



# 人大重阳金融研究 简报

Chongyang Financial Studies Report

第3期

2013年3月10日

中国人民大学重阳金融研究院主办

CIFS, Renmin University of China

## 人民币国际化加速，是被做局了吗？

——“人民币‘被国际化’与‘被升值’压力”思想沙龙纪要

英格兰银行近日宣布与中国人民银行达成签订货币互换协议的意向，中英货币互换意味着人民币将成为英格兰银行的储备货币之一。最近一年来，人民币作为投资货币的国际结算量飞速增长，这与多数学者设想的“贸易计价货币 投资结算货币 国际储备货币”的人民币国际化三步走设想有许多出入。现实情况是：人民币成为储备货币的步伐很快，成为投资结算货币的步伐堪称飞速，而成为贸易计价货币的步伐依然较慢。

人民币在外部力量推动下的国际化速度正在加快，是否存在“被国际化”问题？人民币海外需求量的快速增长，是否会导致人民币“被升值”压力加大，以及由此是否会带来

资本项目可兑换压力增加等一系列问题。2013年3月8日，中国人民大学财政金融学院、中国人民大学重阳金融研究院联合举办了题为“人民币‘被国际化’与‘被升值’压力”的思想沙龙，邀请政府智库、高校以及投资界的10名专家就此进行了深入分析和探讨。

与会专家一致认为，人民币国际化是中国的国际经济地位上升的必然结果，但要注意控制好人民币国际化的速度和节奏，掌握主动权。尤为重要的是，应该建立由中国主导的人民币国际清算支付体系，并且在全球离岸金融市场中拥有自己的做市商。

### 怎么看伦敦主动助推人民币国际化？

涂永红（中国人民大学国际货币研究所副所长）：伦敦特别积极地推动人民币离岸市场的建立主要是基于以下两点考量：第一，中国宏观经济和人民币在金融危机中的稳定表现，已经使人民币初步具备成为国际结算货币的条件；第二，欧元区国家对伦敦金融政策的发言权提出质疑，使得伦敦需要寻找新的市场和合作伙伴，同时这对中国来说也是一个非常重要的机遇。因为伦敦的离岸市场拥有比较健全的市场制度和风险管理机制，其影响力也比香港要大得多。当然这里也要注意一些风险，如国际贸易中的定价权问题、国际金融衍生产品的冲击、资本市场外汇管制的开放程度以及人民币利率可能被操纵的风险等。

刘翔峰（国家发改委对外经济研究所国际金融研究室副主任）：伦敦是全球排名第一的金融中心，它有了一定量的人民币就可以推出一些人民币产品。它的人民币回流机制已经非常完善了，如果发行一些人民币期货之类的金融衍生产品，通过杠杆效应，其交易量完全有可能超过香港，因此，它对人民币汇率的定价权就有可能进行操纵。

张捷（《环球财经》副总编、国务院发展研究中心国际经济技术研究所客座研究员）：现在英国在香港有大量的本国资产，同时港元的地位在下降，人民币在香港越来越有替代港元的趋势。从长远来讲，英国银行和我们做这种互换协议是有对冲其在港资产风险的可能性的。现在香港的人民币利率极低，西方银行的经营模式是中间代理收费，但我

们不允许国内银行收中间代理费。在税收方面，西方收的是铸币税，我们收的是利息税。真要取消利差，全部放开，银行破产了，谁来兜底？这都是问题。

赵亚赞（中国人民大学重阳金融研究院金融投资项目主管）：英国跟中国的货币合作是有明显利益的，其措施也是一系列的。它先是允许人民币可以作为伦敦金属交易所（LME）的结算货币，然后又把伦敦金属交易所卖给了港交所。接下来又是英镑和人民币的互换，这是一系列很连贯的实质性大动作，做“局”的话代价太大。当然它本质上还是要牟利，英美特殊关系也还是存在的。

何伟文（中国人民大学重阳金融研究院高级研究员，前驻旧金山、纽约总领馆经济商务参赞）：现在我们讲的人民币“被国际化”或者怀疑被人家做局，或者比我们自己设想的人民币国际化超前了。但我认为不应该这样看，我们不是“被国际化”，而是我们自己设计的人民币国际化的进程“滞后”了。作为世界第二贸易大国，我们更应该把这个看作是一种机遇。

### 人民币国际化，需要怎样的节奏？

陈凤英（中国现代国际关系研究院世界经济研究所所长）：中国开放资本项目可兑换的时间表好像提前到了2020年。当美元、日元国际化的时候，美国、日本也还没有做到资本项目开放。资本项目开放进程太快的话，我国可能会面临比较严重的做空人民币风险。所以我主张资本项目放开还是要谨慎，但是利率市场化要加快，这样可使人民币汇率不致扭曲。我主张应管控热钱。前段时间我们做了外部风险对国家经济安全威胁的评估项目，发现第一大风险就是“金融安全风险”，实实在在的金融安全风险已经向我们走来。现在全球宏观经济形势下，华尔街要如何走出危机，与中国利益紧密相关。所以我主张放开资本项目要稳妥渐进，但利率和汇率市场化可以加快一点。

张捷：美国在讲推动国际贸易自由化的时候，是美元成为国际霸权货币的时候。美国

实行孤立主义战略时，英镑是国际霸权货币。所谓的全球分工，这些体系的建立，对国际霸权是一种保障，但没有国际霸权，你想建立起来是会吃大亏的。就像美国推动自由贸易和美元成为全球货币一样，中国资本市场的开放与否也是要和人民币成为全球货币相关。

现在人民币资本项目不能太开放。目前美、日、欧都处在“去杠杆化”过程中，一旦你开放资本项目，它们把金融杠杆放开怎么办？全球印了这么多钞票，以后能买的东西只有中国这一块资产。美国崛起时，恰恰搞的是不开放。反观现在，中国拿着美元购买美国资产也很受限制。

刘翔峰：人民币国际化和升值要把握好节奏，要顶住压力，依照实际情况来决定人民币资本项目的开放程度和人民币升值的步伐。国际资本可以利用离岸市场对人民币汇率进行打击，对中国经济造成长期的重大影响。我们不应按照国外资本的要求，马上就放开资本可兑换，加速升值，但我们要通过经济交流实际情况的变化来建立一种新型人民币国际化模式，并重新设计这个模式。

赵亚赟：拿刚才说的香港人民币回流机制来讲，去年已经有人从香港低息借入人民币，通过种种渠道进来套利。后来人民银行采取种种措施，把它给控制住了，但以后这种事会越来越多，规模越来越大。如果开放太快，能不能控制得住都很难说。资本项目开放这个问题，我觉得还是要一步步来。

### 目前的人民币国际化进度有多大风险？

王文（中国人民大学重阳金融研究院执行副院长）：当前人民币存在一个“对外升值，对内贬值”的悖论，因此我觉得最大的风险恐怕在国内的经济基础，因为人民币国际化循环过来以后，反而增加了国内的很多风险。种种事实表明，国际上增加的人民币需求量循环回来就是国内的通货膨胀。这样中国其实在帮西方消化它们的经济危机，国际经济危机被转嫁成了中国国内风险，实际上成了一个“正反馈”的过程。

朱安东（清华大学马克思主义学院党委副书记、孙冶方奖得主）：最近这些年我一直在研究美元问题，美元在这个位置上根本待不住，肯定还会进一步贬值，不管是主动还是被动的，因为客观基本面已经在这里了。但它又不能贬值得太快，因为美元是美国全球霸权里的一个重要支撑。我们如果把人民币国际化因素考虑进去的话，我们可能需要特别考虑美国的反应方式，对美国的冲击程度如何，美国会采取什么对策？

原磊（中国社科院工经所工业运行室副主任）：人民币国际化过程中“被升值”有利于推动中国企业“走出去”，因为人民币升值了，我们的钱更值钱了，在用人民币结算时，我们的风险就会降低，中国企业对外直接投资的成本也会降低。

刘正山（国务院发展研究中心研究员）：如果你这个国家存在资产泡沫，那么货币快速的国际化过程可能对资产泡沫造成非常大的冲击。有两个货币“被升值”的近期案例：日元和德国马克，一正一反，对我们还是有很大启示作用的。日本和德国都是二战战败国，而且都是废墟上经济重新起步的两个国家。他们基本上同时在20世纪70年代后期实现了本国货币国际化的过程。但是他们两国的路径有点不同，像日本侧重于跟东亚、东南亚国家搞货币互换和发放日元贷款；德国更侧重区域的经贸合作和产业链整合。日元和德国马克最终实现国际化的标志都是1985年的《广场协议》。这一协议的影响非常大，在这之后的三年，日元和德国马克升值速度都非常快，却导致了不同的结果。日元升值以后资产泡沫被吹得非常大，1990年日本的资产泡沫破灭，此后一直到现在都没走出危机。而德国在马克升值后却成为欧元区的中坚。

### 人民币国际化能走得稳吗？

刘翔峰：核心问题在于人民币汇率的定价权。现在的问题主要是人民币的回流机制，无非就是控制人民币大进大出的问题。对中国和离岸中心的人民币进出的通道是否可以实时的监控？这样对人民币的流动监控比较有效。现在解决的还是想把离岸中心人民币的突然变动理顺。要牢牢掌握人民币汇率话语权。如果我们没有这种能力控制总量，是



不是可以加速推进上海国际金融中心的地位，力图在人民币汇率的定价权上有更大的主动性。

涂永红：接受不接受人民币国际化还不完全看经济和贸易上的因素，货币价值最终是靠国家的信用来支持的。国家的信用不仅仅表现为GDP，还需要有自己的价值观，政治民主和稳定，以及军事力量，所以国家信用背后也是我们军事、经济和文化的先导，它必须要有辅助的配套，否则的话就算你的经济增长到世界第一，也不可能实现人民币国际化。

原磊：中国工业目前规模很大，但在全球分工体系中的地位还是比较低的，很多方面仅仅是别人的一个加工厂、代工地，当然这是中国工业化历史进程的结果。现在中国需要的是产业升级，做高做精。我觉得一个国家的产业发展程度对货币国际化也有很大的影响。一个国家货币要成为国际化货币，必须有一个产业基础。而且你在全球分工体系下没有话语权的话，你的货币也没有话语权，本身这就是相结合的东西。中国现在的制造业在全球分工体系中的位置缺乏话语权，货币在很多情况下也很难说是在提高话语权。所以，话语权的提高与产业发展是相结合的，要提高我们在分工体系中的地位。

朱安东：我做过计算：2008年到2011年期间全球经济增量当中，中国一个国家占了44%，印度占了10%，而所有的欧元区对世界经济增长是负的，拉了后腿，是-1.8%。所有经合组织国家只占3.5%。中国现在仍处在一个战略机遇期，我们现在的战略发展步骤不是超前了，而是滞后了。滞后的原因是与我们把美国的力量实力看得过度强大有关系，其实它远没有那么强大。

赵江林（中国社科院亚太所经济室主任）：美元为什么可以成为世界霸权货币？日元的国际化为什么大家觉得它很失败？这涉及到货币的经济基础问题。美元的很大结算量来自美国是最终消费品的最大进口国，其进口量高于整个东亚的消费品进口总量。日本20世纪80年代中期开始对东亚地区进行投资，也是用日元作为计算单位，但是由于日本生产的产品主要面向美国市场，这就使得日元的国际贸易结算量很难增长。中国也面临同样的问

题，中国的进口量中最终产品占的比重相当低，我们大量进口的是石油、中间产品和资本品。由于你的进口贸易结构是这样一种状况，人民币想作为货币计价单位的主动权不在中国手里。在没有主动权的情况下，想让人民币成为货币计价单位很难实现。中国是世界制造中心，生产的产品几乎都是最终消费品，这样一个庞大的消费品生产国是很难再从别的国家进口最终消费品的，所以，我们的经济基础现在不太具备让人民币成为国际贸易计价货币的条件。

### 人民币国际化的若干政策建议

陈凤英：人民币国际化的国情与外部环境相当复杂，战略运作须做到四个统筹：一、与国际货币体系改革统筹考虑；二、与周边国家和地区合作战略统筹安排；三、与深化国内经济金融改革统筹结合；四、与和平发展战略统筹谋划。具体操作应分四个层次、三步走，并建立三个市场：周边、自贸区、货币互换、特别提款权（SDR）；首推结算货币，再促投资货币，最后成为国际储备货币，但先后并非绝对，可同时交叉进行；做大离岸市场、期货市场和债券市场。

涂永红：关于人民币如何国际化？我觉得，第一步要抓紧建设中国自己主导的国际人民币清算支付体系。目前的情况是我们借助于美元体系在走，没有自己的人民币清算体系，人民币所有境外流通都是通过美国的清算支付体系走的。我们人民币支付结算体系只限于国内，这样对金融项目的进展就没有安全的物质保障。第二步是在离岸金融市场中，大的金融机构是控制交易量和放大杠杆倍数交易的核心，所以在国外一定要有一批我们自己的做市商，在离岸金融市场也要有做市商，这个做市商可能是我们的四大银行和其他的银行，也有可能是对我们比较友好的外资银行或者是我们收购的外资银行，要有一个联盟，否则风险就很难控制了。

刘翔峰：通过尽快地推出人民币期货，来掌握在香港的人民币汇率定价权。货币期货最早是芝加哥交易所推出的，当时也是担心汇率定价权旁落的问题。但经过这几年，我们





看到它的交易量非常小，而且是用美元交割的，受到人民币即期汇率的影响很大。香港是在2012年9月17日推出了首只人民币期货，这是用人民币交割的人民币期货，也是真正意义上的人民币期货。它在交投和市场规模上要赶超芝加哥交易所还是很有可能的。现在大陆推行人民币期货，条件基本成熟了，推出后就可以推动市场规律的调节，通过香港和上海尽量地把人民币汇率的定价权掌握在自己手里，并通过市场手段来调节汇率。

现在中欧银行业的合作比较多，其他的证券保险合作比较少。虽然欧洲经济复苏还需要一段时间，但欧元本身币值比较稳定。人民币和欧元在货币合作方面有很大的空间，当然也解决了我们自己外汇储备的问题。

赵江林：我们要积极参与多边地方合作机制和平台，因为这个机制可以使我们国家建立一个地区市场，这个地区市场是以中国为主导的，可以保证我们所有消费是来自我们这个地区本身的，就像欧元区一样。为什么德国马克不像日元那样面临困境？就是因为欧元区70%的贸易都在它自己的区域内运行，而亚洲没有这样一个以最终产品和最终消费品作为保障的市场。现在我们应该主动构建这样一个亚洲的地区市场，这个市场需要一个合作的途径来保证实现，即可以使人民币有这样一个推向区域化和国际化的经济基础。进可攻，退可守。只有这样才能保证人民币在国际化进程中走得比较顺利。

何伟文：人民币国际化形势下中国应该怎么办？第一，人民币国际化归根到底还是要通过对外开放来解决。第二，人民币国际化重点要放在区域贸易安排，夯实基础。我们现在对亚洲伙伴的贸易超过了对美国和欧盟的贸易总和，我们最大的贸易对象是周边国家和地区，这是世界的规律。美国最大的贸易伙伴是加拿大，德国最大的贸易伙伴过去是法国，现在是中国，但是它在欧盟的内部贸易超过了对对外贸易，所以我们应该继续把亚洲作为最主要的贸易货币市场。