

人民币国际化两大目标皆非坦途

□ 吉林大学经济学院国际经济系教授 李晓

人民币国际化面临四大障碍

虽然人民币尚不能自由兑换,但无论从官方部门还是私人部门来看,人民币都出现了境外使用的“事实上的国际化”现象。但在人民币可以自由兑换之前,其国际化的程度必然是十分有限的。

人民币国际化的现状

第一、官方对人民币的使用状况。亚洲金融危机爆发后,中国在清迈倡议(CMI)下的双边货币互换协议以及美国次贷危机爆发后中国同其他国家、地区签订的双边货币互换协议中均使用了人民币,截止到2007年7月,中国在CMI框架下同东亚有关国家签订了总额达235亿美元的双边货币互换协定,其中有相当大部分使用了人民币。次贷危机爆发后,中国又同韩国等6个国家和地区签订了双边货币互换协定。同时,尽管人民币尚未实现自由兑换,但一些周边国家的央行已经在其储备中增加了人民币。从2006年12月开始,菲律宾央行以及马来西亚、韩国和柬埔寨的中央银行陆续将人民币作为储备货币。

第二,私人对人民币的使用。从私人部门来看,人民币在境外的流通首先集中在港澳台地区。其中,港澳地区的人民币滞留量约占全部人民币境外存量的一半左右。近年来,随着中国大陆与港澳地区经济贸易联系以及旅游、探亲活动的日益密切,人民币的流通规模日益扩大,特别是由于人民币升值预期的增强,港澳地区对人民币的接受程度不断提高。2008年6月,新台币与人民币的双向兑换扩展到台湾全岛,在每人次不超过2万元人民币的限额下,台湾居民或游客和外国人都可以在台湾岛内兑换人民币。2008年12月,海峡两岸正式实现了“大三通”,进一步推动了人民币在台湾的流通和使用。

此外,一些周边国家和地区同中国边境贸易往来的增加和旅游业的发展也极大地促进了人民币在境外地区的流通。分析表明,截止到2007年,人民币边境贸易的跨境流通规模已经达到810亿元,中国游客在亚洲的消费支出达到1780亿元。目前,在一些周边国家,人民币的当地流通规模已经相当可观。蒙古国流通中的现金约有60%是人民币。

另一方面,在国际金融领域中,除了港澳地区办理人民币个人存款业务以外,中国大陆金融机构在香港地区的发行债券业务,也极大地促进了人民币的境外流通;另外,2005年10月亚洲开发银行和世界银行下属的国际金融公司发行了两只熊猫债券,2006年11月15日,国际金融公司第三次发行了熊猫债券。

第三,人民币在国际货币体系中的地位。近年来,中国国际经济地位不断提升,但人民币在国际外汇交易中却未露头角。在1995-2007年间国际外汇市场交易量中各币种所占份额,可以看出处于前5位的交易币种始终是:美元、欧元(或者德国马克)、日元、英镑和瑞士法郎,占比高于160%,而货币兑换主要是美元和以上几种货币,占比高于55%。从近十几年来国际外汇市场的发展来看,前5位的位置基本上无本质性的变化。货币的国际市场地位与其国家自身的经济条件息息相关,从这方面看,人民币实现国际化之路将十分漫长。

人民币国际化面临的主要障碍

一国货币的国际化需要许多必备的条件,如经济规模、金融市场的发展程度及其实力、政治和军事实力、货币内在价值的稳定性和可预测性、外部交易网络的便利性,等等。目前,仅就一些微观的条件来看,人民币国际化所面临的困难和障碍仍然十分明显。

第一,外汇市场发展的水平很低。从人民币外汇市场建设方面看,2005年的“7·21”汇改后,中国外汇市场取得了很大进展,但其规模和水平依然十分有限。

从外汇市场交易品种分布来看,美元、欧元和英镑等强货币均以掉期交易为主,即期交易所占份额仅为三成。而人民币在外汇交易中则主要以即期交易为主,掉期交易仅占7%,体现出中国外汇交易市场仍十分不成熟,交易品种单一,虽然在短期内有助于减少外汇市场炒作所带来的汇率风险,但从长远来看不利于人民币国际影响力的增长。

从中国外汇市场的交易规模分析,根据BIS的统计,2007年中国大陆的日均交易量占国际外汇市场比重在传统外汇市场上为0.2%,在衍生品市场的占比为0;香港特别行政区占比分别为4.4%、0.9%;台湾的占比分别为0.4%、0.1%。在所有的交易货币中,人民币占比仅为0.5%,港元占比2.8%,台币占比为0.4%。在银行间外汇市场,2007年的总交易额超过了2万亿美元,同比提高了接近90%。外币掉期的2007年交易总量达到0.3万亿美元。远期交易量在2007年交易总量则仅为0.02万亿美元。相对于国际外汇市场日均3.2万亿美元的交易量来讲,中国外汇市场的交易规模极为有限。

第二,货币可兑换性与资本管制。开放以来三十年的人民币的可兑换进程,是一个渐进的、透明的并且稳步采取相关配套政策措施的缓慢过程。1980年代,中国正式实行改革开放后,就逐步加大人民币可兑换的推进步伐,但基本上是属于在探索中前进的过程。

对于实现资本账户下的人民币可兑换,中国也一直没有停止努力。1996年后,中国政府在完善金融体系和监管制度建设的同时,一直采取比较宽松的态度引进资金,只是对资金流出限制较多。2002年后,开始缓慢放开资金流动限制。这十几年来,人民币资本项目下兑换有了很大进展。在现阶段,中国资本项目的一半左右仍然受到管制,一半左右的跨境资本交易对居民和非居民开放。

第三,金融体制改革与国内金融市场的发展。众所周知,美元之所以成为国际货币体系的主导货币,其主要原因之一,就是美国拥有比欧洲、日本更为发达的具有广度和深度的金融市场。目前,中国金融市场尚无自由的利率形成机制,因而中国不存在类似于美国联邦基金率、英国官方贴现率和日本隔夜拆借率的基准利率,仅开放了几个关键的并非由市场决定的短期银行间利率。中国人民银行的利率政策对整体利率结构只有有限的影响力。金融体制改革的落后显然不利于人民币国际化的程度的提高。例如,伴随着人民币境外流通的扩大,不仅需要建立通常的输出与回流渠道,而且也需要创造条件允许外国投资者购买人民币证券。按照货币国际化的经验,高度发达的本国国债市场是货币国际化的坚实基础。本国国债发行实现市场化,能够确定无风险的国债收益率,为其他债券的发行奠定定价基础,在此基础上如果汇率逐步实现浮动、资本管制有序放开,才能导致有广度和深度的外汇交易市场的形成,使投资者能够对冲或匹配不同的信用风险、汇率风险和利率风险,这样才能促进本币作为计价货币、媒介货币和储备货币功能的充分发挥。在这方面,中国显然还有很长的一段路要走。

事实上,现阶段中国在金融发展的稳定性与人民币国际化之间存在比较明显的矛盾。尽管发达国家的经验表明,资本项目的开放应当按照经济发展的水平与宏观经济及微观经济的成熟程度稳步推进(从发达国家的经验来看,发达国家地区如欧洲、日本分别在1961年和1964年实现了经常项目货币可兑换,但直至1980年左右,英国、法国和日本才基本完全放弃外汇管制。新兴市场国家如韩国和泰国则分别在1986年和1990年实行经常项目可兑换,到1996年和1993、1994年实现经常项目可兑换。如印度这样的经济转轨绩效较好的经济体,从1991年开始转轨到2002年才实现卢比资本账户可兑换。),但在目前的中国,特殊的经济社会结构等制度性因素使得“稳定”的意义格外重要。一旦在今后相当长时期内过于强调经济金融发展的稳定性,将在很大程度上影响人民币的自由兑换和资本项目自由化的进程。而这一进程是人民币国际化的必要条件。

人民币国际化目标主要是基于两个重要背景:一是对国际货币体系改革前景的判断,即要创造一种超主权的储备货币并最终取代美元将是一个漫长且充满不确定性的过程,国际货币体系演变为现实的背景,是欧元与亚洲货币逐渐成长为能够与美元分庭抗礼的国际货币,呈现出三足鼎立之势,因而中国货币当局的主要目标,就是在尽可能短的时间内将人民币发展成为未来亚洲货币的重要支柱。二是从东亚地区的情况来看,已经存在着三种不同的货币国际化之路,即传统国际货币日元的“再国际化”,新兴大国货币如人民币的“新国际化”和地区超主权货币“亚元”的“潜在国际化”,这虽然赋予了东亚更多的选择权,但也在某种程度上模糊了东亚货币合作未来的发展方向,不得不面临着抉择。

人民币国际化目标的抉择

中国经济学界关于人民币国际化目标的讨论主要是基于以下两个重要的背景:一是对国际货币体系改革前景的判断,即要创造一种超主权的储备货币并最终取代美元将是一个漫长且充满不确定性的过程,国际货币体系演变为现实的背景,是欧元与亚洲货币逐渐成长为能够与美元分庭抗礼的国际货币,还是与日元等其他东亚货币合作组成一个亚洲货币篮子,共同协调区域汇率安排,甚至共同形成未来的亚元?

就目前来看,中国学术界更加主流和严谨的观点是,中国必须首先成为亚洲地区的主导性货币,通过区域化实现国际化。因此,虽然现阶段学术界根据政府的举措和战略安排在研究人民币国际化问题,但其研究的核心内容是如何实现人民币的区域化。相应地,有关人民币国际化目标的研讨,主要针对的是第二个抉择。但这也是人民币国际化面临的最棘手的问题。现在,似乎更多的研究倾向于让人民币直接成为未来的亚洲货币,但这无疑面临着极大的困难,不仅存

在自身的许多制度上的障碍,而且也面临着亚洲地区复杂的历史、社会、政治和经济方面的问题,当然还有美国和日本的立场及其影响;而通过与日本等东亚国家的货币合作来发挥人民币的作用甚至自我消亡地走德国马克的道路,考虑到现代中国人强烈的主权意识,在目前的条件下更是难以想象的。

何帆将人民币国际化目标或路径划分为早期、中期和晚期。在人民币国际化的早期,将有力地推动区域货币合作的开展,人民币的国际化将提高人民币在区域金融市场的影响力,提升周边国家对人民币的接受程度;在人民币国际化的中期,汇率协调将成为区域货币合作的主题。一方面,周边国家因人民币汇率可能直接影响其竞争力而会更加关注人民币汇率的变化,另一方面,随着区域经济联系的日益紧密,人民币的汇率波动直接影响到市场对周边国家货币的看法,区域各种货币波动

的同步性将可能会增强;在人民币国际化的晚期阶段,东亚货币合作将被迫进行第二个抉择。

显然,同中国的改革开放一样,人民币国际化并没有一个深思熟虑的计划,也将是一个“摸着石头过河”的过程。按照何帆的观点,现阶段的人民币国际化正处在早期阶段,即如何迅速增加人民币在周边国家的流通与使用,提升人民币的影响力。而且需要指出的是,一方面,目前中国在人民币自由兑换和金融市场改革等方面所面临的许多问题,在一定程度上对人民币国际化早期阶段的影响并不是很大,另一方面,不论中国人民币国际化的最终目标是直接成为亚洲主动性货币或创建一种新的区域货币,还是使其成为与美元、欧元和日元比肩的国际货币,处于起始(早期)阶段的人民币国际化对这两个目标的实现都是有利的。因此,现阶段人民币国际化战略的实施仍有一定发展空间。

推进国际化的战略路径与五大措施

周边国家和地区的商业银行加强联系与合作,建立沟通与交流机制,在加深双方了解的基础上,相互选择实力较强,资信较好的银行加强业务合作,建立代理行关系,促进边境贸易本币结算的发展。

第二,加快人民币离岸市场的建设与发展。在人民币资本项目由自由兑换受到限制的情况下,为了让境外贸易对象国的政府和投资者愿意持有人民币,中国需要建立人民币离岸市场。其中三个市场是急需建立和发展的:第一个是离岸人民币结算市场,可以使境外投资者在中国境外将人民币与其他货币相互转换,从而降低持有人民币的成本;第二个是离岸人民币远期汇率市场,可以使境外投资者规避持有人民币资产或负债的汇率风险;第三个是离岸人民币金融市场,可以使境外投资者购买具有吸引力的以人民币计价的金融产品,使他们愿意长期持有人民币,进而使人民币成为真正意义上的储备货币。

第一阶段,稳步推进人民币在周边国家的流通,创造条件促进人民币在中国与周边国家的部分贸易中承担结算货币职能,提高周边国家与中国交易中人民币的市场接受度,与此同时积极稳妥开展人民币离岸金融市场和人民币国际债券市场的建设,使人民币在特定范围内承担投资货币的职能。

第二阶段,在上述工作基础上,通过中国与周边国家乃至更多的东亚经济体的官方结算协定,促使中国与东亚其他经济体一般贸易中普遍采用人民币进行结算,同时充分利用货币互换协定等方式,促使其他东亚经济体中央银行扩大与中国中央银行间人民币的官方交易,使人民币在一定程度上成为其他东亚经济体的官方储备货币,并逐步推动人民币在官方交易中可兑换。另一方面,逐步开放国内金融市场,放松资本账户管制,改进人民币回流机制,使人民币在更大范围内、更高层次上承担投资货币的职能。

第三阶段,通过国内经济的改革、调整、发展和对外经济贸易模式的逐步转变,促使其他东亚经济体自发地将人民币作为汇率安排上的某种“锚”货币,进而成为其他东亚经济体外汇市场的干预货币。

第四阶段,推动东亚区域货币合作,一方面利用区域融资安排提高人民币作为储备货币和干预货币的吸引力,另一方面通过逐步推进的次区域汇率合作安排,在制度化的层面上实现人民币的“锚”货币地位,同时协调好与日元、美元等区域内外主要货币的关系,最终使人民币成为区域主导货币或主导货币之一。

为推进上述四个目标的稳步实现,应采取以下5个方面的措施:

第一,扩大双边本币互换的范围与规模。双边本币互换在一定程度上突破了中国对资本项目下货币兑换的某些限制,在目前条件下应进一步予以积极推进。

进一步完善有关制度安排,提高人民币购售、资金拆借、境外留存与回流的便利性,提高结算用人民币的可获得性,降低人民币结算的交易成本。

中国可以与所有东盟国家以及区域外与中国具有密切贸易联系的国家或地区签署双边本币互换协定,并进一步细化相关协定内容,从政策上奠定人民币在边境结算的基础,扩大人民币使用范围,提高人民币的接受度。

在人民币与香港人民币清算行协商修改《关于人民币业务的清算协议》的基础上,在央行及商业银行与境外金融机构签订更多更加完善的清算协定,并尝试与周边国家签订有关人民币结算的官方协定,进一步在制度上为人民币跨境结算提供便利。同时可以考虑与已和我国签订本币互换协议的国家逐步开展双方本币结算试点工作,通过相互提供便利促进人民币作为一般贸易结算货币的使用。同时,中国边境地区的商业银行应该积极与

增强人民币汇率弹性。

进一步发展资本市场,培育多元化市场主体,提高直接融资比例。其中,中国政府必须在向外资全面开放金融行业之前,向本国的民营资本全面开放银行、证券、保险、信托等金融业务,提升民营金融企业的竞争力。

加快利率市场化改革。利率、汇率的自由化、市场化是资产风险定价和以人民币作为贸易定价结算货币的前提,是金融市场充分发育、金融工具充分发展、金融主体风险管理能力充分提高的必要条件。就利率与汇率的自由化、市场化顺序而言,由于利率在一定程度上更易受一国监管当局的调控、对市场的影响比汇率更深、更广,且可在对外开放相对封闭的情况下实现,因此利率的自由化和市场化应走在汇率的自由化和市场化前面。

政府要加强和完善政府金融监管体系,进一步完善中国人民银行、银监会、证监会、保监会的监督制度与法律框架,保持监督机构的独立性,树立监督机构的权威性,提高监督水平。

第四,调整经济结构,扩大内需。美国在东亚地区至今仍扮演着市场提供者的角色,这也是美元能够在东亚作为结算货币的重要原因之一。人民币要实现区域化,中国就必须能够替代美国成为东亚的最终产品市场提供者。比较中国和美国的贸易结构可以看出,美国的贸易结构一直很稳定,出口以加工品和零部件为主,而进口则以消费品为主;而中国的贸易结构与前面分析的一样,正好与美国相反。这一定程度上反映了中国和美国之间巨额的贸易顺差是一种结构性贸易顺差,这种情况与20世纪80年代日本和美国之间的情况很类似。如果重点考察最终产品进口的情况,可以看出中国的消费品进口比重仅为4.5% (2007年),大概相当于美国该比重的1/7,差距很明显。

与美国和日本的贸易结构相比,中国的这种贸易结构不利于其为东亚国家的最终产品出口提供市场。因此,如果中国要成为东亚最终产品的市场提供者,有必要改变自己的贸易结构,转变低端价值链和加工贸易的生产方式,逐步转向出口中间产品和进口最终产品的贸易模式。这需要中国对经济结构进行重大调整。

中国消费率明显低于日本和美国的水平,集中体现在居民消费水平过低,因此未来要扩大内需就必须提高居民的消费水平和消费倾向。中国自身的二元结构导致了城镇和农村居民均可支配收入的巨大差距。进一步考察中国消费支出构成,可以看出政府消费支出在最终消费支出中的比重几乎保持不变,而城镇和农村居民消费支出比重分别呈现大幅上升和大幅下降趋势,自1990年后城镇居民消费支出比重超越农村并将差距逐步拉大。显然,中国的这种内需结构将严重阻碍消费品进口的增长,而且改变这种结构的过程将是十分漫长的,这也从另一个角度说明,人民币国际化的实现将是一个非常长期的过程。

作为政策选择,中国未来必须在以下三个方面做出相应的改革与调整:一是要在保持经济持续稳定发展的前提下调整经济结构,进而带动贸易结构的变化,逐

步转向出口中间产品和进口最终产品的贸易模式;二是在提高国民收入的同时缩小城乡差距、地区差距和国民收入水平差距,尤其是应注重对包括土地制度在内的农业政策做出重大或根本性的改革,同时,还应通过减少国有企业对第三产业的垄断与社会保障制度改革等措施,提高国民的消费倾向,扩大内需;三是在此基础上逐步降低中国的外贸依存度,提高内需(最终消费)对GDP的贡献率,实现由外需拉动型经济增长转变为内需拉动型经济增长。

第五,积极推进东亚区域货币合作。鉴于现阶段中国已经同东亚周边国家和地区形成了密切的经济贸易联系,人民币国际化的进程应当在推进东亚货币合作的过程中来实现。中国应当在现有CMI框架下已取得的合作成果基础上,继续推进区域外汇储备库的规模及其实际运行,促进亚洲货币基金(AMF)的建立和发展,推动区域货币合作由危机防范向危机管理及促进区域经济稳定的方向发展。在此过程中,应着重在三个层次上促进人民币作为贸易结算货币的发展。

促进中国大陆与香港、澳门和中国台湾促成“大中华经济区”,使人民币成为该区域内自由流通、共同使用的货币。

促进中国与东盟自由贸易区内部贸易中人民币结算的规模。2002年11月,中国与东盟签署了中国与东盟自由贸易区协议,从2010年开始正式启动,由此形成了一个人口达19亿、GDP总规模达6万亿美元、贸易总额占世界贸易总额13%的自由贸易区。目前,中国已经允许内地20个省市、自治区、直辖市的外贸企业在对外贸易可以选择用人民币进行计价和结算,中国应当在跨境贸易人民币结算试点顺利开展的基础上,积极推进与东盟各官方之间相关协议的签署,推进人民币区域化的进一步开展。

开展与韩国、日本的货币金融合作。目前,中国同韩国、日本在东盟+3框架下的货币金融合作进展的比较顺利,在区域危机救援、防范、外汇储备库以及双边本币互换等发展都取得比较大的进展,中韩两国相关学者已经开始就双边贸易中使用本币计价和结算等问题开展探讨和研究,相信随着中韩两国经济贸易联系的进一步紧密发展,双边贸易中的人民币计价与结算问题将可能产生突破性的进展。

中日两国的货币金融合作无论对双方还是东亚货币合作的发展而言都具有十分重要的作用。在现阶段的“美元体制”下,中日两国都不具备单独主导区域货币合作的能力。相对而言,中国在周边局部地区推进人民币作为贸易计价和结算货币的策略将有可能取得较大的进展,进而有可能率先在局部地区推进更高层次的汇率合作。换言之,东亚部分经济体有可能首先建立不包括日元的汇率稳定机制,在此目标实现之后再推进包括日元在内的区域汇率稳定机制。中日两国应对此达成高度共识,并在此基础上开展紧密的政策协调与合作。

作者简介:李晓,吉林大学经济学院国际经济系教授,博士生导师,中国世界经济学会副会长,长策智库研究员。