国作为国际货币的地位, 欧元的诞生并没有对美国的国际地位构成实质性挑战, 日本经济实力的迅速提高, 并没有推动日元国际地位的同步提高, 在这背后一个非常重要的原因就是, 与欧洲地区和日本相比, 美国拥有最为发达的金融市场。

通常来说, 国际货币通常是与开放的、流动的、高度发达的金融体系联系在一起。作为价值储藏手段, 美元成为外国官方部门的储备货币和私人部门的货币替代手段。无论是外国官方部门还是私人部门, 并不愿意完全以货币余额的形式持有美元, 而是希望持有一个能够自身特定的风险、收益和流动性偏好的美元资产组合。只有在一个高度发达的金融市场中, 国际参与者才能在流动性、风险和收益之间有效权衡, 并构建满足自身偏好的美元资产组合。高度发达的金融市场能够有效地为国际参与者提供各种附加服务, 包括货币兑换、国际借贷、构建资产组合和对冲风险头寸等。美元使用者网络越大, 美元对使用者的吸引力就越大。两者之间的相互强化, 使得美元使用者越来越多。这进一步推动美元及美元资产需求的增加, 进而推动美元与美元资产市场流动性的进一步提高。在此基础上, 美元及美元资产的吸引力进一步增强。而全球范围内美元及美元资产市场的扩大, 导致市场交易成本的下降和流动性的上升。这反过来又能吸引更多的市场参

与者，推动市场规模的进一步扩大。

由此可见，随着外汇交易日益脱离国际贸易和全球金融资产规模不断扩大，除了最终决定国家强弱的政治军事力量之外，一个高度发达的金融市场是实现本国货币高层次国际化的必要条件。如果人民币的国际化定位在于成为全球重要的储备货币，那么培育完备的金融市场是人民币实现成功国际化的前提条件。布雷顿体系解体之后，随着国际资本流动的发展，对美元的最终需求大多数不是来自贸易需求，而是来自投资需求。因此如果不能解决海外人民币的投资需求及其投资渠道问题，人民币国际化最终将是无本之木。

## 2. 人民币国际化进程中的成本

人民币国际化进程是长期而复杂的过程，在此期间既面临着对外开放、金融市场发展和金融监管等技术性问题；也面临着国内产业结构调整，比较优势升级和国内国际目标多元化冲突等战略性和长期性问题。作为潜在国际储备货币发行国的竞争者，必然要承担更多的国际道义上的责任，并更加注重约束自身的行为。

### (1) 人民币国际化操作层面的成本

从短期来看，技术层面的冲击可能对中国经济和金融的短期稳定造成负面影响，这是现在关于人民币国际化成本讨论最多的方面。

推进离岸市场发展和人民币国际化意味着中国必须加快开放资本项目，这会使得中国面临更大规模的短期国际资本流入的冲击。如果香港离岸人民币市场发展的足够大，离岸人民币市场上所形成的价格(包括利率与汇率)会对在岸人民币利率与汇率形成冲击，从而削弱中国政府货币政策的效力。在单边人民币升值预期的背景下，境外居民与企业愿意持有人民币资产而非负债，人民币国际化不仅不会导致外汇储备积累速度的下降，反而在短期内可能导致外汇储备积累速度的上升，从而加重中国过多持有外汇储备的问题。

另一个可能的风险将由汇率与利率的非市场化引起。允许内地合格的企业到香港发债，在内地利率受到控制、国内又是信贷紧缩的情况下，在内地拿不到贷款的企业，在香港能以很低的利率发债，这对内地的宏观调控政策必然会造成冲击。回流的海外人民币有可能披着合法的外衣，以谋取境内外利差为实。这将额外增加境内流动性，增加货币当局的操作压力。随着回流渠道的增加，越来越多的货币流入内地金融体系，这些资金最终会加入到内地商业银行的货币放大过

程，增加广义货币供给，对货币政策造成冲击。

## (2) 人民币国际化战略层面的成本

从长期来看，实现人民币国际储备货币化需要中国比较优势的升级和转移，这意味着中国经济增长模式的转变。在此过程中，通过对外贸易拉动经济增长的模式必须改变为依靠内需和培育金融服务业来拉动经济增长。如果经济增长方式不改变，人民币国际化进程的实现在中国经济工业化和城市化进程结束之后。在此之前，人为加速国际化进程，可能导致新的比较优势建立之前又丧失旧的比较优势，损害中国经济发展的潜力。

考察 2000 年之后中国宏观经济状况可以发现，加入 WTO 之后，中国净出口/GDP 比例与 GDP 增长率呈现显著的正相关关系，而此前 10 年间，两变量是负相关关系；2000 年之后也是中国外汇储备快速积累的十年。事实上，尽管中国政府不断强调扩大内需，中国近 10 年来的经济增长越来越倚重出口拉动。人民币低估强化了低劳动成本优势，加上低环境成本，在推动中国就业和城市化的同时也积累了大量的外汇储备。从这个角度看，人民币低估值和低环境、资源价格以及日益积累的外汇储备可以看作是全社会为了补贴出口部门所承担的代价。

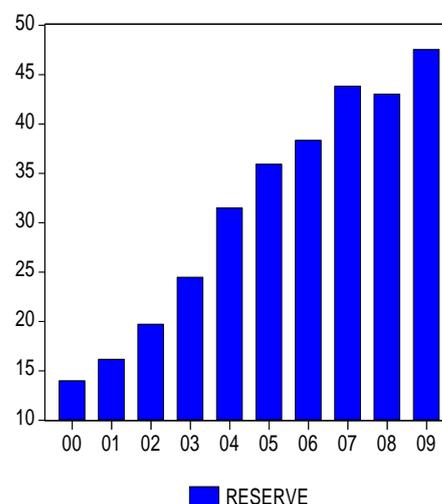
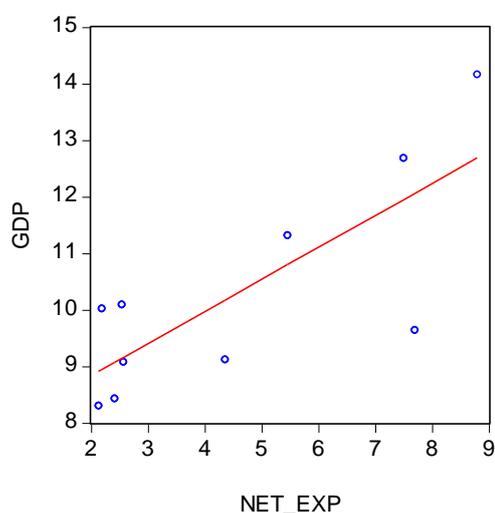


图 11 净出口/GDP 与 GDP 增长率

图 12 外汇储备/GDP 的变化趋势

在中短期内，我国经济增长的动力仍然来源于外部需求的增加，而稳定和巩固中国在现有国际分工体系中的制造业地位，也构成了我国未来经济结构调整以及经济发展的现实基础。事实上，至少有两个方面的原因决定了当前我国经济发展的定位要以稳定和巩固中国在现有国际分工体系中制造业的大国地位为主要

目标。一方面，当前中国的制造业对应的是发达国家的服务业，这是国际分工体系加以维持的根本前提。在中国将产业结构由制造业向服务业调整后，很难找到一个市场容量与中国的服务业相匹配的制造业生产体系。另一方面，中国产业结构优化升级以及国际分工地位提升的基础在于中国经济对未来产业创新方向的把握和引领，但在当前世界经济的“中心——外围”格局未有根本改变的前提下，外围国家不可能持续的引领产业创新的未来方向。因此，在中短期内，中国经济发展的动力仍然在于现有国际分工体系中制造业大国地位的稳定和巩固。在中国经济工业化和城市化进程结束之前，人为加快人民币国际化进程可能加速现有比较优势的解体，打断中国经济腾飞之路。

## 五、人民币国际化的现实定位——开放战略的重要组成部分

从上面的分析我们可以看出，在国内金融市场发育程度有限，经济增长动力仍然来自于外部需求扩张的背景下，不但人民币国际化的潜在收益很难在短期内得以实现，货币国际化的成本还可能会在一定程度上加以放大。因此，从现实政策取向来看，人民币国际化进程的审慎性有其必要性所在，当前人民币国际化的目标定位仍然在于其与我国经济结构调整政策的有机结合。作为我国开放战略的重要组成部分，人民币国际化不是改革的终极目标，而是与国内其他经济制度改革发生联动效应的有效手段。

### 1. 推进加工贸易平衡战略，为人民币国际化的稳定输出创造条件。

货币国际化的最终结果在于国外居民对本国货币的长期持有，本国货币必然呈现净输出的特征，而从国际货币的输出方式看，由于对外借款和对外援助很难在长期内加以维持，国际货币输出的现实基础仍然来自于经常项目下稳定的逆差形成机制。而这一点不但对我国的产业结构升级提出了内在要求，也是与我国未来的政策调整方向相一致的。

金融危机后，伴随着外部融资环境以及需求环境的恶化，我国外向型经济结构的弊端逐渐显露。在“扩内需、调结构”的内在要求下，外部经常账户的“减顺差、促平衡”将不可避免。在这样的背景下，应该使人民币国际化对货币输出的内在要求与我国平衡贸易政策的实施形成合力，统筹解决我国贸易不平衡和外

汇储备过快增长的问题。

2011年1-8月份，我国实现贸易顺差927.3亿美元，同比减少10%，平衡贸易政策初见成效，但顺差压力依然较大。进一步分析我国当前贸易顺差的结构特征，从图13可以看出，在2010年后我国的贸易顺差主要来源于加工贸易，一般贸易已经逐渐呈现平衡发展的迹象。2010年3月，我国6年来首次出现贸易逆差，为-74亿美元，但同期的加工贸易却实现了228.9亿美元的贸易顺差。类似的情形出现在2011年2月份，尽管在这一时期，我国一般贸易出现了188.2亿美元的贸易逆差，但同期的加工贸易顺差仍然达到198.2亿美元。因此，从这个角度上说，加工贸易的协调统筹发展，已经成为我国贸易战略调整和人民币国际化进程成败的关键。

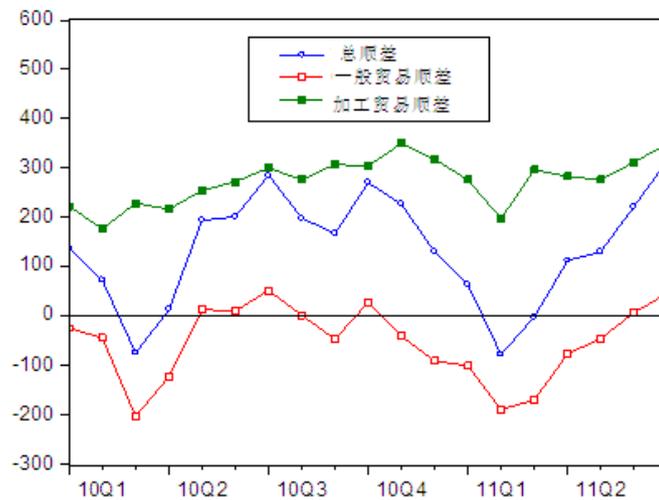


图13 我国贸易顺差的结构特征（2010:1-2011:7，单位：亿美元）

2. 积极鼓励对外直接投资，拓展人民币输出渠道，实现商品输出到资本输出的转换。

开放型经济建设的内在要求在于开放领域的扩大和开放结构的优化，而具体途径则在于“引进来”和“走出去”战略的有机结合。从我国经济发展的现实实践来看，就跨国资本流动而言，在2003年之前，我国主要表现为外商直接投资的大量流入。截止到2003年，我国外商直接投资的流入量累计2284亿美元，而对外直接投资只有332亿美元。2003年之后，伴随着我国资本账户开放进程的加快，对外直接投资数量开始迅速增加，2003-2010年平均增长率高达59%。截止到2010年底，我国累计对外直接投资2976亿美元，比2003年增长了接近8倍（图14）。

对外直接投资的快速发展在为我国企业参与全球竞争提供现实支撑的同

时，也必然有利于我国经济发展从商品输出到资金输出的转换。而伴随着跨境人民币直接投资的深入展开，人民币对外输出的渠道将更为丰富。事实上，直接投资项下的货币输出不仅是我国经济结构优化调整的重要组成部分，对金融服务业的间接推动还是经济全球化背景下金融服务业全球化的重要手段。在未来的政策取向中，我国应将人民币的国际化战略与对外直接投资战略相结合。一方面，通过对外直接投资外部融资的现实需求带动我国金融服务业在国际层面的延伸，积极引导我国金融企业进入海外市场；另一方面，通过金融服务的全球化，更好地为对外投资提供必要的资金支持，进一步拓展货币的输出渠道。

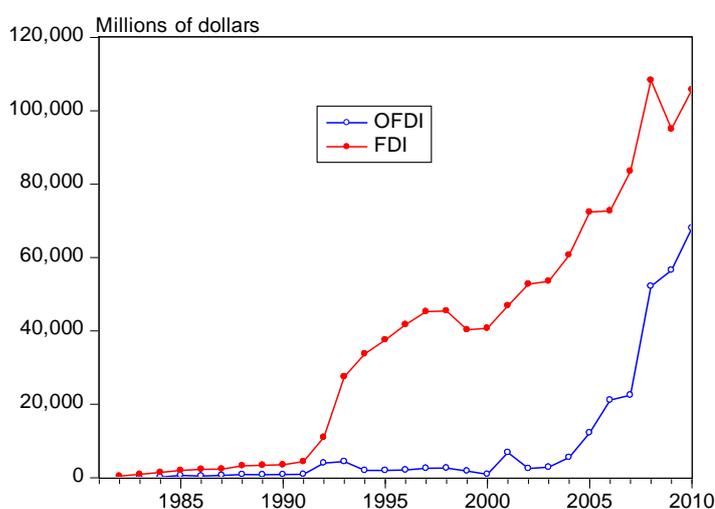


图 14 1982-2010 年中国直接投资的流入和流出量

### 3. 继续深化人民币汇率机制改革，形成稳定市场预期。

从长期来看，伴随着人民币升值预期的消失，无论是贸易便利和投资便利的实现，还是人民币信誉和需求水平的提高都离不开人民币币值在均衡水平下的长期稳定。而这其中，减少行政干预等市场扰动因素，增加汇率弹性则成为汇率长期稳定的关键。事实上，由于完全弹性下的均衡汇率水平才是外汇市场上货币供求的内在反映，因此，从价格发现的角度讲，具有真实货币价值的人民币才能满足非居民的交易和投资需求。也正是基于此，人民币汇率形成机制改革的成功与否将直接关系到人民币国际化的成败。

在 2005 年汇率改革以来，我国汇率弹性逐渐增大，到 2008 年 6 月底已累计升值 17.1%，虽然在 2008 年下半年美国金融危机走向深入后，人民币汇率的浮动区间收窄，但伴随着 2010 年 6 月新一轮的汇率形成机制改革，人民币的汇率

弹性进一步增加，2011年9月9日，人民币兑美元汇率为6.39，相比于2005年汇率改革前，已累计升值22.8%（图15）。此外，从人民币在岸远期汇率和离岸远期汇率的关系上，我们也可以看出人民币汇率形成机制中，行政干预等非市场扰动因素的逐渐消除。图16做出的是2008年1月到2011年6月一年期人民币远期汇率和无本金交割远期汇率的变化关系图。从图16可以看出，进入2009年特别是在2010年5月之后，人民币在岸远期汇率和离岸远期汇率的变化趋势逐渐趋于一致，呈现出协同变动的趋势。由于离岸市场的市场化程度相对较高，因此，离岸汇率和在岸汇率的趋同在有效减少货币投机冲击的同时，也在一定程度上反映了在岸市场非市场扰动因素的逐渐弱化。市场扭曲因素的减少在促进人民币汇率向均衡水平进行调整的同时，也为人民币国际化的展开奠定了基础。伴随着香港人民币美元即期汇率定盘价的推出，应继续推动人民币汇率形成机制改革走向深入。



图15 2005年汇改后人民币兑美元汇率的变化趋势图

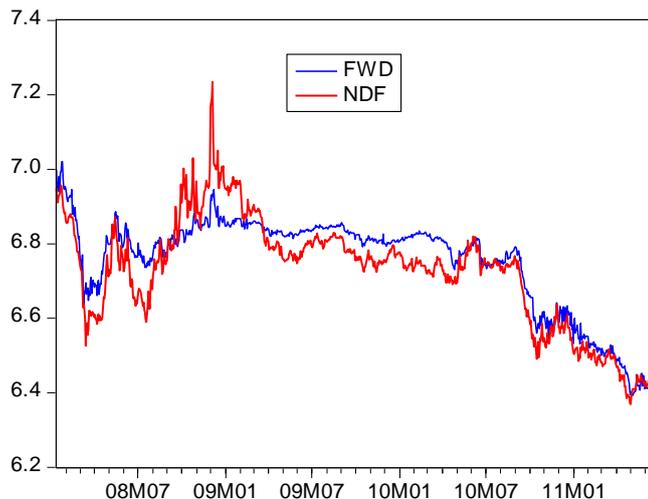


图 16 人民币在岸与离岸远期汇率的变化趋势图

4. 加大东亚区域内的投资和贸易合作，为人民币的区域化奠定基础。

从货币国际化的地理层次看，人民币在东亚范围内的区域化将是不可避免的一个阶段。在当前东亚区域的“美元体制”下，人民币与美元的货币竞争将不可避免。而人民币成功替代美元，成为东亚区域性关键货币的重要条件之一，便是中国东亚区域内最终产品“市场提供者”地位的确立。也就是说，通过逐步形成对美国市场一定程度的替代，促使其他国家更加关注本币兑人民币汇率的稳定。从这个角度上说，如果中国无法改变目前高度依赖外部市场的经济增长模式，人民币最多只能通过美元来发挥自己潜在的“锚”货币作用，难以独立地成为区域性关键货币。

表 3 对中美两国在东亚区域内“市场提供者”的相对地位进行了比较。从表 3 可以看出，近年来中国在东亚各国最终消费品出口中的比重呈现出缓慢增长态势，而美国的市场份额在大多情况下则呈现缓慢下降的趋势，表明中国具有成为东亚最终产品市场提供者的现实潜力，并且这种潜力随着中国与东盟自由贸易区协定的签署与实施，还会得到进一步提升。但同样需要注意的是，除新加坡外，美国在绝大多数东亚国家最终消费品出口中所占比重尽管有所下降，仍然远远高于中国。2010 年东亚各国最终消费品出口到美国的比重在 16% 到 37% 之间，而出口到中国的比重仅为 1% 到 3% 之间。

因此，对于中国而言，成为区域最终产品的市场提供者很难一蹴而就，东亚区域内“去美元化”的过程依然十分漫长。长期内，人民币在东亚范围内的区域化

仍然在于中国与东亚诸国贸易往来的深入展开，而增加最终产品的进口需求和东亚范围内的对外直接投资将是人民币在东亚范围内提升影响力的核心所在。

**表 3 东亚国家向中美出口最终消费品所占比重 (%)**

国家	贸易伙伴	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
日本	中国	2.088	1.148	2.696	2.986	3.842	4.777	7.819	8.608
	美国	42.076	49.733	40.844	42.421	37.668	32.612	33.457	31.809
韩国	中国	2.215	2.852	4.490	4.756	5.198	5.777	6.423	n.a.
	美国	24.088	34.300	28.494	26.061	22.592	22.091	21.504	n.a.
马来西亚	中国	0.892	0.561	1.886	2.364	1.860	2.035	2.042	2.238
	美国	25.637	28.853	26.354	24.347	18.906	17.432	15.676	14.674
菲律宾	中国	n.a.	1.029	1.077	0.985	0.962	1.072	1.027	1.802
	美国	n.a.	57.151	48.708	48.826	43.904	37.315	35.636	36.910
新加坡	中国	1.369	2.542	6.573	7.874	9.338	9.287	8.478	8.831
	美国	13.290	18.494	16.810	20.310	16.354	9.948	7.949	9.585
印度尼西亚	中国	0.720	0.605	1.037	1.044	1.724	1.827	1.748	2.092
	美国	25.028	32.303	35.132	36.262	33.620	31.281	31.632	29.860
越南	中国	n.a.	6.418	3.201	2.721	2.875	2.585	3.504	n.a.
	美国	n.a.	7.490	29.775	30.990	33.832	30.991	31.041	n.a.
泰国	中国	2.698	1.248	2.489	2.972	2.720	2.171	3.480	3.686
	美国	20.707	32.873	25.454	24.644	20.830	17.744	17.525	16.167

注：最终消费品包括 BEC 编码为 112、122、51、522、61、62、63 的产品。n.a.表示数据不可获得

数据来源：联合国 Comtrade 数据库

5. 统筹协调国内金融市场发展与资本账户开放的关系，实现人民币国际化进程中贸易收益向金融收益的转换。

货币国际化必然伴随着本国货币的流出和回流。流出的渠道主要在于经常项目逆差和资本项目逆差，回流的目的则是商品交易需求和资本投资需求。从货币国际化的历史经验看，在上世纪 80 年代之前，美元不但是国际货币体系中的中心货币，其国内生产还担负着为世界其他国家提供商品的职能，资本的输出主要是通过对外援助和对外借款的方式。而在上世纪 80 年代之后，伴随着国际资本流动程度的提高，美元的输出方式主要是经常项目逆差，而国外居民对美元的需要则主要体现在对美元资产的持有上。

货币输出方式的差异既是世界经济环境以及美国国内经济结构不断调整的外在反映，也在一定程度上决定了货币发行国的利益实现水平和方式。前者主要是强调出口扩张下的贸易收益，而后者的利益实现除了单纯的贸易利益之外，伴随着国际资本的跨国流动，中心国家的利益实现还会继续向金融领域进行渗透和

延深。而在贸易利益向金融利益转换的过程中，中心国家金融市场的发育程度至关重要。

在人民币国际化的进程中，由于现阶段我国的金融市场无论从规模还是从效率上都与美国相去甚远，在国内金融市场不发达的背景下，短期内人民币国际化的利益基础仍然在于出口贸易的扩张，资本账户项目的开放进程也仍需谨慎。也就是说，在国内金融发展水平滞后的情况下，决策当局应通过对资本交易的有限管制，在减少资本流动负向冲击的同时，最大限度的降低金融领域的收益损失，同时依赖制造业发展的比较优势，推动其他国家对于人民币的商品交易需求。但从长期来看，人民币价值储备和国际借贷功能的实现仍然离不开人民币的可自由兑换，资本流动背景下，贸易收益向金融收益的转换将不可避免，国内金融发展水平的进一步提高才是人民币国际化的基石所在。

## 六、有关香港离岸人民币市场问题的总结

结合以上分析，对于当前的人民币国际化与香港人民币离岸中心的发展，我们所得出的主要结论如下。

1. 追求本币的国际化发展既是贸易顺差国家摆脱美元货币权利制约，实现全球经济再平衡发展的政策选择，也是国际储备货币多元化共识的现实基础。而境外人民币的产生构成了人民币国际化的现实起点，离岸人民币市场的相应发展则成为人民币国际化不可或缺的重要环节。

2. 香港具有开展人民币离岸业务的先天优势，进一步发展的制约主要在于境外人民币负债和资产业务在国际化程度上的不匹配。而这一问题的解决关键取决于人民币国际化进程的程度以及我国经济开放战略的成败。人民币的国际化进程离不开香港人民币离岸中心的发展，其程度又决定了香港人民币离岸中心的发展层次和水平。人民币国际化与香港离岸人民币市场发展之间存在着共生共荣、相互制约、相互促进的关系。

3. 金融危机的发生并没有从根本上改变全球经济格局，人民币国际化对美元地位的影响以及外部经济失衡的调整作用都相对有限。在国内金融市场发育程度相对落后的背景下，人民币国际化很难达到相对较高的层次，稳定的货币国际

化收益也相对较小。而在成本方面，除去操作层面的成本损失外，从战略角度讲，人民币国际化意味着中国经济现行增长模式的终结，人为推动国际化过快发展可能会对中国经济形成较大的负面冲击。

4. 从宏观经济政策选择来看，人民币国际化的进程仍需审慎进行。作为开放战略的重要组成部分，人民币国际化的目标定位应与我国其他的经济开放政策相匹配。政策取向应注重强调人民币国际化的阶段性和审慎性，以人民币国际化作为促进我国贸易平衡、推动对外资本和金融服务输出、增加汇率弹性、扩大区域合作以及促进国内金融市场发展的重要手段，发挥不同开放政策之间的联动效应。

5. 香港离岸金融中心的发展是人民币国际化条件尚不完全具备下的必要缓冲，其功能定位在于对人民币国际化的现实支撑，未来的发展方向应在以下几个方面有所侧重。一是维持境外人民币市场规模，拓展人民币贸易计价功能，加强结算和清算机制建设；二是维持拓展贸易融资政策，推动境外人民币交易市场发展，完善价值发现机制；三是逐步有序扩展人民币回流渠道，推动与大陆间的经济一体化进程，在拓展大陆企业在港融资平台的同时，减少资本回流对大陆宏观经济的冲击。四是结合对外直接投资战略，为企业投资提供跨国金融服务支持，为企业走出去创造条件，实现香港人民币市场由结算向全面金融服务的转变。