

基于 TVP - VAR 模型的人民币国际化 与经常账户关系研究

刘 方

(云南师范大学 经济与管理学院, 云南 昆明 650500)

摘要:采用 TVP - VAR 模型, 实证研究人民币国际化与经常账户的双向影响。结果表明: 人民币国际化对经常账户顺差具有持续的逆向调节作用, 其强度随时间推移而减弱, 且当期效果明显; 经常账户顺差扩大则抑制人民币国际化水平上升, 该抑制作用具有明显的时滞性, 表现为当期效果弱、中期效果强; 进一步研究发现, 人民币国际化和资本与金融账户相互促进, 且外生冲击并未改变二者的内在关系。

关键词:人民币国际化; 经常账户; 资本与金融账户; 时变参数向量自回归模型

中图分类号: F831.6 **文献标志码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2023) 05 - 0045 - 09

一、引言

中共二十大报告提出“有序推进人民币国际化”。人民币国际化是市场主体自主选择 and 驱动的发展过程, 须做好前瞻性谋划和相应的配套制度建设, 以应对各种冲击。

2020年5月, “双循环”新发展格局战略的提出为人民币国际化奠定了先决条件和手段, 有效增强了人民币国际化的市场驱动力。然而, 随着人民币国际化与“双循环”新发展格局的不断推进, 我国的国际收支格局可能发生变化, 给人民币国际化带来新的机遇与挑战。一方面, 我国经常账户和资本与金融账户长期保持“双顺差”格局, 不利于人民币对外输出, 阻碍人民币的国际化进程。另一方面, 我国资本账户虽尚未完全开放, 但在“双循环”新发展格局下, 通过培育完整的内需体系、实行高质量的对外开放能够有效拓宽和巩固人民币贸易收付主干道, 助力人民币国际化。从这个意义上来讲, 人民币国际化与我国的国际收支结构可能相互影响。

国际收支包括经常账户、资本与金融账户两大部分, 记录的是所有国际商品(包括服务)、金融资产的交易。一般情况下, 在不考虑误差与遗漏项时, 经常账户和资本与金融账户互为镜像, 经常账户“顺差”, 即资本与金融账户“逆差”。人民币国际化对经常账户的影响, 也会间接影响资本与金融账户。因此, 探寻人民币国际化与经常账户、资本与金融账户之间的互动关系, 这对后续人民币国际化的推进、维护国际收支平衡具有重要的理论和实践意义。

二、文献综述

(一) 人民币国际化对经常账户的影响

人民币国际化对经常账户的影响主要存在两种相反的观点。一种观点认为, 人民币国际化将会恶化经

收稿日期: 2023 - 05 - 05

基金项目: 国家社会科学基金项目“东南亚地区人民币国际化效果的国家异质性及政策优化研究”(21BGJ043)

作者简介: 刘 方(1986—), 男, 贵州毕节人, 博士, 副教授, 研究方向为国际金融。

常账户顺差。陶士贵和杨国强(2011)^[1]认为,在“双顺差”基础上,推行人民币国际化会使经常账户顺差进一步扩大,经常账户失衡又会阻碍人民币国际化步伐。马荣华(2009)^[2]发现,经常账户顺差随人民币国际化水平的提高而上升。

另一种观点认为,人民币国际化可缓解经常账户顺差。李东荣(2009)^[3]基于国际主流货币的历史经验,认为人民币计价职能的发展有助于缓解经常账户顺差。谢朝阳和周燕军(2011)^[4]通过理论建模分析发现一国货币国际化会减小经常账户余额的变动。王青林(2014)^[5]发现人民币国际化与中国进口额成正比,人民币国际化可有效缓解我国经常账户顺差。景健文和吴思甜(2018)^[6]证实了人民币国际化可显著降低经常账户顺差。黄歆怡和刘方(2021)^[7]发现,人民币计价份额、进口结算份额的提升会降低经常账户顺差。

(二) 经常账户对人民币国际化的影响

经常账户对人民币国际化的影响主要有三种不同观点。一种观点认为,经常账户盈余会阻碍人民币国际化(Bottelier & Dadush,2011)^[8]。顾磊(2018)^[9]认同上述观点,强调经常账户顺差是抑制人民币国际化的不利因素。

另一种观点认为,经常账户顺差可显著提升人民币国际化水平。余道先和王云(2015)^[10]研究发现,经常账户占GDP的比重每增加1%,境外人民币存量就会扩大0.0894%。万璟和陶士贵(2020)^[11]发现,经常账户顺差是推进人民币国际化的有利因素。

与上述两种观点不同的是,经常账户与人民币国际化的关系可能具有阶段性特征。在人民币国际化初期,经常账户顺差可以维持充盈的外汇储备,提升我国的支付能力,为人民币夯实基础;而在人民币国际化后期,经常账户逆差则是人民币输出的重要途径(张青龙和王舒婷,2011;徐伟呈和魏宁康,2021)^[12-13]。

综上,人民币国际化是扩大还是缩减经常账户顺差,经常账户顺差是促进还是阻碍人民币国际化,仍未形成一致结论。主要源于未考虑经常账户与人民币国际化之间的时变关系,而仅从静态视角间接剖析。鉴此,基于2010—2020年的季度时间序列数据,采用带有随机波动的时变参数向量自回归模型,从实证角度论证人民币国际化与经常账户的双向互动效应。

全文的边际贡献主要体现在:一是利用TVP-VAR模型研究二者的时变关系,避免既往多采用时间序列或面板数据分析,而缺乏考察参数时变特征的缺憾。二是选择三个关键的代表性时间点,考察特定节点上人民币国际化与经常账户之间的特殊关系是否受不利于外生冲击的影响。上述研究不仅有助于加深对人民币国际化与经常账户问题的深度理解,也为我国“双循环”新发展格局的推进和外部经济可持续发展提供决策资鉴。

三、研究设计

(一) 计量模型

TVP-VAR模型假设系数矩阵和扰动项的协方差矩阵均随时间变化,从而能有效捕捉经济结构渐变和突变特征,它是对传统结构向量自回归模型(SVAR)的拓展,为分析各变量间的动态关系提供了方法指引。借鉴Primiceri & Giorgio(2005)^[14]的研究,SVAR模型的基础上引入参数时变特征,构建TVP-VAR模型。

假设存在一个含有s阶滞后项的3变量SVAR模型:

$$Ay_t = F_1 y_{t-1} + F_2 y_{t-2} + \dots + F_s y_{t-s} + \mu_t, \mu_t \sim (0, \Omega_t) \quad (1)$$

式(1)中, $t = s + 1, \dots, n, y_t = [RIL_t, CA_t, FA_t]$ 是由人民币国际化程度、经常账户余额、资本与金融账户余额构成的 3×1 维向量, A 为 3×3 维联立参数矩阵, F_1, F_2, \dots, F_s 为 3×3 维待估系数矩阵, μ_t 为 3×1 维结构冲击, Ω_t 为 3×3 维时变协方差矩阵,其中 $\Omega_t = A_t \Sigma_t \Sigma_t A_t^{-1}$, A 与 Σ 满足:

$$A = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 \end{pmatrix}$$

对式(1)移项,可得:

$$y_t = B_1 y_{t-1} + B_2 y_{t-2} + \cdots + B_s y_{t-s} + A^{-1} \sum \varepsilon_t \quad (2)$$

式(2)中, $B_i = A^{-1} F_i$, $\varepsilon_t \sim N(0, I_k)$, 其中 $i = 1, \dots, s$; $t = s+1, \dots, n$ 。

对式(2)进一步变形为:

$$y_t = X_t \beta + A^{-1} \sum \varepsilon_t, X_t = I_t \otimes (y_{t-1}', \dots, y_{t-s}') \quad (3)$$

式(3)中, \otimes 表示克罗内克(Kronecker)积。假设模型参数(β 、 A 以及 \sum)服从时变一阶随机游走过程,同时将矩阵 A_t 中除0、1以外的元素拉直为列向量 $a_t = (a_{21}, a_{31}, a_{32})'$,令 $h_t = (h_{1t}, h_{2t}, h_{3t})$, $h_{it} = \log \sigma_{ii}^2, i = 1, \dots, s$; $t = s+1, \dots, n$,最终得到3变量TVP-VAR模型:

$$y_t = X_t \beta_t + A_t \sum \varepsilon_t \quad (4)$$

$$\begin{pmatrix} \beta_{t+1} \\ a_{t+1} \\ h_{t+1} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_t \\ a_t \\ h_t \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \mu_{\beta_t} \\ \mu_{a_t} \\ \mu_{h_t} \end{pmatrix} \sim N \left(0, \begin{pmatrix} I & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sum_{\beta} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sum_a & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sum_h \end{pmatrix} \right) \quad (5)$$

设 $\beta_{s+1} \sim N(\mu_{\beta_0}, \Sigma_{\beta_0})$, $a_{s+1} \sim N(\mu_{a_0}, \Sigma_{a_0})$ 与 $h_{s+1} \sim (\mu_{h_0}, \Sigma_{h_0})$,假设 β 、 a 和 h 服从Gamma分布: $(\sum_{\beta})_i^{-2} \sim Gamma(400, 0.02)$, $(\sum_a)_i^{-2} \sim Gamma(400, 0.02)$, $(\sum_h)_i^{-2} \sim Gamma(400, 0.02)$,并且假定可变参数的初始均值和协方差矩阵分别为: $\mu_{\beta_0} = \mu_{a_0} = \mu_{h_0} = 0$, $\Sigma_{\beta_0} = \Sigma_{a_0} = \Sigma_{h_0} = 10 \times I$ 。

由于需要估计的参数很多,运用传统的似然函数(ML)估计方法进行参数估计则十分困难,而通过借助贝叶斯框架下应用马尔科夫链蒙特卡洛(MCMC)模拟方法对参数进行估计,不仅可实现参数的准确估计,还能得到状态变量的一致估计。

(二) 变量选取

1. 经常账户余额(CA)。参考已有文献,经常账户余额主要有两种度量方式:一是绝对值方式,即直接使用经常账户余额进行衡量。二是相对值方式,即采用经常账户余额占GDP之比度量,绝大多数文献进行实证时也采用此种方法,这也是衡量经常账户失衡的常用指标(Ito & Chinn, 2007; 张明和刘瑶, 2021)^[15-16]。因此,为便于比较及考虑数据可得性,以经常账户余额占名义GDP的比重衡量。

2. 人民币国际化程度(RII)。从国际货币职能看,人民币国际化度量主要有两类方法:一是根据国际货币的某些职能,如依据结算或计价测量人民币的国际化水平(李稻葵和刘霖林, 2008)^[17]。二是以国际货币的全部职能进行综合测度,考虑指标认同度、数据可得性,选择此方法中最具代表性的中国人民大学编制的人民币国际化指数(RII)作为人民币国际化程度的代理变量。

3. 资本与金融账户余额(FA)。与经常账户余额类似,资本与金融账户余额亦使用资本与金融账户余额与名义GDP之比衡量。之所以增加资本与金融账户变量,是因为人民币国际化不仅与经常账户相关,而且还受资本与金融账户的影响。在考虑人民币国际化与经常账户的关系时,有必要加入资本与金融账户变量,从而进一步扩大到国际收支视角分析人民币国际化的影响效应。

(三) 数据来源

经常账户余额、资本与金融账户余额数据取自国家外汇管理局网站《中国国际收支平衡表时间序列(BPM6)》;人民币国际化指数根据中国人民大学发布的历年《人民币国际化报告》整理;国内生产总值(GDP)数据来自国家统计局网站。所有变量时间跨度均为2010年第1季度至2020年第4季度。

四、实证结果分析

(一) 平稳性检验

使用时间序列数据前需对有关变量进行单位根检验,常用的方法主要有ADF和DF检验,主要检验形式包括是否含截距项和趋势项。经查3个变量具有一定的趋势和截距,故采用含截距和趋势的ADF方法进行

单位根检验,结果如表 1 所示。所有变量均在 10% 的水平上不存在单位根,适用于构建 TVP - VAR 模型。

表 1 各变量的平稳性检验结果

变量	ADF 统计量	1% 的临界值	5% 的临界值	10% 的临界值	结果
CA	-3.159	-3.628	-2.950	-2.608	平稳
FA	-3.123	-3.628	-2.950	-2.608	平稳
R11	-3.290	-4.214	-3.528	-3.197	平稳

(二) 时变参数估计与检验

借助 MATLAB 软件,对 TVP - VAR 模型参数进行抽样估计。首先,根据施瓦茨信息准则,确定模型的最优滞后阶数为 1 阶,其次,使用马尔科夫链蒙特卡洛(MCMC)进行 10000 次模拟抽样,以提高模型准确度(闫洪举,2021)^[18]。参数估计结果如图 1 所示,从中可知相关系数趋于零,参数模拟路径十分稳定,这表明样本不存在自相关,参数估计有效。

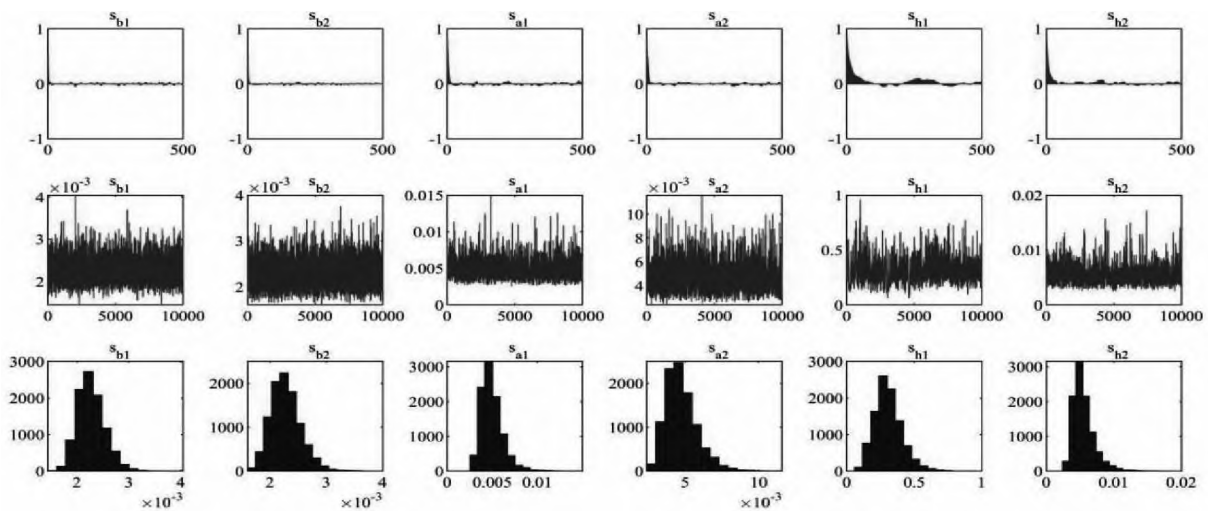


图 1 TVP - VAR 模型 MCMC 参数估计结果

表 2 为参数估计和诊断结果。首先,Geweke 估计值均显著低于 1.96,表明参数收敛于后验分布,不能拒绝收敛于后验分布的零假设;其次,参数的无效因子较低, $(\sum_h)_1$ 的值比较大,达到 34.50,说明在模拟 10000 次情况下,至少能获得 289 个不相关的观测样本,完全满足后验估计需要。综上所述,研究所构建的 TVP - VAR 模型是稳健且有效的。

表 2 TVP - VAR 模型参数估计结果

参数	均值	标准差	95% 置信区间	Geweke 检验	无效因子
$(\sum_\beta)_1$	0.0023	0.0003	[0.0018,0.0028]	0.677	3.57
$(\sum_\beta)_2$	0.0023	0.0003	[0.0018,0.0029]	0.129	2.39
$(\sum_a)_1$	0.0049	0.0012	[0.0032,0.0079]	0.115	5.79
$(\sum_a)_2$	0.0047	0.0011	[0.0031,0.0073]	0.723	8.88
$(\sum_h)_1$	0.3080	0.1007	[0.1393,0.5411]	0.763	34.50
$(\sum_h)_2$	0.0055	0.0016	[0.0034,0.0095]	0.940	21.53

(三) 时变脉冲响应结果

1. 人民币国际化的时变影响。第一,考察不同提前期的时变脉冲响应。为探究人民币国际化对经常账户、资本与金融账户的短、中、长期影响,综合考虑各变量的期限特征,分别选取提前 2 期、4 期、8 期(对应半年、1 年和 2 年)作为滞后期,用以考察人民币国际化冲击对经常账户的时变特征。

从图 2 中的(a)中,当期给人民币国际化 1 个百分点的正向冲击,经常账户的脉冲响应初期均显著为负

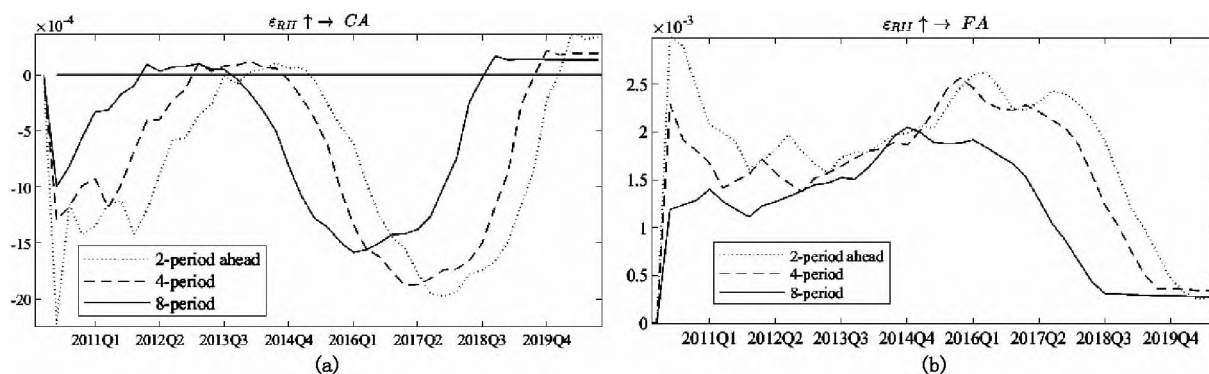


图2 不同提前期下经常账户、资本与金融账户对人民币国际化冲击的脉冲响应

($R11 \rightarrow CA$),但长、中、短期具有相似波动性,表明模型估计具有一定的稳健性。比较经常账户对人民币国际化冲击的长短期效应可知,从短期到长期,人民币国际化对经常账户影响呈减弱趋势。具体地,提前2期的1个百分点人民币国际化冲击导致经常账户最多下降0.22个百分点;提前4期下,则导致经常账户最多下降0.19个百分点;提前8期下,导致经常账户最多下降0.16个百分点。比较不同提前期的响应强度发现,从短期到中长期,人民币国际化对经常账户的影响逐渐减弱,且长期明显滞后于中、短期半个周期,说明人民币国际化提升导致经常账户顺差缩减的短期效应更强。

进一步,从不同时期看,人民币国际化冲击下经常账户的脉冲响应曲线存在明显的时变特征。在样本前端和后端,经常账户的脉冲响应曲线波动幅度较大,其波动趋势呈现近似“W”型的非线性动态变化过程,且在2010年一季度、2017年四季度达到“W”的两个极小值点,分别为0.0022、0.002。

从图2的(b)中可知,不同提前期下资本与金融账户对人民币国际化冲击的响应曲线具有明显的趋势和动态波动性,表明人民币国际化对资本与金融账户的影响具有时变特征。从资本与金融账户对人民币国际化的脉冲效应看,当期给人民币国际化1个百分点的正向冲击,资本与金融账户的相应均显著为正($R11 \rightarrow FA$)。而且,短期影响程度较大、中期次之,长期较小,表明人民币国际化对资本与金融账户的短期影响大于中、长期影响。具体地,提前2期下1个百分点的人民币国际化冲击导致资本与金融账户最多扩大0.30个百分点;提前4期下,导致资本与金融账户最多扩大0.26个百分点;提前8期下,导致资本与金融账户最多扩大0.21个百分点,但三者的波动趋势基本相似。比较发现,短期内资本与金融账户对人民币国际化冲击的影响要强于中、长期,说明人民币国际化程度的提升对资本与金融账户的短期效应相对更强,具备“立竿见影”的特征。

进一步,从不同时期看,资本与金融账户对人民币国际化冲击的脉冲响应具有显著的时变特征。在2010年2季度、2016年4季度脉冲响应曲线均达到极大值点,极值为0.003、0.0026;2019年4季度后趋于平稳,整个波动趋势表现为类“M”型的非线性动态变化过程。

第二,考察不同时点的时变脉冲响应。2015年,受“8.11”汇率形成机制改革的影响,人民币大幅贬值,中国进出口贸易额大幅提升,经常账户余额从2015年第三季度的4178亿元上升到2015年末的5336亿元;2018年,受中美贸易摩擦的影响,人民币面临升值压力,近十年以来中国经常账户首现逆差,2018年第一季度逆差额低至-2531亿元;2020年1月始,受新冠疫情的影响,中国经济停滞、产业链中断、出口受阻,经常账户顺差开始缩小,从2019年末的2121亿元降至2020年第一季度的-2823亿元。

因此,选取2015年第三季度(2015Q3)、2018年第一季度(2018Q1)以及2020年第一季度(2020Q1)三个不同时点,分析特殊时点下是否会改变人民币国际化与经常账户、资本与金融账户的内在关系。

从图3的(a)可知,当给人民币国际化1个百分点的正向冲击,不同时点下经常账户的脉冲响应在当期均为负向,第1期达到峰(谷)值,随后逐渐收敛于0,且在样本前段呈现较大波动性。对比不同时点的脉冲响应,发现其脉冲响应强度和收敛速度存在明显的差异。

具体地,2015Q3时点下,经常账户对人民币国际化冲击的响应区间在 $[-0.0014, 0.00025]$ 。同时,该响应程度在第1期为微弱的正向响应,原因可能是受汇率改革的影响,导致人民币汇率预期贬值,使中国出口

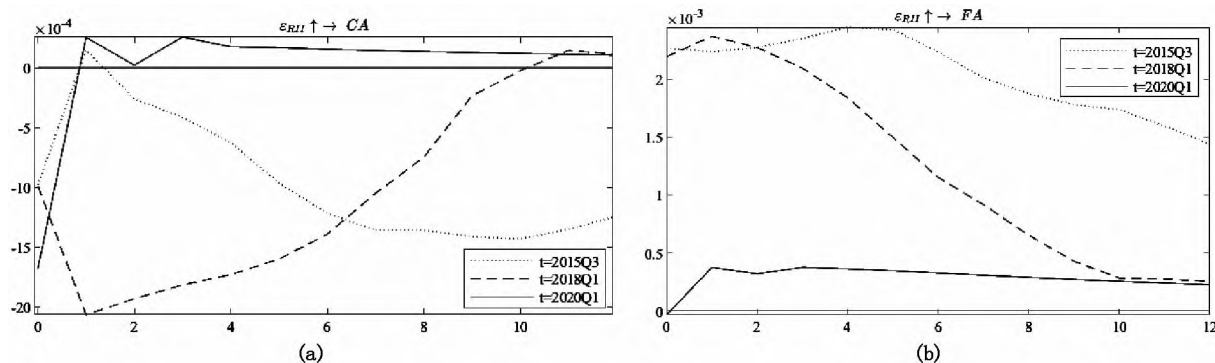


图3 不同时点下经常账户、资本与金融账户对人民币国际化冲击的脉冲响应

量大幅增加,进而扩大了经常账户顺差。但是,该影响较为短暂,长期看“汇改”引发的人民币汇率形成机制有利于人民币国际化推进,从而有助于大幅调节中国经常账户失衡(顺差)。

2018Q1时点下,经常账户对人民币国际化冲击的响应区间在 $[-0.0021, 0.00013]$,此时点下的负向响应最为显著,这意味着,若中美贸易战的持续推进,人民币国际化受阻,将会极大拖累中国经常账户失衡程度,加剧经常账户逆差。

2020Q1时点下,经常账户对人民币国际化冲击的响应区间在 $[-0.0016, 0.00025]$,且在首期达到最小值,为 -0.0017 ,在第1期转为正向响应,随后缓慢下降并趋于0。这说明,新冠疫情影响初期,一方面,出口贸易受阻,经常账户逆差扩大;另一方面,国际上对持有人民币信心不足,人民币国际化陷入调整期,而随着中国疫情防控到位,并迅速投入复工复产,中国出口贸易得以恢复,经常账户顺差增加。

由此可见,人民币国际化对经常账户的影响效应与所处的宏观经济环境直接相关,且不同时点下人民币国际化的影响效果有所差异。整体来看,特殊时点下人民币国际化对经常账户失衡的影响基本为负,二者之间的关系没有发生显著变化。

从图3的(b)可知,当给人民币国际化1个百分点正向冲击,不同时点下对资本与金融账户的影响均为正向,且在样本前段呈现出较大的波动性,但是中段、末段的曲线逐渐趋于平衡。整体来看,人民币国际化在不同时点对资本与金融账户的冲击强度趋于一致。三个不同时点下人民币国际化对资本与金融账户的影响强度相近,说明特殊时点下的外生冲击未改变二者之间的内在联系。

上述结果说明,随着人民币国际化程度的深化,将有效抑制我国经常账户顺差,扩大资本与金融账户顺差,影响效应均具有时变性,且在特殊时点并未影响人民币国际化对经常账户、资本与金融账户的内在逻辑。

2. 经常账户、资本与金融账户的时变影响。第一,考察不同提前期的时变脉冲响应。同样选取提前2期、4期、8期进行经常账户、资本与金融账户对人民币国际化的时变影响分析。从图4的(a)可知,当给予经常账户1个百分点正向冲击,人民币国际化的响应整体是负向的,即经常账户顺差扩大会阻碍人民币国际化。通过对比不同时间间隔的经常账户对人民币国际化的影响强度,发现短期经常账户的影响强度强于中、长期。

具体地,提前2期下的1个百分点经常账户冲击导致人民币国际化程度最多下降0.99个百分点;提前4期下导致人民币国际化程度最多下降0.95个百分点;提前8期下导致人民币国际化程度最多下降0.79个百分点。对比发现,人民币国际化对经常账户冲击的短期影响效应最强,中期次之,长期最弱,说明经常账户会在短期内对人民币国际化展现较强的负面作用效果,具备“立竿见影”的特征。

进一步,从不同时期看,经常账户对人民币国际化的影响的时变特征不显著。具体地,2010Q1—2020Q4期间,平均来看1个百分点的经常账户冲击最多导致人民币国际化程度提升0.91个百分点,不同提前期下的脉冲响应走势基本一致,且经常账户的负向影响总体平稳、波动性不突出,说明该影响并不具备明显的时变特征。

从图4的(b)可知,当给予资本与金融账户1个百分点的正向冲击,其对人民币国际化在短、中、长期的影响均明显为正,该结果表明无论是短期还是中长期,资本与金融账户顺差均有利于人民币国际化。通过对

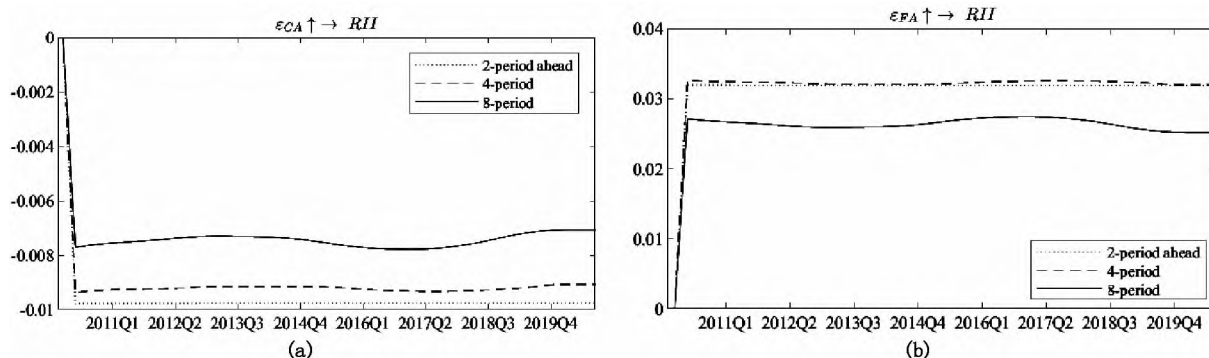


图4 不同提前期下人民币国际化对经常账户、资本与金融账户冲击的脉冲响应

比不同提前期下的影响效应,发现短期影响效应强于中长期。

具体地,提前2期下的1个百分点资本与金融账户正向冲击引起人民币国际化程度最多提升3.23个百分点;提前4期下的1个百分点资本与金融账户冲击引起人民币国际化程度最多提升3.31个百分点;提前8期下的1个百分点资本与金融账户冲击引起人民币国际化程度最多提升2.79个百分点。比较发现,资本与金融账户冲击对人民币国际化的短期影响与中期影响程度相似,长期影响程度最小,说明资本与金融账户对人民币国际化的短、中期影响效应更强。

进一步,从不同时期看,资本与金融账户对人民币国际化的影响不具备明显的时变特征。具体地,2010Q1至2020Q4时期,人民币国际化对资本与金融账户冲击的响应总体平稳,平均来看1个百分点的资本与金融账户正向冲击最多导致人民币国际化程度提升3.11个百分点,说明该影响不具备明显的时变特征。

第二,考察不同时点的时变脉冲响应。选取2015年第三季度、2018年第一季度以及2020年第一季度等三个不同时间点,考察经常账户、资本与金融账户对人民币国际化的时变影响。从图5的(a)可知,不同时间点下是脉冲响应为负,该结果表明经常账户顺差增加不利于人民币国际化,原因可能与中国出口贸易以外币结算为主、进口以人民币结算为主有关^①。整体来看,不同时间点下经常账户冲击的影响效应高度一致,均在样本前段呈现较大波动性,在第一期达到谷点,随后逐渐反弹并保持缓慢上升态势,最后收敛于0。

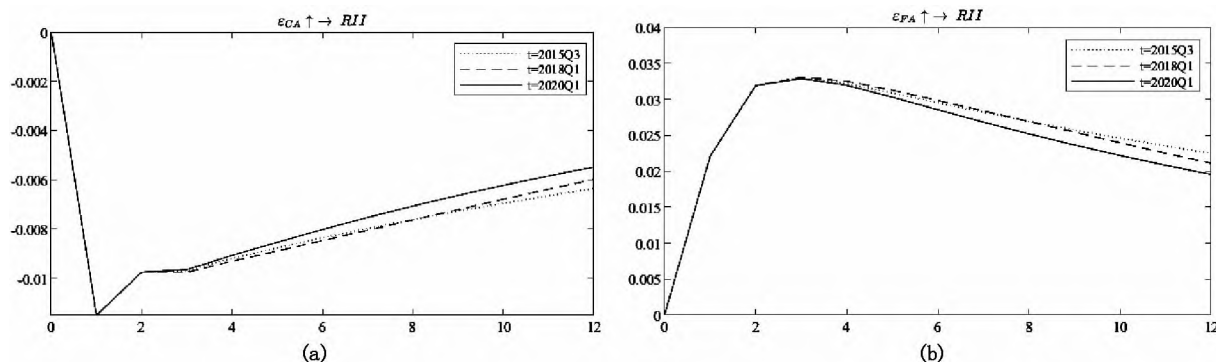


图5 不同时点下人民币国际化对经常账户、资本与金融账户冲击的脉冲响应

具体地,2015Q3时点下,经常账户冲击的人民币国际化响应区间在 $[-0.0117, 0]$;2018Q1时点下,经常账户冲击的人民币国际化响应区间在 $[-0.0117, 0]$;2020Q1时点下,经常账户冲击的人民币国际化响应区间在 $[-0.0117, 0]$ 。由此可见,虽然经常账户对人民币国际化的影响效应与所处宏观经济环境相关,但影响效果相差不大,因此特殊时点并未改变经常账户失衡对人民币国际化的内在联系。

从图5的(b)可知,不同时间点下人民币国际化对资本与金融账户正向冲击的脉冲响应为正,该结果表明资本与金融账户顺差扩大有利于人民币国际化。整体来看,不同时间点的变化趋势高度相似,其影响强度均在短中期出现较强波动,不同时间点下的响应强度不存在明显差别。

^① 根据经常项目下跨境人民币数据,2009—2020年人民币收付比均小于1(2015年除外),意味着经常账户下人民币处于净流出状态。

具体地,2015Q1 时点下,资本与金融账户冲击的人民币国际化响应区间为 $[0,0.0334]$ 。同时。2018Q1 时点下,资本与金融账户冲击的人民币国际化响应区间 $[0,0.0335]$ 。2020Q1 时点下,资本与金融账户冲击的人民币国际化响应区间为 $[0,0.0333]$ 。不同时点的脉冲响应曲线均在当期无反应,在第一期出现剧烈响应,并在第三期达到峰值,随后,随时间推移逐渐衰减。由此可见,不同时点下资本与金融账户冲击的脉冲响应趋势和响应区间高度相似,因此,特殊时点并未改变资本与金融账户对人民币国际化影响的内在逻辑。

综上,不同提前期下,经常账户冲击给人民币国际化带来负向影响、资本与金融账户冲击给人民币国际化带来正向影响,且影响效应大于经常账户。因此,存在资本管制情况下,我国经常账户顺差不断扩大会对人民币国际化产生消极作用。

不同时点下,经常账户冲击、资本与金融账户冲击的人民币国际化脉冲响应总体均表现为前期出现较大波动,中后期逐渐趋于平稳,即经常账户、资本与金融账户对人民币国际化的影响具有“显效快”的特征,并且特殊时点下的影响效应高度相似。因此,不同的宏观经济环境不会改变经常账户、资本与金融账户对人民币国际化影响的内在关系。

五、结论与对策启示

运用 2010—2020 年我国季度时间序列数据,使用时变参数向量自回归模型(TVP - VAR) 考察了人民币国际化与经常账户、资本与金融账户之间的双向影响,得出若干结论:

一是人民币国际化有助于逆向调节经常账户顺差。无论是不同提前期还是不同时点,人民币国际化均显著负向影响经常账户,并且具备显著的时变特征;与此同时,虽然人民币国际化对经常账户的影响与所处的宏观经济环境密切相关,但一些特殊时点并未改变二者的内在逻辑。

二是人民币国际化将会扩大资本与金融账户顺差。不同提前期和不同时点的人民币国际化均正向影响资本与金融账户,即扩大资本与金融账户顺差,且效果具有“立竿见影”的特征。

三是经常账户、资本与金融账户与人民币国际化相互影响。无论是在不同提前期还是不同时点下,经常账户均负向影响人民币国际化,而资本与金融账户则正向影响人民币国际化,这两类影响均不存在显著的时变特征,但均具备“显效快”的特性。三者之间的关系表现为:经常账户与人民币国际化相互掣肘、资本与金融账户和人民币国际化相互促进。

上述结论蕴含的对策启示如下:

首先,为适应“双循环”新发展格局,在稳慎推进人民币国际化的进程中,需要及时关注我国经常账户余额的动态变化,尤其是当经常账户余额由顺转逆时,需及时关切我国外部经济平衡和稳定发展。在推动人民币国际化的过程中,亦亟须关注人民币跨境结算失衡现象,破除跨境结算的政策和体制壁垒,促进进出口结算均衡增加,同时不断疏通人民币输出一回流渠道,夯实稳步推动人民币国际化的制度基础。

其次,鉴于我国人民币国际化仍处于初级阶段,外汇储备不仅是跨境资本流动的“压舱石”,也是中国对外支付实力的体现,因而积累必要外汇储备是重要的,而且不宜过早、过快向“债权国”转变,以避免“消耗”人民币国际化取得的重要成果。故在人民币国际化进程中,通过资本与金融账户顺差模式积累适度外汇储备,有助于人民币国际化的稳步推进。

最后,在“双循环”新发展格局下,若中国“双顺差”局面逐渐转向“经常账户逆差 + 资本与金融账户顺差”模式,则更有助于人民币国际化推进,因而需要不断完善有关配套政策措施,如稳步推进资本账户开放、建立多层次资本市场和加快金融市场改革等,更好支持人民币国际化发展。

参考文献:

- [1] 陶士贵,杨国强. 人民币国际化与国际收支失衡的“怪圈”:理论与实证[J]. 上海金融,2011(12):19-22.
- [2] 马荣华. 人民币国际化进程对我国经济的影响[J]. 国际金融研究,2009(4):79-85.
- [3] 李东荣. 人民币在对外交往中计价结算问题研究[J]. 金融研究,2009(1):42-49.
- [4] 谢朝阳,周燕军. 货币国际化对国际收支的影响效应分析[J]. 商业时代,2010(18):69-70.

- [5]王青林. 人民币国际化对内外经济均衡的影响研究 [J]. 南京农业大学学报(社会科学版), 2014(4): 111 - 119.
- [6]景健文, 吴思甜. 人民币国际化对中国宏观经济的影响分析: 基于人民币国际化动态指数计算的实证研究 [J]. 中国经济问题, 2018(4): 76 - 87.
- [7]黄歆怡, 刘方. 人民币国际化与经常账户失衡互动效应研究 [J]. 管理现代化, 2022(2): 39 - 47.
- [8]Bottelier P., Dadush U. The Future of the Ren minbi as an International Currency [EB/OL]. <https://carnegieendowment.org/2011/06/02/future-of-renminbi-as-international-currency-pub-44338>, 2011, (2011-11-15).
- [9]顾磊. 人民币国际化视角下我国国际收支结构特征与政策建议 [J]. 上海金融, 2018(4): 89 - 92.
- [10]余道先, 王云. 人民币国际化进程的影响因素分析: 基于国际收支视角 [J]. 世界经济研究, 2015(3): 3 - 14 + 127.
- [11]万璟, 陶士贵. 国际收支结构与人民币国际化的双向影响研究: 基于 TVP - SV - VAR 模型的时变分析 [J]. 武汉金融, 2020(1): 19 - 27.
- [12]张青龙, 王舒婷. 国际收支结构研究: 基于人民币国际化视角的分析 [J]. 国际金融研究, 2011(5): 36 - 40.
- [13]徐伟呈, 魏宁康. 跨境贸易人民币结算背景下汇率变动对工资的影响: 基于中国省际面板数据的实证研究 [J]. 金融教育研究, 2021(3): 21 - 32.
- [14]Primiceri G. E. Time Varying Structural Vector Autoregressions and Monetary Policy [J]. The Review of Economic Studies, 2005(3): 821 - 852.
- [15]Ito H., Chinn M. D.. East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment, and Financial Development [R]. NBER Working Papers, 2007.
- [16]张明, 刘瑶. 经常账户恶化是否会加大国内资产价格波动?: 基于 G20 数据的作用机制及时变效应研究 [J]. 国际金融研究, 2021(5): 34 - 43.
- [17]李稻葵, 刘霖林. 人民币国际化: 计量研究及政策分析 [J]. 金融研究, 2008(11): 1 - 16.
- [18]闫洪举. 金融时间序列数据预测: 文献回顾与展望 [J]. 金融教育研究, 2021(3): 33 - 41.

Study on the Relationship between RMB Internationalization and Current Account by Using the TVP - VAR Model

LIU Fang

(School of Economics and Management, Yunnan Normal University, Kunming, Yunnan 650500, China)

Abstract: This paper studies the two-way interaction between RMB internationalization and current account by using the time varying parameters vector autoregressive (TVP - VAR) model. The results show that: 1) the improvement of RMB internationalization has a continuous reverse adjustment effect on China's current account surplus, and its intensity weakens overtime, and shows an obvious effect in the current period; 2) the expansion of current account surplus inhibits the rise of RMB internationalization but the inhibition has an obvious time-lag, and that showing a weak current effects, a strong medium-term effects. Further research found that the internationalization of RMB and capital and financial account are mutually reinforcing, even the external impact also doesn't change the relationship.

Key words: Internationalization of RMB; Current account; Capital and financial account; Time varying parameter vector autoregressive model

(责任编辑: 黎芳)