



人民币“走出去”的 货币替代理论与战略

| 石建勋 叶亚飞◎著

非外借



清华大学出版社

人民币“走出去”的 货币替代理论与战略

王松奇 王松奇 著



中国金融出版社



人民币“走出去”的 货币替代理论与战略

| 石建勋 叶亚飞◎著

清华大学出版社
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。
版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

人民币“走出去”的货币替代理论与战略 / 石建勋,叶亚飞著. —北京:清华大学出版社,2018
(清华汇智文库)
ISBN 978-7-302-49408-9

I. ①人… II. ①石… ②叶… 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(2018)第 012179 号

责任编辑:吴 雷
封面设计:汉风唐韵
责任校对:宋玉莲
责任印制:杨 艳

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>
地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084
社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544
投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn
质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市国英印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×230mm 印 张:18.5 插 页:1 字 数:300 千字

版 次:2018 年 2 月第 1 版

印 次:2018 年 2 月第 1 次印刷

印 数:1~2000

定 价:69.00 元

产品编号:073206-01



¥ 前言

自 2009 年人民币跨境贸易结算试点推行以来,人民币国际化历经 8 年已取得了快速的发展,来自汇丰银行的统计报告显示,目前 17% 的国际企业在跨境业务中使用人民币,26% 的亚太企业在跨境支付中积极使用人民币,人民币已跃升至全球第五大支付货币。特别是随着人民币加入 SDR 货币篮子,越来越多的国家和地区宣布将人民币纳入其外汇储备,国际货币基金组织(IMF) 2017 年 3 月 31 日发布的 2016 年第四季度“官方外汇储备货币构成”(COFER) 数据显示,截至 2016 年第四季度末,各国持有的外汇储备中,人民币储备约合 845.1 亿美元,约占已知币种总额的 1.1%。未来,人民币国际化前景明朗。然而,目前由于我国资本项目未完全开放,国内金融配套设施还不完善,人民币国际化进程易受到诸多外界因素的干扰,随着人民币汇率周期的变化而时有反复;来自法国外贸银行 2017 年 6 月 6 日发布的报告显示,自 2015 年 8 月 11 日人民币汇率中间价形成机制改革后,随着人民币汇率进入贬值周期,人民币国际化进程出现了倒退,2016 年,全球人民币结算量从 9.7 万亿元下降了 20%,降至 7.7 万亿元;2016 年,海外投资者持有的人民币资产约为 430 亿美元,外国投资者持有的各类资产占该资产在中国境内总市值的份额还比较低,其中,存贷款方面占比为 0.6%,股票 0.8%,债券 1.9%;2016 年第四季度,人民币作为外汇储备在全球储备的份额中占比在 1% 左右,远远低于目前人民币在特别提款权中 10.9% 的占比,这说明人民币在官方用途上落后于其价值储存功能。总之,人民币在交换媒介和价值储存方面的国际化功能正在倒退,未来还面临较大挑战。

由此可见,人民币国际化既是一个市场选择的自然发育过程,也是一个需



要政府主导并精心规划不断推进的、复杂的系统工程。纵观美元国际化进程和主要国际化货币发展历程,不难发现货币国际化进程即是“走出去”对其他国家或地区货币进行替代的过程。以美元为例,美元成长为世界货币的进程即是对其他国家或地区的货币进行美元化的过程,在美元化过程中,美元替代当地货币充分发挥价值尺度、交易媒介、支付手段、储备货币等国际货币职能,并在当地得到广泛认可、流通和使用。借鉴美元国际化历程,本书作者认为人民币国际化进程也是人民币“走出去”在其他国家和地区进行货币替代的过程,人民币在其他国家或地区的货币替代并非人民币要采取霸权主义路线,完全取代当地货币进而获得经济金融上的霸权,人民币货币替代的目的是增进与当地货币的合作,以货币金融合作来促进双边经济发展,且通过人民币货币替代扩大人民币的流通规模和使用范围,推动人民币成为与我国经济大国、贸易大国地位相当的货币。

本书作者石建勋教授是国内较早运用货币替代理论进行人民币国际化研究的学者之一,2011年发表了基于货币服务生产函数理论测度东亚区域内人民币的替代弹性的研究论文,2012年发表了从外部供需冲击视角研究东亚货币合作的可行性的研究论文,2013年发表了基于“货币需求资产组合理论”研究东亚区域内人民币替代弹性研究论文,2015年发表了基于货币替代的货币服务 CES 函数研究人民币货币替代形成机制研究论文,2016年发表了基于货币替代视角研究人民币替代港澳台货币的影响因素及其差异等研究论文,这些研究为从货币替代视角推进人民币国际化提供了有力的理论和实证支持,也为本书写作奠定了坚实的理论基础。

相较于已有研究,本书在以下几个方面进行了完善与突破:

第一,目前有关人民币国际化的著作多集中于人民币国际化的风险收益或地位作用视角,鲜有从货币替代视角进行,且已有从货币替代视角的研究多集中于人民币在中国港澳台地区、东亚周边国家和地区的货币替代。目前人民币在中国港澳台地区、东亚地区、周边国家和地区的货币替代已呈常态化趋势,未来随着人民币国际化进程加快,特别是随着人民币加入 SDR 成为篮子货币,人民币货币替代规模和范围必将进一步扩大至欧洲地区、“一带一路”沿线国家和地区,并最终将扩展至全球范围。因此,本书顺应人民币国际化发展趋势,将人民币货币替代研究范围拓展至欧洲地区、“一带一路”沿线地区、全球市场等。

第二,已有研究多集中于人民币汇率升值周期,将人民币货币替代等同于人民币在其他国家或地区对当地货币的正向替代,然而,在人民币“走出去”进行货币替代的过程中,随着人民币汇率周期的变化,人民币的货币替代方向也会发生逆转;以人民币在香港地区的货币替代为例,在人民币汇率升值周期,人民币在香港地区的货币替代规模和比率都不断上升,出现人民币在香港地区的正向替代,香港地区人民币资金池规模曾一度突破万亿元;而在人民币汇率贬值周期,人民币在香港地区的货币替代规模和比率下降,出现人民币在香港地区的逆向替代,香港地区人民币资金池规模持续下降,已缩水近一半。由此可见,人民币货币替代方向并非一成不变,人民币在香港地区货币替代方向逆转的现象也可能发生在其他国家或地区,且在人民币贬值周期,国内人民币也可能面临被美元等强势货币替代的风险。因此,本书研究中还将考虑人民币货币替代方向的逆转,人民币被美元替代的风险等。

第三,人民币货币替代的实质即人民币在其他国家和地区替代他国货币发挥价值尺度、交易媒介、支付手段、储备货币等基本货币职能,因此,保持人民币币值的稳定、拓展人民币的国际货币职能、提高人民币的使用便利性,进而提升其他国家和地区对人民币的接受度、认可度和使用度是推进人民币货币替代的关键;而与我国具有经济贸易往来、货币互换合作协议以及经济金融合作的国家和地区对人民币的认可度和接受度普遍高于其他国家和地区,是人民币货币替代战略的首要目标。那么,人民币“走出去”货币替代要遵循怎样的发展战略?目前在其他国家和地区的货币替代现状如何?货币替代过程中会面临哪些问题与风险?在“走出去”货币替代的同时是否会在国内发生被替代的风险?该采取怎样的措施保障人民币货币替代和人民币国际化顺利推进?这些是本书试图研究和回答的主要问题。

本书结合人民币国际化战略,从货币替代视角分析人民币国际化的发展战略、发展现状、发展问题、发展风险、发展对策等,以期为人民币国际化的顺利推进提供相应的借鉴和参考。具体而言,本书共有10章,分别是货币替代理论研究,货币替代与货币国际化经验研究,人民币国际化进程中的货币替代战略,人民币在港澳台地区的货币替代研究,人民币在东亚区域的货币替代研究,人民币在全球货币替代现状研究,SDR定值标准、人民币占SDR份额预测及影响研究,人民币货币替代进程中的问题与风险,人民币被美元替代的风险研究,推进



人民币“走出去”的正向货币替代政策研究等。

本书主要研究内容包括以下几方面：

(1) 人民币货币替代理论的构建。在借鉴国内外有关以美元为强势货币，研究美元替代其他货币的替代弹性、替代现象、替代问题和替代趋势等理论和方法的基础上，紧密结合中国实际，以及人民币国家化进程中的国内外环境新特点，研究构建以人民币为强势货币，“走出去”替代他国货币的理论和方法。

(2) 人民币“走出去”替代他国货币的战略研究。全面考察分析世界主要货币的国际化进程，结合人民币“走出去”的复杂环境特点、中国对外开放战略和国际货币体系改革趋势，研究提出人民币“走出去”的货币替代战略，其中包括人民币国际化进程中的“3322”战略、人民币国际化进程中的货币替代路径、人民币的货币替代程度和规模的测算等。

(3) 人民币在中国港澳台地区的货币替代研究。主要包括：中国港澳台地区的实际货币需求与人民币的货币替代研究；人民币在中国港澳台地区的货币替代现状及影响因素研究；人民币与中国港澳台货币合作的可行性研究等内容。

(4) 人民币在东亚区域的货币替代研究。主要包括：人民币在东亚地区的货币替代现状；东亚区域内人民币货币替代弹性测算；人民币成为东亚区域主导货币的可行性研究；人民币与东亚区域货币合作路径研究等内容。

(5) 人民币在全球货币替代现状和趋势研究。主要包括：人民币在亚洲地区的货币替代现状；人民币在欧洲地区的货币替代现状；人民币在“一带一路”沿线国家和地区的货币替代现状；人民币在全球范围内的使用现状等内容。

(6) SDR 定值标准、人民币占 SDR 份额预测及影响研究。主要包括：SDR 定值新标准及其演变发展历程；人民币在 SDR 货币篮子中的定位与作用；人民币占 SDR 份额预测；人民币占 SDR 份额与我国国际收支平衡的关系研究等内容。

(7) 人民币货币替代进程中的问题与风险。主要包括：人民币货币替代进程中可能出现的问题；人民币货币替代进程中的风险；人民币被美元替代的风险研究等内容。

(8) 推进人民币货币替代的政策选择研究。主要从加快人民币区域化进程、推动人民币渐进可兑换、保持人民币汇率和币值的稳定、推进国内金融体系

配套改革、提升人民币全球影响力等方面研究提出人民币“走出去”进行货币替代、实现人民币区域化和国际化的政策建议。

本书作为上海市教育委员会科研创新计划人文社科重大项目“人民币国际化进程中的货币替代效应与政策选择研究”的阶段性成果,感谢上海市教委的项目资助;感谢易萍、全淑琴、钟建飞、金政、孙亮等前期参与相关研究,为本书研究奠定的基础;感谢李一石、朱凯凯、唐朝前、张凯文等研究生在本书写作过程中提供的帮助;感谢参加相关课题研究的所有同人。

作者

2018年1月8日



目 录

第一章	货币替代理论研究	1
第一节	货币替代内涵及理论基础	2
第二节	货币替代的分类研究	4
第三节	货币替代的影响因素分析	7
第四节	货币替代的经济效应分析	9
第五节	货币替代的衡量标准	11
第二章	货币替代与货币国际化经验研究	15
第一节	美元货币替代历程及经验研究	16
第二节	欧元发展历程及经验研究	20
第三节	日元国际化历程及经验研究	24
第四节	特别提款权的发展	28
第三章	人民币国际化进程中的货币替代战略	31
第一节	人民币国际化进程中的“3322”战略	32
第二节	人民币国际化进程中的货币替代路径	36
第三节	人民币的货币替代程度估算	42



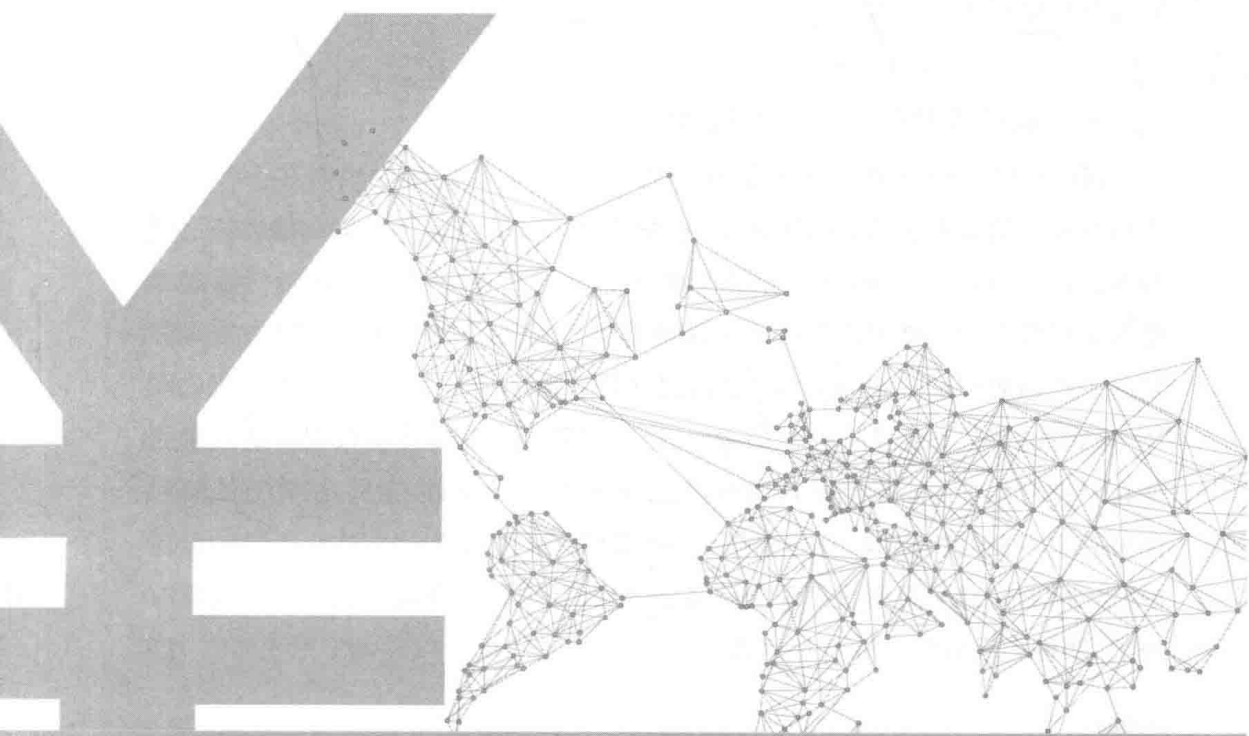
第四章	人民币在港澳台地区的货币替代研究	59
第一节	港澳台地区的实际货币需求与人民币的货币替代研究	60
第二节	人民币在港澳台地区的货币替代现状及影响因素研究	75
第三节	人民币与港澳台货币合作的可行性研究	91
第五章	人民币在东亚区域的货币替代研究	109
第一节	人民币在东亚地区的货币替代现状	110
第二节	东亚区域内人民币货币替代弹性的实证研究	112
第三节	人民币成为东亚区域主导货币的可行性研究	118
第四节	人民币与东亚区域货币合作路径研究	131
第六章	人民币在全球货币替代现状研究	135
第一节	人民币在亚洲地区的货币替代现状	136
第二节	人民币在欧洲地区的货币替代现状	137
第三节	人民币在“一带一路”沿线地区的货币替代现状	143
第四节	人民币在全球范围内的使用现状	149
第七章	SDR 定值标准、人民币占 SDR 份额预测及影响研究	159
第一节	SDR 定值标准的变化历程	160
第二节	SDR 定值新标准	161
第三节	人民币在 SDR 货币篮子中的定位与作用	164
第四节	人民币占 SDR 份额预测	165
第五节	人民币占 SDR 份额与我国国际收支平衡的关系研究	179
第八章	人民币货币替代进程中的问题与风险	199
第一节	人民币货币替代进程中可能出现的问题和风险	200

第二节	人民币货币替代进程中的风险	204
第三节	人民币货币替代进程中的政策选择	209
第九章	人民币被美元替代的风险研究	215
第一节	人民币被美元替代的可能性研究	216
第二节	人民币被美元替代程度测算	217
第三节	基于 Morishima 替代弹性的人民币货币替代经验研究	226
第四节	人民币国际化发展态势与展望	239
第十章	推进人民币“走出去”的正向货币替代政策	245
第一节	加快人民币区域化进程	246
第二节	推动人民币渐进可兑换	250
第三节	保持人民币汇率和币值的稳定	253
第四节	推进国内金融体系配套改革	257
第五节	把握发展机遇、提升人民币全球影响力	264
主要参考文献		268

第一章

货币替代理论研究

人民币国际化进程即人民币“走出去”在其他国家或地区进行货币替代的过程，本书首先对以往的货币替代理论进行系统分析研究，主要包括货币替代内涵及理论基础、货币替代分类、货币替代影响因素、货币替代经济效应、货币替代衡量标准等，以期为后续章节研究奠定理论基础。





第一节 货币替代内涵及理论基础

货币替代(currency substitution)是指在开放经济与货币可兑换条件下,一国居民和投资者出于机会成本和相对收益等因素,在持有的本币和外币之间进行选择的货币现象,强调公众对外国货币的需求。广义货币替代还包括外国居民对本国货币的需求,这是一国货币国际化进程中的一个重要现象。

货币替代的概念首次由美国经济学家卡鲁潘·切(V. K. Chetty)于1969年在《美国经济评论》上发表的《关于对近代货币的衡量》一文中提出,其认为货币替代是指一国居民对本币失去信心,或本币收益率较低时,外币在价值贮藏、交易媒介和计价标准等货币职能方面全部或部分地替代本币。随着布雷顿森林体系的全面崩溃,金融自由化、全球化的浪潮兴起,全球市场上货币替代现象此起彼伏,逐渐引起了学界、业界的广泛关注。目前已有关于货币替代内涵的研究主要基于生产函数理论、边际效用理论、资产组合理论和货币需求理论,下面将对其进行一一解析。

一、货币替代的生产函数理论

Miles(1978)提出的生产函数理论认为,货币替代的产生机制在于外币和本币所具有的服务水平和持币成本(借款利率)不同,持币人会据此做出持币结构的调整:持币成本相同时增持服务水平高者,服务水平相当时增持持币成本低者。很多学者对该理论进行了不断的修正及发展,Marquez(1987)将货币替代的生产函数理论总结为在本外币能提供货币服务的前提下,其比率的变化取决于两者的替代弹性及本外币的机会成本,因而经济行为人会根据这些因素的变化对持有的本外币余额进行调整,最终公众会选择交易、支付、结算更加便利而持有成本更低的货币;Kari Heimonen(2008)通过对爱沙尼亚地区同时出现的欧元和美元对本币的替代现象证实该结论,且研究发现由于交易支付范围的局限,两种货币替代具有不对称性。

二、货币替代的边际效用理论

Bordo 和 Choudhri(1982)对货币需求函数进行了修正,他们将服务水平定义为持有货币所能带来的交易和支付的便利,以边际效应来说明其货币替代的形成机制。这是基于货币替代的交易动机所发展出来的理论,强调持币人会根据持有货币的边际效应的不同来调整持币结构,当外币的边际效应大于本币时,将发生货币替代。货币需求的边际效用理论以更加明确的指标,即持币的边际效应,来解释货币替代的产生,要比笼统地以服务水平来说明更加合理,同时通过两国利率之差来衡量货币替代的程度变化,也要比货币服务的生产函数理论单一地以借款利率来衡量更为有效。随后,边际效用理论广泛应用于货币替代研究中,如 Faruk Selcuk(2003)基于货币效用函数测算新兴经济体的货币替代程度,研究发现货币替代多发生在效用感知性较强的生产流动服务领域; Sovannroeun Samreth(2010)基于货币效用函数研究柬埔寨的货币替代现象,研究发现货币效用显著影响柬埔寨国外货币和本币间的替代弹性;等等。

三、货币替代的资产组合理论

货币需求的资产组合理论的主要代表人物有 King、Brillembourg 和 Sohdler、Girton 和 Roper、De Macedo、Thomas 等。King 基于货币替代的投机动机提出了货币需求的资产组合理论,认为货币替代是持币人以货币作为资产,通过调整两币比例以实现最优资产组合的行为,决定其替代水平的是持币的收益水平和风险程度。Macedo 将货币需求的资产组合理论与货币需求的边际效用理论相结合,提出了“不随时间变化的资产组合原则”。Sargent 和 Wallace 在资产组合理论的基础上,考虑了货币的服务特性,提出了预期效用最大化模型。Thomas 进一步发展了该理论,将债券等其他资产的形式及其价格波动情况考虑进来,求得了最优的本币和外币资产的比例,从而将货币替代的研究范畴扩展到了资产替代。目前资产组合理论依然是货币替代研究中最常用的理论,如 Miriam Chau Rodríguez 和 Paul Turner(2003)基于资产组合理论研究墨西哥 1978 年一季度至 2000 年四季度的广义货币和外币存款数据,研究发现在国外货币方程中存在显著的货币替代现象;Christopher Adam, Michael Goujon 等



(2004)基于资产组合理论研究越南的货币替代现象,研究发现持币动机是影响货币替代的主要因素;Adom(2009)基于资产组合理论对非洲地区国家货币替代现象的研究也得到类似结论,且认为基于收益率差异调整币种比例现象在低收入国家和转型经济体中普遍存在。

四、货币替代的货币需求理论

Poloz(1986)第一次提出了货币的预防需求这一概念及其相关的一些理论。Poloz认为,之前的货币替代学说都没有充分认识到持有货币作为预防未来不确定性的手段的存在,且均未考虑到交易成本问题。持币人会根据未来的不确定性和流动性成本来调整持币结构。从理论演进上来看,Poloz的货币预防需求理论是在货币资产需求的组合理论的基础上,考虑了交易成本和不确定性,并重新调整资产组合理论的函数形式而提出的,其逻辑是不确定性要求持币人出于预防动机而必须持有一定量的货币,而在开放经济中,若本币或因量不足或因使用范围限制,而不能满足持币人的货币需求时,持币人将会选择持有其他币种或者资产,并保证经常调整资产组合以实现最优化。Lay,Kakinaka和Kotani(2012)认为,与货币需求相类似,货币替代也分为交易性货币替代和预防性货币替代。Miguel Lebre de Freitas(2006)基于托马斯的货币需求函数,结合资产组合理论,研究拉丁美洲6个国家的货币替代现象,研究发现货币替代的决策和资产替代的决定是不可分割的,当国内货币贬值时,预防性货币替代发生的可能性会加大。

第二节 货币替代的分类研究

基于不同的货币替代理论,本书将从供给方和需求方视角、对称性与否视角、货币需求层次视角、生息与否视角、合法与否视角将货币替代进行分类,具体分类情况如下:

一、需求方货币替代和供给方货币替代

需求方货币替代主要产生于浮动汇率制度下。由于实施了浮动汇率制度,国内公众出于机会成本、相对收益和保持流动性等方面的考虑,可能会持有一部分外币资产以替代本币资产,从而在一定程度上规避外汇风险、利率风险和通货膨胀风险。在开放经济条件下和浮动汇率制度条件下,这种由于国内公众主动持有外币资产而产生的货币替代现象一般称为需求方货币替代。

供给方货币替代主要产生于固定汇率制度下。由于实施了固定汇率制度,该国中央银行必须在外汇市场上对本币汇率进行直接干预,以维持本币的固定汇率。如果此时由于贸易账户和资本账户顺差等原因而导致外汇市场上本币需求上升,致使本币存在升值压力,那么中央银行为维持固定汇率制度必须在外汇市场上卖出本币、买入外汇储备。在固定汇率制度下,中央银行出于维持本币汇率而买入的外币在本国经济中行使货币职能时,就产生了供给方货币替代。

二、对称性货币替代和非对称性货币替代

对称性货币替代是指两国公众同时持有本国货币和对方国家的货币。因此,当某国的货币面临持续的贬值压力时,两国公众均会出于持有货币机会成本、货币资产相对收益及保持流动性等方面的考虑,降低该国货币的需求,进而减持该国货币、增持另一国的货币。对称性货币替代一般发生在发达国家之间,前提条件是浮动汇率制度和货币可自由兑换,比如美国和欧元区之间可能会存在欧元和美元的对称性替代,当欧元相对于美元贬值时,无论美国公众还是欧元区的公众均会增持美元、减持欧元,导致美国和欧元区内的欧元被美元替代程度同时上升。

非对称性货币替代往往发生在发达国家和发展中国家之间,具体是指,发展中国家的公众同时持有本国货币和发达国家货币,而发达国家的公众对于发展中国家的货币并无需求。因此,当发展中国家的货币面临持续贬值压力时,发展中国家的公众会增持发达国家的货币,于是出现了本币被强势外币替代的货币替代现象。但是发达国家的公众对发展中国家的货币并无需求,因此即使