

张明

zhangming@cass.org.cn

## 人民币缘何受到热捧？

根据国际清算机构 SWIFT 最新发布的数据，截止 2013 年 8 月底，人民币已经成长为全球第八大交易货币，以及全球第十二大支付货币。考虑到当前距离 2009 年中国央行开始推进人民币国际化仅四年时间，这一进展无疑令人振奋。

问题在于，究竟是什么原因，使得外国居民和企业愿意使用人民币进行支付与交易呢？

原因之一，在于自全球金融危机爆发以来，中国经济增长成就斐然。尽管 GDP 增速已经由危机前的 10% 左右下降至目前的 7-8% 左右，但中国经济增速依然高于目前 3-4% 的全球经济增速，更高于目前 1-2% 左右的发达经济体增速。对中国经济增长现状的认可，以及对中国经济增长前景的看好，是境外投资者愿意持有人民币的重要基本面因素。

原因之二，在于人民币汇率走势强劲。自 2005 年 7 月汇改启动以来，无论是人民币对美元汇率还是人民币有效汇率的升值幅度均超过 30%。尤其是进入 2013 年以来，由于市场对美联储退出量宽的预期增强，导致美元对其他主要国际货币显著升值，而人民币居然还对美元保持强势，这就增强了人民币及相关资产对海外投资者的吸引力。

原因之三，在于通过各种方式投资内地人民币资产，可以获得满意的回报率。一方面，由于保持着适当的资本管制，导致中国内地人民币利率水平显著高于国际利率水平。正利差是吸引外国投资者持有人民币的动因之一；另一方面，尽管近年来中国股市表现并不如人意，且房地产调控措施对外国投资者购房限制很严，但包括银行理财产品与信托产品在内的影子

银行产品表现抢眼，不但承诺较高的投资收益率，而且基本上兑现了承诺，这对外国投资者而言无疑充满着吸引力。

那么，未来几年内，人民币的国际使用能够继续保持快速的增长态势吗？答案并不是确定的。笔者认为，未来几年是人民币国际化将会遭遇较大挑战的时期，主要原因包括：

首先，人民币单边升值预期可能很快消失。在经历了较大幅度的升值之后，目前中国的经常账户余额占 GDP 比率已经连续几年回落至 3% 以下，这意味着人民币汇率距离均衡水平已经很近。笔者认为，1 比 6 很可能成为人民币对美元汇率的拐点。而一旦人民币单边升值预期消失，则外国投资者持有人民币及相关资产的动力可能被削弱。

其次，随着美联储逐渐退出量化宽松政策，美国国内利率水平将会逐渐上升，并将逐渐从长期利率传递至短期利率。除非中国的存款利率市场化能够快速推进，否则中美利差将会显著收窄，这将进一步降低外国投资者持有人民币及相关资产的动力；

再次，未来几年很可能是中国金融体系潜在风险显性化的时期。目前，中国商业银行总贷款的 50-60% 最终与地价、房价密切相关，中国企业负债占 GDP 比率接近 150%，这意味着一旦国内房地产市场出现较大调整，或企业部门进行去杠杆化，就会导致商业银行表内或表外的不良贷款率快速上升。中国金融体系脆弱性的显性化自然会削弱外国投资者持有人民币资产的信心。

总之，未来几年将是一个检验人民币国际化成色的绝佳的“自然试验”。迄今为止的人民币国际化进程，究竟是真实因素驱动的，还是套利因素驱动的，这一切，都可以通过未来几年内人民币国际化能否继续保持较快的增长速度来检验。

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李众敏、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。