

# 中间立场

人民币的地位在提升，  
但不会起主导作用



埃斯瓦尔·普拉萨德

2015年11月，IMF发布了一项在国际金融编年史上是具有重大象征意义的公告。根据该公告，中国的人民币获得了成为全球精英储备货币的殊荣。人民币被纳入IMF“人造货币”，即特别提款权（SDR）货币篮子当中（之前该货币篮子包括美元、欧元、日元和英镑）。人民币看似势不可挡，并将重塑全球金融格局。

从那时起，发生了许多改变。人民币相对美元贬值，同时中国正在应对大量资本流出问题，这在一定程度上反映了对该国经济和货币的信心丧失。人民币于2016年10月加入SDR货币篮子，但这并未消除人们信心的

减弱。

事实证明，之前预测人民币的地位必将上升并起主导作用，甚至可能比肩美元的大肆宣传是言过其实了。但是，如果鉴于当前金融资本大量涌出中国而预测人民币价值及其重要性的暴跌，这样的终结情境预测可能也是夸大其词了。实际情况似乎介于上述两种极端局面之间。

从长期来看，人民币地位的上升对全球金融体系的意义在很大程度上取决于中国经济自身在货币上升的过程中发生怎样的改变。事实上，在中国大张旗鼓地推广其货币的表象之后，其动机是进行国内经济转型。

## 规模确实重要但不是唯一因素

中国的经济规模目前居世界第二位（根据市场汇率）。2016年，中国的年度GDP为11万亿美元，占全球GDP的15%，仅次于美国，后者的年度GDP达到19万亿美元。中国在国际贸易领域也扮演着重要角色，占全球货物贸易的13%。如果按照其他标准进行衡量，中国对全球经济的影响甚至更大。自金融危机以来，中国掌握着约30%的全球外汇储备，而且全球GDP增长的1/3来自中国。

尽管中国具有这样强大的经济力量，但是其货币——人民币的国际地位与该国的经济地位却并不太相称。在世界六大经济体之中，只有中国的人民币刚刚开始成为全球经济中的一个要素。而其他五大经济体的货币——美元、欧元（全球六大经济体之中的两个国家，即德国和法国，所使用的货币）、日元和英镑均已在不同程度上在全球金融领域具备了稳定的职责。

## 独特的做法

近年来，中国政府已经采取了许多举措，通过增加人民币的国际使用以实现提升人民币地位并跻身精英货币组合。然而，由于中国政府似乎不愿意容忍完全由市场决定汇率以及开放资本账户允许跨境资本自由流动，所以人民币在全球市场上的采用受到限制。这可能反映了中国政府采取的是一种保守的方法，一方面更加自由地发挥市场力量的作用，另一方面鉴于快速经济自由化可能带来的种种风险采取了审慎的态度。

这样，中国为推进人民币采用了一种独特的做法，仅仅试图逐步地开放资本流动和汇率。鉴于中国的绝对规模以及其在全球GDP和贸易中份额的不断增长，中国政府所采取的举措很快获得了支持。

在21世纪初的头几年，中国政府开始以一种克制的、缓慢的方式取消对于资本流入和流出的各种限制。这一进程即便在全球金融危机之后依然持续着。例如，中国政府制定了很多制度，允许国外人士投资于中国的股票和债券市场。与此同时，当前中国家庭、企业和机构拥有多种渠道将其部分投资配置至国外市场。不过，政府一直对上述各种渠道严加掌控。

同时，中国增强了人民币在境外的可得性，如中国政府批准了15个离岸贸易中心，用于完成人民币和其他货币之间的交易。中国政府还建立了跨境国际支付中心系统，为使用人民币而非使用更为常用的美元和欧元等货币进行商务交易的国内外公司提供了便利。

上述举措推动了人民币的国际化进程，人民币在跨境贸易和金融交易之中越来越多地用于计价和结算——也就是说，担负起了国际交换媒介的职责。到2014年下半年，中国国际贸易中大约有1/3是通过人民币进行计价和结算

的。此外，人民币在全球跨境支付中所占比例约为2%——尽管这一比例还处于较低水平——但以使得人民币跻身为全球六大支付货币之一。

但在此之后，由于中国政府致力于解决增长放缓、股市的暴涨暴跌以及对债务上升以及金融不稳定性的担忧等问题，人民币的进展出现停滞。去年，人民币作为国际交换媒介的推进进程又出现倒退。各种有关人民币在国际金融中使用的量化指标均显示出大幅回落，而资本流动自由化也戛然而止。

不过，正确认识上升和下降依然是至关重要的。尽管资本流入流出中国受到限制，但是人民币在相当短的一段时期内已经在国际金融领域中发挥作用，尽管作用还不是很大。人民币在此方面的进展轨迹起初给人留下了深刻印象，但是其发展进程还依然处于初始阶段，所以不应被夸大其词。而且，前行之路必将不会平坦，会存在很多迂回曲折的过程。

## 储备货币

货币在国际金融中所发挥作用的另外一个方面是其作为储备货币的地位，其他国家的央行持有各种储备货币以预防发生收支平衡危机。具有储备货币这一地位通常被认为是喜忧参半——其货币为储备货币的经济体可以通过发行以本国货币计价的债务，从而以更加低廉的价格向国外投资者借款，但是在需求较高的情况下，有时可能会使管理货币的价值变得更为困难。事实上，在20世纪80年代和90年代，德国和日本曾经试图抵制使本国货币获得储备货币的地位，因为它们不希望看到货币需求增强，以及随之而来的将为其出口行业带来伤害的货币升值。

无论如何，这一议题可能看上去来得太早，因为中国不但没有灵活的汇率，也没有开放其资本项目，而这两项曾经被视为作为储备货币的先决条件。即便IMF出于各种实用性的考虑，授予人民币储备货币的地位，但金融市场参与者的观点在决定货币地位的时候会发挥更大的作用。毕竟，国外投资者必须能够获得并且可以便利地交易以该种货币计价的金融工具，不受到跨境金融流动的过多限制。同时，他们必须相当确信，该种货币的价值不会受到对市场力量考虑甚少的政府的控制。而这方面，正像在许多其他经济事务中，中国似乎再次打破了传统常规。

很明显，尽管中国不具备那些曾一度被视为作为储备货币的先决条件，但人民币已经成为一种事实上的储备货币。中国的绝对经济规模、其贸易优势以及其与全球各经济体的金融联系似乎已经压倒了他各种限制。

全球各国的许多央行正在逐步为其外汇储备组合获取至少一定数量的人民币资产。这些国家包括在地域分布和经济发展状况方面均具有多样化特点的国家，比如澳大利亚、奥地利、智利、日本、韩国、马来西亚、尼日利亚和

南非。根据 IMF 的预测，全球外汇储备中大约有 2% 是以人民币计价的金融资产。全球各国大约 35 家央行与中国人民银行签订了双边本币互换交易协定。上述协定可以使其获得人民币的流动性，从而可以捍卫本国货币并在国外资本流入枯竭的时候维持进口稳定。

尽管人民币已经成功获得了储备货币地位，但其在此领域的进一步发展可能会受限于其成熟金融市场的缺乏。国外央行和主权投资基金等官方投资者通常会寻求投资于具有高度流动性且相对安全的固定收益债务证券，即便是在此类证券的回报率相对较低的情况下。中国的政府和公司债券证券市场规模庞大，但依然被认为交易额有限且监管框架薄弱。

于是，对于中国自身的经济发展以及促进其货币的国际角色而言，加强其金融市场是至关重要的。

## 特洛伊木马

事实上，我们也许可以提出一个更为广泛的论点，即中国试图提高其本币地位的主要意图在于压制对国内改革的反对意见。为提高其本币国际地位的许多改革最终都将使中国受益，不论其货币发生什么状况。例如，采用更加灵活的汇率将使更加独立的货币政策成为可能，从而实现国内政策目标而不会受到必须维护某一特定汇率的限制。同样，更加广泛且得到良好监管的金融体系在分配中国的巨额国内储蓄资金，将其投资到更加富有成效的投资方面会更加得心应手，进而实现更加稳定的产出并创造就业增长。

不过，一直以来，上述许多改革遭到强大利益集团的强烈抵制，因为对现有体系进行任何变革都会注定导致这些利益集团的失利。比如，中国出口商长期以来一直反对市场决定的汇率制度，他们担心这会导致货币升值，从而降低其出口产品在国外市场上的竞争力。大型国有银行抵制竞争性储蓄利率决定机制（不由政府设定的利率），因为在这种竞争性利率制度下，规模较小的银行可以通过提供更加优惠的利率针对家庭和企业储户与其展开竞争。一些政府官员也曾抵制过某些可能构成短期风险的经济改革，相对于市场力量所固有的波动性，他们更加青睐于稳定性和管控。通过将上述重要改革转变为提高本币地位，改革派官员实际上采用了特洛伊木马战略来推动经济自由化举措，而如果不这样做，这些举措可能会遭遇困顿和挫败。

## 储备货币和安全港货币之间的鸿沟

自从全球金融危机以来，一种新的理念在国际金融领域受到欢迎：“安全港”货币。这种货币不仅仅是单纯的储备货币；而是在全球局面动荡的时候投资者会出于安

全原因转而选择的货币，也不是仅仅为了实现资产多元化或寻求更高的收益。

中国或许正在获得经济影响力，但是它是否能够进而获得国外投资者的信任还是一个悬而未决的问题。一种货币要被视为安全港，首先需要获得这种信任。而为其货币争取这一地位的国家必须具备健全的制度框架——其中包括独立的司法机构、开放且民主的政府以及强大的公共机构（尤其是可靠的央行）。传统观点认为，上述因素对赢得国外私人部门和官方投资者的信任至关重要，其中包括央行以及主权财富基金。

国外投资者通常希望确定，他们将能够根据成熟的法律规程获得公平的对待，而不是被政府的突发奇想所左右。他们还重视机构的独立性，如央行能够摆脱政府干预——这对于维护货币的公信力和价值具有重要意义。



## 人民币国际重要性地位的提升将在许多方面对国际金融带来改变。

中国领导人正在进行着金融自由化和有限的面向市场的经济改革，但毫无疑问进展是缓慢的且常常迂回曲折。而且，他们已经明确否定了政治、法制以及体制方面的改革。或者说，中国政府将言论自由、法制以及主要机构独立于政府干预这样的目标压低到标准水平。简言之，人民币有潜力成为一种重要的储备货币，但如果中国的制度和政治结构不开影响深远的改革的话，人民币将无法获得安全港地位。显然这样的改革是不可能的。如此看来，人民币有一天将与美元分庭抗礼争夺全球储备货币主导地位的说法过于牵强附会了。

## 未来的风险

人民币的全球崛起之路在很大程度上取决于中国不断增长的经济和金融实力。但如果经济增长显著放缓或者恶化时，金融体系崩溃可能会改变这一发展轨迹并破坏人民币的上升进程。事实上，一些与提高人民币国际地位相关的政策——其中包括资本项目开放以及允许汇率更加自由地由市场力量决定——如果对这些政策变化处理不当，那么这些政策本身可能就会将中国的经济和金融稳定性暴露在各种风险之中。

特洛伊木马战略至少间接地推进了少数几项金融领域的改革以及资本项目自由化。例如，为了满足 IMF 为人民币进入 SDR 货币篮子而设置的条件和时间期限，中国在 2015 年必须放开银行储蓄利率，取消对资本流程的某些限制，并且至少在原则上减少其对外汇市场的干预。

不过，上述改变并未伴随着经济实体领域的改革。国有企业存在问题，公司治理急需改进，同时迫切需要取消鼓励银行贷款给政府企业的不正当激励机制。在上述方面，还有很长的路要走。在向国有企业发放的贷款中，许多是不营利且效率低下的，但仍然在进行着大量的投资，并受到政府的暗中担保。因此，国有企业拥有了强大的后盾。

因此，中国正面临着由于缺乏计划且不均衡的各种改革所带来的各种弊病。有限的金融市场改革以及资本项目开放未能得到其他领域改革的支持，这产生了更多波动，却未能带来良好运行的市场所应带来的各种益处。

在过去的几年中，由于对中国增长前景的各种担忧以及中国国内股市的大幅波动引发了资本外流的激增，这为人民币施加了下行压力。同时，由于中央银行试图继续参照美元管理人民币的价值，这导致中国外汇储备大约1万亿美元的损失（相对于2014年6月时接近4万亿美元的峰值水平）。显然，中国的经济状态与人民币的地位是紧密联系在一起。

## 尾声

尽管在过程中时好时坏，但人民币依然在成为重要国际货币的进程之中，不过这一过程可能要持续多年，而且几乎不可能遵循线性发展的轨迹。如果中国在进行适当

的金融行业和其他市场化改革的时候打好每一张牌，人民币将会在未来成为重要的储备货币，而且可能最终将在全球外汇储备中的占比提升至10%（作为对照，当前美元和欧元在全球外汇储备中的占比分别为64%和21%。）

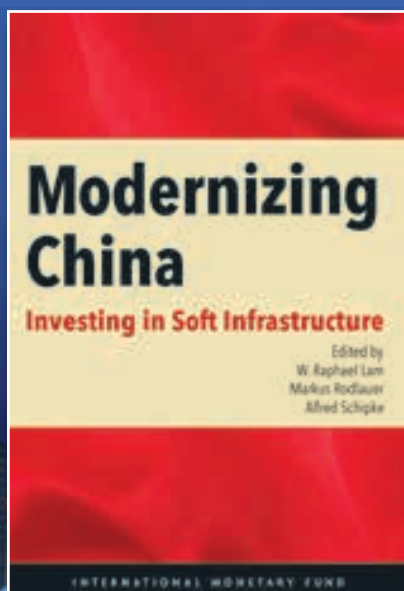
尽管人民币在相对较短的时间内取得了显著的进展，但它是否能够继续延续其过去几年令人瞩目的发展轨迹还无法确定。除非中国政府广泛实施经济和金融体系改革，否则人民币的全部潜能可能依然无法实现。

不过，要使人民币成为安全港货币，中国必须为其制度框架启动影响更为深远的改革，而这将最终改变其政治、法律和公共制度。目前这样的变化是不可能的。

尽管如此，人民币国际重要性地位的提升将在许多方面对国际金融甚至中国自身带来改变。在未来的数年中，人民币地位的上升将成为国内改革的催化剂，甚至可能增进国际金融体系的稳定性。

人民币在全球金融领域的地位将持续上升，但不要指望人民币会取得霸主地位。■

埃斯瓦尔·普拉萨德（Eswar Prasad）是康奈尔大学戴森学院的教授、布鲁金斯学会高级研究员。本文基于作者的新作“Gaining Currency: The Rise of the Renminbi”。



在中国的经济转型中，支持市场良好运行和经济管理（即“软性基础设施”）的政策将起到至关重要的作用。本书探究了国家的经济转型问题，并提出了进一步加强政策框架的多种途径。

“……本书是了解中国所面临挑战的重要材料……”

——杜大伟，布鲁金斯学会高级研究员

38 美元，英文，©2017，288 页，平装。

ISBN 978-1-51353-994-2, Stock #MCISIEA

登陆 [bookstore.imf.org/fd317](http://bookstore.imf.org/fd317) 购买

国际货币基金组织