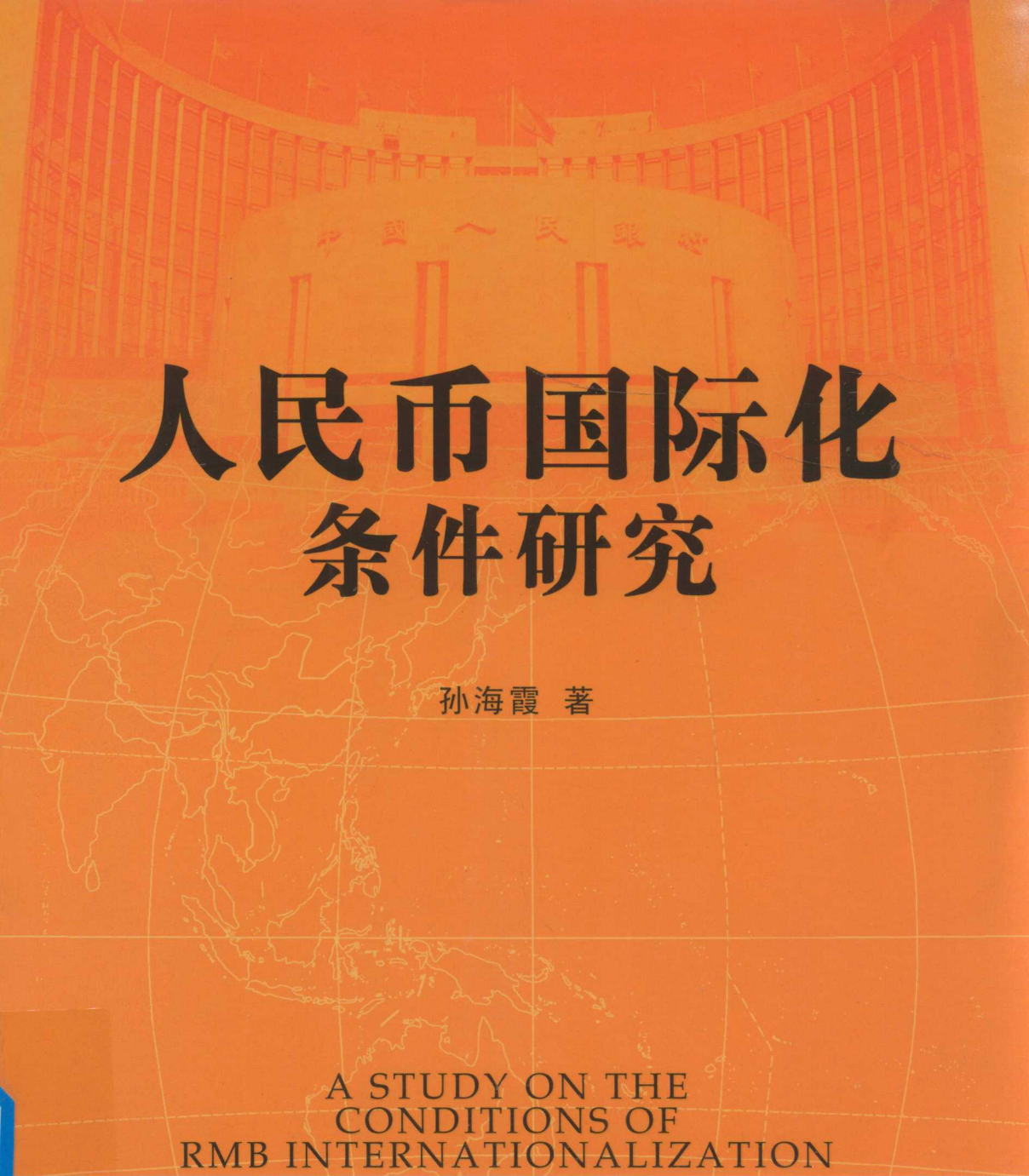




人民币国际化 条件研究

孙海霞 著

A STUDY ON THE
CONDITIONS OF
RMB INTERNATIONALIZATION

 人民出版社

人民币国际化 条件研究

孙海霞 著

A STUDY ON THE
CONDITIONS OF
RMB INTERNATIONALIZATION

 人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

人民币国际化条件研究 / 孙海霞著. —北京: 人民出版社, 2013

ISBN 978-7-01-012787-3

I. ①人… II. ①孙… III. ①人民币—金融国际化—研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 262202 号

人民币国际化条件研究

RENMINBI GUOJIHUA TIAOJIAN YANJIU

孙海霞 著

策划编辑: 刘智宏

责任编辑: 陈晓燕 卢 典

封面设计: 中联学林

出版发行: 人民出版社

地 址: 北京市东城区隆福寺街 99 号

邮 编: 100706

网 址 <http://www.peoplepress.net>

邮购电话: (010)65250042/65289539

印 刷: 北京天正元印务有限公司

经 销: 新华书店

版 次: 2013 年 9 月第 1 版 2013 年 9 月北京第 1 次印刷

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 12

字 数: 190 千字

书 号: ISBN 978-7-01-012787-3

封面地图来源: 国家测绘地理信息局网站; 审图号: GS(2008)1429 号

定 价: 32.00 元

著作权所有·侵权必究

凡购买本社图书, 如有印制质量问题, 我社负责调换。

服务电话: (010)65250042

前 言

货币国际化本质上是货币发行国在货币游戏规则中对世界财富的再分配。随着经济全面崛起,中国在世界货币游戏规则中谋求与经济和贸易地位相匹配的国际货币地位符合国家的长远利益,同时也是面对东亚货币合作进展缓慢、国际货币体系改革短期无望的理性选择。从国际货币的三大职能来看,人民币在国际贸易和资本市场没有发挥任何一种职能,人民币国际化条件很不成熟。如果美元国际化程度为 100,则欧元为 66.8,日元为 25.3,人民币为 8.6,这说明人民币还不是国际货币。

笔者认为,或许人民币国际化研究的基本问题是对目前人民币国际化现实起点的认识。货币国际化进程背后的推动力量究竟是什么?一国货币成为国际货币需要具备哪些特质?目前人民币国际化进程的现实起点又是什么?对这类问题的深入分析和政府的推进思路将直接影响人民币在未来几十年内的国际化进程。本书通过理论和实证分析回答了两个问题:决定国际货币的关键因素是什么?目前人民币国际化进程的现实起点又是什么?

为了回答第一个问题,我们首先运用历史纵向比较方法,对美元、欧元和日元国际化历程分别进行经济和制度因素分析,落脚点是对人民币国际化进程的启示。其次,我们从国际货币三大职能——外汇储备职能、计价货币职能、交换媒介职能出发,依次分析主要国际货币分布。选用 1965—2008 年间世界主要国际货币——美元、日元、欧元(马克)的混合面板数据,将主要国际货币三大职能的分布比例作为因变量,采用基本的混合最小二乘回归、阿雷利亚诺—邦德差分广义矩估计和布伦德尔—邦德动态面板系统广义矩估计方法,分析货币国际化的影响因素。

通过实证分析有如下发现:强大的经济输出强大的货币,一国经济规模是影响货币国际化的最显著因素。从动态的角度看,国际货币的惯性对主要国际货币在三大职能的分布有显著的解释力。金融市场是影响货币国际化的显著因素。汇率和通货膨胀率的波动本质上仅仅是币值稳定的表现而不是币值稳定的来源,包括经济规模和军事力量在内的长期结构性因素才是币值稳定的真正来源。基本因素的缺陷在于没有反映国际货币的未来信息和期望交易成本,体现国际货币未来信息的因素是决定一国货币国际化的长期和结构性因素。强化因素包含了国际货币未来表现的更多信息,有助于解释国际货币的这一长期和结构性趋势。

在回答第二个问题时,由于人民币在样本区间 1965—2008 年间几乎没有发挥国际货币职能,本书选择具有较高拟合度的回归方程,结合对未来经济情形的假设,对四大货币(美元、欧元、日元和人民币)在 1965—2020 年间在国际货币三大职能上的表现分别进行拟合与预测,指出在可预见的未来,人民币尚无法挑战美元和欧元的国际货币地位,但达到与日元相当的国际化程度可能性很大。进一步,在实证分析了基础上,我们从量化的角度科学地分析了人民币国际化的现实起点。

作为世界第二经济和贸易大国,强大的经济实力是人民币走向国际化的坚实基础;近十年来,人民币保持了对内币值稳定(较低的通货膨胀)和对外币值稳定(较小的汇率波动),形成人民币国际化的有利条件;中国军事力量的强大和外交影响力的上升,形成人民币国际化的有利强化因素;强大的货币发行规模保证了未来人民币在海外的广泛流通;人民币可以通过争取成为区域内关键货币,借助区域的力量实现人民币在区域内影响力最大化。目前人民币国际化主要受制于国内不完善的金融市场。如果说 1997 年东南亚金融危机期间,国内对金融市场开放还持有保留态度,那么随着中国渐进式改革进入实质阶段,国内金融市场的开放已经成为中国经济转型的重要支撑点,也成为人民币国际化进程寻求突破的关键点。人民币国际化进程关键取决于金融市场的开放、完善程度,并与宏观经济和金融体系稳定相协调。由此,本书提出采取“完善金融市场与货币国际化并重”的渐进式货币国际化战略。

目 录

Contents

导 论	1
第一节 研究背景与意义	/ 1
第二节 概念界定	/ 3
第三节 文献综述	/ 5
一、基于价值储藏职能的国际货币条件	/ 6
二、基于计价货币职能的国际货币条件	/ 12
三、基于交换媒介职能的国际货币条件	/ 17
第四节 研究内容与研究结构	/ 20
一、研究内容	/ 20
二、研究的技术路线图	/ 22
第五节 研究方法与创新	/ 23
一、研究方法	/ 23
二、研究的创新之处	/ 23
第一章 比较与借鉴:主要货币的国际化历程	26
第一节 世界主要货币国际化度量	/ 26
第二节 日元国际化历程	/ 28
一、日元国际化三个阶段	/ 29
二、日元国际化对人民币国际化的启示	/ 34
第三节 美元国际化历程	/ 40
一、美元国际化四个阶段	/ 40

二、美元国际化对人民币国际化的启示	/ 47
第四节 欧元国际化历程	/ 51
一、欧元国际化的四个阶段	/ 51
二、欧元国际化对人民币国际化和东亚货币合作的启示	/ 57
第五节 本章小结	/ 62
第二章 基于外汇储备职能的国际货币条件	66
第一节 三大货币外汇储备职能变化	/ 66
第二节 基于外汇储备职能的国际货币条件:实证模型构建	/ 70
一、变量定义与数据来源	/ 70
二、模型设定和估计方法的选择	/ 73
第三节 基于外汇储备职能的国际货币条件:实证分析结果	/ 76
一、混合最小二乘回归结果	/ 76
二、阿雷利亚诺—邦德动态面板差分广义矩估计结果	/ 77
三、布伦德尔—邦德动态面板系统广义矩回归结果	/ 78
第四节 对四国货币的模拟与预测	/ 82
一、对 1965—2008 年因变量数据的拟合	/ 82
二、对 2009—2020 年自变量数据的预测	/ 84
第五节 本章小结	/ 86
第三章 基于计价货币职能的国际货币条件	88
第一节 三大货币计价货币职能变化	/ 92
第二节 计价货币决定因素:理论模型	/ 96
一、计价货币选择的理论模型	/ 96
二、影响计价货币选择的因素	/ 99
第三节 计价货币的选择:实证分析	/ 99
一、变量定义与数据来源	/ 99

二、实证模型构建和方法选择	101
三、计量结果与讨论	103
四、对四国货币的模拟与预测	108
第四节 本章小结	112
第四章 基于交换媒介职能的国际货币条件	113
第一节 三大货币交换媒介职能变化	114
第二节 基于交换媒介职能的国际货币条件:实证模型构建	118
一、变量定义与数据来源	118
二、实证模型构建和方法选择	121
第三节 基于交换媒介职能的国际货币条件:计量结果与讨论	122
第四节 对四国货币的模拟与预测	127
一、对 1965—2008 年因变量数据的拟合	127
二、对 2009—2020 年自变量数据的预测	129
第五节 本章小结	131
第五章 人民币国际化的现实起点	133
第一节 人民币国际化现状	133
一、对人民币国际化程度的度量	133
二、人民币三大国际货币职能情况	135
第二节 人民币国际化的有利条件	137
一、经济和贸易规模	137
二、币值稳定性——通货膨胀率和汇率	140
三、强化因素的增强	142
四、东亚区域货币合作有助于人民币区域化战略	143
第三节 人民币国际化的不利条件	146
一、金融市场的开放度、广度与深度	146

二、贸易结构	/ 151
三、国际货币的历史惯性	/ 152
第四节 本章小结	/ 153
第六章 结论及展望	156
第一节 主要结论及政策建议	/ 156
一、主要结论	/ 156
二、政策建议	/ 161
第二节 进一步研究的展望	/ 162
附 录	164
参考文献	165
后 记	174

图表目录

图

图 0-1 研究的技术路线图	22
图 1-1 1972—2004 年日元本币计价比例	30
图 1-2 1965—2008 年日元占外汇储备和国际债券发行货币比重	32
图 1-3 日元 1965—2008 年名义汇率变动	37
图 1-4 1965—2008 年日本和美国证券市场占 GDP 比重变动	39
图 1-5 1972—2004 年三大国际货币的本币计价比例	46
图 1-6 美元与主要货币占外汇储备和国际债券发行货币比重	47
图 1-7 1972—2004 年三大国际货币本币计价比例	53
图 1-8 美元与马克、欧元占外汇储备比重	55
图 1-9 主要货币占国际债券发行货币比重	56
图 2-1 美元与马克、欧元占外汇储备比重	69
图 2-2 美元与日元占各国外汇储备比重	70
图 2-3 自变量与因变量数据散点图	74
图 2-4 美元与欧元实际与混合最小二乘拟合曲线	82
图 2-5 美元与欧元实际与系统广义矩估计拟合曲线	83
图 2-6 美元与日元实际与混合最小二乘拟合曲线	83
图 2-7 美元与日元实际与系统广义矩估计拟合曲线	84
图 2-8 人民币与三大国际货币占世界外汇储备比例变动趋势与预测	85
图 3-1 国际交易中货币的选择	89

图 3-2 1972—2004 年美元、马克(欧元)和日元在出口和进口中的
计价比例 95

图 3-3 自变量与因变量的散点图 102

图 3-4 出口计价货币:美元与马克、日元实际曲线与系统广义矩估计
拟合曲线 109

图 3-5 进口计价货币:美元与马克、日元实际曲线与系统广义矩估计
拟合曲线 109

图 3-6 人民币与三大国际货币占世界计价货币比例变动趋势与预测 ... 110

图 4-1 主要货币占国际债券发行货币比重 117

图 4-2 美元与欧元、日元实际曲线与系统广义矩估计拟合曲线 128

图 4-3 人民币与三大国际货币占世界国际债券比例变动趋势与预测 ... 130

图 5-1 各国基于购买力平价的人均国内生产总值 137

图 5-2 各国出口占全球比重变动趋势:1965—2008 年 139

图 5-3 各国通货膨胀率(%)变动趋势 141

图 5-4 人民币与美元名义汇率变动趋势:1979—2013 年 141

图 5-5 各国 M2 供应量变动趋势 143

表
表 0-1 国际货币职能 4

表 0-2 主要国际货币发行国经济规模 6

表 1-1 主要货币国际化指标度量(2006 年) 26

表 1-2 20 世纪初世界官方外汇储备货币构成 41

表 1-3 历史上一些主要国家的经济规模 41

表 1-4 英美两国经济实力对比 43

表 1-5 美国和英国、德国、日本的制造业生产指数变化
(1953 年 = 100%) 43

表 1-6 两次世界大战期间各国的黄金储备变化 44

表 1-7 两次世界大战期间纽约市场与伦敦市场的比较 44

表 1-8 欧元区债务可持续性指标:1993—2010 年 57

表 1-9	2008 年德国占主要进口市场的比重	60
表 1-10	法国、德国和美国银行持有希腊、葡萄牙和西班牙 银行资产状况	61
表 2-1	主要国际货币 1965—2009 年间占世界外汇储备比例	67
表 2-2	自变量定义与说明	71
表 2-3	解释变量相关系数矩阵	75
表 2-4	面板数据回归结果	79
表 2-5	四种货币占世界外汇储备比例预测	84
表 3-1	主要国家 1972-2004 年进出口商品贸易中本币计价比例	93
表 3-2	自变量定义与说明	100
表 3-3	出口计价货币的回归结果	104
表 3-4	进口计价货币的回归结果	106
表 4-1	1965—2009 年以主要国际货币发行的国际债券变动	115
表 4-2	自变量定义与说明	118
表 4-3	解释变量相关系数矩阵	121
表 4-4	动态面板回归方程回归结果	123
表 4-5	四种货币占世界国际债券比例预测	129
表 5-1	主要货币国际化指标度量(2006 年)	134
表 5-2	2007 年发达国家经济总量指标	138
表 5-3	2007 年发展中国家和地区经济总量指标	138
表 5-4	东亚外汇储备库的出资情况(亿美元)	144
表 6-1	银行信贷占融资资本比重(%)	164

注：① 国际货币基金组织（IMF）在 2007 年 10 月发布的《国际货币与金融统计》（IMFS）中指出，人民币在 2007 年 10 月 1 日成为国际货币基金组织（IMF）的“可自由使用货币”，这标志着人民币在事实上已经具备了国际货币的地位，但这一地位在一定程度上也反映了人民币保持国内、国际币值稳定的事实。

① George A. Akerlof, "The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective", *The World Economy*, Vol. 20, 1997, pp. 109-147.
 ② 刘金林、陈俊，〈2012 年中国国内生产总值突破 50 万亿〉，见 <http://www.chinanews.com/q/2013/02-22/4239118.shtml>。

导 论

第一节 研究背景与意义

货币国际化本质上是货币发行国在货币游戏规则中对世界财富的再分配。随着经济全面崛起,中国在世界货币游戏规则中谋求与经济和贸易地位相匹配的国际货币地位符合国家的长远利益,同时也是对东亚货币合作进展缓慢、国际货币体系改革短期无望的理性选择。

根据乔治·S. 泰莱斯(1997)^①提出的国际货币三大条件:稳定的通货膨胀,在全球贸易和产出中占有较大份额以及成熟开放的国内金融市场,人民币已经具备三大条件中的两项。2012年中国国内生产总值(GDP)已达5.19万亿元,进出口总额为3.87亿美元,成为全球主要经济体和货物进出口规模最大的国家。^②在过去十年间,中国通货膨胀率平均稳定在0.9%左右,远远低于同期美国2.5%、欧元区1.9%和英国2.6%的水平,同时日本通货膨胀率呈现负增长。同期人民币对SDR波动率与美元接近,低于英镑、欧元和日元汇率波动。这固然有人民币事实上的盯住美元汇率政策影响,但在一定程度上也反映了人民币保持国内、国际币值稳定的事实。

^① George S. Tavlas, "The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective", *The World Economy*, Vol. 26, 1997, pp. 709-747.

^② 刘育英、周锐:《2012年中国国内生产总值突破50万亿》,载 <http://www.chinanews.com/cj/2013/02-22/4589119.shtml>。

目前人民币国际化条件还很不成熟。如果美元国际化程度为 100,则欧元为 66.8,日元为 25.3,人民币为 8.6^①。国际货币的三大职能中,人民币的国际货币职能有限,计价货币和交换媒介职能处于起步阶段,跨境贸易人民币结算尚处于试点阶段,人民币尚未用于国际借贷和直接投资,只被泰国和俄罗斯等极少数国家用作外汇储备货币,以人民币发行的国际债券规模很小,因此人民币还不是国际货币。

全球性金融危机过后,中国政府加快了人民币国际化进程。2009 年 7 月 2 日,央行下发《跨境贸易人民币结算试点管理办法》,正式启动跨境贸易人民币结算试点。2010 年 6 月 22 日,央行将跨境贸易人民币结算试点地区由 4 个城市扩大到 20 个省市,境外地域不再受限制。同时为便利境内机构以人民币开展境外直接投资,央行于 2011 年 1 月 13 日发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》,标志着人民币由跨境贸易结算扩展至投资结算领域。目前,跨境贸易人民币结算量增长较快,2012 年银行累计办理跨境贸易人民币结算业务 2.94 万亿元,同比增长 41%^②。跨境贸易人民币结算业务已全面推开,所有进出口企业都可以选择以人民币进行计价、结算和收付。

随着人民币国际化进程正式启动,境外人民币业务和人民币国际债券市场也逐渐发展起来。2004 年 2 月,香港开办人民币存款业务,为发挥人民币的价值贮藏职能提供方便。2010 年 3 月,美国银行首开人民币业务。为解决香港银行界人民币存款的运用问题,2007 年 6 月 8 日我国政府出台《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理办法》,推动了香港人民币债券市场的发展。同年 7—9 月,国内 7 家境内金融机构在香港累计发行人民币债券 300 亿元。2009 年 9 月,政府又在香港发行人民币国债 60 亿元。与此同时,熊猫债券^③已经在银行间债券市场发行,尽管规模尚小,但它的推出是中国金融市场走向国际化的重要标志。自第一支人民币债券在香港发行以来,香港离岸人民币债券发展步伐日渐加快,债券品种亦日趋丰富,2012 年香港人民币债券(不含存

① Christian Thimann, "Global Roles of Currencies", *International Finance*, Vol. 11, No. 3, 2006, pp. 111-245.

② 中国人民银行:《2012 年第四季度货币政策执行报告》。

③ 熊猫债券指国外金融机构在中国境内发行的以人民币为面值的债券,亚洲人民币债券是国内金融机构在中国境外发行的以人民币为面值的债券。两者都属于国际债券。

款证)发行金额已达 1482.2 亿元人民币^①。

中国作为正在崛起的经济和贸易大国,如何在世界货币游戏规则中谋求与经济和贸易地位相匹配的国际货币地位显得尤为重要。当前国内有关货币国际化的研究水平和政府推行的渐进式措施将直接影响到人民币在未来几十年内的国际化进程,国内众多经济学者对人民币国际化这一国家战略进行了前瞻性的研究。从现有的研究成果来看,国内学者大多讨论人民币国际化的路径、影响、成本和收益等,更多是对人民币国际化的结果和未来图景的展望;而国外学者对货币国际化的研究已经深入,但对人民币国际化大多持冷静态度,认为条件很不成熟。我们认为,或许人民币国际化研究的基本问题是对人民币国际化现实起点的认识。货币国际化进程背后的推动力量究竟是什么?一国货币成为国际化货币需要具备哪些特质?目前人民币国际化现实起点又是什么?我们试图从国际货币三大职能出发,综合运用理论和实证分析方法,挖掘影响一国货币国际化的关键因素。

第二节 概念界定

首先让我们从货币职能角度来对货币国际化概念作一下界定。哈特曼(Hartmann, 2002)^②和泰莱斯(1997)^③认为,货币国际化是一国货币的职能从国内扩展到国外的过程,该货币在国际交易中充当交换手段、计价单位和保值手段。国际货币的三种职能要求国际货币要具备一定的币值稳定性、流动性和可兑换性,并高度依赖于该国国内金融市场的充分发展和自由开放。科恩(Cohen, 1971)^④最

① 路透社,《香港主要人民币债券发行情况一览》, <http://cn.reuters.com/article/hkCoNews/idCNL4S0AT4LU20130124>, 2013 年 1 月 25 日。

② Philipp Hartmann, "The International Role of the Euro", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24, No. 2, 2002, pp. 315-345.

③ George S. Tavlas, "The International Use of the US Dollar", *World Economy*, Vol. 20, 1997, pp. 709-749.

④ Benjam J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London: McMillan, 1971.

早对国际货币的职能进行概括,表0-1是哈特曼(1998)^①更清晰的总结。

表0-1 国际货币职能

职能	政府	私人	
		非银行	银行
计价单位	锚货币	贸易交易中计价货币	外汇标示货币
交换媒介	汇率干预货币	国际交易结算货币	银行间清算货币、 国际债券发行货币
价值储藏	外汇储备货币	外币资产	外币资产

资料来源: Philipp Hartmann, *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press, 1998(17), 经作者适当修改。

依据货币国际化的程度划分,国际货币分为完全的国际货币^②和不完全的国际货币,后者具备国际货币的部分普通职能,而前者具备全部高级职能。17世纪和18世纪的荷兰盾、19世纪和20世纪上半叶的英镑、20世纪下半叶至今的美元都是完全国际货币,而目前的欧元、日元、英镑和瑞士法郎等是不完全的国际货币。从国际货币体系的演变历程来看,完全的国际货币往往只有一种。由于规模效应会放大主导货币的收益,这使得完全的国际货币与不完全的国际货币在收益上存在巨大的差异^③,而这种差异或许是各国政府如此重视货币国际化的真正原因。

国际货币的三大职能中,计价货币职能是国际货币的基础性职能。正因为一种货币广泛应用于贸易之中,该货币才得以扩散,进而才使得该货币有用并成为国际货币。换言之,出于贸易目的的货币使用引起出于金融目的的货币使用,出于金融目的的货币使用进而促成官方目的的货币使用^④。货币国际化过程往往从私人支付职能开始,国际货币的支付、计价等职能是私人经济决策的

① Philipp Hartmann, "The Currency Denomination of World Trade After European Monetary Union", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 12, No. 1, 1998, pp. 424-454.

② 完全的国际货币也称为关键货币、主导货币。

③ 宫崎犀一等:《近代国际经济要览》,日本东京大学出版社1981年版,第101页。

④ ECU Institute, "International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency", *Kluwer International*, 1995, pp. 424-454.

结果,代表着市场最初的力量;而外汇储备职能更多的是取决于政府的决策,并且政府决策会被市场力量所引导。因此,没有计价货币职能,媒介货币和储备货币职能就不可能存在,一种货币可以在没有充当储备货币作用下发挥媒介货币和计价货币作用,但反之不能成立。

国际货币三种职能之间的演变关系,也正反映出我国政府推进人民币国际化进程的正确思路。2008年次贷危机以后,中国人民银行首先推出人民币跨境贸易结算试点,由小范围的试点逐步扩大到大范围的试点,推进人民币的计价和结算职能。其次,为配合跨境贸易人民币结算试点,2011年1月中国人民银行推出境外直接投资人民币结算试点,意在通过政府的推进政策反映市场力量的需求,推动人民币的计价货币和交换媒介职能向国际化进程的高级阶段价值储藏职能演变。

第三节 文献综述

首先要指出的是,货币国际化影响因素分析应以理性经济人为假设前提。理性的经济个体选择具有较低交易成本的国际货币,潜在的国际货币持有者在进行币种选择时寻求的是(现在和未来的)交易成本最小化。因此,影响国际货币交易成本的各种因素成为经济个体进行货币选择的依据。如果这些决定因素表明该货币具有较高的交易成本,那么该货币国际化进度将受阻,反之亦然。这是我们进行货币国际化因素分析的理论前提。

对于货币国际化的条件,众多学者从不同角度进行总结,这里仅给出两位代表性学者的观点。科恩(1998)^①认为货币国际化取决于两类因素:第一类是看得见的手,即政府对本币国际化进程的干预,主要表现在政府在本国范围内对货币发行权利的垄断以及货币政策的管理等。第二类是看不见的手,是由市场力量形成的境内和境外交易网络。罗伯特·蒙代尔(2003)^②则认为完全国际化的货币需具备的条件包括:发行国在全球产出、贸易和金融中占有较大份

^① Benjamin J. Cohen, *The Geography of Money*, Ithaca: Cornell University Press, 1998, pp. 145-193.

^② Robert Mundell, "The International Financial System and Outlook for Asian Currency Collaboration", *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, 2003, pp. 3-7.