

人民币国际化、 金融开放与汇率动态

RMB Internationalization, Opening Up
in the Financial Sector and Exchange
Rate Dynamics

林 楠 / 著

本书获得国家自然科学基金青年科学基金项目“人民币国际化‘三元相平衡’下汇率动态与货币能值测控研究”（项目批准号：71203152）、中国社会科学院金融研究所重点研究课题“供给侧结构性改革视角下人民币汇率问题研究”资助

人民币国际化、 金融开放与汇率动态

RMB Internationalization, Opening Up in
the Financial Sector and Exchange Rate
Dynamics

林 楠 / 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币国际化、金融开放与汇率动态/林楠著. —北京: 经济管理出版社, 2017. 3
ISBN 978-7-5096-4703-5

I. ①人… II. ①林… III. ①人民币—国际化—研究 ②金融开放—研究—中国 ③人民币
汇率—汇率波动—研究 IV. ①F822②F832.0③F832.63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 259188 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜

责任印制: 黄章平

责任校对: 王淑卿

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 14.25

字 数: 209 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 2 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4703-5

定 价: 88.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

面对当前国际货币体系缺陷和中国大国崛起涉外经济金融发展诉求，人民币国际化迎来前所未有的广阔前景。2014年12月召开的中央经济工作会议首次明确“稳步推进人民币国际化”，明确了人民币发展战略目标。进入2015年下半年，央行有关的各项政策改革相继加速落地，其中以下关键词贯穿于人民币国际化进程：资本项目可兑换、汇率市场化、利率市场化、宏观审慎政策。2015年11月30日，国际货币基金组织（IMF）执董会决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子。“十三五”期间，中国需要更加积极地利用合理的货币汇率实现人民币的崛起和经济可持续增长。伴随人民币国际化货币环境条件的改变，人民币汇率将从短期波动向长期均衡区间收敛。理论上，这涉及短期（周期）分析、长期（增长）分析和连接长短期的路径指示分析。

对于大国经济，在满足市场主体足够多的条件下，对于某些重要的指示向量，如微观层面具有不同风险偏好的个体其不同方向的货币选择，就微观行为力量而言，在市场交互过程中可能会相互抵消，从而最终表现为大国经济整体上某一行为方向的净效果。这种抽象类似于物理中质点的概念，可称为“宏观金融质点”。在此基础上，可以针对宏观金融质点进行不同货币状态下的动态特征分析。对于货币，其本质究竟是什么？从根本上可以说，货币既是能量的一种储备形式，又可作为投入产出的度量，并且具有集结各种生产要素从而启动社会



生产的能力。正如马克思在《资本论》中所概括的，货币是“第一推动力”，并且伴随社会经济复杂性不断增强，需要以指数增加的货币的支持。正因为货币具有集结各种生产要素从而启动社会生产的能力，所以，从货币的“价值储藏”职能出发，货币不但是能量存储载体，货币状态还对应着一定能量状态（主要是指实体经济潜在产出的增长）。对于汇率动态，其不仅包括汇率水平走势、汇率弹性波动，也包括伴随经济体制改革和货币制度优化不同时期以时间贯穿起来的汇率动态演进。改革开放以来，人民币汇率经历了单边走势“从贬到升”、双向波动“从小到大”，市场化形成“渐进主导”的动态演进。实际上，研究改革开放经济起飞以来人民币汇率演变，难点不在于对其某个侧面和某个阶段特点提出互不关联的解答，而在于对其主要侧面和各个阶段表现进行首尾连贯的分析，对其历史表现、现实状态和未来趋势提出逻辑一致的解说。

在人民币国际化与金融双向开放大背景下，伴随人民币跨境使用不断提升，经常账户和资本项下跨境交易日渐频繁，人民币汇率的灵活性增强，汇率作为货币政策名义锚的作用下降，作为隔绝外部冲击的缓冲器和货币政策工具作用相应增强，汇率政策在中国货币政策中的作用问题将成为未来中国货币政策框架演变的核心问题。从经济分析看，如何将长期和短期开放经济宏观经济分析结合，把经济增长与经济周期纳入一个完整的理论框架之中？国外主流的 DSGE 新凯恩斯主义分析对于中国并不是理想的分析框架。一方面，全球金融危机的爆发显示出 DSGE 模型的缺陷：以有效市场假设为模型基础，在很大程度上弱化了所涉及部门的内容，金融部门的行为没有很好地得到反映；另一方面，中国经济现实不满足有效市场假设，经济实际运行比较强调经济结构和各部门之间的交叉联系，并且货币化和金融部门行为对于资源配置和经济增长又非常重要。鉴于此，本书没有采用国外主流的基于短期价格黏性和福利准则的 NOEM - DSGE 新凯恩斯主义分析，而是考虑新古典的随机增长模型，尝试把经济增长与经济周期纳

入一个完整框架之中，并且在计量分析中，为反映结构变化，以及要素禀赋劳动和资本对经济增长影响的时变性，采用状态空间模型估计样本区间内系数变化，以期揭示如下的经济规律：人民币汇率逐步趋向均衡汇率既促进中国经济增长和发展方式转变，也是经济新常态趋向长期均衡稳态之必然。

目 录

第一章 人民币国际化与开放型经济新体制：制度供给	1
第一节 人民币国际化概览	2
一、人民币国际化的总体概况	2
二、“十三五”规划纲要明确提出稳步推进人民币国际化	3
三、跨境人民币循环机制已逐步建立	4
第二节 人民币国际化战略推进的基础与挑战	6
一、推进人民币国际化的基础：全球经济增长贡献率与贸易投资占比	6
二、人民币国际化的内部挑战：“三元冲突”与经济发展“新常态”	9
三、人民币国际化面对的外部环境：相关参数考量	10
第三节 开放型经济新体制：内涵与外延	14
一、开放型经济新体制的提出	14
二、习总书记系列重要讲话提出的新要求	15
三、中央经济工作会议以来相关重要论述	16
第四节 开放型经济新体制的数量决策指标：国际收支	18
一、十八大以来有关国际收支相关政策表达	18
二、经济发展进入新常态前国际收支总体概览	19
三、经济发展进入新常态后国际收支总体概览	20



第五节 开放型经济新体制价格决策机制：人民币汇率机制	24
一、人民币汇率形成机制的主要特点	25
二、人民币兑美元汇率中间价、即期汇价和离岸汇价的市场情况	26
三、人民币汇率贬值与改革的时空条件诉求	28

第二章 金融双向开放：市场供求与量价抉择

30

第一节 金融双向开放与资本“走出去”：“一带一路”金融运作	30
一、“一带一路”：战略提出与基本内涵	30
二、合作共赢：“一带一路”金融运作的主思路	32
三、深化地区货币金融合作：建设区域性金融安全网	33
四、以融资平台体系为抓手：加强资金支持和保障	34
五、用活巨额外汇储备：稳步推进人民币国际化	35
第二节 金融双向开放新通道：自贸试验区金融创新	36
一、“账户通道”：自由贸易账户	36
二、“业务通道”：人民币双向资金池、“内保外贷”和“外保内贷”	38
三、“产品通道”：沪港通和银行间债券市场开放	40
四、对金融双向开放新通道的再思考	41
第三节 金融双向开放的汇率与国际收支基础	42
一、人民币汇率形成机制的新近改革动态	42
二、人民币兑美元汇率中间价形成机制改革最新动态	43
三、金融双向开放的收支基础：“新常态”下中国 国际收支格局变化	46
第四节 金融双向开放与资本项目可兑换：宏观审慎管理	52
一、金融双向开放外部挑战：美元汇率周期与全球实际 利率汇率分化	52
二、国际收支其他投资项下资本流动与宏观审慎管理	55



三、外汇储备余额变动、货币错配与外债管理	57
第三章 大国开放型经济的宏观金融分析：量价齐观	61
第一节 马克思主义政治经济学国际收支分析：文献启示	61
一、马克思对开放型经济的思考：从《政治经济学批判》 到《资本论》	62
二、国际收支概念界定：西方经典教科书和文献概览	63
三、国际收支内涵演进：国内学界分析和管理当局 概念表述	65
四、基于马克思主义政治经济学的国内相关研究： 进展与评述	67
五、评论与小结	70
第二节 实际汇率动态与供给侧结构性改革：改革维度下 审视	72
一、研究背景	72
二、供给侧结构性改革下产能、市场与货币红利的 统筹考虑	80
三、分析的基本思路	80
四、分析的基本框架：具体展开与政策空间	85
第三节 名义汇率动态与货币调控：开放维度下审视	90
一、模型构建与稳定性分析	90
二、汇率动态与货币调控：比较静态分析	93
三、政策空间	96
第四章 经济赶超下汇率长期动态：价值中枢	98
第一节 相关文献与事实观察	98
一、相关文献	98
二、问题的提出	100
第二节 理论分析	103
一、基于 BS 效应前提假设重新考量的拓展分析	104



二、实际汇率的定义与分解	105
三、从短期到中长期的跨期考量	107
第三节 政策含义	111
第五章 资本项目有管理下汇率短期动态：风险溢价	113
第一节 引言	113
第二节 理论模型	115
一、基本假设：利率平价与风险溢价	115
二、供求分析：资本项目不完全可兑换条件下外汇 市场	116
三、货币当局本外币资产配置分析	118
四、宏观条件：资本项目可兑换下汇率区间	120
第三节 实证研究	121
一、变量选取与初步的数据分析	121
二、单整与协整分析	123
三、人民币汇率相对均衡汇率波动及本外币政策协调性 测算	126
第四节 结论与政策建议	129
一、主要结论	129
二、政策含义	130
第六章 实际汇率内生性初探：外生假定下的升值判断	133
第一节 引言与文献综述	133
一、汇率水平的规范评估	134
二、均衡汇率的简化测度	134
三、汇率升值的路径观察	135
第二节 事实观察与概念模型提出	136
第三节 理论模型	140
一、引入预期的初始条件分析	140
二、货币化因素引入与基于中国现实的模型修正	141

三、货币当局行为刻画：最优汇率动态定标	142
四、最优汇率动态定标下升值底线求解	143
五、市场调节：总供求视角下的均衡实际利差与均衡 实际汇率	145
第四节 实证研究与对策建议	146
一、变量选取与初步的数据分析	146
二、升值底线的实证检验过程概述	148
三、均衡实际利差与均衡实际汇率的协整检验	149
四、人民币升值底线的初步近似测算	151
五、人民币升值底线的经验回顾与政策内涵	154
第七章 实际汇率内生性再探：对外价值基底测算	156
第一节 引言与文献概览	156
第二节 理论模型	160
一、理论分析基础：购买力平价条件与市场均衡汇率 ...	161
二、微观基础与宏观条件：引入微观预期与货币化 因素的变量替代	163
三、市场调节：总供求视角下的均衡实际汇率	167
第三节 实证研究与对策建议	169
一、变量选取与初步的数据分析	169
二、实证检验过程概述	171
三、人民币均衡实际有效汇率与中美均衡实际生产率 差异的实证分析	172
四、人民币汇率动态的价值基底：初步的近似测算	174
五、再论人民币汇率动态的价值基底：经验回顾与政策 内涵	177
第八章 进一步完善人民币汇率市场化形成机制	180
第一节 人民币汇率市场化形成机制改革含义与功能诠释 ...	180
一、改革的内涵	180



二、改革方向与价值取向	182
三、改革的主要标准	183
四、尚待进一步研究破解的问题	184
第二节 完善人民币汇率市场化机制改革的统筹思考	185
一、关注美国货币政策的战略转向及对我国的影响	185
二、明确货币政策调控机制中人民币汇率市场化形成 机制的地位作用	187
三、加强本外币政策协调,有序实现人民币资本项目可 兑换	189
四、加快推进利率市场化,扩大金融机构利率自主定 价权	190
第三节 完善人民币汇率市场化形成机制的对策建议	193
一、减少央行常态式干预	194
二、健全货币政策调控机制	195
三、优化外汇市场建设与发展	196
参考文献	198

第一章 人民币国际化与开放型经济 新体制：制度供给

2014年12月召开的中央经济工作会议首次明确“稳步推进人民币国际化”。^①实际上，中国政府对人民币国际化一直采取审慎方针。2014年末以前，政府有关文件和领导人公开讲话都未曾提出“人民币国际化”，只是讲“扩大人民币的境外使用”，而人民币跨境被广泛使用实际上就是人民币国际化最简单的表述。^②通过人民币国际化在国际市场上实现国际国内两种资源优化配置，应根据自身经济实力，顺应实体经济需求，推进人民币国际化。^③2015年11月30日，人民币加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子。伴随人民币加入SDR，人民币国际化迎来新起点。与此同时，如何保持币值稳定，以此促进经济增长，也面临更大挑战。作为发展中的开放经济大国，如何在人民币国际化进程中选择恰当的货币状态提升路径，进而为中国经济寻找新的国际增长引擎创造更为有效的货币汇率机制，具有重要的战略意义，也是当前极为紧迫的经济问题和政治问题。

① 参见《中央经济工作会议在北京举行》，《人民日报》2014年12月12日第1版。

② 戴相龙：《领导干部金融知识读本》（第三版），中国金融出版社2014年版，第404页。

③ 周小川：《金融改革发展及其内在逻辑》，《中国金融》2015年第19期。



第一节 人民币国际化概览

一、人民币国际化的总体概况

人民币国际化是指人民币在国际范围内行使货币功能,逐步成为主要的贸易计价结算货币、金融交易货币以及国际储备货币。人民币国际化从跨境贸易的计价结算开始,人民币作为进口结算货币→增加境外人民币的存量→引导人民币回流(出口结算货币、人民币存款、人民币债券、人民币 FDI 和人民币 RQFII^①)→增加境外人民币需求→人民币海外使用增加,最终成为储备货币。在此过程中,人民币跨境使用从贸易开始起步,伴随金融改革和企业贸易投资便利化的要求,逐步从贸易扩展到金融领域。目前来看,人民币跨境结算业务开展初期制约人民币跨境使用的障碍已逐步消除,在以市场需求为导向的基础上,已建立起丰富多样、便利通畅的人民币跨境循环渠道,境外人民币存量已具有一定规模,境外主体可选择多种途径获得使用人民币,人民币在境外的认可度和影响力稳步提升。^② 根据环球银行金融电信协会(SWIFT)统计,2015 年第二季度,人民币保持全球第二大贸易融资货币、第五大支付货币、第六大外汇交易货币、第六大国际银行间贷款货币地位。^③ 伴随改革开放不断深化,更多市场需求被激发,人民币资本项目可兑换有序推进,人民币国际使用的范围和规模将呈现稳步发展态势。^④

“十二五”是人民币国际化的起步期。人民币国际化一方面主要

① 人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度是指经主管部门批准,并获得外汇管理部门批准的投资额度,运用来自境外的人民币资金进行境内证券投资。

② 胡晓炼:《跨境投融资人民币业务:政策与实务》,中国金融出版社 2013 年版,序言第 1 页。

③ 邢毓静、曾园园:《人民币国际化的新进展》,《中国金融》2015 年第 16 期。

④ 参见《人民币国际化报告(2015 年)》,中国人民银行官方网站, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2879196/index.html>, 2015 年 6 月 11 日。



是通过中国的大国经济地位，特别是贸易大国地位得以实现。目前，中国经济总量居世界第二位，成为第一大出口国、第二大进口国，以及第二大吸收外资国、第三大对外投资国、第一大外汇储备国，这为人民币国际化奠定了坚实基础。另一方面与中国是对外净债权人有关。但是作为全球制造业大国、贸易和投资大国，中国还不是金融大国和经济强国，还是一个非成熟对外净债权人。

“十三五”是人民币国际化的重要阶段。伴随中国经济进入新常态，特别是“一带一路”、自贸试验区等重大战略逐步落地，以非居民持有、贸易融资等形式表现出来的人民币外债可能会继续增长，中国对外净资产将从过去主要集中于公共部门转向民间部门对外净负债进一步扩张，外汇形势从持续净流入向趋于基本平衡转变，外汇储备从增长放缓向“有增有减”转变，人民币国际化也将从“贸易项下输出”向“资本项下输出”转变。

二、“十三五”规划纲要明确提出稳步推进人民币国际化

2016年3月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》正式公布。其中，“人民币国际化”出现在第十一篇“构建全方位开放新格局”第五十章“健全对外开放新体制”第三节“扩大金融业双向开放”之中。对此，“十三五”规划纲要提出：“有序实现人民币资本项目可兑换，提高可兑换、可自由使用程度，稳步推进人民币国际化，推进人民币资本走出去。”^①作为构建互利共赢、多元平衡、安全高效的开放型经济新体制的重要内容，人民币国际化对于市场配置资源新机制、经济运行管理新模式、全方位开放新格局和国际合作竞争新优势的建立和形成具有重要意义，具体而言：

第一，人民币国际化与“一带一路”建设相辅相成，对于促进形成全方位开放新格局和国际合作竞争新优势具有非常重要的战略意义。

第二，从对国际储备货币开放拓展为本币开放，这不但是中国

^① 参见《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，《人民日报》2016年3月18日第15版。



资本账户开放在新形势下的创新，也为形成经济运行管理新模式提供改革契机。

第三，人民币跨境使用，“输出一境外流通—回流”机制非常重要，因为这是促进境内企业和金融机构在更大范围内、更高层次上实现资源全球高效配置的基础。

三、跨境人民币循环机制已逐步建立

人民币要成功走向国际化，必须要建立起人民币流出、境外流通和回流的良性循环机制。人民币跨境使用，“输出一境外流通—回流”机制之所以非常重要，是因为回顾英镑和美元体系的建立和瓦解，其关键均在于此，并且这是促进境内企业和金融机构在更大范围内、更高层次上实现资源全球高效配置的基础。对此，不仅需要跨境人民币内外循环顶层设计政策优化，而且更需要跨境人民币金融服务自身的扩容与提升。

1. 人民币的输出和回流

微观上，企业、个人和金融机构是市场主体；宏观上，国际收支是重要载体和管理工具。

(1) 对于人民币的输出渠道，具体而言：一是贸易及其他经常项下对外支付人民币（即进口对外支付）；二是境内机构以人民币进行对外直接投资；三是境内银行向境外主体提供人民币贷款；四是境内代理行、港澳人民币业务清算行售出人民币；五是通过个人携带、商业银行调运和中银香港代保管库等渠道向境外提供人民币现钞。在这五个主渠道中，进口对外支付曾经是人民币资金流出的主要渠道。^① 伴随人民币跨境业务不断发展，目前已经经历从贸易结算到直接投资使用，再到金融市场交易使用的发展路径。

(2) 对于人民币的回流渠道，具体而言：一是贸易及其他经常项下收入人民币（即出口对外收入）；二是外国投资者来华以人民币直接投资汇入人民币；三是境内从境外取得人民币融资（即人民币外

^① 胡晓炼：《跨境投融资人民币业务：政策与实务》，中国金融出版社2013年版，第11页。



债)；四是清算行等三类机构进入银行间债券市场投资及 RQFII 的证券投资；五是境外参加行向境内代理行出售人民币；六是人民币现钞回流等。^①一方面，人民币的回流渠道不断拓宽，有助于人民币逐步成为全球重要的投资货币；另一方面，伴随境外人民币资金池规模不断扩大，人民币境外持有者出于保值、增值需要，也会积极寻求投资渠道。

2. 人民币境外流通

通过创建人民币在海外的资金池，促进经济增长的“供给侧”改革与经济周期的“需求侧”调控达到动态匹配。

(1) 从离岸人民币市场发展看，伴随人民币“走出去”的过程，自 2009 年跨境贸易人民币结算试点以来，境外人民币资金存量稳步增加，离岸人民币市场逐步形成。伴随人民币产品不断丰富，市场规模稳步扩大，离岸人民币市场的交易活跃度稳步提升。对此，一方面，在人民币没有完全可兑换前，流出境外的人民币需要有一个交易市场，才能促进、保证人民币的运用。^②另一方面，人民币离岸市场建立后，资本流进流出的通道实际上已经部分打开。

(2) 从人民币清算安排看，目前，中国人民银行已经在全球超过二十个国家和地区建立了人民币清算安排。人民币清算安排的建立，推动了中国与这些国家和地区之间的贸易投资便利化，有利于境外企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，也成为离岸市场发展的重要基础设施。

(3) 从央行货币互换实践来看，在境外对人民币需求增长的条件下，中国人民银行将货币互换的功能从维护金融稳定为主，延伸到维护金融稳定和便利双边贸易投资并重，通过和其他国家的央行签署双边货币互换协议，以本币换取本币的形式提供流动性。伴随离岸人民币市场的发展，当离岸人民币市场出现人民币资金短缺时，中国人民银行可使用货币互换工具为其提供流动性支持。^③

图 1-1 反映了人民币的国际使用情况。

① 胡晓炼：《跨境投融资人民币业务：政策与实务》，中国金融出版社 2013 年版，第 11 页。

② 戴相龙：《领导干部金融知识读本》（第三版），中国金融出版社 2014 年版。

③ 胡晓炼：《跨境投融资人民币业务：政策与实务》，中国金融出版社 2013 年版，第 127 ~ 129 页。