

# 货币反替代研究

胡宗义  
刘亦文 著



湖南大学出版社  
图书出版基金资助项目

湖南大学出版社



湖南大学出版社  
图书出版基金资助项目

# 货币反替代研究

胡宗义 刘亦文 著

湖南大学出版社

## 内 容 简 介

本书在货币反替代理论基础之上,对中国货币反替代进行了现实考察及其实证分析,并进一步进行了:货币反替代下异常和违规资金流入渠道及监管,货币反替代及资本外流,货币错配,货币反替代对中国经济影响的动态 CGE,货币反替代视角下的 M2/GDP 畸高,人民币国际化进程中的货币反替代,货币反替代对我国股市影响,货币替代视角下中国资本账户开放进程中的考验与政策选择,货币反替代汇率效应及政策选择等方面的研究。

本书适合金融、统计工作人员、研究人员参考阅读。

### 图书在版编目(CIP)数据

货币反替代研究/胡宗义,刘亦文著.

—长沙:湖南大学出版社,2011.4

ISBN 978-7-81113-961-7

I. ①货… II. ①胡…②刘… III. ①货币理论—研究

IV. ①F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 068935 号

## 货币反替代研究

Huobi Fantidai Yanjiu

作 者: 胡宗义 刘亦文 著

责任编辑: 陈建华

出版发行: 湖南大学出版社

社 址: 湖南·长沙·岳麓山

电 话: 0731-88822559(发行部), 88821327(编辑室), 88821006(出版部)

传 真: 0731-88649312(发行部), 88822264(总编室)

电子邮箱: presschenjh@hnu.edu.cn

网 址: <http://www.hnupress.com>

印 装: 湖南航天长宇印刷有限责任公司

开本: 880×1230 32 开 印张: 11.5

版次: 2011 年 7 月第 1 版 印次: 2011 年 7 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-81113-961-7/F·272

定价: 26.00 元

责任校对:

责任印制: 陈 燕

邮 编: 410082

字数: 332 千

版权所有,盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错,请与发行部联系

# 前 言

中国经济进入新世纪以来,继续保持着快速增长的态势,但在经济总量不断增长的同时,各种结构性矛盾日益突出,经济发展的不平衡、经济增长方式粗放、国际收支不平衡等问题无疑正在对社会和谐与经济可持续发展构成挑战。因此,从理论与实务上对中国社会经济发展所面临的一系列困境进行研究,无疑对树立和落实科学发展观,加快中国全面小康社会建设具有重大意义。

2002年以来,中国的经济持续快速增长,出现了明显的过热现象,对外贸易增势强劲,投资需求进一步膨胀,货币信贷规模急剧扩大,各种资产价格全面上升,通货膨胀压力空前加大,银行流动性过剩问题日趋突出,被经济学家认为发生机率极低的“流动性陷阱”已初现端倪,并对金融体系的稳健运行产生了不可忽视的影响。这次经济过热具有明显的需求拉动型特征,其中很重要的因素是,在人民币升值预期的作用下,居民增持本币资产和减持外币资产,外汇占款的迅速增加导致基础货币投放过度进而造成货币过量供给。中国政府通过直接干预和间接调控(产业政策、外汇管理政策以及货币和财政政策)已有效地缓解了宏观经济过热的局面,但此次经济过热的诱因之一——货币反替代行为对经济的影响给我们留下很深刻的印象。货币反替代是开放经济下的一种货币性扰动,反映的是国外居民对人民币的需求。随着我国对资本账户从严格管制转向逐渐开放,货币反替代将是一个不可避免的现象。货币反替代的表现多种多样,有时会以热钱、黑市交易、外资潜入等形式存在。但这些形式下,计算货币反替代程度的相关数据无从搜集,这就促使我国货币反替代率计量的准确度有待进一步考究。

货币反替代其实是经济日益开放条件下的一种现象,是我国经济

发展的附属品,只要我们日益发展和开放,外国居民为了实现自己的交易便利性和价值最大化,必然会持有一定量的人民币。货币反替代有一个适宜的区间,我们不能为防范货币反替代而牺牲经济的增长,货币反替代现象应作为经济发展和对外开放的一个成本放在经济发展过程中予以统筹考虑。当然,也不能忽视货币反替代可能带来的负面影响,应采取有效措施将货币反替代降低到适宜的水平,减少其对我国资本账户进一步开放的影响。根据上面的实证分析,对我国的货币反替代率影响较大的是国内生产总值,发展好本国经济,促进宏观经济持续健康发展,切实提高本币的竞争力是有效防范货币反替代的措施。

我国作为一个发展中国家,长期以来的经济政策都是以刺激经济增长为目标,而且将来相当长的时期内仍将以扩张性的经济政策为主,这无疑会成为货币反替代加深的一个诱因。可见,我国防范货币反替代的任务将是经常的、长期的。尽管我国目前存在的主要是价值贮藏的货币反替代,然而,不能因为我国目前实行了资本账户的管制而忽略它,因为我国的双顺差而小视它。我国金融体系的脆弱性暗示我们一旦资本账户开放,国外将很有可能会有大量的储蓄转化为人民币流出国内。

货币反替代是一个综合的经济现象,货币反替代倾向的存在则是和我国经济持续快速稳定发展分不开的,但我国脆弱的金融体系大大增加了货币反替代带来风险的可能。因此,我国在资本账户逐步开放的过程中,必须完善我国的金融体系,改良我国的金融生态环境。另外,在我国资本账户开放过程中,必须注意各种防范货币反替代政策的配合使用,如财政政策、货币政策、利率政策、汇率政策间的协调和配合。

本书是在湖南大学出版社 2010 年度图书出版基金项目的大力支持下得以顺利出版的。感谢湖南大学出版社陈建华编辑对本书出版所付出的辛勤劳动。同时本书也是教育部“新世纪优秀人才支持计划”(NCET-09-0329)、国家社科基金项目(09BJL014)、教育部人文社会科学研究规划项目(08JA790037)、湖南省社会科学规划项目(08YBB315)的应用成果。

感谢湖南大学副校长赖明勇教授,湖南大学金融与统计学院院长杨胜刚教授、院党委书记晏艳阳教授等给予的鼓励和提供的帮助。感谢湖南大学金融与统计学院谢意硕士提供的有关货币错配方面的资料、吴朝平硕士提供的有关洗钱方面的资料,同时感谢唐李伟、刘静、刘英等同学协助我们完成本书所做的工作。

经济发展本身就是对社会经济不协调的荡涤。纵观世界经济史,没有一个经济体的发展道路是平坦的,但克服了发展瓶颈的民族始终走在发展的前列。经济发展的稳步推进,金融体制改革的不断推进,金融开放程度的逐步扩展,为我国货币反替代的长期存在创造了前提条件。而各影响因素的发展,尤其是利率、汇率、经济发展等预期因素的未来趋势,可能使外国居民对人民币的需求愈加强烈。为了防止大规模恶性的货币反替代危害我国经济的顺利运行,今后应把握影响因素发展的脉搏,进一步探索我国货币反替代变化的新规律和新特点。与此同时,我们还要注重货币反替代效应分析中数据的搜集和积累,更好地运用定性和定量相结合的方法,探讨货币反替代的适宜度问题,以降低货币反替代的不利效应,最大限度地发挥其积极作用。如何全面考察货币反替代状况是我国实务部门与学者的热点领域。

作为一项全新的工作,本书对中国货币反替代现象的研究只作了一个初步性的探讨,诸多工作尚待更深层次研究,但愿我们的工作能为深入研究中国的货币反替代现象起到一个抛砖引玉的作用。我们深知,对中国这样一个发展中的大国,有待深入探讨的研究课题还有很多。由于我们的理论功底和研究水平有限,书中难免存在疏漏和需要完善之处。书中的错误和不足,恳请国内外专家学者批评指正。

胡宗义

2010年10月

# 目 次

## 第 1 章 绪 论

|                   |   |
|-------------------|---|
| 第 1 节 问题的提出 ..... | 1 |
| 第 2 节 文献回顾 .....  | 5 |

## 第 2 章 货币反替代的理论基础

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 第 1 节 西方主要货币需求理论模型 .....       | 11 |
| 第 2 节 各种理论模型的比较 .....          | 18 |
| 第 3 节 国外理论在我国货币反替代的适用性分析 ..... | 21 |

## 第 3 章 中国货币反替代的现实考察

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 第 1 节 货币反替代发生的可能性分析 .....   | 24 |
| 第 2 节 中国货币反替代的程度 .....      | 27 |
| 第 3 节 中国货币反替代的成因分析 .....    | 30 |
| 第 4 节 货币反替代对中国经济的影响分析 ..... | 39 |
| 第 5 节 平调货币反替代的路径分析 .....    | 47 |

## 第 4 章 中国货币反替代决定因素的实证分析

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 第 1 节 理论模型的导出与拓展 .....           | 51 |
| 第 2 节 基于货币需求函数模型的货币反替代实证分析 ..... | 53 |
| 第 3 节 实证结论与解释 .....              | 58 |

## 第 5 章 货币反替代下异常和违规资金流入渠道及监管研究

|                  |    |
|------------------|----|
| 第 1 节 洗 钱 .....  | 65 |
| 第 2 节 国际游资 ..... | 87 |

## 第 6 章 货币反替代及资本外流研究

|                   |     |
|-------------------|-----|
| 第 1 节 货币替代研究····· | 123 |
| 第 2 节 资本外逃研究····· | 131 |

## 第 7 章 货币错配研究

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 第 1 节 问题的提出及文献综述·····     | 144 |
| 第 2 节 货币错配的理论概述·····      | 157 |
| 第 3 节 我国货币错配的度量及现实描述····· | 170 |
| 第 4 节 我国货币错配引致原因分析·····   | 187 |
| 第 5 节 结论与建议·····          | 201 |

## 第 8 章 货币反替代对中国经济影响的动态 CGE 研究

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| 第 1 节 可计算一般均衡模型的理论基础·····      | 206 |
| 第 2 节 构建用于货币反替代分析的 CGE 模型····· | 220 |
| 第 3 节 MCHUGE 模型的拓展·····        | 244 |
| 第 4 节 模拟结果分析·····              | 252 |

## 第 9 章 货币反替代视角下的 M2/GDP 畸高研究

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 第 1 节 引 言·····                   | 267 |
| 第 2 节 货币反替代对 M2/GDP 的影响路径分析····· | 273 |
| 第 3 节 货币反替代在 M2/GDP 中的实证分析·····  | 275 |
| 第 4 节 改善我国 M2/GDP 畸高的政策建议·····   | 276 |

## 第 10 章 人民币国际化进程中的货币反替代研究

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 第 1 节 问题的提出·····           | 279 |
| 第 2 节 人民币国际化的风险·····       | 281 |
| 第 3 节 货币反替代的影响分析·····      | 285 |
| 第 4 节 抑制货币反替代的措施和政策建议····· | 290 |

## 第 11 章 货币反替代对我国股市影响研究

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| 第 1 节 中国股票市场的统计考察·····       | 294 |
| 第 2 节 货币反替代对中国股市冲击的实证研究····· | 303 |
| 第 3 节 政策建议·····              | 309 |



**第 12 章 货币替代视角下中国资本账户开放进程中的考验与政策选择**

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 第 1 节 资本账户开放的利益·····            | 314 |
| 第 2 节 资本账户开放的风险·····            | 317 |
| 第 3 节 我国资本帐户开放的进程·····          | 321 |
| 第 4 节 稳步推进资本项目开放促进国际收支动态平衡····· | 326 |
| 第 5 节 资本项目开放的相关配套措施·····        | 333 |

**第 13 章 货币反替代的汇率效应及政策选择**

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| 第 1 节 人民币汇率的变动趋势·····                 | 337 |
| 第 2 节 货币反替代的汇率影响的基本分析框架·····          | 340 |
| 第 3 节 资产选择的货币反替代现象对一国汇率的静态<br>影响····· | 345 |
| 第 4 节 浮动汇率制下货币反替代的汇率动态效应·····         | 347 |
| 第 5 节 保持人民币汇率水平的适度稳定性和灵活性·····        | 349 |

|           |     |
|-----------|-----|
| 参考文献····· | 357 |
|-----------|-----|

# 第 1 章 绪 论

## 第 1 节 问题的提出

自信用货币产生以来,货币的价值就随着货币发行量的变化而变化,当货币发行量远远超过一国经济发展所需要的货币量时,通货膨胀便会发生,表现为物价上升,此时货币对内表现为贬值,对外则表现为汇率下降,严重时将伴随着外币大量代替本币的现象,即“良币驱逐劣币”的现象。这与金属货币时期“劣币驱逐良币”的格雷欣定律有所不同。因为在贵金属充当货币的时期,金属本身具有价值,当金属作为货币所代表的价值低于其实际价值时,自然会被收藏起来,而纸币作为信用货币,当其所代表的购买力随着超量货币的发行而不断下降时,人们自然会寻找购买力稳定的其他信用货币作为价值储藏手段。因此,金属货币与商品相交换时体现的是一种“钱货两清”的等价交易,而纸币(本身没有价值)与商品的交换体现的是一种债权债务的信用关系。商品生产者售出商品接受纸币以相信纸币发行人的信用为前提,所以,好的纸币发行人发行的纸币必然得到欢迎,而差的纸币发行人发行的纸币必然遭到抵制。于是,良币驱逐了劣币,或者称货币良币化了。在中央银行体系尚未建立前,货币替代主要表现为信用良好银行发行的银行券对不良信用银行发行的银行券的替代。而在中央银行体系建立以后则表现为一国货币对另一信用贬值国货币的替代。

2002 年以来,中国的经济持续快速增长,出现了明显的过热现象,对外贸易增势强劲,投资需求进一步膨胀,货币信贷规模急剧扩大,各种资产价格全面上升,通货膨胀压力空前加大,银行流动性过剩问题日趋突出,被经济学家认为发生几率极低的“流动性陷阱”已初现端倪,并对金融体系的稳健运行产生了不可忽视的影响。这次经济过热具有明

显的需求拉动型特征。其中很重要的因素是,在人民币升值预期的作用下,本国居民增持本币资产和减持外币资产,外汇占款的迅速增加导致基础货币投放过度进而造成货币过量供给。中国政府通过直接干预和间接调控(产业政策、外汇管理政策以及货币和财政政策)已有效地缓解了宏观经济过热的局面,但此次经济过热的诱因之一——货币反替代行为对经济的影响给我们留下很深刻的印象。国内外关于货币替代的理论和实证研究很多,但在开放经济背景下,特别是近年来在人民币升值压力下,中国出现了与货币替代相反的一种现象,可称之为“货币反替代”现象。这一现象还未引起大多数人的重视和思考,但却对中国的开放经济造成了相当大的影响。

所谓“货币替代”(currency substitution),就是指一国居民因对本币的币值稳定失去信心,或本币资产收益率相对较低时发生的大规模货币兑换,从而导致外币在价值储藏、交易媒介和计价标准等货币职能方面全部或部分替代本币的行为。当一国的通货膨胀水平较高或各种因素引起币值高度不稳定时,本国法偿货币的价值储藏、记账单位和交易媒介的功能相应遭到严重的削弱。对于一种价值经常以不可预见的方式不时下降的货币而言,它已经不适合作为价值储藏的手段,同时也会使人们对使用其作为记账单位感到不便。当然,货币价值的不稳定也会使公众不愿接受其作为交换媒介。值得注意的是,与著名的“格雷欣法则”所描述的“劣币驱逐良币”的过程不同,货币替代是一种“良币驱逐劣币”的现象。这是因为前者所指的货币都是具有一定的内在价值,且在金本位制或金银复本位制下发生的;而后者则是在纸币本位下发生的,货币本身不具有内在价值,它的价值是靠它的信誉支撑的。同时,发生货币替代的一个重要前提是货币的自由兑换,没有货币自由兑换,货币替代只能在外汇黑市上进行,其规模和影响要小得多。一般而言,当国内通货膨胀或预期通货膨胀率提高,而本国货币资产的相对利率不足以抵补因通货膨胀而损失的收益时,货币替代就可能发生。除此之外,还取决于本国货币的汇率。可用简单的公式来表示:

$$\text{NRD}-\text{FRD}-\text{PHR}(\text{或}+\text{PLR})=\text{NRF}-\text{FRF} \quad (1)$$

上式中:NRD、NRF 分别代表本国金融资产名义收益率和外国金

融资产名义收益率;FRD、FRF 分别代表本国通货膨胀率和外国通货膨胀率;PHR、PLR 分别代表本国货币的预期高估率和本国货币的预期低估率。本币预期高估表示预期汇率将贬值,故用负号表示;预期低估表示预期汇率将升值,故用正号表示。

当公式(1)中左项小于右项时,表示本国货币资产的预期实际收益率小于外国金融资产的预期实际收益率,便会发生货币替代。在不考虑国家风险等其他非经济因素的前提下,汇率的低估有助于减低货币替代的程度。当汇率发生低估即本币有升值趋势时,外币资产的持有者在投机等因素的驱动下,会卖出外币资产、买入本币资产,此时,便出现货币反替代。

在这里,我们将货币反替代定义为一国居民在本币坚挺且存在升值趋势下,普遍看好本币的币值或在本币货币资产收益率明显高于外币货币资产收益率时,改变原来对外币的偏好,进而抛售外币并增持本币的行为和现象。可见,货币反替代本质上是在一国货币可自由兑换(部分或全部)的前提下,居民对货币需求取向的变化,是一国居民按经济人追逐收益最大化和交易便利性而进行选择的结果。

货币反替代并非一种新的经济现象,在不同的国际货币制度下都可能存在。如早期在 20 世纪 60~70 年代的布雷顿森林体系中发生的货币反替代,本质上属于固定汇率制下货币供给方的替代。因为布雷顿森林体系实行“双挂钩”制度,即美元与黄金挂钩,各国货币又与美元挂钩,美元实际上充当了唯一通用的世界货币,担负着唯一国际货币的职能。

在金融全球化不可逆转的国际金融演进趋势下,国与国之间的经济关系日益紧密,各国对外开放程度正在逐步提高,这使得经济发展的联动性及相互依赖程度也越来越强。在此背景下,货币反替代问题变得愈加突出。

随着经济开放进程的推进以及与世界经济融合程度的提高,货币反替代也成为我国经济发展过程不可忽视的现象。我国在 1994 年进行了外汇体制改革,1996 年实现了人民币在经常项目下的自由兑换并且正向完全可兑换过渡,2001 年底又加入了世界贸易组织,进一步开

放金融市场。这一系列重大举措在加快我国与国际经济环境融合的同时也使我国的货币反替代问题越来越显著。人民币在国际货币体系中相对于美元、欧元等货币来说处于弱势,但是相对于发展层次更低的国家来说则是强势货币,因此,人民币同时存在上述两个方向的货币反替代。也就是说,我国的货币反替代问题不仅是人民币被美元等强势货币所反替代的问题,还包括人民币反替代他国货币的问题。无论是人民币被其他货币替代还是人民币替代他国货币,都会对我国的宏观经济带来重大影响。因此,研究我国的货币反替代问题,不仅具有很强的前瞻性理论价值,还对在开放经济下我国宏观经济保持内外均衡具有十分重要的意义。

目前,中国仍处于资本管制的时期。对资本的管制可以较好地防止货币反替代的大规模出现,但这是不是说我们就不必注意货币反替代在中国的出现呢?笔者认为不是这样的。从长远来看,资本账户的管制放松是必然的,资本账户的开放必然会给国内金融系统带来一些震荡,而相对脆弱的国内金融体系是否能应对资本账户完全开放后货币反替代所带来的冲击,值得我们关注。因此,本书希望能得出一些有益于应付货币反替代的结论。

然而,实现资本的自由流动是融入世界经济,增强利用世界范围内生产要素能力的必由之路,是无法长期回避的。至于汇率决定,正如弗里德曼所指出的:“只有浮动汇率才能提供这样的保证:平衡有成效的国际贸易扩展而又不妨碍重要的国内目标。因为,浮动汇率就保护国内经济免受国际收支严重失衡这种可能有的损害来说,是一种自动机制。”近年来,为了在汇率稳定的情况下促进出口,中国外汇储备每年都有所增长,2008年总额已达到19 460.30亿美元,持有这么多外汇储备给中国带来很大的机会成本。由于现行金融模式的缺陷,中国在外汇方面抵御金融危机冲击的成本是高昂的,效益是递减且有限度的。尽管中国出现了国际收支中资本项目和经常项目的双顺差,但随着中国市场的进一步开放和资本账户的开放,这种趋势是否能保持还不能确定,而且由于中国金融体系的脆弱性和效率不高,很可能在资本账户开放后引起国内储蓄资源的重新配置,导致相当的储蓄资源被导入至

外国货币计值的金融资产,并引发大规模的资产替代现象。因此,在防范货币反替代方面,中国也并非可以高枕无忧。

总的来说,随着中国资本账户开放的逐渐深入,本币充当的各个职能可以更好地转换,隐性的货币反替代有转为显性货币反替代并进而发生大规模货币兑换的可能,这必将对中国经济发展带来不良影响,如加剧汇率的频繁波动、影响货币政策的独立性和有效性、影响财政收支、导致国际收支失衡等,从而影响中国资本账户开放的正常进程。因此,深入分析货币反替代的成因及其对中国经济的影响,并探讨有效控制货币反替代的策略具有重要意义。

## 第2节 文献回顾

20世纪70年代以来,西方经济学家主要对货币替代理论进行了广泛的研究。他们通过各种前提假设和要素组合,最终都得到了各自的内外币需求函数,进而阐明了货币替代的发生机制,并且经过实证检验确认了不同国家的货币替代程度。从本质上看,这些学说都是围绕货币的不同职能论述开放经济下的货币需求理论,因此有着各自的特性。比如货币服务的生产函数理论主要是从货币的综合效用角度入手,货币需求的边际效用理论将货币服务具体化为便利交易和支付,货币需求的资产组合理论则偏重于货币的价值贮藏功能,而货币的预防性需求理论则强调了货币的谨慎支付原则。值得注意的是,尽管这些经济学家都提出了类似的货币替代理论假说,但是并不证明他们都赞同实际经济中一定存在着显著的货币替代现象,有的学者恰恰是用假设的货币替代模型对实际经济中的数据进行计量分析,得出了目标国家的货币替代程度并不显著的结论。当然,这些货币替代理论也有着各自的局限性,并不能够完全地直接套用在货币市场的实际运作上。因此,本文借鉴了这些理论的合理之处,结合发展中国家的实际情况探讨适用于发展中国家的货币替代理论学说。在货币替代的经济影响方面,本文纵览了国外经济学界的研究成果,其中以货币主义汇率模型、Gall(2001,2002)的货币模型、铸币税拉弗曲线、Thomas(1985)的国际

收支模型、Ruge Murcia(1995)的政策可信度检验模型以及 Morishima Elasticity of Substitution 等分析最具代表性。但是总的来说,现有理论大多是以经济高度开放、货币完全自由兑换为前提,缺乏对发展中国家货币替代效应的相关深入分析,在此基础上,本文着重探讨了货币尚未实现完全自由兑换时的替代效应。在货币替代理论的政策含义方面,本文主要借鉴了一些发展中国家学者针对拉美国家“美元化”问题提出的政策建议——其核心就是通过一整套稳定性的宏观经济政策来降低通货膨胀率、维护本币的真实收益率,减少货币替代的可能性和危害性,其中无行动区间理论对于我国在开放经济背景下防范货币替代可能造成的威胁具有重要的启发意义。

由于我国尚未建立起完全开放的经济体系,人民币在资本项目下还未实现自由兑换,人民币被外币大规模替代的条件尚不具备,因此国内对于这一方面的研究起步较晚,并且大部分的研究将人民币被外币替代等同于货币替代,却没有考虑到货币替代的双向性特点。现有研究主要关注以下几个方面。第一,关于人民币被替代程度的测算。胡剑平(1998)利用我国 1985 年至 1995 年间的的数据算得的结果为  $0.392\% \sim 6.155\%$ ,并且发现这一时期我国的货币替代率呈逐年上升趋势,尤其是 1993 年上升幅度达  $153.56\%$ 。姜波克(1999)认为中国 1992 年至 1997 年间的货币替代以生息外币(以美元为代表)对不生息人民币现金的替代为主,程度测算的结果为  $1.86\% \sim 6.69\%$ 。杨军(2002)测算得出的我国 1992 年至 1995 年间的货币替代率为  $10.25\% \sim 15.56\%$ ,1996 年至 2000 年间则保持在  $6.73\% \sim 8.22\%$ 。熊艳春和黄杰(2004)用中国人民银行统计季报 1990 年至 2003 年的数据得出我国这一时期的货币替代率为  $5.40\% \sim 13.38\%$ 。第二,影响人民币被外币替代程度的因素分析。姜波克(1999)的实证检验结果表明 1992 年至 1997 年间影响我国货币替代程度的主要原因是人民币汇率水平的波动,即人民币现实汇率和影子汇率的差异决定了我国货币替代程度。熊艳春和黄杰(2004)则认为人民币汇率水平的变动是目前导致我国货币替代的最主要原因,人们用外币兑换本币的首要原因是规避汇率风险。此外,一些学者还利用货币服务的生产函数模型测算了我国



货币替代的弹性,以衡量持币机会成本的影响。比如,苑德军和陈铁军(2000)测算了1986年至1997年间美元与人民币之间的替代弹性,结果为3.26%。杨军(2002)则认为人民币存款与外币存款的长期替代弹性较低,短期弹性不显著。1994年外汇管理体制改革之后,人民币存款与外币存款的替代弹性提高,外汇管制的放松、大众理财方式的多样化、人民币汇率预期的变化、本外币存款利差的变化等因素使得在我国货币替代整体水平较高的前提下后期弹性超出前期弹性。岳意定和张琦(2004)的实证研究得出人民币与外币的长期替代弹性达到了1.371,短期替代弹性也达到了1.647,其认为我国的人民币实际利率对我国货币替代的影响程度较大,而制度因素的长期弹性是4.497,短期弹性是0.107,长期来看,我国制度因素对货币替代程度的影响程度较大。第三,论证人民币被替代对中国经济的影响。胡颖尧(1996)分析了人民币自由兑换后货币替代的短期影响,指出“人民币自由兑换后货币替代在短期内不会对资本项目的顺差产生很大冲击,但货币替代导致的贬值将可能对国内总需求产生明显的紧缩效应”。姜波克(1999)修正了“汇率的非系统性运动”理论和“汇率放大效应”理论,提出了“货币替代将导致我国国家收支‘双逆差’”的观点。他还分析了货币替代对货币政策、财政政策、财富水平、总需求以及国际收支的影响。苑德军和陈铁军(2000)分析了货币替代与汇率、通货膨胀、通货紧缩、货币供求等宏观经济变量的关系,其认为货币替代对我国经济和金融的负面影响较之发达国家为大。第四,防范人民币被替代冲击的政策研究。姜波克(1999)、胡剑平(1998)、冯用富(1997)和范从来与卞志村(2002)、乔桂明(2003)等从保持宏观经济的协调、保持人民币汇率的相对稳定、消除金融抑制、加强金融监管、实行汇率目标区、有步骤开放资本账户等方面进行了深入的分析和论述。第五,人民币被替代的适度性分析。何刚(2001)认为应该从一国经济规模、经济发展水平、对外开放程度、利率决定方式、货币政策传导机制的有效性、汇率决定方式、财政收支状况、外汇管制程度和本国相对于国外的通货膨胀程度等九方面确定一国的货币替代的适宜度。他认为货币替代适宜度水平不是一个固定数据,应该表现为一个合理的区间,而目前的货币替代率离我国



的货币替代适宜度的距离仍比较大,我国货币替代适宜度可以确定在比目前货币替代率高一些的地方。

另一方面,近年来随着我国经济实力的增强,也有学者从人民币作为替代货币的角度出发,分析人民币替代他国货币的问题,这就是货币反替代的雏形,但目前的研究主要是基于人民币国际化的视角。对于人民币国际化的时机选择,国内大部分学者认同人民币成为真正的国际货币虽然还比较遥远,但是国际化趋势已经有所表现,应该适时地采取措施推动国际化进程。陈彪如(1998)认为首先应该实现人民币的充分自由兑换,在此基础上积极推进人民币国际化。韩强(1999)从人民币自由兑换与国际化的关系角度提出了人民币国际化的途径,提出通过渐进式改革使人民币从经常项目自由化走向资本项目自由化,并且最终实现人民币完全自由兑换使人民币能够顺利地迈出国境,成为国际货币。赵海宽(2001)建议,应该推动人民币逐步成为世界货币之一。随着中国经济实力的迅速增长和加入世界贸易组织,中国更加深入地参与经济全球化,人民币应该成为世界货币之一,至少应能发挥一部分世界货币的作用。人民币成为世界货币,需要一个自然发展和成熟的过程。他指出,中国应该采取积极的态度,采取一系列措施加快这一进程。程恩富等(2002)从亚洲区域货币的角度出发,认为人民币应该走向区域化或者国际化,这是提高国际金融竞争力的迫切需要,并对人民币国际化的发展提出了相应的政策建议。钟伟(2002)对人民币国际化提出了有价值的操作性建议,指出了货币国际化的路径和注意的问题,提出了将人民币资本项目可兑换和人民币国际化进程合二为一的建议。吴念鲁(2002)提出了货币可兑换与货币国际化的区别,货币国际化的风险和收益,建议应该在国际货币体系改革的大环境中研究人民币逐步实现资本账户自由化,为人民币国际化创造条件。胡智、文启湘(2002)认为由于中国的经济总量和发展路径与其他国家存在较大差异,在通过经济开放推动国际化的路径上,应思考适合中国的模式,走自己的道路。李建军、田光宁(2003)通过对主要货币国际化的道路进行比较,认为人民币国际化事实上是一种日本模式,即依靠不断增强的经济实力,为谋求国际货币与金融利益,从自身金融的深化、改革和发