

卜 亚 著

货币替代 与反向货币替代

HUOBI TIDAI YU FANXIANG HUOBI TIDAI

人民币国际化进程中的考验与政策选择



苏州大学出版社
Soochow University Press

014032668

F822
36

货币替代与反向货币替代

——人民币国际化进程中的考验与政策选择

Currency Substitution and Anti-currency Substitution

——Test and Policy Suggestions during the
Course of RMB Internationalization

卜 亚 著



苏州大学出版社



北航

C1720998

F 822
36

图书在版编目(CIP)数据

货币替代与反向货币替代:人民币国际化进程中的
考验与政策选择/卜亚著. —苏州:苏州大学出版社,
2014.1

ISBN 978-7-5672-0783-7

I. ①货… II. ①卜… 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(2014)第 009814 号

货币替代与反向货币替代

卜 亚 著

责任编辑 薛华强

苏州大学出版社出版发行

(地址:苏州市十梓街1号 邮编:215006)

扬中市印刷有限公司印装

(地址:江苏省扬中市科技园区东进大道6号 邮编:212212)

开本 700 mm×1 000 mm 1/16 印张 11.5 字数 210 千

2014 年 1 月第 1 版 2014 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5672-0783-7 定价:30.00 元

苏州大学版图书若有印装错误,本社负责调换

苏州大学出版社营销部 电话:0512-65225020

苏州大学出版社网址 <http://www.sudapress.com>

前 言

2008年金融危机爆发后,人民币国际化问题开始受到国内外的高度关注,中国开始从国家战略的角度思考人民币国际化的问题,并采取了一系列的积极行动来加快推进人民币国际化。从贸易项下的试点到资本项下的试点再到香港离岸金融中心的建设,人民币国际化稳步推进。然而,人民币国际化不仅仅是单纯的货币兑换和流通条件的改变,而且是一项涉及经济金融各个领域的综合性改革。在推进人民币国际化的进程中,任何一个环节的不匹配都有可能引致巨大的经济金融风险,如资本大规模流动风险、货币政策调控难度加大风险等,特别是人民币国际化进程中潜在的货币替代与反向货币替代风险,更易导致人民币国际化进程的逆转,必须加以重点关注并积极进行风险的防范和控制。

货币替代是开放经济下所特有的一种货币性扰动,表现为一国在一段时期内持续发生的外币对本币的替代。一定的货币替代的存在有其合理性,它是经济主体的理性选择,反映了居民货币的多样化需求。而过高的货币替代则会对一国经济金融形势造成严重影响,它会对汇率水平有重要影响,带来汇率的“放大效应”;它会扰乱正常的金融秩序,削弱该国货币当局对金融体系的控制权,妨碍货币政策的独立性;它会影响该国政府的财政融资能力,对一国的铸币税和通货膨胀税都有很大影响;此外,它还会对一国国际收支带来重要影响。

作为货币替代的对立面,反向货币替代同样也是开放经济下的一种货币性扰动,它表现为一国在一段时期内持续发生的本币对外币的替代。对于中国来说,不管是与发生“美元化”现象的拉美国家、经济转型国家还是与发达国家相比,除了上世纪90年代初个别年份外,我国的货币替代程度都处在非常低的水平。特别是从2001年起,我国的货币替代更是呈逐步走弱趋势,货币替代的程度越来越低,从2001年的6.71%下降到2010年的1.90%。这种现象说明我国目前所面临的不是国内外学者讨论较多的本币被外币替代的货币替代问题,而是与这一现象相反的,人民币正在逐步替代外币美元的反向货币替代问题。

我国反向货币替代现象的出现意味着人民币货币竞争力的增强,它是中国

综合国力和人民币国际地位提高的综合体现。反向货币替代在我国具体表现为企业和家庭的外币存款及其占比的不断下降、外汇占款的急剧上升、银行代客结售汇的持续顺差以及人民币周边化规模的不断扩大等。我国目前的反向货币替代现象,一方面说明人民币汇率的稳中有升以及中国经济的高速增长使得中国目前不存在货币替代所形成的外部冲击,这种现象对中国经济的影响有其有利的一面;同时,也有对中国目前的汇率制度和汇率水平带来冲击、妨碍货币政策的独立性并影响货币政策对宏观经济的效用等不利的一面。

货币替代和反向货币替代问题二者本身都是开放经济下所特有的一种货币性扰动,这两种形式的替代在开放经济中都有可能出现,二者交互作用于经济系统会产生更为复杂和不易调控的经济效应。因此,在我国推进人民币国际化的进程中,做到既防范货币替代风险,又防范反向货币替代风险,就具有重要的理论和现实意义。

“免行动区间”理论指出,货币替代与反向货币替代都有各自的收益与成本,要想遏制货币替代或反向货币替代程度的进一步加剧,使其控制在一个合理的可接受的区间内,最重要的是促使它们各自的收益不足以弥补它们相对应的成本,从而令微观经济主体丧失进行大规模货币替代或反向货币替代的动机。基于这一“免行动区间”理论,本书提出了在人民币国际化进程中防范货币替代与反向货币替代风险的政策建议,即保持宏观经济平稳较快发展、渐进地推进资本账户开放、逐渐实行灵活的汇率制度、稳步推进人民币利率市场化改革、保持本国物价水平的相对稳定以及完善跨境资金流动监测体系等,并强调要注意各政策之间的协调和配合,以实现防范风险的政策目标。

卜 亚

2013年12月18日

Preface

After the financial crisis, people pay more attention to the issue of RMB internationalization, and China begins to think the issue of RMB internationalization from the national strategic perspective, and also takes a series of positive actions to accelerate the process of RMB internationalization. From the pilot of Trade Account to the pilot of Capital Account, again to the construction of Hongkong offshore financial center, RMB internationalization steadily progress. However, RMB internationalization is not merely a course of currency exchange and the change of flow conditions, but a comprehensive reform of economic and financial fields. During the course of RMB internationalization, it will lead to huge economic and financial risks if any link does not match, such as risk of capital flow, risk of independence of monetary policy, especially, the risks of currency substitution and anti-currency substitution, it will lead to the reversal of the process of RMB internationalization easily, so we must pay more attention to it and take actions to prevent it.

Currency substitution is a monetary disturbance of open economy; it is a substitute phenomenon of foreign currency to domestic currency over a period of time. The modest currency substitution has its rationality, and it is a rational choice of the economic subject, reflects the diverse currency needs; but high currency substitution will have a serious impact on a country's economic and financial situation. It has an important influence on the exchange rate, will bring amplification effect of exchange rate; it will disrupt the normal financial order, and undermine the financial system control of monetary authorities, and interfere with the independence of monetary policy; it will affect the financing capacity of the government, and have a great impact on a country's currency tax and inflation tax; it will also affect a country's balance

of payment.

As the opposite side of currency substitution, anti-currency substitution is also a monetary disturbance of open economy, and it is a substitute phenomenon of domestic currency to foreign currency over a period of time. No matter compared with Latin American countries with dollarization phenomenon, countries with economies in transition, but compared with developed countries, degree of currency substitution in China is in the lower level, especially since 2001, it was a gradual weakening trend, getting lower and lower, which shows China is facing is not the phenomenon of currency substitution, but the opposite phenomenon, namely, anti-currency substitution that RMB is replacing the dollar.

The emergence of the phenomenon of anti-currency substitution in China signifies the enhancement of RMB currency competitiveness; it is a comprehensive reflection of China's comprehensive national strength and RMB international status improvement. Specific performance of anti-currency substitution in China is the decline of foreign currency deposits of companies and family, the sharp rise of position for forex purchase of central bank, the Sustained surplus of buying and selling foreign exchange for the customer, the unceasing expansion of the scale of surrounding of RMB. China's current anti-currency substitution, on the one hand, indicates the stability of the RMB exchange rate, and China's rapid economic growth makes China no the possibility of currency substitution, and this phenomenon is good for China. On the other hand, it also has some negative effects on China, for example, it will lead to some impacts on China's current exchange rate regime, impede the independence of monetary policy and affect the effectiveness of monetary policy.

Currency substitution and anti-currency substitution are all monetary disturbance of open economy. They are all likely to emerge in the open economy, and the interaction of the two on the economic system will bring more complex economic effect and not easy to control.

"Inaction band" theory suggests that currency substitution and anti-currency substitution all have benefits and costs of their own, if we want to curb the ascertainment of degree of currency substitution and anti-currency substitution, and make them in a reasonable and acceptable range. It is most

important that we should make their own income not enough to compensate for their relative cost, therefore, the microscopic economic subject will lose the motives of large-scale currency substitution and anti-currency substitution.

Based on “inaction band” theory, the book puts forward policy suggestions to prevent the risk of currency substitution or anti-currency substitution during the course of RMB internationalization. Such as the stability and rapid development of macro economy, gradual advance of capital account liberalization, flexibility of exchange rate regime, reform of the RMB interest rate, stability of price level and the establishment of cross-border capital flow monitoring system, etc., keeping in mind the coordination and cooperation of policy suggestions in order to prevent according risks.

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题背景和意义	1
一、选题背景	1
二、选题意义	3
第二节 相关文献综述	3
一、国外文献综述	3
二、国内文献综述	6
三、对现有文献的简要述评	10
第三节 研究思路、内容和方法	11
一、研究思路	11
二、研究内容	11
三、研究方法	14
第四节 可能的创新和不足之处	15
一、可能的创新	15
二、不足之处	16
第二章 相关概念界定	17
第一节 货币替代	17
一、货币替代的定义	17
二、货币替代的衡量	19
三、货币替代的分类	19
第二节 反向货币替代	21
一、反向货币替代的定义	22
二、反向货币替代的衡量	23
三、反向货币替代的分类	24

第三节 货币竞争	25
一、货币竞争的定义	25
二、货币竞争的影响因素	26
三、货币竞争的结局——货币替代或反向货币替代	28
本章小结	32
第三章 货币替代机制 I——主流理论	33
第一节 货币服务的生产函数理论	33
一、主要内容	33
二、实证检验	34
三、理论评价	35
第二节 货币需求的边际效用理论	35
一、主要内容	35
二、实证检验	37
三、理论评价	37
第三节 货币需求的资产组合理论	38
一、主要内容	38
二、实证检验	39
三、理论评价	40
第四节 货币的预防性需求理论	40
一、主要内容	40
二、理论评价	42
第五节 货币替代的“免行动区间”理论	42
一、前提条件	43
二、主要内容	43
三、政策含义	45
本章小结	46
第四章 货币替代机制 II——经济影响	47
第一节 货币替代对汇率的影响	47
一、静态角度的汇率效应	47
二、动态角度的汇率效应	49
第二节 货币替代对货币政策的影响	50
一、理论综述	50

二、Marc A. Mile 的货币跨国流动模型	51
第三节 货币替代对铸币税和通货膨胀税的影响	53
一、铸币税与通货膨胀税的理论模型	54
二、货币替代对铸币税和通货膨胀税的影响	56
第四节 货币替代对国际收支的影响	57
一、理论综述	57
二、货币替代对经常项目的影响	58
三、货币替代对资本项目的影响	60
本章小结	61
第五章 货币替代现象的国际比较及中国的测量	62
第一节 拉美国家的“美元化”问题	62
一、拉美国家的“美元化”现象	62
二、拉美国家“美元化”现象的特征	63
三、拉美国家“美元化”现象的成因	65
第二节 经济转型国家的货币替代问题	67
一、经济转型国家的货币替代现象	67
二、经济转型国家货币替代现象的特征	68
第三节 发达国家的货币替代问题	69
一、发达国家的货币替代现象	69
二、发达国家货币替代程度较高的原因	70
第四节 我国的货币替代问题	71
一、我国的货币替代程度	71
二、我国货币替代的特点	74
本章小结	77
第六章 我国反向货币替代的具体考察及其实证	79
第一节 我国反向货币替代的具体表现	79
一、企业和家庭的外币存款	79
二、央行的外汇占款	81
三、银行代客结售汇	82
四、人民币周边化	83
第二节 我国反向货币替代的影响因素及其实证	84
一、我国反向货币替代的影响因素	84

4 货币替代与反向货币替代

二、我国反向货币替代的模型设定	87
三、我国反向货币替代的实证研究	88
第三节 反向货币替代的经济效应	96
一、对汇率制度和汇率水平的影响	96
二、对货币政策的影响	98
三、对居民财富结构和财富水平的影响	100
四、对国际收支的影响	101
五、对人民币国际化进程的影响	102
本章小结	104
第七章 人民币国际化的发展现状、收益和风险	106
第一节 人民币国际化理论综述	106
一、货币国际化的内涵	106
二、人民币国际化理论综述	108
第二节 人民币国际化的发展现状	113
一、人民币跨境贸易结算与投资的政策框架基本建立	113
二、人民币跨境贸易结算与投资规模持续增长	116
三、人民币双边货币互换规模不断扩大	117
四、香港地区人民币离岸市场快速发展	118
五、人民币汇率制度改革不断向前推进	121
第三节 人民币国际化的收益	122
一、提升中国的国际地位	122
二、获取国际铸币税收入	123
三、防范和降低汇率风险	125
四、缓解高额外汇储备的压力	125
第四节 人民币国际化的风险	127
一、资本大规模流动风险	127
二、货币替代与反向货币替代风险	130
本章小结	134
第八章 人民币国际化进程中防范货币替代与反向货币替代风险的 政策建议	135
第一节 保持宏观经济平稳较快发展	136
一、当前我国经济增长的总体表现	136

二、保持宏观经济平稳较快发展	138
第二节 渐进地推进资本账户开放	138
一、货币国际化与资本账户开放	138
二、当前我国资本账户开放的现状	139
三、资本账户开放与货币替代和反向货币替代	140
第三节 逐渐实行灵活的汇率制度	142
一、人民币汇率制度改革的发展演变	143
二、汇率制度与货币替代和反向货币替代	146
第四节 稳步推进人民币利率市场化改革	147
一、我国利率制度改革的发展演变	148
二、继续稳步推进利率市场化改革	149
第五节 保持物价水平的相对稳定	150
一、近年来我国物价的走势分析	150
二、物价水平与货币替代和反向货币替代	151
第六节 完善跨境资金流动监测体系	153
一、当前我国跨境资金流动概况	153
二、进一步完善跨境资金流动监测体系	155
本章小结	156
结 论	158
参考文献	160

第一章

导 论

第一节 选题背景和意义

一、选题背景

货币国际化是指一国货币的使用超越国界,在发行国境外可以同时被本国居民或非本国居民使用和持有。货币国际化将为一国带来经济、政治以及社会等多方面的收益,但不可避免的是货币国际化也将为该国带来一定的风险。自1997年亚洲金融危机以来,中国开始启动人民币国际化进程,然而在过去10多年的时间里,人民币国际化并没有取得实质性的进展,这部分缘于人民币国际化和人民币可自由兑换密切相关,在没有人认为中国应该并且在可预见的未来全面开放资本项目的情况下,人民币国际化的议题在政策讨论和学术探讨中得不到重视是十分自然的^①。

由美国次贷危机引发的全球金融危机充分暴露了现行以美元为垄断地位的国际货币体系的弊端,无约束的美元本位制成为危机发生的根源,美国利用美元的国际货币地位,几乎不受限制地向全世界举债,由此直接造成了全球范围内的流动性过剩,全球货币供应量无限放大,虚拟经济过度脱离实体经济,最终导致了资产泡沫的破裂和危机的发生。国际货币体系的改革已是大势所趋,美元的霸权地位受到削弱,欧元、日元面临维持其地位的巨大压力,其他货币目前都难以担当国际货币体系的中心货币,这就为人民币的国际化提供了广阔的空间。可以认为,正是出于对金融危机的反思,才坚定了中国推进人民币国际化的信心和加快人民币国际化的决心。如果人民币国际化,不仅可以为在中国未来国际货币体系改革中获得更多的话语权,而且还将有利于中国保持经济政策的独立性和

^① 高海红,余永定.人民币国际化的含义与条件[J].国际经济评论,2010(1):46-64.

国内经济的稳定,同时也有利于从根本上解决外汇储备的安全问题^①。

因此,本次全球金融危机爆发后,人民币国际化问题开始受到国内外的高度关注,中国开始从国家战略的角度思考人民币国际化的问题,并采取了一系列的积极行动来加快推进人民币国际化。从贸易项下的试点到资本项下的试点,到我国同其他国家或地区货币互换协议的签署,再到香港离岸金融中心的建设,人民币国际化稳步推进。

在贸易结算试点方面。2009年7月,经国务院批准,人民银行会同有关部委发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》,在上海和广东省4个城市开展跨境贸易人民币结算试点。2010年6月,人民银行会同有关部委发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》,将试点地区扩大至20个省(自治区、直辖市),试点业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算。此后,跨境贸易人民币结算业务有序推进,企业和银行使用人民币进行跨境结算的需求不断增长。2011年4月,中国人民银行提出,将继续扩大跨境贸易人民币结算试点,力争将试点扩大至全国范围。2011年8月,人民银行等部门联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》,进一步扩大了跨境贸易人民币结算的地区,至此,跨境贸易人民币结算内地范围扩大至全国。

在资本项下的试点方面。2009年11月,人民银行批复国开行、进出口银行、工商银行、中国银行和招商银行开展境外项目融资。2011年1月,人民银行发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》(人民币ODI),允许境内机构以人民币进行境外直接投资,允许银行为境内机构在境外投资的项目和企业发放人民币贷款,进一步提高了人民币在对外贸易和投资中的使用。2011年6月,人民银行发布《关于明确跨境人民币业务相关问题的通知》,进行人民币FDI业务试点,意味着境外人民币回流内地有章可循。2011年10月,中国人民银行发布《外商直接投资人民币结算业务管理办法》,允许境外投资者以人民币到境内开展直接投资,允许外商投资企业向境外举借人民币债务。同月,为进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用,规范银行和境外投资者办理外商直接投资人民币结算业务,中国人民银行制定了《外商直接投资人民币结算业务管理办法》。

为了配合人民币跨境贸易结算试点,进一步拓宽人民币回流渠道,2010年8月,人民银行发布《关于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试点有关事宜的通知》,允许境外中央银行或货币当局、港澳人民币清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行以人民币资金投资中国银行间债券市场。2011年12月,人民银行等部委联合发布《基金管理公司、证券公司人民币

^① 王元龙. 关于人民币国际化的若干问题研究[J]. 财贸经济, 2009(7): 16-22.

合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，允许符合一定资格条件的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司作为试点机构，运用其在港募集的人民币资金在经批准的人民币投资额度内开展境内证券投资业务。

至此，人民币已经逐步具备了在国际市场上结算货币、融资货币和投资货币的功能。同时，为配合人民币国际化，自 2008 年年底到 2012 年年底，我国已与韩国、马来西亚、新加坡、阿根廷、香港等世界 19 个国家或地区的央行或货币当局签署了金额超过 1.9 万亿元的双边货币互换协议。此外，2010 年 7 月，人民银行与香港金融管理局签订了就人民币结算安排加强合作的补充备忘录。与此同时，人民银行还与香港人民币业务清算行——中银香港签署了新修订的《香港人民币业务的清算协议》，取消了在港人民币流通限制，放开了金融机构在港开设人民币账户、提供人民币服务，联合推动了香港作为人民币离岸市场的发展，人民币在国际化道路上迈出了重要一步。

二、选题意义

以上这些事件均为中国加快推进人民币国际化的重要举措，同时也体现了其渐进性的原则。然而，人民币国际化不仅仅是单纯的货币兑换和流通条件的改变，而且是一项涉及经济金融各个领域的综合性改革，在推进人民币国际化的进程中，任何一个环节的不匹配都有可能引致巨大的经济金融风险，如资本大规模流动风险、货币政策调控难度加大的风险等，特别是人民币国际化进程中潜在的大规模的货币替代、反向货币替代风险，更易导致人民币国际化进程的逆转，须加以重点关注并积极进行风险的防范和控制。^① 研究中国的货币替代与反向货币替代问题，以及在人民币国际化进程中对于这些风险的防范，对于减少人民币国际化进程中的各种风险，最大化人民币国际化的利益，从而实现提升国家整体竞争力和国际地位的目标，都具有非常重要的理论与现实意义。

第二节 相关文献综述

一、国外文献综述

货币替代是开放经济中所特有的一种货币性扰动，国外对货币替代理论的研究始于 20 世纪 60 年代末、70 年代初。1969 年 3 月，Chetty. V 在《美国经济评论》中首次提出“货币替代”这一概念。进入 70 年代以后，随着布雷顿森林体

^① 例如，正是基于货币国际化风险的考虑，在 20 世纪 80 年代，日本、韩国等国甚至采取了限制本币国际化的措施。

系的瓦解,固定汇率制度被浮动汇率制度所代替,世界经济一体化的趋势不断加强,货币替代作为国际经济领域的一个新问题逐渐地凸显出来,关于货币替代的理论研究也从此展开。

(一) 货币替代的形成机制

货币替代的形成机制主要有以下四种:一是 Marc A. Miles(1978)提出的货币服务的生产函数理论,该理论认为个人持有并调整本外币余额的目的是使货币性服务最大化,它强调了货币的综合性功能。二是 Micheal D. Bordo(1982)等人提出的货币需求的边际效用理论,该理论注重货币的交易性功能,认为人们持有货币余额能够便利交易,这种便利性就是特定的消费者效用,在一定的财富约束条件下,求消费者效用函数的最大化值,就得到了货币需求的函数形式,并由此解释货币替代的形成机制。三是 David T. King(1978)等人提出的货币需求的资产组合理论,该理论偏重于货币的价值贮藏功能,将货币作为投资者所持有的一种资产形式,根据每种资产的收益均值和风险方差来确定最佳的本外币持有比例,从而解释了货币替代的形成机制。四是加拿大学者 Stephen S Poloz(1986)等人提出的货币的预防性需求理论,该理论强调持币者面对着交易成本和支出的不确定性时,力图在除去资产转换的流动性成本之后,获得最大限度的资产组合的预期收益,它侧重于持币的谨慎需求动机。

(二) 货币替代的经济影响

1. 对汇率的影响

在众多有关货币替代的经济影响的文献中,对于汇率效应的研究最多,也最深入。Don Roper 和 Lance Girton(1981)建立了包含货币替代因素的汇率决定模型,发现货币替代程度变动对本国汇率水平有重要影响。Manfred Gartner(1993)研究了货币替代条件下本国货币供给量的变化与汇率变动之间的关系,并提出了汇率的“放大效应”。Russell S. Boyer 和 Geoffery H. Kingston(1987)讨论了货币替代前提下汇率波动的幅度及其行走轨迹,他们认为,一国货币供给量发生变化所导致的汇率波动是非系统性的,即当人们预期到货币量发生变化时的汇率波动幅度与此后的汇率波动幅度并不一致。Rogers(1990)认为,货币替代条件下,即使浮动汇率制度也难以避免国外通货膨胀的冲击。H. Mehmet(2009)用从 2001 年 4 月到 2006 年 12 月的月度数据,采用 E-GARCH 方法,研究了土耳其货币替代和汇率之间的关系,发现和理论所预期的一样,随着货币替代程度的降低,汇率的波动性也下降了。

2. 对货币政策的影响

Marc A. Mile(1978)认为货币替代条件下,即便是完全的浮动汇率制度,本国货币政策的独立性也会遭到削弱。Mckinnon(1982)在货币替代的框架内,