

文章编号:1005-9679(2018)02-0014-07

人民币国际化后续推进策略再思考

刘建丰 潘英丽

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200030)

摘要: 基于对人民币国际化的可行性、推进目标、平稳有序推进路径及相关经验教训等理论与实践问题的系统性澄清, 本文认为, 对人民币国际化后续推进策略, 我国应营造出一个既能增进国内外实体经济健康发展, 又能便利人民币跨境自由使用的市场机制和政策环境。为此, 提出以下基本思路: 调整跨境贸易人民币计价和结算的现有措施; 强化人民币境外直接投融资的管理; 坚持适度的外汇管制及实施对资本账户的有限和定向开放; 培育与建成“离岸人民币产业园区”与在岸国债市场跨境人民币交易闭环; 实施离岸金融市场人民币谨慎投放政策, 建立内生稳定型的人民币回流机制等。

关键词: 人民币国际化; 人民币境外直接投融资; 跨境人民币交易闭环; 离岸金融市场人民币谨慎投放政策; 内生稳定型的人民币回流机制

中图分类号: F 831 **文献标志码:** A

Second Thoughts on the Follow-up Strategy of RMB Internationalization

LIU Jianfeng PAN Yingli

(Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030)

Abstract: Based on the systematic clarification about several theoretical and practical issues of RMB internationalization such as the feasibility, the objective of promotion, the path of steady and orderly promotion, and the relevant experiences and lessons, this paper argues that, our country should create a market mechanism and policy environment that can not only promote the healthy development of the real economy at home and abroad, but also facilitate the RMB's cross-border free use. Therefore, this paper proposes the following basic ideas: adjusting the existing measures about cross-border trade's RMB denominating and settlement; strengthening the management of RMB offshore direct investment and financing; adhering to moderate foreign exchange controls and implementing limited and directional capital accounts liberalization; fostering and building a cross-border RMB transactions closed-loop between the offshore RMB denominating and settlement's industry park and the onshore bond market; implementing a policy of RMB's prudent injection into those offshore financial markets, and establishing an endogenous and stable RMB backflow mechanism, etc.

Key words: RMB internationalization; RMB offshore direct investment and financing; cross-border RMB transactions closed-loop; policy of RMB's prudent injection into offshore financial markets; endogenous and stable RMB backflow mechanism

收稿日期: 2018-01-17

作者简介: 刘建丰(1976—), 男, 经济师, 博士, 研究方向: 宏观金融, E-mail: jfliu76@sjtu.edu.cn; 潘英丽(1955—), 女, 教授, 博士, 研究方向: 金融学、宏观经济学, E-mail: panyl@sjtu.edu.cn.

2010 年以来,人民币国际化的推进曾经出现过一些反复和不稳定。为此,本文试图阐述人民币国际化后续推进策略。本文认为,我国应营造出一个既能增进国内外实体经济健康发展,又能便利人民币跨境自由使用的市场机制和政策环境。然而,在人民币国际化再行出发之际,我们发现,仍有部分学者和不少政策制定者并不十分清晰人民币国际化的真正目标及应怎样推进。因此,在详细阐述其后续推进策略之前,本文将首先澄清人民币国际化的几个理论与实践问题,因为这构成了人民币国际化后续推进策略的前提与基础。

1 人民币国际化的几个理论与实践

本节将从人民币国际化的可行性、推进目标、如何平稳有序地推进及近年人民币国际化推进的经验和教训四个方面较系统地阐述人民币国际化的几个理论与实践问题。

1.1 人民币基本具备国际化的潜能和条件

一个国家的经济和贸易规模及政治稳定性和军事实力构成了其主权货币能否成为国际货币的前提基础,这在文献中已形成共识(高海红和余永定,2010;Wu et al.,2014;彭红枫和谭小玉,2017;等)。众所周知,日元国际化不成功的一个重要原因就是其政权和军事因“二战”而长期依附于美国,并不具备独立性。再者,近 20 年日本经济增长的持续性较弱,全球占比越来越少,这也是日元国际化不成功的重要原因。与日本相比,中国在这些方面显然更具优势。当前,中国的政治稳定,经济规模正逼近美国,军力日益强大,因此,中国和人民币明显具备这些前提。

另外,保持币值稳定作为人民币国际化能否成功推进的一个必要条件在文献中也已形成共识。例如,徐建国(2012)及余道先和邹彤(2017)等的研究指出,不应低估币值稳定对人民币成为国际货币的重要性,汇率波动越大,越不利于人民币国际化。总结日元国际化的经验和教训可知,人民币国际化最为不利的干扰将来自浮动汇率制度下人民币-美元汇率的大起大落。因此,在人民币国际化进程中,应警惕各种原因导致的人民币快速升值或贬值。

但是,与英镑和美元国际化相比,人民币国际化有更为不利的约束因素。英镑和美元的国际化大都在同一政治、法律、文化和宗教背景下推进,而我国的政治体制、法律制度、东方文化和宗教习俗与西方均有所不同,在人民币国际化推进过程中与西方显然更难以融合。事实上,英镑和美元的国际化更多

是一个随着英美政治、经济和军事的逐步强大而由市场主导的过程,当前人民币国际化的市场力量与微观基础尚显薄弱。

1.2 人民币国际化的推进目标

什么是人民币国际化推进目标?这显然是行动之初就需要梳理清楚的问题。只有对这个目标有十分清楚的认识,才能找到人民币国际化后续正确的推进策略,但部分学者和不少政策制定者并不十分清楚这一点。人民币国际化成功推进的标志和国际化的计量指标不是一回事,如日元在全球外汇储备占比曾接近 10%,但现在已下降到 3%~4%。潘英丽(2015,2016)认为,人民币国际化的最低目标是:通过人民币国际计价功能的开发,尽可能帮助中国摆脱国际汇率波动与美元体系不稳定的伤害;最高境界是:建成经济金融强国,扮演借短贷长的地区银行或全球银行角色。潘英丽等(2014)还提出了人民币国际化的一个可兼顾的全球目标:形成具有内在稳定机制的多极储备货币体系。

一方面,我国应夯实在岸人民币定价权。正如潘英丽和吴君(2012)所指出的,激进的市场化改革方案将人民币汇率的战略定价权拱手交给国际投机资本,这是不可取的。另一方面,数据显示,2010—2016 年,我国的投资净收益均为负,其中 2011 年亏损最多,为 5.1%。相比较,潘英丽等(2013)的研究发现,1996—2010 年美国经常项目赤字累计 6.98 万亿美元,同期对外净负债仅增加了 2.3 万亿美元,其间美国获得了约 4.67 万亿美元的巨额超级特权收益。因此,刘建丰和潘英丽(2017)认为,人民币国际化推进过程是否取得成功的标志一是在推进的每一个步骤中,人民币汇率定价权是否由我国在岸市场上中资金融机构主导,而非由离岸市场上其他性质的国际金融机构左右,并且央行能否对市场汇率走势保持低成本的影响力;二是我国持有的境外人民币直接计价资产的收益率能否超过在岸市场的同类资产收益率,或者至少持久稳定地为正收益。

1.3 如何平稳有序地推进人民币国际化?

如何平稳有序地推进人民币国际化?对此课题的研究和实践正在不断深化。目前,学术界已基本达成三点共识:第一,人民币国际化的重点是先进行周边化和区域化(陈雨露和张成思,2008;等);第二,人民币国际化应从“贸易结算+离岸市场/资本项目开放”模式转向“资本输出+跨国企业”模式(殷剑峰,2011;等);第三,人民币国际化的推进应结合“一带一路”倡议寻求有效突破(陈雨露,2015;周小川,2017;等)。

我们认为,若想取得一个好的人民币国际化结果,在遵循上述几点共识进行必要转向的同时,我国还应营造一个既能增进国内外实体经济健康发展,又能便利人民币跨境自由使用的市场机制和政策环境。为此,本文提出以下基本思路:调整跨境贸易人民币计价和结算的现有措施,强化人民币境外直接投融资的管理,坚持适度的外汇管制及实施对资本账户的有限和定向开放,培育与建成离岸人民币产业园区与在岸国债市场跨境人民币交易闭环,实施离岸金融市场人民币谨慎投放政策,建立内生稳定型的人民币回流机制等。这是本文的核心,在下节中将会展开详细阐述。

1.4 近年人民币国际化推进的主要经验和教训

上文提到,人民币国际化的推进出现过一些反复和不稳定,那么近年人民币国际化推进实践给了我们什么主要经验、教训或启示呢?

我们总结认为,第一,从跨境贸易人民币结算和离岸人民币市场来看,跨境贸易尤其是进口人民币结算先行及离岸与在岸市场的非协调发展,极易造成助涨杀跌的“超调”,形成极不稳定的正反馈机制,从而更加放大金融开放的顺周期性。其实,国内不少专家已开始认识到此点。例如,余永定(2011)指出,以人民币进口贸易结算为内容的人民币国际化必然导致新增美元外汇储备的增加。乔依德等(2014)指出,建立和发展人民币离岸市场是一把双刃剑。若在岸市场不能与离岸市场有效对接和协同发展,离岸市场的存在和发展将会增加国内货币调控的难度,并可能为国际资本冲击在岸市场提供便利,也可能给未来人民币定价权带来不确定,甚至挤压建设中的内地金融中心的发展空间。张明(2015)甚至指出,跨境贸易结算与离岸金融中心未必是推动人民币国际化的最佳方式,迄今为止的人民币国际化未必是真实交易需求占主体,很可能是跨境套利活动占主体。为此,下节将从对跨境贸易人民币计价和结算现有措施的适当调整以及实施离岸金融市场人民币谨慎投放政策,建立内生稳定型的人民币回流机制等方面展开论述。

第二,正如宋芳秀和刘芮睿(2016)及吴弘和祁琳(2017)所强调的,我国应完善人民币境外流通监测体系,建立健全风险预警和防范机制,尤其是加强对境外离岸市场中资商业银行的监控和管理。因此,在下节中,我们还将重点探讨强化人民币境外直接投融资的管理问题,同时强调离岸金融市场哪些需妥善加以管理,哪些需主动布局。

第三,从汇率制度的选择与改革以及资本账户管理与人民币自由兑换角度来看,保持币值稳定是人民币国际化成功推进的一个必要条件,但保持币值稳定并非坚持固定汇率制;此外,人民币国际化的稳步推进与实施适度的外汇管制并不相矛盾。例如,高海红和余永定(2010)指出,“即使中国完全开放资本账户和实现人民币完全可自由兑换,人民币国际化仍存在问题”。张斌和徐奇渊(2012)强调,人民币国际化并不必然要求资本项目开放,汇率形成机制不成熟条件下放松资本管制将招致更大的投机资本冲击。余永定和张明(2012)强调,资本管制是中国金融和经济稳定的最后一道防线,中国政府应在资本项目完全开放之前,完成人民币利率和汇率的市场化改革。石淇玮(2013)认为,资本账户开放过快将会导致国内货币政策的失控,最终影响货币国际化进程。新二元悖论(Rey,2013)表明,在美联储主导的“全球金融周期”下,一国特别是发展中国家即使实行浮动汇率制,保持货币政策的独立性,并减少短期投机性跨境资本所带来的冲击,也需要实施适度的外汇管制。余永定(2014)认为,以人民币国际化为手段推进资本项目自由化的“特洛伊木马战略”或以资本项目自由化服务于人民币国际化,将导致资本项目自由化时序的错误,从而危及中国金融的稳定及人民币国际化目标的实现。潘英丽(2015)指出,货币自由兑换比资本账户开放有更深厚的内涵。货币自由兑换最初是指金本位下纸币与黄金之间的自由兑换,之后进入有限兑换和不可兑换阶段。而资本账户的开放只是其中的离岸人民币回流和以本外币兑换为条件的资本跨境自由流动。她强调,从资本账户开放度的国际状况来看,美国是G7国家中资本账户管制最多、开放度最低的国家,特别是在“9·11”恐怖袭击之后,但这并没有妨碍美元充当国际主导货币。她指出,加拿大一项关于经济自由度指数的测量显示,以10分为满分,2011年资本账户自由度英国是8.27分,美国仅得4.83分。她反问,如果资本账户是完全开放的,美国为何还要推行双边投资协定谈判呢?张明(2016)指出,考虑到目前中国经济所处的错综复杂的国内外形势,中国政府依然应该审慎渐进可控地开放资本账户,否则就可能遭遇系统性金融危机的爆发。因此,在下节中亦将重点阐述为何坚持适度的外汇管制以及如何实施对资本账户的有限和定向开放问题。

最后,我们发现,过去的人民币国际化主要是从方便扩大以相关计量指标显示的人民币国际化程度,而并不主要是从服务于我国和“一带一路”沿线

国家实体经济的需要着手展开推进工作。为此,在下节中,我们提出应培育与建成离岸人民币产业园区与在岸国债市场跨境人民币交易闭环,以实现人民币国际化服务于实体经济的目的。

2 人民币国际化后续推进策略

在澄清人民币国际化的几个理论与实践问题之后,我们将继续探讨人民币国际化后续推进策略。关于人民币国际化后续推进策略,本文认为,重点在于我国应如何营造一个既能增进国内外实体经济健康发展,又能便利人民币跨境自由使用的市场机制和政策环境。

2.1 调整跨境贸易人民币计价和结算的现有措施

哪些跨境贸易人民币计价和结算的现有措施需要调整?我们认为,第一,对直接或间接来自欧美国家的进口商品,不再继续鼓励人民币结算,因为这样快速累积的顺周期性离岸人民币存量未来更可能负向冲击在岸市场。第二,对直接出口欧美国家的商品,仍鼓励和支持人民币计价和结算以回收离岸人民币流动性。第三,鼓励中资金融机构在东南亚和中亚等“一带一路”沿线国家的离岸人民币产业园区,开展支持实体经济发展的人民币借贷等融资业务,以帮助东道国壮大产业园区的规模和效益。第四,在具有充足人民币资产担保的情况下,对于需购买中国商品的 OECD 国家的企业,境内中资金融机构在经过真实性和必要性审查后可支持其适当额度的人民币贸易信贷。

2.2 加强人民币境外直接投融资的管理

如何确保直接输出的人民币主要用于支持东南亚和中亚各国的实体经济发展,而不被用于在发达国家离岸人民币市场进行投机套利,引发人民币汇率大幅度波动?本文认为,我国外管局对外汇与人民币之间的汇兑管理仍须维持,并需采取进一步措施确保这些境外人民币顺利回流境内市场。首先,我们强调,商务部和“一行三会”应对中资企业和金融机构的人民币境外直接投融资进行登记和备案,并与中国海关一起建立起可追溯的系统,进行事后的真实性核实与处罚,追踪其是否已按原比例要求用于对我国基建等原材料产能的购买,并促使这些直接输出的人民币回流我国境内。事实上,这也能防止部分企业或个人在直接投资包装下转移资产。其次,至 2016 年底央行已与 35 个国家签订了货币互换协议。我们认为,央行间适量的货币互换可作为一种促进人民币国际化的补充方式,但在互换条约中需限制外国政府及其央行对人民币的使用和流

向,比如只能用来购买中国境内的商品或人民币计价的国债等金融产品。第三,我们强调,应杜绝在中国境内以人民币资产担保,从境外中资金融机构进行美元等外币贷款的“内保外贷”行为,因为这大部分不是被用于支持境内外实体经济的发展。显然,上述措施与汪洋 2017 年 11 月 10 日在《人民日报》发表的“推动形成全面开放新格局”一文中创新对外投资合作方式的精神完全一致。

2.3 坚持适度的外汇管制及实施对资本账户的有限和定向开放

当前,人民币汇率和外汇市场处在相对稳定的良好状态。央行汇率管理机制的优化、外汇管制及美元走弱的态势共同发挥了重要的作用。尽管外汇管制在资本跨境配置方面不排除效率上的损失,但其在维护汇率和外汇储备稳定方面成效显著。因此,当前推动经济发展导向的人民币跨境自由使用应该以国际大宗商品的计价、中资金融机构的国际化经营和健全离岸人民币回流机制为着力点;相比较,以本外币兑换为前提的资本流动仍需适度管制。

事实上,从短中期来看,美国的加息缩表减税将导致我国等发展中国家的资金外流压力加大,当前及未来一段时间依然不是加快我国资本账户开放进程的恰当时期。从长期来看,我国的资本账户开放进程必须与我国的经济发展阶段相适应,任何激进超越发展阶段现实或保守阻止发展阶段上升的资本账户开放举措都是不可取的。

我们建议,在人民币国际化前期实施资本账户的有限和定向开放。(1)通过准入前国民待遇与负面清单管理促进金融服务业的对内和对外的双向开放,加大资本市场直接投融资服务业的开放。(2)以 QFII 和 RQFII 等形式实施市场准入的资格要求以限制热钱或金融资本的流动仍属必要。(3)借鉴美国双边投资协定谈判经验,根据人民币国际化支持实体经济的战略与未来国际货币合作国家签订中国政府主导的双边投资协定。

因此,在人民币国际化前期外汇管制仍是必需的,需要改进的只是管理方式和效率。外管局仍须强化对本外币兑换的适度管理和全方位监控,有效利用大数据等技术手段提高管理效率,控制本国的外债规模和偿付风险,适度调控境外中资金融机构和企业的本外币交易和资产管理业务,并引导其适应国家战略需要。

2.4 培育与建成离岸人民币产业园区与在岸国债市场跨境人民币交易闭环

我国政府可从国家战略与市场需求双重视角精

选“一带一路”国家和地区建设中国直接投资示范区,与市场力量一起协同建设其中的离岸人民币产业园区。政府可通过双边投资与贸易协定谈判寻求东道国的政策支持,区内实施有利于产业资本长期发展的相关法律与制度安排;以中资企业为主直接植入资本、技术和海外销售渠道;整合属地的劳动力、专业人才与自然资源等优势资源组织生产;产品除以本地和海外市场为目标外,还可部分返销中国国内;园区内推进人民币的计价、结算和支付,中资银行提供追随型金融服务。此类直接投资“飞地”的优点是可引入先进制度作为生产要素黏合剂,通过植入优秀商业文化影响当地政府、企业和劳动者,避免外来资本和企业受当地落后文化和制度的束缚。

允许部分产品返销中国市场不仅可以帮助东道国以贸易项下顺差抵补资本项下逆差,维护债务清偿能力,进而实现可持续的双边国际收支平衡,而且可以缓解我国国内生产的成本与环境压力。我国政府还应鼓励东道国央行和大型银行进入我国国债市场,更多增持人民币储备资产,更多利用中国国债市场管理其国际流动性,通过更为开放的国债市场作为境外人民币主要回流机制。

以人民币融资为载体、通过基建设备出口回笼境外人民币的对外投资有助于输出我国重工业过剩产能,其实质是更多地将国有企业过剩产能转换为国开行等国家控股金融机构对东道国政府的人民币债权。东道国政府的偿债能力将取决于基础设施成功建成,基础设施形成对经济增长的促进作用,经济增长支持政府税收增长,税收增长增加政府还本付息的意愿与能力。中国债权支持的东道国基础设施建设面临的风险有工程半途而废,基础设施投资对增长的拉动能力不足,经济增长的创汇(含人民币收入)能力不足,政局不稳,政府纳税能力或偿债意愿低。相比较,在由中资企业和金融机构支持的离岸人民币产业园区的“飞地”模式中,其投资建设、产能形成和产品销售都由中资企业掌控,受当地与国际市场不稳定因素的影响较小,进而既可消化国内过剩产能,又可在境外以点带面取得成功概率更高的投资。

以境内国债市场吸收离岸人民币的回流,相当于商业银行经营活期存款业务,通过为客户提供管理流动性的便利和资金安全,获取低成本资金来源,进而实现跨境投融资的利差收益。国债市场是国际货币发行国借以发挥借短贷长的全球银行功能进而获取高收益、实现国家“超级特权”利益的市场载体。这就要求我们强化政府公信力,国家信用等级越高,

以人民币为载体的跨境投融资的成本就越低廉,体现为国家利益的利差收益就越高。因此,培育和发展有足够广度和深度、安全可靠、流动性充分的国债和准国债市场(如省级政府债券和国家政策性金融机构债券),并适时对外开放,是人民币国际化的重要基础。需要强调的是,为方便境外人民币回流,并实现低廉成本的回收,我国在开放境内人民币国债市场的同时,不应全面开放对中国实体经济而言成本高昂、并可能丧失重要产业控制权的产权市场。

因此,政府应倡导并促进形成“外汇适度管制下的人民币直接投资输出+离岸人民币产业园区+以国债市场吸收人民币回流”的多点放射型跨境人民币交易的闭环模式。

2.5 实施离岸金融市场人民币谨慎投放政策,探索建立内生稳定型离岸人民币回流机制

香港离岸人民币市场运行的实践表明,滞留境外的巨额人民币存量会随着预期的变化而“兴风作浪”,并以不稳定的正反馈方式反噬在岸市场,使在岸市场丧失人民币汇率定价权。例如,当中国经济表现强劲时,离岸市场人民币需求剧增,离岸汇率率先升值;当中国经济增长出现衰减时,离岸人民币首先被抛弃,离岸汇率先行贬值。这种不稳定性在“8·11汇改”中已较为充分地体现出来,如果汇率浮动区间放宽或完全浮动,离岸人民币有更多积累,那么离岸市场在汇率定价中的影响力将进一步加强,在岸市场则可能丧失人民币汇率定价权,进而削弱央行对市场的低成本影响力。

因此,我们强调,为维护国家利益、货币政策的独立性和在岸市场的稳定性,需要防止离岸与在岸市场之间的过度套利行为。“一行三会”和商务部应联合推进离岸金融市场人民币谨慎投放政策,探索建立内生稳定型离岸人民币回流机制,明确离岸人民币市场发展哪些应该鼓励,哪些需要限制。

2.5.1 实施离岸金融市场人民币谨慎投放政策的现实依据

在人民币国际化早期阶段,政府应适当控制国际金融市场的离岸人民币供给,实施人民币谨慎投放政策。

从美国经验来看,20世纪40至50年代美国对外具有贸易顺差,全球呈现“美元荒”的稀缺状态。这倒不是美国主观上实施稀缺美元政策,而是强大的美国制造业及其支持的出口能力造成了其他国家的贸易赤字和美元稀缺。凯恩斯在1942年构思国际货币体系时曾提出约束美国贸易顺差的稀缺货币条款,怀特则建议美国忽视国际社会关于稀缺美元

的批评。但是,随着美国企业加大对欧洲的投资和 1963 年海外军事开支的大幅度增长,美国出现了大规模国际收支赤字,“美元荒”演变成了“美元灾”。欧洲要求美国的国内政策接受由 IMF 所代表的国际债权人审查,但是美国已具备拒绝海外债务清偿(即官方美元与黄金间的兑换)而令世界货币体系崩溃,进而让债权国整体成为美国人质的能力。此后美国批准 SDR 构想,以此获取这一“纸黄金”的大部分份额帮助其更长期、更大规模地维持贸易收支不平衡。最后,美国干脆关闭“黄金窗口”,使美元挣脱了黄金的唯一束缚。

与这段历史相比,今天人民币国际化所面临的国际环境与内部条件有着很大的不同。其一,与 20 世纪 40 年代相比,美元当时已是国际储备货币,而今天人民币国际化才刚刚起步,需要提高国际社会的接受度。因此,为了刺激海外人民币需求,需要适当压缩离岸人民币供给量,保持需求大于供给的紧平衡,适度抬高离岸人民币利率,并维持其汇率的稳定与升值预期,才能提高国际竞争力。其二,全球实体经济持续低迷,国际金融市场短期资本规模巨大,投机和套利动机十分强盛;中国经济增长潜力仍在,金融市场规模巨大,是全球资本高度关注、可供开垦和耕作的场所。超越我国涉外经济发展需要的离岸人民币投放与资本账户开放进程必然会引发短期资本大规模跨境流动,引起人民币汇率的大幅波动,造成人民币国际化进程的中断或逆转,并冲击国内经济与金融的稳定。其三,中国国内经济金融改革和转型尚未完成,特别是资源配置的市场机制尚未健全,金融资源错配和系统性风险高企,化解仍需时日。国内投资领域持续存在的“资产荒”也意味着中国跨境投机与套利需求日增,金融体系内在不稳定性上升。因此,跨境自由流动的离岸人民币也很可能成为国内金融和投资机构更擅长者的投机套利工具。

2.5.2 哪些需加以妥善管理?

我们认为,第一,对境外非本币购买中国境内实物或金融资产仍应设定较严的市场准入条件和配额管制,因为境外投资者以此方式快速累积的巨量人民币资产未来更可能负向冲击在岸市场。第二,应限制境外中资金融机构对无任何人民币资产作抵押的外国金融机构、企业或居民发放人民币信贷。第三,境外中资金融机构应对中资企业的人民币信贷需求作真实性和必要性审查,尤其应限制更倾向于投机的非离岸人民币产业园区中资企业的人民币信贷需求。第四,应限制境外中资金融机构对外国金

融机构、企业和个人人民币与外汇间的交易和兑换,因为以此方式累积的离岸人民币存量未来更可能负向冲击在岸市场。第五,应严格限制境外中资金融机构之间的人民币与外汇间的交易和兑换。徐明棋(2016)指出,上海自由贸易区承担了连接国内金融市场与海外人民币离岸市场的衔接作用,在人民币国际化进程中具有非常特殊的地位。因此,为便于风险管理,上述人民币与外汇间的类似交易和兑换,应转移到我国自己监管的兼具部分在岸和离岸市场性质的上海自由贸易区内来完成。

2.5.3 哪些需主动布局?

至 2016 年底,央行在各个最主要的国际金融中心已指定 22 家人民币清算行。我们认为,第一,中资金融机构应加强在境外各地的战略布局,提高为当地实体经济发展服务的能力,并充当离岸人民币的“回收器”。第二,对于有人民币资产作抵押的外国金融机构、企业或居民,境外中资金融机构可适当对其进行人民币信贷,但应做好事先的真实性审查,监管其人民币信贷的使用和流向,引导其投资中国境内商品和国债等金融资产,避免成为境外离岸金融市场投机套利工具。第三,可鼓励发达国家现有离岸金融中心开发人民币债券产品和市场,例如在英国伦敦和欧洲卢森堡发展以人民币定价的欧洲债券市场,并在条件成熟时推出离岸人民币市场与中国在岸市场债券通,确保低成本回收人民币的渠道畅通和境外人民币市场的良好流动性。第四,可考虑在富资源国和发展中大国的重要城市比如澳大利亚悉尼、中东迪拜、俄罗斯莫斯科、印度孟买和印度尼西亚加达等地发展以推进大宗商品人民币直接定价和人民币金融交易网络建设为直接目标的离岸市场,尽快在这些国家形成人民币作为国际货币的价值效应与网络效应之间的正反馈机制,使人民币国际化得到纵深发展。潘英丽(2015)曾构想了全球离岸人民币中心的类似战略布局。

3 小结

人民币国际化再行出发之际,仍有部分学者和不少政策制定者并不十分清晰人民币国际化的真正目标及应怎样推进。因此,本文从人民币国际化的可行性、推进目标、如何平稳有序推进及近年人民币国际化推进的经验和教训四个方面较系统地探讨了人民币国际化的几个理论与实践问题。

基于对人民币国际化几个理论与实践问题的系统性澄清,对人民币国际化后续推进策略,本文强调,我国应营造一个既能增进国内外实体经济健康

发展、又能便利人民币跨境自由使用的市场机制和政策环境。思路主要包括调整跨境贸易人民币计价和结算的现有措施,强化人民币境外直接投融资的管理,坚持适度的外汇管制及实施对资本账户的有限和定向开放,培育与建成离岸人民币产业园区与在岸国债市场跨境人民币交易闭环,实施离岸金融市场人民币谨慎投放政策,建立内生稳定型的人民币回流机制等。显然,这与党的十九大报告中要求“增强金融服务实体经济能力”等的精神完全一致。

总之,人民币国际化本身不是中国追求的战略目标,人民币国际化只是增进中国国家利益和人类命运共同体福利的手段。人民币国际化也不可能一蹴而就,它是一个系统性工程,需要细致策划、稳扎稳打、协调推进。人民币国际化将伴随着中国经济体制改革的深化、军事实力的增强和中华文明的伟大复兴而不断推进,并最终取得成功。

参考文献:

[1] REY, HÉLÈNE. Dilemma not trilemma: the global cycle and monetary policy independence [J]. Proceedings-Economic Policy Symposium-Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013.

[2] WU J, PAN YL, ZHU Q. The conditions and potential of RMB as an international reserve currency[J]. China Finance Review International, 2014, 4(2): 103-123.

[3] 陈雨露. “一带一路”与人民币国际化[J]. 中国金融, 2015(19): 40-42.

[4] 陈雨露,张成思. 全球新型金融危机与中国外汇储备管理的战略调整[J]. 国际金融研究,2008(11).

[5] 高海红,余永定. 人民币国际化的含义与条件[J]. 国际经济评论,2010(1):46-64.

[6] 刘建丰,潘英丽. 人民币国际化的成功标志及其可行路径:一个“有保有压”具有中国特色的推进策略[J]. 工作论文,2017.

[7] 潘英丽,徐迎风,吴君. 十字路口的金融体系:国际经验与中国选择[M]. 北京:中国金融出版社,2013: 250-279.

[8] 潘英丽. 论人民币国际化的战略目标[J]. 财经智库, 2016,1(2):20-34.

[9] 潘英丽. 人民币离岸市场的全局战略构想[J]. 人民

论坛,2015(8):16-41.

[10] 潘英丽. 有序推进人民币国际化[J]. 中国金融,2015 (19):49-51.

[11] 潘英丽. 国际货币体系未来改革与人民币国际化 [M]. 上海:格致出版社、上海人民出版社,2014.

[12] 潘英丽,吴君. 体现国家核心利益的人民币国际化推进路径[J]. 国际经济评论,2012(3):99-109.

[13] 彭红枫,谭小玉. 人民币国际化研究:程度测算与影响因素分析[J]. 经济研究,2017(2):125-139.

[14] 乔依德,李蕊,葛佳飞. 人民币国际化:离岸市场与在岸市场的互动[J]. 国际经济评论,2014(2):93-104.

[15] 石淇玮. 人民币国际化的路径研究:基于美元、德国马克和日元国际化历史的经验分析[J]. 上海金融, 2013(10):47-51.

[16] 宋芳秀,刘芮睿. 人民币境外存量的估算及其影响因素分析[J]. 世界经济研究,2016(6).

[17] 汪洋. 推动形成全面开放新格局[N]. 人民日报, 2017-11-10.

[18] 吴弘,祁琳. “一带一路”战略下人民币国际化风险的法律控制[J]. 新金融,2017(1):30-36.

[19] 徐建国. 币值稳定与人民币国际化[J]. 上海金融, 2012(4):3-7.

[20] 徐明棋. 上海自由贸易试验区金融改革开放与人民币国际化[J]. 世界经济研究,2016(5).

[21] 殷剑峰. 人民币国际化:“贸易结算+离岸市场”,还是“资本输出+跨国企业”? ——以日元国际化的教训为例[J]. 国际经济评论,2011(4):53-68.

[22] 余道先,邹彤. 人民币国际化的国家异质性分析与人民币国际化进程[J]. 世界经济研究,2017(17):3-16.

[23] 余永定. 再论人民币国际化[J]. 国际经济评论,2011 (5):7-13.

[24] 余永定. 人民币国际化的逻辑[J]. 中国投资,2014 (7):24-27.

[25] 余永定,张明. 资本管制和资本项目自由化的国际新动向[J]. 国际经济评论,2012(5):68-74.

[26] 张斌,徐奇渊. 汇率与资本项目管制下的人民币国际化[J]. 国际经济评论,2012(4):63-73.

[27] 张明. 人民币国际化与亚洲货币合作:殊途同归? [J]. 国际经济评论,2015(2):55-67.

[28] 张明. 中国资本账户开放:行为逻辑与情景分析[J]. 世界经济与政治,2016(4):139-155.

[29] 周小川. 共商共建“一带一路”投融资合作体系[J]. 中国金融,2017(9).