

特約撰稿

人民幣國際化的過去、現在與未來

The Internationalization of RMB: Past, Present and Future

傅豐誠 (Fu, Feng-Cheng)

中華經濟研究院大陸所特約研究員

摘要

中國大陸過去經歷了諸多經濟與金融領域的重大改革，完善金融體系改革是其促進經濟增長的重要部分。隨著經濟持續快速增長及對外經貿活動的擴張，人民幣國際化的推展也成為經濟改革與發展的一項重要政策。本文先從相關的貨幣金融理論入手，闡明國際貨幣形成的條件及可能遭遇的挑戰；然後檢視大陸經貿發展情況及人民幣所扮演之角色變遷，得出人民幣國際化是大陸未來經濟發展過程中一條無法迴避的漫長道路。透過歷史的回顧，本文說明大陸過去從 2001 年加入 WTO 至 2015 年 8 月 11 日匯率改革間人民幣的國際化過程，再解釋人民幣加入國際貨幣基金 SDR 貨幣籃的意義及產生的變化，最後以三元悖論的理論架構，就人民幣未來發展的策略、途徑及相關挑戰加以分析。

關鍵詞：三元悖論、跨境結算、資本流動、特別提款權 (SDR)

壹、前言

作為中國大陸貨幣的人民幣，其所扮演的角色也和體制的變遷與發展息息相關。1978年以前，大陸外匯管理體制是國家壟斷下的外匯統收統支的計畫體制，人民幣匯率只是內部核算的工具，由政府計畫決定，不具有真正意義的外匯市場。1979年大陸改革開放後，創匯企業被允許部分使用外匯，產生調劑外匯餘缺的需求，遂逐步發展出外匯調劑市場。¹由於政府官價和外匯調劑市場差距大且不穩定，造成政府宏觀調控的困難，1994年，大陸當局將兩種匯率併軌，實行人民幣有管理的浮動匯率機制，實施銀行結售匯制，同時建立銀行間外匯市場。至此，大陸才算進入一個單一匯率、具市場配置資源的初級外匯市場。

1990年代後期，亞洲金融風暴造成相關國家匯率驟貶，中國大陸則以人民幣不貶值的政策，使金融風暴不致擴大。2001年，大陸加入世界貿易組織（WTO），透過對外開放的機會倒逼內部加快開放與改革的步伐。而穩定的人民幣匯率，加速大陸外貿的快速增加，外匯存底也出現穩定上升的趨勢。原來人民幣盯住美元的匯率穩定政策，遭致國外要求人民幣匯率升值的壓力愈來愈大。2005年7月21日，大陸啟動了人民幣匯率制度改革，開始實施以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣調節的有管理的浮動匯率制度，人民幣呈現出穩步升值的態勢；周邊東南亞各國先後放棄了實行多年的盯住美元的匯率制度，轉而實施有管理的獨立的浮動匯率制度。

在大陸外匯市場的改革過程中，初期是以解決外貿及引進外資中的問題為著眼點，大陸當局並不以人民幣國際化作為其政策目標。隨著外貿持續的快速增長及對外開放的深化，越來越多的國家或地區在對外貿易中開始將人民幣作為結算貨幣，邊境貿易中使用人民幣進行計價結算的需求日

¹ 外匯調劑市場發展過程可參閱孫國峰，第一排：中國金融改革的近距離思考（北京：中國經濟出版社，2016年1月），頁356。

益增加，由此逐步推動了東亞區域貨幣合作。²

2007 年 7 月，美國「次貸危機」爆發，直至 2008 年上半年，人民幣兌美元保持了持續升值的態勢，然而，隨著美國金融危機的蔓延以及美聯儲持續推出量化寬鬆的貨幣政策，使得人民幣升值壓力進一步增大。為了保持人民幣匯率的穩定，2008 年 9 月以後，人民幣重回盯住美元的固定匯率制度，人民幣兌美元波動幅度進一步收窄。2010 年 6 月以後，隨著金融危機的影響逐步消退，中國大陸重啟人民幣匯率制度改革，人民幣重新進入升值通道，同時東南亞各主要經濟體貨幣兌美元也開始呈現不同的升值趨勢。

過去經驗顯示：若沒有匯率制度改革配合，人民幣國際化引起的資本流動將帶來更頻繁的波動，對大陸金融穩定造成更大的衝擊，因此，推進人民幣國際化需配合大陸金融市場改革配套推動。³ 相關研究發現，2009 至 2011 年香港離岸市場與內地在岸人民幣市場間的套匯與套利活動盛行，造成人民幣跨境貿易結算跛腳化，阻礙了人民幣國際化進程，其根本原因在於人民幣利率與匯率尚未完全市場化。⁴ 諸多學者認為，大陸內部經濟結構性調整應優先於人民幣國際化，如果不完全放開國內金融市場和資本管制，那麼人民幣就不能成為真正的國際貨幣。⁵

2015 年 10 月，人民幣被國際貨幣基金（IMF）同意納入特別提款權（Special Drawing Right, SDR）的籃子之中，標誌人民幣與美元、歐元、日圓及英鎊同列國際貨幣之林，但人民幣國際化的路子還是在進展

² 安錦，「國際產業轉移背景下人民幣對東亞國家貨幣影響力研究」，*金融經濟學研究*（廣州），第 29 卷第 5 期（2014 年 9 月），頁 3-11。

³ 郝宇彪、田春生，「人民幣國際化的關鍵：基於制約因素的分析」，*經濟學家*（成都），2011 年第 11 期，頁 64-72；何帆，「人民幣國際化的現實選擇」，*國際經濟評論*（北京），2009 年第 4 期（2009 年 8 月），頁 8-14。

⁴ 張明、何帆，「人民幣國際化進程中在岸、離岸套利現象研究」，*國際金融研究*（北京），2012 年第 10 期（2012 年 10 月），頁 47-54。

⁵ Jeffrey A. Frankel, "Internationalization of the RMB and Historical Precedents," *Journal of Economic Integration*, Vol.27, No.3, (September, 2012), pp.329-365. and Joseph E. Gagnon and Kent Troutman, "Internationalization of the Renminbi: The Role of Trade Settlement," *Peterson Institute for International Economics, No.14* (may, 2014), pp.1-8.

之中，本文試著先從相關的理論入手，其次，回顧 2001 年加入 WTO 至 2015 年 811 匯改前人民幣的國際化過程，第三再說明人民幣加入 SDR 前後生的變化，第四部分則就人民幣未來發展的策略、途徑及相關挑戰加以分析，最後做一簡要結論。

貳、人民幣國際化的理論思考

貨幣銀行學的教科書告訴我們：貨幣的主要功能有三：交易的媒介、計價的標準、價值的儲藏。一個國家的貨幣要成為國際貨幣，必須要在上述三項領域發揮國際化的功能：⁶

- 一、交易媒介功能的國際化：一國貨幣在國際貿易和金融交易中被私人部門做為媒介貨幣（Vehicle Currency）使用，同時也被官方部門作為干預貨幣（Intervention Currency），用於干預外匯市場與平衡國際收支。
- 二、計價標準功能的國際化：一國貨幣被外國私人部門做為商品和金融交易的計價貨幣（Invoice Currency），同時也被官方部門作為匯率平價的定錨貨幣（Anchor Currency）。
- 三、價值儲藏功能的國際化：一國貨幣及其計價的金融資產被外國私人部門與官方部門持有，作為投資工具與官方準備資產。

⁶ Menzie Chinn and Jeffery Frankel, "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?" *NBER Working Paper*, No. 11510 (January, 2005). 轉引自黃志典，「人民幣國際化的現況、路徑與策略分析」，*問題與研究*，Vol.53，No.3（2014年9月），頁2。

表 1：貨幣的國際化應用

貨幣功能	官方運用	私人運用
交易的媒介	干預匯率的貨幣工具	貨品計價和金融交易
價值的儲藏	國際儲備	貨幣置換
計價的單位	本國貨幣的匯率鎖定	貿易和金融交易

資料來源：Peter B Kenen, “The role of the dollar as an international currency,” *Occasional papers*, No. 13 (N.Y.:Group of Thirty), pp.1-31. 轉引自李稻葵、劉霖林，「人民幣國際化：計量研究及政策分析」，金融研究（北京），2008 年第 11 期，頁 2。

從此一定義出發，人民幣國際化的含義包括三個方面：一是人民幣現金在境外享有一定的流通度；二是以人民幣計價的金融產品成為國際各主要金融機構包括中央銀行的投資工具，因此，以人民幣計價的金融市場規模不斷上升；第三是國際貿易中以人民幣結算的交易要達到一定的比重。在這三項人民幣國際化的通用標準中，最主要的是後兩點。

根據上述貨幣國際化的標準，人民幣國際化還處於一個初期的階段，前面的路程還是漫長遙遠。要推動人民幣國際化，並使其在技術上可行，首先要擴大人民幣在境外的使用，它必須在境外是可以獲得的。就美國過往的經驗，美元要成為國際貨幣的辦法，初期是通過對外援助計畫捐出美元，之後是產生巨大的貿易逆差，如此才可以對外支付美元。但大陸目前仍存在鉅額貿易順差，如果立刻反轉使其出現貿易逆差，這將影響經濟長期發展。此外，大陸目前人均國內生產總值 (GDP) 大約排名世界第 90 位左右，屬於正邁向中等收入國家階段，也沒有充足理由向更富裕的國家捐出人民幣。因此，人民幣全面國際化並不具備立即可行的條件。

其實就美國的超強實力而言，美元國際化的挑戰也不小。早在 1960 年代，美國經濟學家特里芬 (Robert Triffin) 指出：由於美元與黃金掛鉤，而其他國家的貨幣與美元掛鉤，美元雖然取得了國際核心貨幣的地位，但是各國為了發展國際貿易，必須用美元作為結算與儲備貨幣，這就

導致流出美國的貨幣在海外不斷沉澱，對美國來說，就會發生長期貿易逆差；而美元作為國際貨幣核心的前提，是必須保持美元幣值穩定，這又要求美國必須是一個長期貿易順差國。⁷ 二次大戰後，美國不論貿易帳和資本帳均呈現順差，但透過馬歇爾計畫，暫時避開此一困境，之後特里芬跨境結算難題，終究導致「布雷頓森林體系」(Bretton Woods system) 於 1970 年代初崩潰，改採有聯繫的浮動匯率制度。

之後，美國經濟學家蒙代爾 (Robert Mundell) 提出有名的「三元悖論」(The Impossible Trinity)，其要點是：一國的貨幣經濟目標主要有三種，國家貨幣政策的獨立性、匯率的穩定性及資本的完全流動性。一個國家只能從三項目標選擇二項，而不可能三者兼得。⁸ 以 1944 年至 1973 年的「布雷頓森林體系」中，各國「貨幣政策的獨立性」和「匯率的穩定性」得到實現，但「資本流動」會受到嚴格限制。而 1973 年以後，「貨幣政策獨立性」和「資本自由流動」得以實現，但「匯率穩定」不復存在。「三元悖論」的好處，在於它提供了一個一目瞭然地劃分國際經濟體系的方法。

很顯然的，人民幣要走國際化的道路，最終享受的如美元般的「鑄幣權」特殊利益，自然不能脫離「特里芬難題」及「三元悖論」的限制。以中國大陸的情況而論，對外貿易經常帳及資本帳長期保持順差，匯率要保持穩定不難，近幾年來，在「走出去」政策下，大陸對外投資已經逐漸趕上外商直接投資，國際收支資本帳的順差已逐漸平衡，但經常帳的順差使「特里芬難題」仍然存在。面對國內外經濟形勢的動盪，獨立貨幣政策必不可少，資本自由流動目標自然成為放棄的目標，雖然避免了「三元悖論」的限制，但資本不能自由流動，就嚴格制約了人民幣國際化的前進的動力。

結合中國大陸的情況，人民幣國際化的漸進發展策略可以從不同的面

⁷ Robert Triffin, *Gold and the dollar crisis* (New Haven : Yale University Press, 1960).

⁸ Robert A. Mundell, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74 (May, 1960), pp. 227-57.

向思考與設計，首先是區域思考的「三步走」：先推動人民幣周邊化，推進人民幣在港澳及越南、寮國、緬甸、尼泊爾、蒙古等周邊國家和地區流通；再推動區域化，不斷提升人民幣在其他亞洲國家的地位，使之逐步成為區域性主導貨幣；最後再逐步使人民幣國際化。其次是在貨幣功能上也採取「三步走」，即逐步實現人民幣結算貨幣、人民幣投資貨幣、人民幣儲備貨幣的取向。配合區域的「三步走」，人民幣可依次成為周邊國家貿易結算貨幣和區域性的投資貨幣，最後人民幣將成為國際儲備貨幣，為全球各國所接受。⁹ 這種兩個層面的「三步走」的看法，應該是大陸學界的主流觀點。

其次，就大陸經濟體制改革和市場深化發展的角度，過去雙軌、漸進的改革方式也可應用於人民幣國際化的推動上。「雙軌制」的第一軌道是在中國大陸境內實行有步驟、漸進式的資本帳戶可兌換，同時提高金融體系效率，其中包括境外合格機構投資者計畫、境內合格機構投資者計畫、允許境外企業境內發行股票和債券，大力鼓勵和推動外貿企業與境外交易夥伴以人民幣結算等；第二軌道是在境外，主要是在香港推進以人民幣計價的股票市場、金融資產的規模以及交易，其目的是在境外儘快形成與歐元證券和美元證券抗衡的人民幣金融市場。這是考慮大陸現實的金融條件，人民幣資本帳戶未完全開放的情況下，通過跨境貿易人民幣結算和香港金融市場的發展推進人民幣國際化。這是考慮當在岸金融市場發展滯後的情況下，可以借助離岸金融市場的發展來發揮「防火牆」作用，隔離人民幣國際化給大陸金融市場帶來的衝擊，尤其是短期投機資本的衝擊。¹⁰

大陸境外學者也有從全球化視角提出了人民幣國際化全球路徑，¹¹ 認為人民幣國際化的全球路徑是人民幣國際化的最終目標，未來在亞洲採用單一貨幣的可能性非常低。中國大陸不需要參加任何的區域貨幣同盟來獲

⁹ 唐雙寧，「未來 30 年人民幣實現國際化」，北京商報，2008 年 12 月 1 日。

¹⁰ 李稻葵、劉霖林，「雙軌制推進人民幣國際化」，中國金融（北京），2008 年第 10 期（2008 年 9 月 11 日），頁 36-38。

¹¹ Barry Eichengreen, "The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition," *Foreign Affairs*, Vol.88, No.5(September /October, 2009), pp.53-68.

取經濟和金融上的地位，從而滿足主權貨幣國際化的前提條件。大陸需要做的就是等待，等待的時間越長，人民幣在亞洲的影響力越大。這一觀點實際上主張通過自然演進方式實現人民幣區域化。大陸當局如果採納全球路徑，將更容易激勵和運用政治支持加快為實現人民幣國際化而推進的國內金融改革，但是這一等待對中國大陸來講是長期的。

國外學者也指出：在貿易層面，大陸從亞洲進口的較多，對美國出口的較多。雖然亞洲區內貿易增長迅速，但是大陸很難改變自身的貿易結構，減少對歐美市場的出口，這些出口又都是以美元和歐元計價的。在金融層面，他們還認為大陸金融體制的封閉和嚴格管制將可能使「中國」當前的人民幣國際化「試點」化發生倒退。「試點」化可能成為更廣的和更快的國內金融市場改革的催化劑，但大陸很難放棄以金融工具實現其產業政策的目標。在沒有國內外壓力的情況下，大陸可能不會確定金融自由化的目標和速度。以銀行業為主導的「中國」金融體系在政府廣泛的指導和控制之下，金融體系的效率和透明度遠遠落後於主要國際金融中心。¹²

參、人民幣國際化的初始階段（2002-2014）

自 2001 年加入 WTO 以來，中國大陸國際收支出現了大規模的順差，在維持人民幣匯率穩定的目標下，積累了大量的國際儲備資產，確定成為全球的淨貸款地區。作為一個發展中國家，以往對外匯短缺的擔心已不復存在，大陸當局開始關心如何讓鉅額外匯儲備保值和增值，也越來越深刻地認識到在國際貿易與資本流動中過度依賴美元的風險。

在 2008 年國際金融危機爆發前，大陸經濟保持高速增長，人民幣非國際化的風險並沒有成為現實。但 2008 年後，金融危機透過貿易和金融管道對大陸外向型經濟產生負面衝擊，人民幣非國際化的風險凸現。短期內，大陸面臨如何採取措施擺脫美元依賴，克服美元匯率波動對其外向型

¹² Yung Chul Park, "RMB Internationalization and Its Implications for Financial and Monetary Cooperation in East Asia", *China & World Economy*, Vol.18, No.2 (March,2010), pp.1-21.

企業的衝擊；長期則面臨如何通過人民幣國際化，對不平衡且不可持續的國際貨幣體系進行改革，重建世界經濟秩序的挑戰。¹³ 加快推進人民幣國際化進程成為應對危機而採取的整體經濟刺激計畫中的重要組成部分，其具體措施包括：簽定央行間的貨幣互換協議、推動跨境貿易人民幣結算試點、發展人民幣離岸市場等相關政策。

一、簽署貨幣互換協議

簽署貨幣互換協議的初衷，是為了短期流動性的問題，以便應對金融危機，維護金融穩定。但大陸與其他國家簽署貨幣互換協議還產生了支持雙邊貿易的效果，雙邊貨幣當局可將互換的貨幣提供給當地金融機構，再由其供給當地企業用於進口支付，這有利於推動國際貿易中人民幣的計價與結算。¹⁴

為了支持人民幣成為結算貿易貨幣，同時讓人民幣通過與他國的互換協議，走上雙邊化。2008 年 12 月，大陸與首先簽署貨幣互換協議，開展多國貨幣互換；2015 年底，已有 33 個國家與中國大陸政府簽署了雙邊貨幣互換協議，協定總規模超過 3.3 萬億元人民幣。¹⁵ 此種官方的人民幣國際流動性安排非常重要，因為在貨幣互換協議下，某國商人與大陸做生意，該國商人沒有人民幣，他的開戶行可以跟該國央行申請人民幣，如果該國央行也沒有人民幣，它就可以遵照約定的條款與大陸央行進行人民幣互換。因此，透過本幣互換，隨著貿易的縱深發展，已經讓大陸與部分國家的雙邊貨幣結算需求得到實質性提升。

由表二顯示，2009 年以人民幣作為結算工具的規模微不足道，但往後成長的速度很快，至 2015 年底，以貿易為主的經常帳項下，以人民幣結算的額度已高達 72,334 億人民幣，已經廣泛地成為跨境貿易的計價和

¹³ 李婧，「人民幣國際化道路設計的再評估」，經濟社會體制比較（北京），總 171 期（2014 年 1 月），頁 2-43。

¹⁴ 張靜，「跨境貿易人民幣結算收付變化的影響因素分析」，四川理工學院學報（社會科學版），第 27 卷第 5 期（2012 年 10 月），頁 52-56。

¹⁵ 中國人民銀行年報（2015），頁 48。

結算貨幣；就算是引進外資及對外投資的資本帳項目，用人民幣結算的規模也有 48,698 億人民幣；人民幣跨境結算規模已占大陸跨境結算的比例，已由 2010 年的 2.5% 上升至 2015 年的 28.7%。人民幣已經躍居大陸跨境結算貨幣的第二位，僅次於美元。

表 2：人民幣跨境結算規模

單位：億人民幣

	經常帳結算規模	資本帳結算規模	人民幣結算比重(%)
2009	26	71	
2010	3501	604	2.5
2011	15889	5047	6.6
2012	28797	11362	8.4
2013	46368	15972	12.0
2014	65510	34078	23.7
2015	72344	48698	28.7

資料來源：中國人民銀行年報(2015)，頁 47 及 114。

二、出臺跨境貿易人民幣結算試點

2009 年 7 月 2 日，《跨境人民幣貿易結算條例》公布，真正啟動了人民幣國際化的跨境貿易的結算。限於大陸本身條件不足，跨境結算起步屬於探索性的安排，結算範圍只適用於東協 10 國和港澳地區，大陸只有上海、廣州、深圳、珠海、東莞 5 個城市的 365 家企業的貨物貿易有參與資格。其實，剛開始有 400 家企業，後來甄別下來剩下 365 家，其中很重要的原因，是稅務的安排。因為大陸的出口退稅，以美元交易從事出口退稅並無問題，但以人民幣來作出口退稅，政府無法識別這些人民幣是不是真的通過出口得來，沒法識別，於是必須做特殊稅務安排。

人民幣國際化始於貿易，一旦開放就迅速擴展，貿易上的人民幣跨境

結算使用不僅區域在擴大，品種在增多，而且由於貿易使用中一定有頭寸的產生，相應金融上的安排就吸引更多的機構來使用，於是金融市場不得不開放，金融改革不得不加速。到了 2010 年，可以使用人民幣跨境結算的貿易已經不止上述 5 個城市，擴展到了 20 個省市，2011 年，中國大陸所有的企業在跨境貿易項下都可使用人民幣計價結算。而且計價結算不僅適用於貨物貿易，而且擴展到了服務貿易；再者，不僅僅是適用於經常項下的貨幣貿易、服務貿易，還有資本項下的直接投資和間接投資，比如滬港通就是用人民幣來進行的證券投資交易。我們從表 2 資本帳跨境貿易規模與年遽增，可以得到印證。

2015 年，人民幣跨境貿易結算額達到 7.23 兆人民幣，相當於中國大陸經常帳項目交易額的 28.7%。同期，中國大陸對外直接投資 (Overseas Direct Investment, ODI) 的人民幣結算金額為 1,182 億美元 (7,362 億人民幣)，外商對大陸直接投資 (Foreign Direct Investment, FDI) 的人民幣結算額高達 2,565 億美元 (15,871 億人民幣)，均較上一年呈現較大幅度的增長。2015 年人民幣結算比例超過整個投資額，主要是人民幣從單邊升值轉趨貶值預期濃厚所致。

表 3：大陸外商及對外投資 RMB 結算統計

單位：億美元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
對外直接投資 ODI	590	601	772	902	1029	1180
外商直接投資 FDI	1057	1160	1117	1176	1196	1263
RMBODI 結算	8.6	41	50	142	365	1182
RMBFDI 結算	33.8	160	412	750	1560	2565
RMB 結算比例	2.6%	11.4%	24.5%	42.9%	86.5%	153.4%

註：根據統計局歷年統計公報及中國年人民銀行 2015 年年報資料計算而得。

資料來源：本研究自行製表。

三、發展人民幣離岸市場

在資本項下不可兌換情況下，人民幣國際化安排走了很特別的路線，主要特徵就是人民幣離岸市場的發展。由於離岸市場必須與在岸市場有所聯繫，但是資本又存在管制，人民幣在資本項下不可兌換，又要聯繫又不可兌換，如何化解此一矛盾？因此產生了一個特別的機制，就是清算行，把境外人民幣清算回國，就形成了一種特別的模式。近年來人民幣離岸金融市場迅速發展。目前，除香港外，臺北、新加坡、倫敦、法蘭克福、巴黎、盧森堡、多倫多、杜拜、悉尼等十多個城市已經或正在成為人民幣離岸金融中心。中國大陸主要的國有商業銀行均已相繼取得各離岸中心的清算行地位。

與此同時，在離岸市場，人民幣銀行存款超過 2 兆元（其中近一半在香港）；人民幣計值債券的發行增長也很快（尤其是 2014 年以前），截至 2014 年年底，在離岸市場上發行的人民幣計值債券發行額累計達到 5,305 億元。看待大陸人民幣國際化的議題，有兩個角度：第一在岸的角度：以中國大陸角度來看人民幣國際化能否成功。第二是離岸的角度，比如香港、臺灣、新加坡、或其他地區以後要發展的人民幣離岸市場，除了離岸市場能否幫助人民幣國際化之外，各個離岸市場的發展，和當地的經濟特點密切相關。

多年以來，人民幣匯率在離岸及在岸兩個市場的偏離情況一直存在，套利及套匯活動不利於市場正常的發展。中國大陸選擇加入 IMF 認可的 SDR 貨幣籃，作為推動人民幣成為國際貨幣的迂迴戰略，為了符合 IMF 的審核要求，大陸中國人民銀行將調整人民幣管理方式，讓人民幣幣值更緊密地反映市場的力量。2015 年 8 月 11 日，人民銀行調整人民幣中間價形成機制，並在此後的 3 個交易日內完成了中間價與市場匯率的點差校正。

長期以來，人民幣匯率中間價作為人民幣外匯交易的指導價格，與市場預期有不同幅度的偏離。一次到位的調整，理論上可以避免以往漸進式

調整在市場形成無風險套利機會之虞。但從市場反應看，一次性的大幅度點差校正意味著對市場近期存在的人民幣貶值趨勢予以確認，在很大程度上強化了市場已經出現的人民幣貶值預期，加大人民幣匯率的下行壓力。尤其是在離岸人民幣市場，由於沒有匯率波動幅度的限制，導致匯率超調（Over-shooting）現象出現，在人民幣持續面對貶值壓力的情況下，人民幣匯率中間價與市場預期的偏離程度加大，持續時間拉長。此外也連帶引發新興市場的一波貶值潮。

除了在周邊國家和與大陸貿易關係緊密的國家嘗試採用人民幣作為貿易結算貨幣外，第二步在成為結算貨幣的基礎，使人民幣成為這些國家的儲備貨幣；第三步在成為區域貨幣的基礎上再走向國際，實現國際化，成為國際儲備貨幣。截至 2015 年末，境外機構和個人持有境內人民幣金融資產合計 3.74 兆元，其中，境外機構持有境內人民幣股票和債券餘額分別為 5,986.72 億元和 7,517.06 億元。¹⁶ 持有人民幣儲備資產的境外央行（或貨幣當局）數量不斷增加。

以人民幣計值的國際金融資產近年來快速增加。2014 年年底，非居民在境內銀行持有的人民幣存款餘額達到 2.28 兆元；外國央行和其他機構投資者在銀行間債券市場上持有的人民幣計值債券為 6,346 億元；截至 2015 年底，通過 QFII，RQFII 和滬港通計畫，外國機構投資者共計持有 1.38 兆元人民幣金融資產（包括股票和債券）。再者，人民幣已經開始作為一些國家的官方儲備資產，其中包括白俄羅斯、柬埔寨、馬來西亞、尼日利亞、菲律賓、韓國、俄羅斯等國，儘管一般情況下僅占這些國家外匯儲備總資產的 5% 左右。截至 2015 年底，人民幣作為外國官方儲備資產的規模達到 6,667 億元。¹⁷

經過 2009 年至 2015 年間的努力，大陸透過簽署貨幣互換協議，逐步完善人民幣全球清算體系，積極發展香港、倫敦人民幣離岸市場等措施，

¹⁶ 中國人民銀行年報（2015），頁 32。

¹⁷ 中國人民銀行年報（2015），頁 33。

人民幣在跨境交易中將逐步從結算貨幣向計價貨幣延伸。由表 4 資料看來，人民幣國際化指數由 2009 年的 0.02% 快速增加，2013 年此一指數超過 1%，達到 1.23 的水準，2015 年已達到 3.6%，居全球第四位，僅次於美元、歐元與日圓。人民幣國際化程度迅速竄升，主要是搶占了歐元的市場，在這段期間，美元在國際地位並未受到影響，日圓受到的影響輕微。

表 4：人民幣國際化指數及其國際對比

單位：%

	人民幣	美元	歐元	日圓
2009	0.02	52.79	26.92	3.60
2010	0.23	53.33	25.58	4.34
2011	0.45	54.18	24.86	4.56
2012	0.87	52.34	23.72	4.78
2013	1.23	53.81	27.44	4.39
2014	2.33	54.67	24.49	4.18
2015	3.60	54.94	23.71	4.29

註：本指數根據一國貨幣作為國際支付結算貨幣、國際金融資產計值和交易貨幣、國際儲備等在全球對應總額的比重計算而得。

資料來源：中國人民大學國際貨幣研究所，人民幣國際化報告（2012-2016）。

肆、加入 SDR 貨幣籃前後階段（2015-2016）

在 2015 年以前，人民幣在國際結算貨及國際計價貨幣領域的發展取得進展，但在做為國際儲備貨幣方面的進展較為有限。大陸想到加入 IMF 所創立的一籃子通貨 (a basket of currencies) 的 SDR，作為短期內人民幣國際化的一個捷徑，透過入籃這個動作，可以增加國際對人民幣的儲備需求，提升人民幣在國際社會的影響力，進而有助於人民幣的國際化。

SDR 是 IMF 於 1969 年創造的分配給成員國用以補充現有官方儲備的國際儲備資產，持有 SDR 的成員國擁有無條件從 IMF 或其他成員國獲得

外匯或其他儲備資產的權利。SDR 的持有者可以通過兩種方式將 SDR 兌換成其他貨幣：一是成員國之間自願交易；二是 IMF 指定擁有較多國際儲備的國家在一定限度內購買缺乏國際儲備國家的 SDR。

SDR 具有貨幣職能。首先，SDR 具有支付功能，實質上是成員國央行的外匯儲備，成員國可將 IMF 分配的 SDR 轉化成需要的外國貨幣，以方便國際貿易結算，因此 SDR 具有支付功能。其次，SDR 作為記賬單位，具備價值尺度功能，SDR 的價值由美元表示，每天根據倫敦市場中午的匯率進行計算，公布在 IMF 網站上。第三，SDR 也具備儲備職能，是各國央行的外匯儲備，也是 IMF 對成員國的配額，且不需要支付相應的成本，具備價值儲藏的功能。截至 2016 年 3 月 31 日，IMF 共發行了 2,041 億單位 SDR，合計約二千八百五十億美元。¹⁸

SDR 又不同於其他貨幣，其由 IMF 發行，可以在全球範圍內流通；而 IMF 是世界性金融機構，不屬於任一國家，具有相對獨立性，因而 SDR 具有一定的超主權性質。SDR 的本質是一種超主權貨幣，但正因其超主權性，所以不太可能在各主權國家內流通，只能在國際金融市場和國際貿易中使用。同時，由於 SDR 主要由幾個經濟大國主導，特別是美元承擔了主要世界貨幣的職能，大規模發展 SDR 不利於美元；因此，SDR，自從創立以來，發展相對滯後。

2015 年 11 月 30 日，IMF 宣布：批准人民幣加入 SDR 貨幣籃，決議將於 2016 年 10 月 1 日起生效。IMF 關於 SDR 貨幣籃的評審每 5 年一次，2010 年，中國大陸申請將人民幣納入 SDR 貨幣籃，但因人民幣不能自由兌換而遭拒。此次人民幣「入籃」，是將中國大陸經濟納入全球金融體系的一個重要里程碑，也是對大陸過去幾年貨幣與金融體系改革的肯定。

¹⁸ IMF 官方網站公布之資料，2016 年 10 月 25 日瀏覽，<http://www.imf.org/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR?pdf=1>。

表 5:IMF 特別提款權籃子中各貨幣的權重

幣別	2016/10/1 以後	2010 年以來
美元	41.73%	41.9%
歐元	30.93%	37.4%
人民幣	10.92%	--
日圓	8.33%	9.4%
英鎊	8.09%	11.3%

資料來源 :IMF，網站資料。

上述新權重的分配，基本上反映出各國經濟實力的消長。人民幣被納入 SDR 的意義，更多地是證明國際社會對中國大陸經濟地位和發展前景的認可。其現實意義不在於大量外資買入人民幣資產，而在於提振中國大陸市場投資者信心，推進人民幣國際化進程，促進中國大陸對外經貿的發展。換句話說，人民幣被納入 SDR，在於把人民幣納入國際體系，敦促大陸開放金融市場，對大陸經濟長期發展很有好處，而短期之內造成的實質影響不大。

此外，IMF 會同意資本和外匯市場還很封閉的中國大陸加入 SDR，背後也難免存在一些政治和經濟的動機，主要是 IMF 得到中國大陸龐大的資金挹注，並得以制衡美元獨霸的局面（IMF 近年來都是歐元區的法國主導）。而中國大陸會加速推動以 SDR 計價的資產（尤其是債券）在香港或上海發行，如此 IMF 方面可以擴大 SDR 的市場範圍，完成 IMF 自 1980 年代以來的未竟之志；而中國大陸也可藉此加快上海金融自由化、國際化的速度，使其在 2020 年能成為亞洲的金融中心，這是大陸延續滬

港通、上海自貿區以來的一貫策略。¹⁹

伍、未來人民幣國際化的發展前景

一、短期發展情況並不穩定

根據環球銀行間金融電訊協會（SWIFT）的統計，2012年8月，人民幣在全球支付市場中的占有率僅占0.84%，居世界第12位；2013年1月，此一比例下降至0.63%，排名下降一名，居世界第12位；此後，人民幣所占的比重迅速上升，排名也明顯上升，至2015年8月，人民幣在全球支付市場中的占有率提升至2.79%，居美元、歐元、日圓之後，排名居全球第四（參見表6）。但加入IMF的SDR貨幣籃的訊息公布之後，此一比重及排名不升反降，主要原因是當時大陸為了加入IMF的SDR貨幣籃，於2015年8月11日實施新的匯率機制，以縮短人民幣在岸（CNY）與離岸（CYH）之間的差距，出現了匯率短期明顯貶值的現象，因而造成以人民幣支付金額下降的情勢。

2016年5月，人民幣幣值又開始新一波的加速貶值，使投資人持有人民幣的意願降低，使原本回升的人民幣國際支付貨幣市占率又出現不進反退的現象。作為邁入國際貨幣之林的人民幣，人民幣資本帳的逐漸開放是長期不可避免的趨勢，但目前國際經貿形勢趨於緊縮，大陸內部又聚焦於體制改革與結構調整，匯率不宜過度波動，特別是面對人民幣貶值預期的兩難處境，這些環境制約對人民幣作為支付工具的規模與角色出現不穩定的變化。因此，SWIFT制定跨越「人民幣之河」的10%門檻，用以計算向中國大陸及香港地區人民幣付款的價值相對其他貨幣比重的重要標準，此標準顯示了「過河」國家的人民幣應用水準。

¹⁹ 官德星，「RMB, SDR, and Triffin Dilemma」（2015年12月4日），2016年11月15日下載，<http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/SDR.pdf>。

表 6：人民幣在全球支付市場中的占有率統計

時間	全球支付市場占有率	全球排名
2012 年 8 月	0.84%	12
2013 年 1 月	0.63%	13
2014 年 1 月	1.39%	7
2014 年 12 月	2.17%	5
2015 年 2 月	1.81%	7
2015 年 4 月	2.07%	5
2015 年 8 月	2.79%	4
2015 年 12 月	2.31%	5
2016 年 1 月	2.45%	5
2016 年 2 月	1.76%	5
2016 年 3 月	1.88%	5
2016 年 4 月	1.82%	6
2016 年 5 月	1.90%	6
2016 年 6 月	1.72%	6
2016 年 7 月	1.90%	5
2016 年 8 月	1.86%	5
2016 年 9 月	2.03%	5
2016 年 10 月	1.67%	6

資料來源：環球銀行間金融電訊協會（SWIFT），網站。

人民幣在國際支付和金融體系內重要性日益顯著，而 SWIFT 排名背後所對應的人民幣跨國交易模式、資金循環過程和潛在發展動力，是市場和政府更為關心的未來發展方向。除了從政府層面、央行合作、亞投行及「一帶一路」國家戰略自上而下地推動人民幣國際化；從市場自發形成趨

勢來看，亞太地區，特別是非國際金融中心的新興經濟體、能源輸出經濟體、以及「一帶一路」輻射帶內經濟體，將是下一步推動人民幣全球使用的新動力。SWIFT 的近期統計結果表明，²⁰ 儘管目前支持人民幣全球使用的，以香港、倫敦、新加坡等成熟的國際金融中心為主，但馬來西亞、印尼、泰國、菲律賓、南韓、中東、澳洲等亞太國家的人民幣支付比例已日益顯著，這些國家在向中國大陸及香港付款時，超過 10% 支付以人民幣進行，跨越「人民幣之河」門檻。

從發展前景來看，這些國家或是與中國大陸有大規模的雙邊貿易，如韓國、馬來西亞；或是主要能源合作國家，如中東、澳洲。目前大陸與這些國家在能源、金融、跨境投資等領域合作不斷深化，尤其在「亞洲基礎設施投資銀行」(Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB, 下稱亞投行)及「一帶一路」國家戰略中，以目前資本規模的 10% 計算，將可能在「一帶一路」輻射帶內每年至少產生 1,000 億元以上的人民幣對外投資規模；在大陸鐵礦石、石油、天然氣等主要的能源品採購中，亦可嘗試以人民幣作為能源計價貨幣的可行性。通過基礎建設、對外投資及大宗商品能源採購推動人民幣全球使用，將大大推升未來數年內人民幣在全球支付、貿易投資及價值儲備貨幣中的排名和地位。²¹

二、對中國大陸金融改革的倒逼作用

大陸實施改革開放三十多年，為了初期的改革開放，形成了一套符合當時客觀現狀的金融體系，這一套體系在當時創造了「中國奇蹟」，²² 但隨著經濟發展，當初的金融體系越來越不適應當今經濟發展，例如，央企利用國家信用背書大規模融資擴大產能，不但造成產能過剩，也排擠了民營企業的發展空間。政府長期干預金融體系的運轉，使得金融風險不斷地放

²⁰ SWIFT, "Renminbi's Stellar Ascension: Are you on top of it?," *RMB Tracker Sibos 2015 Edition*, <https://www.swift.com/node/14986>.

²¹ 林樂芬、王少楠, 「『一帶一路』進程中人民幣國際化影響因素的實證分析」, *國際金融研究* (北京), 2016 年第 2 期, 頁 75-83。

²² 林毅夫, *解讀中國經濟* (臺北: 時報出版公司, 2009 年 3 月), 第 9 章。

大，吹起了房地產泡沫；政府監管措施滯後更是催生了影子銀行的氾濫，金融資產配置扭曲已經嚴重阻礙了正常的金融體系運行，帶來的金融體系破裂的危險。

習近平上臺後，中共高層已經開始部署多項改革，包括金融領域的利益調整，大量措施密集出臺。2013年，中共十八屆三中全會多次提到了金融改革目標，改革範圍涵蓋降低准入門檻，開放市場機制以及改善金融監管。但今天大陸的金融改革已經變得錯綜複雜，改革深深觸及既得利益集團，這些利益集團已經變相綁架大陸經濟和經濟改革，甚至以訴諸國家安全的藉口阻撓改革。

以上海自貿區的改革為例，目前改革重點被推向貿易便利化，在金融改革方面則顯得步履遲疑且過分謹慎。其實自貿區的發展焦點，主要在金融要素市場，除了存款利率市場化有所進展，在匯率和利率自由化方面缺乏實質進展，人民幣和美元等外匯的自由兌換遲遲沒有放開，自由貿易帳戶的實際操作猶豫不定，整體效果不如預期。儘管提出了負面清單，但仍然抱著正面清單思維模式，因循守舊而貽誤良機。上海自貿區金融改革幾近停滯，只不過是大陸金融改革的縮影，在自貿區改革中遇到的阻力，在整個大陸金融體系改革中已經被無限放大。

如何借助外力打通成為當局考慮的問題。人民幣加入SDR正是充當了這一外力作用，大陸當局之所以全力支持人民幣加入SDR，原因之一，便是轉移當下全球尤其是國內民眾對經濟下行的擔憂，為市場添加改革信心的增長點。加入SDR後，可鼓勵大陸當局堅持實施迫切需要的金融和資本帳戶自由化措施，隨著時間的推移，這將會提高金融深度和改善資本分配效率的作用，有利於經濟朝著消費主導和服務驅動的模式轉變，並將會帶來人民幣投資需求的穩步增長；但這些成果的基礎是要大陸國內資本市場有足夠的深度廣度，才能成為充分容納各國儲備需求的「資金池」，而這也將會倒逼大陸內部的金融改革，為停滯不前的金融改革打開了一扇窗戶，進一步衝破固化的利益格局。

三、人民幣國際化的可能策略選擇

人民幣國際化扮演是一種倒逼大陸金融改革的工具，大陸當局並非把它視為最終目標。基本上，大陸當局一直很重視維持經濟穩定，隨著資本流動、利率和匯率的管制被放鬆，人民幣國際化將不可避免地帶來更大波動。未來人民幣國際化朝資本帳完全開放方向發展，此一發展方向可能大體確定，但開放方式與速度還有許多斟酌的空間，需要視國際經濟環境及大陸經濟改革進展情勢而定。不管局勢如何演變發展，我們用理論來架構起推論的基礎。

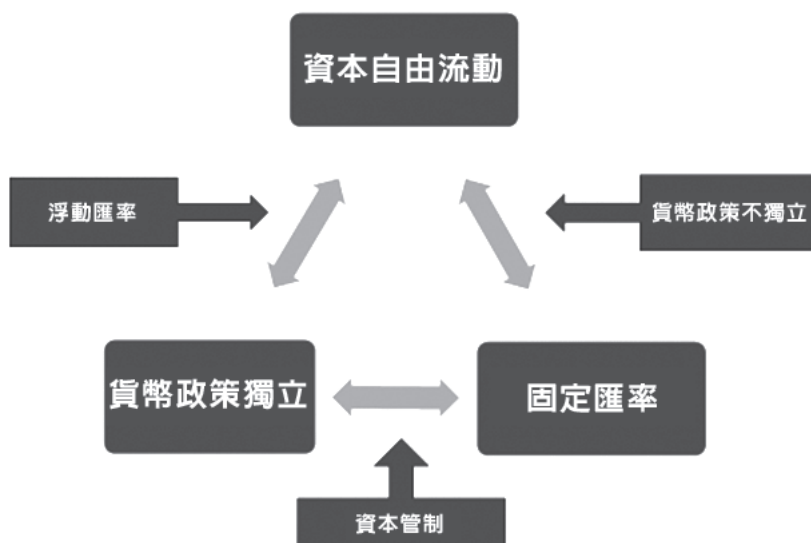


圖 1：「三元悖論」原則下之「不可能三角」圖示

資料來源：作者自行整理

根據圖 1 所示：任何國家無法同時追求獨立貨幣政策、固定匯率和資本自由流動這三個目標，大陸也只能在三個目標中選擇兩個。大陸目前有固定但可調整的匯率，想要保持貨幣政策獨立，還承諾放開資本賬戶。但這三項目標必定得捨棄一項，由於獨立貨幣政策是不可或缺的，大陸可能被迫在人民幣匯率和資本管理制度中二選一。如果大陸堅持放開資本賬

戶，它將不得不允許人民幣急劇貶值或者自由浮動。小幅貶值對抵消近幾年來快速的薪資漲幅將起不到多少抵銷作用，同時還會助長外界對人民幣進一步貶值的預期。而大幅貶值在政治上將是危險的，並且與當前經濟再平衡的政策相衝突。

因此，人民幣匯率形成機制改革的最終目標應是，穩步實現人民幣匯率的「清潔」浮動，²³ 使用更加市場化的匯率調控方式，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。具體而言，就是逐步放棄盯住美元，逐步取消對做市商報價的干預，使得做市商報價和最終報價的形成過程透明，取消浮動區間的管理，實行真正的、以市場供求為基礎的、參考一籃子貨幣的有管理的浮動匯率機制。在特殊情況下，央行可以採取市場化的手段對外匯市場進行干預，或者聯合其他國家進行聯合干預。

如果大陸選擇保人民幣匯率相對穩定，它將很可能不得不對外幣業務進行更嚴格的管制。²⁴ 然而大陸官方在加入 IMF 的 SDR 籃子後會持續加快資本帳的開放，要重回資本管制，將不符合 IMF 資本賬戶開放要求，但大陸目前要面對外匯儲備的持續下降問題。2014 年，大陸外匯存底達到 3.99 萬億美元的高峰後開始下降，至 2016 年，已下降至 3.2 兆美元左右的水準。近年來，大陸加強資本管制的傾向非常明顯，外匯業務管制已經收緊，銀行在外匯交易方面面臨新的限制；資金出境業務受到更仔細的檢查，大型對外投資案件審批加嚴。

根據相關研究，三個政策目標之間的關係是非線性的，其本身存在發展邏輯並且具有方向性，違背發展規律可能帶來經濟發展紊亂。其中，資本市場有管理開放是經濟發展的必然趨勢，是不可逆過程，在從封閉到開放的發展路線上，不同國家會根據其實際需要選擇兩條不同的發展路徑：大型主權國家選擇放開匯率波動從而保持一定的貨幣政策獨立性；小型開

²³ 吳念魯、楊海平，「加入 SDR 後的人民幣匯改」（2016 年 4 月 11 日），2016 年 11 月 25 日下載，《中央日報網路報》，http://cdnews.com.tw/cdnews_site/docDetail.jsp?coluid=113&docid=103632207&page=1。

²⁴ 根據國際貨幣基金組織（IMF）的數據顯示，大陸目前約 80% 的外幣業務實現了完全或者部分可兌換。

放經濟體選擇放棄貨幣獨立性從而保持匯率穩定。²⁵ 因此，大陸當局最近針對資本管制的措施，應是暫時的權宜措施。

未來隨著大陸經濟結構的轉變，內需比重上升，外需部門比重下降，伴隨人口紅利逐漸消失，就業壓力隨之下降，屆時人民幣匯率浮動對大陸經濟的衝擊程度將明顯減弱，同時企業實力及抵抗風險的能力也會提升，人民幣匯率浮動的風險會大幅縮減，這時人民幣邁向反映市場的浮動匯率制度將是水到渠成之事。²⁶

陸、結語

人民幣國際化道路設計的共同點，是把人民幣不可兌換性和中國大陸目前的金融發展作為人民幣國際化的主要約束條件。²⁷ 大陸當局在面臨約束的情況下，採取多元方式促進人民幣國際化，以跨境貿易人民幣結算和香港離岸人民幣市場的發展為核心，進行了人民幣國際化試驗。這是一個以貨幣功能為主導的過程，並表現出明顯的非均衡特徵。從企業的角度看，非均衡特徵體現了企業定價能力不足和中國大陸金融發展和開放的滯後，這進一步驗證了金融發展、人民幣匯率缺乏彈性、資本管制對微觀主體參與人民幣國際化的約束。非均衡特徵說明，目前的人民幣國際化是跛腳的，並沒有發揮企業避免匯率風險、國家減少外匯儲備積累的初衷。

未來，中國大陸將面臨經濟與金融領域的重大改革進程，完善金融體系改革將促進經濟增長，也有利於人民幣國際化進程的持續。鑑於大陸經濟近來出現好轉的跡象不多，要推動人民幣成為一種國際貨幣，要同時滿足增長和穩定的目標將倍加困難。這意味著既要讓人民幣保持穩定，又要允許市場力量決定匯率以順應經濟周期性的變化，這兩個目標是相互衝突

²⁵ 鄒新月、扈震，「貨幣政策、資本流動與匯率穩定『三元悖論』的修正及其檢驗」，金融論壇（北京），2015年第9期，頁18-27。

²⁶ 本段觀點得助於孫國峰，第一排：中國金融改革的近距離思考，頁379-385。

²⁷ 沙文兵、孫君、鄧業建，「人民幣國際化：近期文獻綜述」，經濟體制改革（成都），2012年第6期（2012年11月），頁141-145。

的。大陸央行要克制對人民幣匯率的干預，讓市場需求呈現人民幣的真正匯率，使投資或交易可以做出更正確的判斷。同時，透過「一帶一路」及「亞投行」等區域計畫，促進貿易、投資和人民幣進一步國際化，讓世界其他國家分享所帶來的溢出效益。

中國大陸對外貿易的近一半屬加工貿易，從其他東亞國家進口零組件，在境內組裝之後出口到歐美。部分亞洲國家的貨幣追隨人民幣的緊密程度已超過跟蹤美元的程度，這顯示人民幣可以用作這個合作生產鏈區域的「參考貨幣」。增加人民幣的使用會讓亞洲受益，可以在區域內貿易中提高貿易效率、降低匯率風險。因此，讓人民幣成為一種地區性貨幣而不是全球性貨幣，在執行面是務實可行的，加以中國大陸對東亞區域內大多數貿易夥伴都存在貿易逆差，可能出現的情況，就是中國大陸用人民幣進行支付結算，其夥伴國將持有人民幣作為儲備貨幣。隨著「一帶一路」計畫使更多人民幣流出中國大陸進行投資，人民幣將自然而然地成為一種更普遍的交易媒介。為實現這一日標，人民幣匯率應當更多地與亞洲貨幣聯動，而不是與美元聯動。掛鈎美元，意味著人民幣相對地區貿易夥伴國貨幣高估。一定程度的貶值是符合邏輯的，但貶值本該在過去 1 年裡通過一種漸進的、更靈活的匯率調整過程實現，而不是在短期內進行出人意料的調整。維持匯率穩定以促進人民幣成為儲備貨幣，在地區範圍內來講更具可行性。

與人民幣國際化共同展現的，必然是一個新的國際金融秩序，人民幣國際化的前景和國際金融局勢的發展是密不可分的。本文的分析主要是從大陸經濟發展的角度探討人民幣國際化的策略與方案（Scenario），其結果不免失之片面。因此，進一步的分析研究應考慮和美元的互動變化，這是人民幣國際化的關鍵影響因素；其次，與歐元、日圓、英鎊等二線國際貨幣的互動與消長，也不應忽略。