

# 人民币区域化是人民币国际化的必由之路吗？

## ——基于货币互换协议视角的分析

王孝松

**内容摘要：**本文通过考察中国同货币互换伙伴的贸易投资联系、宏观经济联动关系、汇率政策的一致性、双边汇率的稳定性，以及互换伙伴的地理特征、汇率制度和资本账户开放度等因素，来探究货币互换协议签订的影响因素，并以此阐明人民币区域化同国际化之间的次序与关联。研究表明，人民币国际化在现阶段主要是基于双边贸易依存关系和稳定的双边汇率而展开的，同时兼有维护国际关系、扩展国际影响的目标，而不是建立在区域化基础之上的。这意味着，人民币国际化的路径异常复杂且具有多重目标导向，人民币区域化并非人民币国际化的必由之路。

**关键词：**人民币；区域化；国际化；货币互换协议

### 一、人民币国际化与区域化

改革开放以来，中国经济实现了持续高速增长，到2010年已成为世界第二大经济体和第二大贸易国，外汇储备则早已跃居世界第一位。然而，在取得巨大发展成就的同时，中国经济改革和发展过程中的一系列深层矛盾逐渐浮出水面，加之外部经济环境风云变幻，中国面临来自外部的压力和矛盾也日益凸显。特别是在目前的国际金融格局之下，中国在国际经济交往中常常处于不利地位，甚至在特定时期（如全球金融危机爆发时）现行的国际货币体系会冲击中国的金融系统和实体经济，成为阻碍中国经济持续发展的瓶颈。因此，近年来金融领域的改革与完善受到了中国各界的极大关注，人民币国际化也在此背景走入公众视野并被中国政府纳入议事日程。

所谓货币国际化，是指一种货币在发行国境外被使用和持有，该货币不仅可以在该国居民间交易使用，也是货币发行国居民与非居民交易的重要媒介（Kenen, 2009）。一般地，国际货币应具有三种功能，一是广泛用于国际贸易计价和结算，二是由国际贸易计价和结算产生支付需求，进而在金融市场用于借贷和投资，三是因价值的承担而成为储备货币。

1997年亚洲金融危机爆发后，原有金融体系与格局的弊端广受诟病，亚洲国家纷纷探求区域金融合作，而中国作为区域中重要的经济体，在区域合作的进程中做出了重要贡献，人民币也在此过程中迈开了国际化的步伐。2008年全球金融危机之后，中国高额的外汇储备、不断增长的人民币升值压力，以及美联储量化宽松的货币政策，都促使各界思考如何摆脱高度依赖美元的国际经济秩序以及未来中国经济的发展道路，其中未来国际金融体系的变革和中国货币金融领域的完善成为了焦点问题，中国政府也将推动人民币国际化纳入议事日程，制定了一系列政策措施大力推动人民币国际化。

同人民币国际化相关的问题是人民币区域化。所谓人民币区域化，是指人民币在一个地理区域内行使自由兑换、交易、流通、储备等职能，在当前条件下，人民币区域化特指人民币经过与区域内货币的长期合作和竞争成为区域内的关键货币，在区域内金融、贸易中发挥关键货币的职能（邱兆祥、何丽芬，2008）。由于中国所处的东亚内部各经济体之间存在着密切的经济联系，区域内部的金融合作具有迫切的必要性和现实的可能性，从2000年《清迈倡议》框架下的协议救助，到2010年东亚区域外汇储备库的正式建立，中国都发挥了积极而重要的作用，客观上也推动了人民币区域化的发展。

中国同周边国家边境贸易的迅速发展也是推动人民币区域化的重要条件。自20世纪90年代以来，随着中国沿边开放战略的实施，边贸互市不断发展，不仅人民币成为主要的计价结算货币，而且规模日益扩大，逐渐推动着人民币结算方式由现金向非现金化方向发展，进而形成地摊银行模式的人民币流出入渠道。尽管地摊银行尚未纳入正式的金融体系，但在推

动人民币区域化的进程中发挥了十分重要的作用。

中国大陆同港澳的经贸合作安排（CEPA）也客观上促进了人民币区域化的迅速发展。2003年11月后，香港的金融机构开始经营特定范围的人民币业务，此后，随着人民币业务的发展，人民币不仅用于经常项目下的贸易和结算，而且开始涉及资本项目。2007年6月，人民币债券在港发售，而在大陆经营的汇丰（中国）、东亚（中国）等银行也在港发行人民币债券。另外，中国财政部也即将以人民币形式在香港发行国债，香港人民币债券市场已初具规模。

在这样的背景下，人民币国际化能走多远？何时能真正意义上实现人民币国际化？人民币国际化应按什么次序推进？人民币区域化同国际化的关系如何？这些问题成为中国各界与国际社会共同关注的热点问题。国内众多学者认为，受各种条件所限，人民币国际化不可能一蹴而就，必须首先走区域化道路。

然而，同货币国际化相似，真正意义上的区域货币也应在本区域内实现价值贮藏功能，成为区域内储备货币。因此，目前人民币区域化虽已取得一定进展，但与真正意义上的区域化还相距甚远，区域金融合作的进程也十分缓慢。那么，人民币区域化是否是人民币国际化的必有之路？是否应该沿着“先区域化后国际化”的路线图前进？本文将基于货币互换协议的视角对此问题进行回答。

## 二、文献评述

### （一）人民币国际化的相关问题

关于人民币国际化问题，在较早时候便受到国内学者的重视，2000年以来涌现出一大批研究成果。亚洲金融危机爆发之后，一些学者认为人民币国际化要经历同欧洲货币一体化相同的进程，讨论了区域化对于人民币国际化的重要性（如潘理权，2000；钟伟，2002等）。基于货币职能视角，一些学者对人民币国际化程度进行了度量。人民币国际化研究课题组（2006）、邱兆祥（2009）等测算结果表明，参照美元国际化水平，人民币国际化的程度仍比较低，人民币国际化尚处于起步阶段。根据李稻葵、刘霖林（2008）的计量结果，在完全可兑换假设和最乐观的预测下，2020年人民币在国际储备和国际债券中的比例将达到近20%，这意味着尽管当前人民币国际化程度较低，但其在不久的未来具有广阔的发展空间。

此后，一些学者探讨了人民币国际化的内涵、条件和可能的路径。李晓及其合作者从东亚货币合作的视角指出只有中国经济持续稳定发展、中国经济增长方式转变成功，中国才能取代美国成为东亚区域内的市场提供者，从而使人民币成为东亚地区独立的货币“锚”，迈出人民币国际化的关键一步（李晓和丁一兵，2002，2009；李晓等，2004；李晓，2011）。余永定及其合作者指出，人民币的国际使用，在职能范围、规模和地域方面都具有很大的局限性，人民币国际化意味着债券和股票等直接融资市场中人民币的私人使用增加，将刺激针对货币政策变化的套利活动；可通过财富效应影响货币政策的有效性，未来应以渐进的方式实现人民币国际化，并将其与国际金融体系改革和区域金融合作结合起来（Gao和Yu，2009；余永定，2010；高海红和余永定，2010）。李婧（2010）从跨境贸易人民币结算视角考察了中国的人民币国际化战略，认为进一步推进跨境贸易人民币结算需要提高银行业的服务能力和在全球配置资源的能力，完善外汇市场，改善人民币汇率的成机制，同时要加强对亚洲生产网络的建设、改善贸易结构。露口洋介（2011）认为中国当局允许跨境贸易人民币结算的目的之一是摆脱过度依赖美元。在人民币实现完全的“国际化”之前，推动货币多元化是一种次善之策，而日中间贸易结算使用日元也是符合中国利益的，是可供两国选择的有效方案。

在人民币国际化的成本收益方面，范祚军和关伟（2008）的测算结果表明，如果人民币能在区域货币竞争中胜出，中国将因人民币国际化而取得的铸币税收入至少可稳定在年均25亿美元水平。Huang（2010）指出，后危机时代，美元逐步丧失霸权地位，在中国成功改进

货币政策机制的条件下，国际化可以使人民币在全球和区域中扮演十分重要的角色。张宇燕（2011）评述了近期关于人民币国际化利弊的文献，归纳出支持和反对人民币国际化的主要原因。支持方的主要理由是，人民币国际化可以使中国在金融领域具有更为重要的地位可以加快并深化国内市场导向的经济改革，有助于建立更加平衡和稳定的全球金融体系，等等。反对方的主要理由是，作为人民币国际货币的重要条件，资本项目完全放开在短期内无法实现；推动人民币国际化的努力与亚洲区域合作的目标背道而驰；人民币国际化会使中国外汇储备进一步扩大，并陷入“特里芬”难题。

## （二）人民币区域化及其同国际化的关系

针对人民币区域化的讨论也为数众多。程恩富和周肇光（2002）认为中国经济发展规模的提高、外汇管理体制的改革、汇率的稳定等为人民币区域化创造了良好的条件。姜波克和罗得志（2002）、巴曙松（2003）、李翀（2004）等人认为在目前中国经济持续稳定发展、外汇储备充足、周边国家与地区愿意接受人民币的情况下，推进人民币区域化的时机已经成熟。

在区域化的成本收益方面，邱兆祥（2007）、戴金平等（2011）等众多文献指出人民币区域化可带来铸币税收入、节省交易成本、改善贸易环境、推进区域经济金融一体化，但同时将会削弱中央银行对人民币的控制能力，破坏货币政策的有效性，增加汇率稳定及人民币管理等方面的成本。

很多学者还探讨了人民币区域化路径选择及其同人民币国际化之间的关系。Li（2004）指出，为了消除在人民币国际化进程中的金融风险，必须采取有效的过度措施，其中最有效的方案就是区域政策协调和人民币的可自由兑换。如韩民春（2007）、范祚军（2008）等从贸易视角分析人民币区域化的路径；曹永峰（2009）从制度安排角度阐述了人民币区域化的制度建设。周元元（2008）认为，中国-东盟区域货币合作势在必行，并阐述了在加强中国-东盟区域货币合作中推进人民币区域化的策略。同样，任传东（2010）、高海红（2011）等也认为人民币应走从周边化到区域化，最后实现国际化的路线；杨长湧（2010）指出，人民币国际化的目标应该是实现在东亚、东南亚和上海合作组织的区域化。

综上，国内学者普遍形成了以下观点，即实现真正意义的人民币国际化之前，人民币区域化是必由之路。然而，他们仅是通过逻辑分析或使用间接方法作出评估，并未对现实中人民币国际化进程中呈现的特点作出深入分析。本文将弥补已有研究的不足，从货币互换协议这个崭新视角来剖析人民币国际化的进程，通过考察中国货币互换伙伴的种种经济特征及其同中国之间的经济关联，总结出规律，从而清晰地揭示出人民币国际化同区域化之间的关系。

## 三、货币互换协议及中国签署状况

### （一）货币合作与货币互换协议

在开放经济条件下，一国经济与其他国家的经济密切相关，各国在货币金融领域的相互联系与影响日益加深，因此一国（特别是大国）资本市场的波动可能会影响和波及国际资本市场，而国际资本市场也会将波动传导至其他国家的资本市场，这通常被称为市场的外溢效应。同时，在经济全球化的背景下，一国货币政策既可能影响也可能受制于别国的货币政策，因而货币政策也存在明显的外溢效应。

由于外溢效应的存在，全球资本市场和对国际货币体系管辖权的归属模糊不清，各国试图通过国际货币合作来抑制或减轻不利的溢出效应。国际货币合作也称货币政策协调，是指涉及两个或两个以上国家的货币决策机构或决策当局之间某种形式的合作关系（Obstfeld 和 Rogoff, 1996）。Mackinnon（1988）指出，目前国际货币体系中无节制的汇率浮动对国内宏观经济管理和物价稳定非常不利，而一国货币政策的目标恰恰是宏观经济和通货的稳定，对开放经济体而言，有效的国际货币合作是需要优先追求的目标。而 Haberler（1976）等认为

国内稳定是汇率稳定的前提条件，一国应优先考虑其国内的货币稳定，才有能力遵循一种更稳定和更富有预见性的汇率政策，进行国际货币合作才具备基础。

无论货币合作的有效性如何，世界各国已在实践中努力探索各种形式和层次的货币合作。近年来，在历次金融危机爆发的背景下，中国政府积极参与国际货币合作，并在货币互换领域迈出了坚实的步伐。中国参与的货币互换协议，既是防范金融风险的有效手段，又是推进人民币国际化的重要措施，本文即以货币互换协议为切入点，从一个侧面探究人民币区域化同国际化之间的关系。

货币互换也被称为“货币掉期”。进行互换的交易双方根据互补的需要，以商定的筹资本金和利率为基础，进行债务或投资的本金交换并结清利息。互换交易不仅可以降低互换双方的筹资成本，而且使有关企业、政府机构等得以利用外国资本市场，获得本来不易获得的某类币种的资金。另外，它还有助于规避外汇风险。所谓货币互换协议，是指互换双方可在必要之时，在一定规模内，以本国货币为抵押换取等额对方货币，向两地商业银行设于另一方的分支机构提供短期流动性支持。

传统的货币互换形式主要是平行贷款、背对背贷款和信用互换等，它们一般不涉及本金的转移。在此基础上发展起来的现代货币互换则既进行利息的互换，也进行本金的互换。从1981年世界上第一笔货币互换发生，国际货币互换市场不断发展，目前已成为国际金融衍生商品市场的重要组成部分。

2008年全球金融危机爆发以来，中国政府积极参与了应对危机的国际和区域合作，与周边国家和地区签署了多个双边本币互换协议，提升了共同应对金融危机的信心和能力。

## （二）中国签署货币互换协议状况

中国同其他经济体签订货币互换协议的初衷是鼓励区域金融合作，增强流动性互助能力，加强区域金融基础设施建设，充分发挥地区资金救助机制作用。但与传统的双边货币互换协议不同，2008年以来中国签署的货币互换协议具有一定的创新之处，这些创新可推动双边贸易及直接投资，并促进经济增长。其运作机制是：央行通过互换将得到的对方货币注入本国金融体系，使得本国商业机构可以借到对方货币，用于支付从对方的进口商品，这样，在双边贸易中出口企业可收到本币计值的货款，可以有效规避汇率风险、降低汇兑费用。在当前全球经贸增长乏力、外汇市场波动加剧、贸易融资萎缩的情况下，这种货币互换的内容创新，可以对促进贸易增长发挥重要作用。

另一方面，随着人民银行与有关央行/货币当局签署本币互换协议的付诸实施，新兴市场央行操作的自主性及灵活性将大为增强。这标志着新兴市场央行应对国际金融危机、维护金融稳定的能力与手段都提升到了一个新的水平，在维护区域及全球金融稳定方面将发挥更为积极的作用。特别需要指出的是，人民币是所有新签订合同的支付货币，因此货币互换协议实际上成为推进人民币国际化步骤中的重要一环。

截至2011年8月，中国人民银行已同韩国、香港等12个经济体签订了双边互换协议，总额度高达8412亿元，协议期限为3年，并且经双方同意可以展期（表1）。由于人民币是所有这些合约的支付货币，同中国签订协议的货币互换伙伴可以使用货币互换所取得的人民币支撑其本国（地区）货币，具体表现为使用人民币直接干预外汇市场，使其自身金融机构远离外汇市场以避免本币汇率被压低。从这个意义上说，互换协议的广泛签订意味着人民币已经成为一种载体货币。<sup>1</sup>

早在1997年亚洲金融危机爆发以后，中国便一直在区域金融方面进行探索。目前中国已经成为清迈倡议框架下双边互换协议最大的资金供给者之一，同时也积极参与区域多边政策对话和经济监控机制。在清迈倡议框架之下，中国已经分别同日本、韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾签署了双边互换协议，总额达235亿美元。其中中国与日本、韩国、

<sup>1</sup> 所谓载体货币，是指在发行该种货币以外国家的国际交易中被广泛用作度量标准的货币。

表 1 中国签订双边货币互换协议状况（截至 2011 年 8 月）

伙伴	签订时间	额度（亿元）	期限	目的及用途
韩国	2008-12-12	1800	3 年，经双方同意可以展期	方便韩国在华企业进行融资，推动双边贸易发展。维护金融安全
香港	2009-1-20	2000	同上	有需之时向两地商业银行的分支机构提供短期流动资金。为发债提供资金供给
马来西亚	2009-2-8	800	同上	方便双边结算、降低美元汇率风险、刺激双边贸易。维护金融安全
白俄罗斯	2009-3-11	200	同上	推动双边贸易及投资，促进两国经济增长；白俄罗斯将人民币作为储备货币
印度尼西亚	2009-3-23	1000	同上	支持双边贸易及直接投资以促进经济增长，并未稳定金融市场提供短期流动性
阿根廷	2009-4-2	700	同上	支持双边贸易及投资以促进经济增长；人民币充当支付结算工具
冰岛	2010-6-9	35	同上	推动双边贸易及投资，加强双边金融合作
新加坡	2010-7-23	1500	同上	推动双边贸易及投资，加强双边金融合作
新西兰	2011-4-18	250	同上	加强双边金融合作，促进两国贸易和投资
乌兹别克斯坦	2011-4-19	7	同上	加强双边金融合作，促进两国贸易和投资
蒙古	2011-5-6	50	同上	促进双边贸易发展和为金融体系提供短期流动性
哈萨克斯坦	2011-6-13	70	同上	加强双边金融合作，便利两国贸易和投资
俄罗斯	2011-6-23	双边本币结算协议		进一步加深中俄两国的金融合作，促进双边贸易和投资增长

资料来源：根据中国人民银行发布的信息整理

菲律宾和印度尼西亚签署的互换协议使用本币支付，其他协议也能够使用美元支付（表 2）。2008 年全球金融危机以来，清迈倡议基金的规模逐渐扩张扩大，目前经过多边机制安排的储备基金已到 1200 亿美元，中国为其提供的份额为 32%。

另外，2011 年 6 月 23 日，中国人民银行与俄罗斯联邦中央银行签订了新的双边本币结算协议。协议签订后，中俄本币结算从边境贸易扩大到一般贸易，并扩大地域范围。协议规定两国经济活动主体可自行决定用自由兑换货币、人民币和卢布进行商品和服务的结算与支付，这将进一步加深中俄两国的金融合作，促进双边贸易和投资增长，并推动人民币在周边国家成为载体货币的步伐。

清迈倡议下的互换伙伴，以及 2008 年以来签订货币互换协议的伙伴，连同俄罗斯，共 16 个经济体。这些经济体中既有与中国领土接壤的国家，如俄罗斯、蒙古、哈萨克斯坦等；又有同中国具有密切贸易往来的东盟国家，如马来西亚、新加坡、印度尼西亚等；还包括地理距离较远、经贸关系被认为不甚密切的国家，如白俄罗斯、冰岛、阿根廷等。既然货币互换协议是推动人民币国际化的重要举措，因而可以通过分析中国的货币互换伙伴，从货币互换视角剖析人民币国际化的路径，以及国际化和区域化之间的关联。后文将通过计算中国同互换伙伴之间的贸易投资联系和经济联动关系等考察互换伙伴的种种特征，从而剖析影响互换协议签订的各种因素，并以此阐明人民币区域化同国际化之间的次序与关联。

表 2 清迈倡议框架下中国签订的双边货币互换协议

伙伴	签订时间	流向	货币	额度 (亿美元)
泰国	2001-12-6 (2005-12-5 终止)	单向	美元/泰铢	20
日本	2002-3-28	双向	人民币/日元 日元/人民币	60
韩国	2002-6-24	双向	人民币/韩元 韩元/人民币	80
马来西亚	2002-10-9	单向	美元/林吉特	15
菲律宾	2003-8-29 (2006-10-17 修正)	单向	人民币/比索	20
印度尼西亚	2003-12-30 (2006-10-17 修正)	单向	人民币/卢比	40

资料来源：日本银行。转引自高海红、余永定，“人民币国际化的含义与条件”，《国际经济评论》2010 年第 1 期

#### 四、中国与货币互换伙伴的贸易投资联系

##### (一) 双边贸易依存度

从现实来看，人民币国际化已“始于贸易”，当前中国政府推进人民币国际化的措施也主要集中在促进贸易发展领域，无论是大力推进跨境贸易人民币结算，还是签订货币互换协议，其最根本的目标都是在国际上实现人民币交易媒介的职能，推动中国同伙伴国（地区）的双边贸易与投资（见表 1 中“目的与用途”一栏）。为此，我们首先考察中国同货币互换伙伴之间的贸易投资联系，探究双边贸易投资关系是否是签订货币互换协议的重要影响因素。

我们计算了中国同 16 个伙伴 2002 年至 2010 年的双边贸易依存度（表 3）。<sup>2</sup>对于中国来说，日本是最为重要的贸易伙伴，中国对日贸易依存度在考察期内的平均值高达 13.4%，对香港和韩国的依存度也较高，分别为 9.6% 和 7.3%。中国对东盟国家存在着较大的进口需求，因而同这些国家也存在较强的贸易依存关系，贸易依存度均超过 1%，对马来西亚的贸易依存度还超过了 2%。中国对俄罗斯的贸易依存度接近 2%，而对其他货币互换伙伴的贸易依存度很小，其中最小的是冰岛，同中国的贸易额仅占中国贸易总额的 0.006%，几乎可以忽略不计。对于货币互换伙伴来说，大多数国家都对具有中国具有较强的贸易依赖性，对华贸易依存度最高的是蒙古（43.5%），香港、韩国、马来西亚和印度尼西亚均超过了 10%。只有白俄罗斯和冰岛对华贸易依存度较小，但相对于中国对这两国的依存度，同中国开展贸易对这两个国家具有较为重要的意义。由此可以初步看出，同中国签订货币互换协议的经济体大多同中国具有十分紧密的贸易关系，同中国开展贸易在这些经济体的贸易体系中占据十分重要的地位；与此同时，中国对一些经济体（主要是东亚经济体）也具有较高的贸易依存度，基于进一步推动贸易发展的相互需要促成了货币互换协议的签订。

分别考察中国同货币互换伙伴的进口依存度和出口依存度，能为互换协议的签署动因提供更深刻的洞察。在进口方面，由于目前东亚和欧美形成了独特的三角贸易格局，即中国从东亚各经济体进口零部件，在国内组装为制成品后出口到欧美国家（Hummels 等，2001），因而中国对日本、韩国，以及马来西亚等东盟国家的进口依存度要高于整体的贸易依存度。

<sup>2</sup> 2002 年是中国加入世界贸易组织之后的第一年，将其作为考察期起点可使分析更有代表性。本文的贸易依存度不涉及 GDP 因素。A 国对 B 国的贸易依存度表示一定时期内 A 国与 B 国的贸易额占 A 国同世界贸易额的比重；将贸易额换成进口额和出口额，可以分别得到 A 国对 B 国的进口依存度和出口依存度。

除俄罗斯外，中国对东亚以外经济体的进口依存度均较低。出口方面，在 16 个互换伙伴中，中国只对香港和日本的出口依存度较高，分别为 16% 和 11.6%，其他经济体都不是中国重要的出口市场。

站在货币互换伙伴的角度，除了冰岛和白俄罗斯，其他经济体无论在进口还是在出口方面，都对具有中国较高的依存度。中国是香港、蒙古、日本、韩国和印度尼西亚的重要进口来源，这些经济体对华进口依存度均大于 13%，其中香港接近 40%，而马来西亚、乌兹别克斯坦、俄罗斯和菲律宾从中国进口的比重也都在 10% 左右。这充分表明入世之后中国出口贸易发展的成就：中国产品已经凭借强劲的竞争力渗透到世界各地，在很多国家的市场上具有重要的地位。中国还是众多伙伴的重要出口市场，其中蒙古在考察期内对中国市场严重依赖，有超过 55% 的产品销往中国。对华出口依存度较高的还有菲律宾（25%）、韩国（23%）、日本（16.6%）和马来西亚（14.3%）。值得注意的是香港对中国大陆的出口依存度仅为 4%，意味着香港同大陆之间的贸易联系更多在于进口方面（进口依存度为 38.6%），大量的大陆商品经香港转口销往他国，香港已成为大陆很多类商品的出口平台。

表 3 中国同货币互换伙伴之间的贸易投资联系

伙伴	贸易依存度 (中国对伙伴)	贸易依存度 (伙伴对中国)	进口依存度 (中国对伙伴)	进口依存度 (伙伴对中国)	出口依存度 (中国对伙伴)	出口依存度 (伙伴对中国)	对华投资 (亿美元)	FTA
韩国	7.346	18.06	10.451	13.328	4.646	23.065	34.721	1
香港	9.569	21.759	2.175	38.577	16.018	4.053	273.807	1
马来西亚	2.166	12.167	3.041	9.532	1.402	14.317	3.332	1
白俄罗斯	0.028	1.143	0.040	0.715	0.018	1.636	n.a.	0
印度尼西亚	1.265	11.213	1.424	13.468	1.123	9.730	1.266	1
阿根廷	0.376	6.931	0.550	5.026	0.224	8.158	0.132	0
冰岛	0.006	1.135	0.005	1.342	0.008	0.910	0.013	0
新加坡	2.204	7.101	2.152	8.294	2.24	6.023	29.341	2
新西兰	0.203	6.216	0.234	5.646	0.175	6.806	0.725	1
乌兹别克斯坦	0.047	8.686	0.043	9.297	0.051	7.675	n.a.	0
蒙古	0.081	43.557	0.113	25.041	0.054	55.284	0.010	0
哈萨克斯坦	0.479	9.863	0.525	8.178	0.438	10.957	0.047	0
俄罗斯	1.945	7.993	2.360	10.787	1.569	6.590	0.562	0
日本	13.434	15.992	15.610	15.343	11.564	16.616	44.147	0
菲律宾	1.038	17.298	1.495	10.610	0.651	25.131	1.722	1
泰国	1.543	9.564	2.168	6.843	1.001	12.178	1.391	1

注：依存度和投资数额均为 2002 年至 2010 年的平均值，白俄罗斯和乌兹别克斯坦对华投资额很小，可以忽略不计；各类依存度的单位均为百分比；FTA 表示同时包含中国和货币互换伙伴的自由贸易协定的个数。

资料来源：贸易依存度根据联合国 Comtrade 数据库中的数据计算而得 (<http://comtrade.un.org/db/>)；投资额来源于国研网统计数据库 (<http://data.drcnet.com.cn/>)；FTA 数据来源于 WTO 官方网站

(<http://rtais.wto.org/UI/PublicMaintainRTAHome.aspx>)

## （二）货币互换伙伴对华投资及签署 FTA 状况

签署货币互换协议除了可以促进双边贸易之外，也将推动直接投资的发展。从表 1 可见，16 个货币互换伙伴 2002 年至 2010 年对华投资的平均值差异显著。香港以平均每年 273.8 亿美元的投资额高居榜首，排在第二至四位的是日本（44 亿美元）、韩国（34.7 亿美元）和新加坡（29.3 亿美元），年均投资额介于 20 至 50 亿美元之间。但其他伙伴国对华投资额相

对较少，马来西亚对华年均投资额为 3.3 亿美元，东盟其余三国投资额均为 1 亿多美元。而其他国家，包括中国周边国家，以及新西兰、阿根廷等经济绩效较好的国家，对华投资额均小于 1 亿美元。

中国对外投资方面，2009 年这 16 个货币互换伙伴中吸收来自中国直接投资超过 2 亿美元的有 6 个。<sup>3</sup>其中香港吸收投资 356 亿美元，占当年中国全部对外直接投资流量的 63%。吸收中国对外直接投资额较高的国家还有新加坡（14 亿美元）和俄罗斯（3.5 亿美元），另外中国对蒙古、韩国和印尼的投资额也超过了 2 亿美元，但对其余伙伴的投资额均小于 1 亿美元。

综上，在已签署货币互换协议的伙伴中，并非都同中国具有密切的投资往来，相反，很多国家对华投资和吸引中国投资数额均很小。这意味着，同伙伴国（地区）之间直接投资数额的大小并不是签订货币互换协议的决定性影响因素。

表 1 的最后一列是中国同货币互换伙伴签署自由贸易协定（FTA）的情况。FTA 是一种 WTO 规则所允许的贸易安排，加入 FTA 的成员之间实行自由贸易，而对来自 FTA 之外的成员实施进口限制。中国-东盟自由贸易协定包含了中国和东盟 10 国，《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）实现了大陆同港澳之间的贸易自由化，另外中国还同韩国、新西兰和新加坡分别签署了双边 FTA。而其他 8 个货币互换伙伴并未同中国签署过 FTA，这样看来，是否加入同一个自由贸易协定对于中国签署货币互换协议的对象选择也未产生重要的影响作用。

### （三）小结

总体来看，同中国签署货币互换协议的伙伴都对中国具有较高的贸易依存度，而中国对许多伙伴的贸易依存度则较低，甚至不足 1%。中国同东亚经济体的贸易依存关系十分紧密，无论是从进口依存度还是出口依存度的视角衡量。货币互换伙伴大都对中国产品具有强烈的需求，中国的出口竞争力从伙伴对中国的进口依存度中十分明显的体现出来。随着中国经济的增长和产业结构变迁，其进口需求逐渐攀升，因此中国又成为很多伙伴的重要出口市场。

中国吸引外资和对外直接投资非常集中于香港，日、韩、新加坡对华投资额也十分可观，除此之外，中国同货币互换伙伴之间的投资关系并不十分密切。中国与 8 个货币互换伙伴曾签订过 FTA，而同另外 8 个伙伴并无这种关系。这些都表明，协议双方以货币互换协议推进贸易发展的动机十分明显，而直接投资和 FTA 关系并非货币互换协议签署的重要影响因素。

## 五、中国与货币互换伙伴的经济联动关系

考察中国同签署货币互换协议伙伴之间的经济联动关系，可以从另一个侧面剖析签署协议的影响因素，通过对双方通货膨胀率相关系数和双方货币对美元汇率的相关系数进行考察，可以回答以下两个问题：中国同这些伙伴的宏观政策目标是否具有一致性？是否在汇率政策领域进行过卓有成效的协调？

### （一）通货膨胀的关联程度

通货膨胀率是衡量国家间政策目标是否一致的一个重要指标（Mundell, 1961）。我们计算了 1993 年至 2009 年中国同货币互换伙伴之间通货膨胀率的相关系数，并以 2001 年为界，分别计算中国入世前后的通胀率相关系数（表 4）。<sup>4</sup>在整个考察期内，同中国通胀率相关系

<sup>3</sup> 数据来源：国家商务部《2009 年度中国对外直接投资统计公报》。下载地址：[http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/wztj/jwtztj/t20100920\\_126763.htm](http://www.fdi.gov.cn/pub/FDI/wztj/jwtztj/t20100920_126763.htm)。由于中国各年度对各国（地区）的投资额无法获得，我们仅以 2009 年对部分伙伴的投资额来说明。

<sup>4</sup> 考察期从 1993 年开始的原因如下。1992 年中共十四大上明确了中国改革开放的目标是建立社会主义市场经济，我们选取此后的数据进行考察；白俄罗斯、乌兹别克斯坦和哈萨克斯坦三国的数据从 1993 年之后才可获得；截至本文写作时可获得数据的最近年份为 2009 年。

表 4 中国同货币互换伙伴之间的经济联动关系

伙伴	通胀率相 关系数(I)	通胀率相 关系数(II)	通胀率相 关系数(III)	汇率相关 系数(I)	汇率相关 系数(II)	汇率相关 系数(III)	汇率相关 系数(IV)
韩国	0.494	0.398	0.546	-0.161	-0.012	-0.043	0.499
香港	0.821	0.818	0.679	0.409	-0.067	-0.525	-0.425
马来西亚	0.364	0.308	0.594	0.860	-0.587	0.948	0.814
白俄罗斯	0.870	0.877	-0.455	0.643	-0.125	-0.610	0.897
印度尼西亚	-0.237	-0.374	-0.196	-0.283	-0.062	0.294	0.580
阿根廷	-0.075	0.691	-0.512	-0.679	-0.148	-0.360	-0.548
冰岛	-0.302	-0.409	0.099	-0.720	-0.135	-0.444	0.328
新加坡	0.488	0.815	0.822	0.928	-0.069	0.971	0.878
新西兰	0.089	0.251	0.547	0.456	-0.154	0.799	0.612
乌兹别克斯坦	0.852	0.855	-0.554	n.a.	n.a.	n.a.	-0.720
蒙古	0.547	0.483	0.759	-0.806	0.058	-0.598	0.505
哈萨克斯坦	0.806	0.812	0.770	-0.045	-0.054	0.660	-0.174
俄罗斯	0.632	0.589	-0.312	0.079	-0.133	0.959	0.120
日本	0.413	0.299	0.863	0.833	-0.077	0.664	0.766
菲律宾	0.393	0.344	0.543	0.814	0.122	0.879	0.785
泰国	0.403	0.302	0.656	0.890	-0.135	0.827	0.818

注：通胀率相关系数（I）为 1993 年至 2009 年的相关系数，系数（II）和系数（III）分别为 1993 年至 2001 年（中国入世前）和 2002 年至 2009 年（中国入世后）的相关系数；汇率相关系数（I）为 2002 年 1 月至 2011 年 7 月的相关系数，系数（II）、（III）、（IV）分别为 2002 年 1 月至 2005 年 7 月、2005 年 8 月至 2008 年 8 月，以及 2008 年 9 月至 2011 年 7 月的相关系数。n.a.表示数据无法获得。

资料来源：通胀率相关系数根据世界银行统计数据计算而得（<http://data.worldbank.org/indicator/>）；汇率相关系数通过各国货币兑美元汇率计算而得，原始数据来源于中国国家外汇管理局网站和相关国家中央银行网站。

数最高的经济体是白俄罗斯，高达 0.87，中国同乌兹别克斯坦、香港、哈萨克斯坦的相关系数也超过了 0.8。由于香港同大陆之间具有十分密切的各种联系，所以港府同中央政府之间的宏观政策目标具有高度的一致性，从而表现为大陆和香港的通货膨胀率高度相关。前苏联的三个加盟共和国，在独立之后迅速走上了市场经济的道路，尽管其开始时间晚于中国，但他们的变革是一夜之间发生的，进程很快，因而 1993 年以来这些国家的通胀率同中国通胀率高度相关。俄罗斯的状况与上述三国大体相同，其与中国通胀率的相关系数也高达 0.63。中国周边国家及东盟国家，除印度尼西亚之外，都表现出与中国较为密切的经济联动关系，通胀率相关系数均介于 0.3 至 0.5 之间。新西兰、阿根廷同中国的相关系数接近于 0，表明这两国宏观经济运行趋势同中国的运行趋势几乎没有关联；而印尼和冰岛同中国的相关系数介于-0.2 至-0.3 之间，表明这两国的宏观政策目标有可能同中国存在高度不一致。

以中国入世为界将观察期分为两段，可以看出一些伙伴的通胀率与中国通胀率的相关性在不同时期存在显著差异。白俄罗斯、乌兹别克斯坦和俄罗斯三国是最为典型的例子，它们同中国的通胀率相关系数在 1993 年至 2001 年间为正，且绝对值较大，但 2002 年至 2009 年的相关系数为负，表明 2002 年之后，同样是转型国家，中国同前苏联加盟共和国的经济发展路径发生了较为明显的分化，因而体现在宏观政策目标的不一致上来。阿根廷、冰岛同中国的通胀率相关系数在两阶段也发生了符号改变，意味着这两个国家同中国的宏观政策目标一致性发生了重大变化。

大多数伙伴同中国的通胀率相关系数在两阶段大体相同，特别是东亚经济体，除菲律宾之外均保持了正相关关系并且取值范围没有发生剧烈变动。系数范围在两阶段变化较大的是日本，02年以前相关系数仅为0.3，而02年后相关系数变为0.86，表明中国入世后中日两国在宏观政策目标方面趋于一致。

## （二）人民币与其他货币汇率的联动关系

美元是最重要的国际货币之一，考察各国货币同美元之间汇率的联动关系，可以初步地探究中国同货币互换伙伴之间的汇率政策目标是否一致，或者双方是否对汇率政策进行了协调。我们使用周度数据计算了2002年1月至2011年7月人民币同货币互换伙伴货币对美元汇率的相关系数，并以中国实施汇率改革（2005年7月）、美国金融危机爆发（2008年8月）为界限，将整个考察期划分为三个阶段，分别考察各阶段的汇率相关系数。

在整个考察期内，日本和一些东盟国家的汇率同人民币汇率之间的相关系数很高，其中人民币与日本、马来西亚、菲律宾和泰国货币的相关系数介于0.8至0.9之间，同新加坡元的相关系数甚至达到了0.93。但分阶段来看，中国汇改前，人民币同日元、马来西亚林吉特、新加坡元、泰铢的汇率相关系数为负，汇改后的两个阶段相关系数才转为正值。实际上，2005年汇改之前，人民币汇率一直盯住美元，而其他国家货币采取浮动汇率制或有管理的浮动汇率制（见表5），汇率主要受外汇市场供求的影响，因此该阶段这些货币同人民币汇率的相关性较弱；2005年7月之后人民币对美元逐渐升值，表现出持续的“去美元化”倾向，因而此后两个阶段同上述东亚国家的汇率变动表现出高度的一致性。菲律宾货币同人民币汇率的相关系数在第一阶段尽管为正值，但绝对值很小，而到后两个阶段相关系数增至较高水平，也是由于第一阶段中国采取了单一盯住美元的汇率制度。基于相同原因，印度尼西亚货币同人民币汇率的相关系数虽然在整个考察期为负，但是由第一阶段的负值引发的，后两阶段的相关系数转为正值。

港币同人民币汇率的相关系数在整个考察期为正，但在三个阶段均为负值。这是由于香港采取了“货币局制度”，汇率严格同美元相联系，因而港币同人民币汇率变动趋势存在差异的缘故。韩元同人民币的相关系数在整个考察期内为负值，并且在前两个阶段也均为负值，但第三阶段转为正值，表明金融危机爆发后，中韩两国谋求各种经贸合作，不仅签订了双边FTA，而且在汇率政策上可能也存在某种协调。中国同蒙古及前苏联加盟共和国，以及阿根廷、冰岛等距离较远的国家之间的汇率相关性较弱，相关系数的符号在不同阶段时常变化，且负值很多，但同俄罗斯和新西兰的汇率相关性较强，除第一阶段的汇率相关系数为负，整个考察期及后两个阶段系数均为正值。

## （三）小结

中国同大部分东亚伙伴在宏观经济政策目标方面具有一致性，无论是全部考察期，还是入世前后两个阶段，中国同这些经济体的通货膨胀率相关系数均为正值且前后变动不大。同东亚以外伙伴宏观经济政策目标的一致性相对较弱，体现在通胀率相关系数的符号在不同阶段会发生变化。

从中国入世到05年汇改之前，人民币同几乎全部伙伴的货币对美元汇率的相关系数均为负，但汇改之后，日元及东盟国家货币同人民币汇率的相关系数均转为正值，充分表明汇改之后，人民币对美元逐渐升值，人民币汇率形成机制逐渐朝市场化转变，并且中国同东盟的货币政策协调已初步展开，因而同东盟国家汇率的联动性显著加强。中国同日本、东盟以外各伙伴汇率的联动性相对较弱，意味着中国同这些伙伴的汇率政策目标差异较大，而且货币政策协调并未在更广泛的范围内展开。

综合以上分析，宏观经济政策目标的一致性和汇率政策的协调程度并非是中国签署货币互换协议的重要影响因素。

## 六、其他特征与双边汇率波动

考察与中国签订货币互换协议的伙伴的汇率制度、资本账户开放程度、同中国的地理距离，及这些经济体货币对人民币汇率的变异系数，可以进一步探究签订协议的影响因素。

#### （一）货币互换伙伴的其他特征

同中国签订货币互换协议的伙伴分布较广，除非洲之外，世界各大洲均有分布（表5）。同中国距离最近的是韩国，首都之间不到1000公里，最远的是阿根廷，接近两万公里。日本及东盟各国首都同北京间的距离介于2000到5500公里之间。蒙古同中国首都之间距离仅为1172公里，前苏联加盟共和国与中国首都之间距离介于3000到6500公里之间。此外，冰岛和新西兰同中国相聚较远。很多地理距离较远的国家同中国签订了货币互换协议，可见地理距离接近并非是中国与其签订协议的必要条件。另外，结合表3和表5中的数据可见，同中国相距较远的经济体同中国的双边贸易依存度相对较低，<sup>5</sup>这一方面验证了国际贸易引力模型中关于地理距离会阻碍双边贸易开展的命题（Tingbergen, 1962; Anderson 和 van Wincoop, 2003），另一方面，互换伙伴同中国的地理距离和贸易依存度分布较广，意味着中国选择货币互换伙伴时并非拘泥于某一特定指标。

根据IMF的划分标准，中国的汇率制度属于“爬行钉住”制，与中国同属这一类型的货币互换伙伴只有乌兹别克斯坦。<sup>6</sup>其余伙伴当中，较发达经济体大多采取“独立浮动”制，香港采取“货币局制度”，东盟国家主要采取“不事先确定汇率路径的管理浮动”制，而蒙古、俄罗斯等采取“其他传统的固定钉住汇率制度”。

人民币已经实现了经常项目的可自由兑换，但在资本项目下仍存在较多管制。同中国签订货币互换协议的伙伴中，资本账户开放程度存在显著差异。Quinn（2008）根据IMF的公报计算了世界各经济体的资本账户开放度，取值在0到1之间，数值越大意味着开放程度越高。测算结果显示，香港的资本账户开放度为1，随后是新加坡（0.97）和新西兰（0.83），其他东亚国家的开放度从0.28（菲律宾）到0.67（日本）不等，冰岛的资本账户开放度最低，仅为0.28。Quinn（2008）未计算蒙古和前苏联加盟共和国的开放度，根据IMF公报和各国央行发布的文件，我们预计这些国家的资本账户开放度较低，取值在0.4以下。

综合以上分析，中国同互换伙伴之间汇率制度的不同、资本账户开放度的差异并未构成货币互换协议签署的障碍。

#### （二）双边汇率波动状况

为进一步考察中国同互换伙伴之间的经济联系，我们使用周度数据计算了2002年1月至2011年7月人民币同伙伴国（地区）货币之间汇率的变异系数。<sup>7</sup>

在整个考察期内，各种货币同人民币之间的汇率相对较稳定，特别是东亚伙伴，其货币同人民币之间汇率的变异系数较小，大都在0.1以下。同样按照中国实施汇率改革（2005年7月）、美国金融危机爆发（2008年8月）为界限，将整个考察期划分为三个阶段，各阶段人民币同东亚货币的变异系数仍然较小，但变异系数在不同阶段会发生变动。这不仅说明人民币同这些货币之间的汇率相对稳定，而且表现出人民币汇率生成机制的变化：在汇改之前主要是钉住美元，汇改之后钉住一篮子货币，货币篮子中日元和东盟货币的权重不断提升。而金融危机爆发后，人民币同一些货币汇率的变异系数又有所增大，说明为应对金融危机，各经济体各自采取了汇率政策对自身经济进行调节，从而体现出东亚经济体“各自为政”的政策取向。

在整个考察期，中国同韩国、印尼、新西兰、蒙古、俄罗斯、哈萨克斯坦的汇率变异系数介于0.1到0.2之间，表明人民币同这些国家货币间汇率的波动程度相对较大。但分阶段

<sup>5</sup> 中国对各伙伴的贸易依存度同地理距离之间的相关系数为-0.4，而各伙伴对中国的贸易依存度同地理距离之间的相关系数为-0.5。

<sup>6</sup> 爬行钉住是指本币与外币保持一定的平价关系，但是货币当局根据一系列经济指标频繁地小幅调整平价。

<sup>7</sup> 变异系数等于标准差除以均值，是一个无量纲的指标，可以消除单位及平均数不同对多组数值变异程度比较的影响，从而准确地衡量人民币同各伙伴货币之间汇率的变异程度。

表 5 货币互换伙伴的特征及其同中国的其他联系

伙伴	地理距离 (公里)	汇率制度	资本账户 开放度	汇率变异 系数(I)	汇率变异 系数(II)	汇率变异 系数(III)	汇率变异 系数(IV)
韩国	955.651	独立浮动	0.479	0.162	0.072	0.077	0.079
香港	1976.249	货币局制度	1.000	0.090	0.002	0.057	0.020
马来西亚	4355.047	不事先确定汇率路 径的管理浮动	0.597	0.045	0.001	0.020	0.051
白俄罗斯	6480.601	其他传统的固定钉 住汇率制度	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.218
印度尼西亚	5220.879	不事先确定汇率路 径的管理浮动	0.632	0.133	0.056	0.056	0.091
阿根廷	19297.47	其他传统的固定钉 住汇率制度	0.361	0.219	0.133	0.067	0.078
冰岛	7889.944	独立浮动	0.285	0.361	0.143	0.126	0.062
新加坡	4484.657	不事先确定汇率路 径的管理浮动	0.972	0.040	0.032	0.020	0.048
新西兰	11041.03	独立浮动	0.826	0.149	0.174	0.053	0.122
乌兹别克斯坦	3943.621	爬行钉住	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.090
蒙古	1172.047	其他传统的固定钉 住汇率制度	n.a.	0.179	0.008	0.069	0.073
哈萨克斯坦	3277.169	其他传统的固定钉 住汇率制度	n.a.	0.132	0.057	0.040	0.074
俄罗斯	5795.045	其他传统的固定钉 住汇率制度	n.a.	0.126	0.046	0.021	0.066
日本	2098.111	独立浮动	0.667	0.076	0.073	0.042	0.060
菲律宾	2850.319	独立浮动	0.278	0.051	0.036	0.054	0.028
泰国	3303.891	不事先确定汇率路 径的管理浮动	0.375	0.062	0.039	0.070	0.044

注：地理距离表示中国同互换伙伴首都之间的距离；资本账户开放度为 Quinn (2008) 根据 IMF 公布的《汇率安排与汇率管制》计算的各经济体 1999 年数据，1 为完全开放，0 为完全管制；汇率变异系数 (I) 为 2002 年 1 月至 2011 年 7 月人民币与伙伴国（地区）货币之间汇率的变异系数，系数 (II)、(III)、(IV) 分别为 2002 年 1 月至 2005 年 7 月、2005 年 8 月至 2008 年 8 月，以及 2008 年 9 月至 2011 年 7 月的变异系数。  
数据来源：地理距离来源于 CEPII 统计数据库 (<http://www.cepii.fr/francgraph/bdd/distances.htm>)；汇率制度来源于 IMF 的划分 (<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>)；资本账户开放度来源于 Quinn (2008)；汇率变异系数由 OANDA 的原始数据计算而得 (<http://www.oanda.com/currency/average>)。

的计算结果显示，汇率变异系数在三个阶段均小 0.1，又说明在较短时期内中国同这些国家货币的汇率比较稳定。阿根廷和冰岛两国货币同人民币汇率之间的波动程度最大，汇率变异系数在整个考察期内分别为 0.22 和 0.36。尽管上述经济体的货币对人民币汇率不稳定，但它们仍对中国有较强的贸易依赖性，为减少汇率波动给贸易带来的损失是货币互换协议签订的推动力量。

### (三) 小结

同中国签署货币互换协议的伙伴分布广泛，汇率制度和资本账户开放度各异；总体来说，各国（地区）货币对人民币的汇率相对比较稳定（特别是在短期），而东亚伙伴货币对人民

币汇率更为稳定。这些特征表明地理距离、汇率制度和资本账户开放程度不是影响签署货币互换协议的重要因素，而稳定的双边汇率可能是签署货币互换协议的积极影响因素。

## 七、结论性评述

签署货币互换协议是中国政府推进人民币国际化的重要举措，本文通过考察中国同货币互换伙伴的贸易投资联系、宏观经济联动关系、汇率政策的一致性、双边汇率的稳定性，以及互换伙伴的地理特征、汇率制度和资本账户开放度等因素，来探究货币互换协议签订的影响因素，并以此阐明人民币区域化同国际化之间的次序与关联。研究表明，中国同货币互换伙伴以互换协议推进贸易发展的动机十分明显，稳定的双边汇率可能是签署货币互换协议的重要推进力量，而其他各种联系与特征均不是签署货币互换协议的重要影响因素。通过这样的观察，可以为我们探讨人民币国际化与人民币区域化之间的关系提供洞察和启示。

人民币是所有货币互换协议中的支付货币，因而协议的签订不仅是促进双边贸易与投资、维护金融稳定的重要措施，更是促成人民币作为一种载体货币、从而推动人民币国际化的重要手段。这项旨在推动人民币国际化的举措并未沿着率先在东亚地区全面实施，进而推向区域外的路径展开，而是采取周边、东亚区域内、区域外“全面开花”的推进方式，这意味着在实践中人民币先区域化再国际化的信条已经被摒弃。进一步地，如果人民币区域化是国际化的必由之路，那么货币互换协议应该主要与东亚经济体签署，在东亚区域外也可以有货币互换伙伴，它们应该同中国在贸易、投资、宏观经济政策目标以及汇率政策目标等方面具有密切联系或高度一致性。然而，本文的统计分析表明，货币互换伙伴除地理分布上广泛以外，还在诸多方面存在差异，不仅发达程度和发展模式迥异，而且在汇率制度和资本账户开放度方面也存在较大差别。同时，中国与很多货币互换伙伴之间的投资联系并不密切，由通货膨胀率相关系数也反映出宏观经济目标不一致，人民币同伙伴国（地区）货币对美元汇率相关系数还反映出汇率政策不一致。东亚区域外的货币互换伙伴同中国的各种关系并不密切，政策目标上也不具一致性，在此条件下，货币互换协议仍然签署，这样的事实表明，人民币国际化在现阶段主要是基于双边贸易依存关系和稳定的双边汇率而展开的，同时兼有维护国际关系、扩展国际影响的目标，<sup>8</sup>而不是建立在区域化基础之上的。这意味着，人民币国际化的路径异常复杂且具有多重目标导向，人民币区域化并非人民币国际化的必由之路。

“人民币先区域化再国际化”的构想看似具有合理性，但在实践中并未得到贯彻，这同东亚货币合作迟迟未取得显著进展是密切相关的。其根本原因在于：区域内各经济体的政治、经济、文化背景差异显著，有效的政策协调在短期内无法实现。首先，东亚区域内包含中国和日本两个重要的国家，由于历史原因和当前经济发展的竞争关系，使得两国真正在东亚区域内参与并推进货币合作绝非易事，东亚国家间的领土纷争问题也在一定程度上成为区域货币合作的制约因素。第二，东亚国家间经济发展不平衡，区域货币合作给各方带来的福利效应差异明显，甚至一些经济体会因此受损，所以推进区域货币合作过程中的利益协调问题亟待解决。第三，东亚各国处于“主权扩张期”并面临金融全球化的巨大风险（李晓，2011），在这种背景下，涉及主权的货币合作将很难推进。东亚的现实状况也表明，中国同东亚以外的伙伴进行货币合作，将人民币推向更广阔的区域有时更容易，人民币区域化并非国际化的必由之路。

从中国签署货币互换协议的实践出发，我们将其与签署自由贸易协定（FTA）进行比较。由于 FTA 常常由地理位置比邻或相近的经济体签署，因此学术界和政府常常将 FTA 称为“区域贸易协定”（RTA）。<sup>9</sup>但这样名称并不科学，很多 FTA 往往并非在临近的国家间签订，所

<sup>8</sup> 实际上，同冰岛、白俄罗斯等国签订互换协议等同于中国给予这些国家单方面支援。这样，同区域外小国签署协议反映出中国承担国际责任、努力提高在国际社会中影响的姿态。

<sup>9</sup> 例如 WTO 即采用 RTA 的名称，其网站中专门开辟一个栏目介绍自由贸易协定，栏目名称为 RTA。

以更为确切的名称应该是“特惠贸易协定”(PTA),这可以表明签署协定的国家间实现了贸易自由化而对协定之外国家实施贸易壁垒的本质。<sup>10</sup>既然自由贸易协定可以跨越区域在十分广阔的范围内签署,那么货币互换协议也应不囿于某一区域范围之内,应该根据国家整体目标和市场运行状况加以推进。这样,以货币互换协议为手段的人民币国际化在现阶段就不应局限在东亚区域范围之内。

本文的统计结果表明,双边贸易联系是中国同各伙伴签署货币互换协议的重要因素。这一特点连同跨境贸易人民币结算的全面推进,可以看出中国政府推进人民币国际化的首要目标还是促进贸易发展。但真正的人民币国际化要超越贸易领域,向更深、更广的层次发展,努力推进资本输出、使人民币成为储备货币不仅是人民币国际化的应有之义,而且是改善巨额外汇储备局面、在国际经济交往中使中国实现更大经济利益重要举措。

### 参考文献:

- 巴曙松,“人民币国际化从哪里切入”,《金融经济》2003年第8期
- 曹永峰,“人民币区域化的制度建设探讨”,《浙江金融》,2009年第4期
- 程恩富、周肇光,“关于人民币区域化和国际化可能性探析”,《当代经济研究》2002年第11期
- 戴金平、杨迁、邓郁凡,“国际货币体系变革中的人民币国际化”,《南开学报(哲学社会科学版)》2011年第3期
- 范祚军,“基于贸易与货币竞争视角的CAFTA人民币区域化策略”,《国际金融研究》2008年第10期
- 范祚军、关伟,“基于贸易与货币竞争视角的CAFTA人民币区域化策略”,《国际金融研究》2008年第10期
- 高海红,“人民币成为区域货币的潜力”,《国际经济评论》2011年第2期
- 高海红、余永定,“人民币国际化的含义与条件”,《国际经济评论》2010年第1期
- 韩民春,“基于贸易视角的人民币区域化研究”,《经济学(季刊)》2007年第6卷第2期
- 姜波克、罗得志,“最优货币区理论综述——兼述欧元、亚元问题”,《世界经济文汇》2002年第1期
- 李翀,“论人民币区域化与人民币离岸金融中心的形成”,《中国经济问题》2004年第6期
- 李稻葵、刘霖林,“人民币国际化:计量研究及政策分析”,《金融研究》2008年第11期
- 李婧,2010,“从跨境贸易人民币结算看中国的人民币国际化战略”,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文, No. 2010W19
- 李晓,“东亚货币合作为何遭遇挫折?——兼论人民币国际化及其对未来东亚货币合作的影响”,《国际经济评论》2011年第1期
- 李晓、丁一兵(2002):《论东亚货币合作的具体措施》,《世界经济》第11期
- 李晓、李俊久、丁一兵(2004),“论人民币的亚洲化”,《世界经济》第2期
- 露口洋介,“人民币国际化的现状和展望”,《国际经济评论》2011年第3期
- 潘理权(2000):《国际货币体系改革与人民币国际化》,《华东经济管理》第4期。
- 邱兆祥,“中华经济圈的货币合作与汇率协调”,《金融理论与实践》2007年第7期
- 邱兆祥、何丽芬,“当前人民币区域化的可行性”,《中国金融》,2008年第10期
- 邱兆祥,《人民币区域化问题研究》,光明日报出版社,2009年
- 任传东,“略论人民币周边化、区域化”,《区域金融研究》2010年第2期
- 人民币国际化研究课题组,“人民币国际化的时机途径及其策略”,《中国金融》2006年第5期
- 杨长湧,“人民币国际化可能的路线图及相关问题分析”,《国际金融研究》2010年第11期
- 余永定,“改革国际货币储备体系”,《上海经济》2010年第1期
- 张宇燕,“人民币国际化:赞同还是反对?”,《国际经济评论》2011年第3期

<sup>10</sup> 例如美国-以色列、美国-新加坡签署的双边FTA,就不具有区域性质,称为RTA是不妥的。详见(Bhagwati, 2003)的论述。

- 钟伟, “略论人民币的国际化进程”, 《世界经济》2002 年第 3 期。
- 周元元, “中国-东盟区域货币合作与人民币区域化研究”, 《金融研究》2008 年第 5 期
- Anderson, James and van Wincoop, Eric (2003), .Gravity with Gravititas: A Solution to the Border Puzzle. *American Economic Review* 93(1), pp. 170-192.
- Gao Haihong and Yu Yongding, 2009. “Internationalization of the Renminbi”, BoK- BIS Seminar in Seoul
- Haberler Gottfried (1976) “The World Economy, Money and the Great Depression”. in Anthony Y.C. Koo. Eds. *Selected Essays of Gottfried Haberler* Cambridge: M I T Press. pp 363-403.
- Huang Yiping, 2010, Renminbi Policy and the Global Currency System. *CCER Working Paper*
- Hummels, D., Ishii, J. and Yi, K.-M. (2001), ‘The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade’, *Journal of International Economics* 54(1), 75–96.
- Kenen, Peter, “Currency Internationalization—An Overview”, paper, Bok-BIS Seminar on currency internationalization: Lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific. Seoul, 19-20 March, 2009.
- Li, Jing (2004) Regionalization of the RMB and China’s Capital Account Liberalization *China & World Economy*, Vol. 12, No. 2, 86-100
- Maurice Obstfeld (Author), Kenneth S. Rogoff, 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press.
- McKinnon Ronald, “Exchange-Rate Coordination for Surmounting the East Asian Currency Crises”, *Asian Economic Journal*. Volume 12 (4), pp. 317–329, 1998.
- Mundell, R. A. (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas". *American Economic Review* 51 (4): 657–665.
- Quinn Dennis P. and A. Maria ToyodaDoes (2008), “Capital Account Liberalization Lead to Growth?” *Review of Financial Studies*. 21(3) , pp. 1403-1449
- Tinbergen, Jan (1962), *Shaping the World Economy*, New York: Twentieth Century Fund.

## **Is RMB Regionalization the prerequisite of RMB Internationalization?**

### **An Analysis through Currency Swap Agreement**

**Abstract:** This text explores the determinants of China’s subscription of Currency Swap Agreement to illustrate the sequence and relationship between RMB regionalization and internationalization. We investigate trade and investment relationship between China and its partners, linkage of their macroeconomic and exchange rate policies, and stability of bilateral exchange rate. And partners’ geographic features, exchange rate regime and openness of capital account are also investigated. Our conclusions are as follows. At present RMB internationalization is promoted by bilateral trade relationship and stability of bilateral exchange rate, and the object of maintenance of international relationship is also involved. The path of RMB internationalization is very complex and has multiple targets. As a result, RMB regionalization is not the prerequisite of RMB regionalization.

**Keywords:** RMB; Regionalization; Internationalization; Currency Swap Agreement