

目 录

分报告一：货币国际化：历史经验的解析	1
分报告二：离岸金融市场与美元国际地位的维持	17
分报告三：信用评级与离岸人民币债券市场的发展	42
分报告四：主要国际货币地位变化分析 ——基于外汇储备币种结构的视角	51
分报告五：金融发展、资本流动与货币国际化模式	89
分报告六：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	104
分报告七：东亚金融市场一体化与区域风险分散：现状、渠道和收益 ——超越最优货币区理论	125
分报告八：香港与人民币国际化 ——兼论与上海的比较	143
分报告九：人民币国际化、国际收支的变化与中国经济结构的调整	182

货币国际化：历史经验的解析

王晋斌

内容提要：当前的国际货币体系不会发生大变革，国际货币体系只会在目前的美元主导货币体系下呈现出微调的演进特征。国际货币体系中的英、美模式不可复制。英镑成为国际货币依靠的殖民主义政策和金本位带来的货币声誉；美国模式依靠的是战争的偶然因素带来的黄金流入以及人为的黄金白银收购计划迫使其他国家放弃金本位，并通过美元借贷完成了美元本位制。而布雷顿森林体系作为对1914-1924年和1936-1944美元本位制的事后确认，使得美元依托美元金本位进一步强化了美元主导的国际货币体系。日元国际化进程史表明，不注重提高国内金融系统效率追求形式化的、受制于别国干预的货币国际化不会取得实质性成功。货币竞争的基础是商品和金融产品的竞争，区域或全球明确的国际分工位置和具有竞争力的金融体系是货币区域化或国际化成功的关键。

命题 1：当前的国际货币体系不会发生大变革，国际货币体系只会在目前的美元主导货币体系下呈现出微调的演进特征。

首先、目前的美元国际体系本身不具备大变革的内在动力。从物本位向信用本位发生巨变的历史进程表明，当时最重要的国家一旦卷入战争，国际货币体系才会发生巨变；当中心国家完全实施以自我为中心的财政和货币政策，国际货币体系才会发生巨变（物本位向信用本位的转变）。80年代初期和90年代中后期多发的新兴市场金融危机，不论是债务问题导致的（80年代初拉美国家债务危机），还是国际组合投资逆转带来的（90年代中后期的东南亚货币危机），都没有带来现有的美元国际货币体系的瓦解。根本原因有三点：其一，大国总是拒绝国际货币体系改革以免丧失国际货币的垄断权（蒙代尔，1994），并总能在实践中通过修修补补来维持现有体系，如发行SDR来增加国际流动性；通过债务减免或债务延期安排等措施来缓解债务危机；有限提高全球经济新兴增长极在IMF中的话语权等等。其二，国际货币体系历史表明，政府总是不愿意看到国际货币关系的剧烈变化带来的不确定性冲击（Eichengreen, B. and Sussman, N., 2000），换言之，人们对国际货币体系的使用具有惯性。其三，当前国际货币体系作为美元

体系，当美元走强时，外围国家没有改革国际货币体系的兴趣。首先，美元走强降低了外围国家美元计价的贸易品价格，提高了外围国家产品出口的竞争力；其次，当外围国际累积的外汇储备越来越多时，美元贬值带来的央行资产负债表上的美元资产损失是巨大的¹，这已经成为减缓国际货币体系巨变的重要因素。再次，美元走强也符合美国继续维持国际货币体系的长期战略。而当美元走弱时，美国没有足够的筹码来降低国际货币体系改革的成本。首先，美元走弱降低了美国外债的美元价值，估值效应使得不需要原来数量的资本流入就能够维持外贸账户赤字的可持续性²；其次，美元走弱本身也有利于调整美国经常账户的不平衡。而从外围国家来说，由于大多贸易以美元计价，弱势美元有助于提高外围国家之间的贸易增长（Goldberg and Tille, 2008）。总体上，从美元对其他货币币值的走势来看，永远也不存在国际货币体系改革的最佳时间表。因此，即使是美国不愿意对自身的财政赤字政策施加约束，由于国际分工的刚性和现有格局下带来的不平衡的结果的惯性，以美元为主导的国际货币体系本身不可能发生巨变。

尽管存在众多的认为目前的外部不平衡是不可持续的观点，归纳起来主要有三种：一是外部融资假说论。认为美国无法持续为大规模的经常账户赤字融资，该体系所暴露出来的美元体系与个体国家金融利益之间存在不一致性，亚洲国家无法长期承受美元贬值带来的资产损失，该体系即将崩溃(Eichengreen 2004)；二是美国国内信贷融资假说论。当美国家庭财务结构不允许其通过银行信贷进一步消费时，国际借贷成为软约束，国内借贷成为硬约束。居民国内借贷下降带来的消费下降迫使居民降低边际和自愿性消费，使得亚洲的向美国银行的国际信贷变得多余，该体系难以进一步维持（Palley, 2006）；三是外围国家维持该体系的高成本论。除了储备损失外，尤其是中国为了稳定资本流入以及资本流入带来的对国内货币政策冲击的高成本将会是中国放弃低估的汇率体系(Goldstein and Lardy 2005)，等等。这些研究分别从美国国内和国际两个渠道来论证美国外部不平衡融资的不可持续性，反映了维持目前国际货币体系存在的一些问题。但这些问题尚不足以导致国际货币体系的巨变。首先，从技术上说，外围国家不可能长期坐等美元的贬值带来的资产损失，而在战略上，美元持续贬值也不符合美国的维持并加大主导现有国际货币体系的战略。其次，美国国内居民的储蓄也会有缓慢上

¹ 一项研究表明，亚洲部分国家和地区美元贬值对央行资产负债表的恶化是巨大的。如美元贬值 10%，带来的资产损失高达 GDP 的 3-10%（Higgins Matthew and Klitgaard Thomas, 2004, ）。

² 比如，2002-2006 年美国经常账户累计的赤字高达 32050 亿美元，但对应的净国际投资头寸的变化只有 6200 亿美元，汇率变化占了 6180 亿美元，资产价格变化和其他资本所得占了 19670 亿美元。资料来源：Bureau of Economic Analysis.

升,而且随着大量的外汇储备通过国家主权财富基金的途径实施区域化和本地化的投资倾向,会在一定程度上减缓流入美国的压力;再次,布雷顿体系Ⅱ或“中间范式”目前运作良好(Dooley, Michael P, et.al, 2004a,b,c; 2009)。因此,上述认为美国外部不平衡的问题均是在技术上可以缓解或克服的问题,不足以构成国际货币体系巨变的动因。另一方面,在过去20年,通货膨胀不是美国、欧洲和日本的主要问题,西方主要发达国家,尤其是美国经历了80年代后期以来二十年的“大缓和”,汇率大幅度的变动更多反映的是实际汇率的变化,因此,货币因素可能不是国际不平衡调整的关键变量。与此同时,由于外围国家经常账户管理的“惯性”和“害怕浮动”的动机以及过去十多年以来采用“中间范式”汇率制度带来的良好经济业绩,使得该体系将会在调整中延续,但由于新兴经济体经济增长速度和贸易的不断扩展,国际货币体系会发生渐进性的缓慢变化。

其次,从美元货币体系持续的竞争性约束来看,不会出现大幅度的货币替代现象。

欧元已在一定程度上成为美元的替代品,这一点可以从全球分工格局的变迁得到佐证。80年代形成的美国金融和创新中心,德日制造业中心以及外围国家的分工体系已经发生了变化。以是否不断干预外汇市场为划分标准,当今的世界经济中,中心国家是美元,另一个“准中心”是依托欧元区的德国,经过接近20年的经济不景气的日本已经是外围国家。从国际储备构成来看,在欧元成为欧盟各国统一货币后的2年时间里,2003年底欧元占各国国际储备货币的20%,美元占70%,英镑、日元等仅占不到10%(BIS, 2004)。欧元作为美元替代品的在2008年金融危机之后得到了提高,2009年二季度,美元在全球货币储备中的比重降至十年以来最低水平的62.8%,而欧元所占比重则创下历史新高的27%(IMF, 2009),但美元依然是全球最重要的储备货币。

从欧元对美元的走势来看,2002年以来基本处于升值态势,相比2002年1月1日,2009年11月1日,欧元对美元总计升值了68.8%。欧元的强势与欧洲统一的货币政策和财政纪律紧密关联。首先,欧洲中央银行自成立起就确定了2%的明确通货膨胀目标制;其次,欧洲各国只有独立的财政政策,但要受1997的《稳定与增长公约》的约束。后经过2005年的重新讨论,公共赤字占GDP的比重不得突破3%的上限和公共债务占GDP的比例不能超过60%等基本原则在新改革方案中依然延续,以防止各国财政政策的“外在化”的负效应。即使如此,事实上,目前欧元区的债务问题已经成为欧元能否良好运转的重大问题。因此,在宏观政策制

定上，欧洲远没有美国经济政策的相机抉择性。明确的通货膨胀目标制和严格的财政纪律是确保欧元长期稳定的基础，也是欧元成为国际储备货币必备条件。欧元目前而且未来数年也会因此问题而困扰。因此，不论是从贸易格局还是从金融格局来看，欧元未来数年中也不可能成为与美元同等重要的国际货币。即使是全球业务的50%以美元计价，40%以欧元区计价，10%以其他小货币计价也需要较长的时间（McCauley,R.N.,1997）。尽管欧元的诞生侵蚀了美元交易的国际市场份额，但美元依靠比欧洲更发达的金融市场，依然是国际储备中的主导货币（Galati G, and Wooldridge .P.,2006； 2009）。

从外围国家的区域货币来看，货币区域化无疑会降低美元在国际交易和投资中的比例，但从近些年来发展来看，尽管全球出现了众多的货币区域化或最佳货币区的实践，导致了美元在国际交易和投资中比例出现了一定程度的下降。从全球外汇市场交易额来看，金融危机也难以动摇美元在国际外汇市场交易中的主导地位（表1），尽管其比例从1998年的86.8%下降到2010年的84.9%。从全球主要储备货币来看,即使在2010年美元依然占据了62%的比例，欧元占26%，日元和英镑均占4%，瑞士法郎等其他货币总共只占据剩下的4%（图1）。但美元在2001年时所占比例高达72%，而1995年只占有59%，因此虽然说最近几年有所下降，但从更长时期来看，只能称之为波动，还难以看出明确的下滑趋势。至于其他的区域性货币，如海湾地区的“湾元”、亚洲区域的“亚元”等等，尚处于构想和设计的初始阶段，难以对现有国际货币体系产生显著的冲击。

表1、全球外汇市场交易额的比例分布（%）

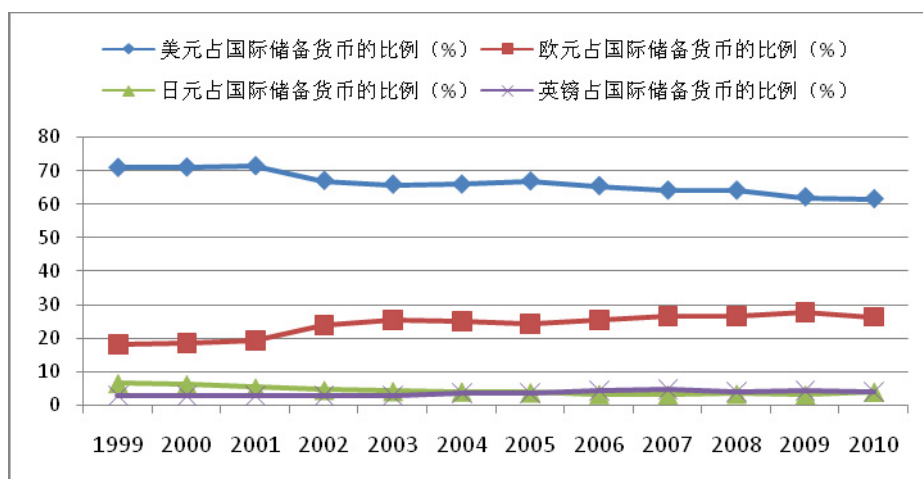
货币	1998	2001	2004	2007	2010
美元	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9
欧元	...	37.9	37.4	37.0	39.1
德国马克	30.5	...	...	...	...
日元	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0
英镑	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9
澳大利亚元	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6
瑞士法郎	7.1	6.0	6.0	6.8	6.4
加拿大元	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3
港元	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4
新西兰元	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6
韩元	0.2	0.8	1.1	1.2	1.5
新加坡元	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
墨西哥比索	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3
印度卢比	0.1	0.2	0.3	0.7	0.9

俄罗斯卢布	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
中国人民币	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9
所有货币	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

注：由于所有交易涉及双向货币，因此总比例是200%。统计时间是4月份平均每日不同货币所占比例。

资料来源：BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010 - Final results, December, 2010.

图1 全球主要货币占国际储备货币的比例



资料来源：Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), June 30, 2011.

命题 2：国际货币体系中的英、美模式不可复制。英镑成为国际货币依靠的殖民主义政策和金本位带来的货币声誉；美国模式依靠的是战争的偶然因素带来的黄金流入以及人为的黄金白银收购计划迫使其他国家放弃金本位，并通过美元借贷完成了美元本位制。而布雷顿森林体系作为对1914-1924年和1936-1944美元本位制的事后确认，使得美元依托美元金本位进一步强化了美元主导的国际货币体系。

从16世纪到19世纪，英国的商业政策受到重商主义思想的支配，在英格兰，人们习惯地认为国际竞争就是以邻为壑，这是因为19世纪之前的经济增长是建立在缓慢的技术进步基础之上的。从1651年开始，英国先后颁布了一系列的航海法案，禁止外国船只与英国殖民地之间的贸易，并强迫其殖民地通过英国的港口出口商品，到1820年，英国的航运量占世界的40%，英国灵活运用以邻为壑的贸易战略逐步使英国成为世界商业霸主（麦迪森，2001）。到1850年前后的鼎盛时期，英国工业总产值占世界工业总产值的约40%，贸易占世界贸易量超过20%。而在1862-1878年期间，英国是世界上唯一一直实行金本位制的国家。而美国在1861年南北内战结束后到1878年的17年间一直中断黄金的兑换，国内货币处于“绿钞”时期。英国在重商主义思想的影响下，依托强大的经济实力，通过殖民主义贸易

政策和金本位使得英镑成为国际货币，并持续了百年之久。

1871-1873年德国采用了金本位、1873-1874年拉丁货币联盟采用金本位、1873-1876年斯堪的纳维亚联盟以及荷兰采用金本位(弗里得曼和施瓦茨,1963)。当时世界上除美国以外的主要大国均实施过金本位。从当时美国的对外贸易情况来看,1861-1878年美国1/3以上的进口来自英国,1/2以上的货物出口到英国,英国是美国最重要的贸易伙伴³。正是由于金本位是市场长期竞争与选择的结果,美国主要的贸易伙伴都实行了金本位,美国在1985年颁布了《恢复铸币支付法案》⁴,并在1879年正式恢复了金本位。金本位范围的逐步扩大,使得货币竞争成为现实。。值得注意的是,美国在1879年美国恢复金本位时,国际货币体系没有垄断者。美国恢复了当时主要贸易伙伴采用的金本位,一方面稳定了自己极具有竞争力的农产品等初级贸易品的国际贸易价格,另一方面加大国内债券的发行来为西部大开发和基础设施建设融资,并使用债券来回收黄金,扩展了货币发行的基础,在物价上涨的同时,促进了美国经济的增长,逐步使美国成为世界上最重要的经济体,成为金本位制下最大的受益者。1894年美国的GDP超过英国GDP,成为全球最大的经济体。按照当时的官方汇率计算,到1913年美国经济产出水平是英国的2.9倍⁵。

1914年第I次世界大战爆发后,欧洲国家为战争融资的要求脱离了金本位。在1914-1917年美国中立期间,参战国通过输出价值10亿美元的黄金,强制性卖出其公民的14亿美国债券,将本国公民持有对美国的短期贷款缩减了5亿美元,以及在美国金融市场上融资24亿美元,筹集到至少53亿美元来弥补参战的贸易逆差(Brown W.,1940)。与此相对应的是,1915年美国经济进入快速扩展期,交战国对军火、船舶和食品的紧急、大量需求,推动了美国制造业的快速发展。战争使得美国从1914年的约37亿美元的净债务国变为1919年底约37亿美元的净债权国,美国同时成为净资本输出国和净黄金流入国⁶,这一时期,其他货币以弹性汇率的形式与美元挂钩,形成了事实上的美元本位制。

至此,美国依托金本位使美元的国际地位得到了逐步建立和巩固。如果那时正式提出这一体系,必然会刺伤大国(过曾经的大国)的爱国情绪或自尊,它们会强烈反对失去货币主权,反对美国主导的国际货币体系。英国相信自己应该发

³ *Historical Statistics*,1960.转载自弗里得曼和施瓦茨《美国货币史:1867-1960》,P64。

⁴ 该法案对于美国恢复金本位的作用的详细分析参见弗里得曼和施瓦茨《美国货币史:1867-1960》,P84。

⁵ 数据转载自弗里得曼和施瓦茨《美国货币史:1867-1960》第三章下注3。

⁶ *Historical Statistics of United States*,1979-1945, Bureau of Census,1949,series M-1,P242.

挥领导作用，法国却强烈嫉妒英国的傲慢自大⁷。在1924年德国为遏制战后恶性通货膨胀，在当时的大国中率先以黄金为基础建立其货币体系；英国为了恢复伦敦战前作为国际金融中心的地位，并保持持有英镑债券的食利阶层的利益，也于1925年以高估的英镑重新恢复金平价（麦迪森，2001）⁸。为了保持外部金平价而实施的紧缩性货币政策导致了英国国内工业的大萧条。因此，从重返金本位到20世纪20年代末期，英国一直遭受汇率安排和国内货币政策自主权之间冲突的困扰（麦金农，1993）。

1922年之后，美国经济处于大萧条之前的景气时期，股票市场指数大幅度上升。美联储感到由于黄金头寸和国际货币形式的变化，需要制定货币政策标准来取代金本位的自动调节机制。金本位实质是传统的产业循环存货周期理论，是一种顺周期的调节模式。1923年美联储的《第十个年度报告》提出需要设计另外一种标准来替代黄金储备比率作为货币政策的判断标准。美联储首次行使权力达到促进自由经济稳定发展、保持国际收支平衡以及防范或缓和金融危机发生的目的。从1923年开始，美联储正式开始用信贷或公开市场业务来对冲黄金的流动，减少货币存量的变动，以隔离国内经济形势与国际经济形势的变化，并防止股市投机性的冲击⁹。当时美国大约持有世界黄金储备的50%，美国对冲黄金的做法使自由贸易下的物价—铸币机制彻底失灵。英国在1931年再也无法忍受进一步紧缩货币，以高利率来维持金平价。1931年9月，英镑区的法国和荷兰开始挤兑英镑，进一步促使英国政府很快放弃了金本位。因此，英镑重返金本位时的高估和美国更侧重于国内经济稳定的黄金对冲策略是英国再次脱离金本位的核心原因，而法国和荷兰挤兑英镑的行为只不过是压倒骆驼的最后一根稻草。英国脱离金本位说明了当世界上最大的国家政策侧重于内部目标时，其他国家很难同时兼顾内外目标的均衡。

1929年大萧条的爆发最终导致了美国50%以上的银行倒闭¹⁰，美国出现了黄

⁷ 此语引自《蒙代尔经济学文集》第四卷第五章“金本位及其后果”，P79。

⁸ 凯恩斯就认为英国重返金本位时英镑高估了10%。当时的高估是相对于战前水平，参见*Report of Committee on Finance and Industry*, Great Britain, June, 1931, P110-111.

⁹ 具体的对冲方法和细节，可参见弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》第6章有关黄金变动与黄金对冲的阐述。

¹⁰ 至于大萧条的原因解释众多。主要有三种代表性的观点。第一种观点是：金本位下的货币紧缩是大萧条的重要原因（伯南克，1995）；第二种观点是：银行业过度涉及证券业造成股票价格过分上涨是导致1929年大萧条的一个主要原因，但仍有争议，参见北京奥尔多投资研究中心主编（2002）；第三种观点是：货币存量的下降、限制股市投机带来的1929年股市暴跌、经济周期性因素以及金本位下价格的刚性传递机制都是大萧条的原因（弗里得曼和施瓦茨，1963）。

金流出。1931年10月底美国黄金存量下降到1929年时的水平。为了缓和黄金流出带来的通货紧缩，美联储通过买入票据的形式来供给货币，但数量不足以弥补黄金流出的数量¹¹。为了避免国内失业的进一步加剧，1930年美国出台了《斯穆特—霍利关税法案》，对3000多种进口商品征收高达60%的关税，欧洲各国也采取了报复性行为，“以邻为壑”的逆周期贸易政策盛行¹²，导致1932年全球贸易量不足1929年的50%。这一时期的货币政策既没有实现稳定国内经济的目标，也没有实现金本位下的外部平衡目标。

1931年英国脱离金本位后，美国国内经济的持续萧条使美国无法通过提高利率来阻止黄金进一步流出，而法国等国家抛售美元挤兑黄金带来的黄金进一步流出的压力。由于联邦储备体系所发行的货币需要持有40%的黄金储备（另外60%可以是黄金或合规票据），经济的不景气使得美联储缺乏足够的票据，“自由黄金”问题阻碍了通过大规模公开市场业务购买来投放货币量的可能，导致更多银行倒闭，直到1932年2月27日出台的Glass-Steagall法案扩大了合规票据的范围才得以缓解。这种状况一直持续到1933年3月6日美国总统罗斯福发布了银行业歇业期，禁止银行在歇业期从事黄金和外汇交易，美国开始退出金本位，开始了黄金“国有化”运动。美国的黄金“国有化”要求除了个人可以保留最高限额100美元的金币或其他金制品外，所有的黄金必须以每盎司20.67美元的卖给美国财政部，截止时间为1934年1月17日，当时的黄金市场价格接近每盎司33美元¹³。1934年2月1日在《托马斯修正案》（1933）和《黄金储备法》（1934）赋予的权力下，美元大幅度贬值，黄金价格由每盎司20.67美元上升到每盎司35美元，但在不到1年的时间里，美国又重新回到了金本位。

美元贬值后重新回到金本位，一次性、补偿性地提高了大萧条时期商品价格的下降，尤其是提高了农产品和原材料的价格，并稳定了美国货币和金融体系，同时美元贬值促进了美国出口，带来了黄金的流入和美元的输出。而对于其他国家来说，要么放弃原来的金本位，要么接受通货紧缩。结果是1933年1月到1934年9月，法国、瑞士、比利时、荷兰和意大利的货币升值了70%，而英镑升值了

¹¹ 弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》第七章，P222-224。

¹² “以邻为壑”的贸易政策是重商主义的产物。从16世纪到19世纪，在英格兰和欧洲大陆，当时人们习惯地认为，国际竞争就是“以邻为壑”。形成这种思想的主要原因是，19世纪前的经济增长是建立在缓慢的技术进步基础之上的，国内投资率按照今天的标准看是很低的。1700-1820年是一个英国通过“以邻为壑”战略逐步成为世界商业霸主的时期，而荷兰地位的下降与英国这种贸易政策紧密相关。更详细的阐述参见麦迪森（2001）。

¹³ 数据来源Federal reserve Bulletin,1934,P80。

近50%（弗里得曼和施瓦茨，1963）。此外，由于欧洲战争的预期，尤其是犹太人大规模把资本转移到美国，英、法等欧洲国家的资本外流进一步强化了美国的“黄金购买计划”，黄金再次大规模流入美国。

1933年5月的《托马斯修正案》也使美国从1933年12月开始了白银收购计划，白银“国有化”要求白银持有者以每盎司50.01美分的价格卖给美国铸币局。白银收购计划通过两个渠道为美国政府带来了大量的收益：一是价格差收益和实际购买力收益。1960年时白银的价格是1932年的3.7倍，而批发物价指数是1932年的2.7倍¹⁴；二是增加了货币发行，美国政府获取了大量的铸币税。美国政府发行了超过20亿美元的银元券。同时，白银收购计划使得美元流出，增加了美元供给。最后，白银收购计划是导致银本位制国家货币体系解体的重要原因。1935年11月，当时的中国被迫将流通中的白银国有化，实行法币改革，正式放弃了银本位，采用有管理的信用本位制（Tamagna, M., 1942）。

黄金购买计划和美国重返金本位带来的美元稳定预期促使黄金再次流入美国，对其他主要国家来说意味着国际收支赤字。为了弥补外部赤字，这些国家要求货币贬值。1936年，法国和瑞士依据美、英、法三方协议实施了货币贬值，到20世纪30年代末期，大多数黄金集团的成员国被迫放弃了金本位制。这一时期国际货币体系的运作方式是：美元与黄金之间按照固定汇率，自由买卖黄金，两者之间的汇率波动被维持在非常窄的幅度内，美国继续维持金本位制；绝大多数国家把货币与美元直接挂钩或通过英镑或其他某种储备货币与美元挂钩（蒙代尔，1994）¹⁵。这一体制是1914-1924年的盯住美元本位制的翻版，1936-1944年国际货币体系基本完成了由金本位过渡到盯住美元本位制，但英镑依然是国际贸易结算中最主要的货币之一。

1939年8月开始，由于欧洲战争的预期，英国及其盟国开始在美国订购战争所需物资，黄金再次流入美国。英国向美国输出了20亿美元的黄金，动用了2.35亿美元的美元外汇余额，3.35亿美元的美国证券。与一战期间类似，后两者中的很大一部分都是英国向国民征用的¹⁶。英国的黄金和外汇储备由1938年的超过40亿美元快速下降到1940年9月10亿美元左右。1941年3月《租借法案》生效（英国

¹⁴ 有关美国政府提高白银价格的分析，参见弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》第8章。此处的分析和归纳主要参考了该章的内容。

¹⁵ 参见《蒙代尔经济学文集》第六卷第四章。

¹⁶ International Transactions of United States During the War, 1940-1945, *Economics Series*, No. 65, Office of Business Economics, Dept. of Commerce, 1948, P112-115. 转载自弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》，P392。

称为《互助协定》），到1941年末，流入美国的黄金高达40亿美元。与此同时，《租借法案》生效到二战结束，美国向其盟友总共支出或贷出了约500亿美元，英国及其他国家成为美国的债务国。为了获得美国战后的贷款，英国被迫放弃帝国特惠制并向美国开放市场，更为重要的是，英国被迫解冻其在1939年9月到1945年6月期间冻结的殖民地和其他英镑区国家在战时积累起来的价值140亿美元的英镑和外汇盈余。而且按照英国加入IMF的条款，英国不能对英镑实施贬值，英国的债务得以最大化，大英帝国分崩离析（赫德森，2008）。但英镑并未退出历史舞台，在二战结束时，英镑在国际贸易计价结算中的比例仍高达40%。但战后“马歇尔”计划大大削弱了英镑在国际贸易结算中的地位，也从根本上颠覆了英镑的国际储备货币地位。到1945年，美国的GDP占世界的40%，拥有世界黄金储备的59%。美国经济在全球经济中的地位达到了巅峰。而1945年的布雷顿森林体系只不过是1936-1944年美元本位制的自然演进和强化。

上述历史表明，美元模式的不可复制性体现在以下几个方面：，第一次世界大战帮助美国完成了从债务国到债权国的转型，一战结束后，美国拥有全球40%的黄金储备，成为世界上最大的经济体。而第二次世界大战沉重打击了英国与欧洲经济，美国一跃而成全球经济、金融与军事霸主，从根本上确立了美元的国际储备货币地位。其次，布雷顿森林体系作为一种事后美元本位制度确认在制度上强化了美元国际货币体系；再次，美国的黄金和白银收购计划带来了美国货币权力的集中化，降低了黄金和白银金属货币在其他国家的货币体系中的地位，为后来美国从物本位过渡到信用本位创造了必要的条件。

命题 3：日元国际化进程史表明，不注重提高国内金融系统效率追求形式化的、受制于别国干预的货币国际化不会取得实质性成功。

金融自由化和市场化是在外部压力下或是利用外部压力而开放的。其目的并不在于提高金融服务的质量，强化对实体经济的援助职能，相反却更加注重以形式上的业绩标榜国际化。这种轻实质重形式的“权宜主义”行为模式会拖延货币国际化的进程（菊地悠二，2000）。1983年，里根政府将原来限定在贸易领域的开放要求进一步扩大到金融资本领域，成立了两国的日元—美元委员会，并在1984年5月提出了“日元—美元委员会报告书”。1985年3月日本发表了“关于日元国际化”的答辩，日元国际化成为日本的重大政策目标。在美国的强大压力下，日本在“金融资本市场自由化、改善市场准入条件、扩大欧洲市场和促进直接投

资交流”四个方面取得了进展，所达成的一系列协议促进了日本的金融自由化，日美之间的市场准入也达到了新的高度。但双方的目标存在很大差异：美国只关心东京市场的自由化和美国银行如何大规模进入日本市场；而日本一方面追求形式上的日元国际化，另一方面将重点放在如何维持旧的国内金融秩序上（堀内昭义，1999），结果导致日本国内金融系统效率并没有得到实质性改善。

日本追求货币形式上的货币国际化主要体现在以下几个方面：

首先，对于欧洲日元债券市场，日本更关注如何在日本控制欧洲日元债券市场，因此并没有在欧洲日元债券市场的自由化上取得显著效果。原因是：欧洲日元债券市场有两个基本条件：日本证券公司作为主发行公司（主承销商）；发行债券的公司要按照日本的《外汇法》事前得到许可。尽管欧元债作为结算货币，具有促进日元使用的效果，但在其规模增大的情况下，外汇市场或货币市场的动荡会对日本的经济带来负面影响，因此有必要采取数量控制（大藏省国际金融局，1979）。这种过分重视与国内市场的平衡的做法导致欧洲日元债券市场的实验缺乏国际性，因此难有好的经验反馈到国内市场。

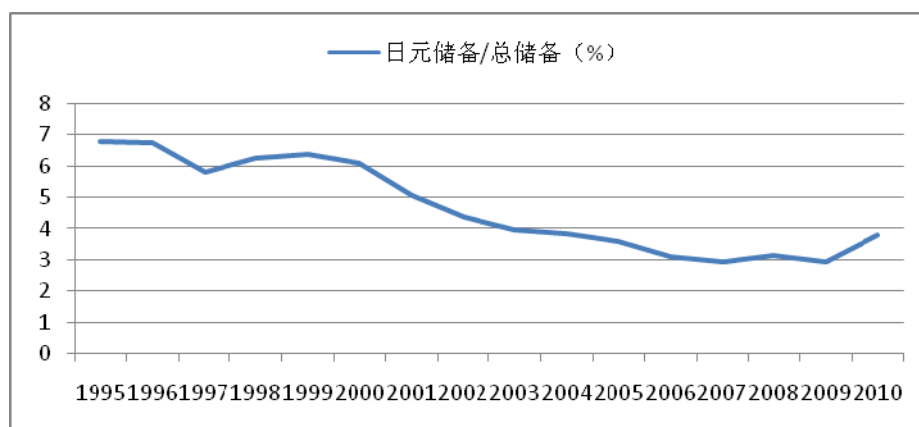
其次，在上世纪七八十年代，日本政府刻意地在亚洲地区推进日元国际化，包括推动亚洲各国与日本进行国际贸易时用日元结算，以及日本金融机构日本政府在进、出口信贷方面采取了措施加强日元的结算功能，其中出口以日元计价的比重，20世纪80年代初为20%，80年代中期达到40%左右。这种结算的日元在快速升值的背景下，难以在离岸市场产生借贷功能，而是以各种形式迂回流动到日本国内。1986年日本建立了离岸市场（JOM），日元资金开始大量流向香港，希望通过香港来扩大亚洲地区使用日元的比例。从香港对日本银行业的负债来看，1994年曾经高达70%。但这些资金并类有流向其他国家，主要是日本对发展中国家的放贷中，但作为负债资产，日元的长期升值趋势意味着债务负担加重。因此，以日元计价的对外贷款数量受到了制约。而且，这些日元也没有能够扎根香港资本市场，大部分资金又通过日本的海外分行回流到日本或直接借贷给日本企业（中条诚一，2002）。与此同时，日本指导2000年之后才解除了银行业向企业贷款的“窗口指导”管制，日元迂回流动现象说明了即使建立了离岸市场，日元资金还是回流到日本，解决国内信贷管制的约束，因此，日元回流也集中体现了日本国内金融系统的低效率。日本国内金融市场、资本市场发展的滞后是日元回流的重要原因，也是阻碍日元国际化的重要原因（孙立，2001；陈虹，2004）。

再次，日本的贸易结构决定了上述形式上的强制推行日元在贸易中的结算空

间有限。近20年当中，日本进口贸易中国际大宗商品的占比一直高达40%至50%。大宗商品和初级产品国际上都是采用美元定价，这种贸易结构决定了日本在进口贸易结算上存在先天劣势。

最后，频繁地干预外汇市场带来汇率的急剧波动是日元国际化进程受阻的另外一个重要原因。由于日本是外向型经济体，出口对日本经济的需求是至关重要的。由于日元长期处于升值通道，日本不愿意放弃顺差利益，那么频繁干预外汇市场阻止日元大幅度升值成为常态。直到1985年广场协议签订后，日元兑美元汇率在三年时间内升值超过40%。由于担心本币升值会抑制出口进而影响经济增长，日本政府在1985年之后实施了格外宽松的货币政策，遂导致日本国内形成了严重的资产价格泡沫。1990年资产价格泡沫破灭后，日本经济陷入长达20年的衰退，日元国际化也陷入了长时间的停滞状态。另一个典型的例子是1998年东南亚金融危机，当泰铢等货币贬值时，日本为了出口采取了日元贬值的政策，这种行为对日元的声誉和国际化产生了显著的负面影响。日元在全球国际储备中的地位逐步下降，由1998年的6.4%一直下降到2009年的3%左右，只是在美国宽松性货币政策的刺激下，2010年上升到接近4%。应该说，日元币值的不稳定对日元成为计价货币功能的影响很大（丁剑平等，2009），影响了日元国际化的进程。

图 2、日元在全球外汇储备中的比例变化（1995-2010）



资料来源：作者依据：IMF，June 30,2011，Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)提供的数据绘制。这里的总储备是 Allocated Reserves，是 COFER 报告的总储备。

命题4：货币竞争的基础是商品和金融产品的竞争，区域或全球明确的国际分工位置和具有竞争力的金融体系是货币区域化或国际化成功的关键。

首先，商品竞争取决于创新和物价的稳定，提供差异化的产品是别国需求本

国货币的基本条件。发达国家的货币之所以能够成为国际货币，重要的条件是通过创新提供差异化产品，从而通过贸易来输出货币。二战以来，美国一直是国际创新中心，由美国推动的信息技术革命是典型的案例。而稳定的物价要求有稳定的币值，这也是货币国际化的必要条件。这一点可以从德国马克和日元国际化的对照提供了相关证据。在1999年欧元诞生之前，德国政府并不刻意地推动马克的国际化，把防止通货膨胀作为宏观政策的核心。由于历史上德国对魏玛共和国时期天文数字的通胀心有余悸，德国政府战后一直把控制国内通货膨胀作为首要任务。1985年广场协议签署后，德国马克对美元汇率的升值幅度与日元相仿，但德国政府并未实施过于宽松的货币政策以刺激经济增长，一方面使德国经济避免了泡沫经济的冲击，另一方面稳定的币值使德国央行获得了控通胀的信誉，而马克在国际储备中较高的比例使马克最终成为锻造欧元的基石，在1999年欧元诞生之前，马克一直占据了国际储备比例的15%左右，是日元的2倍多（表2）。

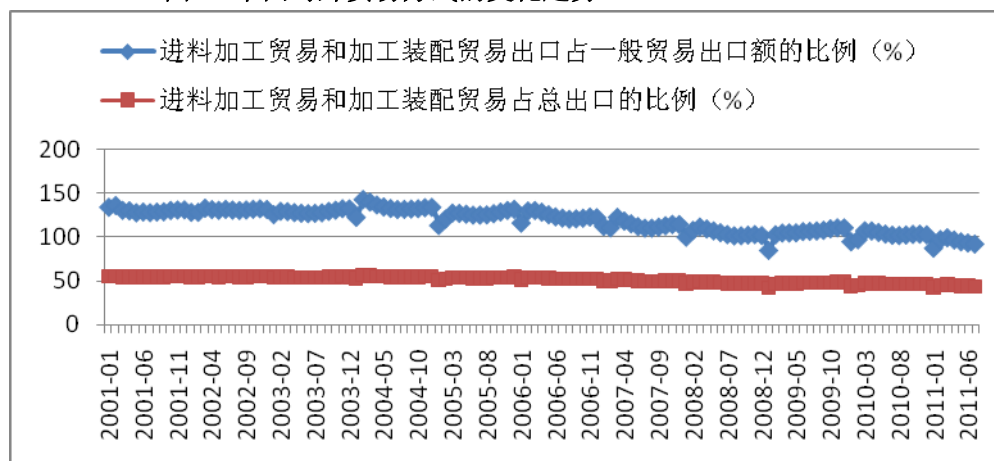
表2、马克和日元在国际储备中所占有的比例（%）

时间	1995	1996	1997	1998
德国马克	16	15	14	14
日元	7	7	6	6

资料来源：IMF，COFER提供的数据。

其次，国际分工地位在货币国际化中将起到基础性作用。过高的外贸依存度和来料加工方式的贸易将在一定程度上制约人民币国际化。近十年中国的外贸依存度基本维持在60%左右，这表明中国经济结构本身不具备自我完整性，在国际贸易分工格局中处于相对劣势地位。尽管进料加工贸易和加工装配贸易出口额与一般贸易出口额的比例从2001年加入WTO时期的140%下降到2011年7月的92%，但依然是一个很高的比例，而从加工贸易和加工装配贸易出口额占总出口额的比例来看，基本维持在40%-50%（图3）。而这种两头在外的贸易方式表明中国出口企业是没有定价权的，也因此难以使用人民币来计价。

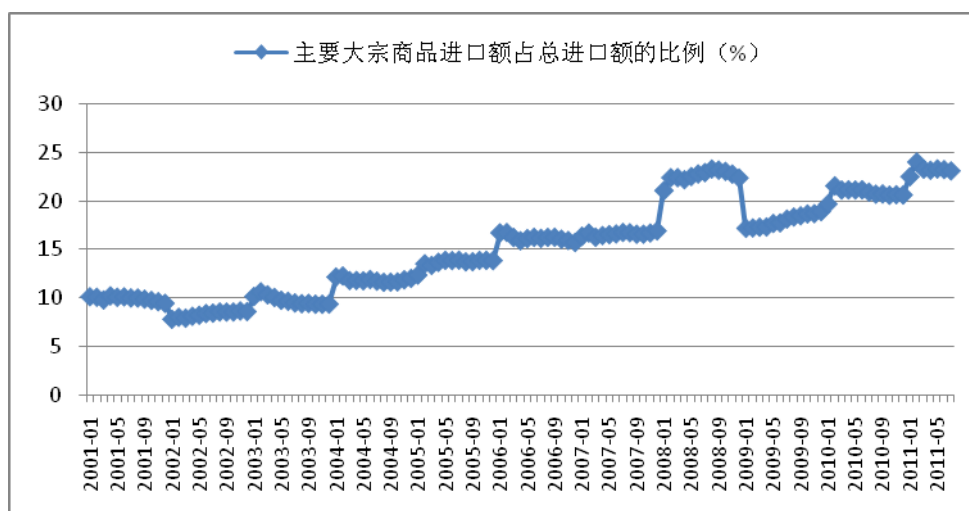
图3、中国对外贸易方式的变化趋势：2001-01—2011-07



资料来源：作者依据中经网统计数据库计算得到

日元国际化进程中一个重要的受制因素是进口品中大宗商品的比重高达40%，从而制约了日元作为国际结算的空间。从中国的进口结构来看，从2001年以来中国进口品中大宗商品所占的比例翻了一倍多。2001年主要大宗商品进口额占进口总额的9%左右，而到了2011年7月这一比例上升到23%左右。尽管中国目前铜的年消费量占世界25%。铁矿消费占世界铁矿消费在2009年更是高达50%以上，铁矿石对外依存度接近70%，原油对外贸易依存度超过50%，2010年达到55%，但这些大宗商品定价机制国际上采用美元定价，约束了人民币具有国际货币计价的空间。

图4、主要大宗商品进口额占总进口额的比例 (%)



注：主要大宗商品包括：铜矿砂及其精矿、未锻造的铜及铜材、铁矿砂及其精矿、天然橡胶（包括胶乳）、原油和成品油。

再次，从金融层面来看，目前的汇率制度采取的有管理的浮动汇率制度，但在跨境资本流动账户的开放上实施管制，而货币的国际化要求有开放的汇率体

制，允许资金的只有流动，较少地干预外汇市场。日元频繁干预外汇市场是日元国际化受阻的原因之一（堀内昭义，1999）。在金融市场方面，必须要提供相应的金融产品供境外人民币回流。从这两个方面来看，人民币国际化仍需要很长的时间。而从历史上看，美元作为国际货币是美国成为世界第一大经济体后花了20多年的时间（以1914年事实上的美元本位制为）。依托商品市场和金融市场的人民币国际化也将需要较长的时间。

参考文献：

- 陈虹，2004，“日元国际化之路”，《世界政治与经济》，第5期。
- 大藏省国际金融局，1979，国际金融局年报，金融财政事情研究会。
- 丁剑平等，2009，“日元国际化镜鉴”，《中国外汇》，第3期。
- 弗雷德·伯格斯坦，《美国新的对外政策》载《美国与世界经济：未来十年美国的对外经济政策》第1章，C·弗雷德·伯格斯坦主编，经济科学出版社，2005年9月第1版。
- 多米尼克·萨尔瓦多等，《欧元、美元和国际货币体系》，复旦大学出版社，2007年4月第1版。
- 赫德森·M，2008，《金融帝国：美国金融霸权的来源和基础》，中译本，中央编译出版社，2008年8月第1版。
- 杰夫莱·A·富兰克尔等，1994，《汇率政策》载《20世纪80年代美国经济政策》第5章，马丁·费尔德斯坦主编，经济科学出版社，2000年5月第1版。
- 金德尔伯格·P·查尔斯，1993，《西欧金融史》第2版，中译本，中国金融出版社，2007年2月第2版。
- 菊地悠二，2000，《日元国际化——进程与展望》，陈建译，中国人民大学出版社，2002年第一版。
- 麦迪森·A.，2001，《世界经济千年史》，中译本，北京大学出版社，2003年11月第1版。
- 麦金农·R.，《博弈规则：国际货币与规则》（麦金农经济学文集第四卷），中国金融出版社，2006年10月第1版。
- 蒙代尔·R.，《国际货币：过去、现在和未来》（蒙代尔经济学文集第六卷），中国金融出版社，2003年10月第1版。
- 米尔顿·弗里得曼，安娜·J·施瓦茨，1971，《美国货币史：1967-1960》，中文版（巴曙松等译），北京大学出版社，2009年1月第1版。
- 沃尔克·B，行天丰雄，1992，《时运变迁：国际货币对美国领导地位的挑战》，中译本，中国金融出版社，1996年第1版。
- 堀内昭义，1999，《日本经济与金融危机》，岩波书店。
- 李晓、上川孝夫（主编），《人民币、日元与亚洲货币合作》，清华大学出版社，2011年5月第1版。

- 孙立, 2001, “日本政府推进日元国际化制约因素分析”, 《现代日本经济》, 第6期。
- 中条诚一, 2002, 亚洲的日元国际化, 经济资料译丛, 第2期。
- Brown W.A.Jr,1940,“The International Gold Standard Reinterpreted:1914-1934”, NBER Books, National Bureau of Economic Research, Inc, number brow40-1.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber, 2003,“An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper* 9971 (September). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- ,2004a, “The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries”, *NBER Working Paper* 10332 (March). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- ,2004b, “Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery.” *NBER Working Paper* 10626 (July). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- ,2004c, “The US Current Account Deficit and Economic Development Collateral for a Total Return Swap.” *NBER Working Paper* 10727 (August). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- ,2009, “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System”, *NBER Working Paper* 14731.
- Eichengreen, B.,1992,“Three Perspectives on the Bretton Woods System”,*NBER, Working Paper*, No.4141.
- ,2004,“Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods”, *NBER Working Paper* 10497.
- Eichengreen, B. and Sussman,N.,2000,“The International Monetary System in the (very) Long Run”, *IMF Working Paper*,No.43.
- Galati, Gabriele and Wooldridge, Philip, 2006, “The Euro as a Reserve Currency: a Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar?” *BIS Working Paper* 218.
- ,2009, “The Euro as Reserve Currency: the Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar”, *International Journal of Finance & Economics*, 14,1-23.
- Goldberg Linda S. and Tille Cédric,2008, “Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar”, *NBER Working Paper*,No.13820.
- Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, 2005, “China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity”, Working Paper, No.02.,*Institute for International Economics*.
- Tamagna, M., Frank, 1942, “Banking and Finance in China”, New York, Institute of Pacific Relations.
- Thomas I. Palley,2006, “The Fallacy of the Revised Bretton Woods Hypothesis: Why Today’s International Financial System Is Unsustainable”, *Public Policy Brief*,No.85.

离岸金融市场与美元国际地位的维持

于春海

离岸金融活动在特设地区的聚集，导致该地区离岸金融市场的形成，甚至使得该地区成为离岸金融中心。这对于所在地的经济、金融、就业和收入等都具有积极影响。基于这样的考虑，在过去几十年中，很多国家和地区都采取各种措施和手段推动本地离岸金融市场的建立和发展。在流行观念中，离岸金融市场的产生和发展，是金融监管、财政和政治等因素作用的结果。所以，在推进离岸金融市场建立和发展的过程中，各国和各地区一般都会从金融监管制度和财政框架等方面制定优惠措施，以吸引离岸金融活动在本地区的聚集。

从离岸金融活动的币种结构来看，特定货币在离岸金融活动中的使用与该货币的国际地位存在着紧密的联系。从这样的事实特征出发，结合已有理论对货币国际地位的影响因素的讨论，建立和发展围绕本国货币的离岸金融市场，又成为很多国家推进本国货币国际化的重要举措。这也是当前我国推进人民币区域化和国际化的策略之一。

那么，离岸金融市场的发展到底依赖于什么样的力量？离岸金融市场的发展与货币国际地位之间到底存在什么样的联系机制？这是当前理论和政策实践中的重要问题。本文通过分析离岸金融市场的产生和发展历程，以及美元国际地位与美元的离岸金融活动之间的关系，对上述问题作出初步的回答。

一、离岸金融市场的产生发展和转型

离岸金融市场是指在一个特殊的金融监管和财政环境下向非居民提供金融服务的市场。离岸金融市场是从欧洲美元市场发展而来，但是其内涵已经突破早期的欧洲美元市场的范畴，从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。在这一变化的背后，反映出离岸金融活动在发展动力、业务模式和功能等方面已经发生了深刻变化。¹

¹ Zorome (2007) 认为离岸金融中心与欧洲货币市场具有共同的历史，并且离岸金融中心只是欧洲货币市场在地域上的扩展。

（一）离岸金融市场的产生和发展

离岸金融市场的最初形态是欧洲美元市场。欧洲美元市场的产生和发展是政治、金融监管和政治等多方面因素共同作用的结果。首先是政治因素。二战后，马歇尔计划导致大量美元流入西欧；同时，苏东社会主义国家为了避免在美资产被冻结，将美元转存欧洲银行，欧洲美元市场的供给就此产生。¹其次是美国的金融监管和资本管制。20 世纪 60 年代，美国在维持 29~33 大危机后建立的严格金融管制的同时，针对国内金融体系和国际收支的新变化，进一步加强金融监管和资本管制。²这不仅限制了外国企业在美国的融资行为，而且对美国金融机构特别是银行的盈利水平和竞争力也产生了显著的负面影响³。受此影响，外国企业转向欧洲美元市场寻找美元资金的融资来源；美国银行通过在伦敦等地建立分支机构，规避国内严格的金融监管和资本管制，拓展融资来源和对外投资渠道，降低成本和提高利润。⁴由此导致美元离岸金融活动的产生和发展。第三，1957 年的英镑危机之后英国限制英国银行对外国发放英镑贷款。为了拓展收益空间，伦敦的金融机构开始增加美元业务，大规模吸引非居民的美元存款，发放对非居民的美元贷款。同时，英国为了维持伦敦作为主要国际金融中心的地位和竞争力，对金融机构与非居民的美元交易实行不同于国内的监管规定，不征收存款利息预扣税，不实行存款准备金要求。较为宽松的监管和财政环境，将美元离岸业务吸引到伦敦市场，使得伦敦市场成为美元离岸交易的中心，即欧洲美元市场的中心。⁵

较为宽松的监管和财政环境，使得欧洲美元市场具有了比在岸市场更高的金融中介效率。这种效率优势是推动欧洲美元市场进一步发展的重要力量。⁶欧洲美元市场的效率优势吸引越来越多的货币和金融机构进入到该市场。在此推动下，欧洲美元市场逐步演变成欧洲货币市场，市场的币种结构日益多样化，从美

¹ 20 世纪 50 年代，出于政治和资产安全的考虑，前苏东国家将美元转存到苏联政府在伦敦和巴黎开设的银行，这成为欧洲美元市场上最早的美元存款。参见：Key and Terrell (1988)。

² 包括：1964 年实施利息平衡税、1965 年实施外国信贷和汇兑法案、1972 年的外国直接投资限制计划、1977 年实施存款的现金准备要求（Q 条例）、1979 年实施定期存款利率上限（D 条例）。

³ 1966 年美国货币市场利率超过美元存款利率，储蓄人寻求更高的收益，银行面临“脱媒”现象，这迫使美国银行更多地依赖欧洲货币融资，由此带动了欧洲美元市场的进一步发展。

⁴ 对此问题的研究非常多，参见：Mayer (1979)、McKinnon (1979)、Johnston (1983)、Niehans (1984)、Krugman and Obstfeld (1991)、Key and Terrell (1988)、Cassard (1994)、Errico and Musalem (1999)、FSF (2000)、McGuire (2004)、Zorome (2007)、Dong and McCauley (2010)。

⁵ Cassard (1994) 认为，伦敦离岸美元市场和国际金融中的地位源于多方面因素，包括：1) 开放的历史，2) 作为主要贸易和工业国家的地位，3) 不实行存款准备金要求，4) 灵活的财政和金融监管制度，对非居民实行不同于国内的监管规定，不征收存款利息预扣税，5) 有效的清算和交割体系，6) 简便的商业程序，7) 规模经济。

⁶ McGuire (2004) 的研究表明，欧洲美元存款的增长是欧洲银行相对于美国银行的效率优势的函数。

元扩展到英镑、马克¹、法郎和日元等；在市场参与者结构中，银行依然占据主导地位，但是有越来越多的非银行金融机构参与其中；业务也从美元存款和贷款扩展到多币种的存款、贷款、债券、商业票据和股票等。这使得离岸金融市场从早期狭义的欧洲美元市场逐步演变欧洲货币市场。

离岸金融市场在特定地区的聚集，能够给东道国带来多方面的好处，包括：1) 获得进入国际资本市场的渠道，2) 吸引所需的外国技术和技能，3) 在保护国内金融机构的同时引入竞争因素，促进本地金融发展程度的提高，4) 从离岸金融活动中获得收入，5) 创造新的就业。²这是很多国家和地区建立离岸金融设施和发展本地离岸金融市场的重要动因。美国和日本等发达国家和地区从 80 年代初开始在国内建立离岸金融市场。两次石油危机使得石油出口国积累了巨额“石油美元”。出于政治、安全和金融利益考虑，石油美元选择欧洲美元市场作为存放地。拉美地区存在贸易逆差的国家为了将石油美元导入本地区，推动进口替代工业化战略的实施，纷纷建立离岸金融市场。亚洲地区的新加坡和香港等，为了推动本地区金融业的发展，并通过金融业带动本地区整体经济的增长，适应本地区经济高速增长带来巨大的投融资需求以及存在严格的金融监管和资本管制的事实，也相继建立了离岸金融市场。这推动了欧洲货币市场的迅速发展，并在地域上突破欧洲的范围，逐步形成遍及全球的离岸金融市场。在此推动下，离岸金融市场突破了欧洲地域范围，扩展非洲、亚太、中东和拉美等所有地区。

在这个发展过程中，离岸金融活动和离岸金融市场的内涵发生了显著变化。离岸金融活动最初是指在货币发行国以外开展该货币的存款和贷款业务，并且存贷业务不受所在地和货币发行国的金融监管权的管辖。在这个定义中，离岸金融活动必须具备四个基本要素：1) 活动地点在货币发行国之外，2) 存款来源和贷款对象是非居民，3) 外币的存款和贷款业务，4) 不同于东道国和货币发行国的金融监管框架与财政环境。随着时间的推移，在全球范围内金融监管制度变革和微观金融创新的共同作用下，离岸金融活动的内涵不断扩展。现在所说的离岸金融活动，泛指在一个特殊的金融监管和财政环境中为非居民提供的所有金融服务。在这个宽泛的定义中，离岸金融活动的基本元素包括：1) 非居民，2) 不同于东道国和货币发行国的金融监管框架与财政环境。³我们可以把前者称作“狭义的离岸金融活动”，把后者称作“广义的离岸金融活动”。与此相对应，离岸

¹ 20 世纪 70 年代，德国货币当局对非居民发行德国马克债券的限制推动了欧洲马克市场的发展。

² 参见：Errico and Musalem (1999)。

³ 离岸金融业务的币种可以本币、也可以是外币；离岸金融市场的地点可以在国外、也可以在国内，这意味着离岸金融市场和在岸金融市场在地理位置上可以重叠，即在同一地点存在两个平行的监管管辖权。

金融市场从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。

（二）离岸金融市场的转型

从离岸金融市场的产生和发展过程来看，欧美发达国家国内严格的金融监管和资本管制措施，是 20 世纪 50、60 年代推动离岸金融市场产生和发展的重要原因。从 20 世纪 70 年代后期开始，发达国家不断放松金融监管、资本账户管制、降低税率和加强国际合作，离岸市场和发达国家国内市场的监管框架和财政环境趋于统一。这在一定程度上削弱了离岸金融市场的传统优势。此外，金融市场的微观变化，特别是金融创新和资产证券加速发展，导致金融衍生品交易的规模急剧膨胀。这推动了金融机构业务模式的显著变化，特别是传统同业市场业务的减少和衍生品业务的增加。由于金融衍生品交易具有较高的复杂性和风险性，所以，金融衍生品的交易必须依赖主要金融中心完善的金融基础设施，包括审慎性监管、信息披露、结算和支付体系等。最后，纽约、伦敦等主要国际金融中心的规模、流动性和深度不断提高，清算和结算等市场基础设施不断完善。这三个方面的变化结合在一起，对离岸金融市场构成了挑战。

如果不考虑其他因素的作用，仅仅是上述三个方面变化的影响，应该会导致离岸活动在全球跨境金融活动中的份额逐步下降。从 BIS 统计的离岸金融中心¹的数据可以看出，在所有报告银行的外部负债²中，离岸金融中心所占份额在 20 世纪 90 年呈现明显的下降趋势，从 1991 年的 17.1% 降至 2000 年的 11.5%。（见图 1）³但是必须注意到，BIS 统计口径中的离岸金融市场数据并不能全面反映全球范围内离岸金融活动的变化趋势。BIS 统计口径中的离岸金融中心，不仅是一个管辖权范畴，还加进了宏观经济影响考量，即考虑了离岸银行活动的绝对规模及其在当地总体经济中的相对规模。⁴本文的目的是考察离岸金融活动与离岸市场的发展演变及其影响，所以，我们需要一个更为宽泛的定义。将离岸金融市场界定为一个特殊的管辖权范围，在此范围内金融机构为非居民提供金融服务时不受

¹ BIS 对离岸金融中心的定义是：OFC 属于金融管辖权范畴，在 OFC 的管辖范围内，银行外部债务¹和国际证券发行占所在地 GDP 的比重接近于或超过 50%，并且银行外部债务与国际证券发行的绝对规模超过 10 亿美元。在这个定义的基础上，BIS 所界定的离岸金融中心包括：Aruba、Bahamas、Bahrain、Barbados、Bermuda、Cayman Islands、Curacao、Gibraltar、Guernsey、Hong Kong、Isle of Man、Jersey、Lebanon、Macao、Mauritius、Netherlands Antilles、Panama、Residual former Netherlands Antilles、Samoa、Singapore、Sint Maarten、Vanuatu 和 West Indies UK，共 23 个国家和地区。

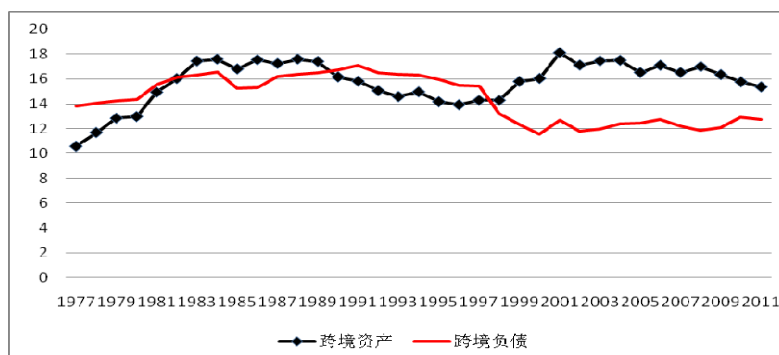
² 在 BIS 的统计数据中，银行的跨境头寸或外部头寸是指银行与位于外国的银行和非银行的资产和债务头寸，包括本币和外币头寸。

³ 2011 年的数据截止 2011 年 3 月底，其他年份的数据截止当年年底。

⁴ 参见前面脚注中给出的 BIS 对离岸金融中心的定义。

在岸金融监管的约束¹。这样就可以把所有存在离岸金融市场的国家和地区都界定为离岸金融中心。

图 1 离岸金融中心在银行跨境头寸中的份额 (%)：BIS 的统计口径²



综合 IMF、FSF³、BIS、Errico and Musalem (1999)⁴以及 Zorome (2007)⁵的研究，可以将下列共 73 个国家或地区归为离岸金融中心。⁶在这 73 个 OFCs 中，向 BIS 报告数据的有 59 个。⁷在这些国家和地区中，日本、英国、美国、爱尔兰、

¹ 包括存款准备金要求、银行交易税、利息和汇率限制、关于流动性和资本充足率的监管审查与信息披露要求等。参见：Errica and Musalem (1999)。

² 数据来自 BIS 的 Locational Banking Statistics。

³ IMF 和 FSF 对离岸金融中心的定义是：离岸金融中心 (OFCs) 代表的是一个管辖范围，在这个管辖范围中，针对在岸银行的很多监管规则不适用于离岸银行的活动，包括存款准备金要求、银行交易税、利息和汇率限制、关于流动性和资本充足率的监管审查、信息披露要求；离岸金融中心的对外资产和负债与国内经济的经常项目交易不成比例。FSF 界定的离岸金融中心包括：Andorra、Anguilla、Antigua and Barbuda、Aruba、Bahamas、Bahrain、Barbados、Belize、Bermuda、British Virgin Islands、Cayman Islands、Cook Islands、Costa Rica、Cyprus、Gibraltar、Guernsey、Hong Kong、Ireland、Isle of Man、Jersey、Lebanon、Liechtenstein、Luxembourg、Macao、Malaysia (Labuan)、Malta、Marshall Islands、Mauritius、Monaco、Nauru、Netherlands Antilles、Niue、Panama、Samoa、Seychelles、Singapore、St. Kitts and Nevis、St. Lucia、St. Vincent and the Grenadines、Switzerland、Turks and Caicos Islands，共 42 个。IMF 在此基础上进一步增加了 Vanuatu、Dominica、Grenada、Montserrat 和 Palau，使得离岸金融中心的数量达到 46 个。参见：Zorome (2007)。

⁴ Errico and Musalem (1999) 把 BIS、IMF、OECD 世界银行、金融稳定论坛 (FSF) 以及银行监管者离岸小组界定的离岸金融中心综合在一起，认为全球有 69 个离岸金融中心。

⁵ Zorome (2007) 给出的 OFC 的定义是：OFC 是一个国家或特定的管辖权范围，在这个范围内金融机构为非居民提供的金融服务的规模远远超过国内经济规模和国内经济融资需求。Zorome 界定的离岸金融中心包括：Bahamas、Bahrain、Barbados、Bermuda、Cayman Islands、Cyprus、Guernsey、Hong Kong、Ireland、Isle of Man、Jersey、Latvia、Luxembourg、Malta、Mauritius、Netherlands Antilles、Panama、Singapore、Switzerland、UK、Uruguay、Vanuatu，总共 22 个。

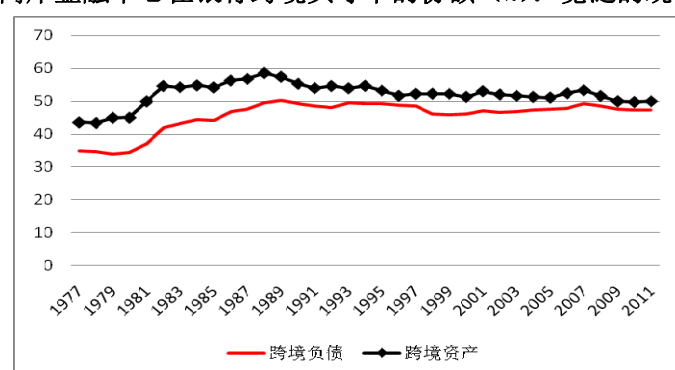
⁶ 包括：Andorra、Antigua and Barbuda、Aruba、Austria、Australia、Bahamas、Bahrain、Barbados、Belize、Bermuda、Campione、Cayman Islands、Cook Islands、Costa Rica、Curacao、Cyprus、Djibouti、Dubai、Dominica、Gibraltar、Grenada、Guernsey、Hong Kong、Hungary、Ireland (Dublin)、Israel、Sark and Isle of Man、Japan (JOM)、Jersey、Kuwait、Lebanon、Liberia、Liechtenstein、Latvia、Luxembourg、Macao、Madeira、Malaysia (Labuan)、Marianas、Malta、Marshall Islands、Mauritius、Micronesia、Monaco、Nauru、Netherlands、Netherlands Antilles、Niue、Oman、Palau、Panama、Philippines、Puerto Rico、Residual former Netherlands Antilles、Russia、Samoa、Seychelles、Singapore、Sint Maarten、St. Kitts and Nevis、St. Lucia、St. Vincent and the Grenadines、Switzerland、Tangier、Thailand (BIBFs)、Turks and Caicos Islands、UK (London)、USA (IBFs)、Uruguay、Vanuatu、West Indies UK⁶、West Samoa。

⁷ 包括：Andorra、Aruba、Austria、Australia、Bahamas、Bahrain、Barbados、Belize、Bermuda、Cayman Islands、Costa Rica、Curacao、Cyprus、Djibouti、Dominica、Gibraltar、Grenada、Guernsey、Hong Kong、Hungary、Ireland、Israel、Sark and Isle of Man、Japan、Jersey、Kuwait、Lebanon、Liberia、Latvia、

马来西亚和泰国等，都是在国内特定地区设立专门针对离岸银行活动的管辖权范围，即所谓的“在岸的离岸金融市场”。美国和日本单独报告了国内离岸市场¹上银行的跨境头寸，其他国家并没有单独报告这方面的数据。这会带来一定程度的分析偏差。

在更为宽泛的统计口径中，离岸银行所中介的全球跨境资金流动的相对规模较为稳定。在经过 20 世纪 70 和 80 年的迅速增长之后，离岸银行在全球范围内以银行为中介的跨境资金流动中所占据的份额维持在 50% 左右，详见图 2。²这一比重在 20 世纪 90 年代以来没有出现太大的变化。由此可以认为，在以银行为中介的全球跨境资金流动中，运作于不同监管和财政环境下的离岸金融市场，作为可供选择的中介渠道之一，其相对作用并没有明显下降。发达国家金融放松管制、资本账户开放以及金融市场的微观创新等变化，影响的是银行中介的整体规模，在银行中介内部离岸金融活动与在岸金融活动的相对地位并没有受到显著影响。

图 2 离岸金融中心在银行跨境头寸中的份额（%）：宽泛的统计口径³



随着地缘政治、监管制度优势和财政优势的逐步丧失，离岸金融市场也逐步丧失了早期的发展动力。但是在此背景下，离岸金融中心在跨境资金流动中介的相对作用并没有显著下降。时至今日，离岸金融市场依然中介了全球跨境资金流

Luxembourg, Macao, Malaysia, Malta, Marshall Islands, Mauritius, Micronesia, Nauru, Netherlands, Netherlands Antilles, Oman, Palau, Panama, Philippines, Residual former Netherlands Antilles, Russia, Samoa, Seychelles, Singapore, Sint Maarten, St. Lucia, St. Vincent and the Grenadines, Switzerland, Thailand, Turks and Caicos Islands, UK, USA, Uruguay, Vanuatu, West Indies UK.

¹ 美国的国际银行设施（IBFs），日本的离岸市场（JOM）。

² 基于 BIS 本地银行统计数据，只能粗略地反映离岸银行在跨境资金流动中介中的相对作用。可能导致的误差的原因有：1）BIS 统计的只是“报告银行”的数据，截至 2009 年只有 42 个国家和地区向 BIS 报告银行的跨境头寸数据；2）在这 42 个国家和地区中，开始向 BIS 报告数据的时间也存在很大差异，英国、美国、日本、荷兰等国家始于 1977 年，百慕大、格恩西岛、泽西岛、马恩岛、巴拿马和塞浦路斯等在 2000 年以后才开始向 BIS 报告数据；3）在向 BIS 报告银行跨境头寸数据的国家和地区中，建立离岸市场和离岸中心的时间与报告数据的时间也不一致；4）很多国家和地区存在平行的离岸市场和在岸市场，例如美国、英国、日本、新加坡和香港等，但是只有美国将离岸市场单独出来报告数据；5）文中所界定的、并且可以获得数据的 59 个离岸金融中心，在一开始可能并不是离岸金融中心，例如，泰国在 1993 年建立 BIBFs，美国在 1981 年建立 IBFs，马来西亚在 1990 年建立 Labuan 离岸金融中心，日本在 1986 年建立 JOM。

³ 根据 BIS 的本地银行统计数据计算而来。

动的 50%左右。这意味着离岸金融市场在丧失传统优势和发展动力的同时，找到了新的发展动力。利用全球范围内金融活动分工模式不断深化所带来的机遇，离岸金融市场重新寻找自身在全球金融分工中的定位，调整业务模式，提供新的金融服务，由此为离岸金融活动的发展提供新的动力。

首先是调整在国际金融活动中的定位，基于自身的经济规模、金融市场发展程度、提供金融服务的能力以及所在区域的国际分工特征，选择离岸金融服务的供给模式和种类，并逐步形成在全球形成一个具有内在分工和联系的离岸金融市场体系。Cassard (1994)根据离岸金融市场上的资金来源和用途、流动性以及交易类型，将离岸金融中心可以分为初级离岸金融中心、二级离岸金融中心和记账离岸金融中心三类。

初级离岸金融中心也被称为国际性离岸金融中心。一般都是以本地高度流动性的金融市场作为依托，市场规模较大，具有发达的支付和结算体系。初级离岸金融中心能够提供全方位的金融服务，为全世界客户提供金融中介服务，并在市场所在区域内同时安排资金来源和资金运用。根据资产规模衡量，伦敦是最大的初级离岸金融中心，其次是美国的国际银行设施(IBFs)和日本的离岸市场(JOM)。要成为国际性离岸金融中心，必须具备很多条件。以伦敦为例，作为典型的、也是最大的国际性离岸金融中心，伦敦的国际地位来自：1) 开放的历史，2) 作为主要贸易和工业国家的地位，3) 不实行存款准备金要求，4) 灵活的财政和金融监管制度，对非居民实行不同于国内的监管规定，避免对利息支付征收预扣税，5) 有效的清算和交割体系，6) 简便的商业程序，7) 规模经济。

二级离岸金融中心也被称为地区性离岸金融中心，其功能主要是通过银行间市场将资金引入或导出所在地区。二级离岸金融中心主要有：亚洲地区的香港、新加坡和纳闽、中东地区的巴林和黎巴嫩、拉美地区的巴拿马以及欧洲的卢森堡、马耳他、都柏林、直布罗陀、塞浦路斯和马德里。二级离岸金融中心所在地的经济规模一般较小，所在地存在某些较为发达的金融市场，但是整个金融市场体系并不健全。所以，二级离岸金融中心并不会提供全方位的金融服务，而是专门从事某几项金融活动。新加坡是东南亚的地区性离岸银行中心，也是全球第四大外汇交易中心。新加坡的银行和外汇市场非常发达，但是债券、股票和期货市场不发达。香港是亚洲另一个主要的地区性离岸金融中心，专门从事欧洲信贷的银团贷款、基金管理和股票交易。卢森堡专门从事欧洲债券上市服务、投资基金管理及私人银行业务。二级离岸金融中心的优势一般来自于：1) 在地理位置上靠近

某个经济大国或某一富有活力的经济区域；2) 具有自由的金融环境、相对较好的基础设施和人力资本供给；3) 灵活、高效的金融监管制度和富有吸引力的税收体系；4) 具有一定深度和流动性的本地金融市场；5) 高效的支付和结算体系。

账面离岸金融中心不从事资金中介服务，只是为其他管辖区的交易提供登记注册服务，通常又被称为“避税港”。账面离岸金融中心一般位于加勒比地区。主要的账面离岸金融中心有：开曼群岛、巴哈马群岛、荷属安的列斯、英属维京群岛、阿鲁巴、百慕大、巴巴多斯、海峡群岛、塞瑟尔、特克斯和凯斯特群岛、马绍群岛和瓦努阿图等。账面离岸金融中心提供的服务包括国际银行执照¹、总部服务、结构性金融服务、资金管理、信托业务、税收规划和洗钱等。总体而言，账面离岸金融中心一般是作为金融机构和企业的注册地和记录金融交易的地点，也是大量国际机构的空壳分支机构的所在地。这类中心的资金来源和资金运用都在区域以外。作为账面离岸金融中心，竞争优势一般来自：1) 极低的、甚至是零税负；2) 宽松的审慎监管要求；3) 宽松的、灵活的注册和许可制度，简化的商业程序和较低的行政成本，4) 可以灵活地使用信托或其他特殊的法人载体，5) 匿名性和私密性，5) 避税和洗钱的便利性。

20 世纪 80 年代中期以来，美国和日本在国内建立的离岸金融市场，在经历了初期的高速增长之后，随着国内金融自由化改革和资本账户开放，对离岸银行活动的吸引力逐步丧失，在全球离岸银行活动中所占份额急剧下降。（详见图 3）英国作为传统的国际性离岸金融中心，在金融自由化改革之后，在全球离岸银行活动中的地位显著上升。美国的纽约、日本的东京和英国的伦敦都是国际金融中心，但是金融自由化改革对其所承担的离岸银行活动有着显著不同的影响。原因在于，伦敦是典型的国际离岸金融中心，整个市场主要依赖于离岸业务，离岸金融活动占据整个市场的绝大部分比重²；而美国和日本的金融市场主要依赖国内业务，国内市场和离岸市场的结合非常有限。市场特征的差异导致两者金融自由化改革的目标取向存在显著差异。美国和日本希望通过金融自由化改革提高在岸金融活动的效率和吸引力，这导致 IBFs 和 JOM 的优势和吸引力下降³。英国金融自由化改革的目的是提高伦敦作为国际金融中心的整体吸引力。由于伦敦市场上

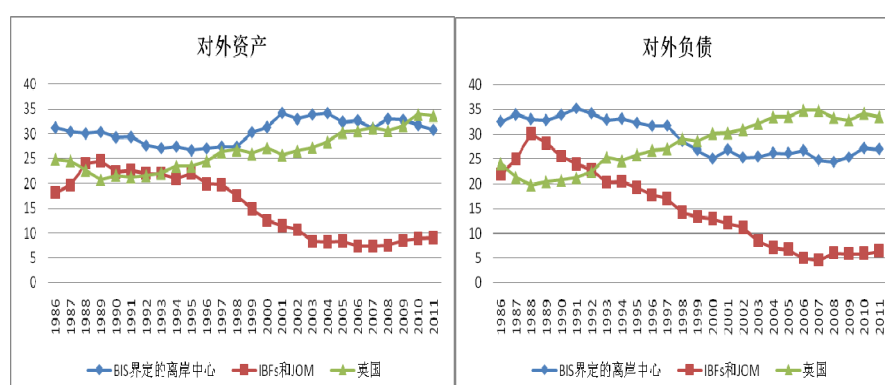
¹ 2001 年，在开曼群岛注册的银行有 575 家，在巴哈马群岛注册的银行有 418 家。

² 1991 年，伦敦市场上本币交易占总交易额的比例只有 25% 左右，80% 左右的国际银行业务是由外国银行承担的；在国外市场上交易的欧洲股票有 95% 左右是在伦敦市场上进行交易的；伦敦市场上外国股票交易量是纽约的 3 倍，是东京的 60 倍；伦敦是欧洲货币市场的中心，欧洲债券市场 3/4 的活动是在伦敦市场上完成的；伦敦还是全球最大的外汇市场、投资、基金管理和私人银行业务的国际中心。参见：Cassard (1994)。

³ 美国和日本由于担心离岸金融活动对国内金融稳定性和活动行为产生较大干扰，一直不愿意放弃两个市场之间的分隔，甚至在一定程度上限制离岸市场的过快扩张。

在岸业务与离岸业务的结合较为紧密，所以，金融自由化改革对离岸业务和在岸业务没有明显的偏向性，离岸业务的相对优势没有被削弱。美日与英国在全球离岸金融活动中的份额呈现截然不同的变动趋势，这反映美日与英国在维持各自作为国际金融中心的地位时，采取了截然不同的战略。美国和日本依赖在岸金融市场的发展来提升在国际金融活动中的竞争力，英国则是依靠发展离岸金融市场来提升在国际金融活动中的竞争力。

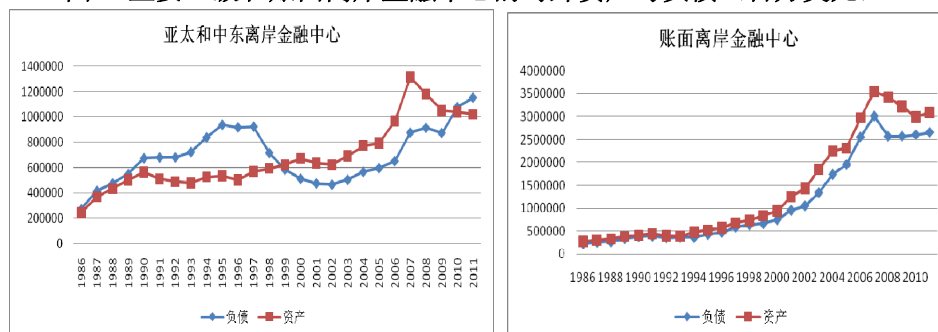
图 3 在全部离岸银行活动的比重 (%) ¹



BIS 界定的离岸中心主要是二级离岸金融中心和账面金融中心。主要的二级离岸金融中心和账面离岸金融中心的对外负债占比明显下降，这说明它们在吸纳资金方面的地位相对下降。对外资产占比有一定程度的上升趋势，这反映其对外投资能力的上升。两者变化趋势的差异，在一定程度上反映它们中介全球跨境资金流动方向的变化，吸纳本地区资金、然后将资金配置到其他地区，这已经成为二级离岸金融中心和账面离岸金融中心的重要功能。从图 4 中可以看出，账面离岸金融中心的对外银行资产一直高于对外银行负债；亚太和中东二级离岸金融中心从 90 年代后期开始，对外银行资产超过对外银行负债。离岸金融中心的对外负债是其吸纳的非居民本币和外币资金，这与其吸纳的本地居民外币资金结合在一起，共同构成其国际负债。对外资产与对外负债的差额主要是由对居民的外币头寸来弥补。在对外资产超过对外负债的情况下，意味着离岸中心通过吸纳本地居民的外币资金，支持其对非居民的资金供给。

¹ 全部离岸银行活动是指报告银行对宽泛统计口径下所有离岸金融中心的跨境资产和负债。根据 BIS 本地银行统计数据计算而来。

图 4 主要二级和账面离岸金融中心的对外资产与负债（百万美元）¹



其次是开拓新的离岸金融服务。在传统银行存款和贷款业务受到在岸市场激烈竞争并不断萎缩的情况下，离岸金融市场利用各种措施吸引金融机构、企业和富裕个人的进入，并为之提供新的金融服务，满足不同主体对金融服务的差异性需求。离岸金融中心增加其吸引力的措施包括：1）能够降低显性税负和增加净利润的财政制度²，2）能够降低隐性税负和增加净利润的监管框架³，3）宽松的、灵活的注册和许可制度，简化的商业程序和较低的行政成本，4）保护委托-代理关系的完善的法律框架，5）接近于大的金融中心，6）可以灵活地使用信托或其他特殊的法人载体，7）匿名性和私密性，9）避税的可能性。⁴这些措施不仅能够推动离岸金融市场的持续增长，而且还推动离岸金融市场业务的多样化。在传统离岸存款和贷款业务之外，国际银行执照⁵、总部服务⁶、结构性金融服务⁷、保险业务⁸、资金管理⁹、信托业务、税收规划¹⁰和洗钱¹¹等，成为离岸金融市场新的增长源。

¹ 亚太和中东离岸金融中心包括：香港、澳门、新加坡、马来西亚、菲律宾和泰国；账面离岸金融中心包括：巴哈马群岛、巴巴多斯、百慕大、开曼群岛、马恩岛、泽西岛、荷属安的列斯和英属西印度群岛。数据来自 BIS。

² 不征收资本税、股息或利息预扣税、转让税、公司税和资本利得税等。

³ 没有外汇管制，金融监管较为宽松，较低的准备金和资本金标准，报告和信息披露要求较低，交易限制较少。

⁴ 参见：Errico and Musalem (1999)。

⁵ 跨国公司在离岸金融中心建立离岸银行来处理自身的外汇业务或便利国际融资；在岸银行通过在离岸中心建立完全所有的子公司，提供离岸资金管理服务。

⁶ 也就是所谓的离岸公司或国际业务公司服务。在离岸金融中心成立公司能够享受各种税收和法律优惠以及便利的行政程度。在离岸中心注册有限责任公司，可以帮助公司发行股票和债券等，为跨国并购和直接投资进行。根据美国政府问责办公室的数据，在美国股市上市的公司中有 732 家公司是在 OFCs 注册，其中包括可口可乐这样的跨国公司。参见：

⁷ 在金融创新和资产证券化的背景下，为了规避在岸金融监管、税收负担或者是为了隐匿资产负债表风险等，商业银行、投资银行和对冲基金在离岸金融中心注册成立 SPVs 或 SIVs。这是 20 世纪 90 年代后期以来离岸金融中心最广泛的用途。

⁸ 商业公司可以在 OFC 建立受限制的保险公司，用于管理风险和降低税负。在岸保险公司可以在 OFC 建立分子机构，对母公司承保的风险进行再保险，并且降低总的准备金和资本金要求。

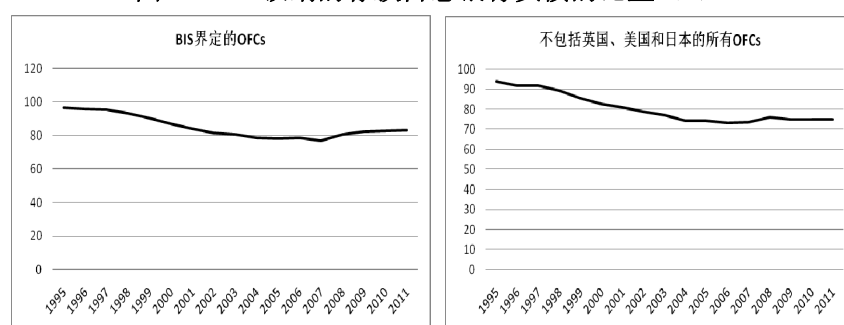
⁹ 为了避免国内金融风险，突破国内的外汇管制，逃避国内的法律风险，转移财产，避免财产在国内被没收的风险，富裕个人和企业将资产转移到离岸金融中心。

¹⁰ 通过隐藏收入、投资收益和转移应税收入，达到降低税负或逃避税的目的。

¹¹ 利用离岸中心的私密性和匿名性，实现洗钱的目的。

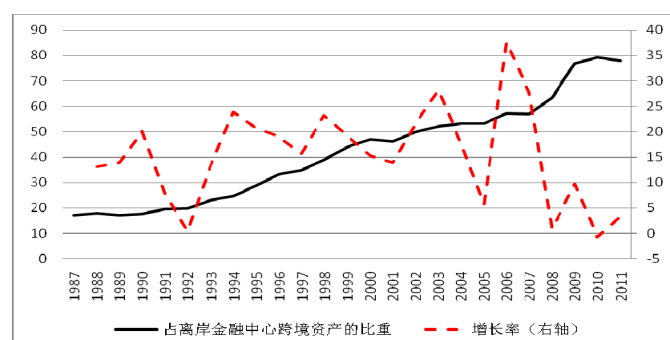
无论是基于 BIS 的统计口径、还是基于本文界定的更为宽泛的统计口径，报告银行在离岸金融中心的存款占报告银行对离岸金融中心的总资产的比重显著下降。1995 年以来，在 BIS 的统计口径下，该比重下降了近 14 个百分点，从 1995 年的 96.5% 降至 2011 年 3 月的 82.9%。在宽泛的统计口径下，该比重下降了近 20 个百分点，从 1995 年的 93.7% 降至 2011 年 3 月的 74.9%。这反映出离岸金融中心对传统的银行存款和贷款业务的依赖性不断降低。

图 5 OFCs 吸纳的存款占总银行负债的比重 (%)¹



离岸金融市场在产生之初主要业务是传统的银行存款和贷款业务，具有明显的银行间市场的特性，特别是欧洲美元市场²。但是在 20 世纪 80 年代以来，随着离岸金融活动的扩张和多样化，国际证券发行和承销等业务成为离岸金融活动重要的增长源。1988 年以来，离岸金融中心的国际债务证券发行的年均增长率达到 15.4%；国际债务证券发行规模占跨境资产的比重上升了 60 个百分点左右，从 1987 年的 17.1% 升至 2011 年 3 月的 77.8%。这种趋势也成为离岸金融中心业务多元化的重要体现。

图 6 离岸金融中心的国际债券发行 (%)³



20 世纪 80 年代以来，二级和账面离岸金融中心通过提供税收和金融监管等

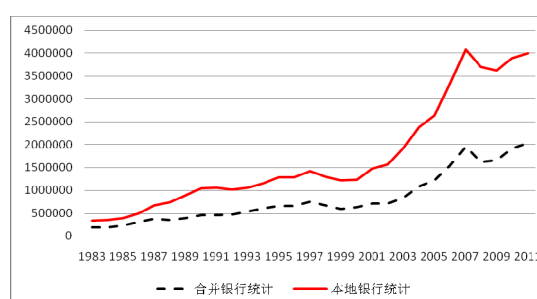
¹ 根据 BIS 本地银行统计数据计算而来。

² 参见：Errico and Musalem (1999)。

³ 数据来自 BIS 本地银行统计和证券统计。这里的离岸金融中心不包括美国、日本和英国。

方面的优惠措施，吸引越来越多的银行在离岸中心建立分支机构或子公司，以离岸金融中心为中介开展融资或投资活动。从 BIS 界定的离岸中心的负债数据中可以看出，本地银行统计口径下的负债规模大于合并银行统计口径下的负债规模，并且两者的差额越来越大。¹在 BIS 的统计口径中，本地银行统计与合并银行统计的差异在于，后者剔除了同一银行位于不同国家或地区的不同子银行之间或母银行与子银行之间的头寸。所以，数据中所反映出的两者之间不断扩大的差距，意味着通过离岸中心的资金流动有很大一部分是在同一银行内部进行的。这已经成为离岸中心的重要业务。

图 7 BIS 界定的离岸中心的负债（百万美元）²



二、美元国际地位的支撑因素

（一）流行观点

美元国际地位的支撑因素是什么？对此问题的研究基本都是围绕两个样本对象展开的，第一个是美元国际地位的取得，即二战以前国际货币领导权的更迭，美元取代英镑而成为主导性国际货币。第二个是二战以后，特别是布雷顿森林体系崩溃以后，美元在日元、马克和欧元等货币的竞争压力之下依然维持国际货币的领导权，也就是美元国际地位的维持。

美元取得国际货币地位的过程是指美元超越英镑，成为主导性国际货币的过程。1872 年美国的经济规模超过英国。1915 年美国的出口超过英国，美国从净债务国变为净债权国，英国从净债权国变为净债务国。20 世纪 20 年代，美元是唯一可以根据固定价格兑换黄金的货币。但是，英镑和美元的国际地位的变化显然滞后于英美两国经济基本面因素的变化，直到 1945 年美元才超过英镑成为主导

¹ 在资产数据中可以看到同样的趋势。

² 数据来自 BIS 的本地银行统计与合并银行统计。

性国际货币。¹

美元国际地位的维持,是指在美元成为主导性国际货币以后,相关因素对美元既有国际地位的支持,对美元相对于其他货币的竞争力的支持。战后的 20 年间,相对于日本和西欧工业化国家,美国在经济、金融和政治等基本因素以及军事力量等方面具有较为明显的优势。布雷顿森林体系的建立,从国际制度层面进一步对美元的国际地位形成了强有力的支持。从 20 世纪 70 年代开始,在经济、金融和政治等方面支撑美元国际地位的基本因素不断弱化。日本和西欧工业化国家的经济实力迅速提高,与美国的经济差距不断缩小;美国的国际收支持续恶化,经常项目赤字持续积累;布雷顿森林体系崩溃,美元不再是法定的国际储备货币;冷战结束,日本和西欧在国家安全方面对美国的依赖性大幅降低;欧元的诞生,为各国提供了一个潜在的替代性国际储备货币。但时至今日,美元的国际地位并没有受到实质性挑战,美国作为主导性国际货币的地位并没有发生实质性变化。²

无论是美元在历史上取代英镑而成为主导性国际货币的过程,还是 20 世纪 70 年代以美元作为主导性国际货币地位的维持,都说明美元国际地位的变化滞后于经济、金融和政治基本因素的变化,两者之间的关系呈现非线性特征。³这引发对国际货币地位的可持续性及其深层次支撑因素的探讨。

Triffin (1968)、Aliber (1968)、McKinnon (1969, 1979) Krugman (1980) 和 Chinn and Frankel (2008) 等人研究了美元替代英镑的历史过程,指出“在位优势”和网络效应使得国际货币地位具有一定的惯性,所以,虽然美国很早就经济、商业和金融实力方面超过英国,但是美元直到二战以后才取代英镑,成

¹ 对于美元取代英镑而成为主导性国际储备货币的时间,现有研究中存在一定的争议。大多数研究都认为,虽然美国很早就经济、商业和金融实力方面超过英国,但是美元直到二战以后才取代英镑,成为主导性国际储备货币。这方面的研究参见:Triffin (1968)、Aliber (1968)以及 Chinn and Frankel (2008)等。也有一些研究认为,美元在 20 世纪 20 年代中期就已经超过英镑,成为首要的国际储备货币。但是 20 世纪 30 年代初期,美元的大幅贬值导致英镑重新取得国际储备货币的领导地位。在随后的两次大战期间,美元和英镑分享国际储备货币的主权。二战结束后,美元完全取代英镑,成为主导性国际储备货币。参见:Eichengreen and Flandreau (2008)。

² Kamps (2006)、Goldberg (2007)、ECB (2009)、Goldberg and Tille (2008, 2009) 等人研究了国际贸易计价货币选择模式的变化,结果表明欧元的诞生并没有从根本上削弱美元作为国际贸易计价货币的地位。ECB (2009)、Coeurdacier and Martin (2007)以及 Thimann (2008)分析了美元在国际债券市场中的主导地位。在世界各地所有流通中的债务证券中,以美元为面值的所占份额在 39%左右。在国际债务证券中,即在发行国以外出售的证券或以发行国货币以外的货币命名的证券,以美元命名的证券占据了一半左右的份额。McGuire and von Peter (2009)、Coffey et al. (2009)、Goldberg, Kennedy and Miu (2010) 等人的研究表明,Goldberg (2010)的研究表明,虽然 2000 年以后美国金融市场不断出现混乱、美元价值大幅变化,但是美元作为汇率制度安排的中心货币和国际储备货币的地位并没有下降。美元是外汇市场中最重要的交易货币,也是国家贸易中关键的计价货币。在所有外汇交易中,以美元作为参照货币或计价货币的交易规模占据了 86%以上的比重。

³ Triffin (1968)、Aliber (1968)、Chinn and Frankel (2005, 2007, 2008)、Posen (2008)。

为主导性国际储备货币。Bergsten(2005)通过研究美元替代英镑的历史过程发现,对外政策失误和国际收支危机有助于克服惯性因素,加速新兴国际货币对原有占据主导地位的国际货币的替代过程。McKinnon (1998)认为,只有一些极端事件的出现才能危机美元的主导地位。

Cooper (1997)和 McKinnon(2001, 2002, 2003)等人强调了金融市场的重要性,认为金融市场的发达程度是影响货币作为国际载体货币的关键因素。布雷顿体系的崩溃并没有改变美国作为国际货币的地位。欧元的诞生并没有对美国的国际地位构成实质性挑战。日本经济实力的迅速提高,并没有推动日元国际地位的同步提高。在这背后一个非常重要的原因就是,与欧洲地区和日本相比,美国拥有最为发达的金融市场。Krugman(1980)、Dooley, Lizondo and Mathieson (1989)、McKinnon (1998)、Eichengreen and Mathieson (2000)、Kenen (2002, 2003)、Truman (2007)以及 Chinn and Frankel (2007)等人的研究表明,在美元成为主导性国际货币以后,它在国际储备、国际贸易和国际金融中的广泛使用能够带来显著的网络外部性和在位优势,这使得美元的国际地位具有内在自我维持性,即所谓的惯性。Rey(2007)、Rose(2007)、Setser(2007)、Curcuro, Dvorak and Warnock (2008)、Posen(2008)以及 Truman and Dowson(2008)等人认为,经济或金融因素并不能完全解释国际货币行为,美国在安全、商业甚至是文化方面的政治领导权,对货币领域中美元的使用具有至关重要的影响。其他国家政府和私人部门希望通过持有和积累美元资产进入美国的决策过程以及美国跨国政治联系中,进而获得相应的政治安全性。外国人对美国的投资虽然在金融层面并没有得到充分的利益补偿,但是可以得到政治或安全方面的补偿。¹

基于理论和实证研究的进展以及历史经验的分析与总结,人们对货币国际地位的支撑因素的认识不断扩展。在此基础上,可以把美元国际地位的支撑因素轨迹为如下几个方面: 1) 美国的经济规模和市场规模², 2) 美国经济的效率和灵活性, 3) 美元币值的历史稳定性和可预期性, 4) 美国金融市场的发达程度、深度、流动性和效率, 5) 网络外部性、递增收益和惯性, 6) 美国的政治和军事力量。³

¹ Mundell (1998)、Bordo (2003)、Dwyer and Lothian (2003)研究了政治稳定性对货币国际地位的影响。

² Bergsten (1997)、McKinnon (1998)和 Mundell (1998)都强调了经济规模和市场规模的重要影响。

³ 相关研究参见: Aliber(1968)、Triffin(1968)、Bergsten(1975)、McKinnon(1969, 1979, 1998, 2001, 2002, 2003)、Kindleberger(1981)、Dooley, Lizondo and Mathieson(1989)、Alogoskoufis and Portes(1992)、Matsuyama, Kiyotaki and Matsui(1993)、Bergsten(1997)、Cooper (1997)、Portes and Rey (1998)、Eichengreen and Mathieson(2001)、Rey(2001)、Posen(2007)、Cohen (2007)、Fisman and Love(2007)、Chinn and Frankel(2005, 2008)、Truman(2007)、Ciccone and Papaioannou(2008)、

除此以外, 现有理论和实证研究还指出, 一国货币一旦取得了国际货币地位, 它在官方储备货币、汇率盯住对象、外汇干预载体货币以及私人部门的货币替代手段、国际贸易和金融交易的计价和结算手段方面的地位, 可以相互支撑和相互强化, 能够显著地提升货币国际地位的自我维持性。Friedman (1971) 认为, 货币的价值储藏职能有助于提升其交易媒介职能。McKinnon (1998, 2001, 2002, 2003) 认为, 美元在国际银行间市场特别是外汇市场上充当载体货币, 这有助于提高美元作为国际贸易计价货币的地位。美元作为外汇交易载体货币和国际贸易计价货币的地位, 有助于提高美元作为其他国家外汇干预载体货币和汇率盯住锚货币的地位。美元作为载体货币和锚货币的地位, 有助于提升美元作为主要储备货币的地位。

(二) 支撑美元国际地位的金融市场因素

在美元取代英镑成为主导性国际货币以来的半个多世纪中, 美元的国际地位虽然受到日元、马克和欧元等货币的挑战, 但是这些挑战并没有从根本上改变美元在国际储备货币、汇率盯住的锚货币、外汇干预的载体货币、国际贸易和国际金融交易的计价货币和结算货币等方面的主导地位。如前所述, 美元国际地位的支撑因素是多方面的。但是在现实背景下, 在经济和金融基本面因素方面, 美元国际地位最有力的支持来自美国在金融市场方面的优势。

通常来说, 国际货币通常是与开放的、流动的、高度发达的金融体系联系在一起。¹作为价值储藏手段, 美元成为外国官方部门的储备货币和私人部门的货币替代手段。无论是外国官方部门还是私人部门, 并不愿意完全以货币余额的形式持有美元, 而是希望持有一个能够自身特定的风险、收益和流动性偏好的美元资产组合。只有在一个高度发达的金融市场中, 国际参与者才能在流动性、风险和收益之间经常有效权衡, 并构建满足自身偏好的美元资产组合。高度发达的金融市场能够有效地为国际参与者提供各种附加服务, 包括货币兑换、国际借贷、构建资产组合和对冲风险头寸等。美元使用者网络越大, 美元对使用者的吸引力就越大。两者之间的相互强化, 使得美元使用者越来越多。这进一步推动美元及美元资产需求的增加, 进而推动美元与美元资产市场的流动性进一步提高。在此基础上, 美元及美元资产的吸引力进一步增强。全球范围内美元及美元资产市场的扩大, 导致市场交易成本的下降和流动性的上升。这反过来又能吸引更多的市

Eichengreen and Flandreau (2008)、Papaioannou and Portes (2008)、Posen (2008)。

¹ 相关分析参见:

场参与者，推动市场规模的进一步扩大。¹

在现实背景下，无论是美国宏观经济基本平衡状况的维系，还是美元币值的稳定性和美国金融市场的有序运行，都依赖于美国是否能够维持持续的资本流入。这实质上就是美国经常项目赤字的国际融资问题。美元国际地位给美国带来的利益是多方面的，包括：1) 给美国居民和企业参与国际贸易和国际金融交易带来的便利性；2) 有助于提高美国银行和其他金融机构的国际竞争力；3) 给美国带来铸币税；4) 有助于维持和进一步增强美国的政治权力和声誉。²从美国经常项目赤字的国际融资需求来说，美元国际地位带来的最大利益就在于所谓的“铸币税”。

从狭义上理解，铸币税是指外国人持有美元钞票而不是其他美元资产，为美国政府带来的利息节约。³也就是说，外国人持有美元时，美国不需要支付任何利息。对于美国而言，狭义上的铸币税的规模并不是很大。根据美联储和美国财政部的估算，在美国以外流通的美元纸币规模大概 5800 亿美元⁴，假定美国财政证券组合的收益率为 10%，狭义的铸币税也就是 800 亿美元。⁵从广义上理解，铸币税是指美国用本币进行国际融资的特权，同时还能通过在其他国家的 FDI 和其他投资获取高得多的收益。⁶美国能够持有大规模的本币外债，并且只需支付很低的利息。⁷广义上的铸币税是支撑美国长期、大规模经常项目赤字的重要因素。如果没有美元国际货币地位带来的融资特权，美国的经常赤字是不可能持续到现在的。

依据前面的逻辑，美元国际地位的取得和维持都依赖于美国的宏观经济运行状况、美元的币值稳定性、美国金融市场的运行状况等。所以，在当前背景下，美元国际地位的维持依赖于美国的资本流入。要维持美国的资本流入，要求外国官方部门和私人部门持续的持有和积累美元资产。由此逻辑出发，支撑美元国际地位的金融市场因素就不只是美国国内金融市场的发展程度，而是包括美国国内金融市场和离岸美元市场在内的，遍及全球的美元及美元资产市场。无论外国官方部门和私人部门以哪种形式、通过哪个载体持有美元或美元资产，都意味着是

¹ 参见：

² 参见：

³ Linda (2010) 利用美国财政部数据估算境外流通的美元纸币数量和美国财政证券组合的收益率，两者相乘就是外国人持有美元钞票给美国政府带来的利息节约。在此基础上扣除美国政府维持美元境外流通的成本，包括在打击假币和兑换旧钞票等方面支付的成本，就可以得出狭义上的铸币税。

⁴ 截至 2009 年 3 月的数据。

⁵ 如果进一步美国政府维持美元境外流通的成本，铸币税规模会更小。

⁶ 美国对外负债主要是美元摘取，美国的海外资产主要是外币资产。相关研究参加：

⁷ 参见：Chinn and Frankel (2005)。

对美国的持续投资，是为美国经常项目赤字提供融资。

关于美国国内金融市场在吸引国际资本流入、为美国经常项目赤字进行融资和支撑美元国际地位方面的具体作用，已有大量的理论和实证研究，我们不想对此展开进一步分析。但是关于离岸美元市场对美国经常项目赤字融资以及美元国际地位的影响，现有研究并不多。现有关于离岸金融市场的研究，更多地是分析其产生背景、发展动力以及对外国官方与私人部门的影响。¹所以，离岸美元市场的产生和发展对美国资本流入、经常项目赤字融资，进而对美元国际地位的影响，将成为本文接下来的分析对象。

三、离岸金融市场与美元国际地位的关系

（一）美元国际地位与离岸市场的产生和发展

就美元而言，离岸市场的建立和发展，能够在美国之外建立美元资金的循环渠道。也就是说，在美国之外同时在美元资金的供给和需求。事实上，对于任何一种货币都是这样，境外市场的建立同时依赖于境外的供给和需求。由此可以认为，围绕任何一种货币，离岸金融市场的产生和发展需要一个基本前提，即国外存在对该种货币大规模的需求和供给。这并不是一个简单的金融问题，特别是，境外对本币的需求基础不简单是金融因素。

20 世纪 50 年代，美国的贸易收支和经常项目收支处于顺差状态，外国需要美元资金购买美国的消费品和资本品。在这种情况下，境外对美元的需求基础在于对美国产品、服务和技术的需求。为了满足对美元资金的这种需求，美国应该通过资本项目对外输出美元资金。也就是将美元资金借给外国，外国获得美元资金后用于购买美国产品。如果仅仅是这样，美国在维持国际收支平衡的条件下就可以满足这种需求，那么，境外美元市场是不可能产生的。事实上，境外对美元的需求不仅是为了购买美国的产品、服务和技术，还为了购买其他国家的產品、服务和技術。其原因在于，美元是主导性国际货币，是国际贸易和金融交易的主要计价和结算货币，是外国官方盯住汇率的锚货币和干预外汇市场的载体货币，是外国官方和私人部门的价值储藏手段。在这种情况下，美国必须维持更大规模的资本项目逆差，才能满足境外对美元资金的超额需求。当美国实施资本账户管制以控制国际收支逆差时，外国官方和私人部门对美元资金的需求难以得到原有

¹ 参见：

渠道的满足。两者的差额就成为境外美元需求的基本来源。从这一点就可以看出，作为推动境外美元市场产生和发展的动力之一，境外美元需求不只是源于对美国产品、服务和技术的需求，而且还是处于对其他国家擦汗牛棚、服务和技术的需求。所以，从需求角度来看，境外美元市场的产生的基础是美元已经具有的国际地位。

从供给方面看，如果境外美元的供给只是来自于美国经常项目某些类别的逆差，那么，在美国经常项目处于整体顺差的背景下，这些美元资金很快就会通过美国经常项下其他类别回流美国。在这种情况下，境外对美元的超额需求已让无法得到满足。就市场的发展而言，虽然存在需求，但是由于缺乏必要的供给，市场依然不可能发展起来。在美国通过经常项目和资本项目流出的美元资金有限的情况下，境外美元市场的发展需要在美国之外寻找来源。同样由于美元已经具备的国际地位，美元是石油等大宗产品的计价和结算货币，¹石油生产和出口国积累的石油贸易顺差不仅是来自美国，还有很大一部分是来自其他国家和地区。石油生产和出口国家出了将其中的一部分美元资金用于购买美国的产品、服务和技术，将剩余的美元资金要么用于购买其他国家产品、服务和技术，要么投资于美元资产。如果选择购买的美元资产是美国国内资产，从政治和安全因素考虑，这些资产可能会被美国冻结。基于这样的考虑，石油生产和出口选择将相应的美元资金投资与美国以外的市场。这样就形成了对境外美元市场的供给。苏东国家政府持有美元资金具有同样产生渠道，最终也会选择供给境外美元市场。从这个角度同样可以看出，境外美元资金的供给同样也依赖于美元已经具有的国际地位。

20 世纪 70 年代以后，美国经常项目赤字持续增加，通过经常项目流出的美元资金越来越多。国外交易对手通过对美贸易顺差在获得美元资金之后，可以选择通过资本项目回流美国，从而不断积累美国资产，即对美国未来产出的求偿权。但是在美国经常项目逆差持续增长的几十年中，这种对美国产出的求偿权事实上是没有任何现实收益的。由于美国自身产业结构和供给结构的变化，这种求偿权甚至是无法实现的。所以，在积累美元资金后，需要在美国之外寻找投资渠道，即利用境外美元市场投资于其他国家的官方或私人部门，积累对其他国家产出的

¹ 1970 年以前，国际石油交易的计价货币是多元的。在二战期间，英国利用英镑的国际货币地位排挤美国石油公司在国际市场上与英国石油公司的竞争，英镑区国家联合起来提高英镑结算比例、限制美元结算比例。这是所谓的“英镑-美元石油问题”。1971 年尼克松总统宣布美元与黄金脱钩后，美国与沙特签署了一系列秘密协议，在协议中沙特同意继续将美元作为出口石油的唯一计价货币。由于沙特是世界第一大石油出口国，在沙特的影响下，欧佩克其他成员国也接受了这一协议。所以，在布雷顿森林体系崩溃后，美国通过垄断美元在石油等大宗商品交易中的计价货币地位，继续维持和巩固美元的国际地位。

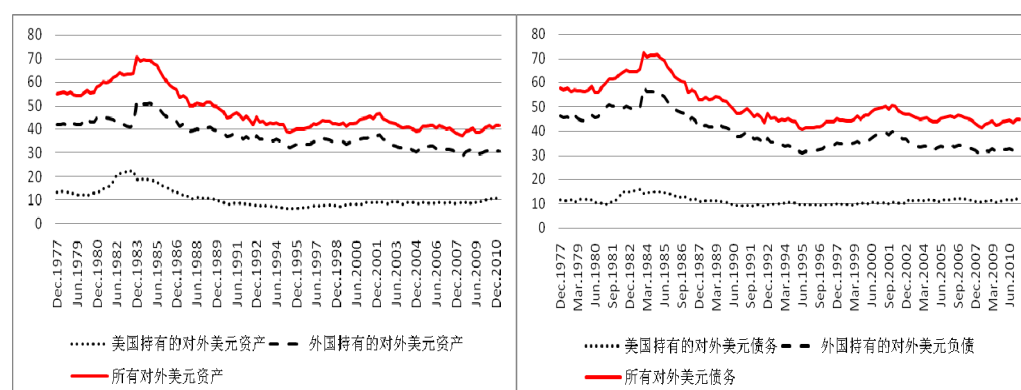
求偿权。这实际上是一种分散化战略，有助于降低风险。但是需要一个前提，即其他国家的政府或私人部门愿意用特定的权益与这部分美元资金进行交换。那么，其他国家政府或私人部门的这种意愿来自何处？基于同样的逻辑，我们可以说肯定不完全是美国产出的现实购买力或未来求偿权。其中必须有一部分是对美国以外的产出的现实购买力和未来求偿权。美元资金能够购买其他国家的产出，能够交换对其他国家未来产出的求偿权。这当然意味着美元已经具有了特殊的国际地位。从这个角度看，境外美元市场上供给和需求的存在和增长，同样依赖于美元已经具有的国际地位。

境外美元市场产生于境外对美元的超额需求和超额供给，¹而这种超额需求和超额供给来自美元特殊的国际地位。由此可以认为，境外美元市场的产生和发展，依赖于美元的国际地位。也即是说，美元所具有的主导性国际货币的地位，是境外美元市场产生和迅速发展的前提。

（二）离岸金融市场与美元国际地位的维持

境外对美元的大规模使用，并且使用规模远远高于其他国家或地区直接与贸易发生的贸易和金融交易规模。仅仅从 BIS 统计的跨境银行头寸中就可以看出，在全球跨境资产头寸中，美元占据了 40% 以上的比重。在美国和其他国家的对比中，美国在跨境头寸中使用美元的比重远低于其他国家在跨境头寸中使用美元的比重。其他国家在跨境头寸中倾向于使用美元，自然也意味着在离岸金融活动中会更多地使用美元。离岸市场的产生和发展，以及离岸市场与在岸市场之间的融合，对于推动美元被外国官方和私人部门广泛接受和使用，具有重要作用。由此使得金融层面因素对美元国际地位的支持，远远超出美国国内金融市场的规模。

图 8 跨境银行头寸中美元的比重（%）²



¹ 即超出与美国直接的经贸和金融交往的规模。

² 根据 BIS 本地银行统计数据计算而来。

离岸美元市场的产生和发展，能够带来非常显著的好处。通过保证境外美元的有效供给，满足外国官方和私人部门在储备资产、锚货币、干预货币、货币替代、国际贸易和金融交易的载体货币等方面的需求，这样才能维持美元在国际储备、国际贸易和国际金融交易中的使用，维持美元作为主要国际货币的惯性。一个简单的逻辑，如果没有美元的充分供给，外国官方对美元的上述需求无法得到满足，那么，美元不可避免地会退出国际货币地位。就如同黄金一样，供给的不足导致其无法承担国际货币的职能。

此外，美元地位的维持依赖于网络外部性。经济和金融基本面因素与货币国际地位之间的关系是非线性的。在能够有效发挥网络外部性的情况下，可以增强美元国际地位的惯性，有效抵制欧元对主导性国际货币地位的竞争；反之，则会加速美元国际地位的下降。离岸市场金融市场的建立和发展，*不仅可以在保持国内审慎金融监管的条件下实现本国金融机构对国际金融市场的参与以及本国与外国之间特殊的金融联系渠道。*通过建立离岸机构，在保持资本管制措施的情况下，实现本国金融机构风险-收益权衡关系向国际金融市场的扩展。更为重要的是，离岸市场的建立和发展，有助于在维持国内金融市场有序发展和扩张的同时，在全球范围内实现美元及美元资产市场的高速发展，实现全球范围内美元及美元资产使用规模的迅速增长。这样就能够充分发挥网络外部性的积极作用，增强美元国际地位的可持续性。

美元国际地位的取得和维持都依赖于美国的宏观经济运行状况、美元的币值稳定性、美国金融市场的运行状况等。在当前背景下，所有这些都依赖于外部资本持续的流入美国。由此可以认为，在未来一段时间内，美元国际地位的维持直接依赖于美国的资本流入。要维持美国的资本流入，要求外国官方部门和私人部门持续的持有和积累美国资产。由此逻辑出发，支撑美元国际地位的金融市场因素就不只是美国国内金融市场的发展程度，而是包括美国国内金融市场和离岸美元市场在内的，遍及全球的美元及美元资产市场。无论外国官方部门和私人部门以哪种形式、通过哪个载体持有美国资产，都意味着是对美国的持续投资，是为美国经常项目赤字提供融资。

离岸市场的建立和发展，在建立境外美元循环渠道的同时，也建立了一个将全球资金导入美国的新的渠道。这个渠道具有不同的成本、收益和风险特征。也可以说是连接美国国内金融市场与其他国家国内金融市场的“转化阀门”，为资金跨越不同监管边界、不同金融体系、不同财政框架，构筑了一个平滑的管道。

而且，由于离岸金融市场具有不同在岸市场的成本、收益和风险特征，相对于各国国内金融市场而言，离岸金融市场更能够满足市场参与者的差异性需求。所以，离岸金融市场的建立和发展，对于资金跨越国界流入美国有着积极的推动作用。

20 世纪 70 年后期以来，在美国的资本流入中，银行对国外主要离岸金融中心的负债占银行对外总负债的比重持续提高，从 1978 年 6 月的 21% 增至 2011 年 3 月的 67%。在美国非银行机构的对外金融债务和商业债务中，对主要国外主要离岸金融中心的负债占比也呈明显的上升趋势。从 1978 年 12 月的 31% 升至 2004 年底的 56%，随后受次贷危机的影响显著下降。在其他国家和地区持有的美国证券中，主要离岸金融中心占据在 20 世纪 80 年代以来显著提高，从 1978 年的 17% 升至 2010 年的 31%。详见下图。相关数据的变化趋势，意味着国外资本流入美国时越来越倾向于使用离岸金融中心提供的金融中介服务。也就是说，离岸金融中心在将全球资金导入美国的过程中发挥着越来越大的作用。进一步就可以认为，离岸金融市场已经成为美国吸引外部资金，为经常项目赤字进行国际融资的重要渠道。¹这对于美国宏观经济和金融的稳定性，进而美元国际地位的维持，有着重要的作用。

图 9 对主要离岸中心的负债占全部对外负债的比重 (%) ²



¹ McGuire (2004) 通过伦敦欧洲美元市场的变化，发现在伦敦的欧洲美元市场上，越来越多的资金直接由位于伦敦的银行贷款给美国的证券公司和其他非银行金融机构，这意味着欧洲美元市场逐渐成为美国为其经常项目赤字进行国际融资的重要渠道。

² 主要离岸金融中心包括：Bahamas、Bermuda、British Virgin Islands、Cayman Islands、Netherlands Antilles、Panama、Aruba、Hong Kong、Lebanon、Mauritius、Singapore、Channel Islands and Isle of Man、UK、Luxembourg、Belgium。根据美国财政部 TIC 系统的统计数据计算而来。

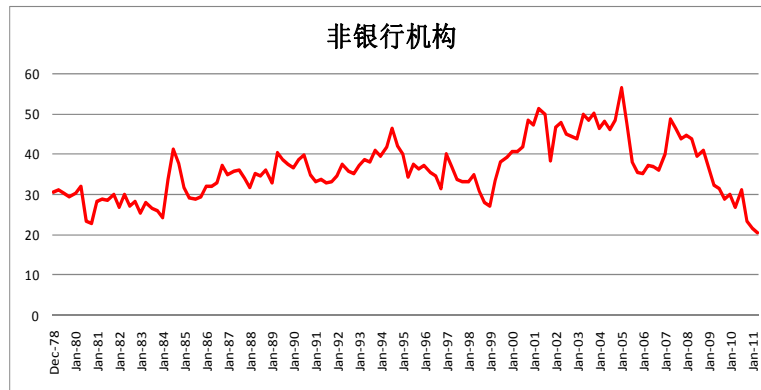
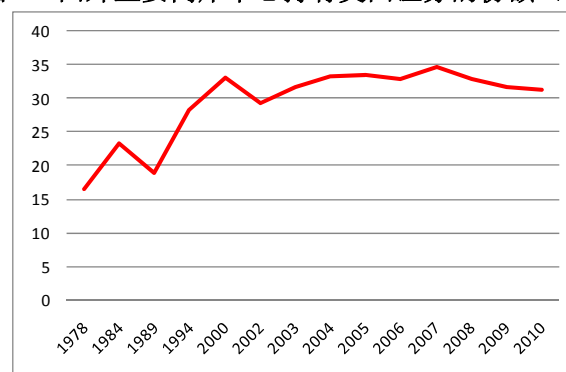


图 10 国外主要离岸中心持有美国证券的份额 (%) ¹



四、基本结论

1、离岸金融市场是指在一个特殊的金融监管和财政环境下向非居民提供金融服务的市场。离岸金融市场是从欧洲美元市场发展而来，但是其内涵已经突破早期的欧洲美元市场的范畴，从最初在伦敦从事对非居民美元存款和贷款业务的市场发展到现在遍及全球的向非居民提供几乎所有金融服务的市场。

2、从 20 世纪 80 年代以来，离岸金融市场在丧失传统优势和发展动力的同时，利用全球范围内金融活动分工模式不断深化所带来的机遇，通过重新寻找自身在全球金融分工中的定位，调整业务模式和提供新的金融服务等，为自身的发展提供了新的动力。首先是调整在国际金融活动中的定位，基于自身的经济规模、金融市场发展程度、提供金融服务的能力以及所在区域的国际分工特征，选择离岸金融服务的供给模式和种类，并逐步形成在全球形成一个包含初级离岸金融中心、二级离岸金融中心和记账离岸金融中心，具有内在分工和联系的离岸金融市场体系。其次，在传统银行存款和贷款业务受到在岸市场激烈竞争并不断萎缩的

¹ 国外主要离岸金融中心持有的美国证券占所以外国持有的美国证券总额的比重。2002 年以前只有股票和长期债券的统计数据。主要离岸金融中心参见上一个脚注。数据来自美国财政部 TIC 统计数据。

情况下，离岸金融市场通过提供国际银行执照、总部服务、结构性金融服务、保险业务、资金管理、信托业务和税收规划等新业务，满足不同主体对金融服务的差异性需求。

3、离岸金融活动产生于金融监管因素、财政因素以及政治和安全因素等。而离岸金融活动在特定地点的聚集，也就是特定地区离岸金融市场的形成，有着不同的影响因素。特定地区对离岸金融活动的吸引力来自：税收成本、金融监管成本、商业程序和行政成本，法律体系、地区经济分工关系、企业注册制度以及匿名性和私密性等方面的因素。这些因素的不同组合，影响在特定地区聚集的离岸金融服务的种类，也就是离岸金融市场的种类。

4、围绕任何一种货币，离岸金融市场的产生和发展需要一个基本前提，即国外存在对该种货币大规模的需求和供给。从美元离岸市场的产生和发展逻辑来看，美元离岸市场的建立和发展依赖于美元的国际地位。也即是说，美元所具有的主导性国际货币的地位，是境外美元市场产生和迅速发展的前提。

5、离岸美元市场的产生和发展，通过保证境外美元的有效供给，满足外国官方和私人部门的不同需求，维持美元作为主要国际货币的惯性。离岸市场金融市场的建立和发展，可以在保持国内审慎金融监管以及维持国内金融市场有序发展和扩张的同时，在全球范围内实现美元及美元资产市场的高速发展，实现全球范围内美元及美元资产使用规模的迅速增长。这样就能够充分发挥网络外部性的积极作用，增强美元国际地位的可持续性。

6、美元离岸市场的建立和发展，在建立境外美元循环渠道的同时，也建立一个连接美国国内金融市场与其他国家国内金融市场的“转化阀门”。由于离岸金融市场具有不同在岸市场的成本、收益和风险特征，相对于各国国内金融市场而言，离岸金融市场更能够满足市场参与者的差异性需求。所以，离岸金融市场的建立和发展，对于资金跨越国界流入美国有着积极的推动作用。这对于美国宏观经济和金融的稳定性，进而美元国际地位的维持，有着重要的作用。

参考文献

1. Cassard Marcel, The Role of Offshore Centers in International Financial Intermediation, IMF Working Paper, WP/94/107, September 1994.
2. Chinn, Menzien and Jeffrey Frankel, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? NBER Working Paper 11510, July 2005.
3. Chinn Menzie and Jeffrey Frankel, Why the Euro Will Rival the Dollar? *International Finance* 11:1, 2008.
4. Chinn Menzie and Jeffrey Frankel, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? NBER Working Paper 11510, July 2005.
5. Chrystal K. Alec, International Banking Facilities, Federal Reserve Bank of St. Louis, April 1984.
6. Eichengreen Barry and Marc Flandreau, The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? NBER Working Paper 14154, July 2008.
7. Errico Luca and Alberto Musalem, Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues, IMF Working Paper, WP/99/5, January 1999.
8. Gao Haihong and Yu YONGding, Internationalization of Renminbi, BoK-BIS Seminar in Seoul on 19-20 March 2009.
9. Gonzalez Maria and Alfred Schipke, Bankers on the Beach, Finance and Development, June 2011, 42-45.
10. He Dong and Robert N. McCauley, Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues, BIS Working Papers, No. 320, September 2010.
11. Kenen, Peter, The Role of the Dollar as an International Currency, Occasional Papers NO. 13, Group of Thirty, New York, 1983.
12. Key J. Sydney, Activities of International Banking Facilities: the Early Experience, Federal Reserve Bank of Chicago.
13. Key J. Sydney and Henry S. Terrell, International Banking Facilities, International Finance Discussion Papers, No. 333, September 1988.
14. Lim Ewe-Ghee, The Euro's Challenge to the Dollar: Different Evidence from Economists and Evidence from COFER and Other Data, IMF Working Paper, WP/06/153, 2006.
15. Linda S. Goldberg, Is the International Role of the Dollar Changing? Current Issues in Economics and Finance, Vol. 16, No. 1, Federal Reserve Bank of New York, January 2010.
16. Mayer Helmut, Credit and Liquidity Creation in the International Banking Sector,

- BIS Economic Papers, No. 1, November 1979.
17. McGuire Patrick, A Shift in London' s Eurodollar Market, BIS Quarterly Review, September 2004.
 18. Naill Coffey, Warren B. Hrung, Hoai-Luu Nguyen and Asani Sarkar, The Global Financial Crisis and Offshore Dollar Markets, Current Issues in Economics and Finance, Vol. 15, No. 6, Federal Reserve Bank of New York, October 2009.
 19. Papaioannou Elias and Richard Portes, Costs and Benefits of Running an International Currency, European Commission, Economic Papers 348, November 2008.
 20. Posen S. Adam, The Rise of the Euro: Currency Is Emerging as Rival to the Dollar, Peterson Institute for International Economics, Article in *The Ripon Forum*, July 2005.
 21. Posen S. Adam, Why the Euro will not Rival the Dollar? *International Finance* 11:1, 2008.
 22. Rose K. Andrew and Mark M. Spiegel, Offshore Financial Centers: Parasites or Symbionts? Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2005-05.
 23. Zorome Ahmed, Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition, IMF Working Paper, WP/07/87, 2007.

信用评级与离岸人民币债券市场的发展

罗 航 母 健 雷 霖

概述：2008 年金融危机的爆发不仅严重冲击了个体国家层面的经济稳定，而且使得目前以美元为主的国际金融体系产生了强烈的变革需求。这种以单个国家的主权货币为储备货币的国际金融体系内部蕴含的风险已经在金融危机之后美国实行的货币政策中体现无疑。另一方面，欧元在金融危机之后的疲弱以及中国在金融危机中显现出的强劲增长实力已经逐渐把人民币国际化推向了实施的时间窗口。在现实情况下，发展离岸人民币债券市场成为人民币国际化的重要途径之一。

2007 年 7 月中国政府批准在香港发行离岸人民币债券（Dim Sum Bond，俗称点心债券），初始发行规模非常小。随着中国经济实力的逐步增强、国际金融危机的爆发和持续演变以及国内中小企业融资渠道稀缺的约束日渐显现，在港发行人民币计价的债券呈现爆炸式增长。截止 2010 年 12 月底，在港人民币存款已经超过 3000 亿元，而且增速越来越快，它们主要是通过贸易渠道以及其他渠道逐渐积累并沉淀下来的。这些资金缺乏合适的金融产品用于投资，因此，点心债券的出现满足了这部分资金的投资需求。目前在港发行的离岸人民币债券并没有严格的监管，甚至不用进行债券信用评级，在发行人数量逐渐增加，发行主体逐渐丰富和多样化以及交易规模逐步扩大的情况下，其中蕴含的风险不言而喻。因此，对点心债券进行信用评级，揭示其中的风险并做出合理的展望，对离岸人民币债券市场的健康发展将起到推动作用。

点心债券与信用评级

“点心债券”特指在香港发行的以人民币计价的债券。因起初在庞大的债券市场中份额很小故被称为“点心债券”。最初，这种债券的发行人主要是国内一些特定的机构，比如中国财政部、国家开发银行、国家进出口银行等中资机构以及亚洲开发银行等个别国际金融机构。因发行点心债券的企业普遍具有很强的实力，所以这种债券基本都能达到投资级别；在港人民币供给相对债券发行规模而言非常充沛，所以发行价格普遍较低，作为投资工具的功能并不强；同时作为债

券购买方，其类型也非常复杂和分散。这种债券发行的现实和交易情况造成了债券购买人对债券发行人的信用情况没有进一步了解的愿望甚至必要。

随着国内通胀形势的继续发展，央行的货币政策持续紧缩，国内企业尤其是中小企业不仅很难在银行系统内贷款，而且在内地发债融资也变得越来越困难，发债成本不断增加。鉴于在港发行人民币债券相对便捷、成本低廉，企业更愿意去香港发行人民币债券。发行便捷的原因主要与香港特殊的金融管理制度有关，其债券发行主要采用注册制而非审批制；成本低廉一方面因为发行人的实力较强，同时在港的人民币存款相对债权融资规模而言较多，在港人民币的供求关系决定了点心债券的价格。随着国内企业尤其是中小企业点心债券发行规模的扩大，发行主体实力分化，信用风险出现差异，整体信用风险开始加大，对点心债券及其发行主体进行信用评级，揭示其信用风险成为现实的必需。

最初的点心债券发行之后视同“外资”，不能流回内地市场，即使有也需要政府的严格审批，但随着国内企业在内地融资困难并纷纷在港设立公司借债融资，人民币现金流还是以各种方式流回内地。因此，一方面，点心债券成为人民币国际化的回流通道，另一方面也成为国内企业的融资渠道。这种资金流动性质的改变成为对此种债券以及发债企业进行风险揭示和评级的诱发因素。

离岸人民币市场发展带动债券市场发展

2011年两会期间公布的“十二五”规划纲要草案中指出，“支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心，巩固和提升香港国际金融、贸易、航运中心的地位，增强金融中心的全球影响力”，与此同时，有政协委员提出加强建设香港离岸中心相关提案；而港交所明确表示2011年肯定会有人民币计价股票或相关产品在香港上市，李嘉诚旗下的长江实业有望通过REITS的方式拔得人民币IPO头筹，引人关注。如此发展态势之下，香港离岸中心爆发性增长前景得到业界一致认可。

香港从2004年起逐步建立人民币离岸市场，然而该市场的壮大则离不开人民币跨境贸易结算方式的推广。这项旨在提升人民币在国际货币体系中地位的举措始于2009年，2010年6月将试点扩大到内地诸多省市，在外则扩张到全球，从规模到范围都全面放开。这一决定性举措带来了香港离岸市场的高速增长：试点扩大之前，香港的人民币贸易结算量约为每月40亿元，试点扩大之后，上升为约每月570亿元。目前，香港的人民币流动性总额大约为3,800亿元，就存款而言，数

量首度突破3000亿元，增长超过五倍，其中9成增长来自试点扩大之后；就债券而言，人民币债券在港数量为620亿元，仅在2010年发行数量就超过一倍，高达358亿元。

从2007年7月起，中国政府开始批准国内金融机构到香港发行人民币债券，包括政策性银行(国开行与进出口银行)、国内商业银行(中国银行、交通银行、建设银行)以及外资银行的中国法人(汇丰银行与东亚银行)。此后发债主体逐渐扩展至港澳公司(合和基建与银河娱乐)、红筹股(中国重汽)、跨国公司(麦当劳与卡特彼勒)、外国银行(澳新银行与俄罗斯外贸银行)与国际金融机构(亚洲开发银行、国际金融公司与世行)。根据彭博资料，2007-2010年点心债券总发行量为737亿元，而2011年上半年点心债券总发行量就已高达808亿元，超越过去四年总和。在中国政府政策的支持下，点心债券市场开始加速起飞，发行量的迅猛增长和市场参与者的快速增加都印证了这一点。2010年以前，市场仅发行过36只点心债券，但2011年上半年就发行了114只。此外，2010年以前参与承销点心债券的券商仅有15家，但2011年上半年就有30家，呈现出点心债券市场逐渐壮大的事实。

支撑香港人民币债券市场快速扩张的基础，是香港人民币存量的不断攀升。2009年底，香港人民币存款仅为630亿元，而截至2010年12月底，该规模已飙升至3000亿元。根据我们的估计，2012年年底，香港人民币存款可能达到2万亿元。由于香港人民币存款利率偏低，再加上强烈的人民币升值预期，香港投资者将持续追捧人民币债券。

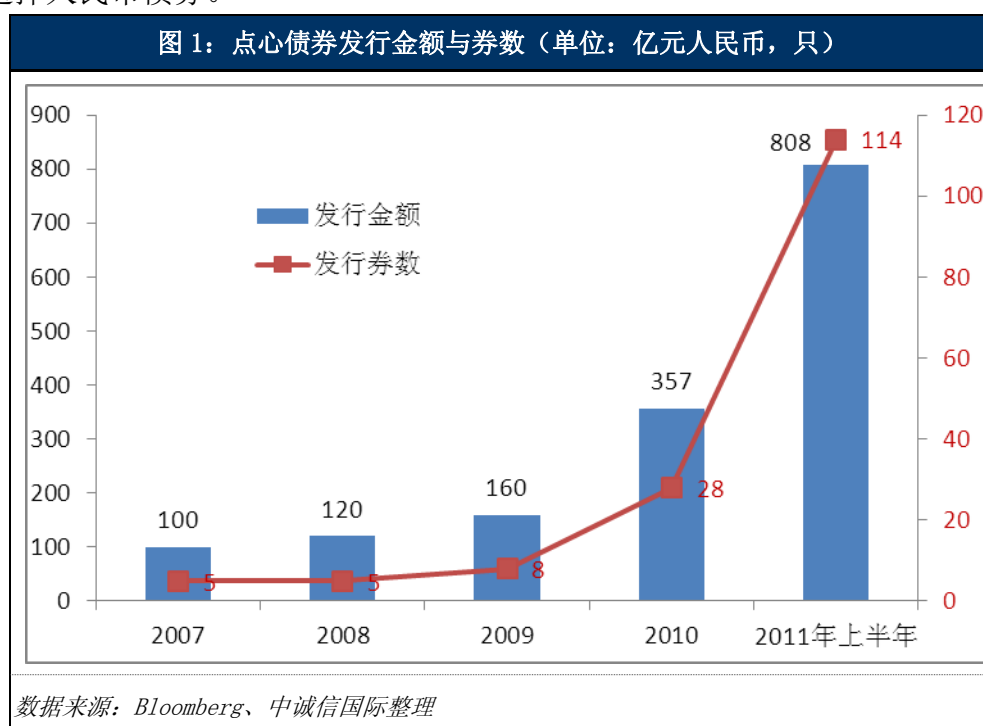
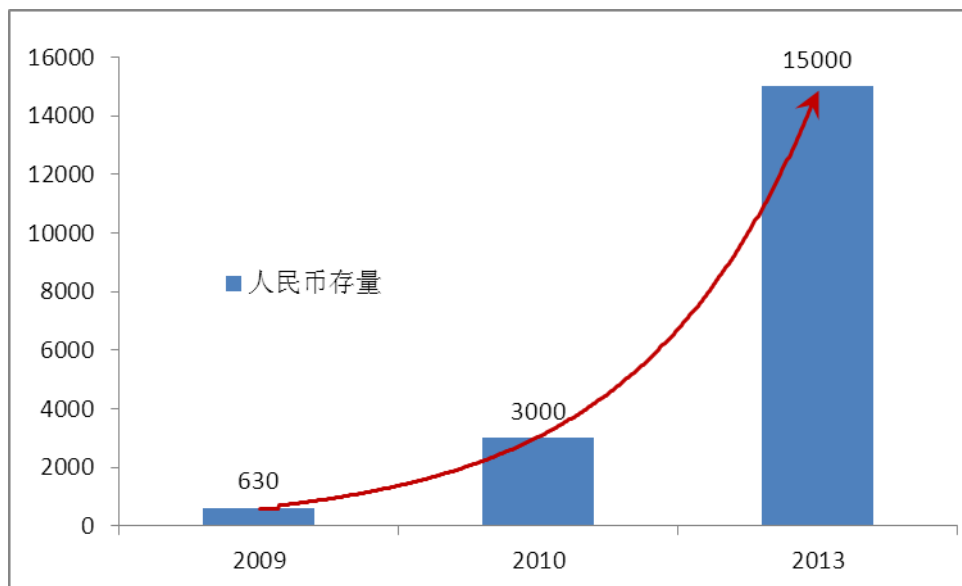


图 2：人民币存量（单位：亿元人民币）



数据来源：Bloomberg、中诚信国际整理

发行主体多元化

发行主体逐渐多样化正是在点心债券的发展过程中显现出的突出特点，也正是这一特点决定了此债券市场如要健康发展，必须有信用评级行业的介入。自2007年点心债券发行以来，发行主体主要是大型国企、政策性银行、国际金融机构以及个别跨国企业。

1、大型中资机构的发债情况

目前800多亿元未到期的人民币债券中，70%左右的发行人是中资机构，包括财政部和大型国企等。并非所有在香港市场上发行和准备发行人民币债券的企业都如同国开行一样具备强劲的财务实力，于是在波动的经济环境中，不同企业受宏观经济影响的深度和侧面就存在差别，这就成为产生信用风险的重要源头。对于资金面同样紧张的内地大型企业来说，在香港发行“点

表 1：大型中资机构发债情况不完全统计

发债主体	发债时点	额度（人民币）	期限	利率
中国国家开发银行	2007 年 7 月	50 亿	2 年	3.0%
	2009 年 8 月	10 亿	2 年	SHIBOR+30 个 BP
	2010 年 10 月	20 亿	3 年	SHIBOR+10 个 BP
	2010 年 11 月	30 亿	3 年	2.70%
中国进出口银行	2007 年 8 月	20 亿	2 年/3 年	3.05%/3.2%
	2008 年 8 月	30 亿	3 年	3.4%
	2010 年 11 月	50 亿	2 年/3 年	1.95%/2.65
财政部	2009 年 10 月	60 亿	2 年/3 年/5 年	2.25%/2.7%/3.3%
	2010 年 11 月	50 亿（机构）	3 年/5 年/1 年	1.0%/1.8%/2.48%
	2010 年 12 月	30 亿（零售）	2 年	1.6%
中粮（香港）	2011 年 5 月	30 亿	3 年期	1.85%
中国平安	2011 年 6 月	20 亿	3 年	2.075%

数据来源：路透社，中诚信国际整理

心债券”筹集资金不失为良策。以上发债的部门和企业的实力都很强，加上其财务资料相对公开，所以其中蕴含的信用风险基本能够被投资人识别。

2、外资企业

外资企业在点心债券发债主体中占比较少，据不完全统计，目前国际发行主体共17家，包括麦当劳、卡特彼勒等。

表 2：外资企业发债不完全统计

发债企业	发债时点	额度（人民币）	期限	利率
麦当劳 McDonald	2010 年 8 月	2 亿	2 年	3%
卡特彼勒 Caterpillar	2010 年 11 月	10 亿	2 年	2%
Galaxy	2010 年 12 月	13.5 亿	2 年	4.6%
世界银行	2011 年 1 月	5 亿	2 年	0.95%
普洛斯（新加坡政府控股企业）	2011 年 5 月	30 亿	5 年/7 年	3.375%/4.0%
联合利华	2011 年 3 月	3 亿	3 年	1.15%
港铁公司	2011 年 6 月	10 亿	2 年	0.625%
数据来源：路透社，中诚信国际整理				

为了保持这一市场的健康发展，以及进一步激发这个市场的活跃度，发债企业的结构应产生变化，境内发行主体比例应下降。如果跨国企业的数量增加带来的首要问题就是投资人可能对其实力、财务状况、信用风险等了解不足，在没有强制评级要求的市场上，其风险不言而喻。

3、民营企业

对于最缺资金的民营企业，特别是房地产企业来说，在港发行人民币债券资金无法回流，只能望梅止渴。然而，合成式人民币债券这一创新型产品，便可解决这一难题。以人民币计价，但以美元结算的合成式人民币债券，近来已成为离岸人民币市场的新星。

到目前为止，内地与香港的地产开发商成为发行合成式人民币债券热潮中的领头羊。从发行人的立场来看，发行合成式人民币债券可锁定香港相对便宜的人民币融资成本。而更重要的是，由于合成式人民币债券以美元结算，发行人可利用现有的政策规范和流程，将发行合成式人民币债券融得的美元资金汇回内地。这一方式既可取人民币债券融资成本较低之利，又可合法规避人民币债券融资汇回内地需要个案审批的限制。

恒大地产今年1月同时发行两只合成式人民币债券，募集资金高达人民币92.5亿元，票面息率分别达到7.5%和9.25%；另外，佳兆业也在今年3月发行20亿元合

成式人民币债券，票面息率为8.5%。值得一提的是，合成式人民币债券都是高息债，大大高出纯人民币债券2—4个百分点的票面息率。不过即便如此，在内地融资成本普遍偏高的情况下，更多民企特别是房地产企业还是趋之若鹜，“点心债券”火爆势将延续。

信用评级将推动点心债券市场的发展

虽然离岸人民币债券市场起步较晚，初始发债规模很小，前几年发展相对缓慢，但随着中国经济实力的逐步增强、国际金融危机的爆发和持续发展以及国内中小企业融资渠道稀缺的约束日渐显现，在港发行人民币债券已经呈现爆炸式增长。不过在港发行的人民币债券目前不用进行债券信用评级，所以在发行人数量逐渐增加，发行主体逐渐丰富和多样化以及交易规模逐步扩大的情况下，其中蕴含的风险不言而喻。因此，对这种债券进行信用评级，揭示其中的风险并做出合理的展望，对离岸人民币债券市场的健康发展将起到推动作用。另外，债券的发行价格不仅仅与资本市场上的货币量和融资工具供给有关，而且与债券级别有密切关联。所以对债券进行评级不仅能够帮助投资人理性看待债券及其收益率，而且对于市场化的确定债券收益率有帮助。另一方面，有了评级的债券在二级市场交易时能够更加便捷的交易，这对活跃债券市场有帮助。

1、信用评级在离岸人民币债券市场的现状

香港离岸人民币债券市场去年下半年以来发展迅猛，但市场急速膨胀的背后，也潜在一些隐忧，较突出的问题就是绝大部分点心债券均无主要国际评级机构的正式信用评级。目前，由企业发行、没有进行信用评级的点心债券已成为离岸人民币债券一、二级市场交易的主要部分，仅有个别跨国公司或大蓝筹等公司，包括新西兰乳业巨头恒天然、中华煤气有限公司等，才拥有主要国际评级机构的正式评级。由于投资者需求强劲，香港离岸人民币债券发行缺失国际信贷评级的现状短期内将难以改变，但随着这一市场由卖方市场向买方市场转化，发行人或不得不寻求信用评级以增强债券吸引力。今年高风险债券发行者纷纷忙着开发香港迅速发展的人民币债券市场。如今这股风潮已经减缓，因为投资者们意识到，并非每一个与不断升值的人民币相关的交易都能成为好投资。

自一年前中国放宽货币政策并出台旨在鼓励境外适用人民币的措施以来，全球投资者对于升值货币相关资产的需求强劲。但从今年年初开始，不具有信用评

级或评级低于投资级的公司也涌入这个市场。据汇丰控股估算，在总额为1,380亿元的未偿还点心债券中，“次级投资等级质量”的债券约占14%。2010年12月底之前，这种高风险债券在离岸人民币债券市场几乎不存在。

中银国际的一份报告指出了15只离岸人民币市场中的非投资级债券，所有发行体均来自在中国地区进行主要业务运营的企业。其中包括带有国有企业背景的中国企业，例如由山东省人民政府持股51%的中国重汽，由北京市国资委持股45%的首创置业；香港上市的中国民营企业，例如中国风电；以及来自非内地企业的投机性发行人，例如澳门赌场运营商银河娱乐，台湾上市公司“永丰余造纸”旗下的永丰余（开曼）公司，和香港地产公司新鸿基下属的个人信贷公司亚洲联合财务。

表 3：中银国际发布的非投资级债券统计

发债企业	发债时点	额度	期限	利率
中国重汽/SINOTRUK HK LTD	2010 年 10 月 29 日	27	2 年	2.95%
银河娱乐/GALAXY ENTERTAINMENT	2010 年 12 月 16 日	13.8	2 年	4.625%
中电国际/CHINA POWER INTERNATIONAL	2010 年 12 月 23 日	8	4 年	3.2%
春天百货/PCD STORES LTD	2011 年 2 月 1 日	7.5	3 年	5.25%
永丰余(开曼)公司/YFY CAYMAN CO	2011 年 2 月 10 日	3	3 年	3.1%
首创置业/BECL INVESTMENT HOLDING	2011 年 2 月 21 日	11.5	3 年	4.75%
路劲基建/ROAD KING	2011 年 2 月 25 日	13	3 年	6%
冠捷科技/TPV TECHNOLOGY LTD	2011 年 3 月 21 日	5	3 年	4.25%
中国风电集团/CHINA WINDPOWER GROUP	2011 年 4 月 4 日	7.5	3 年	6.375%
晨明纸业/CHENMING HK LTD	2011 年 4 月 13 日	5	3 年	2.95%
胜狮货柜/SINGAMAS CONTAINER HLDGS	2011 年 4 月 14 日	13.8	3 年	4.75%
中升集团/ZHONGSHENG	2011 年 4 月 21 日	12.5	3 年	4.75%
亚洲联合财务/UA FINANCE	2011 年 4 月 27 日	5	3 年	4%
比亚迪香港/BYD HK CO LTD	2011 年 4 月 28 日	10	3 年	4.5%
广州富力/GUANGZHOU R&F PROPERTIES	2011 年 4 月 29 日	26.1	3 年	7%
数据来源：中银国际，中诚信国际整理				

近期高收益率的点心债券已全部遭到禁售，尤其是受到在香港和北美上市的中国小公司欺诈指控的影响后。虽然去年人民币对美元升值了5%，且预期升值将会继续下去，但随着一些高回报率、次级投资等级质量点心债券的发售，国际投资者已经不能完全忽视债券本身的信用风险。

虽然发行人未要求评级机构给出评级的原因很多，但相信背后的主要因素是目前离岸人民币债券市场需求强劲，这使得投资者愿意看淡信用风险，以换取潜在的人民币升值。

不过，随着点心债券市场进一步发展和更多人民币投资产品推出，投资者在投资点心债券时将不断加强对债券的信用考量权重，这一发展意味着投资者对没有评级的债券会更加挑剔，届时将有更多发债公司为债券发行取得正式评级，以吸引投资者。

2、国内信用评级机构的优势

前面不完全统计中的债券发行都没有经过信用评级。尽管目前这些发债企业普遍比较著名而且实力很强，但是随着市场对此种债券需求逐渐旺盛，发债额度和发债数量不断提高和上升，发债企业的类型将逐渐从最强的企业向普通企业过渡，投资者在投资点心债券时不断加强对债券的信用权重考量，于是揭示这些企业主体以及具体债项的风险的必要性逐渐上升。对发行点心债券的公司和债券进行评级工作，国内的评级机构具有得天独厚的优势。

首先，目前点心债券的发行主题中，国内企业和机构占有绝对的比重。国内评级公司能够更加快捷、更加准确地获取发债主体的信用状况信息。

其次，国内评级公司对政府的管理方式以及各种经济政策对企业的影响更加了解。当外部宏观经济出现新的事件和风险时，其对发债企业产生的作用对企业的运营以及财务状况肯定产生非常复杂的影响，而准确快速评估这些影响是国内信用评级公司的专长。尤其是一些发债企业本身就是国内信用评级公司的客户，这样他们在香港发行人民币债券时蕴含的信用风险会更容易、更直接被这些国内评级机构捕获。

最后，国内评级机构使用的评级方法一方面借鉴了国际先进模型，一方面又做了适合我国现实的本土化，这种模型用于评价国内企业更加适合。比如国内很多企业的信用级别按照国际通行惯例现在800多亿元未到期的人民币债券中，发行人70%左右是中资机构包括财政部和大型国企等通常只能达到国家主权级别

（中国的级别是Aa3），但实际上中国很多国有企业的信用级别完全能够达到国际标准的较高级别。所以国内的评级公司能够从更适应中国市场环境的角度出发客观地评价这些发债企业的信用状况。

主要国际货币地位变化分析

——基于外汇储备币种结构的视角

冯俊新

摘要：对于国际货币来说，它们在各国外汇储备中所占的比重是其在国际货币体系中地位的重要反映。本报告通过分析外汇储备中的币种结构变化，结合一些经济基本面的因素分析，对主要国际货币在新世纪以来的地位变化进行了研究，并对未来的发展进行展望。在剔除价值因素影响后，我们对外汇储备币种结构的实际变化方向进行了分析，发现过去 10 年国际货币体系整体格局的变化趋势是：主导货币地位不变前提下的货币多元化格局。

一个货币在国际储备中的地位主要取决于其干预货币和价值储藏这两种功能的大小。作为干预货币，国际货币体系中主导币种（美元和欧元）的地位并没有下降，其他次要国际货币的地位则受到了削弱，虽然包括主要新兴经济体国家货币在内的一批新国际货币正在崛起，但这些货币仍无法替代主导货币的地位。作为价值储藏工具，现有国际货币发行国经济基本面的走弱导致其货币的价值储藏意义在下降，而新兴市场经济体的基本面普遍较好，这些国家的货币作为价值储藏手段的价值大大提高。

随着过去 10 年全球失衡的发展，新兴经济体中累积的外汇储备数量大大增加，这意味着将有大量的储备资产转为承担起价值储藏的职能。目前，包括人民币在内的新兴经济体货币所面临的最大约束条件是金融市场发育程度不足，一旦这些经济体能够突破金融市场方面的瓶颈，他们的货币将会以价值储藏工具的手段在国际货币体系中扮演越来越重要的角色。

一、介绍

一般来说，货币所具备的主要职能包括价值储藏、计价工具和交易媒介。Kenen(1983)分别从这三个角度描述了一种货币作为国际货币时所应该具备的主要功能。他认为，国际货币的价值储藏功能表现为它能成为其他国家政府部门的储备资产持有对象和私人部门的组合投资对象；国际货币的计价工具功能表现为它能成为其他国家政府的汇率锚定对象和私人部门对外发行证券的定价货币；国际货币的交易媒介功能则表现为它能成为其他国家政府的外汇市场干预工具和

私人部门进行商品和金融交易时的支付手段。我们可以发现，无论国际货币要实现上述的哪种功能，对于一国政府来说，都必然要求这一货币成为外汇储备的一部分。只有在外汇储备中持有这种货币，才能利用这一国际货币的国际交易功能，才能用它来对外汇市场进行干预，也才能实现对于这种货币所代表购买力的储藏。因此，一般都认为，一种货币成为国际货币的重要标志就是它能够成为主要国际储备货币之一；同时，不同货币在国际货币体系中的地位也应该反映为其在外汇储备中所占的比重。正是基于以上逻辑，我们在本报告中将主要通过外汇储备中的币种结构变化来对国际货币体系中各主要国际货币的相对地位变化进行分析。

我们首先分析外汇储备所具备的功能。Roger(1993)把持有外汇储备的初衷总结为：(1)满足私人和公共部门的交易需求，包括购买国外商品服务和偿还对外债务；(2) 外汇市场干预，这是一国宏观经济政策的目标之一；(3) 财富储备形式的多元化，为国民财富实现保值增值功能。以上三种因素其实就构成了外汇储备中对一种货币的需求，这也同时意味着，一种货币在外汇储备中的比重也将会最终取决于对它的这三种需求的大小。

不同的研究者在对国际货币地位进行分析的时候强调了不同类型的需求。比如，McKinnon(1998)就强调了外汇市场干预这一需求。他认为，因为外汇储备的其中一个重要作用就是帮助政府对市场进行干预，而美元外汇市场的深度最高，各种工具也最为完善，美元是政府干预外汇市场时最常用的货币，所以外汇储备中的美元比重很大，这也是美元在国际货币体系中主导货币地位的体现。Goldberg(2010)也认为，由于货币使用的惯性，美国经济的规模和相对稳定性，以及对于石油和大宗商品的美元定价，这些因素都将使得美国作为国际交易的主导性中介货币的地位不会改变，从而也使得美国作为国际主导货币的地位不会改变。这实际上重申了 McKinnon 的观点，并且还强调了在商品交易和定价方面对美元需求的重要性。

Beck 和 Rahbari(2008)则认为，央行持有国际储备出于财富多元化和交易需要两个主要动因。他们使用一个理论模型来分析外汇储备中主导性货币的地位，并认为在当前条件下，新兴市场的交易需要，主要是用于应对国际资本流动的骤停(sudden stop)。因为主导货币能够满足在金融流动骤停时的交易需求，因此美元（对于全球经济体来说）和欧元（对于欧洲新兴经济体来说）在最优国际储备中将占有较大的比重。他们实质上也是强调了国际货币对于外汇市场的干预功

能和对商品和服务的国际支付功能。

以上的这些分析都从交易需求和市场干预需求的角度来强调了主导货币地位的持续性,很多学者认为正是美元这种主导地位对今天世界格局产生了重要影响,他们认为美元的不合理特权(exorbitant privilege)和由此带来的“复活的布雷顿森林体系”是导致全球经济失衡的重要原因。(如 Gourinchas 和 Rey(2006), Dooley 等 (2003, 2004))

那么国际货币体系正在发生或者将会发生变化么?事实上,在欧元成立前后,关于国际货币体系的未来结构就产生过激烈的争论,他们当时所关心的主要议题是欧元在国际货币体系中的未来前景。当时的观点可以分成两派。

欧元乐观派认为,从经济基本面的角度出发,欧元将会取代美元的地位,甚至认为这种取代将会是非常迅速的(如 Mundell(1998), Bergsten(1997), Portes 和 Rey(1998)等等)。Eichengreen (2005)认为,持续的经常项目顺差将会侵蚀美元的基础,美元价值将会受到质疑,而欧元作为一种储备货币的前景将是非常乐观的。事实上,我们总结对于欧元的乐观主要是从欧元的价值储藏需求将会上升这一角度出发的。

与此相对,对欧元发展前景持质疑意见的学者则认为,由于国际货币体系中所存在的网络外部性,美元的主导地位将不会下降。尽管欧元的成立会对欧洲经济起到很大的作用,但是欧元只会成为一个重要的区域货币(如 McKinnon(1998), Kenen(2002)等等)。我们可以总结对于美元的乐观主要是从对美元干预功能的需求不会下降这一角度出发的。

Lim (2006) 利用保密数据对上述观点进行了验证。他对那些向 IMF 报告储备结构的国家进行了分组比较并发现,整体来看,从 1999 年到 2004 年,欧元在外汇储备中的比重上升,与此同时,美元和日元都下降了。而在欧元主导区国家,欧元储备大约占到了 60%,而且上升幅度也较大,达到了 8%;而在美元主导区,虽然欧元比例也上升了,但是上升幅度只有 4%。这一结果说明,从全球角度来看,美元依然占主导地位,而欧元地位有所上升,并且在部分区域成为了主导性货币。这也可以说是目前国际货币体系中欧元和美元这两种主导货币的地位。

从外汇储备的功能角度出发,我们可以发现,已有的研究更多的强调了从外汇市场干预手段以及国际产品市场的交易工具这两个功能出发,现有的主导货币将会保持其稳定地位。

接下来我们关注已经有的关于外汇储备币种结构变化规律的研究。

对外汇储备中币种结构的研究从布雷顿森林体系解体以后就一直受到关注。但是由于数据可得性方面的约束（大家只能得到一些粗糙的加总数据），进展并不大。较早期的一些研究显然，外汇储备中的币种变化主要是汇率波动导致的。如 Heller 和 Knight (1978)、Dooley (1986) 都发现，无论是发达国家还是发展中国家，外汇储备中的币种比重波动都不大，且波动主要是汇率本身变动的结果。这些结果都说明，在 1990 年代以前，外汇储备的资产结构变化非常小。

但是，进入 21 世纪以来的一些研究则显示，外汇储备的资产结构开始发生了变化。Wooldridge (2006) 使用 BIS 的 LIB 数据库和 IMF 的 COFER 数据库进行了对照研究，发现无论从币种结构还是资产的风险构成来看，外汇储备的资产结构都倾向于多元化。美元比重的下降正好与欧元比重的上升互相抵消，同时，日元和瑞士法郎逐渐边缘化，英镑和澳元、港元和丹麦克朗这样的货币其地位在上升，从币种结构上外汇储备管理呈现多元化。同时，从资产的风险构成来看，外汇储备的管理开始倾向于收益和风险都更高的资产类型。

但是，即使一国的储备币种结构可能发生变动，但这种变动一般是相当缓慢的演进过程。在位的国际货币，能提供基于规模经济和范围经济的网络外部性，所以一旦持有，一般不会发生对已持有储备货币的大规模抛离现象。比如 Eichengreen 和 Mathieson (2000) 通过对不同年代中外汇储备结构的决定因素分别进行回归，发现主要影响因素一直都保持稳定，而且这些影响因素都是变化缓慢的，这都使得我们应该可以预期，外汇储备的币种结构应该是逐渐变化的。

从外汇储备的币种结构来看，21 世纪以来不同国际货币的相对重要性发生了一定的变化，但是这种变化将会是缓慢的。

综上所述，各国对于国际货币功能的需求很大程度上是通过外汇储备的管理来实现的，所以通过对外汇储备中不同国际货币的结构变化就可以在很大程度上反映不同国际货币的相对地位变化，从而反映出整个国际货币体系的变化趋势。通过正确把握整个国际货币体系的变化趋势将有助于我们对人民币在国际货币体系中所可能扮演的角色有更为准确的理解。从已有研究来看，21 世纪以来不同国际货币的相对重要性发生了一定的变化，但是这种变化过去是，未来也将会是缓慢的，国际货币体系中的主导货币地位并没有发生明显变化。在下面的分析中，我们将会对已有的这些变化趋势进行更为详细的分析，并力图揭示这些变化背后的真正原因。

二、基于 COFER 数据库对主要国际货币地位的分析

在这一部分，我们将基于 IMF 的 COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) 数据库，我们对各主要储备货币的地位变化进行分析。COFER 数据库会公布每个季度外汇储备中各币种资产的价值。出于保密原则，数据库只公布全部国家加总和部分国家分组加总以后的结果。下面，我们就根据这些公布的结果对外汇储备中的币种结构进行分析，并从中探讨主要国际货币的地位及其变化趋势。

在外汇储备中，不同币种资产价值的变化来自几种可能，第一种是汇率变动带来的价值变化，第二种是由于所持有的资产价格波动所带来的价值变动，第三种则是因为外汇储备管理当局有意的货币市场操作所带来的变化。我们把前面两种带来的变化称为价值效应，而把第三种称为数量效应，数量效应才是外汇储备管理当局操作方向的真实反映。

事实上，在计算外汇储备实际收益率的时候，现有的研究也已经充分考虑到了这些因素。（如盛柳刚、赵洪岩(2007)，张斌等（2010）在计算中国外汇储备实际收益率的时候考虑了上一期外汇储备带来的收益、本期交易净增外汇以及汇率变化导致的资本损益等因素的影响；Wong(2007)在计算各币种的实际数量比重时也考虑了汇率波动的因素。）

而具体到外汇储备管理当局的操作，也存在两种可能性，一种是为了维持市场稳定而进行的操作，这可以被称为干预市场操作，这主要表现在外汇储备实际数量的短期波动方面；另外一种则是为了让其储备保值增值而进行的操作，这主要表现在外汇储备实际数量的长期变化趋势方面。

下面我们首先分析如何从现有数据中得到外汇储备币种数量的真实变化，然后利用这些数量变化的长期和短期波动方向对各主要国际货币的地位进行探讨，最后还比较了不同组别国家对于不同币种资产的态度。

2.1 外汇储备资产的币种结构变化（美元价格）

首先，我们利用 COFER 数据库考察一下 1999 年至今外汇储备中各币种资产的结构。从表 1 我们可以看到，在欧元正式成立以前和成立初期，美元在国际储备中的地位不断上升，其占世界储备的比重从 1995 年的 59%上升到了 2001 年底的 71.5%；但是，自从 2001 年以后，美元的比重就开始不断下降，到了 2009 年第三季度末，美元的比重已经下滑到了 61.6%，与其 1996 年的地位差不多。欧元的比重在其成立后到 2003 年一直上升，然后基本稳定在 25%左右；主要国际货币中，英镑地位上升而日元和瑞士法郎的地位下降。另外，整个币种结构中一

个尤为突出的特点就是除这五种货币以外的其他币种所占币种有了显著的上升，这种上升在 2008 年金融危机爆发以后更为突出。

表 1 世界外汇储备的币种构成情况（单位：亿美元）

年份	世界各国 储备总额	报告国家 储备总额							未报告国家 储备总额
			#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他	
1998	16438	12824	69.30%	16.99%	2.66%	6.24%	0.33%	1.54%	3665
1999	17819	13797	71.01%	17.90%	2.89%	6.37%	0.23%	1.54%	4081
2000	19363	15182	71.13%	18.29%	2.75%	6.06%	0.27%	1.41%	4242
2001	20497	15696	71.51%	19.18%	2.70%	5.05%	0.28%	1.32%	5051
2002	24080	17960	67.08%	23.80%	2.81%	4.35%	0.41%	1.70%	6560
2003	30251	22232	65.93%	25.16%	2.77%	3.94%	0.23%	2.14%	8668
2004	37484	26552	65.95%	24.81%	3.37%	3.83%	0.17%	1.83%	12417
2005	43202	28436	66.91%	24.05%	3.60%	3.58%	0.15%	1.61%	15864
2006	52517	33156	65.48%	25.09%	4.38%	3.08%	0.17%	2.09%	20756
2007	67000	41194	64.13%	26.28%	4.68%	2.92%	0.16%	2.35%	28549
2008	73383	42101	64.09%	26.42%	4.01%	3.13%	0.14%	2.06%	31063
2009	81632	45623	62.09%	27.56%	4.26%	2.92%	0.11%	3.65%	36519
2010	92586	51235	61.53%	26.16%	3.97%	3.79%	0.11%	4.89%	43889

注：（1）数据来自 IMF COFER 数据库，考虑到 COFER 数据库中的样本国家在 1996 和 1997 年均发生了较大的变动，而且欧元是 1999 年才正式开始运行的，所以我们只分析 1999 年以后外汇储备资产币种结构的变化情况；（2）并不是所有的外汇储备持有国都向 IMF 报告其储备资产的币种结构，COFER 数据库中只统计了报告国家的汇总数据，每一年的样本国家并不完全一致，标注*号的年份说明样本国家有比较大的变化；（3）1998 年的欧元数据为德国马克、法国法郎、荷兰盾与欧洲货币单位的加总；（4）因为欧元区的成立，1998 年前后的“其他”货币所对应的口径不一致；（5）IMF 并没有对外公开报告国家的名单，但是根据一般猜测，中国并没有向 IMF 报告其外汇储备的币种结构，这有助于解释近年来未报告国家储备所占比重不断提高的趋势。

2.2 价值效应对储备资产币种结构有重要影响

COFER 数据库给我们提供的只是以美元为计价单位的资产价值数据。事实上，在这一计价方法下，我们难以准确界定出外汇储备真实结构和收益率的变化。为了更准确地得到外汇储备中币种结构的变化，我们还需要对汇率的变动和资产收益率等因素加以考虑。（张斌等，2010；Rogers，1993；Wong，2007；等等。）

正如前面所述，包括汇率、资产价格等因素都会对外汇储备资产的构成产生价值效应，而为了剔除这些因素的影响，我们首先需要计算新增外汇储备的真实数量变化。

由于现有数据以美元作为基本计价单位，所以在计算过程中，美元资产和非美元资产的收益率计算存在一定的差异。

对于非美元货币资产来说，其外汇储备价值量的变化将同时受到三个因素的影响：该货币兑美元的汇率变动、该币种资产的本币资本收益率和新增储备数量。实际上，由于前两部分的价值变化很大程度上是被动的，所以新增储备数量才是真正的数量变化。事实上，我们可以把某一币种储备资产（以美元计价的）价值的变化表示如下：

$$\begin{aligned}\Delta R_{i,t} &= \Delta Q_{i,t} + \Delta P_{i,t} = \Delta Q_{i,t} + R_{i,t-1} E_{i/USD,t-1} (1 + g_{i,t}) / E_{i/USD,t} \\ &= \Delta Q_{i,t} + R_{i,t-1} (1 + g_{i,t}) (1 + \Delta E_{i/USD,t} / E_{i/USD,t})\end{aligned}\quad (1)$$

其中， $R_{i,t}$ 表示以美元计价的第 i 种货币储备资产价值， $\Delta R_{i,t}$ 表示以美元计价的该币种资产价值的变化，这一变化实际上可以分解为两个部分： $t-1$ 期资产在第 t 期带来的收益 $\Delta P_{i,t}$ 以及表示第 t 期外汇储备中新增的该币种储备数量 $\Delta Q_{i,t}$ ，其中 $\Delta Q_{i,t}$ 是我们最为关注的，因为这一部分的变动代表了储备管理当局对资产结构的调节方向。为了估算出 $\Delta Q_{i,t}$ ，我们需要对 $\Delta P_{i,t}$ 进行估算。

上一期资产带来的收益 $\Delta P_{i,t}$ 可以进一步细分为两部分：一部分是汇率变动带来的汇兑损益，表现为该币种兑美元汇率的变动 $(1 + \Delta E_{i/USD,t} / E_{i/USD,t})$ 中（ $E_{i/USD,t}$ 表示 t 时刻以直接标价法表示的币种 i 兑美元汇率，即每 1 美元可以兑换的该币数量）；另一部分是资产的自然增殖带来的资本收益部分，我们用 $g_{i,t}$ 来代表币种 i 资产在第 t 时期的本币收益率。

而对于美元资产来说，由于没有汇率变动所带来的汇兑损益，所以其资产价值变化为：

$$\Delta R_{USD,t} = \Delta Q_{USD,t} + \Delta P_{USD,t} = \Delta Q_{USD,t} + R_{USD,t-1} (1 + g_{USD,t}) \quad (2)$$

更进一步的，考虑到大部分的储备资产都被投资于流动性很强的高评级债券上，这部分收益可以被认为体现成两部分，一部分是利息收益 $i_{i,t}$ ，一部分则是债券价格变动带来的资本收益 $\Delta p_{i,t} / p_{i,t-1}$ ，即

$$g_{i,t} = i_{i,t} + \Delta p_{i,t} / p_{i,t-1} \quad (3)$$

在下面的分析中，我们将沿着这一分析思路，首先估算出由于汇率变动、资产本币收益率之差等因素所带来的不同币种资产的美元价值变动情况，然后估算出每一期中外汇储备变化中各币种资产的实际数量变化，然后把各期的数量变化累加起来就可以得到各期的实际外汇储备数量。

$$Q_{i,t} = R_{i,1} + \sum_{\tau=2,\dots,t} \Delta Q_{i,\tau} \quad (4)$$

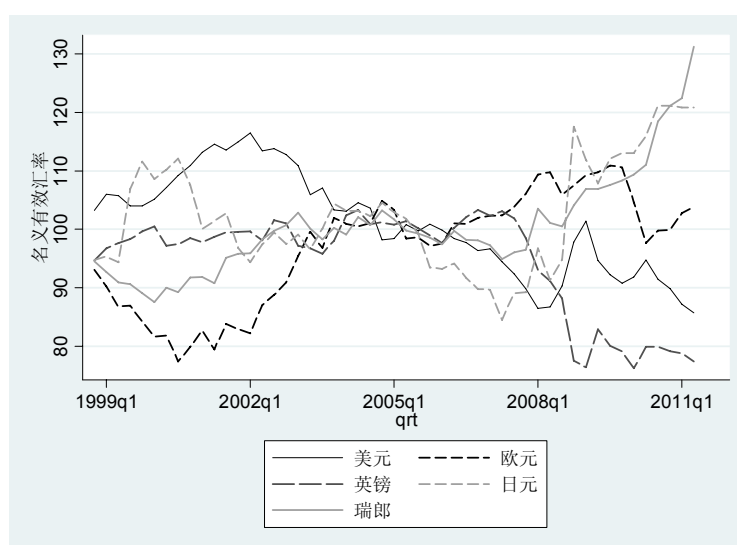
然后我们利用计算得到的各币种的实际外汇储备数量就可以计算得到储备

资产中各币种在剔除价值效应以后的真实数量结构。

在得到了上述用以剔除价值效应的方法以后，我们先考察一下影响储备资产价值的各种主要价值效应因素在样本期内的波动情况，从而对这些因素所能起到的作用有一个预判。

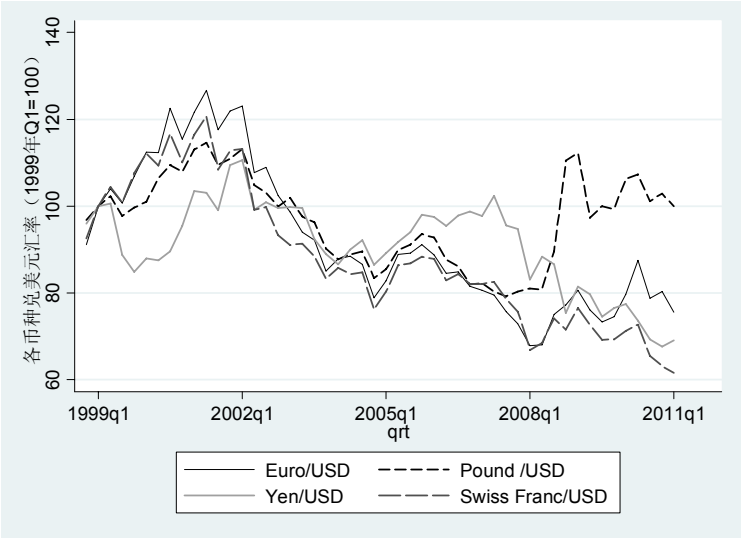
首先要比较的是各种货币的汇率变动趋势，我们分别使用名义有效汇率和非美元货币兑美元汇率这两个指标来进行分析。然后，考虑到外汇储备资产主要投资于高等级债券，我们采用各币种的债券价格指数来代表这些资产的价格变动，同时用 LIBOR 存款利率来表示债券资产的自然增值率。（虽然采用这两个指标来计算资产的收益率可能存在偏差，但考虑到如下两个因素，我们认为，即使这些偏差存在，但是其对最后的计算结果并不会产生很大的影响：A. 对于资产币种结构起作用的是不同币种资产收益率之差而非其绝对值，考虑到各国国内利率和相关资产之间所具有的联动性，我们所选取的资产就已经有足够的代表性；B. 在后面的分析中我们会发现，相对于汇率波动来说，后两者的波动率要小得多。）

图 1 各主要储备货币名义有效汇率走势图（1999-2010）



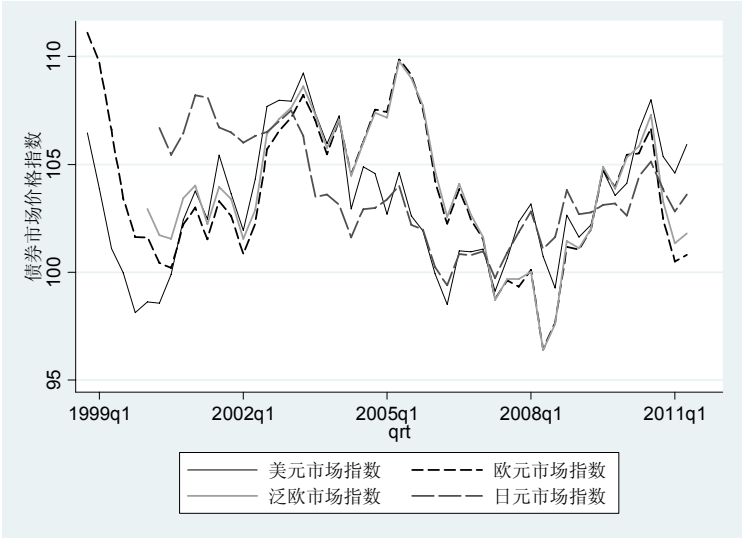
资料来源：BIS <http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>。

图 2 主要储备币种兑美元汇率变化



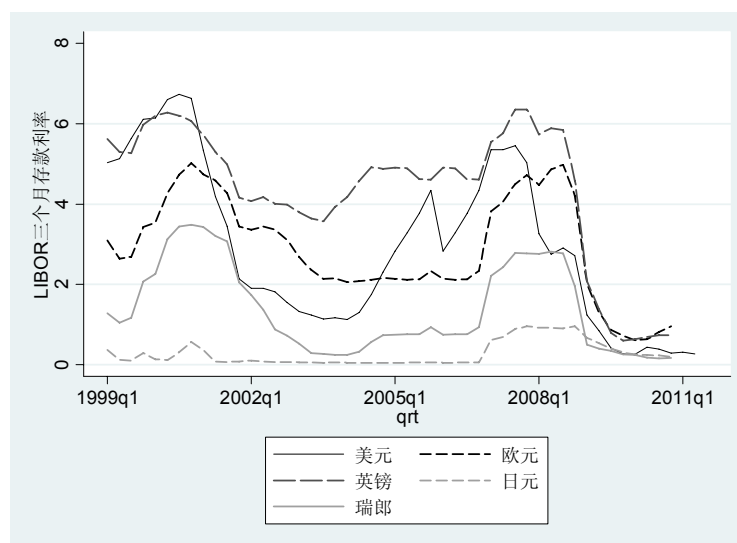
资料来源：COFER 数据库并经作者处理。

图 3 不同币种资产债券价格指数



数据来源：巴克莱债券市场数据库。

图 4 不同币种利率走势对比



数据来源：IMF 数据库。

首先，我们观察汇率的变动，我们可以发现两个主要特点：（1）所有的储备货币在样本期间兑美元汇率和本身的汇值（贸易加权的名义有效汇率）都发生了巨大的波动，几乎所有币种的名义有效汇率的最大波动幅度都达到了 30 个百分点以上，其中日元和瑞士法郎的波动更大，而美元、欧元和英镑的波动幅度则相对较小（见图 1）；即使只是考虑这些货币与美元之间的汇率波动（见图 2），也可以发现类似的情形，即汇率波动很大。以美元为例，金融危机以前，美元经历了一次比较平稳的升值和贬值过程：美元在 2002 年以前延续了 1990 年代中后期以来的强势，在 2002 年第一季度左右达到最高点，从 1999 年初到 2002 年初累计升值将近 13%；此后，美元一直下降，从 2002 年第 1 季度到 2008 年第 1 季度累计下降了 25% 左右。金融危机爆发后，美元则开始了剧烈的波动，先是在一年时间之内升值了 17%，然后在短短两年里下跌了 14% 左右。（2）不同币种相对于美元汇率的波动方向在 2007 年以前较为一致，而在 2007 年以后则表现出了较大的差异。

然后，我们观察代表本币资产收益率的债券价格指数和利率的走势。从波动幅度上来看，债券资产价格的波动幅度要比汇率变动幅度小得多，最大的变化幅度大约在 10% 左右；而对危机前正处于宏观经济“大缓和(great moderation)”之中的主要发达经济体来说，在大部分时期，利率的变动也是非常缓和的，波动幅度很小。另外，通过对比金融危机前后的情况，我们可以发现在 2007 年以前，各国的利率和债券市场走势比较分化；而在金融危机爆发以后，各币种之间的走势基本趋向于一致。这说明该因素在 2007 年以前对于资产价值结构可能有比较

大的影响，而这种影响在金融危机爆发以后则趋于消失。

总而言之，包括汇率、资产价格和利率变化等因素会造成已有储备资产的价值变化，我们把这些变化统称为价值效应，价值效应的存在将会影响我们对储备资产的真实结构进行分析。在样本区间段内，主要储备货币之间的汇率波动很大，尤其是金融危机爆发以来汇率的短期波动更加频繁；相对来说，债券资产价格和利率的波动幅度就要小得多，而且在金融危机以来各国债券市场和利率变化趋于一致。所以我们可以预期，汇率的大幅波动将是外汇储备资产价值效应的主要来源，而且汇率的波动在金融危机以来更是对于价值效应更是起到了最主要的主导作用。

2.3 新增储备资产的币种的数量结构（剔除价值效应前后对比）

从上面的分析我们可以知道，已有储备资产的价值效应对于我们分析储备资产币种结构的真正数量结构有非常重要的影响，同时我们通过分析各种影响价值效应的因素的波动幅度，大致可以推断出来汇率波动将会对价值效应起到最重要的主导作用。

下面，我们分别在三个情景下对新增储备的币种结构进行分析，并将结果进行对比（见表 2 和表 3）。

（一）情景 1：采用以美元计价的原始数据，不考虑三种价值效应的影响；

（二）情景 2：只剔除汇率波动的影响，即在（1）式中不考虑不同币种资产的本币收益率之差，假定 g 为 0；

（三）情景 3：剔除所有三种因素的价值效应，即同时考虑了汇率、利息收入和资产价格变化对资产结构的影响。

表 2 不考虑价值效应时新增储备的币种构成

时间	新增储备总量（亿美元）	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他
1999	973	93.6%	29.9%	5.8%	8.1%	-1.1%	-36.3%
2000	1385	72.3%	22.2%	1.4%	3.0%	0.7%	0.5%
2001	513	82.9%	45.6%	1.2%	-25.1%	0.6%	-5.1%
2002	2264	36.3%	55.8%	3.6%	-0.5%	1.3%	3.5%
2003	4272	61.1%	30.9%	2.6%	2.2%	-0.5%	3.7%
2004	4320	66.0%	23.0%	6.4%	3.3%	-0.1%	1.4%
2005	1885	80.4%	13.4%	6.8%	0.0%	-0.1%	-0.4%
2006	4720	56.9%	31.4%	9.1%	0.1%	0.3%	2.2%
2007	8038	58.5%	31.1%	5.9%	2.3%	0.1%	2.0%

2008	907	62.6%	33.0%	-26.3%	12.6%	-0.7%	18.8%
2009	3545	37.9%	40.9%	7.2%	0.3%	-0.2%	13.8%
2010	5590	57.2%	14.8%	1.6%	10.9%	0.0%	15.3%
整体	38411	58.9%	29.2%	4.4%	3.0%	0.0%	4.4%

注：各货币所对应数字为该币种资产价值变化对当期整体外汇储备变化的贡献率，各币种之和为 100%。负数表示该币种资产数量减少。

首先，我们分析的是在不考虑价值效应下各年新增储备的币种结构(见表2)。我们发现各币种的变化都很剧烈，这尤其反应在一些汇率波动比较大的年份，如 2002 年的美元（升到近年最高点）和 2008 年的英镑（大幅贬值）等。显然，如果不考虑价值效应，我们得到的这个结构关系是有明显偏差的。下面，我们就来看看在考虑了价值效应以后的结果。

在表 3 中我们列示了在考虑汇率波动以后新增储备的币种构成。我们可以发现，在扣除了汇率波动的影响后，新增储备中美元的权重在不同年份波动性很大。如在 2003 年和 2004 年，新增储备中美元所占份额均超过了 75%，大大高于美元在整体储备中的比重（66%）；而在 2001、2002 和 2005 年，美元占新增储备份额只有不到 55%，而当时美元占整体储备比重达到了 71%。而且，在 2006 年以前，美元份额的减少主要体现为欧元份额的增加，而在最近几年，则主要体现为其他币种数量的增加，可以说，不管是剔除汇率波动前后，外汇储备中的多元化趋势，尤其是向其他货币多元化的趋势都十分明显。另外，如果考虑扣除所有三种价值效应后的结果，也基本上可以得到类似的结论。

表 3 扣除汇率波动后新增储备的币种构成

时间	新增储备总量(亿美元)	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他
1999	1606	56.7%	39.7%	4.1%	-1.1%	-0.3%	0.9%
2000	1694	59.1%	28.6%	3.0%	8.6%	0.6%	0.1%
2001	809	52.6%	47.1%	2.2%	-1.5%	0.5%	-0.8%
2002	1535	53.6%	41.8%	2.1%	-5.1%	1.2%	6.4%
2003	3229	80.9%	12.6%	1.9%	0.3%	-0.9%	5.2%
2004	3693	77.2%	13.7%	5.9%	3.2%	-0.3%	0.3%
2005	3047	49.7%	39.2%	7.7%	4.2%	0.1%	-0.9%
2006	3862	69.5%	17.0%	6.8%	0.2%	0.3%	6.1%
2007	6991	67.3%	20.4%	6.4%	1.9%	0.0%	4.0%
2008	1542	36.8%	61.2%	22.6%	-13.5%	-0.6%	-6.5%
2009	3289	40.8%	32.1%	2.2%	0.9%	-0.2%	24.2%
2010	6243	51.3%	26.3%	2.4%	6.7%	-0.1%	13.5%
整体	37540	60.3%	26.6%	5.2%	1.8%	0.0%	6.1%

注：各货币所对应数字为该币种资产价值变化对当期整体外汇储备变化的贡献率，各币种之和为 100%。负数表示该币种资产数量减少。

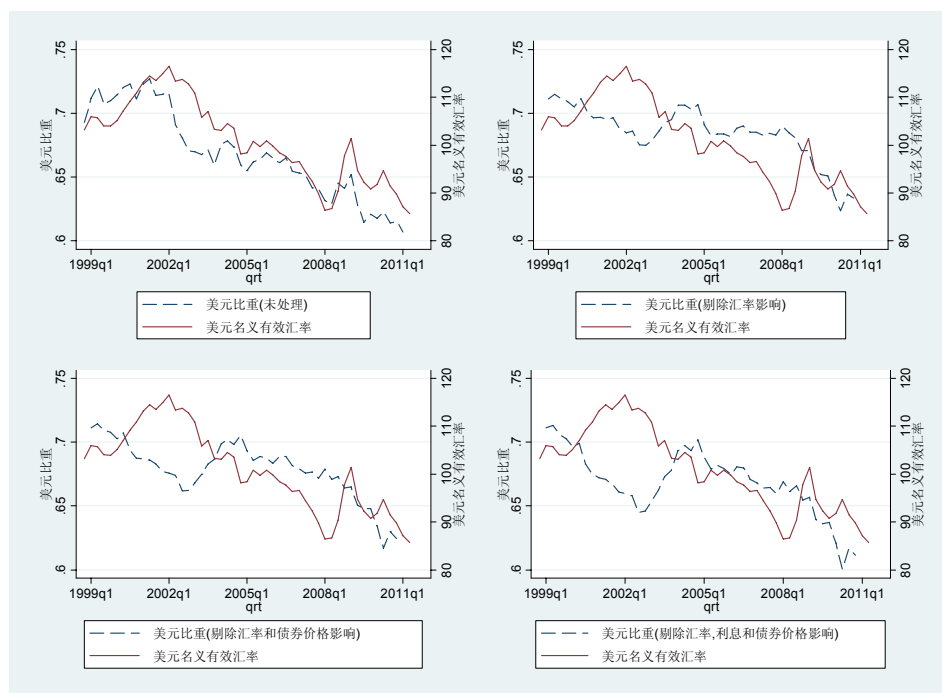
2.4 外汇储备币种结构与汇率之间的关系分析

在 2.3 节中我们可以得到不同时间段新增储备中各币种的数量，进行累加以后就得到了不同时期各币种实际货币的数量及其结构。（见公式（4））

在这一节里，我们将利用 COFER 数据库中对于全部报告国（包括发达国家和新兴及发展中国家）的统计数据来分析汇率变动对于储备中的币种结构的短期和长期影响。

我们首先可以比较一下扣除价值效应前后美元占外储的比重（见图 5），以此了解这种最重要的国际货币在外汇储备中真正地位的变化。在扣除价值效应以前，美元储备的币种从 2002 年以后就一直处于下降趋势，而且在 2009 年以后有了加速下滑的情况。而在扣除价值效应以后，我们发现，实际上在 2008 年以前，美元所占的真实数量比重并没有明显的下降趋势，而是在 70% 左右波动，而这一上下波动的情况则在 2008 年以后被打破了，美元比重出现了明显的下滑。同时，我们发现，扣除了所有三种价值因素影响后的走势图和只扣除汇率因素影响后的走势图基本一致，这也意味着在三种价值因素中起到主要作用的还是汇率的波动，这也再次印证了我们前面的猜测。

图 5 不同计算方法得到外汇储备中美元资产的比重



我们把上面同样的方法和分析过程应用于美元外的另外三种储备货币——

欧元、英镑和日元之中，得到了不同币种资产的实际数量比重的变化趋势图。（见图 6）

通过对不同币种实际数量比重的变化趋势分析，我们可以发现，在考虑了价值因素以后，欧元的实际数量比重在欧元成立之初（从 1999 年到 2002 年）有稳定的增长，然后也只是在比较小的范围内波动，也就是说 2002 年以后，欧元在外储中的比重变化更多的表现在汇率的波动上面。而对于英镑和日元来说，考虑了价值因素以后，英镑的实际数量比重在 2005 年以后有了显著的上升，而日元的地位从 2002 年以后就不断的下降。

而通过对不同币种实际数量比重长期变化趋势的观察，我们实际上可以更好地认识到各国对于其资产结构的长期调整方向。美元和欧元作为两种最主要的储备货币，其长期比重保持相对稳定（欧元在其成立初期有所上升，而美元在金融危机以后则有所下降）；相比之下，英镑和日元则构成了一对相反的关系，英镑比重上升而日元比重下降。

前面关于实际数量长期走势的分析更多地反映一个货币作为一种价值储藏手段地位的变化，而实际数量的短期变化则更能反映出这种货币作为市场干预货币的地位和作用。通过图 6，我们可以明显观察到美元和欧元的短期走势在大部分时期里有一个共同规律，即美元汇率和储备结构变动之间存在着一个比较清晰的规律。每当这两个货币处于升值状态的时候，在短期中各国央行就会倾向于降低它们在外储中实际数量的比重（这时候一般对应于干预国货币的贬值，所以此时干预国央行需要买入本币卖出美元/欧元进行干预）；反之亦然。总而言之，如果一个货币具备了作为干预货币的功能，各国货币当局会力图通过调节币种结构来对冲其币值变动的影响，因此其币值变动与数量变动之间就会存在负相关关系。

下面我们就通过简单的统计分析来对不同货币在短期中是否具有干预货币的特征进行分析。另外，考虑到在 2008 年金融危机爆发以后，这一个规律可能发生了改变，我们还把 2008 年前后分别进行了分析。（见表 4）

图 6 新增国际储备中各主要货币币种及其汇率走势关系图（全部经济体）

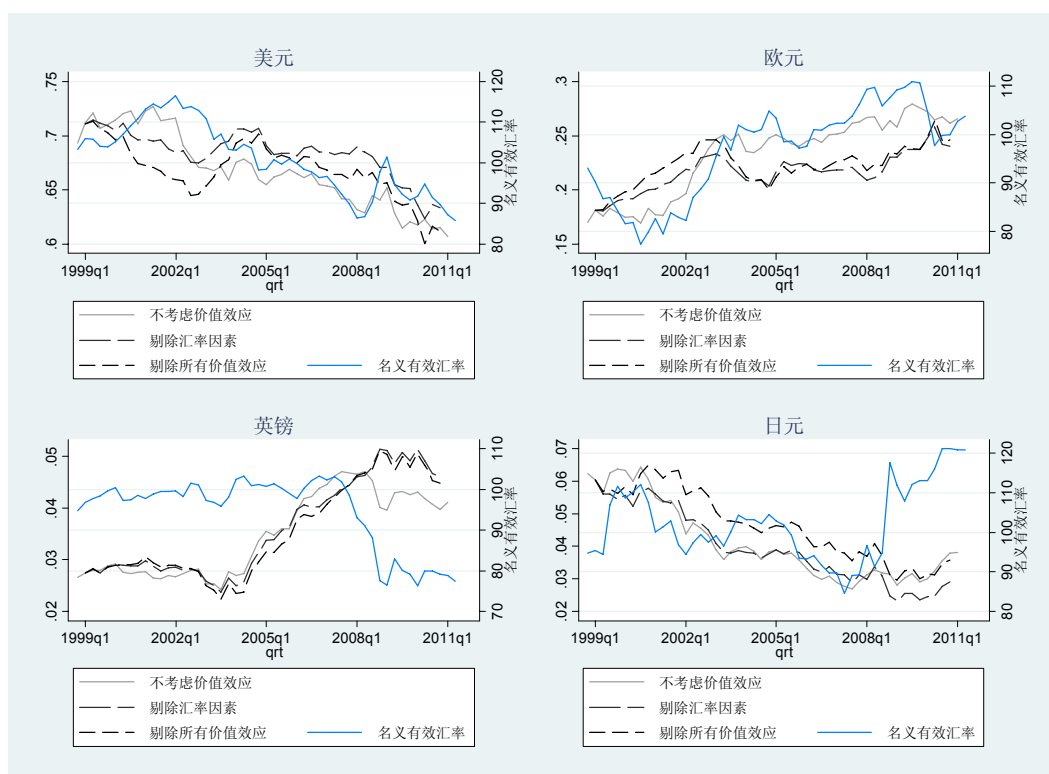


表 4 全部经济体中币种结构实际变化和币值变化相关关系

	美元	欧元	英镑	日元	瑞郎
1999-2007	-0.37 **	-0.32 *	-0.13	0.06	-0.19
2008-2010	-0.19	-0.60 **	-0.84 **	-0.63 **	-0.45
1999-2010	-0.28 *	-0.42 **	-0.45 **	-0.21	-0.18

注：*代表在 10%水平下显著，**代表在 5%水平下显著。

通过上面的分析，我们可以发现，从整个时期来看，美元、欧元和英镑都具备了干预货币的特征。而分时期来看，在 2007 年以前，起到主要干预货币作用的是美元，欧元的作用相对较弱。而在 2008 年以后，美元的这一关系虽仍然是负值，但是统计上不再显著；相反，欧元和英镑在这一时期表现出来了更为强烈的干预货币的特征。

2.5 分组别分析的结果

在 COFER 数据库中，把报告国家分成了两类：发达经济体和新兴及发展中经济体。接下来，我们还要进一步分析不同组别国家的表现是否存在差异。我们比较了这些经济体各币种资产实际数量的长期变化关系图（见图 7 和图 8）。我们可以发现，这两组国家之间对于币种结构的调整上存在很大的差异。对于发达经济体来说，从一个比较长的周期来看（包括某货币大幅升值和贬值的一个周期），

他们对于美元、欧元和英镑持有的实际数量币种是保持相对稳定的，对于日元则是持续地降低币种；而对于新兴市场经济体来说，美元实际数量币种呈现长期的降低趋势，而英镑和欧元比重而有所上升，而对日元则是在波动中有所下降。也就是说，从这两组国家的表现来看，他们只有在降低日元的比重这一点上达成了共识；而对于另外三种储备货币，发达经济体倾向于保持其实际数量结构稳定，而新兴经济体则倾向于多元化，降低美元比重而提高欧元和英镑的比重。

图 7 发达经济体各币种资产的价值比重和数量比重走势对比

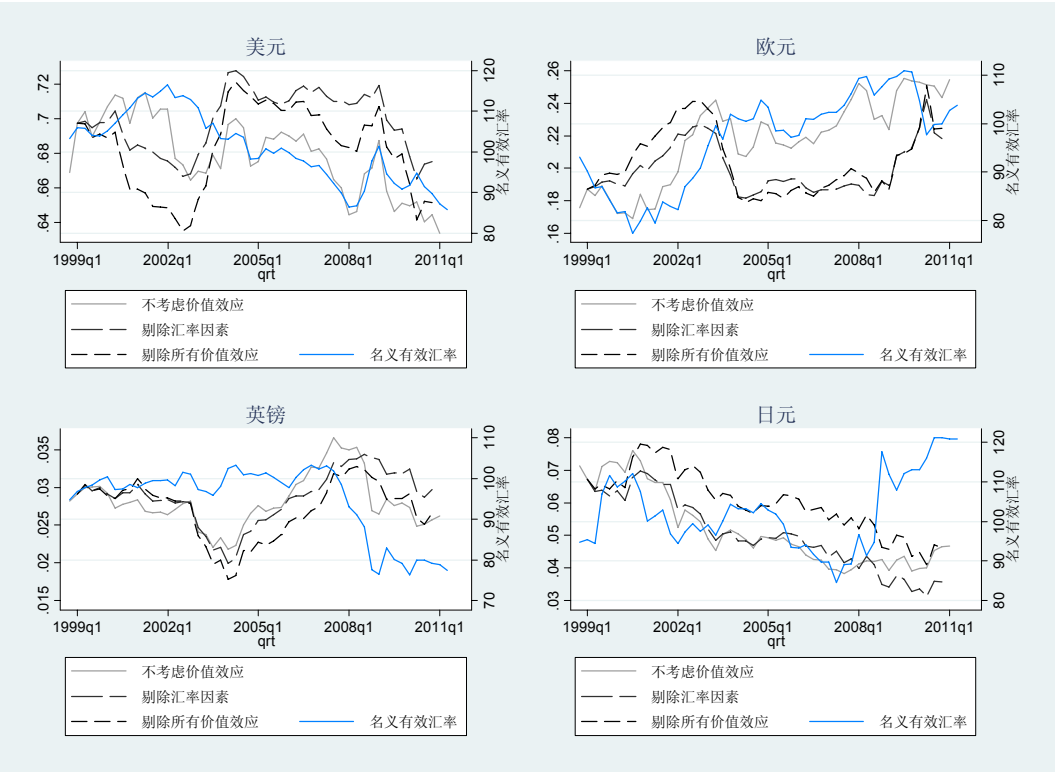
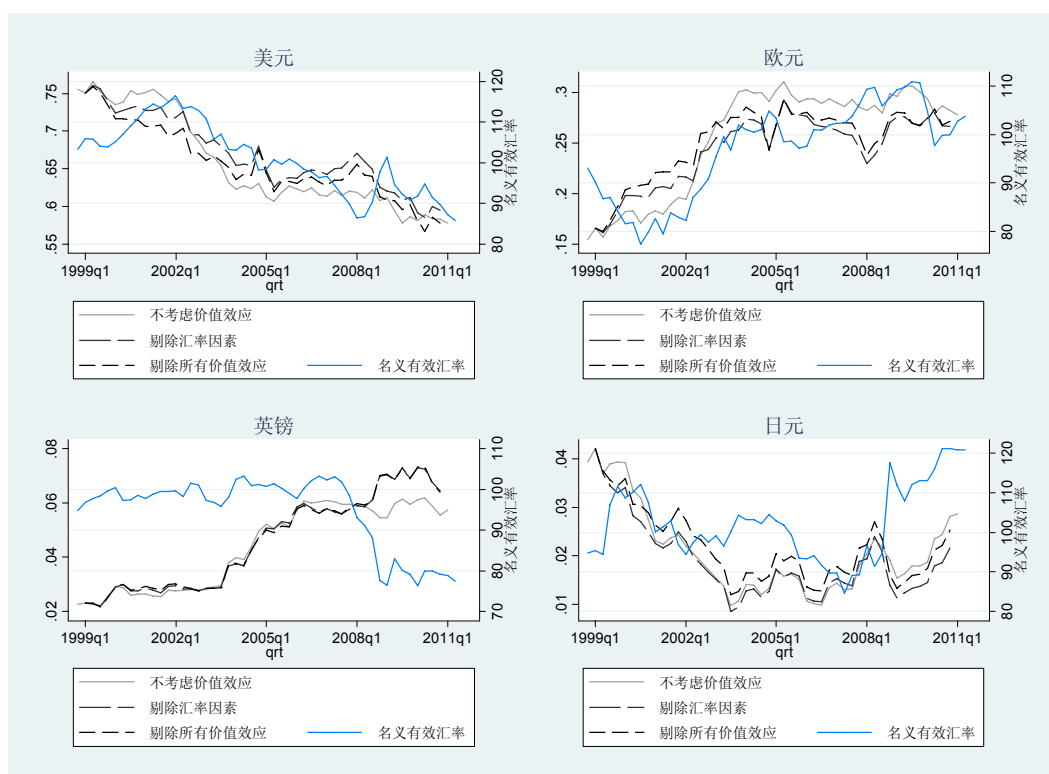


图 8 新兴及发展中经济体各币种资产的价值比重和数量比重走势对比



2.6 小结

在这一部分，我们首先对外汇储备中由于汇率、资产价格和利息差异等因素可能给不同币种资产带来的价值效应进行了探讨，并尝试对这些价值效应进行剔除。然后我们分别比较了剔除价值效应前后新增储备中的币种结构，对比的结果告诉我们，价值效应，尤其是其中的汇率波动确实对于我们判断外储中的真实币种结构产生很大的影响。

然后，我们根据剔除价值效应以后各币种的实际数量结构展开分析。

首先通过对实际数量比重与汇率之间短期波动的相关关系，我们可以对不同币种在外汇干预方面的地位进行判断。作为干预货币，其实际数量币种与币值的短期变化之间应该存在负相关关系，我们发现，从整个时期来看，美元、欧元和英镑都具备了干预货币的特征。而分时期来看，在 2007 年以前，起到主要干预货币作用的是美元，欧元的作用相对较弱。而在 2008 年以后，美元的这一关系虽仍然是负值，但是统计上不再显著；相反，欧元和英镑在这一时期表现出了更为强烈的干预货币的特征。

而通过对不同币种实际数量比重长期变化趋势的观察，我们则可以更好地认识各币种在国际货币体系中地位的长期变化趋势。从整体上来看，美元和欧元作

为两种最主要的储备货币，其长期比重保持相对稳定（欧元在其成立初期有所上升，而美元在金融危机以后则有所下降）；而另两种货币英镑和日元则构成了一对相反的关系，英镑比重上升而日元比重下降。分组别分析的结果还可以发现，发达经济体和新兴经济体之间在币种结构的长期调整方向上存在很大的差异。发达经济体倾向于保持其三种主要干预货币实际数量结构的稳定，而新兴经济体则倾向于多元化，降低美元比重而提高欧元和英镑的比重；但是，在降低日元比重这一点上他们则达成了共识。

在本报告的其余部分，我们将从不同的角度对本部分所发现的现象提供解释。

三、对外汇储备币种结构的国别分析

基于保密原因，COFER 数据库只能提供各国外汇储备资产结构的加总数据，只有在部分年度通过一些内部研究公开了一些更为细化的分析结果（如 Lim(2006)）。正如很多研究所指出的那样，只对加总数据进行分析可能会产生一定的偏差(Wong 和 Trumen(2006))，更为详细的国别对于得到较为准确的分析结果十分重要；但是，目前世界上提供外汇储备中详细资产结构的国家并不多。

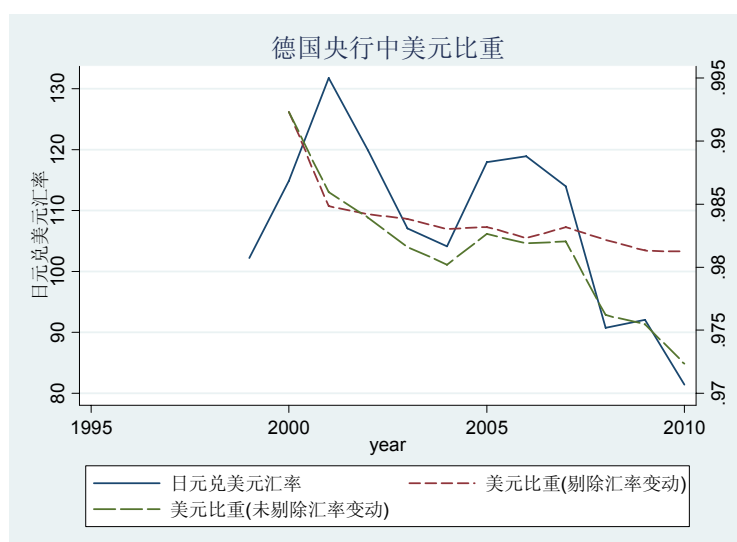
根据现有的统计，一共有二十多个国家（经济体）对外公布了其外汇储备资产的币种结构。我们从中挑选出具有代表性的几个经济体，包括德国（主要储备货币发行国）、澳大利亚（外汇储备管理以稳定为目标）和挪威（外汇储备管理兼顾储备资产的升值）、菲律宾（发展中国家），通过对这些国家外汇储备币种结构的变化，来对前面所得到的结论进行初步解释。

3.1 德国(主要储备发行国)

作为欧元区最大的经济体，德国的外汇储备管理情况在主要储备发行国中比较有代表性。首先，作为欧元区的一员，德国央行的外汇储备中只包括除欧元外的两种主要储备货币——美元和日元（也有极少量的其他货币，可以忽略不计），其中绝大部分（超过 97%）为美元资产，而且外汇储备的数量相对于其经济规模来说也很小。利用 2.2 节的方法，我们同样计算了德国外汇储备中美元资产的实际数量比重。我们发现，在剔除了汇率波动影响后，美元所占比重除了在 2001 年有过一次性的下调以外，基本上保持稳定。换句话说，从 2001 年以后，德国央行基本上没有对其外储的币种结构进行过干预。作为储备货币发行国，其外汇

储备主要承担的是干预外汇市场的职能，而由于外汇交易市场上的币种结构基本保持稳定，对于这些央行来说，保持币种结构的稳定更有利于实现其目标。事实上，根据欧洲央行的报告，其对于外汇储备的管理原则是对于资产组合中的币种结构不会进行主动管理，而这么做主要是为了避免对欧元系统的单一货币政策产生影响

图 9 德国外汇储备中美元比重



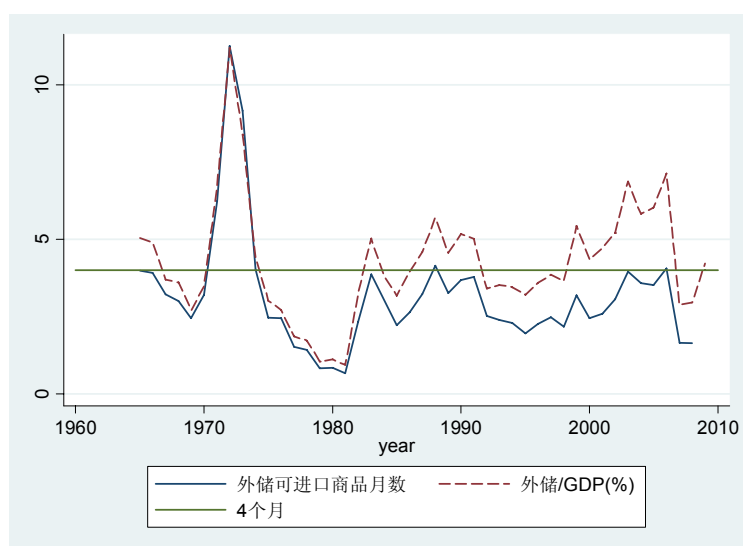
数据来源：各年德国央行年度报告并经作者计算处理。

3.2 澳大利亚(外储管理以稳定市场为主要目标的国家)

作为一个发达经济体，澳大利亚外汇储备的管理在 20 多年来一直依据一个内部管理基准来进行。从 2001 年以来，这个基准中三种主要货币——美元、欧元和日元的比重就维持在 45%，45%和 10%不变（原来为美元：马克：日元=4:3:3）。并且，为了确保储备资产无论在任何市场情况下都具有流动性，只购买美国、德国、法国和日本的国债，以及有回购协议的主权或半主权担保的投资工具。（澳大利亚央行报告）

另外，我们还可以发现，澳大利亚的外汇储备数量一直不多，从 1970 年代末以来，其外汇储备一直都保持在四个月进口量以下，并没有进行外汇储备的累积（见图 10）。这也再次说明，对于澳大利亚央行来说，外汇储备确实主要是作为一种市场干预工具和支付手段，并没有作为价值储藏的工具。同时，由于澳大利亚央行有着明确的币种结构目标，所以其进行币种调整的操作主要就是对冲性的，以此来保持各币种结构符合原先设定的目标。

图 10 澳大利亚的外汇储备保障水平



数据来源：世界银行 WDI 和 GDF 数据库。

3.3 挪威(外储管理兼顾资产增值的国家)

挪威可以说是世界上外汇储备管理最透明的国家之一，其央行每一年都会公布外汇储备资产的币种结构乃至每一种币种下的投资工具结构。挪威央行在对外公布的外储管理原则中提及其将同时兼顾安全性和收益率。在挪威的外储币种结构中，2009 年以前欧元一直都是最重要的储备资产币种，直到 2010 年欧债危机爆发以后，美元才取代了欧元的位置。另外，日元一直遭受减持，而其他币种所占的比重在 2008 年以后得到了显著的增加。（见图 11）

由于在 2010 年欧债危机爆发以前，欧元一直都是挪威最主要的储备货币，我们通过观察欧元资产比重和欧元汇率之间的关系来考察其外汇储备的管理思路。可以看出，欧元的实际数量比重在 2009 年以前就一直处于下降之中，以保持其价值比重的稳定。但是到了 2010 年，欧元的实际数量比重却大幅下降了（见图 12），其对于欧元资产的目标和态度似乎发生了改变。另外，从整体上来看，挪威正在多元化其外汇储备，而且多元化的速度越来越快。

图 11 挪威外汇储备中的币种结构

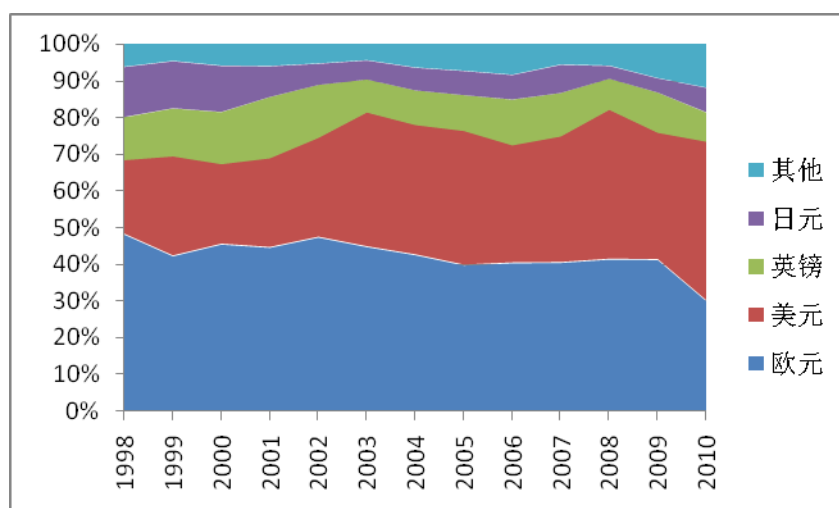
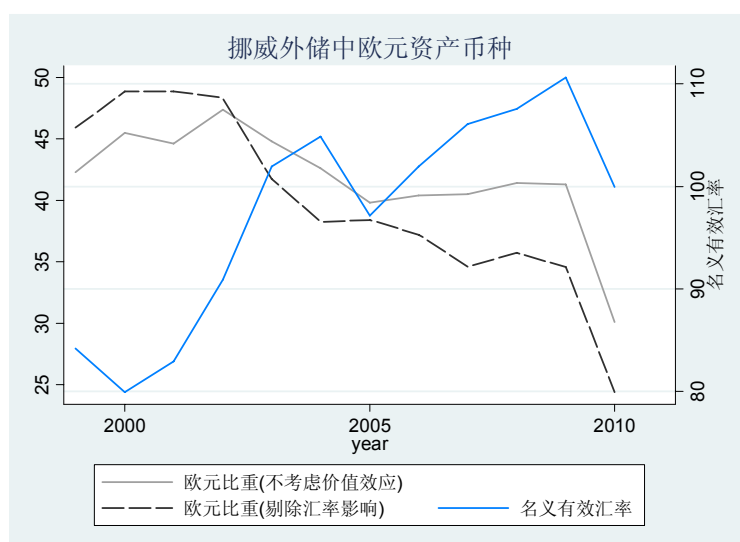


图 12 挪威央行中欧元数量比重和价值比重变化



数据来源：各年挪威央行年度报告并经作者处理。

3.4 菲律宾(发展中国家)

在发展中经济体里，只有很少数货币当局会公布其外汇储备中的币种结构，菲律宾是其中的一个。从2002年开始，菲律宾央行开始通过每个季度的对外收支平衡表报告来公布其外汇储备资产的币种结构。

我们首先分析菲律宾的外汇储备保障水平（见图13）来衡量其外汇储备的数量水平。自从东亚金融危机以后，其外汇储备数量就不断增加，大约在2005年前后，其外汇储备保障水平有了大幅度的提高，开始大大高于四个月进口量的需求数量。根据我们在后面第五部分的分析，菲律宾累积外汇储备的情况在发展中国家里很有代表性。随着外汇储备数量的增加，也意味着外汇储备资产结构配

置的自由度将有所上升。通过对外储币种结构变化的观察（见图 14），我们也可以发现，自从 2005 年底以后，外储中的币种结构调整开始变得更为频繁，尤其在 2008 年中突然减少了美元资产币种，并相应增加了日元资产的比重。整体上来看，菲律宾的外汇储备中币种比重的调整更加频繁，同时也出现了币种资产多元化的趋势。另外，虽然我们没有 2010 年的进一步数据，但是菲律宾央行在其 2010 年的年度报告中就提到 2010 年储备资产管理的一个重要举措就是进一步实施货币多元化。

图 13 菲律宾的外汇储备保障水平

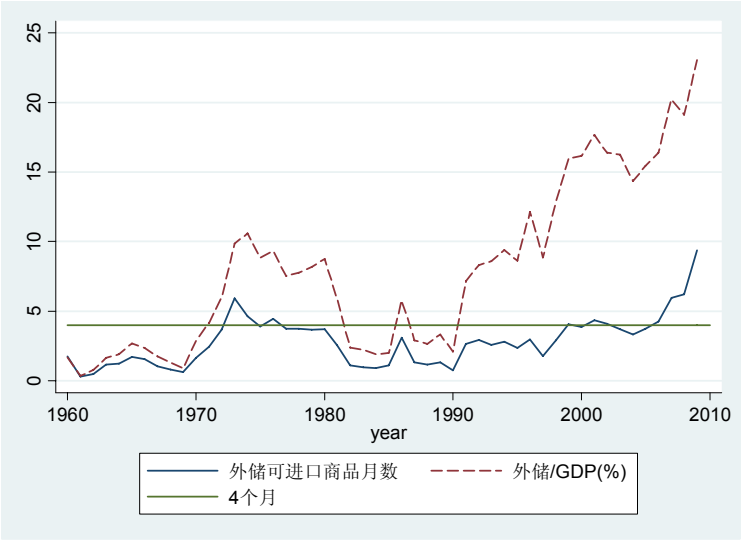
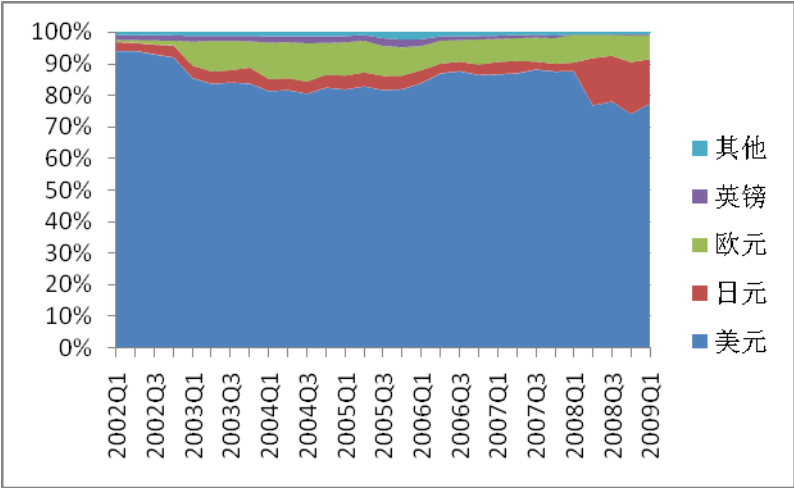


图 14 菲律宾外汇储备中的币种结构



数据来源：菲律宾央行各季度 BOP Development 报告。

3.5 小结

通过以上四个典型案例的分析，我们大致可以把主要外汇储备持有国的管理

思路分成两类：

第一种思路，外汇储备管理的主要目的是对外汇市场进行干预，这类国家对于目标币种（一般来说都是欧元和美元）的比重都有控制目标，所以这些国家对于币种结构的调整基本上是对冲性的。这意味着在剔除价值效应以后，这些国家的币种结构将基本保持稳定。我们上面所分析的德国和澳大利亚就是其中的代表。因为这一类国家主要是发达国家，所以这些国家的联合作用主要体现在发达国家外汇储备的整体币种结构上，即这一组别国家各币种资产的实际结构变化较为缓和（见图 7）。

第二种思路，国家持有外汇储备的一个重要目的还包括兼顾资产的保值增值，他们在对资产结构调整的时候还考虑这些资产的长期投资价值，所以他们进行币种结构调整的时候并不一定是对冲性的。对于这些国家来说，其币种结构在剔除价值效应以后也不是稳定的。这类国家主要是新兴和发展中经济体，如上面所分析的菲律宾；也包括一些外汇储备比较多的小型发达经济体，如上面所分析的挪威。这一类经济体的联合作用主要体现在新兴及发展中国家外汇储备的整体币种结构上，就是这一组别国家资产币种结构的实际变化相对比较剧烈，而且呈现出多元化的趋势（见图 8）。

在最近十年和金融危机以来，有两个因素使得第二种思路的作用在上升：（1）随着新兴及发展中经济体外汇储备数量的增多，他们的外汇储备在满足日常外汇市场干预和进口支付以外，可以作为价值储藏手段的外汇储备数量越来越多；（2）随着金融市场的动荡，一部分发达经济体也可能改变其原有的外汇储备管理思路，更加注意不同币种长期投资价值的差异，从而也有更大一部分外汇储备按照价值储藏手段的思路进行管理（如挪威对于其最主要的储备币种欧元在 2010 年进行了比较大幅度的降低，同时在金融危机以后扩大了非主要储备货币的比重）。以上这两个因素的共同作用，使得按照第二类思路管理的储备占整体储备的比重上升，从而表现在整体外汇储备结构上，主要储备货币的币种结构变化规律发生了改变，实际数量结构从保持相对稳定变成了存在长期趋势（见图 6）。

总而言之，通过对样本国家的分析，有助于解释我们在第二节中所观察到的几种现象，即发达国家外储中主要币种的数量结构保持相对稳定主要是由于这些国家的外储管理以干预外汇市场为主，所以倾向于进行反向操作；在新兴和发展中经济体外储真实币种结构一直保持多元化趋势的原因是这些国家的外储储备数量有了很大的增加，所以开始越来越多地从资产保值增值的角度对外汇储备进

行管理；从全球来看外储币种的真实数量结构在长期稳定以后出现多元化趋势的主要原因则是因为按照资产保值增值角度对外汇储备管理的资产比重正在上升。在后面，我们将基于更为全面的数据，对这一现象的原因进行更全面的解释。

四、基于外汇交易市场和经济基本面对主要国际货币相对地位的分析

在第三部分中，我们利用代表性样本国家的情况对外汇储备管理中所出现的新变化进行了国别分析。在这一部分，我们将利用更为全面的数据对此进行解释。

4.1 外汇交易市场中货币格局的变化

外汇储备最基本的作用是提供外汇市场干预工具和对外支付手段，为了顺利履行这一职能，其币种结构必须跟国际外汇市场的交易结构相适应。所以我们首先分析外汇交易市场中的货币格局的变化，以此考察不同币种作为干预货币和国际交易支付手段所处的地位变化。

国际清算银行(BIS)每隔三年会公布一次外汇市场的交易币种结构。从1992年以来历次统计的结果见表。

表6 外汇储备币种结构变化（1992-2010）

	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
美元	82	83.3	86.8	89.9	88	85.6	84.9
欧元	55.2	59.7	52.5	37.9	37.4	37	39.1
日元	23.4	24.1	21.7	23.5	20.8	17.2	19
英镑	13.6	9.4	11	13	16.5	14.9	12.9
澳元	2.5	2.7	3	4.3	6	6.6	7.6
瑞士法郎	8.4	7.3	7.1	6	6	6.8	6.4
加元	3.3	3.4	3.6	4.5	4.2	4.3	5.3
港元	1.1	0.9	1	2.2	1.8	2.7	2.4
瑞典克朗	1.3	0.6	0.3	2.5	2.2	2.7	2.2
新西兰元	0.2	0.2	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6
韩元			0.2	0.8	1.1	1.2	1.5
新加坡元	0.3	0.3	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
墨西哥比索			0.5	0.8	1.1	1.3	1.3
挪威克朗	0.3	0.2	0.2	1.5	1.4	2.1	1.3
俄罗斯卢布			0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
人民币			0	0	0.1	0.5	0.9
印度卢比			0.1	0.2	0.3	0.7	0.9
波兰兹罗提			0.1	0.5	0.4	0.8	0.8

巴西雷亚尔			0.2	0.5	0.3	0.4	0.7
南非兰特	0.3	0.2	0.4	0.9	0.7	0.9	0.7
土耳其里拉				0	0.1	0.2	0.7
丹麦克朗	0.5	0.6	0.3	1.2	0.9	0.8	0.6
新台币			0.1	0.3	0.4	0.4	0.5
其他	7.6	7.1	9.3	7.5	7.7	9.1	6.4
合计	200	200	200	200	200	200	200

注：（1）因为每一笔外汇交易中都会出现两种货币，所以所有货币的市场份额加起来等于 200.；（2）1998 年以前欧元数据为马克、法郎和其他 ECM 国家货币之和；（3）数据来源：1992 年和 1995 年数据来自 Triennial Central Bank Survey 1995, BIS；1998 年以后的数据来自 Triennial Central Bank Survey 2010, BIS；（4）这里只列示了 2010 年交易币种大于 0.5% 的货币，并且按照 2010 年所占份额从大到小排列。

通过表 6 中的数据我们可以发现以下几个主要事实：

（1）美元在国际交易所占的币种虽然曾经有过一些波动，但是基本上维持在 85-90%之间；而另一个重要的主导货币欧元虽然在欧元区成立前后比重有所下降（部分原因是因为欧元区内部的跨国交易现在不用通过外汇市场进行了），但是在欧元区成立以来基本也保持稳定，基本上在 37-39%之间波动。

（2）日元、英镑和瑞士法郎在国际交易所占的比重正在下降，这三者合共所占的份额从 1992 年的 45.5%下降到了 2010 年的 38.3%；

（3）一些资源出口型发达国家的货币如澳元、加元、新西兰元，以及一些新兴市场的代表性货币如港元、韩元和新加坡元的地位有了较大的上升。

（4）货币交易更为分散化，更多的货币成为了市场上的活跃币种。

而通过对外汇市场交易货币集中度的计算能更进一步验证我们上面的结论（见表 7）。我们可以发现，不管用何种指标来衡量，国际货币体系都正在变得更加多元化。而在这种多元化过程中，主导货币的地位下降幅度并不多，下降幅度更大的是像日元、英镑和瑞士法郎这样的次要国际货币。也就是说，从整个国际外汇市场来看，国际货币体系正在呈现主导货币地位不变前提下的多元化。

表 7 外汇市场交易货币集中度变化

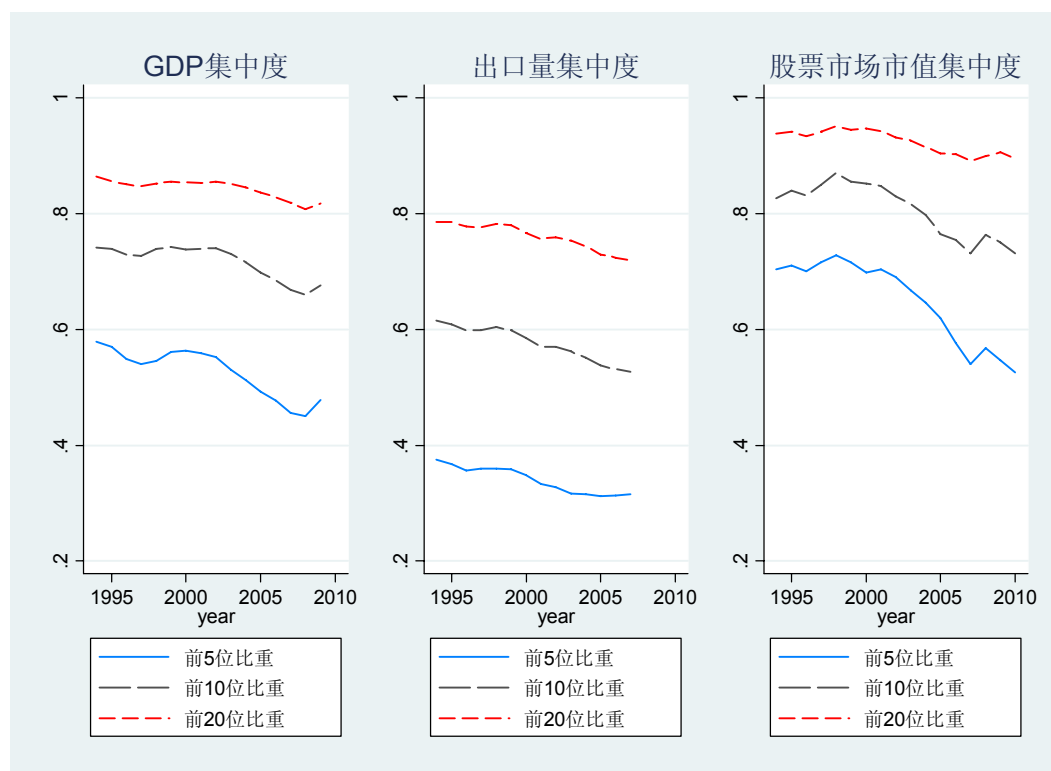
年份	美元	美元+欧元	四种主要储备货币	前 10 种货币	前 10 种货币 HHI 指数
1992	82	137.2	174.2	191.3	0.265
1995	83.3	143	176.5	192	0.281
1998	86.8	139.3	172	188.3	0.274
2001	89.9	127.8	164.3	185.3	0.258
2004	88	125.4	162.7	184.3	0.249

2007	85.6	122.6	154.7	179.9	0.234
2010	84.9	124	155.9	181.4	0.235

那么，出现上述现象的原因是什么呢？我们将从全球经济格局和主导货币的网络外部性这两个角度进行分析。

首先，从全球经济格局来看，不管是全球的贸易还是金融格局，都日渐呈现多元化的格局。我们首先观察 1990 年代初期以来主要经济活动集中度的变化趋势。我们分别使用 GDP、出口量和股票市场市值来衡量国际整体经济活动、贸易活动和金融活动。使用这些变量的前 5 位/前 10 位/前 20 位占世界的比重 (CR5/10/20) 来衡量各种活动的集中度。我们发现，无论是 GDP、国际贸易还是国际金融活动的集中度都在下降（见图 15）。

图 15 国际贸易国际金融集中度变化趋势

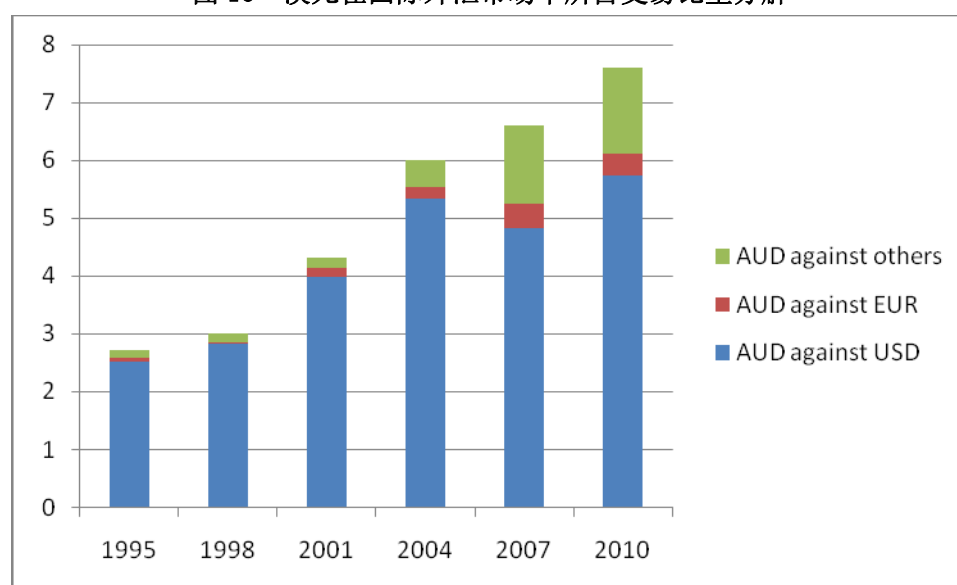


这种经济活动布局的分散化必然使得越来越多的货币进入外汇交易市场而成为活跃货币。由于原有国际货币发行国在世界经济中的地位下降，对于这些货币的交易需求将会降低。但是，并不是每一种国际货币需求的下降幅度都是一样的。正如 Kenen (2003) 中对于美元网络外部性的分析中所展示的那样，对于新的国际活跃货币的需求一方面增强了这些货币在国际市场中的地位，但是这些交易的增加依然是通过把美元和欧元等主导货币作为媒介货币 (vehicle currency)

来实现的(因为这些新出现的活跃货币与主导货币之间的交易成本下降会快于他们与其他货币之间交易成本的下降),所以随着活跃货币数量的增加,我们并没有发现主导货币的地位有太大的下降。

以澳元为例,其市场份额从1995年的2.7%上升到2010年的7.6%,但是这份额增加中有66%来自于与美元交易份额的增加。尽管在2001-2007年间澳元与其他货币交易所占的比重有所上升,但是从2007年到2010年,与美元的交易对于其市场份额增加量的贡献率再次高达91%。

图 16 澳元在国际外汇市场中所占交易比重分解



注:1995年和1998年欧元兑澳元的数据实际上为马克兑澳元的数据;数据来源于历年BIS的Triennial Central Bank Survey,并经作者计算处理。

总而言之,随着全球贸易和金融活动的多元化,对于原来国际货币体系中各种主要储备货币的贸易和投资需求都下降了。但是,主导货币的交易需求在这种多元化格局下凭借其作为媒介货币而带来的网络外部性而得到补偿,从而保持了其地位;而并没有处于主导地位的其他国际货币则无法得到这种额外需求的补偿,从而地位出现了明显的下降。

于是,在国际外汇交易市场上就形成了一个主导货币地位不变前提下的多元化格局。而国际货币在外汇交易市场上的地位决定了其作为一个干预货币的地位,这一格局的变化也意味着美元(在全球)和欧元(在局部地区)在外汇储备中所扮演的主要国际干预货币的角色并没有下降,而其他币种则下降了。

4.2 货币的价值储藏功能和经济体基本面的变化趋势

上面我们通过对外汇市场情况的分析,说明了不同国际货币在作为一种干预货币在地位上所存在的差异。然后我们还想通过主要经济体基本面情况的对比分析,来说明其在价值储藏功能方面所可能存在的差异。在表8中列示了主要债券发行国(均为发达经济体)和主要新兴市场经济体的一些基本面情况。

表8 主要债券发行国和主要新兴市场基本情况比较

国家	公共部门债务占世界比重 2010Q2	公共债务/GDP(%),		主权债务评级	15岁及以下人口/工作年龄人口(%)
		2010	2012est		
美国	27.09%	60.7	75.4	AA+ (-)	30.5
法国	8.65%	81.7	92.2	AAA	28.3
德国	8.05%	75.2	77.7	AAA	20.7
意大利	6.86%	117.8	121.5	A+	21.6
日本	4.81%	195.8	204.6	AA- (-)	20.6
英国	3.12%	74.3	84.3	AAA	26.5
西班牙	2.42%	60.5	77.9	AA (-)	21.5
荷兰	2.03%	63.6	71.8	AAA	26.7
澳大利亚	0.64%	22.3	22.6	AAA	28.5
#发达经济体均值		83.5	92.0		25.0
印尼	0.66%	26.6	24.6	BB+ (+)	42.1
墨西哥	0.52%	39.5	39.4	BBB	44.9
土耳其	0.52%	47.8	50.9	BB	41.0
中国	0.49%	17.3	17.3	AA- (+)	28.7
印度	0.46%	56.1	54.6	BBB-	50.0
巴西	0.42%	59.4	55.3	BBB-	39.6
阿根廷	0.42%	51.3	52	B (+)	40.7
韩国	0.24%	23.5	23.8	A	24.0
俄罗斯	0.24%	8.5	9.6	BBB	39.3
南非	0.18%	32.1	37.7	BBB+	47.4
沙特	n. a	17	12	AA-	51.2
#新兴市场均值		34.5	34.3		40.8

数据来源:各国公共部门债务占世界比重来自IMF QDSS和SDDS数据库,两个数据库所使用数据的定义稍有不同,均为2010年第2季度的数据;各国政府债务占GDP比重来自经济学人网站全球债务比较(Global Public Debt Comparison)数据库,2012年的数字为估计值;各国青年人口抚养比数据来自WDI2009数据库,为2008年数据;各国主权债务评级来自标准普尔,为2011年9月5日各国发行外币债券的主权评级,括号内表示其2010年初以来的评级变化。

我们在分析中所包括的经济基本面包括了三个因素:公共债务占GDP的比重、主权信用评级和人口结构。我们首先比较两组经济体中公共债务占GDP的比

重，我们可以发现，新兴市场的这一数字要显著优于绝大多数发达经济体。在 9 个发达经济体中，只有澳大利亚的数字低于 50%，而在 11 个新兴市场经济体中，只有 3 个国家的这一数字高于 50%。如果我们考虑这一数字的变化前景，我们就可以看出两组国家更大的区别。按照现有的预测，从 2010 年到 2012 年，新兴市场经济体的公共债务占 GDP 比重基本上保持稳定，而发达经济体的平均数字则会从 83.5% 上升到 92%，仅仅两年就上升了 8.5%。也就是说，从政府负债的角度来看，无论是现有水平还是未来的发展方向上，发达经济体的表现都远不如新兴市场经济体。

然后我们比较两组经济体的人口结构。采用青年抚养率来衡量不同国家的人口结构。青年抚养率越高的国家说明其年轻人数量越多，从而未来的劳动力供给更为充分，经济发展前景也更为乐观。人口结构被认为是决定国际资本流动方向的一个重要因素，比如 Cooper (2008) 就认为，之所以有大量资金流向美国而不是其他发达经济体，其中一个很重要的原因就是美国在发达经济体中拥有者最为年轻的人口结构，从而经济发展前景也最为乐观。我们可以发现，除了中国和韩国这两个东亚国家以外，其他新兴市场的人口结构都比发达经济体年轻，反映在总体上，新兴市场整体的年龄结构也比发达经济体年轻得多。而在发达经济体中，美国、澳大利亚和法国的年龄结构最为年轻。

最后要比较的是不同国家的主权信用评级。虽然目前从整体上来看，发达经济体的主权信用评级要远远高于新兴市场，但是从过去一年的信用评级变化来看，样本国家中被调降了信用评级的均为发达经济体，而被调升评级的则都是新兴市场经济体。也就是说，从评级的变化情况来看，这一次的金融危机以后可能意味着新兴市场经济体的主权信用将受到越来越多的认可。

因此，通过上面的分析，我们可以发现，发达经济体中除了澳大利亚以外，其经济基本面都不如这几个代表性的新兴市场，这就必然意味着发达经济体的资产作为长期价值储藏工具的价值正在下降。当然，我们还必须意识到，虽然有不少新兴市场的经济基本面很好，但是这些国家的金融市场发展程度和对外开放程度都要远远逊色于发达经济体，这就约束了这些国家的资产能够提供的资产结构多元化的功能。我们使用公共部门发行债券占世界市场的比重来衡量不同国家债券市场的规模，可以看出，发达经济体依然是国际债券市场中的主导力量，而尽管也有不少新兴市场经济体的经济基本面情况相当不错，但是市场规模太小，不足以提供稳定的投资标的。（这里的数据来自 IMF QDSS 和 SDDS 数据库，两个数

数据库所使用数据的定义稍有不同，不同国家之间的数据不完全可比，但是这些差异并不影响我们的最终结论。)

总而言之，通过对经济基本面的简单分析，我们发现新兴市场经济体的资产作为长期价值储藏工具要高于发达经济体，而在发达经济体中，澳大利亚的基本面是最好的。但是上面所提到的这些经济基本面较好的国家，其金融市场的规模都太小，在目前阶段还不能成为外储资产大规模多元化的承载物。这也意味着基于当前的世界经济格局，在国际货币市场中，一旦新兴市场经济体能够克服制度上的一些障碍而使得金融市场得以完好发育并得到国际承认，同时发达经济体的财政状况也无法好转的话，新兴市场国家的币种将能够成为长期价值储藏工具的重要选择。

4.3 小结

在这一部分，我们分别分析了各种主要国际货币在扮演干预货币和价值储藏手段这两种角色时其地位的变化。作为干预货币，国际货币体系中主导币种的地位并没有下降，而其他次要国际货币的地位则受到了削弱；作为价值储藏工具，如果新兴市场经济体的金融市场发育程度更为完善，则现有的主要国际货币地位都可能下降。

国际货币在外汇交易市场上的地位决定了其作为一个干预货币的地位。我们发现，最近 10 年来，国际外汇市场上逐渐形成了一个主导货币地位不变前提下的多元化格局，这一格局的变化也意味着美元（在全球）和欧元（在局部地区）在外汇储备中所扮演的主要国际干预货币的角色并没有下降，而其他币种（如日元、英镑和瑞士法郎）的地位则下降了。造成这一现象的原因是全球贸易和金融活动的分散化，以及主导货币作为媒介货币所具有的网络外部性。

经济基本面因素将会决定一种货币作为长期价值储藏手段的价值。通过对经济简单基本面的分析，我们发现新兴市场经济体的基本面要大大优于发达经济体，其币种资产作为长期价值储藏工具的价值也更大；而在发达经济体中，澳大利亚的基本面是最好的。但是上面所提到的这些经济基本面较好的国家，其金融市场的规模都太小，在目前阶段还不能成为外储资产大规模币种多元化的承载物。相反的，作为现阶段重要国际货币发行国的几个主要发达经济体，其金融市场规模足够大，但在经济基本面上却表现一般，其货币作为长期价值储藏手段的价值正在显著下降。这也意味着当前的世界经济格局下，在国际货币市场中，一旦新兴市场经济体能够克服制度上的一些障碍而使得金融市场得以完好发育并

得到国际承认，同时发达经济体的财政状况也无法好转的话，新兴市场国家的币种将能够成为长期价值储藏工具的重要选择。

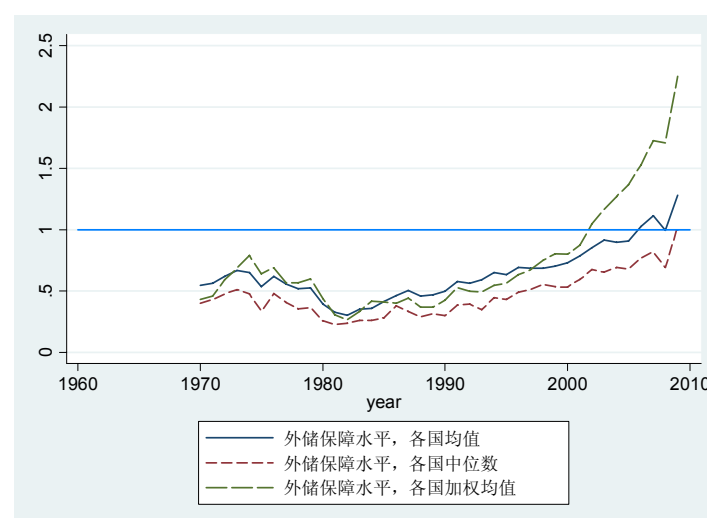
五、外储数量增加使其主要职能在发生变化

在第四部分中，我们已经分别从作为干预货币和价值储藏手段这两个角度来比较了各主要国际货币之间的地位变化。下面我们则要分析从外汇储备管理的角度来看，外储资产在承担外汇市场干预货币和价值储藏手段这两种职能上相对重要性的变化。而对这个问题，我们可以通过对各国外汇储备保障程度的变化来得到答案。

对于一个国家的外汇储备管理者来说，外汇储备首先要满足作为支付手段和外汇市场干预手段的功能，只有在这些基本功能得到满足以后，更多的外汇储备才会被用于进行各种可承担保值增值的投资。从第三部分对于部分国家外储管理方法的分析中我们就可以看出这一特征。对于那些外汇储备只需要用于前一部分功能的经济体（如澳大利亚）来说，他们的外汇储备数量并不会不断积累，而是一直保持在一个适度水平；同时，对于那些因为各种原因（如资源出口或者采取了出口导向型发展战略）而累积了较多外汇储备资产的国家，他们的外汇储备水平已经远远超出了扮演第一种角色所需要的数量（如挪威和菲律宾），他们就会更多的考虑外储资产作为价值储藏工具的价值。

因此，通过计算各国外汇储备的保障程度将可以使我们大致认识到外汇储备行使这两种职能的相对重要性。图 17 和图 18 中，我们分别分析了全球以及不同收入组别经济体的外储保障水平。

图 17 外汇储备保障程度变化趋势

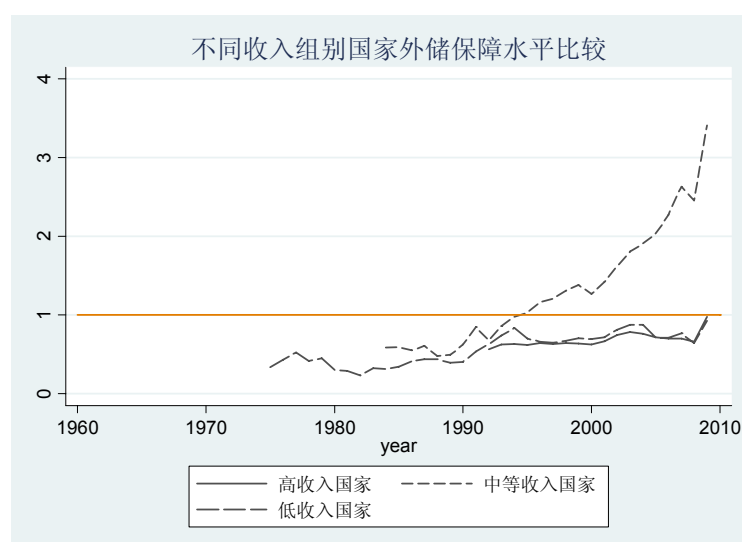


数据来源：这里的外汇储备保障水平指的是外汇储备/(四个月进口量+短期外债)。外汇储备和短期外债数据来自世界银行 Global Development Finance 数据库，进口数据来自世界银行 World Development Indicators 数据库。样本国家中剔除了主要储备货币的发行国（美国、欧元区国家、英国、日本和瑞士）。

从图 17 中我们可以发现，大约在 2005 年前后，各国外汇储备保障水平的均值超过了 1，也就是说，从 2005 年开始，大部分国家外汇储备对于扮演干预货币的角色已经足够了，于是也就有了更多的外汇储备可以用于价值储藏目标。

另外，我们进一步地对不同收入组别国家的外储保障水平进行对比。我们可以从中可以发现，外汇储备保障水平提升的主要原因来自于中等收入国家这一指标的上升，而高收入国家和低收入国家的外汇储备保障水平基本上保持了稳定。

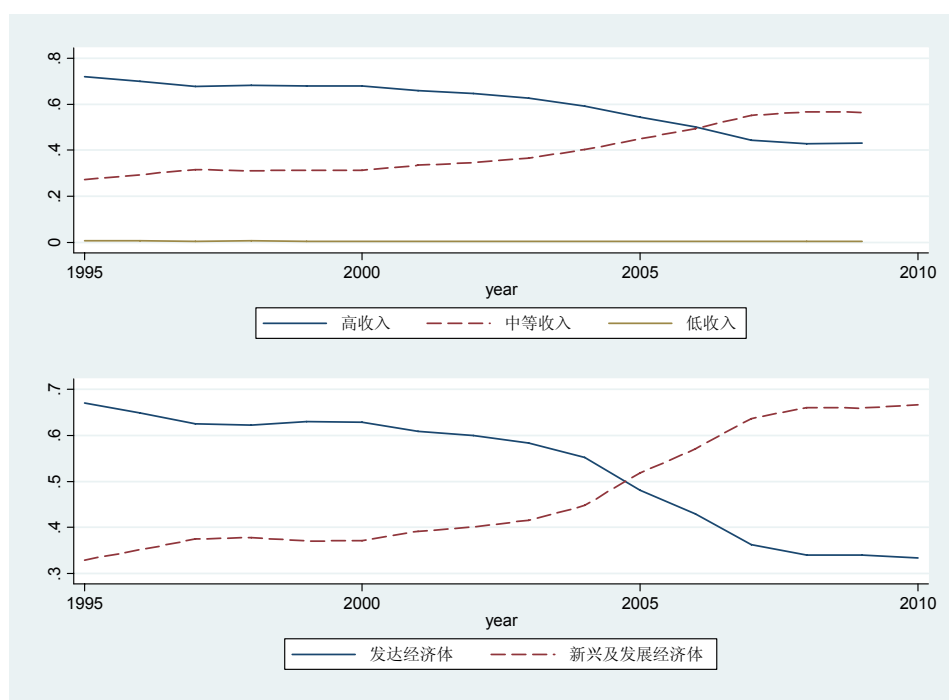
图 18 不同收入组别国家外储保障程度对比



注：因为 GDF 数据库中对高收入国家的短期外债没有进行统计，所以为了便于对比，这里所使用的外储保障程度定义与前面有所不同，为外汇储备/四个月进口量。但是这一改变并不会改变我们的主要结论。

既然我们发现，外储数量的增加主要来自中等收入国家，那么这一部分国家的外储占世界外储数量的比重变化趋势又是如何呢？我们分别利用 WDI 数据库和 COFER 数据库的分类方法对此进行了分析。我们发现，不管用何种分类方法，都可以发现，大约在 2005 年前后，新兴市场经济体（或中等收入经济体）的外汇储备数量已经超过了发达经济体（或高收入经济体）。这也就意味着，全球外汇储备总量中正有越来越多的部分承担了价值储藏手段的任务。

图 19 不同组别国家外汇储备占世界比重变化



我们在这一部分的研究发现，各国外汇储备保障水平正在迅速提高，各国的外储保障水平均值在 2005 年前后超过了 100%，而且提高速度最快的是新兴市场经济体。这意味着对很多国家，尤其是新兴市场经济体来说，外汇储备的数量已经远远超出了其作为干预货币所需要的数量，这些经济体会更多地考虑外储作为价值储藏工具的价值。同时从外汇储备的绝对数量上来看，新兴经济体在全球外储中所占的比重也大约在 2005 年前后超过了发达经济体，这也意味着全球储备中也正有越来越多的比重承担起了价值储藏的责任。这与我们在前面通过案例分析所得到的结论是一致的。

六、总结和展望

本报告主要通过对外汇储备中的币种结构变化，结合一些经济基本面的因素分析，对主要国际货币在新世纪以来的地位变化进行了分析。我们认为过去 10 年国际货币整体格局的变化趋势是：主导货币地位有所下降，但下降幅度不大；次要国际货币地位下降幅度较大；其他货币在国际市场中的地位则处于上升趋势，但无法取代主导货币的地位。我们通过对代表性国家的案例分析以及对整体经济格局和基本面的分析对造成这一变化趋势背后的原因进行了分析。

对于各种国际货币来说，它们在各国外汇储备中的比重是其在国际货币体系中地位的重要反映。在报告中，我们先对外汇储备币种结构的真实数量变化进行

了分析。由于外汇储备的价值变化会受到汇率变化、资产价格变化等价值因素的影响，因此为了得到各国外储调整的真实方向，需要从原始数据中对这些价值因素进行剔除。通过对比价值效应剔除前后新增储备中的币种结构，我们发现价值效应，尤其是其中的汇率波动确实对于我们判断外储中的真实币种结构产生很大的影响。

我们根据剔除价值效应以后各币种的实际数量结构展开分析。

首先通过对实际数量比重与汇率之间短期波动的相关关系，我们可以对不同币种在行使外汇干预职能时的地位进行判断。作为干预货币，其实际数量比重与币值之间应该存在负相关关系，我们发现，从整个时期来看，美元、欧元和英镑都具备了干预货币的特征。分时期来看，在 2007 年以前起到主要干预货币作用的是美元，而 2008 年以后美元作为干预货币的角色减弱而欧元和英镑的干预作用则增强了。

然后通过对不同币种实际数量比重长期变化趋势的观察，我们可以更好地认识各币种在国际货币体系中地位的长期变化趋势。从整体上来看，美元和欧元作为两种最主要的储备货币，其长期比重保持基本稳定（欧元在其成立初期有所上升，而美元在金融危机以后则有所下降）；另两种主要国际货币中，英镑比重上升而日元比重下降。分组别分析的结果还可以发现，发达经济体和新兴经济体之间在币种结构的长期调整方向上存在很大的差异。发达经济体倾向于保持其三种主要干预货币实际数量结构的稳定，而新兴经济体则倾向于多元化，降低美元比重而提高欧元和英镑的比重；但是，在降低日元比重这一点上他们则达成了共识。

然后我们利用国别数据和跨国数据对上述发现背后的原因进行了分析。

首先对于德国、澳大利亚、挪威和菲律宾这几个代表性国家外汇储备的管理情况进行了案例分析。各国外汇储备管理的目标基本上可以分成两类，第一类是把外汇储备主要作为对外汇市场进行干预的手段，执行这类政策目标的国家对于主要储备币种的比重都有控制目标，所以这些国家对于币种结构的调整基本上是对冲性的，这类国际以发达国家为主。第二类国家中，外汇储备除了作为外汇市场干预手段以外还承担了资产保值增值的任务，他们在对币种结构进行调整的时候还考虑这些资产的长期投资价值，所以他们所进行的币种调整并不一定是对冲性的，这类国家以新兴市场经济体为主。

而在第五部分中通过对跨国数据的研究发现，2000 年以后各国外汇储备的保障水平有了很大的提高，非储备货币发行国的均值在 2005 年前后超过了 100%，

而其中新兴经济体的表现尤为突出。对很多新兴市场经济体来说，外汇储备的数量已经远远超出了其作为外汇市场干预工具和国际支付手段所需要的数量，意味着这些经济体可以更多考虑外储作为价值储藏工具的价值；同时，新兴经济体外储的绝对数量也大约在 2005 年前后超过了发达经济体，这也意味着全球储备中可能正有越来越多的比重承担起了价值储藏的责任。这与我们在前面通过国别分析所得到的结论是一致的，同时也能很好的解释我们在第二部分中所发现的变化趋势：虽然发达经济体大部分并没有调整自己的外汇储备管理思路，仍然以对冲性操作为主，但是由于新兴经济体所占储备的比重上升以及新兴经济体有了多余的储备用于趋势性操作，这就使得整体外汇储备变动显示出来的情况是短期波动方向不再明显，而长期趋势性方向则更为确定，这种现象在美元身上表现尤为明显。（作为短期干预货币的角色在下降，而作为长期价值储藏手段的角色则随着其实际数量比重的趋势性下降而降低。）

在第四部分中，我们分别分析了各种主要国际货币在承担干预货币和价值储藏手段这两种职能时其地位的变化。

国际货币在外汇交易市场上的地位决定了其作为一个干预货币的地位，通过对外汇交易市场的分析我们发现，在国际货币市场上已经形成了一个主导货币地位不变前提下的多元化格局，这一格局的变化也意味着美元（在全球）和欧元（在局部地区）在外汇储备中所扮演的主要国际干预货币的角色并没有下降，而其他币种（如日元和英镑）的地位则下降了。造成这一现象的原因是全球贸易和金融活动的多元化，以及主导货币作为媒介货币所具有的网络外部性。

经济基本面因素将会决定一种货币作为长期价值储藏手段的价值。通过对主要经济体基本面的分析，我们发现新兴市场经济体的基本面要大大优于发达经济体，其币种资产作为长期价值储藏工具的价值也更大；而在发达经济体中，澳大利亚的基本面是最好的。但是上面所提到的这些经济基本面较好的国家，其金融市场的规模都太小，在目前阶段还不能成为外储资产大规模币种多元化的承载物。相反的，作为现阶段重要国际货币发行国的几个主要发达经济体，虽然在经济基本面上却表现一般，但由于其金融市场规模足够大，依然是现在价值储藏的主要手段。这也意味着当前的世界经济格局下，在国际货币市场中，一旦新兴市场经济体能够克服制度上的一些障碍而使得金融市场得以完好发育并得到国际承认，同时发达经济体的财政状况也无法好转的话，新兴市场国家的币种将能够成为长期价值储藏工具的重要选择。

综上，作为干预货币，国际货币体系中主导币种（美元和欧元）的地位并没有下降，而其他次要国际货币的地位则受到了削弱，包括主要新兴经济体国家货币在内的一批新国际货币正在崛起，但是无法替代主导货币的地位；作为价值储藏工具，现有国际货币发行国经济基本面的走弱导致这些货币的价值储藏价值在下降，而新兴市场经济体的基本面普遍较好，这些国家的货币作为价值储藏手段的价值大大提高。

而随着过去 10 年全球失衡的发展，新兴经济体中累积的外汇储备数量大大增加，从外汇储备保障水平上已经大大超过作为干预手段所需要的数量，另外从绝对数量上也超过了发达经济体，这就意味着将有越来越多的储备资产将承担起价值储藏的职能。目前，新兴经济体最大的约束条件是金融市场发育程度不足，一旦这些经济体能够突破金融市场方面的瓶颈，将会以价值储藏工具的手段在国际货币体系中扮演越来越重要的角色。

人民币作为新兴经济体中货币的代表，也基本符合上述分析的结论。凭借着贸易规模，人民币在国际外汇交易市场中将会扮演越来越重要的角色，但是在可预见的未来，由于主导货币的网络外部性，人民币不会取代现有主导货币的地位，也不会成为主要的干预货币。但是，作为世界上第二大和增长最快经济体的货币，人民币将可以凭借在价值储藏方面的价值而在国际货币体系中扮演举足轻重的地位，而为了达到这一目的，人民币金融市场的深度和规模是目前迫切需要解决的瓶颈问题。

参考文献：

- [1] Beck, R. and Rahbari, E, 2008. Optimal Reserve Composition in the Presence of Sudden Stops: The Euro and the Dollar as Safe Haven Currencies. ECB working paper series, 2008, No 916.
- [2] Bergsten, C. Fred, 1997, The Dollar and the Euro, Foreign Affairs, Vol. 76 (July/August), pp. 83 - 95.
- [3] Cooper, R. N., 2008. Symposia: U.S. Trade Deficit: Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability. Journal of Economic Perspectives, 22(3): 93-112.
- [4] Dooley, M, Folkerts-Landau D, and Garber P, 2004. The U.S. current account deficit and economic development: Collateral for a total return swap. NBER Working Paper No. 10727.
- [5] Dooley, M., 1986. An Analysis of the Management of the Currency Composition

- of Reserve Assets and External Liabilities of Developing Countries, in R. Aliber, eds. , *The Reconstruction of International Monetary Arrangements*, New York: MacMillan, Chapter 12, 1986, pp. 262– 280.
- [6] Dooley, M., Folkerts-Landau, D., and Garber, P, 2003. An essay on the revived bretton woods system. NBER Working Paper No. 9971.
 - [7] Eichengreen, B., 2005, *Sterling’ s Past, Dollar’ s Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition*, NBER Working Paper 11336 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
 - [8] Eichengreen, B., and D. Mathieson. 2000. *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect*. International Monetary Fund Working Paper 00/131.
 - [9] Goldberg, L. S., 2010. *Is the International Role of the Dollar Changing? Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 16, No. 1, January 2010
 - [10] Gourinchas, P., and H. Rey. 2007. *From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege*. National Bureau of Economic Research Working Paper 11563.
 - [11] Heller, H. R. and M. Knight, 1978. *Reserve Currency Preferences of Central Banks*. Essays in International Finance, No. 131. Princeton, N. J. : Princeton University, 1978.
 - [12] Kenen, P., 1983. *The Role of the Dollar as an International Currency*, Occasional Paper no. 13, Group of Thirty: New York.
 - [13] Kenen, P., 2002. The Euro versus the Dollar: Will There Be a Struggle for Dominance? *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24 (July), pp. 347 – 54.
 - [14] Kenen, Peter B., 2002. The Euro versus the Dollar: Will There Be a Struggle for Dominance? *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24 (July), pp. 347 – 54.
 - [15] Kenen, Peter B., 2003, *The Euro and the Dollar: Competitors or Compliments? in The European Union and the United States*, ed. by M. Dumoulin and D. Duchene (Brussels: Peter Lang Publishing Incorporated), pp. 251 – 74.
 - [16] Lim, E-G., 2006. *The Euro’ s Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data*. IMF Working Paper WP/06/153. Washington: International Monetary Fund.
 - [17] McKinnon, R. I., 1998. The Euro Threat is Exaggerated, *The International Economy*, Vol. 12 (May/June), pp. 32 – 33, 60
 - [18] Mundell, R. A., 1998. What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System, *Atlantic Economic Journal*, Vol. 26, No. 3 (September), pp. 227 – 37.
 - [19] Portes, R., and H. Rey, 1998. *The Emergence of the Euro as an International Currency*, NBER Working Paper 6424 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
 - [20] Roger, S., 1993. *The Management of Foreign Exchange Reserve*. BIS Economics papers. No.38. Bank for International Settlements, 1993.
 - [21] Truman, E. M., and A. Wong, 2006. *The Case for an International Reserve Diversification Standard*. Working Paper 06-2. Washington: Peterson Institute

for International Economics.

- [22] Wong, A., 2007. Measurement and Inference in International Reserve Diversification. Peterson Institute for International Economics Working Paper 07-3.
- [23] Wooldridge, P. D., 2006. The Changing Composition of Official Reserves. BIS Quarterly Review (September). Basel: Bank for International Settlements.
- [24] 盛柳刚、赵洪岩, 2007: 外汇储备收益率、币种结构和热钱, 经济学季刊, 第 6 卷第 4 期。
- [25] 张斌, 王勋, 华秀萍. 2010. 中国外汇储备的名义收益率和真实收益率. 经济研究. 2010 年第 10 期.

金融发展、资本流动与货币国际化模式

赵 勇

摘要：本文主要从金融发展的视角，对金融全球化背景下货币国际化的模式进行分析。我们认为，金融一体化程度和金融发展水平的国别差异是影响货币国际化模式选择的重要因素。在资本流动性较低时，货币国际化的动力主要源于金融发展水平存在国别差异时的商品交易需求。而伴随着金融全球化的深入，金融发展水平的国别差异还导致了对不同类型金融资产的投资需求，货币国际化的进程主要体现在不同国家金融资产的相互替代上。同时，相比于资本流动性较低时期的货币国际化，不但国际货币发行国的外部均衡特征有所差异，经济利益的实现水平和方式也存在着较大不同。

关键词：金融发展、资本流动、货币国际化

一、引言

美国金融危机在极大地冲击了全球金融市场和实体经济的同时，也促使人们开始对全球经济的制度框架和运行体系加以反思。这其中，对国际货币体系的改革成为关注的焦点所在。而在诸多的国际货币体系改革方案中，伴随着新兴市场国家特别是中国经济实力的进一步提升，人民币国际化的问题被推向了前台。事实上，从多国的货币互换协议，到跨境贸易人民币结算的启动和展开，再到香港人民币债券市场的发展，都在一定程度上说明我国政府已经开始考虑主动推动人民币的国际化进程。

货币国际化实质上是货币职能在国际层面的拓展，强调的是非本国居民对本国货币的持有和使用，其间必然伴随着一国货币在国际市场上的供给和需求。从供给角度讲，货币国际化的最终结果在于国外居民对本国货币的长期持有，本国货币必然呈现净输出的特征，经常项目逆差和资本项目逆差的二选其一将不可避免。而从需求角度讲，国外居民对本国货币的需求大体上可以分为交易需求和投资需求，前者主要强调国外居民对本国产品的购买意愿，对应的是本国经常项目的顺差，而后者则主要是为了满足国外居民所持本币资产的保值需要，表现为外

国居民对本国资产工具的购买，表现为资本项目的顺差（经常项目的逆差）。

从货币国际化的历史经验来看，就单一货币的国际化而言，大体上我们可以将上世纪 80 年代后的货币国际化分为美元模式和日元模式两种。在美元模式下，货币的输出方式主要是经常项目逆差，而国外居民对美元的需要主要体现在对美元资产的持有上。而在日元模式下，由于货币的国际化是在日本高额贸易顺差的背景下展开的，国外居民对日元的需要更多的体现在商品交易层面，日元的输出方式主要在于对外的投资和借款。货币输出方式的差异既是美国和日本国内经济结构存在差异的外在反映，也在一定程度上决定了美国和日本利益实现水平和方式的巨大差异，而这又进一步导致了当前国际货币体系中美元和日元地位的巨大差异。

本文主要围绕货币国际化的模式，尝试在金融全球化的背景下，对以下问题进行解答：1. 为什么在美元作为国际货币的过程中，其货币输出方式在上世纪 80 年代之后发生了变化？日元的国际化模式与美元模式存在差异的深层原因又是什么？2. 在货币国际化的美元模式和日元模式下，货币发行国的利益实现机制如何，为什么美元模式更为成功？3. 在当前中国巨额贸易顺差的背景下，人民币国际化的路径选择又应该遵循何种范式？

对以上问题的回答，我们不求面面俱到，而是尝试在金融全球化的背景下，从不同国家国内金融发展水平的差异加以解释。之所以选择金融发展的视角，主要基于以下两个方面的考虑。一方面，就外部经常项目平衡特征而言，越来越多的学者开始强调金融发展水平的国别差异在经常项目失衡中的重要作用（Mendoza 等，2007；Lane 和 Milesi-Ferretti，2005；Caballero 等，2006；Gourinchas 和 Rey，2005；Gruber 和 Kamin，2008；Chinn 和 Ito，2007 等），而经常项目的特征又是与国际货币的输出方式所直接对应的。另一方面，在存在外部融资约束的条件下，一国金融发展水平的高低不但会直接影响一国的贸易竞争力（Kletzer 和 Bardhan，1987；Beck，2002，2003；Matsuyama，2005；Manova，2005，2008；Svaleryd 和 Vlachos，2005 等），其发育程度还会影响到一国实际利率和实物资本收益率的高低，进而形成对不同金融资产的投资需求（Ju 和 Wei，2006，2007；Hagen 和 Zhang，2007，2008，2009；Guo，2008；Prasad，Rajan 和 Subramanian，2006 等）。从这个角度上说，金融发展水平的国别差异无论对于货币的交易需求还是资产投资需求都是至关重要的，而这恰恰又是与国际货币的内在需求所对应的。

本文的结构安排如下：文章的第二部分建立了一个基本的模型框架。第三部分和第四部分分别就只存在贸易开放以及资本自由流动时的货币需求特征进行了分析。第五部分对不同货币国际化模式下中心国家的利益实现机制进行了分析。最后一部分是结论和政策建议部分。

二、模型的基本框架

1. 模型的基本假定

假定经济中包含两个生产部门，一个贸易部门和一个非贸易部门。在这两个部门的生产中，资本都是单一的生产要素，但其产出弹性存在差异，在非贸易部门的生产中，资本的产出弹性小于 1，而在贸易部门的生产中，资本的产出弹性等于 1。同时，与 Antras 和 Caballero(2009)的理论假设相类似，虽然假定两个部门都使用资本要素进行生产，但在非贸易部门不存在外部的融资依赖，企业只使用自有资金进行生产；而在贸易部门，企业除了投入自有资金外，还可以采用外部融资的形式增加生产的资本投入。正是由于外部融资约束的存在，一国金融部门的发展才为不同国家间比较优势的分化奠定了基础。

这两个部门的具体函数形式假定如下。

$$y_N = Ak_N^\alpha, \quad 0 < \alpha < 1$$

$$y_T = Ak_T$$

其中， A 代表非贸易部门和贸易部门生产的技术水平， y_N 、 y_T 、 k_N 和 k_T 则分别表示非贸易部门和贸易部门单个厂商的产出和资本投入。假定经济中的总人口数量不变，固定为 1，并且假定每人拥有 1 个单位的初始资本禀赋。同时，从经济人的类型来看，我们将经济中的总人口分为两类：家庭居民和企业家，其占总人口的比例分别设定为 $1-\eta$ 和 η 。在我们的模型中，消费者和企业家在消费偏好上没有差异，其效用函数均满足柯布道格拉斯型的消费函数，不同之处主要体现在可贸易产品生产能力上的差异。由于可贸易产品的生产需要一定的人力资本禀赋和管理技能，因此只有企业家才能够对可贸易产品进行生产。而由于缺乏生产机会，家庭居民不能够从事可贸易产品的生产，但其既可以将拥有的资本禀赋投入到非贸易产品的生产中，也可以将其初始资本禀赋存入金融机构以获得利息收入。假定家庭居民和企业家的效用函数如下：

$$U = c_N^{1-\mu} c_T^\mu, \quad 0 < \mu < 1$$

其中, c_N 和 c_T 分别是消费者对非贸易产品和可贸易产品的消费数量。

2. 消费均衡

以非贸易产品为计价产品, 将其价格标准化为 1。在柯布道格拉斯型的效用函数假定下, 我们可以求得均衡时消费者对非贸易产品和贸易产品的消费数量, 分别为

$$c_N = (1-\mu)E \quad (1)$$

$$c_T = \frac{\mu E}{p} \quad (2)$$

其中, E 为消费者在非贸易产品和贸易产品上的总支付, p 为贸易产品的产出价格。在均衡条件下, 有

$$p = \frac{\mu c_N}{(1-\mu)c_T} \quad (3)$$

3. 生产均衡

对于家庭居民来说, 由于其只能在非贸易产品的生产以及储蓄之间进行选择, 因此其资源禀赋的分配应满足以下的条件, 见 (4) 式。

$$\frac{\partial y_N}{\partial k_N} = A\alpha k_N^{\alpha-1} = r \quad (4)$$

其中, r 代表的是一单位无风险债券的市场收益率。上式左边表示的是居民投资非贸易产品的边际收益, 右边表示的是居民投资金融资本的无风险收益。对于企业家而言, 由于其可以在多种投资项目之间进行选择, 为了保证可贸易部门的产品得以生产, 我们假定可贸易产品部门的单位资本收益 $q \geq r$, 而这也构成了企业参与贸易部门产品生产的参与条件。由于可贸易部门的生产存在外部融资依赖, 企业家在生产可贸易产品时, 除了投入其自身拥有的全部要素禀赋外, 还会通过金融机构贷款的形式进行外部融资, 从而实现利润的最大化, 相应的单个企业的生产利润为:

$$\pi_j = pAk_T - r(k_T - 1) \quad (5)$$

生产企业在进行外部融资时, 其必须将其拥有的一单位初始禀赋作为信用抵押, 从而从金融机构获得所需的贷款数量。在市场存在融资约束的条件下, 企业

所获得的贷款数量是有限的, 其能获得的资金总数为其初始资本禀赋的一个固定比例, 即有下式成立。

$$k_T \leq \theta, \quad \theta > 1 \quad (6)$$

参考 Antras 和 Caballero(2009), Bernanke 和 Gertler(1989)以及 Aghion, Howitt 和 Mayer-Foulkes(2005)的研究, θ 的大小便反映了一国金融发展水平的高低。事实上, 上式反映的是一个生产企业事后道德风险问题, 当企业的单位资本收益大于市场利率, 即 $q \geq r$ 成立时, (6)式成为一个紧约束, 生产企业将最大限度的进行外部融资。¹

在不存在外部融资约束的背景下, 不同类型的资本要素之间是完全替代的。而在存在外部融资约束的条件下, 生产性资本将会变得稀缺, 因此, 相比于市场利率, 实物资本收益将获得一定的风险溢价, 相应的厂商的单位资本收益见(7)式。

$$q = \theta(r + \lambda) - (\theta - 1)r = r + \lambda\theta \quad (7)$$

其中, λ 为式(6)的拉格朗日算子。

根据市场出清条件, 可以得到市场利率及实物资本的收益率, 而在市场利率以及单位实物资本收益率已知的情况下, 代入贸易部门产品生产的参与约束条件, 可以得到企业参与生产的临界金融发展水平。

$$\theta \leq \theta_U = \frac{\mu}{\eta(\mu + \alpha - \mu\alpha)} \quad (8)$$

其中, θ_U 即代表企业参与贸易产品部门生产的临界金融发展水平。

三、不存在资本流动下的货币国际化——商品交易需求

在完成对封闭条件下市场均衡的分析之后, 我们将分析的视角转向开放经济。首先, 我们对不存在资本流动情况下的开放经济进行考察。实际分析时, 我们假定世界由两个国家的市场组成, 一个是本国市场, 另外一个国外市场。为了分析不同国家金融发展水平对贸易分工模式的影响, 我们假定这两个国家只在

¹ 在此处我们隐含的一个假定是, 当市场上厂商数目众多时, 市场是一个完全竞争的市场。企业在进行生产决策时, 并没有意识到自己的决策行为会对市场价格产生影响, 因此其决策行为是在市场价格不变的假定下进行的。

金融发展水平上存在差异,其他的一切经济变量都符合我们在封闭条件下对模型的基本假定。同时,以相应变量加星号的形式来表示国外市场的相应经济变量。

在自由贸易的条件下,不同国家的贸易产品价格将由世界总的供给和需求决定,在贸易均衡时,由消费者的效用最大化条件,我们可以得到:

$$p = \frac{\mu c_N}{(1-\mu)c_T} = \frac{\mu c_N^*}{(1-\mu)c_T^*} = \frac{\mu(c_N + c_N^*)}{(1-\mu)(c_T + c_T^*)} \quad (9)$$

而在产品市场出清条件下,每个国家对不同生产部门产品的供给和需求也分别相等,以贸易品部门为例,市场出清条件分别见(10)式和(11)式。

$$c_T = \eta y_T - EX = A\eta k_T - EX \quad (10)$$

$$c_T^* = \eta y_T^* + EX = A\eta k_T^* + EX \quad (11)$$

其中, EX 反映了本国国内对贸易产品的供需缺口,当 $EX > 0$ 时,表示本国向国外市场出口贸易产品,反之则说明本国从国外市场进口贸易产品。在本文的分析中,假定出口产品按生产厂商法则定价,也就是说,当一国进口别国产品时,其必须支付等值的国外货币,即有下式成立。

$$M \geq pEX \quad (12)$$

M 的大小反映了国外居民对本国货币的需求程度,此时本国居民持有货币的动机主要是为了满足商品交易的需求,国外货币需求水平的上升主要体现在国外货币对国内货币的替代上。

同时,对于信贷市场而言,在贸易开放条件下,信贷市场出清条件、企业的融资约束条件以及贸易部门产品生产的参与条件也同样成立,分别见(13)到(18)式。

$$(1-\eta)(1-k_N) = \eta(k_T - 1) \quad (13)$$

$$(1-\eta)(1-k_N^*) = \eta(k_T^* - 1) \quad (14)$$

$$k_T \leq \theta \quad (15)$$

$$k_T^* \leq \theta^* \quad (16)$$

$$q \geq r \quad (17)$$

$$q^* \geq r^* \quad (18)$$

在完成了对开放条件下市场均衡条件的描述之后，我们可以通过求解这些均衡条件，得到贸易开放条件下贸易产品价格、市场利率、实物资本收益率、贸易平衡以及国内对贸易产品需求的大小。

直观起见，为了分析金融发展水平变化对各变量的影响，我们参考 Hagen 和 Zhang(2007, 2008, 2009)的研究，以数值模拟的方式给出了各均衡变量随金融发展水平变化的关系图，实际分析时，给定国外金融市场的发展水平 $\theta = 2$ ，其余各参数的取值情况分别为： $\mu = 0.4$ ， $\alpha = 0.5$ ， $\eta = 0.2$ ， $A = 10$ 。²图 1 到图 4 给出了主要均衡变量随本国金融发展水平变化的数值模拟结果。

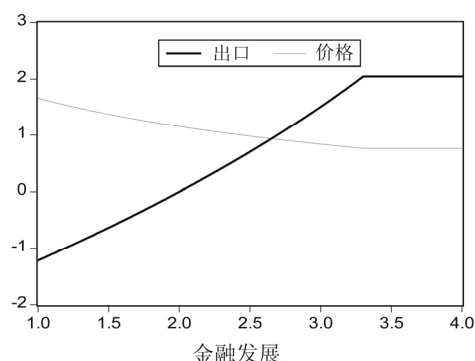


图 1 贸易开放下的出口和价格

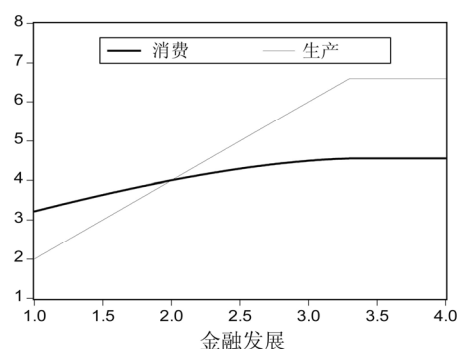


图 2 贸易开放下的生产和消费

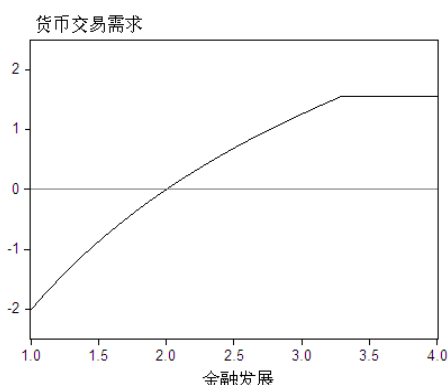


图 3 贸易开放下的货币需求

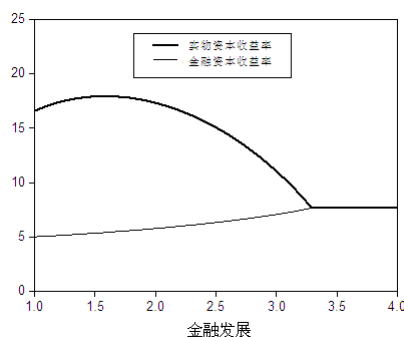


图 4 贸易开放下的资产收益率

从图 1 可以看出，当 $\theta < \theta^*$ ，即本国的金融发展水平低于国外时， $EX < 0$ ，国内居民的消费需求大于产品供给，本国将从国外市场进口贸易产品。此时本国居民将出现对外国货币的持有需求。但随着本国金融发展水平的提高，本国对贸易产品的进口需求逐渐降低，并在 $\theta = \theta^*$ 时变为零，之后随着金融发展水平的提高，本国国内的消费需求及产品供给都有所增加，但产品供给的增加速度更快(图 1)，本国成为国际贸易中的出口国，并且对外出口的数量随着本国金融发展水平

² 各参数取值的差异只会略微改变图形的形状，而不会对我们的结论产生根本的影响。

的提高也在不断增加。而从国外居民对本国货币的需求来看，虽然商品价格的下降部分抵消了国外居民对本国货币的需求水平（图 1），但在出口贸易快速扩张的情况下，随着本国金融发展水平的提高，出于对本国产品的消费需求，国外居民对本国货币的持有水平仍然会出现上升的趋势（图 3）。因此，从这个角度上说，在不存在资本流动的背景下，随着一国金融发展水平的提高，国外居民对本国货币的需求将出现增加的趋势，而这无疑有利于一国货币的国际化进程。

同时，需要注意的是，在存在外部融资约束的条件下，一国金融市场的发育程度还会影响到一国实际利率和实物资本收益率的高低。从图 4 可以看出，随着金融发展水平的提高，一国国内的金融资本利率不断上升，而实物资本收益率却呈现倒 U 型的变化趋势。可能的原因在于：对于金融资本而言，随着贸易部门生产企业所面临的外部融资约束降低，企业可以通过信用抵押的形式获得更多的外部融资。而外部融资需求的增加，必然伴随着企业贷款利率的上升。而对于企业自有资本的收益率而言，金融发展水平的提高却存在着两种截然相反的效应。一方面，随着金融发展水平的提高，企业的外部融资环境不断加以改善，封闭条件下企业生产规模扩大以及外部融资需求增加所带来的市场竞争加剧以及融资成本上升仍然对企业收益形成了负向的冲击；但另一方面，同封闭条件相比，随着一国金融发展水平的提高，企业的外部融资约束不断加以缓解，那些外部融资依赖程度较高的产业发展将获得更多的支持，因此这些产业往往具有较高的产业竞争力，从而在贸易开放条件下，金融发展水平较高的国家将获得更多的市场份额，而这有利于国内企业总收益的增加。在这两方面力量的相互作用下，随着一国金融发展水平的提高，企业的自有资本收益率便呈现出先提高后降低的倒 U 型变化趋势。

四、资本自由流动下的货币国际化——资产投资需求

从前面的分析我们可以看出，当不同国家的金融发展水平存在差异时，市场利率和实物资本的收益率也存在着不同，这就为资本的跨国流动提供了可能。实际分析时，我们考察两种不同形式的资本流动：金融资本流动和直接投资的流动。金融资本的流动主要受不同国家市场利率的影响，而影响实物资本流动的因素则主要在于实物资本收益率的高低。从资本流动的方式来看，金融资本的流动主要是通过无风险债券的购买，而实物资本的流动则主要是通过直接投资或证券交易。由于每个国家债券和证券的发行都是以本国货币计价，因此对另一国债券

和证券等资产的交易必然会引起对他国货币需求的变化。

假定流入本国的金融资本和实物资本的数量分别由 f 和 F 表示，并且有

$$\eta - 1 \leq f \leq 1 - \eta \quad (19)$$

$$-\eta \leq F \leq \eta \quad (20)$$

当 f 和 F 大于零时，说明本国是国际资本的流入地，反之，则说明本国的资本向外流动。下面，我们将对资本自由流动背景下的市场均衡情况进行分析。

在资本自由流动的背景下，商品市场的出清条件仍然与上面的分析类似。但对于信贷市场而言，在资本自由流动的背景下，企业所能获得的外部融资数量不仅与本国初始的资源禀赋有关，也与国际资本的流动情况有关，不同国家相应的信贷市场出清条件分别见(21)式和(22)式。

$$(1 - \eta)(1 - k_N) + f = (\eta + F)(k_T - 1) \quad (21)$$

$$(1 - \eta)(1 - k_N^*) - f = (\eta - F)(k_T^* - 1) \quad (22)$$

同时，在不存在完全的资本流出或流入的情况下，不同国家之间的市场利率以及实物资本收益率将趋于一致，分别见(23)式到(24)式。

$$\frac{\partial y_N}{\partial k_N} = r = r^* = \frac{\partial y_N^*}{\partial k_N^*} \quad (23)$$

$$r + \lambda \theta = q = q^* = r^* + \lambda^* \theta^* \quad (24)$$

应该提及的是，在内点均衡的背景下，当(23)式和(24)式成立时，(19)式和(20)式的约束条件将成为松弛条件，等号不再成立。在均衡条件下，我们可以求得各均衡变量的取值。仍然以数值模拟的方式给出各均衡变量随一国金融发展水平变化的趋势图，分别见图 5 到图 8。

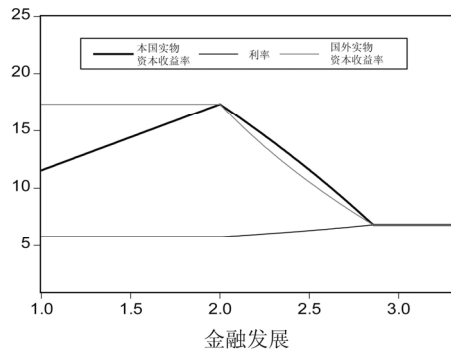


图 5 完全开放下的资本收益率

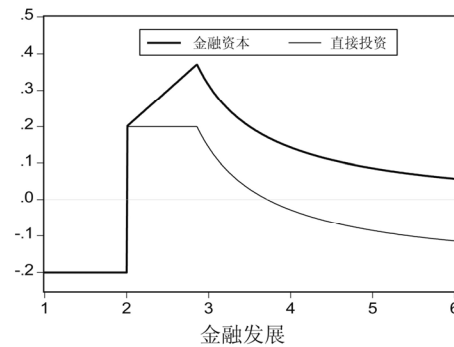


图 6 金融资本和直接投资数量

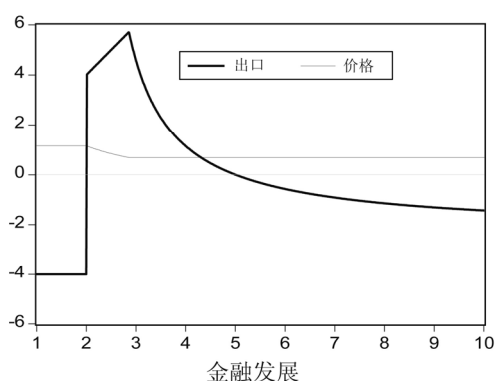


图 7 完全开放下的出口和价格

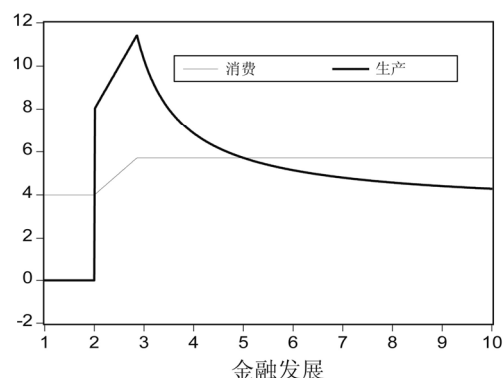


图 8 完全开放下的生产和消费

通过考察图 5 到图 8，我们可以看出，相比于单纯的贸易开放，随着资本的完全流动，一国金融市场发展水平的变化对各均衡经济变量的影响又呈现出较大差异。

当 $\theta^* < \theta < \theta_v$ ，即国内的金融发展水平高于国外而低于企业参与生产的临界金融发展水平时，由于资产收益率的差异（图 5），金融资本和实物资本都由国外向本国流动，此时从货币需求的角度来看，出于资产交易目的的货币需求数量上升，为了购买国内的债券和证券等交易工具，国外居民将选择更多地持有本国货币。由于此时的货币持有动机主要是资产的交易需求，因此我们将此种情况下一国货币持有意愿的增加看作是资产替代的现实表现（图 6）。同时，在贸易平衡方面来看，随着国外的实物资本要素全部流入国内市场，国外将不再进行贸易产品的生产。因此，国内的生产企业除了要满足本国居民的消费需求以外，还要满足国外居民的进口需求，相应地本国的外部经常项目出现顺差，本国贸易产品的生产也由零突变到一个较高的水平。而在本国外部平衡出现顺差的情况下，出于对本国产品购买的需要，商品交易需求下外国居民的货币替代意愿也会有所增强。

当 $\theta \geq \theta_v$ ，即国内的金融发展水平高于企业参与生产的临界金融发展水平时，国内生产企业的外部融资约束条件变为松弛条件，随着本国金融发展水平的提高，信贷供给不变而需求增加，世界市场利率将相应升高，这缩小了本国贸易品生产企业的盈利空间，流入本国的直接投资数量开始不断减少。而随着流入本国的直接投资数量的减少，国内市场上的信贷需求相应降低，这又进一步推动了国内市场利率的下降，使得流入本国的金融资本数量也有所减少。这样的一个事实在图 6 中的反映便是，金融资本流入数量的减少总是滞后于直接投资的。而对

于贸易平衡而言，注意到在金融市场发展的这一阶段，金融发展水平的提高并不会对市场价格产生影响（图 7），因此在这一阶段一国外部经常项目平衡的情况主要与资本的跨国流动特别是直接投资的流动有关。

当本国的金融发展水平高于企业参与生产的临界金融发展水平时，随着金融发展水平的进一步提高，流入本国的直接投资数量不断减少，并在超过金融发展的一定阶段之后由流入转为流出（图 6）。因此，从资产交易的货币需求角度出发，伴随着直接投资的流出和金融资本的流入，国际资本流动中呈现双循环资本流动的特征，而基于资产交易基础的货币需求也呈现出双向需求的特征。与此同时，在金融市场发展的这一阶段，本国贸易产品生产部门的产出与需求的缺口不断减小并在一定阶段之后反向增大，在外部经常项目平衡上的反映便是本国贸易顺差的减少和贸易逆差的相应增大。因此，从基于商品交易目的的货币需求而言，在金融发展水平超过一定阶段之后，伴随着资本的双向循环流动以及本国外部平衡从顺差到逆差的转换，本国货币的输出方式也发生了变化。商品交易下的货币输出替代了资本项目下的货币输出。更进一步说，在资本完全流动的背景下，当一国金融发展水平超过一定阶段之后，伴随着金融资产相对收益率的变化，对国外货币的需求将会从货币替代向资产替代的方式进行转化。而作为金融发展水平较高的“中心国家”，其货币输出的途径也从资产领域过渡到了实物领域商品的进口贸易上。

五、两种货币国际化模式的比较分析

从前面的分析我们可以看出，在贸易开放条件下，那些金融发展水平比较高的国家，外部融资依赖程度较高的产业也具有相对较大的比较优势。这样的一种结论既与有关金融发展与贸易分工的研究相一致，也基本反映了上世纪 80 年代以前国际经济分工体系的相应特征。在当时的国际分工体系下，美元不但是国际货币体系中的中心货币，其国内生产还担负着为世界其他国家提供商品的职能。而为了满足其他国家购买美国产品的货币需求，其往往是通过对外援助对外借款的方式进行货币的输出。

而在资本完全流动的情况下，由于一国金融发展水平的提高不但会影响到一国的贸易比较优势，不同国家金融市场发育程度的差异还会影响到不同资产的相对收益率，因此在不同国家间金融发展水平存在较大差异的情况下，从金融市场风险分散的功能出发，伴随着资本的跨国流动，不同国家对风险资产和无风险资

产的需求必然会存在差异，对资产交易的货币需求也必然会有所不同。因此，在这个阶段，对他国货币的需求更多的是出于资产交易的目的。而中心国家货币的输出方式也从对外的援助借款进一步过渡到了经常项目下的贸易逆差。

相对于经常项目顺差下的货币国际化阶段，在经常项目逆差下的货币国际化无论在利益的实现方式还是利益的实现大小上都存在着较大差异。从利益实现的方式来看，前者主要是强调出口扩张下的贸易收益，而后者的利益实现除了单纯的贸易利益之外，伴随着国际资本的跨国流动，中心国家的利益实现还会继续向金融领域进行渗透和延深。在一定意义上说，伴随经常项目逆差的货币国际化方式下，中心国家的利益实现得到了进一步强化。具体来说，在货币国际化的资产替代阶段，外围国家经济的发展不仅会给中心国家带来巨大的贸易利益，而且随着外围国家以中心国家货币资产为主体的金融资产的迅速增加，外围国家还在双重意义上对中心国家的经济发展提供补贴：一方面，从图 1 和图 7 可以看出，在资本完全流动的情况下，商品的价格要低于不存在资本流动下的商品价格，因此，从这个意义上说，中心国家与外围国家的双边贸易为中心国家经济发展提供了大量的廉价的制造品。在中心国家经济增长动力主要来自于内需推动的背景下，这样的一种分工方式在推动中心经济增长的同时，还在一定程度上为其国内的低通胀和产业结构的优化调整提供了动力；另一方面，外围国家通过对中心国家的出口积累了大量的外汇储备，而在中心国家货币霸权的背景下以及外围国家缺乏良好的投资渠道的背景下，这些外汇储备更多的用来购买收益率较低（图 5）的中心国家长期国债等美元金融资产，实质上就是向美国提供的低利率的资本信贷。这些美元资产在美国通过金融市场进行重新配置后，转化为高收益率的直接投资和证券投资，即便不考虑这些投资对美国产业结构优化调整所产生的间接作用，单以收益率差异来看，也有接近 10 个百分点的收益率差异。因此，在资本的双向流动中，中心国家赚取了巨大的投资收益，而这一点，恰恰是中心国家在放弃部分出口贸易利益的背景下，仍然能继续维持其经济霸权的关键所在。

需要提及的是，在货币国际化的资产替代阶段，中心国家金融利益以及进口需求下贸易利益的获取是以本国金融市场的高度发达为基本前提的。而这也恰恰是，上世纪 80 年代之后，美国成功实现了中心国家从“世界银行家”向“风险投资者”这一角色转变（Gourinchas 和 Rey，2005），而日本的货币国际化进程却步履维艰的重要原因。也就是说，在美国货币国际化走向深入的阶段，虽然在一定意义上美国放弃了制造业部门出口的收益，但在让渡制造业部门利益的同时，美国

经济的发展仍然具有进口贸易收益以及金融利益的支撑。而在日元国际化的过程中，由于日本经济的发展动力仍然主要来自于出口贸易的快速扩张，而金融利益的获取又受制于日本国内相对落后的金融体系得不到保证，因此日元的国际化进程缺乏走向深入的持续经济动力，其货币国际化只能停留在货币替代的低级阶段。

六、结论

本文尝试对金融全球化背景下货币国际化模式存在差异的成因以及利益实现机制进行分析，所得出的主要结论和政策建议如下。

1. 就货币国际化模式的成因而言，全球经济的金融一体化程度和金融发展水平的国别差异是重要的影响因素。在资本流动性较低的情况下，金融发展水平较高的国家由于在贸易部门的比较优势成为全球商品的提供方，国外居民对本国货币的需求主要在于商品交易动机。而在资本完全流动的背景下，金融发展水平的差异还导致了对不同类型金融资产的投资需求，货币国际化的进程主要体现在不同国家金融资产的替代上。

2. 在金融全球化的背景下，相对于经常项目顺差下的货币国际化，国际货币发行国在经常项目逆差下的货币国际化所能实现的利益水平更为明显，只是利益实现方式从贸易收益转向金融收益，从出口收益转向进口收益。而利益实现机制发生转换的原因则在于国内的需求结构和金融部门发展水平的高低，这构成了日元国际化进程难以走向深入的根本原因。

3. 在巨额贸易顺差的背景下，人民币的国际化必然面临着贸易收益和金融收益的相互转化，而成败的关键在于国内金融改革和资本账户开放进程的协调和有效。从短期来看，在国内金融市场发育程度有限的约束下，资本账户的开放进程仍需谨慎，在一定时期内，贸易收益仍然是支撑我国经济增长的主要动力。而从长期来看，由于资本账户的自由化进程不可避免，国内金融发展水平的进一步提高才是人民币国际化的基石所在。

参考文献

- Aghion, P., P. Howitt, and D. Mayer-Foulkes (2005). "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence." *Quarterly Journal Economics* 120: 173-222.
- Antras, P. and R. J. Caballero (2009). "Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective." *Journal of Political Economy* 117(4): 701-744.
- Beck, T. (2002). "Financial Development and International Trade: Is There A Link?" *Journal of International Economics* 57: 107-131.
- Beck, T. (2003). "Financial Dependence and International Trade." *Review of International Economics* 11(2): 296-316.
- Bernanke, B. and M. Gertler (1989). "Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review* 79(1): 14-31.
- Caballero, R. J., E. Farhi, and P. Gourinchas (2006). "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates." *NBER Working Paper* No.11996.
- Chinn, M. D. and H. Ito (2007). "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the world "Saving Glut"." *Journal of International Money and Finance* 26: 546-569.
- Gourinchas, P.-O. and H. Rey (2005). "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege." *NBER Working Paper* No.11563.
- Gruber, J. W. and S. B. Kamin (2008). Does Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances? *International Finance Discussion Papers* No.923.
- Guo, L. (2008). Capital Flows and the Financial Development: Will the Financial Globalization be A Solution or A Problem for Emerging Countries? Mimeo.
- Hagen, J. v. and H. Zhang (2007). Financial Development and International Capital Flows. *Unpublished Working Paper*.
- Hagen, J. v. and H. Zhang (2008). An OLG Model of Two-Way Capital Flows: The Role of Financial Development. *Unpublished Working Paper*.
- Hagen, J. v. and H. Zhang (2009). International Capital Flows and World Output Gains. *Unpublished Working Paper*.
- Ju, J. and S.-J. Wei (2006). A Solution to Two Paradoxes of International Capital Flows. *NBER Working Paper* No. 12668.
- Ju, J. and S.-J. Wei (2007). Domestic Institutions and the Bypass Effect of Financial Globalization. *NBER Working Paper* No. 13148.
- Kletzer, K. and P. Bardhan (1987). "Credit Markets and Patterns of International Trade." *Journal of Development Economics* 27: 57-70.
- Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti (2005). A Global Perspective on External Position.

NBER Working Paper No.11589.

Manova, K. (2005). Credit Constraints in Trade: Financial Development and Export Composition. *Harvard University Working Paper.*

Manova, K. (2008). Credit Constraint, Heterogeneous Firms, and International Trade. *NBER Working Paper No. 14531.*

Matsuyama, K. (2005). "Credit Market Imperfections and Patters of International Trade and Capital Flows." *Journal of European Economic Association* 3: 714-723.

Mendoza, E. G., V. Quadrini, et al. (2007). Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances. *NBER Working Paper No. 12909.*

Prasad, E., R. G. Rajan, and A. Subramanian (2006). Patterns of international capital flows and their implications for economic development. Proceedings of the 2006 Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Svaleryd, H. and J. Vlachos (2002). "Markets for Risk and Openness to Trade: How Are They Related?" *Journal of International Economics* 57: 369-395.

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

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。¹

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、菲律宾和印度尼西亚签署的互换协议

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

¹ 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。

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）。²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为深刻的洞察。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

² 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。

盟国家的进口依存度要高于整体的贸易依存度。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，都对中国具有较高的依存度。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。³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

³ 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。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。

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 consistency？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）。

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。

⁴在整个考察期内，同中国通胀率相关系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。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

⁴ 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。

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，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，⁵这一方面验证了国际贸易引

⁵ 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。

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。⁶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。

7

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

⁶ 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。

⁷ 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。

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。但分阶段的计算结果显示，汇率变异系数在三个阶段均小 0.1，又

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>)。

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。研究结果表明，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，⁸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）。⁹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。¹⁰既然自由贸易协定可以跨越区域在十分广阔的范围内签

⁸ 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。

⁹ 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。

¹⁰ 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。

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、罗德志，“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
- 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 Gravitas: 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.

东亚金融市场一体化与区域风险分散：现状、渠道和收益

——超越最优货币区理论

范志勇 杜博聪

摘要：根据最优货币区理论，外生冲击同质性是促进成立共同货币的积极因素。本文对 1979-2009 年东(南)亚地区风险分散的现状、渠道和收益进行了研究。与之前的研究相比，本文的创新之处在于，首先本文以人口为权重对各国产出进行加权平均，充分考虑了东亚地区各国在经济规模和人口规模方面的差异；其次本文采用面板似不相关计量方程进行回归，增强了结果的稳健性。本研究发现，1979-2009 年经过资本市场和信贷市场分散风险的平均值为 $1/3$ 左右，未被分散风险的平均值为 $2/3$ 左右。在风险分散渠道中，信贷渠道的作用超过资本市场，显示出东亚风险分散具有明显的事后救济性质。以 2002 年为界将样本期分为两个阶段，发现 2002 年之后风险分散的程度显著提高。

一、货币国际化视野下的东亚金融市场一体化和货币合作

2008 年金融危机爆发之后随着各国对现有国际金融体系改革的呼声日益强烈。东亚各国对本国货币国际化表现出浓厚的兴趣。根据历史经验，一国货币实现国际化不外直接全球化和由区域化再到全球化两种模式。英镑和美元是迄今为止直接实现全球化的两个成功案例，但历史上英镑和美元国际化都有其特殊的历史条件。英镑国际化得益于英国在资本主义经济全球化和工业过程中的领导地位，美元国际化得益于第二次世界大战之后美国经济地位的提升和旧体系的解体，伴随着世界经济形势的发展，英镑和美元自然成为国际货币。当前各国经济的发展程度以及全球金融体系并没有给各国货币国际化创造类似的条件。欧元国际化代表着另外一条发展路径。欧元的出现以欧洲经济一体化和货币一体化进程为基础，前后经历了接近半个世纪的时间。欧元的发展道路可以被看做是通过区域经济和金融一体化人为推动货币国际化的成功案例。相对英美模式，欧元模式似乎对于东亚国家更具有借鉴意

义。

事实上，东亚货币合作的历史由来已久。早在 1997 年亚洲金融危机之后，东亚国家就试图通过加快地区金融市场一体化和货币合作来增强抵御外部冲击的能力，并最终促成了清迈倡议(CMI)和亚洲债券市场协议(ABMI)。在当时各国储备资产普遍不足背景下，清迈倡议旨在缓和各国资产负债的期限和货币错配问题。成立于 2003 年的亚洲债券市场也试图通过促进各国金融市场一体化为本地区创造更富流动性的区域金融市场。随着经济形势的发展，东亚地区已经逐渐成为全球持有外汇储备最为集中的地区，对清迈协定和亚洲债券市场的依赖性和热情正在下降。此后东亚货币合作的动机更多地转向长期经济目标，而不仅仅局限于防范金融危机。20 世纪 90 年代以来东亚地区区域内贸易和投资呈现快速发展趋势，区域经济一体化对稳定的双边汇率提出了要求。亚洲开发银行于 2006 年提出亚洲货币单位构想，但迄今尚未有实质性进展，此后东亚范围的区域货币合作实践长期处于停滞状态。

近年来伴随着中国经济规模的不断扩大和升值的趋势，人民币国际化为赋予了众多遐想。目前人民币在国际贸易结算中（特别是与蒙古和东南亚等周边国家和地区）使用的数量不断增加，这可以被看做是人民币国际化的最初起步。2008 年以来中国政府为了提高人民币的国际使用率，先后与多个国家中央银行签署的人民币双边互换协议也主要集中在亚洲等周边地区。2009 年之后，中国又开始在香港发行与官方融资相关的人民币债券。作为人民币国际化的潜在路径，东亚地区金融市场一体化和货币合作的前景引人注目。

对于东亚金融市场一体化和货币合作的研究历史由来已久，但主要局限于传统的最优货币区理论。货币合作除了可以降低贸易成本之外，还可以在区域内分散国别特质风险，增强各国经济波动的同步性和共同货币区的收益，因此共同货币区具有显著的内生性。本文突破最优货币区理论的约束，采取新开放宏观经济学的分析框架，研究当前东亚地区包括金融市场和产品市场对分散地区宏观经济风险的程度和渠道，进而计算实现地区金融市场一体化降低经济风险所带来的福利收益。下文分为如下部分：第二节介绍东亚地区金融市场一体化和货币合作的文献；第三部分定量研究东亚地区宏观风险分散的现状和渠道；第四部分计算东亚地区实现金融市场一体化之后在降低宏观风险方面给中国带来的收益；最后是结论。

二、东亚金融市场一体化和货币合作的文献研究

（一）基于最优货币区理论的研究：东亚是最优货币区么？

事实上，早在亚洲金融危机和欧元区出现时期，学术研究领域对东亚地区是否也可能发展为共同货币区这一问题产生了极大的兴趣。要回答这一问题，不可回避的是要判断东亚地区是否已经达到了最优货币区标准？Mundell(1961)提出的最优货币区理论认为区域内贸易份额、经济冲击的性质、要素市场的流动性以及区内各国的经济规模等是决定货币一体化成本收益的关键要素。从收益角度，共同货币区可以降低汇率波动成本，而且Kenen(1969)还发现在完善的产品市场上，汇率波动对产业内贸易的影响要大于对产业间贸易的影响，因此产业内贸易比重大的国家更有动力组成共同货币区。从成本角度，加入共同货币区意味着放弃独立的货币和汇率政策，如果外部冲击对货币区成员国造成的冲击具有特异性而且调整速度较低，那么放弃独立货币和汇率政策的成本相对较高。

现有的关于东亚最优货币区的研究多是通过分析东亚地区各国宏观经济变量的特征，借鉴欧元区的标准，定性判断东亚国家是否达到最优货币区的标准。Bayoumi和Eichengreen(1994)根据Blanchard和Quah(1989)结构向量自回归识别条件将潜在成员国经济波动分解为总供给冲击和总需求冲击，进而计算各国所受冲击的相关性；并根据脉冲响应函数计算各国所受冲击的规模和经济调整速度；外生冲击的相关性越强，冲击规模越大，经济反应速度越快，形成共同货币区的可能性越大。Bayoumi和Eichengreen(1999)将双边汇率的波动定义为两国产出增长率差异波动、出口商品结构差异、双边贸易占GDP的比重以及经济规模4个变量的函数，通过日本及其19个贸易伙伴1976-1995年的数据估计双边汇率波动方程，将汇率波动估计值定义为最优货币区指数(OCA)并以此为依据判断两个是否有潜力组成共同货币区。Lee, Park和Shin(2004)通过Stock and Watson (1991)动态要素模型将导致一国产出波动的冲击分解为全球性冲击、地区性冲击和国别冲击，共同的区域性冲击越大，构建共同货币区的潜力越大。除了以上经济因素之外，政治因素历来也被认为是影响共同货币区是否得以形成的重要因素，给定其他条件，政治亲密程度(political proximity)越高的地区越容易形成最优货币区。Lee和Barro(2006)特别考察了影响东亚最优货币区形成的政治因素，作者以共同货币区潜在成员国在联合国大会双边投票的相关性测算

彼此间的政治亲密程度，具体的两国间政治亲密程度等于总投票次数中两国投出相同票的结果。

虽然贸易和金融一体化程度等条件决定了一国加入共同货币区的净收益，但是加入共同货币区后该国的贸易和金融市场又会受到共同货币区的影响，因此Frankel和Rose(1998)提出最优货币区的标准具有内生性。经济学家已经就共同货币区的贸易促进和经济融合效应进行了大量的实证研究，例如Rose(2000)对186个国家1970-1990年的面板数据进行经验研究发现共同货币区对于国际贸易有很强的推动作用，给定其他条件(包括语言、历史、政治联系和“引力模型”的其他因素)，使用同一货币国家间的贸易量是非货币区国家间贸易量的三倍。然而Alesina,Barro和Tenreyro(2002)在肯定最优货币区的标准具有内生性的同时，也对前人估计最优货币区反作用的实证方法提出了改进。

尽管经济学家在对最优货币区标准内生性的研究中已经开始意识到最优货币区的风险分散和福利分析问题，但是极少提供具有微观基础的宏观框架。McKinnon(2004)基于Mundell(1973)发掘出了所谓的蒙代尔II模型，虽然最优货币区理论认为同质的外生冲击是组建最优货币区的有利条件，但蒙代尔II模型认为即使各国所受冲击具有特异性，也不妨碍这些经济体组成共同货币区，共同货币区为它的成员提供了一种消费保险机制。当不利的特异冲击发生时，即使资本市场不完善，无法提供事前的风险分散渠道，一个国家也可以购买共同货币区其他国家的产产品，通过贸易逆差平滑消费，而不必受制于是否有足够的外汇储备。由于大多数新兴市场国家无法在国际资本市场上发行以本国货币计价的债务，资本市场可能比共同货币的条件更苛刻。Ching和Devereux(2000a,b)在Mundell(1973)基础上，通过最优化模型分析了共同货币区在风险分散方面的福利收益和成本。事实上，蒙代尔II模型的主要贡献在于分析了新兴国家在国际资本市场上面临融资约束和储备先行(Reserve in advance)时，加入共同货币区可以保证通过借贷渠道在共同货币区内实现风险分散。

(二) 基于新开放宏观经济学的分析框架：风险分散问题

事实上，开放宏观经济学对于跨国风险分散，特别是金融市场风险分散机制进行了大量研究，值得关注和借鉴。Obstfeld(1993)发现在完备资本市场假设下，跨

国资本流动允许一国通过金融市场对消费风险进行交易，从而避免国别产出波动对本国消费的影响，实现对消费进行保险的作用。尽管现实世界并不满足理论上关于资本自由流动和金融市场完备的假定，但 Obstfeld(1993)认为，随着资本跨国流动性增强，各国消费变动的正相关性也将逐步增强。除了金融市场渠道之外，自由贸易协定、全球化和最优汇率协定也可以提供类似风险分散渠道。Baxter 和 Crucini (1995)、Stockman 和 Tesar(1995)的研究进一步发现，理论研究中所得到的风险分散结果并不依赖于特定的效用函数、外生冲击的类型以及市场是否完备假设，从而大大增强了上述理论结论的稳健性。Kim 和 Sheen(2007)的研究发现，拥有相同偏好、面临相同冲击的国家还能够从货币一体化甚至国家间政策协调当中受益。

对于风险分散的实证研究主要集中在如下几个领域，首先是判断多国之间是否实现完全的风险分散，然而对于该问题的回答往往是否定的；其次是对现有风险分散的渠道进行识别；最后还有关于风险分散潜在收益的定量研究。理论研究发现，在风险完全分散的条件下，各国消费增长应完全相关，这成为判别是否实现完全风险分散的主要依据之一。Obstfeld(1993)通过年度数据研究了 1951 至 1988 年 23 个工业化国家和 15 个发展中国家私人部门人均消费增长率与其他国家私人部门人均消费增长率之间的相关性。作者根据世界资本市场的发展以 1972 年为界将样本观察值区分为两个子样本，结果发现 1972 年之后工业化国家私人人均消费增长率与世界其他国家增长率的相关性呈现上升趋势，并且在平均意义上高于发展中国家，从而印证了工业化国家资本市场的完备程度高于发展中国家。除了考察相关变量之间的相关性之外，计量经济学方法也被用来评估风险分散程度。在不完全风险分散条件下，Crucini (1999)通过将某地区消费增长率对各地平均消费增长率和当地产出增长率进行回归，从而对地区风险分散程度进行估计。Kim、Kim 和 wang (2004)对 Crucini (1999)的模型进行了简化，通过回归的方法研究东亚地区 10 国(地区)之间以及与 OECD 国家之间风险分散的程度。在对风险分散渠道的实证研究中，Asdrubali、Sorenson 和 Yosha(1996)在不完全风险分散条件下，开创性地提出了一个识别风险分散渠道的定量方法。如果风险分散是不完全的，那么总量风险可以被分解为被资本市场、信贷市场、财政体系以及未被分散的部分。Kim 和 Sheen(2007)借鉴 Asdrubali、Sorenson 和 Yosha(1996)提出的方法，识别澳大利亚国内各州以及澳大利亚和新西兰两国之间风险分散模式，并估计了要素流动、金融市场发展和

联邦财政体系在风险分散中的相对作用。在此基础上，作者进一步借鉴 Van Wincoop(1999)方法计算了澳大利亚和新西兰两 s 国实现金融市场一体化的潜在收益。

三、东亚金融市场一体化和宏观经济风险分散：现状和渠道

(一) 衡量风险分散程度的理论框架

Crucini (1999) 和Crucini和Hess(1999) 分别就完全风险分散和部分风险分散的情况进行了分析，并从理论模型中推导出可以进行计量识别风险分散程度的结论。假设潜在共同货币区中共有 R 个国家，每一个国家由代表性家庭组成，并且各国人口总数为1。不确定性由 S 个自然状态 $s_t, t=1 \cdots S$ 表示，在时刻 t 每个状态出现的概率为 $\pi_t(s_t)$ 。在此基础上，假设效用函数是常数相对风险厌恶(CRRA)效用函数

$$U_c(c_{it}(s_t), b_{it}(s_t)) = \exp\left((1-\gamma)b_{it}\left(\frac{1}{1-\gamma}\right)(c_{it})^{1-\gamma}\right), \gamma > 0。$$

1、完全风险分散

在完全风险分散模型中，假设存在一个完备的阿罗-德布鲁证券市场。那么国家 i 代表家庭的效用最大化问题表示为：

$$\begin{aligned} \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \sum_{\tau=1}^S \pi_t(s_{\tau}) U(c_{it}(s_{\tau}), b_{it}(s_{\tau})) \\ s.t \quad \sum_{i=1}^R y_{it}(s_{\tau}) = \sum_{i=1}^R c_{it}(s_{\tau}) \end{aligned} \quad (1)$$

其中 b_{it} 表示外生的偏好冲击， $y_{it}(s_{\tau})$ 表示在状态 s_{τ} 下国家 i 的产出。令 $\omega_t(s_{\tau})$ 是给定状态下的拉格朗日函数乘子，上述最优化问题的一阶条件表明：

$$\frac{\omega_t(s_{\tau})}{\beta^t \pi_t} = U_c(c_{it}(s_{\tau}), b_{it}(s_{\tau})) \quad i = 1, \cdots, R \quad (2)$$

代入具体效用函数形式后，将一阶条件取自然对数，在不同国家之间加总，然后再取一阶差分并省去常数项之后可以得到完全风险分散条件下的可检验方程：

$$\Delta \ln(c_{it}) = \Delta \ln(c_i^a) + \left(\frac{1-\gamma}{\gamma}\right) \Delta(b_{it} - b_i^a) \quad i = 1, \cdots, R \quad (3)$$

其中 $b_i^a = (1/R) \sum_{i=1}^R b_{it}$ 和 $\ln(c_i^a) = (1/R) \sum_{i=1}^R \ln(c_{it})$ 分别为国别偏好冲击和消费对数的平均值。该方程表明在风险完全分散条件下，不同国家消费增长应该是一一对应的；并且国别消费增长和自身产出增长之间无关。如果进一步忽略偏好冲击和对数据的

测量误差，不同国家间消费增长的相关性要高于产出增长的相关性。

2、部分风险分散

如果资本市场不完全，或者风险分散自身会产生相应的成本，那么理性的消费者会选择使风险分散的边际成本与收益相等而非完全风险分散。Crucini(1999)假设每个国家的代表性消费者都选择将其收入中 λ 比重进行风险分散，剩余 $(1-\lambda)$ 部分的收入不进行风险分散；消费者可以以 $r=\beta^{-1}-1$ 的无风险利率进行借贷，从而实现消费的跨期平滑；在此基础上忽略国家间偏好的冲击，各国消费增长近似服从以下过程：

$$\Delta \ln(c_{it}) = \lambda \Delta \ln(c_t^a) + (1-\lambda)(1-\beta) \sum_{k=0}^{\infty} \beta^k [E_t \ln(y_{i,t+k}) - E_{t-1} \ln(y_{i,t+k})] \quad (4)$$

其中 $\lambda=1$ 表明国家之间实现了完全的风险分散；而当 $\lambda=0$ 时，消费的变化仅受自身永久收入改变影响，完全没有实现风险分散。考虑到在不同国家之间存在经济规模的差异以及对永久性收入计量复杂性，Kim, Kim和wang(2004)对Crucini(1999)的模型进行了简化，假设各国产出服从随机游走过程，从而得到如下回归方程：

$$\Delta \ln(c_{it}) = \alpha + \lambda \Delta \ln(c_{it}^a) + (1-\lambda) \Delta \ln(y_{it}) + e_{it} \quad (5)$$

其中 α 反映了国家间折现因子的差异， e_{it} 反映国家偏好冲击， c_{bt} 是本国家之外其他国家消费的平均增长率。该方程对国家间风险分散程度 λ 进行估计。

注意到预算约束方程(1)表明消费者终生消费的现值等于收入的现值，这意味着消费者可以在国际金融市场上进行自由的借贷。完备的阿罗-德布鲁证券市场仅是给各国提供了事前分散国别风险的渠道，资本市场不完备并不排除国际间其他的事后消费平滑机制。如果各国持有足够的外汇储备、足够的货币互换额度或者加入共同货币区，就可以在全球或者共同货币区范围内实现事后的消费平滑。

(二) 风险分散渠道识别的计量模型

当完全风险分散没有实现时，Asdrubali, Sorenson和Yosha(1996)开创性地提出了一个识别风险分散渠道的定量方法。虽然原文是针对一国内部问题展开的研究，但是该方法可以方便的扩展到国际间风险分散渠道的研究。^①如果风险分散是不完全的，那么总量风险可以被分解为被资本市场、信贷市场以及未被分散的部分。在一国内部，人均产出、国民收入和私人消费之间存在以下运算关系：

^①严格地说，只有消费者在外生冲击发生前所采取的措施才能被称为风险分散；外生冲击发生后，风险已经成为既成事实，消费者所采取的是事后消费平滑行为。在本文中为了叙述的方便，我们将事前风险分散和事后消费平滑分别称为事前风险和事后风险分散。

$$y^i = \frac{y^i}{inc^i} \frac{inc^i}{c^i} c^i \quad (6)$$

其中 y^i 表示第 i 个国家的人均总产出(GDP), inc^i 表示该国家的人均国民总收入(GNI), c^i 则表示该国家的人均消费。由于国民收入中包含了来自境外的收入, 因此GNI和GDP的差别一定程度上反映国际间互相持有资产造成的收入和产出的差异; 收入和消费的差异是储蓄, 而储蓄是国际借贷市场上资金的来源, 因此GNI和C之间的差异可以用来反映国际间借贷市场的消费平滑机制。

对方程(6)等号两边进行如下计算, 首先取自然对数并进行一阶差分; 然后在上述方程的两边同乘以 $(\Delta \ln y^i)$, 并在等号左右两边减去各自的均值; 最后再对上述结果等号两边取均值可以得到如下方程:

$$\text{var}(\Delta \ln y^i) = \text{cov}(\Delta \ln y^i, \Delta \ln y^i - \Delta \ln inc^i) + \text{cov}(\Delta \ln y^i, \Delta \ln inc^i - \Delta \ln c^i) + \text{cov}(\Delta \ln y^i, \Delta \ln c^i),$$

进一步将方程左右两边除以 $\text{var}(\Delta \ln y^i)$ 得到

$$1 = \beta_K + \beta_C + \beta_U \quad (7)$$

$$\text{其中 } \beta_K = \frac{\text{cov}(\Delta \ln y^i, \Delta \ln y^i - \Delta \ln inc^i)}{\text{var}(\Delta \ln y^i)}, \beta_C = \frac{\text{cov}(\Delta \ln y^i, \Delta \ln inc^i - \Delta \ln c^i)}{\text{var}(\Delta \ln y^i)}, \beta_U = \frac{\text{cov}(\Delta \ln y^i, \Delta \ln c^i)}{\text{var}(\Delta \ln y^i)}$$

分别表示在总风险中被资本市场、信贷市场以及未被分散风险所占的比例。各种渠道所分散的风险可以通过以下方法得到:^①

$$\begin{bmatrix} \Delta \ln y_t^i - \Delta \ln inc_t^i \\ \Delta \ln inc_t^i - \Delta \ln c_t^i \\ \Delta \ln c_t^i \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{K,t} \\ \alpha_{C,t} \\ \alpha_{U,t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_K \\ \beta_C \\ \beta_U \end{bmatrix} \Delta \ln y_t^i + \begin{bmatrix} u_{K,t}^i \\ u_{C,t}^i \\ u_{U,t}^i \end{bmatrix} \quad (8)$$

Asdrubali、Sorenson和Yosha(1996)指出 $\alpha_{i,t}$ 等变量反映了时间效应, 特别是总量产出增长率的影响; 各 β 系数本质上是各年横截面数据的加权平均。Kim和Sheen(2007)借鉴该分析框架研究了澳大利亚和新西兰两国之间的跨国风险分散问题。

(三) 东亚风险分散的现状

一、数据描述及来源

使用的数据来自于 Penn World Table (PWT) 7.0 版本, 选取的数据包括经调整的实际国民收入(美元)、人均实际 GDP 增长率(%)、消费在人均实际 GDP 中所占的

^①Kim 和 Sheen (2007) 指出该方程仅是为了得到相关回归系数, 因而 OLS 方法是比较合适的。作者同时还指出基于澳大利亚的数据发现广义最小二乘法 (GLS) 和工具变量法 (IV) 无法保证四个系数之和等于 1, 因此不建议使用。

比重(%)、人口(千人)和人均实际 GDP(美元)。^①考虑到数据的可得性和经济的相对规模,我们选取的国家为大东亚地区 11 个主要经济体(中国大陆,中国香港,印尼,日本,韩国,马来西亚,菲律宾,新加坡,中国台湾,泰国和越南)。对于年份的选择,经调整的实际国民收入、消费在人均实际 GDP 中所占的比重、人口和人均实际 GDP 是从 1978 年至 2009 年,人均实际 GDP 增长率是从 1979 年至 2009 年。对数据的统计性描述见下表:

表 1 相关变量描述性统计结果

变量名称	个数	均值	标准差	最小值	最大值
经调整的实际国民收入	352	12224.01	11536.33	581.7581	49193.84
人均实际 GDP 增长率	341	4.15	4.44	-15.87	17.82
消费在人均实际 GDP 中所占的比重	352	58.82	11.63	32.41	87.98
人口	352	161924.3	326168.7	2353.6	1323592
人均实际 GDP	352	12065.39	11474.81	612.7570	50005.98

数据来源: PTW7.0

二、完全风险分散理论模型实证结果

对大东亚地区 11 个主要经济体之间产出和消费增长率的相关性实证检验结果,见附表 1 和附表 2。从中我们可以看出:在产出增长率方面,日本、韩国、菲律宾、台湾与中国大陆,香港、日本、台湾、泰国与越南的产出增长率相关系数为负,除此之外的其他地区之间的产出增长率相关系数均为正。最大的正产出增长率出现在马来西亚与新加坡,为 0.87;最小的负产出增长率出现在香港与越南,为-0.26。在消费增长率方面,与中国大陆消费增长率相关系数为正的只有香港和越南,其余均为负值;与越南消费增长率相关系数为正的只有中国大陆、马来西亚、菲律宾,其余均为负值;与菲律宾消费增长率相关系数为正的有印尼、马来西亚、新加坡、泰国、越南,其余均为负值。其他国家和地区的消费增长率相关系数均为正值。其中,最大的正消费增长率相关系数出现在台湾与日本,为 0.75;最小的负消费增长率相关系数出现在菲律宾与中国大陆,为-0.42。

进一步,通过对该地区内部,除了本国的其他 10 个国家的生产和消费进行人口加权后得到了该经济体与大东亚内部其他经济体对应的产出和消费增长率的相关系数。结果见表 2:

^①在 PWT 中,各变量分别表示为 GRDPTT (经调整的实际国民收入)、GRGDPCH (人均实际 GDP 增长率)、KC (消费在人均实际 GDP 中所占的比重)、POP (人口)和 RGDPCH (人均实际 GDP)。

表 2 该经济体与大东亚地区内其他经济体对应的产出和消费增长率相关系数

	产出			消费		
	1979-2002	2003-2009	1979-2009	1979-2002	2003-2009	1979-2009
中国大陆	-0.07	0.78	-0.003	-0.05	0.25	-0.04
香港	0.23	0.86	0.29	0.27	0.67	0.30
印尼	0.22	-0.57	0.18	0.09	-0.03	0.08
日本	-0.09	0.87	-0.04	0.11	0.10	0.10
韩国	0.24	0.83	0.14	0.13	0.74	0.15
马来西亚	0.38	0.74	0.32	0.21	0.26	0.20
菲律宾	-0.25	0.50	-0.03	-0.40	0.35	-0.34
新加坡	0.29	0.71	0.31	0.06	0.68	0.09
台湾	0.12	0.88	0.09	-0.03	0.36	0.01
泰国	0.31	0.69	0.30	0.22	-0.51	0.18
越南	0.17	0.38	0.28	0.20	0.53	0.16

从表 2 可以看出, 产出增长率方面, 除了印尼, 其余 10 个国家和地区在 2003-2007 年的产出增长率相关系数都比 1979-2002 年有所提升。最大正值出现在 2003-2009 年的台湾, 为 0.88; 最小负值出现在 2003-2009 年的印尼, 为-0.57。消费增长率方面, 除了印尼、日本和泰国, 其余 8 个国家和地区在 2003-2007 年的产出增长率相关系数都比 1979-2002 年有所提升。最大正值出现在 2003-2009 年的韩国, 为 0.74; 最小负值出现在 2003-2009 年的泰国, 为-0.51。从表 2 我们还可以看出, 尽管样本年份不多, 但仍可以看出, 从中国入世后的 2002 年开始, 大东亚地区大多数国家产出和消费增长率都有显著的提升。

三、部分风险分散模型实证结果

我们首先通过对方程 (5) 进行变形, 得到

$$\Delta \ln(c_{it}) - \Delta \ln(y_{it}) = \alpha + \lambda [\Delta \ln(c_{it}) - \Delta \ln(y_{it})] + e_{it} \quad (9)$$

我们首先对变量进行平稳性检验, 检验结果见附表 3。

回归结果见表 3:

表 3 大东亚地区各经济体间风险分散比例估计 (1979-2009)

	α	λ	R^2
中国大陆	-0.002 (-0.32)	0.20** (2.03)	0.12
香港	-0.008 (-2.11)	0.29* (3.65)	0.32
印尼	0.001 (0.20)	0.28** (2.07)	0.13
日本	-0.01 (-2.70)	0.26* (3.79)	0.33
韩国	-0.01 (-2.58)	0.18* (3.04)	0.24

	-0.003	0.06 (0.42)	
马来西亚	(-0.56)		0.01
菲律宾	-0.03 (-4.80)	0.59* (7.93)	0.68
新加坡	-0.02 (-3.73)	0.50* (4.48)	0.41
	-0.003	0.20** (2.11)	
台湾	(-0.75)		0.13
泰国	-0.01 (-2.17)	0.26** (2.67)	0.20
越南	-0.02 (-3.83)	0.34* (3.02)	0.24
λ 平均值		0.29	

注：括号中是对应的 t 值。*表示在 1%水平显著；**表示在 5%水平显著。

从表 3 可以看出， λ 表征一国代表性消费者对收入进行风险分散的比重， λ 越大，表明代表性消费者对收入进行风险分散时，选择的比重越高。在表 3 中， λ 最大值出现在菲律宾，为 0.59； λ 最小值出现在马来西亚，为 0.06。其中除了马来西亚，其余国家和地区的 λ 值均在 5%的水平内显著。上述 11 个国家的 λ 平均值为 0.29，即在大东亚地区内，代表性消费者对收入进行风险分散时，选择的平均比重为 1/3 左右。

四、风险分散的渠道分析

我们首先对方程组（8）进行了改进以方便估计，用 $\beta_U = 1 - (\beta_K + \beta_F)$ 替换掉模型中的 β_U ，并移项，得到：

$$\begin{bmatrix} \Delta \ln y_t^i - \Delta \ln inc_t^i \\ \Delta \ln inc_t^i - \Delta \ln c_t^i \\ \Delta \ln c_t^i - \Delta \ln y_t^i \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{K,t} \\ \alpha_{C,t} \\ \alpha_{U,t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \beta_K \\ \beta_C \\ \beta_K + \beta_C \end{bmatrix} \Delta \ln y_t^i + \begin{bmatrix} u_{K,t}^i \\ u_{C,t}^i \\ u_{U,t}^i \end{bmatrix} \quad (10)$$

其中，约束为模型中 $(\beta_K + \beta_C) = \beta_K + \beta_C$ 。对模型中各个变量的面板数据单位根检验见附表 4。

为了保证结果的稳健性，我们分别采用 OLS、固定效应（FE）、随机效应（RE）、GLS 方法、带约束的似不相关回归（SUR（C））和面板似不相关回归（XTSUR）。采用 GLS 的主要目的在于考虑到各方程之间可能存在的异方差现象。我们认为用面板似不相关回归（XTSUR）的结果更好。本文使用 Hausman 检验对固定效应和随机效应进行了检验，检验结果显示支持随机效应。但是在上表中处于稳健的目的，我们报告了全部方法的结果：

表 4 大东亚地区内部风险分散渠道分析（%）

1979-2002			2003-2009			1979-2009		
资本 市场	信贷 市场	未被 分散	资本 市场	信贷 市场	未被 分散	资本 市场	信贷 市场	未被 分散

OLS	6.13	23.37	70.62	8.53	43.75	48.83	6.53	27.54	66.24
FE	6.12	25.59	68.40	14.15	48.26	39.15	7.24	29.04	64.02
RE	6.13*	23.88*	69.35*	9.04*	43.75*	42.36*	6.53*	27.78*	65.41*
GLS	6.13	23.37	70.62	8.53	43.75	48.83	6.53	27.54	66.24
SUR(C)	6.07	23.36	70.57	7.97	43.00	49.03	6.37	27.48	66.15
XTSUR	6.84	21.14	72.02	12.13	43.82	44.05	5.98	26.92	67.10

注：*表示豪斯曼检验在 FE（固定效应）和 RE（随机效应）情况下的显著结果。

从表 4 中我们可以看出，上述五种方法的回归结果是比较相近的，这验证了回归结果的稳健性。其中，1979-2009 年经过资本市场和信贷市场分散风险的平均值为 1/3 左右，未被分散风险的平均值为 2/3 左右，这与在表 3 中风险分散比例估计的 λ 相对应，也进一步验证了分析的稳健性。

四、东亚风险分散的福利收益

实证研究发现大多数国家之间尚未实现风险完全分散，那么实现风险完全分散，特别是通过资本市场实现完全风险分散能够给一国带来多少潜在福利收益呢？关于经济周期特征的研究发现中国居民消费的波动性较大，从消除地区消费波动性的角度来讲，中国国内从风险分散方面获得的收益应该高于消费波动性较小的发达国家。Van Wincoop(1994)指出风险分散的收益取决于4个因素，即无风险利率、经风险调整的经济增长率、相对风险厌恶系数和产出的不确定性。

本文参照Kim和Sheen(2007)的方法，计算东亚实现收入风险充分分散时能够获得的潜在收益。^①假设在2国禀赋经济中存在完备金融市场，单个国家*i*效用函数为 $U_i = E \int_0^T e^{-\beta t} (1-\gamma)^{-1} c_{it}^{1-\gamma} dt$ ，其中 T 是考察的时间跨度， γ 为风险回避系数， c_{it} 是消费。假设各国产出 y_{it} 服从带漂移的随机游走过程 $dy_{it} = \mu_i y_{it} dt + \sigma_i y_{it} d\eta_i$ ， η 是标准布朗运动， μ_i 是产出增长率， σ_i 是产出标准差，并允许不同国家产出之间存在相关性，相关系数为 $\rho = d\eta_i d\eta_k, i \neq k$ 。在封闭经济中，国内消费等于本国产出，期望效应为 $E(U_i) = \frac{(1-e^{-\nu T})c_{i0}^{1-\gamma}}{\nu(1-\gamma)}$ ，其中 $\nu = \beta + (\gamma-1)(\mu_i - 0.5\gamma\sigma_i^2)$ 。在完全风险分散条件下，各地消费等于各地产出算术平均值 $y^w = \sum_{i=1}^2 \alpha_i y_i$ ，其中 α_i 是各国的权重，方差为 $\sigma_w^2 = \alpha_1^2 \sigma_1^2 + \alpha_2^2 \sigma_2^2 + 2\alpha_1 \alpha_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho$ 。风险分散福利收益约等于 $\left\{ -\frac{0.5\gamma d\sigma_i^2}{r - \bar{\mu}_i} \left[1 - \frac{T(r - \bar{\mu}_i)e^{-T(r - \bar{\mu}_i)}}{1 - e^{-T(r - \bar{\mu}_i)}} \right] \right\}$ ，其中 $\bar{\mu}_i = \mu_i - 0.5\gamma\sigma_i^2$ 表示经风险调整的增长率， r 是无风险利率， $d\sigma_i^2 = \sigma_w^2 - \sigma_i^2$ 是经济从封闭经济向完全风险分散市场过度后的消费增长方差变化。风险分散福利收

^①事实上 Kim 和 Sheen（2007）的两国模型是 Van Wincoop（1994）多国模型的一个简化版本。

益本质上是消费者为消除消费不确定性而愿意放弃的消费百分比。

在本文中我们与Kim和Sheen(2007)设定的禀赋经济一致,使用消费的标准差代替产出的标准差,从而得到金融市场实现完全风险分散后获得的潜在福利收益。我们将被考察的国家和其他国家的加权平均分别看做两个不同的地区,以此考察各国从完全风险分散中获得的潜在收益,在计算风险分散后消费方差时取本国增长率权重为该国人口在潜在共同货币区总人口中所占的比例。为了估计各国风险充分分散的收益,我们需要设定相对风险回避系数 γ 、贴现率 β 、无风险利率 r 和时间跨度 T 等参数赋值。对于年度数据,贴现率 $\beta=0.96$,无风险利率取1981–2008年经消费价格指数调整后的一年期贷款利率平均值1.8。为了与部分实证结果进行比较,本文将时间跨度取 $T=10$ 年。^①相对风险回避系数的取值相对困难,取值越大表明消费者的风险厌恶程度越高。Mehra和Prescott(1985)总结前人研究成果发现相对风险厌恶系数至少为1,而Mehra和Prescott(1985)基于他们自己的分析认为相对风险规避系数肯定大于10。Van Wincoop(1994)在研究部分OECD国家时取值为3,后续实证研究出于比较的目的多采用该取值。中国大陆相关研究对该参数的取值亦存在较大差别,大多数集中在1–10区间。龙志和、周浩明(2000)对1991–1998年中国城镇数据的估算约为4左右,这一结果在李勇辉、温娇秀(2005)对1991–2003年中国城镇数据的研究得到进一步验证;陈学彬、傅东升和葛成杰(2006)在对中国居民个人生命周期消费投资行为动态的研究中对相对风险厌恶系数的取值为1.29;而陈学彬、杨凌、方松(2005)对中国相对风险厌恶系数的回归发现其取值在1978–2002年约为1.29,1978–1993年间约为2.79,而1994–2002年则降为0.78。由此可见对中国相对风险厌恶系数研究尚未取得共识,出于横向比较的需要,本文将相对风险厌恶系数分别设定为1、3。为了与Van Wincoop(1994)、Kim和Sheen(2007)和Kim、Kim和Wang(2004)等进行国际比较,本文还计算了当相对风险厌恶系数为3,无风险利率为0.85时风险分散收益情况。结果见下表5:

表5 完全风险分散条件下大东亚地区各经济体潜在福利收益(1979–2009)

	参数: 单位 (%)			$\gamma=1$ 单位 (%)			$\gamma=3$ 单位 (%)		
	σ^2	σ_w^2	$d\sigma_i^2$	μ	$r=1.8$ gain	$r=0.85$ gain	μ	$r=1.8$ gain	$r=0.85$ gain
中国大陆	0.09	0.04	-0.04	7.97	0.12	0.12	8.02	0.37	0.37

^①名义利率数据来自于国际货币基金组织网站(IFS)。

香港	0.12	0.04	-0.08	3.37	0.20	0.20	3.45	0.59	0.60
印尼	0.18	0.04	-0.14	3.19	0.36	0.37	3.34	1.09	1.11
日本	0.03	0.04	0.02	1.70	-0.04	-0.04	1.69	-0.12	-0.12
韩国	0.19	0.04	-0.14	5.70	0.38	0.38	5.84	1.14	1.16
马来西亚	0.31	0.04	-0.26	4.00	0.68	0.69	4.26	2.05	2.09
菲律宾	0.03	0.04	0.01	0.99	-0.03	-0.03	0.98	-0.08	-0.08
新加坡	0.12	0.04	-0.08	4.41	0.20	0.20	4.49	0.59	0.60
台湾	0.10	0.04	-0.06	5.21	0.15	0.15	5.26	0.45	0.45
泰国	0.16	0.04	-0.12	4.22	0.31	0.31	4.34	0.93	0.94
越南	0.08	0.04	-0.03	5.09	0.10	0.10	5.12	0.29	0.30

从表 5 最后一列可知，在 $\gamma=3$ ， $r=0.85$ 的情况下，除了日本和菲律宾，其余 9 个国家和地区的风险分散福利收益均为正值，其中最大值出现在马来西亚，为 2.09。这与 Kim、Kim 和 wang(2004) 的计算结果（1970–2000）相对应。我们的计算的风险分散福利收益结果比 Kim、Kim 和 wang(2004) 稍小，原因一方面我们改进了 Kim、Kim 和 wang(2004) 的方法，加入了地区内人口加权的因素，另一方面，与 Kim、Kim 和 wang(2004) 相比，我们增加了 2002–2009 年的数据，而在这几年间，随着大东亚地区间开放程度的不断扩大，风险分散的福利收益肯定是下降了。

五、结论

本文对 1979–2009 年东(南)亚地区风险分散的现状、渠道和收益进行了研究。与之前的研究相比，本文的创新之处在于，首先本文以人口为权重对各国产出进行加权平均，充分考虑了东亚地区各国在经济规模和人口规模方面的差异；其次本文采用面板似不相关计量方程进行回归，增强了结果的稳健性。

本研究发现，1979–2009 年经过资本市场和信贷市场分散风险的平均值为 1/3 左右，未被分散风险的平均值为 2/3 左右。在风险分散渠道中，信贷渠道的作用超过资本市场，显示出东亚风险分散具有明显的事后救济性质。以 2002 年为界将样本期分为两个阶段，发现 2002 年之后风险分散的程度显著提高。在设定的风险回避系数下，除了日本和菲律宾，其余 9 个国家和地区的风险分散福利收益均为正值，其中最大值出现在马来西亚。这与 Kim、Kim 和 wang(2004) 的计算结果（1970–2000）相对应。

参考文献:

Wyplosz, Charles and Yung Chul Park. 2008. "Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience." *European Economy Economic Papers* 329, June.

Wyplosz, Charles, 2006, "Deep Economic Integration: Is Europe a Blueprint?" *Asian Economic Policy Review* 1, 259-79.

Bayoumi, Tamim and Barry Eichengreen (1994), "One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World," *Princeton Studies in International Finance* no. 76.

Eichengreen, Barry and Tamim Bayoumi (1999) "Is Asia an Optimum Currency Area? Can It Become One?: Regional, global and historical perspectives on Asian monetary relations", in S. Collignon, J. Pisani-Ferry, Y.C. Park (eds.) *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*.

Lee, Jong-Wha Park, Yung Chul, and Shin, Kwan Ho (2004), "A Currency union in East Asia", in: Asian Development Bank (ed.), *Monetary and Financial Integration In East Asia : The Way Ahead*, Vol. 2, New York: Palgrave-Macmillan.

Lee, Jong Hwa and Robert Barro, (2006) "Currency Union in East Asia", Working Paper, Korea University.

Rose, A. 2000. "One Money One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade," *Economic Policy*.

附表

附表 1 大东亚 11 国或地区的产出增长率的相关系数（1979-2009）

	中国大陆	香港	印尼	日本	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	台湾	泰国	越南
中国大陆	1										
香港	0.06	1									
印尼	0.05	0.41	1								
日本	-0.23	0.58	0.24	1							
韩国	-0.10	0.41	0.48	0.55	1						
马来西亚	0.02	0.53	0.61	0.49	0.59	1					
菲律宾	-0.13	0.51	0.18	0.24	0.22	0.51	1				
新加坡	0.05	0.59	0.39	0.46	0.48	0.87	0.67	1			
台湾	-0.03	0.58	0.05	0.54	0.44	0.39	0.25	0.45	1		
泰国	0.05	0.43	0.66	0.53	0.58	0.58	0.13	0.36	0.22	1	
越南	0.28	-0.26	0.10	-0.15	0.12	0.13	0.02	0.04	-0.18	-0.002	1

附表 2 大东亚 11 国或地区的消费增长率的相关系数（1979-2009）

	中国大陆	香港	印尼	日本	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	台湾	泰国	越南
中国大陆	1										
香港	0.14	1									
印尼	-0.01	0.36	1								
日本	-0.05	0.48	0.25	1							
韩国	-0.03	0.42	0.40	0.57	1						
马来西亚	-0.03	0.32	0.60	0.20	0.38	1					
菲律宾	-0.42	-0.03	0.10	-0.05	-0.11	0.42	1				
新加坡	-0.05	0.57	0.17	0.35	0.61	0.46	0.15	1			
台湾	-0.09	0.48	0.07	0.75	0.36	0.09	-0.03	0.42	1		
泰国	-0.05	0.46	0.58	0.54	0.70	0.67	0.18	0.59	0.35	1	
越南	0.20	-0.34	-0.11	-0.13	-0.003	0.08	0.20	-0.32	-0.26	-0.08	1

附表 3 模型 (9) 变量的平稳性检验结果 (1979–2009)

	$\Delta \ln(c_{bt}) - \Delta \ln(y_{it})$	$\Delta \ln(c_{it}) - \Delta \ln(y_{it})$
中国大陆	No*	No**
香港	No*	No*
印尼	No*	No*
日本	Yes	No**
韩国	No*	No*
马来西亚	No*	No*
菲律宾	No*	No*
新加坡	No*	No***
台湾	No*	No*
泰国	No**	No*
越南	No***	No*

注：*表示 1%显著水平的临界值；**表示 5%显著水平的临界值；***表示 10%显著水平的临界值。Yes/No 表征是否拒绝变量平稳的原假设。

附表 4 模型 (10) 变量的单位根检验结果 (1979–2009)

	单位根检验结果
$\Delta \ln y_t^i - \Delta \ln inc_t^i$	No*
$\Delta \ln inc_t^i - \Delta \ln c_t^i$	No*
$\Delta \ln c_t^i - \Delta \ln y_t^i$	No*
$\Delta \ln y_t^i$	No*

注：*表示 1%显著水平的临界值。Yes/No 表征是否拒绝变量不存在单位根的原假设。

香港与人民币国际化

——兼论与上海的比较

刘元春 张 杰

一、背景介绍

中国“十二五”规划纲要首次明确“支持香港发展成为离岸人民币业务中心和国际资产管理中心”。温家宝总理更在 2011 年两会答记者问时予以重申，并强调金融改革在香港的“先行先试”。

从人民币国际化的路径来看，采取周边化——区域化——国际化的渐进路径选择，是在中国的经济与社会转型背景下比较稳健的策略选择，而这种渐进路径的选择是基于人民币国际化的条件尚未完全具备，其中最重要的是金融市场尚未完全开放和资本项目没有实现完全自由兑换。这两个条件的缺失阻碍了海外人民币的回流，使得人民币不能实现充分流动，从而使之很难实现真正的国际化。进一步看，推进人民币国际化必然会促进人民币国际化条件的改革和完善，但是，不容忽视的是，在推进人民币国际化的过程中，一个最基本的要求是必须采取有效的发展路径尽量减少风险和减小对已有一定基础的国际化条件的负向冲击，增强正向互动作用，保障互动机制的良性运行。这种背景下，作为中国的特别行政区以及全球重要的金融中心，香港将在人民币国际化进程中扮演着独一无二的角色。香港成为人民币离岸中心将是人民币国际化的重要一环。香港以其特有的优势能够在人民币国际化初级阶段中通过建立人民币离岸金融中心，提供海外人民币流转平台，促进人民币投资货币和储备货币功能的实现，顺利推进人民币国际化向中高级阶段发展。

将香港建设成为人民币离岸金融中心，使跨境贸易结算中海外积累的人民币在香港能够实现流转，在资本市场尚未完全开放的人民币国际化初级阶段，香港成为海外人民币的暂居地。

首先，香港具有辐射东亚和东南亚市场的天然区位优势。从地理位置上看，香港位于整个亚太地区的中心位置，依靠传统自由贸易港的地位与东亚和东南亚各国有着广泛的经济往来。2010 年香港前十大贸易伙伴中，有 8 个来自亚洲，而与中国内地的贸易规模更是连年位居第一，目前香港已经成为连接中国内地和

亚洲市场的纽带，其区位优势符合人民币国际化发展的区域选择，奠定了香港人民币离岸市场发展的可靠基础。

其次，香港境内的人民币规模迅速扩大，客观上对离岸金融业务有较强的需求。经过多年来与内地的经贸往来、居民旅游携带和跨境贸易结算等因素的积累，香港境内的人民币存量不断增长，尤其在国家扩大人民币跨境贸易结算试点工作之后，人民币贸易结算量大幅上升，**2010** 全年共实现人民币贸易结算总额为 **3692** 亿元。其中，以内地支付香港为主，全年通过贸易结算从内地净流入的人民币累计达到 **1567** 亿元。与此同时，香港境内人民币存款也相应增长，截至 **2011** 年 **6** 月，香港境内的人民币存款累计达到 **5500** 亿元，较一年前增长了 **6** 倍多。充足的人民币存量资金是形成离岸金融市场的必要条件，同时金融机构开展离岸业务的高收益预期，成为推动市场形成和发展的内在动力。

再次，香港是传统的国际金融中心，拥有发达的金融市场和成熟的监管经验。作为传统金融中心，香港市场具有完善的金融体系，包括众多高质量的市场参与者（世界上大多数国际银行都在港设有分支机构），流动性较好的外汇市场，高效的金融创新能力和丰厚的金融人才储备等。从海外人民币存量占比和对大陆直接投资来源占比两方面来看，香港都位居前列，这使香港金融市场成为沟通人民币国内循环和国外循环的重要环节。

二、香港作为人民币离岸中心的发展历程及发展进程中存在的问题

（一）香港成为人民币离岸中心的基础和优势条件

人民币国际化意指人民币能跨越国境，并在境外流通，继而成为国际上普遍认可的计算、结算及储备货币。国际金融危机揭露以美元为中心的国际货币体系并不合理，多元化货币储备已成为大趋势，人民币成为外汇储备的需求逐渐产生。多年来美元一币独大，欧元、日元及人民币等成为其它国家外汇储备的另一选择是可以理解的，全球投资者正利用商品、其它货币等方式进行对冲，以抗衡美元贬值的危机。人民币国际化可带来不少利益。短期而言，除协助减轻汇率变动的不确定性对国际贸易和投资的影响外，更有助舒缓通货膨胀的压力及释放货币流动性。长期而言，中国可利用本国货币向外国政府和投资者举债，降低本国的外汇储备，大大减轻中国面对的外汇储备风险，同时又可获得铸币税。

由于需要一个离岸中心来协助人民币国际化进程，香港正好担当此角色。而且人民币国际化与资本市场尚未完全开放仍然互相矛盾，香港可利用各项金融基

础为中国及外国投资者提供服务。作为国际金融中心，香港具备作为人民币离岸中心的客观条件及独特优势，属最安全和最有效的。人民币国际化最重要的是金融安全，假若开放与发展速度加快，但缺乏良好的金融基础及风险管理机制，会造成极大的风险。况且新兴市场开放金融、货币的成功例子很少，既然缺乏前车之鉴，身为全球最大的新兴市场，中国的人民币国际化之路必然要采取“摸着石头过河，稳定压倒一切”作为基本策略。这种背景下，香港担任人民币离岸中心的角色当属不二之选。香港的金融监管及市场体系健全，积累了深厚的金融市场经验，人才资源丰富，金融基础建设发达，经济自由度高，税制单一，信息传递迅速等等。在影响人民币离岸中心构建的因素中，除经济实力和市场营运成本外，香港在其它方面均优于其他城市。除基金、债券、存款等外，人民币产品现开始延伸至股票，继而发展其它衍生工具等。尽管香港的银行业务仍然部分受外资主导，一旦遇上金融冲击，中国政府极不容易利用银行业联手抗衡，如加息增加炒家资金的成本、减少对对冲基金的借贷等。若中资银行能主导及控制香港银行业，香港作为人民币离岸中心的速度将较现时更快，香港则更为受惠。

香港人民币离岸市场具有独特优势。亚洲金融危机后，内地和香港开始了更紧密的经贸合作安排（CEPA）。2003年11月人民币开始在香港正式使用，经过数年的发展，香港人民币使用范围广泛，使用量大，使用规范。人民币在香港也建立了良好的信誉和使用基础。与其他人民币跨境使用安排不同，香港人民币业务是既涉及个人使用，又涉及机构使用，既涉及贸易融资，又涉及资本市场，在一定程度上实现了人民币经常项下和资本项下的开放。这为香港成为人民币离岸市场奠定了基础，为亚洲各国的贸易融资，资本融资开辟了新的前景。香港金融基础设施健全，人民币即时支付系统运作良好，清算安排高效，并与其他主要货币即时支付系统连结，清算支付风险可以妥善管理。同时香港是国际金融中心，信息畅通，资金调度容易，为人民币国际化的进一步深化提供了条件。在香港人民币市场的发展过程中，内地和香港的货币当局与监管机构积累了管理经验，建立了制度流程，并且沟通机制良好，协调性高，有利于香港人民币市场的稳定发展。

当前，香港正积极推动内地海外直接投资（ODI）和外商到内地直接投资（FDI）可以用人民币在港结算，其连接境内外资金循环中枢的发展方向已经逐步清晰。未来香港境内的人民币主要有两个流向，其一是境外人民币通过香港金融市场在非居民之间流动，形成“境外—境外”的资金循环；其二是沟通境外与境内的人

民币流动，形成“境内—境外”的资金循环。在资金流动尚未完全放开的情况下，香港离岸金融市场可以主动促进“境外—境外”的资金循环，推动人民币投资载体职能的完善。当人民币在港存款达到 2 万亿元时，则人民币有望在港实现自我循环，届时香港可成为真正的人民币离岸中心。而多数市场人士预计，人民币在港存款达到 2 万亿元将在未来五年内达至。香港的“境外—境外”循环也可包括三个方面：第一，资金流出并建立适当的回流渠道，如结算环节逐步流出，在海外进行部分兑换；第二，在香港建立自我循环、不依托大陆市场的离岸市场；第三，将俄罗斯或非洲等地的人民币汇集到香港，使之成为真正的人民币离岸中心。随着人民币回流机制的完善和我国资本项目自由兑换逐步放松的进程，香港金融市场又将促进“境外—境内”的资金循环，最终使香港人民币离岸金融市场逐步由内外分离型向内外一体型转变。

人民币的国际化之路对于香港市场来看，可谓意义深远。从宏观上来看，香港在境外人民币交易中的先发优势将确保其在今后的人民币国际化进程中享有最大的收益，巩固其亚洲金融中心的地位。从微观上来看，对于香港的各类金融中介机构而言，人民币国际化的开展对其业务收入具有正面影响。以商业银行为例，其收益主要来源于人民币存、贷、汇等业务收入，以及人民币金融产品发行、融资、交易等中间业务收入。

（二）香港发展成为人民币离岸中心的重要阶段

香港的人民币国际化历程可以归纳为以下几个阶段：从 2003 年 11 月至 2007 年为第一阶段，中国人民银行分别三次开放香港银行经营人民币零售业务范围，包括存款、汇款、小额兑换、信用卡和支票等，主要集中于个人消费性事务。第二阶段为 2007 年至 2009 年，内地金融机构陆续赴港发行人民币债券，并于 2007 年 7 月发行两年期 50 亿元人民币债券，令人民币存款量快速增长。第三阶段为 2009 年 6 月至 2010 年 7 月人民币跨境贸易结算试验期，内地最终与香港签署备忘录，在内地 20 个城市及近七万家企业与东盟的贸易试用人民币作为结算单位。第四阶段为 2010 年 7 月至 2011 年 8 月，中国人民银行与香港金管局签订协议，允许个人和企业通过银行自由进行人民币资金转账支付。第五阶段 2011 年 8 月以后，中央政府明确提出将香港建设成为人民币离岸中心，并提供足够的政策支持。可见，香港在人民币国际化进程中扮演着非常重要的角色。与此同时，中央利用香港担当离岸中心及推动人民币国际化，不但能维持国家金融安全，更增强香港的核心竞争力，提高香港在国际金融领域的影响力和地位，进一步稳固香港

国际金融中心的地位。

(1) 提出设想：在港建设人民币离岸中心

随着中国经济实力的增强，人民币在全球经济中的地位不断上升，关于建立人民币离岸中心的讨论也随之兴起。早在 1993 年 3 月，中国内地首开先河，允许个人游客每次可携带不超过 6000 元人民币出入境，随后，香港市场开始流通人民币。10 年后，2003 年 11 月，央行宣布同意相关银行在香港办理存款、兑换、汇款及银行卡四类个人人民币业务。设立人民币离岸中心这个议题较早是在 2002 年钟伟的《略论香港作为人民币离岸中心的设想》和 2003 年巴曙松的《香港能成为人民币离岸中心吗》中提出的。然而就在“人民币离岸中心”这个话题在香港闹得沸沸扬扬的时候，2003 年 9 月 18 日，周小川首次以中国人民银行行长身份到港，并表示人民币离岸中心的问题应该押后。同时，中国人民银行货币政策委员会委员、社科院金融研究所所长李扬也公开表示，当时在香港建立人民币离岸中心的条件不成熟，在香港人民币一年的流量有 700 亿元左右，但存量不过 20 亿元，应考虑在香港建立人民币的结算体系。

(2) 第一步：在港开办个人人民币业务

2003 年 6 月 29 日，内地与香港特别行政区代表达成《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）。同时中央政府同意，在将来具备开办人民币离岸业务条件时，同意优先考虑在香港开放。随后，中国人民银行发布了《中国人民银行公告》[2003]第 16 号，宣布于 2004 年起在香港银行试办理个人人民币业务，其范围包括人民币存款、兑换、汇款和银行卡四类。2003 年 11 月 19 日，中国人民银行和香港金管局负责人在北京签署合作备忘录，以配合香港开办个人人民币业务。随后，中银香港被选为清算银行，香港银行正式开办个人人民币业务。对此，香港有媒体的社评标题则称为“人民币一小步，金融中心一大步”。权威人士指出，在港开办个人人民币业务，并不等于在港设立人民币离岸金融中心。但这项业务的开办，却是香港建立人民币离岸金融中心迈出的重要一步。这一重大举措不仅开启了内地与香港之间人民币通过银行体系流动的新渠道，也将越来越多的在港流通的人民币纳入“体内循环”。此举开了两地货币合作之先河，先从个人业务做起，逐步建立起人民币结算中心和合理的回流渠道，这样将使在港人民币正规化与制度化，最终为在港建立人民币离岸中心奠定基础。因此，从个人业务到结算中心再到离岸中心，这是一个市场形成的客观过程，是货币量发展到

足够大程度后的必然结果。

(3) 第二步：在港发行人民币债券

2007年1月10日，中国人民银行宣布，经国务院批准，将进一步扩大为香港银行办理人民币业务提供平盘及清算安排的范围，内地金融机构经批准可以在香港发行人民币金融债券，并且央行将为此项业务提供相应的清算安排。现阶段在港的人民币发债主体限定为境内金融机构，主要考虑评级等级高的境内政策性银行和商业银行等。央行为此已拟定了《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》。2007年6月26日，国家开发银行宣布将在香港发行约50亿元人民币债券，开创内地金融机构在境外发行人民币债券之先河。同年8月9日，中国进出口银行宣布，在香港发行总额为20亿元人民币的人民币债券。同年9月12日，中国银行宣布，在港发行30亿元人民币债券，这也是国内商业银行第一次在香港发行人民币债券。在港发行人民币债券是一个里程碑，是真正人民币离岸金融业务的起步，同时也是人民币国际化启动过程中的一个预演。香港的即时支付系统（RTGS）已经能够实现人民币、港币、美元和欧元的实时支付结算，这在全球是独一无二的。其次，这一措施将为香港的存量人民币提供更多的回流内地的渠道，同时有利于促使香港人民币业务的进一步扩大。香港居民及企业的人民币投资选择的增加也更加有助于内地和香港的经济往来。

(4) 第三步：香港进入人民币离岸市场的形成阶段通道

2010年7月19日，中国人民银行副行长胡晓炼在香港代表中国人民银行，与中银香港总裁和广北签署修订后的《香港银行人民币业务的清算协议》，与香港金管局总裁陈德霖就扩大人民币贸易结算安排，签订了补充合作备忘录。2010年8月23日，人民银行和新加坡金融管理局，签署了规模为1500亿元人民币的双边本币互换协议。从货币互换规模不断扩大，到香港人民币离岸中心驶上“高速路”，再到人民币投资回流的机制有望年内实现突破，表明人民币国际化正紧锣密鼓进入“提速期”。2010年下半年，中国人民银行推行在香港实施人民币跨境贸易结算试点，香港人民币存量资金快速升高，境外人民币市场进入快速发展阶段。在该阶段，随着境外人民币存量的飞速上升，以及境外机构被允许进入内地银行间市场，中国政府对于境外人民币市场的影响有所加强，境外人民币产品的需求也日益显现，境外人民币定价债券和结构性产品规模开始快速增长。中期而言，人民币境外使用和认受性的提高，对全球货币系统的影响深远。此前，由于

缺乏完善的离岸人民币市场，人民币的国际化进程受到一些限制。现阶段，由于持有离岸人民币的投资选择增加，将有助进一步鼓励离岸各方利用现有渠道在境外累积人民币。

2010 年 7 月 13 日，中国人民银行与中银香港签订协议，将中银香港人民币清算服务扩大到台湾。这一协议的基础是 2009 年《海峡两岸金融合作协议》。两岸同意先由商业银行等适当机构，通过适当方式办理现钞兑换，供应及回流。随后，中国人民银行与台湾方面协商确定利用香港人民币清算平台向台湾方面提供人民币现钞清算服务，并得香港金融管理局的支持。在此安排下，中国人民银行授权中银香港为台湾人民币现钞清算行，负责向台湾方面提供许可的台湾商业银行的香港分行（即现钞业务行）提供人民币现钞兑换等相关服务。台湾地区经许可的金融机构可以与这些现钞业务行的台湾总行进行人民币现钞买卖，藉此为台湾当地个人客户提供人民币现钞兑换服务。这一安排不仅提供了两岸人员往来的便利，也扩大香港人民币市场的覆盖范围，从而加强了香港的人民币市场地位。同时预示着在人民币资本项管制的情况下，香港人民币市场还有进一步扩大覆盖范围的趋势。

(5) 第四步：香港进入全面建设人民币离岸市场的通道

中共中央政治局常委、国务院副总理李克强 2011 年 8 月 17 日在香港出席国家“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛，公布一系列中央政府支持香港进一步发展、深化内地和香港经贸、金融合作等方面若干新的政策措施，其中，针对香港发展人民币离岸中心的核心政策有两条：其一，巩固和提升香港国际金融中心地位。中央将支持在内地推出港股组合，也就是以前所谓交易所交易基金，继续支持内地企业赴港上市，允许内地港资法人银行参与共同基金销售业务。内地将不断提高对港资银行开放的层次和质量，支持港资银行在广东省内以异地支行的形式合理布点、均衡布局，支持香港保险公司设立营业机构或通过参股方式进入内地市场，加强双方在保险产品研发、业务经营和运作管理等方面合作；其二，明确提出支持香港发展成为离岸人民币中心。中央将积极支持香港人民币市场发展，拓展香港与内地人民币资金循环流通渠道，把跨境人民币结算范围扩大到全国，支持香港使用人民币在境内直接投资，允许人民币境外合格投资者投资境内证券市场，起步金额为 200 亿元。将增加香港发行人民币债券的境内金融机构，允许境内企业在香港发行人民币债券，扩大境内机构在香港发行人民币债券规模。中央政府在香港发行人民币国债将作为一种长期制度安排，逐步扩大发行

规模。人民币境外合格机构投资者（即 RQFII）投资境内证券市场和支持在内地推出港股交易所交易基金（即 ETF）。人民币国际化的步骤之一就是人民币可自由兑换，港股 ETF 则是人民币资本项目下可自由兑换的重要一步。港股 ETF 允许内地投资者购买 ETF，而 RQFII 又允许香港的人民币可以回流内地，这增加了人民币双向流动的途径。这对个人来说，港股 ETF 增加了可投资的品种，扩大了投资范围，而且对交易所和券商来说也是较大的利好消息，对国家来说，这也是推进人民币资本项目下可自由兑换的重要步骤。

表 1 推进香港人民币离岸中心形成的关键阶段点和政策支持

关键阶段点	基本特征	政策支持
2003	正式开展 海外个人人民币业务	中国人民银行宣布委任中银香港为人民币清算行。 香港银行正式推出个人人民币存款、兑换、汇款及银行卡服务
2009	推出跨境贸易 人民币结算业务	中国人民银行等六部委发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》
2010	进一步开放企业人民币业务范围	香港金管局下发《香港人民币业务的监管原则及操作安排的诠释》。 中国人民银行下发《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》；中国人民银行修订《清算协议》；商务部宣布出口货物人民币贸易结算试点企业名单的增加
2011	有序推进人民币资本项下业务	2011 年 1 月 13 日中国人民银行发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》；2011 年 4 月 7 日外管局下发《关于规范跨境人民币资本项目业务操作有关问题的通知》；
2011	明确香港的人民币离岸中心定位	2011 年 8 月 17 日中国人民银行宣布有限度开放内地银行间债券市场，三类境外金融机构，包括港澳人民币结算银行、其他外资参与行及境外中央银行和货币当局，经核准后可以在内地银行同业债券市场进行交易。首次明确香港作为人民币离岸中心的地位。

专栏一：香港人民币离岸中心发展过程中的具体表现

清算机制不断发展。2003年11月18日，中国人民银行决定为在香港办理个人人民币存款、兑换、银行卡和汇款等四项业务的有关银行提供清算安排，以方便两地个人消费。并于同年12月授权中银香港作为香港个人人民币银行业务清算行，至此，开展人民币业务的前期准备工作已全部结束。2005年，人民银行进一步放宽人民币清算行的参加条件，并拓展内地发行的人民币银行卡在香港的使用范围，提高了香港居民往内地汇款和在广东使用人民币的限额以及香港银行发行的人民币银行卡的信用额度，从而进一步便利了两地居民在日常生活中对人民币的使用。在 market 需求的推动下，2010年7月19日，人民银行与中银香港签署了新修订的《香港人民币业务的清算协议》，废除了之前的多项限制，增加了人民币服务的灵活性。如企业及其他非个人客户将能够在香港银行开设人民币存款账户，而且个人和企业相互之间也将可以通过银行自由进行人民币资金的支付和转账。

此外，不断更新的清算机制为香港多项人民币离岸业务的开展，提供了技术上的支持，令香港人民币业务更具弹性，催生更多的人民币投资产品问世，最终将深化香港人民币离岸金融市场的发展程度。

结算系统投入运转，范围不断扩大。在全球金融危机导致美元汇率频繁波动的背景下，2009年4月8日，国务院顺应国内外市场和企业将人民币作为支付手段的要求，决定于2009年7月6日在上海等五个城市先行开展跨境贸易人民币结算试点工作，并于2010年6月22日宣布将试点扩大到境内的20个省区市，以及境外的所有国家和地区，试点业务范围进一步扩展为跨境货物与服务贸易以及其他经常项目。2010年7月，人民银行与香港金管局就扩大人民币贸易结算安排签订了补充合作备忘录，进而强化了香港作为跨境贸易人民币结算中心的地位。

离岸市场的初步形成促进人民币国际化。2010年6月至2011年6月间，香港人民币存款由897亿元增至5536.02亿元，年增长率达527%。香港银行体系的人民币存款在2011年上半年继续较快增长，由年初的3150亿元人民币上升至6月底的5500亿元，平均每月增加近400亿元人民币。其中，企业的人民币存款增加大约2000亿元人民币，到6月底超过3900亿元人民币，占人民币存款总额的71%，成为香港人民币存款增长的主要动力。同时，海外企业在香港银行存放的人民币存款也显著增长，从2011年初的290亿元人民币飙升140%至6月底的690亿元人民币，占有企业人民币存款的比例，也由15.8%上升到17.6%。这显示香港的离岸人民币业务平台正不断加强为全球的企业提供服务的能力。主要推动因素是人民币跨境贸易结算的增长：2011年头6个月，以跨境结算为目的的人民币汇款累计达5980亿元人民币，相当于同期香港与内地贸易量的44%。若保持相同势头，监管政策不变，可以预计离岸人民币存款将在2011年底达到1万亿元。2010年期间，人民币产品和市场得到了长足发展。点心债券表现优异。根据彭博信息的数字，2011年上半年离岸人民币债券及存款证发行约850亿元，远高于2010年全年的412亿元，其中450亿元为人民币债券，其余400亿元为人民币存款证。汇丰对香港离岸人民币业务展望，急促发展的人民币外汇市场，方便人民币在本地、离岸及跨境使用，将成为人民币国际化的加速器。具体如汇市从无到目前30亿美元日交易量；人民币期权也有2亿至3亿美元的成交量。

人民币定息市场的发展。央行从2010年年底到最近一次的加息均未撼动香港本地银行的低息水平，香港人民币定息产品市场依然十分火爆。汇丰银行目前1万元至50万元的人民币存款利率为0.495%至0.71%，而50万元或以上存款利率为0.5%至0.76%。去年开始的揽储战仍在继续，中信银行国际近期宣布，3月底推出人民币定期存款优惠，50万港元或以上可享优惠年利率最高达1.1%。而香港离岸定息产品的利率则每况愈下，不过仍难以阻挡机构赴港发债的热情。汇丰银行环球资本融资及债务资本市场总监兼香港及中国区主管邓梅君预期，2011年香港的人民币债券发行额将由去年的400亿元人民币增至逾800亿元人民币，发债体主要是内地的国企和金融机构。与此同时，大型国际机构在港发行人民币债券也更加活跃。继亚洲开发银行和世界银行后，世行辖下的国际金融公司（IFC）已于1月25日在港发行1.5亿元人民币五年期债券。人民币计价基金也正慢慢浮出水面。据不完全统计，香港至少已有10家金融机构已经或者正在准备发行人民币计价基金。同时，人民币产品的募资地也超出了香港范畴。星展银行已于2011年2

月 8 日在新加坡推出一系列人民币投资产品。此外，人民币业务也已突破证券领域。香港金银业贸易场理事长张德熙日前表示，2011 年年 3 月至 4 月或会推出人民币报价及结算的黄金公斤条交易。

以 2010 年 7 月《香港银行人民币业务的清算协议》的签署为起点，随着香港人民币存量的急速增加，香港各项人民币业务正迅速展开。香港的人民币离岸市场正与中央政策、中国资本账户的开放及人民币国际化进程互相配合、渐进发展，呈现出市场多元化、产品创新化和投资方式多样化的特点。人民币国际化步伐加快。2011 年年初，中国人民银行以央行第 1 号公告的方式，发布《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，拉开了人民币国际化政策新年进一步开放的序幕。此举意义在于进一步推动中国企业走出去，加快人民币国际化步伐，并改善国际收支平衡，减缓通货膨胀压力。今后将有更多有关资本账户自由化及人民币国际化的政策陆续出台。自 2010 年 7 月起，香港人民币存款大幅上升。根据香港金融管理局数据，香港人民币存款在去年底达到 3149 亿元人民币。机构预测，未来三至四年内，人民币存款有望达到 2 万亿元。随着未来人民币计价新股等产品推出，人民币有望于 5 年内基本实现自由兑换。根据汇丰中小企业信心调查报告，目前 37% 的香港中小企业已经以人民币结算跨境贸易，预期今年内该比例会增至 50%。另外，目前有四分之三的中小企业已经或打算持有人民币存款。人民币流通量不足是软肋。不过，目前香港人民币仍处于流通量不足的情况，限制了人民币计价股票等高收益产品在港推出。对此，港交所于 2011 年初提出筹建“资金池”，由港交所自行担任资金池管理人，通过向银行取得最少数十亿元人民币信贷额度，为买卖人民币计价股票的投资者兑换所需资金。与此同时，香港金管局已于本周一允许银行开设人民币本票业务，投资者除了可通过本票认购人民币新股外，也可以用来作为购入其他人民币产品的工具。首批以人民币计价的股份将以房地产信托基金为主，虽然此类产品的价格波幅有限，未必符合市场对高收益的需求，但相较于债券，流动性已显着增加。据了解，作为主承销商的中信证券、中银国际及汇丰已初步接触基金公司，并表示可开设人民币证券户口。香港中央证券登记处则于近期宣布，计划首创以“双币及双股制”形式，推出 IPO，即约一半金额以人民币集资，另一半用港元，分两种货币计价交易。

2011 年 8 月 17 日，财政部在港启动发行 200 亿元人民币的国债。这是财政部第三次在香港发行人民币债券，且规模远超 2009 年和 2010 年在港发行的 60 亿元和 80 亿元人民币国债。财政部副长李勇指出，此举体现了中央政府对香港巩固和提升国际金融中心地位的支持，也是适应香港人民币市场发展的需要。因出口增长降温，香港经济第二季度萎缩 0.5%。同时，香港今年也失去了全球最大 IPO 中心的地位，据彭博数据显示，香港市场今年 IPO 共筹资 150 亿美元，远低于美国 360 亿美元的 IPO 规模。扩大人民币交易一方面有助于香港经济和资本市场的恢复，另一方面也有助于中国提高人民币的国际地位、减轻对美元的依赖，及力求扩大人民币在全球的应用。香港恒生管理学院商学院院长苏伟文表示，中国正在加快人民币国际化步伐。中国希望人民币最终能成为新的锚货币之一，这样中国受美元日益波动和下跌的影响就会减少，而香港将继续成为中国资本账户开放和货币国际化的试验场。国家外管局于 2007 年 8 月份曾出台《关于开展境内个人直接投资境外证券市场试点的批复》，宣布了“港股直通车”计划，引起各方极

大关注，并推动恒生指数在同年 10 月份创下纪录高点。但该批复在 2010 年 1 月份失效，“港股直通车”计划也宣告搁浅。

2011 年，港交所与香港证监会正积极为企业发行上市以人民币定价做准备，主要细节由证监会决定，但有关清算协议的操作细则，则需要向金管局及中国人民银行请示。一旦新股上市以后，人民币计价的认股证或将随之推出。瑞信香港认股证及牛熊证销售主管何启聪表示，今年人民币衍生品推出的概率为三成。他说，新股上市后，港交所普遍需三个月观察该股的成交及流通量是否稳定，才会纳入可发行认股证名单，故预期上半年人民币计价认股证获批发行的机会不大。

一系列标志性事件的时间表：

——中国 2005 年开闸首只境外机构在中国境内发行人民币计价债券，名为“熊猫债券”；如今在香港发行的人民币债券，又被港人昵称“点心债券”。

——2010 年 8 月，中资券商海通证券香港分公司在香港推出了境外首只人民币公募基金“海通环球人民币收益基金”；2011 年 3 月，港交所宣布人民币计价证券产品的系统准备就绪，并创造性地提出了人民币资金池构想；

——2011 年 4 月 19 日，香港第一只以人民币计价的证券产品 汇贤房地产信托基金（以下称“汇贤 REITs”），今日正式在港交所挂牌交易。汇贤 REITs 此次在香港市场成功募集资金 104.8 亿元人民币，被很多香港金融界人士认为具有“里程碑”意义。至此，香港的人民币产品已经覆盖“定息产品、基金产品、IPO 产品”三个方面，基本建立了人民币离岸市场的产品体系。香港的人民币产品发展的“定息产品、基金产品、IPO 产品”三个阶段，现在已经走到了第三步。汇贤 REITs 的上市，一定程度上意味着香港离岸人民币市场已初具雏形。

——2011 年 8 月中旬，美欧债务危机引发金融市场新动荡之际，中国财政部将在香港发行 200 亿元人民币国债，此举有利于进一步加快人民币国际化步伐。美国债务危机所引发的“多米诺骨牌”效应，正在世界范围内迅速扩散。曾被认为是“安全天堂”的美债在历史上首次遭到降级，美元信誉受到了前所未有的质疑。美债危机的确给中国的美元资产带来巨大风险，但另一方面，疲软的美元也使人民币增强了吸引力。今后 10 年，美国政府将面临持续的减赤历程，对美元而言，或将是日渐衰败的 10 年；对人民币而言，却是日益强大的 10 年。在这 10 年战略机遇期内，中国可按照自己的既定节奏推进人民币国际化进程。

——2011 年 8 月 19 日，享有国际高信誉评级的全球连锁餐饮巨头麦当劳宣布在香港发行人民币债券，成为首家在港发行人民币债券的外企，进一步增加人民币产品的境外知名度。此举表明香港的人民币市场已经超越了贸易结算计划，现在已为离岸人民币回流至本土提供一个正式的资金流动渠道。

专栏二：RQFII 拓宽境外人民币回流渠道

RQFII的全称为“RMB Qualified Foreign Institutional Investors”，即人民币合格境外投资者，有“小QFII”之称。2010年6月以来市场即不断风传RQFII将推出。2011年17日，国务院副总理李克强表示，允许以人民币境外合格机构投资者方式投资境内证券市场，起步金额为200亿元。至此，关于小QFII传言终于被证实。根据香港金融管理局披露的数据，截至2011年6月底，香港银行体系截至6月底的人民币存款总计达人民币5500亿元。然而，囿于投资渠道的匮乏，这些离岸人民币很多只能躺在香港的银行里拿很低的利息或者购买低利率的人民币债券。而现在，RQFII的推出无异于增加了离岸人民币的投资渠道。方正证券宏观策略首席分析师汤云飞就表示，RQFII的重要意义在于建立了境外人民币的回流机制，这为人民币资本账户全面可兑换打下了基础。另外，很多两地同时上市公司的A股价格相对于H股价格有相当的折价，也很有可能因为两地证券市场的互通而逐渐缩小乃至消失。股票所包含的每股价值应该是相同的。RQFII的推出和即将到来的港股ETF之间会使得未来‘A+H’股的差价不太明显，套利机会逐渐消失。港股ETF和RQFII也将给交易的中间商——证券公司带来一定的收益。南方基金的一位股票分析师称，在内地和香港都有分支机构的券商股明显将从中受益，比如招商、中信、海通、国泰君安、申银万国等。然而，200亿元的起步金额也大大限制了RQFII对内地市场的影响。宣布消息后的两天的沪深股指和恒生指数的波动并不是很大，这也说明了该问题。

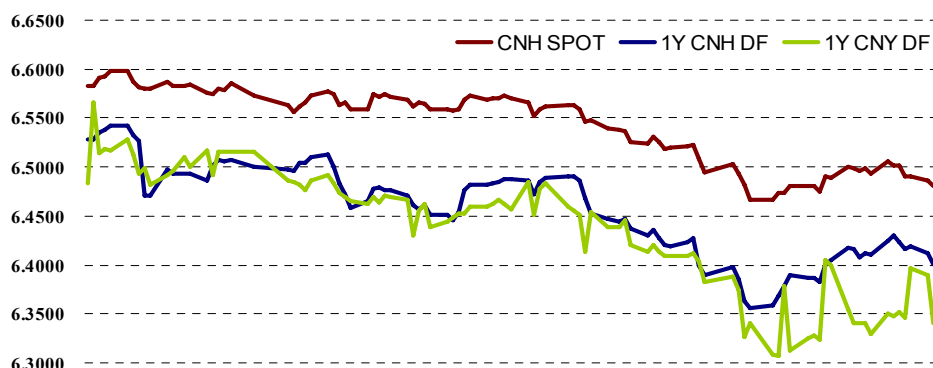


图1 香港人民币远期和近期贴水率比较图

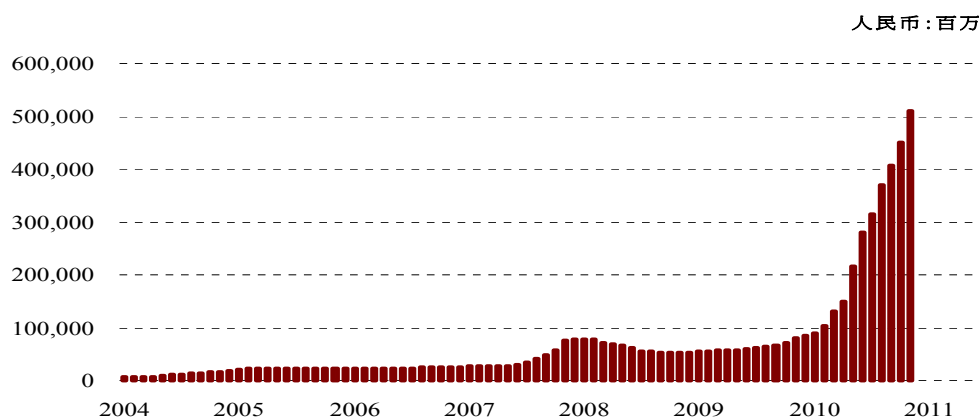


图2 香港人民币远期交易情况（CNH NDF）

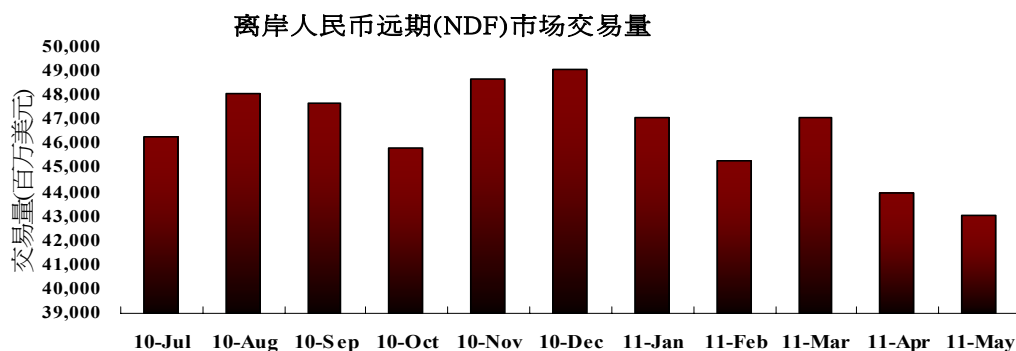


图3 NDF 市场交易量

(三) 进一步发展香港人民币离岸市场近期所面临的问题

(1) 人民币存款规模有待提升。香港人民币离岸市场的存量仍相对有限。截至2010年底，香港人民币存款不及中国境内总存款数的1%，仅占香港当地存款总量的5.38%、外币存款总量的13.13%，难以支撑大规模的以人民币计价的IPO。而美元目前在香港的存款基础中占比大概是25%（约2万亿人民币），可见，香港距建立成熟的人民币离岸市场还有一定的差距，仍需不断提升在港的人民币规模。同时，香港人民币存款利率较低（中银香港给予香港各银行的人民币存款息口为0.629%），而国内金融机构的一年期存款基准利率目前为3.25%，导致香港银行未能提供比在岸市场优惠的存款利息，投资者因此不能获得很好的投资回报，不利于人民币存量的增加。

(2) 人民币债券市场尚需完善。目前离岸人民币债券业务仍存在以下不足：一是相对于香港市场投资者的需求来说，目前离岸人民币债券发行规模有限，许多投资者反映很难买到这些债券，这一点也可从人民币离岸债券经常被多倍超额认购的现象中体现出来；二是人民币离岸债券的期限跨度存在很大局限，截至2011年一季度末，在已发行的74只债券中，两年期和三年期债券占81%，其中，半年期债券只有1只，10年期债券只有两只，这种现象导致市场未能形成一个完整的收益曲线，机构投资者因此也很难构建理想的投资组合；三是投资者买完债券后，很少重新到二级市场再参与买卖，人民币债券二级市场流动性较差；四是合成债券作为点心债券的替代产品，收益率较点心债券要高，目前发行速度和规模有赶超点心债券之势，这可能会在一定程度上挤压点心债券市场。

(3) 人民币离岸产品的开发仍处于探索阶段。在中国资本账户尚未完全放开的背景下，随着香港人民币流通规模的不断扩大，境外人民币持有者为了追求收益，对人民币离岸产品的需求逐渐增加，从而迫使离岸市场推出了一系列人民币

投资产品。目前，除点心债券外，香港市场的其他人民币离岸产品也在有序推进，已发展了定期存单（Certificates of deposit）、结构性存款（Structured deposits）、保险产品（Insurance products）、投资基金（Investment funds）和人民币REITS等产品。但不管从产品种类还是产品的发行规模来看，以人民币计价或结算的投资产品还处于初步探索阶段，这在一定程度上降低了香港吸引人民币留存的动力，不利于拓展香港人民币离岸市场的深度。

（4）利率掉期风险管理困难。虽然离岸市场利率掉期的价格乃取决市场交易状况，但由于人民币各项利率变化的历史数据较短，没有可以依据的利率曲线，且现时各银行的基准利率仍以人行利率作为参考与定价，故难以有效预测或模拟将来的利率趋势不利于 IRS\CIRS 等对冲工具的定价，增加了利率风险管理难度。

（5）投资产品的种类和供应量受到限制。在人民币业务开放初期，金融机构蜂拥推出各种各样的人民币或与人民币挂钩的金融产品，包括基金、保险和汇率、利率、信用产品等等；虽然产品品种看上去相当丰富，但是大部分产品在市场上的交易量非常有限，原因主要是香港（海外）人民币资金池的规模和在衍生产品流动性有限，除传统的人民币非交割远期（NDF）和即期兑换外，其他的互换、期权等产品交易并不活跃、仍处于推广阶段，供求关系某种程度上的不活跃造成市场价格偏差和扭曲。

（6）人民币债二级市场交易尚不活跃。参与一级市场申购获得人民币债券配售的客户一般都倾向持有至到期日，因此目前人民币债二级市场不太活跃，交易深度与广度皆不足，整体市场仍未成熟。

（7）资金回流渠道有限，离岸市场投资渠道匮乏。香港人民币债券发行量已过千亿，但资金回流受限制而离岸市场又欠缺投资渠道，各方都希望能进一步优化人民币资金回流的管道，包括人民币小QFII和用人民币对内地直接投资试点的进一步放宽，以及内地企业来港进行人民币发债集资等等。

三、香港和上海在人民币国际化过程中作用和地位的比较

（一）人民币国际化进程中在岸市场和离岸市场关系的探讨与争论

2009年4月，国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，《意见》明确提出，到2020年，基本将上海建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。这

必然涉及上海和香港在人民币国际化过程中的定位和协调关系问题。

在人民币还未能完全自由兑换和资本项目还有限制的情况下，人民币在岸市场和离岸市场是有分隔的，但这分隔不可能是绝对的。在岸市场必须要与离岸市场相联系，既要有有序流出安排，亦需有良性回流机制，才可以逐步实现人民币国际化的目标。就目前来说，在岸和离岸市场是靠三座桥梁来联系的：

第一，贸易项目。基本上中国的对外贸易，包括货品和服务，都可以选择以人民币结算和自由跨境流进流出。正如上文所述，现阶段是流出比流入为多，这为人民币离岸市场的形成提供所需头寸和流动性。虽然这座贸易项下的桥梁还可以进一步扩大和改善，但桥梁已经是非常宽阔，可以为中国持续增长的贸易提供以人民币结算的畅通渠道。

第二，直接投资。在目前的资本账户下，外商直接投资内地是有管制和需要审批的。过去外商在汇入美元或其他外币需要得到外汇局批准后，才可结汇，换取人民币去支付各种费用。同样地，内地企业要到海外直接投资，亦只能以外汇作为支付手段。自今年1月开始，中国央行公布了新的办法，内地企业可以将人民币从境内汇出，作为海外直接投资之用。至于外商欲要以人民币直接投资内地，目前则需个案审批。最近有多个发债体，便在香港发行人民币债券来融资，然后将筹集所得的人民币，汇进内地支付直接投资项目，从而省却结汇的程序和兑换成本，更可以降低所要承受的汇率风险。直接投资这座桥梁现在还在修建阶段：内地人民币赴海外直接投资这一段是建好了，但外商到内地直接投资这一段还未完全建好。中国央行表示与有关部委正在制定一套新的管理办法，希望年内可以出台。这将会大大提升外商以自身或借来的人民币到内地直接投资的热情。这是一项离岸人民币回流机制的重要建设，既可促进外商直接投资，服务实体经济，又可以减少外资进入内地时对外汇储备增加造成的压力。

第三，金融市场。内地资本市场与国际市场的连接是国家资本账户管制逐步开放的一项重要举措，需要小心从事、循序渐进。目前国际金融市场存在很多不平衡和不稳定因素，某地的金融危机很容易通过国际金融市场被放大和传导到全球各地，资金大进大出，对全球的金融稳定都可能构成威胁。但资本账户要开放，便不可能同国际金融市场完全隔离。流到离岸市场的人民币资金不可能全部以贸易或直接投资回流到内地，而主要保值和增值的市场都还是在内地。所以在风险可控的情况下，逐步和有序地建立在岸和离岸人民币金融市场的联系是必要的。目前央行已批准了三类境外机构（包括境外的货币管理当局、人民币业务参加行

和清算行)进入内地的人民币银行间债券市场。另外,以“人民币合格境外机构投资者”(人民币 QFII)的方式,让离岸的人民币资金进入内地股票和债券市场的提案已获批准。

人民币在岸市场和离岸市场既要有分隔,又要有联系。连接两个市场的桥梁需要随着中国外贸和投资的快速发展而得到巩固和拓宽;但同时也需要从实践中吸取经验,作出适时的调整,在循序渐进、风险可控的前提下服务实体经济,配合人民币迈向自由兑换和资本账户逐步开放的政策步伐。当连接在岸和离岸市场的桥梁变得越来越宽阔和稳固时,资金届时大致可以在两个市场自由进出,那时人民币已基本上达到可自由兑换和资本账户开放的水平。届时离岸和在岸市场的分割便没有太大意义,因为两个市场基本上都已经是相通,两个市场的价格亦会大致归于一致。

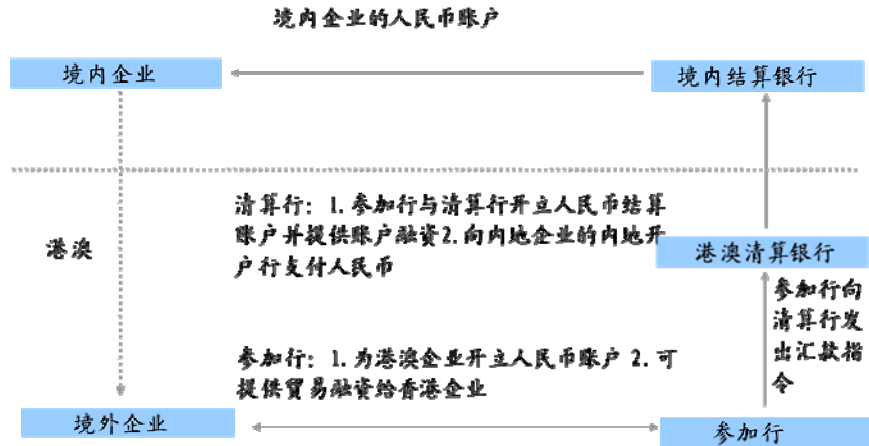
要将香港和上海建设为国际金融中心,必须正确处理上海、香港在不同发展阶段的关系。总体来看,随着内地金融发展和对外开放的深化,上海和香港的关系既有竞争、某些领域相互替代的一面,正如温总理明确指出的,内地、香港金融市场存在互助、互补和互动关系。对此,总体的认识是:首先,上海的发展对香港有一定冲击。随着内地金融管制的逐步放开,上海将以内地庞大的经济和金融市场为依托,强化其人民币金融交易中心的地位。各种金融产品在上海上市、交易,香港在国有企业海外上市筹资等方面的作用将会有所弱化。其次,上海金融中心的建设对香港有促进作用。随着内地金融市场的发展和中资金融机构的成长壮大,越来越多的机构和资金需要“走出去”,参与全球资源配置,获取高收益,分散风险。香港与国际市场联系紧密,同时较熟悉内地金融运作,必然在内地资金对外投资中发挥不可替代的作用。再次,在“一国两制”框架内,保持香港繁荣稳定和国际金融中心地位,特别是稳步发展人民币离岸市场,对内地金融改革开放和上海金融中心建设将有重要借鉴和引导作用。最后,即使上海已成为重要的国际金融中心,香港也可凭借自身独特优势,与上海形成某种分工,成为亚洲和国际财富管理中心等。从美国情况看,纽约是最重要的金融中心,但芝加哥、波士顿等也是重要的金融中心,在衍生品交易、基金管理等方面的地位难以替代。

(二) 人民币跨境贸易结算: 香港模式和上海模式的比较

首先,考虑到中国人民银行国际化发端于跨境贸易服务,今后贸易服务仍将是人民币国际化过程中的一个重要内涵,我们来比较当前阶段人民币跨境贸易结算

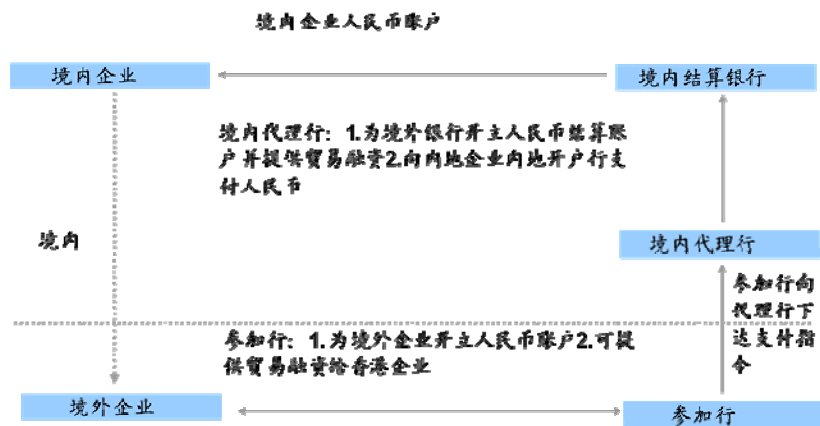
的两种不同模式——香港模式和上海模式的不同特征（曹远征，2010）。

（1）香港模式（港澳模式）^①



香港模式继续发展的方向可以概括为：人民币流出按现有机制多渠道流出，并通过经常项下多渠道流回；如果需要从资本项目下回流，则必须通过香港。具体来看可涵括：非居民持有人民币头寸，如同多余的流量，需要蓄积。蓄积以调节为要。径流可以多条，但蓄积调节只能一个闸门。依此，国际收支资本项下的管制就如同水库大坝，香港金融市场因大坝而成为人民币头寸的水库，中国人民银行和香港金管局为闸门的管理人。2011 年中国财政部 60 亿人民币债券发行，被视为是这一架构的新进展。它为香港人民币债券市场建立了基准(Benchmark)。

（2）上海模式



自人民币跨境贸易结算试点两年年来，上述两种模式出现一些新特点：上海方式和香港方式的进展不平衡，进口使用和出口使用进展不平衡。进口方向上使用人民币结算易于并大于出口方向。从已有统计看，上海方式进口人民币结算

^① 香港模式和上海模式以及图 4 的构思来自曹远征的“人民币的国际化以及香港与内地的金融联系”的讲话稿。

比例为 93%，远远大于出口，其中广东是主要发生地。在境外，香港和新加坡是接受人民币结算的主要地区。在人民币实际收付的发生额中，两地合计占 88%。其中香港又是主要发生地。由上，人民币进口结算大于出口，意味着人民币流出大于流入，境外人民币长头寸，新加坡和香港是境外人民币收付地，意味着这两地有人民币长头寸安排机制，即人民币资本市场，其中香港人民币资本市场又是重心。

其次，进一步，从金融市场的完备程度、发展水平和规模、聚集程度、人才配套、开放度、法律监管体系、所依托的实体经济范围等这些方面进行比较，可以看出，在当前阶段上海和香港在人民币国际化中所起作用 and 各自作为人民币服务的金融中心定位的差异。

表 2 香港和上海发展金融中心优势的比较

比较内容	香港基本情况	上海基本情况	发展程度比较	
			香港	上海
金融发展程度	国际银行中心，世界三大黄金交易市场之一，第五大外汇交易中心，期货市场主要为衍生品交易，交易量排名亚洲第二，香港新股融资额排名世界第一，亚洲第二大基金管理中心，货币可自由兑换，债券市场主要服务本地企业，以及为稳定联系汇率的外汇基金票据。	全国的货币、证券、黄金、期货、外汇五大金融交易市场已落户	高	低
金融发展水平	股票、黄金、外汇市场处于领先地位，期货和债券市场基础较好，有巨大发展空间。	只有股票和商品期货的部分品种较有影响，其他处于初级起步阶段。	高	低
金融聚集程度	全球主要金融机构在港设有机构	国内主要金融机构集中在上海，部分国际金融机构在沪设有分支机构。	高	较高
金融人才配套	全球拥有最多类别的经纪行和各类金融人才	现有 64 个门类，高级复合型金融人才不多	高	较高
对外市场开放程度	完全开放	基本未对外开放	高	低
法律监管体系	完善的金融司法体系和独立管辖权	法律体系不完善，不独立，未与国际接轨	高	低
所依托的实体经济范围	珠三角地区及相关延伸地区	全国	小	大

注：表2的信息来源于且借鉴了郑磊《香港与上海的纠结：人民币国际化语境下的思考》一文中的思路。

从表2可以看到，虽然上海的金融业态在大陆明显处于领先地位，具有比较优势，但相对香港所具有的国际资源而言，不在同一层次。上海只是初具金融中

心城市的雏形。在国家政策的大力支持下，上海有可能在较短的时间提升金融市场的完备程度、规模以及聚集度，但开放度和法律体系这两项受到人民币国际化限制以及改革进程的影响，可能在2020年之前都无法赶上香港。换言之，香港的优势正在于货币自由兑换和与国际接轨的金融软环境。这两种优势如果能合作共享，是可以实现共赢的。在对境外公司上市的吸引力方面，上海不亚于香港，但是否会对后者形成威胁，视国际板的规模和推进速度而定，这方面不仅要考虑证券市场容量，还需要关注政治层面的影响，具有较大的不确定性。未来可能出现的情况是，少量外资企业会在A股上市，更多的则是我国在境外上市公司的回归。要成为国际金融中心，对上海而言，最有效和最有利的途径是推动国内资本市场的发展。国际因素虽然不可或缺，但在资本项目未开放的情况下，奢谈国际化是没有实际意义的。上海首先要将人民币产品“做大做强”，大力发展人民币股票、债券和金融衍生品市场，完善和规范市场各方面建设。与其弃长就短地与香港争夺市场份额，造成两个市场都不能正常发展，不如把力量放在自己的优势方面，提高资本市场效率，通过渐进的人民币国际化来实现向国际金融中心的转变。上海应该通过合作和学习，提升管理素质，培养金融高端人才，打造软环境，实现与香港共同发展。香港提升自身竞争力的突破口是健全期货交易市场，发展商品期货交易，通过人民币离岸结算业务和人民币债券业务提升债券市场地位和规模，股票市场进一步加强对海外公司来港融资的吸引力，并打造财富管理中心。得益于国内经济巨大体量和速度，上海的股票市场规模有望扩大并在短期内领先香港，商品期货方面有继续发展的空间，债券和金融期货市场的扩大取决于政策因素。因为资本项目未开放和人民币不可自由兑换，外汇和货币市场基本无法发展，商品期货也暂时无法对外开放。上海在推进国际金融中心建设过程中，障碍在于所有金融审批权集中在北京，这就使得上海仍主要面向国内投资者，对外开放需要一个较长的过程，对外交易规模无法在很短时间内大幅提高。

香港和上海在未来5年中的发展重点存在错位，并不是完全的竞争和替代关系。在中短期内，香港的直接竞争对手是亚洲的其他几个国际金融城市。与上海的竞争主要表现在争取内地上市公司资源和人民币离岸结算规模。例如，上海的商品期货市场目前主要是非贵金属和A股指期货，未来还可以大力发展能源期货，香港则在黄金交易方面较有优势，两个市场可以错位发展，以共同应对新加坡的黄金和能源期货市场。上海开办国际板，其规模和吸引力在中短期对香港没有影响，不会形成利益冲突。在资本管制的现实下，协助国内企业获取国际资金对上

海而言仍是艰巨的挑战。上海需要获得许可，考虑到亚太其他金融中心在能力、网络及声誉方面的巨大优势，短期内完成这一任务可能性不大，而且代价太大。香港有完善的多币种结算体系和证券市场管理制度，可以继续担当国内企业的境外融资平台的角色，并做大债券市场和期货市场，共同为境内富裕个人提供财富管理服务。在资本项目未开放之前，香港还可以成为人民币投资产品的境外销售平台。因此，香港在5年之内不仅不会受到上海的冲击，而且有发展壮大市场范围和规模的机会。香港所需要的是向中央政府争取获得各种特殊的政策支持，如允许内地机构和投资者参与香港资本市场投资，逐步放开内地机构来港发行人民币债，增大在港发行国债的规模等。

（三）人民币国际化进程中上海与香港的新型分工和定位关系

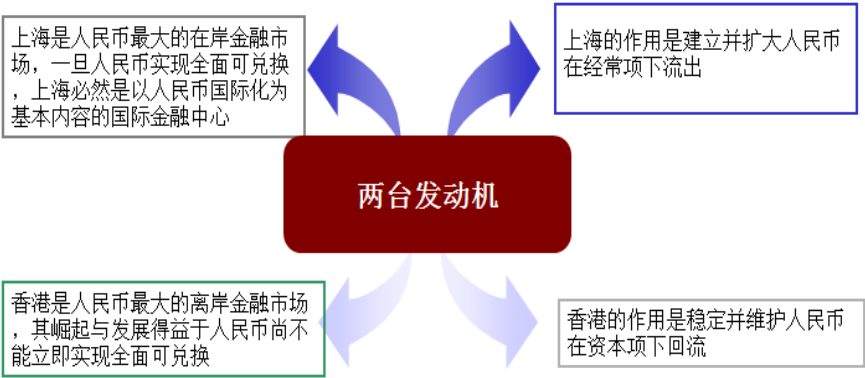


图 4 香港和上海在人民币国际化中的分工关系

迄今为止，无论香港还是上海，离真正意义上的国际金融中心还存在相当距离。但是，在这路线图的引导下，可以设想上海国际金融中心建设与香港国际金融中心建设的新型定位关系。我们认为，在资本账户没有达到完全开放的期间内，上海可定位为在岸型国际金融中心，香港可定位为离岸型国际金融中心。二者的基本功能的分工和定位如下：

上海作为中国的在岸型国际金融中心应具有以下基本特征和功能：1）在岸的国际资本市场规模应足够庞大并具有高成长性，以支撑人民币作为国际储备货币海外流通规模的扩张。2）建有以国债市场为核心的人民币国际债券市场。可以满足各国中央银行和金融机构的储备管理需要，生成市场化的人民币基准利率，并为中央银行提供货币政策操作与调控的场所。3）是以交易所为核心，由各类金融市场构成的综合型国际金融中心，能够为各国中央银行和国际投资者提供充分的资产流动性或交易变现的便利，而不仅仅是银行服务或财富管理的功能

单一的金融中心。4) 兼具人民币全球清算中心的功能。具有人民币储备资产的各国中央银行、从事人民币结算业务的国际大银行和二级清算银行，必须在此具有人民币存款账户作最终的清算，这些账户的资金必须能够就近进行资产组合投资和即时变现，在安全性和流动性得到保证的基础上以实现收益的最大化。5) 与国内金融中心合二为一，其2/3 以上的金融交易活动属于国内业务。

香港作为离岸国际金融中心或全球金融中心必须具备以下基本特征或功能：

1) 能为亚洲乃至全球的国际贸易和投资提供综合的金融服务。2) 其金融中介服务与资本配置功能的辐射范围将全面覆盖大部分亚洲地区，既包括东南亚也包括东北亚，并实现与美欧国际金融市场的一体化。3) 人民币作为亚洲国际金融市场最重要的计价、交易、支付和结算的货币，在全球范围内具有重要的定价权或价格影响力。而且，作为在岸型国际金融中心的上海和离岸国际金融中心的香港可以在以下方面进行密切的分工合作。具体而言可分以下几个战略步骤：1) 中央政府统一规划，加快国内的市场经济基础性制度的建设，推进以放松管制为主要特征的金融转型（即金融体制的市场化改革和金融服务业的对外开放），促进上海金融市场体系的现代化和国际化水平的提高。2) 在中央政府的支持下，香港实现从为内地提供涉外投融资服务向为东南亚国家的发展提供综合金融服务的功能转换，建成整个东南亚的离岸金融中心。3) 通过内地与香港互设金融机构等商业存在的间接开放形式，强化沪港金融中心建设中的优势互补作用，促进两地金融中心发展水平和制度环境的趋同，为两个金融中心最终联网和分工协作融合创造必要的条件。4) 在人民币资本项上完全可兑换后，实现香港货币制度与人民币的并轨。通过金融市场基础设施的联接和交易市场的联网，推进两地金融中心的一体化，并最终建成中国一体两翼的全球金融中心。

专栏三： 香港和上海在人民币国际化发展过程中关系和问题的讨论

2011年3月份，上海获国务院批准《关于率先形成服务经济为主的产业结构，加快推进上海国际金融中心和国际航运中心建设的意见》（简称“双中心”方案），向国内的金融中心城市潜在竞争者，包括香港在内，发出了事实上的信号。在一方面务实谋求为长三角服务的同时，上海并没有停止向中央要说法的步伐，并且最终如愿。上海之前定位为国际经济、金融、贸易和航运四个中心建设，除了国际金融中心是一直被强调的目标外，何以在剩下的“国际经济、贸易、航运”中心中挑出“航运”中心与国际金融中心并列申请中央支持呢？这更多体现了某种务实的态度。在上海建成洋山港之后，货物的吞吐量已经位居世界第一，这使得上海已经在事实上成为一个国际航运中心。让中央追认一个既成事实，比要求中央给予政策支持，一定要容易很多。另外，国际航运中心城市的身份，也意味着对贸易结算的要求将会大大增强，而贸易结算将会成为人民

币迈向国际化的第一步。但如果上海径直强调要建设国际贸易中心，就相当于提出要将上海建设成为人民币金融中心。而这方面要面临的压力明显大于承认一个已经变成事实的国际航运中心。上海要想摘得人民币金融中心的桂冠，最大的竞争对手是香港。在国务院通过上海的双中心方案后，香港财政司司长曾俊华在2011年3月26日的回应中表示，中央不时强调要巩固香港作为国际金融中心地位，加上不同区域需要不同的服务，国家有一至两个城市作为国际金融中心，并不算多。如果我们审视美国的经验，就不难发现一个幅员辽阔的国家，拥有两个国际金融中心并不为过，但问题是两个中心之间的定位是极其清楚的。例如芝加哥以期货交易著称，而纽约的华尔街以股票市场扬名。

但上海和香港在谁会成为人民币金融中心的问题上，角色定位并不清楚。尽管双方都小心翼翼避免出现政治上的争议，在事实上却形成了对人民币金融中心的竞争。方星海在《金融改革与开放》一书中谈到上海建设国际金融中心的途径，他认为可以分两步走：首先确认上海作为人民币金融中心，即所有重要的以人民币计价、交易、结算的金融产品和服务主要在上海成交和发生；其次等待人民币全面可以自由兑换的时刻，那时候上海成为国际金融中心不过是水到渠成的事情。而目前来看，上海继香港之后也加入了人民币结算试点城市。香港具有成熟市场的优势，但其与上海的定位区分将是在同一类型的中心上做得更加高端，而不是一个差别定位的中心，这可能会在将来使双方的竞争趋向激烈。尤其是在争取中央支持方面的竞争将会更加明显。尽管理性的选择是上海与香港联手，不仅向中央要政策，也和新加坡、东京等亚太地区的金融中心竞争来自全球的资源，成为亚太区首屈一指的金融中心；但事实上，合作的渠道并不多。因为双方提供的服务同质化的程度要远远高于异质化的程度，加上地方政府之间的竞争，使得合作的空间进一步收窄。

上海金融与法律研究院最近的一份报告指出两地可以在金融安全机制方面加强合作，但在金融产品和服务方面，两地的竞争恐怕不可避免。谁将成为人民币金融中心恐怕是一个不得不面对的问题。对于上海来说，其货物的吞吐量早已超过香港，并且位居世界第一。当然贸易结算对于金融中心而言，其实并不是一个最重要的问题，并且贸易结算所占的量很小，而且货物的交割可以在其他地方完成。换言之，在香港进行贸易结算，但货币贸易在上海进行，是可行的。从这个意义上来说，即便上海取代香港，成为世界的航运中心，也并不能说明其一定会顺理成章成为国际金融中心。因为对于人民币国际金融中心而言，最重要的是人民币的功能得到切实的体现，而不仅仅是贸易结算。事实上，人民币结算最重要的是结算金融产品和金融服务，还包括对金融产品和服务进行人民币计价和交易。香港在人民币贸易结算方面优于上海的是其先行起步，并且市场本身发展较为成熟。但其局限同样明显，在上海没有发展之前，贸易结算通过香港是因为香港本身所处的窗口地位造成的。而当上海发展之后，对香港的转口贸易作用以及窗口地位都形成极大的挑战。而目前人民币自由化还处于受限阶段，单纯的人民币贸易结算也许并不能表明香港和上海谁将赢得人民币金融中心的竞赛。

如果人民币资本账户开放迅速，上海准备不够充分，香港更有希望成为全球金融中心；如果人民币资本账户开放缓慢，那么，上海更有希望成为全球金融中心。也就是说人民币自由化的进程将会影响到人民币金融中心最终花落谁家的结果。上海也已经获得

人民币贸易结算的试点资格，而且早在2006年11月出台的《上海国际金融中心建设“十一五”规划》中，上海市就已提出要“积极争取人民币用于国际结算试点和设立小额外币兑换机构试点”，“在未来五年内将研究人民币在周边国家流通和被周边国家作为储备货币的趋势，探索发展全球人民币回笼、管理业务”，“要研究国内外币清算体系建设，推动中国外汇交易中心建立清算所”，“使上海逐步发展成为人民币金融产品创新、交易、定价和结算中心”等。

而上海的小额外币兑换机构试点已在2008年8月实现。在2008年8月初《中华人民共和国外汇管理条例》修订后，国家外汇管理局批准个人本外币兑换特许业务在北京和上海进行试点。上海张江艾西益外币兑换公司被允许在规定的年度总额内办理境内个人结售汇业务和境外个人结汇业务，并可为境外个人办理每人每日累计不超过等值500美元（境内关外网点限额为1000美元）的人民币兑出外币现钞的业务。尽管这是很小的一步，但上海正在努力按照规划的路线图稳步前进。创新精神很重要，但务实的作风同样不容忽视。对于谁将成为人民币金融中心，也许目前还难以给出明确的答案，但一方面坚持创新，另一方面务实推进，不管对香港而言，还是对上海来说，都是极其重要的。

（四）人民币国际化不同阶段中上海与香港各自的战略转型

（1）人民币完全可兑换前上海国际金融中心建设的中期战略定位

在人民币资本项目受到限制的情形下，上海发展成为国际金融中心的一个突破口是打造出一个“政策特区”。从上海作为国内金融市场体系核心组成部分的比较优势，和中国建设在岸型国际金融中心建设的内在要求出发，上海在人民币资本项下完全可兑换之前的战略定位，是建成综合功能健全、国际化程度不断提高的国内金融中心。

首先，这是中国经济转型的内在要求。目前中国金融市场体系的发展严重滞后于经济发展的内在要求，使消费水平过低，高储蓄不能有效转化为投资，经济产生对国外商品市场和金融市场的过度依赖，并使以外汇储备形式存在的国家财富暴露在美元贬值的巨大风险之中。加快内地金融市场体系的发展是经济转型的十分紧迫的任务，而金融中心的建设在某种意义上只是其空间表现形式而已。它与中国经济转型和可持续发展具有互为因果、相互依存的关系。其次，一国的国际金融中心形成应该是本土金融市场体系发展到国际化成熟阶段的一个自然的结果。经济和金融转型的成功，本土健全有效的金融市场体系的形成和发展，是建成在岸型国际金融中心的前提条件。对在岸型国际金融中心而言，综合功能健全的国内金融中心建设，是在岸型国际金融中心建设的基础和主体部分。综合功能健全的国内金融中心的建设是相对艰难的基础工作，相比较，国际金融中心的形成只是水到渠成的事。人民币资本项下完全可兑换将是一个国际化程度不断提高的国内金融中心向在岸型国际金融中心转换的标志性事件，这本身就是一个

从量变到质变的过程。

(2) 人民币完全可兑换前香港国际金融中心面临的战略转型

后危机时代，随着亚洲经济快速发展，世界经济重心将向亚洲转移。围绕亚洲的贸易与投资所展开的各种国际金融活动也将快速增长。但是在人民币完全可兑换与资本市场全面开放之前，上海不可能成为真正意义上的亚洲国际金融中心。因此中国在境外的亚洲国际金融市场的份额或话语权，近中期只能靠香港去争取。另外，在人民币完全可兑换前，香港不可能全面介入内地的人民币金融市场，即使人民币在完全可兑换后成为亚洲地区性国际货币，香港仍将因为人民币市场基础和规模的不足，而不能成为由中国内地经济支撑的亚洲国际资本市场的主体。因此，未来10年，香港国际金融中心的功能定位面临重大的战略转型，即从目前主要为内地经济提供涉外金融服务，转向为东南亚国家提供离岸金融服务。香港国际金融中心的战略转型存在两个重要的方向：一是外向型地向东南亚地区输出其国际金融中心的服务功能，不仅做好中国内地与外部世界之间的金融中介角色，而且做好中国内地和东南亚各国的离岸金融中心；二是内向型地向上海或中国内地输出作为国际金融中心所必需的市场经济基础性制度，并促进内地金融市场在监管制度与基础设施方面与香港的统一化或一体化。在内地金融市场体系的现代化和国际化过程中发挥引领作用。

香港国际金融中心具有良好的发展基础，有条件在与东京和新加坡的竞争中胜出。从上世纪近百年的历史来看，1960-1990年除外的70年间，香港作为亚洲国际金融中心一直领先于东京和新加坡。本世纪以来，香港的国际金融中心的发展水平仍然远胜于东京和新加坡。香港的存贷款规模和股市市值大约是新加坡的2倍和5倍。另外与新加坡在外汇和金融衍生品市场的领先地位不同，香港在银行和股票市场等为真实经济服务的传统市场上占绝对优势，这在后危机时代金融业适度回归传统的过程中处在更为有利的竞争地位。

香港回归以来国际金融中心的繁荣发展，一定程度上是建立在内地金融市场体系欠发达基础之上的，因此在国内金融市场体系健全并繁荣发展的过程中，香港资本市场的发展必须寻找新的增长点。事实上，香港回归后其国际金融中心功能定位发生了转变，即从为周边地区服务（主要体现在与香港境外地区的国际银行业务上）与为内地服务并重，转向主要为内地企业上市融资服务。在1997-2010年的14年中，有一半年份内地企业在香港的股票筹资额占比超过了50%。香港股票市场在一定程度上发挥着国内资本市场融资功能的替补作用，在

内地市场融资功能近似瘫痪的时候成为内地企业融资的重要场所。因此当内地从银行占主导地位的传统金融体系向银行与资本市场并重的现代金融体系转型时，香港必须审时度势，对国际金融中心的功能定位作出适时的战略转型。

（五）加强沪港国际金融中心协调发展的方向和措施

在现阶段，鉴于国际金融不稳定环境，发展中国家存在金融开放与稳定的两难问题。中国在未来10年，外汇与资本管制放宽的条件尚不成熟，特别是考虑内地经济高成长成果仍需要让居民优先分享的基本原则，资本市场的开放必定是有限和间接的，因此香港与内地市场的融合重点是以商业存在形式推进的金融服务业的融合。在加快内地金融服务业对外开放的大政方针下，可允许在香港注册的金融机构享受优先的市场准入权。同样，中央政府可制定政策鼓励内地各类金融机构在香港设立亚洲总部，拓展亚洲地区人民币与其他币种的国际业务，同时逐步全面取消境外中资金融机构回归内地市场投资交易的限制。通过“先走出去，再走回来”的方式，更有效地利用香港自由的市场经济基础性制度和有效的监管制度，促进中国各类金融机构和金融市场的规范化和国际化发展。此外，沪港两地还可在比较优势的基础上，大力发展双向的服务外包关系，促进两地的优势互补、相互渗透和共同发展（潘英丽，2011）。

潘英丽（2011）的研究报告指出：在加强香港与上海在金融监管和风险监控领域的合作方面，中央政府可参照伦敦和新加坡金管局模式，在上海设立实施综合监管的上海金融监管局；引进和起用国际金融监管的尖端人才；建立与香港互派金融监管官员的交流制度；推进两地监管制度和监管措施的协调和统一；加快推进中国内地金融监管的现代化及应对金融风险和国际金融危机的能力。建议中央政府积极推进上海证券交易所实施股份制改制和上市的试点，并在此基础上通过与香港联交所的相互持股方式形成战略联盟，在产品开发、交叉交易平台和套利机制的构建、市场监督和风险管理方面开展战略合作，并为上海与香港国际金融中心的长期战略分工和联网融合打下扎实的基础，也为上海证券交易所实施与美国纽约交易所、伦敦交易所的战略联盟和远交近攻的亚洲竞争战略积累经验。积极推进两地金融基础设施的整合，促进上海和香港在人民币结算和清算上的分工、协调；加强两地支付系统、股票交易所结算系统及债券结算系统的联系。为促进两地符合规定的资金流动、提高资金融通效率、监测资金流动情况和依法管理，创造条件。

四、进一步发展香港人民币离岸市场的战略调整思路

（一）香港在人民币离岸中心发展过程中可能会存在的重大问题

人民币的国际化很大程度上取决于人民币管制的放松。人民币经常项目的部分放松，催生了香港人民币市场的快速发展，目前人民币资金流大部分是单向，即由境内向境外流出，一旦资金出境，其再次入境非常困难，从实质来讲，目前境内外人民币市场是相互割裂的。在这种情况下，境外金融机构参与境外人民币市场的积极性将被压抑，因为其持有人民币的成本很高，而可投资产品极少，同时境外人民币市场的定价也将由于参与者少、流动性差而产生偏离。人民币真正国际化的开启，必须以人民币资本项管制的放松为前提，目前人民银行允许香港部分机构参与境内银行间市场、小 QFII 政策的推出以及后续人民币产品的发行正在逐渐构成境外人民币回流的渠道，人民币的国际化进程将稳步推进。

作为内地以外最大的人民币资金池，香港在过去一年中，迅速完成了人民币定息产品、基金产品、IPO产品的全面配备。香港的人民币离岸中心建设驶入了快车道。不过，资金池的快速扩容，对香港成为人民币离岸中心而言，是必要非充分条件。“快车道”显著存在宽度不够问题，发展前景和发展方向存在不确定性问题。对内，市场利益驱动，使建立顺畅的回流机制成为当务之急。无论是境外首只人民币债券基金，还是首单的人民币IPO，发售情况都不如市场预期理想。内地赴港发行以人民币计价债券业务，以金融机构或者国企为主。对外，在推进人民币向外实现“外循环”上，香港尚无重大建树。人民币资金池的迅速增长还只是人民币作为跨境流通货币“正常化”的开始阶段，与人民币真正为国际市场所接纳、实现“国际化”，距离仍颇远。“回流”和“外循环”，香港下一步该迈向哪里？在更长远和审慎的政策谋划中，香港需要在创造人民币境外流通、结算和投融资需求上更有作为，以做实“离岸中心”之名。虽然香港占据了人民币跨境贸易额的3/4强，但香港离真正的人民币离岸中心仍有一定的距离。目前人民币资本账户下的开放受到两个限制，一是仅限于贸易项下；二是仍有地域限制，目前还仅限于“香港与广东，东盟与广西、云南”之间展开，这在一定程度上，给中央的金融监管提供了风险缓冲和政策调试的余地。

目前香港正积极推动内地海外直接投资(ODI)和外商到内地直接投资(FDI)可以用人民币在港结算，其连接境内外资金循环中枢的发展方向已经逐步清晰，未来香港境内的人民币主要有两个流向：其一是境外人民币通过香港金融市场在

非居民之间流动，形成“境外—境外”的资金循环；其二是沟通境外与境内的人民币流动，形成“境内—境外”的资金循环。在资金流动尚未完全放开的情况下，香港离岸金融市场可以主动促进“境外—境外”的资金循环，推动人民币投资载体职能的完善，而随着人民币回流机制的完善和我国资本项目自由兑换逐步放松的进程，香港金融市场又将促进“境外—境内”的资金循环，最终使香港人民币离岸金融市场逐步由内外分离型向内外一体型转变。

(1) 贸易结算与储备功能有限。近几年来，中国与周边一些国家地区的边境贸易中，人民币已经成为一种结算货币，在越南、缅甸等东南亚国家通用。人民币的贸易计价比例和规模不断扩大，这些国家对华贸易结构中都是逆差，国内存有大量人民币。然而，这种使用并不稳定。境外向中国出口一般愿意用人民币结算，但是，境外从中国进口一般依靠信贷资金，而人民币的融资成本较高，同时加上升值预期，因此境外进口不愿意融入人民币。因而，从这个意义上讲人民币只能算是半个国际结算货币。同时，作为储备货币来说，人民币依然任重道远，一些国家开始选择人民币作为储备货币，不是因为人民币稳定，还是因为升值预期。由于人民币的升值预期，会导致用人民币融资的成本升高，因此境外的非居民不愿意采用人民币的融资方式，这就造成只有机构愿意持有，却没有机构愿意使用的局面，人民币在境外无法循环，这样的“国际化”就缺了一条腿。因而，目前许多国家和地区使用人民币结算和储备，动机并不纯，更看重的是人民币的升值前景，而不是真正把人民币当成长期的国际储备货币。美元为什么能成为国际结算和储备货币，最为关键的因素是美元稳定、便利，而目前人民币并不稳定，一直处于单向升值通道中，如果在有一天人民币在不升值的情况下，其他国家仍然使用人民币结算或者储备人民币，这才能表明人民币国际化取得实质性一步。

(2) 投资渠道缺乏。国际市场目前对于人民币的接受度仍有限，这使得人民币债券获得的收益，除了回流几乎无路可去。在市场力量具有巨大话语权的香港，市场利益驱动不足却正是人民币国际化面临的瓶颈。以境外首只人民币计价基金——海通环球人民币收益基金为例，成立已经九个月，但成绩单令人尴尬。虽然资产规模由去年底的14亿元增长至17亿元，但截至2011年4月29日，八个月的回报率为1.49%。年收益率也仅为2.24%。这与市场预计每年5%的回报率相去较远。单从基金的绝对表现，以及扣除每年1%的管理费和最高3%的认购费，基金的收益率差强人意。这在人民币产品匮乏、散户有钱也难投的香港市场，基金的表现已经好于人民币存款。该基金4月底的现金存款比重仍高达三成。海通

人民币债券基金并非个案。从去年下半年开始，以人民币结算的离岸人民币“点心债”井喷式增长。截至 2011 年 6 月，“点心债”的总规模已经达到 510 亿元，发债机构 30 家，品种、期限、收益及发债主体都呈现多样化，但是在机构看来，可投的标的仍然不多。在现阶段，人民币业务对部分市场机构而言只是“空中楼阁”。由于国际市场目前对于人民币的接受度仍有限，这使得在香港的人民币债券获得的收益，除了回流几乎无路可去。

（3）回流渠道不足。当前阶段，无论是人民币 FDI，抑或人民币 QFII，开放的步骤和尺度都不会完全达到香港市场对此的预期。现阶段，已存在和可以预见的离岸人民币的回流主要有五大渠道，在贸易层面，主要是进口项的贸易结算；在投资层面，除前述离岸人民币债券回流渠道，还包括境内银行间债券市场的开放，以及刚刚出台的人民币 QFII（合资格境外机构投资者），以及或许即将出台的许利用人民币进行外商直接投资（FDI）。进一步推动人民币多种回流渠道的完善和构建，是香港市场当下最为重要的政策期盼。香港银行是盈利性机构，不可能无偿推动人民币往外走。目前，在港人民币投资产品，包括债券及贷款在内，市场规模估计约有 800 亿元，德银发表的报告指出，若人民币 FDI 放开审批限制，市场规模还将快速扩大。德银大中华区首席经济学家马骏指出，该行对 44 家在中国营运的跨国公司的问卷调查显示，66%的受访公司表示，若中国开放人民币 FDI，公司会在香港筹集人民币，因融资成本较内地低 2-3 个百分点，还可规避未来人民币现金流面临的外汇错配风险。另一回流渠道人民币 QFII 刚刚出台，其进一步可以考虑的方向应是鼓励符合“新兴战略产业”标准的企业到香港借款和发债，这样可以达到支持产业政策和香港离岸市场与实体经济融合发展的“一箭双雕”的目的。此外，央行深圳分行可以调整其对中银香港的人民币存款的利率，从而影响香港的存贷利率和境内外的利率差。一旦在其他手段无法控制过大规模回流的极端情况下，内地政府可以对流入境内的人民币资金征收“特别税”，使实际融资成本与境内趋同，从而减少香港的人民币资金过度回流。

（4）“外循环”路径待解。央行对人民币回流机制的审慎态度，则与各方对人民币国际化思路的碰撞有关。香港市场希望尽快与在岸市场联通，形成回流，以增强市场动力。用陈德霖的话说，这是人民币海外流通的基础，在岸和离岸市场应有桥梁。但市场亦有不同声音。汇信资本董事总经理叶翔评价说，香港目前过于关注打通与大陆的回流渠道，而非向外推进人民币的派生能力。这种看法更符合央行当下的人民币国际化战略思路。但是，人民币回流不能吸干外面市场的

人民币存量和流量，也就是说“向内循环”不能堵了“向外循环”的出口。进与出的不同侧重，使得香港和央行之间产生了一定分歧。此时，新加坡争取人民币离岸中心的努力显得如此让香港敏感。中长期看，多个人民币离岸中心并存的可能性是有的，但在现阶段，从人民币业务深度、资金池容量、金融产品丰富程度等角度考虑，从现实条件来看，达到上述条件的只有香港。新加坡与东盟关系密切，一旦新加坡成为人民币离岸中心，将可集中处理中国与东盟的贸易结算，推广东盟企业使用人民币。据中国商务部统计，包括东盟各国 2010 年占中国总进口额 11.1%，出口则占 8.8%，并且占比呈现上升趋势。与香港与内地联系密切的优势相比较，新加坡作为人民币离岸中心也具有特定优势，市场体制更为灵活，产品也更为丰富。

对香港而言，当下一方面需要促进回流以解决当下的市场驱动力，另一方面也需要在争取未来政策倾向上把稳中央决策的脉搏。香港政府已着手增强海外路演推广，推进人民币“外循环”，向中央展示香港会做成一个可靠的、可行的离岸市场的诚意。在人民币国际化的发展上，除了建立回流渠道，要尽力推进人民币的“外循环”，推动境外以人民币作为贸易结算和贸易融资的需求。香港金管局的规划，要在积极面向新兴市场推广人民币贸易结算业务的同时，积极吸引国外银行和金融机构在港建立国际资产管理中心。在小心地向中央试探和争取政策优势时，将更多的市场参与者纳入人民币业务范畴，将是香港在“外循环”有所作为的路径之一。

从外部因素的角度来看，影响香港人民币离岸市场发展的不确定因素有：

(5) 离岸人民币市场的迅速发展，对香港金融经济的稳定和其盯住美元的联系汇率造成潜在威胁。2011 年 1-6 月份，过去 6 个月里，香港非人民币存款的增长一直不冷不热，而贷款增长却在加速。人民币存款的迅速增长实际上正在将港元流动性吸出银行系统，迫使香港银行为港元定期存款开出较高的利率——远高于当前美国利率背景所能确保的水平。如果美国继续维持近零利率，而且企业与零售客户有关押注人民币升值是稳赚不赔买卖的假设仍不改变，那么香港银行可能将继续扮演人民币/美元套利交易中赚不到钱的一方。如果香港继续坚守盯住美元的联系汇率制，那么上述对香港银行系统的结构性破坏到某个时点将变得不可持续。至于具体是到何时点，则要看离岸人民币发展的速度、以及美国利率会在多长时间内维持在反常的低位状态。

人民币国际化的目标是让人民币在离岸市场发展壮大，而不是让海量卷入

“套利交易”的人民币回流至内地。其次，允许香港银行在人民币存款上赚取丰厚利润，将诱发香港人民币存款利率的提高。而且，允许香港银行在人民币存款上赚取丰厚利润，将加速港元的边缘化，进一步破坏香港银行系统的稳定。最后要说的是，“一国两制”良好运行的前提，是两种制度保持真正的独立和相对分离。然而，把香港当作主要离岸人民币中心，就必然会推动香港、内地两地的银行和货币系统走向更为紧密的整合进程。

（6）香港人民币离岸市场对中国内地宏观调控可能会造成影响。过快推进离岸市场发展和人民币国际化意味着中国政府必须加快开放资本项目，在短期国际资本大量流入新兴市场国家的大背景下，这会使得中国面临更大规模的短期国际资本流入的冲击；如果香港离岸人民币市场发展得足够大，离岸人民币市场上形成的价格（包括利率与汇率）会对在岸人民币利率与汇率形成冲击，从而削弱中国政府货币政策的效力；在单边人民币升值预期的背景下，境外居民与企业愿意成为人民币资产的持有者，但不愿意举借人民币债务。这或者意味着人民币跨境贸易结算必然是跛足的（例如，进口使用人民币的比例远高于出口使用人民币），或者意味着人民币升值的收益被境外居民与企业享用；人民币国际化不仅不会导致外汇储备积累速度的下降，反而可能导致外汇储备积累速度的上升，从而恶化中国过多持有外汇储备的问题；在当前中国政府面临多项重要的改革任务，例如调整经济结构、改变收入分配、改善内外失衡、实现国内要素价格市场化等的情况下，人民币国际化不应成为中国政府目前政策实施的重点。

另一个可能的风险将由汇率与利率的非市场化引起。允许内地合格的企业到香港发债，在内地利率受到控制、国内又是紧缩的情况下，在内地拿不到贷款的企业，在香港能以很低的利率发债，这对内地的宏观调控政策绝对是一种冲击（李建军，2011）。需要警惕的是，放宽限制回流后的海外人民币有可能披着合法的外衣，以人民币替代美元为名，以谋取境内外利差为实。这将额外增加境内流动性，增加货币当局的操作压力。这其中，关键的因素是要看境外的人民币以何种方式或模式回流，如果绝大部分的人民币回流到人民银行（这也是当前的主要模式），这种模式就不会对内地的货币供给带来大的冲击。如果随着回流渠道种类的增加，越来越多的货币流入内地金融体系，这些资金最终会加入到内地商业银行的货币放大过程，增加广义货币供给。货币当局对这部分新增的压力不对冲，将对国内物价和资产价格形成新的压力；如果对冲，这又导致会产生新的财务成本（张斌，2011）。

然而，何帆、张斌等学者（2011）认为，当前香港人民币离岸市场对中国内地宏观调控可能并不会造成特别的显著影响。他们指出，在两个市场存在分隔的情况下，资金流进流出内地受制于桥梁的宽度和流量管理。香港的人民币汇率和利率是受香港离岸市场供求变化而决定的。当人民币供不应求时，例如 2010 年 10 月下旬需求突然增多之时，人民币的离岸汇率便比在岸汇率高 1500 点子（约 2.5%），但当汇率升高时，愿意卖人民币的企业便多了，供应马上增加，汇率又随着回落。2010 年 12 月，人民币供过于求，所以离岸汇率相比上海在岸价还要低 200 点子。这正表现出香港离岸市场的价格形成是由市场供求来决定和调整的。由于离岸市场规模很小，加上两个市场存在分隔，香港人民币的汇率可能不会对在岸市场的价格有太大的影响。同样道理，香港的人民币资金的出路目前还很有限，所以存款利率较内地为低，尚未见到香港拉低内地的人民币利率的现象发生。理论上内地的企业看见香港发人民币债券的成本比内地低得多，便会来香港融资。但目前内地非金融机构是不容许来香港发人民币债券，即使容许，内地亦有审批制度，内地企业在香港筹集到的人民币资金未必可以随意汇回内地使用。所以内地企业并不容易利用香港离岸市场的低息融资去回避内地的调控政策。或许有人会担心境外日益增加的人民币资金可能有一天会突然大量涌回内地，从而对内地的金融稳定带来影响。需要指出的是，资金流向主要取决于境内外多方面的经济基本因素，而非境外是否存有人民币。当有资金流入压力时，就算境外没有人民币，资金也会以外币的形式流入。重点是要对不同币种的跨境资金流动有合适和相应的监测及管理安排。

（7）离岸人民币市场的发展是否会冲击在岸人民币市场。如果香港离岸人民币市场规模发展到足够大（例如香港人民币存量上升至数万亿元），在离岸市场上形成的人民币利率与汇率会不会对在岸市场利率与汇率产生影响？如果在离岸市场上人民币的汇价更贵，这会不会吸引大量人民币资金向境外运动？如果境外投机者囤积足够规模的人民币，它们能不能够在在岸或离岸市场上展开投机性供给，冲击人民币汇率？毫无疑问，如果离岸市场发展得足够大，离岸市场上形成的利率与汇率必然对在岸市场的价格产生影响。然而，基于以下两点，这种影响并非是完全负面的，并且完全是失控的：第一，在很大程度上，建设香港离岸人民币金融市场的目的之一，就是为了衡量在不受政府管制以及资本项目管制的市场上，人民币的利率与汇率水平会如何运动并稳定在特定水平上。这种离岸市场的“价格发现”功能有助于促进在岸市场的利率与汇率形成机制改革。因此，

离岸与在岸人民币利率与汇率的不同可能并不是一个问题，而恰好是离岸人民币市场得以存在的意义。第二，相关研究指出，离岸人民币市场要对在岸市场形成足够大的冲击，前者必须发展到一个足够大的规模。例如，马骏指出，即使香港人民币离岸市场在未来两三年间发展到2万亿元的规模，在此过程中只要审慎控制境内企业在香港的融资与回流，那么离岸市场的发展对境内人民币供应、外汇储备、冲销操作以及境内外资本的流动的影响都是可控的。

(8) 人民币国际化是否会导致中国外汇储备的进一步累积。从中国国际投资的头寸表来看，人民币国际化的推进意味着境外主体持有更大规模的本币资产，这意味着中国政府会面临更大规模的人民币负债，那么在资产方对应的将是更大规模的外汇资产，这就意味着中国的外汇储备规模将会进一步扩大。假如人民币国际化的初衷是为了降低在对外贸易与对外投资中对美元的依赖，那么人民币国际化导致外汇储备上升是否意味着相关努力产生了南辕北辙的效果？在人民币国际化的初期，可能很大程度上会出现中国外汇储备的进一步累积的局面。原因在于：首先，在跨境贸易结算中，较高比例的出口仍以美元计算，较高比例的进口改为人民币结算，这会导致进口付汇的兑换需求下降，从而导致外汇储备规模进一步上升；其次，有换汇需求的企业由境内银行换汇改为到香港离岸市场换汇，这之前会导致外汇储备规模下降，现在却对外汇储备水平没有影响；再次，鼓励中国企业用人民币到海外投资，这也缩小了外汇储备的传统使用范围。当然，如果未来境外企业用人民币对境内实施直接投资，这将有助于降低外汇储备的进一步累积，但目前该试点尚未具有规模，实施效果仍有待观察。更为重要的因素是，伴随着中国政府人民币汇率形成机制改革的进一步推进，不久的将来市场上的人民币升值预期可能分化甚至出现逆转现象（这种现象发生的概率也较大），这可能改变人民币跨境贸易结算的“跛足”格局。伴随香港人民币市场存量的上升，在岸与离岸的人民币汇率有望进一步趋同，所以，到离岸市场换汇以套取汇差的动机将被削弱。随着人民币国际化的进一步推进，一旦人民币成长为一种真正的国际性货币，中国政府大规模积累外汇储备的必要性将显著下降。从中长期来看，人民币国际化将会导致中国外汇储备存量的下降（何帆、张斌等，2011）。

(9) 人民币国际化是否应该成为中国政府重点推进的战略。有观点指出，人民币国际化固然重要，但目前中国政府面临更为重要的问题，例如国内经济结构转型、国内要素价格市场化改革、人民币利率与汇率市场化改革等。目前中国央行将人民币国际化作为重点战略推进，是否有本末倒置之嫌？对上述不同意见，

较为合理的看法可能是：第一，的确，目前中国政府面临着一系列更为重要的挑战，例如国内收入分配改革、纠正产业结构失衡、要素市场化改革等。但这些改革由于涉及到不同利益集团的存量利益调整，已经变得举步维艰。从某种意义上讲，推进人民币国际化改革，可能形成一种倒逼机制，反过来推动国内金融改革。例如，香港离岸人民币市场的发展可能推动中国政府加快人民币利率与汇率形成机制改革。某些学者更是将人民币国际化改革作为一种承诺机制（commitment device）的重要性与联产承包责任制改革以及中国加入 WTO 相提并论；第二，鉴于中国已经超过日本成为全球第二大经济体，中国也亟需形成并推进其作为世界性大国的国际金融战略。目前来看，中国政府已经形成推进人民币国际化、加快东亚区域货币合作与倡导实施国际货币体系改革这一“三位一体”的国际金融新战略。国际金融战略的实施与国内结构调整并不冲突，而可以并行不悖、相得益彰（何帆、张斌等，2011）。

（二）进一步发展香港人民币离岸市场的战略目标

（1）**短期目标：**人民币资金市场。人民币贸易结算及银行间市场，香港银行在目前吸收人民币存款业务的基础上，已经开办银行承兑汇票、短期信用证等票据融资业务，来满足贸易企业的资金支付清算和短期融资需要。伴随各家银行由此产生对短期资金的流动性管理需求，可以推动香港离岸人民币资金拆借业务的发展，实现香港离岸市场人民币短期资金的市场化定价。建立人民币区域清算中心，以现有的中银香港人民币清算路径和香港货币支付清算系统中的人民币结算子模块为依托，逐步扩展对资金拆借、贸易融资等业务的支持，最终发展成为区域人民币清算中心，实现香港离岸市场人民币资金的实时清算。随着贸易融资业务的需要，将会出现银行承兑汇票的二级交易市场，同时还可以推动商业票据、大额存单(CDs)和商业票据市场的发展，逐步丰富人民币离岸货币市场的产品，实现人民币短期货币资金的有效定价。积极扩大现有的人民币债券在港发行，在逐渐增大现有债券存量的基础上，从发行债券结构、发行债券主体两个方面扩展债券市场的深度和广度，逐渐引入境内的非银行企业和境外发债主体。

（2）**中期目标：**发展资产类人民币产品。对本地和境外企业发放人民币项目融资贷款，用于内地投资项目允许人民币计价的证券投资工具在交易所挂牌买卖，比如在香港股票交易所挂牌的人民币境内股票市场ETF等产品。以贸易为基础发展人民币风险管理产品及证券化工具等衍生产品人民币定价保险产品

（3）**中长期目标：**人民币金融创新。不直接在现货产品领域与上海（拥有

人民币外汇交易市场和同业拆借市场)竞争。充分发挥在资产管理和专业服务领域的优势,重点拓展人民币衍生产品的制造和分销能力,成为区域人民币衍生产品中心。经过几年的发展,香港人民币离岸中心从市场容量、覆盖区域到服务提供和产品定价等方面都会实现长足的发展。这可以为国内人民币汇率均衡水平的发现和定价机制提供有益的参考,为国内金融市场自由化提供多样化的经验。并且不无重要的是,这可以巩固和发展香港国际金融中心的地位,为将来两岸四地(陆,港,澳,台)四种货币的整合创造契机。

(三) 进一步发展香港人民币离岸市场的战略思路

1、香港作为人民币离岸中心只是人民币国际化进程中的阶段性问题。人民币国际化的进程的第一步发展战略必须走以香港为人民币离岸中心的路径,没有其他路可供选择,但是,香港在人民币国际化的后续发展进程中作为人民币离岸中心的地位并不是必然的,也不是唯一的,问题在于在人民币国际化的后续发展进程中,香港如何定位自己?如何发展出自己的特色功能和分工优势?未来的人民币离岸市场可能有好几个(比如伦敦、纽约、新加坡等),这种背景下,香港就面临竞争和可持续发展的核心问题。当前阶段,作为人民币的离岸市场必须肩负两个最为突出的基本功能。一是能够提供一个有收益支撑的资金池,二是能够满足和中国有密切和稳定贸易关系的贸易国(比如东盟十国)之间进行人民币跨国结算和投资的体系要求。从香港的现有地位和条件来看,很显然,与此要求还是存在一定差距的。相比而言,新加坡作为东盟十国成员国以及国际金融中心之一,可能更为满足作为人民币离岸中心的当前这两个基本功能要求。所以,以香港人民币离岸市场为桥头堡的人民币国际化之路并不一定是有效的,出于“父爱主义”的动机其有可能会成为阻碍人民币国际化的一个策略选择。因此,香港的当前发展战略就在于积极创造出有收益支撑的资金池以及能够提供满足和中国有密切和稳定贸易关系的贸易国(比如东盟十国)之间进行人民币跨国结算和投资体系。

2、深港一体化是香港夯实人民币离岸中心以及国际金融中心的必经之路。金融中心的形成必须依赖强大的实体经济支撑。尤其对于人民币的离岸中心来说,与实体经济的联系和共存,既可以为创造人民币离岸产品提供坚实的收益支撑,同时,可以为人民币回流渠道机制的构建打开一个主要通道机制,也可以为降低金融体系脱离实体经济后造成的风险和波动,这在全球金融危机后看的尤其清楚,金融体系不可以没有实体经济的支撑。上海国际金融中心建

设和发展的优势恰恰就在于其金融功能和中国最大的经济发展区——长江三角洲经济发展区的一体化和融合，从长远发展视角来看，这为上海在建设国际金融中心的过程中超越香港提供了无可比拟的核心优势。因此，香港夯实人民币离岸中心以及建设国际金融中心的基础就必然要寻找与实体经济的融合和一体化。而深圳近年来发展起来的高新技术产业、信息电子产业以及现代物流产业等新兴产业恰好能够为香港夯实人民币离岸中心以及建设国际金融中心，提供一个独一无二的实体经济依托和支撑。

进一步来看，构建深港一体化的人民币离岸市场有助于完善香港人民币产品体系。离岸人民币产品多样化，再加上人民币离岸市场本身具有足够规模的流动性，必将会使得离岸市场人民币回流内地的渠道更加畅通，让“水”活起来，境外人民币产品也会分享到内地经济发展和产业发展的红利，“惟有源头活水来”，这反过来又会增强境外投资者的持币意愿，扩大人民币境外的使用范围没有利益相关就没有相应的关注，因此，人民币的区域化国际化必须以人民币“资产池”的区域化国际化为支撑。回顾欧元疲弱的一个重要因素也正在于欧盟以外投资者持有的欧元以及欧元资产相对有限，才使得国际投资者对欧元汇率走势相对冷漠。只有在香港离岸市场形成了有吸引力的人民币产品“资产池”，离岸和在岸的人民币资产良性互动，香港才能真正成为具有国际竞争力的全能型人民币离岸中心，担负起人民币跨境流通与使用的“桥头堡”重任。

3、香港人民币离岸市场的近期发展目标应定位为人民币区域化发展提供支持平台体系。基于近期人民币国际化的功能是为与中国有密切贸易联系的贸易国的人民币跨国结算和投资提供一个有效的处理平台，我们认为，就发展香港人民币离岸市场基础设施建设的阶段性战略来看，第一步是建立离岸人民币区域清算市场，以方便境外投资者把人民币与其他货币相互转换，节省持币成本，方便流通；第二步应进一步拓展离岸人民币低风险金融产品市场，比如离岸人民币债券、人民币开放式指数基金产品等，以提供更多具有保值能力的、收益稳定的人民币金融产品，使得人民币在境外留得住，促使人民币能够成为真正意义上的区域储备货币；第三步要拓宽和创造多样的离岸人民币衍生品市场，为境外投资者提供规避持有人民币资产的利率、汇率风险的金融工具，同时还可以利用境外人民币衍生品市场的价格发现功能来促进我国利率、汇率市场化改革，掌控人民币金融资产与大宗商品的国际定价权。如果香港的人民币离岸市场这三个基础平台能够顺利建立并有效运行，那就自然能解除境外投资

者持有人民币的后顾之忧，人民币境外使用范围和贮藏规模也会进一步扩大，这将意味着人民币区域化迈出实质性一步，从而为实现人民币区域化国际化目标奠定良好的基础。

4、必须对香港人民币离岸市场大力监管。现阶段，人民币在香港沉淀的基础并不稳固，很多来源是基于对人民币升值预期、投机以及黑金。美国的次贷危机的教训就是必须对美元离岸市场实行有效监管。而且，香港人民币离岸市场的迅速发展，对香港金融经济的稳定和其盯住美元的联系汇率制可能造成潜在威胁，也可能对大陆的外汇储备、宏观经济稳定以及货币政策造成冲击。因此，从内外强化对香港人民币离岸市场的监管，对维持香港人民币离岸市场的健康发展尤为重要。

5、从大陆的发展战略来看，不能过度依赖香港的人民币离岸中心。从人民币离岸市场的发展战略来看，存在着对内目标和对外目标。对内目标是实质是利用人民币国际化的力量来解决中国内外经济的失衡、经济结构的调整和转型以及中国企业的走出去战略，对外目标的实质是协助全球新金融体系的改革和形成以及创造更为合理的世界新经济秩序。基于这样的现实，香港作为人民币离岸中心只是人民币国际化进程初级阶段中的一个政策约束条件下的“偶然”事实，但这未必预示着香港必定会在人民币国际化的后续发展进程中，能够持久保持人民币离岸中心的地位及定位。

最后，考虑到经济加速扩张阶段和经济扩张减缓阶段对人民币国际化的影响效应是不对称的，经济扩张减缓阶段对人民币国际化的负面冲击，要远大于经济加速扩张阶段对人民币国际化的正面促进作用。因此，在人民币升值预期以及中国经济能够保持高速增长背景下，香港人民币离岸中心的发展理所当然地会处于一个良性发展轨道上，然而，一旦人民币升值预期不复存在或者中国经济增长处于一个下降的通道中，香港人民币离岸中心的发展必然会面临巨大的风险。香港要未雨筹谋应对人民币升值预期不复存在或者中国经济增长处于一个逐步下降通道时，香港人民币离岸中心的可持续发展问题。

五、对香港作为人民币离岸中心发展前景的几种展望

前景 1：到 2020 年前后（人民币资本项目下完全可兑换时），全面成熟的人民币业务已在香港成形，香港将会成为国际上公认的人民币离岸中心

支持这一观点的认为：即使人民币不可自由兑换，香港人民币业务的发展仍存在进一步增长的空间，而随着人民币资本账户的逐步开放，香港人民币业务的发展潜力将显著增大。一方面，在当前人民币汇率机制不变的情况下，仍可以期望香港发展成一个尽管有限制但更为活跃的人民币交易市场，进而推动整体业务更快增长。另一方面，虽然人民币完全可兑换或人民币资本账户完全开放的时间表仍在今后 5 至 10 年之间，但可期望在这期间，人民币的资本账户将呈现一个逐步开放的过程，特别是首先在香港市场逐步开放的过程。这一过程必将显著增大香港人民币业务的扩展空间，最终使香港成为一个全面的人民币离岸中心。

虽然香港所面临的挑战是其它离岸金融中心无须应对的，但香港也拥有众多显著的优势，香港作为人民币的离岸中心，与伦敦、东京和新加坡作为美元的离岸中心之间有一个重要差别，就是人民币仍不可自由兑换，而美元是一个自由浮动的货币，这意味着，香港实际上面临着新挑战，要发展成一种新型的、为不可自由兑换的货币提供金融服务的离岸中心。这一差别是目前香港人民币业务发展的一个障碍，但也是可以克服的。实际上，香港能够以这种方式发展人民币业务，即符合规定的人民币资金有控制、有序地返回内地，而其它人民币资金则限于留在香港境内交易和流通。这将不会影响人民币的不可兑换性，进而将不会使内地金融市场受到相应的外部冲击。这个机制相当于一面防火墙，保护内地的人民币机制和金融市场。值得一提的是，这一机制不仅不应阻止香港发展人民币离岸业务，反而在现阶段给予香港一个相对于上海等内地城市的优势地位，因为内地城市缺乏这样一面防火墙，如果要在目前发展人民币离岸业务，势必会将人民币的在岸业务市场暴露于外部冲击之下。目前就发展人民币离岸业务而言，香港相对于内地城市还拥有众多的优势。主要包括：现代化的法律法规体系、低税率、自由的信息环境、高度市场化的商业规范、充裕的流动性、多样化的金融产品、先进的风险管理、世界一流的银行结算和清算系统、大量的财经人才、庞大的国际专业人士团体，以及国际化的语言环境等。

前景 2：到 2020 年后，香港和上海形成各有分工、有序竞争的国际金融中心 and 人民币国际化中心

支持这一观点的认为：香港离岸人民币中心的发展，会对上海离岸人民币中心的发展造成冲击。因此，上海要加快建设成为一个“在岸金融中心”，且与香港离岸人民币中心形成互补的双子星座，共同推进人民币国际化的进程。把两个池子做大做深，这种做法可能会对人民币国际化更为有利。

客观地讲，短期内，香港与上海在金融市场规模、产品多元化、国际化程度以及参与者专业技能，都不是在同一个水平层次上。因此，短时期内香港的中心地位不会改变的。上海作为中国全国最大的金融中心，基础非常稳固，但成为国际金融中心，还与中国金融开放的快慢有密切的关系。一直以来，上海具有浓郁的国际金融中心情结，也一直为建立离岸人民币中心积极探索。随着跨境贸易人民币结算试点的推进，香港已成为最大的离岸人民币资金池。目前看来，香港或许比上海先行一步，成为具有真正意义上的离岸人民币中心。这或许对上海将是一个挑战及威胁。随着香港人民币债券交易市场成功扩容，香港过渡到人民币与港币完全可自由兑换的阶段，跨国公司在香港上市，既可以使用人民币计价（交易），也可以用港币计价（交易），这对上海即将推出的国际板势必形成冲击。人民币国际化必须在香港、上海“两条腿”齐头并进，缺一不可。人民币要回流，必须要形成良性循环。上海可以通过外资企业到国际板上市，以及海外 ETF 在上海交易，推动人民币国际化。

前景 3：到 2020 年后，上海形成全球性的金融中心和人民币国际化中心，香港成为次全球性的金融中心和人民币国际化中心

支持这一观点的认为：基于上海在中国经济中的核心地位和作用，一旦人民币可以自由兑换，上海的竞争力将会得到极大的提升，上海将来有希望成为以人民币为特色的国际金融中心，这点肯定会超过香港，毕竟香港只是人民币的一个离岸市场。最后可能形成的格局是：“香港就象伦敦，而上海就象纽约”，伦敦有各种类的金融产品，而纽约只有美元。上海和香港两个城市各有各的侧重点，上海形成全球性的金融中心和人民币国际化中心，而香港则成为次全球性的金融中心和人民币国际化中心。

参考文献

- 王信，发展香港人民币离岸市场、促进上海金融中心建设，《国际贸易》2010 年第 6 期
- 潘英丽，沪港国际金融中心的功能定位与协调发展，《开放导报》2011 年第 6 期
- 尚航飞，加快建设香港人民币离岸金融市场的探讨与思考——基于人民币国际化的视角，《农村金融研究》2011 年第 3 期
- 戴金平，靳晓婷，渐进性人民币国际化中的香港地位——兼论人民币国际化的动态路径选择，《开放导报》2011 年第 6 期
- 郑磊，香港与上海的纠结：人民币国际化语境下的思考，《金融战略》2011 年
- 何帆、张斌、张明、徐奇渊、郑联盛，香港离岸人民币金融市场的现状、前景、问题与风险，《国际经济评论》2011 年第 3 期
- 黄启聪，香港应担当人民币离岸中心的角色，《沪港经济》2010 年第 6 期
- 周伍阳，深港人民币离岸市场：人民币区域化国际化的“试验田”，《深圳大学学报》（人文社会科学版）2011 年第 1 期。
- 李小加，与人民币国际化有关的六个问题的看法，www.hkex.com.hk，2010-9-13.
- 陈红泉，曹龙骐，跨境贸易人民币结算试点与港澳人民币业务发展，《广东金融学院学报》，2009，(11).
- 李扬，尹中立．热钱过香江—深港两地地下金融活动调查，《新财经》，2004 年第 3 期
- 曹龙骐，深港金融合作：理念、定位和路径，《当代港澳研究》，2009 年第 1 期
- 曹远征：香港金融中心作用助人民币国际化，2010 年 7 月 21 日，香港特别行政区金融论坛
- 曹远征，人民币的国际化以及香港与内地的金融联系，中国社科院金融研究所第三届金融论坛上的讲话，2011 年 8 月 20 日
- 曹远征，国际货币体系改革和人民币的国际化，2011-09-04 07:33 南方网
- 郑君乐，人民币国际化让香港进退两难，《金融时报》2011 年 6 月 14 日
- 苏晨，多项措施力撑香港 人民币加快国际化，财经网，2011-8-17
- 金融会议报告，人民币新疆域 挑战区域货币，《财经国家周刊》，2011 年 9 月

人民币国际化、国际收支的变化与中国经济结构的调整^{*}

黄 隽

摘要：人民币国际化的过程意味着中国将从对外商品输出为主转变为资本输出为主。在这个过程中，需要中国大量输出人民币，中国国际收支将从双顺差到基本平衡，再转化为逆差。经常项目顺差是一国竞争力和货币价值的基石，这是在国际收支结构变化中应该坚持的。从目前中国国际收支的格局来看，需要选择资本项目逆差。国际收支结构的变化会引起中国进出口政策、经济结构的调整和金融市场的开放。人民币国际化将推动中国经济增长模式转向注重国内需求。

一、引言

人民币国际化的过程意味着中国将从对外商品输出为主转变为资本输出为主。在这个过程中，中国需要大量输出人民币，中国的国际收支面临着较大的调整 and 变化，具体来说，逆差将成为常态。人民币是主权货币，主权货币作为国际货币，本质上意味着非居民的资产负债表上广泛地持有该货币的头寸。这必定会存在国际收支赤字，否则无法向世界其他国家供应清算和储备货币。提供国际流动性义务与本币汇率稳定之间的矛盾权衡，这就是特里芬难题。Edoardo Campanella（2010）认为特里芬难题实质上表现为，全球市场的规模（即经济边界）和国家层面的政策（即政治版图）之间的差异在货币制度上的矛盾，即本国利益和全球货币需求之间的冲突。

中国经常项目和资本项目的双顺差已经持续了很多年。从国际收支顺差到基本平衡，如果再转化为长期逆差，每一步的变化对中国意味着什么？尽管不需要国际收支全面逆差，但至少在贸易项下或资本项下需要长期存在逆差。拆开并区别对象分解比总体上处理，更有利于控制风险和降低问题的难度。是贸易项下逆差还是资本项下逆差？资本项下逆差，就会涉及到资本项目的开放、资金的自由进出和热钱的冲击。如何看待特里芬困境？

^{*}本研究得到中国人民大学科学研究基金（中央高校基本科研业务费专项资金资助）项目（批准号为：10XNJ014）的支持。

人民币国际化不是国际收支结构的变化的唯一目的，两者之间也不是一一对应的因果关系。国际收支平衡是经济发展的内在要求。即使没有人民币国际化，中国的国际收支也需要调整。人民币的国际化中需要中国的国际收支从双顺差走向基本平衡后，再迈向逆差，所以可以说，国际收支结构的变化既是经济发展的内在需要，也是人民币国际化无法逾越的阶段。

目前，美国经济萧条，失业率高企，暂时还看不到走出低谷的迹象，美国宽松货币政策和财政政策以及美元的价值正在受到了越来越多的质疑。欧洲债务危机四伏，日本经济一蹶不振。而中国经济处于上升阶段，人民币在升值的通道中还将持续一段时间，人民币成为各贸易伙伴愿意接受的货币，因此目前正是人民币走出去的绝佳时机。

国际收支结构变化的背后是中国进出口政策和经济结构的调整、金融市场的开放。在人民币国际化过程中，中国经济将在全球进行延伸和布局，意味着中国的经济增长方式将发生重大转变，这需要有明确的战略定位和路线图。本文关注人民币国际化过程中国际收支结构的变化和选择，以及由此对中国经济结构所带来的影响。

二、中国国际收支平衡表的特点

目前中国国际收支平衡表最突出的特点是，经常项目、资本和金融项目双顺差（见表1），不仅规模大，而且双顺差的态势有增无减。像中国这样，连续15年基本保持“双顺差”，而且在未来相当一段时间内还将持续的国家较为少见。在历史上只有几个经济体能够保持双顺差状态超过10年（Yongding, 2007）。

表1 2004-2010年国际收支顺差结构 （单位：亿美元）

项 目	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
国际收支总差额	1794	2351	2854	4491	4587	4420	5314
经常项目差额	687	1341	2327	3540	4124	2611	3054
与 GDP 之比	3.6%	5.9%	8.6%	10.1%	9.1%	5.2%	5.2%
资本和金融项目差额	1107	1010	526	951	463	1808	2260
与 GDP 之比	5.7%	4.5%	1.9%	2.7%	1.0%	3.6%	3.8%

数据来源：国家外汇管理局和国家统计局

根据宏观经济学理论，一国收入=投资+消费+进出口差额，即进出口差额=（收入-消费）-投资=储蓄-投资=净储蓄，这里的进出口也包括了服务，也就是经常项目的余额。由此看来经常项目顺差是国内储蓄大于投资的结果，即储蓄-

投资=经常项目顺差。陈炳才（2006）对上式进行了扩展，认为在开放条件下，经常项目差额=储蓄-国内投资-（资本流入-资本流出），经常项目差额+资本项目差额=储蓄-国内投资=国内净储蓄。国内净储蓄或者说国内资金过剩，不仅是经常项目顺差的结果，也是资本净流入的结果，它表现为国际收支顺差，而不仅是经常项目顺差。也就是说，一个国家的净储蓄，不仅是贸易顺差的结果，也是外资替代内资造成的。

标准的国际收支平衡表有一个基本的等式。即经常项目的余额(CA)、资本和金融项目的余额(FA)、错误与遗漏(E0)和外汇储备的变动(ΔRES)必须是0, 即:

$$CA + FA + EO + \Delta RES \equiv 0$$

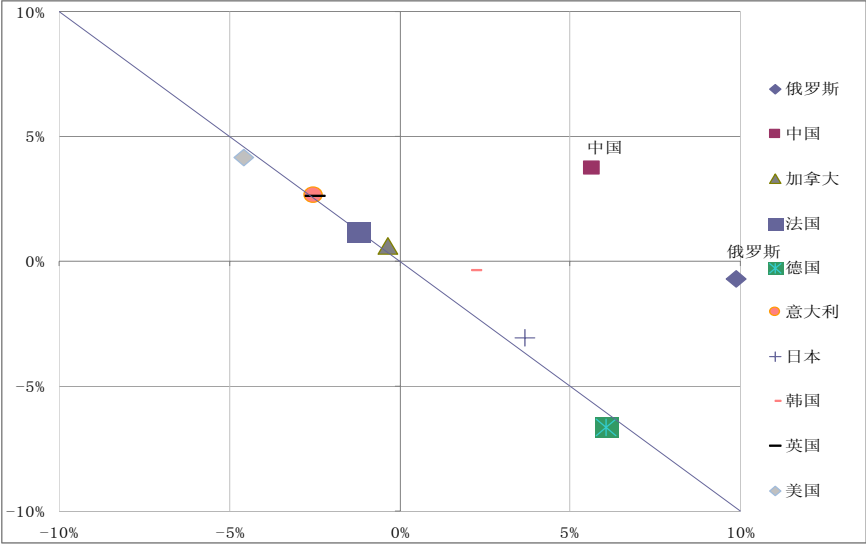
在没有官方干预的情况下(ΔRES)，假设 $EO=0$ ，这样国际收支的均衡条件为:

$$CA = -KA$$

这个式子说明在中央银行不干预外汇市场的国家，经常账户顺差必须与资本和金融项目的逆差的规模匹配，反过来也一样。也就是说，作为均衡，经常项目余额/GDP和资本和金融项目余额/GDP应该落在坐标轴上45度这条线附近。衡量一个国家是资本输出国还是输入国主要是观察该国经常项目的平衡状况。如果经常项目顺差，该国就应该是资本净输出国；反之，就是资本净输入国。图1选取了主要发达国家(G7)和一些新兴经济体按GDP规模的国际收支余额的情况，可以看出，按经济规模发达国家的经常账户和资本账户的余额方向相反，数额基本匹配；但是和一些东南亚经济体相似，作为新兴市场的中国和俄罗斯是个例外。

“双顺差”并不是一种理想的国际收支格局。理论上来说，国际收支基本平衡是最佳状态。在经常项目平衡时，如果一个国家的资本项目是顺差，这时资本项目顺差等于所增加的外汇储备(以购买美国国库券等的外国资产为表现形式)，而外汇储备增加则意味着本国资本的输出。中国的经常项目顺差表明，虽然吸引外商直接投资(FDI)的规模在全球名列前茅，但是中国并没有利用外国资源来弥补本国储蓄的不足，反而大量输出了资源。这些资源被美国、欧盟和日本等发达国家用于弥补它们自己国内储蓄的不足。

图 1 经常账户/GDP 和资本账户/GDP 的交叉关系图



横轴：经常账户余额/GDP

纵轴：资本和金融账户余额/GDP

数据来源：根据国际货币基金组织（eLibrary Balance of Payments Statistics）和世界银行（World Development Indicators & Global）的数据整理。图表数据为 2005-2010 年平均值。

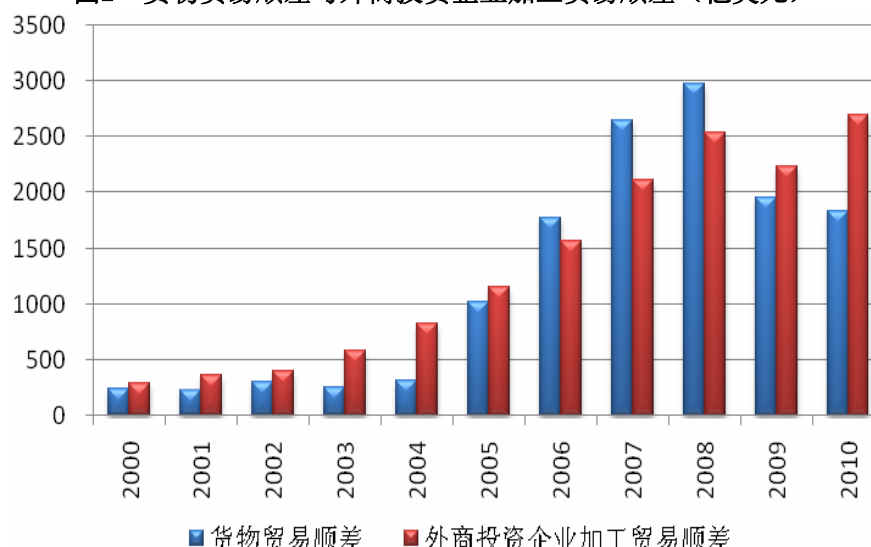
王梓（2006）认为，双顺差将会降低所在国的福利。因为一般情况下，新兴市场国内投资回报率高于美国等发达国家的国库券收益率。在发展中国家在经常项目顺差的情况下大量引入外商投资 (FDI)，除非外国所有权同技术的引入不可分割，同 FDI 成功转化为相应贸易逆差的情况相比，FDI 未能转化为相应经常项目逆差 (贸易逆差) 将导致国民福利减少。

1、经常项目

从20世纪90年代初期开始，中国经常项目几乎一直保持着盈余。在90年代大多数时间，这个盈余相对来说较为温和，大约占每年GDP的2%左右，从2005年开始，经常项目快速增长，一直保持占每年GDP的5%以上（见表1）。

虽然收益和经常转移的数额逐步增加，但中国经常账户基本上被货物部分所主宰，2010年这部分余额占据了经常项目余额的83%。而加工贸易占据着中国对外贸易的重要份额，其中外商投资企业加工贸易仍然是顺差主要来源（见图2）。

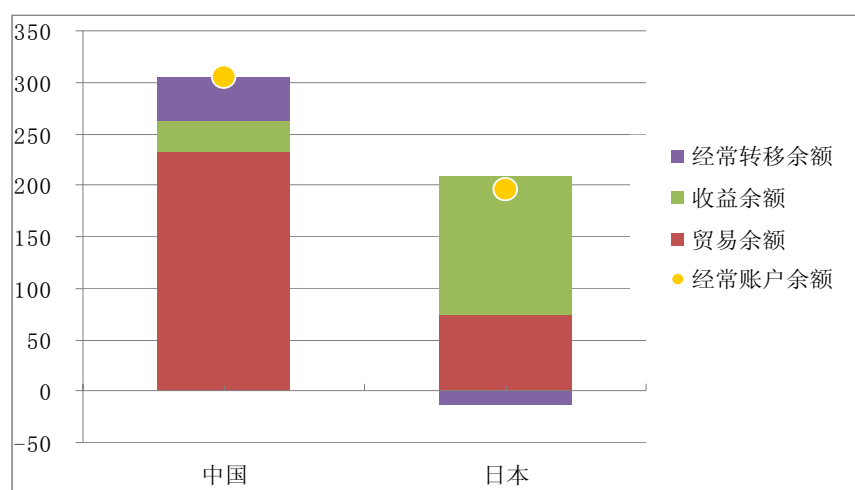
图2 货物贸易顺差与外商投资企业加工贸易顺差（亿美元）



数据来源：国家外汇管理局网站

中国净贸易的余额与同样是经常项目余额很高的国家——日本形成了鲜明的对比（见图3），2010年日本这部分只占据38%。相反，净收益余额只占中国经常项目余额的约10%，而在日本占据了经常项目余额的68%。净收入顺差反映出日本大量的净外国资产头寸和投资组合的高盈利性。2010年两个国家经常项目的不同构成，特别是中国贸易顺差的绝对值（2321亿美元）高于日本整个经常项目的顺差（1958亿美元）的事实，可能正是为什么中国的经常项目比日本的更引人关注的原因。

图3 2010年中国和日本经常项目顺差分解对比（单位：10亿美元）



数据来源：根据国际货币基金组织（eLibrary Balance of Payments Statistics）绘制。这里的贸易包括货物和服务。

Cappiello and Ferrucci (2008) 认为从2005年开始的中国贸易顺差的激增主要来自进口增长变缓，进口增长的速度一直大幅度落后于出口。进口的增长率

和实际投资之间存在着明显的相关关系。虽然中国从发达国家（欧盟、日本和美国等）进口机器设备一直稳定增长，但是伴随着中国在科技研发方面支出的增加、FDI的技术转移以及通过干中学和合资企业等渠道，原来需要进口的设备在国内有了越来越多的替代，中国的制造商在国内采购的数量明显增加。Cui and Syed(2007)也表达了同样的看法，中国进口零部件的增长主要来自国内生产的需求，而不是海外的最终需求。国内采购的增加是进口减少的重要原因之一。贸易顺差在可预见的未来可能还会很高。

中国对外贸易在区域方面存在显著的差异，格局呈多元化特点。2010年，中国对美国和欧盟顺差分别为1813亿美元和1428亿美元；对日本、韩国和东盟等周边国家或地区逆差分别为556亿美元、696亿美元和164亿美元，合计较上年扩大73%¹。虽然经常项目（主要是货物贸易）持续较大盈余是中国出口竞争实力的体现，但同时也加剧了国内资源紧缺和货币被迫增发，透支了未来的发展，容易引起发达国家和新兴市场对华贸易摩擦。

2、资本和金融项目

资本项目的盈余规模和资本流动的结构是中国国际收支平衡表的另一个特点。中国对资本进出的控制是不对称的。在外资流入方面，相比证券投资和外债，对FDI的限制是最少了。在过去10年中，中国吸收了大约整个流入到新兴市场FDI的1/4和流入亚洲新兴市场的70%（Cappiello and Ferrucci, 2008）。FDI的规模占据了中国国际收支中资本和金融项目余额的主要部分，2010年高达82%。

在过去10年中，FDI作为中国最重要的外源融资，为30多年来中国经济增长模式做出了很大的贡献。但同时一些地方以牺牲环境和资源为代价招商引资，以廉价的劳动成本生产出口产品，实际上是中国对发达国家的一种补贴。资本账户和经常账户的双顺差，从实际资源利用的角度来看，中国是资本输出国而不是资本输入国，FDI进入中国换取股权投资的高收益，中国用大量的外汇储备购买美国、日本和欧盟等发达国家低收益国债，一方面增加所在国储蓄的供给，另一方面又大量引进外商直接投资，让他们获取高额的产业利润。这一出一进，一低一高之间形成了中国对别国的利益输送。

中国市场主体的负债外币化倾向较强，表现在外债规模有所上升，外汇贷款继续增加。一方面，中央银行手中有大量的外汇储备不能有效地利用，但另一方面，人民币升值预期和本外币利差的情况加剧了“资产本币化、负债外币化”倾

¹ 数据来源于国家外汇管理局《2010年中国国际收支报告》。

向。受欧洲主权债务危机影响和主要国家货币走弱、人民币升值预期影响，境内企业和个人为规避汇率风险和实现资产的保值增值，负债外币化倾向比较明显。这些外向型企业大多采取的方式为早收汇结汇、晚付汇购汇，或出口预收、进口延付等商业信用和外汇贷款、海外代付、远期信用证等银行信用。这在客观上增加了外汇流入、减少了外汇流出，加剧了国际收支的失衡。

3、误差与遗漏

由于资本管制使大量来自私人部门的资本流出流入潜入地下而没有被记录，再加上最近几年人民币升值等因素导致“热钱”流入，使中国的国际收支一直存在较大的错误与遗漏。误差与遗漏为负在一定程度上说明资本外逃，而正的说明投机资金的涌入。

表2 中国国际收支平衡表误差与遗漏项目 (单位：亿美元)

项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
净误差与遗漏	270	155	-6	116	209	-435	-597
占经常项目余额的比重	39.3%	11.6%	-0.3%	3.3%	5.1%	-16.7%	-19.5%
占资本项目余额的比重	24.4%	15.3%	-1.1%	12.2%	45.1%	-24.1%	-26.4%

数据来源：国家外汇管理局

一般来说，误差与遗漏净额与进出口商品总额之比在5%之内在国际被公认为是合理范围。从表2中可以看出，近几年来，这部分资金不仅波动较大，数额越来越大，而且已明显超过正常水平。这部分资金既有由于升值预期和资产膨胀引起的“热钱”涌入，同时也有对“双顺差”的持续扩大不断强化预期，也可能由于担心中国经济出现“硬着陆”或其它经济政治的不确定性而将资金转移到境外的情况。

一般来说短期资金流动大多是没有真实的投资为基础的投机资金，对经济的冲击较大。短期外债的增加，误差和遗漏项的扩大说明资本管制的有效性趋弱，也揭示了资本项目管制与中国经济发展状况之间的不适应性越来越明显。

三、人民币国际化与中国国际收支平衡表结构的矛盾与选择

2010年底，中国国际收支中经常项目顺差3054亿美元，资本和金融项目2260亿美元，总计顺差5314亿美元；外汇储备2.85万亿美元¹。持续巨额的双顺差导致货币大量地被迫发行，加大通货膨胀压力和货币调控操作的难度，使中国经济

¹ 数据来源于国家外汇管理局网站。

对外依赖性加大。我们需要在这样的国情下设计人民币国际化之路。具体路径是国际收支双顺差—国际收支基本平衡—国际收支逆差。也就是我们需要分两步走，第一，国际收支基本平衡。这也是“十二五”规划纲要明确提出经济社会发展的主要目标之一。第二，让人民币更畅通地走出去，在这个过程中摆脱特里芬难题的困扰。

1、经常项目顺差是一国竞争力和货币价值的基石

国际经济发展经验表明,在大国经济发展中,产业结构必须经过工业化向后工业化逐步升级的过程,制造业生产能力有一个相对长的扩张阶段,这个时期是一国实体经济实力和人才积累和养成的阶段。美国、德国就曾经分别保持了100年和80年的贸易顺差¹。从长期来看,经常项目是最能表现一国实体经济实力和国际竞争力的项目。国际化最坚实的支撑是一国的经济实力和产业的国际竞争力,而经济实力最重要的体现是具有现代产业。

较高的出口产品竞争力既有利于本国货币在国际贸易中发挥计价结算功能,又有利于国际储备具有竞争性和持续地坚挺。经济实力是决定货币价值最主要的因素。只有当储备资产增加来源于经常账户顺差(尤其是贸易账户)时,才能真正增加对外净金融资产和对外净金融债权,增强人民币的价值和实力。如果储备资产的增加来源于资本和金融账户顺差,对外净金融资产并不会增加,因为随着储备资产的增加,对外负债也增加。因此在国际收支平衡的过程中经常项目需要顺差。

值得关注的是,2010年货物贸易顺差与同期GDP之比连续三年呈下降态势。中国出口的国际竞争力仍主要侧重于劳动密集型产业,技术含量低,缺乏自主品牌和核心技术,主要靠薄利多销,在资本密集型和技术密集型产业中,中国没有太多的优势。从图2贸易顺差的结构中,容易看到中国对外贸易的隐忧。伴随着最近几年劳动力成本的快速提高和人民币升值的加快,加工贸易顺差可能会出现拐点,从低成本竞争优势到新竞争优势的形成可能出现真空期。也就是说贸易顺差可能会消失。因此,要充分利用目前外汇储备充裕完全可以支撑若干年的条件,加速技术进步和产业升级,全面提高中国制造业的技术水平。

如果经常项目不允许逆差,从目前中国国际收支的格局来看,就必须选择资本项目逆差,资本必须大规模走出去,来保持国际收支基本平衡的格局。需要持

¹ 中央财经领导小组办公室课题,《关于我国国际收支顺差问题的研究》,《经济研究参考》,2010年第1期

续提高对外投资收益和“两个市场、两种资源”的运作能力，将资本项目的投资转化为经常项目的收益本身，就是资本运营质量的提升。改善贸易收支、经常收支、资本和金融收支的效益和质量，是国际收支结构趋于合理和可持续发展的基本保证。

在“十二五”期间，实现国际收支基本平衡，需要转变长期以来形成的“重出口、轻进口”观念。全面调整进出口政策，减少贸易顺差。取消低端产品的出口退税等优惠，在这个转变过程中，出口收入会下降。同时改善进口的体制机制，降低进口税率和减少贸易壁垒，支持和鼓励进口资源性产品和高技术产品，增加战略资源的进口和储备，并对奢侈品等放宽进口限制。

在资本项目和金融项目方面，继续鼓励中国对外直接投资，尤其在资源性的领域和金融领域。限制污染性的、低端产业的外商投资，适当控制外商直接投资，以降低资本和金融项目顺差的规模。

2、人民币国际化需要开放性的战略规划

首先，人民币具有坚实稳定的内在价值是人民币国际化的前提

人民币国际化需要将人民币用于国际贸易计价、结算和支付需求，进而在金融市场用于借贷和投资，最终因有价值而成为储备货币。我们需要给别国一个愿意持有人民币的理由。如果中国经济不能高效地增长，产业结构不能优化，中国经常账户顺差增加就缺乏竞争性和持续性，人民币就不会坚挺，可能就会断送人民币国际化进程。

其次，必须建立在人民币向境外输出的常规路径和通道

从目前国际经济格局来看，中国的国际地位和经济实力都无法与美国相提并论，在未来的20年中，人民币国际化的目标是跻身几种世界货币之一的行列。

目前中国的经济结构使人民币缺乏直接有效的境外输出渠道和方式。人民币国际化的路径应该采取循序渐进的渗入方式，先区域化，再国际化。在国际化的过程中，在不同的区域结构也要区别对待。中国应该先与对中国有贸易顺差国家采用人民币结算，例如当前中国对东盟、日本、韩国和台湾等周边国家和地区就比较适合。具体步骤可以是，在东盟地区从贸易上开始，然后再做资本项下的安排；而非洲和拉美地区是资本项下先出去，然后在贸易上再做相应的布局。

货币国际化的关键问题不仅在于让其成为贸易结算货币，还要创造条件让货币成为境外机构和居民进行投资交易的货币，进一步成为人们愿意储备的货币。

有弹性的、反映市场供求的汇率制度是资本账户开放的前提条件。中国资本

项目的开放程度决定了人民币国际化能走多远。如果没有发达的离岸市场使人民币进行有效的交易和增值，人民币不可能成为国际货币，也不可能提高人民币使用的广度和深度。因此中国需要进一步开放资本和金融项目的管制，逐步疏通人民币自由进出的管道。

目前尚存严厉管制的部分主要集中在三个领域：借用外债、跨境证券投资以及中资机构对外借贷和对外直接投资。经过30多年的改革，中国对外经济贸易和对外直接投资实现了跨越式的发展，所面临的国内经济形势和国际经济环境已经发生了实质性的变化。现在中国处于人民币走出去的最好时机，已经从一个外汇相对短缺的国家转变为外汇比较充裕的国家，这为中国的资本项目的开放提供了充足的资金和时间的缓冲，我们必须抓住机遇。资本项目的开放会有风险，但只要经过缜密的研究，科学地制定路线图和战略目标，有设计、有步骤地开放资本和金融项目，更多地使用市场化的审慎管制手段，开放的收益肯定大于成本。

3、特里芬难题对于美国不是难题

特里芬困境一直是困扰世界货币的一个难题，但对于美国基本没有影响。

布雷顿森林体系的瓦解后，美元与黄金完全脱钩。特里芬两难的其中一难美元和黄金之间的尴尬关系已经不复存在，但是另外一难——美国若要保持国际收支平衡，稳定美元，则会断绝国际储备的来源，引起国际清偿能力的不足；若美国国际收支持续出现逆差，必然影响美元信用，就会引起美元的贬值。作为主要的世界货币，美元的供应必须适应世界经济和国际贸易增长的需要，不能出现清偿力不足的情况。如何解决这个难题？

今天的美元已经和当年布雷顿森林体系时的情形完全不同。今天或者说在未来，任何一种国际货币都是信用货币，由一种不兑现的、仅仅依靠其发行国信誉和经济实力为保证的货币来充当世界货币。美元与黄金完全脱钩，表面上看是美元无力维持与黄金的固定官价，美国的地位和信誉下降。但实际上却是美元地位的上升，因为美元摆脱了黄金的束缚，直接充当世界财富的代表。今天，虽然美国经济存在着很多的问题，但是美元仍牢牢地占据着60%以上的世界贸易结算和各国官方储备。大宗商品也基本上都以美元标价。

美元霸权是当今国际货币体系最突出的特点。美国可以不断地通过发行美元来购买世界各国的商品和服务，提供世界经济增长和交易所需要的流动性，基本没有什么约束。美国政府总是把国内经济利益置于国际经济均衡和他国利益之上来考虑。当美国出现国际收支逆差时，会选择增发美元来对外支付，而不会采取

可能影响国内就业和增长的措施。美国财政赤字已达天文数字,在财政收入无法增长的情况下,美国会通过量化宽松的货币政策来缓解债务偿还压力。而外国对美国的贸易盈余,只能以美元或购买美国政府债券的形式保留下来。因此,美国长期国际收支逆差的结果,不是黄金等储备资产的外流,只是美国债务的积累;而其他国家长期国际收支顺差的结果,也不是黄金等储备资产的流入,只是对美国债权的增加。这次美国债券危机中牵动了世界上很多持有美债作为储备资产的国家,尤其是作为美国国债的最大海外持有者的中国。我们可以看到,在目前的国际货币体系下,世界其他国家比美国更担心美元的贬值,美国则可以通过货币增发来减轻其债务负担。

目前国际上没有可以替代或与美元抗衡的国际储备资产。当今世界可能用于储备资产的选项无非是黄金和外汇。黄金不可再生,其产量远远无法满足经济增长对货币的要求,当今经济巨额的交易量已使黄金无法重返国际货币舞台。如果各国把美元用于购买黄金储备,结果只会是黄金价格的飙升,等于是把财富转让给美国等黄金储备大国和黄金资源生产大国。虽然欧元、英镑和日本也是世界货币,但根本无法与美元相提并论。欧盟和日本问题远比美国大得多,欧元的前途堪忧,如果大量持有欧元和日本,所面临的风险比美元还要大。世界各国完全被美国所绑架,因为找不到比美元更好的选择。由此可见,当今世界对美元的信心,或者说美元霸权的基础,是建立在美国经济实力和综合国力上的。美元的发行量与世界对美元的信心并没有必然的联系。只要美国能在经济、军事、科技等综合实力远远超越其他国家,就可以维持美元在世界货币体系中的核心地位。而反过来,美元在世界货币体系中的核心作用,又可以支撑美国采取世界上独一无二的发展模式,关注于自身经济发展而不必担心外部经济均衡。

因此,在货币国际化的过程中,只要能在世界经济中长期保证霸主地位,国际收支长期逆差就不是问题,特里芬难题就迎刃而解。但这个过程对于中国来说,还有很长的路要走。

四、国际收支的变化与中国经济结构的调整

如前所述,在人民币国际化进程中,中国经济的实力、特别是实体经济的竞争力至关重要,这将一直贯穿在国际收支从双顺差到基本平衡,再到逆差的过程。在经常项目由数量向质量的转化过程中,产业结构的调整,升级换代,在初期可能会牺牲一定的货物贸易的规模,出现拐点是正常。相信货物贸易将经历一个U

字型的轨迹，最终形成以高端和自主品牌为主的中国竞争力和优势。要提高服务贸易、特别是金融保险服务的质量，努力使之变为顺差。同时实现国际收支平衡，或者国际收支逆差，必须加大“走出去”的力度。“走出去”效果如何，投资收益是最好的体现。在图3中，中日两国经常项目盈余差异的对比可以看出中国在这方面没有太多的优势。投资收益标志着中国经济走出去的质量，这个调整是中国在国际经济中的适应力和掌控力的一个重要的标志。

国际收支结构的变化必然影响中国经济的结构。

首先，将影响成千上万家外向型中小企业的生存

如果这类企业没有核心技术，可能就面临着倒闭风险，紧接着就是大量的工人失业。我们需要从宏观上明确的是，中国到底需不需要再增加外汇储备？从安全角度来说，中国的外汇储备已经足够多了。中国巨额的外汇储备使用效率不高，时刻面临着贬值的风险，保值增值很困难。长期以来，我们一直担心上千万的工人失业问题，但是我们看到这个问题在近两年出现了转机，有些因素正在发生变化。内地经济的起飞吸收了大量本地的劳动力，在可预见的未来，农村劳动力就业压力会得到缓解。在这种情况下，中国完全可以牺牲附加值低的加工业，“腾笼换鸟”，利用这个机会全面进行产业的升级换代。

表3 三大需求对GDP的拉动效应

年 份	最终消费支出		资本形成总额		货物和服务净出口	
	贡献率	拉 动	贡献率	拉 动	贡献率	拉 动
	(%)	(百分点)	(%)	(百分点)	(%)	(百分点)
2004	39.5	4	54.5	5.5	6	0.6
2005	37.9	4.3	39	4.4	23.1	2.6
2006	40	5.1	43.9	5.6	16.1	2
2007	39.2	5.6	42.7	6.1	18.1	2.5
2008	43.5	4.2	47.5	4.6	9	0.8
2009	45.4	4.1	95.2	8.7	-40.6	-3.7
2010	36.8	3.8	54	5.6	9.2	0.9

数据来源：中经网

对中国经济结构带来的直接影响就是进出口对 GDP 的贡献下降，这个缺口未来主要靠消费或投资来弥补。从表 3 中可以看出，2009 年由于美国次贷危机的影响，进出口同比下降，对 GDP 的贡献率下滑。为了维持 GDP 在一个较高的水平，消费和投资快速地补上，投资的贡献率高达 95.2%。

其次，将刺激中国全面提升内需

从表4可以看出，无论和发展中国家相比，还是和发达国家相比，中国不仅

最终消费支出占GDP的比重都较低，而且还呈不断下降的趋势。中国国际收支尤其是贸易大量顺差的根本原因就在于储蓄率偏高，即使在投资率很高的情况下，储蓄率仍然高于投资率。储蓄与消费明显失衡，扩大内需有很大的空间。

表4 最终消费支出占GDP的比重

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
中国	54	52	49	49	48	48
美国	86	86	86	86	88	89
英国	86	86	86	85	86	89
俄罗斯	67	66	66	67	65	74
印度	69	68	67	66	71	68
日本	75	75	75	75	76	79

数据来源：世界银行世界发展指数在线数据库

扩大内需的关键在于扩大居民消费需求。因此，要调整国民收入分配关系，逐步提高居民部门特别是劳动报酬在国民收入分配中的比重，适当降低中低收入者的纳税额，增加劳动者收入。遏制收入分配差距过于悬殊的趋势。要加快建立覆盖城乡和所有居民的社会保障制度，切实保障城镇低收入居民的住房需求，减轻居民的教育、医疗负担，为广大居民提供公平的、普遍的公共服务。使百姓消费没有后顾之忧。

扩大内需重点要关注城镇中低收入者和农民的消费，加快城镇化进程。城镇化进程能够释放出大量的社会化需求，这是一个长期而且巨量的需求空间，包括大量服务消费的需求、对城市建设、房地产的需求，对科技、教育、医疗卫生、文化娱乐服务的需求等。

第三，将投资控制在一个合理的范围

中国经济增长主要依靠投资推动。长期以来，无论是中央政府还是地方政府都有强烈的投资冲动。投资过热是“增长速度至上”发展观和增长方式粗放的集中体现。对于处于大发展的中国，拉动GDP的三驾马车中投资的启动是最容易和最立竿见影的，投资保持在一个较高的水平也是可以理解的。因为消费和进出口在很大程度上受外界影响较大，政府无法靠运动或行政手段强制推行。但是从表3中可以看出，我国近些年拉动GDP的三驾马车及不均衡，投资在经济发展中的比重过大。长期的政府主导的投资将会对民间投资产生挤出效应，不利于市场化和资金利用效率的提升。

投资不仅需要降温，而且要调整投向。近年来投资增长很快，在很多方面扩大了本已饱和过剩的国内生产能力，过大的生产能力更多地到国际市场寻找出

路。这就刺激了投资与出口、投资与顺差之间的自我循环，加剧了对外不平衡。切断投资与出口和顺差的联系，就要调整投资结构，把投资的重点转向国内需求，转向为新农村建设服务，为基本公共服务均等化提供基础设施等方面。政府投资要以公共服务为主，多向民生、社会保障、农村、社会事业等方面倾斜。

参考文献：

Cappiello, L. and G. Ferrucci, The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalization, European Central Bank, Occasional Paper Series, No 82, March, 2008

Cui, L. and M. H. Syed, Is China Changing its Stripes? The Shifting Structure of China's External Trade and Its Implications, Paper presented at the Trade Conference, Research Department, Hosted by the International Monetary Fund, Washington DC, 6 April, 2007.

Edoardo Campanella, The Triffin Dilemma Again, www.Economics-ejournal.ro Vol. 3, 2010-25, September, 2010

Yongding, Y. (2007), Global Imbalances and China, The Australian Economic Review, vol. 40, No. 1, Page3-23.

陈炳才，《国内净储蓄等于经常项目顺差吗？》，《中国金融》，2006年第21期

王梓，《反思双顺差》，《21世纪经济报道》，2006年7月23日

张青龙、王舒婷，《国际收支结构研究：基于人民币国际化视角的分析》，《国际金融研究》，2011年第5期