

日元国际化影响因素研究及其对人民币国际化的启示

肖鹄飞, 曾 鹏

(广东外语外贸大学, 广东 广州 510006)

摘要: 货币国际化是一国货币在国际经济活动中发挥计价、结算、交易、储备货币职能的过程。随着人民币纳入国际货币基金组织特别提款权(SDR)货币篮子,进一步推进人民币国际化无疑具有重要的意义。文章综合各种因素,选取在国际化过程中与中国各方面因素都较为相似的日本作为研究对象,运用理论分析与实证检验的方法,从经济规模、贸易规模、日元的汇率水平、在位主导国际货币美元的粘滞作用等因素,利用1976-2014年的年度数据,采用向量误差修正模型(VECM)检验了日元的国际化水平与其影响因素之间的相互关系。结果表明,日本的经济规模、贸易规模、日元的汇率水平与日元国际化呈正相关关系,在位国际主导货币美元的粘滞作用与日元国际化呈负相关关系。由此,从日元国际化的经验教训中得到对人民币国际化的启示:要继续促进国民经济与对外贸易的健康发展,保持人民币汇率的基本稳定和长期升值趋势,完善国内金融体系以及稳步推进金融市场对外开放,克服美元所具有的国际主导地位对人民币国际化的挤压。

关键词: 日元国际化; 人民币国际化; 离岸金融市场; 一带一路

中图分类号: F822 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2018)03-0003-09

自1978年改革开放以来,中国经济已经保持了连续四十年的高速增长,中国已经成为了仅次于美国的全球第二大经济体,对外贸易规模更是居于全球首位。伴随着中国经济的腾飞以及对外贸易规模的不断扩大,人民币国际化经历了从开始起步到不断发展的过程。

近年来,随着国家“一带一路”战略的实施以及亚洲基础设施投资银行(AIIB)成立,人民币国际化进程不断加快,而随着2016年10月1日IMF正式决定人民币加入特别提款权(SDR)货币篮子,更是标志着人民币国际化取得了重大进展。在此情况下,深入分析与人民币国际化过程中各方面因素都较为相似的日元国际化,并从日元的国际化进程中吸取经验教训,对推进人民币的国际化具有重要的意义。

一、相关文献综述

关于货币国际化影响因素的研究,国内外文献资料比较丰富。国外的研究成果有:Bergsten(1975)^[1]认为一国货币要想实现国际化,必须满足以下的经济条件:经济规模大且经济稳定增长、币值稳定、发达的国内金融体系。Krugman(1980)^[2]则认为一国货币的交易成本是影响其成为国际媒介货币的重要条件,交易成本越小,该国货币越有可能成为媒介货币。Chinn, Frankel(2005)^[3]通过对主要国际货币地位的决定因素进行实证分析,发现经济规模、通货膨胀率、汇率波动性、金融市场规模以及网络外部性是影响货币国际地位的主要因素。Lim(2006)^[4]就欧元挑战美元国际地位的观点进行分析,他认为经济规模、国内金融市场的发达程度、汇率的波动性以及网络的外部性是影响货币国际化的关键因素,而且仅仅依靠经济规模这一因素是无法动摇原主导货币的外部性优势的。

国内关于货币国际化和日元国际化影响因素方面的研究有:侯珺然(1999)^[5]对美国、欧盟和日本进行

收稿日期:2018-03-10

基金项目:国家社科基金重大项目“‘一带一路’战略与中国参与全球经济治理问题研究”(15ZDA018)

作者简介:肖鹄飞(1960-),男,江西吉安人,教授,研究方向为国际金融;曾鹏,广东外语外贸大学金融学院硕士研究生。

分析后指出,日本的经济规模和对外贸易规模、日本金融市场的发动程度、美元作为国际主导货币所具有的粘滞作用以及欧元日益巩固的国际地位是影响日元国际化的四大主要因素。李稻葵,刘霖林(2008)^[6]指出,一国的经济发展水平、通货膨胀率、真实利率水平、汇率的波动程度以及汇率升值或贬值,这些是影响货币国际化水平的显著因素。宋建军,林翔(2009)^[7]认为,日元国际化受阻的原因是多方面的,诸如受到日本的对外贸易规模、贸易结构、日元的波动性、美元的粘滞作用以及日本金融市场的发达程度等因素的影响,但最根本的还是取决于日本国内的经济和金融基础。李海峰,王林(2011)^[8]对美元、英镑和日元进行实证分析后认为,经济规模是影响日元和美元国际化程度的长期性因素,而金融发展程度虽然也对日元和美元的国际化有影响,但影响是短期的;英镑国际化的影响因素主要是自身的历史惯性。元惠萍(2011)^[9]对美元、英镑、欧元和日元进行实证分析后,认为GDP是影响货币国际地位的最重要影响因素,美元、欧元、英镑存在自身的使用惯性,日元的货币惯性对日元国际化的影响已经不存在了,而出口贸易和股票市场不是货币国际化的影响因素。陈静(2015)^[10]研究认为日元国际货币职能受阻与日本经济规模、对外贸易结构、金融市场的发达程度和日元汇率的波动密切相关,一国货币能否成长为国际货币更多的是自然选择的结果。罗成,顾永昆(2017)^[11]研究认为,日元衰退的原因很多,但美元霸权和日本经济停滞是其核心原因,美元霸权会在某种程度上使得日本经济陷入停滞状态、进而导致日元的剧烈波动,最终使得日元的国际化水平下降。胡方,丁畅(2018)^[12]认为,日元国际化不成功的原因在于其未能真正发挥国际货币的职能,而是成为了国际市场上的套利和避险工具。

以上文献综述以及本文的研究内容,选取影响日元国际化的主要影响因素有:经济规模、贸易规模、金融市场的发达程度、日元的汇率水平、在位国际主导货币美元的粘滞作用等。

二、日元国际化影响因素分析

(一) 经济规模和贸易规模

一国货币能够成长为国际货币,是市场自然选择的结果,影响市场选择的因素主要是本国的经济规模和对外贸易规模的大小。本国的经济规模、对外贸易规模越大,该国货币就越有可能成为国际货币,简言之,一国货币能成为国际货币是以国家强大经济实力为基础的,特别是那些具有较大规模对外贸易的经济体。

伴随着经济规模以及贸易规模的不断增大,会有越来越多的国家把本国货币作为“锚货币”(Eichengreen(1998))^[13],从而增加本国货币在外汇储备中的份额。当本国货币成为其他国家的“锚货币”时,意味着本国货币汇率对其他国家制定货币政策与外汇政策的作用越来越大,从而增加本国货币作为这些国家的外汇储备。因此,经济规模和贸易规模与日元的国际化水平正相关。

(二) 日元的汇率水平

日元的汇率水平是影响日元国际化水平的另一个重要因素,日元保持稳定或者温和上涨趋势,使得人们看好日元的升值趋势,市场上就会增加对日元的需求,从而提高了日元的国际化水平;反之,日元不断贬值或者从中长期看呈贬值趋势,则会使投资者减少持有日元、外国货币当局减少日元及日元资产,进而使日元市场的需求减少,最终降低了日元的国际化水平。

(三) 发达的金融市场

高度发达的金融市场是影响货币国际化的一个重要因素。一国金融市场的发达程度主要体现在深度、广度以及开放度方面,其中,深度是指市场的完善程度以及运作效率,广度是指金融市场的层次性,金融工具种类的多少、交易规模的大小,开放度则是指汇率制度及资本管制程度。国际投资者特别是私人部门的投资者总是比较偏好流动性高、风险小的金融工具,而这样的金融工具需要一个自由、开放的金融市场。

(四) 原有国际主导货币的粘滞作用

某种货币(如美元)一旦成长为国际货币且在国际货币体系中居于主导地位,那么其自然而然地就会具有粘滞作用或使用惯性,这种粘滞作用会阻碍其他货币国际化的发展。究其原因,在于该货币(美元)成长为国际主导货币之后,由于其作为贸易结算、交易、投资和储备货币具有规模经济效应、交易成本低,以及具有网络外部性和投资者的使用惯性等因素,这些因素严重挤压了其他国际货币的发展空间,这种挤压会使日元以及人民币的国际化面临巨大的困难。

三、日元国际化影响因素的实证分析

(一) 变量的选取和说明

在本文中,我们采用1976年至2014年的年度数据,共39个样本。我们用share、gdp、trade、stock、appreciation、movleadershare分别表示日元国际化程度、经济规模、贸易规模、资本市场的发达程度、日元汇率水平、在位国际主导货币美元的粘滞作用。其中,日元的国际化程度(share)用日元占全球官方外汇储备总额的比重来表示,其数据来源于国际货币基金组织各年年报;日本的经济规模(gdp)用日本经济总量在全球经济总量中所占份额来表示,其数据来源于世界银行世界发展指标数据库;日本的贸易规模(trade)用日本对外贸易总额占全球贸易总额所占份额来表示,其数据通过世界银行数据库计算整理得到;日本资本市场的发达程度(stock)用日本股票交易总额与GDP的比重来表示,其数据来源于世界银行世界发展指标数据库;日元汇率水平(appreciation)通过日元实际有效汇率指数来表示,其数据通过国际清算银行(BIS)日元实际有效汇率月度数据取年度均值得到;在位国际主导货币美元的粘滞作用(movleadershare)用美元占全球官方外汇储备总额的比重来表示,其数据亦来源于国际货币基金组织各年年报。需要指出的是,本文所使用的计量分析软件为Eviews8.0。各变量的符号意义及各变量的描述性统计如表1、表2所示:

表1 变量的指标体系

变量符号	符号意义	测量指标
share	日元占全球外汇储备的比例	日元的国际化程度
gdp	日本经济规模在全球经济规模中所占比重	日本经济规模的大小
trade	日本对外贸易规模在全球贸易规模中所占比重	日本贸易规模的大小
stock	日本股票交易总额在日本GDP中所占比重	反映日本金融市场的发达程度
Appreciation	日本各期的实际有效汇率指数	衡量日元的趋势,数值增大,日元升值,数值变小,日元贬值
movleadershare	美元占全球外汇储备的比例	衡量在位国际主导货币美元的粘滞作用

表2 被解释变量与解释变量的描述性统计

变量名称	平均数	中位数	最大值	最小值	标准差
share	5.25	4.90	8.70	2.00	1.82
gdp	11.61	11.00	17.50	5.90	3.12
trade	6.34	6.60	7.90	4.00	1.22
stock	52.99	43.50	151.20	14.50	37.65
Appreciation	70.24	75.50	106.20	29.80	21.56
movleadershare	63.75	63.90	77.90	49.10	7.23

(二) 实证分析

1. 平稳性检验

在构建计量模型对时间序列进行分析时,一般要求该时间序列是平稳的,需要对其进行平稳性检验。如果该时间序列是非平稳的,那么其数字特征将会随机变化,据此建立的计量模型会产生“伪回归”的问题。本文对所选时间序列进行ADF检验,以判断是否是平稳序列。为了消除异方差的影响,本文对所选变量取对数。其检验的结果如表3所示,可以看出,除了lnmovleadershare外,其他变量都是一阶单整。

表3 ADF检验

变量	检验类型(c, t, k)	AIC	SC	ADF检验结果	ADF临界值(5%)	结论
lnshare	(c, t, 0)	-1.7068	-1.5775	-3.4141	-3.5330	不平稳
Dlnshare	(c, t, 0)	-1.4239	-1.2932	-6.1575	-3.5366	平稳
lngdp	(0, 0, 1)	-1.9692	-1.8399	-0.9608	-3.5331	不平稳
Dlngdp	(0, 0, 0)	-1.9168	-1.8733	-4.4526	-1.9501	平稳
lntrade	(0, 0, 0)	-3.1703	-3.1272	-1.5017	-1.9499	不平稳
Dlntrade	(0, 0, 0)	-3.0878	-3.0442	-5.7123	-1.9501	平稳

变量	检验类型(c, t, k)	AIC	SC	ADF 检验结果	ADF 临界值(5%)	结论
lnstock	(c, 0, 1)	0.5573	0.6004	0.7014	-1.9499	不平稳
Dlnstock	(0, 0, 0)	0.5602	0.6037	-4.9493	-1.9501	平稳
lnappreciation	(c, 0, 3)	-2.2390	-2.0168	-2.4684	-2.9484	不平稳
Dlnappreciation	(c, 1, 2)	-2.0781	-1.9448	-3.4085	-1.9507	平稳
lnmovleadershare	(c, 0, 1)	-3.0440	-2.7265	-3.0004	-2.9540	平稳

注: 检验类型(c, t, k) 分别表示单位根方程中是否包含常数项、时间趋势项和滞后阶数, 参数 k 根据信息最小化原则确定, D 表示一阶差分。

2. 变量之间的 Granger 因果关系检验及变量筛选

Granger 因果关系检验, 是检验一个变量的滞后期变量是否会对另一个变量产生影响, 如果一个变量受到另一个变量的滞后变量的影响, 则称它们具有 Granger 因果关系。通过 Granger 因果关系检验, 我们可以在某种程度上区分变量间的内外生关系, 即哪些变量是内生变量, 哪些变量是外生变量。在选定变量并对变量的平稳性进行检验之后, 我们将对各解释变量与被解释变量之间的内外生关系进行判断和区分。为了确定日元国际化地位与各解释变量之间的内外生关系, 我们首先对变量 lnshare、lngdp、lntrade、lnappreciation 进行 Granger 因果关系检验。相应的检验情况如表 4 所示:

表 4 格兰杰因果关系检验

滞后期	零假设	F 统计值	P 值	结论
1	lngdp 不是 lnshare 的格兰杰原因	1.29551	0.2628	不拒绝
1	lnshare 不是 lngdp 的格兰杰原因	0.48429	0.4911	不拒绝
1	lntrade 不是 lnshare 的格兰杰原因	11.2716	0.0019	拒绝**
1	lnshare 不是 lntrade 的格兰杰原因	1.18972	0.2828	不拒绝
1	lnappreciation 不是 lnshare 的格兰杰原因	12.4855	0.0012	拒绝**
1	lnshare 不是 lnappreciation 的格兰杰原因	0.52354	0.4741	不拒绝
1	lntrade 不是 lngdp 的格兰杰原因	12.7477	0.0011	拒绝**
1	lngdp 不是 lntrade 的格兰杰原因	4.82877	0.0347	拒绝**
1	lnappreciation 不是 lngdp 的格兰杰原因	9.16760	0.0046	拒绝**
1	lngdp 不是 lnappreciation 的格兰杰原因	0.02036	0.8874	不拒绝
1	lnappreciation 不是 lntrade 的格兰杰原因	8.13091	0.0073	拒绝**
1	lntrade 不是 lnappreciation 的格兰杰原因	0.04079	0.8411	不拒绝
2	lngdp 不是 lnshare 的格兰杰原因	0.75191	0.4796	不拒绝
2	lnshare 不是 lngdp 的格兰杰原因	3.48607	0.0427	拒绝**
2	lntrade 不是 lnshare 的格兰杰原因	5.36363	0.0098	拒绝**
2	lnshare 不是 lntrade 的格兰杰原因	1.46840	0.2454	不拒绝
2	lnappreciation 不是 lnshare 的格兰杰原因	5.95329	0.0063	拒绝**
2	lnshare 不是 lnappreciation 的格兰杰原因	0.41741	0.6623	不拒绝
2	lntrade 不是 lngdp 的格兰杰原因	5.92385	0.0065	拒绝**
2	lngdp 不是 lntrade 的格兰杰原因	3.06131	0.0607	拒绝*
2	lnappreciation 不是 lngdp 的格兰杰原因	7.41462	0.0023	拒绝**
2	lngdp 不是 lnappreciation 的格兰杰原因	4.78668	0.0152	拒绝**
2	lnappreciation 不是 lntrade 的格兰杰原因	4.70587	0.0162	拒绝**
2	lntrade 不是 lnappreciation 的格兰杰原因	1.03018	0.3685	不拒绝

注: * 与 ** 分别表示通过 10% 与 5% 的显著性检验

根据格兰杰因果关系检验结果, 在 10% 的显著性水平下, 变量 lnshare、lngdp、lntrade、lnappreciation 相互之间存在一定的内生关系, 因此, 在接下来的模型构建和协整分析中, 我们把这四个变量作为内生变量进行分析。而由于变量 lnstock 与其他四个经济变量不存在两两之间统计上的因果关系, 且在协整检验中不显著, 故将 lnstock 从模型中剔除; 而变量 lnmovleadershare 受美元等外部因素影响较大, 且在 Granger 因果关系检验中与其他变量不存在统计上的因果关系, 因此为了便于模型的建立和分析, 将 lnmovleadershare 作为外生变量处理。

3. 协整分析

在确定了变量之间的内外生关系之后,接下来我们运用 Johanson 协整检验对上述四个内生变量进行协整关系分析。协整模型的设定和滞后期的确定是根据 AIC 和 SC 信息最小化的原则进行选取,经过多次检验,我们确定协整方程的形式为有截距项、无趋势项,滞后期为 2。相应的检验结果如表 5 所示:

表 5(a) 变量之间的迹检验结果

原假设	特征根	迹统计量	临界值 (5% 显著性水平)	P 值
0 个协整向量*	0.681611	87.75161	54.07904	0.0000
至少一个协整向量*	0.556735	46.55026	35.19275	0.0020
至少两个协整向量	0.274034	17.26107	20.26184	0.1230
至少三个协整向量	0.147193	5.731972	9.164546	0.2125

表 5(b) 最大特征值检验结果

原假设	特征根	最大特征 值统计量	临界值 (5% 显著性水平)	P 值
0 个协整向量*	0.681611	41.20135	28.58808	0.0008
至少一个协整向量*	0.556735	29.28919	22.29962	0.0045
至少两个协整向量	0.274034	11.52910	15.89210	0.2150
至少三个协整向量	0.147193	5.731972	9.164546	0.2125

注: * 表示在 5% 的显著性水平下拒绝原假设。

由以上的结果可知,无论是迹统计量检验还是最大特征值检验,在 5% 的显著性水平上均拒绝了变量之间少于一个协整关系的原假设,因此协整关系至少有两个。其中,以 $\ln share$ 为被解释变量的协整参数向量为: $\beta = (1, -0.1418, -1.7560, -0.8220, 4.5337)$, 因此该协整方程为:

$$\ln share = 0.1418 \ln gdp + 1.7560 \ln trade + 0.8220 \ln appreciation - 4.5337 \quad (1)$$

(0.2209) (0.3607) (0.1057) (0.6235)

协整方程中括号内数字是各变量系数的标准误差。通过上面的协整方程(1)我们可以知道,在外生变量的作用下,虽然日元的国际化程度、日本的经济规模、日本的对外贸易规模、日元的汇率水平这四个经济变量各自的增长是非平稳的,但是它们相互之间却存在着长期稳定的关系:

首先,在日元国际化程度的所有影响因素中,日本的对外贸易规模影响最为显著,日本对外贸易规模的扩张对提升日元国际化水平具有显著的正效应。在其他变量不变的情况下,日本对外贸易规模占全球贸易总规模的比重每增长 1%,将使日元占全球外汇储备的比例提升 1.76%。

其次,日元的汇率水平是影响日元国际化水平的另一个重要因素,日元汇率水平的提高对提升日元国际化水平的有一定的正效应,在其他变量不变的情况下,日元的汇率水平每提高 1%,将使日元占全球外汇储备的比例提升 0.82%。

再次,日本的经济规模对提升日元的国际化水平也有一定的正效应,但提升幅度最小,在其他因素不变的情况下,日本的经济规模占全球经济规模的比重每提高 1%,将使日元占全球外汇储备的比重提升 0.14%,提升效果不太明显。其原因可能在于日本经济规模的增长对增加日元在全球外汇储备中的份额存在滞后的原因,正如美国的经济规模在一战时期就已经超过英国,成为全球第一大经济强国,但同时期英镑仍然是全球的主导货币,美元的国际地位远远落后于英镑。

4. 向量误差修正模型(VECM)

通过上述协整分析,我们知道了各内生变量之间的长期均衡关系,但对变量之间的短期波动情况还不了解。根据 Granger 定理,一组具有协整关系的变量之间存在误差修正模型,因此我们可以描述日元国际化由短期波动向长期均衡调整的误差修正模型。但在进行误差修正模型估计之前,我们需要对 VECM 设定的合理性进行检验。只有当所有 AR 根模的倒数都小于 1,都落在单位圆之内,才能表明 VECM 是平稳的,才能做脉冲响应与方差分析,否则,得出的某些结果可能不是有效的。相应的检验结果如图 1 所示:

由图 1 我们可以知道,所有的 AR 根模的倒数都落在单位圆内,说明 VECM 是平稳的。因此,我们可以

进行 VECM 的估计 相应的 VECM 估计结果如表 5 所示:

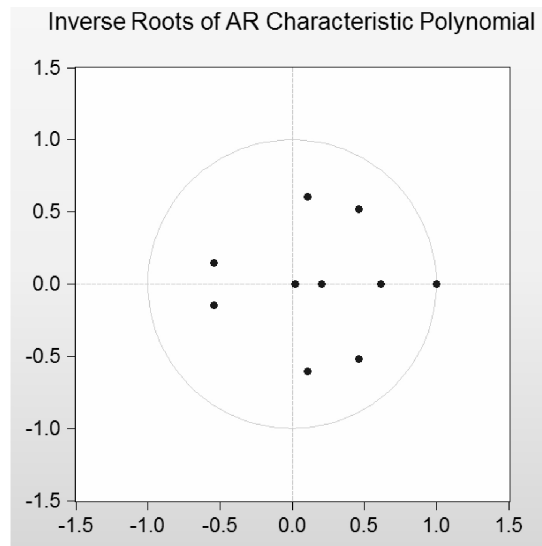


图 1 VEC 稳定性检验

表 5 VEC 模型估计结果

	D(lnshare)	D(lngdp)	D(lntrade)	D(lnappreciation)
ECM_{t-1}	-0.128167 (0.21402) [-0.59885]	0.504705 (0.09839) [5.12939]	0.320842 (0.07783) [4.12238]	0.438702 (0.10448) [4.19907]
D(lnshare(-1))	0.102170 (0.23019) [0.44385]	-0.095741 (0.10583) [-0.90468]	-0.080327 (0.08371) [-0.95960]	-0.091155 (0.11237) [-0.81121]
D(lnshare(-2))	0.392136 (0.20761) [1.88883]	-0.176443 (0.09545) [-1.84861]	-0.022400 (0.07550) [-0.29670]	-0.212740 (0.10134) [-2.09917]
D(lngdp(-1))	0.800722 (0.93603) [0.85545]	-1.413040 (0.43033) [-3.28360]	-0.393998 (0.34039) [-1.15750]	-1.600881 (0.45693) [-3.50357]
D(lngdp(-2))	0.162542 (1.06108) [0.15319]	-0.100251 (0.48782) [-0.20551]	-0.495032 (0.38586) [-1.28292]	-0.014636 (0.51797) [-0.02826]
D(lntrade(-1))	-0.375134 (0.64803) [-0.57888]	0.041061 (0.29793) [0.13782]	0.083737 (0.23566) [0.35534]	0.059161 (0.31634) [0.18702]
D(lntrade(-2))	0.146899 (0.60910) 0.24117	0.479640 (0.28003) [1.71282]	-0.028543 (0.22150) [-0.12866]	0.456814 (0.29734) [1.53635]
D(lnappreciation(-1))	-0.899951 (0.92181) [-0.97629]	2.001032 (0.42379) [4.72172]	0.445275 (0.33522) [1.32832]	2.187464 (0.44999) [4.86119]
D(lnappreciation(-2))	-0.229064 (1.10942) [-0.20647]	-0.007737 (0.51005) [-0.01517]	0.711240 (0.40344) [1.76293]	-0.125961 (0.54157) [-0.23258]
lnmovleadershare	-0.043312 (0.22043) [-0.19649]	-0.190246 (0.10134) [-1.87726]	0.010403 (0.08016) [0.12978]	-0.125643 (0.10761) [-1.16762]

注: (·) 表示标准误差, [·] 表示 t 统计量。

提取关于日元国际化的方程 整理后模型的如下所示:

$$\begin{aligned}
 Dlnshare_t = & -0.1282ECM_{(t-1)} + 0.1022Dlnshare_{(t-1)} + 0.3921Dlnshare_{(t-2)} \\
 & + 0.8007Dlngdp_{(t-1)} + 0.1625Dlngdp_{(t-2)} - 0.3751Dlntrade_{(t-1)} \\
 & + 0.1469Dlntrade_{(t-2)} - 0.8999Dlnappreciation_{(t-1)} \\
 & - 0.2291Dlnappreciation_{(t-2)} - 0.0433lnmovleadershare
 \end{aligned} \quad (2)$$

其中 $ECM_{(t-1)} = \ln share_{(t-1)} - 0.1418 \ln gdp_{(t-1)} - 1.7560 \ln trade_{(t-1)} - 0.8220 \ln appreciation_{(t-1)} + 4.5337$ 。

根据方程(2)分析各变量对日元国际化的短期影响,可以看出:

其一,误差修正项 ECM 的系数为 -0.1282 ,为负数,符合误差修正模型的反向修正原则,表明在受到外生变量的冲击时,短期的非均衡状态会逐渐向长期的均衡状态调整,误差修正项系数大小反映了短期非均衡状态向长期均衡状态调整力度的大小,从系数的估计值上看,为 -0.1282 ,表明调整力度为 12.82% 。

其二,日元国际化水平 $D\ln share$ 滞后一期和滞后二期的系数均为正数,分别为 0.1022 和 0.3921 ,显示日元国际化水平的滞后一期变量和滞后二期变量对当期日元国际化水平有正效应,表明日元国际化水平随着时间变迁具有正外部性。

其三,与长期变化类似的是,日本经济规模 $D\ln gdp$ 滞后一期变量和滞后二期变量的系数都为正数,分别为 0.8007 与 0.1625 ,说明日本经济规模 $D\ln gdp$ 的滞后一期变量和滞后二期变量对当期日元国际化水平 $D\ln share$ 具有正向的提升作用,尤其是 $D\ln gdp$ 滞后一期变量的提升作用最明显,达到了 0.8007 。

其四,日本贸易规模 $D\ln trade$ 滞后一期变量和滞后二期变量对提升当期日元国际化水平的作用是相反的,其系数分别为 -0.3751 与 0.1469 , $D\ln trade$ 的滞后一期变量系数为负,这与长期分析中的趋势是相反的,此前的协整分析中表明,日本对外贸易规模的扩张对提升日元国际化是正效应,而在短期中, $D\ln trade$ 对提升日元国际化水平 $D\ln share$ 却起到抑制作用。

其五,日元的汇率水平 $D\ln appreciation$ 的短期变化与协整分析中的长期平稳变化是不一致的, $D\ln appreciation$ 的滞后一期和滞后二期系数均为负数,分别为 -0.8999 与 -0.2291 ,说明日元汇率水平滞后一期、二期的升值对提升日元的国际化水平起到抑制的作用,但是由于误差修正模型的反向修正机制的存在,会使得短期内的非均衡状态向长期的平稳变化调整趋近。

5. 外生变量分析——美元的粘滞作用

美元作为最主要的国际主导货币对提升日元国际化水平起到负效应的作用,从上述方程可以知道,美元份额 $\ln appreciation$ 的系数为 -0.04331 ,虽然系数的绝对值不大,但说明其对提升日元国际化水平是起到抑制作用。当一国成为国际货币体系的主导货币时,其自我强化的趋势将自发地使自身的主导货币地位得到进一步的巩固和增强。在当前的国际货币体系中,美元居于核心主导地位,日元想要挑战甚至取代美元成为新的国际主导货币,无疑是非常困难,甚至是不可能的。

四、结论及对人民币国际化的启示

(一) 结论

本文在对日元国际化的影响因素进行理论分析后,运用向量误差修正模型(VECM)进行了实证检验分析,得到的结论如下:第一,从长期上看,协整检验分析表明日元国际化与日本的经济规模、对外贸易规模、日元的汇率水平均存在长期的稳定关系,且都呈正相关关系,这三个影响因素均有利于推进日元的国际化。第二,作为外生变量,美元的路径依赖对日元国际化具有负向作用,其具有的惯性作用不利于日元国际化的推进。第三,日本对外贸易规模与日元汇率水平的短期变动与长期变化对日元国际化的影响是不一致的,但由于误差修正模型中存在反向修正机制,这种机制会使短期的波动状态向长期的平稳状态趋近。

(二) 对人民币国际化的启示

第一,中国对外贸易的不断发展,是推进人民币国际化的主要手段之一。日元的国际化经验表明,对外贸易的扩张对日元国际化具有显著的正向推动作用。随着对外贸易的扩大,人们为了贸易结算的方便,会倾向于使用本币进行结算,这会促进本币的国际化发展。随着国家“一带一路”战略的推进,人民币国际化将迎来难得的历史机遇。“一带一路”沿线上的国家跟中国在贸易和投资往来上密切,中国对沿线国家的经济影响力也比较大。目前,中国在与周边国家中的贸易与投资中已广泛使用人民币,与中国发生跨境人民币业务结算的国家和地区已经超过180个,通过加强与沿线国家之间的贸易往来和投资,以中国为主导,推进人民币贸易结算,对沿线国家进行投资以达到输出人民币资本的目的,从而增加对人民币的需求,逐步实现人民币在沿线国家发挥计价、交易投资和储备职能,并在这个过程中完善人民币的回流国内的机制,从而形成一个良性循环,加速人民币的国际化进程。

第二,不断促进中国经济的持续平稳健康发展。日元的国际化经验以及其他国际货币的经验表明,经济

规模是影响货币国际化的最重要因素之一。一国经济实力的大小,是一国货币国际化发展的基础性因素,国际市场投资者及外国官方对一国货币的信心归根结底取决于该国经济实力及其基本面情况。经济规模越大、经济基本面越好,越能够吸引非居民投资者持有该国货币资产,也越能够吸引外国官方增加持有人民币资产作为官方储备。因此,为了推进人民币的国际化,我国应继续保持经济的持续健康发展,调整和升级产业结构,改革与经济发展不相适应的体制和机制,继续扩大就业,保持经济基本面长期向好。

第三,保持人民币汇率的稳定。日元的国际化经验表明,保持日元的稳定,以及长期内的升值趋势对推进日元的国际化水平具有正效应。人民币保持长期内的升值趋势,会使以人民币计价资产的价值增加,吸引非居民投资者增加持有人民币资产,也会使外国货币当局增加人民币在其官方储备中的份额,从而提高人民币的作为投资货币、储备货币的国际职能,提高人民币的国际化水平。为了实现以上目标,首先,我们应该继续实施稳健的货币政策,继续保持低通胀水平,保持国民经济的稳定健康发展,这是保持人民币币值基本稳定的基础,也是增强国际市场投资者持有人民币信心的经济基本面要求。其次,要继续推进人民币汇率的市场化改革,进一步完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,最终的目标应该是人民币的自由浮动。最后,在保持国内金融稳定的前提下,积极稳妥地推进人民币资本项目下可兑换,我们可以根据资本项目下各种子项目的流动性以及对我国国内经济金融的冲击程度,根据国内金融市场发展的程度,有步骤、分批次对外开放,最终实现人民币资本账户的总体开放。

第四,美元作为现今国际主导货币所具有的粘滞作用对人民币国际化具有负效应。在本文的实证分析部分,我们可以知道作为当今国际主导货币的美元,其所具有的粘滞作用对日元国际化起阻碍作用,它会挤压日元的发展空间。在当前以美元为核心的国际货币体系中,由于美元粘滞作用的存在,其他货币很难通过国际化与美元并驾齐驱,甚至取代美元的核心地位。截止到2017年第一季度,美元在全球官方外汇储备中的份额为64.52%^①,人民币要成为国际货币,势必就挤占美元等其他国际货币的份额,而美元由于自身所具有的粘滞作用使得人民币国际化的难度进一步增加,人民币在国际化进程中打破这种粘滞作用或者说使用惯性而形成自己的良性循环还需要很长的路要走。

此外,日本在国际舞台上缺乏话语权,在国内政策的制定上也缺乏完全的自主性,这是导致日元国际化不理想的另一个重要原因。因此,我们在推进人民币国际化的进程中,应该坚持自身政策的独立自主性,特别是美国基于自身的利益给中国施加巨大压力要求人民币升值时,我们应该要顶得住压力,按照自身的计划和步骤,保持人民币的基本稳定,而不能重蹈日元国际化的覆辙。我国应该积极主动参与到国际组织的改革中去,积极参与国际规则的制定和修改,增加中国在这些国际组织的话语权。2016年10月1日,IMF正式决定人民币加入特别提款权(SDR)货币篮子,就是中国增加国际话语权的体现。

第五,完善国内金融体系以及推进国内金融市场的对外开放。日元的国际化经验表明,日本政府对国内金融市场限制过多,使国内金融市场相对落后,这是影响日元国际化效果不理想的一个重要原因。因此,要继续推进人民币的国际化,我们需要采取措施促进国内金融体系的完善。一方面,要进一步推进人民币离岸金融市场的发展。目前,中国开始在香港和英国伦敦建立人民币离岸金融中心,之所以选择香港作为人民币离岸金融中心之一,就在于香港具有的特殊的地理位置以及百余年来金融服务的经验,使其具备了建立成为人民币离岸金融市场的条件。随着“沪港通”、“深港通”等工具的推出,海外投资者将逐步具备直接利用人民币投资内地金融市场的条件。同时,要建立离岸人民币资产回流机制,更好地满足海外投资者对人民币保值增值的要求,因为对于人民币来说,内地才有更多的投资选择。只有完善了回流机制,人民币离岸市场才能真正建立起来,形成人民币的流动循环^[14]。要实现香港与上海的互补作用,应该把香港打造成为人民币离岸金融中心,而上海则为人民币在岸金融中心,发挥各自的优势,相互协作,共同推进人民币的国际化进程。另一方面,要继续推进利率的市场化改革,现今的利率市场化改革已经取得了很大进展,但利率还未真正实现由市场所决定,还不能真正使利率反映资金供求者的需求,资金错配的现象依旧存在。

参考文献:

- [1] Bergsten, Fred C. The Dilemma of the Dollar: The Economics and Politics of United States International Mone-

^① 数据来源:国际货币基金组织。

- tary Policy [M]. New York: New York University Press, 1975.
- [2] Krugman, Paul. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1980: 513 – 526.
- [3] Menzie Chinn, Jeffrey Frankel. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency? [R]. NBER Conference Paper, No. 11510, 2005.
- [4] Ewe – Ghee Lim. The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER and Other Data [R]. IMF Working Paper, NO. 153, 2006.
- [5] 侯珺然. 论日元国际化的历史、现状与前景 [J]. 现代日本经济, 1996(2): 38 – 41.
- [6] 李稻葵, 刘霖林. 人民币国际化: 计量研究及政策研究 [J]. 金融研究, 2008(11): 1 – 16.
- [7] 宋建军, 林翔. 关于日元国际地位影响因素的实证分析 [J]. 现代日本经济, 2009(4): 11 – 17.
- [8] 李海峰, 王林. 货币国际化影响因素实证研究 [J]. 金融与经济, 2011(12): 13 – 18.
- [9] 元惠萍. 国际货币地位的影响因素分析 [J]. 数量经济技术经济研究, 2011(2): 3 – 19.
- [10] 陈静. 日元国际化进程的货币职能演进及对中国借鉴 [J]. 国际贸易, 2015(10): 59 – 66.
- [11] 罗成, 顾永昆. 日元衰退及其对人民币国际化的启示 [J]. 现代日本经济, 2017(1): 27 – 38.
- [12] 胡方, 丁畅. 外汇投机偏好对人民币国际化的冲击——基于日元衰退的实证分析 [J]. 经济与管理评论, 2018(2): 94 – 108.
- [13] Eichengreen, B. The euro as a reserve currency [J]. Journal of the Japanese and International Economies, 1998(12): 483 – 506.
- [14] 陈学文. 中间价管理与在岸、离岸人民币即期汇率波动 [J]. 金融理论探索, 2016(1): 46 – 53.

A Study on the Influencing Factors of Yen's Internationalization and its Inspiration to RMB's Internationalization

XIAO Yaofei, ZENG Peng

(Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou, Guangdong 510006, China)

Abstract: Currency internationalization is a process which a country's currency plays the role of pricing, settlement, transaction and reserve currency in international economic activity. As the RMB becomes the currency basket of the IMF's Special Drawing Rights (SDR), further promoting the internationalization of RMB is undoubtedly of great significance. This paper synthesizes all kinds of factors and chooses Japan, which is similar to all aspects of China in the process of internationalization, as the research subject. By using theoretical analysis and empirical test method; from the economic scale, the scale of trade, the exchange rate level of the yen, the stiction of the dominant international currency dollar and other factors; by the annual data from 1976 to 2014; it uses the vector error correction model (VECM) to test the correlation between the internationalization level of yen and its influencing factors. The results show that the economic scale, the scale of trade, the level of exchange rate of Yen are positively correlated with the internationalization of Yen; and the dollar, the dominant international currency, is negatively related to the internationalization of Japanese yen. Thus, from the experience of the internationalization of the yen, we get the enlightenment to the internationalization of the RMB: continue to promote the healthy development of the national economy and foreign trade, keep the RMB exchange rate basically stable and long-term appreciation trend, improve the domestic financial system and steadily push forward the financial market opening to the world, overcome the squeeze of US dollar to the internationalization of RMB.

Key words: Yen's internationalization; RMB's internationalization; offshore financial markets; the Belt and Road

(责任编辑: 张秋虹)