

# 反思人民币国际化的模式：日本的教训

中国社科院金融研究所 殷剑峰

载《国际经济评论》2011 年第 4 期

## 内容提要：

目下人民币国际化的实践似乎违背了政策的初衷。一则，随着人民币跨境贸易结算的发展，我们对美元风险的暴露不仅没有减少，反而不断增加；二则，滞缓的香港离岸市场发展正在引发了一个潜在、但愈发强烈的呼吁：迅速放开我们的资本项目。本文以日元国际化的教训为例，说明了“贸易结算+离岸市场/资本项目开放”的日元国际化模式之所以失败的原因：其一，除了政治、军事因素以及国内金融市场发展滞后之外，日本非金融企业缺乏国际竞争力、尤其是匮乏有影响力的跨国企业是日元贸易结算不能顺利推行的根本原因；其二，在国内金融改革尚未展开就急忙放开资本项目，这在当时造成了一个横跨在岸和离岸市场的“再贷款游戏”，并成为 1990 年日本泡沫危机和长期经济增长乏力的重要原因。以史为镜，本文建议，在国内金融改革实质启动并基本完成前，人民币国际化应该从激进、危险的“贸易结算+离岸市场/资本项目开放”模式转向渐进、稳定的“资本输出+跨国企业”模式。

**关键词：**国际化 人民币 日元

## Abstract

The current practice of RMB internationalization seems departure from the former considerations. First, in the process RMB settlement in the cross-border trade, our exposure to the risk of U.S. dollar is increasing rather than decreasing as we hoped before; second, the sluggish offshore market comparing with fast accumulation of RMB deposit in Hong Kong leads to a latent but strong appeal for opening up capital account of mainland. This paper takes lessons from Japanese Yen's internationalization to highlight the reasons for the failure of "trade settlement & offshore market/opening up capital account" model: first, in addition to political, military causes and underdeveloped domestic financial market, the fundamental factor for the difficulty of use of Yen in trade settlement is the noncompetitive non-financial business and lack of influencing

multinational corporations; second, quickly opening up of capital account before literally domestic financial reform results in a “re-lending game” between the onshore and offshore market which is the critical cause for 1990 bubble crisis and decades of economic slump. “History is the mirror for rise and fall”, as an old Chinese saying goes. This paper concludes with a policy suggestion: before completion of domestic financial reform, RMB internationalization should adopt the model of “capital output & development of multinational corporations” which is gradual but tried and true.

**Key words:** Internationalization, RMB, Japanese’s Yen

# 反思人民币国际化的模式：日本的教训

殷剑峰

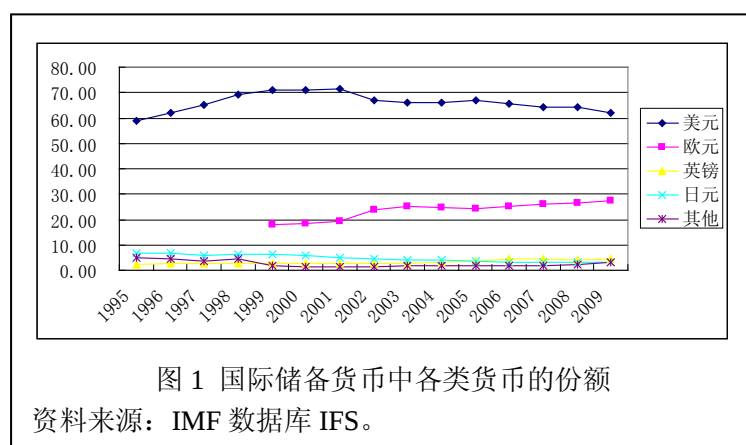
中国社科院金融所

## 1、以史为镜：日本人的雄心

中国有一句古话：以史为镜，可以知兴衰。今天，当全世界的人、尤其是那些磨拳擦掌准备大干一场的海外银行家们都在热议人民币国际化的时候，当世界银行乐观地预测人民币将最终与美元、欧元并驾齐驱的时候，特别是当我们中间一些人明显陶醉于这样的憧憬以至于想迅速、彻底地放开资本项目的时候，回顾一下当年日元国际化的经历或许有助于冷静我们的大脑。

日元国际化正式启动于 1984 年，其主要背景有两个：在美国方面，是希望压迫日本开放资本项目和国内市场；在日本方面，是日本经济的崛起所带来的挑战美国经济地位和美元地位的诱惑。也就是说，日元国际化来自于“威逼”和“利诱”。相比较之下，“利诱”的成分似乎更大一些，因为当时日本国内上下乃至国际上都弥漫着一种对日元极其乐观的情绪。

在 1984 年的一份报告中，日本财政部说道：“海外对日元持续国际化的兴趣在不断加强，这反映了我们的经济在世界上的重要地位……日元承担国际货币的角色不仅是重要的，也是必然的。”日本官方的信心十足，日本的学术界也是如此。在 1987 年由东京大学贝冢启明教授主持的报告中说道：“一些经济学家预测，日元最终将取代美元成为关键货币，就如当年美元取代英镑一样。”即使到了 1988 年，当日本人已经意识到他们落后的金融市场、较小的经济规模使得日元不太可能挑战美元地位的时候，日本财政部还是认为，尽管美元的主导地位不可能被削弱，但是，日元可以成为仅次于美元的第二大国际货币。（Shigeo Nakao, 1995）



今天，我们已经清楚地看到，在花费了巨大的代价之后——惨痛的 1990 年泡沫危机和随后延续迄今的经济乏力，日元确实成为了包括美元、欧元、英镑、瑞士法郎、澳大利亚元、韩元、港币等十多个国际货币中的一员，但是，从国际货币体系的层级结构看，日本人当年的雄心显然没有实现。

以国际货币的顶级角色——储备货币来衡量（图 1），日元在全部国际储备货币中的份

额由 1995 年的 6.78% 下降到 2009 年的 3.01%，低于英镑(4.29%)，更是远低于美元(62.17%)和欧元(27.3%)。以国际货币的其他功能（如作为经济和金融交易中的计价结算货币）来衡量，日元也要远逊色于美元、欧元乃至英镑。事实上，1990 年泡沫经济危机之后，日本学者就已经认识到：国际化后的日元至多是一种“载体货币”(transit currency)，其主要功能就是用于国际金融市场中的套利交易 (carry trade)。

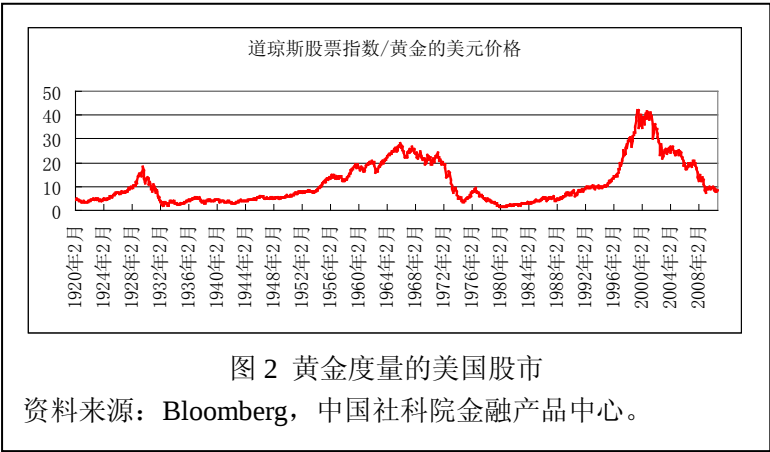
所以，对照日本人当年的雄心壮志，特别是考虑到日本人为此所付出的代价，我们今天下这样一个结论应该是合理的：日元国际化是失败的。

2、人民币国际化：两个重要考虑

在讨论日本人雄心破灭的原因之前，先将视线拉回到当前人民币国际化的实践。从官方的态度看，人民币国际化遵循着“少说多做”的原则，其起步的工具就是人民币跨境贸易结算。事实上，人民币跨境贸易结算也并非一个新鲜事务。早在上世纪 60 年代末、70 年代初，我们就开始推动人民币在与港澳、日本、英国、法国等贸易中的使用。在笔者看来，将人民币跨境贸易结算作为一种推动人民币国际化的工具，其背后有两个重要的考虑：

第一个考虑是关于美元贬值的风险。危机后，全世界都对现行以美元为绝对主导的国际货币体系表现出不满，尤其是金融危机后美国不顾及他国利益的美元滥发政策。这无疑会使得、也正在使得我们的巨额外汇储备暴露在美元贬值的风险中，而且，美元对新兴市场货币和大宗商品贬值的趋势在未来数年内似乎难以扭转。

在竞选美国总统时，奥巴马曾经指望利用新能源、低碳经济来实现他的“**We can**”目标。



但是，危机后的高失业率让他意识到制造业以及基于制造业的出口产业才是吸纳就业的主要渠道，而重振美国制造业的关键工具之一就是弱美元政策。刚刚公布的经济数据显示，美国 5 月份的失业率

由 4 月份的 9% 上升到 9.1%。高启不下的失业率意味着弱美元态势还将持续。如果依据两次石油危机后的经验，美国失业率从现在开始每年下降 0.5 个百分点，那么，失业率恢复到 2007 年 5% 的水平将需要 8 年时间。

如果采用时间序列更长的数据，我们会发现，美国经济可能已经进入了上世纪初以来第三次长周期的衰退期。我们知道，美国的股市是美国经济乃至美国主导下的世界经济的“晴雨表”，而黄金则是全世界投资者在经济萧条期间的终极选择，因此，用黄金的美元价格来度量美国股市就可以揭示出美国经济乃至世界经济的兴衰。图 2 显示，自上个世纪初以来，美国经济经历了三轮长周期：第一轮是在 1929 年大萧条前后，第二轮是在 1968 年布雷顿森林体系行将崩溃、两次石油危机即将来临前后，第三轮则是以网络信息产业股票最为疯狂的 2000 年为顶点。三轮长周期的顶点都相隔 30 年左右（如果抛去第二轮周期中的十年二战的话），这也就意味着，如果历史会重演（通常是这样），那么，至少在本世纪的第二个十年，美国经济的相对力量将依然处于衰落之中。

美国经济的衰落威胁到我们主要以美元定值的外汇资产，不过，也确实为我们提供了机遇：通过人民币国际化来彻底摆脱以美元定值的外汇资产，并建立一个多极货币支撑的国际货币体系。

第二个考虑就是希望通过人民币国际化来“倒逼”国内的金融改革。亚洲金融危机之后，国内外学术界已经基本达成了一个关于改革次序的共识（李扬，殷剑峰，2000）：实体经济部门的改革应该摆在所有改革的前面，其后是国内金融部门的改革（如放松金融市场管制、利率市场化等），最后才能是放开资本项目。即使是资本项目的放开，也需要结合国内实体经济部门和金融部门改革的进展，采取“先直接投资项目、后证券金融项目”、“先长期项目、后短期项目”的原则。（吴晓灵，2010）

遵循上述改革次序，一个基本的逻辑链条就形成了：为了实现人民币国际化这个伟大目标，我们需要放开资本项目，而放开资本项目的前提是推动国内的金融改革和金融发展。可以看到，中国的金融体系还是一个以传统银行业为主导的结构，金融市场非常落后，这使得我们即使放开资本项目、让人民币成为一个“国际化”货币之后，也难以以为国际投资者提供有深度、流动性好、多样化的投资和风险管理工具。

例如，中国的股票市场虽然市值位列全球第二，但是，由于我们舍不得放弃行政管制，2009 年中国大陆的上市公司数量只有 1700 家，同期，欧元区有 7459 家，印度 6408 家，美国 5179 家，日本 3656 家。在发行体制、交易机制不改变的前提下，近些年陆续推出的所谓“中小板”、“创业板”也是弊端重重、令人诟病。债券市场方面，虽然自 2005 年人民银行推出短期融资券、特别是采纳市场化发行管理机制后迅速发展，但是，由于起步晚以及“一行三会”、发改委、财政部等共同组成的多头分散管理/打架的体制，2009 年中国的债券市值只占同期全球债券市值（不含离岸市场）的 4%，同期美国、欧元区、日本分别占 39%、22%

和 18%；至于金融衍生品，中国只是刚刚处于萌芽状态。（殷剑峰，2011）

所以，按照改革次序的共识，如果能够借人民币国际化的“东风”，大力推动国内金融改革和金融市场的发展，那将极大地改变中国金融业的面貌，并为实体经济的结构调整奠定坚实的金融基础。

### 3、人民币国际化：实践中遇到的两个问题

自 2009 年 4 月份人民币跨境贸易结算试点以来，人民币国际化取得了非常初步、但引人瞩目的进展。不过，迄今为止的实践似乎正在背离我们的初衷。这表现在两个方面：

第一，单向的“货币替代”似乎正在使我们暴露在更多而不是更少的美元风险之中。

2009 年以来的人民币跨境贸易结算中，多数是进口贸易。例如，在 2010 年 5000 亿元左右的贸易结算额中，80%的贸易结算、即约 4000 亿元人民币是进口贸易。进口贸易采用人民币结算意味着原先进口购汇的美元需求减少，相应的，这也意味着人民银行原先可以减少的外汇储备没有减少。

这种强币（人民币）替代弱币（美元）的现象在上个世纪 80 年代的拉美普遍发生过，只不过当时是美元替代当地货币。然而，与那时的情形不同的是，人民币只是在进口方“单向”地替代了美元。其极端结果是，即使中国的对外贸易实现了平衡（进口等于出口），如果进口普遍采用人民币，出口依然使用以美元为主的外币，中国的外汇储备还会不断增加。考虑到在现行货币发行体制下，外汇资产构成了央行的主要资产，因此，外汇储备的增加又对应着基础货币投放的增加和国内流动性的泛滥。

对于人民币贸易结算过程中的单向货币替代现象，一部分是因为在试点过程中，我们对人民币进口贸易结算放的较开，却对人民币出口贸易结算限制较严：根据 2010 年 6 月的《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，人民币进口贸易结算可由 20 个省的所有企业办理，但人民币出口贸易结算仅限于 16 个省的试点企业。不过，其根本因素恐怕还在于我们出口企业的谈判力量较弱，缺乏定价权乃至结算货币选择权。

第二，香港人民币离岸市场的滞后似乎正在“倒逼”资本项目开放而非“倒逼”国内金融改革，从而有可能违背了我们关于改革次序的共识。

由于人民币跨境贸易结算主要发生在进口方，并且主要是经过香港，因此，近些年来香港积蓄了大量的人民币存款。至今年 3 月底，在港人民币存款规模已逾 4500 亿元。而且，根据过去一年的发展速度，业内普遍预测年底人民币存款规模可轻松突破万亿。与此同时，香港人民币离岸市场的发展却非常滞缓。自 2007 年以来，全部人民币债券发行额也不到 1000

亿元。加之这些债券通常为两年以内的短期债券，存量人民币债券规模更是大打折扣。在债券市场之外，以人民币计价的结构化金融产品和信托产品虽屡有创新，但规模微不足道。

在港人民币存款的飙升和人民币离岸市场发展的滞后使得人民币资金的收益率远低于内地，并由此引发了一个潜在、但愈发强烈的呼吁：为了推动离岸市场发展进而推动人民币国际化，大陆应该尽快放开资本项目管制，以让香港人民币资金回流至大陆，从而形成一个双向流通机制：以人民币进口贸易结算为主的输出、以人民币离岸市场资金回流为主的输入。事实上，除了金融机构和在港人士之外，国内的一些资深学者近期也提出要加快资本项目的开放（谢平，2011）。

实际上，当前人民币国际化实践中的两个问题，在当年日元国际化的过程中也表现得非常突出，尽管形式略有不同。随后我们将看到，日元国际化的失败也正是因为在这两个问题上载了跟头。

#### 4、日本人的教训之一：低下的日元贸易结算地位

在上世纪 80 年代日元国际化的过程中，遇到的第一个难题就是本币在本国对外贸易中使用的比例太低。日本推动日元贸易结算的努力早于其正式宣布日元国际化。两次石油危机后，为规避汇率风险，日本就开始逐渐推行本币结算。在 1980 年（Hiroo Taguchi, 1982），日元结算在本国出口贸易和进口贸易中分别只占到 31% 和 4%，远低于同期美国（85%、60%）、英国（76%、33%）和德国（83%、45%）。到 1989 年（Shigeo Nakao, 1995），即日本官方正式宣布日元国际化 5 年后，日元结算在本国出口和进口贸易中的比重也只有 37% 和 15%。此后，随着泡沫危机的爆发和持续的经济低迷，这两个比重迄今也未见起色。

对于日元在日本对外贸易中使用较少的现象，存在两个似是而非的观点。第一个观点是，由于日本出口导向的经济发展模式，使得日本企业对海外市场过于倚重，以至于丧失了贸易中的谈判能力。然而，事实是：在整个 80 年代，日本的出口占 GDP 比重、净出口占 GDP 比重以及贸易依存度等三个指标都接近美国、远低于德国，到了 1990 年，日本的贸易依存度甚至已经低于美国。

表 1 三国经济外向度比较（单位：%）

|         | 1980 年 |      |      | 1990 年 |      |      |
|---------|--------|------|------|--------|------|------|
|         | 日本     | 德国   | 美国   | 日本     | 德国   | 美国   |
| 出口/GDP  | 13.5   | 25.2 | 10.1 | 10.4   | 30.7 | 9.5  |
| 净出口/GDP | -0.9   | -2.2 | -0.5 | 0.9    | 2.7  | -1.3 |
| 贸易依存度   | 27.9   | 52.6 | 20.6 | 19.9   | 58.6 | 20.4 |

资料来源：根据 IFM 数据库 IFS 计算

第二个观点是，日本独特的贸易模式阻碍了日元在进口和出口贸易中的使用。以 1989 年日本的贸易结构为例（表 2），在按产品类别划分的进口贸易中，中间品、能源和原材料

| 表 2 1989 年日本的贸易结构（单位：%）  |      |        |      |
|--------------------------|------|--------|------|
| 进口产品结构                   |      | 出口区域结构 |      |
| 中间品                      | 47.6 | 欧美     | 54.4 |
| 能源和大宗商品                  | 49.6 | 亚洲     | 29.5 |
| 其他                       | 2.8  | 其他     | 16.1 |
| 资料来源：Shigeo Nakao, 1995。 |      |        |      |

分别达到 47.6 % 和 49.6%；在按出口区域划分的出口贸易中，欧美占了 54.4%。所以，日本的贸易结构表现为从发展中

国家进口中间品、原材料，加工后出口到发达国家。由于发达国家（欧美）的货币本身就是强币，日元难以在出口贸易中发挥作用；同时，由于发展中国家普遍采用盯住美元体制以及日本企业为了规避频繁波动的汇率风险，进口方也多使用美元。

与第一个观点相比，第二个观点似乎更有说服力，但事实上，由劳动力成本、资源禀赋和技术水平的差异所决定的比较优势，以及发达经济体间的分工合作，使得几乎所有的发达国家都存在类似的贸易结构。那么，日元难以在贸易中使用的根本原因是什么呢？

阻碍日元使用的第一个原因在于“二元经济”造成的一系列后果。日本学者很早就意识到日本实际上是一个“二元经济”：一方面是只占全部企业数量 0.1% 的少数大型企业，这些企业仅仅雇佣了全部雇员的 12.1%，但在经济上得到财阀体制、在金融上得到主银行体制、在政治上得到官僚体制的庇护；另一方面，则是在各个领域都受到抑制的大量中小企业。

日本的中小企业在国际市场难有作为——这自不待言，日本的大型企业也缺乏竞争力。例如，在 1990 年的《财富》杂志排行榜上，日本的丰田汽车、尼桑汽车、本田汽车、NEC 虽然在销售额上排名第 6、17、30、32，但是，其这些企业的净利润只分别排到第 12、64、74、123 名，《财富》排行榜中日本企业的净利润/销售收入比美国企业低 50% 左右。显然，日本企业更看重的是量的扩张（销售收入的增加）、而非质的改善（效益/利润的增加）。这种倾向加上国内“二元经济”引发的收入分配结构问题和国内消费不振，最终导致日本的大型企业极其依赖海外市场，进而丧失了谈判定价的能力。

阻碍日元使用的第二个原因在于日本没有利用当时富裕的资本拓展对外直接投资，并建立以本国的跨国企业为核心的全球产业链。在国际市场中，谁掌握了从资源采集到中间品分包再到最终品销售的生产链条，谁就拥有了资源配置和利润分配的权力，更不用说去决定在这样的链条中应该使用何种货币结算了。

在日美的贸易关系上，是美国企业而不是日本企业控制了这样的链条。在上世纪 80 年

代，美国企业通过直接投资在日本开展了大量的代工生产（Original Equipment Manufacturing, OEM），其中，美国企业掌握销售品牌、销售渠道和核心技术，在日本的企业则负责加工生产。例如（Shigeo Nakao, 1995），当时 IBM 的个人电脑总成本为 860 美元/台，其中向日本代工企业支付 625 美元/台，而在美国的零售价格是 2000 美元/台。无疑，在这种不对称的地位下，很难想象日本的代工企业可以要求他们的 IBM 老板用日元结算。

表 3 日、美两国国际投资头寸的资产方比较（单位：十亿美元）

|      | 日本       |          | 美国       |           |
|------|----------|----------|----------|-----------|
|      | 1984     | 1990     | 1984     | 1990      |
| 直接投资 | 38（11%）  | 201（11%） | 348（29%） | 617（28%）  |
| 证券投资 | 88（26%）  | 596（32%） | 89（7%）   | 342（16%）  |
| 其他投资 | 188（55%） | 981（53%） | 663（55%） | 1045（48%） |
| 储备资产 | 27（8%）   | 80（4%）   | 105（9%）  | 175（8%）   |
| 总资产  | 341      | 1858     | 1205     | 2179      |

资料来源：根据 IMF 数据库 IFS 计算；注：括弧中数字为相应项目的占比。

那么，日本为什么不去建立自己的跨国企业生产链呢？毕竟，日本当时已经有了迄今依然知名的大型企业。日本的大型企业确实在海外进行了大量生产性投资，但是，日本主要的资本输出并非用于购买资源和建立覆盖全球的生产链条，而是拿去进行金融投资/投机了。

从 1984 年和 1990 年日、美两国国际投资头寸的资产方来看（表 3），与美国相比，日本对外的直接投资显然不是重点：直接投资在日本全部的对外全部资产中只占到 11%，在美国则达到 28%。即使在日本占比不高的对外直接投资中，其主要构成也不是用于购买资源、技术和建立如美国那样的 OEM，而是用于购买美国的房地产（Shigeo Nakao, 1995）。1984 年日元国际化后占比显著上升的是证券投资和其他投资，其中，前者主要是投向了欧美的证券市场，后者则以日本银行业的对外投资为主——这部分投资与我们后面将要谈到的“再贷款游戏”有关。

另外一个值得关注的现象是，在日本的对外证券投资中，其主要载体也是非日元的工具。这让当时的美国学者看来是如此不可思议（Shigeo Nakao, 1995）：“日本人正在被迫承担巨大的风险。这与其富裕的英国和美国前辈不同……英国人简单地在殖民地创造了一个英镑区，而美国人则建立了一个能够让他们的跨国企业得以运转的欧洲美元世界。”

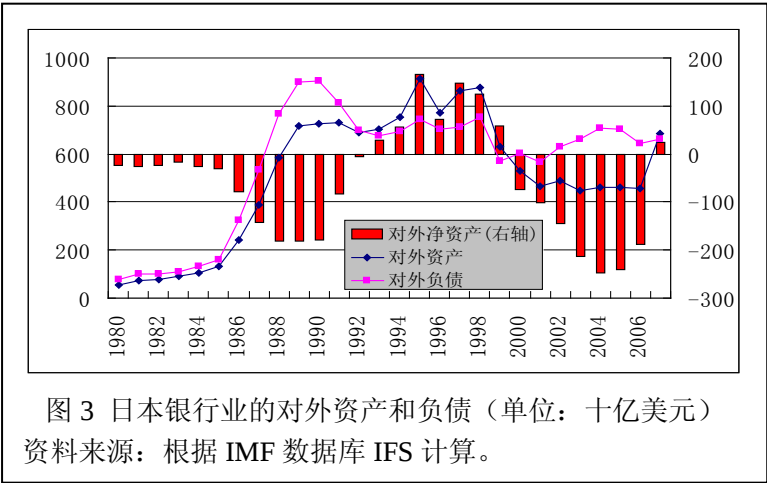
阻碍日元使用的第三个原因同日本金融改革滞后乃至日本金融衍生品市场落后有关。日元在日本进口贸易中使用的比重较少（这与我们不同），其中一个关键因素在于能源、大宗商品占了日本进口的 50%（参见表 2）——这些都是以美元定价的。我们今天已经清楚地看到，国际能源和大宗商品的定价权是由纽约（和伦敦）商品期货交易所以及依托于此的发达

的场外衍生品市场所掌握的，而纽约金融中心则是在两次石油危机之后从石油输出国组织那里夺得了这样的权力。日本二流的军事力量、三流的政治地位和不入流的金融发展水平决定了日元不可能在这些战略物资的交易中取代美元的地位。

5、日本人的教训之二：离岸市场和在岸市场间的“再贷款游戏”

日元国际化的第二个教训就是在国内金融改革尚未真正展开的时候，就急匆匆地放开了资本项目。日本国内主要的金融改革措施（利率市场化、债券市场管制放松、股票市场“大爆炸”改革、废弃主银行体制等）都发生在泡沫危机爆发后的 1993 年、1994 年和 1997 年，在正式宣布日元国际化的前后，日本采取的主要“改革”措施实质上都是些资本项目开放的措施，如 1983 年和 1984 年的欧洲日元贷款业务、1984 年的日元汇兑管制放开等等，而当时日本的金融体系还是一个行政管制盛行的主银行体制。

在国内实施金融管制、资本项目完全放开的背景下，在日元的离岸市场和在岸市场之间，就上演了一出日后被日本学者称作“再贷款”的游戏（Re-Lending Game）（Shigeo Nakao，1995）：日本的富裕资金从在岸市场流到离岸市场，然后又从离岸市场回流到在岸市场。简单地说，就是日本人“自己人玩着自己的钱”。在这场游戏中，主角是日本的银行业。观察 80 年代日本国际投资头寸资产方的“其他投资”和负债方的“其他负债”（其中日本银行业

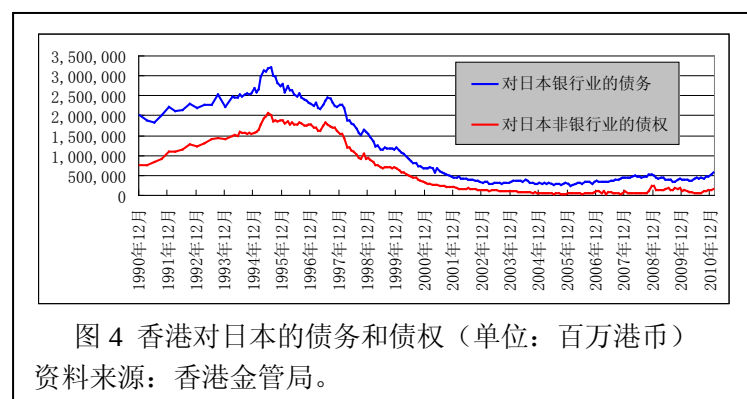


的资产和负债占据了绝大多数），我们可以发现（图 3），1984 年正是资金大进大出的起点。在 1984 年到 1990 年间，日本银行业的对外资产由 1050 亿美元飙升到 7250 亿美元，同期，日本银行业的对外负债则从 1300 亿美元飙升到

9040 亿美元，净流入的资金从 250 亿美元飙升到 1800 亿美元。

在日本“再贷款”的游戏中，包括伦敦和香港在内的离岸市场构成了资金进出的重要通道。以 BIS 统计的报告银行数据为例，1990 年，日本对在伦敦的银行机构（主要是日本银行业在伦敦的分支机构）的净负债是 1122 亿美元，而对其他离岸市场中的银行机构的净负债是 2405 亿美元，分别占到 1990 年日本对报告银行负债的 29% 和 62%。在离岸市场中，

香港显然是一个重要的组成部分。图 4 显示，香港对在日本的银行机构的负债与对在日本的非银行机构的债权高度协同，这反映了日元资金从日本的银行业流出到香港，随后又再次回流到日本的企业部门。直到亚洲金融危机爆发后，通过香港的日元再贷款游戏才偃旗息鼓。



对于日本再贷款游戏的结局，今天我们已经看得很清楚：第一，流出的资金再次回流到国内弊端重重的股票市场和地产市场，成为推动 1990 年泡沫危机和随后长期经济萧条的重要原因；

第二，在面临 1990 年泡沫危机和 1997 年亚洲金融危机的双重打击后，日元离岸市场的发展以及在很大程度上基于此的日元国际化进程陷入倒退。问题在于：为什么日本会在国内金融改革前放开资本项目，从而任由这种再贷款游戏的发展？

首先，日本开放资本项目和日元国际化是在美国人的压力下进行的，而美国的威逼利诱只是希望日本向其开放金融市场，并不是真的希望日本进行金融改革，更不是希望日元能够因此而挑战美元的地位。

例如，许多美国学者已经意识到（Shigeo Nakao, 1995），日本银行业在海外的扩张（日元离岸市场的发展）只是因为日本国内的金融管制，不会对美国产生威胁。至于日本的金融改革，美国学者曾经说道：“美国财政部一直在要求日本对其金融市场实施自由化改革，并放弃金融卡特尔……美国人们必须认识到，日本的资产膨胀有助于保护美元……”日本的学者也并非没有意识到这个问题：“日本的金融体系越开放<sup>1</sup>，MOF（日本财政部）就越不可能让华盛顿享受低储蓄率的好处和实施不负责任的财政政策。”

既然日本学者也意识到改革的重要性，那么，为什么什么事情都没有发生呢？其一，长期的财阀体制、主银行体制和官僚体制造就了强大的利益集团，这些利益集团反对着眼于长远的根本改革；其二，停滞的国内改革和迅速的资本项目开放也让几乎全体的日本人享受到了近在眼前的好处，从而忘却了改革的必要性。例如，日本股票市场中财阀之间、财阀与主银行之间的相互持股使得股票价格能够维持在一个较高的水平，并且，少量的资金就可以将少量的流通股票乃至整个股市炒到高位。高昂的股市肯定不会被日本民众所反对，同时，坚

<sup>1</sup> 实际上应该是“改革”，日本人一直没有分清“改革”和“开放”的差异，正如现在一些中国学者那样。

挺的股市也让日本的大银行和大企业更容易在离岸市场上筹资：在泡沫危机爆发前，与股价链接的金融产品（如可转换股）成为日本银行和企业的主要融资工具。

## 6、“贸易结算+离岸市场”的日元国际化模式适用于人民币吗？

总结日元国际化的模式，那就是“贸易结算+离岸市场发展（资本项目开放）”。如果说这种模式在日本没有成功，那么，在中国会有所不同吗？

表 4 2009 年中国对外贸易的区域结构（单位：%）

|        | 进出口   | 出口    | 进口    | 净出口    |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 美国     | 13.51 | 18.38 | 7.70  | 73.24  |
| 欧元区和英国 | 13.97 | 16.57 | 10.87 | 45.91  |
| 日本     | 10.36 | 8.14  | 13.01 | -16.88 |
| 亚洲     | 34.81 | 25.35 | 46.12 | -81.41 |
| 中国香港   | 7.92  | 13.83 | 0.87  | 80.48  |
| 非洲     | 4.13  | 3.97  | 4.31  | 2.25   |
| 其他欧洲地区 | 3.18  | 3.47  | 2.83  | 6.76   |
| 前苏联地区  | 2.18  | 1.98  | 2.41  | -0.24  |
| 拉丁美洲   | 5.52  | 4.75  | 6.44  | -3.92  |
| 北美其他地区 | 1.35  | 1.48  | 1.20  | 2.89   |
| 大洋洲    | 3.06  | 2.07  | 4.24  | -9.06  |

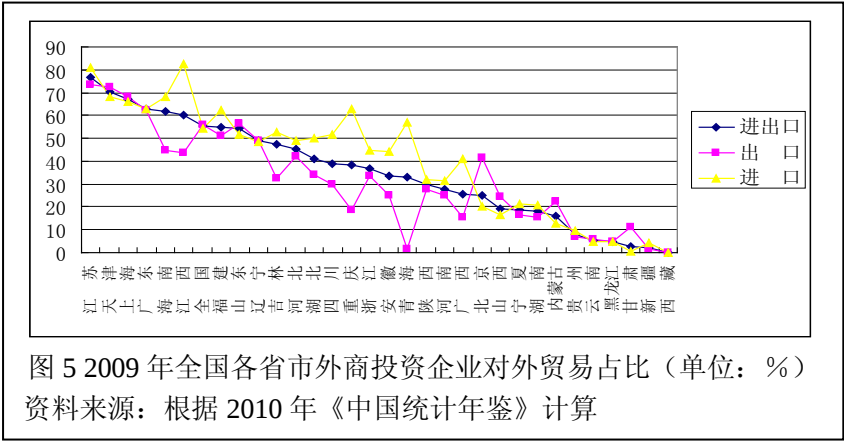
资料来源：根据 2010 年《中国统计年鉴》计算。注：“亚洲”不包括日本和中国香港。

首先来看通过贸易结算推行人民币国际化的可能性。根据中国对外贸易的区域结构（表 4），美国、欧元区和英国、日本等储备货币发行国占到中国对外贸易的 37% 左右，如果将香港算进去（因为对香港贸易主要是转口贸易，且以出口到欧美为主），则中国对外贸易中的 45% 左右是与强势货币国和盯住强势货币的地区（香港）进行的——这部分贸易显然难以推行人民币结算。

非洲、前苏联地区、大洋洲（主要是澳大利亚）虽然不拥有强势国际货币，但是，与这些地区的贸易主要是以资源类的大宗商品——在这部分贸易中推行人民币结算也并不容易，因为这些商品的国际定价和交易结算货币同样是美元这样的强势货币。

剩下的就是不包括日本和中国香港的其他亚洲地区了，在这些地区推行人民币结算似乎大有可为：一则我们与这些地区的贸易量巨大，二则因为我们对这些地区的进口大于出口，总体上呈现出逆差状态。然而，如果再观察一下我们对外贸易的企业结构，就可以发现，我们面临着当年日本类似的困境：由于 IBM 这样的美国企业主导了全球的生产链条，日本难以获得日美贸易中的定价权和结算货币选择权。

根据 2010 年《中国统计年鉴》计算，在 2009 年的全国对外贸易中，外商投资企业在全部进出口贸易、出口贸易和进口贸易中分别占到 55.2%、56.0%和 54.2%。外商投资企业显然主导了我国的对外贸易，并且，外商投资企业也是贸易顺差的主要贡献者：在全部净出口中占到 64.7%。分省和直辖市来看（图 5），我们可以发现，各地区外商投资企业在出口和



进口贸易中的比重与其在当地全部进出口贸易的比重高度吻合。换言之，我国对外贸易的企业结构表明，我们的对外贸易是由外商投资企业主导的全球产业链的一部分。

再来看离岸市场发展以及背后的资本项目开放。由于我们尚没有像日本人那么做，这里只能推测了。并且，由于人民币离岸市场主要集中在香港，也就以香港为例。观察香港的资金流动，我们可以发现，事实上香港早就中国大陆“再贷款游戏”的通道了，只不过这样的“游戏”尚属健康，且受到控制。以香港的直接投资为例（表 5），在香港历年的外来直接投资和对外直接投资中，中国内地和英属维尔京群岛都位列前二位，两者占比达到 70%和 80%以上。

表 5 香港国际直接投资头寸分地区占比（单位：%）

|        | 对象      | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------|---------|------|------|------|------|------|
| 外来直接投资 | 中国内地    | 31.4 | 35.1 | 40.7 | 36.5 | 36.4 |
|        | 英属维尔京群岛 | 31.3 | 33.8 | 36.6 | 32.3 | 32.4 |
| 对外直接投资 | 英属维尔京群岛 | 44.0 | 46.9 | 47.8 | 43.8 | 43.8 |
|        | 中国内地    | 40.4 | 40.2 | 43.4 | 44.4 | 42.3 |

资料来源：香港金管局，中国社科院金融产品中心。

考虑到香港是一个股票市场发达、债券市场落后的金融中心，我们再来看一下香港股票市场的情况。表 6 显示，在香港上市公司中，中国背景公司（H 股和红筹股）数量占到近 2 成，而市值在 2010 年达到了 47%。从香港股市投资资金来源看，公开数据反映有 12%来自于中国大陆。

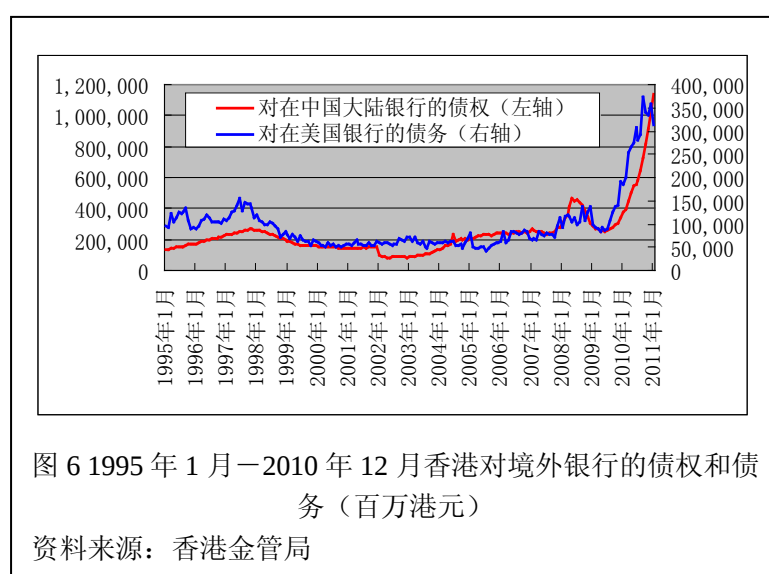
表 6 香港联合交易所主板市场上中国背景公司数量及市值

| 2010 年上 | 中国背景公司数 | 数量占比 (%) | 市值 (10 亿港元) | 市值占比 (%) |
|---------|---------|----------|-------------|----------|
|---------|---------|----------|-------------|----------|

|                 |     |       |        |      |
|-----------------|-----|-------|--------|------|
| 上市公司            | 225 | 18.1  | 9811.7 | 46.9 |
| 2008—09<br>资金来源 | 美国  | 英国及欧洲 | 中国内地   | 其他   |
|                 | 36% | 34%   | 12%    | 18%  |

资料来源：香港金管局，中国社科院金融产品中心。

所以，香港事实上已经在很大程度成为一个资金由大陆流出再从香港回流到大陆的通道。只不过与当年日元国际化所不同的是，在资本项目管制的情况下，这样的资金流动是受控的，并且，受益的主要是大陆的实体经济部门。由此也可以看到，没有大陆的资金供给和资金需求，香港不可能拥有现在的金融中心地位。不过，在人民币国际化的背景下，这里也产生了一个悖论：通过香港的如此庞大的直接投资和股票投融资基本都是以美元或者美元的



附属物——港币进行计价、交易和结算的，人民币被排除在外，这种状况显然有悖于香港对人民币国际化的热心。

关键的问题是，如果大陆放开资本项目，香港会否扮演如同当年日元“再贷款游戏”那样的通道？从香港直接投资和股票

市场的情况看，答案应该是：非常可能。事实上，此次全球危机后，大陆所体会到的“热钱”压力，其中相当部分可能就来自香港银行业的贡献。图 6 显示，从 2009 年初到 2010 年底，香港对在美国银行的负债从 1000 亿港元左右飙升到 3500 亿港元左右，同期，香港对在中国大陆银行业的债权由 3000 亿港元左右飙升到 10000 亿港元。对于这种异常的资金流动，我们很难用正常的经济、金融因素予以解释。总之，至少笔者相信，如果短期内放开资本项目，那么，随之而来的巨额资金流出、回流游戏将为在港银行家们带来又一场饕餮盛宴。

## 7、简短的结论：“资本输出+跨国企业”或是正道

本文的结论应该很简单：日元国际化的模式是失败的，它也同样不适用于人民币的国际化。事实上，翻开历史，我们还从来发现哪个储备货币国是以“贸易结算+离岸市场”的模式取得成功的。

历史告诉我们（宋则行和樊亢，1998；艾肯格林，2009），除了特殊的欧元模式（若干主权国家采用同一货币）之外，在英镑和美元成为国际关键货币的过程中、特别是国内金融市场尚未充分发展的初始阶段，都采用的是“资本输出+国际卡特尔/跨国企业”模式。“资本输出”，在金融形态上输出的是以本币或者比本币更可靠的黄金定值的信用，在物质形态上输出的是资本货物和技术。例如，在一战前英国对其殖民地附属国的资本输出，一战和二战期间美国对交战国的资本输出以及二战后美国的马歇尔计划。“资本输出”必然带来随后的“回流”，这样的“回流”在物质形态上是原材料、中间品和低端最终品，在金融形态上是以本币或黄金定值的债务本息。在“资本输出”和随后的“回流”中，本国的企业集团（国际卡特尔）或者跨国企业则是组织资源配置、生产、销售和定价的核心。

历史同样告诉我们（Levish, 2002），离岸市场的发展不是本国货币成为国际关键货币的因，而仅仅是果。在本国货币国际化的过程中、尤其是初始阶段，它显然不可能发挥重要的作用。在这方面，我们已经看到，日元离岸市场的发展无疑是一大败笔。以美元离岸市场为例，其发端于上世纪 50 年代，大发展于 70 年代，而美元早已经在 1945 年的布雷顿森林体系中取代了英镑。即使是最近十年迅猛发展的欧元离岸市场，它也同我们今天想要发展的香港人民币离岸市场存在着本质的不同：货币统一为欧元区国家创造了一个庞大的跨国金融市场，在这个市场中，80%左右的债券发行都是欧元区成员国，因为欧元区内的一国经济主体在另一国发行的债券都被统计为离岸市场发行。换言之，欧元离岸市场本质上是一个在岸市场。欧元的崛起不是因为离岸市场，而是因为货币统一后创造的庞大在岸市场。

以史为镜，这里提出四个问题供思考：第一，人民币国际化是我们的终极目的，还是达到终极目的的手段之一？第二，人民币国际化应该采取什么模式？第三，在国内金融改革远未完成的时候，我们能够为了国际化而贸然放开资本项目管制吗？第四，在人民币国际化的过程中，香港究竟应该扮演何种角色，盯住美元的港币扮演的是何种角色？

无论如何，虽然前路漫漫，但是，只要遵循我们关于改革次序的共识，采取正确的模式，循序渐进，我们相信，人民币必将成为多极货币体系中的关键一极。毕竟，与全世界 1/60 的人使用的货币（日元）相比，全世界 1/6 的人使用的货币（人民币）更应该、也更有可能是世界货币。

#### 参考文献：

艾肯格林，2009：《资本全球化》，上海人民出版社，彭兴韵译

李扬，殷剑峰，2000：“开放经济的稳定性与经济自由化的秩序”，《经济研究》，2000 年 11

期

宋则行, 樊亢, 1998: 《世界经济史》, 经济科学出版社

吴晓灵, 2010: “积极推进人民币有控制的可兑换”, 博源基金会课题项目报告

谢平, 2011: “人民币资本项目可兑换可以加快”, 金融四十人论坛内部讨论稿

殷剑峰, 2011: “中国金融发展水平的国际比较与上海国际金融中心建设”, 《金融评论》2011  
年第 1 期

Hiroo Taguchi, 1992: A survey of the internationalizational use of the yen. BIS.

Levich, R, 2002: *International Financial Markets: Prices and Policies*. 机械工业出版社

Shigeo Nakao, 1995: *The Political Economy of Japan Money*, University of Tokyo Press.