

No. 2319

研究报告

IMI

# 如何应对人民币国际化 进程中的宏观金融风险？

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 如何应对人民币国际化进程中的宏观金融风险？<sup>1</sup>

随着人民币国际化进入新的发展阶段,中国经济和金融参与全球市场的程度日益提高,对国内货币当局的宏观金融管理提出了更高的要求。由于国际贸易、国际金融交易和各国官方外汇储备中的人民币份额发生了从无到有、由低而高的变化,进而中国的跨境资本流动逐步呈现出不同于以往的全新特征,使得货币当局必须重新考虑宏观金融政策目标的选择问题,同时必须高度重视跨境资本流动和政策调整对国内金融风险的诱发机制,全力防范和化解极具破坏性的系统性金融危机。因为开放经济的经典理论告诉我们,伴随货币国际化水平的逐渐提高,货币发行国将不得不在三大宏观金融政策目标中做出重新选择;而根据历史上德国和日本的政策实践经验可知,不适当的政策选择路径很可能通过跨境资本流动复杂的诱发机制导致国内金融风险情况极度恶化,显然宏观金融管理失误的后果只能是货币国际化半途而废。

人民币国际化战略的目标远大,但道路漫长。为了使新阶段的人民币国际化继续顺利发展,当务之急就是审慎进行宏观金融政策调整,准确识别和监控在此过程中可能出现的宏观金融风险,并尽早搭建起有效防范系统性金融危机的政策框架。本章首先从经典理论命题和历史经验出发,对德国和日本在其货币国际化过程中的宏观金融政策调整及其影响进行深入分析,从中挖掘可咨借鉴的经验和教训;其次探讨进一步人民币国际化必须面对的宏观金融风险表现,当前集中于人民币汇率波动和汇率管理难题,未来主要是跨境资本流动引起的系统性风险升高;最后提出要基于国家战略的视角进行宏观金融风险管理,并以此助推人民币国际化最终目标的顺利实现。

## 一、国际货币发行国的宏观金融政策选择

### (一) 开放经济的经典理论与政策选择策略

蒙代尔不可能三角理论表明,资本完全自由流动、货币政策独立性和固定汇率制度三者之间只能选择其二,必须要放弃另一个目标。其后,克鲁格曼对此理论

---

<sup>1</sup> 本文节选自《人民币国际化报告 2016——货币国际化与宏观金融风险管理》第四章《人民币国际化的宏观金融风险》,该部分的课题负责人为:王芳、涂永红、赵然、付之琳、姚瑜琳。

进行了拓展，结合 1997 年亚洲金融危机的形成机理提出“三元悖论”假说，开放经济体货币当局的政策选择策略包括以下三种。策略 I：放开资本账户，允许资本自由流动并保持汇率稳定，但必须放弃货币政策的独立性。策略 II：放开资本账户，允许资本自由流动并保持货币政策的独立性，但必须放弃固定汇率体制，允许汇率浮动。策略 III：维持汇率稳定并保持货币政策的独立性，但必须放弃资本自由流动，实施严格的资本管制。克鲁格曼对“不可能三角”理论的拓展工作主要体现在对资本管制情形下的策略选择，即资本管制可以保证一国同时自主决定本国利率水平并同时维持汇率稳定，资本管制可以通过牺牲资本的流动性来人为地消除影响汇率和利率波动的各种经济因素。

然而，随着中国经济对外开放程度的不断提高和人民币国际化程度的加深，货币当局有必要审慎考虑对宏观金融政策组合进行适当调整。作为全球第二大经济体，中国不可能完全放弃本国货币政策自主权——这意味着未来政策调整时策略 I 已经被排除。那么，是否应当采取策略 II？以何种方式向策略 II 演进？怎样确定政策调整时机以及如何管理政策调整过程中出现的宏观金融风险？国际金融经典理论对此没有给出直接答案，但在本币国际化进程中曾面对相同问题的德国和日本提供了不同的政策实践经验，值得参考借鉴。

## （二）德国和日本的历史经验及其启示

第二次世界大战后，德国和日本都开始重建经济。两国经济和金融市场的崛起几乎是同步的，但是由于在开放过程中宏观金融政策选择上的差别处理，导致两国货币国际化成果大相径庭。以在全球官方外汇储备中的份额为例，德国马克从 1973 年不到 2% 稳步上升至欧元诞生之前的 13%；日元却像坐过山车一般，从 20 世纪 70 年代初的 0.5% 提高到 1991 年的巅峰水平 8.5%，但随后即快速下滑，到 2015 年底已回落到 4.8%。

**德国方面**，20 世纪 50—60 年代，经济增长迅速，经常账户和资本账户的双顺差，德国选择策略 I，放开对资本流出的管制。但是由于布雷顿森林体系实行固定汇率制度，伴随着资本账户的全面开放，德国逐渐丧失了货币政策的独立性。60—70 年代，德国想要重新获得货币政策独立性，于是重启资本管制，逐渐向策

略Ⅱ过渡。80年代以后,德国马克已经成为真正意义上的主流国际货币,继续追求汇率和货币政策的稳定,完全实现策略Ⅱ,资本账户完全开放。

**日本方面**,20世纪60—70年代允许汇率自由浮动,放开直接投资,伴随着布雷顿森林体系崩溃,国际资本的大规模流动,日元进入快速升值通道,为了应对经常账户顺差的下降,日本政府再次降低对资本流入的限制。80年代日本的资本账户开放由直接投资扩大至证券投资和其他投资,基本实现了资本项下可兑换。《广场协议》后,日元对美元开始大幅度升值,拖累了国内工业生产,迫使日本政府后期不得不采取扩张性货币政策,最终陷入了“流动性陷阱”。90年代实现了资本项下完全可兑换,但并没有吸引大量外资流入,日本的经济困境仍然没有得到解决,最终不仅使得日元国际化成为泡影,同时拖累了日本的金融市场发展。

德国和日本国际化起点类似,结局却大不相同。德国虽然在20世纪60年代也开启了资本账户开放的步伐,但一直审慎动态调整宏观金融政策;而日本则过于激进,从60年代开始就试图大幅放开资本账户,并且高估了本国实体经济应对汇率升值冲击的能力,损害了本国实体经济。

## **二、人民币国际化面对宏观金融风险挑战**

德国和日本最终都采取了策略Ⅱ的宏观金融政策组合,但两国的政策调整路径不同。近年来,人民币国际化水平稳步提高,加入SDR货币篮子后或将进入新的发展阶段,宏观金融政策选择已经进入了政策调整的敏感期。在从策略Ⅲ逐渐转向策略Ⅱ的过渡阶段,要实现宏观金融风险有效管理做好前期准备。

### **(一) 现阶段集中于汇率波动与汇率管理**

汇率稳定在货币国际化初期对于国内实体经济发展具有重大意义,而且长远来看,货币国际地位的提升最终还是要取决于本国真实财富的创造能力。2015年以来,境内外市场都开始转向人民币贬值预期。“8·11”新汇改后,人民币贬值程度有所加强,而且境外市场对人民币汇率的冲击逐渐加大。虽然之后人民币贬值压力有所缓解,但市场上的悲观情绪和做空力量显然并没有退却。这是对国内货币当局宏观金融管理能力的一次实战考核,如果不能及时合理地应对汇率波动,就难免使人民币国际化落得如同日元般“昙花一现”的尴尬处境。在这个问题上,我们应该效仿德国,在货币国际化初期将汇率稳定目标置于首要位置。除了曾

经恢复资本管制以稳定汇率以外,德国还曾使用大量外汇储备作为平准基金,在市场中确保德国马克的供应量稳定在一定水平之内,从而力保德国马克汇率稳定。因此,当前的政策重点在于如何进一步完善我国的管理浮动汇率制度,为本国实体经济的转型与发展赢得时间和空间。特别要在与市场沟通方面不懈努力,通过引导市场预期,有效进行汇率管理。此外,为了配合汇率管理,必要时也应考虑资本账户管理方面——特别是针对短期跨境资本流动——的措施调整。

## **(二) 未来主要是跨境资本流动与系统性风险**

经典理论和国际经验表明,当一国货币已经跻身于主要国际货币行列之后,货币当局都只能采取策略II的宏观金融政策组合。这同样也适用于中国,但在国内金融市场尚未成熟、金融监管体系还不完善、应对跨境资本流动冲击的方法有限的情况下,贸然放开资本账户和人民币汇率,极有可能发生系统性金融危机。因此,在从侧重策略III逐渐向侧重策略II转变的过程中,宏观金融风险管理的重点也需要逐渐由防范汇率剧烈波动转向防范跨境资本流动可能引发的系统性危机。我们要充分利用资本账户和人民币汇率还没有完全放开的时间窗口,全面开展跨境资本流动对国内系统性金融风险的影响机制以及应对措施的相关研究,提高货币当局和监管部门的宏观金融风险管理能力,为未来的人民币国际化进程清除障碍。

## **三、基于国家战略视角的宏观金融风险管理**

### **(一) 为实现人民币国际化最终目标提供根本保障**

2008年全球金融危机以来,国际货币体系改革呼声高涨,核心就是降低对美元的过度依赖,提高发展中国家参加国际货币治理的话语权。中国是最大的发展中国家,对于人民币在国际市场上广泛使用以及IMF将人民币纳入SDR货币篮子均持欢迎态度。人民币崛起可以促进形成多元制衡的国际货币竞争格局,使广大发展中国家有机会选择更安全的国际储备货币,摆脱过度依赖美元造成的种种危害。

一般来说,货币国际化必须具备以下几个条件:综合经济实力、贸易地位、资本自由流动、币值稳定以及宏观管理能力。从过去几年的实际情况看,前四个支撑人民币国际化的因素都有着不错的表现;但货币当局的宏观管理能力还有待提

高,尤其是面对如何在资本账户更加开放背景下统筹管理资本流动和宏观金融风险的问题时,既需要系统的理论指导,也缺乏必要的实战经验。长远来看,宏观管理可能成为影响人民币国际化进程的短板。由于宏观管理能力同时又影响了资本自由流动和币值稳定等其他因素,所以为保障人民币国际化最终目标的顺利实现,我们需要大力加强这方面的建设,才能赢得国际社会对人民币的长久信心。

## **(二) 以构建宏观审慎政策框架作为金融风险管理的核心**

国际金融经典理论和德日两国历史经验表明,随着人民币国际化程度逐渐提高,货币当局必然要面临宏观金融政策调整及其引致宏观金融风险的严峻考验。也就是说,在从策略Ⅲ向策略Ⅱ转变的过程中,我们必须处理好汇率波动对国内经济金融运行的冲击,还要尽快适应跨境资本流动影响国内金融市场、金融机构以及实体经济的全新作用机制,尤其要重视防范和管理系统性金融风险。

### **1. 将汇率管理作为宏观金融风险管理的主要抓手**

随着中国经济和金融对外开放程度进一步提高,汇率在调节国际收支平衡、引导资本流动方面将发挥更加重要的作用,但汇率过度波动会对金融市场造成负面冲击,并对实体经济稳健增长产生不利影响。因此,宏观金融风险管理应当以汇率管理作为主要抓手。

当前,应当进一步完善汇率形成机制,尊重市场对于汇率决定的基础性作用,同时充分发挥管理浮动汇率制度的优势。既要实现以汇率杠杆调节国际收支、优化国内外两个市场资源配置、促进国际产能合作的政策目标,又要避免出现汇率的过度波动,给国内金融市场和实体经济造成损害。在汇率弹性不断提高的过程中,货币当局应当淡化对于汇率的直接干预,更多运用市场手段和政策工具搭配来实现汇率政策目标。要提高货币当局宏观管理的专业性和公信力,建立对市场预期的引导机制,尤其要重视货币政策、财政政策与汇率政策的合理搭配,通过利率—税率—汇率的间接管理实现汇率政策目标。

中国与其他新兴市场国家一样不可避免地要受到美国宏观经济政策变化的影响。2008年全球金融危机后美国采取的多轮量化宽松政策,以及近年来的美元加息政策,都引起了全球范围内大规模资本移动,这一轮政策变化同样导致中国的短期跨境资本流动出现异常变动,使人民币汇率稳定承受巨大压力。因此,人民

币汇率管理必须密切关注美国宏观政策的溢出效应,发挥中美战略与经济对话平台的积极作用,加强与美国政府的沟通,推动建立美元—人民币汇率协调机制,降低过度的汇率波动对双方经济金融的负面影响。

此外,近年来欧洲中央银行和日本央行先后采取负利率政策,以及英国“脱欧”公投,导致全球外汇市场上汇率波动性明显增大,或可触发新一轮全球范围的金融危机。因此,中国在人民币汇率管理中还应当呼吁建立 SDR 篮子货币国家之间的货币政策协调,避免主要货币之间发生汇率战,减少以邻为壑效应,共同承担起维护国际金融市场稳定的责任与义务。

## 2. 将资本流动管理作为宏观金融风险管理的關鍵切入点

20 世纪 90 年代以来,国际资本大量流入新兴市场国家,有助于这些国家的经济繁荣,但也刺激了资产泡沫的形成,提高了金融体系的脆弱性。然而,当国际资本流动发生大规模逆转时,这些国家无一例外地会出现经济金融的大幅度波动,甚至发生系统性危机。中国在融入国际市场的过程中,应当充分吸取这些国家的危机教训,对国际资本流动特别是短期资本流动保持高度警惕。下阶段,当我国宏观金融政策选择转变成策略 II 时,外汇市场和资本市场极有可能成为国外游资投机冲击的主要目标。因此,宏观金融风险管理要以资本流动管理作为关键切入点,重点识别和监测跨境资本流动所引起的国内金融市场连锁反应,加强宏观审慎金融监管,避免发生系统性金融危机。只有构建宏观审慎政策框架,引入宏观的、逆周期的调节工具实现宏观审慎金融监管,对整个金融体系实施动态的、全范围的、具有差异化的流动性管理,防控系统性风险,达到金融稳定的最终目标,为实体经济稳健发展创造良好的金融环境。

编号	名称	作者
IMI Report No.2318	资产配置与资本流动：我国银行国际化风险几何？	IMI
IMI Report No.2317	低碳时代：全球可持续浪潮下的人民币国际化	IMI
IMI Report No.2316	“一带一路”建设中的货币战略	IMI
IMI Report No.2315	碳市场与基建保障：低碳投资如何助力“一带一路”？	IMI
IMI Report No.2314	高悻惟：防范化解金融风险与金融高质量发展	IMI
IMI Report No.2313	IMI 宏观月度分析报告（第 79 期）	IMI
IMI Report No.2312	IMI 宏观月度分析报告（第 78 期）	IMI
IMI Report No.2311	IMI 宏观月度分析报告（第 77 期）	IMI
IMI Report No.2310	IMI 宏观月度分析报告（第 76 期）	IMI
IMI Report No.2309	IMI 宏观月度分析报告（第 75 期）	IMI
IMI Report No.2308	IMI 宏观月度分析报告（第 74 期）	IMI
IMI Report No.2307	中国财富管理能力评价报告 (2023 上)	IMI
IMI Report No.2306	IMI 宏观月度分析报告（第 73 期）	IMI
IMI Report No.2305	IMI 宏观月度分析报告（第 72 期）	IMI
IMI Report No.2304	IMI 宏观月度分析报告（第 71 期）	IMI
IMI Report No.2303	IMI 宏观月度分析报告（第 70 期）	IMI
IMI Report No.2302	中国财富管理能力评价报告（2022）	IMI
IMI Report No.2301	IMI 宏观月度分析报告（第 69 期）	IMI
IMI Report No.2215	IMI 宏观月度分析报告（第 68 期）	IMI
IMI Report No.2214	2022 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2213	IMI 宏观月度分析报告（第 67 期）	IMI
IMI Report No.2212	IMI 宏观月度分析报告（第 66 期）	IMI
IMI Report No.2211	IMI 宏观月度分析报告（第 65 期）	IMI
IMI Report No.2210	IMI 宏观月度分析报告（第 64 期）	IMI
IMI Report No.2209	中国财富管理能力评价报告（2022H1）	IMI
IMI Report No.2208	IMI 宏观月度分析报告（第 62 期）	IMI
IMI Report No.2207	IMI 宏观月度分析报告（第 61 期）	IMI
IMI Report No.2206	IMI 宏观月度分析报告（第 60 期）	IMI
IMI Report No.2205	IMI 宏观月度分析报告（第 59 期）	IMI
IMI Report No.2204	IMI 宏观月度分析报告（第 58 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn