

人民币国际化 基于国际货币竞争的视角

宋晓玲 著

RENMINBI GUOJIHUA JIYU GUOJI
HUOBİ JINGZHENG DE SHIJIAO



经济科学出版社
Economic Science Press

人民币国际化：基于国际 货币竞争的视角

宋晓玲 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币国际化：基于国际货币竞争的视角 / 宋晓玲
著. —北京：经济科学出版社，2011

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0449 - 3

I. ①人… II. ①宋… III. ①人民币 (元) - 国际化 - 研究 IV. ①F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 033065 号

责任编辑：刘殿和

责任校对：杨晓莹

版式设计：齐 杰

技术编辑：李 鹏

人民币国际化：基于国际货币竞争的视角

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

教材编辑中心电话：88191355 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：espbj3@ esp. com. cn

北京三木印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 13.25 印张 220000 字

2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0449 - 3 定价：32.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

2007 年以来，由美国次贷危机引发的金融危机在全球不断蔓延。这次危机对于发源国美国所造成的损害未必是有史以来最大的，而对世界的影响却是空前的。危机演变过程中和危机过后，世界各国重新审视，发现这次金融危机与当前以美元为主导的单极货币体系密不可分。一时间，重建国际货币体系的呼声越来越高。

国际货币体系经历了一系列演变：金本位制时期、前布雷顿森林体系时期、布雷顿森林体系时期、牙买加体系时期。由于体系自身所固有的制度缺陷和美国的通货膨胀货币政策，布雷顿森林体系在 1973 年崩溃。1976 年 4 月在 IMF 理事会上表决通过的“牙买加协议”于 1978 年 4 月 1 日起生效。国际货币体系进入了一个新的阶段——牙买加体系。牙买加体系建立的主要目的之一，在于解决布雷顿森林体系下的“特里芬难题”。多元化的国际储备货币体系的形成，将在多种国际货币间建立起市场化的竞争机制，从根本上解决国际货币整体上的流动性和稳定性两难问题。然而实际运作当中，当前的国际货币格局仍然是以美元为中心的单极货币体系。在与黄金脱钩的单极货币体系下，由于缺乏约束制衡机制，美国倾向于无节制地向世界倾销美元，并借助金融市场的资金转移效应和金融创新的杠杆放大效应，创造并向各国转移资产泡沫，引发全球流动性过剩和经济过热。当这些问题累积到一定程度，最终必将以更加严重的形式暴露，进而引发全球性金融危机和经济危机。美国次贷危机引发的全球性金融危机，正是对这种理论逻辑的一个明证。

在这种不对等的国际货币制度安排下，以美国为代表的发达国家处于体系的中心，以中国为代表的发展中国家处于体系的边缘。随着

经济和金融市场的逐步开放，以中国为代表的发展中国家面临着越来越严重的“三元冲突”难题。人民币汇率的单边升值并不能解决这些问题，只能使冲突加剧。落后就会被动挨打，中国只有通过发展金融市场，积极推进人民币国际化进程和提高人民币的国际地位，解决经济贸易大国与金融货币小国的矛盾，才能根本摆脱困局。人民币若能成为国际货币，不仅与多元货币体系的建立达成某种契合，又将满足亚洲国家多元化货币需求。

然而，无论是对于发展中国家还是对于中国，货币国际化的推行都非一日之功。改革开放以来，中国经济实力和综合国力增强，金融体系国际地位明显提升，人民币公信力也不断提高，拥有相对充足的外汇储备，全球金融危机下人民币国际化环境改善，使得人民币参与国际货币竞争条件日益改善。虽然中国国有商业银行已经初步完成股份制改造，资本市场经过股权分置改革的洗礼取得突破性进展。但是中国金融体系依然比较脆弱，金融市场不够发达，资本项目开放度较低，人民币资本项目存在很多限制，贸易结构性缺陷，这些因素，使得人民币国际化障碍重重。

值得欣喜的是，全球金融危机之下和危机过后，中国加快人民币国际化和参与区域货币合作步伐。货币互换和跨境贸易结算使得人民币国际化实现“破冰之旅”，人民币投资银行间债券市场和境外直接投资人民币结算试点工作使得人民币在资本项目的国际化也取得有效进展。人民币国际化的进程，也是参与国际货币竞争的过程。哪些因素决定了国际货币的竞争地位？在人民币国际化进程中，如何提高人民币的竞争力？这是当前需要认真思考和亟待解决的现实问题。宋晓玲博士的这部著作正是尝试分析和回答这些问题。

作者于2007年进入中国人民大学财政金融学院攻读金融学博士学位，在我的指导下，主要从事国际金融方向问题的研究。2007年秋，第12届中国资本论坛报告撰写工作，我所负责的分论是“中国资本市场发展的货币环境（外部金融环境）：人民币国际化趋势”，作者作为主要撰写人参与写作。当时人民币国际化还是一个非常前沿的问题，较少学者专题研究，更是百姓人家所鲜知的话题。作者首次

从事人民币国际化问题研究，对其表现出浓厚的兴趣。自此，一直沿着人民币国际化与国际货币竞争这条主线，进行了大量深入细致的研究。

2007年之后，由美国次贷危机引发的全球金融危机，使得人民币国际化问题受到广泛关注，对该问题的探讨也由理论界走向实务界，由管理层走向百姓人家。这一方面说明了对该问题研究的重要性；另一方面也对围绕人民币国际化的学术研究带来困难。对于一个人皆可言的话题，如何体现出专业学术水平？对人民币国际化问题可以从各个角度研究：货币国际化条件与路径、意义、成本收益、利弊分析、影响与决定因素等。作者经过大量阅读中外文献并与我反复沟通，最终决定选择从国际货币竞争的视角来写。其一，对于国际货币竞争问题，虽然国内学者鲜有涉猎，但在近二三十年中，西方有相当多的学者进行多层面、多角度的研究，国际货币竞争也成为近年来国际理论界的一个研究热点。从国际货币竞争视角来研究人民币国际化问题，有大量的外文文献和相对成形的理论体系可以借鉴。其二，人民币国际化刚刚启动，直接写容易空泛。历史是现实的一面镜子，从历史、国际经验的角度写，避免空泛，容易实现定性与定量的结合。

所谓国际货币竞争，是指决定不同国家的货币在何种程度上被非居民所使用这一过程。作者从国际货币竞争视角研究人民币国际化问题，也即是通过考察历史和当前国际货币的国际化进程，运用定性与定量相结合的方法，从一个历史的、动态的视角，研究哪些因素影响和决定了货币国际化水平的此消彼长，为人民币参与国际货币竞争、提高货币竞争力提供借鉴和指导。

宋晓玲博士这部著作，首先分别从理论、历史演绎逻辑、实证三个层面研究国际货币竞争决定因素。进而分析人民币参与国际货币竞争的内部条件，然后运用实证分析模型进行人民币国际化的情景预测。实证分析和情景预测表明，中国必须及时把握和牢牢抓住近几十年经济持续高速增长的机遇，才有可能在当前国际货币竞争中占据一席之地。无论对中国、日本还是亚洲其他国家，亚洲货币合作是一个“多赢博弈”，且推行宜早不宜迟。综合理论与实证分析，作者最后

提出人民币国际化的竞争模式与实施策略。中国要确立市场领导竞争战略，使人民币逐步成为与大国地位相匹配的国际主导货币。在现有既定格局之下参与国际货币竞争，采取亚洲货币合作方式是占优策略。但亚洲货币合作又困难重重。因此，人民币参与国际货币竞争，在模式上宜采取“两策并举”策略。人民币国际化是一个长期渐进过程，实施步骤上分“五阶段、三步骤”，长远规划，分步实施。

在充分借鉴中外学者研究成果的基础上，作者有不少创新之处值得关注：第一，分析视角独特，并实现多角度、多层次的有机结合。分别从理论、历史演绎逻辑、实证分析三个层面，研究国际货币竞争决定因素。分别从国际货币官方储备、贸易结算、国际债券、外汇市场、倾覆效应等不同角度，对牙买加体系下国际货币竞争决定基础进行实证分析。对于这些多角度、多层次的分析，进行前后呼应，有机衔接。第二，运用系统广义矩分析方法，对牙买加体系下国际货币在官方储备和国际债券职能的竞争进行实证分析，注重把握国际货币竞争的动态特征和历史惯性。这对在当前既定的国际货币竞争格局下，人民币作为“后起货币”来参与国际货币竞争，更加切合实际和可资借鉴。以实证模型为基础，对人民币国际化进行四种情景预测，考察因素更加全面。第三，全文贯穿了比较研究方法：一是国别对比。对世界主要国际货币国家、“金砖四国”、中日两国等对比分析。二是不同货币地位对比。对于不同货币地位国家所面临的国际化收益、成本进行区别分析。三是对货币化不同阶段的对比分析。区分货币国际化初级、中级和高级阶段所面临的不同国际货币竞争。综合运用货币替代理论、OCA理论、国际货币竞争等专业理论，结合博弈论、系统广义矩面板数据回归分析、协整VAR分析、Granger因果检验等计量分析方法，实现了理论与实证分析方法上的创新。第四，结合OCA理论的内生性条件，提出人民币国际化内生性条件，人民币参与国际货币竞争，实现货币国际化条件得以放宽，从而更加现实与可行。在货币竞争决定因素分析方面，细化对金融市场条件的分析，对金融市场条件相对落后的中国推行人民币国际化，更有借鉴意义。第五，提出人民币国际化的市场领导发展战略理念和国际货币成本收益

动态变化的“倒U型”假说；提出人民币参与国际货币竞争模式上采取“两策并举”。提出人民币国际化“五阶段、三步骤”的分步实施策略。

从国际货币竞争视角研究人民币国际化，融入了经济学、金融学、博弈论、政治学、国际关系学乃至地理学多学科知识，是一种创新也是一种挑战。就在这部著作即将付梓之际，人民币国际化在资本项目取得新突破，并再次引起广泛关注。未来影响中国与世界未来发展的因素错综复杂并呈现动态变化特征，对人民币国际化问题的研究也将向多元化、纵深化发展。从国际货币竞争的独特视角来研究人民币国际化问题，既丰富了人民币国际化的理论研究，也为解决现实问题提供指导。读一读宋晓玲博士的这部著作，对认识人民币国际化和国际货币竞争问题，一定会有很多启发。

赵锡军

2011年1月26日于北京

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 相关概念界定	6
1.2.1 国际货币、货币国际化、国际 货币竞争	7
1.2.2 货币替代与反替代	8
1.3 国际货币竞争视角下的人民币国际化： 文献综述	10
第2章 国际货币竞争：理论评述	14
2.1 货币竞争的演变：历程回顾和 MKM 模型阐释	14
2.1.1 货币竞争演变：历程回顾	14
2.1.2 国际货币竞争演变：MKM 模型阐释	17
2.2 国际货币竞争层次	19
2.2.1 货币替代与反替代：本币与外币的 货币竞争	20
2.2.2 货币区域化与区域货币合作：货币 竞争的特殊形式	24
2.2.3 国际货币竞争：更广范围的货币竞争	26
2.3 货币竞争法则：“格雷欣法则”或 “逆格雷欣法则”	27

2.4	国际货币竞争决定因素：理论综述	30
2.4.1	综合实力说	30
2.4.2	货币特性说	32
2.4.3	地缘政治说	35
2.4.4	规模效应说	37
2.5	本章小结	41
第3章	国际货币竞争博弈占优法则： 历史演绎逻辑	42
3.1	中世纪至18世纪：几种国际货币的沉浮	43
3.1.1	中世纪时期：古罗马索里德的兴衰	43
3.1.2	13~15世纪：商业革命、文艺复兴与 “三币鼎立”	44
3.1.3	16~18世纪：荷兰“基尔德”	45
3.2	18~19世纪：金本位时期英镑的辉煌	47
3.3	两次世界大战、布雷顿森林体系与美元崛起	53
3.4	20世纪70年代起：金融市场改革带动的 日元国际化	60
3.5	世纪之交：区域一体化促成的欧元国际化	67
3.6	本章小结	74
第4章	国际货币竞争决定因素：基于牙买加体系的 实证分析	76
4.1	国际货币竞争的决定因素：实证研究文献评述	76
4.1.1	货币职能角度	76
4.1.2	金融市场角度	79
4.1.3	综合实力角度	79
4.1.4	网络外部性和历史惯性	80
4.2	国际货币竞争决定因素：货币职能分类 实证分析	80
4.2.1	官方外汇储备：基于面板数据的	

系统 GMM 估计	81
4.2.2 贸易结算：面板数据分析	87
4.2.3 国际债券：基于面板数据的系统 GMM 估计	90
4.2.4 外汇市场：“网络外部效应”分析	94
4.3 金融危机影响的实证考察：“倾覆效应” 发生了吗	99
4.3.1 “倾覆效应”理论解析	99
4.3.2 全球金融危机对现行国际货币体系的 冲击	100
4.3.3 金融危机下国际货币格局演变：倾覆 效应发生了吗	104
4.4 本章小结	107
第5章 牙买加体系下的人民币国际货币 竞争地位	109
5.1 牙买加体系下国际货币竞争格局的内在缺陷	109
5.1.1 缺乏约束和制衡机制下的“特里 芬难题”异化	111
5.1.2 货币地位不对称下的权利义务 不对称	113
5.1.3 利己行为主导下的国际协调困难	115
5.2 人民币竞争劣势所受损害	116
5.2.1 货币地位低下和金融市场不完备所形成的 金融脆弱性	116
5.2.2 难以避免的内外均衡政策冲突： 中国实证分析	118
5.2.3 经济调整中不可避免的风险承担	127
5.3 本章小结	128

第6章 人民币国际化：竞争条件与情景预测	129
6.1 人民币国际化：竞争条件分析	129
6.1.1 占优条件	130
6.1.2 竞争劣势	137
6.1.3 货币国际化竞争条件内生理论	142
6.2 人民币参与国际货币竞争：情景预测	144
6.3 本章小结	147
第7章 人民币国际化：竞争模式与策略建议	149
7.1 竞争战略选择	149
7.1.1 确立市场领导战略	149
7.1.2 成本收益的动态变化：“倒U型” 假说	150
7.2 竞争模式选择	152
7.2.1 基于转换成本理论的东亚货币 博弈分析	153
7.2.2 东亚货币合作面临困境	160
7.3 实施步骤	163
7.4 具体措施	170
7.4.1 促进贸易发展和提高综合国力	170
7.4.2 健全金融市场和金融体系	171
7.4.3 完善人民币汇率形成机制	174
7.4.4 加强国际协调和区域合作	176
7.4.5 转变经济增长模式	177
7.4.6 审时度势，防范风险	178
7.5 本章小节	181
结束语	185
参考文献	189

第 1 章

导 论

1.1 研究背景

2007 年初露端倪的美国次贷危机，到了 2008 年下半年，已经逐步演化成全球金融危机。在损失惨重、联手救市之余，各个国家纷纷探寻危机背后的原因。金融危机与当前以美元为主导的单极货币体系密不可分，重建货币体系的呼声越来越高。

全球金融危机之下，中国加快推进人民币国际化进程（表 1-1）。2008 年 12 月 12 日，中国人民银行和韩国银行宣布签署规模为 1 800 亿元人民币（38 万亿韩元）的双边货币互换协议^①。在自此以后的不到 4 个月时间里，中国央行相继与 6 个国家和地区签署总计 6 500 亿元人民币的货币互换协议。中国央行还表示，条件成熟时，将积极研究与其他国家（地区）中央银行（货币当局）建立类似的货币互换安排，以维护区域及全球金融稳定。货币互换规模不断扩大，将削弱美元霸权地位，有利于保持金融稳定，还将促进人民币通过官方渠道在这些国家分布和流通，有利于提高人民币在双边贸易中的计价和结算比例，被视为人民币区域化的“破冰之旅”。与货币互换相对

① “货币互换”是指两笔金额、期限和利率计算方法均相同、货币不同的债务资金之间的调换。各国央行之间达成货币互换协议后，遇到紧急情况，可以把本国（本地区）的货币作抵押交给对方，获得对方国家借出的货币，增强抵御金融冲击的实力。

应，人民币跨境贸易结算同时启动。2008年12月24日，国务院总理温家宝在主持召开国务院常务会议时提出，对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点工作。2009年4月8日，包括上海、广州、深圳、珠海、东莞在内的5个城市试点人民币贸易结算工作启动。这被视为人民币国际化铺路架桥的一项“基础设施”建设，人民币国际化迈出关键一步。人民币投资货币区域化和国际化也取得突破。2010年2月12日，香港金管局宣布，放贷人民币将成香港日常业务。2010年8月17日起，将允许境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场进行试点。人民币将借助债券市场迈出国门，走向国际市场。2011年1月13日，中国人民银行发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，跨境贸易人民币结算试点地区的银行和企业可开展境外直接投资人民币结算试点。鼓励企业用人民币“走出去”，这标志着资本项下的人民币国际化迈出一大步。

表 1-1 全球金融危机下中国加快推进人民币国际化进程

时间	事项	具体内容	标志/意义
2011.1.13	境外直接投资人民币结算	中国人民银行发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，跨境贸易人民币结算试点地区的银行和企业可开展境外直接投资人民币结算试点	资本项下的人民币国际化迈出一大步
2010.8.17	人民币投资银行间债券市场	允许境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场进行试点	人民币将借助债券市场迈出国门，走向国际市场
2010.2.13	投资货币区域化	香港金管局宣布：1. 人民币放贷业务只要不涉及资金回流内地，将可成为日常业务一部分；2. 香港人民币发债体将进一步放宽至内地、香港及海外任何企业；3. 跨境贸易结算由实物贸易拓展至服务贸易	“三招齐发”，将加快人民币在境外市场的流通速度
2010.1.1	区域贸易合作	2010年1月1日，中国—东盟自由贸易区全面启动，成为由发展中国家组成的最大自由贸易区	促进中国—东盟地区贸易、投资一体化。为人民币、区域化、国际化提供支撑

续表

时间	事项	具体内容	标志/意义
2009. 10. 20	储备货币国际化	俄罗斯表示将把人民币作为新增外汇储备	人民币储备货币职能国际化
2009. 9. 28	离岸中心	中国政府在香港市场成功发行 60 亿元人民币国债	有利于人民币资金回流, 促进人民币业务在香港发展
2009. 7. 6	跨境贸易结算	首笔以人民币作为结算货币的国际贸易业务, 经中银香港汇入内地完成	跨境贸易结算进入实质性操作阶段
2009. 7. 6	跨境贸易结算	中国银行与渣打银行等 11 家银行签定《跨境贸易人民币结算项下清算账户协议》	人民币在国际贸易结算中的地位将从计价货币提升至结算货币
2009. 7. 1	跨境贸易结算	《跨境贸易人民币结算试点管理办法》正式实施。上海、广州、深圳、珠海和东莞五城市率先进行试点工作	人民币在国际贸易结算中的地位将从计价货币提升至结算货币
2009. 5. 3	区域外汇储备库	东盟 10 国与中日韩三国财长发表联合公报, 2009 年年底, 亚洲区域外汇储备库将正式成立并运作, 资金规模为 1 200 亿美元	亚洲货币基金雏形初现, 还将朝“亚洲货币基金”, 建立“亚元”区域货币目标迈进, 促进人民币国际化进程
2009. 4. 30	金融中心确立	《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》正式发布	上海国际金融中心和国际航运中心建设正式拉开帷幕, 人民币国际化进程加快
2009. 4. 8	跨境贸易结算	上海、广州、深圳、珠海、东莞 5 个城市试点人民币贸易结算	为人民币国际化铺路架桥的一项基础设施建设

续表

时间	事项	具体内容	标志/意义
2009. 3. 29	货币互换	中国人民银行和阿根廷中央银行签署规模为 700 亿元人民币/380 亿阿根廷比索的双边货币互换协议	货币互换规模不断扩大, 促进人民币通过官方渠道在这些国家分布和流通, 提高在双边贸易中以人民币计价和结算比例, 被视为人民币区域化“破冰之旅”
2009. 3. 24	货币互换	中国人民银行和印度尼西亚银行签署规模为 1 000 亿元人民币/175 万亿印尼卢比的双边货币互换协议	
2009. 3. 11	货币互换	中国人民银行和白俄罗斯共和国国家银行签署规模为 200 亿元人民币/8 万亿白俄罗斯卢布的双边互换协议	
2009. 2. 8	货币互换	中国与马来西亚签订的互换协议规模为 800 亿元人民币/400 亿林吉特	与东盟货物贸易结算试点“有紧密联系的一项举措”
2009. 1. 20	货币互换	中国人民银行与香港金融管理局签署货币互换协议。实施有效期 3 年, 经双方同意可以延期, 协议提供的流动性支持规模为 2 000 亿元人民币	继中韩达成货币互换协议以后, 中行第二次与其他国家或地区签署本币互换协议
2008. 12. 25	跨境贸易结算	国务院明确提出, 对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点	人民币区域化的进程大步加快
2008. 12. 12	货币互换	中国人民银行和韩国银行宣布签署规模为 1 800 亿元人民币 (38 万亿韩元) 的双边货币互换协议	首次以官方形式输出人民币, 具有标志性意义
2008. 12. 4	跨境贸易结算	中、俄就加快促进在双边贸易中改用本国货币结算进行磋商	人民币在国际贸易中从计价货币提升至结算货币
2008. 10. 13	区域金融合作	中、俄就加强包括加强金融合作、扩大本币结算在内的多项合作达成共识	区域金融合作加强

续表

时间	事项	具体内容	标志/意义
2008. 7. 10	职能管理	国务院批准中国人民银行三定方案, 新设立汇率司, 其职能包括“根据人民币国际化的进程发展人民币离岸市场”	公开官方文件首次提及人民币国际化, 正式拉开推动人民币区域化的政策帷幕
2008. 12	跨境债券、离岸中心	国务院发表《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》, 允许在内地有较多业务的香港企业或金融机构在港发行人民币债券	中国推动人民币区域化、国际化发展的步伐加快, 有助于香港发展成为人民币离岸中心
2007. 6	跨境债券、离岸中心	首只人民币债券登录香港, 此后内地多家银行先后在香港发行了总额超过2 000元人民币债券	为放开人民币债券市场发展奠定了基础, 增强人民币储备和投资功能, 加速香港人民币离岸金融中心的形成。完善了人民币国际化的金融条件
2007. 1	跨境债券、离岸中心	中央允许内地金融机构在香港发行人民币债券, 同年人民币债券在香港发行, 作为重要的投资工具受到热捧	
2006. 12. 1	储 备 国 际 化	菲律宾货币委员会开始接纳人民币为中央银行储备货币	外国银行首次将人民币列为官方储备货币

资料来源: 根据中国评论新闻网、中央政府门户网站、新华社、中国人民银行网站相关资料整理。

金融危机再度使中国参与区域货币合作步伐加快。2008年10月13日, 中国与俄罗斯两国总理会晤, 就进一步加强金融合作、扩大本币结算等多项合作事宜达成共识。2008年12月4日, 中国与俄罗斯就促进在两国贸易中使用本国货币结算事宜进一步磋商。2009年5月3日, 在印度尼西亚举行的第42届亚洲开发银行年会上, 东亚13国达成共同设立1 200亿美元储备基金的一致意见, 并分配各国出资比例, 从资金细节落实已提出多年的“清迈倡议”。有评论称: “东亚13国储备基金暗藏货币竞争。”亚洲货币基金雏形初现, 不仅有利