

国际货币体系与人民币的角色

The International Monetary Order and the Role of the Renminbi

刘遵义

中投国际（香港）有限公司董事长
香港中文大学 蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授
斯坦福大学 李国鼎经济发展讲座荣休教授

携手前行，复旦2010
——复旦大学校友论坛（香港）
香港，2010年12月11日

电话Tel: (852)3710-6888; 传真Fax: (852)2104-6938

电邮Email: lawrence@lawrencejlau.com; 网页WebPages: www.igef.cuhk.edu.hk/ljl

大纲

- ◆ 引言
- ◆ 国际货币体系
- ◆ 中国经济发展方式的转变
- ◆ 人民币是否低估？
- ◆ 人民币在世界上所能扮演的角色
- ◆ 结语

引言

- ◆ 全球金融危机之后, 国际货币体系亟需改革, 美元独大的情况, 不可能无限期持续下去, 主要原因是美国不能亦不会继续经过大量入超来向全球供应美元。
- ◆ 中国经过30多年的经济改革与开放, 境内生产总值(GDP)已达全球第二位, 仅次于美国。国际贸易总值, 也基本上达到全球第二位, 亦仅次于美国。
- ◆ 展望未来, 15年后, 到2025年, 中国境内生产总值与国际贸易总值, 都会赶上美国。
- ◆ 人民币在新的国际货币体系中, 能扮演怎么样的角色?³

国际货币体系

- ◆ 每个国家都有自己的货币, 但一个国家的货币出了国门, 就很难应用, 因为不容易受其它国家人民所接受。
- ◆ 所以最早的国际贸易, 是以货易货 (BARTER TRADE) 的方式。
- ◆ 下一步, 是利用贵重金属, 例如黄金白银, 作为国际之间交易的媒介。
- ◆ 再下一步, 就是一个金本位 (GOLD STANDARD) 的国际货币体系。每国货币都对黄金有一个固定的价格, 贸易逆差是以黄金来清算, 黄金不足, 就需要对黄金贬值, 也等于对其它货币贬值。美国政府维持美元与黄金的固定兑换价格, 使持有美元与持有黄金有同样的效果, 美元变成最被普遍接受的国际货币。

国际货币体系

- ◆ 但到了70年代初,美国因为不想它的黄金储备大量流失,宣布不再兑换黄金,取而代之的,就是现行的美元本位的国际货币体系(日元,欧元),国际汇率也开始浮动。
- ◆ 作为国际交易媒介的货币,不能有太多的种类,因为有网络的效应,大家都会选择最多其它人愿意接受的货币。

中国经济发展方式的转变

- ◆ 中国经济发展的方式,在第十二五年计划期间,会有很大的转变,主要有下列四个方向:
- ◆ (1) 从出口带动转变为内需带动,
- ◆ (2) 从投资优先转变为消费优先,
- ◆ (3) 从第二产业(制造业与建筑业)为主转变为第三产业(服务业)为主,与
- ◆ (4) 从有形投入主导转变为无形投入(例如:人力资本与研发的投资),也即是技术~~进~~步或创新,主导。

从出口带动转变为内需带动

- ◆ 中国不能继续倚赖出口作为经济成长的主要动力。
- ◆ 事实上,中国经济对出口的倚赖性并不高,因为中国出口商品的境内增加值(domestic value added)是很低的,平均不超过30%。
- ◆ 中国不再需要追求出超,不再需要专注创汇,人民币不再需要维持低汇率。

从投资优先转变为消费优先

- ◆ 中国对外贸易条件(terms of trade)的改变:以有限的出口换取质与量都比以前更高的进口,出口价格相对进口价格会升高。

从第二产业为主转变为第三产业为主

- ◆ 服务业主要的投入是劳动力,主要的成本是境内的工资,不太受汇率改变的影响。

从有形投入主导转变为无形投入主导

- ◆ 通过对无形资本的长期投资(教育, 研发(R&D), 商誉等等), 从而达到自主创新, 改进品质, 建立品牌, 累积智慧财产, 技术进步等目标。中国生产的商品不再倚靠廉价竞争, 所以也不再需要人民币低汇率的支持。

中国经济发展方式的转变

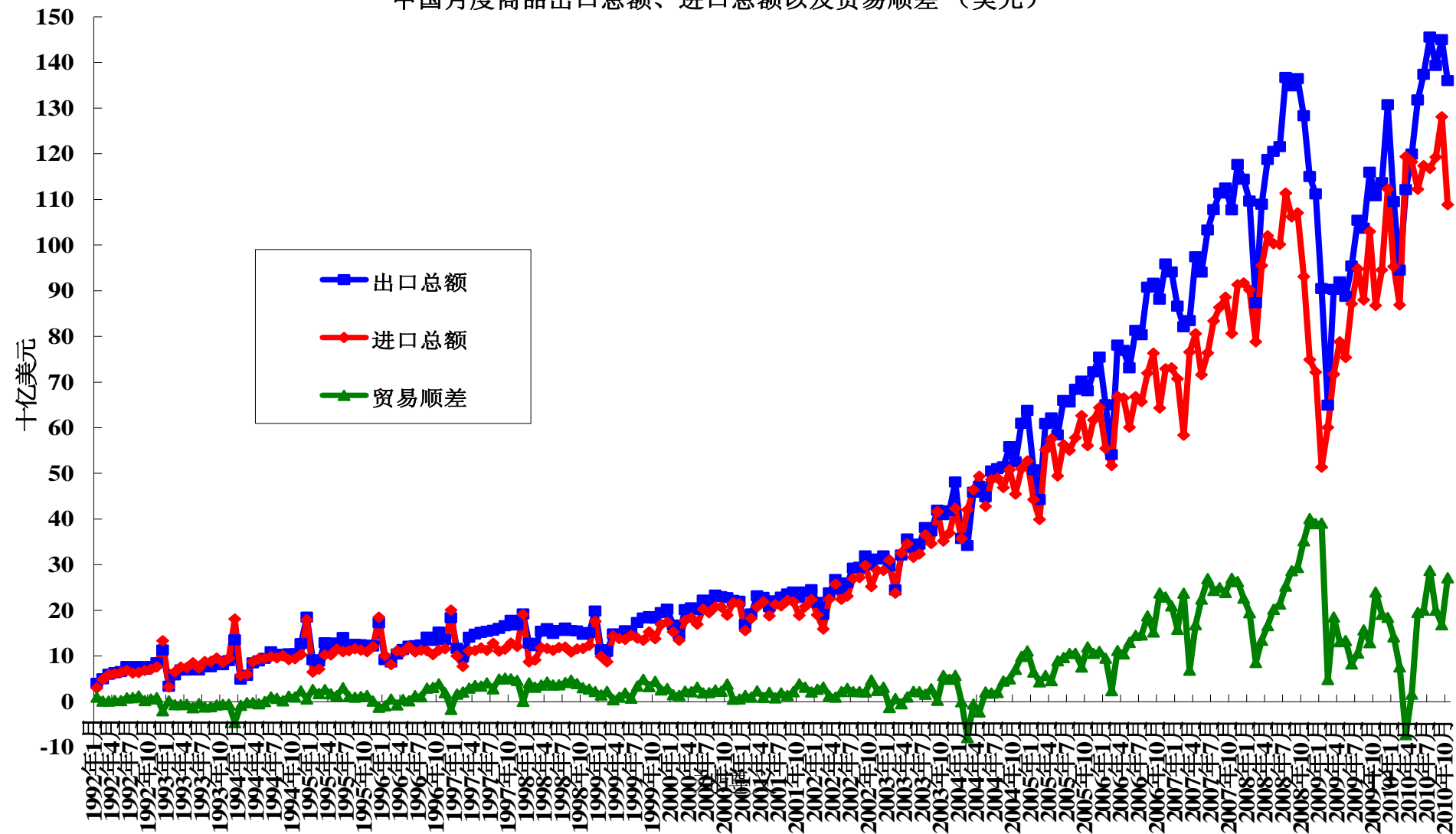
- ◆ 在这种情势之下, 人民币在中国与全球经济所能担当的角色, 也将会有所改变。

人民币是否低估？

- ◆ 一个经济体货币的汇率是高估或是低估，决定于它对全世界（并不是对某一经济体）是否有长期的贸易入超或是出超。
- ◆ 长期对全世界的贸易入超，显示汇率是高估的。长期对全世界的贸易出超，显示汇率是低估的。
- ◆ 在2005年之前，中国对全世界并没有显著的贸易出超。2005年，中国对全世界开始有贸易出超，到2008年出超达最高峰，之后就开始下降，预期到2011年底，会恢复到2005年前没有显著出超的情况。

中国月度商品出口总额、进口总额以及贸易顺差 (美元)

中国月度商品出口总额、进口总额以及贸易顺差 (美元)

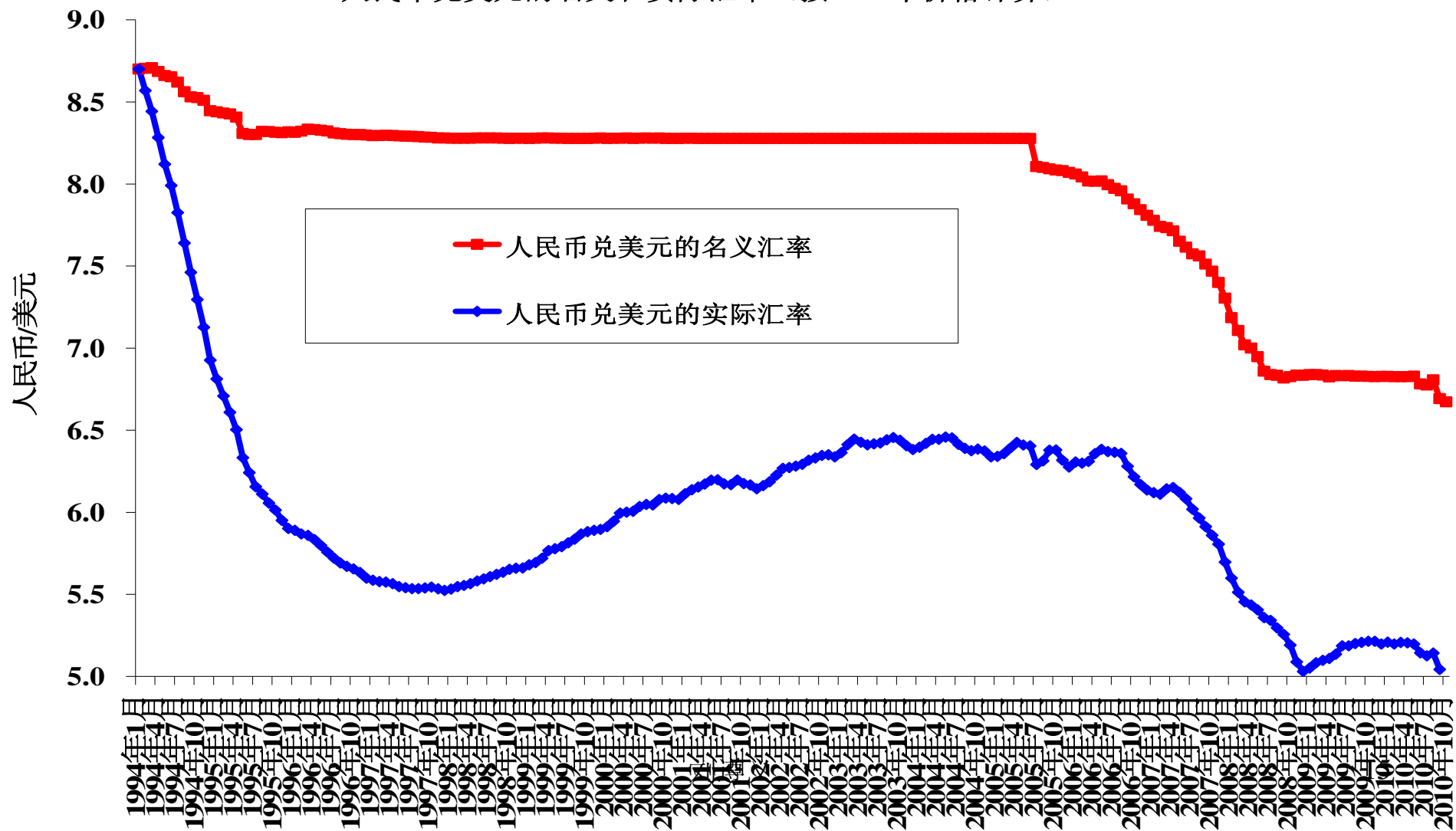


人民币是否低估？

- ◆ 从2005年中起, 人民币亦开始升值, 一直到2008年第三季度雷曼兄弟倒闭后才停下来, 升幅总共超过20%。至2010年中, 人民币又再次开始升值。
- ◆ 中国对全世界贸易出超, 只不过是5年, 不能算是长期, 同时人民币亦已在这贸易出超时段中大幅度升值, 效果还在发挥中, 所以人民币并不能算是低估。
- ◆ 美国对全世界贸易的长期巨额入超, 并不是中国所造成的。

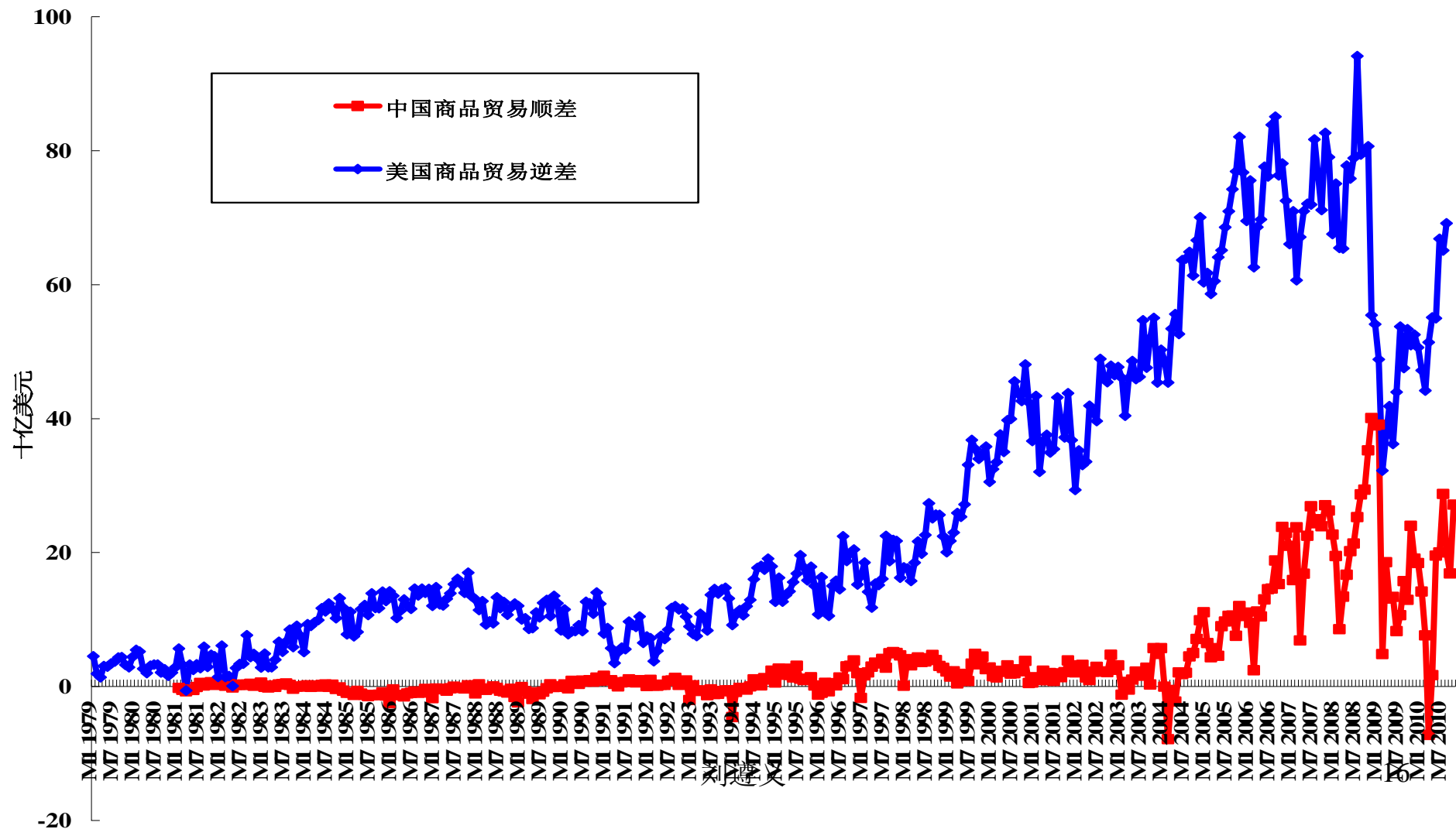
人民币兑美元的名义和实际汇率

人民币兑美元的名义和实际汇率（按1994年价格计算）



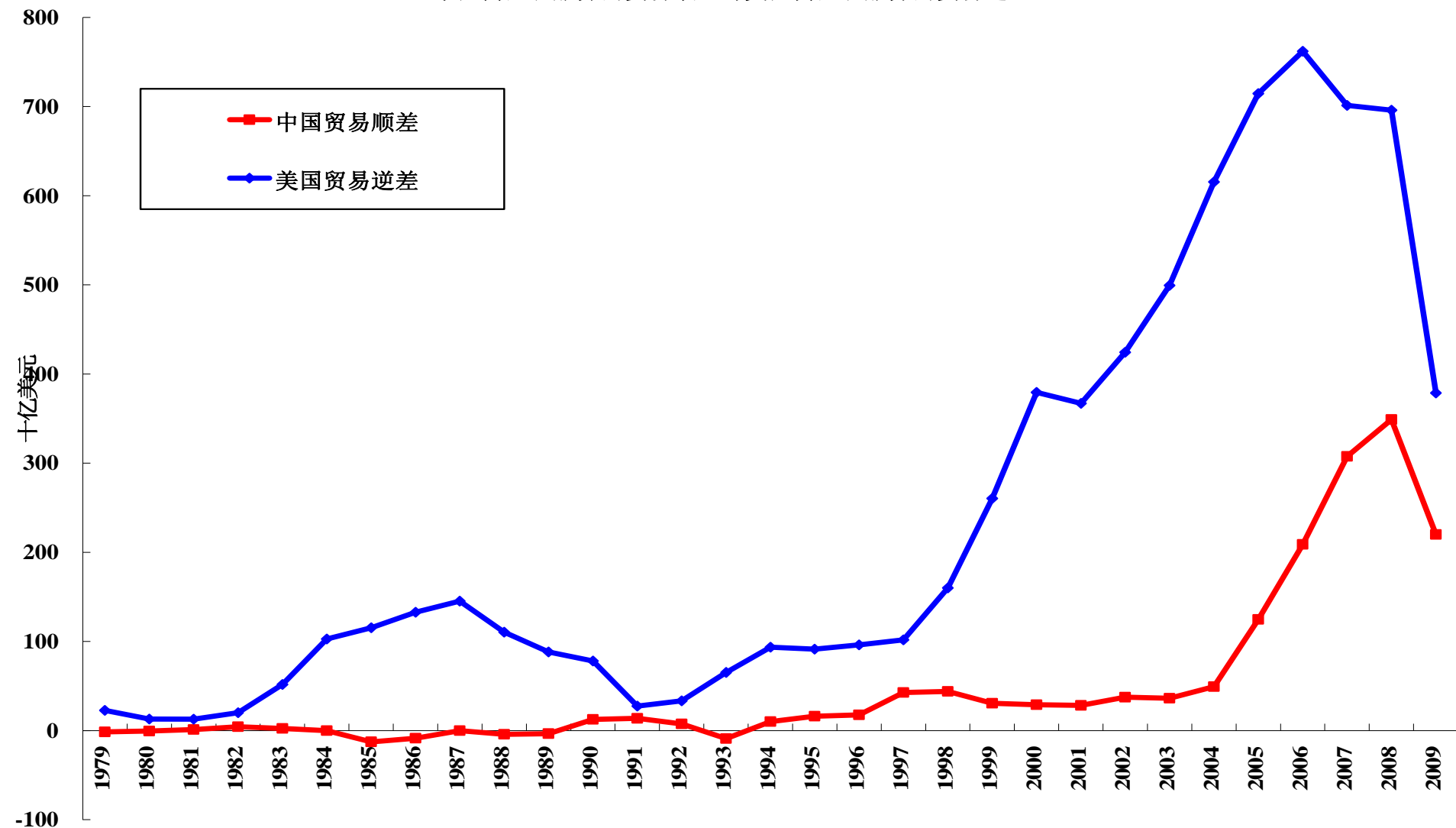
中国月度商品贸易顺差与美国月度商品贸易逆差（十亿美元）

中国月度商品贸易顺差与美国月度商品贸易逆差（十亿美元）



中国年度商品和服务贸易顺差与美国年度商品和服务贸易逆差

中国商品和服务的贸易顺差与美国商品和服务的贸易逆差

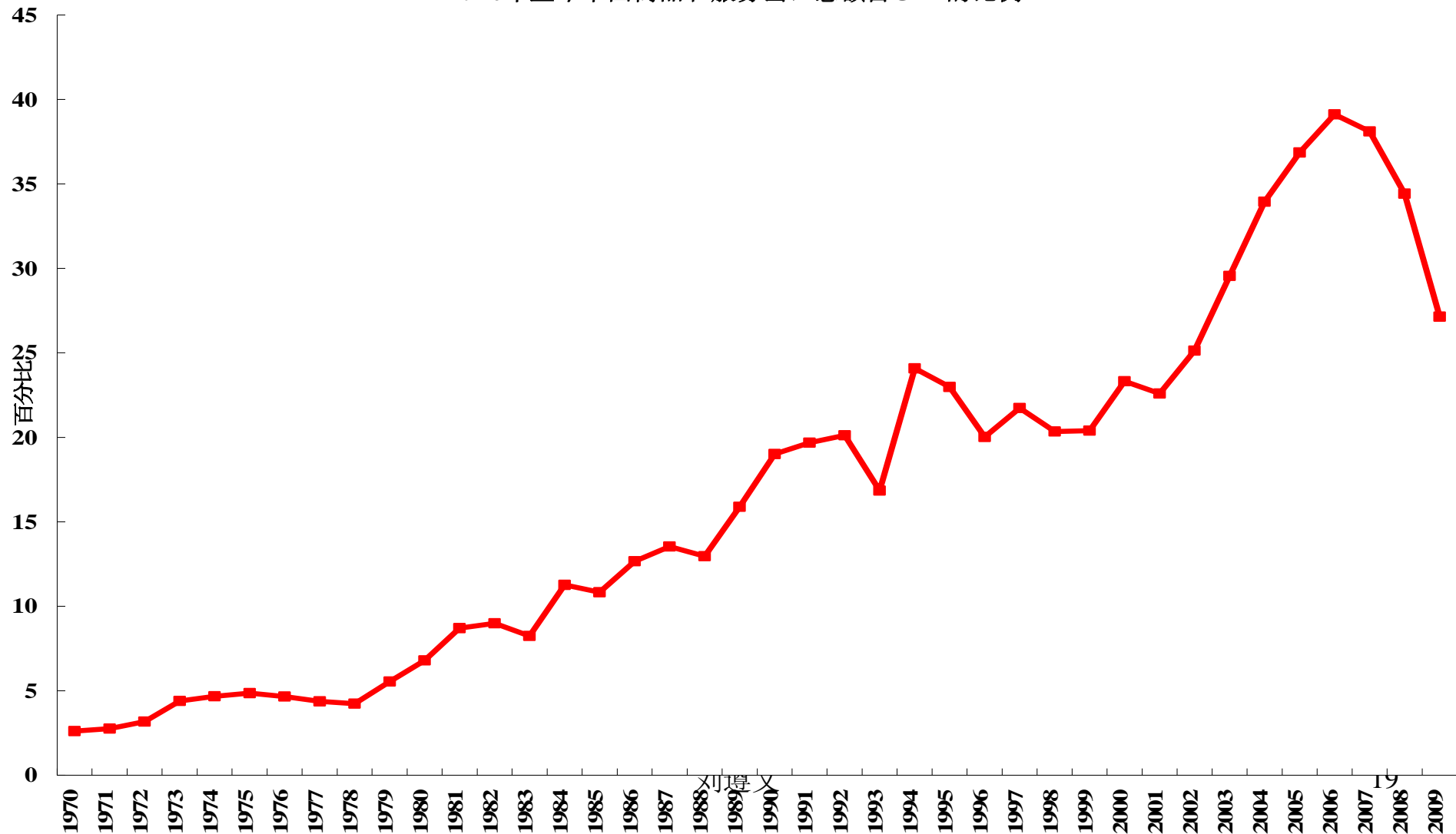


中国商品和服务贸易顺差占GDP的比重

- ◆ 中国商品和服务贸易顺差占GDP的比重,除了在2005至2008年之间,都低于4%。预期到2011年底,会恢复到2005年前的1至2%左右。
- ◆ 普遍的预期,是人民币在五年之内,会显著的升值。我个人觉得这还是有一定程度的不确定性,尤其是假如中国国际贸易(包括商品和服务)能达到基本平衡的话。但人民币对美元,应当是没有贬值的风险。

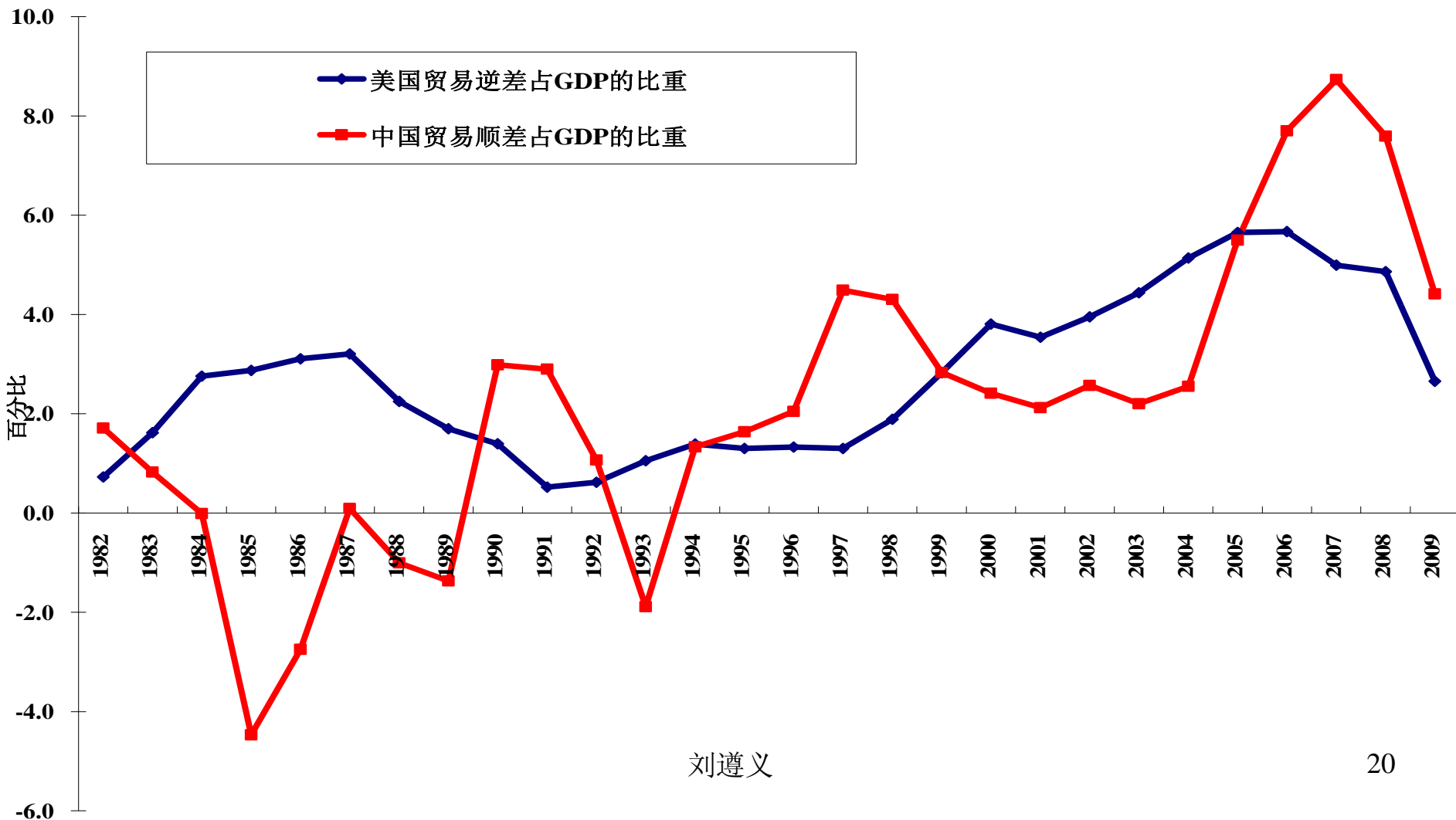
1970年至今中国商品和服务出口总额占GDP的比例

1970年至今中国商品和服务出口总额占GDP的比例



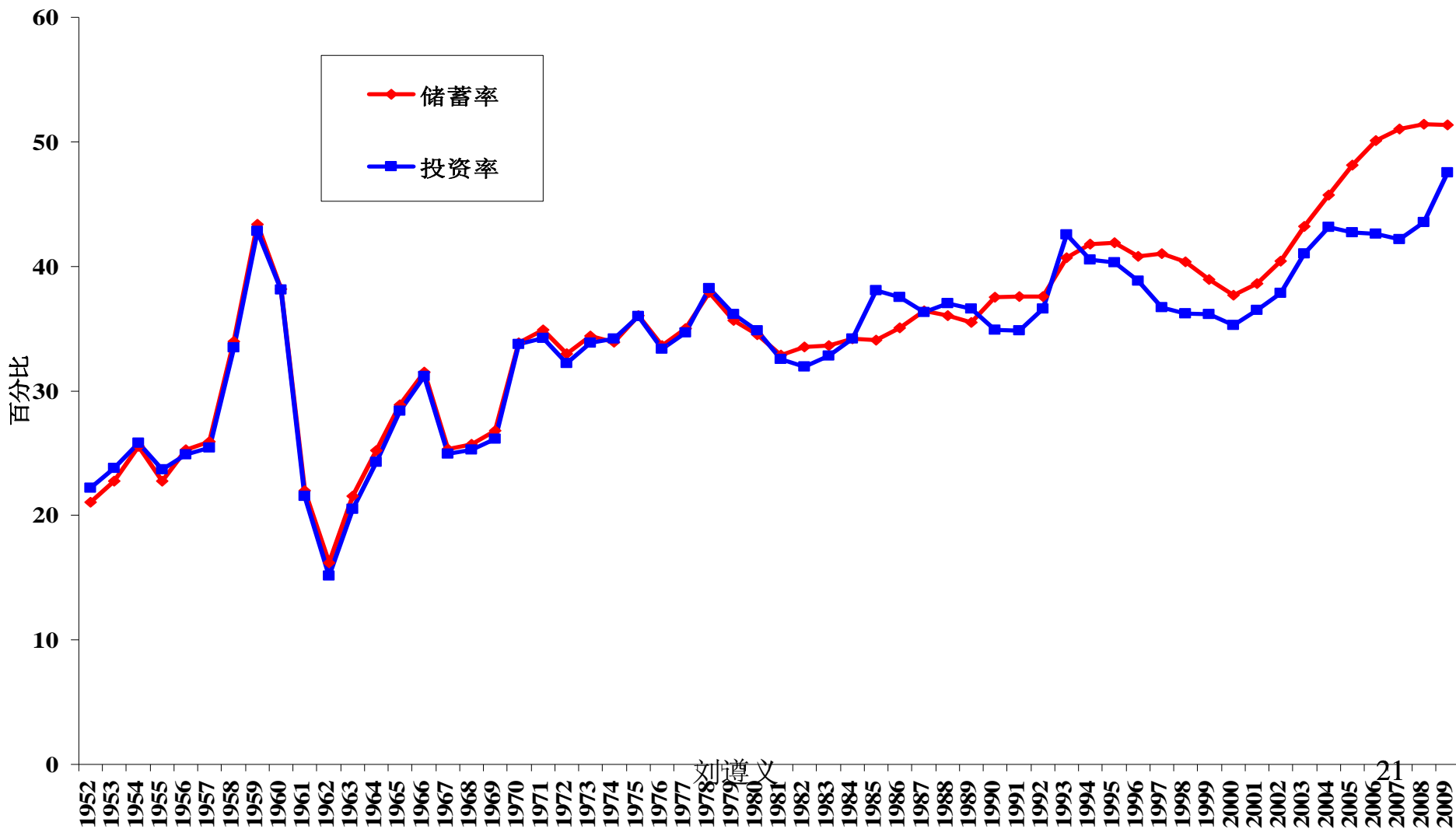
中国商品和服务贸易顺差与美国商品和服务贸易逆差占各自国家GDP的比重

中国商品和服务贸易顺差与美国商品和服务贸易逆差占各自国家GDP的比重



自1952年来中国国内储蓄额和总投资额占GDP的比例

自1952年来中国国内储蓄额和总投资额占GDP的比例



人民币所能扮演的角色

- ◆ 所谓人民币的国际化, 有不同的意义, 不同的层次, 不同的程度。
- ◆ 人民币可以作为国际贸易与交易的报价(denomination)单位(unit of account)。
- ◆ 人民币可以作为国际贸易与交易的结算(settlement)货币(currency)。
- ◆ 报价单位与结算货币不一定需要一致。
- ◆ 利用人民币报价与结算, 可以进出口商双方自愿为原则, 逐步推广引进, 最终达到全中国贸易商都能选择人民币作为报价与结算单位为止。

人民币作为中国与国际的结算货币

- ◆ 中国对东亚—太平洋以西, 孟加拉国以东—(除日本) 每年的出口超过3, 000亿美元, 中国从东亚(除日本) 每年的进口也接近3, 000亿美元, 总数达6, 000亿美元, 都可以用人民币结算。
- ◆ 中国与许多东亚与其它地区的中央银行已签订货币互换协定, 这就表示人民币不需要完全可兑换, 只要中外双方同意, 也可以成为贸易结算的货币。

人民币作为其它东亚经济体之间的国际结算货币

- ◆ 在其它东亚经济体之间, 贸易商也可以选择使用人民币代替美元, 作为报价单位与结算货币。由于中国对其它的东亚经济体, 是长期的大量入超, 所以其它的东亚经济体, 都有能力赚取它们所需要的人民币。
- ◆ 这些经济体的政府与企业, 也可能有人民币作为单位的银行贷款, 或者已发行了人民币作为单位的债券, 可以用赚取的人民币来付息还本。

人民币的可兑换性

- ◆ 人民币自1994年起, 已是经常账可兑换, 资本账现时尚未完全可兑换。
- ◆ 但这不一定等同人民币没有境外被接受性, 也不一定是人民币成为境外储备货币之一的障碍。
。

人民币国际化的各种不同意义

- ◆ 人民币作为境外经济体内交易的媒介(例如香港, 澳门, 老挝, 缅甸与一些边界地区)。
- ◆ 人民币为境外人民自愿持有, 作为保值的工具(例如香港)。
- ◆ 香港已被指定为境外人民币中心, 可以进行各类人民币业务。香港人民币存款近期增长快速, 总额已达2000亿, 但相对全中国存款的30万亿, 还不到1%。
- ◆ 人民币完全可兑换, 也就是说中国再没有资本流动的限制。(完全可兑换并不等于自由浮动汇率—例如港币, 是完全可兑换, 但港币兑美元的汇率是固定的)。

人民币国际化的各种不同意义

- ◆ 人民币作为境外中央银行持有储备货币中之一一种。假如在一些境外经济体,人民币为当地贸易商和其它企业普遍使用,作为报价单位与结算货币,经过一段时间,人民币也可以逐渐成为其中央银行的储备货币中之一一种。
- ◆ 人民币作为境外一些中央银行的主要储备货币。

人民币作为境外中央银行的主要储备货币

- ◆ 人民币作为境外中央银行主要储备货币对中国的利与弊。
- ◆ 利：中国可以用印刷钞票或债券的成本，向其它经济体获取实际的商品或服务（以纸易货）。
- ◆ 弊：(1) 要享用这个”铸币权”利益，就必须要有入超；入超越大，利益也越大。
- ◆ 弊：(2) 要承担境外中央银行在市场上大量抛售它们储备中的人民币资产的风险。

结语

- ◆ 人民币在境外的被接受性会持续增高, 人民币也会保持稳定的购买力, 可以成为国内外长期保值的货币, 也为一般人民乐意持有, 亦可以成为亚太地区国际贸易与交易的主要媒介。
- ◆ 在新的国际货币体系中, 人民币可以成为境外其它中央银行的主要储备货币。但中国应不应当这样做, 是一个需要认真研究与思考的问题。
- ◆ 另外一种可行的安排, 是伙同其它东亚的中央银行, 设立亚洲清算银行, 让东亚经济体能利用本国货币进行国际贸易与交易的结算。但无论如何, 在这些东亚经济体之间, 都需要协调, 以维持相对稳定的汇率。