



No. C2011014

2011-09

币值稳定是人民币国际化的基础

徐建国

北京大学国家发展研究院¹

No. C2011014 2011年9月2日

摘要：在我国国际贸易和投资需求持续增长，现有主要国际货币币值不稳的背景下，人民币开始国际化。面临的外部环境是金融危机以来，发达国家债务负担沉重，经济复苏缓慢，已经并将继续采用宽松的货币政策，可能导致全球流动资本过剩；内部环境是人民币币值不稳，对外有升值压力，对内有通货膨胀压力。在贸易结算和直接投资中使用人民币的试验，可以为人民币国际化积累经验，但是不能替代促进币值稳定的基础性改革，包括加快汇率调整，寻找长期稳定通货膨胀的政策机制。

关键词：人民币国际化；国际资本流动；债务危机；汇率形成机制；通货膨胀

¹ 作者感谢黄益平、张斌、徐建炜和金融40人论坛青年论坛参与者的讨论，感谢冯时、潘莉在数据资料收集上的帮助，文中错误由作者完全负责。批评与建议请联系：jgxu@ccer.edu.cn。

1. 引言：人民币国际化的历史背景

以 2009 年 7 月 1 日《跨境贸易人民币结算试点管理办法》开始实施为标志，人民币国际化正式开始；2010 年 6 月发布的《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，把试点范围从最初的五个城市扩大至 20 个省市；2011 年 1 月，人民银行发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，资本项目的跨境人民币结算启动。2010 年以来，人民币贸易结算迅速发展：2010 年人民币结算总额达 5063 亿元，占中国外贸总量的 2.5%；2011 年上半年就达到 9575.7 亿元，同比增长 13.3 倍。

人民币国际化的启动和加速，是在特定的背景下发生的。短期的背景是：国内，我国加入世贸以来国际贸易和外贸盈余快速增长，外汇储备快速积累；国外，2007 年金融危机爆发以来，美元和其他主要国际货币币值不稳，外汇储备投资手段匮乏。中期的背景是，布雷顿森林体系解体以来，全球贸易和资本流动快速增加，全球经济金融一体化加速，甚至常常被称作一种历史大趋势，人民币国际化乃是大势所趋。

然而，倘若把考察的历史跨度拉长，就会发现这个所谓的大趋势其实没有那么必然。1914 年之前全球贸易和资本流动高度发达，两次世界大战导致全球贸易和资本流动的萎缩，战后布雷顿森林体系下各国对资本流动进行管制，布雷顿森林体系解体以后全球贸易和金融市场迅速发展，是人民币国际化的长期背景。长期背景传达的一个讯息是，全球资本市场的一体化，并不是一直向上走的，而是经历了一个惊天大逆转：1980 年的国际资本流动性，还比不上战前的 1913 年。从第一次世界大战爆发开始，全球资本市场的融合经历了一次严重的倒退，直到布雷顿森林体系解体后约 20 年的 1990 年代，全球资本流动性才大致恢复到 1913 年的水平。

这一逆转在当下的含义是：在过去的 1 个半世纪里，并没有一个所谓的全球化趋势；人民币国际化与否，还是要基于具体的利弊分析。以史为鉴，需要问究的是：什么导致了国际金融市场融合进程的惊天逆转？在全球金融危机爆发之后，在主要发达国家复苏进程缓慢，

债务负担沉重，实行长期低利率，流动资本过剩冲击全球资本市场的背景下，国际金融市场融合进程会发生怎样的演化？对人民币国际化的影响是什么？思考人民币国际化和对外金融开放，这些因素不可不察。

下文分析展开如下。第 2 节首先问人民币为什么要国际化，指出现有国际货币体系的不稳定性是主因。第 3 节指出人民币的币值现在也是不稳的，讨论在币值不稳的情况下推行国际化的利弊。第 4 节讨论如何夯实人民币币值稳定的基础。第 5 节讨论国际化的外部环境，包括金融危机以来债务危机的加剧，发达国家的宽松货币政策可能导致的全球流动性泛滥，和全球金融市场可能发生的演化。最后的第 6 节小结。

2. 人民币为什么要国际化？

思考人民币为什么要国际化，不能以一句模糊的“大势所趋”蒙混过关，而是要分析其根源与利弊。首先需要澄清的是人民币国际化这一概念本身。人民币国际化指的是人民币在国际贸易、投资、金融交易中一定规模的使用。这里面“使用”是关键。比如，境外主体持有人民币是国际化的一个步骤，但是如果不广泛使用，就不能称为是人民币国际化。

其次要澄清的是两个常常联系在一起，但是却有本质不同的概念：国际收支平衡和人民币国际化。国际收支平衡，是汇率调整和进出口政策的问题。解决我国目前的贸易盈余问题，应该采用汇率调整以及配套措施来减少出口，增加进口。但是这依然是国际收支平衡的调整，而不是人民币的国际化。在国际收支平衡调整完成以后，依然可以用美元、欧元、日元或其他货币进行国际经济往来，不一定要用人民币。如果要用人民币，就要有一个切实的理由，而这个理由和国际收支平衡是两回事。人民币国际化的一个客观需要是境外主体持有人民币，人民币要出境就要通过经常项目逆差或者资本项目顺差的方式，就更加需要调整我们现在的“双顺差”格局。但是这里的因果关系是：境外的使用需求是因，人民币处境是果，而不是相反。

所以问题还要归结到境外为什么要使用人民币。人民币是一种货币，所以让我们从货币的基本职能说起。货币有五大功能，即交换媒介、价值尺度、支付手段、价值储藏、和世界货币。这五大功能里，前三种都是讲货币的交易功能（交换媒介、价值尺度、支付手段），第四种讲货币的投资功能（价值存储），最后一种（世界货币）只是拓宽了货币职能的范围，要加上国际商品、劳务、和资本流通不同于国内流通的特征，在货币的本质职能上并无创新。所以归根结底，货币有两大职能：交易和投资。倘若把投资界定为现在和未来之间的交易，则货币本质上只有一种职能，就是为交易提供便利。

货币的这两大职能，交易和投资，对应人民币国际化可能带来的两大好处。人民币国际化的实质，是人民币在国际贸易和投资中被广泛使用，倘若实现，则对我国有两大好处。一是降低交易成本，自然规避贸易中的汇率风险，促进对外贸易。二是成为国际间投资和外汇储备的标的，取得铸币收入。这两个好处，现在美国都充分享有。

一种货币要能够完成交易和投资这两大职能，最重要的就是币值要稳定。币值稳定是交易媒介的首要要求，币值不稳定，就难以完成价值尺度、支付手段、交易媒介的功能。就像一把尺子，刻度恒定、标准，所以才能用来测量。倘若尺子的刻度变幻无常，好玩是好玩，但是拿来测量是不行的。倘若人民币币值不稳，也无法很好完成支付手段的功能，频繁升值贬值，那么总有一方吃亏，结果就是大家不用人民币作为支付手段。这一点不但国际贸易需要，国内贸易也是需要的。

币值稳定同样是投资职能的基础。一种观点认为投资不一定要要求币值稳定。比如，现在一些国外投资者持有人民币，就是为了在人民币升值后卖出获利。这也是一种投资，国际货币投资包括利用不同货币之间币值的变化获利。但是这里面隐含的问题是，人民币不能总是保持一个升值预期，这意味着人民币总是低估，代价太大，那么升值预期消退以后，人家还会不会持有人民币？会不会抛售获利了结？人民币重新回流国内，白忙一场？若继续以人民币为投资介质，那么一定是人民币资产（如债券，股票，直接投资等）可以提供稳定的收益，而不单单是币值的上升。在长期内，币值单边上升是不可能的，保持相对稳定才是基础性国际货币的首要特征。

近年来主要国际货币币值不稳，是推动人民币国际化的主要原因。从 2002 年来，作为国际货币体系基础的美元，就处于贬值的趋势当中。欧元、英镑、日元经济基础不稳，币值高估且风险很大，在国际贸易和资本流动中的份额不大，无法充分完成国际货币的任务。另一方面，我国的对外贸易规模已经很大，且依然在快速增长，因此寻找合适的结算货币成为一种必要，而人民币是一种当然的选择。而且，一种货币的重要性，与发行国家的经济与贸易总量的大小有关。我国目前 GDP 总量仅次于美国位居世界第二，若保持一定的增长速度有望很快成为世界最大经济体，我国货物贸易总量也仅次于美国位居世界第二。²这两个因素决定了人民币有可能成为一种重要的国际货币。

近年来主要国际货币币值不稳，植根于现有的以美元为基础的国际货币体系的内在不稳定性。早在 1960 年，美国经济学家罗伯特·特里芬就明确阐述了这一点：美元作为国际贸易的基础，别国要想持有足够的美元，就需要美国大量赤字，造成美元的贬值压力。换句话说，这一体系要求美国用发行纸币的方式大量借贷。在接近于零的借贷成本之下，倘若有人还愿意借钱给美国，那就不借白不借了。亚洲金融危机以后，发展中国家担心资本流入的突然逆转而大量积累外汇储备，并把这些外汇储备投资于美元资产，也就是借给美国的政府和企业。从这个角度看，其后的全球失衡、美元贬值、次贷危机、金融危机、债务危机，就都顺理成章，毫无惊奇可言了。也就是说，近年来国际经济体系中的重大事件，大都与现行以美元为基础的国际货币体系的内在不稳定性有关。对现行国际货币体系进行改革，是一个客观存在的要求，人民币国际化实际上是顺应了这一要求。

1999 年欧元的出现是对美元单一货币体系的改进，也是替代美元的一个尝试。然而迄今为止，欧元对美元的替代作用依然有限。截止 2009 年底，欧元在国际债务、跨境存款、跨境贷款、全球外汇储备中的份额分别为 31.4%、22.3%、22%、27.3%，而欧元在国际贸

² 根据世界贸易组织（The World Trade Organization, WTO）的统计，2010 年商品与劳务贸易总量最大的三个国家是美国、中国和德国，商品与劳务贸易总量分别为 41190 亿美元，33450 亿美元，和 28220 亿美元。详情参见 The World Trade Organization, *World Trade Report 2011*.

易中的使用依然局限于欧洲周边地区，主要的国际贸易，包括大宗商品的定价依然用美元。另外，欧元在外汇储备中的份额，从 2003 年以来就基本没有增长。³ 从数据上看，欧元取得了一定的成功，但是欧元的基础并不稳固。欧元区经济总体增长缓慢，各国财政政策不统一，容易产生过度财政负债，生成债务货币化压力，导致币值稳定性下降。

3. 人民币升值预期下推行的国际化

人们对现有国际货币的信心逐渐丧失源于他们币值不稳，任何一种替代他们的货币，就必须具有币值稳定的特征，人民币当然也不例外。最近一段时间黄金的美元价格持续飙升，就是因为黄金天然具有的币值稳定的特征。⁴ 现在人民币有强烈的升值预期，对外贸易中的人民币结算，大都是进口贸易，占到人民币结算的 80-90%，这实际上是希望从人民币升值当中获益。与进口贸易中大量使用人民币相对应的，是出口贸易中很少使用人民币，这二者其实是一致的，甚至可以说是一回事，都与人民币的升值预期有关。⁵ 资本账户下使用的货币，同样要求币值稳定。比如说，对外直接投资用美元和用人民币的区别是什么？倘若这两种货币的预期币值都是稳定的，使用起来都一样方便，那么用哪一种都一样。现在的问题是美元贬值预期强烈，人民币升值预期强烈，于是大家都愿意接受人民币，而不愿意接受美元。⁶

³ 参见 European Central Bank, "The international role of the Euro," July 2010.

⁴ 币值稳定，不是相对于美元，而是相对于实际的一篮子商品，即黄金的实际购买力相对于美元等纸币更加稳定。

⁵ 关于人民币贸易结算中的财务损失，详见张斌（2011），“次序颠倒的人民币国际化，”CF40 研究周报，2011 年第 6 期。另外，从进口企业的角度，用人民币与用美元结算是一样的，要么用人民币购汇然后付给出口方，要么直接用人民币。一个可能性是人民币升值预期可以反映在进口价格上，进口企业因此可以降低进口价格，分享人民币升值的好处。

⁶ 关于人民币在资本账户下的国际化，现在讨论比较多的，是（内商）对外直接投资和外商（对内）直接投资中使用人民币，简单说就是内资外投和外资内投使用人民币，前者是人民币外流，后者是外面的人民币内流。资本项目下其他内容，如商品和劳务信贷，国际间借贷，有价证券投资等，除了规模有限的 QFII，QDII，RQFII 外，还没有提上议事日程。

在币值低估，升值预期显著的情况下推动人民币国家化，好处是境外主体对人民币的接受度高，代价是币值升值的财务损失。必须明确的一点是，这个接受度是基于人民币的升值预期，是暂时的。为了把人民币推出去，付一点财务损失也许是必须的，问题是这个财务付出是否能达到预期效果。升值完成以后，人民币会不会一下子流回国内？对外贸易和投资中使用人民币还会不会继续受欢迎？目前主要国际货币币值不稳，才为人民币国际化提供了契机，但是倘若人民币自身的币值也不稳，这个契机也是抓不住的，为“人民币走出去”所花费的财务损失，也就白白成了人民币升值预期的套利筹码，起不到实质作用。所以，在走出去的同时，还要加紧进行促进币值稳定的改革。

分析到这里的一个自然的问题是，人民币走出去的过程，会推动人民币的币值稳定吗？人民币国际化，首先要让外界认识一下人民币，熟悉一下交易流程，这也符合我们一贯遵守的渐进改革的逻辑。不甚清楚的是，走出去的过程如何促进人民币的币值更加稳定。汇率、利率、通货膨胀率的稳定，都需要基础性的改革措施，单单靠走出去，大概是不行的。笔者鲁钝，无法预见走出去怎么促进这些基础性的改革。国际上没有让人民币成为国际货币的外部压力，这个压力以后也不会有，人民币国际化也就不是任何国际谈判的筹码，借用外部压力克服内部改革阻力的想法也就不甚明朗。

发展中大国推行本币国际化，不是完全没有经验可循。日本的经验教训，值得我们借鉴。1980年代，日本开始推动日元国际化，当时日元也有升值压力，日本采用的也是贸易结算加上离岸市场（资本项目开放）的模式，也就是我们现在采用的模式，结果是日元在外汇储备和贸易结算中的份额都很少，日元成了投机日元升值的工具。在日本资产泡沫破灭，日本实行低息政策以后，日元又成为“套息交易”的载体，在实体贸易结算和外汇储备中的份额很少，且在进入新世纪以来呈下降趋势。日元国际化的努力，应该说不成功的。日本的教训，至少说明开放未必可以促进改革。

1999年欧元的出现，是继日元以后替代美元的又一次尝试，应该说欧元比日元要更加成功，但是欧元在国际贸易中的使用限于欧元区周边地区，对美元的替代作用依然有限。而且在外汇储备当中，欧元的份额从2003年以来就稳定在25-27%的水平，没有进一步明显

的增长。金融危机以来，欧元也没有能够抓住机会扩大在国际贸易和投资中的份额。实际上，欧元在金融危机爆发以后，相对于美元反而贬值了，欧洲经济受到金融危机的影响不比美国小。

回顾历史，只有英镑和美元曾经在黄金的帮助下成为基础性的国际货币，在布雷顿森林体系解体以后，美元的基础地位没有改变，马克、英镑、欧元、日元等重要货币都仅仅是对美元的有限补充，加元、澳元、瑞士法郎等小国货币虽然能自由兑换但不占国际货币的主角。人民币国际化的目标，应该也定位于在国际货币体系中占有一定份额。⁷

4. 夯实币值稳定的基础

上面的分析表明币值稳定是人民币真正成为国际货币的基础。币值稳定的含义有两个，一是对外币值稳定，即汇率稳定；二是对内币值稳定，即稳定且较低的通货膨胀水平。对外与对内这两方面的币值稳定是联系在一起的，会互相影响。夯实币值稳定的基础，一方面要实现人民币的对外币值稳定，人民币汇率不能有显著的升值或者贬值趋势；另一方面要实现对内币值稳定，寻找长期稳定通货膨胀的政策机制，把通货膨胀稳定在较低的水平，不能有大起大落。本节的讨论涉及到汇率形成机制和货币政策体系两大问题，牵涉的面很广，严密的分析超出本文的范围。本节只阐述一些与人民币币值稳定有关的粗浅观察，以期引起批评和讨论。

2005年以来，人民币对美元汇率从1美元兑8.27RMB上升到1美元6.35RMB，升值约30%，且依然存在强烈的升值预期。人民币升值的根源在于1990年代以来的改革开放促进了我国的技术进步，特别是可贸易部门的技术进步，这以技术进步是人民币升值的客观基础。另一方面，从1997年亚洲金融危机直到2005年7月21日汇率改革启动，人民币汇率一

⁷ 关于国际货币体系的演变，参见 Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, second edition, 2008, Princeton University Press.

直盯住美元没有调整，累积了升值压力。而且，2002 年以来没有处于贬值的趋势当中，导致盯住美元的人民币跟随贬值，进一步增加了人民币的升值压力。这一压力在 2005 年 7 月 21 日汇改以后才开始慢慢释放，而且在金融危机爆发以后还停止了一段时间。

上面的历史演绎帮助说明了一个道理：固定汇率本质上就是不稳的。两个国家的生产率进步不同，将持续改变两种货币的相对币值，任何事先确定的固定汇率水平都将随着时间的变化而出现币值扭曲。而且，由于生产率的变化难以预测，且难以迅速准确测量，人为制定一个汇率水平本来就是很难的事情。历史上的固定汇率制度，终究都免不了解体的命运，许多时候还诱发了货币和金融危机，拉丁债务危机和亚洲金融危机，都是记忆犹新的例子。实际上，经过凯恩斯和怀特的精密设计，并有黄金作为支撑的布雷顿森林体系的解体，就是固定汇率不可持续的重要案例。⁸

相较于固定汇率，浮动汇率在经济史上其实是很近代的新事物。1971 年布雷顿森林体系解体以后，主要发达国家才进入浮动汇率时代，而许多发展中国家依然实行固定汇率。固定汇率的好处，是汇价稳定，有利于促进国际贸易，坏处是由于汇价不能随时调整，过一段时间就可能会产生汇率扭曲，影响经济绩效。相比较而言，浮动汇率的好处是，市场可以汇集各种币值有关的信息，而不断调整汇价，防止汇率的过度偏离形成单边的升值或者贬值预期。浮动汇率付出的代价是汇价时刻都在波动当中，企业需要对冲外汇波动的风险。但是，正是这样的时时刻刻的汇率管理，帮助实现汇价在大方向上的稳定。

目前发展中国家稳定通货膨胀的货币政策机制，可以分为三类：盯住货币供给量、联系汇率制、和通货膨胀目标制（inflation targeting）。⁹ 联系汇率制相当于完全放弃本国货币政策的独立性，不适用于大国。过去一段时间，我国的货币供应量对通货膨胀有很好

⁸ 固定汇率和单一货币是有本质区别的。比如，香港的联系汇率制，并不是固定汇率制，港币实际上和美元是一种货币，只不过香港完全放弃了独立发钞权。

⁹ 关于货币政策机制的详细讨论，参见 Frederic Mishkin, *Monetary policy strategy*, 2007, The MIT Press.

的预测力，因此货币供给一直是货币政策的一个重要参考指标。但是货币供应量与通货膨胀之间的关系在其他国家都不太稳定，类似的情形在我国也可能发生，因此盯住货币供应量也不适合作为一个长期的货币政策机制。

剩下的就是通货膨胀目标制。我国的货币政策操作中，一直把控制通货膨胀作为最重要的政策目标，也已经具备了一些“通货膨胀目标制”的特征。比如，我们现在已经在搜集分析有关通胀的各方面的信息，而不仅仅是看个别的指标比如货币供应。再如，在通货膨胀率升高以后，我们往往采取紧缩性政策，包括提高存款准备金率和提高存贷款利率，对抗通胀。但是，严格的通货膨胀目标制，远非如此简单，还要包括：1) 保障物价稳定的制度性承诺和安排；2) 公开透明的货币政策策略，包括在政策计划与目标方面加强与公众和市场的交流；3) 央行达成通胀目标的可置信性。在这些方面，改进的空间依然很大，而且我国货币政策的效果也依然不尽如人意。比如，2008年，通货膨胀上升到8%的水平；2011年7月，通货膨胀又上升到6.5%的水平，这些都远超过能够容忍的温和通胀的程度。短短两年间通胀出现大起大落，说明现行的货币政策机制无法保障稳定的低通货膨胀。

究其原因，两个问题值得拿出来讨论：货币政策的多重目标和央行的独立性。首先，我国的货币政策有多重目标。《中华人民共和国中国人民银行法》第三条规定：货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。对于这句话可以有不同的理解，大致归入两类。一是货币政策有两个目标，物价稳定和经济增长，倘若如此，因为短期内这二者会出现矛盾，容易出现为了保增长（就业）而牺牲物价稳定的结局，这在现实里常常发生，只有到通胀严重时才会引起警惕。二是货币政策目标只有一个，就是货币币值的稳定，而经济增长是币值稳定的结果。这个解读在逻辑上过得去，在学理上讲得通，但是与实际的情形，却不太相符，可以看作是书生的一厢情愿的解读。

其次，我国央行不是独立的。《中华人民共和国中国人民银行法》第二条规定：我国央行在国务院领导下工作，这就明确了央行不是独立的。国务院把关货币政策，一个含义是货币政策的制定要受到各种因素的制约，考虑的不仅仅是物价稳定。央行不独立和货币政策有多重目标的后果之一，是货币政策的滞后性。常常发生的情形是，货币政策对于通货

膨胀的反应严重滞后，导致通胀高企之后才有所行动，错失了政策反应的良机，通胀进一步升高之后更加难以治理，往往下了猛药之后生产开始收缩但是通胀依然顽强，这其实是政策滞后之过。

5. 全球资本流动性过剩

人民币国际化需要面临的外部环境，可以用三个关键词概括：金融危机，债务危机，经济停滞。欧美发达国家刚刚经历了美国次贷危机引发的金融危机，金融危机帮助形成和加剧了债务负担，在经济停滞的背景下形成了债务危机，进一步拖累经济增长。

1) 金融危机

1998 年-2005 年底，美国实际房贷利率从 5%左右一路下降到 2.5%左右，催生了美国的房地产泡沫，房价在 2006 年中达到顶点，然后开始止升、回调。其中的“次级贷款”和“利率可调贷款”发放给信贷资质不好的业主，大都具有很强的投机性质，这部分贷款在房价止升后最先出现偿还问题，止付和清算导致房价下降。房价下降引发一系列以住房贷款为最终标的的金融产品（比如 MBS, CDO, CDS 等）价格下挫，损坏金融机构的资产负债表和流动性，一些金融机构因此倒闭，损害了有业务关联的金融机构的资产负债表和流动性，产生连锁反应，同时加大了整个金融系统的风险。各个金融机构争相持有现金和安全资产，进一步导致风险资产价格下降，增加了整个系统的风险，整个系统进入恶性循环。次贷危机 2007 年爆发，到 2008 年演化为金融危机，2009 年 3 月起股市开始反弹，2009 年 2 季度危机最恐慌的时间过去。

需要指出的是，这次“全球”金融危机，其实更多是“发达”国家的危机。发达国家的金融市场开放程度高，与危机的中心，也就是美国的市场，融合在一起，危机爆发后的连锁效应波及到这些国家。与次贷相关的产品的投资人，也主要是发达国家的投资机构。相对来说，发展中国家的金融市场发展程度低，开放程度低，受到的影响也较小。发展中国家的金融机构有一定的投资损失，但是相对来说不大。受出口下降的影响，发展中国家在

2008 年底至 2009 年初普遍经历了经济低迷或者短暂的萧条，但是在危机过后，大约从 2009 年下半年，普遍经历了快速的反转。

2) 债务危机

2011 年 8 月初爆发的美国债务危机，使得人们意识到债务问题已经渗透到发达经济体的每一个角落，包括最大最发达的美国。¹⁰“债务危机”这个词，本来是和发展中国家联系在一起，前面似乎常常有“拉美”两个字。2009 年 9 月希腊债务危机的爆发还没有引起人们足够的重视，认为只是欧洲经济共同体内部协调不当，财政纪律没有好好遵守导致。而 8 月初美国爆发的债务危机，应该让人们意识到，成本低廉的债，可以赖的债，不管是谁都会大借不已，根本没有尽头。

美国的 14.3 万亿美元的公共债务，有 6.1 万亿是在小布什总统执政期间累计起来的，占到 42%。而这一时期，恰恰是美国借债成本最低的时期，十年期国债的平均实际利率，在 1980 年代（1980 年-1989 年）为 5.04%，1990 年代为 3.69%，而在 2000-2008 年只有 1.70%。如此低廉的借贷成本，想不借都难啊。这么低的利率，与大量国外资本的涌入，包括中国外汇储备的大量涌入不无关系。美国债务危机的另外一大块拼盘，是奥巴马上台以后，以改革（change）和应付金融危机、刺激经济为名，而借下的 2.4 万亿美元。奥巴马总统上台以后大手笔借钱应对危机，似乎无可厚非，借钱的底气也很足。考虑到小布什 8 年贡献 6.1 万亿，平均每年贡献 0.75 万亿，而奥巴马两年半就贡献了 2.4 万亿，平均每年贡献约 1 万亿，奥巴马的借债速度比小布什有过之而无不及。这背后原因千千万，但是总还是有借贷成本低廉的影子。奥巴马上台以后的 2009.01-2011.07，美国十年期国债的平均实际利率只有 2.09%。¹¹

¹⁰ 美国债务危机因为民主、共和两党围绕债务上限的争论，以及标准普尔下调美国国家信用等级，而引起大众广泛关注。其实，标普的行为里面并没有包含任何新的信息，美国债务高企早已是公开的信息，标普只是公布了自己的计算结果而已。而美国民主、共和两党的争论，恰恰是美国国内对债务负担担忧的一种表现，是美国自身的一种约束机制，对于美元的币值稳健至少不是坏事。至于这个约束能否避免美元危机进一步加深，则是另外一个问题。

¹¹ 2009 年 3-10 月美国由于经历了短暂的通货紧缩，CPI 同比下降最多达 2.098%（2009 年 7 月），从而使得十年期国债实际收益达到了 5.658% 的高位。倘若扣除通货紧缩的这几个月，实际收益率也只有 1.266%。

一个现实的问题是，100%的债务负担，意味着等同于名义利率百分点数的GDP要用来偿债，这样的经济还怎么增长？经济不发展债务负担还怎么减轻？这些发达的高负债经济体，每天想的，大概就是怎么压低利率，甚至提高通货膨胀，这样才能减轻债务负担，也就是赖账。美联储已经在今年8月9日提前宣布了两年的低利率政策，把基准利率保持在零至0.25%的历史最低水平至少到2013年中期。相应地，其他主要国际货币的基准利率水平也很低，英镑为0.5%，日元为0-0.1%，欧元为1.5%。这些极低的基准利率水平后面，是沉重的债务负担，以及以邻为壑的竞争性货币宽松：一来低利率可以降低利息负担，二来谁也不愿意加息引来资本的洪水。人们在竞赛谁的利息更低的时候，似乎早已忘了，这次金融危机的根源，正是低利率催生的房地产泡沫。

低利率能否刺激经济我们暂且不说（日本的经验是不能），但是即将带来的资本洪水却不可不察。日元的低利率催生了日元的套息交易，美元的低利率是否会带来美元的“套息交易”？美国的资本洪水可是比日本大得多。人民币国际化，特别是资本项目的开放，对于这一点，不可不有所防范。

3) 经济停滞

债务本身并不可怕，可怕的是经济增长停滞导致债务还不起。看起来很少的债务倘若还不起，就成了危机；看起来很多的债务只要能还，就没有问题。一个国家的公共债务还不还得上，关键看该国的经济增长。“欧猪国家”（葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙）的债务高是不错，但是经济增长缓慢甚至停滞才导致了危机的发生，并导致债务进一步累积。美国在第二次世界大战结束以后的1945年，公共债务高达GDP的120%，但是由于战后经济增长良好，并未形成债务危机。而目前的情形恰恰相反，发达国家的经济普遍缺少增长点，主要国际机构和金融机构纷纷调低了经济增长的预期，而且为了刺激经济又不得不借债，导致债务负担愈发沉重，反过来进一步拖累经济增长，进入恶性循环。

发达国家的经济增长面临的问题主要有两个。一是金融危机使得居民的财富大幅缩水，因此消费动力不足，而消费在发达国家经济中占大约三分之二的比重，消费增长对于发达国家的经济增长有至关重要的作用。二是缺乏明显的经济增长点。举例来说，美国在 1990 年代的增长，靠的是以个人电脑和互联网为代表的新技术产业，2000 年代的增长，靠的是房地产行业。而目前，新的经济增长的支柱产业尚不明朗，经济增长也就缺乏突破口。

在这样的国际环境下，需要防范的是未来一段时间内全球经济金融一体化的趋势是否会放缓。提出这一问题的前车之鉴是在 1914-1990 年间，全球经济一体化进程经历了这样一次大反转，国际贸易和资本流动都经历了严重的萎缩，在二战结束后才开始回升，到 1970 年代国际贸易才恢复到 1913 年的水平，到 1990 年代国际资本流动才恢复到 1913 年的水平。

不能简单地推测历史会重演。一个可能性是国际贸易大概不会大规模倒退，但是国际资本流动，特别是短期资本流动，却有可能发生反转。其实，近代的自由资本流动只是在 1971 年布雷顿森林体系解体，世界经济进入浮动汇率时代以后，才慢慢发展起来，倒退不是不可能的。可能发生的一种情形是发达国家继续开放资本自由流动，并竞相超发货币，发展中国家则关闭短期资本流动的大门，把资本的洪水拒于国门之外。实际上，金融危机爆发以来，许多亚洲和拉美国家，包括韩国，台湾，香港，印度尼西亚，马来西亚，泰国，印度，巴西，秘鲁，已经采取了一些限制短期资本流入的措施。¹²

6. 小结：稳妥推进人民币国际化

本文分析有三个要点。首先，人民币国际化本身不是目的，而是促进贸易和投资活动的手段。人民币国际化进程，取决于人民币国际化能够带来的贸易和投资便利，而币值稳定，是实现这些便利的基础。其次，人民币国际化进程要考虑实际情况，特别是当前发达国家

¹² 参见 The International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, April 2011.

债务危机和全球资本流动性过剩的情况，防范资本流动可能带来的潜在巨大风险，不能盲目认为人民币国际化是长期趋势。第三，目前人民币的对外、对内币值都不稳定，对外升值预期强烈，对内通货膨胀率高企且波动很大。没有币值稳定，人民币很容易沦为投机套利的工具。加快汇率调整，寻找长期稳定通货膨胀的政策机制，才能夯实人民币币值稳定和国际化的基础。在贸易结算和直接投资中使用人民币的试验，可以为人民币国际化积累经验，但是不能替代促进币值稳定的基础性改革。

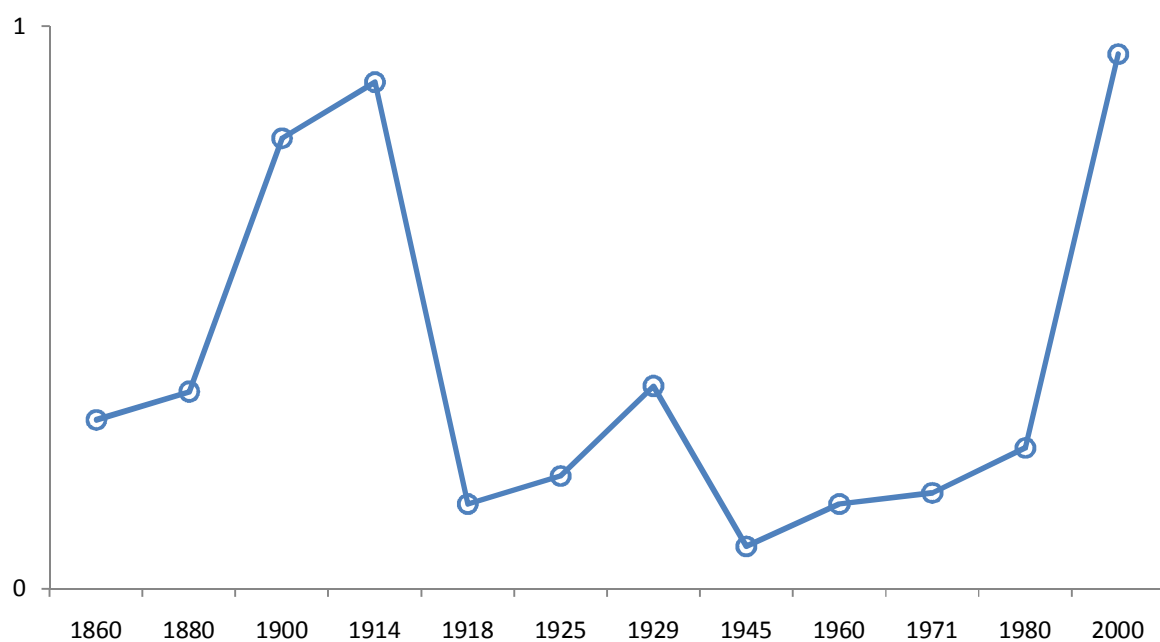


图1：国际资本流动性的大逆转，来自Obstfeld and Taylor, “Globalization and Capital Markets,” in *Globalization in Historical Perspective* edited by Michael D. Bordo, Alan M. Taylor, and Jeffrey G. Williamson, 2005, University of Chicago Press.