

# 基于外汇市场交易模式的人民币国际化状况评估

(摘要)

随着我国改革开放的深化与综合国力的提高,人民币国际化已经成为国际经济政策中的一个重要目标,如何准确测度人民币国际化水平,提升人民币在全球货币体系中的地位,是我们当前所面临的一个重要政策议题。在本报告中,我们将基于CLS的外汇市场交易数据,从市场交易模式的视角对人民币国际化状况进行评价与分析。

## 一、理论框架:交易媒介视角下的国际货币

与人民币国际化相对应的概念是国际货币,而后者的内涵是通过其发挥的职能来诠释的。目前普遍为学术界所接受的,是Kenen-Chinn-Frankel货币国际化框架。根据这一框架,国际货币的职能是货币国内职能在国外的扩展,当私人部门和官方机构出于各种目的将一种货币的使用扩展到该货币发行国以外时,这种货币就发展成为国际货币。一种国际化货币能为居民或非居民提供价值储藏、交易媒介和记账单位的功能。它可用于私人用途的货币替代、投资计价以及贸易和金融交易,同时也可用作官方储备、外汇干预的载体货币以及钉住汇率的锚货币。由于大部分货币都可以在某些特定情形中得以境外使用,因此就政策分析的实际目的而言,我们更为关心的实际上是某种货币能够在何种程度上被国外的交易者所使用,或者说货币国际化的“水平”。

表1 国际货币的基本功能

货币功能	官方用途	私人用途
------	------	------

价值储藏	国际储备	货币替代 (私人美元化) 和投资
交易媒介	外汇干预载体货币	贸易和金融交易结算
记账单位	钉住的锚货币	贸易和金融交易计价

资料来源：Hartmann (1998)

国际货币的三种基本货币职能为评估人民币的国际化水平提供了直观的思路。许多人民币国际化指数在本质上都是反映这三种货币职能的指标的加权和，区别只在于具体指标选取和权重分配。但这种处理方式并非毫无疑问。简单对货币的不同职能指标进行加总可能会忽视了这些功能之间的复杂关系。例如，从历史上看，货币的最基本功能是交易媒介，其他两项功能则是由此派生出来的。在国际货币体系中，上述功能的重要性也与金融和经济体系的基本状况有关。例如，在浮动汇率体系和固定汇率体系中，外汇储备的意义大不相同，其对于国际货币功能的重要性也有很大差异。因此，对于货币国际化程度的评估在相当程度上有赖于具体的情景和母国在货币国际化上的最终目的。

不同于现有的许多人民币国际化水平评估方法，本报告试图从国际货币的最基本职能——国际交易媒介——的视角出发，对人民币在全球货币体系中的地位进行评估。这一研究的理论基点是，对于真正意义上的国际货币，它应该不仅被非居民用于和此货币发行国之间的贸易或金融交易，而且也应该被那些与此货币发行国没有任何经济业务往来的非居民所接受和使用。一旦某种货币具有了这种国际交易媒介职能，那么它很容易相应具备价值储存和担任计价单位的职能。与此同时，由于网络效应的存在和使用某种新货币需要进行的固定投资，货币的交易媒介职能也较另两种功能更为稳定。另外对于参与国际金融市场的交易者而言，货币对于非居民的可接受性与其业务也更为相关。

## 二、现实背景：人民币离岸市场的发展

以 2009 年跨境贸易人民币结算试点为标志，人民币离岸市场成为了人民币国际化的基本手段与支撑点。尽管对于这一人民币国际化路径的可行性与合理性存在一些争议，但不可否认的是，离岸人民币市场不仅可以在保持资本项目管制的前提下推进人民币国际化，为未来的资本项目开放提供重要的市场参照系，而且有助于强化与相关经济体的金融联系。而我国推进人民币离岸市场发展的政策意图也得到了离岸市场东道国的积极响应。后者希望抓住人民币崛起的机会扩大与中国相关的金融业务，增强金融市场深度和广度，改善金融基础设施，提高自己的国际金融竞争力。在这种情况下，人民币离岸市场获得了迅速的发展。

就基于人民币离岸市场的人民币国际化路线而言，其核心思路是通过相关市场主体对于人民币业务的参与，逐渐扩大人民币在业务类型、交易者和地理区域等各个层面的使用范围，最终实现人民币被各国政府、商业机构和个人广泛接受的目的。从市场参与者的视角来看，这一人民币国际化过程包括三个阶段：

阶段 1：与中国有直接贸易或投资关系的市场主体接受人民币支付；

阶段 2：离岸市场金融机构为上述市场主体提供人民币金融服务并衍生出相关人民币业务；

阶段 3：与中国没有直接贸易或经济联系的市场主体也参与人民币业务并接受人民币支付。

在上述过程中，关键的一步是如何让那些与中国没有直接贸易或其他经济联系的市场主体也愿意接受人民币支付并参与人民币业务。它可以通过两个基本手段来加以实现：

第一，通过升值预期、汇差、利差等手段对于人民币持有者进行补贴，由此产生的人民币需求可以看作一种“投机”需求；

第二，通过以人民币计价并支付的丰富实物与金融产品，诱导市场主体通过人民币作为中介来获得符合自己需要的产品或资产，由此产生的人民币需求可以看作一种“交易中介”需求。

虽然离岸人民币业务获得了极大发展，但是对于这一增长背后的真实动力是否人民币可接受性的提高则不无质疑。有学者认为，香港、台湾等人民币离岸市场业务的发展实际上是由于人民币升值预期和离岸市场与在岸市场之间的人民币利差所推动的套利活动的结果，因此这种人民币国际化的结果具有很大的不稳定性和误导性。在 2015 年人民币升值预期弱化乃至逆转之后，我们也确实看到人民币离岸市场的发展不再保持以往的势头。因此，一个重要问题是：人民币离岸市场是否培育了对于人民币的“真正”需求，而不仅仅是套利活动的产物。我们也希望通过基于离岸市场交易模式的人民币国际化状况评估来回答这一问题。

### 三、假设与方法

本研究的关键假设是，在全球外汇市场中，高度国际化货币与国际化水平较低的货币区别不仅在于交易的规模，而且在于交易的模式。这里的交易模式是一个广泛的概念，它不仅包括货币交易的时间、频度、机构、区域等特征，而且还包括由参与特定货币交易的机构及其相互之间交易关系所构成的复杂网络的结构特征。对于国际化程度处于相似水平的货币，其某些外汇市场交易模式也应该具有相似性。并且在许多情况下，这些交易模式对于判断特定货币的国际化程度更为相关和稳定。

基于上述假设，本项研究首先基于 2015 年第 2 季度 17 种 CLS 货币的结算数据<sup>1</sup>，提取了反映不同货币对（由于交易是在任意两种货币之间发□的，因此以交易货币对为维度来

---

<sup>1</sup> 由于在样本数据期间（2015 年第 2 季度）匈牙利福林刚刚纳入 CLS 货币，尚无交易数据，因此未纳入排序。

提取特征 ) 交易模式的市场结构指标 , 包括

1. 不同交易机构所占比例 ;
2. 不同区域交易所占比例 ;
3. 跨国交易所占比例 ;
4. 跨区域交易所占比例 ;
5. 市场集中度 ;

以及交易网络结构指标 , 包括

1. 不同交易对  $\square$  数量的  $\square$  融机构的分布函数 ;
2.  $\square$  活跃度  $\square$  融机构相互之间的交易密集程度 ;
3.  $\square$  交易规模的  $\square$  融机构相互之间交易的规模总和与相应数量的  $\square$  额交易加总之间的  $\square$  值 ;
4.  $\square$  融交易关系的区域集聚程度 ;
5.  $\square$  融交易规模的区域集聚程度 ;
6.  $\square$  活跃度  $\square$  融机构相互之间交易规模占  $\square$  。

上述指标被用于对货币对进行聚类分析 , 然后使用降维方法获得不同 CLS 货币在抽象交易模式空间中的“距离”, 并基于此对货币的货币化程度进行排序。在通过与不同货币在国际货币体系中的公认地位进行校准之后, 我们将人民币的离岸市场交易数据加入分析, 并相应获得人民币相对于 CLS 货币的国际化水平排序。

#### 四、分析结果

基于上面的交易模式指标, 我们首先对 17 种 CLS 货币的国家化程度进行校准, 得到

相应的排序如下

表 2 根据货币交易模式空间中的距离得到的货币国际化水平排序

国际化水平排序	货币名称	货币代码
1	美元	USD
2	欧元	EUR
3	英镑	GBP
4	日元	JPY
5	加拿大元	CAD
6	瑞士法郎	CHF
7	澳元	AUD
8	新西兰元	NZD
9	瑞典克朗	SEK
10	挪威克朗	NOK
11	新加坡元	SGD
12	港币	HKD
13	丹麦克朗	DKK
14	南非兰特	ZAR
15	墨西哥比索	MXN
16	以色列新谢克尔	ILS
17	韩元	KRW

注：由于在样本数据期间（2015年第2季度）匈牙利福林刚刚纳入CLS货币，尚无交易数据，因此

未纳入排序

可以看到，在上述列表排位靠前的几种货币的国际化程度与印象相符合。基于上述校准的参数，我们将人民币的离岸市场交易数据提取相应指标，加入 CLS 货币的交易模式分析<sup>2</sup>，得到下面的聚类图。

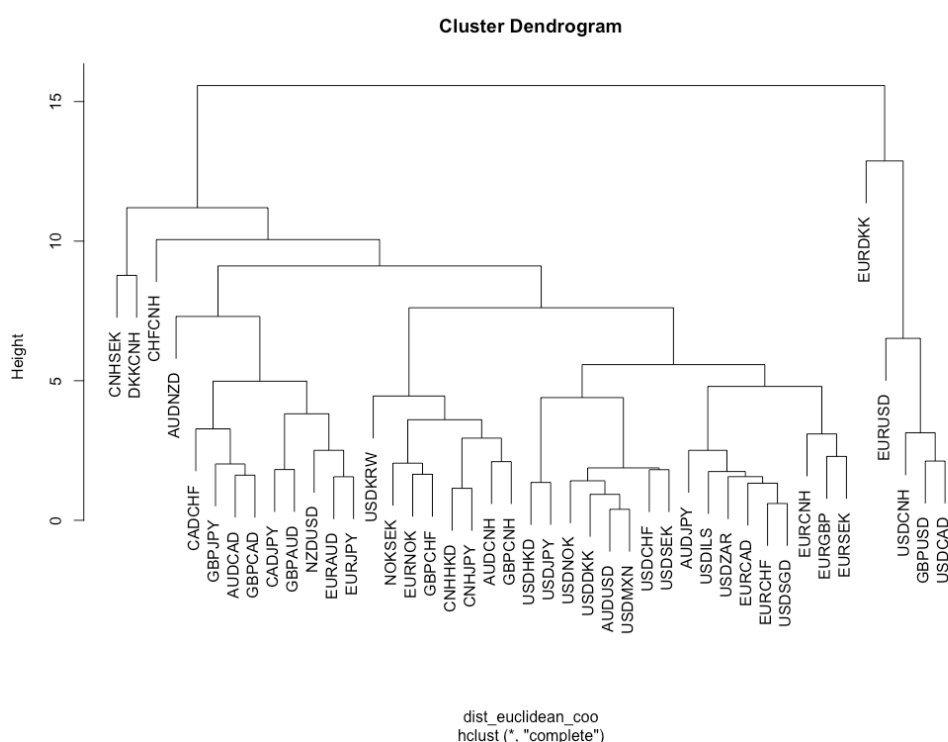
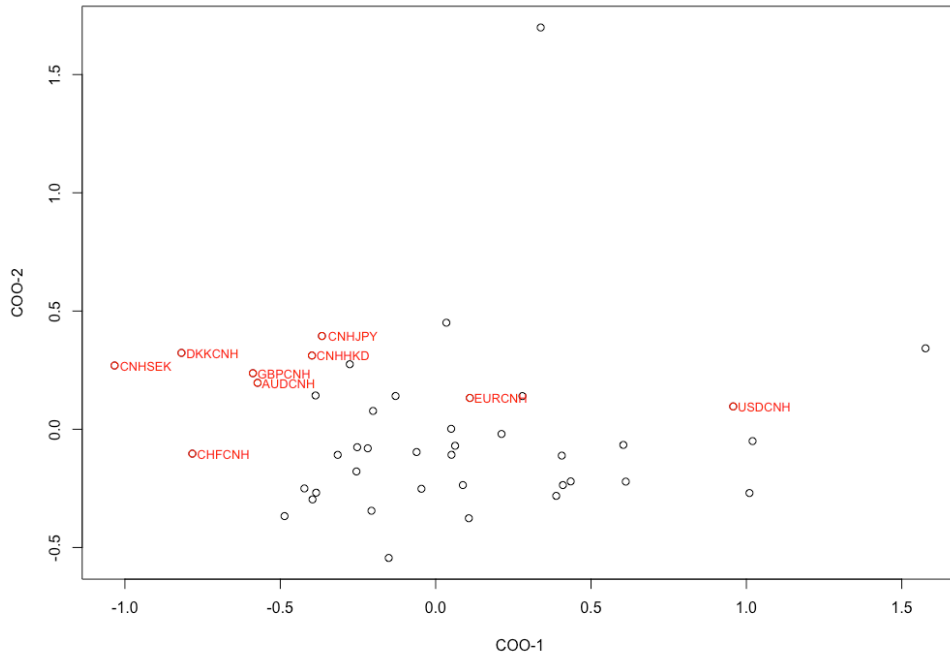


图 1 外汇市场货币对的交易模式聚类

从图中可以看到，一方面，人民币的相关交易有一定的聚集性，但另一方面，根据交易对象的不同，人民币的交易模式则存在着一定的变化，其特殊性在基于交易模式特征的聚类中并不占有主导地位。

<sup>2</sup> 包含人民币的货币交易模式分析基于 2015 年第 2 季度 CLS 成员的调查数据。



**图 2 人民币相关货币对在交易模式空间中的分布**

图 2 则给出了与人民币相关的交易货币对在抽象的交易模式空间当中的分布。可以看到，人民币货币对明显地散落在其他货币对的外围，也就是说，人民币在外汇市场的交易模式与其他货币存在较大的差异。

**表 3 各类货币与美元-欧元交易模式的相似度**

排序	货币名称	货币代码
1	美元	USD
2	欧元	EUR
3	英镑	GBP
4	人民币	CNH
5	加拿大元	CAD
6	瑞典克朗	SEK



7	瑞士法郎	CHF
8	挪威克朗	NOK
9	丹麦克朗	DKK
10	澳元	AUD
11	墨西哥比索	MXN
12	日元	JPY
13	港币	HKD
14	新西兰元	NZD
15	南非兰特	ZAR
16	新加坡元	SGD
17	韩元	KRW
18	以色列新谢克尔	ILS
19	匈牙利福林	HUF

注：包含人民币的货币交易模式分析基于 2015 年第 2 季度 CLS 成员的调查数据。

然而，如果以同美元和欧元等公认国际货币交易模式的相似度来衡量，人民币却在各类 CLS 货币当中排在前列。从这个角度来看，人民币的国际化水平似乎超出了人们的通常预期。至少从外汇市场的交易模式上来看，人民币更接近于美元和欧元这样的全球性货币，而澳元、日元这些货币则反而与之距离较远。

## 五、结论与政策建议

基于外汇市场交易模式的分析显示，人民币更倾向于高度国际化的货币，但与此同时，

它又和大部分的国际化货币在交易特征上有较大差异。这种看似矛盾的现象可能来自两个原因：第一，人民币不是 CLS 成员货币；第二，人民币交易数据的稀疏性。由于人民币不属于 CLS 货币，因此缺乏缓解支付风险的多边净额结算机制，这不仅大大限制了人民币在外汇市场的交易效率，也使得其交易模式不同于其他的 CLS 货币。人民币交易数据的稀疏性则是这一问题的另一个侧面。由于人民币未纳入国际多边结算机制之中，我们很难获得其系统性的交易数据，而只能依靠调查数据进行研究。与系统交易数据相比，调查数据无论在丰富程度还是精度上都相差甚远，这也使得对于人民币国际化和离岸市场的研究面临很大困难。

在我国经济增长模式步入“新常态”的同时，人民币离岸市场的发展也在趋于“正常化”：人们接受和持有人民币的动机不再是汇率升值预期与套利，而是更为基础性的贸易或金融交易需求。在原来的高额附加收益消失之后，人民币在与其他货币的竞争中更多地依赖于它在国际金融体系中的地位 and 作为交易媒介的效率，而包括支付清算系统在内的金融基础设施则是决定交易效率的重要环节。可以预料的是，随着人民币国际化的继续推进和人民币离岸市场的进一步发展，参与国际金融基础设施，尤其是支付合作机制的必要性也在不断提高。正如本项研究所反映的，这种合作的收益不仅来自于人民币交易效率本身，而且还在于通过更为系统精确的信息对人民币的国际使用状况和在全球货币体系中的地位做出更好的判断。