

人民币能否称霸世界？

埃斯瓦尔·普拉萨德、叶雷

虽然目前人民币在国际舞台上正变得日益重要，但却很难在短时间内对美元构成挑战

如今，中国是世界第二大经济体，而且是全球增长的关键推动力。中国在全球GDP中的占比已经达到10%—15%（取决于不同的测定方法），而在2011年，其在全球GDP增长中所占比重约为1/4。但是，在全球六大经济体的货币中，人民币是唯一不能在全球范围内可自由兑换和广泛接受的货币——这就意味着，人民币并非是一种硬通货。

最近，中国政府采取了相应的措施，以促进人民币成为国际交易的结算货币——尽管中国一直无意为自由资本流动而开放其经济并允许其汇率变得更加灵活。然而，鉴于中国经济的庞大规模及在全球生产与贸易中的份额日益上升，上述措施预示着人民币将在国际金融和贸易中发挥越来越重要的作用。但一个紧迫的问题是，人民币的国际地位是否会上升到与中国经济相匹配的地步——或许接近美元的地位。

对这一问题的答案取决于对该货币的三种互相关联却又各不相同的设想：

- 国际化：将其用于跨境贸易和金融交易的计价和结算，即作为一种国际交易媒介。

- 资本项目可兑换性：表明中国对金融资本流入和流出的限制水平——一个毫无限制且完全开放的资本项目；以及

- 储备货币：外国央行是否会持有人民币，以防范国际收支危机。

即使一个国家的资本项目并

未完全开放，其货币仍然可以成为国际交易的结算货币。而反之，即使并不存在对资本流动的限制措施，一个国家的货币也可能很少或根本不被用于国际交易的结算。但是，如果一种货币要成为国际储备货币，那么用于国际交易结算和资本项目开放是两个必要条件。

本文将根据中国的经济发展及其对全球货币系统的相应影响，对人民币上述三个方面的每一种可能性进行现状和前景评估。

成为储备货币

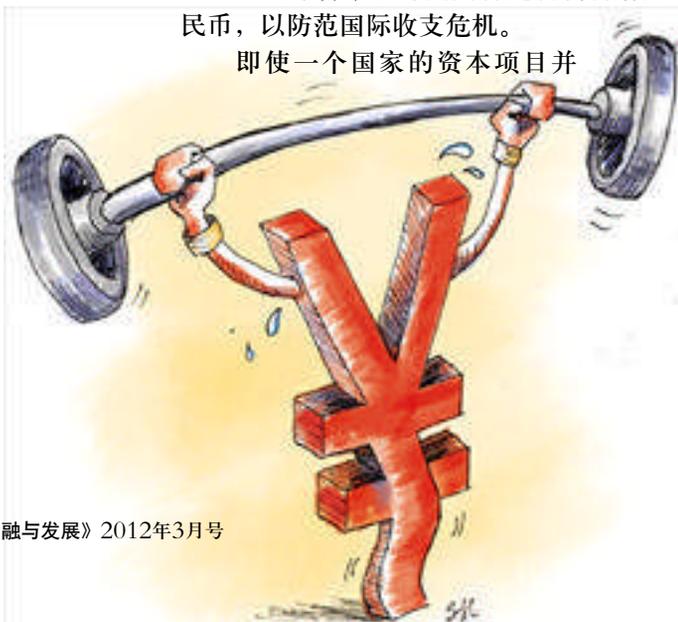
鉴于中国的经济规模和增长前景，人们普遍认为，人民币最终必将成为一种储备货币。为了判断其可能性和时机，有必要对储备货币的典型特征进行分析，并对中国就上述各个方面所取得的进展进行评估。影响货币储备地位的常见因素包括：

- 经济规模：一个国家的GDP及其在全球贸易和金融中所占的份额是一个国家储备货币地位的重要决定因素，但不是决定性的因素。

- 宏观经济政策：对一个国家主权资产进行投资的投资者必须对该国的经济政策保护货币价值不会遭受侵蚀的能力充满信心，尤其对该国致力于低通胀和可持续公共债务的承诺方面有信心。

- 灵活的汇率：储备货币通常可自由交易，且其对外价值由市场决定，尽管这并不完全排除央行对外汇市场的干预行为。开放的资本项目并非等同于自由浮动的汇率机制。

- 开放的资本项目：储备货币必须是一个国家的贸易和金融合作伙伴所接受的支付手段，这就要求这种货币必须在国际金融市场上可自由交易。假如一个国家对资本流动施加限制，而且假如该国外汇市场十分薄弱并处于政府的直接监管之下，便难以实现这个目的。



• 金融市场的发展水平：一个国家必须拥有具备深度和充足流动性的金融市场——即包含众多购买者和销售者的市场，尤其政府债券市场，以提供“安全”的资产，供国际投资者和其他国家的央行购买持有。这些债券市场的成交量（交易总量）作为衡量流动性的一项指标，也同样重要。

然而，现实中并不存在任何一种硬性规定，可以用来判断上述哪些因素具有重要、甚至必不可少的作用。例如，尽管瑞士占全球GDP和贸易的份额较小，但瑞士法郎仍然是一种国际储备货币。此外，许多重要储备货币的经济体——例如欧元区、日本和美国——都有巨额且日益攀升的公共债务，这无疑为其宏观经济的稳定性蒙上了一层阴影，但至少迄今为止，尚未对其货币的储备地位造成任何影响。实际上，一些分析人士根据美国的经历得出的推论是，中国要想向世界上的其他地区提供储备资产，必须背负高额经常项目赤字。但是，实际情况并非如此。日本和瑞士的货币获得了储备地位，但上述国家却持续保持了经常项目盈余。

人民币如何发挥作用

中国的经济规模和在世界贸易中的重要性已人尽皆知。如今，中国在全球商品贸易中的份额为10%，比10年前增长了4%，而且，通过贸易联系与其他经济体也建立了广泛的关系。中国的财政和货币政策能否实现长期通胀预期并培育宏观经济的稳定性是一个悬而未决的问题。相对于重要储备货币经济体而言，中国拥有中等水平的明显公共债务和较低政府预算赤字。而且，尽管中国对汇率进行了严格控制——这无疑使其货币政策的独立性大打折扣——然而，就在不久之前，中国保持了相对稳定的通货膨胀率。

另一个问题是，中国是否有意开放其资本项目。尽管中国依然对资本实施广泛的控制，但正在有选择性并审慎地放宽对资本流动的限制。因此，在过去的10年中，总的流入资本出现了大幅剧增，这无疑说明中国作为国外投资目的地的巨大吸引力。同时，外汇储备以外的流出资本，如中国企业和养老基金等机构投资者的国外投资业已出现了大幅增长，尽管基数较低。简言之，中国的资本项目实际正在变得日益开放，尽管从这个角度看与储备货币经济体（欧元区、日本、瑞士、英国和美国）的资本项目相比仍显得不够开放。

对于一种货币的国际地位而言，其国内金融市场的发展水平是一项至关重要的决定性因素。从历史的角度看，每一种储备货币之所以能够获得国际声望，都不乏各种独特情况的作用力和千差万别动机的推动力，但确定的一点是，这个过程始终需要强有力的金

融市场的支持。金融市场发展的相关方面包括：

- 广度：各种各样金融工具的可及性，其中包括套期保值风险市场；
- 深度：拥有针对具体市场的大量金融工具；
- 流动性：较高水平的成交量（交易总量）。

如若缺乏一个足够庞大的债务市场，人民币将无法令人信服地用于国际结算。如若由人民币计价的债务市场缺乏足够的流动性，对于外国企业而言，该货币也将不具吸引力。与此同时，如果无法进入衍生品市场来对冲汇率风险，进口商和出口商或许都将对资本项目开放造成的汇率波动性增大状况感到担忧。

问题的症结何在？中国的金融系统依然由银行所主导，而政府对大多数的银行系统则拥有直接的管辖权。由银行部门所发放的国内信贷总规模超过了股票和债券市场规模的总和。银行系统的规模和结构旨在通过限制竞争来保护银行的利润，再加上监管壁垒，无疑抑制了金融市场向更加广泛的方向发展。

就规模和流动性而言，中国的债务市场远远地落在了重要储备货币经济体的后面（见图1）。按绝对价值计算，政府债务市场的总额相当大，但成交量却很低。中国的企业债券市场的成交量相对较高，但总额依然很小。根据发行货币来分析其国际债券中所占的份额可得出相似的结论。现有的储备货币占有主导优势；而以人民币计价的债务在国际债务市场中的份额仅为微不足道的0.1%。

从跨国的角度来看，尽管中国债券市场的绝对规模较小，但不应对这些市场的快速增长有所忽视，这种快速增长无疑符合该国欲使人民币成为各国所认同的国际货币的想法（见图2）。然而，人民币的储备货币地位可能是一项任重而道远的目标。

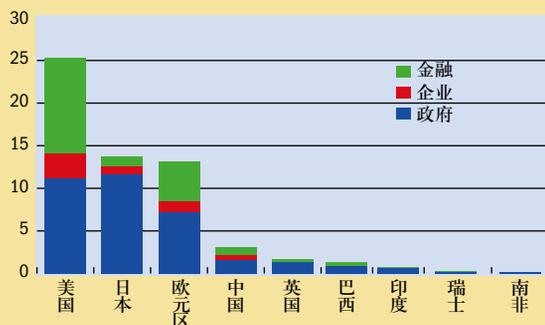
中国取得巨大进展的一个领域是股票市场的发展。

图1

与重要经济体相比仍大幅落后

与重要储备货币国家相比，中国债务市场的规模和流动性仍大幅落后。

（未清偿国内债券，万亿美元，2010年）



资料来源：国际清算银行，作者的计算。

注：本图表显示的是按照所在国和发行部门划分的未清偿国内债务的数量。欧元区数据中不含爱沙尼亚的数据。

在 2005 年进行改革之后，市值和交易量大幅攀升，增长了六倍之多，而与此同时，交易总量增加的幅度则超过 10 倍。然而，中国股票市场具有较大的波动性，极易受到对企业治理的担忧情绪的影响，因此其对于提升人民币国际货币地位的作用可能十分有限。

中国货币国际化的步伐取决于其国际金融交易——而非仅仅贸易——结算中的使用情况。对于某一货币作为媒介货币在涉及跨境商品贸易和金融资产交易中的潜力而言，外汇市场交易量是一项重要的指标。就目前而言，人民币在 2010 年占外汇市场总交易量的比值不到 1%，但是这一数字低估了现实情况。中国利用香港特别行政区作为一个重要的金融中心进行外汇交易的结算，而在 2010 年，香港特别行政区在全球外汇市场交易量中的占比为 5%。香港特别行政区提供了一个大有裨益的平台，就获得国际货币地位而言，通过这个平台，人民币具备了相对于其他新兴市场货币的竞争性优势地位。

中国大多数的衍生品市场依然十分稚嫩，但是根据期货和期权合同交易的数量来衡量，中国的三个商品期货交易市场位列全球衍生品交易市场 20 强。然而，从提升某一货币的国际结算地位的角度来看，大型商品衍生品市场的作用仍不及更加多样化且流动性更强的金融衍生品市场。

从某种程度上讲，面向香港特别行政区开展金融活动的政策正在发挥作用，而这一作用的实施者通常是生机勃勃的国内金融市场。在过去的一年中，人民币存款总额和获得授权在香港特别行政区从事人民币业务的机构数量大幅增加。

增加人民币离岸结算的政策有效地提升了人民币的国际地位，同时又不会造成资本项目自由化的潜在有害影响的风险。但是，假如不致力于更加积极的在岸发展，便无法发挥中国货币作为国际结算货币的全

部潜力。而且归根结底的是，如若没有实现资本项目的大幅自由化，将很难充分发展外汇和衍生品市场。

总之，在过去的 10 年中，中国金融市场在广度、深度和流动性方面有了一定的发展。但就金融市场发展的关键内容而言，中国依然显得能力不足，而金融系统中存在的诸多缺陷也有可能阻碍其提高人民币国际地位的步伐。

日益增强的国际影响力

尽管支撑人民币的金融基础设施较弱，但人民币的国际影响力却日益增强（见图 3 和图 4）。一直以来，中国都在利用香港特别行政区作为试验场，以测试旨在提升人民币国际结算地位的各项方案。2004 年，香港特别行政区推出了人民币个人业务，藉此，香港居民可开设人民币存款账户。此后相继采取了其他举措，如跨境贸易往来的结算和人民币债券的发行。

鉴于中国日益扩张的贸易总量，提升人民币的贸易结算地位是在朝向人民币国际化迈进的过程中符合逻辑的第一步。自 2009 年开始实施跨境贸易结算以来，中国货币的跨境贸易结算大幅攀升。2011 年，人民币贸易结算达到中国商品和服务贸易总量的约 8%。仅在 2011 年的一个月之内，用于香港特别行政区跨境结算的人民币月付款几乎达到 250 亿美元，超过 2010 年平均水平的一倍还多。

同时，在香港特别行政区发行人民币债券（被称为“点心债券”）也日益上升，从 2007 年至 2010 年增长了 2 倍，而 2011 年第二季度则达到了约 100 亿美元的高位。在这些债券中，很少有在 2011 年的其他时间内发行的。这无疑说明，随着欧洲债务危机的持续恶化，全球市场环境日趋疲软。

衡量人民币离岸结算的另一途径是查看银行间的

图2

迎头赶上

虽然绝对值较小，但中国债务市场的增长速度很快。

（未清偿国内债券，万亿美元）



资料来源：国际清算银行。

注：数据截至2011年9月（含）。

图3

日益增强的国际影响力

中国正在香港特别行政区发行人民币（点心）债券，并以人民币进行贸易交易的结算。

（10亿美元）



资料来源：环亚经济数据；彭博资讯；作者的计算。

交易。在2010年年中，香港特别行政区的金融机构才获准开设人民币结算账户，在此之前，几乎没有任何此类的人民币结算交易。自那以后，无论交易的总量还是交易的价值都出现了大幅增加。2011年8月，交易的总价值超过5000亿美元，达到了历史最高水平。

尽管其规模依然显得有些微不足道，但是离岸人民币市场的各种因素已经得以启动并正在进行快速的扩张，这无疑预示着人民币将在亚洲的贸易和金融交易中产生巨大的影响力。然而，一些人或许会反驳说，人民币点心债券的发行和跨境结算的范围仍然较小，而且大部分的此类活动都是中国大陆的公司和其位于香港特别行政区的子公司之间进行的。一些此类的活动也可能反映出规避资本控制的企图。简言之，即使就离岸人民币结算的影响而言，如要发挥其全部的潜力，仍然任重而道远。

另一方面，中国央行正在与世界各国央行签订和拓展双边本币互换协议，以促进和扩大人民币在国际贸易和金融交易中的结算作用。上述双边协议所涉及的金额较小，但是这些协议意味着中国正在努力让其他国家的央行适应并熟悉以人民币计价的工具和融资机制。

人民币也开始出现在一些国家央行的外汇储备产品组合中。2011年，马来西亚和尼日利亚首先表示进行人民币储备。如今，在智利央行投资组合中，有0.3%的资产属于以人民币计价的工具。其他国家的央行也正在考虑在其储备组合中增加人民币资产。鉴于人民币缺乏可兑换性，上述对人民币的持有原则上并不算官方储备，但是上述央行似乎对此并不担心，因为它们将人民币资产——如同其他重要储备货币资产一样——视为应对国际收支平衡压力的保护手段。

上述行动的规模均显得微不足道，但是却具有重要的象征意义，预示着对人民币稳定性和其在国际货

币系统中未来作用的想法上的转变。

与美元一决雌雄

人民币是否一定会取代美元，成为占有主导地位的国际储备货币？或许会，但是这一天仍然遥遥无期。更有可能出现的情况是，在未来10年中，人民币将会发展成为一种储备货币，这将削弱美元的地位，但不会取而代之。

如今，世界上约有2/3的外汇储备均以美元金融工具的形式持有。其他指标——如美元在外汇市场交易量中的份额、非美国银行的跨境外币负债——均印证了美元在国际金融中无可质疑的主导地位。然而，人们对美国宏观经济稳定性的担心日益强烈，这种担心可能会影响美元的受欢迎程度。尽管美国央行，即联邦储备局，在抗击通胀能力方面拥有强大的国际公信力，然而公共债务的不断攀升成了人们深切关注的问题。美国政府债务总额约占GDP的90%，而根据IMF的预测，到2016年，美国政府债务总额将可能达到GDP的110%，或约21万亿美元。对于全球最大的经济体而言，这种形势无疑十分危险，但自相矛盾的是美国债务的日益攀升或许会巩固美元在国际金融系统中的主导地位——鉴于日本和欧元区的力量较弱，且随着新兴市场持续积累外汇储备，他们对所谓安全资产的需求日益增加。

况且，就安全和可流动的资产（如政府债券）而言，中国与美国依然存在很大的差距。美国金融市场的深度、广度和流动性仍然无可匹敌。中国所要做的并非是增加债务以便赶上美国的水平，而是发展其他的金融市场并增加高品质人民币资产的可及性。

在国际贸易和金融中，人民币正在发挥越来越突出的作用。尽管这种重要性势必将与日俱增，但人民币不太可能成为一种主要的储备货币——更不用说挑战美元的主导地位了——除非人民币可自由兑换且中国采取开放资本项目的做法。中国政府所面临的挑战是进行大幅的国内改革，以对其审慎的国际政策行动提供支持。人民币作为国际货币的前景将受到更广泛的政策的影响，尤其与金融市场发展、汇率灵活性和资本项目自由化有关的政策。中国经济增长的途径和人民币在国际经济中的作用将取决于上述政策选择。■

埃斯瓦尔·普拉萨德（Eswar Prasad）是康奈尔大学贸易政策系托兰尼（Tolani）高级教授、布鲁金斯学会国际经济学新世纪教授。叶雷（Lei Ye，音译）是康奈尔大学的一名研究生。

本文基于作者所著的一篇名为“人民币在全球货币体系中的角色”的布鲁金斯学会研究论文。

