

四川师范大学出版基金

国家自然科学基金项目(71173149):“中国物价调整和变动的微观证据与特征分析”

“新兴市场经济周期与波动的特征及启示”项目(71473169)

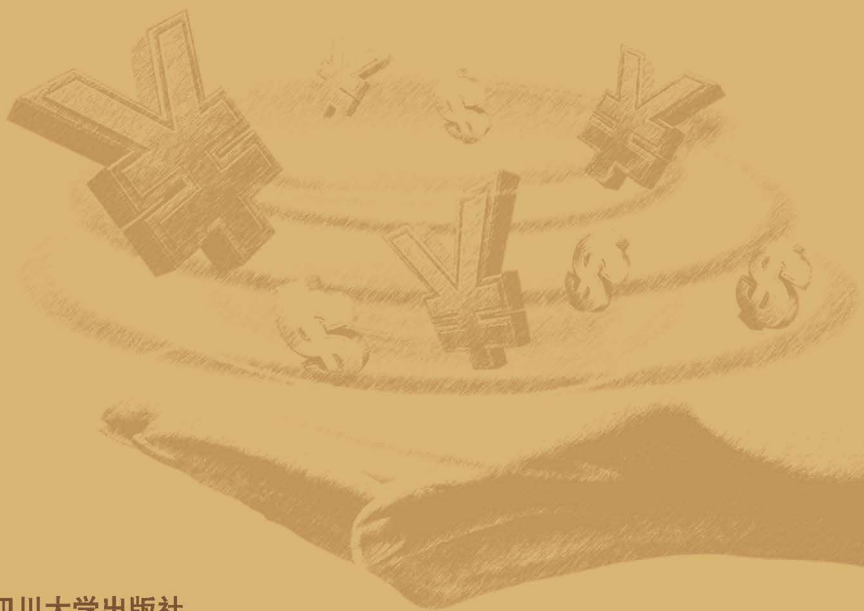
“结构宏观经济模型的估计与评价——基于新后验模拟方法”项目(71473168)资助

任重道远： 人民币渐进式走向国际化

RENZHONG DAOYUAN

RENMINBI JIANJINSHI ZOUXIANG GUOJIHUA

高 焰◎著



四川大学出版社

四川师范大学出版基金

国家自然科学基金项目(71173149):“中国物价调整和变动的微观证据与特征分析”

“新兴市场经济周期与波动的特征及启示”项目(71473169)

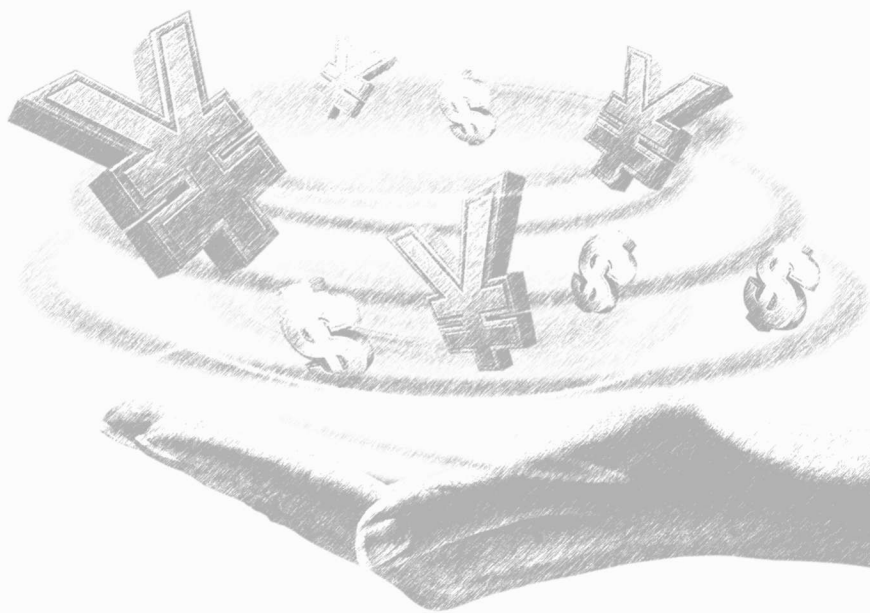
“结构宏观经济模型的估计与评价——基于新后验模拟方法”项目(71473168)资助

任重道远： 人民币渐进式走向国际化

RENZHONG DAOYUAN

RENMINBI JIANJINSHI ZOUXIANG GUOJIHUA

高 焰◎著



四川大学出版社

责任编辑:王 玮
责任校对:张伊伊
封面设计:墨创文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

任重道远:人民币渐进式走向国际化 / 高焰著.
—成都:四川大学出版社, 2015. 10
ISBN 978-7-5614-9048-8
I. ①任… II. ①高… 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 (2015) 第 242344 号

书名 任重道远:人民币渐进式走向国际化

著 者	高 焰
出 版	四川大学出版社
地 址	成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行	四川大学出版社
书 号	ISBN 978-7-5614-9048-8
印 刷	四川永先数码印刷有限公司
成品尺寸	148 mm×210 mm
印 张	8.25
字 数	237 千字
版 次	2015 年 11 月第 1 版
印 次	2015 年 11 月第 1 次印刷
定 价	25.00 元

版权所有◆侵权必究

◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。
电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065
◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。
◆网址:<http://www.scup.cn>

前 言

货币国际化是国际货币领域中非常重要的现象，同时也是一个复杂的过程。从主要国际货币的经验中可以得出，货币的国际化要求发行国综合国力强大，国际贸易和投资有较大的国际市场份额，金融市场发达，货币价值稳定等。因此，研究一种货币的国际化过程，本质上是在研究其发行主体的经济发展整体状况和在国际经济体系中的影响力与地位。一国货币能否成为国际货币？怎样成为国际货币？国际化程度如何？货币国际化带来了哪些影响？这些问题的研究能充分反映一国经济运行和国际经济交往中若干重要的基本情况与特征，能够从货币国际化的角度去剖析其中存在的主要问题并探析相应的对策，对推动一国政治经济的进一步发展有明显的指导意义。

在世界货币之中，只有少数货币能够成为国际货币，人民币现在不在此列。但是，随着中国经济的高速发展和对外开放程度的深化，尤其是 20 世纪 90 年代后，外汇管制逐步放松，人民币实现了经常项目可兑换，人民币能否成为国际货币开始成为讨论的话题。2002 年以后，伴随着人民币升值压力和升值预期的出现，作为一种自发形成的现象，人民币在我国与蒙古、越南、缅甸和泰国等周边国家的边境贸易中开始流通使用并且呈现扩大趋势，规模达到数百亿元。同时，人民币在我国港澳地区的滞留和流通量也不断增加，并在银行获准经营人民币存款业务之后呈现较为快速的发展。这些发展，引起了我国有关决策部门和学术界的关注，并且开始着

手对人民币的区域化和国际化问题进行研究。

但是，欧美金融危机之前，我国的决策层没有采取明显的推动措施来促进人民币的国际化，人民币国际化问题的讨论基本上停留在学术研究范畴。学术界对此问题的关注也基本局限在人民币未来能否成为国际货币这类条件分析和可能性研究上，研究面较窄，探讨也并不充分。

2007年美国发生“次贷危机”，中国政府在较短时间内密集性地出台了一系列推动人民币国际化的举措。其主要表现在中国频繁和其他国家签订货币互换协议，快速从试点到推广至全国的人民币跨境结算，尝试将人民币作为境外金融工具的计价货币等。

这些举措反映了中国政府已经将人民币国际化作为国家战略发展的一项主要内容在切实推进。2010年10月18日，中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，其中提出未来五年内我国将“逐步实现人民币资本项目可兑换”。资本项目自由兑换与货币国际化问题有密切的关联，二者相辅相成，有诸多共同的目标实现条件和相同的影响效应。“十二五”规划中提出实现人民币的自由兑换，同时也意味着在“十二五”期间，人民币的自由兑换和国际化必然将是我国经济发展中重要的问题。在这样的背景下，关于人民币国际化的相关问题日趋成为学术界关注和研究的重点对象。

然而，与其他货币国际化的实践相比，人民币国际化的国际背景和条件障碍等都有明显的差异。这就注定了人民币国际化的推进原则、策略与路径也必须要符合中国的具体国情。中国在改革开放和制度建设中取得若干成就的关键都是基于立足国情，把握并创造了“中国特色”。人民币国际化是建设中国特色社会主义国家的内容之一，同时也是新时期中国从经济大国向经济强国转变，实现中

华民族伟大复兴“中国梦”^①的重要组成部分。因此，对人民币国际化的研究，必然需要在借鉴国际经验的同时，强调立足国情，对人民币国际化进程中的特殊性进行重点研究，这样才能使人民币真正成为国际货币，并且在国际化的过程中趋利避害，为中国带来切实的福利。

^① 2012年11月29日，中共中央总书记习近平带领新一届中央领导集体参观中国国家博物馆“复兴之路”展览现场。习近平定义“中国梦”——“实现中华民族伟大复兴，就是中华民族近代以来最伟大的梦想”，而且满怀信心地表示这个梦想“一定能实现”。

目 录

第一篇 理论框架

第一章 货币国际化的理论基础	(3)
第一节 货币国际化的相关理论	(3)
第二节 货币国际化的内涵	(18)
第二章 主要国际货币的发展历程	(24)
第一节 英镑的国际化	(24)
第二节 美元的国际化	(30)
第三节 日元的国际化	(40)
第四节 德国马克的国际化	(47)
第五节 欧元的国际化	(51)
第六节 经验总结：货币国际化的一般规律与条件	(57)
第三章 货币国际化的一般收益与风险	(70)
第一节 货币国际化的一般性收益	(70)
第二节 货币国际化的一般性风险	(79)

第二篇 缘起与尝试

第四章 人民币国际化的起步	(89)
第五章 人民币国际化的基本条件	(97)

第六章 人民币加速国际化的障碍	(108)
-----------------------	-------

第三篇 探索与发展

第七章 人民币加速国际化的契机：国际货币体系改革 ...	(137)
第一节 国际货币体系的演变	(137)
第二节 金融危机视角下现行国际货币体系的弊端与改革 方向	(146)
第三节 国际货币体系改革为人民币加速国际化创造了 契机	(162)
第八章 人民币加速国际化的特殊收益与风险	(171)
第一节 人民币加速国际化的特殊收益	(171)
第二节 人民币加速国际化的特殊风险	(189)
第九章 人民币渐进式国际化策略	(202)
第一节 人民币加速国际化的推进原则	(202)
第二节 促进人民币国际化初级阶段目标实现的策略 ...	(208)
第三节 促进人民币国际化深层次阶段目标实现的策略	(217)
参考文献	(251)

第一篇 理论框架

第一章 货币国际化的理论基础

第一节 货币国际化的相关理论

货币国际化关系到一国政治经济发展的多个层面，也与国际政治经济发展密不可分，因此涉及的相关理论非常多。本书根据研究需要，选择了与主要研究内容相关的理论进行介绍。

一、国际贸易结算货币选择理论

货币开始国际化的最初表现是在国际贸易中充当计价结算货币。对于货币怎样才能被选择充当国际贸易结算货币，经济学家们从以下几方面进行了理论研究。

（一）出口商的市场竞争力和产品的差异性

对国际贸易结算货币选择问题的研究，最早是通过对进出口商的经验来总结规律。格雷斯曼（Grassman，1973）通过对瑞典和丹麦进出口计价结算货币的研究，得出了一个结论，即发达国家间的贸易计价结算通常使用出口国货币，而发达国家和发展中国家间，或者发展中国家间选择以进口国货币计价结算则更为普遍，而选择

进出口国双方之外的货币则不常见^①。这就是格雷斯曼法则。此后大量对发达国家间贸易计价货币的实证研究都证明了该法则的合理性。

格雷斯曼法则总结了出口商货币在国际贸易结算货币中容易被选择的规律，解释了 20 世纪六七十年代发达国家间的贸易结算货币选择问题。但并非所有出口商都能选择本币结算。例如，麦金农（McKinnon, 1979）发现，出口商在选择结算货币时谈判能力的强弱主要取决于出口商品的差异化程度，当出口商品差异程度较高时，出口商在谈判中往往处于优势地位，能够选择出口国货币作为贸易计价货币^②。而焦万尼尼（Giovannini, 1988）则认为出口商能否选择本币计价，主要在于竞争状况差异和由此带来的利润变化，如果出口商具有垄断优势，则能够容易选择本币计价，而如果存在多个竞争对手，所有的出口商会更倾向于选择同样的货币计价^③。此外，随着发展中国家和发达国家间以及发展中国家间贸易额的急剧增长，主要针对发达国家间贸易计价货币选择的格雷斯曼法则也不能适应于新的贸易关系。

拉斯（Tavlas, 1991）在上述研究的基础上做出进一步研究，认为出口商能否选择本币的影响因素主要在于出口产品的差异化程度，产品差异化越高，出口商越容易选择本币计价。而发达国家和发展中国家之间的贸易计价货币则一般是发达国家的货币，大宗商品市场上则基本上采用某种统一的货币计价^④。

① Grassman, Sven. "A Fundamental Symmetry in International Payment Patterns", *Journal of International Economics*, 1973, Vol. 3, pp. 105-116.

② McKinnon, R. I: *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*. Oxford: Oxford University Press, 1979.

③ Giovannini: "Exchange Rates and Traded Goods Prices", *Journal of International Economics*, 1988 (24), pp. 45-68.

④ Tavlas, C: "On the international use of currencies: The case of the deutsche mark," *Essays in International Finance*, 1991, No. 181, Princeton University.

（二）出口商品的市场份额与出口国经济体的大小

巴切塔和范（Bacchetta & van Wincoop, 2002）指出，出口商在贸易计价货币谈判时谈判能力的强弱和出口商品的国际市场份额成正比，即出口商品所占的市场份额越大，出口商的谈判能力越强。美元和德国马克成为国际贸易主要媒介货币的原因就在于美国和德国的市场份额远大于其他国家。而日元在国际贸易结算货币中比重明显偏低的原因正是由于日本出口商品在国际市场上的平均市场份额较低^①。

福田和奥诺（Fukuda & Ono, 2006）认为，一国经济体的大小与其货币国际化程度成正比。这种观点实际上与上述出口商品所占市场份额决定其货币能否作为贸易计价货币是一致的。他们认为，一国经济规模越大，其出口商在国际市场上平均占有的市场份额就越大，甚至具备垄断优势，这就会增强该国货币在国际市场上的影响力，因此，经济规模大的国家的货币容易成为计价货币^②。多莱菲尔德和豪格（Donnenfeld & Haug, 2003）对加拿大进口企业进行的实证研究也得出了一致的结论，即经济体大小在贸易计价货币选择时是决定性因素^③。

（三）汇率制度类型

能否成为他国汇率制度中选择的“锚货币”是影响一种货币成为国际贸易结算货币的重要因素。以美元为例，戈尔德

① Bacchetta, Philippe and Eric van Wincoop: “A theory of the Currency Denomination of International Trade”, *Journal of International Economics*, 2005, Vol. 67, No. 2, pp. 295–319.

② Shin-ichi, Fukuda and Masanori Ono: “On the determinants of exporters’ currency pricing: History vs. expectations”, *Journal of the Japanese and International Economics*, 2006, Vol. 20, No. 4, pp. 548–568.

③ Shabtai, Donnenfeld and Alfred Haug: “Currency Invoicing in International Trade: an Empirical Investigation”, *Review of International Economics*, 2003, Vol. 11, No. 2, pp. 332–345.

(Goldberg, 2005) 指出, 许多国家选择美元作为钉住汇率制度的“锚货币”增强了美元的影响力, 这是美元成为国际贸易主要结算货币的原因。特别是多个国家共同钉住美元, 选择用美元计价在防范外汇风险方面有类似于使用本币计价的功能, 这就使美元能够在没有美国参与的其他国家贸易中成为计价货币^①。

(四) 货币的交易成本

将货币的交易成本作为选择计价货币的因素, 既属于国际贸易结算货币选择理论的分析范畴, 同时又被单独称为“货币的网络外部性”理论。

凯文·多德和戴维·格林韦 (Kevin Dowd & David Greenway, 1993) 提出货币使用存在惯性, 并具有不断自我强化的特征。人们使用国际货币和使用语言的习惯相似, 存在相互模仿行为。考虑到货币交易的网络外部性和货币之间的转化成本, 新的货币要替代原有的货币, 只有新货币具有明显的网络优势^②。

哈特曼 (Hartman, 1998) 从外汇市场微观层面, 综合运用博弈论、时间序列的面板数据分析, 提出了“货币的网络外部性”理论。该理论认为, 货币交易也存在规模效应, 交易规模与交易成本成反比, 因此交易规模越大的货币越容易被选择成为国际贸易的结算货币。并且使得国际贸易结算货币最终会集中在交易规模最大的货币上, 这也是为什么欧元短时期内难以代替美元成为国际货币结算主导货币的原因^③。

① Goldberg, Linda S. and Cedric Tille: “Vehicle Currency Use in International Trade”, NBER Working Paper, 2005, No. 11127.

② Kevin Dowd and David Greenway: “Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas”, *Economic Journal*, 1993 (102), pp. 1180-1189.

③ Hartmann, Philippe: “The Currency Denomination of World Trade after European Monetary Union”, *Journal of the Japanese and International Economics*, 1998, Vol. 12, pp. 424-454.

二、货币替代理论

货币国际化在另一个角度看也就是一种货币替代现象,即一种货币在发行国境外普遍性地代替当地货币行使基本货币职能。1969年3月美国学者(K. Cherty)在“On Measuring the Nearness of Near-Moneys”一文中首次提出货币替代的概念,之后经济学家们广泛开展了对这一问题的研究,并形成了不同的理论派别:货币服务的生产函数理论(Marc A. Miles, 1978);货币需求的边际效用理论(Michael D. Bord & Ehsan U. Chondhri, 1982);货币需求的资产组合理论(Lee R. Thomas, 1985)和货币的预防需求理论(Stephen S. Poloz, 1986)等。这些理论从不同角度对货币替代的形成机制、程度和效应等进行了阐述。

(一) 货币服务的生产函数理论^①

货币服务的生产函数理论是1978年马克·A. 迈尔斯(Marc A. Miles)提出的。他认为,本币和外汇都可以行使货币职能,居民对本币和外汇的选择与调整主要取决于两种货币的替代弹性和机会成本。货币服务函数的具体形式为公式(1-1):

$$\ln M_d/M_f = 1/(1+p) \ln(a_1/a_2) + [1/(1+p)] \times \ln[(1+i_f)/(1+i_d)] \quad (1-1)$$

其中, M_d 为本币的名义持有量, M_f 为外币的名义持有量, E 为直接标价法下的名义汇率, a_1 、 a_2 为本外币余额所提供的货币性服务的权重(持币的边际收益), i_f 、 i_d 为本外币的借款利率(持币的机会成本), p 为参数。

该式中, M_d/M_f 就表示外币对本币的替代程度, 如果本币的持有量下降, 外币的持有量上升, 即 $\lg M_d/M_f$ 的比值变小, 则说明出

^① Marc A. Miles: “Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence”, American Economic Review, June 1978, pp. 428-437.

现了货币替代现象^①。

货币服务的生产函数理论强调了货币的服务功能在货币替代中的重要作用，但设计的货币服务生产函数太片面，除了本外币借款利率之外也没有将其他经济因素考虑在货币需求函数设计里。因此，其他经济学家对其进行了批判，并在此基础上进行修正，提出了新的理论。

（二）货币需求的边际效用理论^②

迈克尔·博尔（Michael D. Bord）和伊赫桑·乔杜里（Ehsan U. Choudhri）对货币服务的生产函数理论进行了修正，认为人们之所以持有货币是为了交易和支付，即货币服务的生产函数理论中所指的“货币性服务”。但是除了货币服务的生产函数理论重视的利率因素外，预期汇率的变动和国民收入水平的变化都会影响人们选择本币还是外汇的决定。因此，货币需求函数被修正为公式（1-2）、公式（1-3）：

$$\ln M_d = a_0 + a_1 \ln y + a_2 i_d + a_3 i_f \quad (1-2)$$

$$\ln M_f = b_0 + b_1 \ln y + b_2 i_d + b_3 i_f \quad (1-3)$$

其中， y 代表真实国内生产总值（GDP）， a 、 b 均代表参数， M_d 代表本币真实余额， M_f 代表外币真实余额， i_d 代表本国真实利率水平， i_f 代表外国真实利率水平。若假设非抵补的利率平价成立，即 $i_d = i_f + \Delta E$ ， ΔE 即为预期汇率变动幅度，利用此假设将公式（1-2）、公式（1-3）简化，可以得出公式（1-4）：

$$\ln (M_d / EM_f) = c_0 + c_1 \ln y + c_2 i_d + c_3 (i_f - i_d) \quad (1-4)$$

其中， $c_0 = a_0 - b_0$ ； $c_1 = a_1 - b_1$ ； $c_2 = a_2 + a_3 - b_2 - b_3$ ； $c_3 = a_3 - b_3$ 。该理论将国民收入、利率差异等更多的经济因素考虑进本外币的相对需求中，特别是将两国的利率水平之差，即预期的汇率变动因素作为衡

① 王娟：《中国货币替代问题研究》，西南财经大学硕士学位论文，2005年。

② Michael D. Bordo & Ehsan U. Choudhri: “Currency substitution and demand for money”, Journal of Money, Credit and Banking, 1982, Vol. 2.

量本外币间替代弹性的一个重要变量，是货币替代理论研究的重大进步^①。

（三）货币需求的资产组合理论

李·托马斯（Lee R. Thomas）等人提出了货币需求的资产组合理论。该理论将货币作为人们手中持有的一种资产，由于购买力风险和市场风险的存在，货币持有者随时会受其影响而遭受损失。因此，对货币替代的研究还应考虑分别用本币和外汇计价的债券等金融资产，在相互转换时是有成本的，而为了收益最大化，人们会进行多种资产组合，从而需要对以本外币计价的金融资产进行调整，这样也就会影响到本外币的货币需求^②。

该理论进一步考虑了债券等其他资产形式和价格随机波动的情况，引入不确定性分析，运用随机变量求解的方法，得到最优的本币资产和外币资产比例。该理论认为，开放经济下一国居民对本国货币的需求函数可以表示为公式（1-5）^③：

$$M_d / P = \emptyset f(y, i, u) \quad (1-5)$$

其中， M_d 为本币余额， P 为价格， y 为本国居民的永久收入， i 为持有本币资产的机会成本（如外币资产的收益率）， u 为随机扰动因素，代表持币的风险程度， $f(y, i, u)$ 为本国居民对货币服务的总需求函数， $\emptyset$ 为代表本币所提供的服务比率，且有 $0 < \emptyset < 1$ 。显然，本币所提供的货币服务的比率越高，表明持有本币的效益越大，人们越倾向于持有本币，相反则放弃持有本币而选择外币。因此，确定了 $\emptyset$ 值就可以得到本外币的余额在整个资产组合中的相对比例，继而确定该国的货币替代程度，研究货币服务比率这一决定因素就成为该理论的核心内容^④。

① 王娟：《中国货币替代问题研究》，西南财经大学硕士学位论文，2005年。

② 尹亚红：《西方货币替代理论进展述评》，载《理论探讨》，2011年第1期。

③ Lee R. Thomas: "Portfolio theory and currency substitution", Journal of Money, Credit and Banking, 1985, Vol. 17.

④ 王娟：《中国货币替代问题研究》，西南财经大学硕士学位论文，2005年。