

摘要:文章依托货币替代和最优货币区域等货币国际化的基本理论,对人民币国际化现状进行了梳理,并基于日元国际化样本对影响货币国际化的因素进行了实证分析,最终提出了推进人民币国际化的总体策略。

关键词:人民币国际化;策略研究;实证分析

一、货币国际化的理论综述

(一)货币国际化理论

1、货币替代理论。美国经济学家 V.K.Chetty (1969)首次提出了货币替代理论,在开放经济与货币可兑换的条件下,出于恶性通货膨胀等原因,民众选择增加持有信用较高的货币而放弃信用较低的货币,即为货币替代。货币替代的动机来自货币需求,凯恩斯提出的货币需求理论将其归因于交易动机、预防动机和投机动机。以国际贸易结算等形式产生的货币替代是基于交易动机和预防动机的货币需求,主要受国民收入总量、经常项目往来状况的影响;实现资产最大化组合而产生的货币替代主要基于投机动机,主要受到各国利率、汇率、通货膨胀等因素影响。

2、最优货币区理论。最优货币区理论(Optimal Currency Areas,OCA)由美国经济学家 Mundell,Robert A (1961)提出,同期的美国经济学家 Mckinon,R (1963)也对理论有深入的阐述,随后众多学者在此基础上不断丰富相关研究。最优货币区理论的实质在于一个由单一或多种货币存在的空间范围内,多种货币之间采取互相盯住的汇率制度并可自由兑换,同时整个空间范围对于外部采用联合自由浮动的汇率制度。欧元区是最优货币理论的一次意义非凡的实践。根据最优货币区理论,形成最优货币区的参照标准如下:生产要素流动性,经济开放程度,金融市场一体化,产品多元化,经济周期的同步性,通货膨胀率的相似性,工资、价格的灵活性,贸易结构的相似性和政策一体化。

(二)人民币国际化

1、人民币国际化风险与收益。王元龙(2008)认为人民币国际化的收益包括:提升我国国际地位,防范和降低汇率风险,缓解高额外汇储备压力,获得铸币税收入;人民币国际化的风险包括:加大宏观调控难度,增加金融监管难度,货币逆转风险,“特里芬难题”。曹向华(2010)分析了人民币国际化给我国外汇市场带来的机遇和挑战。机遇是促进形成更为开放的市场环境,推进外汇市场电子化和一体化进程。挑战是外汇市场的深度、广度、弹性明显不足,遭受外来冲击的可能性较大,监管难度加大。

2、人民币国际化程度判断。宗良,李建军(2010)认为尽管人民币国际化已进入实际操作阶段,并取得一些成绩,但人民币在境外流通规模还有限,在国际市场上还未形成完善的货币循环流通机制。总的来看,人民币国际化仍处于初级阶段。秦响应,尹继志(2010)指出当前人民币国际化已全面启动,表现在人民币互换规模扩大,跨境贸易开始以人民币计价结算,人民币计价债券在境外发行,人民币成为境外居民存款货币,人民币跨境流通区域继续扩大。

3、人民币国际化实施路径。李稻葵,刘霖林(2008)通过建立计量模型分析,认为人民币国际化要实施“双轨制”。一是在境内实行有步骤、渐进式的资本项目可兑换,二是在境外,主要是香港建立人民币离岸市场。杨圣明(2009)提出实施人民币国际化的具体路径是:发展经济,增强综合国力;改革金融体制,放开外汇管制;在国际贸易和投资中推进人民币支付结算;推进货币互换;增加发行以人民币标价的国际金融产品;加快海外投资步伐;使人民币成为国际储备货币之一。王元龙(2013)认为实施人民币国际化需实施两个“三步走”。一个是地域上的人民币周边化、区域化、国际化;另一个是职能上的使人民币逐步成为结算货币、投资货币、储备货币。

二、人民币国际化发展现状分析

(一)已取得的成就

1、国际结算货币—国际排名 4 年上升 28 位。SWIFT 的数据显示,人民币作为国际支付货币的排名已经从 2010 年的 35 位上升到 2014 年 5 月份的第 7 位,市场份额由不足 0.2%上升到 1.47%。

2、国际投资货币—与支付功能同步快速增长。数据显示,2011—2013 年全球四大主要人民币离岸市场(香港、新加坡、台湾、伦敦)的人民币计价资产规模分别同比上升 205%、24%和 78%,2013 年末的资产规模达 1.88 万亿元(其中人民币存款约 1.2 万亿,CD 和人民币债券 6300 亿元)。如果再考虑澳门、东盟国家等其他地区的人民币资产,2013 年末这一数值已超过 2 万亿元。国际清算银行的数据显示,在全球 5 大外汇交易市场中,人民币已经成为与美元交易的第 9 大货币,仅次于加拿大元和墨西哥比索;而人民币国际债券的表现尤为抢眼,经历 2007 年(我国允许境内银行到香港发债)和 2010 年(香港点心债券启动)开始的两轮快速增长,人民币国际债券的市场份额由 2005 年末的 0.0002%增长到 2014 年 1 季度的 0.34%。

3、国际储备货币—快速增长。尽管 IMF 并不认可人民币是国际储备货币,伴随人民币国际化的快速推进,部分国家已经公开表示将人民币作为储备货币(如澳大利亚、韩国、马来西亚、柬埔寨、菲律宾和、尼日利亚等)。渣打银行 2014 年 1 季度的研究报告显示,在我国 6000 亿元的银行间债券市场额度中,近 5 成为外国中央银行和主权财富基金持有;目前已有超过 30 个国家中央银行投资了在岸债券市场,约 10 个投资了离岸债券市场;尽管增长迅猛,但约 3000 亿元的人民币外汇储备仍不超过国际外汇储备的 1%。如下表所示,2007—2013 年全球公开外汇储备的币种构成的外汇储备中,美元和欧元的占比分别下降 2.7 个百分点和 1.7 个百分点,而其他货币(含人民币)比重上升 1.1 个百分点,升幅达 61%;尤其是新兴国家外汇储备中的其他货币占比由 1.5%上升到了 3.7%,升幅达 147%。(见表 1)

(二)存在的不足

1、国际化程度仍处于初级阶段。当前离岸人民币存款规模相比中国国内人民币存款规模相比,规模还非常小,在全球货币储备体系中的份额仍很低。数据显示,截至 2014 年底,境外人民币存款约为 2.78 万亿元,约占国内人民币存款规模的 1.6%,离岸人民币总量占全球所有货币离岸存款总量的 1.7%左右。

2、资本项目仍存在一定的资本管制。目前,人民币国际化仍主要依赖货物贸易项下的人民币输出,但这一国际化潜力可能在未来的几年时间里释放完毕。目前中国资本项目开放程度相比实体经济的规模和开放程度相比,仍显得相对滞后,尤其是在证券市场和海外投资方面,尚未完全放开,资本市场的开放程度相对较低。

3、人民币回流渠道相对有限。目前在人民币国际化的推动进程中,相对宣传和实践较多的均为人民币走出去,而相对较少考虑和设计人民币的回流渠道。目前跨境人民币回流渠道可利用贸易项下和有限的资本项下,如资本金、外债、RQFII 以及离岸人民币债券等,人民币回流仍然受到一定的限制。缺乏完善和有效的回流机制对境外机构和个人持有人民币意愿有一定影响,势必会影响人民币国际化进程。

三、货币国际化影响因素的实证分析—以日元为例

(一)变量设计与数据描述

1.样本对象选择

人民币国际化推进思路研究——基于货币国际化的理论探讨和实证分析

■王冰 国家开发银行评审二局

我们以日元为例对影响货币国际化的因素进行定量分析。这主要考虑到美元、英镑和欧元的国际化进程均有特殊的历史背景(如世界大战、欧盟一体化),对人民币国际化的借鉴意义不大;而 20 世纪 70 年代日元国际化启动时日本的国际经济和贸易地位、国内经济结构和日元汇率变化与我国现状较为类似,研究其货币国际化的影响因素对人民币国际化有较强参考意义。

2、变量设计

IMF 自 1976 年开始公布日元作为全球储备货币比重的数据,但考虑到部分自变量 1988 年才有统计数据,本文实证分析的数据期间为 1988 年—2013 年。以日元在世界外汇储备中占比为因变量,从反映国家经济实力、金融实力、对外贸易、教育科技和市值稳定性五个方面选择自变量,具体指标及含义如下:(见表 2)

(二)模型建立

1、变量相关性及平稳性检验。为确保模型的有效性,首先对各自变量与因变量之间的相关性,以及各变量的平稳性进行检验。结果发现,EM 和 IM 两个对外贸易变量间相关系数高达 0.99;同时 B 和 ED 两个变量高度相关;ZL、VX 两个指标与因相关系数偏低;建模时删除了 B、IM、ZL 和 VX 四个指标。(见表 3)

2、协整检验和协整方程。采用 J-J 极大似然法中的迹统计量(trace)和最大特征根统计量(max-eigen)同时进行协整检验,从下表结果可看出,两个统计量均能在 5%的显著性水平下拒绝至多 2 个协整关系的原假设,而同时接受至多 3 个的原假设,即变量之间存在 3 个协整关系。(见表 4)

(三)结果分析

协整方程结果表明,所有自变量均对日元国际化有显著影响。这说明:第一,世界经济巨头往往具有较强的货币优势,经济实力是一国货币国家化的主要决定因素之一。第二,国际贸易是货币国际化的基础,出口规模对于一国货币国家化影响显著。按照 Grassman 法则,发达国家之间大部分贸易都是以出口方货币计价,因此,出口规模是货币国际化的重要影响因素。第三,金融市场的健康、快速发展在一定程度上会加速货币国际化进程。第四,一国在教育方面的投入,尤其是高等教育,会决定其创新能力和产品竞争力,间接影响其他国家持有该国货币的意愿。第五,温和的通货膨胀有利于货币国家化。在 1988 年—1991 年的 4 年间,日元国际化水平稳步提升至 9.4%的历史高位,而同期日本 CPI 水平业务温和上涨,最高点位 1991 年的 3.3%;随后,伴随日本经济的衰退,日元国际化水平逐步回落,而同期日本 CPI 也同步走低,并且一度出现负数。

四、加快推进人民币国际化的总体策略

(一)推进人民币国际化的政策建议

一是加快推进产业结构转型升级,确保经济平稳增长。理论和实证研究均表明,一国经济实力是其货币国家化的根本决定因素。二是借助“一带一路”、自贸区建设、自由贸易协定等国家战略,扩大我国与世界的经贸往来,深化和巩固我国的贸易大国地位。三是以资本市场开放为主要抓手,加快推进人民币资本项目可兑换,促进离岸和在岸市场的协调发展。四是加大教育科研投入,培育“互联网+”、“工业 4.0”、战略新兴产业为代表的经济增长极。五是保持人民币汇率的相对稳定,尤其是在人民币国家化推进的关键节点,可适当加强对市场的干预,维护国际社会对人民币币值稳定的信心。

(二)人民币国际化的推进步骤

一是加快推进人民币计价结算。可从大宗商品进出口(如从伊朗进口的石油、俄罗斯进口的石油和天然气、境内稀土出口)、交易

平台计价结算(如渤海商品交易所、上海黄金交易所等)等方面着手,进一步推动人民币计价结算。二是加快人民币离岸中心布局。进一步加快在俄罗斯、澳大利亚、北美、日本和中东等地区的离岸人民币中心布局,同时加快建设人民币跨境支付系统(CIPS),为全球离岸人民币中心提供资金清算支持。三是加快利率和汇率市场化改革。加快实现人民币存款利率市场化。同时,进一步放松人民币对主要贸易对手货币汇率中间价波动浮动的管制,争取与主要贸易对手国家和周边地区国

家货币实现直接挂牌交易,进一步完善人民币汇率市场化形成机制。四是加快推进人民币资本项目可兑换。借助自贸区金融创新平台,加快推进并争取 2015 年内基本实现人民币资本项目可兑换。支持境内企业和金融机构走出去。鼓励和引导境内大型企业(尤其是大型国有企业和跨国集团)以人民币对外投资,并在境外离岸市场发行人民币债券,有效扩大境外人民币资本市场规模。引导中资金融机构加快全球布局,为走出去的企业和境外居民提供人民币服务。

参考文献

- [1]Chetty,V.K.,On measuring the Nearness of Near—Monies [J],America Economic Review,1969,270—281.
- [2]Mundell,Robert A.,The Theory of Optimum Currency Areas[J], America Economic Review,1961,51.
- [3]Mckinon,R., Optimum Currency Areas[J],1963,153.
- [4]邓先宏.人民币跨境使用与离岸市场建设.国家外汇管理局课题组成果,2014.
- [5]王元龙.人民币资本项目可兑换与国际化的战略及进程[J],中国金融,2008,(10).
- [6]曹向华.人民币国际化给我国外汇市场带来的机遇和挑战[J],管理科学,2009,(12).
- [7]宗良,李建军.人民币国际化的历史机遇和战略对策[J],国际贸易,2010,(1).
- [8]秦响应,尹继志.人民币国际化进程与推进对策[J],湖北社会科学,2010,(8).
- [9]李稻葵,刘霖林.人民币国际化:计量研究及政策分析[J].金融研究,2008,(11).
- [10]杨圣明.人民币国际化的前景与途径[J],管理科学,2009,(12).
- [11]王元龙.人民币国际化的顶层设计与推进策略[J],金融与经济,2013,(4).

表 1 2005—2013 年全球储备货币构成变化

单位:万亿美元,%

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
外汇储备	4.12	4.21	4.59	5.16	5.65	6.09	6.22
美元	63.9%	63.8%	62.0%	61.8%	62.4%	61.3%	61.2%
英镑	4.8%	4.2%	4.2%	3.9%	3.8%	4.0%	4.0%
日圆	3.2%	3.5%	2.9%	3.7%	3.6%	4.1%	3.9%
欧元	26.1%	26.2%	27.7%	26.0%	24.7%	24.2%	24.4%
其他货币	1.8%	2.2%	3.0%	4.4%	5.5%	3.2%	2.9%
发达国家	2.1%	2.5%	2.6%	3.9%	4.1%	2.9%	2.2%
新兴国家	1.5%	1.9%	3.5%	5.0%	7.0%	3.6%	3.7%

数据来源:IMF,外汇储备的口径为已公布币种构成的部分。

表 2 实证分析变量选择

领域	变量	变量含义	数据来源
货币国际化	Y	货币在全球储备货币中占比	IMF 国际金融数据库
经济实力	GDP	本国 GDP 世界比重	世界银行统计数据库
金融实力	B	银行信贷占 GDP 的比重	
	SY	股票交易额全球占比	
对外贸易	EM	出口全球占比	世界贸易组织数据库
	IM	进口全球占比	
教育科技	ED	高等教育入学率	世界银行统计数据库
	ZL	专利申请量世界占比	世界知识产权组织
	VX	汇率一年内变动标准差	国际清算银行数据库
币值稳定	VX	汇率一年内变动标准差	国际清算银行数据库
	CPI	物价比上年增长率	世界银行统计数据库

表 3 变量相关性及平稳性检验结果

变量	相关系数	平稳性检验
本国 GDP 世界比重	0.870	I(1)
银行信贷占 GDP 的比重	-0.825	I(1)
股票交易额全球占比	0.625	I(1)
出口全球占比	0.918	I(1)
进口全球占比	0.918	I(1)
高等教育入学率	-0.934	I(1)
专利申请量世界占比	-0.300	I(1)
汇率一年内变动标准差	-0.120	I(1)
CPI	0.663	I(1)

表 4 协整检验结果

原假设	trace	5%临界值	max-eigen	5%临界值
None*	184.10	95.75	80.85	40.08
at most 1*	103.25	69.82	50.69	33.88
at most 2*	52.56	47.86	28.49	27.58
at most 3	24.07	29.80	15.65	21.13

中国推动“一带一路”若成功 能否改变全球体系?

■乔治·马格努斯 / 文 何黎 / 译

“一带一路”能否像一些人宣称的那样,成功改变全球体系? 牛津大学中国中心研究员乔治·马格努斯在撰稿中认为这样说是本末倒置。“一带一路”以及亚投行等配套机构或许能够改变全球体系,但这并非抽象意义上的,并且前提是它们反映了中国政府在其他长期经济和政治目标上的追求。这些长期目标包括,让中国的人均收入达到美国的水平,接受开放治理,让其他国家对中国的外交政策买账,让人民币成为储备货币,而不只是作为交易手段被更广泛地使用。中国必须让外界看到,它有实现这些远大目标的决心。这一观点值得关注。

2013 年习近平访哈萨克斯坦时,提醒东道主两国沿“丝绸之路”(Silk Road)拥有共同商业纽带,其历史可以追溯到两千多年以前。这位中国国家主席接着提议建设“丝绸之路经济带”(Silk Road Economic Belt),

为亚洲带来新的繁荣。习近平此次讲话几乎没引起国际媒体注意,但不到两年后,这个所谓“一带一路”(One Belt, One Road)计划——结合海上丝绸之路——成了习近平外交政策和国际经济战略的核心。“一带一路”计划将对该地区 and 全球企业产生重大商业影响,同时将给这片美国、日本、印度和俄罗斯几国都存在重大而彼此冲突的利益地区,带来不可预知的地缘政治影响。

一段时间以来,中国政府明显需要在国内外找到一条新的商业道路。过去中国在非洲和亚洲签订的基于获得大宗商品资源的双边投资协议,许多是非商业的,执行欠佳,而且有时在当地不受欢迎。它们所服务的国内房地产和投资热潮现已结束,给中国留下了种种问题,如工业和建筑业产能严重过剩、通货膨胀以及不断加剧的债务管理问题。

此外,中国已厌倦了积累无穷尽的美国国债和其他政府债券,现在偏好加大海外直接投资。北京方面也早就表示反对美国及美

元在全球金融机构的霸主地位,最引人瞩目的就是国际货币基金组织(IMF)以及世界银行(World Bank)。

因此在过去一年,中国政府采取了三大举措。中国与其他金砖国家新兴经济体共同创立了新开发银行(New Development Bank),它就像 IMF 的克隆机构,具有很浓的象征意味。中国还创建了亚洲基础设施投资银行(Asian Infrastructure Investment Bank,简称亚投行),并将提供半数资金,亚投行目前已拥有 57 个意向创始成员国。如果资金、组织以及治理问题能够成功解决,亚投行到 2020 年可以每年提供 200 亿美元贷款,与世界银行现在承诺的每年 300 亿美元贷款相差不太远。

然而,与“一带一路”这部重头戏相比,这些都是助兴表演。一个普遍的说法是,从西安(中国古都、古丝绸之路的起点)、经中亚、到中东、俄罗斯和欧洲,这条现代丝绸之路将连接起 65 个国家,44 亿人口。海上丝绸之路的

目的是将南中国海与印度洋、东非、红海以及地中海连结起来。不可避免,这将要求中国将其日益增长的海军力量投射到更远的地方。资金将来自中国的几家开发银行,其中最大的两家最近收到了总共逾 600 亿美元的新资金,用于支持新业务。中国有近 4 万亿美元的外汇储备,中国政府无疑会认为,将外汇储备池中的资金多分出一些用于这一目的是合适的。

“一带一路”能否像一些人宣称的那样,成功改变全球体系?这一说法的倡导者说,投资的受益者和供应商必将受益于新的基础设施、能源管道、光纤和通信系统,以及贸易壁垒的降低。人们还认为,这个计划严丝合缝地契合中国的需要。它可抵消中国国内投资率下降、产能过剩日益严重的影响,为潜在的反腐运动对象提供商业上的甜头、促使他们配合改革,促进发达沿海地区与相对落后的西部省份经济一体化,还有重要的一点是,促进金融一体化,包括推进人民币国际化。

不过,这样说是本末倒置。“一带一路”以及亚投行等配套机构或许能够改变全球体系,但这并非抽象意义上的,并且前提是它们反映了中国政府在其他长期经济和政治目标上的追求。这些长期目标包括,让中国的人均收入达到美国的水平,接受开放治理,让其他国家对中国的外交政策买账,让人民币成为储备货币,而不只是作为交易手段被更广泛地使用。中国必须让外界看到,它有实现这些远大目标的决心。

如果中国新金融外交的目的是,在不从根本上改变政治和经济逻辑的前提下扩大和加深其全球足迹,那么结果可能是整个亚洲面临更大全球风险。最终,这种战略重心西移将不过是对美国重返亚洲的回应,这种回应虽是商业上的,但也是咄咄逼人的,它提醒我们,就像美国历史学家爱德华·勒特韦克(Edward Luttwak)所说,地缘经济是“遵循商业语法的战争逻辑”。

(来源:FT 中文网)