

人民币国际化的现状与前景研究

内容摘要

人民币国际化的必然性是人民币国际化战略构想的重要理论基础。中国经济的崛起和大国经济特点的形成、亚洲市场的整合，决定了人民币将在国际货币体系中发挥越来越重要的作用，人民币成为国际货币是必然趋势。

目前人民币在周边国家的流通是人民币国际化的起点，未来人民币国际化程度的提高将会受到诸多因素的影响和制约。某种程度上，国内经济改革的进展决定了人民币国际化能走多远，国际经济环境的改善和亚洲市场的发展是影响人民币国际化进程的关键因素。假定内外环境有利于中国经济增长与发展，人民币国际化必然走向更高的阶段，人民币国际化成本收益的权衡将对中国政府的决策产生重要影响。根据人民币国际化程度的不同，可以将人民币国际化分为四个阶段。初级阶段：由经常项目，主要由贸易和旅游消费带动的人民币在周边国家和地区的流通；第二阶段：人民币成为境外存贷资产；第三阶段：人民币成为亚洲投资资产；高级阶段：人民币成为亚洲国家的主要储备资产，区域化的货币。人民币国际化程度不同，对应不同的政策组合。每一阶段都需要市场与政府宏观管理的结合，从而减少人民币国际化进程中的金融风险，获取人民币国际化的收益。

目 录

1. 人民币国际化的现状与前景研究.....	6
1.1 人民币国际化的必然性.....	6
1.1.1 中国经济的崛起和大国经济特点的逐步形成.....	6
1.1.2 中国与亚洲国家经济的一体化程度的提高.....	9
1.1.3 人民币在未来国际货币体系中的地位.....	14
1.2 影响人民币国际化程度的主要因素.....	15
1.2.1 国内制度构建与完善.....	15
1.2.2 外部经济发展机遇.....	18
1.3 人民币国际化的成本与收益.....	21
1.3.1 人民币国际化的收益.....	22
1.3.2 人民币国际化的成本.....	23
1.4 人民币国际化的顺序和相应措施.....	24
1.4.1 人民币国际化的初级阶段.....	24
1.4.2 人民币国际化的第二阶段.....	26
1.4.3 人民币国际化的第三阶段.....	26
1.4.4 人民币国际化的高级阶段.....	27
2. 专题一：人民币国际化的现状.....	28
2.1 人民币跨境流动的主要途径、规模测算及境外汇率形成.....	28
2.1.1 人民币跨境流动的主要途径.....	28
2.1.2 人民币跨境流通使用规模的估算.....	30
2.1.3 境外人民币汇率的形成及特点.....	33
2.2 人民币境外流通发展的主要原因与流通特点.....	36
2.2.1 人民币境外流通发展的主要原因.....	36
2.2.2 人民币跨境流通使用的主要特点.....	39
2.3 人民币跨境流通和使用的影响分析.....	41
2.3.1 与实体经济有关的人民币跨境流动对我国的影响利大于弊.....	41
2.3.2 与实体经济无关的人民币跨境流动对我冲击较大.....	42
2.3.3 人民币在周边流通对我国的金融外汇管理提出了挑战.....	43
2.3.4 为人民币走向国际化奠定了良好基础.....	43
2.4 小结.....	44
3. 专题二：大国货币国际化的经验和教训：美国、日本、德国.....	45
3.1 美元国际化的路径、经验和教训.....	45
3.1.1 美元作为国际货币的崛起.....	45
3.1.2 美元在国际货币体系中主导地位的确立.....	50
3.1.3 美元地位的巩固：世界美元本位.....	54
3.1.4 美元国际化的经验和教训.....	55
3.2 日元国际化的路径、经验与教训.....	57
3.2.1 日元国际化的进程.....	57
3.2.2 日元国际化进程的结果.....	60
3.2.3 21 世纪日元国际化的总体战略.....	63
3.2.4 日元国际化的经验和教训.....	68

3.3 马克国际化的路径、经验和教训.....	70
3.3.1 马克国际化的路径.....	70
3.3.2 欧元诞生 马克融入欧元.....	77
3.3.3 马克国际化的经验和教训.....	79
3.4 小结.....	81
4. 专题三：人民币国际化的制度条件.....	82
4.1 中国的外汇管理体系改革与人民币国际化.....	82
4.1.1 我国对人民币境外流通使用以及资本项目管理的主要政策.....	82
4.1.2 对当前管理政策的评价.....	88
4.1.3 人民币在境外流通和使用的政策建议.....	90
4.2 人民币汇率制度改革与人民币国际化.....	92
4.2.1 当前人民币汇率制度的现状与优缺点.....	92
4.2.2 当前人民币汇率制度对人民币国际化进程的影响.....	95
4.2.3 人民币汇率制度改革与人民币国际化.....	96
4.3 国内金融体系改革与人民币国际化.....	98
4.3.1 人民币国际化对国内金融体系的要求.....	99
4.3.2 中国目前金融体系存在的主要问题.....	101
4.3.3 为实现人民币国际化需要完成的国内金融改革.....	104
4.4 亚洲货币和金融合作与人民币国际化.....	106
4.4.1 在清迈协议的框架下继续积极推进亚洲货币和金融合作.....	106
4.4.2 中国经济增长环境的变化需要与亚洲国家紧密合作.....	107
4.4.3 积极探索高层合作形式.....	108
4.4.4 推进人民币区域化，在周边国家和地区创造更多的贸易机会和投资机会.....	112
4.4.5 发挥香港在人民币区域化方面的作用.....	113
4.5 小结.....	113
5. 参考文献.....	114

前 言

1997 年以来，中国经济成为国际社会讨论的焦点。尤其是与人民币相关的问题更是引起了国内外学术界和政府决策层的高度关注。这一关注首先是围绕着人民币升值和贬值展开，接着涉及到人民币汇率制度的选择和改革，人民币在资本项目下的可兑换，人民币的国际化。各项议题的提出说明中国的经济改革和对外开放到了一个新的阶段，中国必须从国家利益的角度，充分讨论和研究中国在经济发展的新阶段面临的国内外环境，确立整体经济和社会发展下一步战略。

2000 年以来，由于人民币在周边国家和地区流通的扩大，再加上中国加入 WTO 进程的推进，人民币国际化问题引起了国内外决策层和国内外理论界的高度关注。人民币在周边国家大量流通以及在发达国家也出现了一定程度的自由兑换，部分国家将人民币作为储备货币，这一新的经济现象成为经济领域的一项重要课题。在此之前我们几乎没有关注过一个发展中国家的货币如何实现国际化。

一些学者从中国不断增长的经济实力出发，指出中国政府应该采取积极措施推动人民币成为未来的世界货币。赵海宽（2001）建议，应该推动人民币逐步成为世界货币之一。随着中国经济实力的迅速增长和加入世界贸易组织，从而使中国更深入地参与到经济全球化中，人民币应该成为世界货币之一，最少应能发挥一部分世界货币的作用。人民币成为世界货币，需要一个自然发展和成熟的过程。他指出，中国应该采取积极态度，采取系列措施加快这一进程。钟伟（2002）对人民币国际化提出了操作性建议，指出了货币国际化的路径和注意的问题，针对人民币的国际化，提出了将人民币资本项目可兑换和人民币国际化进程合二为一的建议。吴念鲁（2002）提出了货币可兑换与货币国际化的区别，指出了货币国际化的风险和收益，建议应该在国际货币体系改革的大环境中研究人民币逐步实现资本账户自由化，为人民币国际化创造条件。何泽荣（2002）概括了货币国际化的不同途径。周林、温小郑（2002）对美元、日元国际化，以及部分新兴工业化国家的货币的国际化进程进行了描述。王雅范、管涛、温建东（2002）对人民币在周边国家和地区的使用和流通的现状、原因做了比较详尽的分析，并提出了外汇管理的政策建议。国外学者对人民币国际化问题也产生了浓厚的兴趣。已故的著名经济学家多恩布施早在 1999 年就在德国《明镜》周刊发表文章，预测了人民币未来在国际社会的光辉前景。他指出，20 年之后，这个世界上将肯定只剩下为数不多的几种货币。在南美和北美，美元将通用；在亚洲，中国的人民币将有可能占据主导地位；而在

其余地区欧元将成为主要货币。2001 年，德国前总理施密特预言 30 年后，世界上将可能有三种主要货币——美元、欧元、人民币。同年，《远东经济评论》发表的题为“人民币的时代”的评论文章指出：在 21 世纪头几十年的某个时刻，随着人民币实现完全兑换，很快人民币将成为继美元、欧元和日元之后的世界上兑换频率第四高的一种货币，世界将获得一种新的全球性货币，人民币将会打破目前国际金融市场的平衡，如果世界各国对人民币的重视程度不够，那就会面临风险。

在大多数学者和业内人士对人民币国际化采取乐观和积极态度的同时，也有学者提出，人民币国际化是一个长期的过程（2002 景学成），人民币目前在部分周边国家和地区的流通是属于非制度性行为，并不是人民币国际化的开端，中国入世后，首先实现人民币的基本可兑换（即经常项目可兑换加上资本项目的有条件可兑换），进而实现完全可兑换，其后在相当长的时期内，人民币国际化的问题才可能提上日程。王建（2002）指出，中国经济受世界经济的影响很大。金融风暴的脚步已经越走越近，中国千万不能开放自己的资本市场，千万不要使人民币国际化，否则就会被卷入其中。正像中国没有开放资本市场和使人民币国际化而侥幸逃过亚洲金融风暴一样，坚持过去的做法，中国也可以成功地避开全球金融风暴。有些学者也认为，中国金融市场的不完全和监管能力的不足，以及缺乏全球性的金融中心，都会大大地推迟人民币国际化进程。陈炳才（2001）指出了人民币可兑换的不对称性问题，认为人民币的国际化应该走美国式路径，通过提高人民币的声誉和可兑换来实现。

以上经济学家在人民币国际化问题上莫衷于是：研究的出发点不同，对于人民币国际化的定义不同，政策目标不同，最后得出的政策建议也不相同。这既说明了目前人民币国际化问题的复杂性，也说明了学术界对人民币国际化问题认识还存在一定的局限和分歧。我们还不能从以上的讨论中得出一个肯定或者是否定的判断。但是，从以上的讨论我们可以看出，人民币国际化是中国整体经济发生结构性变化的一个表现，他涉及到了中国整体改革和开放战略的设计，关系到中国的国家利益。我们必须在对中国经济的赞誉和掌声中保持冷静，对人民币的国际化问题进行深入和仔细的研究，提出符合我国国家利益的政策建议和总体战略。

本报告全面分析了人民币国际化的必然性，影响人民币国际化程度的主要因素，不同的人民币国际化程度所面临的成本与收益，提出了人民币国际化的阶段性战略和措施。并就人民币国际化的现状，大国货币化的路径、经验和教训，人民币国际化需要的制度条件进行了分析和论证。

1. 人民币国际化的现状与前景研究

1.1 人民币国际化的必然性

明确人民币国际化的必然性是要回答我们为什么要推动人民币国际化,提出人民币国际化战略构想的重要理论基础。

国际化的人民币是指人民币不仅是中华人民共和国境内的法定通货,发挥价值尺度、交易媒介和贮藏手段的功能,而且在国际经济交易中也发挥上述三种基本功能。人民币走向国际化,必然满足以下三个特征:人民币在国际经济交易中具有广泛的接受性;人民币成为国际贸易和国际金融交易中的计价货币和交易媒介;外国私人部门和官方普遍持有和运用人民币资产,同时它也是外国货币当局储备货币的一部分。

人民币国际化是一个动态的进程,是指人民币如何从一种在国内经济中发挥货币职能的货币逐渐的发展为在国际经济交易中发挥货币职能的货币。本课题研究的主要目的之一就是如何实现人民币从一个国内的价值标准成长为国际的价值标准。

美元、日元和马克国际化的进程对我们的启示是:一种货币的国际化是由市场的选择,而不是政府力量推动的结果。具体来说,一国货币走向国际化首先是由该国的经济基本面决定的:较大的经济规模和和持续的增长趋势是建立交易者对该种货币的信心的经济基础;经济开放度较高、在世界经济中占有重要地位的国家能够获得交易者对该国货币的需求。国际交易者对该种货币的信心和需求,决定了该种货币必然在世界货币体系中发挥越来越重要的地位。并促使该货币最终成为国际货币。人民币是否成为国际货币,也是由中国的经济基本面决定的。

1.1.1 中国经济的崛起和大国经济特点的逐步形成

一国货币(National Currency)在国际上获得普遍接受性首先是由该国经济的发展状况所决定的,并且和一国经济的国际化程度有密切关系。从美国、日本和德国的货币国际化的经验和教训可知,国际货币是大国经济成长到一定阶段的结果,只有大国经济才能获得交易者对该国货币的信心和需求。衡量大国经济的标准主要是一国的经济规模和增长的趋势,对外开放和程度和与世界经济一体化的程度。中国经济的崛起,大国经济特点的形成是未来人民币成为国际货币的经济基础。

1. 持续的高经济增长率

1978 年以来，随着中国改革和开放的扩大，中国经济获得了持续高增长，从 1978 年到 1998 年的 20 年间，根据国家统计局公布的数据，国内生产总值年均增长率为 9.7%，高于改革前的 1953—1978 年平均增长率 3.6% 的水平。中国国家综合实力显著提高，中国经济取得的进步是战后经济成功最出色的典范之一。根据 2002 年 OECD 的报告，中国已成为世界经济第七强和吸引外国直接投资第二大国。在 20 世纪下半叶，只有日本和韩国曾出现过类似的持续快速增长阶段。2002 年以来，在世界主要经济体增长缓慢的情况下，中国仍然保持了高增长的势头，被誉为世界经济的一支独秀，见表 1—1。

表 1—1 世界主要国家和地区的主要经济指标比较

年份	GDP 年增长率%		通货膨胀增长率%		外汇储备（亿美元）	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
世界	1.7	2.5	1.7	—	—	—
中国	8.0	7.2	-0.6	0.0	2802	3354
美国	2.4	2.1	1.6	1.8	757	795
欧盟	0.8	1.4	2.2	1.5	3672	3856
日本	-0.3	-0.2	-1.0	-0.5	4697	5166
香港	1.9	3.0	-3.0	-0.8	1101	1195
韩国	5.8	4.5	2.7	2.5	1202	1317
新加坡	2.2	4.0	-0.5	0.4	816	850
印度	5.7	6.3	4.0	3.5	706	355

** 资料来源：亚洲周刊 2003 年 2 月 6 日

中国经济的持续高增长增强了国际社会对中国经济的信心，观察家们预测，如果不出现其他的意外，中国经济将是本世纪世界经济增长的亮点，中国经济将步入大国经济的行列。

2. 外部经济的快速增长和发展，经济国际化程度显著提高

在外部经济发展方面，中国的对外贸易在改革开放后获得了快速发展，中国已经逐渐成长为一个贸易大国，90 年代中国对外贸易额增长迅速，见表 1—2。

表 1—2 1991—2002 年中国对外贸易额(单位：亿美元)

年份	进出口额	出口额	进口额
1991	1356	718	638
1992	1755	849	906
1993	1957	917	1040
1994	2367	1210	1157
1995	2809	1488	1321
1996	2899	1511	1388
1997	3302	1828	1474
1998	3240	1838	1402
1999	3606	1949	1657

2000	5303	2796	2507
2001	5707	2994	2713
2002	6930	3650	3280

** 资料来源：国家外汇管理局

同时期，中国在世界贸易中的地位也不断上升，中国已经成为世界贸易的重要一员。改革开放以前的很长时间内，中国对外贸易仍然保持着低速增长。1955 年中国贸易总额占世界贸易总额比重为 1.7%，1978 年这一比重也只有 0.8%，在世界贸易中的地位也下降了，1955 年排在第 15 位，1978 年排在第 32 位。改革开放以后中国对外贸易急剧扩大，中国在世界贸易中的地位也急剧上升。1980 年中国贸易总额只占世界贸易总额的 0.9%，而 1999 年却占世界贸易总额的 3.2%，世界贸易排列次序上中国跃居第 9 位。2001 年中国进出口总额达到 5098 亿美元，对外贸易在世界的排名跃居为当年第六位。据统计，2002 年中国进出口总额达 6210 亿美元，年增长率 21.8%，在全球贸易中排名第六。其中，出口额 3256 亿美元，比上年增长 22%，占世界出口总额的比重由 2001 年的 4.3% 升至 5.1%；进口额 2952 亿美元，比上年增长 21%，占世界贸易总额的比重由 2001 年的 3.8% 上升到 4.4%。中国对外经济和贸易的成长和发展说明，中国在世界经济大循环中发挥越来越关键的作用，中国已经成为世界贸易中的重要一极，见图 1-1。

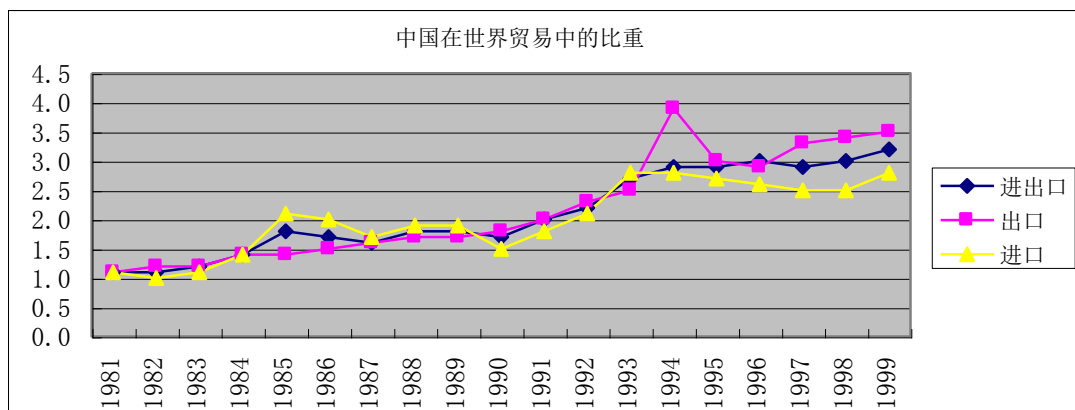


图 1-1 中国在世界贸易中的比重

** 资料来源：“九五”时期我国对外经贸统计数据汇编 对外经济贸易合作部计划财务司编

同时中国在吸引和利用外资方面也获得了巨大的发展。改革开放之前，中国市场上的外国投资额是很少的。到 2000 年底，中国所获得的外国直接投资额已经累计达 3482.8 亿美元。自 90 年代中期以来，中国吸引外国直接投资的数量在世界上始终排在第二或第三位。见表 1-3。

表 1-3 中国在 1990 年—2002 年获得的外国直接投资

年份	当年使用外国直接投资 (单位: 10 亿美元)
1990	3. 49
1991	4. 37
1992	11. 00
1993	27. 5
1994	33. 8
1995	37. 5
1996	42. 4
1997	45. 5
1998	45. 3
1999	40. 4
2000	40. 8
2001	47
2002	53

**资料来源：“九五”时期我国对外经贸统计数据汇编 对外经济贸易合作部计划财务司编

从外部经济情况来看,中国已经不再是一个封闭经济体,对外贸易和资本流动已经成为中国经济的重要组成部分,中国已经成长为世界市场的主要供给者和需求者。入世后,中国经济的国际化程度还要进一步提高。同时,中国的经济发展对世界经济的影响力也在发生巨大的变化,世界经济格局将呈现出新的特点。中国的发展和内部市场的扩大为其他经济体的发展带来了巨大的发展空间和机遇。中国大国经济特点的形成和国际化程度的提高增强了国际经济交易参与者和普通公众对人民币的信心,从而增加了对人民币需求,如果中国的经济增长是可持续的,人民币将会成为国际通货,其普遍接受性也会大大提高。与大国经济相联系,大国经济的货币成长为国际经济交易货币是必然趋势。

1.1.2 中国与亚洲国家经济的一体化程度的提高

一种主权国家货币认可程度的提高取决于经济的需要,主要是市场实现规模经济的需要。在一个市场中,一种货币作为价值尺度将大大减少贸易和资本流动中的交易成本,为该地区创造更多的贸易机会,提高交易的规模、效率和国家福利。中国与亚洲经济一体化程度的提高将扩大亚洲市场的规模,并产生对共同价值标准的需求。

一、 亚洲的开放度大大提高,亚洲市场整合的步伐加快

20 世纪 90 年代以来,亚洲市场的整合程度进一步提高,从贸易方面来看,亚洲的一体

化程度高于欧元区和美洲地区。Wyplosz（2001）利用引力模型得出的分析结果是，亚洲至少与欧洲的一体化程度相当。根据引力模型，欧洲的一体化程度不及人们所预期的那样高，而亚洲的一体化程度更高。而且稳固性检验（robustness test）又进一步确认了这一意外的发现。这表明共同货币给欧洲带来的正效应要小于预期值。

1. 亚洲区内贸易的发展

Bayoumi 和 Mauro(1999) 的报告指出东盟国家的内部贸易额占 GDP 的比例与欧元区相当，高于北美自由贸易区和南锥经济共同体。近些年来，该比例增长尤为迅速。

Gilbert, Scollay 和 Bora（2001）根据引力模型分析了东亚的自然贸易区（natural trading areas），分析的结果也支持以上的结论，亚洲是一个自然的自由贸易区，如果把中国纳入，得出的结论相同。如果自由贸易区由东盟国家扩展到东盟+中国、日本和韩国，各国的福利将会得到最大程度地提高。

表 1-4 亚洲的贸易模式(占区内 GDP 的比率)

	1980 年		1985 年		1990 年		1995 年		2000 年	
	出口	进口	出口	进口	出口	进口	出口	进口	出口	进口
东盟内 ¹	6.3	4.8	5.5	4.7	7.9	7.2	12.0	10.0	16.9	14.4
与日本	9.9	7.7	7.2	5.9	7.8	11.3	6.9	13.4	9.8	12.2
与美国	6.3	5.4	6.1	4.4	8.4	7.0	9.3	7.8	14.2	8.9
与欧元区	3.9	3.1	2.5	2.7	4.6	5.0	4.9	5.8	8.3	5.3
与其他工业化国家	2.3	3.3	1.9	2.6	3.1	4.4	3.2	4.3	5.3	4.2
与其他发展中国家	8.3	10.9	7.2	8.0	10.9	13.7	13.6	14.7	19.8	19.0

** 资料来源：国际货币基金组织贸易方向统计，世界发展指标 2002

和贸易模式密切相连的另一个关键问题是：经济冲击的对称性或者是相关性。理论上，进行贸易的国家越多，冲击的相关性越大。Eichengreen 和 Bayoumi（1999）的研究发现，欧洲和亚洲国家之间在对冲击的反映方面差别很小，差别的大小取决于冲击的性质，即是需求冲击还是供给冲击。Eichengreen 和 Bayoumi（1999）在另外的一个报告中指出，由于相对灵活、富有弹性的劳动力市场，亚洲经济体对冲击反映较快，因此，和欧洲汇率机制（ERM）建立后的 10 年相比，亚洲国家建立共同货币区的准备方面和欧洲当年不相上下。

2. 亚洲区内的资本流动与投资

¹ 柬埔寨 印度尼西亚 老挝 马来西亚 缅甸 菲律宾 新加坡 泰国 越南（无文莱数据）

与区内的贸易发展平行，在资本流动和投资方面，亚洲经济也表现出较高的一体化程度。亚洲区内外国直接投资（FDI）占 GDP 的比例高于 EU 和 NAFTA。据统计，亚洲 64.9% 的 FDI 是流向了区内。尤其是对于中国，从亚洲区内（包括日本）流向新兴市场的 FDI 占中国吸引 FDI 总量的 80%。即使去掉从台湾和香港 FDI 流入，从东盟 10+3 流入的 FDI 仍然明显高于来自欧盟和美国的 FDI，见表 1—5。从区内直接投资的发展趋势可以预期，亚洲的金融发展一定会从稳定的汇率中受益。

表 1—5 FDI 流入存量，1990 年和 1996 年（总量的百分比）

东道国	欧盟	美国	日本	香港	东盟	东盟+3	其他
中国							
1990	6.4	10.9	8.2	60.3	2.7	11.0	11.5
1996	5.8	7.5	5.6	55.7	7.2	15.3	15.7
印尼							
1990	9.1	5.5	20.6	8.4	6.4	32.5	44.5
1996	29.7	7.5	19.5	11.1	11.9	35.8	15.9
马来							
1990	14.8	4.9	25.7	3.3	11.6	39.9	37.1
1996	14.0	12.7	22.5	2.6	13.3	40.4	30.3
菲律宾							
1990	13.1	54.2	15.3	5.9	0.7	16.5	10.3
1996	20.7	32.1	22.7	8.8	3.6	27.8	10.7
新加坡							
1990	21.2	17.2	21.4	6.6	6.0	27.4	27.6
1996	21.9	16.8	20.4	4.4	6.3	27.1	29.8
泰国							
1990	10.1	16.8	39.7	10.9	7.3	47.9	14.3
1996	10.1	16.3	29.1	14.9	9.6	39.5	19.2

从以上亚洲经济体内部的贸易和投资来看，亚洲经济的一体化程度不断提高，亚洲市场逐步形成，但是亚洲市场仍然需要进一步地整合。完成这一任务的关键是进一步扩大该市场的开放度，为亚洲各经济体创造更多的贸易机会和投资机会，那么需要有一个国家带头完成这一使命。从以上亚洲内部经济发展状况考虑，美国和日本都不是理想的候选人。虽然亚洲国家在曾经在 90 年代中期实行美元本位制，这种选择与当时亚洲国家的贸易方向有关。当亚洲经济体的贸易方向主要转向亚洲内部，美元不再是理想的名义锚。Kwan(2001)指出，由于日本长期的经济衰退，日本不是亚洲其他经济体理想的出口对象国，日本成为它们更重要的贸易伙伴的前景并不乐观。日本用了 10 年的时间仍然不能解决其产业结构问题和金融制度问题，所以也不能指望在不远的将来就能够解决。所以，目前和未来日元都不是一个很

有吸引力的名义锚。

二、 中国在亚洲市场整合和经济增长中发挥重要作用

随着中国经济开放度的提高和大国经济特点的形成,中国在世界经济和区域中都发挥重要作用。一些观察家预测, 在本世纪的头 20 年中国的经济增长要快于世界上其他国家。事实上, 由于日本经济长期的持续的衰退, 其他的经济体很自然就要寻找别的选择。Richardson (2002) 预测, 如果中国继续保持年均 7% 的 GDP 增长率, 日本经济仍然走下坡路, 中国将成为亚洲产品更重要的出口地, 届时中国将成为亚洲经济体产品的目的地。

90 年代以来, 中国与亚洲周边国家和地区的贸易和投资关系进一步加强。见下表 1—6。

表 1—6 中国与部分亚洲国家和地区的贸易额变化

国家 (地区)	1996		1997		1998		1999	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
日本	600.6	4.5	608.1	1.2	579	-4.8	661.7	14.2
香港	407.3	-8.6	507.7	24.6	454.1	-10.6	437.8	-3.6
东盟	211.6	3.9	251.6	18.9	236.4	-6	272	15.1
韩国	199.9	17.7	240.5	20.3	212.6	-11.6	250.4	17.7
台湾省	189.9	6.1	198.4	4.5	205	3.3	234.8	14.5

国家(地区)	2000		2001		2002	
	金额	增长率	金额	增长率	增长率	金额
日本	831.7	25.7	877.5	5.5	1019	16.2
香港	539.5	23.3	559.7	3.7	23.7	692.1
东盟	395.2	45.3	416.14	5.3	547.7	31.7
韩国	345	37.8	359.1	4.1	440.7	22.8
台湾省	305.3	30.1	323.4	5.9	446.5	38.1

** 资料来源:“九五”时期我国对外经贸统计数据汇编 对外经济贸易合作部计划财务司编

从上表可以看出,中国与亚洲国家和地区之间的贸易对彼此双方越来越重要。中国已经成为亚洲经济中的重要一极。从中国贸易伙伴排名来看。日本是中国最大的贸易伙伴,香港、东盟、韩国和台湾也成为中国重要的贸易伙伴,东盟在中国贸易中的地位上升比较迅速。

表 1—7 部分东亚国家和经济在中国贸易伙伴中的排名

国家 (地区)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	位次	位次	位次	位次	位次	位次	位次
日本	1	1	1	1	1	1	1
香港	3	2	4	4	4	3	4
东盟	5	5	5	5	5	4	5
韩国	6	6	6	6	6	5	7
台湾省	7	7	7	7	7	6	6

** 资料来源：“九五”时期我国对外经贸统计数据汇编 对外经济贸易合作部计划财务司编

从表 1—7 可以看出，中国周边国家和地区都是中国重要贸易伙伴。除总量之外，中国与东亚国家的贸易结构特点说明中国在亚洲经济增长中作用重大。东亚国家具有较类似的出口结构，所以说，一国经济变动或者政策调整可能会影响该地区其他国家。下面我们采用出口的相似指数来说明进一步说明中国与亚洲各国和经济体之间的贸易关系。

表 1—8 东亚国家的出口相似指数

国家	1970 年		2000 年	
	指数	位次	指数	位次
韩国	3.73	18	55.63	4
日本	5.15	12	47.52	9
台湾	2.28	26	60.28	3
香港	4.75	13	52.28	7
新加坡	2.89	22	35.53	27
泰国	0.26	40	66.93	1
马来西亚	0.38	37	45.68	10
印度尼西亚	0.07	44	63.79	2
菲律宾	0.75	34	45.55	11

** 资料来源: Jonghwa Cho (2003) “Toward Intraregional Exchangerate Stability merging East Asian Economies”, 5th Trilateral Financial Cooperation Seminar

从表 1—8 可以看出，为实现共同的贸易和经济增长，汇率稳定和各国宏观经济的稳定对于该区域的宏观经济稳定是非常重要的。从表中还可以看出，中国与上述国家出口相似系数的排序依次是：泰国、印尼、台湾、韩国、香港、日本、马来西亚、菲律宾、新加坡。日本已经连续 10 年成为中国最大的贸易伙伴，日本同时也是中国第三大出口市场和最大的进口来源地。中日之间具有明显经济互补性。印尼、台湾、韩国、香港和中国具有较高的出口相似性。所以说，中国的经济稳定和人民币汇率的变动对于这些国家的影响较大，反之亦然。这也说明，加强与东亚的货币和金融合作对于推进东亚区内贸易意义重大。货币的一体化将减少贸易各方的外汇风险，并进一步促进区域经济的一体化进程。如果能在亚洲地区更多地使用本地货币，对亚洲的经济和贸易的发展会更加有利。据 IMF 估计，在东亚（不包括日本），贸易总额的 40%是区内贸易，与中国的贸易占 2002 年贸易增长的 40%。由于中国经济对亚洲的影响，中国和其主要贸易伙伴还有更大的增长空间。东盟 10 国和中国（东盟 10+1）自由贸易区构想的提出和推进将会进一步促进中国与东盟经济的一体化进程，而且也会推动日本等其他国家加快贸易方面的双边合作，自由贸易区的形式将成为亚洲推进经济一体化的主要形式，亚洲市场整合的速度会加快。

因此，随着中国的崛起，中国与世界经济贸易的关系，尤其是与亚洲经济关系将会更加紧密。由于现在和未来中国经济在亚洲经济繁荣和发展中的作用，人民币地位的提升将是一个必然结果，亚洲会出现人民币替代其他货币的现象，人民币将成为亚洲繁荣过程中的公共物品，这不仅有利于亚洲贸易的发展，而且有利于亚洲资本市场的发展。

1.1.3 人民币在未来国际货币体系中的地位

从区域视角来看，随着亚洲市场的整合，人民币的信誉会首先在亚洲内部得到提高，人民币将逐渐成为亚洲的价格尺度、流通手段、贮藏手段，最后人民币成长为亚洲的主导货币。随着中国在世界经济中的地位不断提高，从全球的视角来看，人民币在国际货币体系中将发挥越来越重要的作用。

中国在世界经济中地位的不断上升，在亚洲经济中发挥的重要作用都说明了人民币最终成长为国际货币的趋势。人民币将在未来国际货币体系中扮演重要角色。

1. 目前国际货币体系的不平衡降低了发展中国家资源的配置效率

从美元国际化的路径我们看到，在 20 世纪 60 年代中期以后，由于越南战争和约翰逊的“伟大社会计划”，美国财政赤字急剧增加。由于财政赤字和其他一些原因，美国物价水平在 1959 年至 1969 年十年间上涨了 40%。美元实际购买力下降意味着美元对黄金的官方兑换率（35 美元兑换 1 盎司黄金）高估了美元的价值。长期以来，美国用贬值的美元支付其国际贸易逆差，向全世界征收铸币税，即通过其独有的货币发行权占有其他国家的资源。对此，当时的法国总统戴高乐曾尖锐地指责美国所拥有的是一种“过分的特权”。蒙代尔（1997）指出，在流通中的美元大致有 4000 亿²。其中在美国境内流通的美元大致只有 400 亿到 600 亿。由于美元是世界上最重要的储备货币，美国得以用美元支付巨额贸易逆差并累积起 1.5 万亿美元的外债。与此相对应，其他国家不得不以牺牲自身的实际资源为代价，而持有大量美元外汇储备³。所以说，有些经济学家指出，美元的霸权和发展中国家重商主义的结合是目前国际货币体系的最突出特点。

亚洲市场的整合和人民币作为区域主导货币的成长将挑战这一不平衡的国际货币体系，这不仅会改善全球货币结构，减少各发展中国家对美元的过度依赖，而且可以提高各发展中国家资源配置的效率。

² 目前在流通中的美元已经大大超过这一数字。

³ 余永定 何帆 李婧（2001）财政部国际司课题《亚洲金融合作的最新进展和发展前景》

2. 三大关键货币的不稳定性给亚洲经济体带来冲击

1997 年亚洲金融危机后，IMF 和其他的国际金融机构都提出了改革国际货币体系的宏伟蓝图，希望建立更有效的新制度防范和解决新兴市场国家面临的危机。新制度的核心是三大关键货币的汇率安排问题。美元、日元和欧元汇率的波动或错位是引起金融危机的重要根源。1997 年发生的亚洲金融危机进一步说明，美元、日元和欧元的汇率具有全球公共物品的性质，三者的汇率稳定对全球经济的稳定非常关键。虽然经济学家设计了很多方案，希望通过三大经济区域宏观经济政策协调和汇率合作的形式来克服汇率波动性，但是，我们看到的是 1997 年以后三大货币的波动有过之而无不及。如果美国、日本和欧盟能够紧密合作，克服三大关键货币的波动性，那么世界经济的稳定性将得到很大的改善。可是，历史的发展证明，在相当长的时期内，三大货币的合作是虚幻的，不可能期望国际金融体系近期内会有惊人的改革成果。对于新兴工业化国家来说，最紧要的问题是，在主要货币波动的情况下如何选择适合自己的汇率制度。随着中国经济在亚洲地位的增强，亚洲市场整合程度的提高，人民币能够为亚洲国家提供普遍接受的价值尺度、流通手段、贮藏手段，将会帮助亚洲新兴市场经济国家解决汇率制度选择的难题。有亚洲市场的支持，人民币将会成为亚洲的共同语言，将极大地改进目前不平衡的国际货币体系。

伴随中国的崛起，中国大国经济特点的形成，以及中国与世界，尤其与亚洲的更加紧密经济关系的形成，人民币将必然成为国际经济与贸易中一个新的国际货币选择，世界货币体系中，人民币的地位也会得到不断地提升。以上的分析说明了人民币走向国际化是必然趋势，但是，这种必然性是否成为现实还受到诸多因素的影响。分析和研究影响人民币国际化程度的主要因素将有助于我们明确人民币国际化的约束条件，提出科学的战略方案。

1.2 影响人民币国际化程度的主要因素

从美元、日元和马克国际化的路径分析中，我们看到，货币的国际化的程度取决于很多因素。国内经济环境和制度环境、世界经济发展的机遇、区域经济发展的前景决定了本币国际化的程度。这些因素也构成了人民币走向国际化的约束条件。

1.2.1 国内制度构建与完善

人民币国际化最终取决于中国在世界经济中相对经济实力的不断提高。这里指的经济实

力不仅仅是物质生产能力，还包括人民币走向国际化进程中的制度构建。中国的外汇管理制度改革、人民币汇率制度改革、国内金融体系的完善和发展，中国对外经济合作政策，尤其是与亚洲的经济和金融合作的进展，将成为影响人民币国际化程度的重要因素。

一、 中国外汇管理体系与人民币国际化

货币的可兑换性和货币国际化之间的关系是，可兑换的货币不一定成为国际货币，但是货币的可兑换将加速一国货币国际化的进程。在一国货币没有在国际经济交易中获得广泛的接受性之前，货币的完全可兑换将给国内经济带来巨大风险。如果把货币的可兑换进程和货币国际化进程结合起来，将会减少金融风险，有利于国内经济的稳定。因此，把人民币资本项目可兑换和人民币的国际化进程结合起来，将有利于中国的金融稳定。根据中国经济发展的新特点和外部经济环境的变化，逐步放松对某些类型的外汇管制，不仅是人民币逐步走向国际化的需要，同时也是中国经济逐步发展成为经济大国的必然要求。

本币出入境管理属于一国货币主权范围，而其境外能否流通和使用则属于境外货币当局管辖范围。我国长期对人民币出入境实行比较严格的管理，并坚持所有涉外经济交往必须以可兑换货币计价结算，实际上执行着人民币非国际化（non-internationalization）政策。这些管制措施对于维护过去的宏观经济稳定与金融安全发挥了重要作用。但是，当前管理政策下的境外人民币无论是作为流通工具，还是计价、储备手段都滞后于市场发展的需要。顺应经济发展和改革开放的实际需要，我国对人民币现钞出入境和人民币用于国际计价结算的政策已经有所调整：允许边境贸易中使用人民币结算；把香港作为试点，开展个人人民币境外业务，为香港银行的人民币业务提供清算安排等。目前这些措施还没有涉及到资本项目下的人民币流动，但是，随着境外人民币沉淀量的增加，人民币作为非居民持有的投资资产，必然产生投资于中国国内金融资产的需求。如果继续推进人民币国际化的进程，中国金融市场必须要为境外超额的人民币资产提供投资选择。因此，资本账户下人民币交易的逐步开放是必然趋势。为了减少人民币走向国际化进程中的金融风险，把人民币资本项目下的可兑换进程与人民币国际化进程结合起来是非常必要的。我们首先要做的是把目前的人民币跨境流通纳入到金融服务体系，同时加强人民币流通的综合管理。为推动人民币国际化进程，政府需主动推动人民币作为边贸中结算货币，并逐步扩大资本账户交易使用人民币的范围，加强对人民币跨境流通的统计监测。

二、 人民币汇率制度改革与人民币国际化

大国货币国际化的经验和教训告诉我们，信心和稳定性是本币国际化的核心内容。为了

建立国际交易者对本币的信心，本币对内价值的稳定和对外价值的稳定（本币汇率的稳定）是非常重要的。美元能够在两战期间成长为国际货币的主要原因之一是美元的稳定性，美元在 1960 年代的衰落受到美元波动的影响。日元是亚洲最大的经济体，但是由于日元的不稳定，尤其是日元对美元的波动，导致日元在亚洲汇率体系中处于比较尴尬的地位——日元固然重要，但是难有作为。

无论是作为计价结算工具的人民币，还是作为储备资产的人民币，人民币汇率的波动与人民币的国际化进程都保持密切的联系。1997 年至今，人民币汇率制度安排是事实上的钉住美元制。短期来看，这种汇率制度对于推动人民币的国际化进程具有积极意义。人民币与美元的超稳定是过去十年内中国对外贸与投资发展的重要制度保障，对于人民币的国际化进程也发挥了积极影响；人民币可以借助美元的国际影响力，受到周边国家的欢迎。但是，当前固定单一钉住美元的汇率制度缺少人民币向均衡汇率水平靠拢的调节机制，这不利于人民币长期价值的稳定，并容易引起市场对人民币资产过多的投机行为。人民币走向最终的国际化，与其配套的必然还是具有浮动机制的人民币汇率制度，这样才能从根本上保障人民币资产的价值稳定，推动人民币资产成为可靠、安全的国际资产。

三、国内金融体系改革与人民币国际化

人民币资本项目可兑换、人民币汇率制度改革的进展取决于中国金融市场的发展和金融体系改革的推进。人民币走向国际化对国内金融体系和金融市场的发展提出了更高的要求。很大程度上，国内金融体系改革决定了人民币的国际化能走多远。

人民币国际化意味着人民币在国外流通、使用甚至被借贷。国内人民币与国外人民币之间就存在套利均衡的问题。这意味着国内外的人民币利率水平必须保持大体一致，也意味着国外人民币的供需状况会影响国内货币供需。境外人民币需求的突然上升和突然下降都将造成国内货币供需的失衡，破坏国内的金融稳定和经济增长环境。因此，中国需要一个能够抵御人民币国际化可能导致的风险的国内金融体系。

人民币国际化需要一个健康的人民币发行、创造与控制体系，健康的人民币交易体系以及合理的人民币价格。这就意味着人民币国际化需要一个健康的中央银行和存款货币银行体系，健康和完善的信贷市场、货币市场和汇兑市场，以及合理的利率和汇率，同时还需要一个相对来说足够大的国内货币与金融市场，以便缓冲和吸收国际市场的冲击。但是，中国目前的金融体系还存在很多问题，与人民币国际化的要求还有很大距离：货币发行机制还不完善，中央银行还缺乏足够的手段独立无障碍地控制基础货币；作为货币创造主体的存款货币

银行体系还不能灵敏地反映利率的变化和中央银行的意图，抵御风险的能力也不强；信贷市场还存在明显的分割；货币市场也存在分割现象，而且不能形成基准利率；利率还没有完全市场化，利率体系还不完善；资本市场还不够健康；货币市场和证券市场的规模有限等。

为此，要实现人民币国际化还需要完成以下金融改革：发展货币市场、尤其是国债市场，完善货币调控的基础市场；健全存款货币银行体系，完善银行监管，使银行能够灵敏地反映利率变化和人民币供需变化；大力发展和完善证券市场；推进利率市场化进程，完善市场化的利率体系；扩大金融市场规模等。由此看来，人民币的国际化进程肯定是一个循序渐进的过程，国内金融改革的进程在某种程度上将决定人民币国际化的步骤和总体战略。

显然，货币国际化过程中必然受到国内改革和金融市场发展的约束，国际化的步伐需要与整体经济改革合拍。国内制度条件的满足将为人民币国际化提供坚实的制度基础。

1.2.2 外部经济发展机遇

人民币国际化意味着人民币成为国际交易者认可的交易手段和储备资产，因此，人民币国际化需要世界经济发展机遇。人民币国际化的现状，大国货币国际化的经验和教训给我们的启示是，世界经济的大环境是本币走向国际化的关键因素。世界经济的速度，世界经济格局的变换，以及区域市场的发展也将影响人民币国际化的进程。

（一）世界经济增长环境的改善

从人民币目前国际化的现状，美元、日元、马克国际化的路径可知，任何货币成长为国际货币都与当时世界经济的发展环境密切相关。第一次世界大战和第二次世界大战使美国成为欧洲主要的供给方，欧洲价格水平的上涨，汇率的波动和外汇管制使美元成为理想的替代货币和资产。战后的重建，美国资本的输出资解决了“美元荒”的问题，美元的地位成为国际经济交易中最主要的媒介，最重要的储备资产。美国在世界贸易地位的上升奠定了美元未来的发展基础。但是我们也看到，世界经济的萎缩将导致世界贸易萎缩，使国际经济交易对流动性的需求减少，1929—1933年的世界经济大萧条对美元国际化的地位起到了逆向的作用。日元和马克的国际化的兴趣来源与布雷顿森林体系瓦解后对新的国际货币体系的讨论。经过两次石油危机，市场上累积了大量的石油美元，国际金融市场也开始发生巨大的变化。欧洲市场的扩大，美国在全球经济中的地位继续下滑，导致了世界对美元信心的进一步下降。同时，日本和德国在这些冲击中复出，恢复了经济活力，在全球经济中的地位开始上升。这些因素的结合激发了日元和马克尝试国际货币的兴趣。目前美元在世界经济中的地位较日元和

欧元要稳固得多，但是美元的未来地位仍然受到世界经济环境变化的约束。世界经济发展稳定良好，将有助于美元巩固其世界主导货币的优势。

人民币目前在周边流通、甚至作为储备货币是中国在世界贸易中地位提高的体现，是中国与周边国家和地区贸易关系加强的结果。这与中国的改革开放和 1980 年代以来世界经济增长环境的变化密切相关。未来，如果世界经济增长放慢，市场需求萎缩，国际经济交易萎缩将会导致中国对外贸易和投资的萎缩，世界市场对流动性的需求将会减少。人民币的国际化进程将会受到沉重打击，甚至会出现退步。因此，中国在世界经济中地位的提高将很大程度上取决于世界经济增长环境的改善。世界贸易和投资环境的改善，国际政治环境的改善，都将成为是人民币走向国际化的关键因素。

（二）亚洲区内经济与贸易的持续发展

从人民币跨境流通的现状来看，市场的需要是推动人民币的最主要动力，东亚地区的物流和人员流是人民币跨境流通的主要渠道。而且在中国国内金融市场约束和其他制度约束的情况下，人民币从亚洲走向世界对中国来讲风险最小，可能性最大。亚洲区内经济和贸易的可持续发展对建立人民币的信誉有重要意义。

1. 亚洲市场是人民币国际化的主要依托

人民币将首先在亚洲市场实现价值尺度、交易媒介和贮藏手段的功能。因此，人民币的国际化将主要是依托亚洲市场，即亚洲贸易和直接投资的市场。中国将把人民币国际化的目标定位在亚洲，亚洲市场的一体化的提高，中国在亚洲市场的提供者的地位将给人民币国际化奠定坚实的物质基础，中国需要运用目前在亚洲建立的经济基础，使人民币的国际化更加稳妥。

2. 区内贸易和直接投资是人民币国际化的主要动力

区内贸易是人民币国际化的主要载体。理论上，一种货币如果成为国际经济交易的货币，该货币的发行国必须要输出该种货币的流动性。以实质经济的方式输出流动性的风险最小。这种方式主要是两个渠道：国际贸易和直接投资。这是人民币走向国际化或者说区域化最可行的战略。由于亚洲的贸易将主要是区内贸易为主，东盟、台湾等地区已经成为中国原材料的主要来源地，是中国对外贸易的重要支撑点。目前东盟和其他的周边国家和地区已经是中国贸易逆差的主要来源地。因此，建立与亚洲国家，尤其是与东盟国家之间更紧密的经贸关系，“两岸三地”的商务网络建设，不仅对中国整体贸易的发展及其重要，对人民币在该地

区实现对其他货币的替代也十分关键。中国要珍惜目前在亚洲市场出现的人民币替代其他货币的优势。

人民币在周边国家实现区域化的初级阶段，即比较普遍的人民币的跨境流通，是市场力量发挥了主要作用。但是，国际化进程的下一阶段将是由市场与宏观管理的结合，政府之间积极合作推动的。

3. 亚洲市场的稳定需要更广泛的区域合作

亚洲经济可持续发展是中国经济增长的重要外部环境，对人民币在亚洲的成长产生重要影响。开展中国与亚洲的经济合作，尤其是贸易和金融合作对亚洲市场的发展和稳定有重大意义。

中国需要巩固在亚洲货币和金融合作中的成果，同时要有重点、有步骤地开展中国与各国的合作进程。把促进人民币的国际化进程列入到我国参加货币和金融合作的主要目标之一。人民币的国际化将是我国从亚洲合作中获得的主要利益之一。为了加快整合亚洲市场的速度，创造有利于中国的增长环境，亚洲的货币和金融合作的内容需要扩展，中国应该尝试与亚洲各经济体展开更高级的合作形式。

第一，将中国与东盟的贸易合作和金融合作推进到一个新的阶段

“九五”计划以来，中国与东盟的贸易流量大幅增加，东盟在中国贸易伙伴中的地位稳步上升，成为中国贸易稳定增长的主要伙伴。中国是东盟市场的主要提供者，东盟将是人民币在亚洲最有希望的市场。以贸易流带动的人民币国际化是人民币国际化的重要战略。因此，中国应该加快东盟 10+1 自由贸易区的建设，利用中国入世以后的贸易增长机会。建立东盟 10+1 自由贸易区对中国是有长远利益的，而且边际收益是递增的。建立自由贸易区的举措受到了亚洲国家，包括日本在内的赞扬和学习。东亚的一体化新的发展阶段将通过区内贸易范围的扩大展开，自由贸易区的建设对这一进程将具有重大意义。

亚洲的金融稳定与安全是亚洲的公共物品。随着中国的进一步开放，中国将成为这一公共产品的主要需求者和供给者。中国需要积极地与其他公共物品的需求者探讨供给机制。

第二，积极面对中国与日本在亚洲市场中的竞争与合作关系

日本很早就尝试了日元国际化，亚洲金融危机以后，日本将日元国际化作为一项国策。日本提出的亚洲金融合作若干构想都得到了充分讨论。目前日本期望通过亚洲合作带动日元国际化为突破口，重振日本经济。日本提出了打造东亚共同体（East Asian Community）的构想，并将号召所有的成员国家把自己标识为共同体的居民。所有的居民不仅要利用一系列自由贸易区带来的好处，而且要分担区内的公共物品（防范危机、减少南北差距的经济援助、

保护知识产权、避免恐怖主义、北朝鲜问题等）的成本。通过重叠的自由贸易区和分担公共物品成本的框架建立经济伙伴协议（Economic Partnership Agreements, EPA）。并指出了中国在自由贸易区和东盟 10+3 框架中的积极角色极大地鼓舞了日本的信心和热情。日本要首先建立日韩 EPA，日本和东盟 EPA，并指出 2004 年将是日本的关键一年。我们可以从以上日本的宏伟计划中看到日本在亚洲的雄心。日本是人民币在亚洲实现国际化的主要竞争者。和日本相比，中国在金融基础设施的建设上需要更多的努力。亚洲的金融稳定和贸易的稳定离不开日本的支持和合作。在区域公共物品上，日本绝对是主要的受益者，日本也应该是主要的提供者。中国需要积极面对与日本在亚洲市场中的合作和竞争关系，充分发挥中国的比较优势。

第三，把香港建设为人民离岸交易的试验场。

目前，人民币目前在香港的流通量还不足以使香港成为人民币的离岸中心。但是未来，香港肯定是人民币流通量最大的地区，也可能是人民币风险比较大的地区。内陆与香港的天然联系，未来港币和人民币实现可兑换后两地资本市场的连接，人民币和港币之间汇率关系的协调，都使香港在人民币国际化过程中发挥重要作用。因此，加强与香港金管局的信息沟通与合作格外重要。

从中国目前的发展趋势和潜力来看，中国今后在区域内的贸易、投资都会大大超过日本和美国。中长期内，中国将成为对其它东亚区域经济体最具影响力的经济体，人民币首先实现对东亚小国货币的替代，然后逐步成为亚洲的主导货币具有很大的可能性。这一构想有利于摆脱目前美元主导的“中心——外围”国际货币体系，有利于减少区域内各种经济活动的汇率风险，有利于深化区域内的经济一体化，有助于东亚经济整体在世界上的谈判地位。

可见，人民币国际化进程的推进需要是一个循序渐进的过程，人民币国际化的每一步都离不开国内制度提供支持。同时，成功的人民币国际化需要有利的外部增长环境，中国需要积极努力改善这一环境，充分利用世界经济发展机遇。

假定内外环境有利于中国经济的增长与发展，人民币国际化必然走向更高的阶段，人民币国际化成本收益的权衡将对中国政府的决策产生重要影响。

1.3 人民币国际化的成本与收益

本币国际化是双刃剑，既带来收益，也带来成本。随着人民币国际化进程的推进，人民币国际化的成本和收益问题将会凸现出来。成本与收益的对比将可能成为中国政府确定人民

币国际化战略的重要参照。

1.3.1 人民币国际化的收益

（一） 降低汇率风险，为区域贸易提供便利

人民币被接受的范围越广，对中国的商人、投资者、旅游者从事国际经济交易就越容易，越便利，因为可以用本币进行交易。汇率变动的风险将会减少，而且还会减少交易的成本。人民币就会成为该地区的共同语言，克服了因为不同语言而带来的交流的障碍和成本。

（二） 为国际收支赤字融资

人民币可以为中国的国际收支的赤字融资。如果亚洲国家和地区对中国的贸易顺差是通过接受人民币的流动性结算的，这样就减少了亚洲的贸易伙伴对美元的需求，加强了中国对国际收支赤字的融资能力。

（三） 灵活性优势

人民币的国际化将给中国带来灵活性优势（Flexibility Advantage）。如果外国的官方机构愿意购买以人民币定价的资产，作为本国外汇储备的一部分，将有助于中国为与周边国家和地区贸易赤字融资，减少了由于支付的约束给国内的经济目标和外部经济目标带来的冲突。但是，需要注意的是，政府不能够因为这一优势而忽视国际收支赤字，延缓调节国际收支赤字的时机。

（四） 收入优势

人民币国际化最主要的优势之一是收入优势（Income Advantage）即中国可以用人民币购买更多的外国商品、服务、和投资，并提供更多的外国援助。这一收入的大小取决于中国购买外国商品、服务和投资的多少。随着中国与亚洲的市场越大，这一优势将会越明显。

（五） 提升人民币在国际货币体系中的地位

人民币的国际化将有助于提升人民币在未来货币体系中的地位。这一优势对提高中国在世界经济中的地位有重要作用，它将增加中国在国际经济事务中的发言权。人民币的崛起将成为本世纪国际金融领域中最重要的事件。

以上人民币国际化的潜在优势也会给中国带来一定的成本。

1.3.2 人民币国际化的成本

（一）限制国内金融政策选择范围

人民币作为储备货币的角色将削弱中国实行独立货币政策的能力，尤其是在国内非充分就业的情况下。如果中国在上述环境下选择扩张的货币政策，中国利率水平的下降和信贷能力的增加有可能导致居民和非居民持有的资产（可兑换的资产）从中国转向外国的金融中心，出现人民币资产转向外国货币资产。当然，如果人民币不是储备货币，人民币只是成为可兑换货币，上述情况也会发生，但是，如果外国官方机构在增加储备资产的时候仍然愿意持有人民币，那么资产从私人部门转向外国的规模会相对较小。因此国内经济目标和国际经济目标的冲突如果发生，主要将是因为，人民币是可兑换的货币，而且，中国国内的金融市场能够使居民和非居民的人民币资产转向外国货币资产。在人民币没有实现资本项目可兑换的情况下，这种转移是比较困难的。在国内金融市场不够完善的情况下，中国人民币国际化的步伐不可能会走得太快，人民币资本账户的管制就变得非常重要。政府监管职能的发挥在人民币走向国际化的任何阶段都是非常重要的。

（二）约束人民币汇率政策

人民币国际化走向，必然会限制或者阻止中国政府变动人民币与其他货币平价的想法，尤其是人民币的贬值策略。人民币作为储备货币的角色可能会使中国货币当局更不愿意贬值人民币。首先是因为，与外国官方机构之间考虑贬值的利润分配和其人民币资产损失方面的复杂性。其次，作为储备货币地位的人民币的贬值，和人民币不是储备货币地位的贬值相比，将更大程度上降低人民币的声誉。进一步说，如果人民币贬值，其他的货币也会相应贬值。同时，人民币贬值也将损害亚洲的建立起来的人民币支付体系，导致储备资产的短缺。因此，以上的问题将使人民币成功贬值的可能性减小。

（三）面临“特里芬两难”

向其他国家提供国际储备资产的责任是通过中国国际收支的地位的削弱来实现的。如果一个国家需要增加其国际储备资产，那么它必须保持国际收支的顺差。如果美元等其他储备资产不能满足该国的需要，而且该国愿意持有更多的人民币，中国必须要通过收支赤字来提供人民币的资产。中国越是通过赤字方式提供人民币资产，其国际收支的地位就会更加脆弱。但是，如果中国有持续的赤字，将使持有人民币流动性资产的国家不愿意持有更多的人民币资产。目前中国国际收支的地位是比较强大的，多年的双顺差和大量的储备使中国在为周边

国家和地区提供人民币资产时并没有面临以上问题的冲突。在贸易的方向上，中国对亚洲出现贸易的逆差，但是对美国等贸易伙伴是贸易的顺差。但是，人民币实现充分国际化后，必然会面临以上的冲突。美元是目前的最充分国际化的货币，美国已经成为全球最大的借款者，为什么日元和欧元的国际化地位不如美元，因为日本和欧盟是净贷款者，而不是净借款者。中国现在也是一个净贷款者。因此，为了减少人民币国际化面临的以上问题的冲突及成本，中国需要密切关注中国贸易方向的变化，贸易结构的变化，国际收支的变化，加强对我国国际收支和其他贸易伙伴国际收支的变化的研究。跟踪研究人民币境外资产形式，流通方式和数量的变化。

可见，人民币国际化程度不同对应着不同的成本和收益。政府在人民币国际化进程中需要做的是，加强制度建设，减少人民币国际化进程中的金融风险，获取人民币国际化的稳定收益。政府可以根据人民币国际化的顺序采取相应措施，增加非居民持有人民币的意愿，保证中国金融稳定与安全，使人民币稳步发展为国际货币。

1.4 人民币国际化的顺序和相应措施

对影响人民币国际化进程的主要因素、人民币国际化进程可能面临的成本与收益的分析为我们制定人民币国际化的战略步骤奠定了理论基础。我们的目标是：降低人民币国际化带来的金融风险，最大程度获得人民币国际化的收益。根据人民币国际化的程度，我们可以把人民币国际化进程分为不同阶段，确定每一阶段需要的制度条件和政策组合。根据人民币跨境流通的实证分析，参照美元、日元和马克在国际化过程中的经验和教训，结合我国的国情，我们把人民币国际化大致分为四个阶段，分析每一阶段所需要的经济条件，政府需要采取的政策措施，形成平稳推进人民币国际化进程的分阶段战略。

1.4.1 人民币国际化的初级阶段

人民币走向国际化的最初阶段，表现为由边境贸易和旅游消费带动的人民币在周边国家的流通。人民币跨境流通的主要收益在于可以为周边贸易和人员流动提供便利，减少交易成本。由于人民币的境外流通量相对于我国国内广义货币供给量的比例较小，所以对于我国宏观经济的影响不大。在这一过程中我们获得的收益比较明显，成本约束较小。但是，随着人民币在国际贸易中计价范围的扩大，人民币必将成为一般贸易中的计价货币和交易媒介，尤其在东盟+中国自由贸易区的建成之后，中国与东盟国家的贸易量将会出现稳定的增加。贸

易关系的加强,贸易量的扩大将导致非居民持有的人民币数量和对人民币的需求必然出现较大幅度增加。因此,从人民币在周边国家和地区流通开始,中国政府需要做的和能做的是:

(一) 把人民币的流通纳入到正规金融服务体系。

把人民币的流通纳入到金融服务体系,可以减少人民币“体外”循环给交易者带来的风险,这样能够更准确地获得人民币境外供给和需求的重要信息,观察人民币境外流通的变化。具体做法是,把人民币的出境和回流都纳入银行体系,削弱地下经济的力量,避免可能出现的大规模人民币出境和回流。

(二) 加强对人民币境外流通的综合管理。

需要国内海关、税务、经贸、银行、旅游、外汇、外交部门通力合作,同时积极与一些主要贸易伙伴国家签订有关人民币流通的合作协议。可以参照香港的开办人民币业务的经验,在人民币流通比较广泛的国家和地区开办人民币个人消费业务。

(三) 与周边国家政府协商,允许中资企业到境外用人民币进行直接投资。

人民币能够作为投资货币是提供人民币流动性的重要渠道。虽然人民币在该阶段还没有实现可兑换,中资企业境外投资还受到很大的限制。但是,中资企业应该利用人民币在周边可接受的好机会,到东南亚进行直接投资。这需要中国调整目前境外投资的审批程序,鼓励企业用人民币进行直接投资。

(四) 加强人民币跨境流通的统计和监测,打击洗钱等非法活动。

这是人民币走向国际化以后的一项长期任务,它对于我国国内货币政策的决策,提高金融管理的效力有重大意义。

(五) 保持人民币汇率稳定

人民币汇率的波动将会不利中国与周边国家和地区的贸易的扩大。所以,在该阶段人民币汇率的稳定相当重要。

在这一阶段,人民币的跨境流通主要还是实质经济推动的,而且不涉及人民币资本项目兑换的问题,中国能够充分获得人民币国际化带来的优势,便利周边贸易,减少汇率的风险,稳定提高人民币在境外的信誉。同时也积累了人民币跨境流通的管理经验。这是人民币走向国际化的最关键阶段。在这一阶段,人民币可能出现在境外的累积,人民币在境外的沉淀量可能会又大幅增加,人民币将成为非居民(包括企业、个人、外国官方机构)资产。于是产生了对人民币投资收益的需求。因此,市场会产生对人民币的存款和贷款、投资人民币资产市场的强烈需求。那么,人民币国际化将进入和人民币借贷、资本项目相关的重要阶段。

1.4.2 人民币国际化的第二阶段

人民币成为境外借贷资产是人民币国际化的第二阶段。在境外累积的人民币数量达到一定程度，人民币借贷的需求必然产生。人民币在境外的借贷对我国的金融市场发展提出了较高的要求。因为人民币境外存量的扩大，对我国的货币供给量，国内价格水平，人民币利率和汇率都产生主要的影响。那么，如何保证境外人民币市场的稳定和国内人民币供给需求的稳定？

首先需要的是国内金融市场的建设要有更大的进展。发展货币市场尤其是国债市场；发展债券市场，扩大金融市场的规模，使国内市场成为国际市场的参照系；推进利率市场化过程，完善利率体系。那么，国内金融市场发展起来了，境外的人民币的存款和贷款利率就可以参照国内的存款的贷款利率，使国内外的利率水平保持一致。增强了国内金融市场化化解金融风险的能力存款和贷款机构的选择可以参照目前香港的经验。人民币在境外的借贷，相当于欧洲货币业务，即，人民币的离岸业务，因此，境外也发生了人民币的存款创造机制，对中国货币政策的执行提出了更高的要求。成功实现这一目标除了要加强国内金融市场的发展，还要加强离岸金融中心的建设。在离岸金融中心的建设上，与香港的金融合作非常重要。同时，中国与亚洲的金融合作也进入到更高的阶段，各方合作的目标和内容越来越明朗。

如果在第一阶段我国国内金融市场发展滞后，不能与人民币国际化后的市场需求相匹配，人民币国际化的进程将要放慢。境外人民币的存款和贷款业务也不能贸然进行。而且，境外累积的人民币可能要经过地下经济获得收益，中国的金融稳定也可能受到很大的威胁。中国要花费高昂的成本实现国内的金融稳定。可见，随着人民币国际化走向较高的阶段，中国宏观管理的任务越来越艰巨了。

1.4.3 人民币国际化的第三阶段

人民币国际化的第三阶段是人民币成为亚洲投资资产。美元成为国际货币的重要经验之一是以美元为主体运行的国际资本市场。这不仅可以给愿意持有美元的非居民提供充足的流动性和投资环境（持有美元如同持有黄金一样。），而且可以观察国际资本市场对美元的供给和需求的变动，为国内经济政策的制定提供参照。随着非居民持有的人民币数量的增加，中国必须要为人民币的持有者提供资产选择。当境外的人民币市场形成（人民币借贷），人

人民币将成为投资资产，是企业和居民投资资产组合的一部分。出于投资和分散风险的需要，投资者要求调整资产组合。这样必然产生境外人民币投资中国国内资本市场的需要，人民币和其他货币可兑换，投资其他金融资产的需要。因此，为了促进非居民持有人民币的意愿，建设以人民币为主体的国际（亚洲区域）金融市场就格外重要。在这一阶段，人民币的跨境流动将和人民资本账户交易和兑换发生重要联系，这一趋势将会加快中国资本账户开放的步伐。为了减少这一过程的风险，中国可以尝试允许境外人民币到境内进行直接投资，人民币在资本账户某些项目下的可兑换(可以首先尝试人民币和港币的可兑换)。如果人民币可兑换，在区域水平上，中国可以和亚洲国家合作筹划建设亚洲的债券市场，甚至可以借助香港这一窗口，尝试发行人民币计价的债券。在这一阶段人民币的经常账户交易和资本账户的交易共同成为推动人民币国际化的重要力量。但是，需要注意的是，在这一阶段，资本账户不是完全开放，而是对资本项目管理提出了较高要求。提高资本管制的效率，加强对人民币资产跨境流动的监管将会减少人民币国际化和带来的与国内经济目标的冲突，成为稳定获得人民币国际化收益的重要保障。

1.4.4 人民币国际化的高级阶段

人民币国际化的高级阶段，是指人民币成为亚洲国家的主要储备资产，区域化的货币。当人民币成为亚洲贸易和金融中的价值尺度，交易媒介后，人民币不仅成为个人和企业的储备资产，也将成为政府的干预资产，即，储备货币的组成部分。人民币的国际化达到了高级阶段，出现了质的飞跃。人民币在民间的支付能力和政府间的支付能力都显著增强，中国的政策选择有了更大的空间。但是，人民币成为亚洲储备货币也意味着中国政府在亚洲要承担更大的金融稳定的责任，中国要在关键时承担最后贷款人的角色；中国的金融市场更加开放，人民币将自动成为一些国家货币的名义锚。在亚洲金融事务中，中国将有更大的发言权，更大的号召力，在亚洲市场的进一步整合中发挥更重要的作用，人民币在亚洲的地位将会将更加稳固。

可以预见，中国经济的崛起将改变世界经济的格局，人民币国际化进程的开始预示着中国经济到了一个新的发展阶段，面临新的增长前景和考验。推进人民币的国际化是中国一项前所未有的事业，我们需要足够的耐心，为这一事业的成功创造充分的条件。人民币的国际化将给中国在国际金融事务中带来战略地位，扩大中国的选择空间。

2. 专题一：人民币国际化的现状

尽管人民币尚未完全可兑换，但是，近几年来人民币已经在中国境外特别是周边国家和地区流通，而且流通的规模不断扩大，在有些国家和地区出现了代替当地货币的趋势。分析人民币跨境流通和使用的现状和发展趋势，是确定人民币国际化战略，实现人民币对其他货币的替代首当其冲的工作。本部分将分析人民币跨境流通的主要途径、规模估算和境外人民币汇率形成的基本特点；人民币境外流通发展的主要原因和流通特点；人民币跨境流通与使用的总体影响。

2.1 人民币跨境流动的主要途径、规模测算及境外汇率形成

人民币跨境流动是市场需求驱动的必然结果，近年来人民币跨境流通的动机日趋复杂，从简单的交易需求扩大到了交易、投机、价值储备等多重动机；流动途径上趋于多样化，从边贸结算、出境旅游发展到跨境资本投资等；流动规模上持续扩大，已发展到千亿元之巨。

2.1.1 人民币跨境流动的主要途径

由于目前境内外人民币不能通汇，大额特殊运钞手续繁杂，所以人民币现钞出入境主要是通过非金融渠道，主要方式是出入境人员合法携带和跨境非法走私携带。但因目的不同，人民币跨境流动的途径呈现出多样性。

（一）人民币流出境外的主要途径

1. **边境贸易进口支付** 主要是通过边境小额贸易和边民互市的进口支付流出。边境贸易主要包括边境小额贸易、边民互市和边境经济技术合作，其中目前边民互市金额小而频繁，缺乏统计。而边境经济技术合作开展得较晚，规模很小。我国的边贸结算由易货贸易为主发展为美元现钞结算为主。随着人民币影响力不断增强，人民币结算的边贸有较大增加。由于边境小额贸易在 3000 元以下可以免征关税，因此，边境贸易统计数据可能远远低于实际发生额。

2. 境内居民出境旅游、探亲消费 包括出境缴纳关费、境外旅游消费支付等，其中数量较大的是以人民币支付境外团费。近年来，随着收入水平的提高，境内居民出境旅游的人数和消费能力都不断增强。

3. 境外投资、项目承包等人民币资本流出 尽管我国与周边国家的经贸合作主要以货物贸易为主，但以政府项目为主的境外投资也有所增加，私营企业也向境外直接投资建厂。如 2001 年中方企业在蒙古巴彦乌列盖和科不多省投资了 720 万元人民币，新建 9 家畜产品加工厂。目前对这部分人民币境外投资尚无统计。

4. 找换店、“地摊银行”、地下汇兑等渠道 在不少周边国家和地区，人民币已成为当地的兑换货币，找换店、地摊银行等非正式金融组织开办了人民币兑换业务和地下汇兑等业务，将人民币作为一种特殊商品进行买卖，为人民币在当地的流通使用提供了市场安排。目前，香港有 100 多家找换店、610 个网点开办了人民币兑换业务。而在中越边境的地摊银行约有 600 多家，每家周转人民币现金均在 100 万元以上，在边贸结算和人民币汇率形成中发挥着举足轻重的作用。

5. 境内居民境外赌博、走私、购买毒品支付 除了有“东方拉斯维加斯”之称的中国澳门特区外，目前越南、缅甸等国境内都有专对中国居民开放的赌场，一些内地贪官也往往会把赃款拿往境外赌博或洗黑钱。同时，边防缉毒案件中查获的毒资中也有人民币。目前赌毒等地下经济已成为人民币流出的一个重要渠道。

由于人民币在境外没有生息来源和投资用途，流到境外的人民币除极少部分作为周转头寸外，绝大部分将回流境内。

（二）人民币回流的主要途径

1. 入境旅游、探亲消费支付 例如，每到周末，北上内地的香港居民人数均在 10 万以上，基本携带人民币入境消费。

2. 边境贸易支付流回境内 包括用人民币支付边境贸易及相关手续费用、人民币通过边贸顺差净流入等。据统计，2000 年俄罗斯商人进入我国黑河地区经商缴纳的有关费用就超过 1500 万元人民币。

3. 到境内购买资产、直接投资等 如境外居民通过各种渠道入境的人民币购买境内房地产、投资 A 股市场等，以及支付工资、购买设备等，这在珠江三角洲地区较突出。

4. 通过银行体系流回境内 主要包括两种情况：一类是境外居民直接在我国口岸金融机构存入人民币，如内蒙古、云南等边境地区的银行可凭对方国家的边民证办理人民币储蓄，其余额甚至占到当地储蓄余额的 1/3 以上。一类是外方银行将吸收的人民币存款转存至我国境内银行。

2.1.2 人民币跨境流通使用规模的估算

跨境流通使用的人民币主要来源于边境贸易、旅游贸易中的现金支付、直接投资等单向资本流动、地下汇兑等。由于统计上存在困难，目前没有人民币境外流通和沉淀规模的准确数据，一些研究者对周边部分国家或地区人民币流通规模进行了大致估算。

（一）对广西、云南接壤的越南、缅甸和老挝等三国人民币流通规模的估算

根据 2000 年底人民银行和外汇局对广西和云南两省的边境贸易、人员往来和人民币跨境流通的调研，1999 年两省与三国与边境贸易、边境旅游、边民往来及地下经济有关的人民币流量约为 112.3 亿元，人民币对三国的现钞净流出估计为 30 亿人民币。而根据广西和云南人民银行的调查估计，在三国沉淀的人民币总量保守估计在 50-200 亿元。

（二）对新疆接壤国家的人民币境外流通规模的估算

根据人民银行乌鲁木齐中心支行调统处（1999）年对新疆 8 个地州接壤的蒙古、俄罗斯、巴基斯坦、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿富汗、印度、乌孜别克斯坦等 9 国的边境贸易和人民币流通的估算，2001 年人民币在哈萨克斯坦的跨境流通量约 4097 万元，净流入哈国约 165 万元；1999—2001 年人民币在吉尔吉斯斯坦的跨境流通量分别约为 470、460 和 400 万元，净流入吉国分别约 230、240 和 200 万元；人民币在巴基斯坦的跨境流通量分别约为 580、590 和 490 万元，净流入巴国分别约 220、230 和 190 万元。而人民币在蒙古的流通广泛，占其全国流通货币的 50% 以上，特别是在与新疆贸易往来的蒙古国西北五省人民币的占有率达 90% 以上。2000 年我国与蒙古边境贸易逆差 13.5 亿美元，其中绝大部分使用人民币现钞结算，至少有近 100 亿元人民币流入蒙古。人民币在塔吉克斯坦、阿富汗、印度和乌孜别克斯坦等国的流通量不多。

（三）人民币在香港地区流通规模的估算

香港地区是人民币流通使用最为广泛的地区。目前香港已经形成了一个人民币交易市

场，人民币在香港已经成为仅次于港币的第二大货币。瑞银华宝的一项报告显示，目前香港的人民币存量大约在 500 亿至 700 亿元，流量为 500 亿元左右。

（四）对人民币在周边国家沉淀及流通总量的估计

根据人民银行的调查统计，周边国家人民币沉淀的总量大体在 150—200 亿元，约占我国人民币现金流通总量（M0）的 1%。根据 2000 年边贸总量、旅游人数，并按边境贸易 70% 采用人民币，境外旅游人均日消费 380 元，港澳地区人员往来携带 2175 元人民币测算，全年跨境的人民币流通量估计超过 1000 亿元。

鉴于目前人民币跨境流通主要来自于边境贸易和游客跨境的人民币消费支付，我们对这两项进行了粗略的估算（见表 2—1）。从表中可以看出，自 1994 年以来，人民币跨境流通规模不断扩大，由于 2001 到 2002 年统计的出入境人员急剧增加，2002 年因边贸和跨境旅游导致的人民币跨境流通规模估计达 1200 亿元。值得注意的是，这只是对人民币跨境流通规模最小口径的估计，如果考虑到地下经济、边民互市及统计误差等因素，2002 年实际的人民币跨境流通规模可能会更大一些，估计在 1200—1400 亿左右。至于海外人民币的存量，根据我们的测算结果为 50 亿元人民币左右，但如果将地下渠道的人民币交易考虑进来，估计海外人民币的存量在 50—120 亿元之间。

表 2—1：人民币跨境流通和净流出规模估算额(1994—2003 年)

年份	边贸流通量					出境旅游流出量	
	边贸 总额 (亿美元) (1)	边贸 逆差 (亿美元) (2)	当年汇 率水平 (RMB/USD) (3)	人民币边贸跨 境流通规模 (亿元) (4) =(1)*(3)*a	人民币边 贸净流出 (亿元) (5) =(2)*(3)*a	因私去亚洲 其它地区 (万人次) (6)	因私去亚洲 消费支付 (亿元) (7) =(6)*b
1994	4.29	-0.32	8.6187	3.70	-0.27	139.6	27.9
1995	3.40	-0.71	8.3507	2.84	-0.59	174.6	52.4
1996	10.02	2.37	8.3142	8.33	1.97	205.2	82.1
1997	18.84	3.58	8.2898	15.62	2.97	207.4	103.7
1998	20.13	4.04	8.2791	16.67	3.34	271.2	162.7
1999	31.45	6.91	8.2783	130.19	5.72	362.6	217.6
2000	45.66	19.01	8.2784	188.98	78.70	478.6	287.2
2001	41.25	24.43	8.277	170.72	101.10	590.5	354.3
2002	56.97	20.41	8.2773	235.77	84.48	856.3	513.8
2003	77.78	8.27	8.2773	321.9	34.2	na	na

年份	港澳居民入境携钞		人民币跨境 流通规模 (亿元) (10)=(4)+(7)+(9)	人民币净流出 (亿元) (11)=(5)+(7)-(9)
	港澳居民 入境人数 (万人次) (8)	入境携钞量 (亿元) (9)=(8)*c		
1994	3699.7	74.0	105.6	-46.4
1995	3885.2	77.7	132.9	-25.9
1996	4249.5	85.0	175.4	-0.9
1997	4794.3	95.9	215.2	10.0
1998	5407.5	162.2	341.6	3.8
1999	6167.1	246.7	594.5	-23.4
2000	7009.9	350.5	826.7	15.4
2001	7534.5	452.1	977.1	3.3
2002	8108.4	486.5	1236.1	111.8
2003	7748.8	464.9	na	na

数据来源：环亚经济数据库公司（CEIC）2003。

注：（1）人民币边贸跨境流通规模估算中的系数 a 是边境贸易用人民币结算的比重，2000 年前取 10%，2000 年后取 50%。实际上在不同边境地区，人民币结算的比重并不相同，10% 和 50%是根据人民银行的调研情况进行的大致估计，不一定很准确。

（2）2002 年内地去往亚洲地区的出境人数约占全部出境人数的 85%，因此，因私去往亚洲地区出境人数等于因私出境人数乘以 85%而得。根据满足人数和消费支付越来越多的事实，人均消费支付系数 b，在 1994-1997 年间分别用人均消费 0.2-0.5 万元估计，假定 1994 年为 2000 元，1995 年为 3000 元，1996 年为 4000 元，1997 年为 5000 元，1998 年后用 6000 元估计，考虑到有部分超限额携钞出境消费，这一系数有较为合理。

（3）境外居民携钞入境主要集中于港澳地区，因此入境人民币量用港澳地区入境人数估计。入境携钞系数 c，考虑到香港回归前港澳向内地的人民币携钞量较少，1994-1997 年用人均 200 元，1998 年 300 元，1999 年 400 元，2000 年 500 元，2001-2003 年用人均 600 元估计。

（4）na 表示无数据。

我们估算的人民币境外流通的流量和存量与人民银行的估算结果相近，但与市场上使用较多的瑞银华宝的估算结果相比，我们估算的人民币流量大而存量小。由于海外人民币没有运用渠道，而且大都以现钞为主，故大量持有人民币现钞是不经济的。人民币在境外流通呈现大进大出的特点，应更为合理。

需要指出的是，在估计跨境人民币流通使用的规模时，以下两种常见的方式应予排除：一是无本金交割的人民币远期（即 NDF）交易虽以人民币为标的物，但最终以美元交割，不涉及人民币的跨境流动；二是地下钱庄在境内收人民币、在境外交割外币的“两头在外”的货币中介方式，也不涉及人民币的跨境流动。特别是后者手法隐蔽、交割方便，是目前主要的地下交易方式。

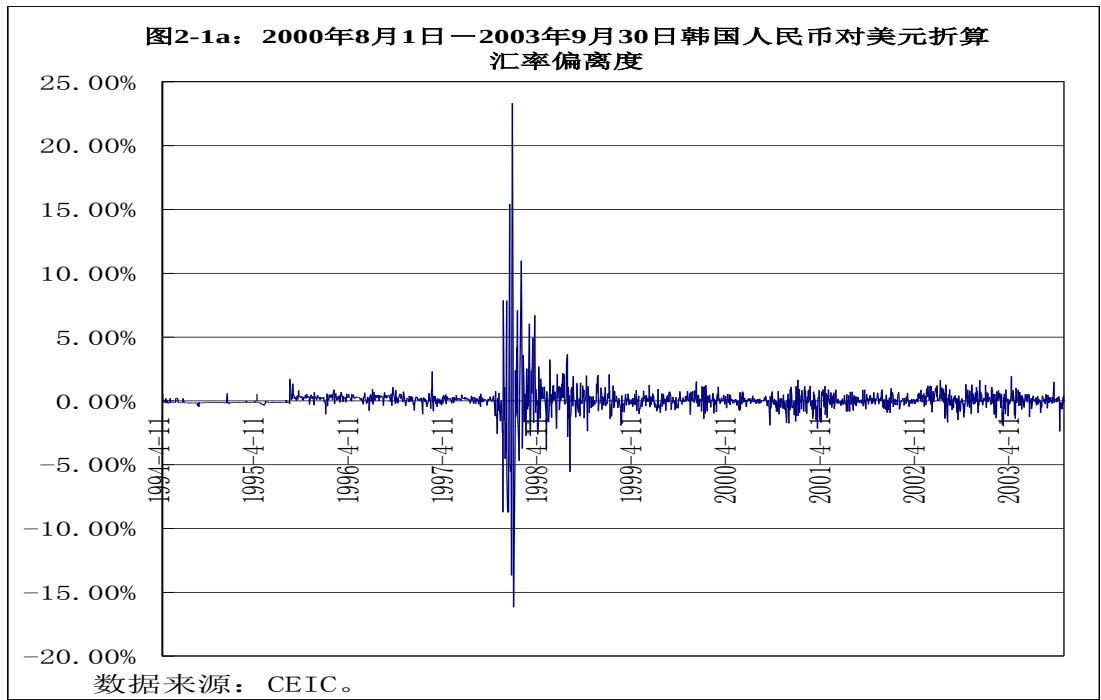
从人民币跨境流通的态势来看，受边境贸易不断扩大、内地居民出境旅游人数增加和人民币可兑换进程加快等因素影响，今后一段时期内人民币跨境流通规模仍将有一定程度的扩

大，但由于香港人民币回流机制已正式启动，如果正向利差和升值预期的条件不变，会有更多的人民币从境外回流，实际沉淀于境外的人民币可能会有较大程度下降。

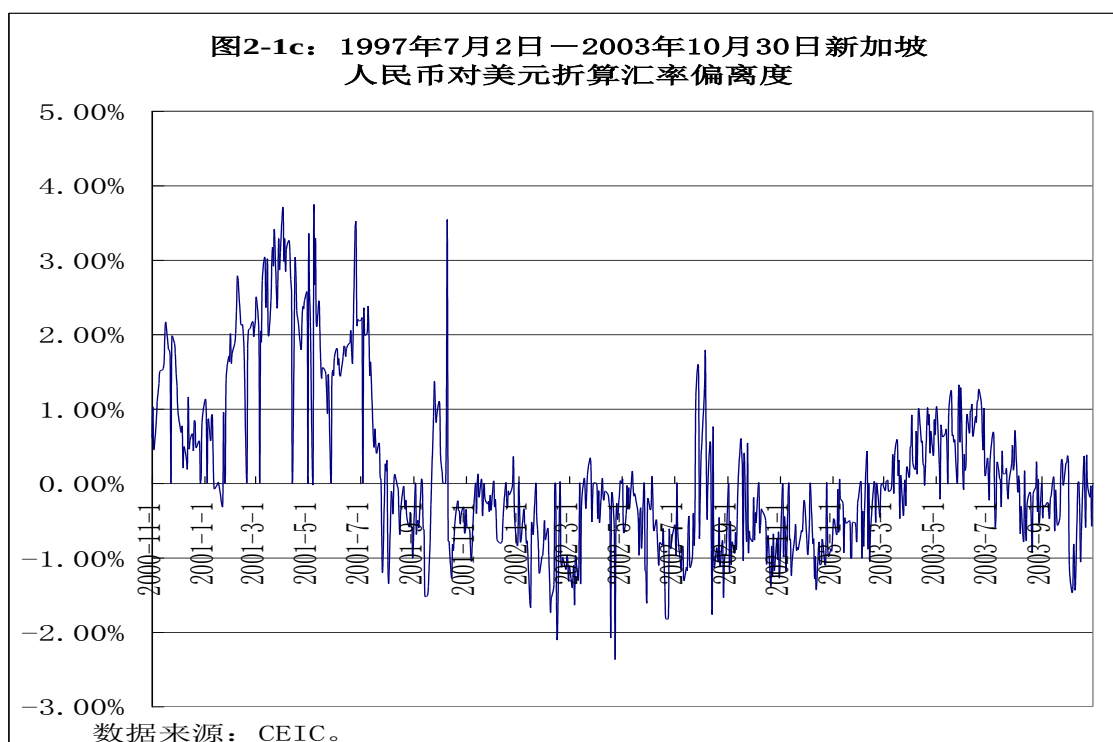
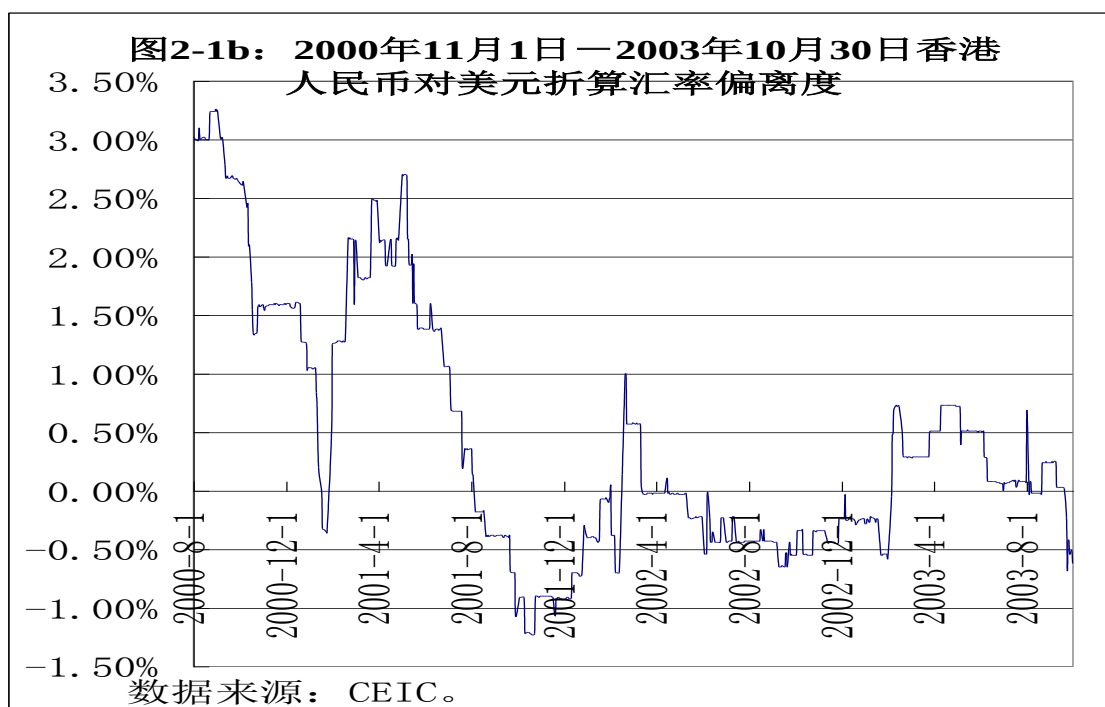
2.1.3 境外人民币汇率的形成及特点

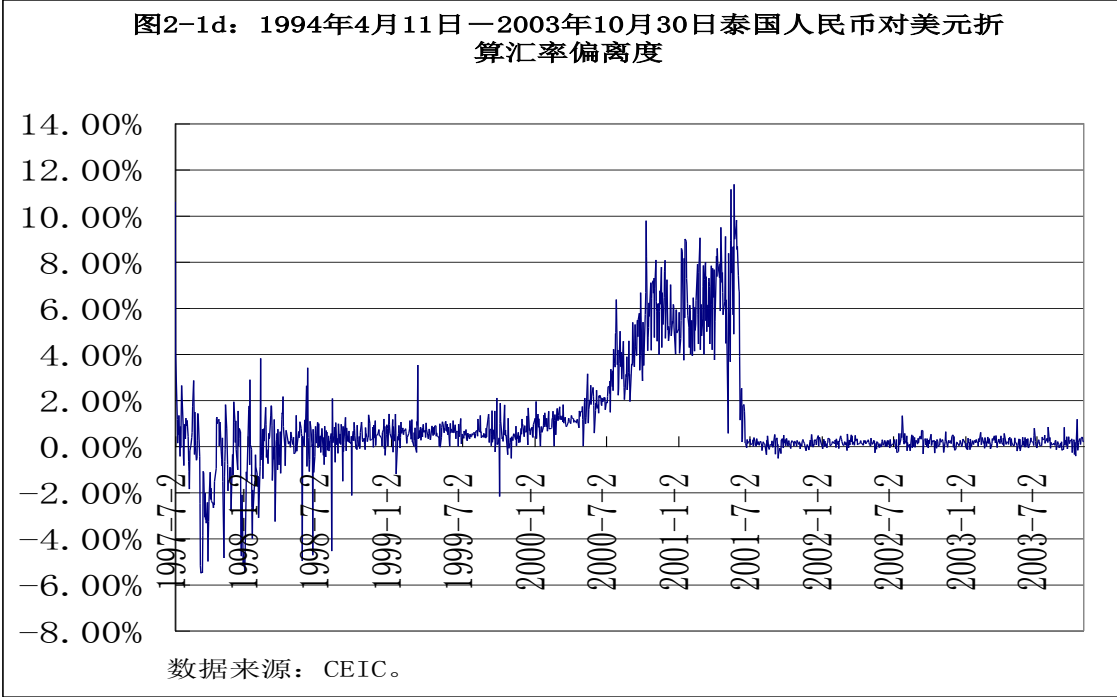
随着我国的对外开放，境外的人民币兑换需求不断扩大，这主要是因为，尽管目前境外居民可持外币卡在内地消费，但兑换和付费成本较大，而境外兑换一般兑换价格较为优惠，可以节省手续费，而内地居民携带人民币到香港兑换则可以规避内地的管制。

人民币在境外兑换，由于不能直接进入中国内地平盘，所以有其自身的汇率形成机制。我们通过将香港、新加坡、泰国和韩国等周边国家和地区当日人民币对当地货币的价格和这些货币的美元价格折算成人民币对美元的价格，计算出这些价格对同日内地人民币 / 美元价格的偏离程度⁴（见图 2-1）。



⁴ 偏离度=（境外人民币对美元折算汇率—内地人民币对美元汇率）/内地人民币对美元汇率。偏离度为正，表明人民币在当地的美元价值低于国内，人民币相对宽裕；偏离度为负，表明人民币在当地的美元价值高于国内，人民币有可能相对不足。





从图 2-1 中，我们可以发现境外人民币汇率的三个特点：

- （一）亚洲金融危机对境外人民币汇率造成了一定冲击，导致境外人民币汇率偏离度较大。

韩国的人民币汇率偏离度在 1998 年以前一直较低，基本上与内地人民币汇率保持一致，但从 1997 年底开始，偏离度明显放大，1997 年 12 月 26 日一度达到 23.29%的水平，12 月 31 日又达到-16.2%。泰国的情形与此类似。从韩国和泰国的情况来看，亚洲金融危机后境外人民币的汇率出现了较大波动。

- （二）近两年来，境外人民币汇率的偏离度在四个国家都表现出缩小的态势，表明境内外人民币的汇率趋于一致。

表 2-2 是 2000-2003 年四地日均偏离度，可以看出偏离度呈递减趋势。对此，一个可能的解释是随着人民币境外流通规模的不断扩大，人民币跨境流通更为畅通，境外人民币的可获得性增强，境外人民币供求趋于平衡，汇率的波动性明显降低。同时，近两年来人民币升值预期，拉近了境内外人民币汇率水平。

表 2-2：新加坡、韩国、泰国、香港等地人民币汇率日均偏离度（2000-2003 年）

	新加坡	韩国	泰国	香港
2000年	1.00%	-0.40%	5.45%	2.17%
2001年	0.89%	-0.04%	2.66%	0.55%
2002年	-0.63%	0.10%	0.14%	-0.25%
2003年	0.04%	-0.01%	0.15%	0.20%

（三）在不同年份，境外人民币汇率水平在不同国家不相一致。

从上述四地的人民币汇率偏离度来看，韩国人民币汇率波动幅度最小（除亚洲金融危机后一段时间外），泰国在 2001 年后的波动明显降低。香港地区的人民币汇率波动幅度也是很大。2000-2001 年香港、新加坡、泰国、香港的人民币汇率水平均低于内地，表明人民币在这些地区较为充裕，而在 2002 年这些地区的人民币汇率水平略低于内地，而 2003 年以来则已经非常接近内地水平。而在美、欧等发达国家的人民币现钞需求相对较小，由缺乏比较畅通的人民币回流渠道，人民币兑换成本较高，因此当地人民币汇率的偏离度较大。

境外人民币汇率是当地市场的人民币供求的体现。在周边国家和地区，人民币需求较为旺盛，即使人民币供求在短期内失衡，由于套汇成本较低，人民币供求会趋于平衡，当地的人民币汇率水平与内地水平较为接近；而在那些需求不旺的国家和地区，其汇率水平则相对较高。另一方面，境外人民币汇率水平也是当地和国际市场对人民币汇率预期的晴雨表。在人民币存在贬值预期时，境外人民币汇率会趋软，而在市场存在较强升值预期时，由套利套汇逐利因素影响，人民币的需求将较为强劲，抬升当地人民币汇率水平，与内地汇率水平出现较大偏离。

从流通途径、规模和境外汇率形成机制来看，人民币跨境流通主要呈现四个特点：（1）跨境流通的途径多元化。既有边境贸易结算和支付和个人旅游消费支付，也有人民币形态的资本输出。（2）流通区域主要是边贸发展迅速的周边国家和与内地经济联系日益紧密的港澳地区。（3）流通规模不断扩大，并呈现双向流通态势，人民币在境外有一定量的沉淀。（4）由于境外人民币不能通过正式途径回到中国内地平盘，境外人民币形成了不同的市场价格，随着人民币国际化推进，不同市场的人民币汇率差距有所缩小。

2.2 人民币境外流通发展的主要原因与流通特点

人民币境外流通的不同发展并不是偶然的，它是我国改革开放和经济发展的必然结果，并呈现出我国的对外开放进程和经济发展相适应的特点。

2.2.1 人民币境外流通发展的主要原因

（一）我国综合国力和影响力不断增强及汇率稳定为人民币境外流通提供了坚实的物质基础和信心保障。

20 多年来,我国始终坚持改革开放战略,特别是“九五”以来,国民经济持续、快速、稳定增长,已使我国实际经济规模和综合国力名列世界前列,提升了中国在国际上尤其是在区域经济金融事务中的地位和影响。同时,自 1994 年汇率并轨以来,特别是亚洲金融危机以来,人民币汇率保持稳中有升,成为新兴的世界强势货币之一(见表 2—3)⁵。在严重的通货膨胀和汇率贬值预期下,强势货币替代弱势货币是必然趋势,人民币相对周边国家货币的不断升值,为境外使用和持有人民币提供了较为广阔的空间。

表 2—3: 各国货币对人民币汇率变化情况(单位: %)

国别	1994 年 1 月—2003 年 6 月		1993 年 12 月—2003 年 6 月	
	各国货币对美元汇率变化幅度	各国货币对人民币汇率变化幅度	各国货币对美元汇率变化幅度	各国货币对人民币汇率变化幅度
阿根廷	-63.80	-65.56	-63.82	-48.42
澳大利亚	-4.49	-9.13	-1.25	40.76
巴西	-87.24	-87.86	-90.88	-87.00
中国大陆	5.11	0.00	-29.84	0.00
哥伦比亚	-67.41	-69.00	-67.71	-53.97
捷克	11.83	6.39	10.5	57.51
印度	-32.85	-36.12	-32.85	-4.28
印尼	-74.30	-75.55	-74.4	-63.51
日本	-5.71	-10.29	-7.24	32.22
韩国	-32.09	-35.39	-32.18	-3.33
马来西亚	-28.62	-32.09	-32.38	-3.62
墨西哥	-70.39	-71.83	-70.39	-57.79
缅甸	3.01	-2.00	2.22	45.71
蒙古	-64.60	-66.32	-65.37	-50.64
新西兰	-3.10	-7.81	-4.32	36.38
菲律宾	-48.08	-50.6	-47.95	-25.81
波兰	-43.14	-45.91	-44.48	-20.86
俄罗斯	-84.41	-84.46	-95.91	-94.17
新加坡	-7.55	-12.05	-7.87	31.32
南非	-56.85	-58.95	-57.27	-39.09
斯洛伐克	-5.92	-10.5	-7.11	32.41
泰国	-38.64	-41.62	-38.84	-12.82
土耳其	-98.97	-99.02	-99.00	-98.57
英国	11.25	5.84	11.46	58.87
越南	-29.82	-33.23	-29.96	-0.16

数据来源: 国际货币基金组织《国际金融统计》光盘, 2003 年 10 月。

注: (1) 各国货币对人民币的汇率通过各国货币对美元的月平均汇率套算;

⁵与 1994 年初相比,世界绝大多数货币都相对人民币贬值。即便与 1993 年底人民币汇率并轨前夕的水平相比,世界上也有相当多的货币特别是亚洲和拉美新兴市场国家货币相对人民币汇率出现了不同程度的贬值。

- (2) 各国货币对美元汇率变动中，负号表示该国货币对美元贬值，正号表示对美元升值；
- (3) 各国货币对人民币汇率变动中，负数表示该国货币对人民币贬值，正号表示对人民币升值；
- (4) 俄罗斯为 1993 年 12 月—2003 年 6 月和 1995 年 6 月—2003 年 6 月数据；
- (5) 越南为 1993 年 12 月—2003 年 5 月数据。

（二）双边经贸合作不断深化和人员往来不断增多是人民币在境外流通的经济动力。

从国际上看，在边境地区“双币流通”是较为普遍的经济现象。货币作为价值尺度和交换媒介，始终伴随着物流和人流的扩展而不断发挥其货币职能。我国与周边国家和地区的双边贸易、投资、人员的往来，为人民币在周边流通、使用提供了实物载体。“九五”以来，我国与周边国家的边境贸易（包括边境小额贸易、边民互市贸易和边境技术合作）快速增长，出口年均增长 45.3%，进口增长 88.8%，远高于同期的全国进出口增长速度，由于人民币币值稳定、使用方便快捷，人民币在边贸结算中的比重不断扩大。同时，随着我国居民收入水平的不断提高，旅游消费支付能力提高显著，出境旅游消费需求持续扩大，出境旅游、出国留学人数迅速增加，1994—2002 年累计出境旅游人数达 8000 多万人次。境外旅游带动了境外消费，也推动了人民币境外流通。目前中国游客已成为东南亚国家的重要客源。2002 年内地居民到东盟 7 国（除文莱老挝和缅甸）的旅游观光人数达到 675 万人。其中据泰国旅游机构统计，1987 年来泰的中国游客（不含台港澳地区）为 2.1 万人，1999 年增至 77.5 万，2002 年达 80 万，2003 年尽管受到非典和伊拉克战影响，仍达 80 万。目前中国是新加坡的第二大客源国，2002 年到新加坡观光旅游的中国人多达 67 万。

（三）周边政府的默许态度为人民币境外流通扫除了政策障碍

为促进边境贸易和旅游发展，周边国家和地区政府一般对人民币在境内使用持默许态度，一般把人民币作为一种普通外币，没有特别管制。只有缅甸、老挝政府规定，人民币不能进入边境 20 公里以外地区，但在边境 20 公里以内地区依然可以自由使用或流通。由于人民币不是可自由兑换货币，不能在周边国家和地区银行系统内流通、存储，因此人民币基本流动、沉淀于民间。近年来，随着双边贸易的不断扩大，人民币结算不断增多，我国与一些周边国家协商进行人民币结算与合作，允许双边互设兑换点和商业银行代理国家银行进行结算，使人民币与周边国家货币的双边兑换合法化。

（四）中国的金融对外开放和外汇管理体制改革为人民币境外流通创造了相对宽松的制度环境

1993 年以前对人民币出入境一直实行低限额管理，随着对外开放的不断深化，贸易与人

员往来不断增加，1993 年人民币出入境限额提高到 6000 元。1996 年 12 月人民币实现了经常项目的可兑换，同时，资本项目可兑换在稳步推进，这些金融开放措施和外汇管理体制的变革都为人民币境外流通创造了制度条件。

（五）一些地下经济活动，也对人民币跨境流通形成了较大需求

例如：境内居民到境外用人民币参加赌博、贩毒，用人民币在境外兑换成自由兑换货币完成资产非法转移，用人民币到香港兑换炒 H 股、炒房地产，以及境外非居民用人民币混入境内参与 A 股操作，等等。

2.2.2 人民币跨境流通使用的主要特点

（一）从流通总体状况来看，呈现出“流量大、存量小”的特点，并且主要以现钞为主

目前，由于缺乏通汇、通兑的正式渠道，人民币境外流通大部分游离于正规的银行体系之外，基本采取现钞的形式。目前境外机构很少开展人民币贷款业务，人民币在境外不能生息，同时，人民币作为计价货币用于国际结算主要集中边贸比较发达的周边地区，尽管周边地区的一些非正式金融组织如找换店、地摊银行等能吸纳一定的人民币现金，但携钞进入境内消费或转存至内地银行获取利息仍是境外人民币最有利的选择，因此尽管人民币跨境流通的总体规模不断扩大，但真正沉淀于境外的人民币存量仍然较小，可能只有 100 亿元人民币左右。

（二）从发展阶段上来看，人民币跨境流通与我国和周边国家的贸易和经济发展密切相关

人民币境外流通的发展历程基本上可分为三个阶段：90 年代以前的少量流通阶段、90 年代中前期的不断扩大阶段和 90 年代后期的显著增加阶段。90 年代以前，我国与周边地区的边境贸易经历了易货—部分易货—现钞结算的发展过程，其中现钞结算主要是以美元计价和结算。进入 90 年代后随着边境贸易的不断扩大，人民币结算有所增加。随着 1992 年以后我国改革开放进入新的阶段，对外贸易持续扩大，综合国力不断增强，特别是亚洲金融危机后，人民币坚持不贬值，币值保持稳定，汇率风险小，人民币结算在边境贸易中的比重不断扩大，有的地区甚至超过 90%，使人民币在周边国家和地区享有“第二美元”的美称。甚至，马来西亚和韩国的外汇储备中都持有一定规模的人民币资产。此外，早期人民币流通主要集中在口岸和边贸互市点，现在人民币的流通和使用范围已不局限于周边地区，除了在越南、缅甸、老挝、朝鲜、蒙古、俄罗斯、巴基斯坦、尼泊尔等周边国家作为支付和结算货币被普

遍接受外，港澳地区、孟加拉国、马来西亚、印尼、新加坡、菲律宾、韩国等国家和地区已经接受人民币存款和办理其他人民币业务，而在美、英等一些发达国家，人民币也成为当地的可兑换货币，逐日公布与当地货币的比价（李华民，2002）。

（三）从使用用途、可兑换性来看，人民币跨境流通使用存在一定的区域性差异，并且香港已逐渐成为境外人民币流通中心

人民币境外流通主要集中在两类区域：一类是在中国与蒙、朝、越、缅、俄等边境地区，人民币主要在边贸和旅游消费中充当交易媒介。其中蒙古境内已经出现人民币对其本国货币图格里克的替代现象，境内大约有 50%流通的是人民币，在与中国接壤的西北五省地区甚至达到 80-90%。由于这些国家一般对资本项目都有不同程度的管制，人民币兑换主要集中在找换店、地摊银行上，处于民间和半公开性质，缺乏法律保障。另一类是在港澳、新加坡地区，人民币流通主要随客流或以单纯的资金流方式出入，而与双边贸易无关，主要往返于两地资本市场之间，及用于旅游、购物消费。由于港澳地区没有资本管制，人民币的兑换具有公开性和合法性，而可兑换性的强弱决定着汇兑成本的大小。随着内地与香港之间的经贸、人员往来日益频繁，香港已经成为人民币境外流通的中心，估计每年人民币境外流通量的 80%左右都通过香港地区进行。随着内地为香港银行开办个人人民币业务提供清算安排，香港的人民币流通规模、存量和人民币业务发展都将步入新阶段。

（四）从动机上看，人民币跨境流通使用主要取决于边境贸易货物流和人员流动中的交易动机，但投机获利因素近年来有所增加。

持币动机一般分为交易和投机动机，在边境贸易中，由于人民币币值稳定，在周边地区基本处于准硬通货地位，持有人民币的动机主要是规避本币贬值风险和交易支付的需要。作为交易中介的人民币境外流通与贸易物流和出境人员流动同步发生，资金流动方向与物流方向相反，与人员流方向相同。近年来，由于中国经济持续增长，市场上一直存在着较强的人民币升值预期，在周边地区尤其是香港地区，市场对通过持有人民币获得升值收益的需求有所增加，投机因素已成为人民币境外流通的重要动力。

（五）从制度变迁历程来看，人民币跨境流通使用不是金融当局主动规划和引导，而是市场力量自发作用的结果。

目前人民币的境外流通基本上是非正式的区域化，绝大多数处于民间或地下状态。例如，银行和找换店办理人民币兑换在香港都属合法交易，找换店开展的人民币兑换业务量占当地

业务总量的 97%，甚至有的银行本身还要通过找换店平盘。找换店还通过在两地分设的港币和人民币账户，办理两地间地下汇款业务。香港许多零售商店还接受客户用境内发行的人民币信用卡签单消费，然后将这些账单送到内地，形成人民币信用卡收单业务。尽管我国允许个人携带人民币出入境，但对境外收兑的人民币如何回流缺乏明确的规定，因此，地下钱庄、企业货币互换、超限额携带（或货币走私）成为人民币回流的主要途径。但是，随着人民币境外流通的非正式制度安排不断发展，金融当局也在不断地承认、容许甚至提供正式的制度供给，如双边国家允许边境银行提供金融服务，为人民币流通提供正式的金融安排等等⁶。可以预期，今后人民币的境外流通将是市场力量与金融当局的金融规制不断互动而持续发展的过程。

人民币跨境流通的不断发展是中国对外开放和市场化进程不断深化的必然结果，它受到了来自政策和市场两个方面的推动。在政策方面，改革开放、贸易自由化和放松金融管制政策为人民币跨境流通提供了政策空间和支持；在市场方面，与周边国家和地区的双边贸易的不断扩大和国内居民收入水平的提高和消费层次的升级形成了人民币跨境流通的强大市场动力。人民币跨境流通呈现出了与改革开放和经济发展阶段相适应的特点。

2.3 人民币跨境流通和使用的影响分析

人民币的境外流通对我国经济的影响是比较复杂的。根据不同的流通形式，分析人民币跨境流通的影响是比较科学的。对我们把握未来人民币境外流通可能带来的影响，实行相应的管理措施是很必要的。

2.3.1 与实体经济有关的人民币跨境流动对我国的影响利大于弊

目前与实体经济有关的人民币跨境流动主要是周边国家和地区的边贸人民币流通，它们大都与物流和人员流并行发生，在港澳地区也有部分人民币用于两地旅游消费。这种性质的跨境流动，对我国经济有以下正面影响：

（一） 在周边国家流通并充当国际结算货币，在一定程度上缓解了双边交往中国际结算手段的不足，推动和扩大双边经贸往来，加快边境少数民族地区经济发展，促进民族团结

⁶ 如中国与越南等周边国家签订了货币结算协议，允许对方银行存取对方货币，并提供兑换安排。又如人民银行为香港银行开办个人人民币业务提供了正式清算安排，在此之前，这些业务实际上已在当地的银行体系之外开展，该清算安排为银行体系满足这部分市场需求创造了条件。

和边境稳定。

（二）获得货币发行收益。在境外流通、沉淀多少人民币，相当于我国政府获得同等数额的货币发行收益（铸币税），特别是人民币处于净流出状态时更是如此。

（三）长远地看，人民币的广泛流通和使用，对加强我国与周边国家和地区的经贸、金融合作，构架一个人民币为主导货币之一的东亚经济圈的战略设想，会形成直接促进作用。

（四）人民币跨境流通对于提高人民币信誉，扩大人民币的国际影响具有积极作用，同时也是人民币逐步国际化的早期试验。

其不利影响或担心主要有二：（1）境外流通人民币突然回流，可能会对边境省份经济金融稳定构成冲击。据有关人民银行反映，当地人民币投放经常受到境外人民币周期性流动的影响。（2）人民币用于支付从我国的进口，会减少我出口创汇。（3）人民币可以在境外实现购买力，会增加对境外商品的需求，对扩大内需不利。

但总的来讲，上述负面影响是有限的。如前所述，估计我国在境外流通的人民币存量约占我国现金流通量的 1%。相比之下，香港金管局估计港币现钞有 7.3% 在内地流通，国际货币基金组织估计三分之二的美元现钞在美国境外流通。可见，境外流通人民币数量并不大，对国内货币政策和金融稳定还难构成大的冲击。至于对减少货物和劳务出口创汇的担心，也不必过虑。因为只要境外存在人民币，便一定是境内居民先用人民币支付了境外供给。境外人民币越多，国内节约的外汇就越多。

2.3.2 与实体经济无关的人民币跨境流动对我冲击较大

这主要是指人民币在港澳地区的流通和使用。作为与我陆地接壤的周边国家和地区中的发达地区，部分流入港澳地区的人民币带有明显的虚拟资本色彩，在内地与香港资本市场之间来回投机是其流动的主要目的。据香港金管局估计，2000 年内地流入香港的热钱达到 160—300 亿港元，其中大部分进入了当地股市。在港澳地区与虚拟经济相伴随的人民币流通，一定程度上密切了两地经济、金融联系，促进了港澳地区经济繁荣、稳定。但是，这种性质的人民币跨境流动，对内地相对封闭的金融体系会形成较大冲击：

（一）人民币在香港地区一定程度与港币的事实可兑换，在一定程度上打通了国内资本市场与国际资本市场的联系，使得国际资本能够借助香港进入内地的资本市场，或者内地的资本进入香港甚至国际资本市场。

（二）由于人民币在香港的实际完全可兑换，人民币资产通过各种渠道进入香港后，便可以兑换成国际货币进一步转移，这在相当程度上规避了内地的各种管制。

（三）港澳地区在确定人民币汇价时，与内地存在差异，也会对内地人民币汇率形成机制造成干扰和压力。如香港无本金交割远期人民币交易，就成为引导人民币汇率预期的重要风向标。

（四）人民币在港澳地区流通更大意义上相当于一种特殊商品，大量进出、少量沉淀的现实说明，内地难以在当地获得铸币税收入。

2.3.3 人民币在周边流通对我国的金融外汇管理提出了挑战

总的来讲，由于境外人民币流通和使用与内地没有正式通汇通兑的渠道，其境外流通的规模有限，且不能做人民币贷款，因此，对人民币的汇率和利率冲击和影响有限。但是，人民币出入境虽不涉及汇兑问题，却涉及居民和非居民之间的交易，这给相关管理带来了一系列挑战：

（一）助长了非法外汇交易。境外对人民币的需求与境内的外币需求相对应，形成了非法外汇交易的动因，而大量的现钞流通又为交易本身提供了资源和掩护。

（三）加剧了内地资本外逃。人民币在周边地区的事实可兑换，刺激了内地人民币资产转移。

（三）加大了海关监管难度。现钞交易为主，海关人流量大，监管困难。

（四）扩大了国际收支统计误差。边境贸易中的人民币流通大都是以现钞形式实现的，脱离了国际收支统计申报体系，而实物的流动却由海关统计在内，从而在国际收支表上只反应了单边流动，形成统计误差；另外，由于人民币大量用于出入境旅游消费，导致国际旅游收支与旅游外汇收支的差异，也形成统计误差⁷。

2.3.4 为人民币走向国际化奠定了良好基础

总体来看，人民币在周边国家的流通是中国经济成长到新阶段的表现，是中国经济与亚洲经济一体化程度提高的结果。按照货币国际化的定义，这是货币国际化的一个主要特征，

⁷ 特别是在人民币贬值预期下，境外人民币兑换价格高于境内，因此，访华旅客往往在境外先兑换好人民币，再到内地来消费，这造成游客增加，但外汇收入却增加有限，国家旅游局按境外游客境内每天消费金额测算的旅游外汇收入远大于外汇局统计的银行实际收兑的外汇。

说明人民币国际化进程已经开始，人民币在周边国家的流通是人民币国际化的起点。

（一）反映了中国经济在周边国家和地区的重要性

人民币的流通的区域性说明了，中国经济在周边国家和地区的重要性。与周边国家更紧密的贸易关系将有利于区域更多的贸易额以人民币结算，人民币成为周边国家和地区更容易获得更容易接受的货币。

（二）人民币已经从周边国家和地区走向国际化

人民币在周边国家和地区流通也说明了，人民币走向国际化不是在全球市场展开的，而是可能较长时间限制在亚洲。这既表明人民币的国际化进程更具有区域性特点，也表明了人民币国际化将以亚洲为主要的试验场。同时，人民币主要在边境贸易、跨境旅游消费中成为价值标准、交易媒介，而不是在金融市场（资本市场）成为价值标准和交易媒介。这说明了更大范围的人民币流通，更深层次的人民币国际化进程还需要相当长的时间。

2.4 小结

1990 年代中期以来，随着我国经济开放度的提高，中国与世界经济与贸易的联系不断加强，尤其与周边国家和地区的经贸关系越来越紧密，人民币在周边国家和地区获得了很高的信誉。人民币在周边流通并不必然形成人民币的国际化，但人民币在周边流通却是国际化的起点。当前，人民币的强势基础和我国国民经济持续健康发展，使人民币在周边地区具有良好信誉和持币需求，为进一步推动人民币周边流动创造了良好机遇，同时也为人民币的国际化进一步奠定了基础。

但是，人民币国际化的下一步如何推进，在人民币国际化的进程中我们要遵循的哪些规则？如何处理人民币的国际化 and 国内经济改革之间的关系？我们要准备哪些条件？可能支付哪些成本？获得哪些收益？我们尚不清楚。发展中国家的货币走向国际化是前所未有的事业，没有任何一个发展中国家的样本可以参照。为了平稳推进人民币国际化过程，我们需要借鉴国际化货币的经验和教训。由于中国经济发展到了一个新的阶段，大国经济特点开始形成，因此，大国货币国际化的经验和教训对我们更有借鉴意义。所以，我们要参照美国、日本、德国在本币国际化过程中的经验和教训，明确人民币国际化所需要的条件。以便我们能够做出更科学的决策。

3. 专题二：大国货币国际化的经验和教训：美国、日本、德国

美元、日元和欧元是目前公认的国际化货币，他们是大国货币国际化的典型。但是三种货币的国际化程度是不同的。美元是最充分的国际化货币，美元的国际化路程走的最长；日元的国际化战略推出已久，但是国际化的程度远不及美元，进一步的国际化正在进行；德国马克已经成为国际金融的历史，新生的区域货币——欧元是 20 世纪国际金融领域最重要的金融创新，代表国际货币的新生力量。所以，三国货币的国际化进程具有代表性，是人民币国际化的重要参照。本部分将分别分析美元、日元、德国马克的路径、经验和教训。

3.1 美元国际化的路径、经验和教训

二战以后，美元确立了其国际货币体系中的主导地位，虽然在日本经济和欧洲经济崛起以后，美元的地位受到了很大的挑战，但是美元仍然是目前世界经济和贸易中最重要的价值尺度、交易媒介和储备货币。半个多世纪的风云中，美元的国际货币地位是如何确立和巩固的？美元国际化的路径是不是货币国际化的模板？多年来，经济学家关注的是美元在国际货币体系中霸权地位对世界经济的影响，我们的认识也是局限在国际汇率安排演变中美元的作用，而忽视了美元的崛起过程和启示。

3.1.1 美元作为国际货币的崛起

（一）一战对美元国际化进程的影响

第一次世界大战在美元作为国际货币的崛起中发挥了关键作用。在 19 世纪的大部分时间内，美国是从欧洲输入资本的。大约从 19 世纪末，美国才开始输出资本。美国输出的资本从 1897 年的不到 10 亿美元，增加到 1913 年的 30 亿美元。同期，在美国的外国投资增加了将近 30 亿美元，到 1913 年前超过了 70 亿美元。

1919 年前，美国私人帐户的国际投资地位发生了根本的变化，美国成为一个巨大的国际贷款者。外国在美国的投资下降到 30 亿美元，美国在海外的投资却增加到 70 亿美元。另

外，美国为战时同盟提供的未偿贷款总量达 100 亿美元

随着战争的爆发，欧洲政府把美国作为主要的供给方。为了购买物资，他们卖掉了在美国的一多半的欧洲投资，并同时把欧洲自己发行的 30 亿美元有价证券卖给美国人。在战争爆发后的三年内，美国投资购买的欧洲有价证券数量超过他们在上个世纪的总购买量。美国参战以后，规模更大的政府之间的借贷 (Governments-to-governments Credits) 挤走了私人对政府的信贷 (Private-government Credits)。更进一步说，在战争期间，外国政府将大量的黄金卖给美国，1913 到 1919 年间美国的黄金储备增加了一倍。

战争导致了传统国际金融实践的变化。为了储备黄金，外国中央银行开使停止了本币和黄金的随时可兑换；为了储备黄金，外国政府开始对私人的境外支付实行外汇管制；为了进一步阻止资金的外流，他们允许本币比战前的平价贬值 5% 到 10%，他们相信，如果汇率平价回到战前的水平，任何人按照目前的汇率把资金转移到美国都会遭受资本损失，那么资金的移动就会出现转向。鉴于战前欧洲的中央银行自动买卖黄金使得本币和黄金、美元保持在平价的水平上，他们不愿意在战争期间卖出黄金帮助欧洲当局干预外汇市场，以支持他们的货币，因此，他们只好买卖美元。当欧洲政府卖给美国的各项金融资产的收益超过了他们在美国支付采购的数量，外国政府开始首次积累流动性美元资产。

所有的战时因素，外国官方机构持有的流动性美元资产的增加，外汇管制和欧洲脱离了战前的黄金平价，美国国际贷款者地位的发展，都促成了美元作为国际货币的崛起。美元继续保持和黄金的可兑换（虽然由于潜艇事件，美国实行了暂时的黄金禁运）。美国没有实行外汇管制。假如没有战争发生，美元也可能成为世界货币。但是，战争的爆发成为美元国际化的催化剂。

战争的一项后果是欧洲把美国作为供给市场，从美国购买物资进行援助和重建。战后的许多采购靠美国银行的短期贷款来实现的，因为政府之间的信贷在战争结束后不久就停止了。通过从德国获得的战争赔款，这些银行贷款很快就得到了偿还。欧洲对美国的依赖意味着美元在国际经济交易中更加重要了。

战争的另一项后果是，欧洲的价格水平比美国的价格水平要高得多。大多数欧洲国家想把本币定在 1913 年的平价水平上。在战后初期的环境下，把本币稳定在战前的水平将会引起黄金向美国的大量流出，对欧洲产生通货紧缩的影响。战后的重建远比回到 1913 年的平价水平重要得多。当 1919 年 3 月英国的美元余额耗尽，英国停止了把英镑稳定在战时水平的支持，并允许英镑成为浮动货币 (Flexible Currency)。欧洲其他重要货币也开始变成了浮动货币。走向浮动是一种暂时措施，直到价格水平变化使货币稳定在战前的平价。直到 19

世纪 20 年代末期，几乎所有欧洲货币都根据黄金定价。但是只有几个国家货币一直稳定在战前黄金平价的水平上。

在 19 世纪 20 年代的浮动汇率时期，美元作为国际货币的功能比以前更重要了：只有美元在固定的价格水平上和黄金保持可兑换。美国的货币当局随时可以购买黄金，结果大量新的黄金产出开始流向美国。许多欧洲国家货币对外价值的大幅波动，以及未来对其外部价值的不确定性，意味着越来越多的国际经济将以美元计价。欧洲公司开始持有大量流动美元资产来减少汇率的不稳定给他们带来的交易风险。英国对在伦敦出售的外国证券实行外汇管制，这样一些拟在伦敦发行债券的发行商开始转向纽约。即使 1925 年英镑稳定在战前的平价水平上，由于英国国际收支地位的削弱，国际上对英国维持平价的能力表示怀疑。而且，在 19 世纪 20 年代，在美国外国投资增长的速度是外国在美国投资增长速度的两倍，战争期间向美国出售外国债券的金融机构继续增加他们的销售额，美国对外直接投资从 40 亿美元增加到 19 世纪 20 年代的 80 亿美元，美国较好的国际收支地位和对外国货币不确定性的担忧都加强了美元国际货币的地位。

但是，在某些方面，19 世纪 30 年代的大萧条对美元成为国际货币起到了逆向的作用。大规模的美国银行倒闭引起了外国人对在美国持有流动资金的担忧。国际贸易的大量萎缩大大减少了对国际货币的需要。英国 1931 年脱离了金平价后，大量外国持有的流动性美元资产变现，部分原因是担心美元会贬值。美国在 10 年前收购的许多外国证券不能按期付款。美国停止了对外国的贷款，而且外国也停止了在出售证券时接受美元结算，也停止了偿还将到期的证券。

19 世纪 30 年代的末期，美元比以前任何时期的国际地位都要稳定。1934 年 35 美元兑换 1 盎司黄金的平价水平的实行使美国持有黄金的价值增加了一倍。1934 年后，大量的投机资金开始从“黄金集团”（Gold Block）流向美国，预计这些国家也将变动他们的黄金平价。战争对欧洲的冲击鼓励了大量外国资金流向美国。在 1934 年和 1940 年之间，美国黄金的净输入量是 160 亿美元(按照 35 美元兑换 1 盎司黄金计算)。1940 年美国持有黄金 220 亿美元，占世界官方黄金储备总量的四分之三。同时，美国对外债务上升，而对外投资下降。由于在美国私人部门不允许持有黄金，把财富转移到美国的外国人则持有美元资产，到 1940 年外国持有的以美元计价的流动性资产总量达到 40 亿美元。同期，美国长期海外投资下降，部分上是由于大萧条时期的经历和战争的冲击。尽管如此，1940 年美元作为国际货币的意义比 1930 年更重要了。

（二）二战对美元国际化进程的影响

二战对美元国际地位的影响和一战对美元的影响类似。当战争在欧洲爆发两年后，美国参战。同时，美国给盟国提供了大量的物资，部分是通过美国的贷款，部分是通过出售外国持有的美元资产和黄金。中立国的出口收入急剧上升，而且由于他们买不到想要购买的工业品，所以部分国家增加持有美元资产。外国持有的美元的流动性资产从 1940 年的 50 亿美元上升到 1945 年的 100 亿美元。

二战对英镑的影响和对美元的影响是不同的。战前，外国持有的英镑资产大于外国持有的美元资产；1937 年，上述的英镑资产是美元资产的两倍。战争期间，当把一系列外国资产变现，出售黄金，外部债务上升，英国的国际金融地位恶化了。与之不同的是，美国的国际金融地位几乎是没有变化，出售美国黄金和外国持有的流动性美元资产的增加是和美国净长期外国投资的增加相配套的。当战争结束时，对外国持有的流动英镑的负债大约是英国黄金储备的三倍。与之相比，美国的黄金持有量是外国持有流动性美元资产的两倍多。

自从战争爆发以来，以英镑计价的国际储备下降了。1949 年 9 月，大多数货币对美元的贬值意味着以英镑计价的美元的价值下降了 30%。外国官方机构减少了他们的英镑余额，而工业化国家的私人集团则增加了他们的英镑持有量。

对比来看，外国持有的流动性美元资产在战后大幅上升。在美元荒（dollar shortage）时期，外国人积累流动性美元资产是以下原因推动的：国外更高的通货膨胀，其他国家实行更广泛的外汇管制，对未来欧洲稳定性的怀疑。大量的美元现钞、旅行支票在国外流通。外国官方机构购买美元作为国际储备的一部分。美元成为安全的国际储备资产，美元和黄金一样好(as “good as gold”)。

当美元荒转向美元灾，恰好是 1958 年美国出现了较大的国际收支赤字，外国对持有美元的需求仍继续上升。从此以后，外国官方持有的美元上升了 50%，外国商业银行持有的美元数量上升比率超过 100%。直到 1958 年，许多外国的商业银行持有外国资产的数量受到了限制，现在这些限制已经大大减少了。从此后，一些国家的商业银行在各国当局的引导下开始持有更多的美元资产。一定程度上，一些外国官方机构持有美元资产的增加，尤其是在几个西欧国家，反映了他们更愿意持有美元，而不是从美国的财政部购买黄金。

美国作为国际货币的重要性反映了美国在国际经济中的重要性。美国占有世界商品贸易总量的 15%，是其他任何国家的两倍。大量的美国游客的境外支出导致了美元在很多地区象当地货币一样是可接受的。大量的战后美国的援助计划导致了美元向外国政府的转换。美

国私人资本输出占国际资本输出的比例高于 50%。纽约资本市场比其他资本市场的总和还要大。新的外国证券在纽约市场的发行大幅上升(到利息平衡税推出之前)。美国商业银行的国际活动也开始大量增加,他们的外国分支机构在数量和规模迅速上升,从他们国内总部对外国提供的贷款也大量增加。

世界经济的增长,贸易和支付障碍的削减,和商务的国际化都对美元国际地位的上升起了重要作用。商人们发现购买和持有以外国货币计价的资产越来越必要。由于美国在国际经济中的主导地位,许多外国公司持有美元。外国政府也认为持有更多的国际储备是必要的,由于诸多原因,他们更愿意持有美元。

(三) 美元发挥的国际货币功能

美元作为国际货币发挥几种不同功能。外国官方机构和私人部门持有以美元计价的资产,部分上是因为他们交易的需要,部分是由于没有其他满意的资产形式,部分上是他们分散持有的流动性资产的需要。

外国官方机构在外汇市场上买卖美元是为了防止他们的货币过度偏离官方平价。大多数官方机构持有美元的数量都超过对外汇市场干预必要美元数量,甚至更多。持有其他货币形式的储备资产而不是持有美元可能会面临外汇管制或者贬值的风险,或者在大多数国家找不到流动的投资机会。

除了伦敦,没有其他的金融市场能够具有纽约市场那样的广度和深度。而且,和持有美元相比,当时持有英镑资产会面临更大的贬值和不可兑换的风险。

非官方机构持有美元的主要原因是,和官方持有美元一样,为了达到分散风险和便利的目的。一些商业银行为中央银行持有美元,或者是中央银行把商业银行在即期和远期金融市场上持有美元资产变得更有吸引力。一些外国的商业银行把持有美元来轧平美元空头;某些情况下非官方机构持有美元也是为了补偿从美国银行的借款。

外国官方机构和非官方机构持有部分其他货币的资产和持有本币资产的需要是不同的,但是他们都选择持有美元的需要是相似的。这包括美国国际贸易和金融方面的重要性,美国价格长期稳定的良好记录,美国金融资产的范围。很有可能外国官方和非官方机构将继续持有其他货币计价而不是以本币计价的金融资产。他们是否继续大量持有以美元计价的资产,取决于能够满足他们需要的其他资产的供给、持有该项资产的利弊和持有更多美元资产的利弊的对比。

从美元成为国际货币的进程来看,美元成为国际货币不是国会法案的结果,主要是因为美元比其他资产更能满足外国官方和私人机构的不同需要。美国的金融设施为外国提供了安

全的储藏库。美国财政部在较长的时期内和黄金保持固定的价格（1933—1934 除外），而且美国愿意与外国的官方和非官方机构无限量买卖黄金。加上美国政治上的稳定性。美元和任何其他货币相比都具有较小的通货膨胀危险。美国的广博和富有，美国能够为外国的借款者提供比其国内资本市场更多的、更自由的贷款。美国企业到外国进行投资，将导致大量的投资和利润的转移。而且美国是世界上最大的单一的贸易国，将有助于美元在国际交易中成为更广泛接受的交易媒介。

美元成为国际货币是对基本经济需要的响应，而且许多国家一直实行美元本位。美国的国际交易相对来讲没有国内经济交易那么重要。但是美国仍然是国际贸易和投资的大国。

美元仍然保持世界上最重要的国家货币（National Currency）。大量的国际经济交易是以美元计价，外国官方机构的储备中美元占有绝对比例。而且，纽约是世界上最重要的国际金融市场。

美元的国际货币地位给美国带来很多确定优势。美元被接受的方位越广，美国商人、投资者和旅游者进行国际经济交易就会越方便，因为他们可以用本币进行交易。外国官方机构持有美元资产作为其国际储备的一部分有助于美国进行国际收支赤字融资，减少由于支付约束带来的国内外经济目标的冲突。

外国官方机构和公司持有美元的意愿导致了美元和其本国货币的持续的可兑换性。由于美元可兑换，美国当局必须要能够买回由外国持有的超额美元并向他们提供其他资产。如果美国持有的该类资产有限，美国当局有能力限制流向外国人的美元数量。

可见，一战和二战对美元的国际化起了重要作用。一战中德国的战败，战后英国经济的削弱和黄金的流失，使美国在世界经济中的地位逐渐凸现出来。二战中美国作为资源库的作用，美元的稳定和可兑换都使美元成为重要的流动性资产。美国经济的崛起，美国在对外贸易和国际金融的地位的加强奠定了美元在国际经济交易中的重要地位。美元发展成为国际货币不是制度安排的结果，而主要是世界经济环境和政治环境的变化。但是二战以后美元不仅充当国际货币，而且美元成为国际货币体系中的关键货币（主导货币），美元的地位通过布雷顿森林协议固定下来。国际货币制度安排的变化开始对美元的国际角色发生深远影响。

3.1.2 美元在国际货币体系中主导地位的确立

从世界经济发展史来看，迄今为止，国际货币体系只经历了两个有体系的年代：即国际金本位制度和布雷顿森林体系。国际金本位制并不是以各国之间协议的形式来确定有关货币

发行、流通和借贷的游戏规则。一战开始，实行金本位制度的主要国家放弃金本位制，表明了金本位制时代的结束。两次大战对世界经济的损害，对世界经济秩序的冲击，19世纪30年代的大萧条，都使美国和其他的国家认识到，世界经济不可能自动走向更光明的未来。迫切需要游戏规则重建世界经济秩序，稳定汇率，减少贸易壁垒，促进世界经济的增长。所以，以政府间协议的形式建立二战以后的世界经济秩序，尤其是国际金融秩序成为二战以后美国和其他国家的一项重要议题。

（一）美元主导货币地位的确立：布雷顿森林体系

1944年44个国家参加了在美国新罕布尔州的布雷顿森林举行的“联合国货币与金融会议”。会议的主要议题是第二次世界大战结束后的国际支付问题。与会国就维持汇率稳定的方法和措施达成协议。根据布雷顿森林会议协议，国际复兴与开发银行（即世界银行）于1945年成立；国际货币基金组织于1947年正式开始运作。布雷顿森林会议成为战后国际货币体系的代名词。布雷顿森林体系的最基本特征是：

1. 建立了以美元为中心的可调整的固定汇率制度。

根据国际货币基金协议条款美元同黄金的兑换比率固定为35美元兑换1盎司黄金。其他国家货币也要公布单位本币所代表的含金量，并应与美元保持固定平价，其波动幅度不得超过平价上下的百分之一。固定美元的黄金价格意味着美元的购买力将同黄金一样好，美元等同于黄金，这就确定了布雷顿森林体系的基础：双挂钩的汇率制度。美元同黄金挂钩，保持美元和黄金的官价水平。其他货币与美元挂钩，与美元保持固定汇率，相当于其他货币间接钉住了黄金。因此可以保证汇率的稳定。这一规则也说明了美元是和黄金一样成为国际本位。美元的地位从此以国际协议的方式确定下来。美国在该规则中需要承担的是，保证其他国家中央银行用美元兑换黄金，保持资本市场的开放。美国之所以能做出这一承诺，是因为它在战后掌握了世界70%以上的黄金储备。

2. 建立了国际收支调整的规则。

国际货币基金组织成员国只有在当其国际收支出现“根本性失衡”时才能对货币进行贬值，但贬值幅度不得超过10%，否则必须得到国际货币基金组织的批准。对什么是“根本性失衡”，并没有明确定义。一般的理解是，如果国际收支不平衡已无法通过调整国内政策加以纠正，国际收支不平衡就是根本性的，就只能通过贬值加以纠正。国际货币基金组织的任务是监督和推动国际金融合作和世界贸易增长。为了保证布雷顿森林体系的平稳运行，国际货币基金组织将对国际收支暂时失衡的当事国提供信贷便利，以尽量减少贬值的必要性。各成员国必须根据自己的经济实力把一定数量的黄金和本国货币存放在国际基金组织，以帮助出现国际收支困难的国家。当成员国从基金借款(通常是借美元)时必须以本国货币交换，

然后再在三、五年之后用美元将其买回。

各国间贸易的不平衡经常发生。如果出现不平衡，顺差国货币就会升值，逆差国货币就会贬值。为了维持固定汇率，顺差国就需抛售本币购买外币。逆差国就需抛售外币购买本币。逆差国的外汇储备是有限的。持续抛售外币会导致外汇储备枯竭。换言之，逆差国靠自身力量是无法维持固定汇率的。国际货币基金组织的信贷便利帮助国际收支逆差国维持了汇率稳定。

（二）美元危机，布雷顿森林体系瓦解

从 40 年代末到 70 年代初，布雷顿森林会议体制相对平稳运行了 20 多年。在 60 年代末 70 年代初，由于世界政治经济形势的变化，布雷顿森林体系出现了严重危机。

1. 流动性与稳定性的矛盾：特里芬难题。

美元和黄金的可兑换，美元与黄金挂钩是布雷顿森林体系的重要支柱。美元是储备货币的角色决定了美国必须对世界其他国家提供流动性。输出流动性的方法是美国国际收支的逆差。美国只有不断增加对世界其他国家的负债才能源源不断为世界贸易增长提供所需的美元储备货币。同时各国要增加美元外汇储备就必须保持对美元顺差。关键是美国逆差，其他国家顺差的格局是否可以持续下去。实际上，在世界美元储备不断迅速增加的情况下，黄金产量的增加是有限的。这样，美元负债(外国所持有的美元储备即为美国对外国的债务)对黄金的比例将越来越高，美元的持有者终将对美国政府兑换黄金的能力丧失信心。黄金短缺，美元无法继续和黄金保持 35: 1 的固定平价，美元危机便会来临，布雷顿森林体系因此而崩溃。实际情况是，到 1958 年前，美国国际收支赤字（但是经常项目有大量顺差），德国经常项目和总体国际收支的顺差的格局一非均衡的国际收支格局一致得以维持。但是 1958—1959 年，美国官方结算赤字扩大，对外贸易受到来自国际出口市场的挑战，尤其是来自西德制造业的激烈竞争。大量商品开始进军美国，美国的国际收支地位开始恶化。同时美国的私人长期资本从 1956 年后开始流出，跨国公司为了保持竞争力，也把生产设施搬到了国外，尤其是欧洲，这从长期趋势上恶化了美国的贸易顺差。更突出的特点是，美国 1958—59 年间，美国的黄金储备大量流失。这不仅是由于美国的贸易和总体收支地位的恶化，也来自于在 50 年代后期外国中央银行持有储备的偏好出现了扭转，从持有美元储备转向持有黄金储备。同时其他的工业化国家由于经常帐户的顺差，资本净流入的长期趋势，积累了大量货币储备。因此，二次大战结束后的美元荒到 60 年代末 70 年代初已变成了美元过剩，黄金短缺。据统计，美国黄金储备对其流动负债之比由 1950 年的 2.73 下降到 1970 年的 0.31。投机者相信美元必将贬值，于是开始抛售美元购买黄金，美国黄金不足，则美元对黄金贬值，美元无法与黄金挂钩，则美元危机来临。

2. 缺乏调整机制。

布雷顿森林体系允许成员国在国际收支出现“根本性失衡”时，作为最后手段，可以对汇率进行调整，以恢复本国的国际收支平衡。然而在事实上，很少有哪些国家愿意通过这种方法恢复国际收支平衡。首先，作为贸易逆差国的美国不能使美元对黄金贬值。这将使人

们丧失对国际货币体系的信任。即便美元贬值，如果其他国家货币维持对美元的汇价，美元贬值也不会对美国的国际收支产生任何影响。为了改善国际收支平衡，美国所能采取的唯一选择就是紧缩经济。但这是美国所不愿意或不能做到的。由于越南战争等因素，美国的外贸逆差一直在增加。其次，其他贸易逆差国也很不愿意实行贬值。因为贬值往往看作是政府软弱的象征。同时，由于有悖于充分就业政策，这些国家也不愿意紧缩经济。最后，贸易顺差国不愿意使本国货币升值。因为这种政策不利于它们的出口产业和经济增长。同时它们也不愿意采取扩张性政策，以增加进口，惟恐导致国内通货膨胀。为了逃避汇率调整，国际收支失衡的纠正采取了顺差国中央银行把外汇储备借贷给逆差国的办法。显然，这只是一种治标不治本的权益之计。

3. 铸币税问题 (The Seigniorage Problem)

在 60 年代中期以后，由于越南战争、约翰逊的“伟大社会计划”，美国财政赤字急剧增加，财政赤字可以用发行国债的方法，也可以通过增发货币的方法弥补。美国政府选择了后者，这就造成严重通货膨胀。美国物价水平在 1959 年至 1969 年十年间上涨了 40%。美元实际购买力下降意味着美元对黄金的官方兑换率高估了美元的价值。长期以来，美国用贬值的美元支付其国际贸易逆差，无异于向全世界征收铸币税，即通过其独有的货币发行权占有其他国家的资源。对此，当时的法国总统戴高乐曾尖锐地指责美国所拥有的是一种“过分的特权”。基于这种原因，布雷顿森林体系崩溃之后，实力日益增强的西方国家并不希望重振以美元为中心的布雷顿森林体系。

60 年代末、70 年代初，在非官方市场上黄金的美元价格持续出现上涨趋势。根据“贱买贵卖”的原则，投机者在官方市场出售美元购买黄金，在非官方市场出售黄金购买美元以牟取价差。美国的黄金储备急剧下降，这反过来又使人们进一步丧失了对美元的信心。抛售美元、抢购黄金的风潮一浪高过一浪。1971 年美国尼克松宣布停止美元对黄金的自由兑换。布雷顿森林体系开始崩溃。各主要发达国家相继实行浮动汇率制度。在经过几年的苟延残喘之后，布雷顿森林体系终于被以浮动汇率为特征的后布雷顿森林体系所取代。

布雷顿森林体系是国际货币史上第一个带有“正式性约束”(formal constraints)的国际货币制度，美元正式获得了主导货币的地位。这一地位的确立对于美元的进一步国际化提供了制度上的保障。但是，布雷顿森林体系的瓦解说明了，以一种制度安排来确定世界本位，还缺乏相应的经济和政治基础。由于世界经济发展的不平衡，世界经济还远远没有实现一体化，统一的世界本位是无法建立的。世界经济的格局打造世界货币体系的格局和变迁。布雷顿森林体系虽然瓦解了，美元没有“正式约束”来保证在世界经济交易中的地位，但是美国仍然是世界上最富有的国家，是国际贸易中最重要的一极，美元仍然在发挥着国际货币的作

用。

3.1.3 美元地位的巩固：世界美元本位

布雷顿森林体系瓦解意味着美元国际地位的相对衰落，而与此同时马克和日元开始崛起。但是，从目前的情况来看，至少在最近 20 年内仍然很难出现能与美元相抗衡的国际货币。按照麦金农的分析，目前的国际货币体系可以被称为“世界美元本位”，美国仍然是国际货币体系的中心国（McKinnon, 2001）。

（一）美元仍然是国际贸易和国际金融市场的主要计价货币和交易媒介

对于大多数国际贸易来说，美元仍然是主要的计价单位。初级产品贸易主要是以美元支付。比如同质的大宗产品如石油、铜、小麦等均以美元交易。制成品贸易中，1970—80年代，主要工业国家之间制成品的进出口，以出口国的货币计价。在欧元出现之前，德国的出口约有75%以马克计价，法国的出口约有50%以法郎计价。但是这大多数是欧洲内部贸易，欧洲和区域之外的交易仍然主要以美元计价。东亚的出口主要以美元计价，这是因为东亚和美国之间保持着密切的贸易往来。虽然日元的国际化程度相比其他东亚货币要高，但是即使是日本对其他国家的出口，也多是以美元计价。外汇市场主要是银行间市场，而美元在银行间市场的外汇交易中占有绝对优势。这主要是通过市场选择而非政府协议形成的，如果没有美元作为一种通用的货币，那么各国间的汇率两两配对，就会形成非常烦琐的外汇市场。比如，假设一共有150种货币，两两配对，最后会有11175个货币对。如果有一种国际货币，外汇市场就只需要有149种汇率。国际金融市场上发行的公司债和国家债大多数是以美元计价的。国际债券市场上，美国国债利率被视为是无风险的基准市场利率。对新兴市场经济发行的主权债的信用评级也大多是建立在美国国债的基础上。

（二）美元仍然是重要的价值储藏手段

私人部门，包括公司和个人在伦敦、新加坡和其他离岸银行中心拥有大量的美元存款。更为重要的是，政府的官方储备也主要是美元。据估计，大约一半以上的美国国债为其他国家的中央银行持有。当美元贬值的时候，其他国家为了防止本币升值过多影响本国出口竞争力，反而会增加对美元的持有量，这样无形中巩固了美元的国际货币地位。

（三）美元被作为部分国家货币的“名义锚”（nominal anchor）

很多国家选择显性或隐含的钉住美元汇率制度，将美元作为名义锚。在20世纪80年代，高通胀在许多国家盛行，不少经济学家认为钉住汇率制可以使通货膨胀率降低。如果将本国

货币钉住某一低通胀国家的货币，可以有效地减轻本国的通胀压力，因为固定的名义汇率会起到一种“驻锚”（anchor）的作用，使政府获得“公信力”（credibility），并且限制其实行过分扩张的宏观经济政策（张志超，2002）。在20世纪80年代和90年代前期，钉住汇率制被应用于拉丁美洲、东欧和前苏联等存在高通货膨胀率的国家，并且有效地缓解了高通胀问题。但是，20世纪90年代中期以后不断出现的新兴市场国家的金融危机，使人们开始重新审视名义锚理论和钉住汇率制。比如亚洲的新兴市场国家，如泰国、马来西亚、印度尼西亚等在东亚金融危机之前实行的是实际上的钉住美元制，即这些国家的货币均与美元保持固定的比价。早期，由于日元的坚挺，钉住美元使这些出口导向型的国家经济得到迅速发展，汇率稳定也降低了国际贸易的成本。但是，随着近几年美元的持续走强和发达国家间汇率的波动不定，使东南亚各国的本币币值被高估，并引发了金融危机，付出了极大的代价（何帆和邓宝凌，2003）。但是，根据麦金农的研究，到东亚金融危机之后，东亚经济尽管一度放弃了钉住美元的汇率制度，但是随后，它们反而又陆续回归了事实上的钉住美元汇率制度（McKinnon, 2001）。这一回归说明了美元可能仍然发挥了主导货币的作用。美元成为主导货币后将会有一定的惯性。

（四）拉美国家出现了美元化趋势

拉美国家美元化实施的主要背景是高通货膨胀使得本国居民对国内货币的需求较少，对其他资产，包括以外币计价的资产的需求增加。持续的反复的通货膨胀成为近20年拉丁美洲货币史的主旋律，货币替代成为拉丁美洲国家的普遍现象。在20世纪80年代，为了遏止超级通货膨胀，许多拉美国家开始被迫实行“双轨货币制”，即本币和美元都是国内的法定通货。2000年厄瓜多尔美元化计划付诸实施，萨尔瓦多和危地马拉相继通过实施美元化的法案，特立尼达和多巴哥工商部也宣布“部分美元化”，拉美的美元化进程有了进一步发展。

所以，可见美元仍然是目前和未来时间内世界上最重要的国际货币，这是国际贸易和国际金融发展的需要，庞大的美元支付体系的形成后，将会持续相当长的时间，美元作为国际货币的衰落将是长期和缓慢的。

通过对美元半个多世纪来国际化发展轨迹的追踪，我们可以得到很多启示。

3.1.4 美元国际化的经验和教训

（一）经济需要是美元国际化的基础

美国政府并没有推行美元国际化战略。美元成为国际货币是因为美元满足了世界经济需

要。虽然第一次世界大战和第二次世界大战在美元国际化的过程中起了重要作用，但是最初的动力是美元满足了战时的经济需要，美国成为重要的供给来源地，美国的价格稳定，美元与黄金的可兑换，都使美元成为战时最重要流动性资产。

战后美国在国际贸易和金融中的地位决定了国际经济交易中对美元的需求，以美元作为计价货币。美元国际化是美国在世界经济中重要性的体现。美元的稳定和广泛的接受性使各国官方把美元当作重要的储备资产，成为调节国际收支、干预外汇市场、维持汇率稳定的重要手段。在布雷顿森林体系之前，没有制度来确定美元的国际货币角色。但是美元能够满足多方面经济需要的特性是一个无形的制度安排。美元能够成为被钉住货币，甚至有的国家实行美元化，都说明，美元承担类似世界公共物品的角色，它能满足更广泛的官方和私人的需求。如果未来没有一个国家来接替美国，成为世界经济舞台的主角，那么美元作为国际货币的角色就要持续下去。

（二）发达的金融市场是美元化的主要支撑

以美元为载体的资本市场的运行在美元国际化过程中起了重要作用。如果没有发达和健康的金融市场，再好的机遇也难打造美元的国际角色。美国金融市场的开放，发达的基础设施，宽广的金融市场都给美元扮演国际货币角色提供了一个良好的舞台。由于美国的金融市场和伦敦的金融市场一样发达，美国能够提供给世界投资者最广泛和安全的选择。大量资金的流出和流入也促进了美国金融市场的建设和全球金融市场的一体化，美国金融市场吸纳和化解风险的能力逐步增强。美元的国际化角色的基础越来越牢固。

（三）国际货币格局的变化是美元国际化的外部环境

外部环境是美元成为国际货币的重要因素。一战和二战使世界资源的配置发生变化，美国成为战争的资源库和资产的避风港。如果不是两次世界大战，美元的国际化历史可能要重写。同时我们也看到，美元在二战后的国际地位虽然由政府间协议的形式固定下来，美元不仅是国际货币，而且成为国际货币体系中的关键货币，美元成为法律上的世界本位。美元的主导地位的确立，美国在国际贸易和国际金融地位，美国的对外政策促使了德国、日本经济的迅速恢复。但是，世界经济的格局也正在发生变化。日本和德国的崛起，使美国的地位相对下降。建立在原有格局基础上的制度安排的效力开始下降。最后，马克和日元脱离了与美元的固定平价，开始自由浮动。我们可以得出一个一般性的结论，世界经济格局变化打造世界货币的格局，无论是过去、现在还是未来。

（四）国际化的货币必然面临内外经济目标的协调和冲突

1960 年代美元危机的主要原因之一是美国面临的内外经济目标的冲突。美元成为国际

化货币的灵活性优势（flexible advantage）并不能保证美国可以无限地保持国际收支的逆差；美国作为国际货币的发行国也不能无限地为世界提供流动性。在世界经济远远没有实现一体化之前，任何货币都将无法克服“特里芬两难”。我们还可以得出，国际化的货币可以获得一定程度的灵活性优势，有利于化解国内外经济目标之间的冲突和矛盾。但是往往由于这一优势而使政府忽视了调节国内经济的动力，于是内外经济目标的冲突越来越明显，待时局严重时，调整的时机已过。矛盾和冲突的结果是该种货币的信誉受到严重损害。因此，如果一国能够更好利用本币国际化带来的优势，及时对内外经济目标的矛盾进行调节，将会把该国货币的国际化推向更高级的阶段。

（五）货币国际化具有一定的惯性特征

早在 20 几年前，经济学家就预测，美元霸权和发展中国家重商主义的格局是不可持续的，但是历经国际市场的风云变换，美元仍然是比日元和欧元更重要的国际货币。美元的地位通过其他国家的钉住美元制，拉美等国的美元化方案的提出和执行得到了巩固。半个多世纪以来，世界支付体系是以美元为主导的，世界贸易和金融体系带动的资金流动也是美元主导的。挑战这一体系也将给政府和私人带来很大的调整成本。所以，美元成为国际化的货币以后不仅具有了世界公共物品的性质，而且还获得了自然垄断地位。国际货币的惯性特征使美元将可能使美元的国际地位持续更长的时间。这也间接地说明了，从全球货币体系的角度，新的国际货币的成长是很困难的，新的国际货币将可能从区域经济的一体化中诞生。

3.2 日元国际化的路径、经验与教训

目前日元也是国际货币体系的重要一极。布雷顿森林体系瓦解后，美元的地位相对衰落，日本开始有兴趣尝试日元的国际化。日元国际化虽然已经走了较长的一段路程，但是并没有得到预期的结果。日本没有放弃日元国际化的努力，新世纪日本又推出了新战略。探讨日元国际化的背景、路径、经验和教训，对于制定人民币国际化战略有重要意义。

3.2.1 日元国际化的进程

日元国际化的路径具有比较明显的阶段性特点，国际化的每一阶段都与日本当时面临的内外经济环境密切相关。

实际上，日元的国际化进程早在 20 世纪 70 年代就开始了。20 世纪 70 年代后日本经济的迅速崛起和 80 年代以来日本金融市场的开放，使日元有机会部分地尝试国际货币职能。

这是因为当时的日本已经历了长达十几年的经济高速发展,商品贸易领域积累了大量对外贸易顺差,同时,开始放宽对经常项目和资本项目的各种限制,进行外汇制度改革。在日本经济发展的不同阶段,日本政府对日元国际化的态度是不同的:从消极观望到被动接受。而亚洲金融危机和日本泡沫经济的崩溃,使日本充分认识到区域经济稳定和汇率的稳定,是日本经济走出低谷维持增长的重要条件,为推动国内经济结构调整,促进区域金融合作,自 19 世纪 90 年代末以来,日本政府对日元国际化采取非常持积极态度,为日元国际化积极准备条件。

（一）第一阶段（20 世纪 60 年代—70 年代后期）

1945 年第二次世界大战结束到 19 世纪 70 年代,由于日本存在严格的金融管制,几乎谈不上日元的国际化。1945 年第二次世界大战后,美军司令部从政治、经济和政府行政管理各个方面开始在日本强制推行民主化改革。当时日本的外贸外汇交易也全部由美军司令部掌控,日元与美元的兑换汇率(即 1 美元=360 日元的日元汇率)也是在美军司令部的指令下制订的;日本的外汇业务全部由驻日外资银行代理。1952 年以后,日本恢复了对本国政治、经济的各项主权,但贸易和外汇交易仍以美元计值进行,直到 1964 年日本成为国际货币基金组织第八条款国后,在国际商品和外汇交易中间才开始使用日元。

70 年代以后,随着日本经济在世界经济中的比重日益增大,日元国际化逐步引起了人们的关注。但是,当时日本政府担心对外收支恶化和日元汇率急剧波动可能会引起日本经济的动荡,所以对日元国际化持消极态度。⁸

（二）第二阶段：20 世纪 80 年代

1970 年代后期开始,日本出现了巨额经常收支顺差,日元对美元汇率升值。因此,日本在外汇交易、资本交易自由化及国内金融自由化(特别是随着国债大量发行,对利率自由化形成了巨大压力)方面的压力逐渐增强,同时,海外对日元资产的需求急速增加。

1980 年以来,日本开始积极推动日元的国际化进程,主要表现在对外汇和外贸管理办法的修改。1980 年 12 月日本政府修改《外汇法》,日元经常项目基本上实现了可兑换,对日元资本项目的可兑换,也由原则上限制兑换。过度为原则上放开管制,这是日本金融国际化的一个阶段性标志 YujiKikuchi(2000)。《外汇法》修改后,日元计值交易机会增加,1980 年到 1988 年期间,在日本的进出口结算中日元计值比率大幅上升,从而减少了汇率变动的⁹。

⁸朝比奈(1986),《大藏省国际金融局年报》(1991 年版) <http://www.mof.go.jp>。

⁹ 1970 年日本出口中以美元计值的交易占绝对优势,比率高达 90.4%,日元计值比率仅为 0.9%,1980 年日元计值比率上升,达 28.9%,到 1988 年升至 34.3%,同时期美元计值比率从 66.3%下降到 53.2%。出口贸易中本币计值比率的增加,可以减少汇率波动对出口

80 年代美国经常收支出现大幅逆差，特别是对日贸易逆差。美国方面认为日本金融、资本市场对非居民是封闭的，因此日元汇率不是通过市场形成的均衡汇率，所以迫使日本实现金融、资本市场的自由化以及日元的国际化。1984 年 2 月，日本和美国政府共同组建了“日元-美元委员会”，同年 5 月该委员会就日本金融、资本市场自由化、日元国际化，以及外国金融机构进入日本金融、资本市场等问题达成了一致意见，发表了《日元-美元委员会报告书》，同时日本大藏省也发表了《关于金融自由化、日元国际化的现状与展望》的公告，以上两份政府报告进一步整理并完善了日元国际化的具体措施，形成了体系化的政策方案，被视为日元国际化真正开始的标志。日本大藏省外汇审议会于 1985 年 3 月提交了具体方案，主要包括三方面的内容：（1）金融自由化（特别是进一步实行利率的自由化、进一步完善并扩大公开短期金融市场）；（2）实现欧洲日元市场自由化，方便非居民使用日元；（3）为在东京交易欧洲日元，建立东京离岸市场。

由于以上这些进展，在 1980 年代的前半期和 1990 年代，日本开始稳定地推行金融自由化进程。

这一阶段，日本政府的决策受美国的影响很大，一个典型事例就是 1985 年的广场协议。当时，美国为平衡本国对日本的巨额贸易收支逆差，迫使日元对美元汇率升值。1985 年广场协议前后，日元对美元汇率由 1 美元=220-240 日元水平，上升到 1 美元=100-120 日元（个别时期升值到 80 日元）。由于日本国内金融结构的调整和金融市场的完备程度远不能适应日元的急剧升值，1985 年日本经济进入了一个大的调整时期，但是，日本的金融改革仍然在继续。1986 年放松了对非居民发行欧洲日元债券的指导原则，对外汇和外贸法进行局部修订。1987 年 6 月出台了《金融和资本市场自由化的近期展望》，7 月放松了居民发行欧洲日元债券的规定，引进债券发行的评级体系，撤销了禁止非居民持有欧洲日元商业票据的规定。1989 年东京国际金融期货交易所建立，欧洲日元贷款自由化（居民贷款，中期和长期贷款），进一步放松了非居民发行欧洲日元的要求。同年，撤销了禁止非居民持有欧洲日元债券的规定，居民海外持有外币存款自由化。这些金融改革措施说明了日本在 20 世纪 80 年代为实现日元国际化进行的积极努力。

（三）第三阶段, 1990—1997 年亚洲金融危机之前

在 20 世纪的 90 年代，日本在日元国际化进程上并没有很大作为。这主要是因为日本经济在 1990 年以来的长期不振，削弱了交易者和投资者对日元的信心。进一步说，在国际经

数量和金额的影响，说明与日本经济基本面的发展相匹配，日本企业在贸易货币选择方面的谈判能力和金融市场发展的完备程度，增强了日本企业抗御风险的能力。

济交易领域，对日元的需求还是比较低的。虽然亚洲地区经济体与日本经济联系紧密，但是日本在亚洲的整体表现仍然不如其他发达国家。

（四）第四阶段，1997 年亚洲金融危机后今。

1997 年亚洲金融危机爆发，危机的区域性特征使得亚洲各国认识到，货币和金融合作是预防危机，实现共同经济稳定增长的重要保障。同时，欧元的顺利启动，为区域性货币合作提供了成功范例。日本在经历了日元对美元汇率的两次大幅升值和贬值冲击后¹⁰，经济陷入长期衰退之中，日本希望全球和区域经济的稳定和秩序，认识到日元过度升值或贬值将给日本经济造成灭顶之灾。日本开始尝试以日元国际化问题为突破口，形成外部压力，以带动国内经济结构调整和金融体制改革。亚洲货币危机之后，1999 年日本外汇审议会曾公布了一份研究报告，指出了日元国际化进程中面临的问题，并提出了 5 点建议：维持日本经济的稳定增长、进行金融体系改革；稳定日元币值；重新定位日元在亚洲汇率体系中的作用；进一步完善日元国际化环境；在商品贸易和资本交易中更多地使用日元。¹¹

这一阶段中日本政府采取了积极主动的态度。首先，日本政府在财务省（相当于中国的财政部）内设立了日元国际化专门的审议会制度，长期追踪研究，为政府政策决策提供理论和实证分析。其次，任命那些为政策建议提出理论依据，研究水平处于国际领先地位的学者，出任财政省副财务官（行政职务相当于副部长级），使各种“关于日元国际化的设想”不断由具有学者和官员双重身份的人士提出，赋予日元国际化探讨以理论色彩和实践意义，实现了“日元国际化设想”学术性和政策性的统一，从政府行政制度上为学术理念向区域金融合作倡议的顺利转化提供了保证¹²。第三，将区域经济活动中的具体合作项目与日元国际化研究紧密结合起来，就 FTA 与日元国际化问题，亚洲外汇制度即亚洲货币与日元直接交易的可能性等问题进行了研究。总之，为深入推进日元国际化的理论研究和实践活动，在行政指导、官僚制度和学术研究三个领域，做了大量工作。

3.2.2 日元国际化进程的结果

日元国际化是指日元在国际经济交易中充当价值尺度、流通手段、支付手段和贮藏货币

¹⁰ 第 1 次是 1980 年《外汇法》修改前后，对外经常收支顺差迫使日元对美元汇率急剧升值 2 倍，在 1975 年 12 月到 1978 年 10 月短期的 3 年内汇率升值，从 1 美元=307 日元上升到 1 美元=176 日元。第 2 次 1980 年至今升值 3 倍，日元对美元汇率由 1 美元=240 日元上升到 1 美元=（80-100）日元 YujiKikuchi(2000)。

¹¹ 日本政府关于日元国际化报告书。http://www.mof.go.jp

¹² 90 年代以来，先后出任日本财政省副财务官职务的均为日本国内一流学者，同时又有世界银行等国际机构任职经历，他们任期满二年后重返日本国内著名大学，是日本构想的设计者和推行者：伊藤隆敏 ITO Takatoshi University of Tokyo；河合正弘 Kawaimasashiro, University of Tokyo；黑田昌彦 Kuroda University of Hitotsubashi；神原英资 University of Keio 等。

的功能，日元在国际经济交易中使用的规模可用来衡量日元国际化的程度。下面我们将采用以上的标准来衡量日元国际化的程度。

（一）日元在亚洲作为计值货币的比例变化

表 3—1 日元在日本进出口贸易结算中作为计值货币的占比¹³变化（单位：%）

时间	日本对世界(亚洲)出口			日本对世界(亚洲)进口		
	美元	日元	其他货币	美元	日元	其他货币
1997 年 3 月	52.9(51.7)	35.8(45.5)	11.3(2.7)	74.0(74.9)	18.9(23.3)	7.1(1.7)
2002 年 6 月	52.7(48.6)	34.9(49.4)	12.4(2.0)	69.0(73.2)	24.2 (25.5)	6.8 (1.3)

** 资料来源：日本经济产业省《进出口结算计值货币动向调查》、日本财政省《贸易交易计值货币比率》 <http://www.meti.go.jp> <http://www.mof.go.jp> 2002 年公布。

比较 1997 年与 2002 年的情况，日本对世界和对亚洲进出口中计值货币的总体情况没有明显的变化，只是在对亚洲的进出口中，出现两点细微的变化：一是美元比率略有下降，日元比率则有上升；二是日元比率的升幅均大于美元比率的降幅。到 2003 年，这一特点更加明显，根据日本财政省¹⁴的调查，2003 年在日本对亚洲的出口中，美元计值交易占比首次低于 50%，下降为 48%，日元计值交易占比 39%。

（二）日元在国际金融交易中作为交易货币的比率变化

表 3—2 国际债务证券(International Debt Securities)净发行额（单位：10 亿美元、%）

	1998	1999	2000	2001	2002 上半年
合计	1595	2161	2631	3083	1741
美元计值 (%)	855(53.6)	948(43.9)	1153(43.8)	1389(45.0)	783(44.9)
欧元计值 (%)	375(23.5)	792(36.7)	891(33.9)	1081(35.1)	661(38.0)
日元计值 (%)	88(5.5)	118(5.5)	221(8.4)	214(6.9)	76(4.4)

根据国际清算银行的定义包括：International Money Market Instruments and International Bond and Notes。

BIS Quarterly Review “International Banking and Financial Market Development” 各期。

日元国际化的程度在 2000 年有一个很小的升幅后，2002 年上半年再次下降，甚至低于 1998 年和 1999 年水平。

¹³ 是指货币在贸易交易中作为载体货币(vehicle currency)或合同货币 (Invoicing currency) 时被使用的金额在交易总额中所占比率。

¹⁴这是一项由日本财务省主持的、自 2000 年开始进行这项调查。统计数据见“对亚洲出口贸易中，日元计值比率上升”〈日本经济新闻〉2004 年 1 月 27 日。

（三）日元作为国际储备货币所占比例的变化

表 3-3 各国政府外汇储备中不同货币所占比重（%）

	1997 年末	1998 年末	1999 年末	2000 年末	2001 年末
美元(总额)	68.1	72.7	75.0	74.9	57.1
发达 国家	61.9	72.0	78.9	79.3	81.1
发展中国家	73.7	73.2	71.9	71.4	70.9
欧元(总额)	21.5	16.3	13.9	14.3	14.3
发达 国家	29.8	18.1	11.5	11.3	10.6
发展中国家	14.1	14.9	15.8	16.7	16.9
日元(总额)	5.7	6.0	6.0	5.7	5.4
发达 国家	6.2	7.1	7.0	6.8	6.0
发展中国家	5.2	5.0	5.2	4.9	5.0

** 资料来源:IMF “Annual Report 2002”

从 1997 年到 2001 年的 5 年间, 日元储备总额在各国政府的外汇储备中始终保持 6%左右, 总体趋势还略有下降。从以上的分析得出, 日元只有在国际贸易中的计值货币比率有所上升, 而且在与亚洲的进出口交易中, 日元计值比率增幅大于美元计值比率的降幅。

随着日本经济的不断发展, 在日本金融管制日益松动, 金融市场逐步放宽限制的同时, 日元国际化问题被提上政府的议事日程。最初是迫于美国的压力, 但是, 自 1997 年亚洲金融危机之后, 日本政府的态度发生了根本性转变。希望借助日元国际化进一步完善国内金融市场的改革, 促进亚洲区域经济一体化。

尽管日本在 1980 年代初期就已经开始推行了一系列日元国际化的具体措施, 但是, 日元作为国际货币被广泛使用的现状仍与本币的国际化存在很大距离。日元国际化的主要障碍在于:

首先, 国际货币的惯性。美元以美国强大的经济实力为依托, 作为国际货币, 特别是作为结算货币, 仍然占有绝对优势。从交易成本的角度看, 货币一旦被周围国际货币使用, 其交易惯性将持续很长一个历史时期。

其次, 日本的进出口贸易结构。日本的对外出口中 1/3 是对美国的出口, 在对美国的出口商品中, 占绝大多数的是以美元计值的商品; 另一方面, 日本进口商品中半数以上是初级产品和原材料, 在国际市场上, 这些商品主要也是以美元计值决算的, 其中原油 100%是美

元结算，因此，即使在制造业中间产品中，日本企业具有很强的定价谈判能力，日元计值的比率也不会占有优势。当然，如果当区域经济内形成了对日本市场的依赖，日元计值比率则回上升。

第三，日本国内金融资本市场欠发达。日本目前很难形成美国那样的金融资本市场，无法保证向国际金融资本市场提供具有安全性、收益性和高流动性的长短期金融商品，因此限制了以日元计值进行商品和金融交易的机会。

总之，由于以上原因，日元国际化远未能达到日本政府的预期，因此，为进一步完善日元国际化的条件，日本政府决心通过促进亚洲区域货币金融合作，对内带动金融市场的改革，对外寻求日元在区域经济中发挥关键货币的作用。

3.2.3 21 世纪日元国际化的总体战略

日本泡沫经济的崩溃，充分暴露出日本经济二元结构的弊端，一方面是从从事出口商品生产的制造业，具有强大的国际竞争力，是日本财富积累的主要源泉；另一方面则是过度受到政府保护的金融业，国际竞争力低下，不能提供与日本经济规模和经贸网络相匹配的金融服务。因此，出于对本国经济结构调整的需要，以及稳定亚洲区域金融体系以完善日本经济外部环境的需要，日本政府对日元国际化的态度出现了变化，希望将日元国际化为契机，加大国内金融制度改革压力，并通过亚洲区域金融合作，进行日元区域化、国际化的尝试，发挥日本金融服务业在亚洲领域内的比较优势，从而消除二元结构经济的消极因素。

（一）立足国内金融改革，促进日元的国际化

1. 贸易金融中增加日元计值比率，强化日元作为计值货币职能

第一，利用政府信用担保 分散贸易金融风险

从日元国际化现状的分析中可以看出，日元作为计值货币的现状是最乐观的。在亚洲区域内，日本以制造业的高附加价值产品和对外直接投资做支撑，贸易和直接投资的网络性和覆盖面最强（日本经济产业省，2003），因此，以日元为计值货币的贸易金融显露出增长势头。经贸网络优势是货币区域化或国际化的贸易基础和结算基础¹⁵，因此，在日本政府关于

¹⁵ 一国货币作为国际货币被接受的渠道是多种多样的，但一般意义上一国货币成为国际货币必须具备以下条件：①该货币发行国的经济规模相对足够大。②拥有自由发达的金融市场，以保证可以自由地使用该货币投资、融资，以及交换其它货币。③该货币具有较高的国际信用度。作为国际货币的发行国，虽然必须承担某些后果，例如本币计值资产由非居民大量持有，可能使本币的货币供应量难以控制等，但对发行国带来的便利是更明显的：①国际收支中即使出现赤字，也可以通过发行本币进行处理。②可扩大本国的金

日元国际化研究报告中，加强日元计值贸易金融和日元计值贸易贷款是一个重要内容。主要是发挥日本政府金融机构对贸易金融信用风险的防范机制，推进日元计值的贸易金融，具体采取的措施有：

（1）修改民间金融机构利率确定方式为浮动利率方式，以避免民间金融机构在参与日本国际协力银行提供的买方信贷（buyer's credit）体系时出现贷款期限上的错位。

（2）民间金融机构的辛迪加贷款是由日本国际协力银行¹⁶提供担保的，因此，原则上不允许民间金融机构转让贷款，但国际协力银行可明确相应的标准，当民间金融机构要求转让贷款时，可保证其能够顺利地让渡债权，重新选择合作伙伴。

（3）对贸易保险海外事业资金贷款保险中日元计值贷款的付给保险，也用于浮动利率特约保险，以便消除贷款金融机构承担的利率风险。

（4）增强有贸易保险的出口债权转让方式的弹性。

第二，建立贸易电子信息交换体系

在贸易金融中需要花费大量时间和费用制作相关文件和照会，为便于信息处理，日本寄希望于建立贸易电子信息的交换系统。日本开发的贸易电子信息交换体系已进入了最终调整阶段。

贸易电子信息交换体系可实现进出口公司内部手续的电子化，使公司内部的会计体系与贸易结算体系连接作业，有利于降低日元计值的附加手续成本，扩大日元计值贸易，提高贸易金融的效率提高业务效率。日本今后将进一步抓紧贸易电子信息交换体系的商业化服务。

第三，增加金融商品规避外汇风险

亚洲当地的进出口企业和日本企业的子公司希望得到更多的规避外汇风险的金融商品或结算方式，以扩大日元计值贸易金融。日本的金融机构正在开发新型金融商品，丰富集中管理外汇风险的手段，以满足该方面的需求。例如，用于结算的新型衍生金融工具，可选择交易货币以外的其他货币结清交易日与决算日的汇率差额，或利用全球资金管理服务系统，将分散在海外各地的资金集中到总公司，提供管理服务。

2. 完善国内金融市场 强化日元作为交易货币和储备货币的职能

在亚洲区域内，日本的金融资本市场具有比较优势，但日本市场的开放程度距离日元

融业务。③以本币计值的交易增加，降低汇率风险。

¹⁶ 日本国际协力银行（Japan Bank for International Cooperation）是隶属于日本政府的银行，它不与一般的金融机构竞争，而是以援助日本的进出口贸易和日本企业的海外投资活动为主要目的的银行，相当于中国的进出口银行。<http://www.jbic.go.jp>

国际化的要求还很大，当务之急，日本要进一步完善金融领域有关法律、会计事务等一系列服务配套措施，提高日本国内金融市场的活力。

第一， 货币市场与日元的国际化

完善日元的短期金融市场，是日元国际化的基本前提，日本政府希望日本金融机构结合最近的市场变化，设计日本短期金融市场的发展框架，使其发展成为安全且流动性较强的短期金融市场，同时能够对非居民开放。

（1）发展国际金融市场上的日元短期交易

短期日元资金交易主要在银行间市场发挥作用，包括无担保隔夜拆借市场、欧元/日元市场、日元/美元外汇互换市场。目前，日本银行在不断地提供丰富的资金，但是，整体市场规模却在萎缩。最近，就国际金融市场短期日元交易看，由于日元资金供给过剩，日元资金需求相对下降。另外，出于对金融机构信用风险的担心，剩余日元资金从国际投资市场转入了银行总行和分支行之间的交易。

回购交易不仅局限在银行间市场。交易者主要是银行和证券公司（国际债券担保交易参加者）。从 2001 年开始，新增了符合国际标准的现货期货回购交易。日本银行也将回购交易方式作为新型金融调节手段。此外，对这一交易方式给予了税收优惠，对非居民的投资所得（例如存款利息、股票分红和特许权使用费属投资所得）可免除源泉课税¹⁷。今后新增回购交易将进一步扩大，并有希望进行国际性交易。

根据日本银行和 BIS 银行的调查，日本市场上互换交易大幅增加，同时，远期交易也在增加。最近，为消除对信用风险的担心，有担保的外汇期货交易合同（Credit Support Annex）不断增加，今后这一倾向还将继续。

在利率衍生金融工具交易方面，根据国际清算银行 2001 年的调查，就全球统计口径看利率衍生工具的交易呈持续上升趋势，但东京市场上的衍生工具交易未见增加。但另据 ISDA 的调查，最近有担保的交易增加。

（2）发展日本政府短期证券（FB）和贴现短期国债（TB）市场

日本 FB 和 TB 市场是短期金融市场上重要的金融商品，目前发行量和交易量都在增加，FB 市场实现了市场公募招标发行，免除了源泉课税。今后的任务就是将该市场向非居民开放，对非居民持有的 TB/FB 也作为非课税对象。

（3）扩大日元的离岸市场

¹⁷ 源泉课税是指金融机构在向投资者支付利息等收入前，就扣缴利息等投资收入中的纳税部分的缴税方式。

1986 年日本建立了离岸市场。创建之初发展比较顺利的，但最近逐渐萎缩，甚至不如新加坡和香港的市场规模。

离岸市场的职能是对非居民提供在日本进行日元投资或筹资的资金手段。日本将进一步加强有关离岸市场永久性的租税特别措施，进一步刺激投资者进入离岸市场，扩大在离岸市场上的交易。

目前，国际金融市场上的衍生金融商品交易和有担保金融商品交易不断扩大，因此，日本计划重新定位离岸市场职能，允许接着衍生商品交易和日本国债交易，通过进一步扩大离岸市场，提高日元资金筹集或投资效率，使裁定交易更加顺畅。

第二，日本资本市场和日元的国际化

将日本的资本市场建设成一个对非居民非常有吸引力的市场，是日本资本市场的发展目标，也是日元国际化的目标。

（1）提高日本国债市场的灵活性

日本国债有“课税商品”和“非课税商品”¹⁸之分，“课税商品”的流动性很低。2003 年度税制改革扩大了免征源泉税的国债范围，提高了国债的流动性，其意义非常重大。为进一步完善日本国债发行和流通市场，日本将继续采取各种措施，完善税制，改善商品特性。进一步提高非居民投资日本国债市场的积极性。

（2）保证非居民在日本资本市场的投资

在亚洲区域金融合作中，日本提出了关于培育亚洲债券市场的倡议，因为亚洲企业和投资者能否在日本市场上有效地筹集资金和运用资金，对日本来说是非常重要的。非居民筹集资金的重要手段是武士债市场，但与非居民欧洲日元债券市场比较，武士债缺乏竞争力，发行成本比较高。因此，今后将放宽日本证券交易所的上市条件，消除发行登记制度中对非居民的制约，从而扩大武士债市场，在离岸市场上，日本将降低准入条件，允许证券公司和机构投资者——人寿保险公司、财产保险公司进入市场，扩大离岸市场债券经营范围，目前，市场经营仅限于海外公共债，今后，将允许受理海外民间企业发行的债券，同时鼓励采取更加多样化的交易形式，积极吸引有丰富经验的国内机构投资者和非居民自由入市。总之，将保证日本国内外的发行单位向上述投资者发行低成本债券。

（3）完善日本的证券结算体系

证券结算体系是支撑证券体系的重要基础，安全性、效率性和便利性是证券市场竞争的重要因素。因此，降低证券结算体系的风险和成本，对于增强日本证券市场的国际竞争力是

¹⁸ “非课税重点”是指债券的持有者在非课税法人或指定金融机构等连续的债券，“课税重点”则是指除此以外的债券。“非课税重点”是免除对利率收入征收的源泉税的。

非常重要的。日本已建立了公司债、国债无纸化、多层次转帐结算的法律制度，今后将进一步完善包括股票市场在内的统一的证券结算法律制度，进一步缩短结算期间，建立与国际法相统一的私法规则，以完善于国际证券结算业务。

（二）推进日元国际化进程与亚洲金融合作

日本的金融市场虽逊于欧美，但独秀亚洲，在亚洲区域范围内具有一定的比较优势。同时，成熟健全的国别金融市场，将天然地成为区域以至世界性的金融市场，世界上没有独立于国家金融市场之外的区域或世界性的金融市场。因此，在金融领域首先争夺区域比较优势，与促进国内金融改革是互为表里的关系。在这个意义上，推进亚洲区域的金融货币合作，对于日本可以说是日元国际化的热身。迄今为止，关于建立亚洲货币互换系统的倡议、建立亚洲货币基金、亚洲债券市场等一系列具有操作性的构想和倡议最初均出自日本。尽管许多建议在初期曾受到美国的强烈反对，具体实施又面临重重困难，但日本仍然乐此不疲。如果我们将这些区域金融合作的倡议联系起来分析，不难看出日本的考虑。

1. 强调网络基础，将区域比较优势变为惯性

任何国际货币形成，除了该国经济规模具有相对优势外，还必须能够依赖其技术上、竞争力方面的领先地位形成一种国际性的经济联系。这种国际性经济联系的网络或经贸，有助于使具有比较优势货币形成惯性（inertia），不容被其它货币替代。因此，日本提出了亚洲区域外汇结算制度建议。亚洲区域内金融经济合作的主要支柱之一是区域内活跃的外汇交易。亚洲区域内外汇结算制度的完善是亚洲外汇市场的基础建设，篮子货币计值交易可提高亚洲区域内外汇计算制度的等级。因此，日本有必要提供技术协作，促进日元与亚洲货币的直接交易。

2. 强调篮子货币，提升日元作为锚货币的意义

日本希望日元在区域货币中发挥锚货币作用。在关于篮子货币和区域债券市场倡议中，我们都能够看到日本设计的、可发挥锚货币功能的日元。

第一，亚洲篮子货币建议。日本认为 1997 年亚洲货币危机的原因之一，是由于亚洲国家采用的钉住美元制，亚洲危机国家与美元挂钩的货币制度与倚重日本的贸易结构是不相匹配，因此，提议建立日元、美元和欧元构成的货币篮子。培育区域货币单位（亚洲货币单位 ACU），最终发展成为欧元那样的共同货币协定。

第二，培育亚洲债券市场的建议。发行亚洲货币篮组合计值的资产担保债券和信托受益证券，减轻信用风险和货币变动风险，如果能够培育出篮子货币计值的债券市场，就

有可能发行亚洲货币单位（ACU）计值的债券。

综上所述，我们可以看出，日本政府将国内金融改革和参与以至主导亚洲区域金融合作的内容融入了日元国际化进程。在此过程中，政府成为核心力量，汇合学术界和企业界精英人物，组成专门的研究咨询机构，定期进行论证分析，从而根据不同时期的国际国内金融动态，修正日元国际化整体方案。就目前亚洲区域金融合作的成果看，当日本的倡议或建议换成其他亚洲国家成为提议人之后，都在不同程度上被采用或接纳了。如何引领或渗透亚洲金融合作，如何将完善区域经济环境与提升本国经济结构结合起来，对日元国际化有重要意义。

3.2.4 日元国际化的经验和教训

从日元国际化的进程和日元国际化战略的分析中，我们可以得到如下启示：

首先，本币国际化的进程，需以国内金融市场为依托。实际上是一个国内金融市场不断完善和深化的过程。没有成熟健全的国内金融市场，本币的国际化只是一些概念和方案，不具有现实意义。这是日本在日元国际化的进程中得出的重要经验和教训。其次，本币国际化的进程，必须以区域内以至国际范围内的贸易和直接投资为基础，也就是说，要有一个经贸与投资的网络作为本币为国际货币使用的范围，借此强化本币被使用的惯性。尤其是在货物贸易中，可以增加本币作为计值货币的使用率，为本币发挥其他国际货币的职能做准备。

再次，政府应该将国内金融制度改革和培育健全金融市场与本币的国际化做整体考虑，应该研究如何提升金融服务业在区域竞争中的比较优势，制订具有战略意义的本币国际化计划，集中政府部门、研究机构和实际经济部门三方面的专业人员，兼顾长期目标和中短期目标，做扎实细致的工作。

就目前亚洲区域经济合作中主导权的竞争看，贸易和直接投资领域的比较优势，决定了亚洲区域货币国际化的进程。中国需要在推进人民币国际化进程中加入更多的区域竞争因素和国内金融改革因素，争取人民币具有与中国经济地位相匹配的国际地位。

附件：日本政府推动日元国际化进程表

日期	国际化进程
----	-------

1980 年 12 月	全面修改外汇法 原则上实现对外交易的自由化。
1983 年 10 月	在综合经济对策中加进了日元国际化内容， 即提出“促进国际交易中日元的使用以及完善金融资本市场环境”。 当时的财政部长发表谈话指出，“日本作为先进国家成员国，今后要继续推进日元国际化及金融资本市场自由化”。
1983 年 11 月	公布日美财政部长共同声明 再度肯定了 10 月日本财长关于日元国际化的政策表态。
1984 年 5 月	发表了《日美-日元美元委员会报告书》 列表公布了实现金融自由化、日元国际化应该采取的各种措施，包括国内金融市场的自由化、外国金融机构进入渠道的改善、欧洲日元市场的自由化 发表了《金融自由化、日元国际化形状与未来》 汇总了日元国际化基本思路、措施以及未来发展趋势。
1985 年 3 月	外汇审议会就“日元国际化”进行了专题报告 肯定了日元国际化的积极意义，明确了推动日元国际化的政策主张。 确定对欧洲市场的积极意义。
这一时期内在美国的积极促进下，日本政府开始推动日元国际化，具体进行的项目包括：推行利率自由化、扩大外国金融机构进入日本市场的渠道、进一步放宽或撤消对金融业务的限制、进一步放宽或撤消对混业经营的限制、完善短期金融市场、实现欧洲日元市场的自由化等。 建立东京离岸市场，建立东京金融期货市场，进一步强化东京金融中心的职能。	
1998 年 4 月	落实已修改的外汇法（1997 年 1 月 日本外汇审议会进行了论证） 原则上废除外汇交易事前批准、申请制，引进事后报告制。
1998 年 6 月	公布四项金融法律。
1999 年 4 月	外汇审议会进行了专题报告“面向 21 世纪的日元国际化”。 日本面临国内外经济形势的巨大变化，例如亚洲金融危机、欧元问世、金融改革，因此，日本政府认为日元国际化是非常必要的，为进一步提高日元的国际作用，日本就日元国际化的基本方针进行了讨论。
2001 年 6 月	财政部公布了《推进日元国际化研究会报告书》 1999 年 4 月外汇审议会继续论证，对如何推动日元国际化进行了研究。
2002 年 6 月	公布财政部委托研究《日元国际化推进学习会报告书》 报告书从实际业务的角度对在贸易和资本交易领域日元计值交易的现状和问题进行了汇总。

1999 年外汇审议会论证提出后，实行了一系列进一步完善市场的改革措施。 免除对外国法人在日本短期国债和日本贴现国债的课税。 免除非日本居民、外国法人国债利息的课税。 完善国债市场，引进 5 年期有息国债。 日本银行的结算系统实现了即时结算，延长营业时间。 健全有关 CP、公司债、国债统一的结算法律。创立转帐结算体系。 等。
--

3.3 马克国际化的路径、经验和教训

德国马克曾经是与美元相抗衡的国际货币之一，其国际化的路径与世界货币格局的变化、欧洲经济与货币合作的进程密切相关。欧元诞生后，马克成为国际金融史中的重要一页。追溯马克国际化的路径，欧元诞生和马克退出的进程对人民币国际化有重要的指导意义。

3.3.1 马克国际化的路径

2001 年，欧洲中央银行根据国际收支表中的项目对国际货币职能进行了分类（见表 3—4）。在诸多职能中，干预或储备货币、作为外汇媒介货币的职能是马克国际化的重要指标。

表 3—4 国际货币的多层次分类

外汇市场	国际收支项目	表示货币	3 国模型 ¹⁹	市场与国家
客户市场	贸易交易（贸易、服务收支） 资本交易（投资收支）	贸易合同（invoicing）货币 投资（investment）货币	第 3 国贸易合同货币 第 3 国投资货币	私用（private） 国际货币
银行间市场	外汇银行短期资产、负债的增减 外汇储备增减	结算（payment）货币 干预（intervention）货币 储备（reserve）货币	外汇载体（vehicle）货币 外汇基准（peg）货币	

** 资料来源：欧洲中央银行（2001），转引自：Soko Tanaka and Seiichi Fujita (2003),《欧元与国际货币体系》日本苍天社出版，第 121 页。

为了分析的方便和更好地把握马克国际化的路径，我们把马克国际化的终点确定在欧元诞生之前。按照时间顺序把马克国际化过程分为两个阶段。

（一）马克国际化阶段性特征

马克走向国际化首先取决于德国经济基本面。基本面的好坏直接决定了交易者对德国马

¹⁹ 其中所谓 3 国模型，是指为消除浮动汇率制下金融体系的不确定性，可在三国之间确定对称性规则，提供名义锚货币。

克的信心和需求。德国在世界经济格局中的地位和对外开放程度决定了德国马克在国际经济交易中被接受的范围。

1. 战后德国经济的恢复和德国马克的兴起（1948—1971）

马克的崛起和战后德国经济的恢复直接相关。战后，德国经济迅速得到了恢复，其制造业取得了骄人的成绩，成为美国制造业的主要对手。据《德国货币与经济》统计，1948年，工业生产总额，英国达173亿美元，德国只有104亿美元，出口总额，英国66亿美元，德国只有11亿美元。可见，德国大大落后于英国。但是，10年之后，德意志联邦共和国的工业生产总值已上升为10年前的2.6倍，达273亿美元(英国211亿美元)，出口增长了8倍达88亿美元(英国90亿美元)，德意志联邦共和国已在欧洲区域内称雄²⁰。在1950—1957年间，欧洲经济合作组织(OEEC)的货币储备增加了65亿美元，其中西德的储备增长达50亿美元。

与此同时，欧洲市场开始走向开放。1958年底欧洲经济重建和社会的稳定促使欧洲国家积极地开放市场（外汇管制也因此放松）。在英国国际收支获得巨大改善，法国贬值的情况下，1958年12月，西欧国家开始集体实现了经常项目的可兑换，实现了向IMF第8条款国的过渡，因此，一定程度上，布雷顿森林协议所建立的多边义务体制是可操作的，在欧洲的福利国家体系建立之后，这一多边义务体制仍然是奏效的。1958年之前，国际货币体系的模式是美国总体上的国际收支逆差（但是经常账户保持大量顺差）和西德的经常账户和总体国际收支的顺差。这种“非均衡”的支付格局成为世界经济的新课题，即这一格局是否是可持续的？如果是不可持续的，应该由谁采取何种措施进行调整？

2. 马克在欧洲区域货币体系中发挥重要作用

西德的崛起，欧洲国家的复兴打破了二战后初期的世界经济格局。在1960年代，资本流动性大大增加，强势货币国家，如德国发现和美元保持挂钩，同时实行独立的货币政策保持国内价格的稳定性根本上是不可能的。这些国家可以找到比美元本位更好的路径实现国内价格的稳定和经济增长，比如，本币升值、低通货膨胀和较高的生产率。但是，那些有高通货膨胀、非关键货币的国际收支赤字国家则要在新体制下承担更大的成本。因此，和美元的脱钩说明了国际金融的一体化和各民族国家干预经济的冲突，主要国家不愿意放弃货币政策的独立性。同时，随着欧洲经济相互依赖性的增强和政治安全的需要，欧洲提出要自主决定欧洲国家的命运，选择汇率同盟的方式，消除布雷顿森林体系下国家收支调整的不对称问题

²⁰ 转引自 Murase Tetsuji 《亚洲稳定的货币区》[日]劲草书房 2000年4月版第7页

对欧洲汇率稳定的冲击²¹。

第1， 蛇形浮动汇率制度的建立奠定了马克在欧洲区域货币体系中的地位。

1971年5月美元发生危机，美元汇率大幅波动。1971年8月，尼克松宣布美元与黄金脱钩。1971年12月，德国和法国首脑会谈达成协议，认识到国际货币体系的脆弱性，强调必须证明欧洲是一个独立于美国而存在的经济区域²²。这次会谈提出，欧洲应该从现实水平出发，回归固定汇率制，而欧洲第一次欧洲货币同盟（EMU）计划受挫后，他们只好进行次优选择蛇形浮动制度。目的是保护欧洲，即脱离美元，隔离布雷顿森林体系崩溃对欧洲经济造成的破坏²³。1972年4月，欧洲委员会最终接受了德国的建议，启动了一种不同于国际货币体系的独特的区域内汇率同盟：EU蛇形浮动制度（the European Snake Arrangement or the “Snake”）参加国是以德国为核心的6个欧洲国家。蛇形浮动制度是一种浮动幅度较小的一种联合浮动汇率制度。成员间货币最大的变动幅度是平价上下的1.125%，成员国之间的货币是稳定的，但是对成员国之外的货币是联合浮动。这是欧洲汇率制度的一项创新，由此形成了欧洲自己的、独立于国际货币体系之外的区域性货币联盟。为了保证这一联盟的稳定性和有效运行，德国强调采用格子平价（Parity grid）干预方式。汇率同盟内进行干预时，有汇率联系的两个国家，必须同时使用对方国家的货币进行干预，即卖出强势货币买入弱势货币，以便维持区域内汇率的稳定；二是圈定了干预货币的范围，原则上只允许使用欧州货币。最后，欧洲委员会决定采用德国的建议，目的是限制已停止兑换黄金的美元再用作欧洲的干预货币。可以认为，蛇形浮动机制的建立为马克成为区域主导货币奠定了基础，是对美元作为国际货币地位的削弱。

第2， 马克成为欧洲货币体系（EMS）中的主导货币。

1973年布雷顿森林体系崩溃之后，西欧各国货币与美元脱钩，但欧共体六国仍然维持联合浮动。为了强化联合浮动，欧共体各国首脑于1978年12月5日在布鲁塞尔达成协议，决定于1979年1月1日建立欧洲货币体系。后因德法在农产品贸易补偿制度上发生争执，欧洲货币体系(EMS)延迟到1979年3月13日才正式成立，其目的是避免汇率剧烈波动，促进共同体国家经济的发展。

²¹ 参考本章第一节，美元国际化的路径、经验和教训

²² 1972年2月，德国和法国首脑在实行蛇形浮动汇率制度前举行了会谈，其间法国总统 Georges Pompidou 强调指出了这一点。参见 W.Vanthoor（1999）。

²³ 欧洲坚持独立，摆脱美元引起的国际货币体系动荡所产生的影响，建立欧洲区域经济货币一体化的倾向由来已久。早在1967年11月英镑危机时，货币动荡对经济就已形成了巨大破坏，这使欧洲意识到建立稳定货币区的必要性。

欧洲货币体系的设计比较复杂，主要内容包括三个方面。

（1）创立欧洲货币单位（ECU）

欧洲货币单位是由欧共体各国货币组成的一篮子货币，是欧洲货币体系的中心。由于德国在欧共体中的经济地位，马克在货币篮中的权重最大。在欧共体内部，ECU 具有计价单位和支付手段的职能，在随后的年代里，欧洲货币单位的私人用途不断扩大。在被欧元取代以前，欧洲货币单位已不仅仅是欧共体内核算的工具，而且也成为各成员国官方和民间划拨清算的工具，同时还是各成员国外汇储备资产的重要项目。

（2）建立欧洲汇率机制（ERM），继续实行过去的联合浮动汇率机制。

欧洲货币体系通过欧洲汇率机制实现汇率体系的稳定。各参加国使自己的货币与欧洲货币单位保持一个可调整的固定比价，即所谓的中心汇率，并据此套算出彼此货币之间的汇率。当某个成员国货币对 ECU 的比价偏离了其法定中心汇率的幅度达到其最大允许波动幅度（ $\pm 2.25\%$ ）的 75%即所谓偏离界限时，该国央行就需采取措施进行干预。如果干预无效，就只好调整对欧洲货币单位的中心汇率并重新确定双边汇率。

（3）设立欧洲货币基金。

各参加国缴纳 20%的黄金外汇储备作为基金的资金来源，并以此作为欧洲货币单位的发行准备。欧洲货币基金保证了各国中央银行干预外汇市场和稳定汇率的能力。成员国在资金困难时，可以直接向欧洲货币基金申请贷款。被看做是组建统一的欧洲中央银行的开端。

在欧洲汇率体系中，马克成为主要的干预货币。1985 年广场协议后美元急剧贬值，为稳定欧洲区域内各国货币之间的价值，从 1980 年代末期开始，EMS 成员国之间为对冲外汇风险，成员国纷纷放弃了美元，而选择马克作为媒介货币。这一变化的主要原因是因为美元的变动幅度太大，而马克则相反。由于欧洲区域内各国货币保持了与马克的允许波动幅度，马克成为媒介各国货币与美元的锚货币，这不仅增加了马克的交易量，而且同时进一步强化了马克的国际货币职能。

面对美元的急剧贬值，当时 EMS 内的“弱势货币国家”要保持本币对马克的允许波动幅度，就必须像过去那样，“卖出美元/买入本币”进行干预，但是，这种干预势必引起美元的进一步下跌，从而引起美元投机。因此，1980 年代后期开始，“弱势货币国家”主要采取“卖出马克/买入本币”的汇率干预方式。所以，从这一时期开始，马克成为 EMS 区域内的干预货币。见表 3-5。

表 3-5 外汇干预货币的构成（1979 —1992 年）（%）

欧洲货币制度成员国的干预

	1979~82 年	1983~85 年	1986~87 年
美元	71.5	53.7	26.3
EMS 货币	27.2	43.5	71.7
（马克）	(23.7)	(39.4)	(59.0)
其他	1.3	2.8	2.0

美国联邦储备银行和财政部的干预

	1979~82 年	1983~85 年	1986~87 年	1988~89 年	1990~92 年
德国马克	89.7	67.9	57.5	56.4	64.1
日本日元	10.3	32.1	42.5	43.6	35.9

** 资料来源：Cohen, Benjamin J., *The Geography of Money*, Cornell University Press, 1998, 表 5.11。

可见，正是在 EMS 固定汇率制范围内，德国马克获得了“锚货币”（anchor currency）的地位²⁴。EMS 中的特殊干预机制也是德国马克成为区域内关键货币的重要原因。

但是，在 EMS 运行的过程中也经历了很多挫折。由于 ERM 是一种固定汇率制度，如果这一机制是可持续的，必须要求参加各成员国经济周期的一致性，避免发生不对称冲击。虽然欧洲经济一体化随着经济和政治合作的推进已经达到很高的程度，但是各国的经济周期还是不能达到完全一致。1992 年 9 月由于投机冲击，英国被迫脱离了欧洲汇率体系，英镑浮动。欧洲汇率体系遭受了巨大挫折。但是，欧洲货币体系走向了更高的阶段，更高层的政府间的合作。

（二）马克国际化的表现

德国经济在世界经济中的作用，在欧洲经济一体化尤其是在汇率合作方面的作用，增强了马克作为国际货币的功能。具体表现如下。

1. 马克成为德国贸易合同的主要计价货币

就贸易合同货币看，在德国货物贸易进出口中，马克计值比例占有很大优势，仅次于美国，其中出口高达 70~80%，进口也达到 50%以上（参见表 3—6）

表 3—6 德国贸易中马克计值所占比例(%)

时间	出 口	进 口
1980	82.5	43.0
1985	79.5	47.8
1990	77.0	54.3
1991	77.5	55.4
1992	77.3	55.9
1993	74.3	54.1
1994	76.7	53.2

²⁴ 在 1989 年 4 月公布的“Delors 报告书”中正式认可。该报告书是指导欧洲货币体系和欧元建立的基础性文件。是以 EC 委员会委员长 Jacques Delors 的名字命名的，其任期 1985 年 1 月-95 年 1 月。

1995	74.8	51.5
------	------	------

注：1990 年 7 月以后的数据，是东西德国统一后的统计数据。

** 资料来源：Deutsche Bundesbank 1999, *Fifty Years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Oxford University Press, Oxford p.718. Tabel 10.

可以看出，自 1980 年代以来，马克一直是德国进出口的主要计价货币，这说明，德国马克在本国对外贸易中具有广泛的接受性。这是马克国际化功能的重要表现。

和世界主要国家贸易中本国货币计价的对比中，我们发现德国是仅次于美国使用本币计价比例较高的国家。这说明了，在国际贸易的交易中，马克获得了较广的接受性，仅次于美元。80 年代到 90 年代是马克崛起的关键阶段。见表 3—7。

表 3—7：主要国家贸易中本国货币计值比例（%）

	出 口				进 口			
	1980 年	1988 年	1995 年	1997 年	1980 年	1988 年	1995 年	1997 年
德国	82.5	81.5	74.8	--	43.0	52.6	51.5	--
法国	62.5	58.5	--	49.2	33.1	48.9	--	46.6
意大利	36.0	38.0	--	38.0	18.0	27.0	--	38.1
英国	76.0	57.0	--	--	38.4	40.0	--	--
日本	29.4	34.3	36.0	35.8	2.4	13.3	22.7	22.6
美国	97.0	96.0	--	--	85.0	85.0	--	--

** 资料来源：Deutsche Bundesbank 1999, *Fifty Years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, Oxford University Press, Oxford p.717, Table 9.

马克不仅成为国际贸易领域的主要交易货币，而且在国际金融市场中也发挥重要的作用。

2. 马克成为外汇市场主要交易媒介。

欧洲共同体在 1980 年代末完成了资本项目自由兑换，形成了统一市场，与此同时，跨境资本交易，其中特别是证券投资交易增长显著。马克在证券交易、外汇期货对冲交易中广泛使用，使交易成本大幅下降。形成了以马克为外汇媒介货币的马克区。

表 3—8 世界外汇市场上各种交易货币所占比例 （单位：%）

	1989	1992	1995	1998	2001
美元	90	82.0	83.3	87.7	90.4
欧元	---	---	---	---	37.6
马克	27	39.6	36.1	30.1	---
法国法郎	2	3.8	7.9	5.1	---
ECU/其他 EMS 货币	4	11.8	15.7	17.3	---
日元	27	23.4	24.1	20.2	22.7
英镑	15	13.6	9.4	11.0	13.2
瑞士法郎	10	8.4	7.3	7.1	6.1

加拿大元	1	3.3	3.4	3.6	4.5
澳大利亚元	2	2.5	2.7	3.1	4.2
其他	22	11.6	10.1	15.2	21.3
合计	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

** 资料来源：BIS, *Trinnal Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2001, P7.

从表 3—8 可以看出，在世界外汇市场上，马克成为仅次于美元的主要交易媒介，扩大了马克在国际金融市场的可接受范围。从国际经济交易来看，在 1980 年代以后，马克是仅次于美元的国际货币。

3. 马克世界外汇储备中的主要货币

马克在国际贸易和国际金融领域的普遍的接受性，促使马克成为欧洲货币体系成员和世界其他国家外汇储备的核心货币之一。从表 3—9 中我们可以看到世界外汇储备构成的变化。

表 3—9 世界外汇储备构成的变化 (单位：%)

	1976	1980	1984	1986	1988	1990	1991	1992
美元	86.7	68.6	70.0	67.1	64.6	57.5	51.3	55.3
德国马克	7.3	14.9	12.6	14.6	15.5	18.6	15.4	13.3
日元	1.2	4.4	5.8	7.9	7.7	8.8	8.5	7.6
英镑	2.1	2.9	2.9	2.5	2.7	3.4	3.3	3.1
瑞士克郎	1.6	3.2	2.0	2.0	1.9	1.4	1.2	1.0
法国法郎	1.0	1.7	0.8	0.8	1.0	2.3	3.0	2.7
欧元	--	--	--	--	--	--	--	--
EUC	--						10.2	9.7

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
美元	56.7	56.6	57.0	60.3	62.4	65.9	68.4	68.2
德国马克	13.7	14.2	13.7	13.1	12.9	12.2	--	--
日元	7.7	7.9	6.8	6.0	5.2	5.4	5.5	5.3
英镑	3.0	3.3	3.2	3.4	3.7	3.9	4.0	3.9
瑞士克郎	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
法国法郎	2.3	2.4	2.3	1.9	1.4	1.4	--	--
欧元	--	--	--	--	--	--	12.5	12.7
EUC	8.2	7.7	6.8	5.9	5.0	0.8	--	--
其他	7.3	7.0	9.4	8.6	8.7	9.7	8.9	9.2

** 资料来源：1976-90 年：速水优（1995），p.77，表 2-6。1991-2000 年：IMF, *Annual Report 2001*, p.103, Table1.2.转引自：[日]Eiji Yamashita 《欧洲货币合作的历程与对亚洲的教益》2002 年 劲草书房，第 221 页。

可以看出，在世界外汇储备构成中，马克所占的比例的上升与美元所占比例的下降几乎是同步的。这是马克在官方范围内可接受性提高的重要表现。同期，非居民持有的马克计值

金融资产也急剧增长²⁵，特别是 1990 年代以后。1996 年 6 月底马克计值金融资产净额是 1990 年 12 月末的 2 倍，主要表现为德国国债及德国政府对外负债急剧上升。1990 年末，非居民持有的马克债券占德国政府债务比例为 20%，到 1999 年 9 月末上升到 36%。

马克在国际贸易和国际金融领域作为主要交易媒介的表现，马克在官方储备的上升，在私人资产总额所占比例的上升，都说明了马克充分发挥了重要的国际货币功能。

马克在国家经济交易中的突出表现说明了马克已经成为国际货币的一极，与美元构成了两极国际货币体系。按照这一发展趋势，德国马克在国际货币体系中将有更光辉的前景，但是，历史的发展超出了我们的预想，马克并没有成为欧洲的共同货币。1999 年欧元诞生，马克和其他主权货币退出流通，马克融入了欧元，德国马克成为国际金融史中重要一页。

3.3.2 欧元诞生 马克融入欧元

1999 年欧元的诞生成为 20 世纪国际金融发展史中最重要的事件。世界上第一个区域货币诞生，参加欧元区的 11 个国家放弃本国货币主权，认可欧元成为区内的法定通货，欧元区内的法定通货。这一创新鼓舞了全球范围内的区域经济合作，欧元区成为合作的典范。

（一）欧元成为共同货币

经过半个世纪的孕育和努力，1999 年欧元正式启动，成为欧元区的单一货币，共同货币。欧元有如下特点：

1. 欧元的特点

第1， 守卫性

即欧元是由于布雷顿森林体制下固定汇率崩溃，以“美元本位制”为代表的国际货币体系向浮动汇率制度过渡中，以欧洲区域内汇率稳定协议形式，旨在保护欧洲汇率稳定的“守卫型货币”。而马克发挥的“锚货币”的作用，正是欧元能够成为守卫货币的基础。在确定欧元成员货币权重过程中，由于德国 GDP 规模、货币的稳定性等指标的良好表现，使得马克成为权重最大的货币。

第2， 连结性

欧元既是单一货币，又是共同货币。作为唯一的欧洲纸币、欧洲中央银行和欧洲货币政策都是单一的；但同时，欧元成员国各国的金融制度、金融资本市场，在短时间内是不可能

²⁵ 1984 年末开始，德国就已采取一系列措施，扩大非居民对马克计值债券的持有量。例如对非居民持有的马克计值债券免除源泉征税。

形成单一结构的，因此，欧元能够将各成员国各国的制度连结起来，使其作为单一制度，发挥其职能作用的货币。而欧洲中央银行制度及其货币政策建立的蓝本，均出自德意志联邦银行。欧元以及欧洲中央银行制度的诞生，是马克国际化在欧洲区域内的最佳归宿，是欧元区成员国和德国的共同选择。

2. 稳定欧元的制度保证

欧元是政府间最高层次的合作方式。创造欧元的目的是为了把推进欧洲经济的一体化推向更高的阶段。欧元的稳定对欧洲经济和世界经济都起到了重要作用。欧洲中央银行制度是保障欧元稳定的重要制度。

欧洲中央银行和欧洲中央银行制度是根据德意志联邦银行模式组建的。马克的传统由欧元继承下来。欧洲中央银行通过实行单一货币政策稳定物价，进而担负起确立并维持欧元公信度的重要职责，在整个欧元区的经济运行中发挥着重要作用。

1989年4月，在关于创立 EMU 的欧洲委员会报告书和欧洲经济货币一体化指导性文件马约²⁶中，根据德国中央银行总裁 Karl Otto Pöhl 的三原则指导性建议，特别明确指出，要依照德意志联邦银行的联邦制结构（federative structure），创建欧洲中央银行制度。Karl Otto Pöhl 总裁的三原则是：应该明确“物价的稳定”是欧洲中央银行的政策目标；欧洲中央银行应该保持政治上的独立性；欧洲中央银行应该采取联邦制运营机制。

第一，维持物价的稳定是欧洲中央银行的首要任务。在不妨碍这一目标的范围内，支援共同体的一般经济政策。

为确保货币价值的稳定，欧洲中央银行的前身欧洲货币机构要求欧盟成员国修改各国国内的相关法律，将马约和欧洲中央银行制度条款统一起来，各国的相关法律要保持与欧洲中央银行制度相同的表述。

德意志联邦银行传统上一直将货币供给量（M3）增长率作为金融政策的中间目标。而欧洲中央银行对物价稳定的定义与此不同。它是将欧元区域内的消费者物价上升率控制在年率 2% 以下，为达到这一目标，金融政策的中间目标采用的是货币供给量（主）和通货膨胀预期（辅）。由于统计方面的问题，目前还不能清楚地掌握整个欧元区物价上升与金融政策波及效果的关系，因此，目前主要控制这两个指标。

第二，欧洲中央银行具有独立性

²⁶ the Treaty of Maastricht。

欧洲中央银行的独立性是马约条款中明确规定的²⁷。欧洲货币机构根据马约对中央银行独立性的规定包括四个层面。（1）制度上的独立性。即政府无权发布违法上述 107 条款的业务命令。（2）是人事权的独立性。包括对人事任免、解雇权的独立性。（3）职能上的独立性。即决不能以任何理由对稳定物价这一最优先目标加以任何限制。（4）是财务方面的独立性。

第三，欧洲中央银行采取联邦制运营机制

欧洲中央银行是完全按照德意志联邦银行的组织结构建立的。德意志联邦银行是一种反映联邦制政治体制的机构，排斥权力的集中。例如，德国中央银行理事会中超过半数的成员是各州中央银行总裁，他们的人选是各州政府推荐的，由联邦参议院任命，联邦政府不能干预。而欧洲中央银行制度是由具有法人资格的欧洲中央银行和各国中央银行构成的，要根据欧洲中央银行原则行动。欧洲中央银行的工作人员只有 500 多名，在一般业务领域的许多方面必须依赖各国中央银行。政策委员会中各国中央银行所占比重具有绝对优势，这一结构可以包容欧洲全局与各国的利害关系。

马克消失，融入欧元说明了德国和欧元区其他国家通过政府间合作，发展和稳定区域经济的决心。放弃货币主权是为了获得更大的收益。虽然马克在欧洲货币和世界货币中占有重要地位，但是用马克来取代其他货币仍然是不现实的。区域共同货币是一种多国合作和选择的结果。欧洲中央银行制度的创建是稳定欧元，稳定欧元区物价水平，促进欧洲经济一体化的重要举措。能够在多方利益的协调和平衡中建立统一的中央银行是各国的伟大创举。虽然由于区内外环境的变化，欧元在诞生以后经历了诸多的困难和挫折，但是欧元的确成为国际货币体系的重要一极，马克的生命并没有因此终结，欧元的成功将是马克更长远的未来。

3.3.3 马克国际化的经验和教训

从马克成长为国际货币，最后退出流通，融入欧元的过程，我们可以得到很多启示，它将是一种货币国际化，区域货币孕育和成长的重要典范。

（一）主导货币的形成是本国经济实力，区域政治一体化和经济一体化程度决定的。

马克的国际化进程首先是由市场的力量推动的。德国战后经济的回复，制造业的发展，持续的国际收支顺差，为马克的国际化奠定了坚实的经济基础。

²⁷ 马约第 107 条款规定，ECB，NCB 或者其他决策机构成员不能要求或者接受来自共同体、成员国政府机构的指示。共同体、成员国政府机构必须尊重这些原则，ECB，NCB 或者其他决策机构成员在履行职务时不能行使影响力。

马克成为区域的主导货币是由欧洲政治一体化和经济一体化推动的。布雷顿森林体系下美元本位导致的国际收支调节的不对称性，德国经济崛起后，独立货币政策的需要使马克与美元挂钩变得越来越困难。美元的波动对欧洲经济的损害，使欧洲认识到建立相对独立的货币体系的必要性。实现政治的一体化和经济一体化成为欧洲各国的重要目标，所以 70 年代以后，合作是欧洲经济的主旋律。合作需要“领军人”，德国的经济实力和规模，德国在世界经济中的重要性，都决定了德国是最好的候选人。德国在欧洲汇率联盟和欧洲货币体系中领导权的发挥与德国在区内经济与贸易和世界经济与贸易中的地位的提高是分不开的。马克的成长和欧洲一体化进程的推进是同步的。

（二）共同货币的培育需要多国协调与合作。

马克是 20 世纪 80 年代以来重要的国际货币，欧洲货币体系的主导货币。但是欧洲货币联盟的共同货币并不是马克，而是人工创造的货币。在欧洲货币体系的发展过程中，一体化的进程遇到很多挫折，比如由于冲击的不对称性使某些国家推出汇率协调机制。但是欧洲并没有因此延缓一体化进程。多国的协调和合作一直在欧洲范围内推进。欧盟越来越成为一个集体，共同货币成为一个集体问题，需要集体决策。实现共同货币意味着放弃部分经济主权，接受其他国家货币替代本国货币，这对于任何独立国家来讲都是非常困难的。这里不仅是成本和收益的衡量，还有主权让渡的权衡。这也决定了虽然德国在欧洲汇率机制中的贡献最大，但是德国马克不能成为共同货币，只能是共同货币中权重较大的货币。这也是英镑没有加入欧元的重要原因之一。这说明，如果一国是区域中的大国，该国货币在区域经济中发挥主导作用，区域经济进一步整合的结果不是该种货币成为共同货币，而是要通过协调与合作创造出新的货币，放弃本国货币。

（三）创造共同货币可能要采取分阶段的合作方式。

欧洲经济一体化的进展，马克在欧洲货币体系中主导地位的演练，都说明，由于受到经济一体化程度的约束，经济发展周期不一致的约束，货币合作只能采取分阶段的方式进行。团结可能团结的力量是欧洲经济一体化的长远目标。但是从欧洲汇率体系发展的经验来看，分阶段的合作方式是合作成功的重要战略。共同货币不仅意味着更多的机会和更少的风险，而且意味着要采取共同政策。因此，只有一体程度较高的成员之间才能够达成合作的共识，接受共同货币和随之而来的各项政策约束。

3.4 小结

从美元、日元和马克国际化的路径、经验和教训的分析中我们可以得到很多启示。货币的国际化是主权国家货币在境外流通，逐步成为世界普遍接受的价值尺度，交易媒介和储备货币的动态演变过程，是该国综合国力、对外开放度和在世界政治经济格局中影响力的集中体现。具体来说，

首先，货币的国际化是市场的力量决定的。是市场的需要决定了哪种货币成为国际经济交易中的价值标准。一国的经济规模，开放程度，尤其是在世界经济贸易中的重要性，对本币的国际化进程起关键作用。美国仍然是世界上最大贸易国，这一垄断地位决定了美元在半个多世纪中始终扮演国际货币的角色。

第二，信心和稳定性是本币国际化的基础。美国 1960 年代的贸易赤字、通货膨胀削弱了交易者对美元的信心，美元的国际地位因此削弱。日本是亚洲重要的经济体，但是日元的波动，日本 90 年代经济的衰退使得日元在过去的 20 年内并没有很大的作为。信心和稳定性的建设不仅与该国的经济表现相关，而且和一国的政治稳定也密切相关。

第三，任何一个货币成为国际货币都需要有发达的金融市场作为支撑。所以金融市场的建设是一国货币的国际化进程稳步走向高级阶段的重要保证。外币兑换本币的自由和本币兑换外币的自由是本国金融市场融入国际金融市场的重要条件。

第四，在区域内，一种货币替代其他国家货币是比较困难的。它不仅是由该地区的经济一体化决定，也受到该地区的政治一体化进程的约束。官方的货币替代涉及到一国货币主权的让渡。任何一个区域的大国都不可能说服小国放弃货币主权，所以区域大国可能成为区域汇率协调机制的主导货币，但是不可能代表区域货币。共同货币是政府间合作的最高形式，创造一种新的货币来替代该区域的所有货币，需要各国的合作。欧元的成长过程为我们提供了宝贵的经验和教训。

最后，任何货币的国际化进程都可能因为国际环境、区域环境、国内经济环境的不利变化受到阻碍。因此，一国在制定本币国际化战略时必须要考虑环境因素。

4. 专题三：人民币国际化的制度条件

从美元、日元和马克国际化的路径、经验和教训的分析中，我们可以得出一个判断，人民币走向国际化，最终取决于中国在世界经济中相对经济实力的不断提高，是一个渐进的发展过程。这里所指的经济实力，不仅仅是物质生产能力，还包括货币走向国际化过程中的制度构建。中国经济正处于转轨时期，经济改革和其他各项改革都到了一个新的阶段，如何在改革过程中创造人民币国际化的各项条件是一项艰巨的任务。本部分从国内经济改革与国际经济合作两个政策层面研究如何平稳推进人民币国际化进程。包括中国的外汇管理体系改革与人民币国际化；人民币汇率制度改革与人民币国际化；国内金融体系改革与人民币国际化；中国对外经济合作政策与人民币国际化。

4.1 中国的外汇管理体系改革与人民币国际化

货币的可兑换性和货币国际化之间的关系是：可兑换的货币不一定成为国际货币，但是货币的可兑换将加速一国货币国际化的进程。在一国货币没有在国际经济交易中获得广泛的接受性之前，货币的完全可兑换将给国内经济带来巨大风险。如果把货币的可兑换进程和货币国际化进程结合起来，将会减少金融风险，有利于国内经济的稳定。随着中国经济的不断发展与所处外部经济环境的变化，逐步放松对某些类型的外汇管制成为中国经济发展不可或缺的制度要求，它不仅是人民币逐步走向国际化的需要，同时也是中国经济逐步发展成为经济大国的必然要求。

4.1.1 我国对人民币境外流通使用以及资本项目管理的主要政策

本币出入境管理属于一国货币主权范围，而其境外能否流通和使用则属于境外货币当局管辖范围。我国长期对人民币出入境实行比较严格的管理，并坚持所有涉外经济交往必须以可兑换货币计价结算，实际上执行着人民币非国际化（non-internationalization）政策。但顺应经济发展和改革开放的实际需要，我国对人民币携钞出入境和人民币用于国际计价结算政策的也有所调整。

（一）携带人民币现钞出入境的管理政策

世界上大部分国家和地区均对本币输出入境实行一定程度的管理（见表 4—1）。建国以来，我国按照前苏联模式，长期对人民币出入境实行严格管理。1951 年 3 月，政务院专门颁布《中华人民共和国禁止国家货币出入境办法》，禁止人民币携钞出入境。1957 和 1987 年中国人民银行两次发文，分别允许携带 5 元和 200 元人民币现钞出入境，限制有所放松。随着改革开放不断深入，我国对外经贸、人员交往增加，中外旅客出入境以及边贸结算使用现钞量明显上升，低限额管理越来越不能适应形势发展需要。1993 年 1 月，国务院发布《中华人民共和国国家货币出入境管理办法》，明确国家对货币出入境实行限额管理，具体限额由中国人民银行确定。同年 2 月，人民银行发布《关于国家货币出入境限额的公告》，规定中国公民出入境和外国人出入境，每人每次携带的人民币限额为 6000 元；在开放边民互市和小额贸易的地点，允许当地人民银行会同海关，根据实际情况确定限额，报中国人民银行和海关总署批准后实施。现实中各地均按 6000 元标准进行管理。

表 4—1：国际货币基金组织成员对本币现钞出入境管理的情况

	发达国家		发展中国家		转轨国家	
	个数	比重%	个数	比重%	个数	比重%
无管理	19	67.9	44	33.8	2	7.4
有管理	9	32.1	86	66.2	25	92.6

** 资料来源：根据国际货币基金组织 1999 年《各国汇率安排与汇兑限制年报》整理。

合法的人民币现钞出入境除个人携带外，还可以通过特殊大额调运形式实现。目前，特殊大额人民币调运必须通过海关与人民银行货币金银局联合批准后可以个案办理。在广西凭祥和东兴两个口岸试点，允许大额调运通过当地人民银行与海关核准后便可以办理。但由于调运涉及安全、货币政策等多项因素，手续相当繁琐，调运量很少。

（二）人民币用于国际结算的管理政策

作为外汇管理的一个基本原则，我国坚持使用可兑换货币进行对外贸易和投融资活动的计价结算。因此，长期以来人民币实际上一直在较小范围内用于国际计价结算。

建国初期，我国对外贸易收支主要使用英镑、法国法郎等欧洲货币进行结算。1968 年 10 月，英镑突然贬值，给我国造成较大经济损失。于是，我国自同年开始在对香港贸易中进行人民币计价结算试点，1970 年 1 月 1 日起按照“积极推行、商人自愿、便利贸易”的原则在全国推行。具体做法是：中国商品出口以人民币报价，外国进口商先用可兑换货币购买人民币并存放在中国银行指定账户上，进口后从人民币账户上划转结算。但由于担心人民币汇率变动，国外商人对人民币结算方式接受程度不高。改革开放以后，为扭转人民币高估的情况，人民币汇率不断调低，这使得人民币计价结算对国内贸易公司不利，计价结算规模开

始逐步缩减，但始终未被取消。在管理上，该项业务也存在一些问题。由于该种人民币是外汇性质还是人民币性质定义模糊，给银行和企业经营带来不便。同时，境外交易难以监管，导致一些违规交易混入许可业务范围，冲击国内外汇市场。1998年10月20日，国家外汇管理局通知中国银行于同年11月15日起停止以人民币办理国际结算业务。但由于某些原因，中国银行在1999年6月10日起才正式停止该项业务，人民币用于对外计价结算相应终止。

需要指出的是，尽管当时人民币用于国际结算，但并不涉及到人民币的跨境调拨和划转。中国银行在办理具体业务时，将用于国际结算的人民币定名为外汇人民币，账户名称为外汇人民币往来账户，并严格将其作为外汇对待，与本币业务彻底分离。在境外办理的仍是外币交割，只是在境内以人民币收付。此外，自60年代末起，为适应与原东欧国家及少数第三世界外汇短缺国家贸易往来的需要，双方政府订立支付清算协定，采用人民币及对方货币作为记账单位并开立人民币账户。此类人民币仅作为记账单位用于双边结算，不涉及实际外汇收支，年底双边收支差额用现汇进行清算。

近年来，随着我国综合国力的不断增强，人民币币值保持稳定，人民币作为国际计价货币的市场需求增加，一些企业希望在对外贸易合同中采用人民币进行计价。为此，国家外汇管理局于2003年3月发布了《关于境内机构对外贸易中以人民币作为计价货币有关问题的通知》，明确规定境内机构在签订进出口合同时，可以采用人民币作为计价货币，但实际对外交割的货币仍然是按当日银行牌价折成等值外汇进行收付和结算。

随着我与周边国家和地区的边境贸易不断发展，自发用人民币计价结算的边境贸易也越来越多。于是，国家外汇管理局在前期试点基础上于2003年9月颁布实施了《边境贸易外汇管理办法》，允许边境贸易中用人民币计价结算和办理进出口核销，允许境外贸易机构在我边境地区银行开立人民币边境贸易结算专用账户办理边贸结算项下的资金收付，同时鼓励边境地区银行与毗邻国家边境地区商业银行建立代理行关系，开通银行直接结算渠道，并可加挂人民币兑毗邻国家货币的汇价，积极引导边境贸易人民币结算进入银行体系。

（三）人民币资产境外交易的管理政策

对于作为流通工具与计价手段职能的人民币，我国货币管理当局的政策处于不断放松，甚至是支持、鼓励的阶段。但是对于作为储备职能的人民币，货币管理当局持非常谨慎的态度，管制政策也相当严格。目前，货币管理当局对于非居民持有人民币资产以及人民币资产的境外交易保持较多限制或者是严格限制（详见表4—2）。

表 4—2： 中国资本项目可兑换现状简表

	可兑换	有较少限制	有较多限制	严格限制
一、资本和货币市场工具				
1、资本市场证券交易				
A、买卖股票或有参股性质的其他证券				
非居民在境内购买			√	
非居民在境内出售或发行			√	
居民在境外购买			√	
居民在境外出售或发行			√	
B、债券和其他债务性证券				
非居民境内购买			√	
非居民境内出售和发行			√	
居民境外购买			√	
居民境外出售和发行			√	
2、货币市场工具				
非居民在境内购买				√
非居民在境内出售或发行				√
居民在境外购买		√		
居民在境外出售或发行		√		
3、集体投资类证券				
非居民在境内购买			√	
非居民在境内出售和发行			√	
居民在境外购买			√	
居民在境外出售和发行			√	
二、对衍生工具和其他工具的管制				
非居民在境内购买				√
非居民在境内出售和发行				√
居民在境外购买			√	
居民在境外出售和发行			√	
三、对信贷业务的管制				
1、商业信贷				
居民向非居民提供	√			
非居民向居民提供	√			
2、金融信贷				
居民向非居民提供		√		
非居民向居民提供		√		
3、担保、保证和备用融资便利				
居民向非居民提供		√		
非居民向居民提供		√		
四、对直接投资的管制				
1、对外直接投资				

A、创建或拓展完全由自己拥有的企业、子公司，或全额收购现有企业		√		
B、对新建或现有企业的入股		√		
2、对内直接投资				
A、创建或拓展完全由自己拥有的企业、子公司，或全额收购现有企业	√			
B、对新建或现有企业的入股	√			
五、对直接投资清盘的管制	√			
六、对不动产交易的管制				
居民在境外购买			√	
非居民在境内购买		√		
非居民在境内出售		√		
七、对个人资本流动的管制				
1、贷款				
居民向非居民提供				√
非居民向居民提供				√
2、礼品、捐赠、遗赠和遗产				
居民向非居民提供			√	
非居民向居民提供	√			
3、外国移民在境外的债务结算			√	
4、资产的转移				
移民向国外的转移			√	
移民向国内的转移	√			
5、博彩和中奖收入的转移		√		
6、非居民员工的储蓄	√			
合计项数	8	11	18	6
比重（%）	18.6	25.6	41.9	13.9

** 资料来源：国家外汇管理局

限制非居民过多持有人民币资产，或者是限制人民币资产在境外的交易，主要是出于金融安全与国内宏观经济稳定方面的考虑。历次金融危机的经验表明，当本国货币与外国货币保持完全自由兑换，并且在各种短期资本交易项目没有限制的情况下，发展中国家容易受到国际投机资本的冲击。面对这些外部冲击，轻则给国内的宏观经济政策的贯彻实施带来困难，严重时候甚至会带来货币危机甚至是金融危机。除了防范危机，对人民币资产的流通和交易范围采取较严格的管制措施还有助于保持国内宏观经济政策（尤其是货币政策）的稳定性。在资本自由流动、独立货币政策、固定汇率的三难选择当中，我国目前采取的是独立货币政策加固定汇率的政策组合。一定程度上限制非居民过多持有人民币资产或者是人民币资产的跨外交易，也是稳定人民币汇率与国内独立货币政策的必要保障。

（四）支持香港银行办理个人人民币业务的有关政策

从金融管辖来讲，境外银行是否办理以及如何办理人民币金融业务，中国内地都不能干涉，同时内地货币当局也没有义务为境外人民币金融业务提供清算支付服务。中国香港特区回归后，内地与香港之间的经贸日趋紧密，人民币在香港的流通规模日趋扩大，人民币汇款、兑换和信用卡等零售业务在香港等地已自发开展起来，但由于没有正式的通汇与通兑的渠道，这些业务主要在银行体系之外进行。为支持香港银行开展人民币业务，2003年11月19日，中国人民银行发布《公告》，宣布将为在香港办理个人人民币存款、兑换、银行卡和汇款业务的银行提供清算安排。

1. 中国人民银行提供的具体清算条件与安排的主要内容。

第一，银行香港金融管理局选择一家香港持牌银行，授权其作为香港有关银行办理人民币业务的清算行（以下简称清算行），办理符合公告规定的个人人民币业务的清算。同时，清算行根据中国人民银行的授权，与自愿接受清算条件和安排、参加办理个人人民币业务的香港持牌银行（以下简称参加行）签订人民币业务清算协议，按协议为参加行办理清算业务。

第二，人民银行深圳市中心支行为清算行开立清算账户，接受清算行的存款，并支付利息。清算行的存款仅为其接受参加行所吸收的香港居民个人的人民币存款。

第三，清算行可作为中国外汇交易中心的会员，办理人民币与港币兑换业务的平盘。同时，中国人民银行授权清算行为参加行符合下列要求的人民币与港币兑换业务提供平盘服务：（1）个人每人每次不超过等值6000元人民币的现钞兑换；（2）个人通过存款账户每人每天不超过等值20000元人民币的兑换；（3）在香港提供购物、餐饮、住宿等个人旅游消费服务的指定商户收取的人民币现钞兑换港币。

第四，内地居民可使用内地银行发行的个人人民币银行卡在香港用于购物、餐饮、住宿等旅游消费支付，以及在香港自动取款机上提取小额港币现钞。参加行或其附属机构向香港居民个人发行的人民币银行卡可在内地用于个人消费支付，以及在内地自动取款机上提取小额人民币现钞。由清算行、中国银联股份有限公司组织办理个人人民币银行卡的清算事宜。

第五，具有个人人民币业务经营资格的内地银行可以接受经由清算行汇入的香港居民个人人民币汇款，该汇款的收款人须为汇款人，每人每天的人民币汇款最高限额为50000元。内地银行按有关规定办理汇款的解付。未提用的人民币汇入款经审核后可汇回香港。

2. 香港银行办理人民币业务的主要内容

根据上述条件与安排，香港银行可办理的人民币业务，或者说香港居民可在银行享受的人民币金融服务包括：

(1) 香港银行可为香港居民开立自由提存的人民币存款账户。

(2) 香港银行可为个人办理一定限额内的人民币与港币的兑换，也可为某些商户就其在提供购物、餐饮、住宿等个人消费服务中收取的人民币现钞提供兑换港币的服务。

(3) 香港银行可为存户把人民币由香港汇入内地同名银行账户，每人每天汇款有一定限额。

(4) 内地居民可持内地银行发行的人民币卡在香港消费。香港银行或其附属机构也可可为香港居民发行人民币卡，方便他们在内地消费。而对内地银行和居民来讲：一是内地居民可持内地银行发行的个人人民币银行卡在香港消费支付或少量提现。二是内地居民可每次在香港银行柜台兑换等值 6000 元人民币的港币或人民币。三是香港发行的人民币银行卡在内地使用时，内地银行可作为香港人民币卡的收单行。四是内地银行可接受香港居民个人每天每人 5 万元以内的人民币汇款。

对香港来说，开办人民币业务是继香港与内地签订“两地建立更紧密经贸关系安排”（CEPA）后，中央政府支持香港经济复苏和金融发展的重大举措。而从内地来看，此举也符合内地经济金融稳步走向开放的要求，有利于减少人民币现钞的跨境流动，逐步将境外人民币业务纳入银行体系，提高内地金融外汇管理的有效性，为人民币走向国际化奠定基础。

4.1.2 对当前管理政策的评价

总体来看，我国货币管理当局对于人民币在境外的流通与使用，以及人民币资产在国际范围内的流通保持相对严格的管制。这些管制措施对于维护过去的宏观经济稳定与金融安全发挥了重要意义。但是，随着中国经济实力的不断发展以及中国所处国际经济环境的变化，当前管理政策下的境外人民币无论是作为流通工具，还是计价、储备手段都滞后于市场发展的需要，主要体现在以下几个方面：

（一）面对政策限制，境外流通的人民币缺少合理、安全的流通途径，境外人民币流通纷纷被找换店以及地下钱庄操纵

由于政策管制等方面的限制，境内金融机构过去一直难以通过合法途径与境外商业银行展开合作方面人民币在香港、东南亚、蒙古等周边地区与国家的流通。但是，由于中国与这些地区与国家贸易、旅游、消费的快速发展，这些地区与国家产生了大量对人民币作为支付手段、资产储备的要求。为了规避国内政策方面的各种限制，产生了大量的“金融创新”，上述地区产生了大量的找换店与地下钱庄，专门从事人民币的兑换以及人民币在内地与这些地

区之间的流通。大量经营人民币业务的找换店与地下钱庄产生说明，对人民币的境外流通使用的限制性管理政策与自发的人民币国际化进程产生了冲突。找换店与地下钱庄经营人民币业务不仅风险大、交易费用高，而且很容易为非法交易提供便利，政策上也难以有效监督管理。这些局面如果不能尽快得到改善，对人民币国际化的自发进程是一种扭曲。

人民币在周边地区的广泛使用，是市场自发的选择。对这部分境外流通的人民币只能通过积极的扶助伴以有效的监管，过多的政策限制不仅难以奏效，而且是效率上的损失。为了扭转境外人民币流通的不合理现象，国内货币管理当局已经在香港展开试点，通过与境外金融机构的合作，把境外的人民币流通与使用引导到更合理、规范的途径当中。

（二）非居民对于人民币资产的合理需求得不到满足

当更多的境外居民选择人民币作为贸易流通手段的时候，必然会产生对人民币资产的需求。作为储备手段的人民币与作为流通手段的人民币相生相伴、相互促进，共同推动人民币国际化的自发进程。对于非居民持有人民币资产，当前货币管理当局还采取较多限制，这同时也限制了人民币资产在境外的流动性，遏制了非居民对人民币资产的合理需求，对人民币自发的国际化进程造成了扭曲。尽管面临相对严格的政策管制，随着中国与周边地区与国家经贸关系的日益加强，人民币币值的稳定，再加上人民币在未来潜在的升值趋势，众多因素还是共同促成人民币逐渐成为周边地区与国家普遍欢迎的资产。

国内的货币政策管理当局担心放开非居民持有人民币资产的管制会威胁到国内的金融稳定。东南亚金融危机期间，大量的投机者通过提前购入危机国家的资产，然后大量抛出，让危机国家的汇率难以持续。为了防范类似的风险，彻底放开非居民对人民币资产的自由交易需要一个渐进的过程。必须意识到，人民币走向国际化的自发进程当中，必然会伴随人民币资产交易的国际化，对于这个进程，仅仅是管制远远不够，它只会鼓励更多我们目前都难以想到的“金融创新”规避管制，最终的结果不仅是效率的损失，政策管理也会陷于被动。当前的资本项目管理政策框架内，对于事实上已经难以形成有效管制的管制措施应该大胆放开，同时在放开的过程当中形成新的一套更加透明、有效的管制体系。

（三）坚持使用可兑换货币作为中国对外贸易的计价结算货币增加了交易费用，带来了效率损失

中国与大部分周边地区与国家都不属于可自由兑换的国际货币，在计价结算过程当中往往需要经过本币--国际货币--外币的转换过程。比如，中国出口商向韩国出口，商品的计价与结算都采用美元。对于中国出口商而言，面临人民币与美元的汇率风险及相关的交易费用；对于韩国的进口商而言则面临韩元与美元的汇率风险及相关的交易费用。

对于国内微观经济个体而言，如果直接采用人民币作为计价结算工具，有利于国内贸易商与投资者减低汇率风险与其它的相关交易费用，有利于中国涉外经济部门长期的规划与投资预期。考虑到未来的人民币汇率逐渐由固定汇率制度逐渐走向更富有弹性的汇率制度，人民币对国际货币之间的比价也会更频繁波动。这显然会给国内从事对外贸易与投资的微观经济个体带来汇率风险和更高的交易费用。更多地使用人民币进行计价结算从根本上解决了这个问题。

对于境外的微观经济个体而言，由于人民币在周边某些地区与国家的广泛流通与使用，再加上境外人民币资产流动性、收益性与安全性的不断提升，采用人民币进行计价结算同样有助于他们降低交易费用，分散汇率风险。

需要指出的是，人民币更广泛地被应用为贸易与投资的计价结算货币，是市场的选择，也是一个渐进的过程。在人民币还不能更广泛地应用于对外贸易与投资的结算货币的时候，更多使用美元作为计价与结算货币是一种次优选择。毕竟，中国当前的贸易格局下，许多重要的贸易伙伴（尤其是东亚国家）都采用钉住美元的汇率制度，贸易与投资多采用美元计价结算，中国与贸易伙伴国同时选择钉住美元在一定程度上降低了与这些贸易伙伴国的汇率风险。推进人民币更广泛地作为国际结算手段使用，是一个渐进的过程。

4.1.3 人民币在境外流通和使用的政策建议

综合以上的分析，我们看到货币当局相对严格的管制措施已经对当前的人民币国际化进程造成了一定程度的扭曲。为了顺应人民币国际化的自发进程，同时避免人民币国际化过程中可能带来的风险，货币当局需要变被动为主动，积极进行政策调整。

（一）成立关于人民币周边流通问题的部际协调小组，加强综合管理

人民币在周边国家和地区的流通使用，推动人民币周边流通需要海关、税务、经贸、银行、证券、旅游、外汇、外交等多个部门的通力合作。应成立由相关部委成员组成的部际协调小组，制订促进周边经济金融合作的长期战略，结合西部大开发战略，消除制约周边地区经济金融合作的政策性障碍。同时，还要加强与周边国家的高层次政府间交流，建立双边信任基础，消除周边国家和地区对我国的担心和疑虑。

（二）协调人民币区域化和可兑换进程的步伐，改进相关金融服务

人民币周边流通的规模和层次，关键取决于双边银行的合作形式。将人民币跨境流动纳入金融体系，也是规范发展的重要前提。为此，可以在周边地区有选择地开办正常化、规范化的

银行人民币业务，实现人民币区域化从自发向自觉、从被动向主动的转变。同时建立和完善人民币跨境发行和清算系统，鼓励人民币无纸化交易，减少人民币现金的跨境使用和流通，防止人民币假钞进入流通领域，维护人民币的信誉。另外，应加强与周边国家中央银行和商业银行的多层次、全方位合作，建立类似“中俄银行合作分委会”的双边协商合作机制。同时规范审批中资银行在境外增设办理人民币收兑业务的分支机构，规范、推动商业银行在边贸地区境外设点，经营人民币汇兑和存贷款业务。按照先易后难、先消费支付后经营支付、先经常项目后资本项目的顺序，稳步有序地推进香港银行人民币业务的开放。

（三）在边贸中推广使用人民币结算的基础上，尝试在大贸和边境旅游中鼓励使用人民币结算

如前所述，我国已出台了允许边贸中使用人民币结算的政策，这是当前推动人民币周边流通的突破口。但是，根据世贸组织规定，边贸优惠措施只能限定在边境地区生产的产品，我国当前的绝大多数边贸交易将被排除在边贸之外。因此，鼓励人民币用于国际结算的措施应逐步从边贸转到大贸上。可考虑在与周边国家和地区的大贸交易中允许交易双方自主地选择交易币种，允许使用人民币计价、结算。与此同时，根据国际货币基金组织第八条款中关于“承诺兑换非居民从经常性国际交易所得本币”的规定，还应研究如何严格区分经常项目和资本项目交易，允许这部分人民币。

（四）逐步扩大资本账户交易使用人民币的范围

鼓励国内企业以人民币对周边国家和地区进行直接投资；允许周边落后国家用人民币收入清偿对我负债；允许境外居民使用境外人民币投资国内证券市场；鼓励国内商业银行对海外进口商提供人民币买方信贷；允许对周边投资和援助使用人民币标的；允许周边人民币持有者到我境内银行开立人民币存款账户等。

（五）逐步开放非居民持有与交易人民币资产，利用香港作为人民币资产走向国际化的突破口

逐步放开非居民持有一定数量的人民币国债或者使其它人民币计价债券；逐步放开非居民在一定监管范围的人民币资产交易。利用香港作为试点，推行各种人民币计价的资产交易，国内货币管理当局需要与香港金融监管当局保持密切合作，共同对新推出的人民币资产交易业务加强监管，防范其中的潜在风险。香港可以作为试点，其成功经验可以推广到其它地区与国家。

（六）加强对人民币跨境流通的统计监测。

建立现钞跨境监测系统，特别是港澳地区和内地金融监管部门应以打击洗钱为契机，建

立双边数据交换和统计监测协调机制，加强对突发性流动的快速反应能力。海关应从反洗钱的角度，而不只是防资本外逃的角度，承担起对携带人民币现钞管理的责任。改进国际收支统计申报系统，遵循居民与非居民交易原则，将人民币计价结算的国际交易纳入统计，提高国际收支监测预警水平。

通过把当前的管制政策与人民币在境外流通的情况相比较，我们认为当前的管制政策相对滞后于人民币自发国际进程的发展，并带来了一些效率损失。因此为人民币国际化创建更有利的制度环境，有利于推动人民币平稳过渡为国际货币。

4.2 人民币汇率制度改革与人民币国际化

无论是作为计价结算工具的人民币，还是作为储备资产的人民币，人民币汇率的波动与人民币的国际化进程都保持密切的联系。随着中国经济在世界经济中的迅速崛起，人民币汇率制度会随着中国经济基本面的变化进行调整，滞后的汇率制度建设不仅会破坏国内的宏观经济稳定，而且对持续的经济增长也会带来长期的不利影响。能够与中国经济基本面变化保持协调一致的人民币汇率，不仅有利于中国经济的协调发展，同时对于人民币走向国际化的自发进程也是重要的制度保障。

4.2.1 当前人民币汇率制度的现状与优缺点

（一）人民币汇率制度的现状

1994 年人民币汇率并轨以后，我国对外宣布人民币实施了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。以市场供求为基础，指的是根据银行间外汇交易市场上的外汇买卖行情来确定人民币汇率；单一是指人民币实际上只钉住美元，而与其他国际货币的汇率则是根据人民币与美元的汇率以及国际市场上形成的美元与其它货币之间的汇率套算出来的；有管理的浮动是指货币当局并不承诺明确的汇率目标，而是酌情地进入外汇市场买卖外汇，其频率和幅度也无需事先界定。

尽管对外宣称人民币实施的是“有管理的浮动汇率制度”，但是在实施当中，学术界普遍认为人民币事实上采取的是“固定单一钉住美元”的汇率制度，尤其是 1997 年东亚金融危机以后，这种趋势愈发明显。

中央银行承担了维持人民币与美元保持超稳定价值的主要责任。90 年代中期以来，我国面临持续的自主性国际收支双顺差格局，外汇市场上几乎年年保持大量的超额外汇供给，

为了维持人民币与美元的固定价格，中央银行不得不在市场上充当最后购买者的身份，吸纳外汇市场上所有的超额外汇供给，而这部分外汇供给则成为了中央银行资产中最重要的构成部分。

（二）当前人民币汇率制度的优点

1. 有利于中国贸易商和外部经济体的贸易和投资结算，规避了对外贸易和投资过程中的汇率风险。

美国是中国主要的出口对象国，美元是当前世界贸易和投资的主要计价单位，人民币和美元保持固定比价，有利于最大程度地方便贸易和投资，减少交易当中的汇率风险。如果选择更加灵活的汇率制度，比如一揽子钉住汇率制度，美元对欧元或者日元汇率变动的时候，人民币对美元的双边名义汇率也会相应调整，对于出口商或者进口商来说，由于合同大多采用美元计价，他们不可避免地会承担人民币和美元双边名义汇率变动的风险。采取单一钉住美元的汇率制度，不必担心汇率风险问题，也不存在规避汇率风险的费用。

2. 稳定了国内私人部门（金融部门和居民）持有的外汇资产价值，最大程度地降低了这些资产的汇率风险

目前国内私人部门（金融部门和居民）持有的绝大部分国外资产都是美元计价资产，如果采取更加灵活的汇率制度，必然给国内私人部门的美元资产价值带来汇率风险。比如，如果选择钉住一揽子货币的汇率制度，美元和欧元或者日元汇率变动的时候，人民币对美元的双边名义汇率也会相应调整，这样，私人部门持有的美元资产虽然美元价值不变，但是兑换成人民币的价值变了，对于国内私人部门持有的美元资产来说意味着汇率风险。

3. 有利于推进中国与东亚（日本除外）等重要贸易伙伴国的贸易与投资

像中国一样，东亚许多国家也保持了钉住美元的汇率制度，有些国家尽管不是像中国一样完全的单一钉住美元，但是至少美元在其所钉住的货币篮子中占据较大的比重（比如，泰国、马来西亚、新加坡等）。中国与东亚国家共同选择钉住美元，同时也稳定了中国与东亚国家之间货币价值的相对稳定，对于推动区域内贸易与投资的发展起到了积极作用，同时还有助于防止以邻为壑的区域内货币竞争性贬值行为。当然，如果区域内的国家都选择人民币作为钉住货币，将会更有利于减少中国对外贸易与投资过程中的汇率风险，但是目前人民币还不足以成为国际化货币，人民币境外流通方面还受到诸多政策限制，因此，选择钉住美元是当前人民币尚不足以成为国际化货币之前的次优选择。

4. 有助于稳定国内物价水平

一般发展中国家选择钉住美元，或者是采取更极端的货币局制度甚至是美元化，主要是

因为希望利用美元作为名义锚，稳定国内物价。通过成功钉住美元，国内的贸易品物价水平逐渐向国际物价水平靠拢，有助于遏制国内通货膨胀和经济稳定。中国虽然目前没有面临这类的问题，但是，通过利用钉住美元稳定国内物价和经济稳定是单一钉住美元制度的一个重要优点。

（三）当前人民币汇率制度的缺陷

1. 无法反映国内经济发展对汇率调整的需要，不利于维护宏观经济的内部均衡和外部均衡，不利于国内经济中长期的可持续健康发展。

根据均衡汇率理论我们知道，一个国家的均衡汇率水平取决于潜在的经济结构和国际经济环境的变化，汇率需要根据这些基本面因素的变化做出调整，否则，汇率不仅不能成为一个有效的资源配置价格，长时间的汇率扭曲会破坏宏观经济内部均衡和外部均衡，给经济带来一系列负面影响。1994 年我国汇率并轨以来，我国的经济结构发生了显著的变化，尤其是劳动生产率取得了快速的提升。Szirmai 等（2002）关于中国制造业的劳动生产率的研究研究表明，中国 1993-1999 期间制造业劳动生产率增长速度是 1980-1992 期间的两倍，同时还至少高于同期美国制造业劳动生产率增长速度 1.5 个百分点，而美国在同期和其它主要工业国家相比保持了非常高劳动生产率增长速度。对于进步如此快的相对劳动生产率，均衡汇率必然会面临一个持续的升值趋势。但是在当前事实上的单一钉住美元汇率制度下，人民币和美元保持联动，如果美元升值，人民币也跟着美元一起升值，反之，美元贬值人民币也跟着贬值。当前的汇率制度无法根据国内经济结构变化完成对人民币汇率调整的需要，人民币完全是被动地跟着美元走。

2. 不利于稳定人民币的名义贸易加权汇率（名义有效汇率），不利于对外贸易和投资的稳定发展。

单一钉住美元只是钉住了人民币和美元双边名义汇率，如果美元和世界其它主要货币汇率发生调整，人民币和美元双边名义汇率稳定，但是和世界其它主要货币的双边名义汇率变动很大，这等于是把美元和日元、欧元等世界主要货币之间的波动吸纳到人民币名义有效汇率的波动当中。2002 年第四季度和 1994 年第一季度相比，尽管人民币对美元价值很稳定，但是伴随着美元对日元和欧元的升值，人民币对日元和欧元也出现强劲升值，人民币名义有效汇率升值 16.6%，期间的最高升幅达到了 22.5%。这种强加给人民币名义有效汇率的外部冲击不利于中国对日本、欧洲等一些非美元化国家的贸易和投资。

（四）当前人民币汇率制度的可持续性

如果人民币真实汇率长期偏离均衡汇率所要求的真实汇率水平，固定单一钉住美元的汇

率制度最终难以持续。1994-2002 期间，在国有企业改革、FDI 流入、民营企业崛起等多方面因素的推动下，中国的劳动生产率较外部经济体取得了相对较快的快速，这必然要求均衡汇率升值。很凑巧的是，在这个期间内，美元也保持了持续的升值趋势，1995-2002 期间，美元名义有效汇率升值了 27.7%，通过单一钉住美元，人民币也借助美元的名义有效汇率升值实现了人民币名义有效汇率升值 21.8%。1994-2002 期间，固定单一钉住美元的汇率制度之所以能够维持，人民币没有面临非常显著的升值压力，很大程度上是借助了美元升值实现了人民币升值。固定单一钉住美元的汇率制度虽然本身没有向均衡汇率调整的机制，但是借助美元升值的好运气，这个期间人民币名义有效汇率和真实有效汇率还是升值了，汇率制度也得以成功维持。

运气总归是运气。2002 年上半年开始，美元由强走弱，人民币借助美元升值实现自身升值机制不仅消失了，而且，人民币要跟着美元贬值一起贬值。这恰恰和人民币均衡汇率自身的运动趋势相背离。如果美元不再走强，当前固定单一钉住美元的汇率制度将使得人民币持续偏离均衡汇率的运动趋势，货币管理当局会面临内忧外患的局面：首先，不论是来自贸易项目的顺差，还是基于汇率升值预期的投机性资本，都会让货币当局的外汇占款急剧膨胀。冲销措施难度会不断增加而且最终也难以发挥作用。当然，如果货币当局牺牲国内货币政策，力保汇率，当前汇率持续的时间可能延长。但是这种通过牺牲国内货币政策保汇率政策的作用对于中国这样一个大国经济来说得不偿失。另外，贸易逆差国也会强烈反对中国的人民币汇率政策。在中国相对劳动生产率快速增长的作用下，如果汇率没有及时调整，贸易逆差国的贸易逆差会越来越大，这必然会引起贸易逆差国的反对。总而言之，在美元未来较长时间内不再持续走强的情况下，人民币在当前水平上的固定单一钉住美元制度难以长时间持续。

4.2.2 当前人民币汇率制度对人民币国际化进程的影响

固定单一钉住美元的汇率制度，对于人民币的国际化进程有利也有弊，与美元保持稳定的价值对于推动人民币在周边区域的使用发挥了积极意义，但是持续偏离均衡水平的人民币价值会破坏人民币平稳走向国际化。

（一）当前人民币汇率制度对于人民币国际化的积极影响

1. 人民币与美元的超稳定有力地保障了对外贸易与投资，有助于增加人民币的潜在需求

中国对外贸易与投资的快速发展是推动人民币走向国际化的根本力量。人民币与美元的

超稳定是过去十年内中国对外贸与投资发展的重要制度保障,对于人民币的国际化进程也发挥了积极影响。

2. 借助美元的影响,有助于增强外界对人民币的信心与使用范围

美元是国际清偿力的代名词,在世界经济范围的得到普遍认可,通过固定单一钉住美元,人民币更容易也得到国际社会认可。在香港、新加坡、东南亚其它地区,甚至是欧洲一些国家,人民币成了随处可见的"硬通货"。这离不开人民币和美元之间的超稳定的价值比率。

(二) 当前人民币汇率制度对于人民币国际化的不利影响

关键问题是当前的人民币汇率制度缺少人民币向均衡汇率方向靠拢的调节机制。持续偏离均衡汇率的人民币会引起市场对人民币的投机行为,不利于人民币平稳走向国际化。1994年至今,中国经济经历了翻天覆地的变化,但是人民币与美元的名义汇率保持非常稳定的水平,当前的汇率水平如果继续持续下去,显然会偏离均衡水平越来越远。偏离均衡水平的人民币汇率必然会带来市场上投机资本的冲击。2003年,市场普遍预期人民币升值,私人部门将大量外汇资产转换为人民币资产,一些国外资本还规避管制流入中国,2003年中国外汇储备的增长当中,经常项目与国外直接投资带来的外汇储备增长占不到外汇储备增量的一半,数百亿的外汇转换为人民币是出于人民币升值预期的投机行为。

短期来看,单一钉住美元的汇率制度对于推动人民币的国际化进程具有积极意义。人民币可以借助美元的国际影响力,受到周边国家的欢迎。但是,当前人民币汇率制度缺少人民币向均衡汇率水平靠拢的调节机制,持续偏离均衡水平的人民币汇率必然会引起市场对汇率的投机行为。短期内,人民币隐含的投机获利空间会激励更多投资者持有人民币资产,但是,这是以牺牲人民币资产安全行为代价的。从更长期的角度看,安全、富有投资价值才是推动人民币国际化的根本力量。

4.2.3 人民币汇率制度改革与人民币国际化

建立与中国经济发展相适应的人民币汇率制度,是中国对外贸易与投资可持续发展的保障,同时也是人民币平稳地走向国际化也是重要制度保障。由于国内金融市场发育较浅,还不足以支持完备、高效、类型齐全的外汇市场,因此,人民币汇率制度的改革必然是一个渐进过程,必须要有足够的微观金融市场支持才能逐步推进。

人民币汇率制度改革关键在于两个方面:首先,建立能够反映中国经济基本面发展需要的人民币汇率调整机制;第二,尽量减少由于汇率调整带来的宏观经济风险,尤其是对人民

币的恶性投机，或者是短期内产出水平的大幅波动。针对这两项要点，重估人民币价值伴以缓步引入区间浮动机制最适合当前的中国国情。

（一）重估人民币价值

在国内相对劳动生产率保持较快速度增长的基本经济格局下，一次性升值有助于纠正人民币相对于均衡汇率的持续性偏离，不仅可以帮助当前汇率制度持续更长的时间，同时也减弱了由于汇率失调给宏观经济稳定和部门间资源配置带来的种种不利影响。一次性升值的幅度或许是最受争议的问题。由于计算方法的差异，人民币偏离均衡汇率的幅度差异很大。综合各种估计，笔者认为 10-15% 的一次性升值比较适合。根据均衡汇率的理念，不可能非常准确地一次性将名义汇率调整到和均衡汇率相一致的水平上。相比之下，一次性将名义汇率调整到汇率高估的水平上要优于汇率低估的水平上。考虑到中国的相对劳动生产率变化趋势，人民币均衡面临长期升值趋势，一次性调整到汇率高估的水平上其实是兼顾了这种趋势，它更适合于未来的经济发展。另外，中国自改革开放以来，更多面临的是外汇短缺症，外汇剩余的富贵病仅是这几年才出现的问题。国家宏观经济管理当局对于治理短缺症状有丰富的经验和政策手段，而对于富贵病的处理无论是在认识上还是政策手段上都很缺乏。因此，从宏观经济管理政策空间层面上看，政府更适合于应付带有超调性质的较大幅度一次性升值。重估人民币价值对于推动人民币国际化有非常积极的推动作用。首先，人民币价值重估有利于让国际社会相信伴随中国经济的崛起，人民币未来会持续保持强势地位，这会增强国际社会对人民币资产的需求。其次，人民币价值重估让人民币回到了更靠近均衡汇率的水平上，有利于减少对与人民币的投机性冲击，有利于平稳推进人民币国际化进程。

（二）缓步引入区间浮动机制

一次性升值最终难以从制度上根本消除当前人民币汇率制度的缺陷，它不是调整当前的人民币汇率制度，而是在目前国内金融市场发育还不完善的阶段为采取更加灵活汇率制度赢得时间。从根本上完善人民币汇率制度的缺陷，最终还是要引入人民币汇率的浮动区间，实现真正意义上的有管理浮动汇率制度。有管理的浮动汇率制度能够反映真实经济基本面变化对汇率调整的要求，可以从根本上消除汇率失衡问题，但是这种制度必须有较发达的国内金融市场支持。

人民币汇率制度一旦走向浮动，首当其冲的问题是微观个体如何规避汇率风险。发达国家有期限结构完整的国内债券市场，因此很容易建立远期外汇市场，外汇市场上形成的价格也相对合理。但是在中国，国内债券市场处于初级阶段，各种利率期限结构的人民币资产价格还不完整。这势必难以形成合理的远期外汇价格。如果贸然引入汇率浮动机制，浮动汇率

形成的价格可能会持续偏离均衡汇率，汇率风险对于对外贸易和投资行为会带来毁灭性的打击。鉴于以上引入汇率浮动区间以后可能会面临的种种困难，当前进一步完善人民币汇率制度当务之急的工作主要有：（1）、合理放宽外汇交易环节方面管制，让更多能够反映真实经济需求的外汇供求方参与到外汇市场中去；（2）、加快建设和发展国内金融市场，尤其是利率期限结构完整的债券市场和种类齐全的外汇市场（包括外汇远期市场、期货市场、期权市场等）；（3）、继续加强短期资本流动的管理，严防投资性资本的冲击。

人民币汇率引入浮动机制，更大程度地保证了人民币向市场价值的回归，对于浮动汇率的管理，则消除了市场上短期的泡沫因素。除了中国经济实力的增加以及对外贸易投资的增长，这是对人民币成功走向国际化最有效的制度保障。

短期来看，当前单一钉住美元的汇率制度对于推动人民币的国际化进程具有积极意义。人民币可以借助美元的国际影响力，受到周边国家的欢迎。但是，当前固定单一钉住美元的汇率制度缺少人民币向均衡汇率水平靠拢的调节机制，这不利于人民币长期价值的稳定，并容易引起市场对人民币资产过多的投机行为。人民币走向最终的国际化，与其配套的必然还是具有浮动机制的人民币汇率制度，这样才能从根本上保障人民币资产的价值稳定，推动人民币资产成为可靠、安全的国际资产。

4.3 国内金融体系改革与人民币国际化

人民币可兑换、人民币汇率制度改革的进展对人民币的国际化进程有重要影响，但是以上改革的进展取决于中国金融市场的发展和金融体系改革的推进。人民币走向国际化对国内金融体系和金融市场的发展提出了更高的要求。反过来，国内金融体系改革决定了人民币的国际化能走多远。

为什么说人民币国际化需要国内金融体系的配合呢？举一个极端的例子，也许可以更加明确人民币国际化与国内金融体系之间的关系。人民币国际化意味着人民币在国外流通、使用甚至被借贷。国内人民币与国外人民币之间就存在套利均衡的问题。这意味着国内外的人民币利率水平必须保持大体一致，也意味着国外人民币的供需状况会影响国内货币供需。如果国际上人民币需求突然下降，则大量人民币可能涌入国内货币市场，国内就会出现货币供应过多，此时，利率就会下降，企业的贷款需求更容易满足，企业的融资结构也会随着发生变动，负债融资会更高，负债融资过高就会导致资产泡沫累积得更大，而通货膨胀预期和资产增值预期会带来更大的经济繁荣和资产泡沫。一旦国际上对人民币的需求反过来了，国际

人民币需求出现了强劲地回升，则国内货币供应就会减少，此时，利率上升，企业的贷款需求难于满足，负债融资比例下降，资产泡沫开始缩小，这时，预期变坏，资产泡沫可能面临破裂与崩溃，金融机构破产，经济陷入衰退。这种极端的情况并非不可能出现，而一旦出现，就会给国内经济造成巨大打击，甚至影响中国经济的长期增长前景。

可见，我们需要一个能够抵御人民币国际化可能导致的风险的国内金融体系。那么，到底需要一个什么样的国内金融体系做保障呢？

4.3.1 人民币国际化对国内金融体系的要求

显然，人民币国际化首先需要有一个健康的人民币发行、创造与控制体系，健康的人民币交易体系以及合理的人民币价格。

（一）健康的中央银行和存款货币银行体系。

一个健康的人民币发行、创造与控制体系意味着需要一个健康的中央银行和存款货币银行体系。

中央银行是货币发行的主体（财政部发行硬币，但硬币在货币发行总量中只占极小的部分），但是，中央银行对货币发行总量独立、有效的控制在一定程度上受到货币发行渠道和调控手段的限制。例如，如果中央银行允许财政直接透支的话，或者中央银行通过财政来发行货币的话，则财政赤字将直接由货币发行来弥补，财政状况就会在很大程度上影响中央银行的货币发行。在现代中央银行制度中，一般都不允许中央银行直接向财政透支，也不允许中央银行直接发放商业贷款，中央银行只能通过商业银行发行货币。在这种情况下，发行货币的渠道主要是对存款货币银行的再贷款或再贴现，以及公开市场操作。这样，存款货币银行的意愿和公开市场的规模和完善程度就会直接制约中央银行的货币发行与货币控制能力。中央银行完全可能出现想发行货币却发行不出去，想回收货币却难以回收的情况。

另外，在现代经济体系中，承担货币职能的已经远远不止中央银行发行的货币，在银行的存款成为货币之后，货币的范围已经大大拓宽了，银行还成了货币创造的主体。因此，中央银行即使能控制货币发行总量，也不一定能控制所有的货币供应量。存款货币银行在货币供应中发挥着巨大的作用。中央银行的操作要能准确地传导到存款货币银行的行为中，还需要一个完善的存款货币银行体系。存款货币银行必须对头寸敏感，对利率敏感，才能对中央银行的操作及时地作出反应。

（二）健康和完善的信贷市场、货币市场和汇兑市场。

一个健康的人民币交易体系意味着需要有健康和完善的信贷市场、货币市场和汇兑市场。

信贷市场直接联系着货币供需与实体经济。货币对实体经济的冲击也往往始于甚至最终表现在信贷市场上，因此，信贷市场的健康完善与否直接决定了国内金融体系对国际冲击的承受能力。信贷市场的健康完善与否主要体现在四个方面：

（1）信贷机构（主要是商业银行）的健康与完善程度，主要表现为信贷机构是否能在利润目标下有效地控制信贷风险。一些非利润目标显然会干扰信贷机构的信贷行为，此时需要针对特殊目标设立一些政策性银行。

（2）信贷机构的信贷行为能否得到有效的监管。

（3）贷款需求单位的预算软约束问题、道德风险和逆选择问题能否得到抑制。

（4）信贷市场是否存在制度上的市场分割，使得在某些领域或某类性质的企业存在信贷供应过剩，而在另外的地方却存在需求无法满足的情况。

货币市场尤其是银行间货币市场是货币供需的集中反映，是银行短期头寸的调控市场，也是中央银行公开市场操作的主要场所。货币市场的健康完善与否主要体现在货币市场规模、品种上与市场的统一程度上，反映在货币市场能否形成完整有效的收益率曲线上，反映在货币市场能否真正反映存款货币银行的头寸供需上。

汇兑市场主要是外汇市场和人民币可兑换的问题，这些对外金融问题在本专题的上两节中讨论，这里不再赘述。

（三）合理的利率水平和汇率水平。

一个合理的人民币价格意味着需要一个合理的利率和汇率。合理的利率首先必须是一个市场化的利率，其次必须有一个完善的利率期限结构和品种结构，再者，需要多种投资渠道，以便货币持有人能够合理地进行资产组合选择，而不使过多的货币追逐少量的资产，从而在某些领域形成畸形的资产回报率。汇率问题在上一节已经得到了充分讨论。

（四）规模较大的国内金融市场

另外，人民币国际化需要一个相对来说足够大的国内货币与金融市场，以便缓冲和吸收国际市场的冲击。人民币国际化以后，国内货币与金融市场必然受到国际市场的冲击，因此，最大程度地缓冲和吸收国际市场的冲击是首先要考虑的问题。事实上，如果频繁受到国际市场的干扰，那么人民币国际化显然是得不偿失的。如果相对于国际市场而言，国内的货币与金融市场有足够大的规模时，就不会出现国内货币与金融市场受国际市场的影响，而是国内货币与金融市场决定国际市场的变化。

4.3.2 中国目前金融体系存在的主要问题

根据以上所述人民币国际化所需具备的国内金融条件,发现中国目前的金融体系还存在以下问题:

(一)货币发行机制还不完善,中央银行还缺乏足够的手段独立无障碍地控制基础货币。一个典型的例子就是 2003 年外汇储备过快增长对货币政策操作造成的现实困难。

从中央银行的资产负债表来看,外汇储备的增长一般也同时体现为银行准备金的增加(外汇资产增值部分除外),而银行准备金是基础货币的组成部分,因此,外汇储备的增长就意味着基础货币的增加。中央银行为了防止基础货币增加对货币供应造成的影响,一般可以通过调整资产负债项目来进行冲销。冲销可以通过减少资产来实现,也可以通过增加基础货币以外的负债来实现。在中国,前者主要是通过减少国债持有量或再贷款和再贴现余额来实现,后者是中央银行通过发行票据来实现。

从目前的情况来看,中央银行的冲销非常成功。2003 上半年,外汇储备增长 600 亿美元,折合近 5000 亿元人民币,但银行准备金反而减少 2800 亿元人民币,基础货币减少 2900 亿元人民币。可见中央银行的冲销使得外汇储备的增加并没有带来基础货币扩张。

不过,虽然目前的冲销很成功,但冲销政策不具有可持续性。中国人民银行可以利用的冲销资产主要包括国债、对商业银行的再贷款和再贴现。事实上,2002 年末,人民银行对政府和商业银行的债权总和仅为 12800 亿,约 1500 亿美元,可见冲销资产非常有限。目前,人民银行使用央行票据(央行负债)进行冲销。央行票据虽然可以无限制地发行,但是票据是有利息成本的,随着票据规模的增大,中央银行需要付出的利息成本就越高。票据利息成本反映了冲销的代价。由于中央银行利润需要上缴财政,因此,利息成本最终需要由财政来承担。如果利息成本由中央银行自身负担,很容易影响中央银行作为货币政策决策和执行机构的独立性。如果考虑用相应的外汇资产收益来弥补票据利息成本,则将影响到中央银行未来对汇率政策的使用,因为若人民币升值,则外汇资产的人民币价值会降低,这样,就会使票据发行出现亏损。

由此可见,用央行票据来进行货币政策操作并非长久之计。从长远来看,中央银行应该通过资产项目来进行货币政策操作,而不应该通过基础货币以外的负债项目来进行操作,因为资产项目能带来收益,货币政策操作不会使中央遭受损失,只是收益大小而已,而负债项目则会增加成本,可能使中央出现亏损。但是,目前中央银行掌握的可供货币政策操作的资产太少,而在公开市场上是不能随便购买资产的,即使能购买,可供购买的资产也不多。

（二）作为货币创造主体的存款货币银行体系还不能灵敏地反映利率的变化和中央银行的意图，同时，抵御风险的能力也不强

2003 年上半年货币供应量（M2）增长 21%，而同期基础货币却减少了，说明货币扩张并不是基础货币扩张造成的，而是因为货币乘数的变化造成的。货币乘数主要取决于现金存款比率和银行准备金率。现金存款比率从 2002 年 6 月末的 0.099 下降到了 2003 年 6 月末的 0.091，银行准备金率从 2002 年 6 月末的 0.122 下降到了 2003 年 6 月末的 0.095，这说明银行准备金率下降是货币乘数增大的主要原因。银行准备金率由法定准备金率和超额准备金率两部分组成，法定准备金率在这段时间均没有发生变化，可见货币乘数的变化主要是由超额准备金率的变化造成的。超额准备金率的变化反映了商业银行自主地资产负债调整，也说明 2003 年上半年的货币供应量快速增长主要是由商业银行的贷款扩张所引起，而不是中央银行通过基础货币在进行货币扩张，同时也说明中央银行对货币供应的明显紧缩意图不能准确地反映在存款货币银行的行为上，中央银行紧缩货币所产生的货币市场利率变化也不能明显地影响存款货币银行的贷款行为。

这一问题主要与四大国有银行占绝对主要地位的中国存款货币银行结构有关。四大国有银行的治理结构和内部管理还不能兼顾风险管理和正常经营之间的关系。在 1997 年亚洲金融危机以后，四大国有银行过分强调风险，实行贷款终身负责制，不良贷款的主要责任人要下岗清收，在风险控制的目标下，出现了“惜贷”等现象，中央银行在通货紧缩时期的货币扩张意图不能影响存款货币银行的行为。而近年来对降低不良资产率目标的追求，又出现了通过扩大贷款增加分母的办法，于是中央银行的紧缩意图也不能影响存款货币银行的行为。另外，四大国有银行的还背有巨大的历史包袱，过高的不良资产率，过低的资本金比率以及不健全的监管体系，这些因素使得中国的存款货币银行系统不具备抵御风险的强大能力。

（三）信贷市场还存在明显的分割

我们至今没有解决的重要问题是，目前中国的信贷市场上还存在明显的分割现象，非国有经济、中小企业的融资难以得到满足。这种现象的后果是，在优质国有企业、大型企业间存在过度的资金供应，银行的竞争非常激烈，利率一直被压在贷款利率的浮动下限，而在非国有企业、中小企业间则存在信贷短缺，一方面使得这些企业的贷款需求得不到满足，另一方面也使得对这些企业的利率一直较高，同时也助长了没有纳入监管体系的民间的、地下的融资渠道的滋生。

（四）货币市场也存在分割现象，还不能形成基准利率

货币市场的分割主要表现为银行间债券市场与交易所的债券市场没有统一。这两个市场

不仅市场形式上没有统一，银行间债券市场通过中央国债登记公司进行交易，交易所市场通过上海证券交易所和深圳证券交易所进行交易，而且交易主体也没有统一，银行间市场的交易主体主要是商业银行和部分非银行金融机构，而交易所市场的交易主体主要是证券公司、非金融企业和居民。这种分割的货币市场就会出现分割的债券供需，出现分割的债券到期收益率，从而也使货币市场不能形成统一的具有指导意义的基准利率。

另外，货币市场上的交易主体和交易品种太少。交易主体少，使货币市场不能完整及时地反映全社会的货币供需状况，而只能反映部分交易主体的货币供需状况；交易品种少，使货币市场不能形成完整的收益率曲线。

（五）利率还没有完全市场化，利率体系还不完善

中国的利率市场化虽然正在稳步推进，但是任务还很艰巨。首先是货币市场分割，不能形成基准利率和统一完备的收益率曲线，其次是存款准备金的高利率干扰了整个利率体系的形成与完善，第三是贷款利率虽然浮动范围已经再一次扩大，但依然有上下限管制，第四是除协议存款外，其他存款利率还处于严格的管制之中，第五是信贷市场的分割使得信贷市场利率不能统一。这些情况使得中央银行对利率的调控还不能影响整个利率体系。譬如，中央银行试图提高利率紧缩货币，实际上只能减少优质大企业的贷款需求，而可能增加商业银行对非国有企业、中小企业的贷款供给，使非国有企业、中小企业原本满足不了的贷款需求得到满足，短边规则告诉我们，利率提高以后，商业银行对非国有企业、中小企业的贷款会增加。因此，从总体上来说，央行提高利率紧缩货币可能不能减少货币扩张，甚至还可能引起货币扩张。反过来，如果中央银行降低利率扩张货币，则有可能降低商业银行对非国有企业、中小企业的贷款供应，因此，有可能反而会出现货币紧缩的后果。这种情况使得利率不能反映正常的货币供需状况，也使得中央银行实际上无法通过利率手段来调控宏观经济。

（六）资本市场还不够健康

资本市场是居民和企业进行资产组合选择的重要场所，资本市场的健康与否对资本回报率进而对利率具有十分重要的影响，也对居民和企业选择人民币资产和外币资产之间的选择有重大影响。中国的资本市场尤其是股票市场虽然在近十年来取得了长足的发展，但是还有许多不健康之处。

首先表现在中国股票市场上市盈率过高的现象上。市盈率虽然是市价与当前每股收益的比率，但实际上市盈率反映的资本市场的贴现率和上市公司利润的长期增长状况。

假设股票的市场价格为 P ，每股收益为 E ，假设未来收益率年均比目前增长固定比率 g ，贴现率为 r ，则市盈率为：

可见,市盈率取决于贴现率与未来收益增长率。未来收益增长率反映了对预期收益的判断,而贴现率实际上是资本市场长期收益率的反映,或是投资者对投资的平均报酬率的判断。市盈率的变化要么体现在未来收益增长率的变化上,要么体现在贴现率的变化上,或者两者兼而有之。因此市盈率过高反映了过低的贴现率和过高的利润增长前景。

事实上,中国的上市公司整体状况不佳,而且长期增长潜力也有限,中国经济虽然具有巨大的增长潜力,但是中国的"微软"或者"可口可乐"这种和市场一起成长空间巨大的企业还没有上市,因此,中国的市盈率过高主要是反映了过低的贴现率。

贴现率过低就说明中国资本市场的长期收益率极低,也说明了中国的资本市场事实上不能完全反映投资收益的风险贴水,资产的风险价格就不能得到正确反映。这样,人民币资产的收益率就会出现扭曲。

贴现率过低的一个重大原因是过多的资本追逐过少的股票,或者说是投资渠道的缺乏。

另外,中国股票市场的国有股问题至今没有得到妥善解决,这也是资本市场不健康的一个重要因素。

(七) 货币市场和证券市场的规模还不够大

货币市场规模不够大的重要标志是中央银行在货币市场上缺少足够的资产工具来进行货币政策操作。这使得中央银行连国内的货币冲击都难以有效地无障碍地消化,更何况人民币国际化以后的经常性的国际冲击。

证券市场规模不够大的重要标志是中国居民还缺少足够多的投资渠道,仍然存在过多的资金追逐过少的证券的现象。实际上,中国还有众多的证券品种没有开发和使用。譬如,住房抵押贷款证券。这种证券能够吸纳大量的资金,也能有效的增强商业银行抵御风险的能力。

4.3.3 为实现人民币国际化需要完成的国内金融改革

比较前述人民币国际化所需要的国内金融条件和中国目前金融体系中存在的问题,发现要实现人民币国际化还需要完成以下金融改革。

(一) 发展货币市场、尤其是国债市场,完善货币调控的基础市场

发展货币市场的关键是统一银行间债券市场和交易所债券市场,增加国债品种,增加旨在进行货币政策操作的债券发行量,增加货币市场的交易主体。

(二) 健全存款货币银行体系,完善银行监管,使银行能够灵敏地反映利率变化和人民币供需变化

健全存款货币银行体系首先要加快国有商业银行改革,完善国有商业银行的治理结构,

加强国有商业银行内部管理，降低不良资产率，增加资本充足率。其次，要完善银行监管框架。第三，要发展为非国有经济和中小企业提供融资服务的银行机构或产品。使信贷市场不再存在制度性的分割和扭曲。

（三）发展和完善证券市场

发展和完善证券市场需要增加证券投资品种和投资渠道，使人民币不要过多的集中于银行系统或有限的、还不成熟的股票市场，同时，提高上市公司质量，加强上市公司的监管，解决国有股的流通问题。

（四）推进利率市场化进程，完善市场化的利率体系

首先要取消超额准备金的利率，完善货币市场，使货币市场能形成基准利率和完整的收益率曲线，其次，逐步放开贷款利率并继续推进存款利率的市场化，消除信贷市场的利率扭曲，使货币市场的利率变动能够及时准确地传导到实体经济经济。

（五）增大金融市场规模

增大金融市场规模是为了使国际冲击不致于影响国内市场，而使国内市场成为国际市场的参照系。增大金融市场规模需要循序渐进，协调经济发展的需要，既不能过快发展，也不能过于滞后经济发展水平，同时，要考虑增加证券品种和进行金融创新。

从以上的分析我们可以得出，人民币国际化需要一个健康的人民币发行、创造与控制体系，健康的人民币交易体系以及合理的人民币价格。这就意味着人民币国际化需要一个健康的中央银行和存款货币银行体系，健康和完善的信贷市场、货币市场和汇兑市场，以及合理的利率和汇率，同时还需要一个相对来说足够大的国内货币与金融市场，以便缓冲和吸收国际市场的冲击。

但是，中国目前的金融体系还存在很多问题：货币发行机制还不完善，中央银行还缺乏足够的手段独立无障碍地控制基础货币；作为货币创造主体的存款货币银行体系还不能灵敏地反映利率的变化和中央银行的意图，抵御风险的能力也不强；信贷市场还存在明显的分割；货币市场也存在分割现象，而且不能形成基准利率；利率还没有完全市场化，利率体系还不完善；资本市场还不够健康；货币市场和证券市场的规模还不够大等。

为此，要实现人民币国际化还需要完成以下金融改革：发展货币市场、尤其是国债市场，完善货币调控的基础市场；健全存款货币银行体系，完善银行监管，使银行能够灵敏地反映利率变化和人民币供需变化；大力发展和完善证券市场；推进利率市场化进程，完善市场化的利率体系；扩大金融市场规模等。由此看来，人民币的国际化进程肯定是一个循序渐进的过程，国内金融改革的进程在某种程度上将决定人民币国际化的步骤和总体战略。

4.4 亚洲货币和金融合作与人民币国际化

以上，从国内经济的角度分析了未来如何创造人民币国际化的条件，减少人民币国际化过程的风险，实现人民币对其他货币的替代。显然，货币国际化过程中必然受到国内的改革和金融市场发展的约束，国际化的步伐需要与整体经济改革合拍。同时，需要注意的是，目前在周边国家和地区已经出现的人民币兑换其他货币的市场，以及一定程度上人民币对周边货币的替代是市场力量自动推动的结果，因此，人民币的国际化将首先在周边国家和地区国际化（区域化），然后逐步实现对其他货币的替代。随着人民币国际化进程的推进，人民币必然会成为亚洲金融市场的交易资产，以人民币计价的资本的流动性会大大提高。有效控制风险成为保证资本市场的良好运行的重要因素。人民币国际化范围的扩大也是中国经济规模扩大，中国与亚洲各经济体贸易和金融交易增加的必然结果，因此，增加中国与周边国家的贸易机会，扩大贸易规模对人民币国际化走向更高阶段就具有特别重要的意义，这要求中国要开展与亚洲的经济合作，尤其是贸易和金融合作。同时需要指出的是，随着中国在亚洲的贸易规模的扩大，中国经济政策的在该地区的外部性也会增加，中国和其他国家之间的宏观经济政策协调也是必要的。

因此，人民币国际化因此，在人民币在周边首先走向国际化的战略需要中国把人民币的国际化与亚洲货币与金融合作联系起来，把市场的力量和宏观管理，以及政府之间合作结合起来。

4.4.1 在清迈协议的框架下继续积极推进亚洲货币和金融合作

东盟 10+3 框架的提出和清迈协议的具体实施，表明了东亚地区进行区域金融合作的信心。虽然清迈框架下的双边货币互换协议是对可能产生危机的国家提供的紧急援助，只是货币合作的初级阶段，但是这一进展起码说明了各方对亚洲货币和金融合作的基本立场和态度，为进一步的合作铺平了道路。在清迈协议框架下，中国的态度是非常积极的，目前中国已经和日本、韩国、马来西亚和泰国签订了双边的货币互换协议，中国已经成为这一合作框架下的主角。这一主角作用的发挥增强了中国政府的公信力和亚洲国家和经济体对未来中国经济的信心，对提升人民币的国际化地位非常有利。因此未来，中国还要继续清迈协议下唱主角。

亚洲的货币和金融合作不可能停留在初级的合作形式上。更高级的合作形式是宏观经济

政策对话，货币基金和汇率协调机制的建立。从我国的国家利益出发，具体采取和推进哪一种合作形式，要取决于中国对合作的需求和供给。

4.4.2 中国经济增长环境的变化需要与亚洲国家紧密合作

如果未来我国整体宏观经济的目标是促进经济的可持续增长，我们必须要考虑新世纪我国经济的内外增长环境。与过去的 20 年相比，中国本世纪的外部环境已经发生了巨大变化。如果以促进经济增长为最终目标，从市场需求的角度，未来促进中国持续经济增长的原则应该是：第一，立足国内市场，中国主要是内需为导向的经济体。中国的国内市场是相当庞大的，中国应该积极的培育和促进国内市场的发展，克服消费需求和投资需求约束。第二，充分利用国际资源。对外开放一直给中国经济注入了活力，未来时期，我国应该继续推动对外贸易的发展，对外贸易的发展应该与培育中国企业国际竞争力联系起来。鼓励国内企业“走出去”，培养其适应市场经济的能力，使之走向成熟。中国要保持国内市场对国际资本的吸引力。在相当长的时期内，吸引外资仍然是促进我国经济增长的主要战略。所以，中国必须要完善国内的金融市场，加快国内金融市场的改革。

但是，中国经济增长的过程也面临诸多不确定因素。首先是由于经济规模的扩大和经济强劲增长使中国越来越具有大国经济的特点，中国经济政策的施行对其他国家产生负的外部效应。比如出口的扩大可能引起出口方向相同国家的不满和报复，这可能会增加与该类国家之间的经济摩擦。贸易顺差的扩大也可能导致逆差国的贸易保护主义。其次，国际资本的不规则流动可能给本国和邻国带来冲击。发展中国家普遍实行了吸引外资的政策，但是国际资本的不规则流动会给本国经济造成损害。虽然中国目前资本账户没有实现自由化，但是国内金融市场的开放需要资本流动的稳定。所以，吸取亚洲金融危机的教训，发展与某些国家之间的货币合作，维护金融稳定是必要的。同时，不排除某些国家采用贬值策略扩大出口。本币贬值向来是小型开放型经济促进出口的重要手段。如果一国贬值，可能因为贸易方面的传染效应导致其他国家的货币也贬值。在经济全球化的过程中，这对各国都是有害的。所以，为实现在经济全球化过程中中国经济的快速增长，中国应该倡导货币合作，避免传染效应对各国造成的损害。

因此，中国经济的强劲增长会使中国越来越具有大国经济的特点，为了创造中国经济增长的国际环境，中国需要参与国际经济合作。只有实现强劲的经济增长，人民币国际化才有基础，才有未来。

4.4.3 积极探讨高层合作形式

促进人民币的国际化也是为中国的发展和壮大创造良好的外部环境。中国入世后，金融服务领域的放开，人民币资本项目实现可兑换的情况下，中国对东亚货币与金融合作的收益最大。由于中国在东亚地区越来越具有大国经济的特点，经济规模的扩大，资本账户的开放和人民币在周边地区的流通与使用，将促使中国积极地参与该区域内的高层次的货币合作。

（一）倡导东亚各国宏观经济政策对话

中国大国经济的特点，以及中国与亚洲国家之间日益紧密的贸易和投资关系，人民币目前在周边的流通和兑换，都说明东亚各经济体的经济周期可能会更加一致，各国经济政策的执行将对其他伙伴产生外部效应。因此，在现阶段，中国可以提倡各国开展宏观经济政策的对话。这些应该涉及财政和货币政策的执行，产业政策的实行，贸易和投资政策的执行等方面。各国应该开诚布公地进行以上政策的对话、谈判和磋商。这不仅有利于团结亚洲各方，也有利于克服区域内可能产生的不对称冲击对区域经济的损害。这一游戏需要领导者，中国应该从本国利益和区域利益的角度做亚洲政策对话的积极倡导者。

（二）酝酿建立亚洲货币基金建设性建议

亚洲货币基金的想法由来已久，这一想法首先是日本在 1997 年亚洲发生危机后提出来的，但是由于当时各国不能够认识到自己在亚洲货币和金融合作中的成本和收益，因此，包括中国在内都没有明确地表明自己的立场和态度。但是，随着亚洲经济一体化步伐的加快，各方都认识到区域经济合作将给自己带来的收益。因此，重提亚洲货币基金的构想将会受到各方的拥护，而且目前亚洲的美元储备充足，利用率又较低。基金相当于亚洲的公共物品，因此各方都会从本国从公共物品需求的角度表达自己对基金的偏好，这一偏好决定各方愿意出多少基金。虽然 中国目前实行有限的资本项目管制，实际上，资本项目已经相当开放。中国应该吸取亚洲金融危机的教训，把防范未来的金融风险考虑到我们合作的框架当中，中国可能是亚洲金融稳定的较大受益者。因此，我们可以提出建立亚洲货币基金的计划，甚至是具体构想，至少对亚洲货币基金的建立采取积极认真的态度。

（三）发挥中国在东亚汇率协调机制中的作用。

汇率协调机制的建立是亚洲货币和金融合作的高级阶段，亚洲货币之间的汇率稳定有利于亚洲的金融安全和金融市场的发展。在报告的第一部分，我们分析了亚洲目前的经济一体化程度和开放程度，并且提出了亚洲区域内汇率稳定的需要。中国在亚洲汇率协调机制中的作用不仅涉及人民币汇率制度改革，而且还关系到实现人民币国际化具体路径。

1. 区域汇率协调机制的目标

作为区域间汇率协调机制目标的汇率稳定有两种含义。一是区域内各成员国货币之间的汇率稳定；二是区域内各成员国货币汇率的总体稳定性。前一个目标往往放弃成员国与非成员国之间的汇率稳定性，如欧洲货币机制（EMS）。在欧洲货币机制内部，各成员国的货币与欧洲货币单位（ECU）之间保持大体稳定的汇率，从而成员国之间也能保持大体稳定的汇率。但是欧洲货币单位相对于欧洲货币机制以外的货币则是浮动的，因此，各成员国货币与非成员国货币之间的汇率也是浮动的。后一个目标则追求各成员国货币汇率的总体稳定性，而不会刻意追求成员国之间汇率的稳定性。当然，这两个目标有时候可以兼顾。如果汇率协调机制的区域范围包括世界所有国家，则这两个目标是统一的。

一般来讲，从相对意义上说，汇率协调机制的目标是在保持区域内各成员国货币之间汇率稳定的基础上，尽量追求区域内各成员国货币汇率的总体稳定性。

从亚洲各国的汇率制度发展来看，亚洲一直存在形形色色的汇率安排。在布雷顿森林体系下，大部分东亚经济体是实行固定汇率制度。直到 60 年代初，马来西亚和新加坡一直实行的是货币局制度。香港则把货币局制度一直执行到 1972 年布雷顿森林体系崩溃。泰国实行固定汇率制度，但是较少的外汇管制。印度尼西亚和菲律宾在固定汇率制度时期，经历了多次货币波动。当在 60 年代出现危机时，其货币都实行过浮动。当形式稳定后，其货币又固定在贬值后的汇率上。韩国也实行固定汇率制度，其货币出现定值过高，因此一直实行外汇管制。从 60 年代后期起，其经济政策逐渐开始改革。布雷顿森林体系崩溃后，亚洲新型的经济体的汇率制度相应做了调整，它们的货币钉住美元，而美元对其他货币浮动。港币在浮动了 10 年之后，从 1983 年起实行钉住美元的货币局制度。印尼盾对美元固定，但在 1986 年的贬值之后，实行按通胀调整的向下的爬行制。直到 1990 年中期，新加坡和马来西亚都采取一篮子钉住制。泰国始终钉住美元，而菲律宾则大体采取钉住制。但在危机的压力下，有时贬值，有时浮动，有时又钉住按贸易加权的一篮子货币。南朝鲜圆在大部份时间内都钉住美元。但在八十年代中后期出现国际收支盈余时，韩元曾升值并曾试验性地在政府大量干预的情况下实行过浮动。

到九十年代中期，亚洲新兴经济体所实行的，实际是美元本位制 (McKinnon, 2000)。其中，除香港实行货币局制度之外，其余实行的，也可以说是可调节的“软”钉住制。

同期，东亚新兴经济经历了长期的繁荣。在汇率固定和资本项目开放的情况下，这些国家缺少有效的调节手段，来处置由长期繁荣引起的不平衡。随着 1995 年以后美元的升值，东亚货币也相应升值，削弱了这些国家的竞争能力。为此，一些国家开始收紧货币政策，提

高利率。而固定汇率制加上高利率，对外国投资者极具吸引力，因而资本流入增加。这反过来又抵消了货币紧缩的效应，加剧了经济过热。这对东亚金融危机后来的爆发起了推波助澜的作用。Nicolas (2000) 指出，亚洲新兴市场国家的钉住汇率制，为银行和企业提供了很强的诱因去从事国际借款，同时又提供了负诱因(disincentive)，阻止银行和企业进行对冲活动(hedging operations) 以避免风险。结果，导致这些国家积累了大量期限错置和货币错置的金融资产，在金融上变得很脆弱。另一方面，日益僵硬的钉住汇率制，销蚀了这些国家的竞争力，拖慢了出口增长，于是市场评估趋于不利。这些因素最终促进了亚洲经济危机的积累和爆发。金融危机以后，泰国、菲律宾、印度尼西亚宣布实行自由浮动汇率，新加坡宣布实行有管理的浮动汇率，而马来西亚在经历了汇率大幅度波动以后，于 1998 年 9 月，又回到钉住美元的汇率制度，至今保持 1 美元兑 3.8 林吉特的汇率。加上日韩的自由浮动汇率制度，亚洲国家之间几乎没有维持汇率稳定的制度安排。

2. 人民币汇率在亚洲汇率协调机制中的作用

由于中国在亚洲国家的贸易中占很大份额，而且随着中国经济高速增长和对外贸易快速扩张，中国在亚洲国家的贸易比重还会进一步提高，因此，亚洲国家汇率对人民币的汇率稳定将是亚洲国家汇率制度选择的一个重要任务。

要考察人民币汇率在亚洲汇率稳定中的作用，首先应该考察中国与亚洲其他国家贸易结构之间的关系。姚枝仲(2003)用贸易专业化指数测量的结果表明，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国以及韩国与中国的对外贸易存在竞争关系，而日本和新加坡与中国的对外贸易存在互补关系；用竞争压力指数测量的结果说明了，中国与亚洲其他主要国家之间的竞争压力是不对称的。除日本外，中国对亚洲其他国家造成了很大的竞争压力，而亚洲其他国家只对中国造成了较小的竞争压力。在理论上，我们可以认识到，竞争关系越强的国家，对汇率变动越敏感，汇率波动带来的危害越大，因此，竞争关系越强的国家，对汇率稳定的要求也会越高。竞争压力的不对称也带来了双边汇率稳定性要求的不对称。中国与亚洲其他国家之间的竞争关系表明，除日本以外，亚洲其他国家对其货币与人民币之间的汇率有很强的稳定性要求，或者说，人民币汇率的稳定对于维持亚洲其他国家货币汇率稳定有极其重要的作用，但是，亚洲其他国家货币对人民币的汇率却并不是维持人民币汇率稳定的主要因素。竞争压力的不对称以及由此带来的对双边汇率稳定性要求的不对称，使中国在亚洲汇率协调机制中处于一种非常有利的地位，也使中国在亚洲汇率稳定当中有十分关键的作用。

维持亚洲其他国家货币对人民币汇率的稳定是实现亚洲汇率稳定的前提之一，也将是亚洲汇率协调机制成功的重要条件之一。但是，只有人民币相对于其他主要货币的汇率保持稳

定，才能使人民币在亚洲汇率协调机制中产生中坚作用。如果人民币频繁大幅度波动，不仅无益于亚洲汇率稳定，也将使人民币落到和日元一样的地步--尽管重要，但对亚洲汇率稳定难有作为。危机后部分亚洲国家又出现了钉住美元制的复归，同期人民币事实上钉住美元，亚洲汇率机制处在自发的协调状态。但是，长期来看，这中自发的安排是不持久的。中国需要建立一种汇率安排既有利于中国，又有利于亚洲汇率的稳定。人民币将会放弃钉住美元制，而增加灵活性，实现真正的有管理浮动，人民币可以尝试区间浮动汇率制度，即保持较高的弹性，又可以保证汇率的稳定性。

另一方面需要注意的是，汇率的协调和合作是集体问题，因此应该让各方明确汇率稳定的好处。而且稳定本地区货币之间的汇率也应当按照循序渐进的方式进行。在区域水平上，应当加强汇率政策对话，让各国相互理解对方汇率政策的依据，并就重大的汇率政策调整做出通报；其次，应当通过单独或者共同研究：澄清本地区汇率政策对于各国及地区经济贸易发展的作用及局限，突出稳定汇率的好处；发现各经济体货币之间汇率的合理水平；设计、比较稳定汇率的各种政策或机制、汇率平价的调整机制、以及可能需要的相应的资金支持机制（如某种形式的汇率稳定基金）。最后，可以根据实际条件，分步骤地稳定亚洲各国货币之间的汇率。例如，可以先稳定一部分亚洲国家货币之间的汇率，再吸收其它亚洲国家货币加入该汇率稳定机制。

人民币参加区域汇率协调机制对人民币的国际化是有利的，人民币汇率的稳定，人民币对其他货币的汇率稳定，都将有利于人民币提高在周边国家和地区的信誉。而且，区域汇率协调机制的建立可以一定程度减少人民币国际化过程中的金融风险，加固人民币国际化的基础。

（四）积极参与亚洲债券市场的建设

从美元、马克和日元的国际化进程的分析中我们知道，美元能够作为国际交换单位的力量来自于以美元来运行的国际资本市场。采取各种措施，推动在亚洲地区更多地使用本地区货币，既是亚洲金融合作的持久性任务和最终目标之一，也是推进这一进程的开端性任务，同时也是支持亚洲债券市场发展的基础性条件。在目前阶段，应当为扩大亚洲货币在区内贸易及投资活动中的接受程度奠定基础。由于目前中国大国经济特点的形成、与其他国家相似的外部经济的结构特点，以及人民币在亚洲地区所获得的信誉，因此，亚洲债券市场的发展以及亚洲金融合作均离不开中国的积极参与。但是，由于中国金融基础设施极其薄弱，在较长的时期中，中国很难实际参与这一过程。为了解决这一矛盾，中国可以考虑借助香港的窗口，以某种方式利用香港已有技术，帮助发展人民币债券或其他币种债券市场。进一步，

通过香港发达的基础设施及其同亚洲其他国家以及全球金融体系独特的联系,为人民币和其它货币的银行同业支付交易设立一个即时支付系统。

4.4.4 推进人民币区域化,在周边国家和地区创造更多的贸易机会和投资机会

在上述分析中,我们强调中国应该把人民币的国际化 and 亚洲货币金融合作中联系起来,在合作中提升人民币的地位。同时我们还要强调,人民币的国际化要有载体,由于目前在亚洲不存在以人民币计值的资本市场,因此中国应该选择其他的载体。我们认为,由于在较长的时间内,人民币的境外流通只能限于中国的周边国家和地区,人民币国际化的战略应该定位在区域化,区域贸易和投资是人民币国际化的主要载体。

以贸易和投资来带动人民币的区域化进程是我们的主要战略之一。我们应该充分地利用与周边国家和地区的贸易增长机会。在中国加入世界贸易组织之后,中国将会给周边国家和地区带来更多的商机,这是发展双边贸易的好机会。

(一) 以贸易带动人民币国际化

中国应对中国与周边国家和地区形成的贸易差额和合法交易,承诺人民币与美元的可兑换,把由于双边贸易(包括无形贸易)形成的货币结算和兑换纳入整个金融服务渠道中来。为了增加双边贸易结算的安全性,应该逐渐地与一些贸易量比较大的贸易伙伴签订官方之间的结算和支付协议。目前,我国在这一方面已经做出了努力。我国已经和越南、蒙古和尼泊尔签订了双边的边境地区银行结算与合作协议,尤其是尼泊尔已经同意中国公民入境旅游勿须用美元兑换当地货币,在当地的所有商业银行可以用人民币直接兑换当地货币;中尼双方的贸易往来可以用人民币结算。最近中国已经同意同巴基斯坦的进出口可以使用人民币,其他的周边国家和地区也可以探索这种形式,健全与周边国家和地区的国际结算渠道。

(二) 在境外投资方面,中国政府应该鼓励中国企业"走出去",在东南亚地区投资建厂,可以用人民币进行直接投资

随着我国经济的高速增长和企业实力的增强,中国企业在东盟的投资也逐年增长。截至2001年底,中国共在东盟国家投资项目740项,项目总投资10.91亿元,其中中方投资6.55亿元。中国企业有更大的潜力发展在东盟地区的投资与合作。为了促进对外投资,中国政府可以适当地对境外投资给予信贷便利,允许以人民币投资,把人民币的在区域内的功能开展到项目融资。提高审批项目的低限,将需要审批的低限定在较高水平,限额以下的项目或

实行认可制，或可自由向境外投资。

4.4.5 发挥香港在人民币区域化方面的作用

人民币境内外流通的稳定不能离开金融中介的作用。由于中国国内金融市场发展不完善，全面资本管制的放松不会在短期内完成；由于中国经济的高速增长，资本账户开放的速度和对人民币需求的速度不一致，必然会出现对货币的离岸中心的需求；由于香港与大陆之间天然的经济联系，以及香港在东南亚地区金融中心的地位，中国可以在香港首先进行试验，把香港培育成人民币的离岸中心。1993 年后，人民币已经在香港获得了广泛的接受性和使用，为香港居民持有人民币提供便利也成为必须。2002 年，香港银行表示接受人民币存款的建议，这为香港成为人民币的离岸中心铺平了道路，并且也会进一步发挥香港作为主要金融中心的作用。2003 年 11 月 19 日中国人民银行和香港金管局签订了备忘录，香港银行获得批准在港办理个人有关的人民币业务。同时中国人民银行发布公告，为香港银行办理人民币业务提供清算和回流机制，并规定相关银行的人民币存款利率。香港银行将很快为个人提供人民币存款、兑换、汇款和银行卡四项人民币业务。这样香港将真正成为人民币国际化的试点，香港银行积累的经营人民币业务的经验将有助与未来香港发展人民币业务离岸的中心。

4.5 小结

以上我们分别从人民币资本项目管理，人民币汇率制度改革，国内金融市场的建设，以及与亚洲的经济合作四个方面分析了人民币国际化的条件和战略。人民币国际化市场力量推动的结果，政府的角色是为这一进程提供制度的保障，减少人民币国际化对中国经济带来的风险，获得人民币国际化的潜在收益。从该部分的分析中，我们能够做出以下判断。人民币的国际化是一个系统的工程，它取决于中国整体经济改革的进展，各项宏观经济政策的组合和协调对这一过程的平稳进行将起到重大作用。

5. 参考文献

1. 余永定 何帆 李婧（2001）《亚洲金融合作》，中华人民共和国财政部国际司课题区域金融合作调研项目
2. 李婧 陆彦明 姚枝仲等（2003）《中国在亚洲货币和金融合作中的作用和总体战略》，北京市教委人文社科面上项目
3. 李婧（2002）《解析人民币钉住美元制》，《管理世界》2002 年第 9 期
4. 何建雄、余熯宁、黄昊（2000）《关于广西、云南与越、缅、老经贸关系及人民币境外使用情况的考察报告》，中国人民银行 2000 年调查报告，第 11-13 页。
5. 李华民（2002）《人民币国际威望大大提高》，《深圳商报》2002 年 11 月 4 日。
6. 人民银行乌鲁木齐中心支行调统处（1999）《对新疆边境贸易和人民币境外流通的调查》《新疆金融》1999 年第 7 期。
7. 唐东宁（2002）《对人民币在周边国家和地区流通的建议》，《中国外汇管理》2002 年第 3 期。
8. 外汇局云南省分局课题组（2001）《人民币周边流通分析》，《中国外汇管理》2001 年第 12 期
9. 阿塔克，杰里米和彼得·帕塞尔（2000），《新美国经济史：从殖民地时期到 1940 年》，中国社会科学出版社，2000 年中译本。
10. 何帆和邓宝凌（2003）《退出钉住汇率制度的最佳时机和次序》，载余永定、何帆主编：《人民币悬念：人民币汇率的当前问题和未来调整》，中国青年出版社，2003 年版。
11. 麦迪森，安格斯（2003），《世界经济千年史》，北京大学出版社，2003 年中译本。
12. 迈耶，马丁（2000）《美元的命运》，海南出版社和三环出版社，2000 年中译本。
13. 蒙代尔（2003）《蒙代尔经济学文集》，中国金融出版社，2003 年中译本。
14. 易纲 蔡明辉（2002）《美元化利弊及美国的态度》，《国际经济评论》，2002 年。
15. 余永定（1999）《中国不能走财政赤字货币化的道路--关于铸币税的几点看法》，《金融研究》，1999 年第 7 期。
16. 林伯强（2002）《人民币均衡实际汇率的估计与实际汇率错位的测算》，《经济研究》2002 年第 12 期
17. 麦金农 大野健一（1999）：《日元与美元》，上海远东出版社

18. 覃东海 何帆 (2003)《人民币升值的外部压力》中国社会科学院国际金融中心工作论文
19. YujiKikuchi (2000)《日元国际化——进程与展望》中文译本 中国人民大学出版社 陈健译朱绍文较 2002 年 10 月第 1 版第 186 页-188 页。
20. 日本经济产业省《日本通商白皮书, 2003 年版》<http://www.meti.go.jp>
21. 日本财政省《外汇审议会关于日元国际化的报告》各期 <http://www.mof.go.jp>
22. Szirmai Adam (2002) 柏满迎, 任若恩中国制造业劳动生产率: 1980-1999”,《经济学季刊》, 2002 年第 1 卷第 4 期
23. Soko Tanaka and Seichi Fujita (2003),《欧元与国际货币体系》, 日本苍天社出版, 第 121 页。
24. MURASE Tetsuji (2000)《亚洲稳定的货币区》[日]劲草书房, 第 7 页。
25. Eiji YAMASHITA (2002)《欧洲货币合作——其创立历程与对亚洲的教益》[日]劲草书房, 第 110—111 页。
26. 陈虹 (2004)《亚洲债券市场的入口处选择》,《国际贸易》2004 年第 3 期第 52~55 页
27. 张斌 (2003)《人民币均衡汇率——简约一般均衡下的单方程模型研究》《世界经济》2003 年第 11 期。
28. 张斌 (2003)《人民币真实汇率: 概念 测量与解析》《世界经济统计》2004 年第 1 期
29. 张斌 (2002)《如何提高中国资本管制有效性》《管理世界》2002 年 11 期
30. Charles P. Kindleberger (1981) *International Money A Collection of Essays* London George Allen & Unwin Boston Sydney
31. Kindleberger Charles (1984) *Financial History of Western Europe* London : Allen & Unwin
32. Robert Z. Aliber (1966) “*The Future of the Dollar as an International Currency*”, Pall Mall Press London
33. Bayoumi, T. and P. Mauro (1999) “The Suitability of ASEAN for a Regional Currency Arrangement”, IMF working paper 99/162.
34. Calvo, G. and C. Reinhart (2000) “Fear of Floating”, NBER working paper 7993.
35. Eichengreen, B. and T. Bayoumi (1999) “Is Asia an Optimum Currency Area? Can it Become One? Regional, Global, and Historical Perspectives on Asian Monetary Relations”, in: S. Collignon, J. Pisany-Ferry and Y. C. Park (eds) “Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries”, London: Routledge, 347-366.
36. Eichengreen, B., P. Masson et al. (1998) “Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility”, IMF Occasional Paper 168.
37. Kwan, C. H. (2001) *Yen Bloc: Towards Economic Integration in Asia*, Washington: Brookings.

38. Wyplosz, C. (2001) "A Monetary Union in Asia? Some European Lessons, Graduate Institute for International Studies", mimeo.
39. Gilbert, J., R. Scollay and B. Bora (2001) "Assessing Regional Trading Arrangements in the Asia-Pacific, Policy Issues in International Trade and Commodities Studies Series 15", Geneva: UNCTAD.
40. Richardson, M. (2002) "China seen by ASEAN as market", in: International Herald Tribune, April 26, 2002
41. Paul Mizen Eric J. Pentecost (ed 1996) *The macroeconomics of International Currencies Theory, Policy and Evidence*, Edward Elgar Publishing Ltd
42. Hal B. lary (1963) "Problem of The United States as World Trader and Banker" NBER
43. Paul Davidson(1982) "International Money and Real World" , The Macmillan Press Ltd
44. Ronald I. McKinnon (2000) "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate pegging " from his web page August 2000
45. Li Jing (2004) "Regionalization Of The RMB and China's Capital Account Liberalization", *China and World Economy*, Vol.2
46. Abramovitz, M., (1986) "'Catching up, Forging Ahead and Falling Behind'", *Journal of Economic History*, 36, pp. 385-406,.
47. Bordo, Michael D. & Eichengreen, Barry (1993) "A Retrospective on the Bretton Woods System". Chicago and London: The University of Chicago Press, 1993.
48. Frankel, Jeffrey A., (1995) "Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar," *Foreign Affairs* 74, no. 4, July/August 1995.
49. Grubb, Farley. (2002) "Creating the U.S. Dollar Currency Union, 1748-1811: A Quest for Monetary Stability or a Usurpation of State Sovereignty for Personal Gain?", University of Delaware, 2002.
50. Hurst, James Willard (1973) *A Legal History of Money in the United States, 1774-1970* Lincoln: University of Nebraska Press, 1973.
51. Manne, Catherine L(1999). "Is the U.S Trade Deficit Sustainable?, Institute for International Economics", Washington D.C. 1999.
52. McKinnon, Ronald I (2001)., "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected:

- An Interpretation of High Frequency Exchange Rate Pegging”, in J. Stiglitz and S. Yusuf Rethinking the East Asian Miracle, World Bank and Oxford Press, 2001.
53. McNamara, Kathleen R.(2003) “The Lessons of History: the American Single Currency and Prospects for Economic Governance in the European Union” Conference on Economic Governance, London, April 25-26, 2003.
 54. North, Douglass C (1966). The Economic Growth of the United States (1790-1860) New York; W.W. Norton, 1966.
 55. O’Brien, Patrick K. “The Pax Britannica, American Hegemony and the International Economic Order, 1846-1914 and 1941-2001”, Session 7 of XIII Congress of the International Economic History Association on “Historical Perspectives on Structural Changes in the World Economy, 1980-2000”, Buenos Aires, Tuesday, 23 July 2002.
 56. Bergsten, C.F., (2003): “The Correction of the Dollar and Foreign Intervention in the Currency Markets” Testimony before the Committee on Small Business United States House of Representatives Washington, DC
 57. Hinkle L. and Nsengiyumva F(1999) “External Exchange Rate: Purchasing Power Parity, the Mundell-Flemming Model, and Competitiveness in Traded Goods” In Lawrence E. Hinkle. and Peter J. M., Eds , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 41-112 New York: The World Bank
 58. -----.(1999)“The Two Good Internal RER for Tradable and Non-tradable” In Lawrence E. Hinkle. and Peter J.M., Eds., Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 113-174 New York: The World Bank
 59. -----.(1999) “The Three-Good Internal RER for Exports, Imports, and Domestic Goods” , In Lawrence E. Hinkle. and Peter J. M., Eds ., Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 175-218 New York: The World Bank
 60. Hinkle L. E. and Montiel. P.J., Eds. (1999)“Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries.” New York: The World Bank
 61. Koruda, H.,(2003) “The Nixon Shocks and the Plaza Agreement: Lessons From Two Seemingly Failed Cases of Japan Exchange Rate Policy” 在中国社科院世界经济与政治研究所提交的演讲论文
 62. MacDonald R. and Stein J.L. Eds (1999) “Equilibrium Exchange Rates” Kluwer Academic

Publisher

63. Montiel, P. J. and Hinkle. L. E.(1999) Exchange Rate Misalignment: An Overview, In Lawance E. Hinkle. and Peter J. M., Eds . , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 1-32 New York: The World Bank
64. Montiel, P.J.(1999)“Determinants of the Long-Run Equilibrium Exchange Rate: An Analytical Model”, In Lawance E. Hinkle and Peter J. Montiel, Eds . , Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries. 264-290. New York: The World Bank
65. Nurkse, Ragana (1945)“Conditions of International Monetary Equilibrium” Essays in International Finance 4 (Spring) Princeton, University Press.
66. Williamson, J., Eds.(1994) “Estimating Equilibrium Exchange Rates.” Washington, DC.,Institute for International Economics, 1994.
67. Zhang, Zhichao(1999) Real Exchange Rate Misalignment in China: An empirical Investigation, Journal of Comparative Economics 29,1-15, 2001.
68. Williamson, J., (1994) “Estimates of FEERs” , in Williamson, J., Eds. 1994, “Estimating Equilibrium Exchange Rates.” Washington, DC.,Institute for International Economics
69. Cohen,Benjamin J., (1998) The Geography of Money, Cornell University Press, 表 5.11。
70. Deutsche Bundesbank(1997)“The Role of the Deutsche Mark as an International Investment and Reserve Currency” ,Monthly Report, Vol.49,No.4,p.21
71. M.Levitt and C.Lord (2000) “The Political Economy of Monetary Union”, Macmillan Press,p.45.
72. H.Ungerer (1997) “A Concise History European Monetary Integration From EPU to EMU ”, Quorum Books,p.253

课题由中国社科院国际金融研究中心 李婧主持