



清华-布鲁金斯公共政策研究中心
BROOKINGS-TSINGHUA CENTER FOR PUBLIC POLICY



人民币国际化对中国经济及全球金融的影响

时间：2015年3月17日

地点：清华大学公共管理学院报告厅

主持人：

齐晔

清华-布鲁金斯公共政策研究中心主任

清华-布鲁金斯公共政策研究中心资深研究员

主讲人：

ESWAR PRASAD

康奈尔大学的托拉尼贸易政策资深教授

布鲁金斯学会全球经济与发展项目资深研究员

钱颖一

清华大学经济管理学院院长、教授

伯克利加州大学经济系教授

俞樵

清华大学公共管理学院教授

清华-布鲁金斯公共政策研究中心非常驻资深研究员

中国北京 清华大学 公共管理学院 100084

电话：+86-10-6279-7363 传真：+86-10-6279-7659 电邮：brookings@tsinghua.edu.cn
<http://www.brookings.edu/about/centers/brookings-tsinghua>

Prasad: 我很荣幸能够来到清华-布鲁金斯公共政策研究中心，并且参加这个以“人民币”这个我很喜欢的话题作为主题的讨论会。当谈到人民币，尤其是人民币国际化这个问题的时候，有很多可以思考的角度。所以我不仅会从国际货币体系的角度，也会从中国国内发展的角度谈一谈人民币在世界货币体系中的作用。接着我将谈一谈当人民币在国际货币体系中发挥更大作用时，它将产生什么影响。我认为一些影响将在未来几年中相当深远。在这里，我将主要集中于几个概念性问题。有关人民币国际化的事实和数据很多，也很重要，但是我今天并不会将重点过多地放在这些地方，因为一些坐在听众席的专家已经就这些问题做了研究，并且相关的事实大家都知道的差不多了。我想从两个角度探讨一下人民币国际化的问题：中国自身的发展，和人民币国际化对于国际货币体系的影响。

但即使是从纯粹分析的视角来看，仍然有许多看待人民币国际化的视角——人民币国际化的方法是否正确，人民币国际化是否对中国有利。还可以考虑人民币国际化的顺序：资本账户的开放，实行浮动汇率和金融市场的发展都是我将要提到的问题。我还会说一点我对于金融市场改革的分析。我在这么做的时候如履薄冰，因为我觉得坐在观众席上的各位比我知道的要多得多。还有另一个重要的问题，就是人民币在成为一种主要货币的过程中面临的风险是什么。我的基本观点是，人民币的国际化不会引发全球级的风险，更多的是需要管控风险，并作出成本收益的权衡取舍。

在一开始，明确一些概念很有帮助。因为当提到人民币国际化的时候，它的含义因人而异。因此我认为在一开始树立一个清晰的理论框架是有必要的。一个被明确定义的概念是开放的资本账户：对于资金的流入和流出不加限制，资金可以相对自由地在国境之间流动。第二个概念是国际性货币（international currency），它值得是在贸易结算和跨境金融交易中被广泛使用的货币。还有一个独特的概念是储备货币（reserve currency）——它是那种被中央银行当作资产所持有的货币。

开放的货币账户与自由浮动的汇率被视为同义词，但这并不总是正确的。香港就提供了一个很好的例子：这是一个有着完全开放的资本账户，却没有浮动汇率的经济体。港币与美元之间的汇率被严格地管控着；开放的资本账户也不是成为一种国际性货币的前提，反之亦然。中国就没有一个开放的资本账户，但我们已经在讨论人民币作为一种国际性货币如何如何。还有一些国家虽然有开放的资本账户，它们的货币却不是国际性货币。不过，如果一种货币想成为储备货币，拥有开放的资本账户以及成为一种国际性货币则非常重要。

现在，让我们从人民币国际化开始说起。在人民币离岸存款额、以人民币结算的数量、在香港发行的人民币债券的数量，以及与其他央行货币互换的情况等很多方面，有关人民币国际化的数据指标非常亮眼。但在过去的一两年中，上述许多方面的增长率明显放缓，其中的一个原因是之前的上涨源于对人民币升值的期待。因为人民币受到的升值压力减少，甚至出现了贬值的压力，使用以上途径获取并持有人民币的动力就消失了。但我认为由于市场的需求，中国政府也将人民币国际化作为政策，在上述方面还将会有很大进展。如果看一看与其他央行开展的货币互换，现在大概有 28 家央行与中国人民银行签署了本币互换协议，这些协议涉及的货币总量大约为 3 万亿人民币。以全球金融的尺度来

衡量，3 万亿人民币可能算不了什么，但是我认为与一个没有可兑换货币的央行签署本币互换协议的事情本身就是异乎寻常的。这意味着签署这些协议的央行愿意使用人民币流动性，而非像 90 年代末乃至新世纪初与中国人民银行签署货币互换协议一样偏好美元流动性。这是一个根本性的改变。为什么这些央行愿意这样做？这是不是标志着人民币正在成为一种主要的储备货币？还是说，这是因为各国央行认为人民币将会成为一种比较重要的国际性货币？鉴于中国在全球经济与金融中的地位，大家都想和中国交朋友，而这（指签署本币互换协议）是一种低成本的与中国交朋友的手段。我曾经问过——一个刚刚和中国签署了数量不大的本币互换协议的央行行长，为什么数额如此之小的协议他也愿意签？他的回答很简单：当人民币在国际金融中变得举足轻重时，我可以利用这份协议所打下的基础和中国建立更稳固的关系。因此，当我们看到互换协议的微小规模时，我们应该想的是未来会发生什么。

人民币的国际化需要什么？它需要中国做的还有很多：更多的金融中心；被授权开展人民币交易的金融机构；为人民币业务起到中介作用的支付体系；更多离岸人民币流动性；整合离岸与在岸的市场。现在中国政府似乎已经意识到了这些，并且我们已经在这些方面看到了一些进展。有人可能会争辩说，这些进展比较缓慢且不均衡。但大方向还是清晰的。因此，我的分析是人民币正在变成一种相当重要的国际性货币。数据也支持这一点。如果观察一下人民币在国际结算中的地位，它已经是世界上第五大货币。但是，要成为一种储备货币则困难得多。对于储备货币，传统的评判标准如下：储备货币的发行国应该有开放的资本账户、浮动的汇率、宏观经济的稳定性和发育良好的金融市场。最后一条也是我认为最重要的一个标准。因此如果人民币想成为一种储备货币，中国还需要做什么呢？外国投资者——包括外国私人投资者和外国中央银行——应该有取得、交易、转移人民币资产的能力。

发育良好的金融市场意味着以下三点：第一是广度，指的是外国投资者能够使用的金融工具有多少种。当说到储备货币的时候，通常指的是债券——政府债券或公司债券——的形式，因为债券的风险小，流动性高。由于一些管制的愿意，中国在减少风险和提高流动性方面都有很长的路要走，因为中国的政府债务对 GDP 的比重较低，而且也没有流动性很强的市场；第二是深度；第三是流动性。高成交量将让投资者可以轻易地在多种金融工具间转换，而不用付出很高的成本。因此我们还需要大量高质量的人民币资产——通常采取债务工具的形式——并用优良的交易与结算的基础设施、注重系统性金融稳定性的监管框架和执行金融监管的政治决心与能力来为这些资产保驾护航。目前的问题是，储备货币是个好东西吗？让我用一分钟的时间谈一谈一个国家拥有储备货币的成本与收益分别是什么。

拥有储备货币的巨大好处是能比较容易地以本币借入低利率的款项。同时，如果这种货币在全世界被广泛交易，你还能通过发行货币得到铸币税。以美国的货币为例，我们并没有确切的数字，但估计在 30%到 60%的美元存在于美国之外。因此，美国通过印钞票就能获得铸币税，而且很大一部分的成本被外国人所分担了。这是种相当有利的地位。

储备货币当然也会带来成本。中国政府对于人民币成为储备货币的态度给我留下了很深刻的印象。在各种论坛上，中国的高级官员都被问到过有关人民币是否应该成为储备货币的问题。相比于世界上

其他国家对于人民币成为储备货币的期待，中国的官员们对此显得慎重的多。中国人民银行的行长周小川以及副行长易纲已经明确表示，他们认为人民币成为储备货币一事利弊兼有——如果市场希望此事发生，他们会加以推动，但他们同时也认识到了代价。如果人民币真的成为了储备货币，外国私人投资者和外国央行对于持有人民币的需求将更加旺盛。这将更难维持人民币的币值稳定并施加升值压力。

我想谈一个概念，它经常被误以为是中国必须付出的代价：特里芬难题的概念在探讨人民币成为储备货币的问题中经常出现。这个概念是说，为了给世界上的其他国家提供流动性，储备货币的发行国必须有经常项目的赤字才行。但这并不适用于世界上的大部分储备货币发行国。日本的日元，欧洲的欧元和瑞士的法郎——所有这些货币，除了最近的日元——在过去的二十年中都在经常项目盈余的状态下保持了储备货币的身份。所以现在很清楚的是，提供储备货币的国家不必保持其经常账户赤字。但是占主导地位的储备货币呢？基于美元的经验来看，为了向世界提供净流动性，发行主导储备货币的国家似乎将面临特里芬难题。我在我的新书《美元陷阱》中指出，这是一个错误的概念。当特里芬提出他的难题时，这个理论是非常正确的，很为当时的金本位与现今的货币体系完全不同——金本位下，如果美国想向其他国家提供净流动性，必须要保持经常账户赤字。我们现在所身处的世界则不然。美国向其他国家提供净流动性的同时，私人对美国的投资又将这部分流动性给抹平了。因此美国现在有着经常账户平衡甚至顺差。所以在当今这样一个一体化的、没有金本位制的金融市场，甚至连主导储备货币都不用保持经常账户赤字。当然，美国已经使用了过度特权（*exorbitant privilege*）。美国政策制定者从来都认为这不是他们的错，而是世界其他国家的错。不管原因是什么，美国不用保持其经常账户的赤字。而且，全球金融危机之后的 3 到 4 年间，在美国经常项目赤字急速缩水的同时，美元在全球储备货币体系中的主导储备货币地位反而日益显著。所以，那种对人民币在一旦成为储备货币，就必须遭受经常账户赤字的担心是不必要的。

现在，思考一下中国在通往国际储备货币的路上进展如何，将会有所帮助。中国在我刚刚提出的几项标准上——开放的资本账户，浮动汇率，发育良好的金融市场以及宏观的经济稳定性——确实都有所进步：无论从事实上看(*de facto*)，还是从法律上来说(*de jure*)，资本账户都在变得越来越开放；汇率正在变得浮动；金融市场也正在缓慢地向好发展。但是中国并没能完全满足这些条件。

可是，人民币已经成为了一种国际储备货币——一个国家的货币在尚未满足条件时就成为一种国际储备货币，至少在近代历史上是没有先例可循的。世界上的很多国家，比如拉美的智利，非洲的尼日利亚以及一些亚洲国家，包括韩国、马来西亚、泰国和日本都表示已经或计划持有一部分人民币作为货币储备。一些人甚至认为，人民币正在成为一种主要的储备货币——当它满足了前述条件时，它的势头将无人能挡。我并不认同这种观点。为此，我会介绍一个新的概念。

不过，我想首先谈一谈资本账户自由化的问题，这是人民币成为国际储备货币的先决条件之一。资本账户自由化的问题非常重要，因为有很多国家曾经开放了本国的资本账户，结果为此付出了高昂

的代价。包括亚洲的一些经济体在内，许多国家遭遇了灭顶之灾，因为它们开放资本账户的方法错了，或者没有遵循一个正确的顺序。因此，停下来思考一下中国开放资本账户的收益与风险何在将很有益处。

让我们先从开放资本账户的收益开始吧：一个传统的好处是能够引入资金。根据新古典增长模型，这将同时增进资金提供者及资金接受者双方的福利。因为无论是理论上还是实践上，发展中国家和新兴市场国家的资本-产出比都很低，因此富裕国家将资本转入较贫穷国家并帮助它们更快地增长是非常合理的做法。但是，将资本账户完全开放的国家将面临一些问题，我在自己的研究中发现了一个非常有趣的模式：我们知道，中国有很长一段时间在没有经常账户赤字的情况下保持了高增长，也就是说，中国不仅没有净的资本流入，反而将本国的资本出口了。我们发现，经常账户存在小额盈余的发展中国家和新兴市场国家总是增长地更快一些。这非常奇怪，因为当本国对于投资的需求十分巨大时，你却将资本送到国外，这是为什么呢？我们的一个观点是，那些国家的金融体系无法有效地吸收国内储蓄，或对国内储蓄起到媒介作用。那么，这就变成了一个顺序问题：开放资本账户之前，是否应该先让金融体系运转良好呢？我在这里介绍一下我的研究成果，它采取了一个非常不同的视角。世界上似乎有一种观念：何必开放资本账户呢？因为，如果一国开放资本的流进与流出，它将受制于资本流动的波动性，并且有可能遭遇危机。然而，如果你观察像中国和印度一样的国家，大部分新兴市场国家都在逐渐地开放资本流动，计日程功。它们为什么这么做？思考这个问题有一个好的框架，我们管它叫做开放金融市场的“共同利益”或“间接利益”——资金不重要，与资金一起来的东西才重要。中国为此提供了一个绝好的例子。想想中国对于外国直接投资的开放吧：中国不是因为需要外国的资金，而是需要与外国直接投资相伴随的其他好东西：技术与管理的专业知识，不同的商业（模式），这些都帮助中国提高了由外商投资的制造业的生产率。这些好处又进一步地被广泛扩散到中国（非外商投资的）制造业中去。金融领域更是如此。中国在 2006 年和 2007 年将外国战略投资者引入中国银行就是一个例子。中国允许外国战略投资者对于中国银行拥有不超过 25% 的股权，因此外国投资者不会成为控股方。这一做法的逻辑是，通过给予外国机构一席之地（25% 的股权；对于单个机构来说，这一比例是 10%）将激励外国投资者提高中国银行的风险控制能力。现在回想起来，邀请美国和欧洲的银行来提高中国银行的风险控制水平并不是个很好的主意。但是，这个做法的逻辑还是非常正确的：引入外国专业知识，使其为本国经济服务。无论是从理论上还是从实践上来说，资本账户的开放都能成为金融领域改革的催化剂。在我的祖国印度，向外国投资人及外国投资机构开放股市，对于改善市场的基础设施、创造新产品、提供流动性非常有帮助。当然，外国投资者的地位更高、数量更多意味着波动性也随之增加。不过，由于他们也带来了更好的金融中介体系以及更广阔的金融市场，这个代价并不高。另外，外国投资者不仅引入了技术专业知

识，还引入了监管方面的专业知识。很多（外国）银行带来了审计、公司金融等方面的实践经验，这将使得中国在这些方面得到提高。另外，资本账户自由化能提供投资多元化的机会，因此中国的投资者不必局限于（国内的）银行体系和高度波动的股

票市场。以上这些都对于促进中国国内的金融市场改革至关重要。开放资本账户本身并不能直接改善中国的金融市场，它只是为此提供了动力。另外，它还为中国银行体系创造了竞争——即使在中国，竞争也是一股强大的，推动变革的力量。因此我认为“资本账户自由化是国内改革的催化剂”这一观念非常重要。

接下来是资本账户自由化的风险，我在一些研究中指出，文献和许多国家的经验都指向一个重要的顺序问题：在汇率被严格管理的情况下开放资本账户，可能会产生一些问题。由于在中国这两个改革（汇率自由化与资本账户的开放）齐头并进，因此这个问题并不大。有人担心，过多的资本外流将在金融体系中造成风险——就资本外流的管制程度来看，中国资本账户已经很开放了：个人每年可以携带 50000 美元出境，如果是出境旅游的话还可能带的更多。这会不会产生资本外逃的风险呢？实际上，这是现今非常热门的一个话题，它折射出人们对于中国金融体系的担忧，乃至恐慌。我的理解与此很不一样。我认为这是一个成熟经济体在开放资本账户和发展金融市场时很正常的现象。如果你考虑一下投资多元化的动机，一部分资金流出中国是一个很合理的行为。资金外流当然还有其他的原因，比如打击腐败。由于中国有很多外汇储备和低外债，中国的金融体系发生崩溃的可能性很小。

当我们提到人民币国际化、人民币成为储备货币的时候，不应该把这些当作终点，而是把它们当作一个中国国内改革的框架。人民币成为一种主要储备货币、人民币的重要性与中国经济的地位相匹配将为中国国内的改革提供政治支持。为了让人民币成为一种国际性货币，中国需要更有深度、管制得更好的金融市场，需要浮动汇率，还需要更好的宏观政策框架——不仅是人民币国际化，中国如果想实现更平衡的发展，上述条件也是必须的。当我们考虑人民币国际化的时候，与其只是观察有多少交易以人民币结算，人民币储蓄的增长率有多快，更重要的是考虑中国国内（的改革）有多少进展。

我想提人民币国际影响的两个方面：第一个是作为一种储备货币的人民币的重要性如何；第二个是其他储备货币能（从人民币的经验中）得到什么启示。一个有趣的话题与第二个问题有关，就是人民币是否会在今年成为 IMF 特别提款权“篮子”（SDR basket）的一部分。IMF 目前的特别提款权篮子中有四种货币：美元、欧元、日元和英镑。目前的问题是人民币是否应该加入这个篮子。为了成为特别提款权篮子的一部分，传统的标准是一种货币必须可自由兑换，同时该国资本账户完全开放。然而中国并不满足这些条件。2011 年，在当时法国总统萨科齐的压力下，IMF 有将人民币提前纳入特别提款权篮子的动作——一般而言，IMF 每五年审查一次特别提款权篮子的构成，今年（2015 年）正是 IMF 审查的年份——当时，萨科齐总统想推动此事在 2015 年实现。2011 年，IMF 修改了他们对于特别提款权货币的入篮标准：外汇现货市场的交易量；外汇衍生品和场外衍生品市场的交易量；合适的，以市场为基础的利率工具；被官方作为外汇储备持有；有趣的是，除第三条以外的条件，中国在一定程度上都已经满足了。中国在国际金融中的地位非常重要，带动了现货市场的交易量。人民币——像我刚才所说的——已经被当作一种储备货币而持有。中国尚没有以市场为基础的利率工具，但周（小川）行长已经告诉我们储蓄率将在今年完全放开，因此中国连这一条也可以满足。另外，IMF 所提出的

“可自由兑换货币”概念被“可自由使用货币”所代替，后者指的是在贸易和金融交易中被广泛使用的货币。因此这将成为一个政治决策：中国是否已经满足了成为特别提款权篮子货币的前提条件？尽管我是个学者，不应该妄加猜测，但我的猜测是人民币将成为篮子货币。为什么？就像我在书中所写的，不是中国需要 IMF，而是 IMF 需要中国。鉴于 IMF 治理改革主要是被美国国会所阻挠，让人民币成为特别提款权篮子货币可以让中国感到自身在 IMF 的利益更有保障。这又将成为一件史无前例的事：一个不可自由兑换的货币成为了特别提款权篮子货币。如果此事没有在今年发生，我想 IMF 也会在两到三年内进行下一次审核。

在这个阶段，我想介绍另一个在思考世界金融格局时非常有用的概念。我们已经谈过了国际货币和国际储备货币，现在我们来谈一谈“避风港货币”。虽然中国在满足条件之前就成了一种储备货币，但我认为人民币无法成为一种避风港货币。原因是，为了让人民币成为避风港货币，中国需要满足更多的条件才行。中国需要制度，也就是更加开放、透明的民主政府、一个可信且独立的中央银行，以及独立的司法制度。这些条件为什么重要？我在书里回答了这个问题。众所周知，美国是世界金融危机的始作俑者。危机之后，美国发行了大量的国债，美联储则将大量美元注入了世界金融体系之中。面对一个发生了内爆的金融体系，再加上美元的泛滥，让你觉得美元会贬值，其作为全球储备货币的地位也会被削弱，对不对？然而，实际发生的事情正相反。美元反而变得越来越重要。这是一个巨大的悖论：每当世界上的任何地方发生动荡，这种现象就一再重演，无论是在新兴市场国家还是在欧洲。如果美国发生了动荡，资本为了寻求安全还是会流向美国。2013 年，有担心认为美国可能会对其短期债务进行违约。实际上，这是国会和政府之间的权力斗争，没有人真的相信美国将会违约。但是，当违约的风险存在时，利率和政府负债将会增加。可是美国利率到底怎么样了呢？2013 年 10 月 15 日是美国抵达债务上限的日子，意味着美国有可能在短期内进行债务违约。可是 2013.9.1 到 2013.10.15 之间，美国政府债券的收益率非但没有上升，反而下降了 20 个基点。“哦天哪！事情要糟，美国要违约。我得把钱转移到安全的地方去。哪里安全呢？美国国债。”

经济学家喜欢把事情简化为供给与需求，我认为这个故事非常好地契合了这个供需的框架。在金融危机之后，对于安全金融资产——主要是政府债券——的需求激增，私人投资者想要安全，新兴市场国际的中央银行想要更多外汇储备，许多其他的金融机构也被要求持有更多的金融安全资产。但金融安全资产的供给却萎缩了：日本不希望资金流入，欧洲也不再是以前的那个欧洲了。那么，谁能弥补这个缺口呢？美国不得已承担了这个职责。当你观察主要经济体的净政府负债时，美国非常突出。美国公开交易的债务已经达 10.3 万亿美元，这还不包括由美联储和其他美国政府机构所持有的债务量。接近 60% 的美国债务由外国投资者持有。这在理论上将使美国变得脆弱，使外国投资者感到非常害怕，因为美国想要刺激通货膨胀，这在使得美国国内的投资者利益受损的同时，将使得国外的投资者加倍受损。他们将会失去债券的一部分价值，还会因为美元贬值再次受损。可是如果你观察一下，即使是在美国大量发行债券的危机时刻，外国投资者还在大量买进美国国债。从 2007 年末开始，私人持有的

美元债券增长了 6 万亿美元。外国投资者，包括外国中央银行在内购买了 3.7 万亿，占到了总量的 6 万亿美元。发生了什么？我认为，美国的制度发挥了很重要的作用。当你思考美国国内的国债持有者时，他们很多都是住在佛罗里达等“摇摆州”里的退休人士，有着很多政治资源。美国进行债务违约的可能性很小，因为政府这么做的政治代价太高。那美国会不会说“好吧，我不骗国内投资者的钱。但我不向中国政府还钱行不行？”独立的司法制度在这里就发挥了作用。因为美国的法律规定，美国不得区别对待不同的美国债券持有人。独立的司法制度将给予投资者自己被公平、公正对待的感觉；美国政府中的权利制衡能够防止美国政府为所欲为。所有这些对于美元的主导地位来说都非常重要。很多人说，我在之前提到的储备货币的四个先决条件在 1940 年代（或 1950 年代，取决于你相信哪个历史学家）非常重要，那时美元取代了英镑的领导地位。如果人民币要成为美元有力的挑战者，它不仅仅需要金融市场和经济的改革，它还需要更加广泛的制度变革。当思考全球格局的时候，我认为美元作为交换媒介的价值尺度的地位将会不断下降。中国已经和韩国、日本等国家签订了货币互换协议以及双边贸易协定，它们之间的结算将以人民币和当地货币完成，而不是美元。随着中国金融市场的发展，离岸人民币的流动性越来越高，以人民币进行交易将越来越简单。但如果中国没有制度性的变革出现，我的感觉是美元将继续成为主导性的价值贮藏货币（store of value）。因此如果你思考一下世界上的避风港货币，我认为这些制度性因素真的非常重要，而美元将继续成为终极的避风港货币。

因此让我以我对人民币前景的预测作结吧。几乎可以肯定，人民币正在成为一种被广泛使用的国际性货币。我的感觉是，在今年年底 IMF 对特别提款权篮子进行审核的时候，如果中国保持利率自由化改革和扩大人民币对美元汇率的浮动区间，IMF 将很难拒绝将人民币纳入篮子。如果金融市场领域的改革得以持续且没有太多波折，在未来的十年内，人民币可以成为一种可行的储备货币。如果思考一下这将对全球货币体系造成什么影响，我的看法是这将削弱，但并不能完全颠覆美元在国际金融中的主导地位。这并不是美国例外论式的宣言，也不是在说美国经济或美国的金融市场就是世界上最好的。但是在国际金融的领域，一切都是相对的。在新型市场国家形成更好的金融市场，从而不再需要积累更多资本之前，在我们拥有一个更好的国际货币体系之前，我认为我们还将受困于美元陷阱之中。

齐晔：谢谢您，Prasad 教授，谢谢您分享您的见解。接下来让我邀请钱教授和俞教授来做点评。在此之前，我想先说一下 Prasad 教授的新书，它已经被翻译成中文，今年夏天就会在国内面市。我希望我们也能拿到他的新书，并在这里举办一次类似的研讨会，以对这个问题进行更多的讨论。我之前也提到了，今晚我的同事高教授也在现场。高教授是清华大学公共管理学院的教授，他在剑桥大学做研究的时候主要关注的也是人民币国际化的预测和分析。因此待会儿我将把第一个提问的权利保留给高教授。不过首先，让我们邀请钱教授来做评论。我想强调一下，今晚的活动是公开活动，我们也有许多来自媒体的朋友在现场，因此所有的谈话都会被记录下来，我希望大家不要对嘉宾的言论进行断章取义的理解。钱教授是一位学者，是清华大学经济管理学院院长，同时也是中国人民银行货币政策委

员会委员，有请钱教授。

钱颖一：谢谢。我看到台下第一排坐着一些媒体朋友。我有许多的头衔，但今晚我只是一个经济学家，一个学者，而不是作为一名货币政策委员会的委员。今晚我只是一位想要对 Prasad 教授的演讲点评几句的学者。首先，我想说 Prasad 教授的演讲内容非常丰富，也很时髦，我注意到他为解释人民币国际化这个复杂的问题确立了一个框架，这对中国非常重要的，对于其他国家也有有很多可借鉴之处。

让我们从演讲的最后一张幻灯片谈起，我认为它涉及许多有关路线和蓝图的有益见解，我也持许多相同观点。第一条：人民币已经开始了成为一种被广泛使用的国际货币的进程。这对巨大的中国经济体而言是必要的，这是内在的东西。关于第二条，我不清楚你们是否都了解有关国际货币基金组织的特别提款权的细节。目前特别提款权货币有四种：美元，欧元，英镑，日元。人民币何时能成为加入特别提款权的货币篮子？Prasad 教授分析说很可能是今年。这是他的判断。有趣的是，如果你看一下原来设定的条件，中国是相去甚远的。然而，就像 Prasad 教授刚刚谈到的那样，2011 年在法国总统的努力下，他们正致力于一条非常务实的路径——不拘泥于书本上的理论，而是着眼于市场的作用或者说是实际的功效。之后制定的标准涉及外汇市场、场外衍生品市场交易、由市场决定的利率以及官方储备货币等。如果你仔细观察这个清单，中国除了第三项“由市场决定的利率”以外其他都可以满足。也就是说 Prasad 教授的预测极有可能成真。我们上周刚从周行长那里得知，中国很可能就在今年年底实现利率自由化。我记得去年的这个时候，周行长在全国人大的记者招待会上表示，中国将在两年内实现利率自由化。周行长是唯一提到利率自由化改革日程的政府官员。当时很多人都不相信他的话。但是现在，我们知道贷款利率已经放开了，储蓄利率也落实了一些小的改革——存款利率的浮动区间一路上调至 1.3 倍。由于存款利率的市场化改革是在低利率的背景下进行的，因此（对市场的）冲击并不大。当你减掉 25 个基点后，将利率的浮动区间从 1.2 倍上调至 1.3 倍时，你是感觉不到那个变化的。我上周也表达过相似的观点：通货膨胀下行压力在中国和其他国家都在发生，这将为中国的利率自由化改革提供机遇。因为我很难想象，中国在高通胀的环境下能够轻易地地放开利率。但在没有通胀压力的情况下，或在通胀下行、甚至担心出现通货紧缩的时候（中国就能做到这一点）。当然，中国还没有到通缩的阶段——我必须说得很明白才行，因为有时候一些记者总是错误地引用我的话。中国还没有到通缩的阶段，我们只是在经历较低（1%-2%）的通货膨胀而已。由于中国存在通胀下行的压力，（中国政府）为了使真实利率维持稳定，因此才削减利率。降低利率不是为了调整货币政策，而是为了使真实利率保持中立，同时上调利率的浮动区间。因此，利率自由化在今年很可能发生。如果今年发生了，那么中国就满足了（加入）特别提款权（货币篮子）的第三项要求。因此，Eswar 对于人民币将加入特别提款权货币篮子的预测就不会让我们感到太过惊讶。

我认为，Eswar 使用了很多经济学的文献，并列出了诸多条件。比如，我发现他在储备货币和避风港货币之间做了区分。这种区分非常重要。我认为让人民币成为储备货币是一件事，而人民币要想成

为一种避风港货币就是另一件事了。避风港货币远远超出了经济和金融理论的范畴。它包含更多的内容，包括信任，甚至包括政治。因此，我认为这一区分对于我们思考人民币的国际化是非常有益的。

最后，我想做一点笼统的评论。Prasad 教授为我们举出了许多其他国家的案例，但是中国实在太大了，这一点是史无前例的。我认为在十年或十五年内，非常可能的是——我并不是说“绝对会”而是“非常有可能”——中国将超越美国，成为世界第一大经济体。如果我们相信购买力平价的标准，那么根据国际货币基金组织和世界银行的说法，此事在去年就已经实现了。如果不相信购买力平价法，我们可以看以汇率为基准的 GDP。最近一个崛起的大国是日本，但日本的人口只有中国的十分之一。因此我认为对于小规模的国家已经有了这些标准、理论和模型，这些都是基于以往的数据得出来的，主要涉及的还是小的国家。比如说，A 和 B 对 C 而言是必要的，你有许多论述，人们都认为这种观察是基于过往的经验，但所有这些案例都是小的国家，最大的是日本——当然美国又是另一回事。此外，我认为中国还有一个特点，当我们考虑所有这些风险的时候，Prasad 教授也已经指出了中国的储蓄率是如此之高，中国是一个净资本输出国，去年对内的外国直接投资是 120 亿美元，而中国对外的直接投资已经超过了 100 亿美元。如果今年这两项持平我也不会感到奇怪。容易造成误解的是，有人说去年是中国对外输出资本的第一年。这是错误的。中国对外输出资本已有多多年，但是今年中国向世界输出的直接投资可能会超过其他国家对中国输入的直接投资。出现这种现象是很有道理的，因为资本需要在全世界范围内进行配置，如果中国将所有资本聚集在国内才是不合情理的。中国的储蓄率如此之高，但中国仍然是资本输出国，并且还拥有将近 4 万亿美元的货币储备，我同意 Eswar 所说的有很多政府保护在里面。但我要说的是，所有这些对国际金融的解释都是基于以往的经验，对以往许多国家的观察，而大部分的这些国家规模都很小。但中国经济规模如此之大，并且很可能在十到十五年内超过美国这一世界第一大经济体，这是第一个事实。第二，中国有很高的储蓄率，这意味着中国有许多资本可以流动。第三，中国的经济与世界市场联系得十分紧密。所有这些事实，我在以往日本的例子里并没有看到多少。因此，过去对规则的那种理解，比如我们之前说的特别提款权的例子，很可能会因此被改变。我们已经看到了一个例子。因此，我对接下来十年的展望是，很多经济与金融的法则，以及各种规则的制度性细节很可能会有所调整。最后，我认为人民币的国际化是不可避免的，然而，人民币将很难从储备货币变成一种避风港货币。我认为这种转变需要经历很长的一段时间。以上便是我的评论。

齐晔：非常感谢钱颖一教授和我们分享您的见解。下面我将邀请余樵教授来谈一谈它的看法。余樵教授不仅是清华大学公共管理的教授，也是布鲁金斯学会的非常驻资深研究员，还是清华-布鲁金斯公共政策研究中心学术顾问委员会的成员。有请余教授。

余樵：谢谢齐晔教授。Prasad 先生演讲的信息量很大，也提出了一些可行的建议。我想先做出一点评论：中国政府将人民币国际化的动机是什么？中国决策层对于人民币国际化的态度是什么？我认为这

两个问题非常重要。可以观察到，中国目前有三大政策齐头并进：第一个是“一带一路”；第二个是让上海成为世界金融中心；第三个是人民币的国际化。我不知道哪个战略是三者中最优先的。我（个人）认为一带一路的优先级最高；上海成为世界金融中心次之；最后才是人民币国际化。

一种货币的国际化有多种表现。如果非本国居民可以使用该国货币进行任何种类的交易，则这种货币就可以被称为“国际化货币”。我们可以在世界上找到这样的货币，比如瑞士法郎。如果一国完全开放银行账户，其货币就有资格成为国际化货币。第二种是“交易货币”（transacting currency）。交易货币意味着这种货币可以合法地促进各种交易，如贸易和金融交易。交易货币也可称作媒介货币（vehicle currency）。第三种叫做“储备货币”（reserve currency）。

我认为一种货币必须首先成为国际化货币，然后才能成为交易货币。但是中国的情况却史无前例。人民币不是一种完全的可兑换货币，但是它已经在部分地履行交易货币的职能，尤其是在商业交易中。这是一个需要深入研究的现象，因为它和过去其他货币的经验完全不同。

（人民币）要成为“避风港货币”，必须满足三个条件：第一，中国的经济规模必须足够大。中国就国际贸易而言的经济规模已经基本上满足了这个条件。第二条就是 Eswar 提到的金融市场。这里存在一个两难困境。我想这一两难困境的出现不是因为技术性的原因，而是由于国内和国际上的信任问题。我们知道，当人民币通过国际化成为一种交易货币时，就产生了“不可逆的金融请求权”（irreversible IOUs）。这意味着外国的人民币持有者可以购买中国市场上一切的商品。这就要求中国将资本市场完全地开放。一旦资本市场完全开放，两种风险将会出现：其一，资本抽逃的风险。包括中国官员在内的富人将立刻把自身的资产转移到外国，这将是严重的问题。根据透明国际，过去十年间非法流出中国的资产已经超过了一万亿美元。我不知道这一数字是否准确，但数额确实惊人。其二，投机攻击的风险。各位不妨回想一下亚洲金融危机，在泰铢、马来西亚林吉特和韩元遭到投机攻击的时候，中国幸运地逃过一劫。如果当时中国的资本账户完全开放，又会发生什么呢？在我和许多学者看来，（开放资本账户的）中国政府缺乏应对投机攻击的能力，唯一的抵挡方法就是再一次关闭资本账户。这正是马来西亚的前车之鉴。1998 年，马来西亚遭受了投机攻击，该国政府束手无策，只得将本国的资本账户关闭。因此中国很难走出这个两难困境。其三，正像 Eswar 所提到的，法律制度的风险。法律制度应该有约束力，不应被行政主体所干涉；它应对财产权施以有约束力的保护，使人们不必恐惧自己的财产遭到政府的剥夺。这些都是在人民币走向国际化时所要经历的严峻挑战。

还有其他的一些难题。比如，我们知道中国政府与超过二十个国家签订了货币互换协议，这意味着将出现针对人民币的套利行为。以目前俄罗斯卢布对美元超过 100% 的贬值为例，一些聪明人用美元在俄罗斯购买商品，再将商品运入中国销售换取人民币，很轻松地赚到了 100% 的利润。因此，在主要货币的汇率发生变化时，中国如何应对这种风险呢？还有很大一部分风险来自于利差。今年美联储将会退出量化宽松政策，美国的利率将因此上升，这将对中国以及相关市场产生巨大的冲击。中国的利率水平与世界其他地区相去甚远，中国如何应对？我认为这是非常困难的。第三个难题是中国在最近

数十年间积累了巨大的贸易顺差，中国将如何在贸易顺差的情况下为外国提供人民币（流动性）？

以上就是我的评论。我认为人民币的国际化是一件史无前例的事，我们不能简单地套用其他国家的经验来指导人民币国际化的进程。谢谢。

齐晔：非常感谢。我想请 Prasad 先生作一个简要的回应。

Prasad：我想感谢钱颖一教授和余樵教授非常犀利的、有深度的评论。我赞同其中的绝大部分观点。

“其他国家过去的经验对于中国的价值不太重要”这一观点非常中肯。中国虽然无法完全逃离经济学的规律，但中国无疑可以对某些经济规律加以改造。我认为（经济）规模固然重要，但规模并不能完全反映出中国在国际贸易以及国际金融中的地位。这意味着，人民币成为一种国际化货币所需要的条件将与其他国家截然不同。第二，当我写作《美元陷阱》一书，探讨（中国的）制度、法律与治理的改革时，我本以为我在中国会遭遇非常强大的阻力。但让我感到非常振奋的是，当我在谈到中国的改革时，许多资深的中国学者及官员似乎都已经接受了“改革将对中国自身的发展有益”的观点。唯一对“美元陷阱”这个书名不满的群体是美国的官员，他们说：“你知道吗，这个标题好像在说我们设了个圈套，而其他国家（无意）中招了一样。但实际上其他国家是主动送上门来的，这不是我们的错。”中国已经开始了有关更广泛制度变革的讨论，我感到很欣慰。第三点，是中国为什么要实现人民币国际化的问题。余樵教授的观点认为，随着中国的地位不断提升，人民币国际化是一个必然的现象。（我认为）阻止或推进人民币国际化的进程不是问题的关键，关键是如何利用人民币国际化的进程，使其为中国的国内改革目标服务。将人民币国际化的进程与中国的国内改革，尤其是金融改革相联系，至关重要。