



金融博士论丛·第十二辑

Renminbi Guojihua
Jincheng zhong

人民币国际化进程中 的汇率变化研究

de Huilü Bianhua Yanjiu

徐奇渊 刘力臻 著

 中国金融出版社



金融博士论丛·第十二辑

人民币国际化 进程中的汇率变化研究

RENMINBI GUOJIHUA
JINCHENG ZHONG DE HUILü BIANHUA YANJIU



中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：张莉

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币国际化进程中的汇率变化研究 (Renminbi Guojihua Jincheng zhong de Huilü Bianhua Yanjiu) /徐奇渊, 刘力臻著.

—北京: 中国金融出版社, 2009. 8

(金融博士论丛·第十二辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5146 - 5

I. 人… II. ①徐…②刘… III. 人民币(元)—汇率—研究 IV. F822. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 118377 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷厂

装订 平阳装订厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 6.75

字数 152 千

版次 2009 年 8 月第 1 版

印次 2009 年 8 月第 1 次印刷

定价 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5146 - 5/F. 4706

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

摘 要

自改革开放以来，中国经济持续稳定增长，在国际分工体系中的地位日益上升。与此同时，作为一个开放程度较高的贸易大国，中国的宏观经济政策越来越受到世人的注目，连接国内外市场的价格——人民币汇率成为广泛关注的焦点。在此过程中，人民币的另一面——国际化进程也悄然起步。以 1997 年亚洲金融危机为契机，人民币在周边国家和地区开始了润物无声的国际化扩展，及至 2008 年美国金融危机迅速恶化之际，在没有做好充分准备的情况下，人民币国际化又被国际金融形势有力地推进了一把。人民币国际化于十年之后再度被世人寄予了厚望。

本书所关心的是：货币国际化的本质是什么？以何为基础？人民币国际化是否满足一般规律？如何表现出来？人民币国际化进程中的人民币汇率又将走出什么样的轨迹？所有这些，对于现时以及未来国内宏观政策、国际政策协调分别有什么启示？

本书将从国际分工体系的角度出发，阐述货币国际化从根本上取决于一国在国际分工体系中所处的地位，具体包括：相对较高的劳动生产率以及相当的经济规模总量。接着，以美元和日元的国际化历史为典型事实，对上述分别进行了论述；进而对人民币的国际化进程进行了分析，说明中国目前在国际分工体系中的相对地位，人民币国际化首先将表现为人民币的周边化。在此基础上，本书将关注的焦点转至货币国际化进程中的汇率问题，通过各种货币的历史表现，总结出货币国际化进

程中的汇率具有两方面特征，即短期汇率水平的波动性相对较小以及长期汇率水平的持续升值趋势。

基于上面的经验事实，本书以宏观经济学为理论基础，分析了货币国际化进程中汇率变化的短期和长期规律。具体的结论是：在短期内，货币国际化进程将使汇率超调程度降低，这使得实行灵活的汇率制度安排具有相对更为成熟的条件；而在长期中，由于劳动生产率提高所伴随的巴拉萨—萨缪尔森效应，使货币在国际化进程中面临长期升值趋势。

基于这样的短期和长期规律以及一般国际货币的典型事实，本书对人民币国际化进程中的汇率问题进行了研究，在以下两个方面阐述了该理论研究的政策启示：首先，货币国际化能够为一国带来可观的铸币收入，为了实现该项收入的最大化，其货币政策的最优动态路径应作何安排。其次，货币国际化进程中，原有国际货币体系将发生变革，如美元现有地位可能受到挑战，人民币的非居民需求日趋增大，同时非居民手中持有的美元资产将可能有部分被人民币取代。这些变化会使国内的宏观经济（如物价水平）面临不同的压力，则国际之间的政策也应有相应的协调。

关键词：人民币国际化 人民币汇率 汇率超调 升值

自序

近30年来，中国经济持续强劲增长，在政策因素方面，人们将其主要归因于改革和开放：改革主要针对国内经济，即推进以市场化为导向的渐进式改革；开放则主要体现为积极引进外资和出口引导战略。其中，外资的主要作用是提供生产要素，特别是我国在发展初期缺乏的资金、技术和经营理念，这使得国内的市场结构更具竞争性，供给能力由此得到了提高；同时，在本币低估的背景下，鼓励出口的政策有效利用了外部需求，使经济增长获得了强劲需求的支撑。

然而，开放政策的上述两个方面，也对我国经济结构产生了一些让人担忧的结果，例如，GDP与GNP的矛盾，内部需求受到抑制等。尽管如此，下面的事实不容置疑，即从供给和需求两方面来看，中国在国际分工体系中的地位已然举足轻重。特别是作为一个发展中的大国经济，其供给能力的增长十分突出，需求^①能力也日趋旺盛。这对全球的一般价格水平产生了重要影响：对于中国增长的供给能力，曾有国外学者认为中国输出了“通货紧缩”，尽管这种判断未免武断，但曾经发生的事情确实容易让人作出此种联想。对于中国日趋旺盛的需求能力，也有国外学者提出“中国威胁论”。确实，一个具有13亿人口的“世界工厂”，其商品、要素需求都是“巨大”的。从目前的情况来看，这个“巨大”的规模仍在以相当可观的速度持续膨胀。因此，中国目前似乎陷入了这样一种困境：

① 包括生产要素（尤其是能源）和最终消费品。

“卖什么，什么就便宜；买什么，什么就贵。”

一国范围内，商品是“贵”还是“便宜”，这是一个价格问题；而在国际经济领域中，就关系到了汇率是高估还是低估。正是由于中国的供给能力对世界经济的有力冲击，人民币的升值压力随即而来；也正是由于中国对外部需求的相当依赖，权衡轻重之后，人民币的升值过程不得不走出“一步三回头”的轨迹。

回顾历史总是让人得到启示：20 世纪 70 年代前后，德国、日本经济并起，锋芒直指纠缠于国内、国际矛盾中的美国。在国际货币体系方面，美国自第二次世界大战结束后便开始苦心经营的布雷顿森林体系，经过几番美元危机的撼动，最终分崩离析。此前，布雷顿森林体系中的普通货币，犹如中世纪虔诚的基督徒，它们都需要通过美元作为神父，才能把自己和作为上帝的黄金联系起来；而布雷顿森林体系的崩溃，正如一场新教革命，让普通的货币有机会至少在形式上摆脱了对美元的直接依赖。此时，以多年积累的经济实力为基础，德国马克和日元也开始成长为国际货币，分享着一部分原本属于美元的光辉。与此同时，由于国际收支失衡，德国马克、日元也面临着升值压力，这与人民币当前的升值压力有相似之处。更具有相似性的背景是：人民币在 20 世纪 90 年代中后期，安然地度过东南亚金融风暴之后，开始在周边国家范围内流通和使用，甚至被柬埔寨和菲律宾等国的官方公开认可——人民币国际化的漫漫征途似乎已经悄然起步了。

然而，我们却并未对人民币国际化做好充足的准备：人民币在资本项下仍然属于不可自由兑换货币，利率市场化改革还有待推进，还有金融市场监管、金融机构的自身建设、金融产品种类的丰富等，很多准备工作都尚未到位。在这样的背景之下，美国次贷危机于 2007 年爆发，并在 2008 年后期演变成一

场世界范围的金融危机，其对实体经济影响也越来越大。当时中国持有2万亿美元的外汇储备，并且绝对多数以美元资产形式持有；虽然中国政府要求美国政府保证中国持有美国国债的安全性，美国政府也立即给出了积极的回应，但是美联储印钞机的转速却越来越快——2009年3月18日，美联储宣布，将在未来6个月内购买3000亿美元长期国债，并准备再次购买8500亿美元机构债。

持有大量的美元资产，让人越来越感到不安。然而，环视全球：面临严重内部危机的欧元正在经受“是生，还是死”的考验；长期疲弱的日本经济手中仍然紧攥着的，是国际化进程中铩羽而归、日渐泛黄的日元；东亚区域货币合作，想要为成员国搭建起一个链索连船的金汤之城，但直到现在也仍然是一个遥远的憧憬。这些都为人民币国际化创造了条件，同时也逼迫着人民币国际化加速以人民币债券/人民币参与的债券（例如含有人民币权重的国际货币基金组织债券）、人民币参与的货币互换等形式推进。于是，人民币国际化又成了一个炙手可热的话题。

对于人民币国际化现状，我们可以从三个方面进行了解：空间分布——流到了何处？流出途径——如何流出？境外流通数量——流出了多少？首先，空间方面，目前，人民币境外流通主要集中于陆上边境国家，包括西南边境的越南、老挝、缅甸、尼泊尔；西部边境的巴基斯坦、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦以及东北边境的俄罗斯、蒙古、朝鲜等国。此外，在没有直接陆上接壤的东南亚国家也不同程度地存在人民币流通。其次，流出途径可分为：传统流出方式，如边境贸易流出，人员往来携带（包括旅游支付、探亲访友、留学等），以人民币为手段的对外投资等；而以人民币信用卡等现代信用工具为载体的流出，则是新兴的流出方式，这种新的技术途径推动了境外

人民币消费市场的形成和扩展；此外，还有非法流出渠道，以毒品走私、境外赌博、洗钱等形式在局部地区颇为盛行。2004年12月上旬，在北京、澳门由北京大学中国公益彩票事业研究所与澳门旅游博彩技术培训中心等联合举办的我国首个公开探讨博彩业的国际学术研讨会上，专家显示的数字为中国每年的赌资外流人民币6 000亿元，而被疑为以洗钱为目的外汇交易也在2 000亿美元的规模。最后，关于人民币境外流、存数量，各方有多种估计结果。例如，2004年3月，国家外汇管理局宣称，境外流通的人民币估计超过300亿元。其他估计结果也与之大致相符。2004年2月，香港地区的银行开办了人民币个人业务，业务范围包括存款、汇兑、信用卡等，至此香港地区的人民币流通被纳入到银行体系。此后，随着人民币兑换美元的单边升值预期，香港人民币存款呈不断上升的势头，至2009年3月末，香港人民币存款规模达到531亿元。可以预见的是，随着资本项目的放开以及人民币国际化的推进，人民币在香港及其他境外地区的流通数量会日益上升。

从上面可以看到，经济基本因素方面：中国与20世纪70年代的德国、日本有相似之处：劳动生产率有相对较快的提高，经济总量相当可观，国际收支失衡位置中处于顺差地位等；从本国货币所面临的挑战来看，相似之处也有：汇率制度由固定走向浮动，汇率水平由低估开始升值，货币版图开始越出境外，本币在更大的空间和更多的渠道发挥作用。当然，存在不同之处则是更为需要关注的：中国的经济发展水平相对较低，国内金融体系仍亟待完善，国内经济结构问题突出。这些不同之处，也是更为棘手的现实问题，同时在理论研究方面也提出了更多挑战，需要我们在借鉴国际经验的基础上，以更多的智慧和更广阔的视野来应对人民币所面临的复杂选择。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究现状	1
第二节 基本思路及主要内容	7
第三节 创新之处	11
第四节 主要观点	13
第二章 货币国际化	17
第一节 货币国际化：空间和职能的视角	18
第二节 货币国际化：国际分工体系的视角	24
第三节 美元和日元的典型事实： 国际分工体系的视角	33
第四节 人民币国际化进程的总体考察	50
第五节 人民币国际化进程的个案考察： 香港人民币存量估计	58
第三章 货币国际化进程中的汇率变化	77
第一节 货币国际化进程中的汇率变化： 长期升值趋势	77
第二节 货币国际化进程中的汇率变化： 短期的波动性	82
第三节 人民币国际化进程中的汇率变化分析	84

第四章 货币国际化与汇率超调：短期汇率波动研究	91
第一节 基本分析框架	93
第二节 均衡条件及弹性价格情形的稳态解	96
第三节 名义价格黏性的情形	100
第四节 事实证据、结论和反思	106
第五节 人民币汇率的短期波动和汇率制度的选择	112
第五章 货币国际化与升值趋势：长期汇率趋势研究	114
第一节 巴拉萨—萨缪尔森效应： 相对购买力平价的修正	115
第二节 人民币汇率长期升值趋势考察	119
第六章 人民币的汇率和货币政策	130
第一节 货币国际化进程中的本国货币政策	130
第二节 货币国际化进程中的国际政策协调	144
结论	158
附录	161
参考文献	181
后记	195

第一章

绪 论

第一节 研究现状

一、人民币国际化的已有研究及其启示

对于人民币国际化，国内外学者的研究主要关注于以下几个方面：

其一是关于人民币跨境流通的现状研究：何建雄等（2000）在西南边境进行了考察；李婧、管涛和何帆（2004）对人民币跨境流通途径和净流出规模进行了分析；张丽娟、孙春广（2002）通过实地调查，对人民币在香港的流量也作了估计；此外，巴曙松（2004）、易宪容（2003）、蒋万进等（2004）对香港的人民币存量也有不同估计。这些探索性研究，对于了解人民币跨境流通状况提供了重要参考。但是由于统计

手段较为粗放^①，缺乏专项统计，并且人民币跨境流通多为民间或地下行为，踪迹隐秘。因此，以上的估计是粗略和静态的，估计结果的可靠和精确程度受到了限制。

其二是关于人民币国际化对中国经济的影响分析：主要以收益和成本为线索展开。铸币收入是人民币货币版图扩大所直接带来的政策红利。同时，人民币的国际化将减少国际交易中的汇兑风险和交易成本，有利于对外贸易和投资（姜波克，1999）。同时，该过程也会对国内金融市场造成冲击，并对宏观经济政策的有效性产生干扰（巴曙松，2004）。

其三是推进人民币国际化的步骤和路径：在 20 世纪末期，人民币国际化初现端倪之际，人民币的国际化呈现如下特点：人民币在资本项下仍然是不可自由兑换的，因此人民币主要通过边境贸易和人员往来在周边国家和地区实现跨境流通，人民币主要承担周边区域部分市场的交易媒介功能，整个人民币国际化还处于非常初步的阶段。所以，基于此背景，姜波克（1999）提出了系统的推进举措：加强对周边国家和地区的直接投资和贸易，向周边国家提供中短期人民币出口信贷，建立起一个发达的与世界有密切联系的金融市场等。周林、温小郑（2001）、钟伟（2002）则强调通过人民币的资本项目开放来推动人民币国际化。但是，由于国内金融市场条件尚未成熟，当时人民币的资本项目开放仍未进入到具体的日程安排，因此，就平稳推进人民币国际化的进程而言，巴曙松（2004）仍主张走边境贸易之路。与此同时，研究者也对人民币国际化的

^① 例如“自动翻车”现象。在边境贸易中，以人民币结算的原始数据如果有可能幸存下来，将被输入到有关部门的计算机中进行存档。但据了解，在某些统计部门的数据处理中，存在部分甚至全面使用“自动翻车”的现象，即无论输入计价单位是何种货币，计算机会自动将其转换为美元进行存档。这导致了边贸中以人民币结算的相关数据难以获得。

未来进行了设想,其中具有代表性的是:李婧(2006)按照货币职能递进的顺序,对人民币国际化作出了四阶段设想,边贸和旅游消费中的流通手段阶段,亚洲的存贷资产阶段,投资资产阶段以及储备资产阶段。

近些年来,国际货币体系发生了一系列新变化:人民币对美元的升值压力在2005年7月21日汇改之后被渐进释放,2007年美国次贷危机爆发以及美元作为世界货币的地位受到质疑等。以上这些因素促使人民币国际化进程在一些方面出现了新的进展,例如,柬埔寨、菲律宾等国开始将人民币资产纳入到外汇储备体系。2008年末,中韩还签订了人民币/韩圆双边货币互换协议,这一举措更是突破了以美元为主角的国际货币互换传统。此后,中国进一步与马来西亚、白俄罗斯等国家签署了总额达6500亿元人民币的互换协议。与此同时,人民币贸易结算试点安排,也即将在香港和珠江三角洲启动。

在推进人民币国际化方面,巴曙松(2008)强调应加强国内监管以及国际协作。之后,在美国金融危机深化发展、中国外储资产安全性受到威胁的情况下,余永定(2008)力推熊猫债券(即人民币债券),因为此举不但能顺势推进人民币国际化进程,还可以消除中国购买美元资产所带来的各种风险。张明(2008)也认为:人民币债券的发行,将使人民币作为一种国际货币的地位显著增强,这有助于中国在不显著放开资本项目管制的前提下推进人民币的国际化。

此外,还有一些研究从国际货币体系的整体角度审视了人民币国际化进程的推进战略。Lawrence(2003)认为人民币在亚洲发挥作用的程度取决于人民币与美元和日元的力量对比。而李晓、李俊久、丁一兵(2004)的分析,考察了国际货币体系和东亚货币合作的背景,并提出:要正确处理人民币与主要国际货币的关系,深化国内金融体制改革,通过市场自发演进

和政府协调相结合的机制，使人民币首先在小范围内进行次区域的货币整合，进而在更大的范围内实现“人民币亚洲化”。

在人民币国际化和亚洲货币合作的关系方面，张宇燕（2008）在考察回顾货币性质，分析国际货币成本和收益的基础上，提出了人民币应通过亚洲货币合作机制来推行区域国际化发展。李稻葵、刘霖林（2008）则担忧此举可能容易导致人民币在区域层面受制于日元，从而不利于人民币国际化长期进程；他们进一步提出了以双轨制渐进推进人民币国际化进程。其双轨制含义是指在境内逐步改善金融机构和金融市场的运作效率，逐步实现人民币资本项目可兑换；在境外充分运用香港国际金融地位的优势，尽快扩大人民币债券市场的规模，使之达到与欧元和美元证券市场相抗衡的格局，最终推进人民币国际化进程。

与以往研究的出发点有所不同，本文首先立足于分析货币国际化背后的一般性机制及其具体表现，在此基础上着手分析人民币国际化及其进程中的汇率问题。具体的，这些一般性机制包括：货币国际化的经济基础是什么？为何有的货币能够成为国际货币？不同货币的国际化之路为何有所不同？日元何以走出奇异的国际化之路？货币国际化与该货币的汇率问题有何必然联系：货币国际化在短期对汇率的波动性质有何影响，在长期对汇率的走势又有怎样的作用？基于对这些问题的回答，人民币又将何去何从？

二、人民币汇率问题的已有研究及其启示

作为一个高速发展中的经济大国，近年来中国的汇率问题受到了国内外各界的普遍关注。对于人民币汇率问题的研究，主要有以下几个角度：

首先，是对汇率制度改革取向的研究。大部分研究都支持

中间汇率制度，即有管理的浮动，如易纲（2000）批驳两极论的分析；贺力平（2000），余永定、何帆和李婧（2001）从货币政策有效性角度的考察；余永定（1999）、胡祖六（2000）从国际收支和资本开放角度的论证；刘力臻和谢朝阳（2003）从东亚货币合作视角出发的分析；许崇正（2004）以分析钉住制弊端为基础的说明；等等。这些研究从不同角度支持了将管理浮动的汇率制度作为改革目标。事实上，自2005年7月21日汇率制度改革^①以来，尤其是2007年中期以来，人民币汇率的灵活性日益加强，管理浮动的汇率制度也得到了政策制定者的认可。

借鉴外国汇率制度改革的经验，众多学者也展开了比较研究，如武良成（2002）、徐向梅（2004）借鉴东欧和俄罗斯等转轨国家的经验；管涛（1999）、孙兆斌（2002）、李富有和李敏（2003）、江时学（2004）分别以东南亚国家、拉美国家、新兴市场经济体等发展中国家作为比较对象；朱耀春（2003）还采用185个国家和地区的数据，对八类汇率制度进行了借鉴性的分析。特别是丁一兵（2005）的一般性分析还发现，发展中国家的合意汇率制度是一个浮动—固定—浮动的内生转化过程，并指出这是发展中国家陷入汇率制度选择困境的原因；而区域货币合作为这一困境的解决提供了有效途径。

需要指出的是，在2005年7月21日人民币汇率形成机制改革之后，关于汇率制度改革的争论暂时告一段落。研究者的注意力转向于汇率变化（尤其是升值）对我国经济各方面的影响。但是，上述工作仍然为人民币汇率制度的改革取向提供了启示。然而，人民币国际化这一重要背景，对人民币汇率制度

^① 自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再钉住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。

的改革取向将产生何种影响？目前仍然缺乏这方面的研究。

其次，研究者更为关心的是人民币均衡汇率问题。自 20 世纪 90 年代初开始，一些学者从购买力平价和换汇成本角度进行了研究，如陈彪如（1992）、易纲和范敏（1997）、俞乔（1998）和许少强（1995）。20 世纪 90 年代末开始，研究内容又以两条主线展开，一方面是以现代均衡汇率理论为基础的研究，其分析工具是时间序列方法，如张晓朴（1999）、林伯强（2002）、张斌（2003）、施建淮和余海丰（2005）运用 BEER 的研究；马纲（2000）、卜永祥和秦宛顺（2002）、秦宛顺等（2004）、窦祥胜和杨炘（2005）运用 ERER 的分析。另一方面，有的研究使用购买力平价修正形式对人民币汇率均衡水平进行分析，其主要通过截面数据进行考察，如 Chang 和 Shao（2004）、Frankle（2004）、Chang（2006）等。该阶段的研究主要限于均衡汇率理论在中国的应用，在方法论上缺乏对中国特殊情况的考察，而近些年的研究在此方面则有所突破：姜波克（2006）强调了经济增长目标是人民币汇率水平的均衡内涵之一；卢锋（2006）则基于巴拉萨—萨缪尔森假说更多地考虑了传统模型中所未涵盖的中国特有情形（如体制转型、劳动成本的倒“V”形走势等），对人民币均衡汇率进行了研究。

最后，针对近年来人民币汇率面临的升值压力及其长期升值趋势，研究者也对人民币升值可能带来的影响进行了研究，例如：马丹和许少强（2005）、曹永福（2005）就人民币汇率对我国贸易收支的总体影响进行了分析；谢建国（2005）、杨全发和涂雄悦（2005）等就人民币汇率对外商直接投资的影响进行了分析。而张斌和何帆（2006）则从汇率升值的反面——货币不升值的角度，就人民币汇率僵化带来的影响进行了分析，说明汇率偏离均衡水平作为一种价格扭曲对资源配置造成了不良后果。林毅夫（2007）认为：巴拉萨—萨缪尔森效应在