

北大汇丰现代金融丛书

PKU-HSBC Finance Series

丛书主编 海闻

走向全球第三大货币 ——人民币国际化问题研究

Road to be the Third Largest Currency:
Renminbi Internationalization

宋敏 屈宏斌 孙增元 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



走向全球第三大货币

——人民币国际化问题研究

Road to be the Third Largest Currency:
Renminbi Internationalization

宋敏 屈宏斌 孙增元 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

走向全球第三大货币:人民币国际化问题研究/宋敏,屈宏斌,孙增元著. —北京:北京大学出版社,2011.6

(北大汇丰现代金融丛书)

ISBN 978 - 7 - 301 - 19016 - 6

I. ①走… II. ①宋… ②屈… ③孙… III. ①人民币 - 国际化 - 研究
IV. ①F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 112253 号

书 名: 走向全球第三大货币——人民币国际化问题研究

著作责任者: 宋 敏 屈宏斌 孙增元 著

策 划 编 辑: 张 燕

责 任 编 辑: 刘 京

标 准 书 号: ISBN 978 - 7 - 301 - 19016 - 6/F · 2795

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 邮 箱: em@pup.cn

印 刷 者: 北京鑫海金澳胶印有限公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米 × 1020 毫米 16 开本 12.75 印张 242 千字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 35.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

北大汇丰现代金融丛书

PKU-HSBC Finance Series

丛书主编：海 闻

丛书副主编：宋 敏 平新乔

北京大学汇丰金融研究院学术顾问

(按姓氏笔划排序)

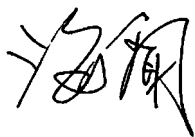
成思危	朱 民	刘明康
吴晓灵	沈联涛	易 纲
郑海泉	谢 平	樊 纲

总 序

随着经济的发展和全球化的加深,金融业的改革和发展越来越成为中国以及世界关注的焦点。许多危机是由金融引发的,不少国际冲突是围绕金融的;推动一些国家发展的是金融,阻碍一些经济发展的也是金融。世界金融体系如何改革?中国金融行业如何发展?怎样开发和管制好金融衍生工具?如何推动人民币的国际化进程?越来越多的金融问题摆到了我们面前。

为推动对中国与世界金融问题的研究,在汇丰慈善基金的支持下,北京大学于2008年12月成立了“汇丰金融研究院”(Peking University HSBC Finance Research Institute,简写HFRI)。作为北大汇丰商学院的重要组成部分,金融研究院旨在加强国内外著名高校、研究机构、政府部门以及知名学者之间在金融研究方面的交流,构建开放的学术交流平台,促进金融研究的发展,为政府决策提供理论与实证依据。

除了举办“北京大学汇丰金融系列讲座”,召开每年一度的“北京大学汇丰金融论坛”,资助学者开展相关的金融研究项目以外,汇丰金融研究院还组织出版了“北大汇丰现代金融丛书”。丛书主要收录研究院的优秀研究成果,也包括其他学者撰写的优秀金融学术专著。在当前中国改革与发展进入深层次的阶段,衷心希望这些专著的出版,能为中国学界的金融研究做出贡献。



2010年6月

《走向全球第三大货币——人民币国际化问题研究》

课 题 组

专家指导委员会

海 闻教授,北京大学副校长,北京大学深圳研究生院院长兼汇丰商学院院长

宋 敏教授,香港大学中国金融研究中心主任,香港大学经济金融学院教授,
北京大学汇丰金融研究院执行院长

课题主持人

宋 敏教授,香港大学中国金融研究中心主任,香港大学经济金融学院教授,
北京大学汇丰金融研究院执行院长

屈宏斌先生,汇丰银行董事总经理兼大中华区首席经济学家

课题协调人

孙增元 香港大学经济金融学院博士研究生

课题组成员

宋 敏 香港大学经济金融学院

屈宏斌 汇丰银行

孙增元 香港大学经济金融学院

杨长湧 国家发展改革委员会对外经济研究所

姚 瑶 北京大学汇丰商学院

常慧丽 北京大学汇丰商学院

马 鑫 北京大学汇丰商学院

张 燕 北京大学汇丰商学院

前 言

作为全球最大的出口贸易国,却仍然用他国货币作为主要贸易结算货币,这在人类经济史上也是绝无仅有的,而中国正是这绝无仅有的国家。基于这样一个基本事实再来理解最近决策层在推动扩大人民币贸易结算范围上所作的努力,就会发现这是一个再自然不过的选择。决策层目前正致力于给与人民币贸易结算必要的税收、贸易信贷和资本项目方面的政策支持。更重要的是,对于境内和境外进出口企业来说,用人民币替代美元进行贸易结算能够节约换汇和用美元交易的相关费用,并有效规避人民币汇率升值的风险,从而对推动人民币贸易结算积极性很高。从试点开始至今,人民币贸易结算额大幅上升。鉴于企业、金融机构,特别是跨国银行空前高涨的参与热情,辅以全球范围内的人民币清算系统即将在短短数月内投入使用,未来几年内人民币国际化的步伐有望大大加快。

考察人民币贸易结算的潜在需求所在,我们要把目光投向西方发达经济体之外的新兴市场。中国作为不少新兴市场经济国家的最大贸易伙伴,现有贸易结算既不用人民币也不用这些国家本国的货币。现在是该作些改变的时候了,将贸易结算货币从现行的美元结算转为用人民币结算无疑是非常有吸引力的选择,在美元汇率走势日渐动荡的背景下尤其如此。从2009年7月人民币跨境贸易结算试点开始到2010年6月扩大试点范围到全国21个省市,结算范围从中国香港地区及东盟国家扩展到全世界,结算交易量快速上升。新兴市场目前占中国全部贸易量的60%,较之10年前的49%大幅增长。前瞻地看,在全球经济增长重心从西方向新兴市场转移的过程中,新兴市场的份额可能继续快速上升。以这样的增长态势发展,乐观估计未来三到五年内中国对新兴市场的贸易量的一半可以实现用人民币结算。这也意味着相当于每年有两万亿美元规模的贸易流动是用人民币来结算的。相信不久的将来人民币将成长为全球国际贸易三大结算货币之一。

人民币贸易结算的发展也有助于推动资本市场的开放和发展。境外对人民币需求的上升为中国企业用人民币投资海外提供了可能;而境外企业人民币贸易收入的增加也为其用人民币投资境内项目创造了条件。为满足国外出口商及进口企业持有人民币头寸后的投资需求等,离岸人民币市场的发展开始起步。截至2010年10月,已经有12家中外资机构在中国香港地区发行了人民币债。同时,对于境外人民币使用的放开也催生了可交割人民币远期市场和人民币银行间市场的形

成。境外人民币现金存款数量也大幅上升。近来对于部分境外机构投资国内银行间市场的开闸也为未来香港离岸市场更多人民币相关结构性产品的开发奠定了基础。

离岸人民币市场的快速发展反过来又会促进人民币在贸易和投资流动中发挥更大作用,对于各国外汇储备管理当局来说,将人民币作为储备货币之一的吸引力开始上升。实际上,已经有个别央行表示愿意将人民币作为其外汇储备货币之一。当然,国内金融部门改革的推进情况决定了人民币最终完全可兑换的时间表。近期国有银行改革的持续进行、外汇市场发展以及资本市场的深化都是在向这一目标迈进的步骤。随着中国经济实力及贸易影响力的提升,届时人民币完全可兑换实现,人民币成为真正的全球性货币和储备货币可谓是水到渠成。

目前人民币的国际化问题被广泛讨论,但当前文献多是表达一些观点或看法,尚没有对该问题进行系统化的研究。就作者看来,这个问题至少需要作以下几方面的分析。一是解决“要不要”的问题,也就是人民币国际化对我国的经济、金融建设的成本收益分析;如果回答是肯定的,之后应该是“可不可以”的问题,即当今的国际政治经济环境和国内的经济对人民币国际化的影响问题,这方面的分析须从国际化货币诸如英镑、美元、欧元等的历史出发,总结经验教训,对当今世界货币体系发展作出展望,并对人民币国际化给出合理的定位;接下来是“会怎样”的问题,即我们要找到决定一国货币国际化的因素,对人民币的国际化前景进行大体的预期;最后一个问题是“怎么走”,也就是人民币国际化的具体战略实施,我们将根据货币国际化的决定因素,结合已经国际化货币的经验教训,给出适宜于当前人民币国际化发展的政策建议。

本书分为八章对人民币国际化进行研究:第一章给出货币国际化的定义并分析国际货币体系的现状,第二章是对国际化货币史的介绍,这两章旨在分析国际社会的宏观政治经济环境,总结经验教训;第三章和第四章是对人民币国际化的现状和成本收益分析,由此得到第五章人民币国际化的路线图,并在第六章对人民币国际化进行展望;最后我们通过第七章从两岸三地经济融合的趋势分析人民币区域化的潜力,并在第八章着重强调了香港在人民币国际化中的作用。

本书是由香港大学经济金融学院中国金融研究中心主任宋敏教授和汇丰银行大中华区首席经济学家屈宏斌先生联合主持,香港大学经济金融学院博士生孙增元负责工作协调。本书写作得到北京大学汇丰金融研究院的大力支持与赞助,同时亦得到国家发展改革委员会对外经济研究所张燕生所长以及杨长湧研究员的合作与协助,他们提了大量宝贵意见,杨长湧博士在香港大学经济金融学院中国金融研究中心做助理研究时,为本书写作贡献不少。在此一并表示感谢。

本书具体分工如下:由宋敏教授、屈宏斌先生和博士生孙增元拟订研究计划和

提纲,并组织课题组讨论分工,确定全书的研究主线和基本框架。各章的初稿执笔者为:第一章货币国际化与国际货币体系现状及趋势分析——孙增元、常慧丽、杨长湧,第二章国际化货币史借鉴及展望——孙增元、姚瑶、常慧丽、马鑫,第三章人民币国际化的现状分析——杨长湧、孙增元,第四章人民币国际化的成本与收益分析——孙增元,第五章人民币国际化的路线图——杨长湧,第六章储备货币分析与人民币国际化前景展望——孙增元,第七章两岸三地经济融合——孙增元、姚瑶、常慧丽、张燕,第八章香港地区在人民币国际化中的地位和作用——杨长湧、孙增元、常慧丽。全书完稿后,由宋敏教授、屈宏斌先生和博士生孙增元组织人员进行修订,北京大学出版社张燕女士为本书修订提了不少意见,姚瑶和常慧丽亦参与了大量的文字编辑和修订工作。

由于时间仓促,本书的疏漏和不足之处在所难免,欢迎各界同仁批评指正。

屈宏斌 2010 年 12 月于香港汇丰银行大厦

目 录

第一篇 货币国际化与国际化货币史

第一章 货币国际化与国际货币体系现状及趋势分析 / 3

第一节 货币国际化的定义 / 3

第二节 国际货币体系的现状及趋势分析 / 5

第三节 货币国际化与重要相关概念的关系 / 13

第二章 国际化货币史借鉴及展望 / 18

第一节 英镑国际化的借鉴 / 18

第二节 美元国际化的借鉴 / 24

第三节 马克和欧元国际化的借鉴 / 35

第四节 日元国际化的借鉴 / 52

第五节 布雷顿森林体系、新布雷顿森林体系与全球不平衡 / 60

第二篇 人民币国际化

第三章 人民币国际化的现状分析 / 73

第四章 人民币国际化的成本与收益分析 / 83

第一节 货币国际化的收益 / 83

第二节 货币国际化的成本 / 98

第五章 人民币国际化的路线图 / 106

第一节 人民币国际化的定位应该是实现在东亚、东南亚和
上合组织的区域化 / 107

第二节 实现人民币区域化短期目标的相关问题分析 / 111

第三节 实现人民币区域化中期目标的相关问题分析 / 116

第六章 储备货币分析与人民币国际化前景展望 / 120

第一节 文献综述 / 121

第二节 数据、变量和模型 / 125

第三节 人民币国际化前景预期 / 134

第四节 结论 / 137

第七章 两岸三地经济融合 / 139

第一节 贸易融合与经济周期的协调性 / 140

第二节 股票市场协调性分析 / 152

第三节 金融与实体融合 / 159

第四节 两岸三地货币整合的成本收益分析 / 171

附录 / 173

第八章 香港地区在人民币国际化中的地位和作用 / 175

第一节 香港地区人民币离岸中心地位无可替代 / 175

第二节 香港地区人民币业务现状及挑战 / 178

第三节 香港与内地财富的全球配置 / 181

结 语 积极且谨慎地走向全球第三大货币 / 184

参考文献 / 186

■ 第一篇

货币国际化与国际化

货币史 >>>

第一章

货币国际化与国际货币体系现状及趋势分析

本章导读

我们探讨人民币国际化问题,首先需要对货币的国际化有清晰界定,明确我们研究的内涵。具体而言,本章首先对货币国际化从货币职能上予以描述,并按照私人和官方两个方面予以分类。其次,根据当前国际化货币的使用情况,对国际货币体系现状予以介绍,从中我们看到美元居统治地位的事实,并发现美元与欧元此消彼长的趋势。最后,本章对货币国际化的外延予以说明,通过分析货币国际化与资本账户开放、货币政策、汇率制度之间的区分和联系,使我们更好地理解货币国际化。

第一节 货币国际化的定义

货币国际化,简而言之,即一国货币在本国之外使用(Chinn 和 Frankel, 2005)。Cohen (1971) 以及 Whitman(1974)最早按照货币的不同用途以及不同部门的使用情况对货币国际化进行分类,Kenen(1983)进一步对货币国际化进行了精炼,并利用该分类对布雷顿森林体系崩溃后美元的国际化使用的情况进行了描述。可将国际化货币的主要用途总结如表 1.1:

表 1.1 国际化货币的主要用途

用途	私人用途	官方用途
交易媒介	外汇市场交易货币,国际贸易、国际金融交易货币	外汇市场干预货币
计价单位	国际贸易和国际金融交易的计价货币	钉住的名义锚
价值储藏	外汇资产	外汇储备

资料来源:作者整理自 Chinn 和 Frankel(2005)。

在实际应用中,还经常按照一国货币在全球市场以及第三国的使用情况进行

划分,例如 ECB (2002)就曾对欧元在全球市场和第三国的使用情况进行描述,如表 1.2 所示。

表 1.2 欧元在全球市场和第三国的使用情况

全球市场	第三国
1. 国际债券市场	1. 官方用途(储备、锚、干预货币)
2. 外汇市场	2. 私人用途(类似于本币:投资、偿付工具)
3. 国际贸易	

资料来源:作者整理自 ECB (2002)。

Kenen (2009) 曾强调货币国际化的两个显著特征,一个是货币在国际贸易中的使用,另一个是货币在国际债务市场的使用。Detken 和 Hartmann (2000) 则对国际债务市场进行了评估,并建议用一国货币在国际债务市场中所占的份额作为对货币国际化的衡量。

此外,Christian (2009) 曾提出货币全球化的概念,作为对货币国际化的补充,该文认为单纯强调货币的国际化运用并不能提供对货币地位的充分衡量,例如国际债券市场的评估忽视了其他金融市场诸如公司债券、政府债务等等的货币运用,而单纯衡量货币在交易、计价和储蓄中的份额也忽视了决定货币国际化地位的基本面因素,基于此,该文按照规模指示变量和结构指示变量对国际化货币进行了全面评估,如表 1.3 所示。

表 1.3 国际化货币的规模和结构指示变量

规模指示变量	结构指示变量
经济规模(GDP)	生产率
金融市场的规模	法律框架
—政府债务	透明度
—公司债券	市场发展(深度、广度)
—货币市场	锚货币
—资本市场	
全球外汇市场份额	
全球外汇储备份额	

资料来源:作者整理自 Christian (2009)。

综上所述,货币国际化具有不同的衡量指标,绝大部分从货币职能出发,尽管 Christian (2009)强调货币国际化的结构指标因素,但结构指标变量更应该是研究货币国际化的决定因素的指标,而不是衡量货币国际化的因素指标。基于此,本章对货币国际化的概况分析也从货币的职能出发,全面介绍国际货币体系的现状并对未来趋势进行分析。而其他因素则放在影响货币国际化的因素中具体讨论。

第二节 国际货币体系的现状及趋势分析

从实际操作上看,国际货币的计价单位职能与交易媒介职能往往是紧密联系、不可分割的。因此,考察国际货币体系的现状,更具操作性的是从货币发挥职能的不同领域进行。从领域上看,国际货币主要在国际贸易的计价与结算、国际金融资产的计价与交易以及官方外汇储备这三大领域发挥作用。

一、国际贸易计价结算功能现状

普遍认为国际贸易计价结算与外汇市场交易量密切相关,图 1.1 反映了国际货币体系中的四种主要货币——美元、欧元、日元和英镑的外汇市场交易水平,可以看到美元占据主导地位,达到 90% 左右,接下来依次为欧元、日元和英镑。具体到不同的国家和地区的使用水平,上述四种国际化货币具有不同特色。表 1.4 反映了 2004 年,欧洲、亚太地区、世界前十位进出口国以及韩国、印度尼西亚、马来西亚和泰国等亚洲重要贸易国,进出口额中各种主要货币作为结算货币所占的比重。从该表中可看出,欧元是欧洲贸易的主要结算货币,但美元也占有相当的比重;尤其是在进口中,美元结算的贸易额与欧元已很接近。而对于亚太地区、美国和加拿大而言,美元在贸易结算中占有绝对优势,远非欧元所能企及。

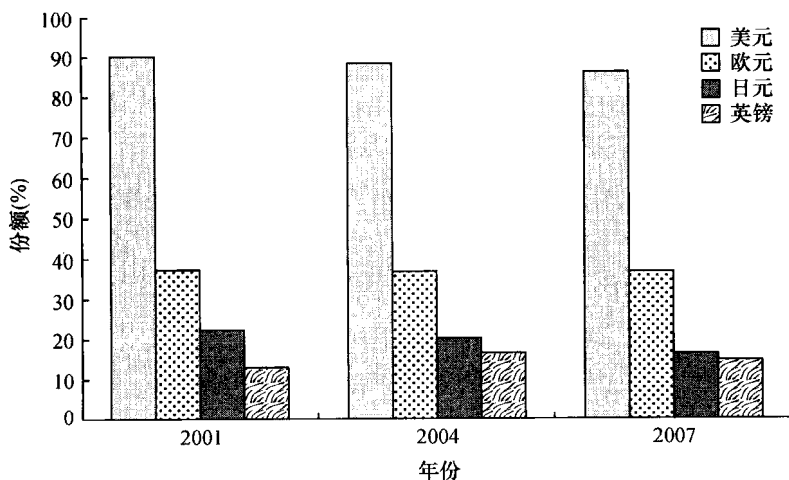


图 1.1 外汇市场交易量份额

注:由于外汇市场买卖是两种货币的交易,因此所有货币交易份额是 200%。

资料来源: BIS(国际清算银行, <http://www.bis.org/statistics/index.htm>)。

表 1.4 2004 年世界贸易结算货币概况

	出口				进口			
	欧元份 额(%)	美元份 额(%)	英镑份 额(%)	日元份 额(%)	欧元份 额(%)	美元份 额(%)	英镑份 额(%)	日元份 额(%)
欧洲	53.7	27.9	6.1	—	49.5	37.5	4.1	—
亚太地区	7.9	64.8	—	19.3	5.5	70.3	—	12
德国	61.1	24.1	—	—	52.8	35.9	—	—
法国	52.7	33.6	—	—	45.3	46.9	—	—
英国	21	26	51	—	27	37	33	—
荷兰	52	35.2	—	—	48	43.8	—	—
意大利	59.7	—	—	—	44.5	—	—	—
比利时	57.7	29.6	—	—	55.5	35.1	—	—
日本	9.6	48	—	38.4	4.5	68.7	—	24.6
韩国	7.6	84.6	—	—	6.1	78.3	—	—
印度尼西亚	1.2	93.6	—	—	5.7	82.5	—	—
马来西亚	—	90	—	—	—	—	—	—
澳大利亚	1.4	67.5	9.4	47.9	—	—	—	—
泰国	2.7	84.4	—	—	4.3	76	—	—
美国	—	—	—	—	2	90.3	—	—
加拿大	—	70	—	—	—	—	—	—

资料来源:作者整理自 Annette Kamps(2006)。

表 1.5 显示,2004 年欧盟对美国的出口只占其总出口额的 7.8%,从美国的进口只占其总进口额的 5.1%。而同年,美元结算的贸易额在欧洲(主要是欧盟)出口和进口中的份额则分别达到 27.9% 和 37.5%。同时,欧元在欧洲进出口中的结算份额要小于欧盟内贸易在其进出口中的份额。

表 1.5 欧盟 2004 年与 2008 年的主要贸易伙伴结构

	2004		2008	
	出口份额(%)	进口份额(%)	出口份额(%)	进口份额(%)
欧盟内贸易	67.6	66.2	67.4	63.5
美国	7.8	5.1	6.1	4.3
中国	1.6	4.2	1.9	5.8
瑞士	2.5	2.0	2.6	4.1
俄罗斯	1.5	2.3	2.4	1.9
总计	81	79.8	80.4	79.6

资料来源:作者整理自 WTO(<http://www.wto.org>)。

综合这两个特征,可以认为,欧元主要在欧盟内部贸易中作为结算货币,在欧盟外使用很少;而美元在欧盟内部贸易以及欧盟与除美国外的其他国家和地区的贸易中却占据重要地位。欧盟 2008 年的主要贸易伙伴结构与 2004 年相比没有明