

資本項目管制下人民幣國際化 可行性及途徑論證

余凌曲 張建森

[提要] 本文建立了一個基於凱恩斯貨幣需求理論的貨幣國際化條件分析框架，並以美元國際化為案例論證資本項目開放並非貨幣國際化的必要條件。據此，本文論證人民幣可以在中國資本項目管制條件下提升國際化水平，並給出了相關途徑措施和政策建議。

[關鍵詞] 資本項目 資本管制 人民幣國際化

[中圖分類號] F822.1 **[文獻標識碼]** A **[文章編號]** 0874 - 1824 (2014) 01 - 0059 - 11

全球金融危機自2008年爆發之後，國際社會普遍認同當前國際貨幣體系存在缺陷，對全球金融及經濟的穩定造成重大影響。國內外知名學者對人民幣國際化寄予厚望，以Emmanuel、Gourinchas and Rey和Taylor為代表，研究認為人民幣有希望成為新的國際儲備貨幣，並在未來形成美元、歐元和人民幣三足鼎立的國際貨幣格局，從而有效彌補國際儲備貨幣供給方面的不足，克服美元主導下國際貨幣體系的缺陷。^①鑒於人民幣國際化對中國和世界的巨大戰略意義，中國政府主動推進了人民幣國際化進程，在國家“十二五”規劃中明確提出“擴大人民幣跨境使用”的政策，使得人民幣國際化的水平得到顯著提升，2013年一季度中國內地對外貿易以人民幣結算的比例已達15%，香港人民幣客戶存款和存款證的總額達到8,100億元。人民幣跨境投融資方面的資本項目管制得到有條件放鬆，人民幣FDI、人民幣ODI、RQFII等制度陸續建立，中國人民銀行與多國央行簽訂貨幣互換協議，人民幣成為他國外匯儲備資產正在成為現實。

在人民幣國際化持續推進的同時，中國內地資本項目管制和人民幣國際化的關係成為一項研究熱點。依據現有研究結論，在中國資本項目仍保持高度管制條件下，顯著地提高人民幣國際化水平將成為空談。由於中國金融體系的脆弱性，決定了人民幣在資本帳戶下的完全兌換在短期內實行起來將會面臨巨大的困難，以至於沒有實現的可能性^②，因此，在相當長的時間內人民幣都無法真正實現國際化。但事實上，20世紀50至70年代美元國際化及歐洲美元市場的發展經驗恰好表明，貨幣國際化可以在資本管制的條件下得到快速發展，這對人民幣國際化具有重要的啟示意義。基於以上發現，我們認為需要深入研究人民幣國際化的條件以及資本項目管制條件下離岸人

民幣市場發展對人民幣國際化的推動作用等問題，以釐清現實條件下人民幣國際化的基本邏輯，為人民幣國際化研究貢獻有意義的新觀點和新視角。

一、文獻回顧

（一）人民幣國際化的含義

自1971年Cohen從貨幣職能角度給出國際貨幣定義後^①，許多學者對國際貨幣的含義給予了定義或補充^②。結合這些學者的研究，我們認為，人民幣國際化的較為準確的含義是人民幣在國際範圍內行使貨幣職能，成為貿易計價結算貨幣、金融投資交易貨幣以及他國外匯儲備貨幣。人民幣國際化既是一個既成的事實，也是一個不斷發展的過程。目前人民幣的使用已經超過國界，在跨境貿易、投資等方面發揮貨幣職能，並且在境外形成了離岸市場，事實上已經成為了國際化的貨幣；與此同時，我們也需要注意人民幣國際化的水平，也即人民幣在國際貿易、國際投資和國際儲備中發揮記賬單位、交易媒介和價值儲藏等貨幣職能的範圍和比重，與美元等其他國際化貨幣相比還有很大的差距，並且在不斷變化和提升之中。

（二）人民幣國際化的衡量標準和發展水平

人民銀行人民幣國際化研究小組建立了一個衡量貨幣國際化程度的指數，得出以美元國際化的水平為標準100，歐元的國際化程度接近40，日元則為28.2，人民幣為2。^③中國人民大學“人民幣國際化報告”課題組編制了“人民幣國際化指數”（RII），結果顯示2011年RII為0.45，而同期美元、歐元、日元和英鎊的國際化指數分別達到54.18、24.86、4.56和3.87。^④2008年，李稻葵、劉霖林預測，到2020年人民幣在國際儲備和國際債券中的比例將達到近20%，超過日元和英鎊，成為僅次於美元、歐元的第三大國際貨幣。^⑤總體來看，當前人民幣國際化水平還處於非常低的水平，在國際貿易、國際投資和官方儲備中發揮貨幣職能極為有限，但同時人民幣國際化的市場前景廣闊，發展潛力巨大，增長速度較快。

（三）人民幣國際化進入高級階段的條件

正如Hartmann所述，大多數工業化國家的貨幣在全球經濟和金融一體化的背景下在某種程度上都實現了國際化，但僅有少數貨幣幾種進入國際化高級階段。^⑥Bergsten給出了貨幣國際化進入高級階段應具備的條件：（1）歷史慣性；（2）在國際貿易和金融中佔有較大份額；（3）金融市場規模相對較大；（4）國際交易者對貨幣價值的信心。^⑦Tavlas提出一國貨幣成為國際媒介貨幣應具備三個必要條件：（1）人們對這種貨幣的幣值具有信心；（2）貨幣發行國的政治穩定度高；（3）貨幣發行國存在一個管制很寬鬆的金融市場。^⑧Mundell認為一國貨幣要成為國際貨幣取決於人們對該貨幣穩定的信心，而這又取決於以下因素：（1）該貨幣流通或交易區域的規模；（2）貨幣政策的穩定；（3）資本流動沒有管制；（4）貨幣發行國的強大以及貨幣本身的價值。^⑨Menzie Chinn和Jefree Frankel計量分析了1973至1998年間各國央行國際儲備的主要貨幣幣種結構的決定因素，其中顯著的變數包括貨幣發行國的經濟總量、通貨膨脹率、匯率的波動方差大小以及貨幣發行國相關金融中心的大小。^⑩國內學者對貨幣國際化的條件也做了一系列研究，李稻葵、劉霖林通過計量分析，認為國家整體經濟勢力的大小是影響其貨幣作為國際儲備的最重要因素，同時穩定的幣值和升值潛力將有助於其幣種比例的提升。^⑪高海紅、余永定認為人民幣的區域使用、貨幣的可兌換性和資本管制程度、匯率和利率等金融資產價格的靈活性、國內金融市場的自由化程度和金融部門的成熟程度，是人民幣實現國際化的關鍵環節。^⑫

一國貨幣成為國際貨幣的一般條件可以概括為：貨幣發行國的政治和軍事實力、經濟規模、金融實力、金融市場發展程度與開放程度，以及歷史因素等。除了這些因素外，貨幣內在價值的可預測性、穩定性，以及外部交易網絡的便利性也對貨幣國際化產生重要影響。但是，正如林毅夫批評哈佛大學管理學者波特提出的“競爭優勢理論”一樣，這些條件的提出往往有因果不分、相互不獨立等缺點，很容易走入歧途。^⑤例如，最經常提到的經濟規模、金融實力和幣值穩定這三大條件往往具有很強的相關關係甚至是因果關係，將它們相提並論在經濟學研究上是不嚴謹的；這些條件的實現對於推進貨幣國際化的重要性不言而喻，但是由於這些條件之間相互不獨立，很難確定這些條件是否可被其他條件所完全或部分替代；這些條件大部分不夠微觀，沒有與貨幣國際化的參與主體（如貿易商、國際投資者、外國央行等）的直接動機相聯繫，理論對現實的解釋作用和啟示意義不夠強等等。

（四）人民幣國際化與資本項目開放

目前，國際化水平較高的貨幣，包括美元、歐元、日元、英鎊等貨幣發行國都保持著較高的金融開放水平^⑥，幾乎所有的國內外研究都支持資本項目開放是貨幣國際化提升到較高水平的必要條件的論點。

圍繞我國資本項目開放的程度與進度等問題，不同學者的觀點迥異。一部分學者認為我國的資本項目開放程度已經很高，以周小川多次論壇發言及中國人民銀行調查統計司課題組報告^⑦為代表，按照國際貨幣基金組織2011年《匯兌安排與匯兌限制年報》，目前我國資本項目不可兌換項目有4項，僅佔比10%，主要是非居民參與國內貨幣市場、基金信託市場以及買賣衍生工具，基本可兌換和部分可兌換項目有36項，佔比90%。大部分研究者不認可這一結論，馬駿、徐劍剛等的實證研究顯示，2011年底中國資本市場開放度（外資佔總值比例）僅為0.8%，在17個新興市場經濟體中排名墊底^⑧；夏斌、陳道富更是直接指出资本項目開放涉及到交易、匯兌和資產負債表管理三部分內容，而資本項目可兌換僅涉及到匯兌環節，是兩個不容混淆的概念，而且資本項目開放重點在交易環節，由此看中國資本項目開放的水平還非常低^⑨。而對於未來資本項目開放的進程，研究者的預測眾說紛紜，少數意見認為中國將在2015年前實現資本帳戶的完全開放^⑩，實質上這種意見中“資本項目開放”也只停留於匯兌這一環節；主流意見認為中國金融體系的脆弱性等原因將導致2020年以前中國很難達到貨幣基金組織（IMF）對“資本項目開放”的標準，為時開放水平仍將大幅落後於美國、歐元區、日本和英國^⑪。總的來看，主流意見對我國資本項目開放程度和開放進程的認識分歧不大，當前我國資本項目管制程度較高，並且在近期（2020年）之內仍將難以達到較高的開放水平。

在人民幣國際化與資本項目開放的關係方面，學者往往認為，只有資本項目達到比較高的開放程度，才能達到貨幣國際化的相關條件，從而實質性推進貨幣國際化。代表性的理由有，如果貨幣只從貿易項下輸出，貨幣輸出規模有限，難以滿足非居民流動性需求；貨幣作為非居民投融资工具的發展空間有限，難以成為國際投融资活動的計價結算貨幣；長期持續將形成“特里芬悖論”（即貨幣通過貿易逆差輸出，而長期的貿易逆差將導致貨幣貶值），最終使貨幣國際化失敗等等。^⑫

綜上所述，人民幣國際化的含義是人民幣在國際範圍內行使貨幣職能，成為貿易計價結算貨幣、金融投資交易貨幣以及他國外匯儲備貨幣。人民幣國際化既是一個既成的事實，也是一個不斷發展的過程。儘管目前人民幣國際化程度很低，但國內外學者普遍看好人民幣國際化未來的巨大潛力。學者從不同的研究角度提出未來提升人民幣國際化水平所需要的條件，並普遍認為資本

項目開放是人民幣國際化水平提升的重要前提條件，但這些條件的提出往往有因果不分、相互不獨立等缺點。

二、貨幣國際化與資本項目開放的關係研究

20世紀50至70年代美元國際化及歐洲美元市場的發展經驗表明，貨幣國際化可以在資本管制的條件下得到快速發展，這與目前的研究結論存在矛盾。對“資本項目開放是否是提升貨幣國際化水平的必要條件？”這一問題做出回答，有賴於對貨幣國際化條件，以及資本項目管制對這些條件所造成影響的深入分析。

（一）貨幣國際化條件的理論分析——基於凱恩斯貨幣需求理論的貨幣國際化分析框架

凱恩斯貨幣需求理論為貨幣國際化的條件分析提供了理論框架。凱恩斯認為，所謂貨幣需求（流動性偏好），是指人們在心理上願意持有貨幣而不願意持有其他缺乏流動性資產的欲望。而貨幣需求行為由三種動機決定，分別為：（1）交易動機，即應付日常交易而持有貨幣的動機；（2）預防動機，即應付不測之需而持有貨幣的動機；以及（3）投機動機，即應付金融投資（或投機）而持有貨幣的動機。正因為貨幣具有流動性、安全性和收益性特徵，體現了以上貨幣持有動機，才使得貨幣持有者願意放棄其他商品帶來的暫態效用而選擇持有貨幣。

貨幣國際化進程從根本來說是因為非居民持有該貨幣的市場需求驅動²⁹，那麼貨幣國際化的直接動機應當是非居民在心理上願意持有該貨幣來代替本國貨幣或其他貨幣的欲望，也就是說該貨幣在國際經濟活動中的具有的流動性、安全性和收益性特徵具有綜合化的比較優勢，更能滿足非居民持有該貨幣的交易需求、預防需求和投機需求。基於這一分析框架，下表列出了具有代表性的貨幣國際化條件。

表1 代表性的貨幣國際化條件

貨幣國際化需求	國際化貨幣特徵	代表性的貨幣國際化條件
交易需求	流動性	(1) 非居民可參與的資金市場（包括外匯市場、信貸市場、貨幣市場等）發達 (2) 非居民貨幣兌換便利
預防需求	安全性	(3) 幣值穩定且非居民對未來幣值穩定信心強烈 (4) 非居民資金流動無管制或很少收到管制
投機需求	收益性	(5) 跨境支付綜合結算成本低 (6) 非居民可參與的金融市場投資工具豐富 (7) 與其他貨幣存在利差或匯差套利機會

（二）貨幣國際化條件與資本項目開放關係

資本項目（Capital Account），亦稱資本帳戶，是指國際收支中因資本輸出和輸入而產生的資產負債的增減項目，所反映的是本國和外國之間以貨幣表示的債權債務的變動，換言之，就是一國為了某種經濟目的在國際經濟交易中發生的資本跨國界的收支項目。IMF在其發布的《匯率安排與匯兌管制年報》（*Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions*）³⁰中，將一國資本項目劃分為7大類11小類40個具體項目，並且以此為框架對成員國的資本項目開放狀況進行評估，如表2所示。當一國全部或者絕大部分資本項目交易無限制（包括准入限制、額度

限制、行政審批、徵收高額交易稅費等），那麼該國可被視為資本項目開放國家；反之，則為資本項目管制國家。

表2 IMF對資本項目的劃分

序號	大類	小類	具體項目
1	資本和貨幣市場 工具交易	資本市場工具	非居民境內購買股票或參股性質的其他證券
2			非居民境內出售或發行股票或參股性質的其他證券
3			居民境外購買股票或參股性質的其他證券
4			居民境外出售或發行股票或參股性質的其他證券
5			非居民境內買賣債券和其他債務性質證券
6			非居民境內出售或發行債券和其他債務性質證券
7			居民境外購買債券和其他債務性質證券
8			居民境外出售或發行債券和其他債務性質證券
9		貨幣市場工具	非居民境內購買貨幣市場工具
10			非居民境內出售或發行貨幣市場工具
11			居民境外購買貨幣市場工具
12			居民境外出售或發行貨幣市場工具
13		集體投資類證券	非居民境內購買集體投資類證券
14			非居民境內出售或發行集體投資類證券
15			居民境外購買集體投資類證券
16			居民境外出售或發行集體投資類證券
17	衍生工具及 其他工具交易	衍生工具及 其他工具	非居民境內購買衍生工具及其他工具
18			非居民境內出售或發行衍生工具及其他工具
19			居民境外購買衍生工具及其他工具
20			居民境外出售或發行衍生工具及其他工具
21	信貸工具交易	商業信貸	居民向非居民提供商業信貸
22			非居民向居民提供商業信貸
23		金融信貸	居民向非居民提供金融信貸
24			非居民向居民提供金融信貸
25		擔保、保險和 備用信用支持	居民向非居民提供擔保、保險和備用信用支持
26			非居民向居民提供擔保、保險和備用信用支持
27	直接投資	直接投資	居民對外直接投資
28			非居民對內直接投資
29	直接投資清盤	直接投資清盤	對直接投資的清盤
30	不動產交易	不動產交易	居民在境外購買不動產
31			非居民在境內購買不動產
32			非居民在境內出售不動產

33	個人資本交易	個人資本交易	居民向非居民提供貸款
34			非居民向居民提供貸款
35			居民向非居民提供禮品、捐贈、遺贈和遺產
36			非居民向居民提供禮品、捐贈、遺贈和遺產
37			外國移民在境內的債務結算
38			移民向國外轉移資產
39			移民向國內轉移資產
40			轉移博彩和中獎收入

具體來看，上述資本項目中，與非居民相關的資本項目可歸納為：（1）非居民在境內買賣、出售或發行股票、債券、貨幣市場工具、集體投資類證券、金融衍生工具；（2）非居民與居民之間的信貸、擔保、保險和備用信用支持；（3）非居民對內直接投資及直接投資清盤；（4）非居民在境內購買和出售不動產；以及（5）非居民個人資產跨境轉移。

由於資本項目管制是一國對其境內的資本跨境收支項目進行限制，而對境外離岸市場資本跨境交易和流動並無限制權。因而，如果資本項目管制對貨幣國際化造成實質性影響，則需要滿足兩個條件：（1）境內資本項目管制政策影響了貨幣國際化有關條件的實現；（2）境外離岸市場發展不能消除上述影響。

表3 貨幣國際化條件、資本項目與離岸市場關係

代表性的貨幣國際化條件	是否受資本項目管制影響	境外離岸市場發展能否消除影響
(1) 非居民可參與的資金市場發達	是	能夠
(2) 非居民貨幣兌換便利	是	能夠
(3) 幣值穩定且非居民對未來幣值穩定信心強烈	否	--
(4) 非居民資金流動無管制或很少收到管制	是	能夠
(5) 跨境支付綜合結算成本低	否	--
(6) 非居民可參與的金融市場投資工具豐富	是	能夠
(7) 與其他貨幣存在利差或匯差套利機會	是	能夠

對於本文前述討論的七個貨幣國際化的條件，其中：條件（3）幣值穩定且非居民對未來幣值穩定信心強烈，取決於一國的經濟實力、穩健的貨幣政策等因素，而與資本項目是否開放無關；條件（5）跨境支付綜合結算成本低，則取決於全球銀行業經營一國貨幣用於國際支付結算業務的能力及競爭狀況，也與該國資本項目是否開放無關；其他5個條件則受到資本項目管制的影響，但境外離岸市場發展可以有效消除之一影響。例如，條件（1）非居民可以通過資金市場（例如貿易融資）獲得用於國際貿易和投資支付的流動性，將對貨幣國際化產生巨大推動作用。資本項目管制政策限制非居民參與境內資金市場，導致非居民難以獲得足夠的流動性用於國際支付，但境外相應離岸資金市場的發展，如信貸市場、外匯市場、貨幣市場等，將有效滿足非居民這一流動性需求。條件（6）非居民通過參與金融市場投資，獲得高於非居民本國貨幣的收益性

或者實現金融資產的全球化配置，是貨幣國際化的重要推動力。資本項目管制政策限制非居民參與境內金融市場，但境外相應離岸金融市場的發展，如股票市場、債券市場、衍生品市場等，將有效滿足非居民持有貨幣的收益性需求。具體如表3所示。

基於上述分析可以看出，貨幣國際化的條件實現，有些不受資本項目管制影響，有些受資本項目管制影響，但境外離岸市場能夠為非居民持有貨幣提供良好流動性、安全性和收益性，則可以有效消除資本項目管制的影響。以下以美元國際化和歐洲美元市場的發展案例來佐證這一結論。

（三）案例分析^⑧：美元國際化與歐洲美元市場發展

歐洲美元市場的成功經驗說明，在美國本土資本管制條件下，美元境外離岸市場為離岸美元提供了不亞於甚至優於本土市場的流動性、安全性和收益性條件，有效推進美元國際化進程並使之成為世界上最重要的國際貨幣。

1944年確立的布雷頓森林體系是以美元和黃金為基礎的金匯兌本位制，基本內容包括美元與黃金掛鉤、其他國家的貨幣與美元掛鉤以及實行固定匯率制度。由於歐洲銀行利息率較高，但美國銀行則因Q條例（regulation Q）^⑨，而無法提高存款利息率，使得大量美元資金流入歐洲，利用美元與英鎊、馬克等歐洲貨幣的利差套利，成為歐洲美元市場產生的最直接動因。而歐洲美元市場的進一步快速發展則得益於美國的一系列資本管制政策。為了改善國際收支狀況，減少資金外流，美國於1963年頒布了“利息平等稅”對購買歐洲債券和股票的美國投資者徵稅，又於1965年實施“自願限制對外信用計劃”限制美國銀行對外國的貸款。這些措施迫使外國企業以至於美國的跨國公司都轉向歐洲美元市場進行融資。由於“自願限制對外信用計劃”僅對美國境內的銀行具有約束效力，美國銀行紛紛在歐洲設立分行從事美元信貸業務。美國的資本管制政策大大提升了歐洲美元市場相對於美國境內市場的比較優勢，隨著經濟全球化的推進，其後又有大量的石油美元、亞洲貿易順差美元大量流入歐洲美元市場而非美國本土市場。1974年美國正式取消利息平衡稅並解除了自願限制對外信用計劃等資本管制措施，從美國採取資本管制政策的1963年起至1973年十年間，歐洲美元存款規模從70億美元增長到1,321億美元，年複合增長率達134%。即使在美國解除資本管制之後，倫敦仍然繼續保持最大美元外匯交易市場、美元銀行間同業拆借市場、美元原油期貨市場、離岸美元債券市場等地位，歐洲美元市場仍然保持著強大競爭力。根據BIS統計，到2010年底，歐洲美元存款達4.2萬億美元，相當於美國境內美元存款的1/3左右。

在美國本土採取資本管制的條件下，歐洲美元市場快速發展並成功推進美元國際化進程的原因有：

（一）歐洲美元市場為離岸美元提供良好的流動性。以倫敦為代表的歐洲金融中心擁有發達的美元外匯、信貸、貨幣等市場，可為非居民美元持有人提供良好的美元流動性支持。歐洲出口商和國際投資者可以在歐洲美元市場獲得美元信貸支持，一方面有利於促進國際貿易和投資採用美元計價結算，另一方面出口商和國際投資者所獲得美元收入也進一步豐富了歐洲美元市場的流動性。

（二）歐洲美元市場為離岸美元提供良好的安全性。從1944年確立布雷頓森林體系美元與黃金掛鉤到1973年美元與黃金脫鉤，美元幣值的堅挺毋庸置疑。但在美國本土資本管制的情況下，由於歐洲特別是英國並無特別資本管制政策，歐洲美元市場的發展就有效隔離了持有美元的國家主權風險。^⑩朝鮮戰爭發生之後，蘇聯和東歐各國為了避免他們在美國的資產被凍結，紛紛將其

美元存款轉移到歐洲，這些美元成為歐洲美元市場發展最初的資金來源之一。

（三）歐洲美元市場為離岸美元提供良好的收益性。在歐洲美元市場發展初期，固定匯率制下的貨幣套利是歐洲美元市場早期發展的原動力。在大量美元流動性的支持下，歐洲美元市場開展了一系列金融創新，即使在美國解除資本管制之後，倫敦仍然是保持最大美元外匯交易市場、美元銀行間同業拆借市場、美元原油期貨市場、離岸美元債券市場等等，歐洲美元市場擁有多樣化的金融市場和投資工具，為離岸美元持有人提供了良好的投資市場。

綜上所述，貨幣國際化的條件是該貨幣在國際經濟活動中的具有的流動性、安全性和收益性特徵具有綜合化的比較優勢，更能滿足非居民持有該貨幣的交易需求、預防需求和投機需求。代表性的貨幣國際化的具體條件包括：非居民可參與的資金市場（包括外匯市場、信貸市場、貨幣市場等）發達；非居民貨幣兌換便利；幣值穩定且非居民對未來幣值穩定信心強烈；非居民資金流動無管制或很少收到管制；跨境支付綜合結算成本低；非居民可參與的金融市場投資工具豐富；與其他貨幣存在利差或匯差套利機會；等等。通過分析資本項目與貨幣國際化條件的關係發現，貨幣國際化的條件實現，有些不受資本項目管制影響，有些受資本項目管制影響，但境外離岸市場能夠為非居民持有貨幣提供良好流動性、安全性和收益性，則可以有效消除資本項目管制的影響。因而，可以得出結論——資本項目開放並非是提升貨幣國際化水平的必要條件，美元國際化和歐洲美元市場的發展案例也有力地佐證了這一結論。

三、人民幣國際化條件及途徑分析

（一）人民幣國際化條件分析

全球性金融危機的爆發和破壞程度的持續增強，使國際社會逐漸認識到現行美元“一枝獨大”的國際貨幣體系已不適應全球經濟金融發展新格局，全球各國、特別是發展中國家普遍發出國際貨幣體系發生根本性變革的呼籲和請求，人民幣國際化從全球金融體系變革的角度看遇到了良好的發展機遇。從中國社會經濟發展內部看，人民幣國際化也有著良好的條件，當然其很大的約束來自資本項目未開放。

一是中國經濟實力和國際地位持續提高。諸多國內外學者均指出，一國的經濟實力是其貨幣能否獲得國際貨幣地位的重要因素。改革開放三十多年來，中國經濟實力不斷壯大，國際地位不斷提升，經濟總量已升至世界第二位，對外貿易佔全球10%，外匯儲備超過3萬億美元，是世界最大外匯儲備國和對外金融債權國，經濟增速在世界大國中排名首位^⑤，這一系列有利因素為人民幣幣值做了可靠“背書”，特別是在美國、歐洲和日本競相採取量化寬鬆貨幣政策、放任貨幣貶值的背景下，人民幣價值的安全性更加突出，這為人民幣國際化創造了重要基礎。

二是香港國際金融中心金融體系成熟穩定。Kroeber曾指出貨幣國際化的關鍵條件之一在於為非居民提供擁有足夠廣度和深度的、自由的金融市場。^⑥美元國際化的經驗印證了金融市場特別是離岸金融市場的重要性。香港是屬於中國的國際金融中心，也是世界上重要的金融中心，其股票市場、債券市場、信貸市場等金融市場具備相當的國際影響力，在“一國兩制”的背景下，香港是人民幣國際化天然和獨特的離岸市場中心，其成熟穩定及與國際金融市場保持良好接軌的金融體系，是推進人民幣國際化水平提升的重要條件。

三是全球華人廣泛分佈於世界各國。隨著我國與世界各國往來日益頻繁，每年出入境人員規模達到4億人次，海外華人華僑則超過5,000萬人^⑦，華人聚居區幾乎遍及全球各大洲的各個國家，

即使按人均2萬元人民幣計算，海外華人持有人民幣也將超過萬億元規模。可見，依託海外華人群體的龐大數量，其持有和交易人民幣資產的“自然偏好”將構成了人民幣國際化的強大推動力，這也是人民幣國際化的獨特條件。

四是資本項目開放相當長時間內仍不可行。根據IMF《匯率安排與匯兌限制年報》對我國資本項目開放狀態的評估，儘管近年來我國資本項目管制正在逐步放鬆（如允許合格境外投資機構[QFII]投資於國內的資本市場、減少對外直接投資的限制等），但總體來看，我國資本帳戶開放程度有限。依據IMF的評判標準，我國僅在非居民對內直接投資和直接清算清盤達到了開放標準；完全限制的項目有非居民出售或發行貨幣市場工具，非居民出售或發行集體投資類證券，非居民購買、出售或發行衍生品及其它工具交易；其餘項目有一定程度的開放，但也正在執行較為嚴格的資本管制政策。在相當長時期內，我國不可能廢除一系列資本項目管制政策而實現資本項目開放。美國彼得森國際經濟研究所Lardy和Douglass通過對諸多發達國家和發展中國家資本項目開放的案例分析得出結論，資本帳戶自由化（開放）的前提條件是強大的國內銀行體系、發達的國內金融市場和市場均衡的本幣匯率，過早的開放將使國內經濟金融體系因外部衝擊而遭受巨大損失。^④這三個條件在我國最終實現都需要相當長時間的準備和開展一系列制度變革，因而，我國資本項目開放還要走較長一段路程。

（二）人民幣國際化途徑分析

歐洲美元市場發展和美元國際化的案例說明，即便在資本管制的條件下，發展境外離岸市場推動貨幣國際化進程是切實可行的，前提條件是境外離岸市場必須具有良好的流動性、安全性和收益性特徵，從而滿足非居民持有該貨幣的需求。這一結論對人民幣國際化的進一步推進具有重要啟示作用——在中國資本項目短期內仍將保持管制的條件，通過離岸人民幣市場建設來滿足非居民持有人民幣的需求從而提升人民幣國際化水平，是經過實踐證明行之有效的途徑。當前，香港、倫敦、新加坡等境外離岸人民幣市場取得了較快發展，境外人民幣存款快速增長，人民幣計價金融市場的廣度和深度也在不斷提升。借鑒歐洲美元市場和美元國際化的發展經驗，在中國內地資本項目管制政策仍將長期有效執行的條件下，應當進一步提升境外離岸人民幣市場的流動性、安全性和收益性，進而促進人民幣國際化水平提升。

一是提升離岸人民幣市場的流動性。非居民可以通過便利的渠道以匯兌、借貸等方式獲得人民幣資金是人民幣國際化的重要前提條件。在國內資本項目高度管制條件下，境外離岸人民幣市場則成為非居民獲得人民幣流動性的主要渠道。當前，境外離岸人民幣市場的流動性仍顯不足，香港、新加坡等離岸市場人民幣存款合計不過一萬億，與我國整體經濟規模和外向程度不相匹配，應當建立國內貨幣金融體系與離岸金融市場的連接通道，使內地人民幣可以有序、可控地輸送到境外離岸市場，促進境外離岸人民幣市場流動性提升。

二是提升離岸人民幣市場的安全性。人民幣資產的安全性，一方面依託於中國經濟繼續保持穩定健康發展，另一方面也依賴於境外人民幣離岸市場的透明、自由、開放等因素。目前，境外離岸市場普遍仍對人民幣業務採取特殊的監管政策，例如香港有人民幣未平倉淨額（NOP）及25%人民幣流動資金比率的監管要求^⑤，人民幣在外匯及流動性風險管理方面的監管要求與美元、歐元等其他國際幣種的處理明顯不一致，這也引起離岸人民幣持有者對資金流動受到限制的擔憂。應支持境外離岸市場對人民幣業務採取同其他國際貨幣同等的監管政策，進一步減少人民幣國際化政策障礙，提升離岸人民幣的競爭力和吸引力。

三是提升離岸人民幣市場的收益性。當前妨礙人民幣國際化水平提升的一個重要原因在於在資本項目管制條件下，非居民可以參與的人民幣金融市場相對缺失，離岸人民幣的投資能力和收益性不足。加快發展境外離岸人民幣金融市場，形成有深度和廣度的金融市場，為金融投資者提供離岸人民幣保值增值的渠道，提升境外離岸人民幣市場的收益性，將有效促進人民幣國際化水平提升。

（三）提升人民幣國際化水平的政策建議

一是對境外離岸市場的流動性給予支持。通過貨幣互換等方式使境外離岸市場可以從中國人民銀行獲得直接的流動性支持；鼓勵香港等離岸市場發展人民幣同業拆借市場，並推動中國銀行的海外分支機構積極參與，對境外離岸人民幣業務提供良好流動性支持。

二是促進中國的銀行機構在境外離岸市場開展人民幣結算、人民幣信貸等業務，並在可控的條件下逐步放開內地母行與境外分支機構的資金拆借。

三是推動形成有深度和廣度的離岸人民幣金融市場。放鬆國內外企業和金融機構在香港、新加坡等地發行和交易人民幣債券、股票、衍生品和其他金融工具的管制，為金融投資者提供離岸人民幣保值增值的渠道，同時二級市場的交易會產生對離岸人民幣進一步的需求，推動境外離岸人民幣市場的進一步擴大。

四是推動大宗商品交易以人民幣計價和結算。利用現有離岸人民幣中心倫敦、新加坡作為全球石油、煤炭、天然氣、鐵礦石等大宗商品交易中心的地位，建立起人民幣計價大宗商品市場，並鼓勵國內機構和企業積極參與，一方面進一步擴大了離岸人民幣的投資能力，另一方面也可以促進人民幣在第三方（例如歐洲與美國之間）貿易結算中的使用。

五是有條件開放內地資本市場。歐洲美元市場的發展經驗表明投資者跨境套利對離岸市場發展形成巨大推動作用，內地資本市場適度放開也將有利於境外離岸人民幣的進一步活躍和發展壯大。在策略上，可以在資本項目仍保持有效管制的前提下，放開與實體經濟直接相關的跨境貸款、跨境直接投資等資本項目，允許個人在一定額度內自由匯出或匯入人民幣，等等。

①Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas, and Helene Rey, *Reforming the International Monetary System*, CEPR (Centre for Economic Policy Research), Sept. 2011; Alan M. Taylor, *The Future of International Liquidity and the Role of China*, for the Council on Foreign Relations/ China Development Research Foundation workshop on the Internationalization of the Renminbi, Oct. 2011.

②⑦⑬李稻葵、劉霖林：《雙軌制推進人民幣國際化》，北京：《金融研究》，2008年第11期。

③Cohen, Benjamin J., *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan: London, 1971.

④Peter B. Kenen, *The Role of the Dollar as an International Currency*, Occasional papers, Group of Thirty, 1983; Hartmann, Philipp, 1998; *The Currency Denomination*

of World Trade after European Monetary Union, *Journal of the Japanese and International Economies*, 1998 (12); Menzie Chinn & Jeffrey A. Frankel, *The Euro Area and World Interest Rates*, Santa Cruz Department of Economics, Working Paper Series qt9823140f, Department of Economics, UC Santa Cruz, 2003.

⑤人民銀行研究小組：《人民幣國際化的時機、途徑及其策略》，北京：《中國金融》，2006年第5期。

⑥⑳中國人民大學國際貨幣研究所：《人民幣國際化報告2012》，北京：中國人民大學出版社，2012年，第1~14、108~109頁。

⑧Philipp Hartmann, *The Currency of Denomination of World Trade after European Monetary Union*, *Journal of the Japanese and International Economies*, 1998 (12).

⑨C. Fred Bergsten, *The Dilemmas of the Dollar: The*

Economics and Politics of United States International Monetary Policy, New York: New York University Press, 1975.

⑩G. S. Tavlas, On the International Use of Currencies: the Case of the Deutsche Mark, *Princeton Studies in International Economics*, 181, International Economics Section, Department of Economics Princeton University, 1991.

⑪Robert A. Mundell, *The International Monetary System and the Case for a World Currency*, TIGER Distinguished Lecture Series, Warsaw, October 2003.

⑫Menzie Chinn and Jeffrey Frankel, *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, NBER Working Paper, No. 11510, 2005.

⑭高海紅、余永定：《人民幣國際化的含義和條件》，北京：《國際經濟評論》，2010年第1期。

⑮林毅夫：《解讀中國經濟》，北京：北京大學出版社，2012年，第130~131頁。

⑯⑱⑳㉑馬駿、徐劍剛：《人民幣走出國門之路》，北京：中國經濟出版社，2012年，第122~123頁。

㉒中國人民銀行調查統計司課題組：《我國加快資本帳戶開放的條件基本成熟》，北京：《中國金融》，2012年第5期。

㉓夏斌、陳道富：《中國金融戰略2020》，北京：人民出版社，2011年，第239~241頁。

㉔屈宏斌、孫瑋璋等：《人民幣國際化指引更新版：走向世界第三大貨幣II》，香港：HSBC Global Research, 2013年3月。

㉕夏斌、陳道富：《中國金融戰略2020》，北京：人民出版社，2011年；李稻葵、劉霖林：《雙軌制推進人民幣國際化》，北京：《金融研究》，2008年第11期。

㉖國際貨幣基金組織：《匯兌安排與匯兌限制年報2011》，<http://www.imf.org/external/index.htm>

㉗案例的大部分數據和事實來自於：何東、參考利：《本國貨幣的離岸市場：貨幣和金融穩定問題》，BIS工作論文第320號，2009年。

㉘Q條例是美國大蕭條時期制定的一項管制政策，它對存款的最高利率做出了限制。美國自1970年開始逐步放開Q條例，直到1986年完全廢除Q條例，標誌著美國利率市場化完成。

㉙何東、參考利：《本國貨幣的離岸市場：貨幣和金融穩定問題》，BIS工作論文第320號，2009年。

㉚Arthur, Kroeber, “The Renminbi: The Political Economy of a Currency”, Brookings, Sept. 2011.

㉛周小川：《人民幣資本項目可兌換的前景和路徑》，北京：《金融研究》，2012年第1期。

㉜Nicholas Lardy and Patrick Douglass, “Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi”, Working Paper Series WP 11-6, Peterson Institute for International Economics, 2011.

㉝香港金融管理局：《香港金融管理局2012年年報》，<http://www.hkma.gov.hk/chi/publications-and-research/annual-report/2012.shtml>

作者簡介：余凌曲，遼寧大學經濟學院博士生，綜合開發研究院（中國·深圳）金融與現代產業研究中心助理研究員。瀋陽 110036；張建森，綜合開發研究院（中國·深圳）金融與現代產業研究中心主任、研究員，博士。深圳 518029

[責任編輯 劉澤生]