

# 如何破解人民币国际化中的特里芬难题

## ——让利率和汇率回归常态

周永涛<sup>1</sup>, 许嘉扬<sup>2</sup>

(1. 中国人民银行 杭州中心支行 浙江 杭州 300001; 2. 浙江金融职业学院 浙江 杭州 310018)

**摘要:** 任何一国主权信用货币在国际化过程中都会面临特里芬难题,而人民币国际化中的特里芬难题有其特殊性,如何破解这一难题值得我们深入考虑。文章从分析中国投资驱动、出口导向的增长模式入手,提出中国应尽快打破经济僵局和转变增长方式,让利率和汇率回归常态。更进一步地,文章认为中国应继续完善人民币的国际货币发行机制,同时较为稳步的推进资本项目可兑换。

**关键词:** 人民币国际化; 特里芬难题; 利率; 汇率

**中图分类号:** F822.2; F830.73 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2014)04-0028-06

### 一、人民币国际化中特里芬难题的表现

从历史经验来看,任何一国主权信用货币在国际化过程中都会面临“特里芬难题”,即国际货币发行国在实现国内目标和履行国际货币职能之间往往存在两难抉择。<sup>[1]</sup>与美元相比,人民币在国际化过程中所面临的困境恰恰相反。美元已处于国际化的成熟阶段,为了应对金融危机和经济紧缩,美国通过扭曲操作和量化宽松政策大量发行美元以刺激国内经济,然而在开放经济条件下,这些美元并没有按照美联储的意愿流入实体经济,而是流向国外其他地区进行投机,这必然威胁到美元的币值稳定,影响它作为国际货币的储备保值能力。而人民币的国际化之路也困难重重,不同的是人民币正处于国际化的初级阶段,为了鼓励人民币走出去,人民银行等部门自 2009 年起陆续出台了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》以及海关报关、出口退税等配套措施,2011 年又出台了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》、《关于境内银行业金融机构境外项目人民币贷款的指导意见》,2012 年支持义乌地区开展个人跨境人民币结算试点,2013 年大幅简化了跨境人民币各项业务流程,目前正积极出台跨境人民币双向流动、资本项目可兑换等政策支持上海自贸区改革,推动人民币国际化力度不可谓不大。但是,掣肘于国内贸易顺差较大、通货膨胀率高企、资产泡沫严重和地方债务危机等问题,人民银行亟需维持人民币升值预期和较高利率水平加以应对,<sup>[2]</sup>然而币值相对较高明显不利于境内出口企业使用人民币,也不利于境外非居民真正使用人民币并进行长期投资,影响它作为国际货币的融资投资能力。

实际上,令不少学者困惑的问题是境内金融环境是否满足人民币国际化的前提。具体而言,一是汇率升值预期到底是推动了人民币国际化,还是阻碍了人民币在境外作为长期投资货币的使用呢?从短期来看,人民币的升值预期意味着持有人民币将获得较其他货币更多的收益,在短期内有利于境外非居民接受和持有,但从长期来看,人民币的升值预期意味着境外非居民使用人民币进行长期投资非常不合算,越长的投资期意味着越高的财务成本。二是现阶段人民币贷款利率与美元零利率贷款相比,可谓是高利贷,理性的借款者往往会选择美元贷款而不是人民币贷款,这导致人民币的竞争力大大折扣。三是资本项目管制是否有利于推动人民币国际化呢?支持开放的学者认为,从货币供给角度看,当前境外人民币存量过低是由于资本项目管

收稿日期: 2014-04-20

基金项目: 浙江金融职业学院省级优势专业(金融专业)研究成果

作者简介: 周永涛(1982-),河北石家庄人,博士,研究方向为国际金融;许嘉扬(1985-),浙江台州人,硕士,研究方向为外汇管理。

制造成的,仅开放经常项目只是开通了人民币流向境外的一小扇窗,不能满足境外非居民的货币需求,因此迫切需要开放资本项目通道,这同时也将打通境外人民币回流渠道,有利于增强境外非居民持有人民币的信心。反对开放的学者认为,在条件不成熟的情况下放松资本管制将招致更大的投机资本冲击,在国内利率和汇率形成机制尚存在扭曲的前提下实施资本项目可兑换,其实是在鼓励利用境内与境外的利差和汇差进行跨境套利,而人民银行要为此支付大量的财务成本,非真正的人民币国际化。<sup>[3]</sup>

通过以上分析,我们不得不承认人民币国际化的前景是美好的,但是国内金融的现实基础确实存在很多问题,现实到理想之间的具体路径也不清晰。一个较为理想的状态是人民币对内、对外都保持币值稳定,对内足以应付通货膨胀且贷款利率水平从高位降下来,对外要保持汇率稳定以消除单边升值或贬值预期。如何达到这一理想状态,破解人民币国际化中的特里芬难题,值得我们深入思考。本文认为中国金融体制缺陷不是孤立存在的,而是与中国经济增长方式以投资驱动和出口导向密切相关的,因此我们将从这一角度入手,对该问题展开分析。

## 二、中国投资驱动、出口导向与利率、汇率抑制的宏观逻辑

Patrick(1966)在分析金融和经济关系时提出了两种模式:其一为供给引导型模式。该模式认为金融供给优先于经济需求,强调金融服务的供给对经济的促进作用,常见于发展中国家经济增长的早期阶段,其特点是以资金(储蓄)动员为核心。在这个阶段中,金融规模发展先于对金融服务需求,并发挥着经济增长发动机的作用。其二为需求追随型模式。该模式认为经济增长过程中产生的需求,导致了金融服务的产生,常见于发达国家经济增长的成熟阶段。在这个阶段中,以金融规模优先发展的发动机作用必然出现停滞和减弱,表现为储蓄率增长的停滞、资本要素对经济增长边际贡献率的降低。此时,金融效率的提高将成为经济增长的关键,核心在于为经济增长的资金需求提供及时有效的保障,而不是提供动力。<sup>[4]</sup>

新中国成立后先是学习苏联采用依靠要素投入,主要是投资驱动的粗放增长方式,改革开放后又模仿日本的出口导向型外向增长模式,用国内储蓄和引进FDI来鼓励国内投资以实现资本存量积累,用出口欧美发达国家来弥补由投资驱动造成的消费和内需不足。尽管这种较为粗放的增长模式在过去十年取得了巨大成功,但这种成功并非没有代价。为了充分利用国内资源,政府同时配套多项制度——利率管制、低估固定汇率、资本项目管制等,从经济学角度来看,任何形式的价格扭曲必然意味着某种程度的资源错配与福利损失。

首先,投资导向鼓励国有企业和地方政府投资,央行压低银行存款利率水平,造成投资效率低下。在利率管制的情况下,央行实行“贷款管下限、存款管上限”政策,此时贷款利率的官方价格较实际(民间)价格被大大低估,从而造成银行信贷需求永远都十分旺盛,央行则必须无时无刻都运用数量规模调控这一手段加以配合。在这种情况下,投资效率较低的国有大企业和地方政府投资获得贷款能力较强,并对以中小企业为代表的高效率民营经济贷款造成挤出,长期来看势必影响全社会投资效率,微观的企业技术进步和宏观的经济增长都无法保证。更进一步的,商业银行存款利率过低,甚至低于通货膨胀率,贫穷的存款者被动补贴富裕的借款者,大量资源流入投资部门,形成制造业投资过度和产能过剩,其他行业发展不足,居民消费和内需变得越来越弱,行业间的收入差距越来越大。

其次,出口导向鼓励实施低估的固定汇率政策,大量优质资源流向境外,超量外汇储备造成货币被动发行。在低估人民币对美元汇率的情况下,中国出口商品的价格被低估,以投资导向所形成的制造业过度发展、产能过剩得到了进一步强化,大量的国内优质资源被过度的配置到外贸部门,并通过出口流向发达国家,以此换来相应的外汇储备。但是,出口商品价格低估的另一面是进口商品价格被高估,意味着这些外汇储备的购买力也被高估,其背后的含义是贫穷的国人用中国的资源补贴富裕的外国人。更进一步的,长期的巨额贸易盈余,必然会导致人民币升值,但为了继续保护出口部门和维持出口导向战略,就不得不由人民银行大量购买外汇(例如,发行低收益央行票据、将法定存款准备金提高到20%以上的水平、通过压低人民币存款利率来降低冲销成本等),以此来保持人民币的低汇率。但是,这样做的后果是长期货币被动超发,流动性泛滥,最终反映为资产泡沫和通货膨胀,阻碍经济增长。

再次,出于对国际游资流入的担心及跨境资金流动对国内经济的影响,资本项目管制用来与固定汇率制度配套,但不利于资源有效配置。蒙代尔不可能三角理论指出,一个国家不可能同时实现资本自由流动、货币政策独立性和汇率的稳定性。亚洲金融危机期间,为了防止资金外逃、维持人民币汇率稳定,政府重新实

施资本项目管制,此后中国在很大程度上选择了货币政策独立性和汇率的稳定性,而不允许资本自由流动。这是因为,在市场经济不发达、金融发展滞后的情况下,采取利率管制、信贷配给、固定汇率以及资本项目管制的措施,可以最大程度地保证有限的资源分配到政府优先发展的部门,同时减少由于外部经济环境变化造成的短期国际游资对国内实体经济的冲击,确保宏观经济的稳定性。<sup>[5]</sup>但是,在金融抑制的环境中,扭曲的要素价格导致资源分配效率低下,阻碍了产业结构升级,推高了外部账户失衡,扩大了收入分配差距,造成宏观经济面临结构性风险。

综上所述,中国金融抑制特征较为明显,且处于“供给引导型模式”,表现为金融规模优先发展,但金融效率较为滞后。更重要的是这种特征不是孤立存在的,而是为了支持“投资驱动+出口导向”增长模式服务,并扮演着经济增长发动机的角色。然而,世界金融危机爆发后,我国经济出现严重下行压力,经济增长方式亟需转型。其中一个原因是需求结构不合理。一旦外需产生萎缩,国内经济增长也就受到影响,因此要推进我国经济的整体转型,必须调整需求结构,把扩大国内居民消费需求作为推动我国经济增长的持久动力。另一个原因是要素结构不合理。多年来,我国经济快速增长的背后,是物质资源、能源和劳动力的巨大消耗,而这种靠资源消耗的粗放型发展模式不可持续,由要素投入推动型转变为科技创新推动型是实现我国经济转型的必由之路。在这一过程中,金融改革开放将成为经济增长方式转变的重要推动力量。随着资本边际贡献率的降低,金融直接提供动力的必要性在下降,而消除金融抑制、提高金融效率、满足经济增长资金需求和重新重视金融在境内外市场配置资源能力等的必要性在上升,进而步入“需求追随型模式”。

### 三、打破经济僵局和转变增长方式,让利率和汇率回归常态

对于金融和经济的关系,我们认为,一方面金融是经济增长方式转变的助推器,但本文更想强调的是另一方面,经济发展方式转变以及深层次的经济改革是金融步入“需求追随型模式”的必要条件,也是让利率和汇率等金融核心指标回归常态的主要抓手。这是因为中国金融的许多问题实际上是经济结构问题的外在表现,厘清中国金融问题需要跳出金融自身来看宏观经济,从调整经济结构和推动经济改革的角度寻找解决方法,但经济结构调整是一项宏大且复杂的系统性难题,涉及到方方面面,本文仅从如何让利率和汇率回归常态的角度进行解读。

首先,为了使利率指标回归常态,最根本的办法是约束资金需求大户,在控制风险的前提下允许市场出清,同时推进利率市场化改革。在利率管制背景下,被低估的资金要素对于“经济增长型”地方政府、“产权不清型”国有企业、“资产泡沫型”房地产企业具有极大的吸引力,与此同时,“厌恶风险型”的商业银行业对以上三类背景的贷款都趋之若鹜。其结果就是绝大多数廉价信贷资源流入地方政府融资平台、国有企业建设项目和房地产相关行业,商业银行也在确保信贷资产安全的情况下完成了配额指标,可谓皆大欢喜。但对中小企业融资来说,这意味着即使出价再高也难以从正规金融获得资金,只能求助于经营不规范的民间金融(实际上在民间金融的供给者中,不乏一些能够获得低息贷款的大企业,他们将银行贷款转手放高利贷进而坐收渔利)。

在整个经济繁荣的时候,这种扭曲的信贷结构还能正常运转,但当遇到宏观调控或者外部经济冲击时,各种矛盾都将集中显现。以今年6月份钱荒为例,当时人民银行认为整个商业银行体系流动性充裕,并不存在货币供应不足的情况,但是上海银行间债券市场拆放利率却急剧攀升,即使延时交易都无法满足大量拆借资金需求。一边是人民银行信贷投放总量较高,一边是商业银行闹起了缺钱,其根本原因与本文描述的信贷扭曲结构密切相关,只是表现形式上为其升级版罢了。具体而言,当时宏观调控的基调是限制向政府地方融资平台和房地产业信贷融资,但在利益驱动下,传统的信贷模式受到严格监管,许多新型的信贷模式被创新出来(如许多商业银行严重依赖银行间同业拆借市场,发展同业业务等来支撑其长期贷款),它即可以规避现有监管政策,还能将信贷资金输送到相关产业。虽然“短融长贷”可以提高盈利能力,但是商业银行的资产与负债错配现象严重,钱荒其实就是期限错配加剧流动性困难的集中体现。类似的情况,大量的信贷资源被配置到不具备经济合理性的项目和低效率的部门,以至于许多企业无法赚取足够的利润来弥补利息,这些僵尸企业难以灭亡,市场难以出清,并继续占据大量新增信贷资金才得以存活,严重影响了经济增长。

对症下药,一个可能的让利率回归常态的逻辑是,在有效控制风险的情况下,约束地方政府融资平台、国有企业和房地产业资金需求,腾出大量信贷资源为效率较高的中小企业服务,让贷款利率降下来。要做到这

一点将涉及到以下五个改革:一是转变政府职能,不单纯考核GDP指标,建设“服务经济型”政府;二是国有企业改革,准确界定不同国有企业功能,健全公司法人治理结构,建设“产权清晰型”国有企业;三是房地产改革,构建城乡统一的建设用地市场,推进财税体制破冰,建设“服务民生型”房地产业;四是银行业改革,引入竞争机制改变靠利差过日子的收入结构,支持发展互联网金融和设立民营银行,建设“服务民营经济型”银行业;五是利率市场化改革,尽快建立存款保险制度,完善金融机构退出机制,取消利率管制,建立“市场竞争型”利率体系。

其次,为了使汇率指标回归常态,最根本的办法是从出口导向型战略向内需拉动型战略转变,扩大汇率双向波动区间,引导资金从过剩制造业和出口部门向其他行业流动。参与世界分工和世界贸易是中国出口导向战略成功的前提,但是金融危机以后,外需持续减弱对中国出口造成致命打击。目前,国际国内形势已经发生了很大变化,全球经济失衡成为当前世界的主要矛盾,这其中又以中美贸易失衡的矛盾最为突出,迫使我们必须放弃出口导向战略,转为内需拉动战略。具体而言,为缓解国内压力,美国决策当局认为中国的较大贸易顺差造成了其国内经济复苏乏力,失业率居高不下,并指责中国为刺激出口持续压低汇率,多次逼迫人民币升值。但实际上,美国得了便宜还卖乖,因为在中国扩大出口的过程中,受益最多的不是中国的企业和居民,而是美国等进口中国产品的国家,而且人民币升值不仅不能解决金额危机,也无助于解决全球经济失衡的结构性问题。

年初至今,人民币对美元升值幅度已经超过2.5%,鉴于当前人民币升值预期强劲,人民币汇率进入“五”区间的可能性越来越大。对于人民币汇率持续升值,来自外部压力比较明显,同时中国经济自身对此也有一定需求。从外部来看,在过去十多年里中国一直处于国际收支双顺差,在经济规律的作用下,这必将导致人民币实际有效汇率升值。而一个货币的实际有效汇率升值有两个渠道可以实现,一个渠道是名义汇率的升值,另一个渠道则是国内物价水平的上涨和房价等资产泡沫高企,这两个渠道在中国均有所体现。与此同时,金融危机后,美欧日等发达国家实施量化宽松的货币政策,造成全球流动性泛滥,而人民币利率明显高于美元、欧元和日元利率,引致大量热量融入中国,并在一定程度上也推动了人民币快速强势升值。从内部来看,在短期内中国经济缓中企稳的信号日益显现,炒作我国经济硬着陆的担忧逐步缓解,人民币升值预期重新确立。但在中长期内以往支撑中国经济快速发展的因素正在快速消退,人口红利窗口已经关闭,劳动力成本明显上升,产能过剩问题严重,地方政府和企业债务危机迫在眉睫。这些因素导致中国资本回报率快速下降,经济潜在增长水平有所下降。更为严重的是,中国经济正被产能过剩、房地产泡沫和地方政府债务危机三大泡沫所威胁着,而这需要人民币保持强势。一旦人民币汇率形成贬值趋势,就有可能引起资产价格大幅下滑,泡沫破裂的代价让中国经济难以承受。为了避免经济硬着陆,人民银行也需要维持人民币强势。

有的放矢,一个可能的让汇率回归常态的逻辑是,加快推进经济发展方式转变和结构调整,放弃出口导向型战略和固定汇率制度,积极推动向消费引导型和内需拉动型战略转变,稳步推进汇率市场化改革,增加人民币汇率的弹性,使人民币汇率可以双向浮动,形成一个充分弹性的、双向浮动的、由市场供求决定的汇率形成机制。要做到这一点将涉及到以下五个改革:一是收入分配改革,提高劳动报酬在初次分配中的比重,扩大中等收入者比重,努力缩小城乡、区域、行业收入分配差距;二是引导资源向服务业倾斜,服务业是内需潜力最大的产业,也是促进各产业融合、支持城镇化发展、推动经济转型的重要引擎;三是加快新型城镇化建设,当前和今后相当一段时间里,我国城镇化处于快速发展阶段,对于扩大消费需求和投资需求、促进经济长期平稳发展具有重要作用;四是中西部承接产业转移,幅员辽阔和东中西部产业发展差距较大是我国发展内需的一大优势,今后东部地区专注于技术密集型产业,而劳动密集型产业向中西部产业转移,并为经济转型赢得时间;五是汇率市场化改革,完善汇率市场化形成机制,发挥汇率在市场中资金配置能力,引导资金从低级制造业向高级制造业和服务业流动。

#### 四、完善人民币的国际货币发行机制 稳步推进资本项目可兑换

在政策目标层面,周小川行长在国际金融危机顶峰的时候提出一个观点,要根本解决国际货币体系中的特里芬难题,从长远来看有必要创造超主权的国际货币,从中期来看有必要分散国际货币的发行主体和币种。<sup>[6]</sup>在实施路径层面,人民币国际化是一个独立的组成部分,它的成功实现不但要求人民币对内、对外都保持币值稳定,与其他国际货币相比更有竞争力,还要求完善人民币作为国际货币的发行机制,将境外资产

维持在一个正常水平(即从资产方赚取的收益要大于对外负债支付的利息),同时继续深化国内金融市场效率和大力发展债券市场,鼓励中国企业和居民走出去对外投资,稳步推进资本项目可兑换。

首先,完善人民币的国际货币发行机制,维持境外资产的正收益,大力发展债券市场。国际货币的发行过程是货币发行国利用其资本账户和对外资产负债表进行期限转换,为世界提供流动性服务,成为其他国家中长期资金的来源地,该国的短期债务是流动性或其他国家的储备资产,该国的长期资产就是对外资产或对外投资头寸。<sup>[7]</sup>例如,我们持有的美元存款和美元短期国库券是当前国际货币体系中最重要国际流动性形态,在国际贸易和投资活动不断增长的情况下,国际流动性的增加也意味着美国的短期债务的不断增加。为什么美国能够维持美元的币值稳定呢?因为它成功掌握了将较低收益的负债转换成较高收益的诀窍。从历史经验来看,美元成为国际货币和主要债权国,它的对外净资产都是正的,并且都有经常项目顺差,对国际流动性的提供是通过美国的银行成为国际信贷市场上的主力军来实现的,这就是资产负债表转换过程,美元国际化的过程伴随着美国资本投资于海外市场的过程。与此同时,为什么其他国家的政府和私人部门愿意持有美国的负债(美元国库券)呢?因为美国有世界上最大的债券市场,持有美元国库券有一定的收益,流动性是全世界最好的、容易变现,所以大部分国家持有的美国储备都是以美国国库券形式存在的。

反观中国的对外资产负债表可以发现,我们国际头寸的一个特征就是“借长贷短”,大量的负债是来源于外商直接投资,这些外商直接投资每年都会取得较高的收益,但是资产方主要是以外汇储备形式存在,这些外汇储备大部分只能流向美国债券市场,海外净收益非常低,甚至为负。与此同时,中国的债券市场发展严重滞后,主要问题有总量规模过小,品种结构不合理,80%是国债和金融债,公司债和市政债其他产品比例非常低,市场分割严重,市场效率低下等。因此,人民币要想成为国际货币,就必须做出改变:一是利用中国资本账户和对外资产负债表进行期限转换,将“借长贷短”变成“借短贷长”,使资产负债表赚取正的收益;二是要大力发展债券市场,提高债券市场效率,使其成为全球第二大债券市场,争取让财政部或者人民银行票据成为国际储备的另一种形态,并为全球的国际货币体系提供一定的流动性。

其次,提高金融市场效率和完善技术创新机制,鼓励居民和企业走出去,稳步推进资本项目可兑换。当前人民币国际化的一个问题是,中国储蓄率较高,国内流动性结构性泛滥,但却实施资本项目管制政策,居民资产不能自由地对外配置,企业也不允许在海外进行投资,这样不利于将我们的资产有效配置到全世界,不能使子孙后代长期向海外赚取收益。<sup>[8]</sup>例如,我们可以向日本学习,20世纪80年代中期以后日本开始实施资本项目开放,刚开始企业走出去并不顺利,在海外进行股权投资或购置资产均亏损很大,受到很多批评。但后来大家才意识到资本项目开放的重大意义,现在日本每年从海外赚取的投资净收益率是2%~3%,而国内经济增长率只有1%,居民的可支配收入一直较为健康的增长,这与它允许境内居民和企业走出去,大量的购买海外资产和把财富分散到全世界直接相关。与此同时,支持居民和企业走出去也不是一件简单的事情,它需要一个高效率的金融市场和科技创新支持机制。例如,在20世纪80年代后期,随着贸易顺差的不断扩大以及资本市场的逐步放开,韩国企业开始向劳动力成本低廉的国家进行直接投资,韩国政府提供了一系列政策以促进金融业支持韩国企业走出去,并鼓励企业技术创新以提升其产业竞争力,最终缔造了三星、LG、起亚等一系列大型跨国公司。美国、德国等发达国家也均对其国内企业海外拓展提供政策性金融支持,改善企业融资条件,大力发展风险投资行业,同时加强知识产权保护,健全技术创新激励机制,强化技术创新在企业成长中的核心地位。

实际上,稳步推进资本项目可兑换将开拓人民币流入和流出渠道,不但为离岸人民币市场提供充分的流动性,而且也将加快人民币流出发步,缓解国内结构性流动泛滥。但是,正如许多学者所担忧的那样,资本项目可兑换的时序问题十分重要,它是决定风险是否可控的最重要问题。目前中国需要进行改革的领域很多,不必将完成资本项目自由化放在过于优先位置上,更不应该把资本项目自由化作为推动中国经济金融改革和经济增长方式转变的动力。相反,中国应该主动推进经济增长方式转变,深化金融市场改革,加速利率市场化和汇率市场化改革,同时还要健全宏观经济、金融市场和跨境资金流动等的风险监管机制。在此基础上,逐步减少对资本跨境流动的管制。<sup>[9]</sup>

## 五、人民币国际化不可能一蹴而就

当前,人民币还处于国际化的初级阶段,境外人民币存款占全球人民币存款的比重不到1%,与美元相

比差距巨大。金融危机发生之前,境外美元存款占整个全球美元存款的三分之一,现在占比有所减小,但仍达到四分之一。可见,人民币国际化还有非常长的路要走,这是一个渐进的过程,不可能一蹴而就,不能搞追赶式超越,应脚踏实地,逐步增强人民币在国际货币体系中的作用。正如周小川所说,人民币国际化能否实现最终还是要靠市场选择,人民币国际化的背后是中国综合实力和金融市场发展的结果。另外,随着国际化进程的不断推进,人民币国际化中特里芬难题的表现形式将会有所变化,但只要我们把概念弄清楚,明确目标,稳步推进,人民币国际化终将实现。

#### 参考文献:

- [1]邵鹏斌. 美元国际化进程对人民币国际化的启示[J]. 经济学动态, 2009(10): 57-60.
- [2]高海红, 余永定. 人民币国际化的含义与条件[J]. 国际经济评论, 2010(1): 46-64.
- [3]杨长湧. 人民币国际化可能的路线图及相关问题分析[J]. 国际金融研究, 2010(11): 20-28.
- [4]熊庆丽, 章向东. 货币国际化的国际经验: 比较与借鉴[J]. 上海金融, 2011(2): 95-98.
- [5]余永定. 再论人民币国际化[J]. 国际经济评论, 2011(5): 7-13.
- [6]郝宇彪, 田春生. 人民币国际化的关键: 基于制约因素的分析[J]. 经济学家, 2011(11): 64-72.
- [7]张明. 人民币国际化的最新进展与争论[J]. 经济学动态, 2011(12): 42-47.
- [8]吴官政. 人民币国际化目标定位及路径分析[J]. 经济学家, 2012(2): 83-89.
- [9]王海峰. 理性认识人民币国际化的风险[J]. 宏观经济管理, 2013(11): 48-49.

## How to Crack the Triffin Dilemma in RMB Internationalization

——Return the Interest Rates and Exchange Rates to Normality

ZHOU Yongtao<sup>1</sup>, XU Jiayang<sup>2</sup>

(1. The People's Bank of China, Hangzhou Central Sub-Branch, Hangzhou, Zhejiang 300001;

2. Zhejiang Financial Vocational College, Hangzhou, Zhejiang 310018)

**Abstract:** Sovereign credit currency in any country will face the Triffin Dilemma in the process of internationalization, but the Triffin Dilemma in RMB internationalization has its particularity, so how to solve this problem is something worth further considering. Based on the analysis of China investment prospects and export orientation growth model, this paper shows that China should break the economic impasse and change the mode of growth as soon as possible and return the interest rates and exchange rates to normality. Further, China should continue to improve the mechanism of international currency issue, and steadily advancing the process of the convertibility of capital account.

**Key words:** the internationalization of RMB; the Triffin Dilemma; interest rates; exchange rates

(责任编辑: 张秋虹)