

国家开发银行金融研究中心

国际货币体系与人民币

任志刚

研究专论第三号

二零一零年十一月

全球经济及金融研究所
香港中文大学
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

《国际货币体系与人民币》

(中文译本)*

任志刚

中国投资峰会

Bank of America Merrill Lynch

北京

2010 年 11 月 3 日

美元

1. 美国的联邦公开市场委员会这两天正在开会。各位嘉宾相信都很想及早得悉会议的成果，尤其是联邦储备局会否实施 QE2，也就是第二次的量化宽松。由于以产值和就业衡量，美国的经济复苏步伐放缓，联邦公开市场委员会进一步放松银根的可能性，我想是相当高的。联储局官员最近似乎积极引导市场预期。其中特别是有关的新闻公告和联邦公开市场委员会 8 月和 9 月会议的记录，联储局主席伯南克 8 月 27 日在美国杰克逊霍尔的演讲，以及 10 月 15 日在波士顿的演讲，还有 9 月纽约联储主席威廉达德利的一些评论。
2. 伯南克主席提到三个可能，QE2 只是其中的第一个。形式可能是购入长期证券，从而再次大幅度扩张联储局的资产负债表。至于数量和步伐，各有各猜，见仁见智。第二个可能性是透过央行公告来舒缓金融市场的压力，这个可能性也不小；有关方面可能会用新的说法代替惯用的“联邦基金利率在长时间

内维持异常的低水平”在最近这两次演讲里，伯南克主席给了我们一些暗示：“较长时间将联邦基金利率的目标维持在比现行市场定价为低的水平”，也就是仅次于正式设定通胀目标。联储局不想自绑手脚，我觉得是明智的。第三个可能是降低对超额准备金所支付的利息。这在杰克逊霍尔发表的演说里提到过，但在波士顿的演说里没有再提，可能性看来不大。除了怕减少联邦基金市场的流动资金，我猜，联储局可能想留一手，以免看上去再无新招式。

3. 本地时间明天一大早就会知道联储局会否出招，他们是否真的那样担心产值和就业复苏的步伐，以致不得不做点什么。然后就要等着看，第二次的量化宽松是否能够帮联储局达成有关的目标。由于日本有例在先，加上常理说孤掌难鸣，市场上颇有些疑虑。此外对联储局进一步宽松的后果、以及因而刺激国际资金流动，对世界各地，尤其是新兴市场货币和金融稳定性的影响，也存在不少顾虑。我自然希望新兴的市场体系能够适应，不论是用货币升值、干预外汇市场、暂时管制资本、以审慎的宏观举措控制资产泡沫和以监管制度来限制泡沫一旦爆破其对金融体系和经济的损害。我也希望，就目前来说，进一步放松银根能带动美国的内需和世界各地对美国产品的需求，而且力度大到足以防止美国经济再次衰退。
4. 虽然已经退休，但多年身为中央银行家，我实在很羡慕，联储局能够这样勇猛地采用货币刺激手段。以我的观察，借着量化宽松来带动持久的经济复苏绝少成功的先例。与此相反，历史上，开机印钞以致货币公信力崩溃、元气大伤的例子多的是。有趣的是，就联储局大量增购美国政府债券以支持金融体系，不论是新购入或替换此前购入的其他金融资产，也予人一种于事无助的印象，觉得当局想把财政赤字货币化。不过，美元虽然转弱，仍然是国际货币体系主要的支柱、国际交易的媒介和贮积财富的工具。
5. 但我不相信长远来说，联储局能以目前的自由度开机印钞，而不动摇国际上对美元的信心。我当然希望美国经济得以及早并可持续地复苏，令联储局无

须再使出其余的招式。我更希望，远在那些活跃于全球外汇市场的持分者失去耐性之前，联储局就撤出货币宽松措施。事关对全球首要的储备货币一旦信心崩溃，除了短线炒家外，无人得益。幸亏美国财政部一再强调维持美元强势，不论这句话怎样解释，就市场反应看，美元目前距离公信力崩溃的边缘似乎仍有距离。但环顾全球，可能只有美国一个国家有这样大的自由度。一来是世界上最大的经济体系，二来全世界都以美元作为储备货币。事实上，换了一个规模较小的经济体系，纯粹看收支逆差、财政赤字、负债与产值的比率、失业率等经济数据，这种货币（如果自由兑换的话）早就跌到谷底。更遑论进一步量化宽松，甘冒‘赤字货币化’之讥。

欧元

6. 大西洋的另一边，货币联盟把很多国家不同的经济特性和社会行为联系在一起，但在持续受到源自美国的金融危机冲击下，削弱了对联盟的信心。今年前一些时候爆发的主权债务危机，令人怀疑欧盟一些成员国的金融体系，尤其是那些在出事的成员国业务庞大、手持大量主权债务的银行是否可以生存。幸亏，欧洲央行为了解决问题而设立的大规模欧洲金融稳定基金伸出援手，加上对有关的银行进行了压力测试，局面稳定下来。中国也从旁拉了一把，愿意续持甚至增持欧洲主权债务，包括希腊国债。此外，欧洲经济也录得适度增长。但纵使各方鼎力支持，这次主权债务所暴露的结构性问题尚无明确的解决方案。这个货币联盟缺少有效的机制确保成员国遵守财政纪律，而且也缺少一种涵盖所有成员国的财政支援安排。
7. 如果当初没有设立这个超国家的救亡方案，这次危机又或者其他事件，会带给有关各方很好的教训。假以时日，欧元区就可以重新建立全面而有公信力的财政纪律，满足市场的要求。但在这方面，我不太乐观。面对美国量化宽松在全球制造的巨额游资，我们不得不对金融市场的威力敬畏三分。尤其当游资不按理性出牌时，就更要加倍敬畏。更不要说，游资有时候会变得掠

夺性，此时就更危险。而且，游资缺乏耐性。我明白，由欧洲以至全球都在改革监管制度，希望驾驭金融市场，以更有效地促进经济的持续成长，同时维持货币和金融的稳定。但是，金融活动日益全球化，任何一个国家想要有效地监管，还要有高层次的国际协作才行。虽然，负责制订标准的国际组织正在二十國集團和金融稳定委员会的指导下埋头苦干，但每个地区各有本身的打算和政治考量。面对危机时，必然先应付本土的问题。这一来，各地新近引入的监管和改革措施，在国际上也就不是太一致。国际间监管制度上的差异，使驾驭全球化金融效能的任务更加困难。

8. 目前，欧元地区大力强调财政整顿。不用说，对于其中经济几无成长、失业高企、公共债务沉重的成员国，这是很痛苦的事。有外来的支援好，没有也好，这些成员国留在欧元区的好处是否足以抵偿个中的痛苦，只能留待国民去决定。但事情发展到某个地步，有些国家为了加强竞争力和刺激经济成长，可能在较低的汇率上恢复使用本国的货币。若此，欧元区解体的可能性也就不再是零。诚然，如果安排得好，例如有财政转移支付制度，让各成员得以在财政上互相扶持，可以减少财政整顿过程的痛苦。但其中的经济强国是否愿意为了“维持大家庭”而挑起这个范围难以界定的担子？这又要待强国的国民去决定。尤其是当国际上有人觉得欧元的汇率对强国来说偏低时，又可能为强国带来另一类的问题。此时，对强国的压力可能是：以较高的汇率恢复本国的货币以解决这些问题，同时放下其他成员国的担子。但这一来，欧元区解体的可能性就更大大偏离零。
9. 我这样说，听起来像世界末日。如果有人有这个感觉，我愿意道歉。但以事论事，请让我再讲一些。无论前景如何模糊不清、遥不可及，甚至看似百年一遇，现在的金融市场都能有效地将其纳入目前的考量，定出相应的价格。只要一个契机令这些不明朗因素聚焦，市场就会作出强烈的反应，说不定引发无法制止的波动。一旦遇到这种情况，而资金又都以欧元计价，以存款的形式存放在欧元区其中一个司法区注册的银行，你也许会担心：存款期满时，

我收回来的到底是德国马克还是希腊货币德拉克马？机会虽然不大，但万一真的发生，我想我知道你想领到什么货币。但如果你一向很小心管理风险，相信会开始留意自己的银行在哪个国家注册和应该在哪里存款。如果人人都将这些偏好化作风险管理的行动，欧元区里存款的异动可能大到足以动摇整个体系，反过来引发你本欲防范的情况。

日圆

10. 我深信，美元和欧元目前的情况正是日圆高企的其中一个原因。虽然，日本已损失了二十年的经济增长，同时频频更换领导层。而且通缩周而复始，国债对产值的比率超过 200%，为发达地区之冠，利率和金融资产的收益则低得出奇。不用说，主权财富若数目惊人，投放时如何分散汇率风险十分重要。如果数目超过 26,000 亿美元，而且还在增加，即使温和地分散风险，甚至仅仅是微调资产分配的策略，都会令高度紧张的市场大起大落。消息一旦走漏，纵使目的是想增加市场透明度和效率，尤其容易风吹草动。不论经济基本因素是否健全，随之而来的是羊群行为，市场大起大落，炒家不亦乐乎。遗憾的是，这就是外汇市场长期以来的本性。

国际货币体系

11. 各位女士、先生，我们今天的国际货币体系，很靠上述这几种主要货币的支持。所谓主要的货币也就是说，它们广泛地用作国际交易的媒介和贮积财富的工具，是国际货币体系的支柱。这些货币之所以成为国际货币和储备货币，主要是因为所属国家的经济规模够大。其他地区与这些大国进行交易时，大国的货币由于可以自由兑换，为了方便起见，很自然地被用来结算。由此引伸，外汇储备的作用本来是以备本土一旦爆发危机，仍有足够的金融资源以输入必需品，因此这些资产传统上以大国的货币来折算。但是，经济规模和自由兑换并非一种货币成为国际货币和储备货币的唯一先决条件。经济基本

因素也要健全，使货币的汇率长期稳定、国际信心历久不衰。我担心，国际货币体系各大支柱正是在这方面有所欠缺。这些支柱所承受的重量非同小可。但由于量化宽松的影响，国际货币体系的负担变得越来越重。我实在担心，这些支柱‘晃动’得太厉害，说白了，汇率波动太大，只怕整个体系哪一天会崩溃。

12. 这个可能性令人担忧。对一些惯用这些国际货币进行国际交易、主权资产以这些货币折算的小型经济体来说，就更为触目惊心。中国持有大约 26,400 亿美元的外汇储备，这些国际货币万一对人民币贬值 10%，或者反过来人民币对其升值 10%，按人民币折算，国民就要损失 2,640 亿美元。但目前外汇储备就多元化来说并无可行的选择。不只此，这个问题甚至可能多谈无益，以免风险管理措施反而引发本欲避免的风险。而且，主要的国际货币因为经济基本因素不够健全而引发的汇率风险，不仅限于主权财富的管理方面。只要这些货币继续是国际上主要支付与清算的媒介，所有的国际交易，无论是经常项目还是资本项目，都存在这个问题。
13. 国际货币体系无疑需要整顿。但一如以往，难在落墨。正如我刚才说，作为刺激国内经济的宏观经济政策，美国有很大的自由度开机印钞。但美元虽然是首要的储备货币，美国在财政和货币上却不像其他国家，接受同样的约束，也不太关心本身政策给外界带来的不良后果。世界各国的美元资产折回外币后值多少钱，并非美国政府的关注所在。但我感到欣慰的是，国际货币体系的稳定性日渐受到关注。法国总统萨尔科齐最近就表示，世界已变得多极，不应再由一种货币来支配，汇率波动严重地威胁到全球的经济成长。他承诺，明年轮到法国担任二十国集团的主席时，将会用二十国集团来开展有关议题的国际辩论。事实上，就在十天以前，二十国集团的财政部长和央行行长在韩国举行的会议上决定，“各个发达的经济体系，包括发行储备货币的国家，会密切留意汇率方面过份的波动和无序的活动。”

14. 我当然希望，就怎样改革才能增强国际货币系统的体魄，国际共识不会来得太迟。最理想的是，那种作为国际交易媒介和贮积财富的货币，不受任何一个国家内政的影响。特别提款权（SDR）本来可以扮演这个角色。但碍于政治现实，发行国际货币的国家在不同程度上都不太可能同意活化 SDR。这会使他们失却货币税，以致国家的财政和货币措施受到较严格的管束、削弱他们金融机构的国际竞争力、降低国际上以他们的货币计价的资产需求，更会这些货币的借贷成本。但我注意到，国际货币基金会的执行董事今年 5 月在一个会议上就国际货币体系发表演讲时，在总结时提到，为了强化国际货币体系，“为国际货币基金会的 SDR 谋求较为重要角色”的可能性。我自然乐见其成。
15. 有趣的是，国际货币基金会的执行董事也提到，“假以时日，逐步迈向较为多极储备系统”的可能。他还说，“就近期而言，看不出有哪种货币能够在深度和流动资金上可以与美元市场相比”。就这点来说，我完全同意。他又说，“鼓励更广泛地使用其他的储备资产，例如欧元、日圆或者人民币。”他还说，“多极系统或难以享有广泛使用单一（但健全）货币的网络优势。但其他的选择是可以作为安全阀，使我们得免于任何一种储备的发行者不健全政策之害。”更有趣的是，国际货币基金会总执行董事发表上述言论之前，加了一句：“要谨记实用主义的需要。”

人民币

16. 事实上，实用主义决定了，想要增强国际货币体系，最好的办法是鼓励“更广泛地使用其他货币的储备资产”。欧元和日圆已在不同的程度上扮演这个角色，余下最需要鼓励的是多用人民币。中国是全球第二大的经济体系和贸易伙伴，更持有最多的外汇储备。就国际交易来说，中国在全球总额里的比重举足轻重，而且经济继续以远高于美国、欧元区和日本的速度成长。根据经济成长和货币升值方面的保守假设，中国的国内产值将会在二十年内超越美

国。鼓励较广泛地用人民币作为国际交易和贮积财富的货币，个中的道理简单不过。

17. 在政策和学术层面上探讨人民币国际化利弊的文献浩如烟海，无须我在此详述。这里只须说，权衡利弊后，人民币应该国际化是明显不过的。只要看中国近年的举措，就足以说明这个结论。不少人指出，国际化的先决条件是人民币要能自由兑换，但同时就相应开放资本项目的风险提出警告，因为过往的经验一再说明，国际金融的威力难以驾驭。英国《金融时报》今年 8 月 27 日的社论写道：“不论资本项目还是经常项目，人民币想要成为储备货币，必须可以全面自由兑换。但这也就是要中国承受全球资金的变化无常一而这正是中国一直想避免的（中国维持庞大的外汇储备即为明证）。让资本更自由地流动也可能会动摇国内的银行，在好景时制造流动资金泡沫，而在环境恶化时滞碍信贷供应。过去，中国每当经济陷入危机，就由政府引发银行大举放款。但人民币一旦国际化，银行就不能再当宏观调控的工具，变成经济波幅扩大的源头而不是问题的补救。”
18. 上述的忧虑，我肯定北京的领导人时刻铭记在心。正因此，广义来说就金融改革而言，狭义来说专指人民币国际化，有关方面一再强调渐进性，可控性，主动性。无论如何，由于国际货币体系有欠稳定，在这个重大的问题上，或须跳出框框来思考。自由兑换的确像一般说的，是人民币国际化的先决条件吗？在不同缘由、无需填表的“自由兑换”，和完全开放经常项目和资本项目的“可兑换”，两者之间是否应有所区间？换句话说，如果只限兑换获准作指定用途的资金，并且置于监管之下，难道就不算可兑换？个中的风险显然小得多。是否有办法，既能控制住“全球资金难以捉摸的脾气”，又能朝可兑换迈进？无论如何，照英文字典的说法，“难以捉摸的脾气”意思是“突如其来的想法或愿望，往往不可理喻”。如果全球资金的脾气不可理喻，我们是否就任由其发挥而不加约制？就目前几种自由兑换的主要货币来说，外汇市场上大约 95% 的交易额来自于以不断进行买卖交易维生的交易员和投资者。只有

大约 5% 来自进出口贸易等真正的经济交易。我们真的需要利用这 95% 的交易额来方便外汇市场寻价，明知道他们喜怒无常，有时候甚至呈现掠夺性以至破坏性。

19. 这并非想挑战自由市场的至尊地位；而只是想提醒一句：市场自由有可能遭到滥用，不应视为理所当然。历经 1997-98 年亚洲金融危机的朋友知之甚详，当时的自由市场事实上沦为自由操控的市场。在开放金融市场朝人民币国际化迈进的过程中，中国宜一步一脚印，细心挑选优先发展的领域。其中一种可能是通过香港作为人民币离岸市场，利用当地市场的高度自由开放特性作各种尝试，然后根据市场信号，从而发展和修订人民币进一步国际化的战略。只要离岸市场拥有正式的支付系统，便于监管、起到辅助制度的作用，而又并非独立运作，应该可以完全控制住在岸市场货币和金融稳定性所蒙受的风险。至于说风险管理，必要时可以对按人民币折算的经济活动实施限制，作为人民银行提供人民币支付和结算服务的条件。我担任香港金融管理局总裁那些年头，有幸参与推行这项安排。现在看到办法已牢牢地落实，深感欣慰。
20. 人民币不论作为交易媒介还是贮积财富的货币，在境外肯定存在着需求。中国货币如果想国际化，同时管理好国际货币体系因为架构不稳所带来的风险，就必须积极满足这个需求。站在战略角度来说，这需要加大两方面的力度。一是进一步加强人民币资金和金融工具在在岸和离岸市场之间的流动。二是扩大人民币在离岸市场兑换的范围，尤其是兑换额的上限和经济活动的范围。有人说，香港《基本法》明文规定不设外汇管制，人民币在港早就可以自由兑换了。这无疑是实情。但由于并非所有的人民币离岸交易都合资格让银行透过人民币支付和结算系统在在岸的人民币市场进行跨境结算和清算。所以，人民币在香港离岸市场的可兑换度其实受到某种合约形式的限制，有待内地方面进一步放宽。就这方面来说，我可以补充的是，一些不受这类合约限制的人民币活动，例如在香港用人民币为新公司上市招股和买卖股票，纯粹是在利用港元进行交易以外提供多一种选择，并非想取代港元，很应该自由引

入和发展。我在这方面反而希望金融界的朋友多发挥想象力。只有丰富离岸市场，人民币才能有效地国际化，从而在国际货币体系内扮演举足轻重的角色。

(完)

*此中文工作文件为英文版本译本。如中、英文两个版本有任何不相符之处，应以英文版本为准。