

财经透视 白士泮

人民币国际化宜稳不宜快

最近，由于中国积极推动数字人民币（e-CNY）的研发和测试，明显领先全球。加上目前正值疫情期间，美国再次执行量化宽松的货币政策，引发美元贬值，通胀预期高涨，还有造成热钱冲击和扰乱新兴市场。

一时之间，舆论界把数字人民币的积极推展与人民币国际化密切挂起钩来，认为中国想尽快以人民币替代美元，成为国际交易与储备货币。全球最大对冲基金桥水创始人、亿万富翁达里奥近日在接受CNBC采访时也表示：“未来几年人民币的作用可能会大得多，人民币成为全球储备货币的速度将快于大多数人的预期。”

数字货币的出现的确能在技术层面上助力推动人民币国际化，但要成为国际交易与储备货币，更需要国内和国际多方面的条件配合。笔者之前在《联合早报》发文分析，中国虽然基本上具备了经济条件，但金融和国际条件还没有成熟。

一来，中国金融市场广度和深度的建设与茁壮是必要的金融条件。只有具备监管到位治理完善的成熟金融系统和有相当规模资本市场，才能提供境外人民币良好的投资渠道以便长期稳健保值增值，增加人民币的吸引力。

二来，中国近期才开始扩大金融市场的开放和国际化。随着开放程度的不断加深，境内外资本的相互流通逐渐加强，使得中国金融部门更容易受到外部环境的影响。发达国家货币政策的调整、国际利率和汇率的变动，都有可能造成大规模的资本流入流出，加大国内市场的波动性，影响中国金融市场的稳定。

因此，完善跨境资本管理政策工具，健全跨境资本流动的监测体系，应对金融市场震荡乃至金融危机的机制建设与经验累积，如提升风险监测手

段，防范热钱大进大出带来扰动，管控国际金融风险溢出效应等方面迫切需要加强。

三来，一个主权货币要成为国际货币是需要“你情我愿”的国际合作，不是中国单方说了算话。中国因此需要在国际外交场合做更多工作，争取更多国家对人民币国际化的支持与认可，比如促进国际社会对中国政治、经济、金融、社会的体制与治理，乃至法律与司法的制定与运作等有一定的了解与尊敬。

中国国家主席习近平最近强调国际传播能力，讲好中国故事，以帮助国际社会认识中国共产党，了解中国特色社会主义等，这方面的努力不只能化解目前某些西方国家围堵中国的战略，也有助于人民币国际化。

循序渐进的金融市场开放

人民币国际化不是一蹴而就，而是水到渠成。中国央行原行长周小川就曾多次指出，人民币国际化应该是一个循序渐进的过程。他上个月强调人民币国际化更多的是取决于体制、政策上的选择，更多地取决于中国改革开放的进展，而不是取决于技术上的因素。

我们可以从中国如何应对“三元悖论”（或“三难选择”）看出中国对人民币国际化，目前并不急于求成。

美国经济学家保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）针对开放经济体的政策选择问题，提出“三元悖论”在货币政策的独立性，即本国利率水平的可控性，汇率的稳定性与资本自由流动这三个目标之中，只能三选其二，不可能三者兼得。中国在金融市场开放与市场化之前，选择掌控利率和汇

率，但它就必须限制资本流动，所以中国实施了资本项目控制。

1996年实现了经常项目的开放，中国开始推进资本项目的开放。后来因为国际国内的金融经济环境发生了很大变化，所以到现在还没有完全实现，其间也遭遇到了一些严厉考验。最好的例子是中国央行在2015年8月11日（“811”汇改），宣布让人民币汇率更加市场化，改变原来人民币兑换美元中间价由做市商集中报价形成，转为参考上一日银行间外汇市场收盘汇率而决定。

但由于面对国内经济放缓和美元加息强势，人民币在“811”汇改宣布后遭受巨大下行压力，国内资本的大量外流，促使当局不得不重新考虑调整人民币汇率市场化的速度，同时继续管控外资外流，但加大放宽外资内流（宽进严出）。舆论界包括官媒普遍认为当时中国汇率政策的重点应是求稳，而非急于求变，以顾全大局，即管理好宏观经济促进稳健经济增长为重为先。

所以直到今日，中国应对三元悖论的政策倾向是维持独立货币政策，推行可控渐进式的资本项目的开放，同时执行管理式浮动汇率制度允许人民币在合理区间波动。换言之，中国目前不是三选其二，而是达到了一个目标（掌控利率），同时在可控情况下逐步开放资本项目的控制，也逐步允许市场供求形成汇率。

如此顺序渐进的开放，给以决策者时间建设处理金融震荡，乃至危机的机制与经验的累积，提供外汇与金融衍生品市场茁壮成长的机遇，也让金融业者有宝贵机会实习，并建立其金融风险管理的能力。但这也意味着人民币国际化的进程需要按部就班，对应与配合资本项目开放的进度。

主权信用货币做为国际货币的争议

再者，以主权信用货币当国际交易与储备货币

使用存在着内在缺陷，那就是它无法同时兼顾国内外的不同目标。就像今天的美元，它不能超脱美国的经济状况和利益，而能及时、灵活地根据全球流动性需求的变化进行增减调节。

所以中国央行原行长周小川在2009年金融危机爆发与美元超发后，就曾表示全球需要创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，是国际货币体制改革的理想目标。

前英国央行行长及欧洲金融稳定理事会主席马克·卡尼（Mark Carney），2019年8月在一个全球央行年会也表示，美元作为全球储备货币的地位必须终结，以削弱美元单边主义的溢出效应。但他认为取而代之的应该是某种形式的全球数字货币，类似于脸书提议的Libra（已改名为Dime），因为这将比让美元的储备货币地位，被另一种主权信用货币如人民币取代要好。

换言之，人民币要争取做为国际交易与储备货币，除了美英等西方大国主观上会多加阻扰之外，中长期客观的发展包括国际社会缺乏对主权信用货币的信心，以及数字货币技术可能产生未来的各种可能性，都带来一定的不确定性。

与其随某些舆论界不理智地高估高喊人民币国际化的即将到来，不如比较务实扎实地练好“内功”，做好能力所及的工作，例如中国今年2月宣布参与由香港、泰国、阿拉伯联合酋长国及中国多边央行数字货币桥研究（m-CBDC Bridge）的一个区域化项目，就是很好的例子。它将探索央行数字货币在跨境支付中的应用，便利跨境贸易场景下的本外币兑换。这对人民币国际化有实质的帮助。

作者是新加坡国立大学客座教授、
李白金融学院院长、原新加坡金融管理局学院院长