

人民币国际地位对境外中国金融资产持有量的影响

张晓莉, 李倩云

(上海对外经贸大学 世界经济研究所, 上海 201620)

摘要: 2017 年 7 月全国金融工作会议再次提出稳步推进人民币国际化, 实现资本项目可兑换。借鉴 Thimann 构建的货币全球地位指标, 测算出 2006–2015 年间 22 国或地区货币全球地位变化情况, 发达经济体货币全球地位占比 73.36%, 相对 2006 年下降 5.62%。货币全球地位前三名依旧是美国、欧元区和英国。新兴经济体货币全球地位比例与 2006 年相比上涨。其中, 人民币上涨幅度最为显著, 由 2.69% 上涨为 6.58%。通过 Blundell-Bond 的系统 GMM 模型进行分析与测算, 结果显示: 在考虑经济规模、双边汇率波动、双边利率差和投资国物价水平不变的情况下, 人民币全球地位提高 1% 将增加 0.43% 的境外中国金融资产持有量。

关键词: 人民币国际化; 货币全球地位综合指标; 境外中国金融资产持有量

中图分类号: F 822

文献标志码: A

Impact of RMB Internationalization on the Cross-Border Holding of Chinese Financial Assets

ZHANG Xiaoli, LI Qianyun

(Shanghai University of International Business and Economics, Institute of World Economy, Shanghai 201620, China)

Abstract: In July 2017, the National Financial Work Conference again proposed to steadily push forward the internationalization of RMB and achieve capital account convertibility. Therefore, using Thimann's global status indicators, the global status changes of 22 countries or regions currencies between 2006 and 2015 were calculated. The global position of the developed economies is 73.36%, which is down 5.62% compared with the 2006's. The top three global positions of currencies still belong to the United States, the Euro zone and the United Kingdom. The proportion of emerging economies in global status increases compared with the 2006's. Among them, the rise of RMB is the most significant, which is from 2.69% to 6.58%. The conclusion made by the Blundell-Bond's system GMM model shows that the increase of 1% of RMB global status will increase 0.43% of the cross-border holding of Chinese financial assets in consideration of the economic scale, bilateral exchange rate fluctuations, bilateral interest rate differences and prices.

Keywords: RMB internationalization; comprehensive index of global currency status; cross-border holding of Chinese financial assets

人民币国际化进程是国家整体战略的重要布局之一，近年来一系列的重要事件使得人民币国际化战略意图越来越明显。如 2005 年汇率改革后，人民币汇率运行机制从盯住单一美元转向参考一篮子货币，汇率弹性得到增强，而随着 2009 年中国发布《跨境贸易人民币结算试点管理办法》后，人民币国际化动作则一路高歌猛进。2015 年，汇率改革进一步提高了汇率中间价的市场化水平，汇率市场化程度加深；2016 年底加入 SDR (special drawing right) 是人民币国际化进程中的一块重要里程碑。2017 年 7 月全国金融工作会议再次提出稳步推进人民币国际化，实现资本项目可兑换。

中国“一带一路”倡议在展现大国担当的同时，也对人民币国际化进程的推进和汇率制度提出更高的要求。中国先后与 36 个国家或地区签订货币双边互换协议，成为世界多个国家的官方储备货币，2017 年底已成为全球第六大支付货币。随着人民币在国际贸易和投资领域使用规模不断扩大，中国金融资产被境外国家或地区持有的金额增加迅速，中国金融资产在国际市场上流动越来越频繁，规模也越来越庞大。因而，对人民币国际化与境外中国金融资产持有量关系研究具有重要意义。

1 研究现状

目前关于货币国际化的研究主要集中在衡量标准^[1]、影响因素^[2-5]、成本及收益^[6-7]等方面。

a. 货币国际化的衡量标准方面。最常用的衡量标准是从价值储存角度，将国际货币基金组织 COFFER 数据库的国际官方外汇储备份额作为代理变量。也有学者使用国际清算银行数据库中国际债券的币种结构，从记账单位角度衡量货币国际化程度。这种以单一职能指标作为货币国际化的替代指标进行的研究，不能够综合反映一国货币国际化水平，存在局限性。部分学者开始尝试构建综合货币国际化指标，如使用各国货币在国际贸易结算、金融市场交易和储备货币中的比重测度人民币国际化程度^[1]。中国人民大学国际货币研究所使用多个指标编制的人民币国际化指数 (RII) 受到学术界认同。但是学者自行构建的综合指标往往涉及币种较少，并且大多从规模指标考虑人民币使用情况，并未从国家治理、经济自由

度等方面综合考察。

b. 货币国际化的影响因素方面。货币国际化的影响因素本质上是货币国际化的条件，是影响货币国际化进程的国内宏观经济因素^[2]。Frankel 等^[3]通过实证分析认为货币惯性、经济实力、币值稳定和金融市场发展程度将影响货币发行国的货币国际化进程，为后续影响因素研究奠定思路框架。之后的文献只是在具体的指标选择上存在差异。赵然^[4]及白晓燕等^[5]对货币国际化进行分阶段研究，认为在不同发展阶段影响货币国际化的主要因素不同。其他影响因素还包括军事力量^[8]、外债结构和汇率安排^[4]，以及产品差异度^[9]等。

c. 货币国际化的成本及收益方面。现有人民币国际化收益与成本研究主要为定性研究，大多通过研究其他国家货币国际化经验，从而引申至人民币国际化发展的研究，较少直接对人民币进行实证分析。人民币国际化对境外中国金融资产持有量的影响属于国际资本流动驱动因素的研究范畴，也属于人民币国际化成本及收益研究。陈翊等^[6]指出人民币国际化将降低汇率风险，推动国际贸易和国际投资的发展。沙文兵等^[7]认为人民币国际化程度将引起人民币升值以及带来升值预期。Thimann^[10]首次将货币全球地位作为影响跨境金融资产持有的解释变量，研究证明货币国际化将促进金融资产跨境持有。刘铮^[11]构建两国代际交叠模型探讨人民币加入 SDR 将带来国际资本流动和汇率波动压力。随着汇率市场化改革和人民币国际化推进，金融资产跨境流动形式日益多样。在当今经济和金融全球化的背景下，人民币国际化不仅将增强我国金融资产的国际竞争力，也将促进跨境金融互动，推动金融一体化程度，建立更加符合时代需求的新型国际货币体系。

本文首先采用 26 个指标综合衡量世界 22 种主要货币的全球地位，阐明人民币国际化进程的发展状况，揭示人民币与美元地位变动的主要原因；其次，通过系统 GMM 模型，实证证明人民币国际化将增加境外中国金融资产的持有量；最后，为更好地推进人民币国际化和中国金融资产持有跨境管理提出参考建议。

2 货币全球地位的测度与分析

2.1 衡量货币国际化的综合指标

本文在文献研究的基础上借鉴 Thimann^[10]构建

的综合指标，采用 13 个规模指标和 13 个结构指标衡量世界 22 种主要货币全球地位。主要包括 8 个发达经济体和 14 个新兴经济体，分别是美国、日本、英国、欧元区、加拿大、澳大利亚、瑞士、新西兰、中国香港、新加坡、中国、印度、韩国、马来西亚、泰国、印度尼西亚、巴西、墨西哥、阿根廷、俄罗斯、土耳其和南非。这 22 个国家或地区涉及了欧洲、北美地区、亚洲

新兴国家、拉丁美洲和非洲地区，且经济规模较大，发展速度快，有很好的代表性。

规模指标主要从经济规模和金融市场规模两方面衡量。结构指标主要考虑金融市场监管、国家规模、货币发行和货物及金融贸易障碍 4 个方面。每个方面又下分多个具体指标。具体指标和权重如表 1 所示。

表 1 指标及其权重
Tab.1 Index and weight

规模指标		结构指标	
一级指标	二级指标	一级指标	二级指标
经济规模(0.33)	当前价格的 GDP 占世界比重(0.5)	金融市场监管(0.25)	披露(0.2)
	进出口贸易和占世界比重(0.5)		责任(0.2)
金融市场规模 (0.67)	广义全球债务市场(0.33)		监管(0.2)
	未偿付国内负债金融(0.5)		获得股权容易度(0.2)
	未偿付国际负债金额(0.5)		金融市场成熟度(0.2)
	股票市场(0.33)	国家治理(0.25)	政府消费、政府投资、转移及补贴和 边际税率 4 个指标综合得出
			央行独立性(0.5)
	市值(0.5)	货币发行(0.25)	最近 5 年通胀波动(0.25)
	上市公司数(0.1)		当年绝对通货膨胀(0.25)
	外资上市公司份额(0.1)		监管贸易壁垒自由(0.25)
	日均成交量(0.1)	货物和金融贸易障碍(0.25)	国际资本市场监管(0.25)
	IPO 上新增资本(0.1)		资本市场开放度(0.25)
	交易性开放指数基金上市数(0.1)		拥有外币银行账户的自由(0.25)
	利率衍生品市场及外汇市场(0.33)		
	场外利率衍生品周转量(0.5)		
	全球外汇市场交易量份额(0.25)		
	全球外汇储备份额(0.25)		

在规模指标的基础上调整结构指标，可获得一个能够衡量各国货币全球地位的综合指标。该指标既能反映各国金融市场规模，也能反映一国经济和金融发展水平。该指标以美元作为基期 100，其他国家数据进行调整，对调整的数据进行加权处理，得出各国的加权数据。最后以 22 国为整体，计算各国数据在整体中占据的份额来衡量该国货币的相对全球地位。另外，根据资本市场开放度(the Chinn-Ito index)对货币全球地位指标进行调整，得到一个调整的货币全球地位指标。本文将 2006 年的测算结果也一同展示，方便与 2015 年的进行比较。具体计算结果如表 2 所示(见下页)。

从数据结果来看，发达经济体货币全球地位占比 73.36%，相对 2006 年下降 5.62%。货币全球

地位前三名依旧是美国、欧元区和英国。其他发达经济体全球地位变化不大。新兴经济体货币全球地位比例与 2006 年相比上涨。其中，人民币上涨幅度最为显著，由 2.69% 上涨为 6.58%，在 2015 年略高于日元。新加坡、中国香港和印度紧随其后，超过了发达经济体瑞士法郎和新西兰元。欧元货币全球地位下降最多，由 25.57% 下降至 21.81%。

对各国货币全球地位进行资本市场开放度调整后，得到一个调整后的货币全球地位数据。发达经济体本身资本市场相对完善，也较为开放，资本市场开放度指数高。因此，进行调整后全球地位均有所上升。发达经济体货币全球地位由 73.36% 上升为 74.35%。相比较之下，新兴经济体虽然经济体量增加迅速，但是资本市场仍然存在诸多制度限制。除香港和新加坡外，其他新兴经

表 2 货币全球地位的测度结果

Tab.2 Measurement of the global position of money

经济体	2006			2015		
	全球地位	调整全球地位	Chinn-Ito index	全球地位	调整全球地位	Chinn-Ito index
发达经济体	78.98	78.71	96.22	73.36	74.35	98.44
美国	26.04	26.14	100.00	25.04	25.93	100.00
欧元区	25.57	25.67	100.00	21.81	21.12	93.54
日本	5.53	5.55	100.00	6.02	6.24	100.00
英国	13.17	13.22	100.00	12.17	12.60	100.00
加拿大	3.21	3.22	100.00	3.42	3.54	100.00
澳大利亚	1.88	1.32	69.80	2.34	2.27	93.96
瑞士	2.73	2.74	100.00	2.02	2.09	100.00
新西兰	0.84	0.84	100.00	0.55	0.56	100.00
新兴经济体	21.02	11.49	46.43	26.64	13.36	44.56
中国香港	2.38	2.39	100.00	3.08	3.19	100.00
新加坡	2.89	2.90	100.00	3.21	3.33	100.00
中国	2.69	0.45	16.57	6.58	1.13	16.57
印度	1.00	0.17	16.57	2.92	0.50	16.57
韩国	1.54	0.64	41.45	1.98	1.47	71.65
马来西亚	0.55	0.23	41.45	0.62	0.26	41.45
泰国	0.51	0.21	41.45	0.58	0.10	16.57
印度尼西亚	0.66	0.46	69.80	0.84	0.36	41.45
巴西	1.28	0.69	53.40	1.28	0.22	16.57
墨西哥	3.29	2.30	69.80	1.50	1.08	69.80
阿根廷	0.74	0.18	24.88	0.63	0.00	0.00
俄罗斯	1.16	0.48	41.45	1.48	1.10	71.65
土耳其	1.47	0.24	16.57	0.98	0.46	44.92
南非	0.87	0.14	16.57	0.96	0.17	16.57

济体资本市场开放指数均低于发达经济体水平，因此在调整资本市场开放指数后，货币全球地位下降明显。人民币下降幅度最大，由 6.58% 下降至 1.13%，在 14 个新兴经济体国家中由第一名下降至第四名。

2.2 美元及人民币全球地位变动原因

美元全球地位由 26.04% 下降至 25.04%，但全球地位仍然占据第一。人民币全球地位由 2006 年的 2.69% 上升为 2015 年的 6.58%，发展速度远超过其他新兴经济体。随着美国经济衰退和新兴经济体的崛起，这个现象也在预料之内。必定会有一个多元化国际货币制度适应当今多极化的世界经济。一国货币的国际化不仅需要拥有强大的经济实力和成熟的金融发展，也离不开政府的政策推动和有利的全球外部环境。

2.2.1 中美经济实力差距缩小

货币发行国的经济实力影响国际对该国货币的认可程度。一国的综合实力是货币在国际市场

流通的重要经济保障。当遇到全球金融危机等风险时，经济实力强大的国家具有维持币值稳定、经济正常秩序的实力保障。黄权国^[12]指出经济规模更大的国家，其货币币值稳定性更好，更容易受到投资者青睐。白晓燕等^[5]也认为中国综合国力提高是实现人民币国际化的根本。国际投资者也更倾向投资经济实力强大的主权货币。经济规模越大的国家，其货币更容易成为媒介货币。大规模的贸易活动通常使用本国货币进行交易，这就影响一国货币的国际结算功能。一国经济实力的发展，有利于增加国际话语权，提高该国在国际市场的地位。新兴经济体开始逐渐缩小与发达国家的经济发展差距，在全球市场上发挥重要作用。新兴经济体不断完善的金融市场和逐渐增大的经济体量，导致国际投资者关注新兴市场，投资新兴经济体货币，增强新兴经济体货币使用量，提高货币流通性。

从经济规模指标来看，主要发达经济体的

GDP占世界的比重由2006年的67.9%下降至2015年的48.9%,进出口贸易占世界比重由56.9%下降为52.3%。相比之下,主要新兴经济体的GDP和进出口贸易占世界的比重均上升。欧元的GDP占比下降最大。美国经济增长趋于成熟,缓速发展。并且2008年的金融危机严重影响了美国经济,导致美国对外贸易和对外投资均有下降。而新兴经济体加强对外贸易和对外投资,经济发展态势强劲。美元GDP比重从27.6%下跌至24.2%,而中国由4.8%上升至14.8%,增加了3.08倍。中国进出口贸易额逐年上涨,与美国进出口贸易总额数量差距缩小。中国进出口贸易额占世界份额由6.1%上升至2015年的10.6%,10年增加了73.8%。而美国进出口贸易额占世界比重也维持在11%左右。新兴经济体开始逐渐缩小与发达国家的经济差距,在全球市场上发挥重要作用。

2.2.2 中美金融市场规模增速差异

健全成熟的金融市场也将推动货币的国际化进程。赵然^[4]指出金融市场的发展会逐渐成为货币国际化的杠杆式推动力量。一个规模大、流动性强的金融市场将降低交易成本,为投融资带来便利。从金融市场规模指标来看,新兴经济体不断完善金融市场和逐渐增大的经济体量,导致国际投资者关注新兴市场,投资新兴经济体货币,增强新兴经济体货币使用量,提高货币流通性。

美国未偿付国内债券余额和国际债券余额就存量来说远高于中国,但美国未偿付国际债券余额整体在下降,就2006—2015年平均年增长率而言,美国的增长潜力低于中国。美国这10年的未偿付国内债券平均年增长率为4.6%,未偿付国际债券平均年增长率为负数,而中国分别为22%和25%。广义的全球债务市场,美元的发展速度不如人民币,人民币在全球债务市场上发展迅速。

美国的股票市场仍然远比中国的股票市场发达,不管市值、上市公司数量、外资上市公司份额,还是日均交易量,IPO新增资本和ETF数量都远超中国。中国市值由2006年11450亿美元发展到2015年81880亿美元,在世界总市值占比由2.4%上升为9.3%,平均年增长率为49.5%。上市公司数量也从1421家上升为2827家。美国市值和上市公司数均高于中国,2015年分别为250675亿美元和5283家,但10年来变化幅度不大,美国股票市场市值占世界比重为40.7%。中国的股票

市场不允许外国公司上市,因此外国公司比一直为零。美国股市的日均交易量2015年达到1192.16亿美元,比2006年的1362.52亿美元略有下降。同年中国为1611.72亿美元,10年上升32倍。在开放型指数基金方面,美国数量仍然保持领先,在2015年占世界总开放型指数基金的24.3%。中国即使在2015年,也只有达到119支ETF,平均年增长率为57%,发展速度略高于美国的42.2%。但美国在2006年ETF数已经达到340支,占世界总开放型指数基金数量33.4%。

中国的场外利率衍生品市场及外汇市场才刚刚起步。场外利率衍生品周转量从2010年开始有数据,但增长较快,由2010年的15.2亿美元到2015年的70亿美元。而美国保持着全球领先水平,2015年场外利率衍生品交易量达到10360亿美元,外汇市场交易量占全球交易量份额有所上升,占19.1%。中国外汇市场交易量占全球的比重由0.17%上升至0.81%,保持持续增长的良好态势。

2.2.3 中美资本市场管制政策不同

国际资本市场管制将影响一国货币在国际市场上自由流通和金融开放的深度。金融危机让发展中国家认识到资本管制的重要性,特别是应对金融危机时的短期资本管制。但是过多的资本管制将阻碍货币国际化。国际资本市场管制将不利于国内金融行业的发展,阻碍资本的高效配置。从短期来看,放松资本市场管制能够降低资本流动限制,促进境外资金在国内资本市场参与的活跃度,增加国内资本市场的需求。长期来看,有利于增加国内资本市场的效率。国际资本进入国内将丰富资本市场投资者结构,提高资本市场的国际化水平。

根据弗雷泽研究所的打分,美国国际资本市场管制的分数由2006年的6.72下降为5.28,同时中国的分数由3.21上升为3.27。由数据来看,美国在这10年间,对资本管制略有加强,而中国则相反,对国际资本管制更为开放。资本项目开放是人民币国际化进一步发展的关键步骤,我国目前尚未开放的资本项目只占所有项目的25%。美国获得股权的难度也有所增加,对金融行业的监管日趋严格。世界经济论坛对美国获得股权的容易度打分由6.17下降为5.19。

2.2.4 其他影响中美货币全球地位的因素

2008年的全球金融危机暴露了美元主导的国际货币体系的缺陷。越来越多的国家开始关注建

立新的国际货币体系。在经济危机后,美国通过实施宽松的货币政策,超发美元,迫使美元贬值,刺激美国经济。但美国作为全球经济霸主,超发货币将带来全球通胀隐患,也使得世界其他国家外汇资产严重缩水,有损美元信誉。美国国内政策使得美元的国际责任得不到履行,美元作为国际货币无法发挥价值稳定的作用。人民币币值稳定,国内经济发展历年保持较高增速。金融危机后,中国承诺人民币不会贬值也为人民币获得了全球信任。范小云等^[13]利用新开放经济分析框架肯定了人民币国际化对稳定国际货币体系的关键作用。积极推动人民币国际化也将有利于解决“储备货币危机”,维系国际货币体系稳定。美联储2008年金融危机后,将联邦基准利率下调至接近零水平,实行量化宽松政策,在2015年底进行了第一次加息。量化宽松政策能够帮助美国维持物价稳定,刺激经济增长,改善劳动力市场。美国国债收益率始终维持低水平将影响其储备货币地位。基准利率的低水平也意味着投资美国国债收益率较低,无风险报酬率较低,导致投资的内在报酬率低于其他币值稳定国家。国际外汇投资者会将投资目光转向其他币值稳定的货币标价资产,这将降低美元的全球地位。在维持物价稳定的同时,刺激经济增长并促进劳动力市场持续改善。同时,世界经济仍处于复苏阶段,需要去海外寻求发展机会,寻求更优的投资环境和更大的利润空间。而中国具有巨大的市场潜力,政治稳定,经济发展迅猛,跻身世界经济大国,人民币是不二之选。

美元已经成为世界认可的国际货币,因此不再需要政府采取措施去推动美元国际化。但人民币国际化进程才刚起步,需要政府的力量去推进。中国政府采取了一系列措施推进人民币国际化。2002年,我国对合格的境外机构进行额度开放,人民币开始了国际化进程。2004年和2015年,中国分别开放金融机构的人民币贷款利率上限和存款利率上限,积极实现利率市场化。2009年中国为扩大人民币的跨境使用,设立跨境贸易人民币结算试点。2011年启动RQFII机制,2014年启动RQDII。中国积极与他国签订货币互换协议,旨在为双边贸易提供流动性支持,降低筹资成本和汇兑风险。2015年中国与20个国家和地区间建立人民币清算安排,建立人民币跨境支付系统。跨境支付系统的运行将提高跨境清算的

效率,顺应市场需求的同时,推动人民币的全球使用。2016年10月,人民币加入SDR。人民币加入SDR后IMF为人民币背书,增强各国央行和国际投资者对人民币的投资信心,有利于增加人民币资产的需求。2017年“债券通”正式上线运行,标志着我国债券市场进一步开放。除了金融市场的政策举措外,中国通过加强国际经济合作,建立自贸区等方式加速推进人民币国际化。2013年,习近平总书记提出了“一带一路”倡议。“一带一路”建设活跃了欧亚大陆的贸易往来,带动沿线国家货币流通,能与人民币国际化协同发展。林乐芬等^[14]表示“一带一路”将加强人民币的计价结算功能,并且形成人民币的循环流动。中国通过建立上海自贸区,促进中国国际贸易的发展,推动人民币成为国际结算货币。同时,自贸区也是推进资本项目可兑换的重要试点区域。上海自贸区金融改革“新51条”将加速人民币国际化进程。

3 人民币国际化影响境外中国金融资产持有量实证分析

3.1 模型构建

固定效应模型和随机效应模型最常用于估计面板数据模型,但是两者不能够保证在解释变量具有内生性的情况下得出无偏的参数估计。内生性主要由于遗漏变量和解释变量与被解释变量之间的互动关系造成。人民币全球地位提升会促使人民币发挥价值储存的国际职能,将带动国际资本流动,增加其他国家对中国金融资产的持有量。但其他国家对中国金融资产持有量的增加也一定程度上促进人民币全球流通,扩大人民币使用范围,成为计价结算的工具,进一步推动人民币国际化进程。因此,这会产生双向因果关系的内生性问题。为了改善内生性问题,主要采用工具变量法和动态面板模型。本文将境外持有中国金融资产数量的滞后一期作为解释变量,作为未考虑到的遗漏变量的代理变量,同时,也反映了境外持有中国金融资产的时间惯性。虽然GMM估计适用于大样本,但是Bruno^[15]分析表示除非所有解释变量严格外生,小样本估计的方法才能较好估计,否则仍然应当采用GMM。本文利用Blundell等^[16]的系统GMM模型实证分析,可以提高估计效率,有效控制解释变量的内生性,得到更满意的估计结果。

本文采用“汇改”后 2005—2015 年共计 11 年 21 个国家的面板数据, 应用系统 GMM 进行实证研究。具体模型如下所示:

ln assets_{i,t} = α₀ + β₀ L1.ln assets_{i,t-1} +
β₁ ln fgr_{i,t} + β₃ ln ex_{i,t} + β₄ ln inflation_{i,t} +
β₅ ln gdp_{i,t} + β₆ ln rir_{i,t} + ε_{i,t} (1)

式中: α 和 β 为参数估计值; L1 为一阶差分; assets_{i,t} 表示 i 国 t 时期中国金融资产的持有量; cgr_t 表示中国 t 时期货币全球地位; fgr_{i,t} 表示 i 国 t 时期货币全球地位; ex_{i,t} 表示汇率波动率; inflation_{i,t} 表示 i 国 t 时期的通货膨胀率; gdp_{i,t} 表示 i 国 t 时期的国民生产总值; rir_{i,t} 表示中国与 i 国的实际利率差; ε_{i,t} 为随机扰动项。

3.2 变量定义与数据来源

本文借鉴 Thimann^[10]关于货币全球地位对跨境金融资产持有的计量模型, 主要解释变量为货币全球地位(gr), 并在此基础上对经济实力(gdp), 物价水平(inflation), 利率差(rir), 汇率波动(ex)等因素进行控制。其中, 各变量解释及数据来源如表 3 所示。

表 3 变量说明
Tab.3 Variable description

变量名称	变量解释	数据来源
ln assets _i	i 国对中国金融资产的持有量	IMF
L1.ln assets _i	i 国对中国金融资产的持有量的滞后一期	IMF
ln cgr	人民币全球地位	作者计算所得
ln fgr _i	i 国货币全球地位	作者计算所得
ln ex _i	汇率波动率,用当期汇率减去前一期汇率再除以前一期汇率,采用直接标价法	WB
ln inflation _i	i 国 GDP 平减后的通货膨胀率	WB
ln gdp _i	中国与 i 国的 GDP 之和	WB
ln rir _i	中国与 i 国的实际利率差	WB

模型选取“汇改”后, 2005—2015 年境外中国金融资产持有量作为被解释变量。数据来源于 IMF 的 CPIS 数据库。CPIS 分国别统计了一国对外证券投资组合投资额。使用跨境金融资产持有量主要有以下几点原因: a. 目前 CPIS 数据库提供了 243 个国家和地区 2001 年至 2016 年 7 月的双边金融资产持有数据, 为实证模型的研究提供了详尽可得的数据。b. 跨境金融资产持有量反映了双边资产的交易和流通, 能够较好地反映境外持有中国金融资产的数额。

货币全球地位是本文的主要解释变量, 是货

币国际化发展程度的代理变量。数据来源于上文计算得出, 能够综合反映一国货币国际化发展程度。货币国际化程度越高, 其货币越能更好地发挥国际功能, 被各国更广泛地接受和使用。预期人民币全球地位的提高能更好地使人民币在国际市场发挥价值储存等国际职能, 中国金融资产投资价值增加, 投资国将更多持有中国金融资产。投资国货币全球地位的增加, 将有更大的经济实力去买入其他国家的金融资产, 分散投资风险, 财富流出, 货币流通程度增加。

汇率是指不同国家货币之间的兑换比例, 体现了一国货币的国际价格。它影响两国之间的国际商品和服务贸易往来, 影响金融产品的投资, 所有的跨国经济行为都需要考虑汇率。由于发展中国家的汇率弹性较低, 缺乏随市场供求变动的定价机制, 导致国家币值存在高估或低估的可能性。当一国币值被低估, 风险偏好的国际投资者将买入该国金融资产, 进行“套汇”行为追逐利益。反之, 将会带来资本流出东道国。随着中国进行汇率中间价形成机制改革, 人民币汇率呈现双向波动, 能够吸引大量以套汇为目的的短期资本流动进入中国。

利率是投资者逐利的最根本因素。根据利率决定理论, 资本总是由低利率国家流向高利率国家, 有了利率差别, 投资者才有动力去跨境投资, 获得利率差收益。利率反映在中国金融资产上较为直观的是金融产品的投资回报率。当回报率越高, 越值得投资。国际投资者根据不同金融资产的实际利率来决定如何在国际市场配置资产。

不同国家的不同通货膨胀率也会导致全球资本流动。通货膨胀较高即是国内物价水平较高, 该国货币存在贬值倾向。当一国货币贬值时, 该国投资者将力求寻找投资回报率超过该国通货膨胀率的投资项目。当他国的金融产品投资回报率高于投资国的通货膨胀率时, 出于资产保值的目的投资者将进行跨境投资活动, 包括 FDI 和金融资产的间接投资。当通货膨胀率越高时, 投资者在其他低通胀的国家寻求高回报的金融资产投资更有动力。

本文基于双边面板模型, 应用 Turkcan^[17]的做法, 采用双边 GDP 之和作为经济总量规模的变量。经济实力越强, 越能够持有国际资产, 促进国际资本流动。经济实力能够增强投资者的投资

信心。尽管进入“新常态”，中国经济仍然保持可观的经济发展速度，这意味着在中国的各项投资均能得到较高的回报，并且较少情况下会出现债务无法偿还等问题。因此，当一国经济发展强劲，国际资本将流向该国。该国在国内有较好的投资环境和市场，资本外流的可能性缩小。当一国经济停滞，不仅收益率低并且收益得不到保证，该国的金融资产对国际投资者来说没有吸引力。中国对投资国来说，本国较好的经济发展有较多的资本积累，对国际市场上的投资项目更有

投资能力，能够拥有更多的资本实现最优资产配置。

3.3 模型检验

本文将货币全球地位综合指数运用在实证检验上。运用系统 GMM 估计面板数据，检验货币全球地位是否会增加境外中国金融资产持有量，减少国内金融资产融资成本，扩大融资来源，提高金融资产的国际竞争力。本文使用 STATA13 两步法进行系统 GMM 估计，估计结果如表 4 所示，表中，模型(1)~(4)的控制变量不同。

表 4 全样本系统 GMM 模型估计结果
Tab.4 GMM model estimation results

参数名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>L1.ln assets</i>	0.729 876 4*** (0.019 228 9)	0.650 147 3*** (0.063 995 3)	0.689 830 4*** (0.040 432)	0.646 997*** (0.646 997)
<i>ln cgr</i>	0.099 208 1*** (0.021 046 6)	0.562 363*** (0.114 711 4)	0.527 278 3*** (0.123 759 6)	0.429 298 4*** (0.149 221 1)
<i>ln fgr</i>		1.447 939*** (0.196 52)	1.179 372*** (0.289 102 1)	0.880 206 5** (0.443 517 3)
<i>ln gdp</i>		1.011 221*** (0.167 593 9)	0.701 067 5* (0.365 197 5)	0.417 684 2* (0.218 072 2)
<i>ln inflation</i>			-0.381 120 4*** (0.044 743 8)	-0.286 102 5*** (0.036 381 3)
<i>ln ex</i>			0.193 001 9*** (0.045 438 8)	-0.094 321 6 (0.076 569 9)
<i>ln rir</i>				0.047 645 1* (0.028 153 5)
常数项	1.771 14*** (0.063 742 5)	-28.748 03*** (4.852 611)	-18.580 27* (10.871 31)	-10.281 87 (6.408 787)
观测值	200	200	200	190
<i>wald chi2</i>	2 202.57	2 786.35	1 137.98	442.33
<i>P>chi2</i>	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0
一阶自相关检验(<i>P</i> 值)	0.148 9	0.133 1	0.129 0	0.080 7
二阶自相关检验(<i>P</i> 值)	0.263 4	0.207 2	0.235 8	0.559 4
<i>Sargan</i> 检验(<i>P</i> 值)	0.958 0	0.959 2	0.988 1	0.996 5

注: *, ** 和 *** 分别表示在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

从模型回归结果的统计方面来看，可以看出：主要解释变量人民币货币全球地位的 *P* 值均在 1% 的显著水平上显著；其他单个变量大多能够通过显著性检验；中国金融资产境外持有量滞后项在 1% 的显著性水平上显著；所有模型均有 *P>chi2* 为零，通过检验；二阶自相关检验的 *P* 值均大于 0.1，接受原假设残差序列无序列相关性；

Sargan 检验的 *P* 值均大于 0.1，接受原假设使用的工具变量不存在随机扰动项并且工具变量未过度识别。因此，动态面板数据设置较为合理。

根据模型检验结果，人民币全球地位提高将增加中国金融资产的境外持有量。控制了境外货币全球地位、经济规模、汇率波动、物价水平和利率差后，每增加 1% 的人民币全球地位，将增

加 0.43% 的境外中国金融资产持有量。在控制其他变量的情况下, 人民币全球地位对金融资产持有量的影响作用更显著。但是在考虑相对利率的情况下, 汇率波动性的降低不显著地增加境外中国金融资产的持有量。物价水平越低, 利率差越大, 这些都将增加境外中国金融资产持有量。

上一期的境外中国金融资产持有量对本期境外中国金融资产持有量的发展程度具有时间惯

性。从实证结果来看, 境外中国金融资产持有量滞后一期对本期显著相关, 均在 1% 水平下显著并且系数较大。

2009 年, 中国为扩大人民币的跨境使用设立跨境贸易人民币结算试点, 人民币国际化进程速度加快, 取得突出成果。因此, 本文将 2009 年后的数据单独进行实证检验, 实证结果见表 5。

表 5 2009—2015 年样本系统 GMM 回归结果
Tab.5 GMM estimation result from 2009 to 2015

参数名称	2009—2015			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>L1.ln assets</i>	0.520 337 8*** (0.008 03)	0.542 332*** (0.015 822 8)	0.518 324 6*** (0.041 524)	0.720 760 3*** (0.036 312 1)
<i>ln cgr</i>	0.067 305 4*** (0.018 176 1)	0.914 645 1*** (0.095 273 6)	1.290 361*** (0.159 209 4)	0.487 367 9*** (0.153 157 7)
<i>ln fgr</i>		1.993 072*** (0.055 168 6)	2.017 548*** (0.148 596 4)	0.428 349 8*** (0.049 014 7)
<i>ln gdp</i>		1.702 418*** (0.154 037)	2.073 806*** (0.297 205 6)	-0.193 760 3 (0.505 196 2)
<i>ln inflation</i>			-0.410 588 3*** (0.063 999 1)	-0.216 529 6*** (0.043 166 4)
<i>ln ex</i>			0.369 615*** (0.052 297 1)	-0.021 537 7 (0.018 782 2)
<i>ln rir</i>				0.477 290 1** (0.233 232 7)
常数项	3.232 322*** (0.096 417)	-48.955 99*** (4.652 92)	-58.371 21 (8.927 335)	8.966 113 (15.390 47)
观测值	120	120	120	114
<i>wald chi2</i>	6 544.13	9 353.25	1 833.55	17 645.54
<i>P>chi2</i>	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0
一阶自相关检验(<i>P</i> 值)	0.142 3	0.143 3	0.149 6	0.226 4
二阶自相关检验(<i>P</i> 值)	0.252 4	0.185 3	0.229 4	0.450 6
<i>Sargan</i> 检验(<i>P</i> 值)	0.262 6	0.268 2	0.580 7	0.783 5

注: *, ** 和 *** 分别表示在 10%, 5% 和 1% 水平下显著。

从模型回归结果的统计方面来看, 结果与总样本相差不大。主要解释变量人民币货币全球地位的 *P* 值也均在 1% 的显著水平上显著。其他单个变量大多能够通过显著性检验。中国金融资产境外持有滞后项在 1% 的显著性水平上显著。所有模型均有 *P>chi2* 为 0, 通过检验。二阶自相关检验的 *P* 值均大于 0.1, 接受原假设残差序列无序列相关性。*Sargan* 检验的 *P* 值均大于 0.1, 接受原假设

使用的工具变量不存在随机扰动项并且工具变量未过度识别。

与总样本回归结果相比, 2009 年实行人民币国际化战略之后, 人民币全球地位对中国金融资产持有量的影响更大。在控制了经济规模、投资国货币全球化地位、物价水平、汇率波动和利差后, 每提高 1% 的人民币全球地位将增加 0.49% 的境外中国金融资产持有量。同时, 上期中国金融

资产持有量的滞后项与本期显著相关。两国之间的利率差越大，国外物价水平越高将显著增加境外中国金融资产持有量。但是在考虑相对利率的情况下，汇率波动性的降低仍然不显著地增加境外中国金融资产的持有量。

本文使用现有认可度较高的人民币国际化指数代替本文自行构建的综合指标货币全球地位，对境外中国金融资产持有量再次实证研究。中国人民大学国际货币研究所带头编制的人民币国际化指数（RII，RMB Internationalization Index）自2009年底起每年发布一次。人民币国际化指数在2009年底为0.02，预计2017年底达到3.08。一方面，由于RII指数只有2009年起的数据，并且对其他国家货币全球地位的测算不足；另一方面，通过总样本回归，看到投资国货币全球地位的影响力较弱，故在此使用2009—2015年的样本，并删去投资国货币全球地位变量。计量结果如表6

表 6 敏感性检验
Tab.6 Sensitivity test

参数名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)
<i>L1.ln assets</i>	0.542 199 1 ^{***} (0.002 779 8)	0.609 476 7 ^{***} (0.019 058 2)	0.553 493 5 ^{***} (0.024 613 9)
<i>ln cgr</i>	0.145 097 4 ^{***} (0.009 443)	0.575 699 2 ^{***} (0.044 397 5)	0.666 646 7 ^{***} (0.108 110 2)
<i>ln gdp</i>		4.479 924 ^{***} (0.377 981 7)	4.824 711 ^{***} (0.526 321 6)
<i>ln inflation</i>		-0.223 936 5 ^{***} (0.019 273 3)	-0.183 421 1 ^{***} (0.034 448 9)
<i>ln ex</i>		0.445 756 2 ^{***} (0.045 534 8)	0.116 424 6 [*] (0.065 464 1)
<i>ln rir</i>			0.029 803 ^{**} (0.012 082 4)
常数项	3.231 108 ^{***} (0.035 891)	-132.754 ^{***} (11.420 55)	151.030 2 ^{***} (16.131 55)
观测值	120	120	114
<i>wald chi2</i>	65 257.56	11 914.01	9 927.13
<i>P>chi2</i>	0.000 0	0.000 0	0.000 0
一阶自相关检验(<i>P</i> 值)	0.147 5	0.159 3	0.218 9
二阶自相关检验(<i>P</i> 值)	0.244 3	0.239 7	0.404 9
Sargan 检验(<i>P</i> 值)	0.275 6	0.366 3	0.498 4

注：*，**和***分别表示在 10%，5% 和 1% 水平下显著。

所示，表中，模型(1)~(3)的控制变量不同。

主要解释变量替换为人民币国际化指数后，仍然可以得出人民币全球地位提高将增加境外中国金融资产持有量的结论。不考虑其他因素的情况下，人民币国际化指数提高 1% 将增加 0.15% 的中国金融资产持有量。当控制了经济规模、汇率波动、物价水平和利率差之后，人民币国际化指数提高 1% 将增加 0.67% 境外中国金融资产的持有量。经济规模、汇率波动、相对利率和物价水平将显著影响境外中国金融资产持有量。经济规模越高，中国金融资产持有量越多。汇率波动越大或利率差越大，中国金融资产获得更多投资者偏好。投资国物价水平增高将降低持有意愿。

4 结论及建议

本文以综合指标测算全球主要国家货币全球地位为基础，通过系统 GMM 模型，得出以下结论：a. 人民币全球地位在 2015 年达到 6.58%，与日元相当。b. 人民币全球地位提高将增加境外中国金融资产持有量和全球跨境金融资产互动。在考虑经济规模、汇率波动、双边利差和投资国物价水平因素不变的情况下，人民币全球地位提高 1% 将增加 0.43% 的境外中国金融资产持有量。c. 2009 年后，人民币全球地位对境外中国金融资产持有量的影响程度更高。在以上因素不变的情况下，人民币全球地位提高将增加 0.49% 的中国金融资产持有量。d. 人民币国际化指数作为人民币国际化的衡量指标能够同样得出人民币全球地位提高有利于增加境外中国金融资产持有量的结论。

由以上结论可以看出，人民币全球地位对中国金融资产跨境持有管理起着重要的影响作用。因此，为了加速人民币国际化进程，进而更好地推进中国金融资产跨境持有管理，本文结合当前我国发展情况提出以下几点建议。

首先，积极推进人民币国际化。人民币国际化应当注重均衡发展，逐步从“经常项目”为主向“经常项目和资本项目”均衡发展转变，人民币收入与支出平衡发展。适度经常项目顺差有利于增强我国出口竞争力，增加我国对外净资产，对外偿付能力得到保障。过大的经常项目顺差将带来外汇储备压力，加剧国内通货膨胀。应当对我国的对外贸易结构进行调整，维持适度的高质量的

贸易顺差。人民币国际化也应当以国内经济发展为基础,以产业竞争力为依托,加快供给侧改革,促进产业的优化和升级,促进经济的可持续发展。

其次,利用“一带一路”倡议协同发展。“一带一路”在基础设施建设上存在巨大需求,为中国跨境投资带来新机遇。中国应当利用“一带一路”和自贸区的建设继续加大对外贸易和对外投资,不断输出人民币,推进人民币国际化进程;利用“一带一路”倡议深化区域金融和货币合作,积极发展区域债券市场。随着人民币国际化的发展,我国受到国际金融市场冲击的可能性增加,通过加强区域合作,能够更好地防御外部冲击对经济的影响。同时,利用丝路基金和亚投行,积极建议合作国使用人民币进行计价和结算,形成人民币使用惯性。此外,国家应当鼓励中资银行、互联网金融行业企业对“一带一路”沿线国家开展业务,通过创新人民币金融产品,促进沿线国家用人民币进行结算,增强人民币金融服务的可获得性。

最后,完善中国金融资产跨境流动管理机制。人民币国际化的进程中,根据实际情况对中国跨境资本流动进行监管。当前,中国资本市场尚未完全开放,国内金融市场的发展程度仍然不能够有效吸收境外资金,应当审慎监管中国国际资本流动。监管当局应当完善监管机制,改进监管标准,推进区域监管合作。同时利用大数据技术实现资本流动的精准管理,对风险进行事前防范。

参考文献:

- [1] 李建军,甄峰,崔西强.人民币国际化发展现状、程度测度及展望评估[J].国际金融研究,2013(10): 58-65.
- [2] 孙海霞,谢露露.国际货币的选择:基于外汇储备职能的分析[J].国际金融研究,2010(12): 38-49.
- [3] FRANKEL C, FRANKEL J. Will the Euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?[R]. Cambridge: NBER, 2005.
- [4] 赵然.汇率波动对货币国际化有显著影响吗?[J].国际金融研究,2012(11): 55-64.
- [5] 白晓燕,邓明明.不同阶段货币国际化的影响因素研究[J].国际金融研究,2016,353(9): 86-96.
- [6] 陈翊,韦宁卫.人民币国际化的收益和成本分析[J].会计之友,2010(9): 18-19.
- [7] 沙文兵,刘红忠.人民币国际化、汇率变动与汇率预期[J].国际金融研究,2014(8): 10-18.
- [8] 蒙震,李金金,曾圣钧.国际货币规律探索视角下的人民币国际化研究[J].国际金融研究,2013(10): 66-73.
- [9] 姜波克,张青龙.货币国际化:条件与影响的研究综述[J].新金融,2005(8): 6-9.
- [10] THIMANN C. Global roles of currencies[R]. Frankfurt: European Central Bank, 2009.
- [11] 刘铮.国际资本流动、汇率与预期管理——人民币纳入SDR货币篮子的效应分析[J].中央财经大学学报,2017(4): 117-128.
- [12] 黄权国.国际货币竞争的一个理论模型及新国际货币体系的构想[J].长沙理工大学学报(社会科学版),2017,32(1): 115-124.
- [13] 范小云,陈雷,王道平.人民币国际化与国际货币体系的稳定[J].世界经济,2014,37(9): 3-24.
- [14] 林乐芬,王少楠.“一带一路”建设与人民币国际化[J].世界经济与政治,2015(11): 72-90.
- [15] BRUNO G S F. Estimation and inference in dynamic unbalanced panel-data models with a small number of individuals[J]. Stata Journal, 2005, 5(4): 473-500.
- [16] BLUNDELL R, BOND S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models[J]. Journal of Econometrics, 1998, 87(1): 115-143.
- [17] TURKCAN K. Outward foreign direct investment and intermediate goods exports: evidence from the USA[J]. Économie Internationale, 2007(112): 51-71.

(编辑:丁红艺)