

高海红

[gaohh@cass.org.cn](mailto:gaohh@cass.org.cn)

## 人民币国际化新关口\*

为促进人民币跨境投资，中国央行将允许境外银行通过回购操作借入人民币，在海外使用。6月3日中国人民银行公布此消息，业界普遍预测，这是人民币国际化进程中又一枚助推器。

继国际货币基金组织(IMF)10余年来首次宣布人民币估值合理后，近日又传来人民币国际化征程上的利好消息。外媒报道称，七国集团(G7)财长近日达成一致意见，宣布愿意接受将人民币纳入IMF货币篮子。这无疑是人民币国际化进程加速的新印证。

如何看人民币国际化的进程？人民币加入特别提款权(SDR)篮子货币对人民币国际化有什么意义？为全面了解人民币国际化的进程，近日《财经》记者采访了专注于人民币国际化研究的中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心主任高海红。

高海红表示，如果人民币能够被吸纳到SDR的货币篮子中，可以让市场知道人民币符合IMF的规则和标准，增加市场对人民币的信任度。她认为，人民币国际化的政策红利渐渐消化，接下来是市场选择的时期，要看人民币市场是不是有足够大的容量，人民币是否有足够的市场吸引力。

---

\* 本文发表于《财经》。

## 人民币国际化提速

**《财经》：**中国央行“汇改”重启至今，人民币国际化到了怎样的阶段？

**高海红：**从交换媒介功能来看，环球银行金融电讯协会 swift 的全球支付跟踪系统数据显示，2010 年人民币的国际使用排在全球第 35 位左右，而现在已经排到第 5 位了。从第 35 到第 5 是一个飞跃。

从储备货币的角度来看，现在全球有一些国家已经把人民币作为储备货币，比如英国、日本、印度、尼日利亚和马来西亚等国家都将人民币纳入储备货币篮子了，尽管各国不会公布储备货币的构成。目前，美元占到 IMF 成员国官方持有储备货币的 62%，欧元大概占比 22%，日元和英镑大概占比分别为 4%。或许当人民币进入了 IMF 特别提款权（SDR）之后，人民币就有统计数字了。

人民币国际使用是动态的，基本趋势是不断增加的，当然会有一些短期波动，比如说人民币贬值预期增加了，对人民币资产的需求会有所减少。

**《财经》：**随着人民币国际化进程的提速，其他国家对人民币国际化持什么样的态度？

**高海红：**人民币国际化是中国自主的政策选择，它不像 IMF 改革，要切割份额，重新分配利益，意味着要集体参与，在多边机构进行改革。人民币国际化初期不涉及其它国家，所以其他国家比较欢迎。现在全球面临着安全资产的短缺状况，如果有更多的国际货币可供选择，将对全球金融的稳定有好处。

许多国家的央行与中国央行签署那么多人民币货币互换协议，这就是一种态度。这些互换在出现危机时可以缓解流动性短缺。这是不是挑战了现有的美元地位，对美元是不是产生了挤出效应？我认为不会，因为在安全资产短缺的情况下，人民币国际使用增加，只会是对安全资产供给的补充。

实际上，国际上更看重的是人民币国际化进程中，中国政策的变化和系列改革，比如资本项目开放、汇率改革、中国国内资本市场改革、利率市场化等等，这些改革

被看作是人民币国际化一揽子战略里边的重要环节。

**《财经》：**IMF 很快将审议一个针对人民币加入特别提款权（SDR）的评估结果，这是不是也反映出国际社会对待人民币的态度？

**高海红：**加入 SDR 只有两个条件：一是贸易在成员国当中的比重非常大，这一点，中国达标了。二是货币自由使用。现在有一个误解，觉得中国的资本项目开放是进入 SDR 的前提条件，其实不是这样，它不是直接条件，而是衍生条件。

IMF 每年要出一个外汇管理报告，把每个成员国的外汇管理情况，按照几大项列表，比如说资本项下 FDI、贸易信贷、债券市场、负债证券、股权（股票市场）、衍生品市场等等，根据分类评估存在哪些限制。

比如中国的 QFII 因为它只限于机构投资者，而且有一些准入标准，IMF 会认为在债券和股权交易中这是一个有限度的可兑换。需要明确的是，IMF 没有职权要求成员国资本项目开放，IMF 的理念是如果汇兑存在太多的限制，会阻碍国际贸易和投资，破坏竞争的公平性。

另外，货币可兑换性与资本项目开放是有区别的。可兑换性，通常属于外汇管理范畴，跟汇兑有关系，资本项目开放还要包括市场准入等，正确区分这两个概念有助于理解中国的资本流动管理框架。

中国今年的一些做法，释放了中国积极开放的信号。从 IMF 总裁拉加德的态度来说，IMF 是支持人民币加入 SDR 的。

从管制到放松管制，人民币国际化的政策红利在慢慢的消化，接下来是市场选择的时期了。市场选择有市场的标准，它要看人民币市场是不是真的有足够大的容量，人民币是否有足够的市场吸引力，既可以作为资产，也可以作为负债，人民币国际化进入这样一个新阶段。

人民币如果不加入 SDR，我觉得对中国没有太大的影响。这个阶段进不进 SDR 不会影响人民币国际化的进程，当然进了 SDR 之后，可以释放了一个信号，让市场觉得人民币符合 IMF 规则、标准，这会增加市场对人民币的信任度，后者与人民币国际化程度的提高形成正向互动。

## 采取灵活汇率方能防止危机重演

《财经》：周小川行长今年曾在 IMF 做了关于“中国的计划是使人民币更可自由使用”的演讲，他提到，2015 年，在进一步促进资本账户自由化和使人民币成为一种更加可自由使用货币的目标指引下，中国计划开展一系列改革措施，这些改革措施将针对目前资本项目下仍不可兑换的项目展开。你怎么理解这一表态？

高海红：这算是承诺，承诺了就要兑现的，要继续加大开放的力度。现在是央行践行承诺的时候了。2013 年的中共“十八届三中全会”上，也涉及一些改革措施。市场看到这些承诺会对照着看，哪项做了，哪项没做。这是对政府公信力的考验。公信力与应对风险能力同样重要，公信力对一国货币能否成为国际货币有决定意义。因此，现在各项改革正在攻坚克难地推进。

《财经》：成熟的国际化货币需要顺畅地流出流入。人民币要“走出去”，一方面，必须实行全球采购或者资本流动；另一方面，需要从贸易项下或者资本项下回流国内，这就需要中国有富有竞争力的产业和金融市场作支撑。你觉得中国准备好了吗？

高海红：这里的核心问题还是资本项目开放。中国前期对外汇管制的放松一直遵循渐进、先易后难、统筹计划和留有余地的原则。前几年做的不错，渐次推进，比如先放开长期，后开放短期，先开放直接投资，后开放证券投资，先开放流入，再放开流出等。

特别是在今年，加速趋势非常明显。一方面是政策上的推动，另一方面是来自市场的需求。大的金融机构跃跃欲试，我们到伦敦去调研，访问汇丰还有其它大的金融机构，他们对人民币的业务充满期待。市场需求是一种催化剂，它会督促中国进一步开放。

但是其进程能不能过于激进，这点是有争议的。关于资本项目开放，一种比较谨慎的观点认为，在汇率改革和国内金融市场发展不到位的情况下过激开放资本项目，

其风险要大于收益。这是非常冷静的一种思考。我的理解，这不意味着反对开放，而是一种风险提示。

全球超长期的低息环境下，全球流动性的创造非常多，新兴市场一直以来对资本大进大出应接不暇。在这种情况下，如果全面开放，大量短期资金流动，对金融稳定有很大的挑战。

前一时期的讨论主要集中在如何去除资本管制。而当中国的资本项目步入开放之路，就需要制定一套完善的资本流动的审慎措施。资本流动审慎管理与资本管制有本质的区别。前者主要是通过价格对资本流动进行管理，后者是一种行政干预。从资本管制向审慎管理过渡，是中国金融开放平稳推进的重要保障。

**《财经》：有人认为当年亚洲金融危机的教训质疑，是资本账户的过早开放。你怎么看？**

**高海红：**资本项目放开，同时汇率灵活性较低，这就会重蹈亚洲金融危机的覆辙。汇率灵活性很重要，汇率有更大的灵活性之后，让汇率这一价格变化吸收来自外部的冲击，很多时候可以给央行更大的政策空间。货币政策独立性非常重要，资本项目要开放，只有同时实现汇率更大的弹性，才能让央行腾出手来关注货币政策目标。

我们也在做“锚货币功能”的研究，就是哪些国家愿意盯住人民币作为锚，就像人民币把美元作为一个盯住的标的一样。我们发现一个很有意思的现象，人民币越灵活，亚洲跟中国有密切贸易关联的国家，他们就更愿意把人民币作为它的一个盯住的对象。锚货币是国际货币一个很重要的官方使用的计价单位，所以，要想真正作为一个锚货币，人民币摆脱美元的束缚，变得具有灵活性很重要。

**《财经》：除了汇率缺乏灵活性可能导致的风险，随着人民币国际化程度的提高，中国有可能失去对人民币的掌控？**

**高海红：**货币国际化后对金融稳定会有什么影响，对货币政策有效性会有什么影响？从德国、日本的经验，他们曾担心货币总量变得无法掌控。比如货币国际化将导致货币替代的发生，以及境外存款规模的增长。货币替代和境外存款规模增长是否会影响货币需求总量，至今还没有一致的说法。境外货币持有增量是掌握在居民手中，

还是在非居民手中，这会对货币需求产生不同的影响。从欧洲的历史经验看，非居民持有的货币增量对货币需求的影响比较弱，而在居民在境外持有本币增量则会对货币需求的稳定性产生较大的影响。

除了货币总量问题，还有一个是跨境资金的流动，特别是就是套利交易。套利活动具有双重作用，一个是平滑价格，有利差了就资金就会流动，流动会影响价格，离岸价格会不会对在岸价格有影响？香港至少有两个离岸汇率价格：CNH、NDF，他们和官方汇率 CNY 之间其实有互动关系。利率也是这样。

### 改革进程决定人民币国际化深度

**《财经》：**人民币国际化需要有深度和广度的金融市场，目前，中国金融市场的发展还有不少亟待完善的地方。你认为中国金融市场改革应从哪些方面着手？

**高海红：**货币的国际使用关键看市场有没有吸引力。市场吸引力大小有两个重要指标，一个是金融市场的深度和流动性。在有很多的参与者，有很多的交易品种的市场中，通常不会出现排队交易的现象。在交易规模足够大的情况下，该货币资产的买卖差价会大幅度收窄，价格波动性会大幅度降低。经验表明，具有上述市场特征的货币通常受市场追捧。在这方面，中国金融市场发展仍不完善。

另一个指标是有完备的金融基础设施，统一的金融市场，特别是要有高效的清算体系。基础设施建设好坏，关系到金融交易成本，关系到使用货币进行借贷、投资或者进行风险对冲时的便利程度。

建设中的跨境银行间支付系统(CIPS)，类似于美国用于美元跨境交易的清算所银行间支付系统(CHIPS)，有望成为处理人民币境外交易的统一清算平台，这将对人民币国际使用提供极大的便利。

国内的金融结构是影响货币国际使用的一个重要因素。通常，市场主导或者直接融资主导的金融体系，要比银行主导或间接融资主导的金融体系，更容易扩大与金融交易有关的货币职能。美元的例子比较显而易见，因为美国是典型的市场主导的金融体系。欧元区是以德国为代表的银行主导型的金融体系为主。中国的金融结构在传统



上以银行业为主体，发展国内直接融资市场是进一步推进人民币国际化的重要步骤。目前中国开始推进的资产证券化进程，将对人民币国际化程度产生深远的影响。

中国的金融机构，面临一个非常好的发展时机。比如人民币离岸市场建设的重要步骤，是在伦敦、法兰克福、巴黎、加拿大、甚至中东等市场设立中资清算行，几家大银行在不同的市场都获得了清算行资格。

作为清算行，尽管业务有限，但是它有这样一个空间，人民币业务会越来越多，能够进入到国际竞争的空间。可以说人民币国际化将中资银行进一步引入国际市场。我们去拜访了在伦敦的中行、建行和工商行，他们的视野完全是国际的，面对的都是国际大银行的竞争。这是好事情。中资银行强烈意识到竞争的压力，这在某种程度上是对他们的壮大形成倒逼。

**《财经》：中国在推“一带一路”政策，这是不是人民币国际化的一个好路径？**

**高海红：**“一带一路”是国家战略布局，但是最后落地的是企业和金融机构，比如说企业是不是要用人民币进行项目投资，或者并购、贷款等等。如果中国的企业和中国的银行，跟当地的企业、银行或者政府商量好，我们可以用人民币，这是一个非常好的事情。

“一路一带”实际上是给人民币国际化在铺路，但是铺完路不一定有车跑。核心的问题是，接受方拿到人民币之后怎么用？这反过来又需要人民币要有一个较大的使用空间，这个空间就意味着一个具有深度和广度的国内金融市场。

（笔者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。