



Konrad
Adenauer
Stiftung

East and South East Asian Financial Integration in the Process of RMB Internationalisation

Shi Shijun

Publisher

Shanghai Project Office of the Konrad-Adenauer-Stiftung
in the PRC

Room 1806, Overseas Chinese Mansion
No.129, Yan'an Xi Road, Shanghai 200040

Tel.: 0086 21 6249 8511

Fax: 0086 21 6249 4549

E-mail: shanghai@kas.de

Webpage: www.kas.de/china

Person responsible: Dr. Peter Hefele, Director KAS Shanghai

The content of this publication does not necessarily reflect
the opinion or position of the Konrad-Adenauer-Stiftung.

发行: 德国阿登纳基金会上海办公室

地址: 上海市延安西路 129 号华侨大厦 1806 室

邮编: 200040

电话: 0086 21 6249 8511

传真: 0086 21 6249 4549

E-Mail: shanghai@kas.de

主页: www.kas.de/china

主编: 何彼得博士, 德国阿登纳基金会上海办公室主任

文章内容仅代表笔者之观点, 与阿登纳基金会立场无关。



阿登纳基金会研究项目

人民币国际化进程中的东亚金融一体化

石士钧 史龙祥 张帆

2012年4月



Foreword

The Asian financial crisis of 1997, which severely hit most of the countries in East and South East Asia, and the policy management to overcome the crisis, has caused a lot of criticism on the established world financial and currency order in the region. Since then and due to these experiences several concepts have been developed towards a greater *regional integration* of monetary policies and more effective financial stabilization mechanisms.

At the same time and as a result of China's economic and political rise the still not freely convertible Renminbi (RMB) has made remarkable steps towards becoming a regional (and to a lesser extent global) trade currency and as a possible future reserve currency. This development is also supported by an increasing influence of the People's Republic of China in international organisations like IMF or Worldbank.

This development will probably continue and even speed up due to the current fiscal and economic crisis in the Euro zone and the weakness of the US Dollar.

The study of Professor Shi Shijun, Shanghai Institute of Foreign Trade (SIFT), provides a concise overview on concepts of a closer regional financial integration in East Asia against the backdrop of the strategic goal of establishing the Renminbi as an international currency. It gives useful advice to political decision makers and experts in finance and banking on a possible reshaping of the financial and monetary landscape of East and South East Asia.

The insights given by this study are as well of high importance for the City of Shanghai, which proclaims to be an international financial hub by 2020.

The study is funded by the German Ministry of Economic Cooperation (BMZ). The content of this publication does not necessarily reflect the opinion or position of the Konrad-Adenauer-Stiftung.

Dr. Peter Hefe, Director KAS Shanghai



Content

Executive Summary	12
1. Literature Review	18
1.1 Research on the internationalisation of sovereign currencies	18
1.1.1 Preconditions for the internationalisation of currencies	18
1.1.2 Comparative studies of the internationalisation of sovereign currencies	20
1.2 Research on the constraints for and the path towards the internationalisation of the Renminbi	24
1.2.1 Constraints of the current system	24
1.2.2 Research on the direction of RMB internationalisation	25
1.2.3 The RMB as a trade and settlement currency	26
2. Perspectives on the internationalisation of the RMB	27
2.1 Urgency of the RMB internationalisation	27
2.2 Common understanding of the RMB internationalisation	29
2.3 The interaction between financial integration in East Asia and RMB internationalisation	32
3. Ideas on the financial integration in East and South East Asia	34
3.1 Analysis of the economic interests behind the financial and monetary integration in East Asia	34
3.2 Review of visions for the financial integration in East and South East Asia	40





3.2.1 Ideas on building a regional financial crisis management system	40
3.2.2 Thoughts on establishing a regional currency settlement system in East Asia	41
3.2.3 The idea of creating an area of fixed exchange rates in East Asia	43
3.3 Practical implementation of financial integration in East Asia and its obstacles	46
3.3.1 The course of the practice of financial integration in East Asia	46
3.3.2 Obstacles and problems of financial integration in East Asia	52
4. Research on the RMB as a settlement currency	53
4.1 Economic analyses of currency internationalisation	53
4.1.1 Internationalisation based on monetary functions	53
4.1.2 Internationalisation based on market demand	55
4.2 A possible breakthrough in the internationalisation of the RMB	55
4.2.1 Major systemic restraints of RMB internationalisation	55
4.2.2 Actual path towards RMB internationalisation	56
4.2.3 Internationalisation in order to establish the RMB as a settlement currency	58
4.3. Analysis of the feasibility of the establishment of the RMB as a settlement currency	58
4.3.1 Factors promoting the RMB as an international settlement currency	58
4.3.2 The current basis for the establishment	59
4.3.3 The macroeconomic risks of the establishing the RMB as an international settlement currency	60





4.4 Conclusions	61
5. Policy recommendations	62
5.1. On setting up the RMB as an international currency	62
5.2 On the interrelation between RMB internationalisation and financial integration in East and South East Asia	64
5.2.1 RMB internationalisation and escaping the “Dollar trap” in East and South East Asia	64
5.2.2 RMB internationalisation and a direct currency exchange network in East and South East Asia	66
5.2.3 RMB internationalisation and setting up a regional financial market in East and South East Asia	67
5.2.4 RMB internationalisation and exchange rate regulation mechanisms in East and South East Asia	68
5.3 How to strengthen the role of the RMB as an international settlement currency	69
5.3.1 Struggling to overcome obstacles for the establishment as a settlement currency	69
5.3.2 Facing the possible negative consequences of establishing the RMB as an international settlement currency	70
5.3.3 Promoting relevant measures	71





Content

Executive Summary	11
1. 相关研究文献综述	17
1.1. 主权货币国际化的研究	17
1.1.1. 关于主权货币国际化的条件	17
1.1.2. 主要货币国际化的经验比较	19
1.2. 人民币国际化制度约束及路径研究	23
1.2.1. 关于现有制度条件的约束	23
1.2.2. 人民币国际化路径研究	24
1.2.3. 人民币作为贸易计价及结算货币	25
2. 人民币国际化相关思路	26
2.1. 人民币国际化的紧迫性	26
2.2. 人民币国际化的基本认识	28
2.3. 与东亚金融一体化互动的重要性	31
3. 东亚金融一体化相关思路	33
3.1. 东亚货币金融一体化的经济动因分析	33
3.2. 东亚金融一体化诸多构想述评	39
3.2.1. 建立地区金融危机救助机制的构想	39
3.2.2. 关于建立东亚地区国际结算体系构想	40
3.2.3. 关于建立东亚固定汇率区的构想	42
3.3. 东亚金融一体化的具体实践及其问题	45
3.3.1. 东亚金融一体化的实践历程	45
3.3.2. 东亚金融一体化存在的问题与障碍	51
4. 作为结算货币的人民币研究	52



4.1. 货币国际化的经济学分析.....	52
4.1.1. 基于货币职能的货币国际化.....	52
4.1.2. 基于市场需求的货币国际化.....	54
4.2. 人民币国际化的突破口	54
4.2.1. 人民币国际化的主要制度约束	54
4.2.2. 人民币国际化的具体路径.....	55
4.2.3. 作为结算货币的国际化路径.....	57
4.3. 人民币作为结算货币的可行性分析	57
4.3.1. 推动人民币成为国际结算货币的因素.....	57
4.3.2. 人民币成为国际结算货币的现实基础.....	58
4.3.3. 人民币成为国际结算货币的宏观经济风险	59
4.4. 研究结论	60
5. 对策思路与政策主张	61
5.1. 关于人民币国际化的自身建设	61
5.2. 关于人民币国际化与东亚金融一体化的互动	63
5.2.1. 人民币国际化与摆脱东亚“美元陷阱”	63
5.2.2. 人民币国际化与东亚双边本币互换网络	65
5.2.3. 人民币国际化与东亚区域金融市场建设	66
5.2.4. 人民币国际化与东亚汇率协调机制	67
5.3. 关于强化人民币国际结算功能	68
5.3.1. 努力跨越人民币国际结算所面临的障碍	68
5.3.2. 高度正视人民币国际结算的可能后果.....	69
5.3.3. 推动人民币国际结算的相关措施	70



Executive Summary

East and South East Asian Financial Integration in the Process of RMB Internationalisation

The financial integration of East Asia must be promoted mutually with the internationalization of the RMB. In order to achieve these objectives, mechanisms concerning the topics of cooperation, relief, settlement, reserve and integration have to be implemented by the relevant countries. However, the countries must also comprehend three challenges connected with the internalization of the RMB: valuation, opening capital accounts and settlement.

I.

Triggered by the South-East-Asian financial crisis in 1997 and against the background of the global trend of regional integration, the process of financial and monetary integration in East-Asia started in the late 1990s and has progressed ever since. The eruption of the global financial crisis in 2008 prompted China to speed up the internationalization process of the RMB. This research report analyzes the economic motives of the East-Asian financial integration, discusses initiatives and plans of this process, recalls the history of the integration, and finally discusses the synergic effects between the RMB internationalization and East Asian monetary integration.

Part one focuses on the economic motives of the East-Asian financial integration. The South-East-Asian financial crisis in 1997 triggered the process of East Asian financial integration. This kind of triggering effect can be summarized into the following aspects:

1. Trying to end the dependency on the IMF, its crisis rescuing and fluidity aid because it featured several drawbacks: Firstly, the aid from the IMF came too late. Secondly, the conditions attached were too difficult to accept. Thirdly, the scale of the loans from the IMF was very limited.

2. Trying to reform the existing regional exchange rate system which has fallen into the so-called "Dollar trap".

3. Trying to end the dependency on the Dollar and its impact on the regional foreign exchange reserve structure. The East Asian communities need to create a multi-currency reserve strategy through regional financial and monetary cooperation.

Part two focuses on the discussion and evaluation of initiatives or plans for the regional financial integration, which have been presented by scholars and member state governments. These plans include:

1. Initiatives on establishing regional financial crisis rescue mechanisms, such as the Asian



Monetary Fund Initiative (AMF), New Miyazawa Initiative, Asian Arrangements to Borrow Initiative (AAB), Regional Financing Arrangement (RFA), Regional Stability Forum (RSF) and East-Asia Monetary Fund (EMF). Initially, the initiatives and plans mentioned above did not draw much attention except RFA. Through the leadership roles of the small East Asian countries during the process of East Asia's economic and financial integration, the process has actually followed the RFA plan, which was presented by economists from Thailand.

2. Plans on constructing an East Asian regional fixed exchange rate zone. McKinnon suggested that all East Asian economic communities, including Japan, formally peg their currencies to the Dollar. However, Japan had planned to establish a Yen Circle. The more rational alternative consists of letting all East Asian member states commonly peg their currencies to a currency basket. The basket's content varies according to different proposals for currencies to be included. One proposed basket would be composed of all currencies of the East Asian community, but excluding the main international currencies such as the Dollar, Euro, Pound and the Japanese Yen. In contrast, another proposed basket includes only the main international currencies. The third proposed solution tries to combine the first two options and thereby offers a two level peg. On the first level, it would form a currency bas-

ket consisting of all Asian currencies. On the second level, the currency basket would again be pegged to an international currency basket. Each of the above initiatives or plans offers advantages as well as disadvantages. Up to now, none of the plans has been implemented.

Part three focuses on recalling the reality of the East Asian financial integration. Despite the existence of a multitude of obstacles and difficulties, the East Asian financial integration has actually made some progress. The following achievements have been reached:

1. A two level regional economic surveillance systems has been established.
2. In 2000 a regional bilateral currency swap network was constructed according to the famous Chiang Mai Initiative (CMI).
3. An Asian bond market plan has started in order to establish an open and incorporated regional financial market system.
4. A multilateral foreign exchange reserve pool has been put into use according to the Chiang Mai Initiative Multi-lateralization (CMIM) in 2009.

Part Four focuses on the discussion of the development problems of East Asian financial integration. They are as follows:

1. The CMI mechanism can still not be very effective. Up to now, no country has ever actually used the currency swap facility under the CMI framework and no



country has ever applied for flu-
idity aid from the East Asia For-
eign Reserve Pool under the
CMIM framework.

2. Only very limited progress has
been made in achieving the goal
of establishing a regional ex-
change rate cooperation mecha-
nism. Due to the differences in
economic development and po-
litical systems among member
countries, there is still no com-
monly accepted regional ex-
change rate cooperation goal.
The suspension of the ACU plan
is an obvious setback for the ef-
forts of establishing a regional
exchange rate mechanism.

3. The task of establishing an
open and incorporated regional
financial market is still a long
way to go. East Asia not only
needs a strong regional bonds
market, but also a strong stock
market and other capital markets.

Part Five focuses on the analysis
of the synergy effects of the RMB
Internationalization process and
the East Asia Monetary Integra-
tion process. During recent years,
China has been speeding up the
RMB internationalization strategy.
This report found that a certain
degree of synergy effect exists
between the RMB internationali-
zation strategy and the process
of East Asian financial integration.
To be precise, these synergy ef-
fects include four aspects:

1. The RMB internationalization and
the abolition of the strong Dollar de-


pendency of East Asian foreign re-
serve structure. If the RMB can act
as a kind of international currency, it
will surely become a substitute of
the Dollar and become another re-
gional foreign reserve currency.

2. The RMB internationalization
and the constructing of a re-
gional currency swap network.
Through the channel of a re-
gional currency swap network,
the other East Asian communi-
ties are encouraged to acquire
RMB to settle their international
payments, thus the RMB Interna-
tionalization pace can be accel-
erated.

3. The RMB internationalization
and the regional financial market
system integration process. As a
matter of fact, an open, mature
and incorporated regional finan-
cial market system is not only
the accomplishment of regional
financial integration, but also the
necessary infrastructure of the
RMB internationalization.

4. The RMB internationalization
and reforming of the existing
pegged Dollar exchange rate re-
gime. If only the RMB can be ac-
cepted by other countries to set-
tle their international payments
and to be used as a kind foreign
reserve currency, the planed
East Asian new exchange rate
mechanism will be accepted by
more member communities.

II.



Part one: After the US Dollar was uncoupled from gold; sovereign credit currency was at the core of international currencies, leading to the “Triffin Dilemma”, which could not be solved until today. The 2008 subprime mortgage crisis in America lit the fuse of a global financial tornado. The American government shared its cost with the entire world by means of quantitative easing but this monetary policy caused the role of the US Dollar as the leading international currency to be threatened. Meanwhile, the Euro as a regional currency is also challenged due to the European debt crisis, casting an intense shadow on the future of the Euro and its ability to provide prosperity for the people. The newly industrialized economies represented by China have been drawing global attention on their steady economy growth. In the unipolar world, America played the leading role but today the structure of the world is becoming more multi-polarized and regionalized, which offers a new opportunity to adjust the international economic and financial order.

Part two: China became the second largest economy in the world in 2010 and therefore the discussion has been focused on the question whether the RMB can achieve to become one currency of the international monetary regime, based on China’s steady economy growth and high level of foreign reserve. Measures to

support the internationalization of the RMB have been extended. By the end of December 2010, 67,724 firms were licensed as experimental sites to settle cross-border trade in RMB (only 365 firms were permitted in 2009) and up to 506.34 billion Yuan’s worth of cross-border trades were settled in RMB, 141 times the volume of the early stage of experimental operation in 2009. In the meantime, the offshore financial market centred in Hong Kong has been developing rapidly. By the end of 2010, 43 bonds denominated in RMB, worth 53 billion Yuan, were issued in Hong Kong. On January 13th 2011, the People’s Bank of China issued “Principles of Management of Overseas Direct Investment Settlement in RMB” which allows any company at home with the permission to make direct investment abroad to make settlement in RMB. The influence of the RMB in international trade and financial markets is increasing. The RMB internationalization is supporting the improvements of the current international monetary regime, which is faced with serious problems adjusting the global economy imbalance.

Part three: By methods of historical and comparative analysis, this project studies the process of the RMB internationalization and feasible routes to achieve this goal within the restrictions of the present system.



Part four: The main conclusions are summarized into three points:

1. The internal defect of the present international monetary regime, "Triffin Dilemma", and its institutional source have led to a high frequency of global financial crisis over the recent 30 years. The present regime needs to be reformed urgently due to problems like national interest conflicts and disparities of interest distribution within it. The RMB internationalization helps to provide more choices of international currencies and can therefore reduce the excessive dependence on the U.S. Dollar, which will restrict "Quantitative Easing" and mitigate the "Triffin Dilemma" as well as the imbalance of the global economy.

2. The RMB internationalization is a progressive process. It should start from regional currency cooperation, secure its position regionally and at last expand internationally. On the basis of the market share of China in the global trade, the RMB can become an invoice currency as the starting point. Afterwards it can spread from neighbouring countries to regions, before finally spreading globally. During the process of currency cooperation in Eastern Asia, the RMB can first serve as the core regional currency, before spreading beyond Asia to become an international currency of settlement, investment and even reserve.

3. The RMB possesses a strong and realistic foundation to be an invoice

currency: The steady growth of comprehensive economic power is the foundation for national credit of the RMB; the massive foreign reserves guarantee its national credit; the increasing volume of international trade is the driving force to enhance its national credit; the fast paced free convertibility of the RMB realizes the supplies of national credit; the new changes of the international financial situation constitute a demand for the RMB's national credit.

III.

This report introduces multiple ideas and measures, which can promote co-action between financial integration of East Asia and the RMB internationalization. It concludes that China first of all has to boost its own financial market and promote the worldwide use of the RMB in order to facilitate financial integration. To promote these goals, efforts to build international financial centres in China and to create offshore markets for the RMB have to be strengthened.

A second step towards financial integration in East Asia has to be taken by negotiating agreements on the direct exchange of the RMB and all regional currencies, following the example of the recent agreement on direct RMB Yen settlement with Japan. On this basis further steps can be taken in the near future.



Authors

Prof. Shi Shijun (team leader)
Dr. Zhang Fan (associate professor)
Dr. Shi Longxiang (associate professor)

本课题主要拟探讨人民币国际化与东亚金融一体化的互动及其对策思路。第一部分综述相关的研究文献。第二部分简述人民币国际化的紧迫性、相关理论认识与与东亚金融一体化互动的内容。第三部分涉及东亚金融一体化的经济动因、诸多构想述评和有关具体实践及问题的阐述。第四部分论述人民币结算的可行性与具体运作。第五部分则提出相关的政策思路及主张。

1. 相关研究文献综述

人民币国际化是近几年的热点研究问题，文献数量增长迅速。这里从现有制度约束下的路径选择出发，侧重于梳理货币国际化进程以及作为贸易结算货币的影响因素。有关东亚金融一体化的文献及理论或政策主张，则在第三部分的论述中一并阐述。

1.1. 主权货币国际化的研究

1.1.1. 关于主权货币国际化的条件

现有的研究认为主权货币国际化所需要具备的条件如下：稳定的货币价值、强大的国家实力、开放的经济体系、有效的调节机制以及完善的金融市场。

1、稳定的货币价值对于货币国际化具有重要作用

Hayek（1976）的货币非国家化理论通过假设政府不垄断货币发行入手，分析货币成为公众选择所必需具备的条件。此时，货币的计值功能最为重要，因而当一国的货币发行不再为政府所垄断时，货币价值的稳定性将会成为公众在选择货币时首先考虑的标准。同时，被公众所模仿的人群选择的货币将会成为占优货币。这一理论

对于货币国际化的条件具有启示作用，因为货币国际化的过程与货币非国家化的过程在本质上是极为相似的，一国货币要成为国际货币必须具有稳定的价值。吴富林（1991）从内部环境和外部环境两个角度进行分析，认为货币的国际化需要具备内部与外部环境，内部环境中的主要因素就是货币价值的稳定。杜辉（2005）通过分析英镑、美元、马克、日元和欧元五种货币的国际化历程总结得出货币国际化所需具备的条件，其中价值稳定、兑换性良好是成为国际货币的必要条件，币值高估会对货币国际化产生不利影响。赵平，王玉华（2011）从国际货币的内在本质特征出发进行分析，得出货币国际化的内核条件为货币的公认性、稳定性和流动性。

2、强大的国家实力也是货币国际化的必备条件

强大的国家实力主要指政治实力、军事实力、贸易实力、经济实力和外交实力等。Bergsten(1975)认为，国际货币的形成需要满足政治与经济两个方面的条件。政治条件是具有强大的政治权力并得到国际合作的支持；经济条件则包括维持可兑换信心、合理的流动性比率、健康的国际收支及其结构、保持经济增长、价格稳定和发达的金融市场等。吴富林（1991）认为货币国际化的内部环境包括经济实力、健全的金融制度、开放的货币政策以及安定的政治环境等因素。George S. Tavlas（1991）分析了德国马克在二十世纪八九十年代的国际化进程，认为国际货币的形成是由于不同部门的主体出于不同原因选择的结果，一国货币成为国际货币的必要条件是，对该货币的价值以及货币发行国政治稳定性的信心，而其他一些

条件可以加强货币国际化程度，如发行国在世界出口中所占的比例、发行国出口产品中本国专业化产品所占比例以及发行国与发展中国家发展贸易的程度。

Matsuyama, Kiyotaki 和 Akihiko (1993) 通过建立一个两国两种货币的模型得出结论，经济规模在货币国际化过程中具有重要影响。经济规模较大国家的货币会成为国际货币，当差距足够大时，另一种货币会被完全替代。Iwami, Toru (1994) 对比了当时德国马克与日元的国际化进程，认为相较于金融因素，真实的经济因素在货币的国际化中起到更重要的作用，这些因素包括国际经济关系、经济规模、外贸网络、国内进口市场的规模以及国家的竞争力等。姜波克，张青龙 (2005) 认为当一国货币能够节约交易成本，产生规模经济与范围经济时才可以成为国际货币。具体来说货币发行国具有较强的政治和军事实力，在全球产出、贸易和金融中占有较大份额，货币价值稳定，拥有发达的金融市场。

陈治国 (2011) 认为货币国际化需要经济规模、在国际贸易中的地位、货币信誉等条件。他从货币的职能入手分析，指出货币的区域化或国际化是以制度或契约为基础，其区域货币或国际货币功能的发挥是需要得到区域内或国际范围内各主权国家制度承认的。赵平，王玉华 (2011) 从国际货币的内在本质特征出发进行分析，并得出了货币国际化的内核条件与支撑条件，其中支撑条件包括强大的经济基础、高度开放和发达的金融市场体系、稳定的国内政局和广泛的国际政治支持。

3、开放的经济体系是货币国际化不可缺少的条件

吴念鲁，杨海平，陈颖 (2009) 运用国际金融理论分析资本项目开放与货币国际化的密切关系，指出货币的国际化与资本项目开放具有区别：货币国际化以需求为主导，而资本项目开放以供给为主导，但二者可以相互促进，相互影响。宋建军 (2007) 通过分析牙买加体系建立以来所有货币发行国的状况，来验证一国货币要成为储备货币所必需具备的条件。一国货币成为国际储备货币要求允许境外非居民用本币存款账户结算，实行对主要储备货币的浮动汇率制以及长期内保持不贬值的趋势。

4、有效的调节机制也是货币国际化必须具备的条件

张荣文 (1993) 认为当汇率波动时中央银行必须进行调节，而且调控的力度局限于所持有的外汇储备。实现货币国际化的条件是外汇管理的宽严程度，其核心是国际收支与财政收支是否平衡。陈卫东，李建军 (2010) 则认为外汇储备并不是货币国际化的决定条件，而一国的国际地位才是主导因素。孙立，王东东 (2005) 认为推进货币国际化主要从两方面考虑，即货币的输出和国际化后的风险，因而货币国际化的条件为先进的全球性银行系统、相应的货币“资产池”、利率市场化和相对自由的浮动汇率、防范金融风险的能力以及微观经济主体的发展程度等。

5、发达的金融市场是货币国际化另一个必备条件

李楠 (2010) 认为拥有影响广泛、世界领先的金融市场是货币国际化的保证。徐剑雯 (2007) 通过对美元、日元和欧元三种货币国际化进程的分析，认为货币国际化的条件包括经济的发展规模和开放程度、金融市场体

系的完善和市场体制的充分发挥，日元国际化过程与其金融资本市场的自由化同步迅速发展。

6、国际环境对于货币国际化同样具有重要影响

吴富林（1991）认为货币国际化必须具备的外部环境包括国际货币垄断的消除、国际经济协调的加强以及国际政治可容性。李楠（2010）认为人民币国际化的外部条件包括建立国际金融新秩序、国际信用与人民币区域内需求等。

7、其他因素

孙海霞，杨玲玲（2010）对各种影响因素进行了实证检验。从动态分析角度看，国际货币的惯性对主要国际货币占外汇储备的比重具有显著解释力。此外，Tavlas（1997）则认为最优货币区标准，即通货膨胀、贸易一体化、金融市场发展程度等指标可以用来解释国际货币的产生。蒙代尔（2003）认为一国货币能否成为国际货币，取决于人们对该种货币币值的信心。而后者又取决于货币流通规模、货币政策稳定、是否存在资本管制以及发行国国力的强大与持久。

从以上论述可以看出，稳定的货币价值、强大的国家实力是货币国际化的必备条件，完善的金融市场和有效的调控机制则可以保证货币国际化进程的持续发展，而外部环境条件对于货币国际化具有明显影响，而一直以来广受关注的资本账户开放在实证检验中被证明不是货币国际化的决定因素，这与相关理论分析结论存在一定矛盾。

综上，人民币国际化必须首先建立完善的市场机制，通过抑制通胀及稳定汇率以确保币值稳定。其次，要建立完善的、具有广度与深度的金融市

场，拥有丰富的金融工具。此外需要不断加强综合国力，提升国际地位，积极参与国际经济协调与治理，并推动国际货币体系改革。

1.1.2. 主要货币国际化的经验比较

1、美元国际化的经验与教训

学者普遍认为美元国际化的路径较为独特。宋丽娟（2008）指出，美元国际化的进程可分为三个步骤：首先，利用了特殊外部环境和历史条件发展了美国经济；其次，通过输出商品和劳务获取巨大的经济利益，扩大了影响力；最后通过与其他国家签订协议的形式，确立了以美元为中心的国际货币体系，实现了美元的国际化。李伟（2010）认为美元国际化进程拥有三个要素：一是特定的历史条件。美国以两次世界大战为契机，不断输出货物和劳务，积累了大量黄金储备，成为美元国际化的坚实基础。二是其强大的政治实力和经济实力。美国凭借其政治与经济实力的优势，不仅在战后建立了以美元为中心的布雷顿森林体系，而且在美元与黄金脱钩之后继续巩固和发展美元的国际地位。三是依靠以美国为主体的国际货币基金组织（IMF）实现美元国际化。

何帆，李婧（2005）通过对美元国际化进程的分析，总结了如下经验教训：第一，美元国际化的前提是世界经济对美元的需求；第二，发达的金融市场是美元国际化的重要依托。美国金融市场的开放、发达的基础设施、金融市场的广度与深度都给美元扮演国际货币角色提供了一个良好的舞台；第三，国际货币格局的变化是美元国际化的外部条件。一战和二战使世界资源的配置发生变化，美国成为战争的资源库和资产的避风港。二战后，美元的国际地位由政府间协议

的形式确定下来，成为国际货币体系中的关键货币；第四，国际化货币必然面临内外经济目标的冲突和协调。美元作为国际货币所取得的灵活性优势（flexible advantage）并不能保证美国可以无限地保持国际收支逆差，美元不能无限制地发行；最后，货币国际化还有一定的惯性特征。美元成为国际化的货币以后不仅具有了世界公共产品的性质，而且还获得了自然垄断地位，造成新的国际货币难以产生。

2、欧元国际化的经验与教训

余翔（2008）认为，欧元国际化实际上是欧洲某些国际货币整合成单一货币，并且单一货币在国际贸易结算、国际储备手段等方面的地位提升过程。宋丽娟（2008）指出，欧元国际化的发展模式是首先根据欧元区各国政治、经济均衡化思想，提出基本设想；然后稳定相关国家的汇率，并开始过渡到法律程序；最后强制性用欧元替代各成员国流通的货币。在此之后，欧盟利用其政治经济实力推进欧元国际化。

余翔（2009）通过对欧元国际化进程的分析，指出推动欧元国际化的主要因素包括：单一货币减少了货币汇兑带来的交易成本与波动性；二是欧元区雄厚的经济实力为欧元国际化提供了坚实基础；三是欧元区的财政与货币政策为欧元的内值稳定提供了制度性保障；四是 2008 年美国金融危机为欧元的崛起提供了机会。一些国家为规避政治经济风险，将欧元视为替代美元作为官方储备货币的最佳选择。余翔（2008）同时认为，欧元国际化面临诸多制约因素。第一，欧元区各国国情差异使欧元国际化缺乏持久、一致的政策保障和支持；第二，欧元区经济增长潜力偏弱，欧元区金融市

场发展相对落后，对欧元国际化信心造成了不利影响；第三，相对于美元，欧元缺少能够在国际事务中代表其利益的组织依托。另外，欧元同时面临诸多外部制约，包括缺乏清晰的国际战略、受到美元强势的压制以及欧元权力结构的行动能力不足，在金融危机中暴露了内部政策不协调、应对措施滞后等问题。

3、日元国际化的经验与教训

首先，在日元国际化进程中，日本政府发挥了关键性作用。宋丽娟（2008）认为，日元国际化的最初动因在于日本政府为了规避日元升值带来的汇兑风险，把出口贸易由美元结算改为日元结算。在 20 世纪 80 年代，日本在金融自由化与资本项目开放上取得了巨大进步，有力地推动了日元的国际化，日元开始成为世界性货币。进入 90 年代以后，日本政府全面推进了金融改革，为日元国际化再次创造了有利的条件。

黄明皓（2010）认为，在日元国际化中，日本政府起到的积极作用包括：第一，政府在战后经济发展中起到了良好的导向作用；第二，政府主导的金融体系改革推动了战后日本经济的发展；第三，在日元升值趋势下，政府抓住时机推进日元国际化。然而，日本政府政策也存在诸多不足：金融配套措施不健全特别是金融业过度保护现象严重；在日元大幅升值的背景下日本国内企业和金融机构“走出去”的步伐虽快，但质量不高；日元国际化软环境建设滞后。

其次，许多学者认为日元国际化并未取得理想效果，并分析总结了原因。高圣智（2007）认为日元国际化进程没有取得理想效果的主要原因是日本自然资源贫乏，对外贸易依存度高，阻碍日元作为国际计价货币比例的提

高。贾宁（2010）指出日本的贸易结构导致了日元在本国进出口贸易中难以取得计价货币的优势；二是日本资本市场的开放与发达程度相对欧美金融市场较低，严重制约了日元国际化进程；三是日元币值不稳定，日元兑美元汇率的大幅波动严重影响了日元国际化进程。通过日元与马克的对比认为，日元币值不稳定是造成当时日元国际地位相对低于马克的原因之一；四是当今“美元本位制”的国际货币体系下，日本没有重视一国货币成为国际货币的综合经济基础。

4、德国马克国际化的经验与教训

学者们认为德国马克之所以能够由弱到强，成功地转化为国际货币的原因主要有以下四点：第一，邢修云（1993）认为德国强大的经济实力是德国马克国际化的基础；第二，殷醒民（1998）认为德国通货膨胀与货币政策的可信性使德国马克成功地保持了稳定的内在价值；邢修云（1993）亦认为德国稳定而较低的通货膨胀率以及马克汇率的相对稳定是推动德国马克国际化的重要因素。第三，殷醒民（1998）、邢修云（1993）认为德国金融市场的发展给予了马克国际化良好的支撑；第四，殷醒民（1998）、邢修云（1993）认为德国在 20 世纪 80 年代出口迅速上升，且出口商品基本以马克计算，扩大了马克的使用范围。刘谊，胡国正，闫晓茗（2010）指出，20 世纪 80 年代末，以马克计价的贸易量在世界贸易中所占份额达到近 13%，成为第二大国际贸易计价单位货币。

德国马克的国际化是以德国快速的经济增长和稳定的物价水平为基础的。李伟（2010）认为，德国马克国际化较为“被动”。随着德国战后经济的快速发展，对外贸易顺差的不断扩

大，国际贸易市场对德国马克的需求以及各国储备资产保值增值对德国马克的需求也不断扩大。德国政府并未主动提出货币国际化的问题，而是不断完善金融体制，推行稳健的财政政策和货币政策，维持马克币值的稳定。而由于国际市场的外部需求的不断扩大，致使德国马克“被动”地国际化了。

综上所述，各国货币国际化的发展模式各不相同。美元的国际化有其特殊的历史背景和外部环境；欧元的国际化依托于各成员国让渡货币主权，形成区域统一货币，并进而国际化；日元则是依靠日本经济的快速发展，通过政府不断地深化金融改革实现了使用范围的扩大；德国马克受益于德国稳定的经济形势和币值，其市场需求不断扩大，进而实现国际化。

5、世界主要货币国际化的启示

学者们在研究货币国际化的过程中，归纳总结了该国货币国际化的宝贵经验。这些经验是人民币国际化的重要参考和有益借鉴。综合学者们的观点，世界主要货币国际化带给我们如下启示：

加强区域范围内的经济金融合作，提高人民币在进出口贸易结算中的使用比例。有些学者认为，人民币可以参考欧元模式，走一条通过依靠区域货币合作走向国际化的道路。张洪梅，刘学梅，杨勇（2008）认为，欧元的形成和发展创立了一种国家货币依靠区域货币合作走向国际化的有效方式，为许多国家的货币实现国际化提供了范式参考。对于人民币国际化，其认为中国首先要积极倡导“东亚共识”，建立区域合作理念。其次，要加强中日在货币领域的合作。第三，要推动东亚货币合作走向制度化。完善的制度是东亚货币合作的保障。最

后，要努力争取美国的支持。宋丽娟（2008）认为人民币可参照欧元模式，先实现区域范围内的国际化，再通过进一步增强国力，完善金融体制与机制，最终成为全球化的国际货币。贾宁（2010）指出中国应加强区域经济货币合作，推进人民币区域化，实现区域化与国际化的点面结合。

大部分学者肯定了区域经济金融合作对于一国货币扩大使用范围的重要性。高圣智（2007）认为在加强区域经济金融合作方面，应加强人民币交易结算网络系统的建设，扩大人民币计值定价在进出口贸易中的比例，注重发展我国在亚洲区域内贸易和直接投资的比较优势。刘谊，胡国正，闫晓茗（2010）认为区域合作是当前货币国际化的必然选择，人民币可推进多层次的区域化，而贸易区域化可扩大人民币的结算范围。

完善国内金融体系，适度开放金融市场，推进金融体制改革。高圣智（2007）认为，推进本币国际化，必须首先完善国内金融体系。日本正是由于国内金融体系的健全性和开放度远远不能适应本币国际化的要求，导致日元国际化效果与日本在世界经济中的地位与规模不相匹配。殷醒民（1998）、贾宁（2010）认为，一国货币国际化的必要条件是本国金融市场的适度开放，要统筹协调资本项目可兑换与人民币国际化。刘谊，胡国正，闫晓茗（2010）认为金融体制改革须与人民币国际化进程相互配套、相互促进。

应保持较低的通货膨胀率，维持汇率的稳定。殷醒民（1998）认为金融稳定的前提条件是低通货膨胀，相对较低的通货膨胀率使得德国马克的汇率稳定，这是德国马克国际化的重要条件之一。刘谊，胡国正，闫晓茗（2010）

亦认为币值稳定是货币国际化的前提，人民币未来仍需保持币值稳定，其通过对德国马克国际化进程的分析，认为货币当局正确独立实施货币政策对人民币国际化至关重要。低通货膨胀率和稳定的汇率都有赖于正确的宏观经济政策，而前者又是一国货币国际化的重要前提。因此，人民币国际化亦与宏观经济政策的效果密切相关。

政府应积极采取相关措施，推进人民币国际化程度不断提高。刘谊，胡国正，闫晓茗（2010）认为货币国际化是政治博弈的结果，要切实发挥政治因素在人民币国际化进程中至关重要的作用。黄明皓（2010）指出日本政府在日元国际化进程中发挥了关键作用，其推行的金融改革政策有力地推进了日元的国际化，但日本政府在政策实施中的失误也颇引人深思。高圣智（2007）认为，日元国际化的教训之一就是在贸易顺差持续积累的同时，对经济发展前景盲目乐观，对汇率及时调整的必要性没有充分的估计和心理准备。因此，我国政府应该采取科学稳健的政策，及时地采取措施，对宏观经济进行有效调节。一方面应维持物价水平与人民币汇率的稳定，另一方面推进人民币国际化程度的不断提高。

对于人民币国际化的发展范式，部分学者认为应学习德国马克和日元的国际化路径。宋丽娟（2008）通过对比研究美元、日元、欧元的国际化模式，得出了如下启示：首先，美元国际化之路不可行。人民币不可能通过国际协议实现国际化。其次，人民币国际化可参照日元和欧元国际化的模式。参照日元模式，我国应一方面保持国民经济快速发展的势头，另一方面通过深化金融改革为促进人民币国际化奠定基础；参照欧元模式，人民

币可先实现区域范围内的国际化，最终成为全球化的国际货币。

1.2. 人民币国际化制度约束及路径研究

1.2.1. 关于现有制度条件的约束

第一，我国的金融市场无论从深度、宽度还是广度上来说，都存在着明显的不足。郭静，闵华，高净灵（2011）认为近年来我国金融市场虽然发展迅速，但总体上还处于较低水平。我国银行体系不完备，运作水平低下，跨国经营程度低。金融衍生品市场和外汇市场不发达，金融市场主体缺乏竞争意识，风险管理能力较低。逯璐，魏景赋（2010）认为我国的金融创新不足，大量业务集中在传统的信贷业务上。随着边境贸易活动的增加，传统的信贷业务已经不足以满足于日益增长的人民币结算要求。徐奇渊（2010）指出，我国金融市场的弹性和适应能力较弱。在中国金融市场上，利率、汇率等关键变量尚未实现市场化。金融产品种类有限，因此参与者的广度受到了限制。从发展深度来看，相关金融市场的交易规模相对较小。另外，中国金融市场的弹性比较有限，对于供求因素的突然冲击，市场价格将难以具备迅速自我调整的能力。陈四清（2011）认为，我国金融市场还没有被充分利用。从美元国际化的经验看，美元的大规模输出在世界上形成了石油美元、欧洲美元和亚洲美元，而这些美元又通过美国金融市场实现了回流，不仅为美国的发展提供了必要的资金支持，而且也为这些资金提供了投资保值的渠道。显然，我国金融市场目前还无法为人民币国际化提供必要的回流渠道，当前人民币离岸金融市场建设仍处于起步阶段，海外投资产品明显不

足，这将会影响国外居民持有人民币的意愿。

第二，金融机构的国际化程度不高。张彦（2011）指出，我国金融机构的国际化程度不足。同时，随着境外人民币流通数量的增多，迫切需要国内金融机构在国际范围内提供相应的金融服务，然而我国银行业的跨国经营水平较低，不能提供国际化货币流通所需要的物理载体，国内金融业的境外机构和境外网点还远远不够，也不利于人民币国际化的发展。

第三，金融监管能力上为适应货币国际化的要求。彭琳（2011）认为，现阶段中国人民银行还不能灵活运用货币政策工具，对国际经济及国际金融市场的信息把握和分析能力还不够强。随着人民币国际化，我国的金融市场也会逐步走向国际化，因此，相应的金融风险也会加大，这将对我国的金融监管会带来很大挑战。逯璐，魏景赋（2010）也指出，我国金融监管不到位，缺乏保证国际业务健康发展所需要的成熟法律体系，严重地阻碍了人民币国际化的进程。境外企业和机构如果大量持有人民币并在境外市场流转，将加大市场货币供求的不确定性，对中国金融监管提出了严峻挑战。

第四，中国在国际货币体系中的话语权比较有限。逯璐，魏景赋（2010）指出我国在国际金融规则制定权力方面处于被动地位。目前中国在国际货币基金组织投票权占比仅为 3.66%，远低于与我国经济规模相当的日本和德国所占的 6%，略高于荷兰、比利时等经济小国，与自身的经济实力严重不匹配。

第五，存在人民币资本账户自由兑换障碍。郭静，闵华，高净灵（2011）认为人民币仍不能在资本项目下自由兑换使得其国际流量严重不足，境外

流通的人民币占其发行量的比重很低，从而成为制约人民币国际化的瓶颈。孙晓杰，高明（2010）指出，资本账户未完全开放，人民币换汇流出受限，影响了人民币的国际接受度。人民币国际化要求其能够自由流通，而资本账户下的兑换限制是制约人民币国际化的重要因素。张彦（2011）也指出，人民币在资本账户不能自由兑换事实上增加了其交易成本，降低了境外机构和个人持有人民币的积极性。

1.2.2. 人民币国际化路径研究

在现有的国内外环境下，许多学者对人民币国际化路径选择的观点基本一致，即人民币国际化之路不能急于求成，而应循序渐进，分步完成。

有关人民币国际化道路的讨论结果主要分为两大类：一是直接进行国际化，而非通过区域化来过渡。主要支持者有赵海宽（2003）、刘群（2006），他们认为人民币国际化和区域化是处在不同等级上的话题，两者要解决的主要矛盾是不同的，而且亚洲各国所处的经济发展水平、文化背景、政治制度均是人民币区域化的阻碍因素，直接国际化反而能够更容易地取得成功。二是先经过区域化再国际化。在欧元诞生发展以及对拉美国家“美元化”问题的探讨背景之下，潘理权（2002）、李翀（2002）认为区域化是一个前提条件。覃延宁（2003）、贺佳，迈夫（2005）、张英（2006）认为，在中国——ASEAN 自由贸易区的框架下，区域内经济合作的深化必然要求金融领域的交流与合作加强，而且此框架也将为人民币区域化发展构建更好的平台，人民币区域化成为现实发展的必然。吴晓灵（2011）也指出，虽然人民币区域化面临着经济政治等方面的种种困难，

发展需要一定的时间，但是在本次金融危机之后，人民币区域化又遇到了大好契机，唯有抓住此次机遇，大力提高区域经济合作交流，才能促进更长远人民币国际化的实现。

人民币的区域化发展又分为三种支持理论：第一，“区域合作赞成论”。该理论认为中国现阶段应该通过参与东亚区域货币合作来实现人民币国际化，其中的各种主张包括：麦金农（2003）提出的东亚地区应该单一盯住美元，他认为这将有益于作为一个整体的东亚美元集团。然而，国内学者大多不赞成这种方式，他们提出通过盯住亚洲货币单位（AMU）来推动人民币国际化（谢罗奇，黄明华 2006；张斌 2004）。还有主张多重货币共同主导，发挥人民币和日元在东亚区域内共同“货币锚”的作用（李平，刘沛志 2003、沈国兵 2004、陈雨露 2003、郑海青 2003）。

再有学者从东亚货币合作应先进行次区域合作再进行区域合作的角度出发，一是通过货币整合来推进人民币亚洲化（朱芳 2003；刘振林 2006；李晓，李俊久，丁一兵 2004）。两个次区域指——ASEAN 货币区和人民币货币区，且比较而言建立人民币货币区的条件更为成熟；二是重视共同货币篮制度的研究，国外学者（Benassy-Quere 1999，Rajan 1999，伊藤隆敏 2000，Kawai and Takagi 2000，Williamson 2000）在研究货币篮子时一般都不会给予人民币应有的重视，不是将美元至于核心地位，就是主张盯住美元和日元组成的货币篮子，国内学者则在国外模型的基础上加入了人民币因素（丁一兵 2006，习辉 2011），估算出人民币在货币篮子中所占的最大比例，可以成为东亚货币合作的核心货币。

第二，“区域合作反对论”，是指人民币可以通过自身的竞争优势和策略来实现亚洲化，无需参加货币合作（姚枝仲 2004、李稻葵 2008）。

第三，“区域合作阶段论”强调现阶段通过人民币的自发流动和市场作用提高人民币被接受的程度，实现人民币的周边国际化，然后通过阶段式合作安排推进人民币的区域化。一些学者（逯璐，魏景赋 2010、李红军 2011）提出人民币国际化“三步走”战略，即首先在周边国家与中国贸易关系密切的国家尝试人民币作为结算货币；将来人民币可由准周边化发展为正式周边化，进而发展为正式区域化及准国际化，成为区域性投资货币；最终将真正实现国际化，成为国际化储备货币，为全球各国所接受。吴念鲁，杨海平，陈颖（2009）指出，上述“三步走”中的步骤是相互衔接、相互交叉进行的，尤其是各个阶段要与资本项目的开放相衔接。

综上所述，在金融危机过后，人民币国际化已经进入实质性阶段，在以美元为主导的世界货币体系下推进人民币区域化是实现国际化的一条可行路径。现阶段在经营好区域外汇储备库的基础上，进一步深化以汇率协调为主的货币合作是必经之路。在此基础上逐步推进人民币区域化和国际化，同时逐步实现国际货币的结算、投资和储备职能。

1.2.3. 人民币作为贸易计价及结算货币

一国货币作为国际结算货币，即该国货币在国际贸易中执行计价和清算的货币职能，其主要内容包括：居民与非居民开展国际贸易时，进出口合同以本国货币计价，居民可以用本币向非居民进行支付，允许非居民持有本国货币存款账户以便进行国际结算。

（上海交通银行课题组 2009）。其中货币的计价职能是指货币在合同中被规定用于计算和清偿债权债务的计算尺度的功能，货币的清算职能是指货币被用于实际清偿债权债务的功能。

一些学者研究了影响计价货币决定的因素。曹勇（2007）通过分析进出口厂商利润最大化下的经验行为，认为影响计价货币选择的主要因素包括：汇率波动、出口商品差异性和市场份额。此外，若一国拥有重要的大宗商品交易所，能够促使某些大宗商品以该国货币计价，而 MAGEE, RAO（1980）认为，英镑和美元是这种情况的典范。

事实上，大多数文献较少提及影响计价货币选择的因素，在涉及“结算货币”的概念时，通常并未将计价和结算两种职能严格区分，而是将其作为一个整体进行研究，主要从以下几个方面入手：一、经验准则。Grassman（1973, 1976）通过观察分析瑞典等国进出口合同所使用的结算货币，提出了 Grassman 法则，即发达国家之间的贸易大部分以出口国货币结算，其它则多以进口国货币结算，而第三种货币仅占很小的比重。二、交易成本。其中最重要的研究成果之一是 Krugman（1980）建立的三国模型。模型假设交易成本占交易数量的比例随着交易数量增加而下降，从而得出结论：国际结算货币一般为交易成本较低的货币，而影响交易成本的一个重要负相关因素是货币所在国的进出口支付数量。MAGEE, RAO（1980）也指出：交易成本决定了美元成为主要媒介货币。三、货币发行国的宏观经济情况。黄燕君，包佳杰（2007）与刘旗（2010）通过从不同角度总结前人的研究成果，认为一国货币参与国际结算的可能性和影响范围受到该国的宏观经济状况的影响。研究表明，

这种可能性和影响范围与出口国商品市场份额和经济规模大小正相关，与该国货币汇率政策的稳定性正相关，并且受到制度及金融市场发展程度的制约。

至于结算货币的影响因素，Swoboda (1968)发现交易成本低、使用范围广的货币易成为国际结算媒介货币。发达国家之间的异质品贸易大部分采用出口国货币结算，而发展中国家大量出口的同质商品则多数采用进口国货币结算(Grassman, 1973)。除产业结构特征和经济规模因素外，大额订单交易往往采用进口国货币结算(Goldberg 和 Tille, 2008)。Giovannini (1988)建立了一个垄断竞争厂商的局部均衡定价模型，发现出口商品价格替代弹性较大有利于选择进口国货币结算。Bacchetta 和 Wincoop(2005)通过大国与小国开展贸易的一般均衡分析，发现进口国货币供给相对稳定、经济规模较大，进口商品异质性较弱、在进口市场占据份额有限均是采用进口国货币结算的有利因素。

2. 人民币国际化相关思路

本部分着重阐述人民币国际化的一些理论思路及其认识。

2.1. 人民币国际化的紧迫性

随着中国的和平崛起，其经济实力已经大为增强。目前，她的经济总量和对外贸易额均位居世界第二，国家外汇储备亦独占鳌头，成为影响全球经济的重大力量。相应地，由于以下因素的实际运作，人民币国际化也已经提上紧迫的议事日程。

1、中国对外金融资产迅猛增加

至 2010 年末，中国对外金融资产总计 4.13 万亿美元，比 2009 年增加 19%。

其中，对外直接投资为 3108 亿，高于 2009 年的 2458 亿；证券投资为 2571 亿，高于上年的 2428 亿；其他投资 6439 亿，上年为 5173 亿；储备资产 2.91 亿（黄金为 481 亿），上年为 2.45 亿。这表明，中国对全球金融的影响力进一步加强。

2011 年 5 月世界银行预测，到 2025 年，欧元和人民币将确立与美元平起平坐的地位。推动这种转变的是新兴经济体日益增强的实力和优势。其中有 6 个国家（金砖四国和印尼、韩国）将占据全球经济增长的一半以上。而中国当局通过发展人民币离岸市场，鼓励人民币在国际贸易结算和计价中的使用，已启动了国际化的进程。2011 年 6 月普华永道还预计，2023 年中国将成为头号银行业大国。

2、境外人民币债券大量发行

自 2007 年以来，中国一直在香港发行人民币债券，并从 2009 年以来允许国际贸易以人民币结算，将其作为促使人民币国际化而作努力的一部分。渣打银行也表示正在香港和伦敦寻求开展人民币相关的业务。

另外，2010 年，亚洲开发银行在香港发行 12 亿元的 10 年期人民币债券，成为首个具有 AAA 评级的国际金融机构发行的人民币债券，这将有助于深化境外人民币债市。

2010 年 12 月，俄罗斯外贸银行成为亚洲以外新兴市场经济体第一家发行人民币债券的公司。跨国公司（如麦当劳公司和卡特彼勒公司）成为第一批在人民币债券市场筹资的海外非金融公司。

世界银行 2011 年 1 月 4 日宣布，将在香港发行 5 亿元（约 7600 万美元）的两年期人民币债券。它有助于促进人民币在全球市场的使用。中国政府则称，2010 年已有 80 亿人民币国债在香



港发行。2009年9月，中国在香港发行了第一个人民币债券，总额约为60亿元。

2012年汇丰银行在伦敦首发人民币债券，进一步推动了英国实现其成为人民币海外交易中心的目标。此次发行的三年期债券共募得大约20亿元人民币。伦敦市政当局正在组建一个由五大银行、财政部、英格兰银行和金融管理局组成的工作组，以支持在伦敦扩大的人民币交易。

3、人民币成为不少国际往来的结算货币

自2008年国际金融危机以来，中国开始逐步放开使用人民币进行贸易结算。2011年以来人民币结算的贸易额达到了2.08万亿元，相当于上年的4倍以上，在中国对外贸易中占到一成。中国政府并开始允许人民币用于直接投资领域的结算。据此，渣打、汇丰、花旗、和摩根大通等众多国际银行都在向相关公司宣传用人民币结算。

2012年，中国与澳大利亚签署了一项总额达310亿美元的货币互换协议，其最主要目的是扩大使用人民币在两国贸易和投资中进行结算。这项协议可能有助于中国实现人民币国际化的目标。

2012年，中日韩东盟拟扩大货币互换。东南亚国家以及日本韩国和中国计划将旨在帮助各自应付对货币动荡而建立的货币互换基金规模翻番。东盟组织正在考虑将通过所谓《清迈倡议》应对货币问题的基金提升至2400亿美元。

另外，英国业内人士热盼中英货币互换。由于人们日益希望使伦敦成为人民币交易中心，一些银行业界人士建议英国当局签署双边货币互换协议，这样的协议将有助于外国银行获得人

民币，并且把这种货币提供给客户。即：中国人民银行将向英格兰银行提供人民币贷款，后者则向下属银行提供人民币资金。英国银行界和政界人士希望人民币能帮助提升伦敦作为全球金融中心的地位。同样，如果把人民币交易扩大到伦敦，可能会有助于中国实行人民币成为国际货币的目标。

4、人民币成为少部分国家的外汇储备
马来西亚央行已在2009年将人民币纳入外汇储备。挪威的公共养老金基金已开始投资人民币资产。

尼日利亚外储增持人民币。尼日利亚央行的外汇储备中增加了相当于5亿美元的人民币。他还计划继续买入，让人民币持有量达到这一金额的7倍。尼日利亚央行准备逐步将其30亿美元外汇储备中的人民币比例提高到10%。过去六个月来，尼日利亚已把1.4%的外汇储备转换成人民币，主要是通过抛售欧元并在香港的离岸市场上买入人民币。尼日利亚正努力吸引中国购买其丰富的石油，而北京最近在尼日利亚投资建设了大米和工厂和机场开发项目。随着这些关系的改善，持有人民币将具有重要的意义。

俄罗斯央行2011年曾经表示，如果中国开放资本市场，俄罗斯将把人民币作为外汇储备。

2011年6月，阿联酋央行行长表示，可能会考虑实行外汇储备多样化，将人民币纳入其中，但前提是中国必须放松货币管制。

南非或许也会考虑把它的部分外汇储备转换为人民币，因为中国是它最大的贸易伙伴。

5、离岸人民币市场已经形成

中国银行得到央行支持，将在海外募集的约 105 亿人民币带回内地。今年早些时候，招商银行得到类似的批准。

离岸人民币市场 10 个月还不存在，目前的规模却已超过菲律宾、印尼和马来西亚的本币市场。据估计，离岸人民币市场的日均交易量接近 20 亿美元。它的规模有可能在明年超过历史悠久的人民币非交割远期市场。

最近，大众汽车公司宣布发行离岸人民币债券，还公布了同意使用人民币进行对华汽车出口结算的计划，从而有效建立了随后可以用来偿还这笔新债务的离岸人民币市场现金流。中国人上月在 IMF 会议上提醒大家，由于香港离岸人民币市场的存在，人民币已经接近于满足“可自由使用货币”的要求。

这些现象的广泛出现充分说明，人民币国际化已是一种不可避免的发展趋势。鉴于此，中国的“十二五规划”明确提出了扩大人民币境外结算和逐步开放资本项目的目标，后来又公布了用于对外直接投资的人民币结算的试行管理办法。它直接为扩大人民币离岸市场提供更坚实的基础。这些都是人民币国际化的必经之路。

2.2. 人民币国际化的基本认识

1、人民币国际化的基本含义

国际货币¹是指在世界市场被普遍接受并使用的货币，是承担国际结算中的计价标准、流通手段、支付手段和储藏手段等全部或部分职能的货币。Tavlas（1991）认为国际货币不同于传统的局限于银行系统与管理当局的负债的国家货币，而是包括国家广阔的

金融工具，其主要具有交易媒介、计价单位和价值贮藏三个职能。

货币国际化即主权货币国际化，是指一国货币随着本国商品贸易和服务贸易在国外市场扩展，在本币职能基础上，通过经常项目、资本项目和境外货币自由兑换等方式流出国境，在境外逐步担当流通手段、支付手段、储藏手段和价值尺度，从而由国家货币走向区域货币乃至世界货币的过程。在国际货币基金组织(IMF)的定义中，货币国际化是指某国货币越过该国国界，在世界范围内自由兑换、交易和流通，最终成为国际货币的过程。此外，随着货币国际化概念的发展，其动态意义与静态意义也逐渐成形。陈治国（2011）认为从静态角度看，货币国际化是指货币在世界范围内行使交易媒介、计价单位和储备货币的职能；从动态角度看，是国际货币运动的范畴，指货币突破国界限制在世界范围内流通，促进贸易发展，逐步被世界接受的过程。

国际货币是货币国际化动态运动的结果，货币国际化的发展形态是逐步成为国际货币。因此，货币国际化的过程也是国际货币的形成过程。随着我国经济实力的不断增强，人民币汇率持续稳定，使得人民币的经济基础和地位不断增强，人民币已经走出国门，迈向国际化的新征程。

人民币国际化是指人民币在国际贸易和金融领域发挥计价、结算和价值储藏的功能，也有认为人民币国际化主要指非居民之间人民币的可自由兑换。很多学者专家认为人民币国际化在短期将表现为国际贸易结算，在中长期发挥价值储藏功能。人民币国际化的目标是成为继美元、欧元、英镑和日元后的第五大储备货币。中国的经济发展和经济全球化的进程决定了人民币国际化的必然性，但人民币国

¹ 刘力臻、徐奇渊等著.[M]人民币国际化探索.北京：人民出版社.2006年

际化需要经历一个过程，目前全球金融危机在全球的延续及国际货币体系重构的要求为人民币国际化创造了条件。

2、人民币国际化的具体进程

唐宋时期，中国铜钱曾作为支付手段在东南亚许多国家和地区被接受，并大量外流。如今，人民币随着中国经济实力增强和国际贸易快速发展逐渐走出国门，在边贸结算中逐渐被接受，尤其在中国香港及澳门、蒙古、俄罗斯南部、越南、缅甸、老挝和其他东南亚国家和地区，人民币可在当地用于消费支付，在有些国家甚至出现货币替代现象²。人民币境外流通在地域分布上主要集中在与我国交界的边境国家及部分东南亚国家，流出渠道主要通过边境贸易、往来携带（旅游支付、探亲访友和留学等）及人民币为投资工具的对外投资。这些都表明人民币走出中国大陆固定的流通范围，开始逐步实现区域化。

此外，人民币作为对外贸易结算货币的探索已经展开。2004年1月1日开始，经国务院批准，人民银行为香港银行办理个人存款、兑换、银行卡和汇款等人民币业务提供清算安排；中国与周边国家和地区缔结边贸结算协定，在部分边境贸易的结算中开始使用人民币结算。截至2010年12月底，人民币跨境贸易结算试点企业达到了67724家（2009年仅365家），跨境人民币贸易结算额达到5063.4亿元，为2009年试点初期的141倍。与此同时，以香港为中心的人民币离岸金融市场发展迅速。截至2010年底，在香港发行的人民币债券已达43只，规模为530亿元。仅2010年一年，香

港人民币债券发行额高达300亿元，财政部2009和2010年在港两次发行国债。此外，包括人民币衍生品在内的各种离岸金融产品也陆续出现。

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》，规定凡获准开展境外直接投资的境内企业均可以人民币进行结算。

货币国际化的经验研究认为，主权货币国际化可以渐进完成，人民币国际化也是一个渐进过程，可以分阶段进行。第一阶段：经常项目下的国际收支实施自由兑换，即政府不对私人部门因商品和服务贸易等交易需求进行本外币兑换限制，仅仅对私人部门的交易真实性进行检验；第二阶段：资本项目可兑换，即政府不对私人部门因投资和金融交易等需要而进行的本外币兑换进行限制，迄今除比利时等少数小型开放经济体之外，绝大多数国家在保证本币资本项目可兑换的同时，对资本流动均存在一定限制；第三阶段：政府推动本币国际化，使其成为其他国家可接受的结算、投资和储备货币；第四阶段：政府对并不发生跨国交易的境内居民的本外币自由兑换也不进行限制，即充分的可兑换阶段。人民币国际化目前已完成第一阶段，正积极向第二阶段迈进。

人民币国际化从地域上可从周边化——区域化——国际化逐步推进。具体可考虑首先从次区域一体化着手，整合中国的一国四币，从而到大中华区（汉字区），从而实现在东亚乃至亚洲的核心货币地位。

从职能上可从结算货币——投资货币——储备货币逐步深化国际化进程。人民币依托中国在全球贸易中的市场份额，可首先以结算货币职能作为突破口，从周边走向区域乃至全球；在深化东亚区域货币合作的过程中成为汇率合作中的核心货币，再逐

² 当地人接受和使用人民币作为流通和交易手段从而部分代替了本国货币。

渐走出亚洲，成为世界结算货币、投资货币乃至储备货币。最终在国际货币体系重构中把握机会，形成美元、欧元、人民币三足鼎立的局面。可见，它同东亚金融一体化的互动至关重要。

3、人民币国际化的经济意义

综述国内外学者的研究，对于人民币国际化的利益和风险已基本达成共识。例如，人民币国际化可以取得铸币税收入，增加我国经济的效率与福利；可以降低交易成本，便利贸易进行，有效促进国际贸易发展；可以减少我国外汇储备规模，拥有更大的金融影响力；提升中国在国际舞台上的话语权等。其风险主要是影响国内货币政策的独立性、增加人民币升值压力以及资本大规模进出对经济体系稳定造成负面影响。

同时，人民币国际化还有利于全球金融事业的健康发展。当前国际货币体系的内在缺陷即“特里芬难题”是近三十年来世界金融危机频发的制度性根源，其所产生的国家利益矛盾、利益分配不均等问题决定必须对现有国际货币体系进行改革，而人民币国际化是国际货币体系改革的内在需求。国际货币体系的重要功能之一是国际货币供给如何满足国际贸易与投资增长的需求，同时减少对经济发展的不良扰动。黄金由于其供给不足难以满足世界经济发展的需要，而美元超发造成了各国国际收支严重失衡和通货膨胀。人民币国际化能够增加国际货币的供给，同时减少贸易伙伴对美元的依赖，制约美元超发，一定程度上缓解美元作为国际货币的特里芬两难和国际收支失衡问题。应该说，理论和实践对于人民币国际化问题均给出了明确的答案。

4、人民币国际化的重要障碍

然而，人民币国际化却依然存在着一些实实在在的重要障碍

其一，人民币汇率更加市场化。众所周知，这些年来美国一直要求中国提高人民币汇率并实现外汇市场自由化。中国出于自身面临的经济冲击，则进行了激烈的博弈。最近，中国对资本交易自由化表现出积极态度，如放宽了人民币汇率的波动幅度（即人民币兑美元汇率可在央行公布的当日中间价上下 1% 的幅度内浮动，此前允许波动幅度是 0.5%）等，则是为了牵制美国提高国际发言权而采取的措施。但是，在升值了 30% 之后，还要人民币对美元的汇率再大幅上升，其负面影响可能是中国经济难以承受的。

其二，结算机制需要进一步完善。相比较而言，把人民币作为结算货币还是比较可行的做法。但是，它依然需要满足两个基本条件。一是两国之间拥有值得开展这类运作的贸易额，二是两国之间建立起这种结算的相关机制。就后一基本条件来看，就必须签署两国之间的相关协议，还要确立必要的具体机制以解决其中出现的各种问题。这些工作仍然需要耗费时日，一步一个脚印地深入开展。

其三，资本项目必须全面开放。要成为国际储备货币，人民币必须彻底可自由兑换。显然，中国过早加速这一进程还有不少困难，因为汇率大幅变动，资产泡沫风险增大及国内资金外流等问题，都会带来难以预料的严重后果。例如，2020 年被外界视为中国开放资本账户的目标期限，不过中国政府采取了一些加大提早开放期待的措施。2009 年 7 月，中国政府制定了允许进出口贸易以人民币结算的计划。2011 年 5 月，上海市宣布了允许居民个人赴海外投资的计划。

然而，这个开放过程究竟不可能很快。这是因为：它可能给国内银行带来动荡，在繁荣时期产生流动性泡沫，随着情况的恶化阻滞信贷供给。银行部门不再是宏观经济政策的有效工具，而将成为加剧经济动荡的来源。对政府来说，更难以接受的是日后可能失去对人民币的控制。面临巨额资本的涌入，维持相对稳定的汇率极其困难。如果外国对人民币的需求导致人民币升值，中国以出口为导向的增长模式可能变得越发难以持续。

其四，成为储备货币还有不少实际困难。人民币要能够成为其他国家的储备货币，必须具备一些基本条件，得到人家应有的认可和信赖。这至少就包括：今后一段时期里中国经济继续保持健康向上的发展态势，以及上述三方面障碍的切实解决。所以，有些国家在表示愿意把人民币作为自己储备货币时，都强调了这类的前提条件。事实上，它们的实现都需要解决许多比较复杂的具体问题。

比方说，2011年中，美国彭博社对1263名投资和贸易分析师进行的调查显示，57%的人预测人民币将在5年内会实现与其他货币的自由兑换。19%的人认为人民币在5年内将成为储备货币，31%的人认为10年内将会实现该目标。不过，人们认为人民币的国际化只是一种“半开放”。它不会彻底实行浮动汇率制，也不会完全放开资本市场。这主要吸取1985年广场协议和亚洲金融危机的教训。

总之，这些障碍必须得到切实有效的解决，人民币国际化才可能真正得以实现。这意味着，人民币的国际化还是一个渐进的过程，无法做到一蹴而就。

2.3. 与东亚金融一体化互动的重要性

人民币国际化与东亚金融一体化的协调运作，不仅有着显著的现实意义，而且拥有扎实的可行的客观条件。这是因为：

1、东亚经济一体化的步伐必须加快
相比较全球区域经济一体化的蓬勃发展，东亚的步伐明显比较滞后。请看：

例如，全球区域经济一体化发展蓬勃，在WTO那里登记的相关机构就有300多个。其中，东亚地区的数量就最少，而它恰恰是过去30年来全世界经济增长最为迅速、被普遍视为最具发展潜力的地区。

又如，“东亚经济共同体”构想的谈判在10年前就启动，可至今未能有效实现，甚至连基本的框架结构都无法真正建立起来。相比较而言，欧洲经济联盟、北美自由贸易区、南美的南方共同市场以及非洲经济共同体等都早已运作了10余年或多年。至于全世界层出不穷的自由贸易协定，对东亚内部一些国家之间的贸易往来来说，似乎依然是一种可望不可即的海市蜃楼。比方说，中、日、韩之间至今都签署不了这类协议。

再如，近年涌现的TTP更可能导致东亚国家分为两个阵营。TTP（《跨太平洋战略经济伙伴关系协定》）由文莱、新加坡、智利和新西兰在2006年签署自由贸易协定发展而来，随后美国全面加入，以及澳大利亚、秘鲁、越南和马来西亚的加入，已达9个成员。

美国在2006年提出了“亚太自由贸易区”的构想，TTP成为其实现这种构想的核心框架。美国的TTP战略目标是，实现世界农业市场百分之百的自由化。按照OECD的1997年报告，2050年世界粮食贸易将无法实现进出口平衡，甚至可能陷入粮食危机。而

美国的农业生产能力将成为决定世界农产品供应能力的关键因素。基于此，美国要不断推进 TTP 战略，但是它不将拉美和欧盟纳入其中。对此，日本和韩国可能会考虑加入。中国则可能保持谨慎态度。它非常可能带来一个严重的后果，即在 TTP 得以快速发展的同时，却进一步拖延东亚地区本身的经济一体化进程。这些都表明，东亚国家需要作出加倍的努力，积极推动本地区的经济一体化进程，否则很可能直接影响彼此间的贸易往来和经济增长前景。而这种经济一体化又离不开金融一体化的具体落实和积极推进。

2、东亚迫切需求它们之间的互动运作这种迫切需求包括两个层面，既指东亚迫切需要金融一体化，又指迫切需要人民币国际化。前一层面的需求已为 1997 年亚洲金融危机的爆发所充分证实，这里主要例举两方面的事实，阐述后一层面的实际需求。

先以世界第三大经济体日本为例。中国 2009 年以来分阶段解禁人民币贸易结算，明确推出了在贸易领域促进人民币与美元以外的货币直接兑换的方针。中国的人民币结算额在进出口总额中所占比例 2011 年扩大至 10% 左右。可是，中日贸易中的人民币结算额所占比例不足 1%，通过美元进行的交易仍是主流，其手续费高且易受美元汇率波动影响。对于日本而言，中国是最大的贸易对象国，日元和人民币结算的贸易增加，则日中双方面临的外汇风险都将减少。因此，日本积极着手推动两国货币的直接兑换。

另外，日本还谋求设立人民币离岸市场，英新等国同时展开竞争。日本通过去年 12 月举行的日中首脑会谈与中国就扩大人民币结算贸易以及日元和人民币直接交易达成了共识。日本财

务省欲借此东风，推进在日设立人民币离岸市场的谈判。双方就具体方案展开讨论。比如，增加民间银行的系统投资和外汇交易员等，扩大人民币的流通量。双方还打算剔除妨碍人民币交易的规则和市场惯例等。

再看东南亚国家的做法。汇丰银行 2011 年中对 21 个市场的 6000 多家企业调查后，得出的结论是：“今后半年内，人民币将超过英镑，成为仅次于美元和欧元的第三大结算货币。”其中，计划半年内用人民币进行结算的企业，在东南亚达到 16%。

3、人民币国际化是国际货币体系改革的选择

还不能不看到，人民币国际化实际上正是国际货币体系大力改革的必要一环，而东亚金融一体化也同样发挥着推动该体系革新的作用。

区域一体化是经济全球化的发展阶段之一，与其相伴随的货币区域化成为各国稳定汇率并实现内外均衡的选择。国际货币体系现有的问题是经济全球化在货币领域的集中体现。因此，国际货币体系的演变，也出现区域货币合作的新特征，形成区域性国际货币也是国际货币体系改革的一种思路。

2008 年底爆发的全球金融危机造成世界经济严重衰退，美元、欧元等主要货币汇率剧烈动荡，大宗商品价格急剧上涨，引起全球对国际货币体系问题高度关注。在这一过程中，中国经济在主要经济体中率先止跌回升，财政金融保持稳定，对抑制全球经济衰退并促进全球经济复苏发挥了重要作用，国际影响力显著增强，人民币国际化也受到了国际社会的广泛关注。

同时，随着经济全球化的快速发展，小国、弱国货币的运行成本加大，抵御外部冲击的能力日渐减弱，在大国



经济利益博弈之中处于劣势地位，其存在价值受到质疑。有经济学家预测，现存的世界货币包括数十种可兑换货币，90%以上将最终消亡。此次金融危机给国际货币体系提供了改革的机会与动力。从短期来看，由主权货币或区域性货币充当国际货币的阶段还没有结束，如何约束国际储备货币发行国的行为，打破美元的垄断地位，推动国际货币的多元化、合理化，使外围国家的利益不受损害，是当前国际货币体系改革的关键。这样，建立多元化的国际货币体系可能是现实改革的最优选择，而人民币国际化无疑有利于推动上述目标的实现。可见，东亚金融一体化如何配合和推进人民币国际化，本身就是在为全球金融一体化作出重要贡献。

诚然，我们充分注意到，中国与东亚有些国家目前存在着一些比较突出的矛盾和分歧，例如南海争端、钓鱼岛事件等，有时彼此间的互信还出现波折。但是，它们毕竟只是具有局部性的事件，尚不足以充分影响东亚大多数国家的战略性决策。因此，本课题组认为，这类因素有时会起一些负面影响和干扰作用，不过不至于成为人民币国际化与东亚金融一体化之互动的根本障碍。

3. 东亚金融一体化相关思路

20世纪90年代以来，经济全球化趋势进程也不断加快。经济全球化作为一把“双刃剑”，在促进了世界经济快速增长的同时，也带来了巨大的货币金融风险。这类风险包括汇率波动的风险、偿还外债的风险、资本外逃的风险以及地区金融危机传递的风险等。面对1997至1998年爆发的东亚金融危机，东亚地区各经济体的货币金融一体化开始启动，并在诸多方面

取得进展，同时也面临如何进一步深化的挑战。

3.1. 东亚货币金融一体化的经济动因分析

1、在国际流动性援助方面摆脱对于IMF依赖的需要

在东亚金融危机期间，东亚各危机经济体本来可以求助于国际货币基金组织（IMF）。因为在经济全球化时代，IMF作为全球性多边货币金融管理机构，其主要功能就是：促进国际货币合作，便利国际贸易的扩大和平衡发展，稳定国际汇兑，避免各国间竞争性的汇兑贬值，以及通过贷款调整会员国国际收支的不平衡等。但是，作为全球金融体系核心国家的美国与其主导下的国际货币基金组织在东亚金融危机中的表现却使东亚各国大失所望，从而强烈触动了东亚地区货币金融一体化进程。

首先，IMF的援助来得太迟。当1997年7月泰铢危机出现时，美国曾一度公开表示，那里的危机不会导致太大的经济后果。国际货币基金组织的贷款没有及时到位，导致危机扩散与蔓延到马来西亚、印尼、菲律宾、韩国等国家。与此相对比，1994年墨西哥金融危机爆发时，同为北美自由贸易区（NAFTA）成员的美国马上意识到这将对自身的战略利益带来威胁，于是美国立即动用了200亿美元的总统货币保险基金支援墨西哥，又说服世界银行、国际货币基金组织提供300亿美元贷款，使得墨西哥很快度过了危机。美国在墨西哥金融危机和东亚金融危机中的反应速度迥异，恰恰有当时东亚区域货币金融一体化进程相对滞后的原因。美国在1994年与加拿大和墨西哥签署了北美自由贸易协定（NAFTA）后，墨西哥不论在政治、经

济各领域都强化了与美国的盟友关系，更是在货币领域得到了来自美国的实质支持和市场信心保证。面对来自 IMF 缓慢的救援步伐，面对没有“切肤之痛”的美国消极的援助态度，东亚地区各国明白，一旦未来遭受类似的货币金融危机，除了寻求既有的国际货币体制框架的帮助外，还必须启动本地区的货币金融一体化进程，以在必要时向出现货币金融危机的国家提供及时的流动性救助。

第二，IMF 在提供援助时附带有较为苛刻经济或非经济前提条件，而这些条件不仅无益于帮助危机国渡过难关，而且还会再短期内带来了更为严重的不良后果。例如 1997 年 12 月，在 IMF 和美、日、德等国决定分别向危机中的韩国提供 20 亿美元和 80 亿美元贷款时，就曾要求韩国制定新的法律，向外国人开放金融市场，降低贸易壁垒，关闭破产的银行，并对其他银行加强监督等。同时，韩国还必须提高利率，减少政府开支，提高税收等。这些紧缩性的贷款条件，过分地抑制了韩国的经济增长速度。而且，在汇率自由浮动、贸易与投资自由化等方面的要求更加超越了 IMF 的权限范围，成为欧美等国“趁火打劫”，借机进入他国国内市场的工具。所有这些都使东亚国家看到，经济全球化时代背景下，因国际资金频繁流动带来的金融风险是任何单个国家难以防范和抗拒的，国际多边组织的帮助也并不是及时和无条件的，东亚地区需要加强本地区各国之间的联合行动能力，以增强预防与应对未来可能发生的危机的能力，从而保证本地区经济的长期稳定发展

第三，国际货币基金组织的救援能力也不是无限的。国际货币基金组织虽然有一些借款安排，并且也偶尔会增加基金份额。但是，世界经济也不是

一成不变、静止不动的。今后如果世界范围内同时出现严重的金融危机，国际货币基金组织的资源就可能会枯竭，可能出现无钱可贷的局面。目前，国际短期资本流动的规模正以惊人的速度增加，某些单个投机性基金的资金实力足以达到“富可敌国”的地步。相比之下，在多次处理金融危机的行动中，国际货币基金组织在提供资金的能力上经常显得力不从心。况且，国际货币基金组织对单个国家的贷款规模还受到一国的基金份额的限制。即使破例成倍地增加对一国的贷款，如在墨西哥金融危机中的贷款金额是墨西哥基金份额的 700%，在泰国危机中承诺的援助金额是泰国份额的 500%，但也只是危机国所需资金的四分之一至三分之一。事实表明，以国际货币基金组织为代表的全球货币流动性援助机制在应对日后全球性或者地区性货币危机方面缺乏必要的能力，也需要建立地区多边性货币援助机制加以必要的补充。

2、在汇率制度选择方面摆脱“钉住美元”困境的需要

在东亚金融危机发生之前，实际上“非正式”地钉住美元，是东亚地区各经济体（除日本）汇率制度安排主要特征。危机结束后，东亚地区的汇率体制重新又回到了危机前的状况，只是从原先的低频度钉住美元转向高频度钉住美元，在本质上没有发生任何变化。这就使得目前东亚地区汇率体制仍然处于一种麦金农所谓的“困境”之中（麦金农，2003）。

具体说来，这种“汇率困境”包含以下相互关联的方面：

第一、几乎所有的东亚经济体（除日本以外）都或多或少地，或正式或“非正式”地将本币钉住了美元。在

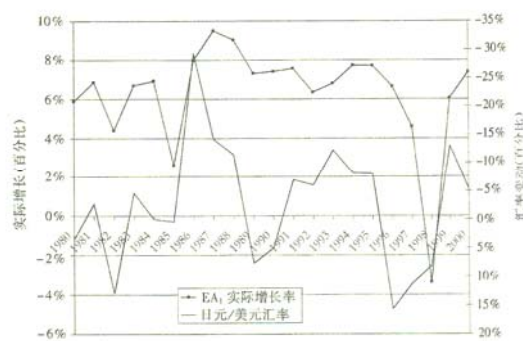


1997年东亚金融危机之前，东亚经济体所采取的汇率制度形式上有三种：即钉住货币篮子、有管理的浮动汇率制和香港的货币局制。但是在实际运作层面上，几乎所有的经济体事实上都将自己的货币与美元挂钩。新加坡和马来西亚实际上采取的是钉住货币篮子（其中美元比例也高达70%，其余是日元和马克），而其它经济体的货币90%以上都是与美元连动的³。虽然东亚金融危机的爆发使得东亚各国原有的各自单独钉住美元的汇率体制遭到一定程度的打击，但是危机结束后，各国又事实上基本恢复到正式或非正式地钉住美元的状况。之所以出现这种状况，麦金农等认为东亚各经济体和其他发展中国家一样，存在所谓“浮动恐惧”（fear of floating）。即一方面他们害怕本币升值，因为这样不利于资本流入与扩大出口，同时他们也害怕贬值，因为这样会增加其美元债务负担，并引起金融市场恐慌。加之东亚地区各经济体与美国之间密切的投资与贸易关系，以美元作为名义锚（nominal anchor）可以比自由浮动的汇率制度更好地在维持贸易伙伴之间的相互价格的稳定以及促进国际资本向本国（地区）流动方面发挥作用。

第二、当东亚其他国家钉住美元，而日元/美元汇率却是时常波动的，这就成为东亚地区经济不稳定的主要源泉。这被称为“点燃的大炮”（麦金农，2003）。日元/美元汇率的波动加剧了东亚地区各国（地区）收入和就业方面的波动（如图1）。当日元对于美元被高估时，相对于它的东亚贸易伙伴，也意味着是被高估的。这就导

致了一个逆反的商业周期：在其他条件不变时，一旦日元被高估，其他东亚经济体的经济欣欣向荣而同时日本经济却是萧条一片。反之，日元的大幅贬值在为日本经济注入动力的同时，却对于东亚其它出口导向型国家的国际收支和经济增长带来巨大损害。。实际上1997年东亚金融危机就是在日元大幅贬值的背景下发生的。

图1：东亚经济周期与日元兑美元汇率（1980年-2000年）




资料来源：国际货币基金组织、中国台湾省“中央银行”，转引自麦金农、施纳布尔：《东亚经济周期与汇率安排》，中国金融出版社2003年版，第50页。

如上所述，东亚地区非正式地钉住美元的汇率体制已被认为是导致东亚地区经济不稳定的潜在的威胁。由此，未来东亚地区的汇率机制不论是正式地选择集体钉住美元（并将日本纳入到这一体系）还是以钉住一个货币篮子的方式逐步摆脱对于美元的过度依赖，都意味着东亚货币金融一体化进程是大势所趋。

3、在国际储备资产选择方面摆脱对于美国依赖的需要

自20世纪80年代以来，在出口导向型贸易发展战略的引导下，东亚地区整

³ 陈虹：《亚洲货币合作中日本的动向》，《国际经济评论》2001年第1-2期，第47页。



体保持着对美国为首的发达国家的巨额贸易顺差。从下面表 1 可以看出，自 1980 年开始至今，虽然东亚地区最终产品出口内部市场份额有所上升，但是美国始终是该地区最大的外部最终产品市场的提供者，占到该地区最终产品出口市场份额的 1/4 以上。具体到中国，从 1993 年开始其对美国的贸易额从逆差转变为顺差，此后顺差额不断扩大，至 2008 年全球金融危机时已达到 1708 亿美元⁴。

⁴ 李晓、付竞卉：《现阶段的国际货币体系改革：东亚的困境与战略选择》，《世界经济与政治论坛》2010 年第 4 期，第 72 页。

表 1：1980-2007 年东亚地区最终产品出口市场的比重分布（单位 %）

年份	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
美国	32.5	47.6	34.0	31.3	31.0	31.6	31.5	29.7	28.9	30.4
欧盟 15 国	29.6	19.9	23.8	24.3	23.2	20.3	18.7	18.8	19.0	19.4
东亚	21.0	17.4	29.3	31.7	32.1	35.0	37.7	39.7	40.2	37.2
日本	4.0	3.2	6.4	6.7	6.8	7.3	8.3	9.7	10.0	8.7
中国	—	—	2.4	2.5	2.2	2.8	2.9	2.6	2.5	2.0
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
美国	32.7	38.0	32.8	32.7	32.9	30.3	28.8	28.8	28.6	26.5
欧盟 15 国	21.4	19.6	19.4	19.3	18.6	20.4	21.1	21.2	21.5	21.3
东亚	31.6	29.8	34.3	33.4	33.5	33.3	32.8	31.6	30.7	29.7
日本	7.9	8.0	9.0	9.3	8.5	8.1	7.6	7.4	7.0	6.4
中国	1.9	1.9	2.5	2.8	4.0	5.5	6.1	5.7	5.7	6.0

资料来源：日本产业经济研究所 2008 年数据库。转引自转引自李晓，付竞卉：《新阶段的国际货币体系改革：东亚的困境与战略选择》，《世界经济与政治论坛》2010 年第 4 期，第 72 页。

东亚地区各国通过对美国市场的大量出口，积累了对于美国的巨额的贸易顺差。因为美国拥有当今世界最发达，最开放的金融市场，为世界投资者提供了最广泛、最安全和最便利的投资场所和投资机会。因此，东亚经济体不约而同地将贸易顺差积累的大量外汇储备通过投资美国国债等形式回流到美国的金融市场，从而形成了在国际储备资产选择上的对于美元资产的过度依赖。如表 2，截至 2009 年 12 月，东亚地区各国持有的美国政府债券占全部外国持有者总额的 55.22%。

表 2：东亚地区持有的美国政府债券统计表（单位：10 亿美元）

东亚经济体	2009/12	2008/12	2007/12	2006/12	2005/12	2004/12	2003/12
日本	765.7	626.0	581.2	622.9	670.0	689.9	550.8
中国	894.9	727.4	477.6	396.9	310.0	222.9	159.0
韩国	40.3	31.3	39.2	66.7	69.0	55.0	63.1
新加坡	39.2	40.8	39.8	31.3	33.0	30.4	21.2
泰国	33.3	32.4	27.4	16.9	16.1	12.5	11.7
中国香港	148.7	77.2	51.2	54.0	40.3	45.1	50.0
中国台湾	116.5	71.8	38.2	59.4	68.1	67.9	50.9
合计（东亚）	2038.6	1606.9	1254.6	1248.1	1206.5	1123.7	906.7
合计（外国持有者）	3691.5	3076.9	2353.2	2103.1	2033.9	1849.3	1523.1
东亚占比重（%）	55.22	52.22	53.31	59.34	59.32	60.76	59.53

资料来源：The Federal Reserve Board; Department of the Treasury. 转引自李晓，付竞卉：《新阶段的国际货币体系改革：东亚的困境与战略选择》，《世界经济与政治论坛》2010年第4期，第68页。

东亚国家巨额外汇储备以美元资产的形式所持有，这被称为除汇率上钉住美元以外的东亚跌入“美元陷阱”（或称“困境”）的另一个表现。众所周知，20世纪70年代布雷顿森林体制解体后，国际货币体系进入一种所谓的“无体系的体系”时代，其最大的特点是浮动汇率的合法化。各国可以根据自己的国情选择采取固定汇率体制还是浮动汇率体制，美元从此摆脱了在布雷顿森林体制下“黄金枷锁”而走上了自由浮动的道路，美国

政府更是将汇率浮动作为其调节国际收支，调控宏观经济的重要工具。例如，为应对2008年以来的金融危机，美国采取的财政刺激和货币量化宽松政策，其结果是可预见的美元贬值的趋势。在这种情形下，东亚货币金融领域所面临的另一个风险就是，一旦美元价值发生贬值，东亚各经济体拥有的大量美元资产将会遭受极大汇率损失。为了防止“把鸡蛋放到一个篮子”的被动局面，东亚国家无疑需要

寻求储备资产多元的战略⁵。而储备资产的多元化一个可以选择的方向是，通过强化本地区的货币金融合作，大力发展本地区的金融市场，使本地区各经济体的外汇储备资产本区域化，则可以一定程度上摆脱对于美国资本市场过于依赖的局面。

3.2. 东亚金融一体化诸多构想述评

3.2.1. 建立地区金融危机救助机制的构想

1、亚洲货币基金（Asian Monetary Fund AMF）构想

关于东亚地区货币金融一体化最早最重要的构想是日本提出的建立亚洲货币基金（AMF）构想。1997年9月和10月，日本政府在IMF和世界银行年会上正式提出了建立“亚洲货币基金”的构想，倡议组成一个由日本、中国、韩国和东盟国家参加的地区金融组织，筹集1000亿美元的资金，为遭受货币危机的东亚经济体提供货币流动性援助。

应该说，日本当时所提出的建立AMF构想，是具有一定积极意义的。至少，它可以作为IMF的一个必要补充，为亚洲经济的稳定提供一个多边管理平台，并可以在经济发生动荡（尤其是金融领域）时担任“最后贷款人”角色。但是由于以下原因该构想未能及时付诸实施：首先，该构想一提出就遭到美国政府的强烈反对，当时的美国财长萨莫斯就曾表示“亚洲货币基金贷款”将会产生“道德风

险”和“双重标准”，使不负责任的国家采取更加不负责任的行动。当然在本质上是美国不希望看到日本在东亚地区的影响与势力逐步增强。其次，IMF也明确表示反对，认为亚洲货币基金可能会削弱IMF对各国经济政策调节与体制改革的影响力，并可能阻碍全球贸易与金融自由化进程。当然其实质也是担心其在国际金融领域的传统垄断地位遭受削弱。另外，包括中国在内的一些东亚国家出于对日本的不信任，最初也并不是采取完全赞同的态度。1997年11月的APEC温哥华会议上，个成员方明确支持IMF在危机救援行动中的领导地位，而亚洲货币基金建议则被会议所否定。

2、新宫泽构想（New Miyazawa Initiative）

1997年9月日本提出的建立“亚洲货币基金”的构想搁浅后，1998年10月，日本又以当时大藏大臣宫泽喜一的名义提出了《关于对亚洲货币危机国实行援助的新构想》（简称《新宫泽构想》）。该构想提出由日本出资建立总额为300亿美元的基金，其中150亿美元用于满足遭受危机国家中长期资金需求，150亿美元用于满足其短期资金需求⁶。同时计划在日本的主导下，通过在东亚区域内培育与完善债券市场，对东亚各国金融业的发展提供必要的技术援助与人才援助等手段，构筑不易陷入货币危机的稳定的东亚地区金融体系。2002年2月2日，按照“新宫泽构想”，日本向印度尼西亚、韩国、马来西亚和菲律宾提供了210亿美元资金，其中135亿美元为中长期贷款。75亿美元为短期贷

⁵ 美元升值的情况对于东亚国家同样也是不利的，因为东亚国家非正式“钉住”美元的实质，如果美元升值，则东亚国家货币（除日元）跟着对其他主要国际货币包括日元、欧元、英镑等也会升值，这将会导致以出口导向为特征的东亚国家经济增长步伐受到拖累，这一点前文有述。

⁶ 陈建：《21世纪日本经济发展战略研究》，中国城市出版社2002年版第238页。

款。“新宫泽构想”还为马来西亚、菲律宾和泰国提供了 22.6 亿美元的贷款担保⁷。新宫泽构想之所以得以顺利实施，一方面这是由日本独自出资建立的一个基金，具有相当大程度的单方援助性质，因此遭受危机的国家对此非常欢迎。同时由于这一援助计划并不以成立一个地区性组织作为目标，因此美国政府和 IMF 也表示支持。当然，日本推出这一计划的初衷是为了借机推进日元国际化进程。

总之，在由日本单边出资的情况下，这一构想还不能被称为完整意义上的地区性货币金融一体化安排，况且资金总额也仅有 300 亿美元，在实际意义上也难以抵御可能的新一轮金融危机的冲击。

3、亚洲借款安排 (Asian Arrangements to Borrow AAB)

韩国经济学家 Tae-Jun Kim 等提出了亚洲借款安排的建议。根据此建议，在东亚地区签订成员国之间的信贷安排协议，每个成员方可以根据其贷款协议的上限获得贷款。AAB 的运行机制类似于 IMF 的借款总安排 (GAB)。AAB 作为一个区域性的多边借款协议，它不需要建立一个正式的机构，而是以参与方的信贷安排为基础。为了防止道德风险问题，AAB 将把借款的上限与各方签订的信贷协议相联系⁸。

4、东亚地区融资安排 (A Regional Financing Arrangement, RFA)

⁷ Aria, Koicoro. 2000. *framework for regional monetary stabilization in east Asia*, presented at the international conference on future prospects for regional cooperation in east Asia, institute for international monetary affairs, Tokyo.

⁸ 余永定、何帆等：《亚洲金融合作：背景、最新进展与发展前景》，《国际金融研究》2002 年第 2 期。

泰国的 Olarm Chaipravat 提出了一个“东亚地区融资安排”设想。具体操作办法是：东亚 13 个经济体的每一个货币当局拿出各自 5% 的外汇储备建立基金，这个基金由 13 个经济体的中央银行共同管理，需要资金的国家可以按一定的比例向基金借款。他提出，东亚的融资安排可以分三步走，或者说三个层次：首先完善东盟货币互换机制，然后，完善“10+3”双边货币互换安排，第三步完成东亚地区基金安排⁹。

5、“地区稳定论坛” (Regional Stability Forum, RSF)

日本国际货币事务研究所的 Hajime Shinohara 建议设立“地区稳定论坛”

(Regional Stability Forum, RSF)，通过这个论坛促进地区政策对话；建立紧急金融援助机制；通过地区金融监督和合作来预防未来的危机¹⁰。此外，马来西亚总理马哈蒂尔也提出建立“东亚货币基金”的倡议。他倡议的“东亚货币基金”规模比国际货币基金小，是一个完全属于东亚地区的基金。

以上从“亚洲借款安排”到“东亚货币基金”构想，由于提出者多为专家学者或者是小国领导人，在内容上又大同小异，因此影响上都没有超过“亚洲货币基金”构想。

3.2.2. 关于建立东亚地区国际结算体系构想

由于东亚地区内部贸易占越来越重要的地位，为了减轻对美元的过度依

⁹ Olarm Chaipravat, *Toward a regional financing arrangement in east Asia*, ADB/IMA Symposium, May 10, 2001.

¹⁰ Hajime Shinohara, *on the Asian Monetary Fund*, Institute for International Monetary Affairs Newsletter, No.4, 31 March, 1999.

赖，降低国际收支变化对汇率波动的影响，有必要加强东亚地区各国之间货币的直接结算。为此，一些人建议成立东亚清算同盟。因为，东亚各国增加本地区各国货币在贸易与投资结算中的使用，不仅可以一定程度上减轻本国货币兑美元汇率发生波动时可能带来的汇率风险损失，而且可以在实际操作层面为东亚地区逐渐摆脱美元陷阱创造必要的条件。这种构想的实现需要本地区各国的中央银行加强合作，并为使用本地区各国货币进行贸易结算提供制度及设施上的便利。例如，为了增加本地区各国货币在国际结算中的份额，东亚地区各国需要更为开放的国内货币及资本市场（金融市场），而且在资本账户交易中也应保证各国货币在地区内的较高程度的可兑换性。

还有人建议，在东亚整个地区，增加使用日元结算的比例。鉴于日本是世界第二经济大国，日元是目前仅次于美元和欧元的世界第三大国际货币，加之战后以来日本作为东亚经济圈中的核心国家，日本与东亚其他经济体的经济贸易关系也十分密切。因此，在东亚贸易与投资交易中扩大日元的使用比例，也可以在一定程度上使东亚摆脱对于美元的过度依赖，减少美元汇率波动带来的风险损失。况且，加速推进日元国际化已经成为日本政府的既定战略。1999年4月，日本大藏省的一个咨询机构“外汇和其他交易委员会”发表了“21世纪的日元国际化”的报告。报告认为，扩大日元的使用应该在与日本有紧密经济联系的亚洲开始，应采取措施促使日元成为真正的国际货币。

除了建议扩大日元在东亚结算体系中的比重外，同时，也有人亦建议应增加人民币在东亚国际结算体系中的比例，尤其可以在与中国存在国际收支

经常项目顺差的贸易伙伴之间的贸易结算中使用，也就是人民币“东亚化”的构想。因为随着中国经济的持续快速发展和地缘经济优势的发挥，中国在东亚区域内贸易的比重不断增大，2001年-2007年，中国从东亚的进口贸易额年均增长28%，出口贸易额年均增长22%，中国已经成为东亚其他国家重要的贸易伙伴之一，特别是中国与区内各国（日本、韩国、东南亚）形成了区内贸易逆差，对区外贸易顺差的贸易格局，从而增加了人民币在东亚地区作为结算货币的可获得性¹¹。

应该说，扩大本地区各国各自货币特别是日元与人民币在地区内国际结算体系中的使用比例，是现阶段东亚各国降低外汇汇率波动风险，防范金融危机的重要建议构想之一，只要各国有意愿采取措施、加强合作，这一目标是可以达到的。目前，东盟国家已经相互签订了双边支付安排协议，规定在双边贸易中不使用美元，而改为使用各自的货币或实行记账贸易。但是，要在更大程度上实现结算货币本地区化的构想目标，在目前仍然需要一个缓慢的准备和渐进过程，主要原因是其一，东亚各国区外出口主要出口市场和储备货币投放市场依然是美国，美元在东亚的地位短期内难以撼动。其二，东亚地区缺乏成熟完善的地区金融市场体系为本地区货币的使用提供足够的基础性便利设施。最后，就是本地区各国在能否尽快实现货币的完全自由兑换并保持本币币值相对稳定方面也缺乏足够的制度保证。

¹¹ 方骄华：《人民币国际化的战略选择——争当东亚“锚货币”》，《世界经济情况》2010年第3期。

3.2.3. 关于建立东亚固定汇率区的构想

东亚地区货币金融一体化更高层次的构想是统一各国汇率制度，建立地区固定汇率机制。目前，在这方面也有不少构想与建议提出。以下分类介绍：

1、建议各国共同钉住美元（正式的“东亚美元化”）的构想

如前所述，目前东亚各经济体（日本除外）普遍实行的是各自非正式地钉住美元的汇率体制。¹²这种体制在特定的历史环境下曾经起到了一定的有利作用。但是，随着各经济体经济结构的变化和国际竞争力的变动，由于钉住美元，美元在 1995—1997 年大幅升值造成许多东亚国家的出口商品在国际市场上失去竞争力，从而累计造成经常账户的巨额赤字，成为导致亚洲金融危机的原因之一。而且这种各自非正式钉住美元的体制为国际投机资本提供了潜在的攻击目标。东亚金融危机爆发后，使东亚各国各自钉住美元的体制受到冲击，有的不得不放弃钉住美元而听任汇率自由浮动。而随着危机的结束，各国又回到了正式或非正式地钉住美元的状况。

对此，麦金农提出了东亚各国共同钉住美元的构想¹³，这一构想的关键是要求东亚各国钉住美元的同时，日本也要将日元钉住美元，从而化解目前的东亚汇率困境。麦金农构想的实质就是建议东亚各经济体（包括日本）签署协议正式地共同钉住美元，从而实

现相互汇率的稳定，即建立以美元为核心货币的东亚固定汇率区。

在东亚建立以美元为核心的固定汇率区，应该说是最符合东亚各经济体普遍倾向于钉住美元的现实状况，属于一种“路径依赖”型的汇率制度选择。但是，这种正式的“东亚美元化”构想的问题存在于，首先，美国和日本目前都没有保持美元/日元固定的基本政治经济意愿。对于美国来说，布雷顿森林体系之后，浮动的美元带走的只有“黄金的枷锁”，带来的却是巨大政治经济利益。弱势的美元固然可以缓解美国巨额贸易逆差，而强势的美元则会更加强化美国的国际金融核心地位，为其国内经济增长吸纳更多的国际资金。就日本而言，除了浮动汇率制度带来的诸多好处外，日本战后以来在经济政策上面从属于美国战略利益安排的格局也并未改变，美国青睐自由浮动，日本也不会造次。其次，维持东亚固定汇率区所需的外汇储备从哪里来？欧洲货币体系（EMS）在共同维持对外浮动时，曾集中了各国外汇储备的一部分，用于干预外汇市场。在“亚洲货币基金”构想尚难以实现的条件下，东亚固定汇率区构想也就缺乏必要的实施条件。再次，即使以美元为核心的固定汇率区的其他条件均已具备，要求各国“正式”承诺钉住一个区外的货币——美元，在政治意愿和民族感情上也会在一些国家特别是地区大国受到很大的阻力，尤其在东亚地区主义意识逐渐抬头的今天。

2、建议各国共同钉住日元（东亚日元化）的构想

这一构想的提出者不是别人正是日本。日本作为世界第二大经济体和世界最大的债权国，在东亚地区有极大的经济利益。所以日本长期以来致力

¹² 确切地说，这种体制是可调整的钉住汇率体制。长期上来看汇率仍然是可以调整的。本文不准备对东亚的汇率体制作更详细的分类。

¹³ 麦金农：《东亚经济周期与汇率安排》，中国金融出版社 2003 年版，第 75 页（何为译）

于在东亚地区谋求货币金融领域领导的地位，使日元而不是现在的美元作为东亚地区的核心货币，并最终形成一个东亚日元圈。

实现东亚日元化这一目标的第一步就是日元国际化，东亚金融危机爆发后，日本加快了日元国际化的步伐，为此日本采取了改革日本国内金融和资本市场，允许日本银行扩大向外国中央银行提供以日元计算的信贷便利，增加非居民对日元的使用和持有等措施。1998年10月，日本大藏大臣宫泽提出了被称“新宫泽构想”的区域货币合作计划，这也被认为是日本推动日元国际化进程的重要举措。2000年，在东亚太平洋中央银行行长会议上，各经济体同意，如果受到严重投机性货币攻击，在以日本国债作为担保的条件下，日本银行将给11个亚洲近邻的中央银行提供紧急日元贷款。应该讲，只要日元国际化进程得以顺利开展，随着东亚各国对于日元的持有比例增加，未来实现东亚日元圈的理想也不是没有可能的。

但是，目前东亚建立以日元为核心的固定汇率区存在诸多不现实因素。作为第一步，仅仅实现日元国际化就是一个长期的过程，而且需要日本政府对此有比以往更加坚定的政治决心。而实际上，首先，日元国际化需要日本进一步开放国内市场，吸收东亚国家更多的出口，换句话说就要减少对其他国家的国际收支经常项目顺差，以避免出现“特里芬难题”中的“日元荒”现象。也就是说，如果各国缺乏足够的日元供给渠道，日元国际化只能是一句空话。而在日本经济持续低迷不振的情况下，进一步扩大开放国内市场无疑对日本政府是一个极为艰难的选择。其次，日本金融体系和货币市场的欠发达也是阻碍日元成为地区核心货币的重要原因。由于日本

金融市场的不开放和发展不充分，使得以日元标价的投资工具如债券和股票市场规模有限，这也严重阻碍了日元国际化进程。再次，日元要成为真正的东亚核心货币，日本政府还必须要有决心向受到攻击的各经济体提供无限的紧急日元资金，防止因为国际清偿能力不足发展成为货币危机。但是，日本似乎并不愿意对东亚地区的增长和稳定负有更大责任。东亚金融危机爆发后，日本的金融机构从其他东亚国家大量撤回资金，使遭受危机打击的东亚各国雪上加霜就是例证。而且，日本不顾与东亚其他经济体存在庞大的贸易顺差的情况，多次纵容乃至引导日元下跌，使各国对日元失去信心。显然，在此情况下谈论建立以日元为核心的东亚货币体系难有积极回应。

3、建议各国共同钉住货币篮子的构想 这一构想又可以分为三种方案：

第一种方案是钉住一个东亚货币篮子。即由本地区所有经济体的货币（东盟10国+中日韩3国）经过加权组成一个货币篮子，但不包括美元、欧元等国际货币，然后在这个货币篮子的基础上创立一种亚洲货币单位（Asia Currency Unit）¹⁴，各经济体正式承诺钉住ACU。这实际上是就走原来的欧洲货币体系（EMS）的路子。如果东亚货币篮子的方案运行良好，在条件成熟时ACU可以过渡到东亚地区的单一货币—亚元。因为有欧盟的成功经验，共同钉住一个东亚货币篮子的方案的最终目标就是实现东亚单一货币区。

¹⁴ Fabella,Raul. Monetary Cooperation in the East Asia: A Survey [R]. ERD Working Paper No. 13 . May 2002.

东亚货币篮子方案非常符合目前东亚地区主义意识逐步增强的现实，而且这样做的主要好处是可以防止区域各经济体货币之间的竞争性贬值，因此受到很多学者的推崇¹⁵。但是，笔者认为这一方案最大的弊端是不符合东亚地区目前的贸易方向和投资来源的基本状况。事实上，如前所述，东亚地区在货币领域需要展开合作的根本动因并非相互间的竞争性贬值，而是非正式钉住美元所带来的美元币值波动带来的冲击。在美国和欧洲目前依然是东亚地区主要出口目的地和资本来源地的情况下，如果将货币一体化的目标设置为钉住一个不包括主要国际货币的东亚货币篮子，则如果美元和欧元币值发生波动，东亚经济的稳定必然继续受到不利冲击。

第二种方案是钉住一个包括主要国际货币的货币篮子，即根据东亚地区的贸易方向、投资来源等标准，钉住一个包括美元、日元、欧元、英镑等主要国际货币的货币篮子¹⁶。Kawai and Akiyama 认为，“给定东亚国家对美国、日本和欧盟的多样化贸易和 FDI 关系，以及三极货币之间持续的汇率波动性，合理的汇率政策选择是钉住一个有美元、日元和欧元组成的货币篮子。”这种混合篮子的方案以 BBC (Basket, Band and Crawl) 著称¹⁷。

混合篮子方案最大优点是既考虑到东亚地区在贸易与资金流向上依赖于欧

美市场的现实，同时将欧元与日元也纳入到东亚地区拟议的固定汇率体制安排中，从而可以在一定程度上缓解过去单一地钉住美元所带来的弊端，为东亚地区的汇率制度的选择方面提供了一个比较现实的发展方向。但是，在这一方案中，日元或者日本的地地位比较尴尬，作为本地区的核心国家之一，去承诺钉住一个包括本国货币的国际货币篮子，实际上就是承诺钉住美元和欧元，这与麦金农的东亚正式美元化构想差异已经不大，只不过另外加入了欧元、英镑等成为一个货币篮子而已。如前所述，日本不会有这样的政治与经济意愿。所以这种方案应该只适合于除日本以外的东亚 12 国（东盟+中韩），但是问题随之产生，如果日本不加入这样的汇率机制，东亚地区（除日本）的固定汇率制与日元兑美元，日元兑欧元的浮动汇率制之间的矛盾依然存在，所谓“无约束的冲击大炮”（麦金农，2003）依然有可能被点燃，东亚地区经济稳定依然存在隐患。

第三种方案是在前两种方案上进行折衷，构建一个双层的货币篮子结构¹⁸，在这一汇率安排下，存在两个层次的汇率平价关系。第一层次存在于东亚各经济体货币与由东亚 13 国构成东亚货币篮子（亚洲货币单位，ACU）之间。第二层次存在于东亚货币篮子与区域外主要贸易伙伴的货币（美元、欧元、英镑等）组成的货币篮子之间。这两个平价关系可以规定不同的汇率波动上下限，并可以根据一些经济基本面失衡的情况，进行定期或不定期的调整。

双层篮子方案的无疑是对以上第一和第二种货币篮子方案的折衷或者是一

¹⁵ 关志雄：《亚洲告别盯住美元的汇率制度》，《国际经济评论》2000年第2期。

¹⁶ Kawai, Masahiro and Akiyama, Shigeru. Implications of the Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia [R]. World Bank Policy Research paper WPS2502 December 2000.

¹⁷ 转引自欧明刚：《东亚双层货币篮子结构研究》，《国际金融研究》2010年第6期第18页。

¹⁸ 欧明刚：《东亚双层货币篮子结构研究》，《国际金融研究》2010年第6期第20页。

种拓展。这一方案下，东亚各国货币之间竞争性贬值的可能被加以避免，同时日元被纳入进来有了某种间接的对于美元的约束。方案似乎无懈可击。但是，笔者认为，要选定并且保持两个层次的货币篮子结构，似乎在具体操作层面过于复杂了些，而且即使不考虑具体操作上的复杂性，这一方案与其他建立固定汇率区方案一样，需要成员国向一体化机构让渡一定的制订货币及经济政策的主权。由于目前整个东亚地区并不存在一个具有较强约束力的货币一体化机构，所以这种方案真正启动的条件也还不具备。

4、创设东亚单一货币——亚元（Common Currency）

单一货币是指有关国家让渡本国货币金融主权并创立区域内的统一货币，如 1999 年在欧盟内部开始流通的欧元。

关于东亚单一货币的方案，也就是说根据欧盟的经验，在东亚地区共同钉住由东亚 13 国货币组成的货币篮子（ACU）的基础上，最终过渡到东亚地区共同的单一货币——亚元。随着东亚货币金融一体化进程的不断深入，东亚各个经济体之间的经济联系的加强，这种设想不是没有根据的。共同货币可以完全消除东亚地区内部的汇率风险，节省大量的外汇储备，极大推进东亚一体化进程，实现东亚地区的长期稳定与繁荣。

然而，货币统一意味着国家货币金融主权的让渡，东亚各国目前的发展水平差距太大，不能满足类似于如欧盟《马约》所提出的各国经济趋同标准，而且在目前东亚地区各国政治上的互信关系尚未建立，各国之间仍然存在意识形态、领土主权以及历史问题的矛盾与冲突的情况下。目前就

讨论整个东亚地区的货币统一问题还为时太早。

3.3. 东亚金融一体化的具体实践及其问题

3.3.1. 东亚金融一体化的实践历程

1、双层区域经济监督机制得以初步建立

东亚各国经济金融体系的稳定是东亚地区货币金融稳定的基础。东亚金融危机结束以后，为了避免此类危机再次发生，各国除了致力于改善自身的经济状况、加强对本国金融机构的监管外，由于金融风险的关联性和危机的扩散性，地区的共同金融监督与预警不仅变得必要，而且变得十分迫切。

1998 年 10 月，东盟各国财长签订了《理解条约》，在东盟合作框架下启动了东盟经济监督进程（ASEAN Surveillance Process, ASP）。根据东盟成员国之间同行评议和相互关注的原则，东盟监督机制的宗旨是加强东盟集团内部的决策能力，包括：（1）协助东盟成员发现潜在的危机并做出相应反应；（2）评估东盟成员国可能导致金融动荡和危机的各种弱点；（3）推广符合国际标准经济政策稳健行为规范，提高东盟成员国经济政策协调水平；（4）对潜在薄弱部门进行审查，改善东盟成员国的“同行监督”环境。除了正常的汇率和宏观经济总量的监督以外，东盟监督机制还监督成员国的金融部门、公司部门和社会政策，并且还包括能力建设、增强机构和信息共享等方面。根据东盟监督机制，东盟各国财长每年聚会两次，进行政策协调。东盟经济监督进程由东盟各中央银行行长和财政部长组成的特别委员会执行。东盟监督机制还涉及到宏观经济政策的协调，在亚行

的协助下建立了一些技术性的监督项目。

在东亚“10+3”层面，区域经济监督进程起步于10+3框架下的经济评论与政策对话机制（ERPD），目前业已开展的主要合作包括：通过交换一致且准时的数据和信息，在监控短期资本流动方面进行合作；建立国家监控机构进行经济和金融监测；建立早期预警体系以评估区域金融的脆弱性等¹⁹。事实上，目前“10+3”框架内的金融监管机制雏形业已形成。第一次同行评议会议是在2000年5月亚洲开发银行年会时附带进行的。2001年5月在夏威夷举行的“10+3”财长会议进一步肯定了建立东亚“10+3”早期预警系统的方向，同意为此继续做出努力，建立早期预警模型。2002年5月10日，借亚洲发展银行（ADB）召开年会的时机，“10+3”的财政部长在上海召开会议，评估了本地区货币合作的进展，并表示希望建立本地区的“货币危机预警系统”（EWS）。在东盟的经济监督机制获得进展之后，东亚10+3各国也开始考虑构建一个更为有效的经济监督机制。2005年5月在伊斯坦布尔召开的10+3财长会议上，东亚各成员国决定将ERPD置于“清迈倡议”（CMI）框架之下。由此，ERPD由原先的一个信息交换机制，发展成为一个事先经济监督与检查机制，以便在货币金融危机再次发生之时能够对成员国进行甄别以及时发放贷款。

虽然东亚地区金融监督与预警方面已经取得了一些实际进展，但是我们必须看到，目前各国在这一方面的合作

依然是浅层次和松散的，例如上文的东盟监督机制虽然已经开始运转，但是东盟各国经济数据和公开的经济及金融报告仍然缺乏透明度，各国政府往往把经济数据当作一种策略工具而不是一种公共产品。同时，严格不干涉内部事务的原则使有效地实施地区监督机制极为困难。要使地区金融监督与预警取得实效，下一步应该努力加强具有权威性的机构建设，可以考虑在“10+3”框架下设立“东亚金融监督与预警机构”或者在拟议中的“东亚货币基金组织”下设立类似机构，搜集和发布东亚地区各国主要的经济与金融指标，用以为政府决策者和市场参与者提供及时准确的信息。

2、亚洲债券市场建设开始起步

培育和发展统一的区域金融市场被认为是东亚区域货币一体化的基础条件²⁰。长期以来，与本地区经济增长速度不相适应的是东亚区域金融市场的相对封闭与缓慢发展。东亚地区各经济体的金融体系发育不够成熟，以银行存贷款为主的间接融资体系成为地区内各国资金融通的最主要形式，而以股票、债券、各类长短期金融工具为主要标的短期货币市场和长期资本市场则比重较小。这就为本地区金融市场的稳定带来了极大的隐患。一方面，这种“银行主导型”金融体系导致本地区经济发展所需资金在期限与货币上的双重错配，即借入国际货币（美元为主）债务但生成本国货币资产，借入短期资金却为长期资本投入

¹⁹ 杨权：《全球金融动荡背景下东亚地区双边货币互换的发展——东亚金融合作走向及人民币角色调整》，《国际金融研究》2010年第6期第36页。

²⁰ 货币金融一体化其实包含两个概念，即货币一体化和金融一体化。货币一体化主要涉及成员国在货币流动性援助机制以及区域汇率体制方面的建设方面，而金融一体化则指参与方在促进区域金融市场融合，金融市场体系建设以及保持金融市场稳定方面的制度性安排。



进行融资。在这种“错配”体系结构下，极易产生各类金融风险。另一方面，由于区域金融市场的不够发达成熟，东亚地区所拥有的巨额外汇储备主要以美国国债等形式存在，当美元发生贬值时，东亚经济体的储备资产必定大幅缩水。本文认为，这实际将会导致第三重错配问题，即输出安全资本输入风险资金，国际游资在大量输入时产生金融资产泡沫，而一旦外逃，则会引发汇率冲击乃至下一场金融灾难。


只有培育成熟发达的东亚区域金融市场，才可以有效防范和化解东亚地区典型的货币错配风险（或被称为“原罪”）。“亚洲债券市场发展倡议”（ABMI）则成为东亚区域金融市场一体化的发端之举。2003年，东亚各国通过了旨在发展亚洲债券市场的“清迈宣言”，内容包括亚洲各国联合发债、建立区域信用担保机制、建立外汇储备库专门用于投资亚洲债券等多项建议。2003年8月，在马尼拉召开的10+3第6次财长会议正式决定，在ABMI倡议下分别设立“创建证券化债务工具”、“信用担保和投资机制”、“外汇交易和清算”、“多边发展银行、外国政府机构和跨国公司发债”、“信用评级机构和信息披露”、“技术援助协调”等六个工作组，通过开展政策对话、举办研讨会的方式来促进亚洲债券市场的发展。2004年，泰国财政部分批发行了约300亿美元的，以泰铢计值的亚洲债务，并从税收方面给予适当优惠，引领亚洲各国发行以本币计价的“亚洲债券”²¹。

²¹ 胡芳、刘兴华：《东亚区域货币合作：理论基础与演变发展》，《金融发展研究》第2期第30页。

3、区域双边货币互换网络业已形成
东亚金融危机之所以迅速扩散，重要的原因之一是缺乏地区货币流动性援助机构以提供及时的救助。在金融危机发生以后，由于IMF行动迟缓、救助方式不符合东亚国家的实际情况，使得东亚国家加深了对建立本地区金融危机救助机制急迫性的认识。在这方面最早的设想是建立亚洲货币基金组织。虽然由于美国和IMF的反对，这个建议被搁置，但是东亚各国在《清迈倡议》框架下建立地区货币互换网络方面却取得了积极进展。

2000年5月在泰国清迈举行的亚洲开发银行年会上，东盟10国与中日韩3国财政部长会议通过了《建立双边货币互换机制》的倡议（简称《清迈倡议》，Chiang Mai Initiative, CMI），财长一致同意建立一种货币互换安排体制，这种货币互换安排的目标是建立以本地区各成员之间货币互换和回购双边条约为基础的地区货币合作网络，以此保护本国货币免遭投机性攻击。《清迈倡议》被普遍认为是东亚地区货币金融一体化进程中的一个里程碑。《清迈倡议》的核心内容是：第一，完善东盟货币互换安排²²，把所有的东盟国家都包括进去，并将其总金额由2亿美元增加到10亿美元；第二，在10+3范围内建立双边货币互换网络和回购协议（Network of Bilateral Swaps and Repurchase Agreement, BSA），承诺在必要时向成员国提供适当规模的资金，用于帮助其解决短期国际收支或流动性问题。

²² 在此之前的东盟国家已经缔结了“东盟互换资金协定”，由于只有2亿美元的规模，所以在1997年东亚金融危机中没有起到作用，而且成员上也没有包括东盟目前所有国家。



2000年11月17日，东盟各国央行行长、货币当局首脑达成协议，将短期流动性支持资金从2亿美元扩大到10亿美元（2005年进一步增加到20亿美元），用以克服成员国的短期国际收支困难。“东盟互换安排”利息较低，最长期限为6个月。虽然这项互换安排的规模仍然不大，但它反映了东盟各国加强货币和金融合作的强烈愿望和实际努力。中、日、韩3国也已经分别及与东盟各成员国签署一系列双边货币互换协议，我国先后与泰国签署了20亿美元的美元/泰铢双边货币互换协议，与日本签署了相当于30亿美元的人民币/日元双边货币互换协议，与韩国签署了相当于40亿美元的人民币/韩元双边货币互换协议，与马来西亚签署了15亿美元的美元/林吉特双边货币互换协议。截至2008年11月底，CMI的总规模已达855亿美元（包括ASA的20亿美元）。如表2。此后，随着全球金融危机的爆发，CMI的规模进一步扩大，至2009年4月，CMI的总规模已扩大至1545亿美元²³。

²³杨权：《全球金融动荡背景下东亚地区双边货币互换的发展——东亚金融合作走向及人民币角色调整》，《国际金融研究》2010年第6期第32页。

表 2：清迈协议框架下东亚货币互换安排（单位：10 亿美元）

	中 国	日 本	韩 国	印 尼	马 来 西 亚	菲 律 宾	新 加 坡	泰 国	合 计
中国		3.0	4.0	4.0	1.5	2.0		2.0	16.5
日本	3.0		13.0	6.0	1.0	6.0	3.0	6.0	38.0
韩国	4.0	8.0		2.0	1.5	2.0		1.0	18.5
印尼			2.0						2.0
马来西亚			1.5						1.5
菲律宾		0.5	1.5						2.0
新加坡		1.0							1.0
泰国		3.0	1.0						4.0
合计	7.0	15.5	23.0	12.00	4.0	10.0	3.0	9.00	83.5

资料来源：ADB. *Emerging Asian Regionalism---A Partnership for Shared Prosperity*. ADB Publication. 2008. 转引自杨权：《全球金融动荡背景下东亚地区双边货币互换的发展——东亚金融合作走向及人民币角色调整》，《国际金融研究》2010年第6期

《清迈倡议》可以认为是美国与东亚相互妥协的产物，一方面，在此框架下建立的东亚货币互换机制本质上就是一个地区性基金安排，完全可以作为 IMF 的补充对未来的危机国实施资金援助。另一方面，《清迈倡议》实施主要以国家间双边协议的形式为主，在一体化程度上仍然处于松散性的合作层次，所以在目前尚不足以对于 IMF 的主导地位和美国的东亚战略利益形成直接挑战。例如，《清迈协议》就规定，需要流动性支持的国家可立即获得互换协议的 10% 的短期资

金，剩下的 90% 必须与 IMF 的援助计划相联系。这其中就有美国操控的因素，也有 IMF 不愿看到东亚货币互换机制对其过度替代的因素。

4、多边性区域货币储备库得以实施
双边货币互换网络机制的建立显然并不会是东亚货币金融一体化的终极目标，《清迈倡议》实施后，各方对 CMI 进行了评估，认为 CMI 存在问题，包括货币援助主要以双边机制为主，一旦发生危机，双边一对一的谈判时间成本较高。另外，为了防止

出现“道德风险”，绝大部分双边 CMI 的资金启动需要符合 IMF 的援助条件，可以立即获得的资金只有协议金额的 10%，这就难以获得及时的援助效果。为了提高 CMI 的有效性，2005 年 5 月，10+3 财长会议同意采取以下措施对于 CMI 进行改进：（1）提升 10+3 经济监督进程，并将其整合于 CMI 框架之下；（2）明确界定启用货币互换协议的过程并引入集体决策机制，以此作为将 CMI 多边化的第一步；（3）将部分双边互换协议的规模扩大一倍，以显著提高现有货币互换协议的资金总规模；（4）改进资金提用机制，将无须经由 IMF 贷款援助审批即可自由提用的额度由协议金额的 10% 提高到 20%。2007 年 5 月，10+3 财长会议原则同意在 CMI 基础上建立一个多边化的由单一契约约束的自我管理的外汇储备库。要求 10+3 副财长会议对 CMI 多边化的关键问题诸如监督机制、符合条件储备的界定、成员国的份额、提用规则等进行深入研究。2008 年 5 月，第 11 次 10+3 财长会议上，拟议中的外汇储备库规模确定为不少于 800 亿美元，其中中国、日本和韩国出资 80%，东盟出资 20%；同时，各方承诺进一步加快工作进度，就包括借款具体条件以及借款协议条款的具体内容等要素进行磋商。2009 年 2 月，10+3 各方签署《亚洲经济金融稳定行动计划》，将东亚外汇储备库方案的资金规模由 800 亿美元进一步扩充到 1200 亿美元，并提议通过建立独立的区域监控实体来将资金使用与 IMF 贷款条件相脱钩。2009 年，12 月，清迈倡议多边化（CMIM）协议正式签署，在总额高达 1200 亿美元的储备库中，中国、日本和韩国分别出资 384 亿、384 亿、92 亿美元，所占份额分别为 32%、32%、16%。三国合计占比 80%，东盟承担剩

余的 20%。各参与方有权根据协议规定的程序和条件，在其出资份额与特定借款乘数相乘所得的额度内，用其本币与美元实施互换²⁴。

在 CMIM 框架下成立的东亚外汇储备库，将东亚地区原有的区域货币合作由双边机制扩展到多边机制，提高了 CMI 的有效性，降低了区域货币合作的交易成本，被形象地看作东亚地区各国在当时应对全球金融危机时的“抱团取暖”之举。本文认为，东亚外汇储备库的建立将至少在以下几方面起到防范地区金融危机，稳定东亚地区经济的作用：1、威慑作用。投机性资本的跨国流动已经成为一个全球问题。货币危机和金融危机的爆发大部分是由投机性资本的投机行为引发的。对于专门从事投机的金融巨鳄，外汇储备库的存在可以产生威慑效应，对于为数众多的中小投机力量，它可以起到稳定作用，使恶化金融危机的“羊群效应”不会蔓延。2、监督作用。东亚外汇储备库不仅可以在危机爆发时采取救援行动，更为重要的是通过建立地区性经济政策对话磋商机制，定期交换宏观经济、经济政策和金融市场的信息，在危机潜伏期对成员国的经济结构、金融市场和经济政策进行跟踪监督，从而防范危机的再次发生。3、救援作用。一旦成员国货币受到投机性攻击或出现紧急的国际收支困难，并且成员国本身不能克服，东亚外汇储备库可以向该成员国提供必要的国际流动性支持。这样，该国可以赢得时间采取必要措施纠正政策上的失误，并防止危机的扩散与蔓延。

²⁴ Joint Ministerial Statement of ASEAN+3 Finance Ministers' Meetings, May 2000-2009. www.aseansec.org.

3.3.2. 东亚金融一体化存在的问题与障碍

如前所述，在东亚金融危机的强烈触动下，进入新世纪以来，东亚地区的货币金融一体化进程开始启动并且取得了一些进展，特别是清迈倡议框架下双边货币互换网络的形成以及东亚外汇储备库的正式实施，标志着东亚地区货币一体化在危机救助机制方面率先取得了实质性的进展。业已实施的东亚外汇储备库与提议中的“亚洲货币基金构想”只有一步之遥。但是，由于东亚地区经济结构和地缘政治层面的复杂性，在实践进程中也暴露出许多问题与缺陷。主要表现在：

1、实施中的 CMI 机制有效性依然不足自 CMI 提出并实施以来，主要以双边的，较为松散的合作形式为主。仅就 10+3 框架而言，实际上是中、日、韩三国分别与对方和东盟展开双边合作，在中日韩之间缺乏有关货币合作的多边制度安排。虽然从 2008 年开始，CMIM 的启动在一定程度上突破原有的双边合作体制，并且为保证共同储备基金的有效管理和使用，CMIM 也提出了建立独立的区域性监控实体的倡议。但是，这一步之遥也许恰恰是最难跨过的从量变到质变的门槛。因为这一问题的解决不仅涉及到东亚外汇储备库在组织性质上的最终定位，并且也一定程度上受到来自 IMF 和美国方面的影响与制约。当前，东亚各方在外汇储备库是由各国中央银行独立运作，仅在危机发生时集体决策启用，还是设立常设机构来管理储备，并由各方共同决定资金的使用这一问题方面依然没有取得共识。此外，储备库目前的总规模仅占各方外汇储备总额的 2.8%，规模依然有限。

从实际运行效果来看，CMI 的表现也不如人意。自 2000 年 CMI 正式启动至

今，没有成员国启动过互换资金。在 2008 年全球金融危机爆发后，本应发挥重要作用的 CMI 却因为本身可使用的资金规模受到 IMF 援助框架的制约，也未能发挥实质作用。例如，在金融危机中曾一度遭受严重冲击的韩国，本可以在 CMI 框架下通过与各国的货币互换协议筹集到 185 亿美元的援助资金，但是由于其中仅有 37 亿美元可以脱离 IMF 援助框架的限制²⁵，因此韩国转而通过与美联储签署 300 亿美元的货币互换协议来缓解因危机造成的外汇流动性短缺。新加坡也同样如此。由此可见，在全球金融危机的关键时刻，东亚各方经过十几年努力建立起来的 CMI 和 CMIM 框架未能起到预期效果。

2、区域汇率协调机制未能取得突破性进展

建立区域性汇率协调机制乃至形成较为正式的固定汇率区，是东亚区域货币金融一体化的较高层次的目标。在东亚货币金融一体化启动阶段，曾经存在诸多建立东亚固定汇率区的构想，东亚各经济体也意识到区域内汇率的稳定对于东亚经济增长具有至关重要的意义，但是，由于汇率协调与合作涉及到部分货币主权的让渡问题，加之东亚各经济体在经济发展层次、政治制度的多样性和差异性，使得东亚地区在汇率协调合作机制建设方面相对滞后，一直未能取得实质性进展，甚至有某种程度的倒退迹象，李晓（2011）²⁶归纳出以下的一些表现：

²⁵ 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，第 111 页。

²⁶ 同上，第 112 页。

第一，有关区域汇率协调与合作目标的停滞。2005年5月，10+3财长会议的联合声明指出：有必要加强经济政策（包括汇率政策）的对话与协调。其后，中日韩央行行长会议在决定续签货币互换协议时也指出，维持汇率稳定与加强政策协调是三方的共同需要。但此后，区域汇率协调与合作没有取得实质性的进展，在10+3签署的相关文件中没有涉及区域性汇率机制建设问题，依旧局限于既有的合作框架。

第二，亚洲货币单位（ACU）计划的流产。2006年，亚洲开发银行（ADB）参考欧洲货币单位（ECU）的计算方法，计划研制并推行ACU，其性质是一种衡量汇率稳定性的指数，作为测度区域内货币偏离程度的指标，用于监控东亚区域内的汇率走势，使其成为各国货币当局制订汇率政策的参考依据。但是，ADB最终放弃了公布ACU的计划，虽然其理由并未公布，但是各主要国家围绕ACU的立场分歧在很大程度上成为根本原因。

3、区域金融市场一体化建设依然任重道远。

区域金融市场一体化的建设是东亚货币金融一体化的重要内容。并且各方在发展“亚洲债券市场倡议”框架下取得了一些进展。但是，可以认为东亚区域金融市场建设依然任重道远。理由如下，第一，所取得的成果大多是以倡议形式表达各方在发展区域金融市场方面的共识，其象征意义大于实质意义。第二，亚洲债券市场建设进程中着重于从技术层面改进债券市场的基础设施，从宏观经济层面对于各国金融部门管理的法律法规的协调与合作明显不足，使得区域内各经济体在金融体系和金融结构方面依然存

在极大的差异性。东亚区域内部多数国家包括日本、中国等核心国家，其国内金融市场不够发达成熟，而成熟发达区域市场要以成熟完善的国内市场为依托。又如，在本区域内，一些发展中国家包括中国出于本国国情的考虑依然实施比较严格的资本管制，这也成为整个东亚地区金融市场一体的进程推进的实际困难。第三，区域金融市场建设除了区域债券市场外，还需要包括股票市场在内的其他资本市场以及中短期的货币市场的融合与协调，显然亚洲债券市场的发展仅仅是一个漫长过程的开始。

4. 作为结算货币的人民币研究

本部分将分析人民币国际化的相关制度约束，并重点考察作为结算货币的人民币运作。

4.1. 货币国际化的经济学分析

在中国政府的大力推动下，人民币在跨境贸易结算、国家和地区央行间的货币互换、人民币汇率形成机制改革、香港人民币离岸市场（CNH）、促进境外人民币交易以及推进跨境直接投资人民币结算等方面，都取得了令人瞩目的进展。但现阶段的人民币国际化进程也面临着一些问题与制约：一类是发展中可以解决的问题，而另一类则是体制或制度等长期性问题。前者需要中国经济持续增长作为人民币国际化的强大后盾，而后者则需要在制度上精心设计、在路径上巧妙安排。

4.1.1. 基于货币职能的货币国际化

“新货币经济学”（New Monetary Economics, NME）理论认为，国际货币的各种职能在自由市场条件下会相互分



离。一国货币在国际交易中执行价值尺度、交易媒介和价值储藏职能，成为具有国际影响的国际货币，可以分别从国际货币不同职能的角度出发，来探寻实现各职能所应具备的条件。国际货币是主权货币在价值尺度、交易媒介和储藏手段三个职能上的延伸。因此，主权货币要成为国际货币，其货币职能必须实现对外延伸。

1、影响国际货币执行价值尺度职能的因素

货币的价值尺度职能主要包括两个方面：第一是作为记账单位。根据前面的分析，一国货币要想从不具有国际网络效应的国内货币发展到国际货币，最重要的是完善该国货币的内在价值，使得市场上的交易个体愿意放弃原来使用国际货币所享用的外部性，并愿意承担转换货币时的转换成本，来选择该国货币进行国际交易。其中，内在价值主要指它的使用价值，即作为记账单位来说所具有的便利性和流通性，以及由此为交易个体带来会计成本上的节约。

第二是作为计价货币使用。按照传统的定义，计价货币是指在民间交易中用以表示国际间商品与劳务的买卖价格，以及进行国际投资表示债权债务金额的货币。具体来说，就是不经货币发行国家管理当局批准，不能自由兑换为其他国家货币的外汇，只能根据有关两国的协定在相互之间使用。一国货币在国际交易中用于计价货币的比重，实际上是一国在国际分工中的地位、贸易结构和对外贸易流向以及该国货币在国际上被接受程度的一个综合反映指标。

除此之外，对于官方机构来说，货币价值尺度职能的体现是选择何种货币作为钉住货币。一种货币被其他国家钉住，除了两国经济关系密切程度

外，货币的稳定性是重要条件。只有一国货币稳定，钉住该国货币才有助于增强钉住国国内的货币的稳定和政府政策的信誉，起到稳定钉住国国内经济发展，促进贸易与投资的目的。国际货币体系中，美元仍然是主要的被钉住货币，法郎由于其历史原因是另一个主要被钉住货币，其他货币，主要是欧元和日元作为被钉住货币的地位一直在上升。

2、影响交易媒介职能的因素

国际货币作为交易媒介的存在，可以大幅度降低货币间的交易成本。交易货币不存在时，每一种货币都需要进行两两交换，才能实现所有货币之间的兑换。当交易货币存在时，则每一种货币只需要与这种交易货币相交换，就能实现所有货币之间的兑换。

在国际经济往来中，影响交易货币选择的因素主要是交易规模，主要包括一个国家的经济总量和实力、实物贸易的规模和金融市场的广度与深度。一国的经济实力往往决定了该国货币的国际地位，一国货币的国际化从根本上是该国经济实力的一种反映。对美元、欧元和日元三种主要国际货币的分析可以看出，三种货币与其货币发行经济体的规模呈正相关。同时，对外贸易规模也决定国际交易的币种选择，对外贸易规模的大小与交易成本呈负相关。此外，国际货币的发行国必须拥有一个较为开放的、交易规模巨大、体制健全的金融市场。

3、影响价值储藏职能的因素

作为价值储藏的国际货币，主要被交易个体作为资产货币，而被官方机构作为储备货币。无论哪一种方式，价值的稳定均是首要条件。这是一国货币国际化的内在基础，只有稳定的货币才能为世界其他国家的交易个体和

官方机构所信任并被广泛接受。价值稳定包括两方面含义，一是该国货币的对内价值稳定，表现为国内物价水平的稳定；二是对外价值稳定，表现为该国货币的汇率水平稳定。

4.1.2. 基于市场需求的货币国际化

一国货币的国际化事实上是一种市场选择，各个国家好比公司，其主权货币好比公司依托其信用发行的支付凭证。从市场需求角度来看，货币国际化的决定因素主要包括以下方面：

1、经济规模

一国货币的国际化，从本质上说是经济国际化的产物，是该国总体经济实力在货币形态上的反映，因此经济规模决定了该国货币在国际市场的潜在使用情况。美国的情况尤其明显，其占全球 GDP 的比重由 20 世纪初的 10% 上升至第一次世界大战结束后的 20%，带动美元地位于上世纪 20 年代超过英镑。日本占全球 GDP 的比重从 1970 年的 7% 上升至 1988 年的 16%，也带动日元于上世纪 80 年代成为储备货币之一。Chinn and Frankel (2005) 的研究表明，主要货币发行国在世界总产值中所占比例每上升 1%，短期内会使该货币在各中央银行的外汇储备中所占比例相应上升约 0.1%，长期内上升 2.2%。

2、贸易规模

国际贸易是货币国际化的基础，货币国际化是国际贸易发展的客观要求，其主要衡量指标是进出口量占世界贸易规模的比重。另外，贸易结构也会直接影响到一国货币的需求量。相关经验分析显示，发达国家之间的大部分贸易是以出口方货币计价；而发达国家和发展中国家之间的贸易更多地采用发达国家的货币计价，这与发达

国家的贸易结构优于发展中国家具有重要关联。

3、通货膨胀率、汇率波动程度

良好的国际货币体系必须具备三个特性：调整性、流动性和可信性。可信性指的是国际储备货币的保值程度，而能够衡量货币可信性的指标主要包括货币发行国的通货膨胀率(通胀越高，则该货币的实际购买力损失越大)以及其名义有效汇率波动程度(波动性越大，则持有该货币的风险也越大)。

四、金融结构的完善和货币的可兑换性。要取得国际货币地位，一国的资本市场与外汇市场必须开放且高度发展。以日本为例，其政府为提升日元地位而采取的措施中，放开欧洲日元市场和建立东京离岸金融市场(如降低准入限制，实行永久性租税政策)是至关重要的步骤。为了适应日元国际化的需要，日本政府先后放开了政府短期债券市场和贴现短期国债市场。日本于 1986 年建成东京离岸金融市场，1990 年非居民日元交易量就从 192 亿美元飞速增加到 2150 亿美元，占非居民货币交易量的比重也从 21.6% 上升到 43.4%。

4.2. 人民币国际化的突破口

人民币国际化必须重点考虑它的制度约束和突破口。这里作些简要的分析。

4.2.1. 人民币国际化的主要制度约束

2011 年中国成为世界第二大经济体，成为世界诸多国家的主要贸易伙伴，人民币汇率保持稳定并处于升值通道，在区域市场实现流通。这些都为人民币国际化做好了准备，但是，在金融市场开放度、金融体系的完善及

资本项目可兑换方面还存在诸多制度制约。

1、资本项目尚未实现完全自由可兑换
从历史经验等方面来看，货币国际化的初期，不一定需要货币可自由兑换。但是，货币可兑换性会影响货币国际化的进展，因为货币可兑换性是选择交易货币的重要因素之一，如果货币不能自由兑换，则货币持有者的交易成本上升，从而降低当事人选择该种货币的积极性。随着货币国际化向高级阶段（区域化和全球化）的发展，将越来越受到货币不可自由兑换的限制。因此，人民币要成为国际货币，就要逐步克服资本项目下不可自由兑换的障碍。

2、汇率制度尚需要逐步改革
国际货币的一个基本要求是应具备价值稳定性和可测性的特征。人民币国际化需要一个合理的人民币汇率制度，其中汇率市场化至关重要。根据克鲁格曼的三元悖论，一国在资本自由流动、固定汇率和货币政策独立性三者中只能选择两个。我国目前实行的是以市场供求为基础、参考一篮子货币定价的有管理的浮动汇率制度。对于央行来说，要开放资本项目并保持独立的货币政策，就必须对汇率制度进行改革。

3、国内金融体系尚不健全
人民币国际化需要有健全的国内金融体系作为支持，金融市场需要有一定的规模、较大的弹性和足够的平稳性，才能缓冲和吸收来自国际金融市场的冲击。中国自改革开放以来，大力发展金融业，目前已初步形成了较有层次的金融市场体系。但是与一些发达国家相比，我国的金融体系尚不健全，还需要进一步发展。我国金融

市场建立的时间较短，资本市场规模、市场交易产品和容量都还有限，市场规则和金融监管等方面都亟需完善。

此外，在国际贸易投资交往中缺乏话语权也是制约我国人民币国际化因素。近年来，随着整体国力的不断加强，我国的国际地位也随之提升。但是，我国仍然是一个发展中国家，目前国际社会发言权主要由以美国为代表的发达国家掌控的基本局面没有改变，在经济金融领域更是如此。中国人民银行对外贸企业的调查表明：中国出口企业在产品定价权方面处于弱势。完全没有定价权、定价能力较弱的企业占到近六成，而剩下的企业又有相当一部分是外资企业。外贸企业的国际定价权较弱，决定了跨境贸易结算中出口环节的人民币使用相对较少。

4.2.2. 人民币国际化的具体路径

人民币国际化是人民币逐渐发展成为国际货币的过程。按照货币国际化的区域划分，人民币国际化的路径可从周边化、区域化再到全球范围内使用；按照主权货币执行国际货币的职能，可从承担部分国际货币职能——结算货币职能，逐步深化到执行投资货币和储备货币职能，从而成为承担全部国际货币职能的国际货币。

当今的国际货币体系中，如果不借助区域货币合作的集体行动，任何一个国家单独货币国际化的努力都将受到美国的打压而较难成功。因此，人民币要成功实现国际化，可以从周边核心货币逐步过渡为区域内核心货币，即实现人民币的区域化。人民币区域化是指人民币通过参与东亚区域货币金融领域的制度性合作，争取成为区域内关键货币的过程。人民币区域化包括如下具体实施路径：

1、人民币亚洲化

人民币区域化强调的是中国在人民币国际化的进程中必须积极参与到东亚货币金融领域的合作中来，通过区域内国家的集体行动，来对抗美元的强势地位，在实现人民币亚洲化之后，再逐步推进人民币国际化。李晓(2004)认为，人民币亚洲化是人民币国际化进程中不可或缺的一个关键步骤。当前，人民币已经初步具备了实现区域化的一些前提条件，其中包括（1）中国正在逐步成为东亚地区的货币市场供给方；（2）中国对外开放程度不断提高；（3）人民币在周边国家范围内不断流通，已经在一定范围内具备国际可接受性；（4）中国货币政策当局同东亚其他国家和地区开展双边或多边协调的能力明显提高。

人民币亚洲化的路径应该是次区域的高层次推进与泛区域的整体协调相结合，即人民币首先要在小范围内进行次区域的货币整合，在此条件下再进行东亚地区次区域间的高层次货币合作。在进行次区域货币整合的同时，整个东亚区域内各国、各地区间的货币协调与合作仍可以通过一定的机制(如“东盟 10+3”等)得到一定程度的整体性推进，两者可以实现有机统一。

2、中国—东盟人民币区域化

周元元(2008)认为，在既定的人民币国际化目标下，人民币应当走“渐进型”国际化道路，即中国—东盟人民币区域化——向东亚地区扩散——最终人民币国际化。按照这一思路，人民币的国际化可以从毗邻国家边贸中履行计价单位和交易媒介职能起步，进而不断扩大边贸计价的范围，在积累到一定的规模和信用之后转到一般贸易中履行结算功能。

3、人民币次区域化——一国四币

由于疆土广袤、经济实力雄厚及文化包容性强，通过整合中国的一国四币，再逐渐向外围扩散，中国容易成为次区域合作的中心。中国两岸四地的文化同源，贸易往来频繁，其经济趋同的趋势已经显现。两岸四地通胀率、GDP 增长率、有效汇率指数都有趋同趋势，可以一定程度减少区域内的汇率调整成本；两岸四地经济开放度均不断提高，逐渐呈现较强的经济互补性；两岸四地生产要素流动性加强，香港作为国际金融中心，已经成为大陆、澳门和台湾的主要服务中心和诸多劳务、资本和商品的中转站，向其余三地提供技术、资本和劳务。

在此基础上，两岸四地的金融合作发展迅速。两岸四地金融机构的互设，业务往来增多，监管协调和对话机制也日益密切。香港成为人民币境外流通数量最多的地区之一，2009 年成为人民币跨境结算试点。中国人民银行也为香港提供相应的办理人民币业务的结算安排，香港逐渐成为人民币离岸市场的中心。内地和台湾、澳门的金融合作也日益加强。2009 年《海峡两岸金融合作协议》签订，将逐步建立两岸的货币清算机制，推动两岸货币自由兑换进程。澳门元钉住港币，银行利率随港元利率而变动，人民币在澳门的流通也日益便利。

两岸四地一体化的进程迅速，在该区域推进人民币的一体化，建立以人民币为单一货币的大中华经济圈，然后逐渐向东亚其它国家拓展货币合作的范围是目前对中国较有利的区域货币合作模式。人民币区域化发展的核心是通过区域化改变人民币与美元形成的主动与被动的关系，增强人民币的独立性，稳固区域经济基础和金融环境，把区域货币化作为人民币国际化的基础。



4.2.3. 作为结算货币的国际化路径

在现行的国际货币体系下，人民币要冲破压力，实现国际化，首先要摆脱“美元金融依存”体制，加大人民币在跨境结算中的使用。在前文所述的制度约束下，人民币国际化的发展路径应分为三步为宜，即先实现人民币在周边地区成为结算货币，继而向亚洲乃至世界范围的扩展；再实现人民币在亚洲区域和世界范围的投资货币；最后使人民币发展成为国际上可接受的储备货币。

根据前面的论述，在目前的制度约束下，人民币迈向国际化任重道远。走好人民币国际化之路，第一步是要让人民币作为结算货币实现周边化和区域化。2009年4月，国务院决定将在上海、广州、深圳、东莞和珠海五个城市率先开展试点工作，境外区域范围暂定为港澳地区和东盟国家。同年7月，中国人民银行会同各部委联合发布了《跨境人民币结算试点管理办法》，人民币跨境结算正式启动。2010年中国人民银行等六部委联合发布了《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》（征求意见稿），主要内容包括三个方面：一是广东、上海的试点企业范围扩大化；二是试点结算境外区域从港澳、东盟地区扩大到所有国家和地区；三是在前期5个城市的基础上，向14个省份扩大。截至2011年底，人民币跨境贸易结算的试点范围已扩大至大陆全境。

国际货币体系的现状和中国的国情决定了必须以渐进方式，逐步有序、适时适度地推进人民币的国际化进程（陈江生，2010）。首先，在地域扩张上分“三步走”推进人民币国际化进程，即坚持人民币周边化、区域化进而发展到国际化。其次，在货币职

能上分“三步走”推进人民币的国际化进程，即坚持人民币结算货币、投资货币和储备货币的三步走战略。再次，在货币管制上分“三步走”推进人民币的国际化进程，即坚持对资本项目实行较为严格限制的可兑换，到较宽松限制的可兑换，最后实现取消限制的可兑换。

4.3. 人民币作为结算货币的可行性分析

2009年4月8日，国务院常务会议正式决定在上海、广州、深圳、珠海、东莞等城市开展跨境贸易人民币结算试点。自此以来，人民币逐渐从只在国内发挥货币职能逐步向国际结算货币开始过渡。本章将论述人民币成为国际结算货币的三个重要方面：一是推动人民币成为国际结算货币的因素；二是人民币能够成为国际结算货币的现实基础；三是人民币成为国际结算货币的风险。

4.3.1. 推动人民币成为国际结算货币的因素

上海市商委财务处（2010）对人民币国际结算的定义为，在国际贸易中采用人民币作为计价货币进行债权和债务的结算。人民币充当国际结算货币并不等于人民币国际化，而仅仅是人民币行使部分的国际货币职能。推动人民币成为国际结算货币的因素有很多，主要包括政府意愿、微观经济体需求等方面。

1、政府推行人民币国际化的行动

我国政府正致力于推动人民币国际化进程，自2009年推出的跨境贸易人民币结算试点以来，政府不断推出各种支持跨境人民币贸易结算的政策，有力地促进了人民币国际结算的发展。

2011年8月23日出台由中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布的《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》；2010年7月19日，中国人民银行与香港金管局签订了《补充合作备忘录》，与中银香港签订修订后的《关于人民币业务的清算协议》等²⁷。2011年8月，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会又发布了《关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知》，将跨境贸易结算的境内地域范围扩展至全国。

2、微观主体的需求

人民币国际结算对国内外外贸企业以及参与结算的商业银行均存在可观的利益。上海交通大学课题组（2009）认为，人民币国际结算对国内贸易企业而言有助于营运成果清晰化，节省了两次汇兑所引起的部分汇兑成本，加快结算速度，提高资金使用效率。BBVA research（2011）的研究认为，对国内的外贸企业而言，人民币国际结算能够消除汇率风险，减少外汇兑换和套期保值的成本，简化出口程序，以及获得其他来自政府鼓励人民币结算措施的收益；而对外国贸易商而言，通过人民币跨境贸易结算，其能够获益于人民币升值，离岸人民币金融产品市场更高的收益率。而且，允许离岸人民币回流可避免汇率风险。

对于中资银行而言，人民币国际结算有利于中资银行扩大结算业务以及其衍生业务，有利于中资银行海外分行的发展；可以享受人民币清算行的好处；有利于获取新的客户资源；增加收费业务收入。张小红，朱启松（2010）指出，开展人民币结算业务

可以减少商业银行外汇头寸储备，从而减少人民币升值的损失。

3、宏观经济状况以及政治因素的推动
国内目前的宏观经济状况以及某些政治因素也推动了人民币国际结算的发展。朱雯雯（2010）指出，人民币国际化既是中国经济实力不断增长的要求，也是中国对外经济发展战略调整的结果，此外还源于人民币在周边国家和地区的流通急剧增加的推动。时光、马宇彤（2010）研究认为，日益增长的经济实力、不断扩大的对外贸易、庞大的外汇储备、铸币税收入、大国政治因素将推动人民币国际化进程，上述都将成为推动人民币国际结算发展的重要动力。

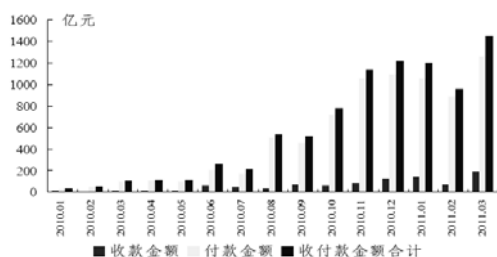
4.3.2. 人民币成为国际结算货币的现实基础

一国货币要成为国际结算货币需要许多条件，毋庸置疑的是，随着人民币逐步走向世界，人民币成为国际结算货币已具备了一定基础。首先，人民币的可接受性正在不断增加。陈全功，程蹊（2003）归纳总结了信用货币制度下一国货币在没有强权情况下被其他国家广泛接受所必需具备的四个基本条件。何慧刚（2007）在此基础上分析了人民币国际化的现实条件，其中包括：人民币汇率基本稳定、具有良好的国际信用以及充足的国际清偿能力、我国金融体制改革所提供的体制保障以及金融市场国际化进程加快。上述条件都促使人民币在更大范围内被接受。

其次，人民币跨境贸易结算的发展为其成为国际结算货币提供了实践经验。自2009年国务院开始跨境贸易人民币结算试点以来，人民币的跨境结算得到了迅速的发展，参见图1（资料来源：2011年二季度货币政策执行报

²⁷参见2011年第一季度货币政策执行报告

告)。对相关经验的总结也在不断增加。例如：徐志龙（2009）提出，应该尽快建立起一整套人民币国际结算工作的组织、计划及办法体系；张远军（2011）提出构建人民币与卢布的直接清算体系；李剑文（2011）提出，要让使用人民币结算的法律法规与相关行政部门的实际工作相互适应。这些经验对于未来推动人民币国际结算都是非常重要的。



数据来源：中国人民银行。

图 1：跨境贸易人民币结算按月情况

再次，人民币和多个国家双边货币互换协议的签订有利于人民币跨境流通的加快，为人民币国际结算提供了重要支持。双边互换协议是指两个国家（或地区）签订的，表示承诺一定的货币互换额度，通过互换相互提供短期流动性支持，为本国（或地区）商业银行在对方分支机构提供融资便利的条约（贾健；葛正灿，2009）。BBVA research（2011）认为，与中国有着战略性联系或特殊协议的国家 and 地区使用人民币作为其与中国的贸易结算货币的可能性很大，而其中双边货币互换协议正是这些特殊的协议中的重要组成部分。

最后，金融危机对以美元为主要结算货币的国际货币体系进行了一定的冲击，苏东昊（2011）认为，当前国际货币体系处在一种较为混乱的自单极

走向多极的状态，而毫无疑问的是，这种国际货币多极化的趋势有利于增加人民币在国际上的地位。朱邦宁（2011）指出，国际金融危机后包括中国在内的新兴经济体的快速发展将促进这些国家的货币国际化。裴长洪（2010）提出，全球金融危机加快了人民币与其它国家的货币互换进程，促进了人民币国际结算的发展。自跨境贸易结算推行以来，发展势头良好，仅 2011 年上半年银行累计办理跨境贸易人民币结算 9575.7 亿元，同比增长 13.3 倍。

人民币跨境贸易结算作为人民币国际化的第一步，其重要性不言而喻。如何稳步推进人民币跨境贸易结算，使之健康有序发展，事关人民币国际化的全局，主要措施包括①选择资信好、实力强的银行作为参与行。②通过多方渠道保证对境外企业的融资，保证人民币贸易结算的进行。③加快推进建设上海成为国际金融中心。④可考虑逐步允许境外企业和个人用人民币购买人民币债券或直接在中国投资，但同时应与央行对境外市场的控制力相结合。⑤逐步完善相关的政策法规，既要有利于跨境贸易结算的发展，又要减少相关法律法规的漏洞。⑥调整跨境资金监管方式，把跨境资金流动作为重要监管内容。

4.3.3. 人民币成为国际结算货币的宏观经济风险

1、人民币成为国际结算货币会影响货币政策的决策难度

由于人民币作为结算货币带来的境外流通，会增加货币供应量 M2 的测算难度，从而影响央行的货币政策决策。尤其我国是一直采取数量工具来调控货币供应量，人民币的境外流通更会带来决策的目标误差。人民币国际化（作为结算货币使用）后，将使国内

外经济的联系大大增加，货币政策只有一部分作用在国内，其他的将通过溢出效应作用于国外。同时，他国的货币政策也将通过溢出效应对我国的经济运行产生冲击作用。

另外，人民币成为贸易结算货币后，国外市场的流通量与国内市场的流通量随时处于变化之中，这将使中国政府的货币流通管理难度大大增加。如何有效管理和控制国内外的人民币流通量，以维持物价的相对稳定将变得更加困难。与此同时，我国的货币政策传导机制将发生一系列变化，其传导过程将变得更为复杂，货币政策传导机制中的利率渠道、资产价格渠道和汇率渠道将逐步代替现在的信贷渠道。

2、人民币作为国际结算货币将使中国经济遭受国际投机冲击扩大

人民币国际化后会使人民币在境外流通的数量增多，当达到一定规模时，会形成以投机为目的的国际游资，从而增大了在我国经济出现困难或有机可乘时发动货币攻击以攫取风险利润的可能性。另外，在人民币升值形势下，投机者为获得套利收益，可以待人民币升值后再兑换成外汇，这势必造成汇率变动冲击，从而影响人民币汇率政策。这些都对我国的金融安全 and 经济稳定形成威胁。

3、人民币国际结算将带来平衡内外部经济利益的矛盾

人民币作为国际结算货币后将担负区域乃至国际经济的稳定责任。在制订宏观经济政策尤其是金融政策时，要充分考虑到该政策对整个区域的外部影响。事关人民币的经济金融政策将不再仅仅是中国的内部经济事务，而是需要从整个区域角度出发，制定事关区域发展大局的宏观金融政策。中

国需要协调与平衡内外政策宏观经济目标之间的冲突，在某些情况下甚至需要为了国际经济目标而牺牲国内经济利益。

此外，人民币成为国际结算货币还将带来对金融监管的挑战。作为贸易结算货币所带来的金融机构业务海外扩张，以及随之产生的人民币衍生产品都将给金融监管带来新的挑战。

4.4. 研究结论

根据以上的分析，本研究的主要结论如下：

1、人民币国际化是国际货币体系改革的需要

当前国际货币体系的内在缺陷即“特里芬难题”是近三十年来世界金融危机频发的制度性根源，其所产生的国家利益矛盾、利益分配不均等问题决定必须对现有国际货币体系进行改革，而人民币国际化是国际货币体系改革的内在需求。国际货币体系的重要功能之一是国际货币供给如何满足国际贸易与投资增长的需求，同时减少对经济发展的不良扰动。黄金由于其供给不足难以满足世界经济发展的需要，而美元超发造成了各国国际收支严重失衡和通货膨胀。人民币国际化能够增加国际货币的供给，同时减少贸易伙伴对美元的依赖，制约美元超发，一定程度上缓解美元作为国际货币的特里芬两难和国际收支失衡问题。

2、人民币国际化应以结算货币为突破口

货币国际化根据其部分职能或全部职能扩张到周边国家、国际区域乃至全球范围可分为不同层次。人民币国际化从地域上可从周边化——区域化——

一国际化逐步推进；从职能上可从结算货币——投资货币——储备货币逐步深化国际化进程，依托于经济增长和高额美元储备走渐进的国际化道路。人民币国际化的过程，是从区域货币合作的进展及人民币立足区域走向世界的渐进过程。人民币依托中国在全球贸易中的市场份额，可首先以结算货币职能作为突破口，从周边走向区域乃至全球；在深化东亚区域货币合作的过程中成为汇率合作中的核心货币，再逐渐走出亚洲，成为世界结算货币、投资货币乃至储备货币。具体可考虑首先从次区域一体化着手，整合中国的一国四币，从而到大1. 中华区（汉字区），从而实现在东亚乃至亚洲的核心货币地位。最终在国际国币体系重构中把握机会，形成美元、欧元、人民币三足鼎立的局面。

3、人民币作为结算货币切实可行

中国经济综合实力稳定增长构成了人民币国家信用的基础，外汇储备实力雄厚为人民币国家信用提供了保障；国际贸易份额不断扩大是增强人民币国家信用的动力；人民币加快可自由兑换进程实现了人民币国家信用的供给；人民币自发实现区域性流通形成了人民币国家信用的扩张；金融业的改革和开放为人民币国家信用练好了“内功”；国际金融形势的新发展提出了对人民币国家信用的需求。推动人民币成为周边——区域——全球结算货币可作为人民币国际化的突破口，在此过程中深化经济金融体系改革，实现国内金融市场扩容，完成资本项下的人民币可兑换进程，最终成为区域乃至全球的投资和储备货币。

5. 对策思路与政策主张

本部分围绕人民币国际化与东亚金融一体化的互动，提出一些对策思路和政策主张。

5.1. 关于人民币国际化的自身建设

近年来，稳定快速的经济增长、稳健的货币政策和积极的财政政策、良好的国际收支状况、雄厚的国际储备成为人民币坚挺和国际信誉的基础，人民币国际化进程大大加快。因此，首先必须推动中国相关的自身建设。具体建议如下：

1. 继续深化我国金融体制改革

日本正是由于国内金融体系的健全性和开放度远远不能适应本币国际化的要求，所以日元国际化效果与其经济地位与规模不相匹配。人民币国际化进程，应该特别汲取日本在这方面的经验教训，致力于完善中国的金融体系。必须完善中央银行的职能。央行要建立明确的货币政策目标，灵活运用公开市场操作以及存款准备金率以及其他调控手段，有力保障货币政策的实施。一方面要防止外国资本对本国货币政策执行乃至整体经济环境运行的过大干扰；另一方面要为人民币国际地位的巩固提供积极稳健的政策环境和经济环境。必须逐步推进中介机构的国际化。中资金融机构要逐步建设遍及世界的机构网络。经济全球化背景下，随着人民币国际化的逐步实现，海外人民币资产数额必将大幅度增加。中资银行要走向国门，发展跨国经营以适应人民币区域化、国际化的发展方向。可以参考汇丰银行、渣打银行等国际领先跨国银行的经验，通过并购重组等方式拓展海外业务。同时积极推进中资金融机构的境外人民币业务。为了将所在国政府、企业和居民都纳入银行客户群，也为

了向中资企业在海外的发展提供更多服务，银行海外机构应当努力推出更多品种的人民币业务。逐步可控的推动人民币资本项目开放直至人民币完全自由兑换。在推行人民币完全自由兑换的过程中，要加强金融体系的改革建设以及宏观审慎管理，防止出现系统性风险。

2、建立我国的国际金融中心

一个国家没有国际金融中心便无法使国内金融与国际金融融合起来，并快速地反映国际金融形势和走向，也无法使该国货币参与国际市场的价格形成过程，因此当务之急是建立国际金融中心。目前，上海正在逐渐成为中国最重要的金融中心。近几年来，票据中心、银行卡中心、房地产信贷中心、中国银联、黄金交易所、外汇同业拆借市场、全国商业银行资金清算中心都已落户上海，显示出上海作为国际金融中心已初具规模和实力。但是与其他国际金融中心相比，上海的差距仍然很大。要使上海成为国际金融中心，一是必须加大上海国内银行业的国际化，促使中外资银行平等竞争；二是提高市场准入程度，使上海外资银行和国际银行机构数量较快增长；第三要进一步加大投入，提高上海的信息港建设；第四要建立有效的激励机制，引入金融人才，为人民币国际化创造人才储备。

3、建设离岸金融中心推动人民币国际化进程

随着中国的经济实力与日俱增，人民币升值趋势不减、日益坚挺，许多国内企业将纷纷迈出国门，这些跨国经营企业对于离岸金融中心具有强烈需求。在离岸金融市场上，各种国际货币都可能成为交易货币，这将促进人民币在国际贸易和投资中的使用，随

着人民币的广泛使用，人民币很可能被列入国际货币之一，离岸金融中心的发展实际上是开放本币自由流动的缓冲区，是对本币国际化的支持。

各国围绕前景良好的人民币开展了积累人民币的竞争。不过要设立离岸市场，中国必须进一步放宽对人民币的管制。过去为了维持人民币汇率稳定，中国政府一直限制人民币与外汇的自由兑换。国外流通的人民币数额很少，也是设立离岸市场的阻碍之一。现在，中国政府需要在这两方面果敢地予以突破。另外，还要解决好如何在海外进行人民币交易清算的问题，因为离岸市场的大量人民币交易活动是通过设在大陆的所谓代理银行或者中国银行香港分行进行的。

4、加快资本项目的进一步开放

例如，上海为对冲基金打开大门，上海计划推行一个试点项目，允许一些外国对冲基金等机构在中国境内募集人民币资金用于海外投资。这标志着中国政府在放松跨境资本流动管制方面的最新举措。

又如，中国决定把外国投资获准在这个国家股市和证券市场的投资额度增加两倍左右，这是中国对历来严格限制的进出中国资本流动进行放宽的最新标志。中国证监会说，它把合格境外机构投资者的总投资额度提高到 800 亿美元，并把人民币合格境外机构投资者的总投资额度提高到 700 亿元人民币。北京正寻求办法更好地配置总额为 3.2 万亿美元的外汇储备，其中绝大部分是低收益的政府债券。

5、加快人民币海外贷款和投资

对外提供本币信贷，可以为人民币谋取更重要的地位，使得其影响力日益增大。事实上，中国银行在 2011 年就是（不包括日本）银团贷款市场上的

五大银行之一。目前，在香港发行的人民币债券总计 1500 亿元人民币，而香港的人民币银团贷款总计达到约 300 亿元人民币。这方面的步伐宜迅速加快。

6、积极推进东亚区域货币体系的建立和发展

这样可以促使人民币参与到区域集体行动的制度安排当中，成为区域性的关键货币。这种制度安排一旦建立，就会产生“路径依赖”和“自我强化”效应，对区域内外的个人及企业的心理预期和行动决策产生重大影响，一旦其既得利益得到确立，就会成为更深层次货币一体化的动力。

5.2. 关于人民币国际化与东亚金融一体化的互动

2008 年全球金融危机爆发后，与东亚货币金融一体化进程相对滞缓的局面相对比的是，人民币国际化的进程开始加快。虽然中国政府尚未在官方渠道正式表达人民币国际化的战略意图，但是，在行动上不断出台措施推进人民币的国际化进程。例如，2009 年 7 月，启动人民币跨境贸易结算试点。2011 年 1 月，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》，标志着跨境结算从贸易项扩展到投资项。从 2004 年开始，在中国人民银行与香港货币当局联合推动下，香港人民币离岸金融市场建设不断加速，到 2011 年 3 月，香港金融市场共吸收人民币各类存款余额 4514 亿元，同比增长了 7 倍多，是 2004 年 121 亿元的 37 倍多。²⁸

人民币国际化的启动并加速，在学术界被认为是中国对于东亚货币金融一体化进程迟缓的一种无奈的“次优”战略选择。的确，在东亚区域金融货币合作进程中，存在许多中国难以控制的制约因素诸如中日合作、美国制衡以及货币主权让渡担忧等。相比之下，通过单方面的人民币国际化路径，至少可以使得中国在应对面临的诸如美元储备困境等方面可以有所作为。但是，值得注意的是，在如何看待人民币国际化问题上，不应该将其看作一项全新的国家战略，作为区域货币金融一体化的替代。而实际上，人民币国际化战略与东亚货币金融一体化战略完全可以并行推进，甚至在许多方面两者还可以实现相互交集。

5.2.1. 人民币国际化与摆脱东亚“美元陷阱”

我们知道，东亚货币金融一体化的一个重要动因就是试图摆脱在储备货币与汇率机制方面对于美元的过度依赖，这种对于美元的依赖症状被称为陷入东亚“美元陷阱”。陷阱的一个表现是包括中国在内的东亚各国外汇储备大多以美元计价并投放在美国金融市场，但不受任何国际条约约束的美元汇率发生贬值时，东亚地区的巨额外汇储备就会出现贬值风险。全球金融危机爆发后，美国为刺激经济而推出量化宽松政策所带来的美元贬值趋势，引发了摆脱东亚地区储备困境的再思考。

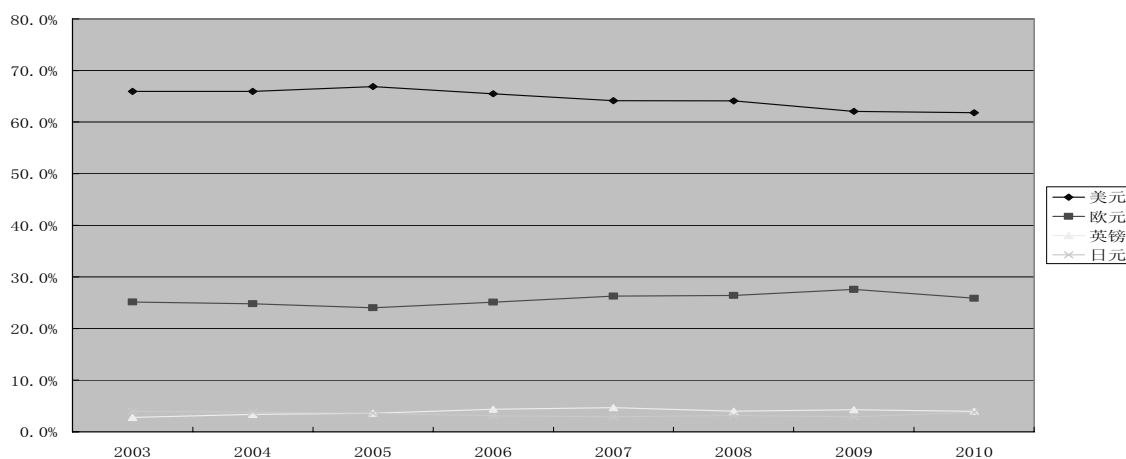
摆脱东亚地区的“美元陷阱”需要储备货币的新选择。欧元曾经是可能的挑战货币，但是随着近年来的欧洲主权债务危机，欧元的挑战地位大大地削弱了。日元当然也是一个不错的替代选择，事实上日本从 20 世纪 80 年代就已开始了日元国际化的道路，并一

²⁸ 陈四清：《探索人民币国际化的路径》，《中国金融》2011 年第 14 期，第 31 页。

度怀有取代美元成为国际关键货币的雄心，但是随着日本经济在上世纪

90年代长期的低迷，加之日元汇率因受制于美国难以保持稳定的弊端，以及日本国内金融市场的封闭性，使得日元的国际储备货币地位一直停滞不前。如图2

图2：国际储备货币份额表



(资料来源：IMF 数据库 IFS)

资料来源：IMF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics

那么，人民币是否可以成为另一个合适的选择？从以上背景来看，人民币国际化的启动可谓正逢其时。王凯伦，陈霖（2010）从目前中国的实际情况来看，分析了人民币国际化具备的比较优势，包括我国强大的经济实力和综合国力优势，我国金融体系的稳定优势以及我国的卓著国际信誉优势等²⁹。总之，如果人民币能够发展成

²⁹ 王凯伦，陈霖：《人民币国际化的机会之窗已经打开——推进人民币国际化的战略意义、现实可能及步骤措施》，《国际贸易》

为东亚地区的“核心货币”乃至全球角度的国际货币，必然在一定程度上可以起到对于美元的替代作用，成为东亚地区的另一种储备货币选择，若能取得成功，东亚地区“美元储备困境”局面可以得到极大缓解。

5.2.2. 人民币国际化与东亚双边本币互换网络

目前为止，在 2000 年《清迈倡议》基础上形成的东亚区域内双边货币互换网络，可以视作东亚货币金融一体化的重要进展。在中国所签署的货币互换协议中，我们可以同样可以看到人民币国际化伴行的身影。2008 年全球金融危机爆发以来，东亚地区的货币互换协议出现了新的趋势，即部分国家包括中国、日本和韩国在与他国签署货币互换协议时，并不是之前普遍采取的美元——本币的互换模式，而是采取的本币-本币的互换模式。例如中韩、中日之间的货币互换就是以本币换取本币的双向协议，以及中菲本币对本币的单向协议，日韩之间的协议则是同时包括美元对本币和本币对本币的协议。虽然，在 CMI 框架下，中国与东亚经济体的双边本币互换安排，本质上依然属于东亚区域货币合作的范畴，是地区经济体在出现外汇市场流动性风险时，相互提供货币流动性支持的机制，但是与美元/本币互换安排的区别在于，本币/本币互换安排使得本国货币成为美元的某种替代而具有了有限的国际储备货币的职能。因此，可以认为，人民币国际化是 CMI 机制下的本币互换安排的一个重要的副产品，尽管这一安排的初衷是区域成员提供相互间的货币流动性支持。

特别注意的是，除了清迈协议框架下的本币互换协议外，中国人民银行还积极和包括东亚有关成员在内的其他国家签署双边本币互换协议，这使得本币互换安排与人民币国际化的关系更加紧密了。2008 年 12 月以来，中国人民银行已经与周边国家和地区签署了 6 个双边本币互换协议。如表 3，截至 2009 年 3 月底，中国在 CMI 框架之外的本币互换安排总规模达到 6500 亿元人民币，远远大于中国在 CMI 框架下与东亚国家和地区签署的双边货币互换协议总额为 165 亿美元（约合 1127 亿人民币）。在这一安排下，中国与韩国、马来西亚等东亚经济体签署的双边货币互换协议不必将 80% 的提用额与 IMF 的贷款援助条件相挂钩³⁰，而且通过这一类型下的本币互换，与中国签署本币互换协议的经济体可以从官方的渠道获得人民币并用于国际支付，人民币的国际化从此由 CMI 框架下有限的国际储备货币职能，进一步发展到日常的国际结算的职能。

³⁰杨权：《全球金融动荡背景下东亚地区双边货币互换的发展——东亚金融合作走向及人民币角色调整》，《国际金融研究》2010 年第 6 期第 34 页。

表 3:中国在 CMI 框架外签署的双边本币互换协议

互换协议方	签署时间	人民币互换规模
中国/韩国	2008/12/12	1800 亿元人民币
中国/香港	2009/01/20	2000 亿元人民币
中国/马来西亚	2009/02/08	800 亿元人民币
中国/白俄罗斯	2009/03/11	200 亿元人民币
中国/印尼	2009/03/11	1000 亿元人民币
中国/阿根廷	2009/04/02	700 亿元人民币
合计		6500 亿元人民币

资料来源：日本财政部网站。转引自杨权：《全球金融动荡背景下东亚地区双边货币互换的发展——东亚金融合作走向及人民币角色调整》，《国际金融研究》2010年第6期

5.2.3. 人民币国际化与东亚区域金融市场建设

区域金融市场体系的建设是东亚货币金融一体化的重要方面。因为如果没有开放、成熟、相互融合的区域金融市场，东亚地区再次爆发金融危机的根源就远没有消除。具体来说，没有成熟发达的各经济体内部的资本市场，例如债券市场与股票市场，区域内各经济体的融资结构只能以银行的间接融资为主，一旦国内银行体系出现问题，就会导致企业资金链断裂，引发全面经济危机。同时，如果缺乏发达成熟区域金融市场体系，区域内各经济体的对于外部资金的需求就只能依靠区域外部的金融市场来满足（美国市场为主），区域内部的私人闲置资金以及各国积累的外汇储备也只能流向外部的金融市场（美元计价为主），这也就是导致东亚区域“储备困境”以及所谓资金流动“错配”

原罪的根源。2003年启动的亚洲债券市场发展倡议，就是东亚地区开始寻求建立区域金融市场的第一步。

在推进人民币国际化的过程中，成熟、开放的国内金融市场以及相互融合的区域金融市场，同样也是其必要的前提条件之一。在这里，人民币国际化与东亚金融一体化同样实现了交际。因为，第一，历史经验证明，发达的国内金融市场是一种货币成为国际货币的关键因素。布雷顿森林体系的崩溃并没有动摇美元的国际货币地位，原因之一就是，相比于欧洲和日本，美国拥有世界上最发达最开放的国内金融市场。目前，中国金融市场的发展水平明显还不能与人民币国际化的要求相适应，必须大力培育与发展。第二，人民币离岸市场的培育也与区域金融市场的发展相辅相成。一国货币在国际定价、结算、支付的增加必然以离岸市场的发展作为先决条

件，只有这样，人民币才能在国际上流得出、存得住、用得了，而后再凭借国内金融市场的吸引力回得来，从而完成人民币作为国际货币的计价结算、价值储备的职能。从目前人民币国际化的政策实践来看，周边化——区域化——国际化三步走的路径安排已得到确认，区域化作为其中承前启后的一步，需要成熟的东亚区域金融市场的培育作为有力支撑。

发展亚洲债券市场是东亚货币金融一体化进程中的重要举措。这一举措下，2005年6月，亚洲债券基金第二阶段（ABF2）正式发起，其种子资金达到20亿美元，与亚洲债券基金第一阶段（ABF1）不同的是，ABF1的主权和准主权债券都是以美元计价的债券，而ABF2则允许在8个经济体市场上发行以本币计价的债券，其中包括中国、中国香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国市场。通过这些安排，人民币在区域债券市场已经可以有限使用了。此外，2007年以来，中国开始允许国有商业银行和政策银行在境外发行人民币债券。例如，2007年6月，中国人民银行和国家发改委共同宣布，允许政策性银行和商业银行在中国香港发行人民币债券，这是大陆金融机构第一次在大陆以外发行人民币债券。包括国家开发银行发行50亿元人民币债券，中国进出口银行发行的20亿元人民币债券和中国银行发行的30亿元人民币债券等³¹。从此，人民币在香港的离岸金融市场业务从间接融资为主的银行存贷领域发展到直接融资为主的债券领域。

³¹ 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，第50页。

5.2.4. 人民币国际化与东亚汇率协调机制

建立东亚地区的汇率协调机制，是东亚货币金融一体化的较高级形态，也是目前东亚货币金融一体化取得突破的难点。虽然实际进程步履缓慢，但是建立东亚汇率协调机制仍是大势所趋。所以，相关的努力应该继续在如下方面展开：

第一，东亚地区需要一个“正式”的汇率协调机制。长期以来，中国在内的东亚各经济体（除日本）在汇率机制上“非正式”地钉住美元，以谋求出口贸易以及吸引外资较为稳定的汇率环境。但是，“非正式”的钉住安排导致了各国在金融危机爆发后可以不受约束地竞相贬值（除中国外），全然不顾对于区域整体经济利益的损害。

第二、东亚地区需要一个摆脱了“美元依赖”的汇率机制。现行的“非正式”钉住单一美元的汇率机制，固然有东亚各经济体在贸易与投资上对于美国市场高度依赖作为根本原因，但是，这种单一钉住美元的机制越来越难以为继，由于日元置身事外，日元兑美元的波动必将引发本地区各经济体货币对于日元的波动，进而会导致区域经济的整体波动。1997-1998年东亚金融危机就是在日元兑美元大幅度贬值基础上爆发的。

第三，在国内经济萧条的前提下，美国对于东亚各国实施对于美元“低估”状态的钉住越来越耿耿于怀，要求包括中国在内的各国实施更为具有弹性的汇率政策的压力越来越大。在以上背景下，在未来东亚地区的汇率体制安排构想中，建立一个钉住既包括美元、欧元、英镑等传统国际货币，又包括日元、人民币、韩元等在

内的区域主要货币的货币篮子构想，被认为是最符合东亚地区实际的构想，可以作为未来东亚汇率协调机制的基本发展方向。

人民币国际化有助于一个包括人民币在内的东亚货币篮子的形成。2006年3月，亚洲开发银行（ADB）曾计划编制一个亚洲货币单位（ACU）指数，计划中的ACU本质上是一个由东亚13国货币构成的货币篮子，并且得到了同年5月召开的第九届10+3财长会议的支持。然而，之后ADB中止了ACU的研究规划，成为东亚汇率协调机制遭遇挫折的标志。ACU编制工作的中止，除了有美欧方面反对的原因外，东亚各经济体对于ACU的立场分歧也被认为是重要原因。试想，如果东亚各经济体的实际贸易与投资交易依然主要使用美元、乃至欧元。钉住本地区各经济体货币的货币篮子的设想就不会有太大吸引力。相反，东亚地区主要货币（人民币、日元、韩元）的区域化和国际化，则会让东亚各经济体感到重新回到构建货币篮子的轨道重要意义。人民币国际化的过程，就是人民币作为国际贸易的结算货币，国际投资的支付货币，国际储备的计价货币的地位得以确立和巩固的过程。只要人民币作为国际货币被越来越多国家的经济主体，特别是东亚地区各经济体所接受，那么，本地区其他货币必然需要自觉或者不自觉地钉住人民币，或者钉住包括人民币在内的区域货币篮子，以避免产生汇率波动的风险。总之，随着中国与东亚地区的经济贸易依赖关系日益紧密，随着人民币区域化和国际化进程不断加速，人民币有望在未来的东亚货币篮子汇率机制构想中占据更大的权重。

5.3. 关于强化人民币国际结算功能

在当今竞争日趋激烈的国际社会，人民币只有结算职能先行，依托我国综合国力的提升、国际地位的提高来实现国际化。

5.3.1. 努力跨越人民币国际结算所面临的障碍

人民币成为国际结算货币还存在着许多实际障碍，需要我国政府采取措施予以跨越。

一是人民币资本项目未完全放开。由于人民币不能完全自由兑换，人民币对外汇率不能反映其真实价值，而且由于居民和非居民之间的货币兑换遭到限制，导致人民币的可接受性还不强。

二是我国汇率、利率没有完全市场化，金融监管水平也不高，从而是人民币成为国际结算货币的另一大障碍。例如，维持贸易结算货币汇率稳定会限制我国运用汇率政策调节国际收支的能力，从而约束了我国汇率政策的实际运作。

三是我国宏观经济政策的制定和执行尚未完全成熟，构成了又一种障碍。这是因为，人民币作为结算货币将不可避免地影响国内宏观经济政策的传导机制和政策效果。例如，如果我国很多进口企业选择人民币结算，而出口国多数企业同时选择人民币结算，那么，我国将面临货币政策外部约束风险。这就使得我国货币政策的应用面临更多的困难。

四是发挥人民币结算功能还有着一些操作困难。比方说，尚未建立合适的人民币结算代理和清算系统将使人民币成为结算货币的成本增加。离岸人民币要汇回中国或者在中国使用仍受到许多限制等。

五是人民币成为国际结算货币将受到某些超级大国的阻挠。若某些超级大国一旦认准中国试图以货币国际化来博得金融话语权，一定会利用被他们操控的国际金融秩序对中国施加压力和干扰，以削弱中国金融话语权的上升之势。

5.3.2. 高度正视人民币国际结算的可能后果

人民币成为国际结算货币还可能会出现一些消极的后果。

1、产生人民币境外债权债务问题

如果我国企业进口外国货物并以人民币结算，从而形成人民币负债，则会产生这样的问题：因跨境贸易结算而产生的经常项目交易所得成为境外人民币存款，其性质就会变成资本及金融账户的交易，这一来，该存款是继续可随时兑换成自由外汇，还是必须纳入资本项目兑换管理？假设它们回流境内用于直接投资时，能否享受外商投资一样的优惠政策？直接投资后所得人民币，可否兑换成自由外汇汇出？这些都是目前中国现行政策不易处置的问题。

2、我国进出口核销制度出现操作困难目前部分现行外汇管理原则不完全适用于人民币跨境计价结算，但彻底独立于现有外汇管理框架建立人民币跨境流动的管理制度和监测系统，可能因本外币分割造成对跨境资金流动监管的空隙。

人民币用于国际结算后将会出现出口收汇收到人民币、进口付汇支付的也是人民币的现象，由此可能会导致人民币在来源上的混淆，特别是出现多次转汇后支付渠道与国内支付混淆时，将存在如何界定资金是否来自境外的问題。

部分跨境贸易原本要进行外汇的核销，而由于交易中使用人民币作为结算货币，就无需进行外汇核销，但此种贸易也确实是跨境贸易，由此可能引起对跨境贸易量统计的失误，也不利于对跨境资金的监管。

3、导致国内外清算安排问题

人民币用于国际结算会涉及国际结算网络与国内清算网络之间的问題。国内清算网络对于人民币清算不存在问题，但会出现一个国内清算渠道承接人民币国际清算的业务量问题；代理行账户问题，当参与人民币用于国际结算的银行主体范围扩大后，即会出现代理账户问题。

4、将给中资商业银行带来新挑战

这些挑战包括：（1）中资商业银行的系统按本外币分成两大系统，国际结算属于国际业务系统，不能做本币业务。人民币用于国际结算需要对系统进行修改和调整以适应业务运作需要。（2）需要对人民币用于国际结算涉及到的结算管理制度、财务会计制度和海外行管理等有关制度以及相关的业务流程和考核机制做相应的调整、补充和完善。（3）人民币用于国际结算后，监管当局必将强化合并报表后的监管，要求中资银行加强对海外分支机构的风险管理，这将考验中资银行合并报表后的综合风险管理能力。

5、对我国国际收支统计申报产生不利影响

以往国际收支统计申报的币种是外币，并以外汇跨境收支即外汇核销单为依据来进行统计，而采用人民币结算的跨境贸易活动并不纳入外汇核销管理，这就出现了对“核销”和“申报”的不同要求，跨境贸易使用人民

币作为计价结算货币将会对现行外汇核销制度和国际收支统计申报内容、流程产生一定影响。另外，跨境贸易人民币结算涉及跨境资金流动，深刻影响着国际收支统计监测的全面性。

6、增加我国反洗钱难度

在利用跨境贸易活动来“洗钱”的过程中，经常是通过提高或降低商品或服务的实际进出口价格、对商品或服务进行多重计价、增加或减少商品数量等来实施将违法资金混杂在合法经济活动中的犯罪行为。人民币参与国际结算会使得人民币的跨境流通量明显加大，跨境贸易的巨大流量又使得单个交易变得很不明显，以致跨境贸易洗钱更便捷、更隐蔽、也更难防范。

5.3.3. 推动人民币国际结算的相关措施

中国政府必须针对上述的障碍和不利影响，有的放矢地提出对策思路和具体措施，以积极推动人民币国际结算功能的有效实施。

1、继续与更多国家签署有关人民币国际结算协议

中国政府已同日本、新加坡、马来西亚、香港、韩国、印度尼西亚、阿根廷、冰岛以及白俄罗斯签署关于在双边结算中使用本币的协定。可以说，她已经同东亚的主要贸易对手基本上都建立了这个制度安排，现在应该同更多的国家签署这种协定，以确保人民币国际结算功能在更大的范围内的有效实施。

2、更加有效鼓励国际性商业银行进行人民币国际结算

目前，不少有影响力的国际性商业银行，如渣打、汇丰、花旗、和摩根大

通等众多国际银行，已在积极推动使用人民币进行国际结算的业务。在这种情势下，中国政府需要用更多的政策措施来推进这个动向的广泛传播。这类措施可以包括：一是全面推动直接投资领域的人民币国际结算；二是实施人民币国际结算的便利化措施；三是推出一些利于人民币国际结算的鼓励措施。

3、设法推动东亚国家更多地进行人民币国际结算

即便有些东亚国家由于种种原因尚未与中国签署双边结算协定，仍然可以采取其他各种手段来推动人民币发挥结算功能。比方说，通过经济援助、区域经济合作、更多的进口贸易等多种手段，都可能有效推动这项工作的顺利开展。其中，部分东南亚国家可以说中国目前重点争取的对象国。

4、尽快完善我国有关人民币国际结算的政策体系

愿意用人民币进行国际结算，本身就意味着对方对人民币抱有相当的信心。换言之，建立人们对于人民币的足够信心，是发挥其国际结算功能的必要前提。而中国政府通过相关政策的建立与完善，正是实现这个目标的重大举措。这种完善主要应当围绕人民币国际结算的安全性、有效性和便利性来展开。且以安全性为例。例如，面对人民币国际结算的各种风险，可以通过海外人民币债权的运作渠道予以应对。比方说，海外人民币资金可以按照规定的渠道使用和投资国内市场，即用于向中国进口的支付、对中国境内直接投资、就地兑换成其他货币以及委托存款银行开展代客理财业务投资于中国境内金融资本市场等。这样，中国央行就有足够时间掌握海外人民币的市场交易情况。



又如，可以建立中国人民银行、外汇管理局和外汇指定银行的协调沟通机制，以解决人民币与外汇在报关单和结算货币不一致情况下的交叉货币管理问题。这是因为，由于企业可能通过预收预付等途径实现人民币资金的跨境流动，可能会加大人民币汇率波动，干扰中国的货币政策。因此，有关主管部门需要全面采集人民币跨境流动的相关信息，为宏观决策服务。同时，人民币贸易信贷也应按照外汇贸易信贷的操作，实行登记管理和额度控制。

(完)

参考文献

1. [美]麦金农、施纳布尔：《东亚经济周期与汇率安排》，中国金融出版社 2003 年版。
2. 戴晓芙、郭定平：《东亚发展模式与区域合作》，复旦大学出版社 2005 年版。
3. 许少强：《东亚经济体的汇率变动》，上海财经大学出版社 2002 年版。
4. 张鸿：《区域经济一体化与东亚经济合作》，人民出版社 2006 年版。
5. 陈岩：《国际一体化经济学》，商务印书馆 2001 年版。
6. [美]保罗·克鲁格曼：《国际经济学》，中国人民大学出版社 1998 年版。
7. 王振锁、李钢哲：《东亚区域经济合作：中国与日本》，天津人民出版社 2002 年版。
8. 世界银行：《东亚的复苏与超越》，中国人民大学出版社 2001 年版。
9. 黄范章：《中日合作：东亚经济白皮书》，中国计划出版社 1996 年版。
10. 戴念龄：《亚太地区经济合作问题研究》，人民出版社 2002 年版。
11. 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。
12. 梁隆斌、张平：《东亚货币一体化可行性研究》，《昆明理工大学学报（社科版）》，2010 年 12 月期。
13. 吴锋：《东亚货币合作的前景与中国的政策选择》，《经济论坛》2010 年 4 月期。
14. 喻晓平：《东亚货币合作制约因素分析——基于国际政治经济学视角》，《东岳论丛》2011 年第 3 期。
15. 卢孔标：《区域经济金融合作：东亚应对全球失衡的必然选择》，《亚太经济》2006 年第 4 期。
16. 高海红：《以区域合作应对东亚金融风险》，《东南亚纵横》，2009 年第 11 期。
17. 刘娟、王荣艳、王学成：《中国东亚区域合作战略调整——基于后金融危机时代的思考》，《国际贸易》2011 年第 2 期。
18. 李晓、付竞卉：《现阶段的国际货币体系改革：东亚的困境与战略选择》，《世界经济与政治论坛》，2010 年第 4 期。
19. 李晓：《“美元体制”的可持续性与东亚货币金融合作的路径选择》，《学术月刊》，2010 年 6 月期。
20. 杨权：《东亚金融结构与法律制度演进及其对区域金融合作的含义》，《亚太经济》，2008 年第 2 期。
21. 杨权：《全球金融动荡背景下东亚地区双边货币互换的发展》，《国际金融研究》2010 年第 6 期。

22. 张蓝中、郑伟：《东亚货币合作的现实基础和路径选择》，《中国金融》2010年第10期。
23. 胡芳、刘兴华：《东亚区域货币合作：理论基础与演变发展》，《金融发展研究》，2011年第2期。
24. 胡颖：《东亚区域金融合作深化的必要性及对策》，《对外经贸实务》，2005年第6期。
25. 欧明、张坤：《东亚双层货币篮子结构研究》，《国际金融研究》2010年第6期。
26. 张彬：《基于最优货币区理论的东亚货币一体化可行性研究》，《区域金融研究》2011年第4期。
27. 郝宇彪、田春生：《欧元区主权债务危机对东亚货币合作的启示》，《东北亚论坛》，2011年第2期。
28. 黄文青：《论东亚区域金融合作的框架基础与层次安排》，《求索》2009年第9期。
29. 李萍、顾弦：《储备困境与人民币国际化》，《国际贸易问题》2010年第9期。
30. 王华庆：《国际货币、国际货币体系和人民币国际化》，《复旦学报(社科版)》2010年第1期。
31. 曲凤杰：《后危机时代人民币国际化：定位、挑战和对策》，《国际贸易》2010年第6期。
32. 沈建光：《离岸市场：迈向人民币国际化的基石》，《中国金融》2011年第14期。
33. 殷剑峰：《人民币国际化：“贸易结算+离岸市场”，还是“资本输出+跨国企业”？——以日元国际化的教训为例》，《国际经济评论》2011年第4期。
34. 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。
35. 王凯伦、陈霖：《人民币国际化的机会之窗已经打开——推进人民币国际化的战略意义、现实可能及步骤措施》，《国际贸易》2010年第7期。
36. 贾洪文、胡琴：《人民币国际化的理论分析与战略构想》，《改革与战略》2011年第1期。
37. 张肃：《人民币国际化的障碍及突破》，《经济纵横》2011年第7期。
38. 杨长湧：《人民币国际化可能路线及相关问题分析》，《国际金融研究》2011年第11期。
39. 孙海霞、斯琴雅图：《日元国际化进程及对人民币国际化的启示》，《亚太经济》2010年第1期。
40. 陈四清：《探索人民币国际化路径》，《中国金融》2011年第14期。
41. 方骄华：《人民币国际化的战略选择——争当东亚“锚货币”》，《世界经济情况》2010年第3

- 期。
42. [美]斯蒂格利茨:《亚洲经济一体化的现状与展望》,《比较》,2002年第1辑。
 43. [美]麦金农:《世界美元本位和东亚汇率困境》,《比较》2002年第1辑。
 44. 张锡镇:《东亚地区合作进程与有关各方的态度和立场》,《东南亚研究》,2001年第5期。
 45. 宋林飞:《东亚区域经济合作七个关键问题探讨》,《当代亚太》,2002年第8期。
 46. 冯昭奎:《10+3:走向“东亚自由贸易区”之路》,《世界经济与政治》,2002年第3期。
 47. 裴桂芬:《东亚的真诚合作:日本是唯一选择》,《世界经济与政治》,2002年第9期。
 48. 金熙德:《“后‘雁行模式’”时代的中日关系》,《世界经济与政治》,2002年第8期。
 49. 曲凤杰:《更加灵活多样的机制框架:中国东盟自由贸易区框架内容研究》,《国际贸易》2002年第9期。
 50. 杨中强:《东亚经济合作:目标、模式与前景》,《国际论坛》,2002年第5期。
 51. 钟伟:《将散落的珍珠串起来:从区域贸易和货币安排构想看东亚经济合作》,《国际贸易》2002年第8期。
 52. 余永定:《日元贬值与中国的对策》,《国际经济评论》,2001年1-2期。
 53. 关志雄:《日元贬值对亚洲经济及日本经济的影一兼驳斥中国经济威胁论》,《国际经济评论》,2002年1-2期。
 54. 陈炳才:《长不大的侏儒:日本政府汇率政策与国家竞争力》,《国际贸易》,2002年第3期。
 55. 张蕴岭、张斌:《东亚金融合作的进展与未来的选择》,《当代亚太》2002年第8期。
 56. 曹宏苓:《论东亚货币合作》,《国际观察》,2002年第4期。
 57. 刘昌黎:《日元国际化的发展及其政策课题》,《世界经济研究》,2002年第4期。
 58. 张宇燕:《美元化:现实、理论及政策含义》,《世界经济》,1999年第9期。
 59. 张斌:《亚洲货币基金的复活》,《当代亚太》,2001年第1期。
 60. 陈虹:《亚洲货币区再思考一兼论日元国际化》,《国际贸易》,2000年第2期。
 61. 张斌:《东亚货币同盟:理想与现实》,《当代亚太》,2001年第5期。
 62. 陈虹:《亚洲货币合作中日本的动向》,《国际经济评论》,2001年1-2期。
 63. 蔺乐、龚正:《关于亚洲货币基金有效性的分析》,《国际金融研究》,2001年第8期。
 64. 陈虹:《漫长复杂的过程:东亚货币合作中汇率制度的选择与难点》,《国际贸易》,2002年第9期。
 65. 黄梅波:《最优货币区理论与东亚货币合作的可能性分析》,《世界经济》,2001年第10期。
 66. 白当伟:《东亚货币联盟的收益与成本分析》,《亚太经




- 济》，2002年第3期。
67. 余永定、何帆、李婧：《亚洲金融合作：背景、最新进展与发展前景》，《国际金融研究》，2002年第2期。
68. 2011年第二季度货币政策执行报告
69. 2011年第一季度货币政策执行报告
70. BBVA research, 人民币跨境结算：产生，机制与机遇[J]，中国经济观察，2011年3期
71. 巴曙松、杨现领.从金融危机看未来国际货币体系改革[J]当代财经，2009（1）
72. 曹勇，国际贸易计价货币的选择——兼论人民币国际化[J]，对外经济贸易大学学报——国际商务，2007年6期，p34-39
73. 陈炳才.国际金融趋势与中国金融开放战略[M].北京：中国财政经济出版社
74. 陈德胜，卜文辉，人民币国际化：背景分析及路径选择[J]，银行家，2010年4期，p99-100
75. 陈虹：日元国际化之路，《世界经济与政治》，2004年第5期
76. 陈江生、陈昭铭，《国际货币体系改革与人民币国际化》，中共中央党校学报，2010（2）
77. 陈全功，程 蹊，人民币国际化的条件和前景[J]，华中科技大学学报，2003年1期，p72-75
78. 陈卫东，李建军，日元国际化过程中值得关注的若干问题，国际金融研究，2010.6
79. 陈晞，朱孟楠，“中国货币一体化：经济基础、实证研究与路径”，《金融发展研究》，2010年第1期。
80. 陈晓霞. 人民币国际结算的法律思考[D].北京：中国政法大学.2010
81. 陈莹，人民币跨境贸易结算的收益成本分析[J]，海南金融，2010年9期，p36-38
82. 陈莹. 跨境贸易人民币结算的收益成本分析[J]金融发展研究，2010（08）:57-59
83. 陈志国. 人民币国际化问题研究[D].吉林：吉林大学.2011
84. 陈治国，人民币国际化问题研究，吉林大学博士论文，2011
85. 褚华.人民币国际化的路径和特点[J].世界经济.2010.2
86. 杜辉，货币国际化的规律探索及对人民币国际化的启示，东北师范大学硕士论文，2005.5
87. 高海红，余永定 人民币国际化的含义与条件[J]，国际经济评论 2010年1期，p46-64
88. 高圣智：汲取“日元国际化”经验教训 稳步推进人民币国际化，西部金融,2007年第12期
89. 葛华勇，《关于国际货币金融体系改革的思考》中国金融，2009（1）
90. 葛兆强，《国际货币体系改革与人民币国际化研究》，上海金融学院学报，2009（3）
91. 葛兆强.国际货币体系改革与人民币国际化研究[J].首都经贸大

- 学学报
92. 桂詠评. 人民币国际化问题的思考[J]商场现代化, 2006(08):12-13
93. 郭桂萍, 人民币跨境结算与人民币国际化本质差异[J], 经济评论, 2007年4期, p156-160
94. 何帆、李婧: 美元国际化的路径、经验和教训, 《社会科学战线》, 2005年第1期
95. 何国华, 西方货币国际化理论综述[J], 经济评论, 2007年第4期, p156-160
96. 何慧刚, 人民币国际化: 模式选择与路径安排[J], 财经科学, 2007年2期, p37-42
97. 何青, 薛畅, 人民币需成为国际结算货币[N], 中国社会科学报, 2011年8月23日
98. 洪林, “东亚货币合作——基于最优货币区理论的分析”, 《世界经济研究》, 2007年第4期。
99. 华民. 人民币作为国际贸易结算手段能走多远[N].上海证券报, 2009-05-06(B06)
100. 黄梅波: 货币国际化及其决定因素——欧元与美国的比较, 《厦门大学学报(哲学社会科学版)》, 2001年第1期
101. 黄明皓: 日元国际化中的政府行为与市场表现, 《中国货币市场》, 2010年第4期
102. 黄茜, 宗佶. 人民币成为国际贸易结算货币的正负效应浅析[J]市场周刊, 2009(08): 67-68
103. 黄燕君, 包佳杰, 国际贸易结算货币理论及其对我国的启示[J], 对外经济贸易大学学报: 国际商务版, 2007年6期, p40-45
104. 黄杨. 我国人民币国际化问题探析[D].云南: 云南大学.2010
105. 黄永富: 欧元国际化初探, 《世界经济文汇》, 1997年第4期
106. 贾健; 葛正灿, 关于我国签订货币互换协议的思考[J], 西南金融, 2009年4期, p31-32
107. 贾宁: 日元和马克的国际化比较及其启示, 《中国货币市场》, 2010年第1期
108. 姜波克, 张青龙, “国际货币的两难及人民币国际化的思考”, 《学习与探索》, 2005年。
109. 姜波克, 张青龙, “货币国际化: 条件与影响的研究综述”, 《新金融》, 2005年第8期。
110. 姜波克,张青龙, 国际货币的两难及人民币国际化的思考, 学习与探索, 2005.7
111. 蒋万进等. 人民币国际化的时机、途径及其策略[J]中国金融, 2006(05):12-13
112. 交通银行课题组, 人民币国际结算的重大意义与现实挑战[J], 新金融 2009年2期, p4-9
113. 李稻葵、尹兴中: 国际货币体系新架构: 后金融危机时代的研究[J].《金融研究》, 2010年第2期。
114. 李德甫 杨南丽, 人民币国际结算的前提是人民币的自由兑换[J], 全国商情, 2009年13期, p42-45
115. 李伏安、林杉, 《国际货币体系的历史、现状——兼论人民币国际化的选择》, 金融研究, 2009(5)
116. 李桂生, 香港设立人民币离岸

- 中心可行性研究[J], 商业时代, 2006年17期, p57-58
117. 李剑文, 完善中国—东盟自由贸易区(CAFTA)范围内跨境贸易人民币结算探析[J]经济问题探索, 2011年03期, p128-132
118. 李楠, 人民币国际化进程与条件研究, 吉林大学硕士论文, 2010
119. 李镛喆, 人民币国际化的可能性及对中国贸易的影响[J], 当代经济, 2011年5(上)期, p74-77
120. 李若谷, 《国际货币体系改革与人民币国际化》, 中国金融出版社, 2009年10月
121. 李晓, “全球金融危机下东亚货币金融合作的路径选择”, 《东北亚论坛》, 2009第5期。
122. 李晓, 丁一兵, “东亚区域货币体系的构建: 必要性、可行性与路径选择”, 《国际经济研究》, 2003年第4期。
123. 李晓, 李俊久, 丁一兵, “论人民币的亚洲化”, 《世界经济》, 2004年第2期。
124. 连平, 张小明, 丰冰鄂永健, 等. 人民币国际结算的重大意义与现实挑战[J]. 新金融, 2009(02): 4-9
125. 刘慧丽. 人民币国际化问题研究. 东北师范大学硕士学位论文. 2004年5月。
126. 刘旗 国际贸易结算货币选择理论对人民币跨境结算的启示[J], 经济论坛 2010年1期, p9-12
127. 刘仁武、刘华: 《人民币国际化风险评估与控制》[M]. 社会科学文献出版社, 2009.06。
128. 刘曙光, 人民币国际化: 背景与路径[J], 银行家, 2009年5期, p21-23
129. 刘谊、胡国正、闫晓茗: 国际货币体系非主流货币国际化对人民币国际化的启示——基于德国马克模式的思考, 《经济研究参考》, 2010年第10期
130. 鲁国强. 人民币离岸化与人民币国际化探讨 .[J]. 企业家天地. 2008.1.
131. 陆前进, 《美元霸权和国际货币体系改革——兼论人民币国际化问题》, 上海财经大学学报, 2010(1)
132. 陆前进: 美元霸权和国际货币体系改革——兼论人民币国际化问题[J]. 《上海财经大学学报》, 2010.02。
133. 吕晓燕, 人民币作为国际结算货币之探析[J], 经营管理者, 2011年15期, p26-29
134. 马章良, 人民币国际化对中国外贸的影响[J], 金融与经济, 2009年5期, p20-21
135. 闵晓莹, 《国际货币体系多元化背景下的人民币国际化进程》, 辽宁工业大学学报, 2010(3)
136. 潘理权, 国际货币体系改革与人民币国际化[J], 华东经济管理, 商业研究 2010年12期, p139-145
137. 裴长洪, 国际货币体系改革与人民币国际地位[J], 国际贸易 2010年6期, p27-33
138. 上海市商务委财务处, 关于人民币作为国际贸易结算货币的可行性研究[J], 国际商务财会 2010年1期, p50-51
139. 沈继伦. 人民币跨境贸易结算的问题与对策[J]. 中国发展观察, 2009(05): 46-47

140. 施建准,“东亚金融货币合作:短期、中期和长期”,北京大学中国经济研究中心讨论稿系列,2004年6月。
141. 时光,马宇彤,国际货币体系改革和人民币国际化[J],商业研究 2010/12, p139-145
142. 宋建军,人民币成为储备货币的条件探讨,国际经贸探索,2007.3
143. 苏东昊 国际货币体系改革与人民币国际化[J],金卡工程·经济与法,2011年3期, p326-327
144. 孙海霞,杨玲玲,货币国际化进程影响因素研究,上海财经大学学报,2010.6
145. 孙健.从三大货币发展历程看人民币国际化战略的路径选择.亚太经济,2005年2月。
146. 孙立,王东东,人民币国际化的约束条件分析,当代经济研究,2005.8
147. 孙修修.成本—收益分析下的人民币国际化问题[J]国际金融,2002(10):43-46
148. 唐琳洁,跨境贸易人民币结算的影响分析[J],知识经济,2010年4期, p49
149. 唐双宁,《人民币和世界货币——基于国际货币体系三十年周期演变的思考》财经问题研究,2009(4)
150. 童鑫德,杨建荣,新疆边境贸易实行人民币结算的可行性研究——以中哈边贸人民币结算为例[J],新疆金融,2008年4期, p25-28
151. 万志宏,“从宏观经济对称性看东亚地区汇率合作的基础”,《南开经济研究》,2003年第3期。
152. 万志宏,戴金平,“东亚货币合作的现实基础——基于最优货币区理论的分析”,《广东社会科学》,2005年第3期。
153. 万志宏,杜勇宏,王健,“亚洲区域汇率的短期变动——对亚洲货币单位(AMU)月度指标的检验”,《世界经济研究》,2009年第11期。
154. 汪洋.跨境贸易以人民币结算:路径选择与风险[J]国际经济评论,2011(02):108-118
155. 王华庆,《国际货币、国际货币体系和人民币国际化》,复旦学报,2010(1)
156. 王开,国际贸易结算货币的选择:理论综述及对中国的启示[J],中国外资,2010年6期, p10-11
157. 吴富林,论国际货币与货币的国际化,经济学家,1991.2
158. 吴念鲁,杨海平,陈颖,论人民币可兑换与国际化,国际金融研究,2009.11
159. 习辉.区域货币合作理论与路径.[M].北京:中国金融出版社.2011.7.
160. 邢辉 裴忠良,从阿拉山口口岸跨境货币流通看本币结算的可行性[J],中国金融,2009年14期, p68-69
161. 邢修元:马克国际化剖析,《南开经济研究》,1993年第3期
162. 胥良.人民币国际化问题研究[D].上海:华东师范大学.2009
163. 徐洪水.人民币国际化的理论分析及战略思考[J].国际经贸探索.2004.10。
164. 徐剑雯,人民币国际化的问题研究,天津财经大学硕士论文,2007.5

165. 徐志龙, 跨境贸易人民币结算试点若干问题探讨[J], 国际商务财会, 2009年10期, p7-11
166. 晏玲菊. 跨境贸易人民币结算的经济分析[J]金融与经济, 2009(10): 33-35
167. 杨超, 王蕊, 人民币跨境贸易结算的制约因素与对策研究[J], 新财经 上半月, 2011年7期, p68-70
168. 易纲, 汤弦, “汇率制度角点解假设的一个理论基础”, 《金融研究》, 2001年第8期。
169. 殷醒民: 从德国马克的国际化过程看金融稳定的基础, 《世界经济文汇》, 1998年第1期
170. 余翔: 欧元国际化进程及其面临的挑战, 《现代国际关系》, 2009年第1期
171. 曾之明. 跨境贸易人民币结算的效应及对策探析[J]湖南商学院报, 2011(06): 28-31
172. 曾智琳. 人民币国际化问题研究. 湖南大学硕士学位论文, 2005年11月。
173. 张洪梅、刘学梅、杨勇: 欧元国际化经验对人民币国际化的启示与借鉴, 《工业技术经济》, 2008年第27期
174. 张荣文, 对我国货币国际化问题的研究, 国际金融研究, 1993.7
175. 张适兆. 次贷危机下的人民币国际化. 吉林大学硕士学位论文, 2008年4月。
176. 张小红, 朱启松, 谈跨境贸易人民币结算实施的背景及意义[J], 商业时代, 2010年31期, p42-43
177. 张宇燕、张静春: “货币的性质与人民币的未来选择” [J]. 《当代亚太》, 2008年第2期。
178. 张远军, 构建人民币与卢布直接清算体系的设想, [J]中国金融, 2011年15期, p59-61
179. 张远军, 构建人民币与卢布直接清算体系的设想[J], 中国金融, 2011年15期, p59-61
180. 章玉贵, 人民币国际化欲速则不达[N], 证券时报网, 2011年5月13日
181. 赵海宽. 人民币可能发展成为世界货币之一[J]经济研究, 2003(03): 54-60
182. 赵平, 王玉华, 基于综合分析的货币国际化研究, 商业研究, 2011.8
183. 赵锡军、宋晓玲, 《全球金融危机下的人民币国际化-机遇与挑战》, 亚太经济, 2009(6)
184. 周鹏, 人民币国际化的不利条件分析[J], 经济研究导刊, 2010年35期, p124-125
185. 周小川: “关于改革国际货币体系的思考” [J]. 《当代经济》, 2009年4月(上)。
186. 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。
187. 朱邦宁, 国际货币体系改革与人民币国际化[J], 红旗文稿, 2011年18期; 19-22
188. 朱雯雯, 人民币国际化问题探析[J], 现代商贸工业, 2009年10期, p148-149
189. 邹平, 郑会荣 国际货币体系改革与人民币国际化研究[J], 当代经济 2011年10期, p75-77

- 
- a) R.Frank-Jargen, *The East Asian development model*, St Martin's Press, London, 2000.
- b) Robert Arran, *Tiger tamed: the End of the Asian Miracle*, University of Hawaii Press, Hawaii, 1998.
- c) T.H.Capinski, *Economic Growth in the Asia Pacific*, St. Martin's Press, New York, 1999.
- d) H.C.Omqvist, *Economic Interdependence and Development in East Asia*, Praeger Publishers, Westport, 1997.
- e) S.K.Samuel, *East Asia and Globalization*, Rowman Littlefield Publishers, Lanham, 2000.
- f) M.G.Quibria, *Critical Issues in Asian Development*, Oxford University Press, New York, 1995.
- g) A.Bernard, *The Asian Miracle, Myth, and Mirage*, Quorum Books, Westport, 1998.
- h) S.Chan and D.Lam, *Beyond the Development State: East Asia's Political Economies Reconsidered*, St Martin's Press, New York, 1998.
- i) R.G. Chris, *Technology, Economic growth and Crisis in East Asia*, Edward Elgar, Cheltenham, 2001.
- j) Tran Van Hoa, *The Asia Recovery: Issues and Aspects of Development, Growth, Trade and Investment*, Edward Elgar, Cheltenham, 2001.
- k) Deng Yong, *Promoting Asia-Pacific Economic Cooperation: Perspectives from East Asia*, St. Martin's Press, New York, 1997.
- l) H.Lee and D.W.Roland-Holst, *Economic Development and Cooperation in the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge, 1998.
- m) J.R.Hill. *APEC and Construction of Pacific Rim Regionalism*, Cambridge University Press, Cambridge, 2001.
- n) W.D.Coleman and R.D.Underhill, *Regionalism and Global Economic Integration: Europe, Asia and the Americas*, Routledge, London, 1998.
- o) Myo Thant, Min Tang and Hiroshi Kakazu. *Growth Trigangles in Asia: A New Approach to Regional Economic Cooperation*, Oxford University Press, New York, 1998.
- p) R.F.Watters and T.G.McGee, *Asia-Pacific: New Geographies of the Pacific Rim*, UBC Press, Vancouver, 1997.
- q) A.Kirsten and B.Sven, *Economic Integration in NAFTA and the EU*, St Martin's Press, New York, 1999.
- r) L.Philippe and S.Hellmut, *Strategies for Asia Pacific: Beyond the Crisis*, New York University Press, New York, 1999.
- s) D.Rodrik, "How Far Will International Economic Integration Go? *Journal of Economic Perspectives* (2000)14(1): 177-186.
- t) Iürgen Haacke, *The Aseanization of Regional Order in East Asia: A Failed Endeavor? Asian Perspective* (1998) 14(3):7-47.
- u) Wang Jianwei, *Chinese perspectives on Multilateral Security Cooperation*, *Asian Perspective* (1998) 22(3):103-131.
- v) Jayant Menon, *The Evolving ASEAN Free Trade Area: Widening and Deepening*, *Asian Development Review* (2000) 18(1): 49-72.
- w) Yasushi Iwamoto, *Do Borders Mater? Evidencde From Japanese Regional Net Capital Flows*, *International Economic Review* (2000)41(1):241-267.
- x) M. Fratiami and J.Pattison, *International Organisations in A World of Regional Trade Agreements: Lessons from Club Theory*, Blackwell publishers Ltd, Oxford, 2001.
- y) O.Morrissey and D. Nelson,

- East Asian Performance: Miracle or Just a Pleasant Surprise? Blackwell Publishers Ltd, Oxford, 1998.
- z) P. Krugman, A Model of Balance of Payments Crises, *Journal of Money Credit and Banking* (1979) 11(3): 311-325.
- aa) G. Kaminsky and C. Reinhart, The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance of Payments Problems, *American Economic Review* (1999) 89(3): 473-500.
- bb) B. Eschweiler, *Emerging Asia: The Fallout of The Crisis: Asian Financial Markets*, JP Morgan, Singapore, 1997.
- cc) Bernard Hoekman, Competition, Complementarity and Contagion in East Asia., World Bank, Washington.D.C., 1998.
- dd) Lall Sanjaya, East Asian Exports: Competitiveness, Technological Structure and Strategies, ASEAN Regional Economist's workshop, Indonesia, 1999.
- ee) Slater, Joanna and Eriko Amaha, Masters of Trade, *Far Easter Economic Review* (1999) 22 July: 10-13.
- ff) Alexander Yeats, The East Asian Economic Crisis: Was the Region's Export Performance Factor? ASEAN Regional Economist's Workshop, Indonesia, 1999.
- gg) P. Robson, *The Economics of International Integration*, Routledge, London, 1998.
- hh) A. Hurrell, *Regionalism in Theoretical Perspective*, Oxford University Press, Oxford, 1997.
- ii) R. Garnaut and P. Drysdale, *Asia Pacific Regionalism: Readings in International Economic Relations*, Harper Educational Publishers, 1994.
- jj) Koichir Arai, *Framework for Regional Monetary Stabilization in East Asia*, Institute for International Monetary Affairs, Tokyo, 2000.
- kk) Graham, Bird and Ramkishan Rajan, Is There a Case for An Asian Monetary Fund? *Asian Development Forum*, Singapore, 2000.
- ll) B. Eichengreen, *Toward a New Interational Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1997.
- mm) J. Ewis, Asian vs International: Structuring an Asian Monetary Fund, *Harvard Asia Quarter*, 1999. Vol III, No.4.
- nn) R. Mundell, *Currency Areas: Exchange Rate Systems and International Monetary Reform*, Paper delivered at Universidad de Ica, Buenos Aires, Argentina, 2000.
- oo) Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, The Mirage of Fixed Exchange Rate, *Journal of Economic Perspectives* (1995) Vol9(4).
- pp) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, *The Onset of East Asia Financial Crises*, Harvard Institute for International Development, MA, 1998.
- qq) Rana, Pradumna and A. Y. Joseph, *The East Asian Crisis: Macroeconomic Policy Design and Sequential Issues, A Study of Financial Markets*, ADB, Manila, 1999.
- rr) A. Rose, Is There a Case for an Asian Monetary Fund? *FRBSF Economic Letter*, 1999.
- ss) Yoshitomi, Masaru, and Kenichi Ohno, *Capital Account Crisis and Credit Contraction*, ADB Institute Working Paper No.2, Tokyo, 1999.
- tt) B. Balassa, *The Theory of Integration*, Allen and Unwin, London, 1961.
- uu) George S. Tavlas, *On the International Use of Currecies: THE Case of Deutsche Mark*, *Essays in International Finance*, 1991.3
- vv) Hayek, *Denationalization of*

- Money 3rd edition, The Institute Economic Affairs, 1990
- ww) Hiroo Taguchi (1994): On the Internationalization of the Japanese Yen, Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows, vol.3
- xx) Iwami, Toru, The Internationalization of Yen and Key Currency Questions, IMF Working Paper, 1994.4
- yy) Jeanne, O., and Ranciere, R., 2008, "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications", CEPR Discussion Paper 6723.
- zz) Kawai M. and Takagi S. "Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-crisis East Asia", [J], World Bank Working Paper-International Economics, Trade and Capital flows, 2001.
- aaa) Matsuyama, Kiyotaki, Akihiko, Toward a Theory of International Currency, Review of Economic Studies, 1993
- bbb) McKinnon, Ronald I., "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, 1963.
- ccc) Mundell, Robert A., "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, 1961.
- ddd) Ogawa E. and Ito T. (2000) "On the Desirability of A Regional Basket Currency Arrangement" NBER working paper 8002.
- eee) Ogawa E. and Shimizu J. (2005) "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia," RIETI Discussion Paper Series 05-E-017.
- fff) Park, C. P. (2002) "Prospects for Financial Integration and Exchange Rate Policy Cooperation In East Asia" ADB Institute Research Paper 48.
- ggg) Paul Krugman, Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange [J], *Journal of Money, Credit and Banking*, p513-526, Vol. 12, No. 3, 1980
- hhh) Qiyuan Xu, A Study of Currency Internationalization, Fukino Project Discussion Paper Series, 2009.1
- iii) STEPHEN P. MAGEE, RAMESH K. S. RAO, Vehicle and Nonvehicle Currencies in International Trade [J], *The American Economic Review*, p368-373, Vol. 70, No. 2, 1980
- jjj) Victor Pontines, Optimal common currency basket in East Asia, [J] *Applied Economics Letters*, 2009, 16, 1139-1141.
- kkk) Williamson, O. (1999) "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies." In S. Collignon, J. Pisani-Ferry, and Y. C. Park, eds., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*. London and New York: Routledge.

About the author



Prof. Dr. Shi Shijun is a Professor for Economics at the Shanghai Institute of Foreign Trade (SIFT). He graduated from the Economics Department of Fudan University in 1980 with a master's degree. Since 1982 He has worked as a university teacher. He has been working as an economics professor at Ningbo University and Shanghai University before joining the Shanghai Institute of Foreign Trade. He teaches courses carries out research on a wide range of topics in the fields of the international economy and international trade.