

人民币国际化的进程走向及当前应对 ——基于国际货币横向比对的视角

August Sila

(中山大学岭南学院, 广东 广州 510275)

摘要：随着中国改革的深入、中国经济对世界经济影响的增强，人民币国际化题域日益凸显，人民币国际化的进程走向及其当前应对是当前人民币国际化题域需要正视的问题。基于国际货币横向比对，基于 Chinn & Frankel 模型、Matlab 主成分分析实证把握国际货币运行规律与人民币国际化进程走向，并从中探索人民币国际化的当前应对，提出从保持人民币价值稳定、推动中国经济平衡发展、有序扩大国际贸易规模是人民币国际化的当前应对。

关键词：国际货币；人民币国际化；货币职能

中图分类号：F822.1 **文献标识码：**A

引言

随着全面深化改革号角吹响，在全球金融格局的变迁下，中国人民币的何去何从则成为一个不可回避的重点题域。截至 2013 年 3 月，中国外汇储备已达 3.44 万亿美元，高额外汇储备就如一把双刃剑，它一方面在国际金融风险的抗压上发挥着重要防御作用，另一方面却对中国货币政策的制定与执行起到一定的限制反面效应。面对外币尤其是美元贬值趋势下，人民币如何走向国际化，如何改革现有国际货币体系就日益成为当下亟待解答的问题。

一般而言，货币国际化是随着一国经济与金融市场发展到一定阶段的产物，国内外一些学者近些年在货币国际化的探讨中主要提到利润函数、交易角色、汇率波动程度、最小货币供给弹性等是影响货币国际化进程中贸易计价的关键因素；贸易实力、经济规模、开放的金融市场、通货膨胀率等是影响货币国际化进程的社会环境与经济因素。人民币国际化问题则在近些年受到学界的重视，如中国人民银行人民币国际化研究小组（2006）提出美元与人民币国际化水平指数为 50：1；何慧刚（2007）提出“人民币周边化——人民币亚洲化——人民币国际化”的渐进模式是当前人民币国际化适行的发展模式；李稻葵、刘霖林（2008）在对各国货币币种计量分析、结算基础上提出人民币国际化适合双轨制的并行战略；石田護（2010）则提出人民币资本项目下可兑换是人民币国际化的重要前提条件。简言之，人民币国际化已成为一个亟待正视的题域，在各国货币规律的分析视角下探索人民币国际化则是一个重要的研究的路径。

一、货币职能维度审视人民币国际化现状

Chinn&Frankel（2005）曾提出价值储备、度量单位、交易媒介是国际货币的三重职能，亦是货币国际化的基本分析框架，从价值储备职能审视，国际储备职能是官方的运用职能、个人的运用职能则主要着眼于货币替代；从度量单位职能审视，本国货币的汇率锁定职能是官方的运用职能、个人的运用职能则主要着眼于贸易和金融交易计值；从交易媒介职能审视，干预汇率的工具职能是官方的运用职能、个人的运用职能则主要是贸易和金融交易支付。

（一）价值储备职能审视人民币国际化现状

从国际市场来看,当前运用人民币作为储备功能的国家逐渐增多,如韩国、柬埔寨、尼日利亚、菲律宾、马来西亚、白俄罗斯等国都已日益以人民币作为储备货币。从私人部门来看,人民币作为价值储备职能的体现主要集中于香港地区的银行,据香港金管局关于2004年—2013年香港人民币在活期及储蓄存款、定期存款、活期及储蓄存款增长率、定期存款增长率的数据显示,截至2013年4月,在港活期及储蓄存款金额达140844亿元。从纵向历年数据来看,香港人民币存款自2004年至2012年均呈现增长,但增长幅度波动较大,如2009年受金融危机影响,在港人民币存款额则出现下降,2009年至2011年则因境内跨境人民币结算业务的影响,活期与定期的存款均呈现快速增长的态势,与往年同期相比翻一番。从活期与定期存款的比例来看,2004年—2009年间,活期存款的占比均大于定期存款的占比,在2010年则出现了定期存款占比超出活期存款占比的态势,且在人民币定期存款利率较低的情况下,定期存款占比仍然超出活期存款占比,由此可见,人民币在复杂的经济环境中民众的投资渠道受限,相应的金融产品开发仍处于一个较低的水平。香港金管局关于2004年—2013年香港人民币在活期及储蓄存款、定期存款、活期及储蓄存款增长率、定期存款增长率的数据显示的数据从一定程序也表明,当前离岸人民币的发展,可能是在人民币增值的预期下的投机式的“假象”,若人民币遭遇贬值的风险,离岸市场或者难以真正成为人民币国际化的重要推动力量。

（二）度量单位职能审视人民币国际化现状

依据Penghe Shu、Gao&Yu等学者的研究表明,在官方部门层面人民币还未成为其他货币固定的度量单位,也即是人民币在国际货币的度量功能上仍然未有之发挥。在私人部门层面人民币度量单位职能主要体现在发行以人民币计价的国际债券、人民币存证、基金等方面。近些年,随着金融市场改革的深化,中国进出口银行、中国银行、韩国开发银行、中国国家开发银行、瑞士出口信贷等金融机构先后在香港发行了以人民币计价的国际债券、人民币存证、基金等。此外一些影响力较大的运输行业、电力行业、能源行业等也先后在香港开拓人民币债券市场,但从总量上看,仍然处于较初级的水平。尽管如此,不可忽视从当前发行人民币债券的规模和笔数来看,人民币作为度量单位的职能也已初露端倪。

（三）交易媒介职能审视人民币国际化现状

随着欧美金融危机的发酵与延续,人民币在交易媒介方面的职能逐渐有所凸显,在官方部门来看,主要是边境贸易本币结算协定、清迈协议下的双边货币互换协议以及美国金融危机后中国与其他国家及地区签订的双边货币互换协议中均以人民币为交易媒介。近些年随着全球化与“中国崛起”,原来仅限于中国与周边部分国家的边境贸易本币结算协定,现在已发展到了8个国家的双边货币互换协议,且金额已达到近千亿美元,在金融危机爆发后,中国开始超越区域金融合作,自行签署双边协议,扩大与相关国家和地区的双边货币互换协议规模,仅近五年,在交易的规模上已扩展至与19国家和地区的双边本币互换协议,金额也突破20000亿元人民币。从私人部门来看,2009年中国已正式启动跨境贸易人民币结算试点工作,这是中国在人民币国际化的进程中迈出了实质性一步,截至到2011年,已将跨境贸易人民币结算的试点由中国内地部分地区辐射到全国各地区。依据来源于《中国货币政策执行报告》数据显示的2010年至2013年各季度跨境人民币结算额显示,跨境人民币结算业务在近三四年获得了实质性的进展,且在结算增幅、结算总额、业务横向分布等方面都有较大的发展。

简言之,从货币职能维度审视人民币国际化现状可看出,在货币国际化的价值储备、度量单位、交易媒介的职能体现中,价值储备与度量单位职能尚处于初级阶段,仍有较大发展空间,交易媒介职能则随着跨境人民币结算和对外直接投资等业务的发展,其功能已较为成

熟。

二、影响货币国际化因素的实证探讨

(一) 实证指标与数据来源

Chinn&Frankel (2005) 模型是目前货币国际化最具代表性的模型, 本文以 Chinn&Frankel (2005) 模型为基础, 以国际外汇储备的币种构成为货币国际化的选取指标, 从货币发行国的金融市场发达程度、人均 GDP、货币发行国的贸易规模、经济规模、通货膨胀率、货币的收益水平、货币收益波动性、货币国际化程度、国际货币的使用惯性等方面选取货币国际化影响因素的数据与指标。

①货币发行国的金融市场发达程度 ($finance_{i,t}$): 货币发行国的金融市场发达程度直接决定该国金融市场的活力。一般来说, 该国金融市场活力越强, 越有利于降低货币交易成本、刺激投资需求, 金融的交易多少也有利于对市价的长期稳定, 该指标用货币发行国股票交易额占世界股票交易额的比重表示。

②人均 GDP ($gdpp_{i,t}$): 人均 GDP 表明一国的生活水平与国民购买力, 人均 GDP 越高, 则资信水平越高, 他国对该币种信任度也越高, 该指标主要用人均国民总收入 (GNI) 表示。

③货币发行国的贸易规模 ($trade_{i,t}$): 一般来说, 进出口贸易规模越大, 说明国际经济体系间的相互依赖越强, 信任度越高, 相互运行的货币成本也相对较低, 该指标主要从货币发行国净出口总额在国际贸易总量的占比来表示。

④货币发行国的经济规模 ($gdp_{i,t}$): 货币发行国经济规模在世界的影响主要依据其 GDP 总量占比世界 GDP 总量来衡量, 经济规模越大, 说明经济承受力越强, 经济体对世界总体经济的影响越大, 该指标主要从货币发行国 GDP 总量占比世界 GDP 总量来表示。

⑤通货膨胀率 ($inflation_{i,t}$): 通货膨胀率是反映一国经济是否平衡的重要指标, 当一国通货膨胀率较高, 则货币对外的稳定性较差, 币值稳定性越强, 则对该币需求相对更大, 该指标主要从一国消费价值指数的通货膨胀率表示。

⑥货币的收益水平 ($curbnf_{i,t}$): 货币发行国的货币收益直接影响他国持有该国货币的动力与可能, 货币的收益水平也直接影响货币国际化的可能与支撑, 这一指标以一单位国际货币相对 SDR 的汇率表示。

⑦货币收益波动性 ($curbnfate_{i,t}$): 货币收益波动性即货币的收益上下波动的体现, 波动性过大不利于他国对货币持有的信心, 当货币收益向下波动, 则意味着货币发行国货币疲软, 呈现贬值态势; 当货币收益向上波动, 则意味着货币发行国货币坚挺, 呈现升值态势; 货币收益向上波动与预期信心成正比, 也与国际化程序成正比, 该指标用本币对 SDR 汇率的标准差来衡量。

⑧货币国际化程度 ($\logit(\text{share})_{i,t}$): 货币国际程度主要可以以货币职能在国际舞台上作用的发挥来比对, 即价值储备、度量单位、交易媒介等职能在国际的影响与发挥, 该指标以某国际储备货币规模对国际储备货币总规模占比衡量。

⑨国际货币的使用惯性 ($\logit(\text{share})_{i,t-1}$): 惯性会对国际货币的选择产生一定的滞后性, 一般来说, 使用惯性越强, 滞后性则越大, 则他国货币进入的挑战则越大, 该指标用国际货币国际化程度的滞后 1 期来表示。

综观以上指标考察, 相关指标的权威数据主要来源世界银行官方网站数据库及 IMF 数据库, 通过两大数据库数据的检索, 选取 2000 年——2013 年间美元、欧元、英镑、日元、法

郎五种国际货币的纵跨 14 年、横向五种国际货币对比的研究样本。

（二）实证方法及模型构建

选取计量回归模型 Chinn & Frankel（2005）模型为基础，依据研究样本与研究对象的特性，将计量模型建构如下：

$$\text{logit}(\text{share})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{finance}_{i,t} + \beta_2 \text{gdpp}_{i,t} + \beta_3 \text{trade}_{i,t} + \beta_4 \text{gdp}_{i,t} + \beta_5 \text{inflation}_{i,t} + \beta_6 \text{curbnf}_{i,t} + \beta_7 \text{curbnfate}_{i,t} + \beta_8 \text{logit}(\text{share})_{i,t} + \beta_9 \text{logit}(\text{share})_{i,t-1} + \mu$$

其中， i 表示币种， t 表示年份。

（三）实证结果及验证

采用 pooled OLS、LIML、广义矩估计（GMM）对模型进行估计，并通过三种估计方式进行验证，当各模型结果接近，则说明该实证结果较为可靠。

模型回归结果

	Model I	Model II	Model III
Regression	pooled OLS	LIML	GMM
finance	0.1238(0.34)	0.3198(0.82)	0.0421(0.85)
gdpp	0.1798** (2.08)	0.1698* (1.97)	0.1701* (1.99)
trade	3.21*** (3.91)	2.61*** (2.56)	2.4787** (2.31)
gdp	0.4138(0.20)	0.1391(0.06)	0.1401(0.06)
inflation	0.0421* (1.72)	0.0761*** (3.10)	0.0765*** (3.11)
curbnf	0.0692(0.23)	0.3986* (2.10)	0.4016* (1.92)
curbnfate	-0.0631(-0.39)	-1.0925(-1.01)	-1.1231(-1.04)
logit(share) ₋₁	0.7982*** (6.85)	0.8017*** (7.93)	0.8121*** (8.01)
F/Wald 值	2391.22	501421.39	50981.10
R-squared	0.9921	0.9920	0.9920

注：（1）括号内数值为 t （或 z ）值；（2）***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

依据以上模型结果分析，可得出：一是就货币国际化的影响因子重要性而言货币使用惯性的影响较为明显，货币使用惯性的显性化也从另一程度表明人民币短期内要彻底实现国际化较为困难，不可操之过急，需要一个循序渐进的过程；二是一国人均 GDP、贸易规模等因素是影响货币国际化的重要因素，人均 GDP 的比重对货币国际化的推动影响较大，贸易规模同样影响着他对货币发行国的信心，当贸易规模扩大，该国货币在国际储备货币中占比也会相应提高，表明在世界贸易上的影响力与他对该国货币的持有信心成正比。三是汇率波动与货币国际化成反比，而货币的收益水平与货币国际化程度成正比，且影响较大。表明当一国汇率波动过大，不利于该国货币国际化进程，波动幅度过大的上升或下降都不利其国际进程，货币的收益水平越好，则货币国际化发展较快。此外，通货膨胀率、货币发行国的金融市场发达程度等均对一国货币国际化进程有一定的影响。

三、人民币国际化测度的实证探讨

人民币当前国际化水平直接影响人民币国际化的规划与进程,因此测定人民币国际化指数是给人民币国际化进程提出建议的重要因素。人民币国际化测度以 Matlab 主成分分析,选取 2003 年第一季度到 2013 年第四季度的数据进行标准化处理,得出人民币国际化指数与相应的权重。

人民币国际化指数

Year	0303	0306	0309	0312	0403	0406	0409	0412	0503
Index	-1.692	-1.662	-1.231	-1.169	-0.782	-0.571	-0.512	-0.531	-0.364
Year	0506	0509	0512	0603	0606	0609	0612	0703	0706
Index	-0.341	-0.051	-0.432	-0.099	-0.092	-0.013	-0.069	0.834	1.213
Year	0709	0712	0803	0806	0809	0812	0903	0906	0909
Index	1.272	1.543	1.531	1.783	1.492	1.128	0.382	0.103	0.121
Year	0912	1003	1006	1009	1012	1103	1106	1109	1203
Index	0.0593	2.012	2.015	2.178	2.142	1.987	2.194	1.932	2.001
Year	1206	1209	1212	1303	1306	1309	1312		
Index	3.021	2.764	2.461	2.331	2.185	2.164	2.392		

从以上数据分析可看出,2005 年我国从 1999 年的以市场供求为基础,单一的,有管理的浮动汇率制度转变为以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,单一的,有管理的浮动汇率制度。此次调整使得汇率产生大幅波动。在 2010 年,进一步推进人民币汇率机制改革,增强人民币汇率弹性。期间,在 2008 年国际金融危机之际,我国适当收窄了人民币的波动幅度来保持人民币汇率的基本稳定。从 2011 年来看,人民币汇率波动幅度有所加强,这牵涉到人民币价值的回归。因此,从提升人民币国际化程度角度来讲,稳定人民币汇率是一个重要环节。但人民币汇率牵涉众多方面,保持汇率稳定在当前具有较大的挑战。从人民币指数变动的总体趋势可看出,人民币国际化水平在保持着不断提升的趋势。在开始阶段人民币国际化程度的上升趋势相对平缓,金融危机后,人民币国际化程度的上升趋势较为明显。

四、人民币国际化的当前应对

综观货币国际化的影响因素与当前人民币国际化的测度,提出人民币国际化在当前随着中国国力的提升,在世界经济影响力的增强,具备一定的经济基础,但因国际货币的惯性影响较大,人民币的国际化不可能操之过急,而应该在保证币值稳定的情况下循序渐进的进行。具体来说主要是从保持人民币价值稳定、推动中国经济平衡发展、有序扩大国际贸易规模三方面给出人民币国际化当前应对。

一是保持人民币价值稳定。从货币国际化的影响因素可看出,币值稳定对一国货币国际化影响较大,因此保持币值稳定是人民币国际化当前应对的重要方面。人民币价值稳定主要体现在汇率波动的平稳与通货膨胀率的平稳。一方面,中国在不断推行汇率市场化的同时,需避免国际资本带来的外部冲击,防止人民币汇率短期内产生较大波动,影响人们对人民币

币值的信心。另一方面,在逐步推广跨境人民币结算时,放开资本市场的呼声不断高涨,但依据国际货币国际化进程的经验来看,资本市场的盲目放开,无疑不利于货币国际化进程,为此在资本市场的打开上不能一味被封闭等质疑声所影响,而应不序管制,循序渐进,逐步放开。此外,通货膨胀率也对保持人民币价值稳定有不可忽视的影响,合理的通货膨胀率是他国对持有货币信心的重要基础,实践已证明,若出现大幅度的波动则会对经济的大体发展不利,因此采用适当的货币政策与财政政策,保持合理的通货膨胀率对于平衡的经济发展与人民币国际化均具有重要意义。

二是推动中国经济平衡发展。经济规模、人均 GDP 等因素对货币国际化的影响表明,一国经济的平衡发展也是当前应对人民币国际化的重要方面。近些年经济的快速发展应该说为人民币国际化奠定了较坚实的经济基础,但与当前发达国家相比,仍有一定的距离,如我国虽 GDP 总量已达世界第二,但人均 GDP 仍处于较低的水平,且实证结果表明, GDP 对货币国际化影响较之人均 GDP 的影响要小的多。因此,中国经济平衡发展既要增强总的经济实力,扩大国际经济的影响力,以经济实力来获得经济的主导权与话语权,也要注重转变经济发展模式,保持经济的“又好又快”的可持续发展。

三是有序扩大国际贸易规模。实证结果也表明,国际贸易规模对货币发行国影响较大,然而,国际贸易规模的扩大不是低端的“制造商”,而是能够建立全球价值链,进而争取计价货币选择权,走强国战略,促使人民币国际化。具体来说重要在于推进产业结构的战略升级,因此市场份额和产品差异度是决定计价货币选择的两个主要因素,加强企业创新能力,提高出口产品的技术含量、差异度,扩大本国产品在国际贸易中的市场份额,是促进该国货币国际化的重要因素。

参考文献:

- [1] Alberto Giovannini. Exchange Rates and Traded Goods Prices [J]. Journal of International Economics, 1988 (24): 45-68
- [2] Eichengree Barry. The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition [J]. Foreign Affairs, 2009 (5): 59-68
- [3] Richard N. Cooper. The Future of Dollar [J]. Peterson Institute for International Economics Policy Brief , 2009 (9): 9-21
- [4] Peter Kenen. 2009. Currency internationalization: an overview. BOK -BIS seminar on currency internationalization: lessons from the global finance crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific. Seoul. March. 2009. 19-20
- [5] Yung Chul Park. RMB Internationalization and Its Implications for Financial and Monetary Cooperation in East Asia [J]. China and World Economy , 2010 (18): 1-21
- [6] 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): 1-16.
- [7] 成思危. 人民币国际化之路 [M]. 中信出版社, 2014: 12—22.
- [8] 曹远征. 人民币国际化战略 [M]. 学习出版社, 2013: 55—67.
- [9] 潘理权. 人民币国际化发展路径及保障措施研究 [M]. 中国社会科学出版社, 2013: 2—21.
- [10] 李京晔. 人民币国际化的路径与次序——基于计量模型的实证检验 [M]. 经济科学出版社, 2013: 112—123.

收稿日期：2014-11-15

发表日期：2014-12-20

基金项目：无

作者简介：August Sila，中山大学岭南学院在职博士生，研究方向为人民币的国际化、企业管理。