

人民币的国际化使命

邵宇

国家金融与发展实验室 特聘高级研究员

东方证券 首席经济学家

简介：未来十年不仅是中国经济的转型期，也是人民币国际化的关键时期。我们必将全面有序和可控地推进人民币国际化的进程和深度。

货币国际化是指，货币的部分或全部职能从发行经济体所在区域或原使用区域扩张到其他经济体、国际区域乃至全球范围，最终演化为区域货币乃至全球通用货币的动态过程。这些职能包括交易媒介、计价货币和储备手段；其中储备手段对应的国际化程度最高。信用货币体系下，货币国际化的过程实际上是外部对货币发行者综合实力和信用水平认可度提高的过程，因此，人民币国际化的基础必然是中国的崛起。在人民币突破经济体边界，货币职能向海外拓展的过程中，中国的影响力也在加强。

人民币也仍将历经美元的国际化之路——贸易人民币、“一带一路”人民币、金砖人民币、石油（资源）人民币、欧洲（离岸）人民币和地缘安全人民币，各方向一同发力，并驾齐驱。中国庞大的外汇储备将如同驶向深蓝海域的航母战斗群一样为之保驾护航。笔者曾写

到经济学有三大难题——货币、全球化和中国，那么中国——货币——全球化肯定是全球经济中最富挑战性的工作了。

最近几年，一度冻结的人民币国际化进程再次破冰，相关领域取得的进展超过了之前十年的总和：汇率日内浮动区间扩大，外汇管理制度调整，主权基金出海，跨境结算快速发展，金砖国家合作打造“小三驾马车”，自贸区建立，沪港通出台。这一系列措施强烈表明，未来十年不仅是中国经济的转型期，也是人民币国际化的关键时期。

回顾历史，从银本位到金本位，从英镑到美元，国际货币体系中货币地位的起落与对应国家综合国力的变化密切相关。人民币国际化是对外开放的重要议题之一，是理解中国积极参与全球化规则重构的重要主线，也是对接全球金融体系与提升中国整体影响力的重要策略，更是从贸易输出到投资输出后的自然结果——即与影响力扩展相适应的货币输出。

中心货币超发的外溢性使得中国和其他新兴经济体受到长期的不利冲击而日益被动，这包括原材料成本上涨、经常账户差额逆转、汇率急剧波动、国际资本冲击等。如果人民币国际化，则可以适当导出人民币（以及外汇储备）货币洪水，同时挤压其他货币的滥发和操纵的能力。根据我们对全球货币体系变迁与全球经济失衡的研究，未来人民币以生产型国家的代表性货币上位，是国际货币体系走向稳定、均衡和公正的唯一解。从这个角度来看，人民币国际化是使命的召唤，是一项国家战略。它是对高烈度国际货币竞争形势的正面回应，中国

需要以人民币国际化为手段提高自身在货币竞争烈度日益提升的国际金融中的主动性。

内因方面，人民币国际化是中国当下改革中提高经济开放程度的核心战略之一。如果说过去改革开放几十年来，中国对外经济发展是由以中国制造为代表的国际贸易驱动的话，那么未来几十年中国将进入以人民币国际化驱动的全面开放时代。我们从对外经济利益交换的角度理解中国的改革开放政策，其中人民币国际化只是手段而非目的——人民币国际化是中国经济转型的大背景下，实现对外利益交换模式转换的重要变革之一。

长期来看，要保持经济和金融的稳定，构建中国对外利益交换的新模式，必须构建另一种完全不同的政策组合：即提高汇率弹性和利率市场化程度、建立现代化金融体系、放松资本管制并最终实现人民币完全兑换。这些内容要么作为前提，要么作为内涵，都可以归纳到人民币国际化的主线中来。

另外，随着居民收入提高和中产阶层规模的扩大，以及老龄化的发展，中国的内需将越来越庞大。一方面，这意味着技术和资源获取策略很重要；另一方面，中国还需要通过人民币国际化来多样化全社会资产负债表的币种结构，即通过提高对外负债杠杆水平获得更大消费和发展空间，缓解长期的老龄化压力。

人民币汇率在其市场化形成机制方面，虽然依然有一定政府干预特征，但制度上已取得明显进步。一方面，随着人民币汇率市场化改

革逐步推进，人民币的波动幅度逐步扩大，1994年人民币对美元汇率日内浮动幅度是0.3%，2007年扩大至0.5%，2012年扩大至1%。2014年2月，这一幅度扩大到2%，这是改革推进的重要一步。预计未来幅度还将进一步放开，最终实现完全的自由浮动。另一方面，随着香港这个人民币离岸金融中心的建立，人民币的在岸汇率（CNY）与离岸汇率（CNH）之间的偏差已显著缩小。

资本账户可兑换

从战略来看，人民币国际化是中国的金融市场全面开放。初步的看点是资本账户自由兑换，离岸金融中心建设。人民币国际化最大的特点在于，其初步阶段是与资本账户自由化同步进行的，两者之间并没有必然的先后顺序，这样的经验在国际范围内都是很少的。在资本账户达到一定开放程度之前，对外贸易的跨境结算是人民币输出的重要渠道。

在汇制改革逐步推进的支撑下，中国的资本账户会随着人民币国际化的推进而逐步自由化。根据国际货币基金组织（IMF）最新的《汇兑安排与汇兑限制年报》和资本项目交易分类标准（七大类40项），目前人民币资本项目实现部分可兑换的项目为17项，基本可兑换8项，完全可兑换5项，粗略算来占全部交易项目的75%。

中国资本账户中完全不可兑换的项目不多，主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具等；部分可兑换项目占较大比例，主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和

个人资本交易等四个方面；而基本可兑换项目已经不少，主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。

我们预计，未来中国资本账户各项目的自由化应会根据以下四个原则推进：

第一，总体安排上肯定是以渐进式而非激进式的开放为主，经济体量变大后试错成本会变高，新兴市场多次危机的教训也让政策制定者变得谨慎。

第二，目前已有试点的项目会优先开放，包括 QFII、QDII、人民币对外直投、国债市场、私人持汇。

三是先长期后短期、先实体后虚拟、先机构后个人的原则，这能够降低短期资本流动过于频繁的冲击。

四是促进人民币跨境流通，加大人民币跨境流量的原则。在人民币国际化的倒逼下，最近几年将是人民币兑换自由化措施的力度和密度最大的时期。

另外，中国资本账户最终只能实现有限自由化，中国对部分资本项目的管制会一直保持，资本账户开放的状态和进程是国内经济发展的开放需求与安全需求平衡的结果。预计如衍生品交易、个人资产跨境转移以及部分不动产交易会长期管制；而即使对于一些已开放的项目，政府也会一直保持较强的监控。

在这一过程中，人民币国际化的推进线索也就逐渐清晰起来。

其一，人民币的影响力是与中国的综合国力和地缘辐射能力同步

发展的，我们认为，人民币的国际化之路会顺次经历周边化、金砖化、亚洲化和全球化的过程。信用货币在全球接受程度的提升，本质上是其发行国在全球的接受程度提升，其影响因素包括经济、金融和对外贸易规模、物价稳定性、国家信用、本币金融资产的市场深度与广度、国内金融机构与金融监管的能力等。

其二，人民币的国际化必然伴随着人民币离岸与在岸金融中心的快速发展。香港作为未来人民币最重要的离岸金融中心，在人民币国际化战略中有不可替代的地位。香港的经济金融环境加上特殊的政治地位，使之成为人民币国际化天然的离岸实验场，通过对人民币跨境流动、回流和资产池规模的控制，中国可以显著提高人民币国际化进程中的可控性。当然，资本账户开放和国内金融改革才是突破瓶颈，推升人民币国际化量级的关键。

其三，从内部博弈的角度理解，中国未来的利改、汇改、金融体系改革再到资本账户自由兑换并不会有明显的先后顺序，可能是同步并行，成熟一项、推出一项的节奏。这样虽然会产生一些风险，但在天量国际储备和政府对于金融体系掌控能力较强的保障下，特别是新一代以央行为核心的宏微观一体化监管框架正在构建中，因此这些风险是可控的。

人民币国际化的下一站

主要国家货币的国际化，往往都伴随着该货币离岸金融市场的发展。上世纪 80 年代国际银行设施（IBF）的推出提升了美国银行业的

竞争力，日本东京离岸市场（JOM）的建立助推日元成为国际储备货币。

打通人民币出海的通道，通过贸易和投资结算输出人民币，是国际化初级阶段的主要内容。为了提高非居民持有人民币的意愿，除了国内本身经济增长前景和物价稳定需要保持外，人民币资金的投资渠道和收益水平也是必要的。这方面中国目前的做法是，一方面打造以香港为主的离岸人民币市场，培育“亚洲人民币”及其资产池；另一方面则通过 RQFII、人民币 FDI、开放国内主权债务市场等渠道，拓宽人民币资金的投资渠道。随着这些措施的推进和深化，国内金融体系和资本账户开放也会逐步推进。

目前人民币国际化进程虽明显加速，但资本账户兑换尚未开放，初步建立一个内外分离型的离岸金融市场更加符合中国当前环境。将美国、新加坡与东京这三个由政府主导形成的亚洲离岸金融中心作为中国完成渐进式的管制放开的借鉴经验的话，我们认为，内外分离型离岸中心将有利于防范境外资金冲击国内货币体系的风险，并有助于实践人民币离岸存款利率市场化，试点资本账户的局部开放，探索人民币国际化的可能。在这一过程中，从事离岸业务的金融机构将明显受益于本国离岸市场内本、外币资金交易额的迅猛扩张。

人民币国际化进入到目前的僵持状态，资本账户开放停滞，是因为在美元升息周期中，出现了一定程度的资本外流，所以收紧资本账户，并启动对所谓庞大金融集团的打压。资本账户开放重点转向账户

内的联通式开放，例如各种通，资本并没有实际离开账户体系，又让中外投资者可以相互感知到对方的市场。沪伦通进程应该会加快，因为在脱欧过程中，英国对中国有非常大的合作诉求。

那么人民币国际化的下一站究竟在哪里？应该是人民币作为交易货币和计价货币的推广，例如近期推出的石油期货，未来所有关键大宗商品都必须由人民币计价产品。当然如果要形成有市场影响力的价格，就需要全球众多玩家的参与。这必然要依托自贸区（未来自由港）资本账户的精准开放来推动，即拓展自由贸易 FT 账户的功能来实现。

更重要的是，今年中国承诺加加大金融开放力度，开放内容集中在业务放开、机构放开、市场放开三个方面。这必将全面有序和可控地推进人民币国际化的进程和深度，一个新时代正在加速到来。