



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



中国的全球货币： 为金融改革发挥杠杆作用

葛艺豪 著



中国的全球货币： 为金融改革发挥杠杆作用

葛艺豪 著

目 录

序言	III
一、货币国际化的定义	1
二、人民币国际化的进展	7
香港新离岸人民币市场的相关问题	12
三、人民币国际化的理由	17
美元，1913 年至 1925 年	23
四、国际比较	23
欧洲美元市场，20 世纪 60 年代	25
德国马克和日元的崛起，1970 年至 1990 年	25
人民币与货币国际化先例的比较	28
五、货币国际化和国内金融市场改革	35
开放资本账户与金融自由化的风险	39
六、人民币作为国际贸易和储备货币的前景	43
结束语	49
参考书目	51
关于作者	57

序言

继 2008 年的全球金融危机之后，中国政府采取了多项措施，以使中国的货币人民币国际化。这些措施包括与外国央行订立货币互换额度、鼓励中国进口商和出口商在贸易交易中用人民币结算，以及迅速提升企业在香港离岸人民币市场持有人民币存款和发行人民币债券的能力。

与此同时，中国官员已对中国央行大量持有的美国国债的长期价值公开表示担忧，而且美元的全球统治地位也是引发金融危机的原因之一，这两大事实以及中国政府的上述举措在社会上引起了一种普遍猜测，即认为中国希望以人民币代替美元——首先是替代美元成为贸易货币，最终则将用作储备货币。

本文的观点则恰恰相反：人民币国际化的目的主要是关系到国内发展目标，即资本账户的逐步开放和国内金融体系的自由化。次要考虑因素包括：降低中国出口企业的成本和汇率风险，并促进对外直接投资和证券投资流动。人民币用作国际金融工具或作为储备资产的潜力受到严重制约，原因在于中国政府不愿意接受随之而来的经济增长模式的根本性转变，特别是政府会对国内资本配置、汇率、资本流动及其自身借贷成本失去控制。

本文试图通过解决以下问题来认识人民币的国际化计划:

1、货币国际化的定义;

2、2008 年以来人民币国际化的具体措施;

3、人民币国际化的基本依据;

4、与货币国际化的先例进行比较,特别是与 1913 年以后的美元、20 世纪 60、70 年代欧洲美元市场的发展以及 1970 年至 1990 年间的德国马克和日元进行比较;

5、了解货币国际化与国内金融自由化之间的联系;

6、人民币作为国际贸易结算货币和储备货币的前景和制约因素。

最后,作者感谢约翰·桑顿先生对本研究项目的支持。

布鲁金斯学会为非官方、非营利性机构,其宗旨在于进行高质量、独立的研究,并基于此对政策制定者及公众提供创新而务实的政策建议。布鲁金斯学会出版物仅属于作者本人的结论和建言,并不代表学会本身及其管理团队和其他学者的意见。

布鲁金斯学会对其支持者的价值在于其对研究项目的质量、独立性和影响力的坚持。学会所有的活动皆反映此宗旨。我们的分析和建言并不受任何捐款左右。

一、货币国际化的定义

关于人民币国际化的热议往往把三个截然不同的概念混为一谈：国际化的货币、储备货币和全球主要储备货币。从一开始就明确这些不同的概念是有益的。一种国际化的货币仅仅是被本国经济体以外的非居民广泛用于贸易或投资交易的货币。一种货币可以既具备高度的国际化水平，又并非储备资产的重要来源。突出的例子包括澳元和新西兰元，这两种货币是国际证券投资者的常用货币，因为其公司债券的收益率很高。然而，这两种货币在全球主要央行持有的官方储备中所占份额都不是很大。¹

储备货币是各国央行普遍用作官方储备的货币。在任何一个时期内，国际上都同时存在多种储备货币，这反映出世界上总有几个主要经济体在全球贸易或投资流动中占据相当大的头寸，以致各国央行为谨慎起见都以这些国家的货币持有一定比例的储备资产。第一次世界大战前，主要储备货币是英镑、法国法郎和德国马克。第二次世界大战后的主要储备货币为美

¹新西兰的债券市场可能是世界上最为国际化的：以新西兰元计价的债券只有1/4是在国内市场上进行国内发行；以欧元和美元计价的债券所占的相应比率为50%和75%（He与McCaughey，2010年，第17页）。

元和英镑，20世纪70、80年代，由于德国和日本的经济体位有所上升，所以德国马克与日元也成为了主要的储备货币。今天的主要储备货币包括美元、欧元、英镑、日元和瑞士法郎。

全球主要储备货币是最常用作储备资产的货币。虽然这种货币在全球储备资产中所占的份额可能出现很大的波动，但通常都能占到一半至四分之三。自现代全球化经济与货币体系于19世纪末出现以来，国际上一直有两种主要的储备货币：英镑和美元。英镑的主导地位从19世纪70年代持续到1925年至1945年之间，具体时间则各有各的看法；美元在20世纪20年代首次超越英镑成为最大的单一储备货币，并在二战结束后巩固了自己的地位。第一次世界大战前，英镑在已报告全球储备资产中所占的比例接近二分之一，若把未报告的储备资产计算在内，这一比例可能高达三分之二（Frankel, 2011）。自第二次世界大战以来，美元在全球储备资产中所占份额的长期平均值徘徊在60%上下，最高超过75%，最低45%左右（Chinn、Frankel, 2011）。

显然，今天的人民币是一种处于国际化初期阶段的货币（Gao和Yu, 2012）。人民币在中国大陆境外使用甚少，中国境外的非居民几乎从不使用人民币。而且，这种货币连成为储备货币的最基本条件都无法满足，因为中国的资本账户是受到严格控制的。因此，我们的讨论将主要着眼于循序渐进的货币国际化进程，至于人民币作为储备货币的长期潜力这个更加引人揣测的问题，本文将留到最后再行讨论。

目前有哪些工具可以客观衡量一种货币的国际化程度呢？由Kenen（1983年）开创、后经Chinn和Frankel（2005年）以及Ito（2011年）发展完善的一种方法在这方面颇有助益。这种方法是从货币的三种功能出发，考察一种货币的国际使用情况在多大程度上反映了这些功能。古典经济学认为，货币有

这样三种功能：价值储存手段、金融交易中的交换媒介，以及作为记账单位用于簿记或金融资产标价。因此，我们可以用如下表格来归纳货币的使用：

表 1 货币国际化矩阵		
货币功能	用外国政府的使用方式	外国民间行为者的使用方式
记账单位	用作货币挂钩的稳定锚，或用作一个货币篮子中的权重	贸易 / 金融交易的标价
交换媒介	干预外汇市场；国外的货币流通；央行掉期	贸易 / 金融交易的计价与结算
价值储存手段	官方储备	投资
资料来源：Chinn 和 Frankel（内容经过缩略） 2007 年		

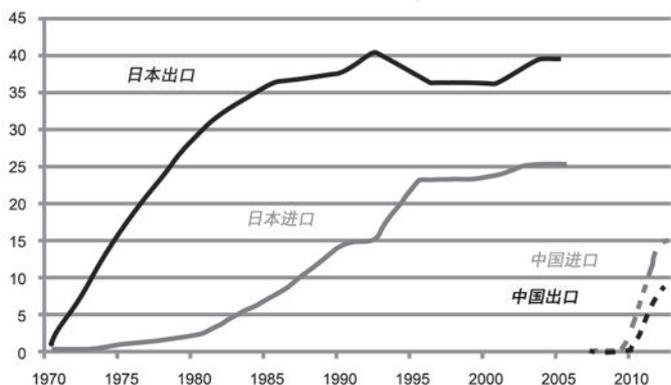
无论是作为官方储备资产的一个组成部分，还是作为外国私人投资者的一项投资工具，人民币目前在国际应用中几乎都没有发挥“价值储存手段”的作用。而作为一种主要用于贸易交易计价的交换媒介，人民币的使用虽然自 2009 年以来经历了迅速增长，但其应用规模仍然十分有限：2012 年，用人民币计价的中国进口交易约占 15%，出口交易则占 9%，出口的数据尚低于日本在 1975 年时的水平。

作为记账单位，人民币基本不具备正式的国际角色。但在非正式层面，它在亚洲已开始成为一种新兴的区域性“锚货币”。这一点只要分析一下亚洲各主要经济体的货币便可一目了然：假设这些经济体的货币由各自的央行根据一个货币篮子进行管理，篮子包含美元、欧元、日元和人民币，则人民币在篮子内的隐含权重对新加坡元来说为 49%，对马来西亚林吉特和印尼盾而言超过 40%，对泰铢、台币和印度卢比来说是 30% 以上。（Ito, 2011）。这一发现证实了市场参与者和政策制定者的一个普遍看法，即以出口为主导的亚洲国家管理本国货

币时必须保证其出口商相对于中国企业而言能够保持竞争力，这就导致其货币与人民币非常松散地挂钩。但这种影响也不能过分夸大：该地区除中国以外的两个最大经济体——日本和韩国——的货币并没有显示出与人民币有任何关联性。

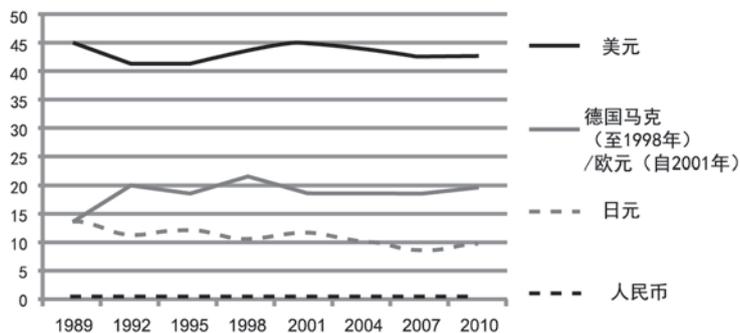
最后一点是，从最广泛的意义上讲，货币国际化意味着一国的货币在没有该国对手方参与的情况下被非本国居民用于彼此间的交易。美元作为国际贸易主要计价货币的应用就是一个经典范例：一家巴西进口商和一家韩国出口商很可能会用美元来为双方的交易标价、计价和结算。迄今为止很少有证据表明人民币被用于此类用途。人民币的国际应用主要局限于至少一方为中方的交易：用于为一家中国出口商或进口商的出口或进口交易开具发票；在中国与东南亚地区、蒙古及俄罗斯接壤的边境地区用于跨境贸易交易；以及用于中国企业在香港的债券发行。非中方实体的人民币债券发行量迄今为止仍然微不足道，也没有充分证据表明人民币被中国境外的非居民用于彼此之间的交易结算。

表2.
以本国货币计价和贸易份额, %



资料来源: 国际清算银行、中国人民银行、佳富龙洲公司 (作者估算)

表3.
各个币种在全球外汇交易中所占份额, %



资料来源: 国际清算银行、佳富龙洲公司

二、人民币国际化的进展

自 20 世纪 70 年代末开始推行改革以来，中国的资本账户基本保持封闭状态，人民币对美元的汇率也一直处于严格的控制之下，这最初是通过 1980 年到 1995 年的一系列分阶段货币贬值实现的，后来则是通过 1995 年到 2005 年 7 月的人民币对美元固定汇率（1997 年亚洲金融危机之后，这一固定汇率被收紧）来维系，自从 2005 年以来则是通过有管理的对美元稳步升值来实现，这一阶段的年平均升值率为 4.7%。² 人民币在国际上的使用可谓微乎其微，主要局限于非正式的边境贸易交易，中国没有提供任何可供外国银行保有人民币账户的机制。

人民币迈向国际化应用的第一步于 2003 年 12 月到来。当时，香港金融管理局经中国人民银行授权，宣布香港银行可以开始有限度地从事人民币业务。实际上，其业务范围仅限于开立个人人民币储蓄账户以及使用这些账户进行个人汇款。

²资本账户并非完全封闭：据国际货币基金组织称，截至 2007 年，43 个资本账户类别中有 12 个类别是可兑换的，所受限制微乎其微；16 个类别在一定程度上实现了自由化，只有 15 个类别是完全不可兑换的。然而，大多数资本交易都必须经过国家外汇管理局批准（国际货币基金组织，2007 年）。McCauley（2011 年）认为，离岸与在岸人民币利率及股价之间的差异证明，尽管在一定程度上实现了自由化，但中国的资本管制仍然十分严格。

此类服务于2004年2月开始提供，从那时起直到2009年7月，相关的业务活动十分有限。到这一时期结束时，个人人民币存款仅仅增加到500亿元，这一数字当时只占香港银行存款总量的1%，而在内地的人民币存款基数中所占的比例就更少——仅为0.1%。到2010年4月，人民币在全球外汇交易中仅占不到0.5%的份额，比波兰兹罗提所占份额还要少。需要对冲人民币风险敞口的外国公司以及想要从人民币汇率变化中获利的投机者必须把自己的赌注押在香港的无本金交割远期外汇交易（NDF）市场上。该市场提供基于人民币未来预期价值的远期交易合约，但却用美元结算。

2008年全球金融危机之后，人民币国际化问题在政策层面上从次要议题转变为优先事项。中国最初采取的措施大体上是象征性的：从2008年12月与韩国签订协议开始，中国人民银行又陆续与17家央行签订了货币互换协议，总额达到1.4万亿人民币（2100亿美元），最近的一项协议是2012年3月与澳大利亚签订的。这种协议的首要目的是使别国进口商能够获得人民币，用以为人民币计价的出口交易付款，其次则是为了在私人融资渠道枯竭时提供一种应急流动性来源。这些协议的签署显然是为了应对全球金融危机对中国造成的直接影响，这种影响就是银行大大减少了信用证的开立，致使全球贸易流量急剧萎缩。³

然而，这些货币互换协议的实际效果却一直很有限。其中没有几项协议是与中国的主要贸易国签订的。这些互换协

³银行限制贸易融资的原因首先是希望减少其资产负债表上的风险，其次是由于金融危机后“安全投资转移”所造成的美元短缺。9月份危机爆发后，世界各国的金融机构纷纷把闲置现金大量转移到安全系数最高的投资工具——美国国债之中。用于购买国债的美元出现需求激增，致使用于其他目的——包括贸易融资——的美元发生短缺。

议的总额仅占中国 2011 年出口额的 12%。⁴（其总额也远远低于美联储在全球金融危机爆发后的两年内启动的 8000 亿美元的美元互换协议，这凸显了美国货币当局在全球货币体系中占据的地位要重要得多。）不管怎样，在 2010 年 12 月以前，这些货币互换额度都没有用尽。当时，香港金融管理局启动了自己的互换额度来缓解骤然繁荣起来的香港人民币市场上出现的暂时性短缺。

尽管如此，启动互换协议仍然表明，中国政府已经开始认真考虑扩大人民币的国际应用。2009 年 3 月和 4 月，中国人民银行在其网站上发表的一系列论文则再次表明了这种意图。该系列论文由周小川行长撰写，其观点就是全球金融危机的根源很大程度上在于美联储提出的苛刻要求，因为美联储的货币政策永远也无法同时满足美国经济和世界其他经济体的需要，而对其他经济体来说，美元是主要货币。周小川认为，在长期内，这一问题的解决办法之一就是建立一种超越国家的储备货币，也许就是国际货币基金组织（IMF）的“特别提款权”。周小川的论文在国际金融媒体中引起了一种猜测，即中国的目的是为削弱美元的全球地位而进行游说，并力推人民币成为一种替代性的主要储备货币。

但是，这样的解释是根本站不住脚的，其中的原因将在本文的最后一节详细阐述。周的经济论证仅仅是重申了把一国货币用作全球主要储备货币的种种隐患。早在几十年前，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）就在 1944 年的布雷顿森林会议上提出了此类隐患，而在 20 世纪 60 年代，比

⁴截至2012年5月，签订了人民币互换协议国家和地区包括阿根廷、澳大利亚、白俄罗斯、香港、冰岛、印度尼西亚、哈萨克斯坦、马来西亚、蒙古、新西兰、巴基斯坦、新加坡、韩国、泰国、土耳其、阿联酋和乌兹别克斯坦。

利时经济学家罗伯特·特里芬也对这些隐患有所表述。这些论文背后的政治动机似乎更显得目光狭窄、平庸无奇：北京当时要求国际货币基金组织建立“替代账户”，这将使中国能够将其持有的大量美元资产的汇率风险转移到国际货币基金组织。中国官员当时可能抱有这样的期望：如果表示支持国际货币基金组织在全球储备管理中发挥更大的作用，该组织可能就会更愿意满足中国的要求。不管怎样，这项要求还是遭到了拒绝。⁵

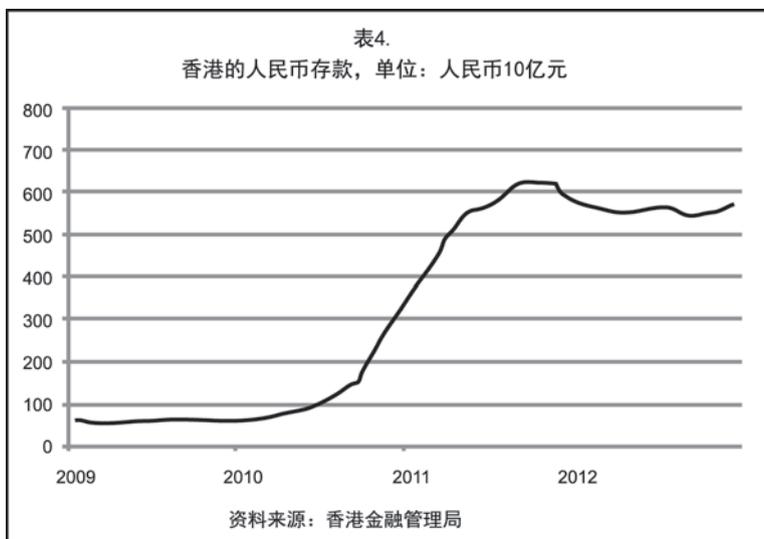
然而，这些论文同样显示出中国的政策制定者已经开始更加认真地对待国际货币问题。论文发表不久后，中国就开始大力推动人民币国际化。中国政府采取了两项关键举措，二者时隔一年。首先，2009年6月，中国人民银行推出了一项试行计划，按照该计划，五个城市的中国进口商获准通过香港银行以人民币结算其进口贸易。这是香港银行首次获准与内地银行开通直接代理账户，在此之前，香港银行所有的人民币业务自2004年以来都要通过授权人民币清算银行——中国银行（香港）来进行。在接下来的18个月里，人民币贸易结算方案得到进一步扩展，囊括了中国全境的所有进口商以及67000家指定出口商。2012年，中国贸易总额约有12%是以人民币结算，主要是通过香港。⁶

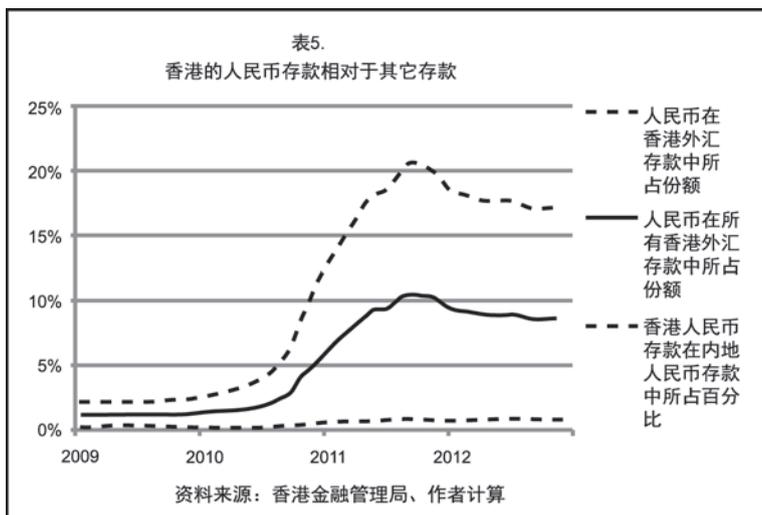
第二项举措是在2010年2月至7月间分阶段实施的，其内容就是取消对企业人民币存款账户和交易的所有限制。新的规则在2010年7月中国人民银行与香港金管局签署的一份联

⁵对华盛顿的一位金融记者的采访，2011年3月。

⁶中国人民银行常年公布以人民币计价的货物和服务贸易额的月度数据，同时还公布人民币计价在贸易总额中所占的比例。但令人困惑的是，这一比率中的分母看来仅仅是商品贸易的总数（不含服务贸易）。中国人民银行偶尔也报告人民币在出口和进口贸易中分别占据的份额，但这些数字并未放在一个系统性的时间序列中来发布。

合备忘录中正式成形。这实际上是向公司——尤其是经纪公司和保险公司等非银行金融机构——敞开了开立人民币存款账户以及从事各类人民币业务的大门，这些业务包括支付、贷款、债券承销和发行。当月晚些时候，首支离岸外人民币企业债券正式发行（由香港建筑公司合和实业发行）。8月份，首支由非中国公司（麦当劳）发行的人民币债券也接踵而至。联合备忘录签订一年后，香港的人民币存款已增加6倍，达到6,000亿元，企业存款占总量的三分之二（而2010年7月则不到10%）。这一年总共发行了44支以人民币计价的债券，总价值为640亿元人民币。（离岸人民币是以“CNH”的名称在货币市场上进行交易，以区别于在岸人民币“CNY”。以离岸人民币计价的债券通常用绰号“点心债券”来称呼。）





香港新离岸人民币市场的相关问题

香港的离岸人民币市场实质上是从零发展起来的，成长之迅速令人叹为观止。但是，人们应当正确看待这一现象。到2011年9月为止，人民币存款迅速增加，最终达到6220亿元的高峰；此后的6个月中，这一数额下降了10%，减至5540亿元，在2012年剩下的时间里基本上保持停滞。（香港的银行家估计，在香港以外的地方——主要是伦敦和新加坡——存在着大约2900亿元的离岸人民币存款。）出现下降的原因主要有二：市场参与者认为，人民币升值速度正在急剧放缓；北京的监管机构则担心香港的人民币市场增长过快。在2011年9月的鼎盛时期，人民币存款占到香港存款基数的10%，并占到外币存款的20%；到2012年12月，这两个数字分别下降至9%和17%。香港的人民币存款在内地存款基数中仍然仅占微不足道的0.6%。

同样，按绝对价值计算，债券和货币市场的规模仍然很小。2012年，点心债券的发行总额为1160亿元人民币，远远

高于 2007-2010 年的数字，但在内地债券市场上却仍然仅占发行总额的 5% 左右。其发行量也远远落后于更为成熟的美国、欧洲和日本市场。CNH 市场上的交易额为每天 40 亿美元左右，仍然不到传统无本金交割人民币远期市场交易额的四分之一（McCauley, 2011）。⁷ 总之，香港的离岸人民币市场仍处于起步阶段，还需要在未来几年经过进一步发展才能开始对规模比它大得多的在岸市场构成实质性的挑战。

发展离岸人民币市场所面临的种种障碍如今已经显而易见。这些障碍主要来源于中国当局——他们想要把离岸人民币（CNH）与在岸人民币（CNY）隔离开来。CNH 实际上是被当作一种外币：汇入内地的 CNH 资本汇款必须经过国家外汇管理局（SAFE）批准，采取的方式与美元、欧元或日元的资本汇款毫无二致。点心债券发行初期，CNH 汇款要获得国家外汇管理局的批准实际上比外汇还要困难，即使能成功获批，等待时间也往往长达两个月甚至更久。

由于人民币在大陆境外没有什么实际用处，所以获得国家外汇管理局批准、把 CNH 汇往大陆的重重困难就抑制了人民币债券在香港的发行。还有另外一些不利因素。外国企业只要期望人民币升值，就不愿发行大量以人民币计价的债券，因为本金的真实价值很可能会逐步增加。（相反，升值预期较高时，这些债券的买家就多，升值预期消退时——比如 2012 年的绝大部分时候，买家就很少。也就是说，债券发行者和投资者的激励因素是相反的，这种现象突出表明，只要点心债券市场主要被当作人民币价值的一种投机工具，它就不大可能发展成很

⁷ 由于不具备在中国境外现货市场或期货市场上进行人民币交易的能力，各公司纷纷通过香港的无本金交割远期外汇交易（即 NDF）市场对其人民币风险敞口进行对冲，投机者也通过这一市场将赌注押在人民币的波动上。NDF 合约以人民币计价，但却用美元结算。

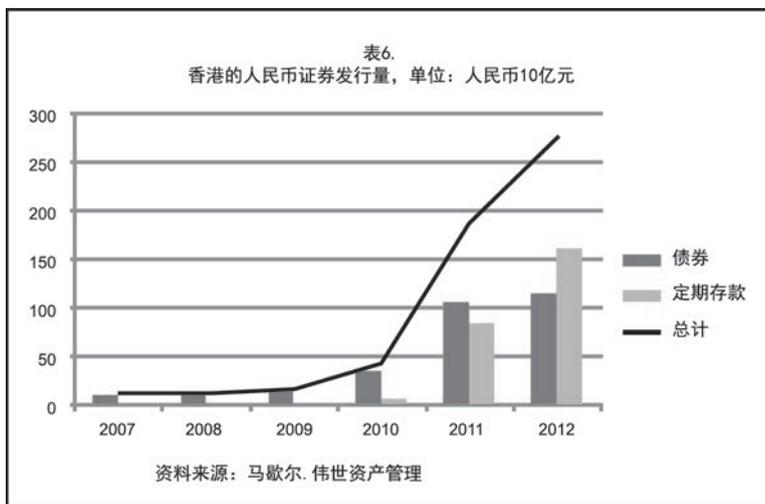
大的规模。只有在持有人民币资产和负债的动机呈现多样化之时，这片市场才能形成真正的规模。）

内地的大企业本应为一个兴盛的离岸债券市场奠定基础，但它们却一直因其缺位而备受关注。这也许出人意料，因为有证据表明，它们可以通过在香港而非在内地发行债券大大减少融资成本（McCauley, 2011）。但在现实中，大型企业，尤其是国有企业，在境内可以轻而易举地以极具吸引力的利率进行融资，主要手段就是银行贷款。它们会发现，在境内融资无需获得国家外汇管理局批准，贷款条件也可以保密，其方便之处要比在香港发行债券所享受的稍低的利率更具吸引力——尤其因为与这种稍低的利率相伴随的是必须发布经得住国际投资者审查的债券招股章程，这对企业来说显然是一种不便。正如一家中国大型国有企业的一名驻香港雇员在接受采访时所说：“我们在中国想要获得多少人民币都可以。如果我们在香港发行债券，那就是为国际活动筹集美元。”⁸ 点心债券市场在其早期的大部分时间内，基本上都是中国房地产公司的一个高收益市场，这些公司发现自己很难以其它方式融资，因为自2010年中期以来，政府对房地产行业实行了限制政策。

从理论上讲，财政部可以把自己的很大一部分国债发行转移到香港，从而有力促进离岸市场的发展。财政部实际上已经在香港发行了三批国债（2007年、2010年和2011年），在最近的发售中所支付的利率要比相应的内地发行平均低258个基点。但是，尽管在香港发行具有明显的订价优势，但财政部的离岸发行仅占其总发行量的很小一部分，不足以使离岸债券市场与在岸市场相匹敌。

⁸对一家在香港上市的中国国有企业的一位公司战略高管进行的采访，2010年10月26日。

其后果是，离岸市场上的负债和资产严重不匹配。个人和机构对于积累人民币存款有着强烈的动机，因为市场预期（起码直到最近为止）是人民币必然会升值。这些存款对于创造它们的银行来说就是负债。但是，发行债券的动机薄弱意味着银行没有什么可投资的资产来抵消这些负债：2012年年底，未偿付的离岸人民币债券总额（大约3000亿元人民币）在香港和其它离岸市场上约占未偿付人民币存款估算额的三分之一。因此，银行别无选择，只能把自己的绝大部分人民币余额存放在中国人民银行深圳分行，其利率要低于它们向储户支付的利率。其结果是，起码在头一年里，离岸人民币业务对大多数香港银行来说都是一笔赔钱的买卖。⁹



因此，关于发展离岸人民币市场，我们可以得出如下概括性结论：

1、2010年-2011年，一次具有决定意义的政策推动促成

⁹对香港一家国际银行的外币战略专家进行的采访，2011年2月15日。

了香港人民币存款和债券发行的快速增长，但两者的绝对数量仍然很小。

2、香港人民币存款的增长速度在 2011 年年底显著放缓，因为投资者开始估计，人民币对美元汇率接近公平价值，因此，投资者不能再指望获得万无一失的升值收益。

3、对内地和海外的优质发行企业来说，在香港发行人民币债券仍然存在着相当大的制约因素。

我们现在谈谈中国政府启动人民币国际化计划的动机问题。

三、人民币国际化的理由

令人惊讶的是，尽管中国的货币国际化政策引起了国际社会的极大关注，但这项计划却一直没有正式的政策文件来概述其总体宗旨和目标。官方文告的内容仅限于具体说明技术变化的通知，这些通知支持了贸易进销存、存款创造以及人民币离岸债券发行。2011年3月公布的“十二五”规划纲要对于货币国际化仅仅一笔带过，而且提到这个问题时是以一个十分宽泛的目标为背景，这个目标就是增强汇率的灵活性，在一个未指定的（可能是相当长的）时间跨度内使人民币实现完全可兑换。政府领导人——包括中国人民银行的高级官员——在公开发言和接受媒体采访时很少谈及国际化计划，而且说法也含糊不清、闪烁其词。

因此，要解读货币国际化的动机，就需要进行大量的推理和猜测。我们的观点是，虽然官员们无疑具有不同的目标，但他们最主要的动机就是利用离岸人民币市场作为废除资本管制的一种机制，加快国内金融自由化的步伐。这类似于国务院总理朱镕基利用中国2001年加入WTO作为一种机制来强力推行国内市场改革，否则这些改革在政治上就难以实现。与一些激动人心的媒体报道正好相反，中国官员已经相当明确地表示，

将人民币确立为主要国际储备货币并非中国政府近期内的主要目标，而且这甚至不是一项可行的目标。

改革的顺序和零星的公开声明——主要是中国人民银行行长周小川的言论——倾向于支持一种解释，即人民币国际化计划最初是为了应对2008年全球金融危机而制订，并因此具有稳定性和保险功能。如上所述，为此打响头炮的是周小川在2009年年初发表的一系列文章，文章把这场危机部分归咎于现行货币安排的内在不稳定性以及最初与外国央行订立的互换额度。这意味着，中国政府的主要目的是确保这样的危机不会重演，危机对中国的主要影响是国际美元流动性及贸易融资业务的枯竭，结果导致中国的出口下降了20%。此推论得到了一项观察结果的佐证，即鼓励扩大人民币国际应用的第一项具体措施就是借助贸易进销存程序发挥推动作用。

2011年1月，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲发表了概述“十二五”计划期间（2011-2015年）外汇管理目标的讲话。易纲在讲话中没有直接提到人民币国际化，而是集中阐述了为进口商和出口商提进一步提供便利的必要性，同时还重点强调了投机活动和“异常”资本流动的控制问题（异常资本流动：易纲，2011）。例行公事地提到打击投机者和控制短期资本流动的必要性仍然是官方汇率管理声明的一大标志特征。此前，在2010年7月接受《中国改革》杂志执行总编胡舒立的采访时，易纲明确驳斥了一种观点，即让人民币成为储备货币是中国政府的一项主要政策目标，并表示支持人民币成为储备货币的条件还“远远不够”。

因此，公开的记录虽然不是很清楚，但却支持了这样一种观点，即人民币国际化的主要目标是为中国的出口商和进口商确保融资的流动性，并防止中国经济遭受越来越不稳定的美元所带来的金融冲击。但许多市场参与者，包括一些与

人民银行的高级官员进行过私下对话的人，都认为人民币国际化的真正动机是利用境外人民币市场作为一项工具，以加快国内金融部门的改革步伐（这种改革的主要倡导机构就是人民银行）——起码央行的真实动机很可能就是如此。

在2010年11月举行的财新峰会上，周小川在一次讲话中隐讳地提到希望创建一个“池子”来吸纳短期资本流动，以防止这种流动对中国国内经济产生太大的影响。这个定义不明的“池子”概念在中国媒体界引发了诸多充满困惑的评论，但如果仔细阅读周小川的讲话，会很有启发：

说到对中国的影响，中国是否会面临更多的热钱流入，中国应该采取什么样的对策。我想答案其实不少人都已经谈到了。我只想补充两点。一是中国目前的外汇管理体制还是对资本项目实行管理的体制，资本项目下不正常的资本流入要么进不来，要么必须绕道而行。在绕道而行的时候，我们毕竟可以采取一些管理措施，尽可能地防止这种行为发生。二是很重要的一项措施是在总量上实行对冲。也就是说，如果短期的投机性资金要进来的话，我们希望把它放在一个池子里，并通过对冲不使它泛滥到中国的实体经济中去。等到它需要撤退的时候，我们再把它从池子里放出去让它走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击。

当然，这会引发另外一个问题，即资金进来后又出去，在这个过程中可能会找到套戥的机会，英文称 arbitrage，比如利率的差别、货币汇率的变动。这样的话，它们就有可能获得投机性收益。让这些资金流进来赚钱，大家心里都会很不平衡。对于这个问题，一方面，我们应该看到总量控制的重要性；但另一方面，我们也要看到，在这个世界上如果有套戥机会，总会有人去套戥的行为，而且几乎是防不胜防的。这让我回忆起20世纪70年代末和80年代初的一些情况。那时候，中国

各地之间、城市之间的很多商品价格并不一致，所以出现了“倒爷”，这些人被批评为“二道贩子”，搞长途贩运，搞投机倒把，赚取差价。这表明，如果商品领域中存在套戥机会，几乎很难防止有人不这样做。尽管大家在感情上可能很憎恨这种行为，但实际上这是一种经济机会，也是市场经济的一个逻辑，必然会有这种行为。如果要制止它的话，需要考虑是不是有行之有效的办法？但是，总不能为了控制“二道贩子”，火车就不开了。那样的话，整个国民经济付出的代价要比治理“二道贩子”付出的代价要大得多。因此，必须要对代价进行衡量。

全球金融市场也存在类似的情况，比如前几年我们讨论比较多的套利交易（Carry Trade）。当时进行套利交易的货币主要是日元，因为当时日元的利率很低，有很多套利交易的标的是澳大利亚元和新西兰元。那么，究竟是什么人在做呢？如果能够抓住其中的大头，或者说是政府的政策存在什么问题，那么自然有办法加以解决。但是，后来人们发现，实际上是大量的日本家庭主妇在做这件事情，而要想制止家庭主妇做套利交易，难度非常大。因此，对中国来说，首先，最重要的是在宏观经济上注意保持基本平衡，注意防范各类风险，该对冲的要对冲掉。其次，尽量防止投机性行为，减少通过套戥机会来发财的渠道。但是，我们不可能完全杜绝套戥的机会（周小川，2010）。

这似乎是在以一种巧妙的措辞方式倡导以人民币自由化作为国内金融自由化的一项工具。周小川首先提倡建立一个离岸人民币池。然后，他承认这种把资本分割为在岸与离岸的做法必然会招致套戥。他最后说，套戥是成功经济体的一个自然特征，如果加以抑制，那就会以损害经济为代价。换句话说，这就表示一旦离岸“池子”建立起来，人们就必须接受离岸和在岸市场之间的价格均等化（就是利率和汇率的均等化）。

按照定义，离岸和在岸货币价格的均等化意味着废除资本管制（McCauley, 2011）以及国内利率的自由化。而废除资本管制则需要外国机构进一步参与到中国的金融市场中来，所以国内金融参与者将面临更激烈的竞争。简单而言，利率自由化和更大的竞争就等于金融自由化。在这一过程中，创建离岸人民币市场就成了一项关键的工具。

人民币自由化的机制所带来的国内金融改革将在第5节中进一步讨论。但是，分析家们现在要公开得多地提到这种联系。正如国际清算银行的作者们所指出：“（人民币）的充分国际化最终会要求全面开放资本账户”（Cheung、Ma 和 McCauley, 2010）。著名中国经济学者和人民银行货币政策委员会前委员余永定进一步声称：“说实话，人民币的国际化就是变相的资本账户自由化……把人民币用作一种贸易结算货币悄悄地突破了中国资本管制的防火墙。其结果是，短期跨境资本流动的波动性已经成为决定人民币汇率的重要因素”（余永定, 2012）。

我们的意思并不是说改革者的目标是废除资本管制并通过一系列疾风骤雨、大刀阔斧的行动来实现国内金融市场的自由化。由于国内政治和货币审慎性的原因，资本账户自由化最好是在一个很长的时期内逐步实施。但情况看来很可能是，人民币国际化计划是改革者为了使中国走上不可逆转的自由化道路而设计，把十年来很长时期内的空谈转变为开放资本账户方面的进展，以及一系列的具体行动，无论这些行动实施起来多么缓慢。最后的问题是：如果废除资本管制和加快国内金融改革步伐的愿望是人民币国际化计划背后的主要动机之一，那么为什么政府官员们不好意思这样说呢？在这个问题上，我们只能猜测。最显而易见的解释就是金融部门的改革会在国内遭到激烈的反对——例如来自大型国有银行的反对，因为这些银行

会发现，在竞争更为激烈的环境中，它们的利润会下降。由于反对力量十分强大，为谨慎起见，改革者对于离岸货币市场与其国内影响之间的联系采取了轻描淡写的策略。

四、国际比较

在上世纪，世界上有几种货币从单纯的国内货币转变成了高度国际化的货币，其中，人民币就是最新完成转化的一种货币。为了充分了解人民币可能走上的国际轨道，研究一下货币国际化的先例是很有帮助的，尤其是：

- 美元在 1913 年到 1925 年之间作为一种主要的贸易和储备货币的出现
- 20 世纪 60 年代，通过欧洲美元市场开展的离岸美元活动得到大规模扩展
- 德国马克和日元在 1970 年到 1990 年间作为主要的贸易和储备货币出现

我们首先概述每个时期的关键特征，然后考察一下这些事例与当前人民币国际化的相似点和不同之处。

美元，1913 年至 1925 年

第一次世界大战前夕，美国成为世界上最大的经济体已有四十年，出口仅次于英国。但是，美元当时在国际上并未得到广泛使用，也根本没有用作中央银行的储备资产。其主要原

因是，由于1913年以前没有设立中央银行，所以国际投资者对于美元作为长期价值储备手段无法抱有充分的信心；与此同时，美国金融体系容易出现严重的恐慌情绪，这也是投资者回避美元资产的一个原因。而英国则素以有效的贸易融资控制而闻名（更不用说英国还控制着主要的海上贸易航道），这就意味着英镑仍然是贸易交易的首选货币，就像今天的美元一样。这样的情况使美国出口商不得不背负高昂的成本，因为他们要向英国银行支付代理银行服务费。

1913年，美联储的成立从两个重要的方面改变了这种局面。首先，通过创立一个能够在困难时期保护美元价值的行政管理机构，美联储增强了投资者的信心，同时，美联储还充当了最后贷款人，借此降低了金融恐慌发生的几率，或者至少能减轻金融恐慌产生的不利影响。其次，美联储的早期领导人着手实施一项深谋远虑的战略，即在银行承兑汇票（美国出口商用于实现贸易收益的汇票）方面建立了一个活跃且具有流动性的市场，从而扩大了美元的国际应用。美联储实施这项政策的动机看来是双重的：一方面希望降低出口商的成本，另一方面也希望美国金融机构能够在利润丰厚的贸易融资业务中攫取更大的份额。

第一次世界大战破坏了正常的欧洲贸易，迫使主要经济大国放弃了金本位，在这一局势的助推下，美元国际化政策以惊人的速度结出硕果。到1925年，也就是美联储创立仅仅十二年之后，美元成为了主要的国际贸易货币，并超越英镑成为全球储备资产的主要货币。20世纪30年代，由于全球贸易流量锐减，美元的地位有所下降，而英镑则因为英国政府的一项规定而得到了人为支持，这项规定就是所有英属殖民地都得以英镑持有资产储备。但第二次世界大战以后，美元永久性地取代英镑成为了主要的全球贸易和储备货币（Eichengreen, 2010; Frankel, 2011）。

欧洲美元市场，20 世纪 60 年代

由于美元成为了全球贸易的主要货币，而且又有大量美元流入欧洲用以资助战后重建，所以美国境外出现了大量的美元余额。到 20 世纪 60 年代，境外美元余额的最大持有者是各个石油输出国——尤其是中东国家和苏联。因为这些国家不愿把这些资金存在美国，担心自己的资产会在政治局势紧张时遭到没收。此外，美国要对美元存款的利息收益预扣税款，这就减少了在美国存款的实际税后收益。与此同时，由于美国实行的资本管制，外国公司在美国进行美元融资并将资金汇往国外使用时要么必须付出高昂的成本，要么根本无法操作。离岸美元存款的大量需求加上离岸美元融资来源的相应需求催生了伦敦的欧洲美元市场。这个市场具有复杂的市场基础结构，不征收预扣税。欧洲美元市场迅速扩展，为高信用评级企业和主权基金提供了一个便利的融资来源。这些企业和基金可以按照低于可比美国国债的利率发行债券。同时，由于没有预扣税，储户享受的利率要高于美国美元存款的一般利率。

重要的是要注意到，虽然美国当局没有采取任何积极行动来促进欧洲美元市场的发展，但是美联储准许海外银行在结算离岸贸易和投资交易时无限制地使用美元的举措仍然对这一市场的发展起到了促进作用。换言之，尽管资本管制阻碍了在岸交易中资金流入和流出美国，但是美元对于离岸交易而言是完全可兑换的（起码对海外银行来说是如此）。这是美元与当今人民币的一个重要差别（He 和 McCauley，2010）。

德国马克和日元的崛起，1970 年至 1990 年

20 世纪 70 年代初，直到布雷顿森林全球货币体系崩溃后的几年，美元仍然轻而易举地占据着全球主要货币的地位。加速了布雷顿森林体系崩溃进程的就是尼克松总统的一项决

定——终止美元兑换黄金。尽管美元贬值（引起贬值的原因是人们对美国的资本流出越发感到担忧）、通胀不断加剧，但美元在全球储备中所占的份额仍然在 1977 年达到了 80% 的历史最高峰。然而此后，这一份额迅速下降，于 1990 年跌至 45% 的战后最低点。填补了这一缺口的是德国马克和日元，即德国和日本这两个大国的货币。这两个国家在全球产值和出口中所占的份额增长最快。20 世纪 70 年代初，德国马克和日元在全球储备持有量中所占的份额都非常低，而到 1990 年，这两种货币所占的份额已分别上升至 20% 和 9% 的峰值。在德日两国的出口贸易中，这两种货币作为计价货币得到了普遍使用。

尽管两国当局极力反对，但这样的情况还是发生了。德日两国都是出口型经济体，金融部门均以银行为主导，而资本市场相对来说都不太发达。出口商对廉价货币的渴望往往会影响两国的政策。通过扩大一种货币的需求、使之超越国内的使用需求量来增加这种货币的国际应用往往会抬升其货币价值。中央银行可以进行干预，通过收购美元抑制本币升值，但是这种干预的结果就是使流通中的本币数量增加（因为央行必须抛售本币才能收购美元）。这反过来会使通胀率上升，除非央行采取可能带来高昂代价的“对冲”操作，通过抛售央行票据或增加银行的法定存款准备金来抵销货币供应量的增加。

有鉴于此，德国联邦银行和日本银行都大力抵制货币国际化。它们的政府也没有采取什么行动来对此予以支持。但市场力量压倒了央行的反对意见：德日两国经济十分强大，其在全球贸易中的头寸也很大，因而无法阻止德国马克和日元在国际上的广泛使用。就德国来说，联邦银行自身的信誉导致该行反对德国马克进一步普及的主张化为泡影。这家银行一直完全独立于政府之外，而且在抗击通货膨胀方面拥有卓著的传统，这使得德国马克在 20 世纪 70 到 80 年代以势不可挡的势头成

为了一种取代美元的价值储存手段。反观同时期的美国，其通胀率在70年代达到了两位数，而在80年代，美国财政和贸易赤字的不断扩大使得许多人对美元的长寿表示不满。到20世纪80年代末，德国80%以上的出口和50%以上的进口都用德国马克计价。这两个数字都远远高于英法两国以本币计价的进出口份额。如前所述，到1990年，德国马克已经超越英镑，成为世界上第二大储备货币，占全球外汇储备的整整五分之一。由于东、西德于1991年再度统一，德国经济后来长期陷于低于趋势水平的增长。这造成了财政上的巨大代价，也促使前共产党统治的东德进行了痛苦的改革。德国马克的国际角色稳定下来。1999年，这种货币被欧元所取代。后者到2010年占全球储备的30%左右。

日本银行并没有德国联邦银行那样的反通胀经历，它被公认为严重地从属于政府的经济政策。此外，日本的资本管制仍然要比德国的资本管制严格得多。因此，日元的起飞要比德国马克晚一些，也不如后者那样引人注目。但是，直到1979年，由于外国人几乎完全没有打入日本的资本市场，所以日本25%的出口和2%的进口用日元计价。¹⁰针对美国进口商对冲自己的日元头寸的需要，芝加哥商品交易所早在1972年就开始提供日元对美元的期货合约（Zhang 和 Chan, 2010）。由于从1979年开始实施一系列金融市场自由化举措，

¹⁰ 在这一早期阶段，日本出口商普遍采用日元计价表明，虽然作为一个群体，币值过低符合出口商的利益，但是作为个体，用本国货币计价却使交易成本降低，因而符合他们的利益。因此，虽然出口游说集团（包括贸易部门）通常会对货币国际化表示反对（理由是这样做会降低出口商的竞争力），但是出口商的单独行动却往往会促进国际化，因而也会促使货币升值。此外，值得一提的是，日元在进出口计价方面的相对使用情况与今天中国的情况也恰恰相反。2011年，中国15%的进口和大约9%的出口是以人民币计价。这表明，在1979年离岸获取日元要比在今天离岸获取人民币容易得多，因为日本货物出口商愿意而且能够支付以日元计价的发票，而今天的中国货物进口商却几乎没有办法获得人民币。

日元的国际化进程后来得到进一步加快。这一年，外国私营公司首次获准在东京发行以日元计价的“武士债券”（外国主权基金和国际机构从1970年就开始发行这种债券）。1980年，日本大幅度修改其外汇法。随后的1984年，日美两国签订了一项“日元对美元”协议。这项协议进一步消解了资本管制。1986年，外汇法的第二次修订准许了离岸日元帐户的开立，从而使欧洲日元市场得到迅猛发展（Takagi, 2012）。这些改革使资本管制大幅减少，使外国人有更多的机会打入日本的金融市场。改革过后，日元作为贸易和储备货币的使用显著增加。到1990年，38%的日本出口和15%的进口用日元计价。日元用于大约14%的全球外汇交易，占全球外汇储备的9%左右，因而位居第三，仅次于美元和德国马克。

这些数字显示了日元国际地位的最高峰。日本1990年的金融泡沫破裂导致了十年的经济停滞。其特征之一就是政府坚决拒绝进一步开放日本的金融市场。随着日本的经济不景气不断延续，日元在全球金融市场上变得越来越不重要：到2010年，日元在全球储备中所占的份额已经下跌到3%，在全球外汇交易中所占的份额则下降到9%。以日元计价的出口和进口贸易所占的份额最高分别为40%和25%左右，远远低于德国马克在80年代末所达到的水平。东京在80年代看来注定会加入伦敦和纽约的行列，成为世界上最大的金融中心之一。而到此时，它却变成为一潭死水，90年代末，政府开始着手重振东京的金融市场并使之国际化，但这番努力未能取得成果。日本的经验对于人民币发展成一种国际货币具有重要的借鉴意义，对于香港和上海发展成为国际金融中心也同样意义重大，这一点将在下一节中详细讨论。

人民币与货币国际化先例的比较

人民币国际化所呈现的轮廓与前文谈到的历史事例有着

一些相似之处。像1913年的美国一样，中国也是一个增长迅速、较为开放的经济大国，在制造业领域具有强大的相对优势，在全球贸易中居于领先地位。像当时新生的美联储一样，今天的中国人民银行对于推动本国货币的国际应用似乎也抱有浓厚的机构兴趣。像20世纪60年代的欧洲美元市场一样，香港的离岸人民币债券市场也潜力巨大，可以让高信用评级的企业以很低的利率为自己融资。像20世纪70年代的德国和日本一样，中国在经济权重和贸易流量两方面都在迅速赶超美国。人们普遍认为，人民币相对于美元很可能会逐步升值。但是，像日本一样，中国的经济增长模式也严重依赖被低估的汇率和国内的金融压制（这种做法促进了出口以及工业与基础设施方面的投资）以及严格的资本管制。这种资本管制是维持人为低汇率与低利率的一项必要条件。换言之，中国今天的情况与主要经济体日本的情形最为相似——日本是在本国货币国际化方面做得最不成功的国家。

总体而言，当今中国与这些历史事例可谓异大于同。首先，美元、德国马克和日元的国际化全都发生在东道国没有实行重大资本管制措施的情况下。正如 McCauley（2011年）所说，中国“在资本管制的背景下实施国际化”的实验“是史无前例的”。由于人民币无法轻易地流出中国来满足外国人的需求，所以人民币国际化的速度是受到制约的。

但是，也有另外一些基本差别。虽然中国在全球经济中占据显著地位，但是这种地位实际上远远不如美国在1913年的地位那样重要。今天的中国是世界上第二大经济体，相当于美国经济规模的一半左右，人均收入大约相当于美国的八分之一。一个世纪以前的美国是遥遥领先的世界第一大经济体，按照人均情况计算也是最富裕的经济体之一。此外，美国当时也是全球科技创新方面的领先者。虽然还远未达到在二战后那样

的全球政治和军事主导地位，但在北美洲和南美洲实际上行使着有效的地区霸权。相比之下，中国则是一个典型的“追赶式”经济体，距离全球科技前沿仍然很遥远。在本国境外，中国发挥的军事或政治影响力十分有限，甚至在本地区也是如此（而美国在亚洲的影响力仍占主导地位）。中国的公司刚刚开始进行国际投资，其金融机构尚未显示出它们有能力在脱离本国特殊市场条件的情况下有效运转。

促使美元在 1913 年后迅速崛起的条件与今天的条件截然不同。除了上述因素外，美联储在创立时就基本独立于美国政府。这种独立性使之能够奉行一种积极的货币国际化战略，而又无需考虑社会舆论或联邦政府的宏观目标——而且联邦政府相对来说本来就处于弱势，它在经济管理方面的作用可谓微乎其微。在使美元国际化方面，美联储不仅服务于美国大型金融机构的利益，而且也服务于美国出口商的利益。这些金融机构急于增加自己在全世界贸易融资业务中的份额，一旦条件成熟，它们完全有能力做到这一点。而美国的出口商则急于降低自己的交易成本，减少对英国银行的依赖。最后，使美元加速崛起的无疑是第一次世界大战这场空前灾难。这场战争破坏了欧洲各国的经济，迫使其货币放弃了金本位。

相比之下，在极其强大的中国政府内部，今天的中国人民银行则是一个力量相对薄弱的机构。中国政府在经济管理中发挥着很强的干预作用，几十年来一直实行一种依赖于汇率和利率操纵以及资本管制措施的经济增长战略。中国人民银行几乎根本没有能力脱离政府的宏观经济目标去独立执行任何战略。尚无任何确凿证据表明人民币的国际化计划得到了中国各家银行——这些银行仍然把主要精力集中在国内市场上——或中国出口商的大力支持。2008 的全球金融危机尽管产生了十分严重和持久的影响，但和一战的规模相比却是微不足道的，

这次危机并没有从根本上损害美国在全球政治、军事、科技和经济实力方面的霸主地位。

与欧洲美元市场进行比较也很有启发意义。这个市场之所以能够诞生，原因在于美元当时已经在美国境外广泛流通，因此，离岸美元存款业务以及能够使企业在世界各地进行投资融资的离岸美元借款业务都蕴藏着庞大的市场需求。这些因素以及美国的预扣税和资本管制政策共同推动了欧洲美元市场的发展，使其深度和流动性迅速提升，为借款者提供了比美国更低的利率，而储户享受的利率则比美国更高。尽管利润空间被如此压缩，欧洲美元业务对欧洲银行来说仍然利润丰厚。而美联储为外国银行提供美元清算服务的强烈意愿则进一步促进了这片市场的增长。

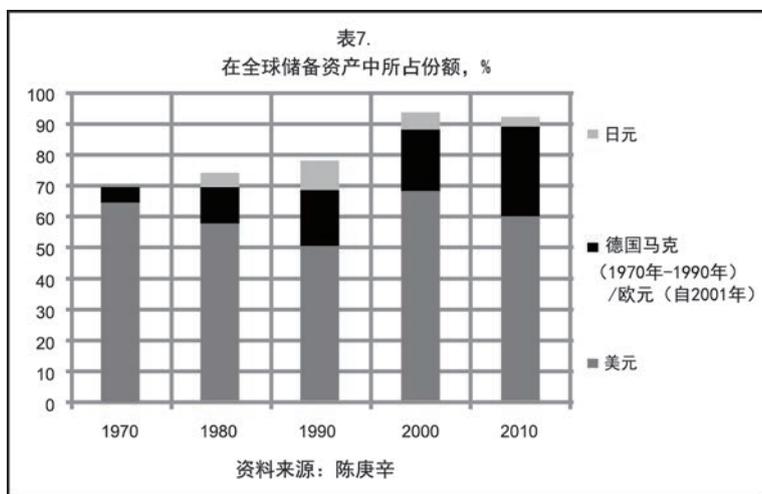
这种情况与今天的人民币货币市场及债券市场几乎毫无相似之处。中国境外原先并不存在人民币池，因此必须从零开始创造新的人民币存款。离岸人民币借款业务并不存在庞大的市场需求，因为大多数高信用评级的中国公司都能以很低的利率从国内银行获得充足的资金，而外国公司除了在中国投资之外根本不要进行人民币融资。而且，国外大公司往往都已在中国建立了能产生大量人民币正现金流的业务。很多投资者都坚信人民币将会升值，这些投资者对人民币的需求导致香港的人民币存款利率要低于内地。但即便如此，对香港银行来说，人民币业务也往往是一项赔钱买卖，因为这些银行无法进行人民币贷款，因而面临着可用人民币债券严重不足的局面。因此，这些银行别无选择，只能把多余的资金以更低的存款利率存放在中国人民银行深圳分行。最后，外资银行与中国人民银行进行人民币交易清算的能力仍然十分有限，因为香港的绝大部分交易都要求以中国银行作为中国人民银行指定的清算代理机构。

最后一组不同点就在于政府政策与市场力量之间的关系。1913年以后，美联储推动美元国际化的积极政策与市场力量实现了协调一致，因为美国的出口商和金融机构都可以从中获利，一战爆发后，美元的国际需求也扶摇直上。20世纪70年代和80年代，德国和日本当局最初都抵制国际化，但市场力量压倒了它们的意见。拿德国来说，其货币发展走向几乎完全屈服于市场力量，因为德国马克成为了一种主要的全球贸易与储备货币，最终构成了欧元的核心。十年来，欧元一直是世界上遥遥领先的第二大货币。日本的态度则仍然比较矛盾，该国的金融市场大体上依然保持封闭状态，同时继续实行一项干预性很强的汇率政策。这项政策的首要目标就是确保日本出口商的竞争力。其结果是，日元的国际化在1990年经济危机以后发生了逆转，以致出口行业成了日本经济中硕果仅存的兴旺产业，并导致日本政府把被低估的汇率放在其它所有目标之上。

在上述所有事例中，市场力量都强有力地支持了货币国际化，而政策上的立场则各不相同，要么是表示支持，要么是默许，要么是敌视。在人民币的情况中，面对市场的冷漠态度，当局看来正在提倡货币国际化。支持国际化的唯一一种强大的市场力量就是外国投资者对人民币资产的需求。这种需求几乎完全来源于一种想法，那就是人民币相对于美元肯定会升值。正如日本自1990年以来的经验所表明，一种始终处于强势地位的货币并非货币国际化的充分条件。此外，还有一种不可忽视的风险，那就是中国经济的增长可能会急剧放缓，或者经常账户盈余在未来若干年内会大幅度缩水。在这种情况下，外国人持有人民币资产的愿望很可能会化为泡影。

最后一条经验是，如果说整个“中国当局”都在“积极促进人民币国际化”，这未免夸大其词。正如上面的第三节

所显示，离岸人民币计划看来几乎完全由中国人民银行一手炮制。没有证据表明其它政府机构也积极参与其中，也没有迹象显示货币自由化是整个政府的一大工作重点。这种判断依据的是最近的政府工作报告和2011年年初公布的十二五规划文件。一种看来更为合理的解释是，中国人民银行的改革派主张废除资本管制并改革金融业，他们把离岸人民币市场看作一种工具，可以用来达成一些靠其它手段难以实现的国内政策目标。换言之，货币国际化与其说是整个政府的一项战略目标，不如说是一个具体政府机构在争取国内市场取消管制的斗争中所采取的一项策略。因此，我们现在来谈一谈货币自由化与金融业取消管制之间的潜在联系。



五、货币国际化和国内金融市场改革

我们认为，离岸人民币市场的一个重要目的就是充当国内金融市场自由化的催化剂。这就引出了一个问题，让离岸人民币市场发挥这种作用的可能是怎样一种机制。简单的答案是，建立一个成熟的离岸人民币市场会给政府带来巨大的压力，迫使其放宽或消除资本管制。而在没有资本管制的情况下，政府很难操纵汇率和国内利率这两个关键的货币价格。而金融行业自由化的实质就在于让市场而不是政府来主导汇率和利率。

要想更详尽地了解这一点，我们首先必须回顾一下金融压制的机制。¹¹与很多金融体系相对落后的发展中国家一样，中国货币政策的定位点也是对美元的固定汇率。从1995年到2005年，人民币对美元汇率固定在8.28比1。自2005年7月以来，人民币对美元一直采用爬行钉住汇率，平均每年升值5%左右。¹²从2000年前后开始，中国的货币政策一直偏重

¹¹本节基本上遵循了Lardy（2012年）的观点，这是对中国金融压制最全面、最透彻的讨论。

¹²爬行钉住汇率在2008年年中到2010年年初重新转换为固定汇率，借以应对全球金融危机。但这显然是为了应对特殊情况而采取的临时对策，而不是基本政策的改变。

于使贸易加权实际汇率相对于完全由市场决定的情况始终维持在低估水平，甚至在实行人民币对美元的逐步升值以后也是如此。按照许多人的估计，人民币在 2005-2006 年相对于公允价值存在 25% 至 30% 的贴现率，而且尽管升值幅度很大，如今的人民币可能仍然处在估值过低的状态，不过，如果确实存在低估，那么当前的低估程度则颇有争议。话说回来，长期的货币低估在希望实行出口型增长战略的发展中国家也是常见现象。

与管理下的汇率相对应的是一套由政府法令规定的国内利率制度，利率有意定在很低的水平，以便有效地对银行储户征税（这些储户所获得的实际回报为零或为负数），目的就是为投资于工业厂房和基础设施的企业提供信贷补贴。在中国，这种利率补贴或金融压制税历来主要使国有企业受益。这些企业获得了过多的银行贷款，但它们并不是举足轻重的出口企业（国有部门总体而言存在着巨大的贸易逆差，而且这种逆差不断扩大）。这些国有公司主导着基础设施与住房建设，也控制着钢铁、石油化工和发电等基础产业。与此同时，汇率补贴的主要受益者则是主导中国出口贸易的民企和外企。

尽管如此，金融压制税的作用之一就是通过对压低资金成本为公司创造激励因素，促使其投资于资本密集型制造业，而不是劳动密集型的服务业。这加剧了汇率低估所造成的影响。这种影响主要有利于可出口贸易品投资，而不是十分有利于供国内消费非贸易品的投资。这两项政策的综合效果是刺激投资、制造业和出口贸易，同时抑制消费、服务业和进口贸易，从而导致很高的投资 / GDP 比率、较低的消费率和巨额外贸顺差。

从广义上讲，中国利用被低估的汇率和金融压制来刺激高水平投资和出口的经济增长模式实际上遵循了日本和韩国的成功战略，除此之外也与二战后的台湾略有相似。这一模式的吸引力在于其实施效果极为显著：自 1950 年以来，这三个东北

亚国家和地区的收入水平均以最快的速度接近富裕国家，在全球范围内，二战后从低收入阵营一举跨进高收入行列的只有韩国和台湾这两个经济体（Batson, 2011）。

但是，这种金融压制模式虽然大获成功，但也产生了复杂的副作用。如果这些副作用最终没能得到修正，它们就有可能严重阻碍经济增长。投资和出口的增长率不可能无限期地超过 GDP 增长率；作为 GDP 主要贡献因素的国内消费终有一天会取而代之、占据主导。金融压制从三个层面阻止了这种过渡。首先而且最为直接影响是，与利率由市场决定的情况相比，家庭从银行存款获得的收入要少得多。因此，家庭收入的增长速度往往低于 GDP 增长速度。其次，由于储蓄回报微乎其微，所以家庭需要从年收入中拿出更大的一部分用于储蓄，以便为自己存下以后的退休金和医疗费。最后也是最微妙的一点，廉价的资本能够刺激资本密集型制造业的投资，而不是劳动力密集型服务业的投资。在这种资本密集型发展模式下，生产率的上升往往快于工资的增长，以致家庭收入占 GDP 的比重（主要取决于工资）出现下降。总之，金融压制压低了利息和工资收入，增强了家庭的储蓄动机，从而使家庭消费在 GDP 中所占比重下降。

解除金融压制是一项棘手的工作，原因有以下几点。首先，政治力量强大的低利率受益者（大型国有企业）自然不愿放弃自己的利益。但是，要在不撤销汇率管制和资本管制的情况下解除金融压制也是极其困难的。这是因为低汇率能创造巨大的贸易顺差和一定的资本流入。如果对其放任自流，这些流入就会推高汇率。为防止发生这种现象，中国人民银行大规模干预外汇市场，通过收购美元和抛售人民币使汇率保持在理想水平。人民币泛滥会造成通货膨胀，为阻止通胀的发生，中央银行实施对冲，或者让人民币退出流通，其手段就是迫使商业银行保

持存款准备金或以极低的利率购买央行票据。这就导致商业银行必须在其资产负债表中持有很大一部分收益率实际上为零的资产，而作为回报，央行允许这些银行把存款利率保持在人为的低水平上，从而利用自己的贷款赚取高额收益。资本管制措施限制资本流入，因而能减少中国人民银行的干预，从而促进金融体系的稳定性。

如果允许存款利率上升到市场水平，那就会扰乱这个体系：如果银行的贷款利润下降，它们就会要求提高对冲工具的利率，从而迫使中国人民银行承受巨额损失，使通胀率大幅上升，或者任由汇率上浮到一个更为合适的水平。取消资本管制也会破坏这一体系，因为在资本自由流动情况下，国内储户可能会把自己的钱转投到别国的高收益资产中，以规避金融压制税。

国内的改革者长期以来一直希望金融体系能朝着自由化的方向发展，让市场活动而不是政府法令来主导汇率和利率，因为他们相信，这样做会带来更合理的资本配置和更均衡、更具可持续性的经济增长。为此，中国对金融市场进行了好几年的大范围改革，其高潮就是2004年年底贷款利率的自由化以及2005年7月人民币从固定汇率转变为爬行钉住汇率，但是，经历了这几年的变革之后，中国走向金融体系自由化的步伐明显放缓（Walter 和 Howie, 2010; Lardy, 2012）。按照应用广泛的 Chinn-Ito 指数，中国是世界上金融开放度最低的经济大国之一，直到现在，其开放程度也只不过停留在1993年的水平（Prasad 和 Ye, 2012）。

在国内改革失去动力的情况下，建立离岸市场可以提供—个为货币确定真实价格的受控环境，从而起到催化剂的作用。香港人民币债券的利率由市场供求决定，而不是受政府法令左右。一旦离岸市场具备足够的规模和流动性，其价格就能开始

影响在岸贷款和债券的价格。如果在岸市场与离岸市场保持严格分离——也就是说，如果严格的资本管制措施继续产生约束力，离岸创造的人民币资金不准回归内地——这种传导作用就不可能发生。但是，改革者的逻辑很可能是这样的：一旦离岸市场壮大到一定程度，想要阻止离岸人民币进入内地实际上是根本不可能的，因为人民币资金在中国大陆以外的地方基本没什么用途。换言之，离岸人民币市场如果变得足够大，就能成为一种瓦解资本管制的机制，市场就会取代政府成为利率制定者，进而再从政府手中接汇率决定权（McCauley, 2011）。

开放资本账户与金融自由化的风险

两方面的风险给这种乐观的情形蒙上了一层阴影。首先，第一个问题是要让离岸市场具备足够大的规模，使之有能力对内地大市场的价格产生实际的影响。为了让市场成长，必须为债券发行者提供强有力的激励因素，促使其在香港发行人民币债券。如前所述，这些激励因素目前看来并不是十分有力。内地的优质发行企业——主要是大型国企——不需要在香港为自己融资，因为它们在中国境内能够从乐于为其放款的银行获得大量资金。诚然，香港的借贷利率可能低得多，但这种较低的价格却被其他因素所抵消：资金难以汇回内地，而且还要满足一个透明度更高的市场在信用评级和合规方面的严苛要求。跨国公司也面临着相似的制约因素。如果真的想做，中国政府可以让财政部坚持从每年的国债中拿出一大部分在香港发行，从而大大增加香港市场的深度。但是，正如前文第三节所述，尽管香港的利率很有吸引力，但财政部在香港的债券发行一直少之又少。财政部不愿在港发行有几个貌似合理的解释，例如对丧失借贷成本控制力的担忧，以及与中国人民银行的对抗关系。

第二个需要注意的问题就是，开放资本账户和金融改革

如果排序不当就可能导致灾难性的后果。¹³ 与很多发展中经济体不同的是，中国并没有因为外国债权人的恐慌所引发的金融危机而面临巨大的风险。中国的外部资产负债表是非常保守的，外国直接投资占其对外负债总额的63%，证券投资组合占到9%。外债总额不到GDP的10%，国外资产净额为1.8万亿美元，用于偿付全部外债绰绰有余（Prasad 和 Ye, 2012）。因此，开放资本账户和金融改革的风险主要在于国内方面。

引人担忧的问题之一是，如果过早地开放资本外流，就会促使中国储户逃离人为压低存款利率的国内银行体系，转而在国外进行收益率较高的投资，这会在中国银行体系中引发一场流动性危机。因此，这里得出的结论就是国内利率的大规模自由化应当先于资本外流的完全自由化。通过在国内市场上为国内家庭提供多种多样的高收益率投资工具，当局能够减少促使资本外逃的因素。值得注意的是，2012年，随着离岸人民币存款和债券发行的增长速度明显放缓，国内利率自由化的步伐有所加快。中国银行体系近10%的负债目前都表现为收益率较高的“理财产品”（WMP）的形式，这些产品是银行自2010年起通过表外工具发行的，而监管机构则对此予以默许。中国人民银行也迈出了第一步，虽然步子很小，但却至关重要，这就是将WMP创新纳入正式的利率结构中，具体措施就是在6月份上调了实行已久的银行存款利率上限（Kroeber, 2012; Poon, 2012）。这表明金融改革活动的天平正在发生偏移，即从离岸市场偏向在岸市场。

另外一个方面的风险则在上世纪80年代日本的例子中体现无遗。低利率离岸日元债券市场的发展诱使日本一流借款企

¹³有关金融改革风险和排序问题的一次全面讨论，包括具体提及中国的情况，见Prasad、Rumbaugh 和Wang, 2005; Prasad和Rajan, 2008。

业抛弃了与银行之间的传统关系。这首先造成了国内债券市场的自由化，以便使日本的借款企业重返在岸市场，其次，这也促使银行纷纷以中小企业贷款业务取代蓝筹公司贷款业务，中小企业主要利用房地产作为抵押。这就催生了一个巨大的房地产泡沫，随之而来的是一场灾难性的金融崩溃（McCaughey, 2001）。中国的情况并不完全是这样，但地方政府及其联营公司对于基础设施和重工业产能的高杠杆投资却存在着相似的风险，这些投资主要是按照膨胀价值利用土地进行抵押贷款融资。银行本来可能愿意对这些贷款予以展期，而导致银行在这个问题上突然转变态度的金融改革（例如因为成本较高的负债结构迫使银行寻求回报较高的资产）则有可能造成企业和地方政府普遍丧失偿债能力，并造成土地价值的永久崩溃，其恶劣影响可能会波及金融体系的其他部分。

六、人民币作为国际贸易和储备货币的前景

自 2009 年以来，从低起点出发的人民币国际化进程一直在迅速推进。但正如前文所述，人民币崛起的外在条件与上世纪的美元、德国马克和日元大有不同。与美、德、日三国不同，中国正试图赶在取消资本管制之前实现货币国际化——实际上，改革者看来恰恰是在利用人民币国际化计划来削弱资本管制。从前，市场力量曾经是货币国际化的主要驱动因素——有时甚至压倒了国家货币当局的反对意见——而现在，人民币的国际应用有所扩大看来却主要是靠政府政策的推动，而不是靠市场参与者的需求。

在这最后一节中，我们要尝试去理解这些相互冲突的力量，评估人民币国际化未来的发展轨迹。在这里，回顾一下我们在第一节中对三个概念所做的区分是十分有益的，这些概念在通俗读物中经常被混淆。这三个概念就是国际货币、储备货币和主要的全球储备货币。从目前的趋势来看，人民币在今后十年内很可能会成为一种用于全球贸易的重要计价货币。这种货币在全球外汇交易所占的比重很可能会与英镑、瑞士法郎或日元相当，但与美元和欧元相比则相差甚远。人民币还很可能会成为次要的储备货币，但在近期内不大可能对欧元或美元构成

挑战。人民币取代美元成为世界主要储备货币的可能性则微乎其微。

为了证明以上判断，我们首先从 Frankel（2011 年）的论断出发，这个论断就是一国货币的国际化需要三个基本条件：

- 经济规模（按照贸易或国内生产总值衡量）
- 人们对这种货币作为一种稳定的价值储存手段的信心
- 一国金融市场的深度与开放程度

中国显然满足了第一个标准：中国目前是世界上第二大经济体，而且有可能在 2020 年前后超过美国，成为最大的经济体。它已经是世界上最大的出口国，并将很快超越美国成为最大的进口国。中国在全球经济以及国际贸易和投资流动中的重要地位几乎决定了人民币必然会成为一种重要的贸易计价货币。

按照 Frankel 的第二个标准，即货币要成为一种值得信赖的价值储存手段，人民币的情况与一个世纪以前的美元只是略有相似，与 20 世纪 70 年代的日元相似点较多，与二战后的美元和德国马克则是毫不相像。人民币与日元之间的相似性是显而易见的：二战后的日本和 1980 年后的中国在数十年时间里所走的发展道路是十分相似的，两国都是东亚“发展型国家”，都非常注重实现基础广泛的工业化和推动出口型增长。政策以出口为重点就意味着一种保持货币低估的强烈倾向。另一方面，快速、持续的生产率提升致使大多数市场参与者都相信这种货币会经历长期的升值——其实际贸易加权价值以及对美元的价值都会上升。这表示市场参与者具有相当大的动力买入并持有日元和人民币资产。

人民币与一个世纪以前的美元相似之处较少，但却值得探究。像今天的中国一样，一战前夕的美国多年来一直是国

际经济与贸易强国，但是其货币在国际上却没有充分发挥影响力。国际上虽然认可美国的经济实力，但对其恐慌频发的金融市场也充满猜疑。直到1913年成立美联储来规范管理货币和金融市场，美元才初步具备了成为安全价值储存手段的条件。第一次世界大战造成的危机使美元地位迅速提高，因为欧洲贸易被迫中断，各大国纷纷放弃金本位，以便为战争开支融资。

同样，今天的中国也是一个庞大而开放的经济体，其货币在国际交易中发挥的作用也远未达到应有的水平。这个国家及其货币的地位因2008年大规模的全球金融危机而得以提升。这场危机严重削弱了美国和欧洲各国的经济，最终导致美联储、欧洲央行和日本银行采取了“量化宽松”的反通缩政策。而按照许多市场参与者的解释，这些政策就是货币贬值的别称。中国在各大经济体中鹤立鸡群，继续保持强劲的增长，并实施了一项相对来说比较正常的货币政策，其货币似乎也确定了长期升值的目标。鉴于中国在最近的这场危机中成为了一个相对安全的避风港，再对照先前微不足道的美元在1913年后迅速登上全球霸主地位的情形，Barry Eichengreen提出这样一个观点：人民币国际化的步伐可能也会同样迅速（Eichengreen, 2011）。

但是，即使照最乐观的情况看，这种判断也是不成熟的。人们对人民币作为一种价值储存手段的安全性仍抱有很大的疑虑，而且这种疑虑是有充分根据的。市场调查一致表明，国际金融市场上的活跃交易者中有半数以上的人都认为中国在今后几年内很可能会遭受一场严重的金融危机。与20世纪初的美国以及20世纪70的德日两国——其经济增长故事被奉为永恒的传奇——有所不同，中国的经济增长模式备受质疑。中国经济的许多部门都被大型国有公司所主宰，其资本报酬率可能相当低。要保持快速的经济增长，可能就必须完成大型国

有企业结构重组和私有化这项政治难度极高的任务（Dollar, 2007）。20世纪90年代末以来，中国一直依赖极高的国内投资率，这一投资率远高于日、韩等国在工业化颠峰时期所达到的水平。在2008年危机爆发后，中国对投资的依赖程度进一步加深。危机期间，政府利用大量的基础设施开支来抵消出口需求的急剧萎缩。现在已有确凿证据表明，中国以投资为驱动力的经济增长模式无法再长期维持下去。然而，政府却一直未能制定有效的政策来推动整个经济转向以更具可持续性的国内消费为依托（Lardy, 2012）。一家领先的中国政府智库机构最近开展了一项分析，其结论为：通过实行市场和金融改革，中国在今后十年内将继续保持每年至少7%的实际GDP增长率；但是如果不实行改革，其经济增长率可能在几年时间内就会下跌到4%的低点（Liu、Zhang和Liu, 2011）。

2008年的危机确实是一场超乎寻常的金融大恐慌，它导致了自大萧条时期以来最严重的全球产值下滑。但到目前为止，这场危机对全球秩序的影响却远未达到第一次世界大战的程度。虽然美国的威信严重受损，但它在全球政治和经济事务中的霸权地位却并没有遭到严重打击，在全球金融市场上的核心地位仍然无可撼动，在科技发展领域的领导地位也丝毫没有动摇。这种情况可以用一个重要差别来概括：一战期间，美元的实力和信誉之所以大大增强，是因为它维护了金本位，而其他主要货币却放弃了金本位。2008年危机爆发后，人民币恢复了其在2005年放弃的对美元固定汇率，从而维护了自己的信誉。而重新钉住每况愈下的美元则意味着，按照实际贸易加权价值计算，人民币在2009-2010年实际上发生了贬值——这一事实有助于解释为什么危机过后中国的出口恢复得如此迅速。直到2010年年底，随着全球金融稳定下来，

中国政府才有了充分的安全感，因而再次取消了与美元的固定汇率，让人民币恢复了长期的升值趋势。这一事件告诉我们，中国尚未显示出其货币在经济动荡时期提供了独立于美元且比美元更加强大可靠的价值储存手段。

在这方面，有一点可能很值得强调，那就是自 2008 年金融危机以来，大众舆论究竟在多大程度上夸大了美元的疲软的状况。如前文所述，20 世纪 20 年代中期以来，美元在全球储备资产中所占份额的长期平均值一直在 60% 上下浮动，这些浮动往往是大幅度的。最近几十年，美元所占份额于 20 世纪 70 年代末达到将近 80% 的峰值，后于 1990 年下跌到 45% 的低谷，此后又在 20 世纪 90 年代末飙升至 70% 以上，从此之后逐步下降。美元目前在全球储备中所占份额约为 60%，逼近其长期平均数，远远高于 1990 年的低谷。美元作为一种储备资产可能处于长期的衰落之中，但是目前还没有令人信服的证据来支持这一观点。

按照 Frankel 的第三项标准，即金融市场的深度与开放程度，中国在货币国际化方面与前辈的不同之处变得十分明显。中国是大国，所以其金融市场按照绝对数字来说规模确实很大，但这个市场却缺乏流动性，对外国投资者基本上也是封闭的。这些条件使中国在其历史上的任何一个时期都与美国截然不同，它与 20 世纪 70 年代的德国、甚至 20 世纪 80 年代的日本也有很大差异。后者的资本市场实现了很大程度的自由化。在这方面，中国的情况确实是史无前例的：从来也没有一个国家一方面奉行货币国际化政策，另一方面又实质上保持着资本账户的封闭状态。

虽然人民币作为价值储存手段的耐久性以及中国金融市场的开放度与恢复能力仍然存在种种未知数，但这可能并不会阻碍人民币在贸易交易中的使用。处于国家控制之下的关键性

金融机构——尤其是中国国家开发银行——已经开始发放人民币国际贷款。随着中国的国际投资不断增加，这种做法很可能会得到推广。但是，价值储存手段与金融市场方面的限制因素的确对人民币作为一种储备资产构成了一定的制约。各国央行如果要将一种货币纳为其储备资产的重要组成部分，那它们必须确信这种货币的价值将长期保持基本稳定，而且央行也必须能够接触到一个具有流动性的大规模债券池，其中的债券即以这种货币计价。在这个池子中，央行能够没有风险地存放大量余额。市场的深度和流动性十分重要，因为各国央行需要能在不显著影响价格的情况下建仓和平仓。

结束语

中国的政策制定者面对的根本问题是他们想让人民币成为怎样一种国际货币，另外就是为了达成这个目标，他们愿意在多大程度上放弃对金融体系和货币政策的控制权。迄今为止，这个问题尚无明确答案。我们在第三节中的讨论已经表明，现有证据显示，一些政策制定者对于离岸人民币市场在废除资本管制和改革国内金融体系方面的潜在助推作用抱有浓厚的兴趣。其次要动机可能是为贸易公司提供便利，同时也是为了建立一种流动性缓冲机制或保险政策，以防再次发生全球金融恐慌。将人民币定位为全球主要储备货币的定位并没有出现在重要目标的列表上。

最后，一种货币国际化的程度与深度是取决于东道国金融市场的开放性、复杂性和深度。如果这些市场深度大、开放度高、灵活性强，国际投资者就乐意广泛参与其中，也愿意为此持有必要数量的货币节余。然而，建立这样的金融市场是非常困难的，并且带有种种风险。在最简单的层面上，银行可能会被“非居间化”，由此失去它们在投资融资方面的主导地位。这样就会削弱政府在重要发展项目中对资本配置施加影响的能力。和日本的情况一样，政府对资本配置决策的影响在中国的

经济增长模式中发挥着核心作用。

第二个问题涉及到政府自身的借贷成本。在中国这种封闭的金融体系中，政府能够对银行实行法定的流动性要求——这种要求只能通过买入政府债券来满足，利用这种手段，政府债券就能保持低利率。在一个取消管制的金融市场上，这种权力会减弱，所以政府就必须让市场相信，其财政与货币政策是健全的，从而证明自己保持较低的借贷成本是合理的。而这又要求政府大大提高透明度并加强问责制，而不能再凡事秘而不宣、抗拒任何形式的外部问责——不论这种问责是来自经济领域的市场约束性还是来自政治领域的投票选举。

因此，在一定程度上，金融改革和政治改革是联系在一起的。有一个事实可能颇具偶然性，也可能具有重大意义，那就是过去两个世纪占据主导地位的国际货币（英镑和美元）都出现在民主制度最稳定、最强大的国家（英国和美国）。日本则为我们提供了这样一个例子：一个国家虽然经济实力雄厚（20世纪80年代末，日本在世界经济中的地位可能要比今天的中国更为重要，因为它在很多产业中都居于科技领先地位），但却未能充分开放其金融市场，因为人们担心这种开放会带来不稳定，并导致政府丧失控制权，其结果就是日元地位严重下降。中国当然是独特的，其前途尚未可知，但就目前来看，中国很可能会走上日本的道路，而不是效仿美国模式。

参考书目

Batson, Andrew 2011. “Is China Heading for the Middle-income Trap?” GaveKalDragonomics research note, 6 September 2011.

Chen Xiaoli and Yin-Won Cheung 2011. “Renminbi Going Global,” Hong Kong Institute of Monetary Research Working Paper No. 08/11, March 2011.

Cheung, Yin-Wong, Guonan Ma and Robert N. McCauley 2010. “Renminbising China’s foreign assets,” Hong Kong Institute of Monetary Research Working Paper No. 16/2010, June 2010.

Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel 2007. “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?” in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard Clarida. Originally published as NBER Working Paper No. 11510, August 2005.

Dollar, David and Shang-jin Wei 2007. “Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China,” IMF Working Paper WP/07/9, January 2007.

Eichengreen, Barry 2010. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, 2010

Eichengreen, Barry 2011. “Why Dollar’s Reign Is Near an End,” *Wall Street Journal*, 1 March 2011.

Frankel, Jeffrey 2011. “Historical Precedents for the Internationalization of the RMB,” paper presented at a workshop organized by the Council on Foreign Relations and the China Development Research Foundation, 1 November 2011.

Gao Haihong and Yu Yongding 2012. “Internationalisation of the renminbi,” in *Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific*, BIS Papers No. 61, January 2012.

He, Dong and Robert N. McCauley 2010. “Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues,” BIS Working Papers No. 320, September 2010.

International Monetary fund, *Review of Exchange Arrangements, Restrictions and Controls*, 27 November 2007.

Ito, Takatoshi 2011. “The Internationalization of the RMB,” Council on Foreign Relations working paper, November 2011

Kenen, Peter B. 1983. *The Role of the Dollar as an International Currency*, Occasional Papers No. 13, Group of 30 (1983).

Kroeber, Arthur. 2012. “China Rate Cut Signals

Reform,” GaveKal Dragonomics research note, 8 June 2012.

Lardy, Nicholas 2012. *Sustaining China’s Growth After the Global Financial Crisis*, Peterson Institute, 2012

Liu Shijin, Zhang Junkuo, Hou Yongzhi, Liu Peilin 2011. “陷阱还是高墙：中国经济面临的真实挑战与战略选择（‘Middle-income trap’ vs ‘High-income Great Wall’: Real Challenges to and Strategies for China’s Economy.）” 比较 (Comparative Studies) No. 54, 2011 issue 3. English translation available as “The China Diviner: The Trap and the Wall: The Structural Outlook for China’s Economy,” Macquarie Bank research note, 14 September 2011.

McCauley, Robert N. 2011. “Internationalizing the Renminbi and China’s Economic Development Model,” Council on Foreign Relations Working Paper, November 2011.

Poon, Joyce. 2012. *A New Headache for Chinese Banks*,” GaveKal Research note 23 February 2012.

Prasad, Eswar and Raghuram Rajan. 2008. “A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization,” *Journal of Economic Perspectives* 22, no 3.

Prasad, Eswar, Thomas Rumbaugh and Wang Qing. 2005. “Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China,” *IMG Policy Discussion Paper*.

Prasad, Eswar and Ye Lei 2012. *The Renminbi’s Role in the Global Monetary System*, Brookings Institution, February 2012.

Takagi, Shinji 2012. “Internationalising the yen 1984-

2003: unfinished agenda or mission impossible?” in Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific,” BIS Papers No. 61, January 2012.

Walter, Carl and Fraser Howie 2010. Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China’s Extraordinary Rise, John Wiley & Sons, 2010

Yi Gang 2010. 国家外汇局局长易纲谈人民币汇率制度的最佳选择 (“State Administration of Foreign Exchange vice-commissioner Yi Gang Discusses the Optimal Choices for the Renminbi Exchange Rate System”), 中国改革 (China Reform), July 30, 2010. Available at:

<http://hk.jrj.com.cn/focus/renminbi/index.shtml>

Yi Gang 2011. 加快外汇管理理念和方式转变深化外汇管理体制 改革, (“Accelerate the Transformation of the Principles and Methods of Foreign Exchange Management, Deepen Reforms of the Foreign Exchange Management System,” State Administration of Foreign Exchange, January 18, 2011. Available at:

http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=9000000000000000,864&id=2

Yu Yongding 2012. “Liberalising China’s International Capital Movements,” East Asia Forum, 29 April 2012. Available at: <http://www.eastasiaforum.org/2012/04/29/liberalising-chinas-international-capital-movements/>

Zhang Guangping and Thomas Chan 2010. The Chinese Yuan: Internationalization and Financial Products in China, John Wiley & Sons, 2010

Zhou Xiaochuan 2010. 周小川行长在财新峰会开幕式上的讲话, (“PBC Governor Zhou Xiaochuan’s speech at the opening of the Caixin Summit”), 19 November 2010. Available at:<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2010/20101119161635846466813/201011191616358466813.html>[liu/524/2010/20101119161635846466813/201011191616358466813.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2010/20101119161635846466813/201011191616358466813.html)[liu/524/2010/20101119161635846466813/201011191616358466813.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2010/20101119161635846466813/201011191616358466813.html)

关于作者

葛艺豪 (Arthur Kroeber) 是清华 - 布鲁金斯公共政策研究中心非常驻资深研究员、北京经济咨询机构佳富龙洲商务咨询有限公司常务董事以及《中国经济季刊》编辑。葛艺豪的研究专注于中国与全球经济。他是全球经济独立研究机构佳富龙洲 (北京) 商务咨询有限公司董事, 以及其旗舰刊物《中国经济季刊》的编辑。自 2002 年起, 葛艺豪先生开始在北京定居。

加入佳富龙洲之前, 葛艺豪先生在中国、台湾地区及印度担任 15 年财经记者及经济分析师。除了为《外交政策》、《经济学人》、《远东经济评论》、《财富》及《连线》杂志撰稿外, 葛艺豪先生还为《金融时报》、《华尔街日报》及《华盛顿邮报》撰写舆论专栏。他是美中关系全国委员会委员、布罗代尔国际经济学院成员, 同时还是印地安纳大学中国政治与经济研究中心的校董事会成员。

《城市化模式与土地制度改革 - 典型事实、主要挑战
与政策突破》

.....陶然 著

《老龄社会与养老金结构 - 中国养老金现状与展望》

.....杨燕绥、杨娟 著

《中国的全球货币：为金融改革发挥杠杆作用》

.....葛艺豪 著

《中国企业在美投资的外部环境研究》

.....俞乔、张书清 著

《国有垄断企业问题研究：文献回顾及政策建议》

.....余晖、周耀东 著

清华-布鲁金斯公共政策研究中心
政策报告系列三
2013.6

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
www.brookings-tsinghua.cn