重庆师范大学硕士学位论文

对外直接投资促进人民币国际化

发展研究

硕士研究Th： 谭庆国

指导教师：古广东 教授 学科专业：金融学

所在学院：经济与管理学院

重庆师范大学

二○一六年六月

A Thesis Submitted to Chongqing Normal University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master

**Research on Outward Foreign Direct Investment in the development of the RMB internationalization**

Candidate：Tan Qingguo Supervisor：Gu Guangdong Professor Major：Finance

College：Economics & Management

Chongqing Normal University

June，2016

对外直接投资促进人民币国际化发展研究

# 摘 要

在2013年下半年，国家提出以区域合作发展为理念的“一带一路”战略构想，近期亚投行的兴起，加之国际货币基金组织(IMF)于2015年年末正式宣布将人民币纳入SDR（特别提款权）货币篮子，预示着人民币国际化的步伐提速，同时我国的对外直接投资也将迈向一个新的历程。

自“走出去”战略正式颁布到如今的不断推进与深化发展，我国的OFDI得到迅猛增长。根据2015年国家商务部网站数据显示，我国非金融类OFDI创下1180.2亿美元的历史最高值，同比增长14.7%，其增幅居全球前列，实现中国对外直接投资连续13年增长，年均增幅超过30%。截止到2015年末，中国的OFDI存量首次突破万亿美元大关，在可预见的未来，我国的对外直接投资存量将继续迅猛增长。

近年来，越来越多的学者将研究视角投入到我国的对外直接投资与人民币国际化关系上，二者之间内在关系的话题也屡见于各大新闻媒体。诸多学者认为对外直接投资可以加快人民币在国际市场的流通和结算，可以促进人民币国际化；而人民币国际化的程度加深可以节约我国对外直接投资的成本，降低海外投资风险。二者具有相互促进、相辅相成的内在关系。

本论文将以理论与实证相结合，从协整的角度出发来研究对外直接投资与人民币国际化之间是否具有长期的均衡关系，用Granger（格兰杰）因果关系检验来验证二者是单一关系还是相互关系，并建立向量误差修正模型。实证研究得出人民币国际化与我国对外直接投资之间互为因果关系，他们之间至少具有3个协整关系，同时误差修正也符合负的修正机制。

根据实证研究提出相关建议：人民币国际化的发展模式应当遵循周边化→区域化→国际化循序渐进的发展模式，发展道路选择贸易结算、OFDI形式的资本输出和离岸市场多种方式相结合的发展道路；在促进人民币国际化发展方面提出两点措施，分别是：进一步推进人民币对外直接投资，发挥OFDI对人民币国际化的促进作用和加强人民币离岸市场的建设和对外直接投资相结合促进人民币国际化。

关键词：对外直接投资； 人民币国际化； 协整； VEC

I

**Research on Outward Foreign Direct Investment in the development of the RMB internationalization**

**Abstract**

In the second half of 2013, China proposed the Belt and Road Initiative strategy with the views on the orientation of regional cooperation. Recently, with the Asian Infrastructure Investment Bank(AIIB) arose, and the IMF declaring formally that RMB was added into the SDR currency basket, it indicated that the pace of the RMB internationalization would be accelerated, meanwhile, the foreign direct investment in China would march towards a new phase.

Chinese OFDI has increased extremely rapidly from the" Go globally" strategy been decreed to nowadays propelling and deepening constantly the development. As the data displayed from the national business website in 2015 that the non-financial OFDI has created the highest record level by $118.02 billion, an increase of 14.7%. Its growth was in the forefront of the world and it achieved the 13-year continuous growth towards Chinese foreign direct investment. Its average growth per year was beyond 30%. Up to the end of 2015, the stock of Chinese OFDT firstly broke through 300 million mark. In the predictable future, our stock will keep on increasing rapidly.

In recent years, the increasing scholars have paid more attention to research on the relationship between Chinese foreign direct investment and the RMB internationalization and the topic about their internal relation appeared in the major news media many times. A good deal of scholars thought that the foreign direct investment was able to quicken the speed of the circulation and settlement of the RBM in the international market and to boost the RBM internationalization, what's more, the deepening extent of RMB internationalization was able to save the expense of the foreign direct investment and to reduce the risks of the foreign investment. Both of them had the internal relation with the mutual promotion and complement to each other.

This thesis is combined with the theory and the demonstration from the point of co integration to study whether or not they have a kind of equilibrium relationship between the foreign direct investment and the RMB internationalization, to validate

II

That they are single relationship or correlation by Granger's causality tests and to establish the model of the vector error correlation. The empiricism research conductsthat they are the causation relationship. Both of them at least have three co integration relationships and the error correction also accords with the nagactive correction mechanism.

According to the actual survey, we can put forward some relevant suggestions. To begin with, the developmental pattern of the RMB internationalization should abide by the step-by-step developmental pattern from the peripheral, to the territorialization, the internationalization, and the developmental path also should choose the trade settltement and the capital export of OFDI and offshore markets. In addition, we can put forward two kinds of measures in promoting the development of the RMB internationalization which are to further promote the RMB foreign direct investment to play a positive part in OFDI towards the RMB internationalization, to strengthen the construct of th RMB offset markets, and to promote the RMB internationalization.

**Keywords:** Outward Foreign Direct Investment; RMB internationalization; Cointegration; VEC

III

目 录

[摘 要](#_Toc686655904) 2

**[Abstract](#_Toc686655905)** 2

[1 绪论](#_Toc686655906) 5

[1.1 研究背景与意义](#_Toc686655907) 5

[1.1.1 研究背景](#_Toc686655908) 5

[1.1.2 研究意义](#_Toc686655909) 5

[1.2 文献综述](#_Toc686655910) 5

[1.2.1 国外研究综述](#_Toc686655911) 5

[1.2.2 国内研究综述](#_Toc686655912) 6

[1.2.3 评 述](#_Toc686655913) 6

[1.3 研究的主要内容](#_Toc686655914) 6

[1.4 研究方法与技术路线](#_Toc686655915) 6

[1.4.1 研究方法及重、难点](#_Toc686655916) 6

[1.4.2 技术路线](#_Toc686655917) 7

[1.5 研究的创新与不足](#_Toc686655918) 7

[1.5.1 研究的创新之处](#_Toc686655919) 7

[1.5.2 研究的不足之处](#_Toc686655920) 7

[2 对外直接投资与人民币国际化现状及影响因素分析](#_Toc686655921) 7

[2.1 我国对外直接投资现状](#_Toc686655922) 8

[2.1.1 我国OFDI经历的阶段](#_Toc686655923) 8

[2.2 人民币国际化现状](#_Toc686655924) 8

[2.3 人民币国际化的影响因素](#_Toc686655925) 9

[2.3.1 经济规模](#_Toc686655926) 9

[2.3.2 人民币的币值稳定性](#_Toc686655927) 10

[2.3.3 货币可兑换性](#_Toc686655928) 10

[2.3.4 金融市场是否完善](#_Toc686655929) 10

[2.3.5 利率自由化促进人民币国际化](#_Toc686655930) 10

[2.3.6 汇率变动对人民币国际化的影响](#_Toc686655931) 10

[2.3.7 “一带一路”投资建设将人民币国际化推向新的高度](#_Toc686655932) 10

[2.3.8 特别提款权加速人民币国际化](#_Toc686655933) 11

[3 OFDI促进人民币国际化的理论分析](#_Toc686655934) 11

[3.1 OFDI与人民币国际化之间内在关系的框架分析](#_Toc686655935) 11

[3.2 OFDI对人民币国际化的促进作用](#_Toc686655936) 12

[3.3 人民币国际化对OFDI的有利影响](#_Toc686655937) 12

[4 货币国际化的经验借鉴](#_Toc686655938) 13

[4.1 美元国际化](#_Toc686655939) 13

[4.1.1 发展历程](#_Toc686655940) 13

[4.1.2 美元崛起的启示](#_Toc686655941) 13

[4.2 日元国际化](#_Toc686655942) 13

[4.2.1 发展历程](#_Toc686655943) 13

[4.2.2 日元曲折发展的启示](#_Toc686655944) 14

[5 我国OFDI促进人民币国际化的实证研究](#_Toc686655945) 14

[5.1 变量和数据的引入](#_Toc686655946) 14

[5.2 实证的检验与分析](#_Toc686655947) 14

[5.2.1 时间序列的平稳性](#_Toc686655948) 14

[5.2.2 变量的平稳性检验](#_Toc686655949) 15

[5.2.3 建立VAR模型](#_Toc686655950) 16

[T](#_Toc686655951) [= -1204.92+ 0.96RGI](#_Toc686655951)[t-1](#_Toc686655951) [+ 0.127OFDI](#_Toc686655951)[t-1](#_Toc686655951) [+ 241.82LCPI](#_Toc686655951)[t-1](#_Toc686655951) [- 383.21HL](#_Toc686655951)[t-1](#_Toc686655951)[…(式5.2)](#_Toc686655951) 17

[6 结论与政策建议](#_Toc686655952) 25

[6.1 研究结论](#_Toc686655953) 25

[6.2 人民币国际化对策分析](#_Toc686655954) 25

[6.2.1 进一步推进人民币对外直接投资，发挥OFDI对人民币国际化的促进作用](#_Toc686655955) 25

[6.2.2 加强人民币离岸市场的建设与OFDI相结合促进人民币国际化](#_Toc686655956) 25

[6.2.3 推进汇率制度改革与OFDI相结合促进人民币国际化](#_Toc686655957) 25

[参考文献](#_Toc686655958) 25

[附录 A:作者攻读硕士学位期间发表的论文及科研情况](#_Toc686655959) 27

[附录 B：论文数据](#_Toc686655960) 29

[附录B：论文数据，2013年01月至2015年11月的RGI和OFDI数据](#_Toc686655961) 29

2

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

改革开放以来，中国综合国力迅速提升，国民经济实现了持续的高速增长，其成就举世瞩目。但近年来，中国经济也面临着相当复杂的国际和国内形势，从国际层面看，2001年我国加入WTO以来，对外贸易顺差与外汇储备的逐年增加让欧美国家对我国的汇率制度严加指责，对人民币形成升值压力2008年次贷危机后，世界各主要经济体增长放缓甚至停滞不前，各国不断发起对中国制造的贸易保护战，中国与主要贸易国之间的贸易摩擦不断，主权债务危机也让欧元区经济深陷泥团。一时，作为主要国际货币的美元、欧元面临信心危机。而呼吁国际货币体系改革的声音再一次被世界关注。多年来，人民币的国际地位未能与中国经济的世界影响力相匹配，加之人民币不断的升值趋势，世界也对人民币国际化充满期待；国内来说，近些年我国大力推进工业化和城市化进程，但却面临着资源、能源、环境等多重压力。长期以来，对外贸易、固定资产投资和消费是拉动我国经济增长三架马车，对外贸易受世界经济低迷影响陷入低谷的情况下，消费也因对经济前景的信心不足而乏力，经济增长面临困境时更倚重了固定资产投资对经济的拉动作用，然而国内的过度投资造成产能过剩，在传统投资难以为继的情况下迫切需要企业走出去对外投资，同时也有利于我国产业结构的调整。

自“走出去”战略正式颁布到如今的不断推进与深化发展，中国经济对外开放的范围、层次也逐渐扩大、加深，意味着中国经济在不断的融入全球经济，影响全球经济。因此作为中国通行货币的人民币国际化趋势也开始不断显现。在2013年下半年，我国提出以区域合作发展为理念的“一带一路”战略构想，加之近期亚投行的兴起，我国的对外直接投资将迈向一个新的历程，同时人民币国际化的步伐将得到极大的提升。

### 1.1.2 研究意义

综合各国对外直接投资理论，影响我国企业对外投资的因素很多，主要包括：国内资源禀赋的结构、国内市场规模的大小、对外贸易的规模、政府鼓励对外投资的政策、被投资国资源禀赋条件及市场潜力的大小、被投资国吸引外资的政策、被投资国法律制度的健全、被投资国国内政治风险等。而投资国的货

1

币制度及是否为国际货币也在一定程度上对一国对外直接投资产生深远影响。当前，中国经济的外向型发展已经到了对外直接投资快速增长的阶段，资本输出和直接投资的规模越来越大，在此过程中企业产生了对外投资便利性和汇率风险控制的需求。

近年来，我国加快实施“走出去”战略，企业对外直接投资急剧增长，截止2015年底，我国累计非金融类对外直接投资额首度突破万亿美元，同比增长

14.7%，随着“一带一路”构想的不断推进，我国将会很快成为净对外直接投资国。与此同时，人民币国际化进程也在稳步推进，“企业‘走出去’+人民币资本输出”成为引领人民币国际化深化发展的新主线。

然而，如此庞大的对外直接投资规模大都以美元计价，2006年2月我国外汇储备总额超越日本成为全球外汇储备第一大国，截至目前，我国外汇储备余额仍稳居全球首位，差不多是日本的3倍，但在中国庞大的外汇储备中美元资产占据70%之多，且在美国不断推行其量化宽松政策的形势下面临不断缩水的风险；面对美元币值的不稳，我国涉外资产面临缩水的风险，这就迫切需要建立以人民币结算的对外经济活动机制。基于此，本文将通过一系列的调查、统计和建模，寻求对外投资与人民币国际化之间的数量关系，为我国宏观经济政策制定提供依据，这无疑深化了本课题的现实意义，具有一定的应用价值。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 国外研究综述

系统梳理国外已有的相关文献，有关对外直接投资与货币国际化关系的研究比较零散，研究也相对独立，把二者结合起来进行理论与实证研究的文献相对缺乏。

早期的对外直接投资理论，主要源自对发达国家的研究所得，由此得出了在对外直接投资领域有7个代表性的一些理论，分别是海默的垄断优势理论、巴克利、卡森的内部化理论、维农的国际产品生命周期理论、邓宁的国际生产折衷理论和小岛清的比较优势理论等。

关于货币国际化所需要的条件，马克思指出：“货币一但越出国内流通领域，便失去了在这一领域内获得的价格标准，回到了原本贵金属块形式。”国际货币基金组织(IMF)认为，想要成为国际货币需要具备三个必要特征：自由可兑换性、普遍接受性和相对稳定性。Matsuyama、Kiyotaki and Matsui（1993）发现经济规模巨大的国家的货币更有可能成为国际货币。Mundel（2003）分析了货币信心影响货币国际化的作用，他在文中指出货币信心就是货币的流通规模、管制强

2

度、币值的稳定性、国内货币政策的稳定性和综合国力，最终得出人们对一国货币的信心是该货币能否成为国际货币主要因素的结论。近期的研究侧重实证分析，如Dierk Herzer（2010）通过对1980——2005年间33 个发展中国家对外投资的实证研究，得出对外直接投资逆向溢出效应存在国别差异，对该国货币国际化的影响程度亦不同。Cohen（2012）认为，想要实现国际化的货币，其市场需求面的偏好能否被成功改变非常关键。在货币跨境使用的初期阶段，国际市场上对该货币必须信心满满。Otero-Iglesias（2011）则研究了人民币汇率波动与其国际化之间的关系，其研究结论指出，人民币汇率变动或人民币升（贬）值预期会显著影响人民币国际化进程。Maziadetal（2011）认为，货币国际化后，国际上广泛形成对该货币或以该货币计价的金融资产需求增加的预期，储备货币发行国存在较高的本币升值可能性。Frankel（2012）指出，货币国际化一方面会导致本币升值，另一方面，货币国际化后，会导致市场对本币需求的大幅度波动，从而加剧汇率波动。Joshua Aizenman（2015）概述了资本市场开放和中国金融改革以及近几十年来中国的金融和贸易一体化，肯定了人民币在中国商业领域中对对外直接投资和交易的影响和作用， 说明人民币具有国际化的潜力。只有人民币满足可自由兑换这一条件时，其在一定程度上才能实现国际化。

### 1.2.2 国内研究综述

近年来，由于对外直接投资和人民币国际化进程的不断推进，国内学术界对二者关系的研究也在深入展开，这些研究中不仅有对二者单独展开的研究，而且对二者之间关系的研究也逐渐增多。系统梳理起来，可以归纳为以下三点：

①有关货币国际化影响因素的研究

在国内学者研究方面，国内学者黄海波（2001）经大量研究后，认为一个国家或地区所发行的货币的国际化预期及前景如何取决于该国或该地区经济发展水平及规模、其货币发行机构对该种货币在国际社会上流通的支持力度和随着该国或地区经济开放程度的加深，该种货币对国际社会经典结算货币如美元等的各形式意义上的资本输出的抵抗能力。在研究推进人民币国际化因素上，国内部分学者如周群（2004）、何慧刚（2007）等认为：现阶段人民币已经具备成为国际化货币的基础条件。自改革开放以来，中国经济发展总体上呈现持续、稳定上升趋势，为人民币国际化提供了丰厚的资本积累；人民币币值的相对稳定性为人民币国际化进程的推动提供了一定程度的信用；人民币分别完成经常项目、资本项目的可兑换、部分可兑换为推进其国际化起了巨大促进作用；同时，随着我国新一轮金融改革的推进，制度的不断完善、市场通过优胜劣汰不断趋于成熟并且逐渐提高其对外开放程度；而邻近国家如东南亚、南亚国家对

3

人民币在贸易流通领域大范围的使用，更是大大促进其可兑换性的提高。综上所述，进行人民币国际化进程推进的时机已然成熟，周小川（2005）曾公开表示，中国政府对于在双边贸易中使用人民币进行结算等一系列经济活动进行鼓励，有利于逐步实现并扩大人民币在邻近国家和地区间的流通和使用。李稻葵、刘霖林（2008）在研究影响货币国际化程度时，从各国央行外汇储备中的币种结构、国际贸易结算中的币种结构以及国际债券中的币种结构三个因素来展开，建立计量模型并测度人民币在以上三方面的潜在国际化需。沈小燕（2009）则表示，人民币国际化进程的推进还需要寻找历史时机，在经历过金融危机后日渐复苏的全球经济条件下人民币有望实现新一轮的国际化进程推进。叶华光

（2010）将影响人民币国际化的因素归结为四个方面，即中国出口贸易规模及其世界占比、对外投资规模及其世界占比、金融市场的完善及人民币币值的稳定性。史雪娜（2010）研究了世界上主要国家货币国际化的进程，她认为国内经济强大是货币国际化的主要因素，同时还需要防范外部冲击。孙海霞（2010）用实证分析了人民币国际化的影响因素，其研究结果表明：一个国家的经济规模和经济环境对该国货币国际化具有不可忽视的影响。国内学者将人民币国际化进程的研究分成两种角度：静态角度和动态角度，其中，静态角度是指通过衡量我国经济发展水平、金融资本市场的发展程度来进行人民币国际化的研究。而动态角度则是指国际货币的惯性问题。学者如孙海霞（2011）认为动、静态因素对人民币国家化的作用不太一样，静态因素是对推进人民币国际化进程有影响力的显性因素，而动态因素是对人民币作为国际货币在全世界范围内流通产生影响的显性因素。一个国家的经济规模、货币币值的相对稳定性、其在岸金融市场的完善和资本流通的自由程度及离岸市场发展速度及水平四要素是国内学者研究我国人民币国际化进程推进所关心的主要因素。例如，崔敏（2012）在研究中表明，上述因素是对人民币国际化起主要推动作用的因素，它们之间具有较强的相关性，在研究中，崔敏还表明离岸金融市场的发展对人民币国际化尤其重要。赵然（2012）在研究动态面板模型时发现，一个金融市场的经济性波动比汇率更能对其所在国家及地区的货币国际化产生深远的影响。他坚持认为，当一国或一个经济体发展的实体经济发展到一定程度后，货币国际化进程的推进将不再受到其汇率的波动性影响，而金融市场的发达程度将成为货币国际化最有力的推动力。刘艳靖（2012）从实证的角度探讨货币国际化的内在影响因素，其研究结果表明：如果把一国货币在国际储备中的占比作为货币国际化的评定指标，而经济总量、进出口总量、金融市场也影响该货币在国际储备份额，同时还受通货膨胀率、汇率水平等因素的影响。李美洲（2012）将货币国际化的逐步进程划分成三个阶段，并使用面板数据模型对世界上主要国际

4

货币的国际化历程进行了研究和分析，从研究结果上看，经济规模、贸易进口额、本土所出口产品技术含量及其货币对世界货币的兑换汇率的稳定程度都将影响货币国际化的推进。除此之外，还有其他因素也应纳入研究，如王万元

（2013）在既定的对货币国际化具有重要影响力的因素上增加了两个因素，分别是国际社会主要结算货币的粘滞作用和黄金储备额，并表明国家经济规模、所拥有的黄金储备和金融市场的发展程度与货币国际化是正相关关系，而国际货币惯性作用则与其具有负相关关系，从长期来看，与币值相对稳定性的显著性水平呈正相关关系。丁一兵（2013）通过交换结构矩阵的研究方式，对人民币国际化进行了进一步的拓展性研究，将两国政府双边交易额及两国空间距离加入人民币国际化推进的影响因素中，认为双边交易额是其中最重要的影响因素。邓璐（2014）通过双边出口贸易结构来研究人民币国际化的推进，认为要加快一国货币国际化进程，就要在其国际贸易中占有优先权。苑斯秀（2014）通过研究分析证明了上述推论。丁一兵、付林（2014）研究发现一国的金融环境和货币发行国离岸、在岸金融市场发展水平对该国货币国际化的进程产生重要影响。除开上述几种因素，丁剑平、楚国乐（2014）一国货币国际化的推进也受到网络外部性的较大影响，呈现非线性特点。

②有关对外投资与人民币国际化关系的研究。

姚枝仲（2012）认为对外投资会加速促进人民币国际化的进程，英镑、美元、马克和日元这几个国家货币国际化都经历过对外净投资过程，可以看出保持对外净投资是货币国际化的一个极其重要条件；王路、刘红超（2011）认为对外直接投资可以有效扩大人民币跨境流通，我国对外投资规模的扩大为人民币国际化的实现提供了实体经济网络支撑，并且我国对外投资的区位选择主要以周边国家为主，同时这些周边国家或地区也是我国对外贸易的主要对象，有助于以投资带动贸易共同推进人民币的国际化。张敬之（2015）构建自回归模

ARMA 、VAR 、和VEC等模型，以及脉冲响应分析和方差分解，得出OFDI

对各货币国际化变量的脉冲效应有显著的正向影响。

③有关人民币国际化路径的研究。

曲金丽（2013）指出，人民币国际化进程中仍面临十分艰巨的问题，美元国际霸主地位目前难以撼动、我国金融市场体系尚不完善等一系列问题。值得庆幸的是我国经济实力的增长为人民币国际化提供了坚实的基础，跨境贸易的发展加快了人民币“走出去”的步伐，因此，我国应当顺势进一步加大资本账户的开放度来加速人民币国际化的进程。此外，还需推动对外贸易企业以及境外企业以人民币结算。王慧、赵亚平（2013）分析了“贸易结算+离岸市场”人民币国际化路径的局限性以及带来的问题，结合当前中国经济发展现状以及特

5

定的历史阶段，提出建议中国采用“跨国公司+国内金融改革”的路径，通过跨国公司的发展提升中国在国际分工体系中的地位，通过国内金融改革提高市场交易效率，推动人民币国际化。

### 1.2.3 评 述

一国对外直接投资的发展与该国货币国际化的进程之间有着密切的联系。考察英国、美国和日本的相关历程可以发现，英镑、美元和日元的国际化都经历了其货币发行国从工业强国发展到出口大国再到投资强国的三个阶段；货币国际化的本质是一国经济的国际化，需要以其强大的经济实力、巨大的外向型经济规模、开放的金融市场与稳定的货币币值作为重要支撑；对外直接投资作为国家外向型经济的重要影响因素，既要受到本国货币国际化程度的影响，又反过来对本币国际化的进程产生制约。

从美元和美国对外直接投资的发展历程来看，可以发现二者之间是相互促进的，这对我国展人民币国际化和人民币对外直接投资有非常重要的借鉴意义。近年来，我国对外直接投资发展迅速，但是相对于进出口贸易规模和国民经济生产总值来说，我国对外直接投资仍处于起步阶段，而且在中国对外直接投资中，以人民币进行直接投资的比重太小，这与我国的现阶段的经济地位以及世界影响力极不相称。虽然近年来人民币国际化进程的步伐有所加快，且中国人民银行颁布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，但是企业采用人民币进行直接投资的意愿仍旧不高，形势不容乐观。这就迫切需要研究者们将更多的研究视角投入到对外直接投资与人民币国际化这一论题中来。

就已有的研究而言，国外就对外直接投资与货币国际化在理论和实证方面都展开了研究，且取得了不少成果，尤其是近期的实证研究，角度多样，涉及面更加宽广，但这些研究大多是以发达国家为样本进行的研究，就发展中国家尤其是对中国开展的研究还很少，尤其是理论方面就二者的互相机制展开的研究欠缺，这也为本研究的创新提供了空间；就国内而言，学术界关于人民币国际化的研究很多，关于人民币对外直接投资的研究也很多，大量研究还是就对外直接投资或人民币国际化单独展开的研究，而把二者结合起来进行理论与实证研究，尤其是构建机理模型，采用大样本数据的研究则相对欠缺，这也是本论文需要突破的难点所在。

## 1.3 研究的主要内容

本论文在系统梳理有关对外直接投资与人民币国际化的相关文献的基础上，采用理论分析与实证分析相结合的方法，就对外直接投资与人民币国际化

6

互动机制这一论题展开研究。

在具体研究上，本论文将构建一个对外直接投资与人民币国际化互动机制的总体框架，而这也是其后进行经验检验与实证分析的理论机制框架。本论文的总体框架由理论研究、实证分析和政策建议三部分构成，具体包括如下内容：

理论研究：在系统梳理对外直接投资和人民币国际化有关文献的基础上，探寻对外直接投资与人民币国际化二者之间的互动机制。具体而言，分现状分析、先行国家本币（如美元、日元等）国际化的经验分析，特别要梳理出影响本币国际化的所有指标体系，为其后进一步的实证研究打下基础。

实证分析：在构建对外直接投资与人民币国际化互动机制的基础上，对这一理论做实证检验。先选取变量和构建计量模型，然后收集数据，做相关计量分析，完成实证检验。

政策建议：在实证检验结论的基础上，进一步分析，探寻人民币国际化的相关路径，提出相关对策建议。

## 1.4 研究方法与技术路线

### 1.4.1 研究方法及重、难点

本论文所主要采用的研究方法为理论分析与实证分析相结合的方法、计量经济学的协整分析方法以及比较研究和经验分析方法。首先是构建理论模型，然后收集相关数据进行计量经济学检验。构建模型方面，在借鉴已有成熟模型的基础上，对模型进行适当修改，并加入相关的变量并使之符合检验的需要。本论文的重点为先行国家的经验分析和中国企业对外直接投资对人民币国

际化互动机制的实证分析。课题将对世界主要国家，如美国、日本等国家企业对外直接投资与母国本币国际化的互动机制进行经验与实证检验，借助典型案例（如美元国际化等），运用已有数据，构建相关计量经济学模型，通过计算得出结论，为人民币国际化提供有益的借鉴。

本论文的难点在于对外直接投资与人民币国际化互动机制的深入探析与构建，另外，在数据收集和计量经济模型变量指标的选取等方面，都存在一定程度的难度。

### 1.4.2 技术路线

本课题在广泛收集数据的基础上，对中国企业对外直接投资与人民币国际化内在逻辑关系进行深入研究，探索人民币国际化相关路径，并得出相关结论，以期达到为政府相关职能部门提供参考的目标。

7

从思路来看，本论文将沿着“构建分析框架——理论与实证分析——对策研究”的逻辑线索展开。从对外直接投资与人民币国际化相关问题展开研究，在系统梳理有关文献的基础上，构建对外直接投资与人民币国际化互动机制框架。在此基础上，以美元、日元国际化的先行经验为依据，结合中国对外直接投资的实践来研究对外直接投资与人民币国际化之间的互动关系，并采用大样本数据对理论加以实证检验，从而得出一般性的结论，并提出相应的对策建议，做到实证与规范研究的有机统一。其技术路线图如图1.1所示。

## 1.5 研究的创新与不足

### 1.5.1 研究的创新之处

鉴于国内外研究现状，本论文创新之处在于：

（1）本论文将结合对外直接投资与人民币国际化之间的关系展开研究。通过链条模型，将构建一个完整的对外直接投资与人民币国际化互动机制的传导框架，并就其微观机制进行了深入探讨，该框架也是其后进行经验检验与实证分析的理论基础。

（2）采用通行的计量分析方法进行实证研究，通过协整分析得出相关结论；同时，采用最新的数据就对外直接投资与人民币国际化的互动机制进行实证检验，模型检验的预期结果对制定相应的政策会提供有价值的参考。

结合对外直接投资人民币国际化之间的关系展开研究。采用比较前沿的计量分析方法建立VAR模型进行实证研究，检验平稳性、协整分析、Granger因果检验、以及建立向量误差修正模型。

被解释变量：本文拟将衡量人民币国际化程度指标的RGI作为被解释变量，渣打人民币环球指数（RGI）衡量人民币国际化程度上采用，用RGI表示，DRGI为RGI的一阶差分变形。

解释变量：本文拟将OFDI作为我国对外直接投资指标，计DOFDI为OFDI的一阶差分变形；用CPI衡量人民币国内稳定性；用汇率衡量人民币对外稳定性，记为HL。构建VAR计量经济模型。

### 1.5.2 研究的不足之处

存在问题：本论文存在的问题在于对外直接投资与人民币国际化互动机制的深入探析与模型构建，另外，在数据收集和计量经济模型变量指标的选取等方面，都存在一定程度的难度。

拟解决的措施：在模型构建方面借鉴已有参考文献模型的基础上做适当修

8

改，选取OFDI这一被解释变量和RGI这一被解释变量；在数据的搜集方面请教身边的老师和同学。

绪论

美元成功案例

理论研究

日元失败案例

OFDI 促进人民币国

际化的理论分析

变量的选取和

实证研究

数据的收集

建立计量经济

模型和检验

对策

研究

1、人民币国际化动因及影响因素

2、OFDI 现状及影响因素

3、本币国际化的路径模式

现状及影响因素

先行国家经验及借鉴作用

我国OFDI 促进人民币国际化的实证研究

人民币国际化路径选择及对策分析

图1.1 技术路线图

9

# 2 对外直接投资与人民币国际化现状及影响因素分析

## 2.1 我国对外直接投资现状

随着中国国有企业近年掀起的对港澳台地区及国外企业的“收购热”和“并购热”，对外直接投资（下文简称OFDI）逐渐为大多数人所熟知。所谓OFDI是国内投资者通过以现金为主的多种方式在港澳台地区及境外进行投资、购买、设立企业，并由此掌控企业经营管理权的一种经济活动。积极发展OFDI有助于扩大中国产品的需求市场。由于一个公司只在本国会限制自己的发展，也就是说，其成长到一定阶段之后便会受到本国市场环境限制，市场份额达到顶峰。为了扩大企业以及扩大市场，企业就会考虑去国外发展，许多发展中国家因受到发展力水平的限制，比如非洲、东南亚等国家都会有很大的招商引资需求，因此为跨国企业提供了巨大的潜在市场。由于各个国家之间的劳动力和土地成本有很大的不同，通过跨国公司嫁接资源，使用低廉的原材料、人力资源等极大程度上降低了公司生产成本。

中国对外直接投资起始于1978年的改革开放，对外投资流量总体呈上升趋

势，1985年对外直接投资6.3亿美元，而2010年达到668.1亿美元。在2014

年更是高达1223.1亿美元。2010年中国对129各国家和地区的3125家海外企

业进行直接投资，累计对外投资668.1亿美元，而在2015年，前十个月，中国

对外累计投资153个国家及地区的5553家境外企业直接投资，累计实现952.1亿美元投资。从投资区域结构看，中国对外直接投资分布区域更趋广泛合理。由最初的临边国家投资区域再到跨地区、跨文化的方向发展。中国的投资主要集中在亚洲，尤其是东南亚和西亚许多国家和拉丁美洲等发展中国家，中国近年来开始逐步增加对非洲的投资。就2014-2015年中国对外直接投资的金额来看，对外投资持续两位数的高速增长，以人民币的OFDI与FDI首次持平。据商务部和国家外汇局统计，我国在2014年对外直接投资1160亿美元，同比增长15.5%。这一份数据是剔除港澳台三地的投资数据，如果加上港澳台，2014年中国对外直接投资超过1400亿美元。而中国利用外资产约为1200亿美元，

说明中国在2014年已经成为资本的净输出国。

### 2.1.1 我国OFDI经历的阶段

①按时间阶对外直接发展经历了三个阶段：

第一阶段（1948-1991）：人民币对外直接投资起步于改革开放时期，当时的中国人均GDP仅有400美元。在那时，中国的企业普遍比较小，资金匮乏，

10

对外投资力度很弱，很多企业对中国投资，所以在这一阶段，主要是政府对外直接投资。

第二阶段（1992-2004）：当时的中国企业综合实力也处于较弱的发展阶段，虽然对外投资在这一阶段得到了很大的发展，但是对外投资发展增长并不稳定，以至于人民币对外投资处于大起大落阶段。

第三阶段（2005年至今）：中国人均GDP大幅上涨。这一时期，中国的企业综合实力增强，中国经济大幅度提升，对外投资开始处于稳定增长的阶段。

②OFDI按事件发展顺序则可以分为五个阶段：

第一阶段，投资尝试性阶段。这一阶段是从1979年8月起到1985年。是由国务院提出“要出国办企业”发展而来。在当时，我国对于企业的对外直接投资把控很严，很少有企业可以做到对外直接投资，而且，由于当时中国企业普遍规模较小，投资力度不大，也缺乏国对外投资经验，所以这一阶段主要是政府对外投资。

第二阶段：起步阶段。在投资尝试性阶段由于中国企业自身的原因，导致很多亏损，企业的竞争力并没有实质性的提高，所以在这一阶段之后，中国政府开始出台了相关的对外直接投资政策，并加大了政策支持力度，中国对外直接投资开始进入起步阶段（1986-1992），在这一时期，中国的跨国企业开始形成了基本的经营管理框架，中国对外直接投资开始走向正轨，进入稳定发展的阶段。在1985年到1992年的这几年时间里，中国对外直接投资增加了6.1倍，

在1985年的时候，对外直接投资达到1.97亿美元，而在1992年增加到了13.95亿美元。在这几年的高速稳定增长证明了我国的对外直接投资已经开始走上了正规，并且稳步发展前进。

第三阶段：逐步发展阶段。在这一阶段（1992-1998），我国的对外投资增长规模逐步扩大，规范化和制度化开始显现，不仅推动了对外直接投资的发展，同时也加强了对外直接投资的管理工作。据资料显示，19898年我国非贸易类境外公司以多达2396个，投资地区以遍及全球，多达一百多个。在这一期间，体制的完善增加了中国对外直接投资的规模。

第四阶段：快速发展阶段（1998-2002），在这一阶段，我国领导人多次强调“走出去”战略，将引进来和走出去密切结合，使得中国许多企业对外投资达到了一个高速发展的阶段。

第五阶段：可持续发展阶段。从开始的零到现在的大规模投资，不仅在数量上增加，在种类和国家及地区都在逐步增多，而且我国的企业综合实力也在逐渐增强。

11

## 2.2 人民币国际化现状

人民币国际化是中国经济持续发展的重要因素，也是维持其“稳中求进”的长期战略。中国从依靠廉价劳动力和人口红利建立起来的“世界工厂”到“一带一路”的提出与实施，“亚投行”的建立都说明了国际社会对中国经济的认可，更进一步说，这是一定程度上全球经济对人民币价值的认可，即人民币作为各类交易结算货币、金融资产或工具在国际上拥有被使用的信用和资格，这正是人民币国际化的主要表现。

人民币国际化对中国进行对外投资风险有一定抑制与转移的作用。虽然布雷顿深林体系的崩溃打破了美元对外汇储备的垄断地位，日元、欧元等货币的崛起对美元产生了冲击，但就目前世界经济总体趋势而言，美元依旧是国际社会公认的最主要的结算货币。又因为牙买加体系所确定的浮动汇率制提高了美元币值的风险不确定性和不可预测性，同时美国当局为降低自身风险，将美元币值风险随美元的广泛使用向世界范围内转移与扩散，造成世界性经济波动。而中国作为美国债券持有量最大的国家，经济发展受到的冲击和影响更大。因此，人民币国际化的推进让中国在投资上，尤其是在对外直接投资方面避免了一部分冲击，并在一定程度上让中国对外投资所承受的风险具有可控性和可预测性，从而在很大程度上减少中国在面临由美元引起的全球性经济波动所造成的损失。然而目前我国人民币国际化在很大程度上是“被动”的，即人民币被国际社会熟知、使用是由于对外开放经济发展策略所带来的附加影响，而不是由人民币国际化而带来的进一步对外经济开放的“主动”的发展。根据对多方调查与研究，本文将促进人民币国际化的因素概括为三种：中国经济发展规模

（尤其是对外贸易规模）、人民币币值的稳定性及人民币的兑换成本。就经济发展规模来说，自2005年起中国经济发展趋势由高速经济增长向稳速经济增长转

变。根据国家统计局数据显示，GDP总量由2005年的185895.76亿元，同比增

长11.35%到2014年年末的636138.73亿元。近十年中国的经济总量增加，以

及对外贸易的经济规模逐年扩大，并在2011年超越日本成为除美国外的世界上经济规模最大的国家。其中，中国对外贸易规模随经济增长而逐年增加，截止

2012年，中国出口总值同比增长7.93个百分点，实际利用外资额达到11329400万美元，达到历史最高。尽管中国正在努力产业结构调整，提高自身在国际经济分工中的地位，然而中国大部分产业尤其是加工制造业在国际分工中仍处于较低水平，这将对中国未来提升国际地位产生一定阻碍，并在一定程度上对中国推动人民币国际化的进程产生不利影响。人民币的货币币值的稳定性主要表现在两个方面：国内通货膨胀率的波动性及人民币比美元的汇率走势。从2005

到2014年人民币分别比欧元、美元、港元及日元汇率走势图中可以清晰看到人

12

民币在近十年间与各大国际结算货币的汇率大体上保持稳定，说明人民币外在价值在国际范围内具有稳定性。又由2005年到2014年国内CPI指数来看，城乡居民消费价格指数与总体居民消费价格指数走势和差距不大，但是三条指数走势的波动都较大，尤其是2009年世界性金融危机的爆发对中国居民的消费产

生巨大影响，尽管在2012年到2014年指数波动呈现缩小趋势，但由此所反映的通货膨胀率波动令人担忧，人民币作为通用货币的内在价值的稳定性还有所欠缺。如果中国想长期推动人民币国际化进程，则需要加强宏观调控和对国内市场的监控，稳定国内市场，让通货膨胀率维持在一个较小的稳值，人民币才能持续被国际社会看好。对于国际投资者与消费者来说，货币的兑换成本很大程度上决定了他们对结算及投资货币的选择。中国要长期推进人民币国际化则需要思考一个问题：人民币具有哪些已有或潜在优势，能让这些国际投资者与消费者放弃其正在使用、投资的国际货币，并心甘情愿承担转换成人民币时所需要的转换成本。本文认为，消费者与投资者所愿意承担的人民币兑换成本多少源自于人民币所具有或未来将具有的内在价值。

人民币互换规模扩大。截至到2015年末，我国已与超过30个国家或地区签订了货币互换协议，其互换规模早已突破三万亿元人民币。人民币互换规模的扩大不仅有助于加快RMB境外流通，同时加强了RMB的稳定性。2003年香港金融管理局在香港开展人民币业务标志着人民币离岸业务的正式提速，在经历了十年发展，到2015年我国相继在伦敦、巴黎、首尔等多地建立人民币清算银行。自此，我国人民币离岸市场初步成形。

人民币跨境使用活跃度提升。中国银行跨境人民币指数CRI是衡量人民币境外交易流通活跃程度的指标。

表2.1 跨境人民币活跃指数（CRI）的部分数据

| 时间 | 跨境人民币指数（CRI） | 时间 | 跨境人民币指数（CRI） |
| --- | --- | --- | --- |
| 2011.04 | 100 | 2012.04 | 146 |
| 2012.01 | 115 | 2012.05 | 189 |
| 2012.02 | 132 | 2012.06 | 186 |
| 2012.03 | 144 | 2012.07 | 190 |

注：数据来源于中国银行

从上表2.1和走势图来看，人民币境外交易流通的活跃度是逐步上升的，这也符合当前我国建立境外人民币离岸市场的政策导向。

13

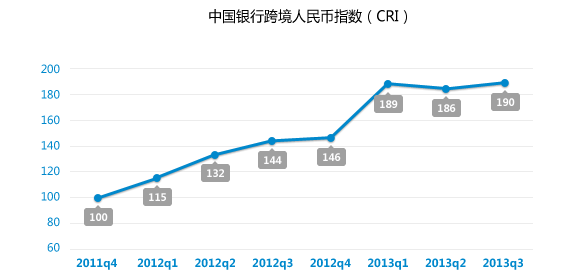


图2.1 CRI走势图

## 2.3 人民币国际化的影响因素

人民币要实现国际化将要满足的不仅仅是世界性规模经济、长期币值稳定性、货币可兑换性、较为完善的金融市场体系等“硬件”条件指标，还要考虑一些“软”条件，如人民币的内在货币价值。

### 2.3.1 经济规模

经济规模上，中国在2011年超越日本成为世界第二大经济体，在2014年对世界经济贡献率达到27.8%。在对外贸易方面，中国银行报告显示，2013年前11个月跨境贸易人民币结算业务累计发生额超过4万亿元人民币，远远超越

了2012年，并有持续快速增长的趋势。根据美国商务部公布的数据显示，中国

因中美贸易额在1到9月达到4416亿美元而成为美国最大贸易伙伴。就目前各类数据所显示的中国经济规模及其对外贸易规模来看，中国已基本达到世界性规模经济，在生产、流通等环节基本上可以满足人民币作为国际性货币的要求。但从美元、日元等已有国际货币的使用和流通状况来看，目前人民币国际化还处于起步阶段，存在许多不足之处须待改进。从贸易主体上看，中国的国际贸易大多集中在国家之间的大型贸易和国有大企业对外跨国公司或者境外国有企业的贸易，中小型企业对国际贸易的参与度十分有限，这对人民币作为国际货币结算工具在国际贸易使用的横向范围受到限制；从贸易类型看，中国大多数国际贸易是以第一、二产业为主的大宗商品贸易，在高新技术行业、服务类型行业涉及国际贸易数量较少，而且规模也普遍较小，故而人民币在国际贸易中使用的纵向范围也受到限制。所以，现在人民币国际化所面临的一个重要难题

14

就是人民币虽作为中国与别国国际性贸易的使用及结算货币，但其所涉及的国际贸易的深度和广度都不能满足人民币发展成为国际货币的长期需求。进一步来说，就是现阶段中国经济市场对外开放程度无论从深度还是广度的层面上来说都还不太符合人民币国际化未来的发展需求。毕竟一种货币的国际化首先要有一个经济对外开放程度较高的、自由的本国市场为基础。

### 2.3.2 人民币的币值稳定性

就人民币币值稳定性上，人民币币值保持长期稳定则需要在保证国内经济长期平稳发展的基础上，同时合理预期各大主要世界货币如美元、日元、欧元等的经济发展前景，避免出现较大的货币政策与现实情况分化的现象。从内部经济发展来看，中国政府需要降低和稳定国内经济的通货膨胀率，减少和避免人民币在短期内出现较严重的高估和低估现象。同时中国政府还要完善当前货币政策，尤其是汇率制度，使之能更为灵活的应对超出政府当前预测的汇率波动值、市场反应等问题。而从外部国际市场来看，人民币汇率的稳定性还有赖于目前汇率的均衡水平，尤其是如美元、日元、欧元等货币波动幅度是否比中国政府所预测更为剧烈，美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行的未来货币政策的决定及世界经济市场对其政策的反应。根据摩根大通专业分析师预测，美元兑人民币约为6.40的状态将维持一段时间，美联储可能会加息而欧洲央行则将进一步推出宽松的货币政策，但就全球总体的汇率政策来看，短期内不会出现明显变化。而IMF董事会会议正式批准人民币与2016年10月1日纳入

SDR篮子的举措将有助于进一步维持人民币国际层面的币值稳定性，并有助于加速人民币国际化进程。

### 2.3.3 货币可兑换性

货币兑换性则主要考虑货币的兑换成本。而目前货币主要兑换成本来自于外汇兑换手续费。目前可进行直接兑换的货币主要有美元、英镑、欧元等世界货币，也就是说要持有、使用或者消费人民币则需要第三方世界货币按照当前汇率及进行兑换的金融机构各类货币兑换收费标准来进行兑换。那么在推广人民币国际化时就需要考虑：如何让国际消费者、投资者愿意放弃原来所使用的货币的外部效益并愿意支付人民币的兑换成本的情况下使用、持有人民币？这就涉及到人民币的货币内在价值。货币内在价值是一个较为笼统、偏向于主观的概念，简单来说，它表明国际社会中投资方对该货币的看好程度，包括货币流通性、发行国未来经济发展潜力、国际地位和国际影响力的变化甚至于货币发行国与使用国的关系密切程度等。随着中国几年经济总量的快速增长，国力

15

的迅速提升使中国在对全球经济发展贡献率上及对世界经济的影响力上都有了较大的提升，故而从发展潜力的层面上看，中国经济目前为国际社会所看好。同时中国也积极地参与国际经济活动，从加入世界贸易组织、出席亚太经济论坛、到人民币加入SDR新篮子，并且截至2015年，中国已经与19个国家和地区签定双边贸易协定，23个国家和地区签定货币互换协议，其总规模超过2.5万亿元。这些经济活动都让中国经济的对外开放及与世界各国经济合作程度加深，为人民币在全球范围内进一步流通打下坚实的基础，为人民币国际化搭建了多元化的流通渠道，逐步提高其使用、兑换的便利性。

### 2.3.4 金融市场是否完善

人民币推进国际化还需要解决的一个问题就是中国金融市场的完善。目前，中国金融市场在规模上日趋扩大，市场参与度日渐提高，参与的主体不断增加并基本形成较为明确的金融市场体系。然而就目前中国金融市场发展情况来看，中国金融市场体系是通过银行业等基本存贷款业务为主的基础性金融机构来实现的。就金融市场各行业发展的角度来看，中国的金融市场发展并不平衡，银行业在市场中过于饱和，而证券业、保险业及其他金融活动虽然在近十年得到较好的发展，但发展动力远不如银行业。在银行业中又以国有银行在整个市场上具有明显的垄断优势地位，中小型民营、私营银行在政府政策的扶持下虽形成一定发展规模，但由于受到国有银行的垄断压制，发展前景、潜力都受到了较大的限制。截至2014年，人民币贷款融资规模占社会融资规模达到61.22%，远超于其他融资方式，社会融资方式虽然呈现多元化发展趋势，发展模式十分不平衡。同时，中国经济体制的历史问题等原因所造成的金融体系制度的扭曲，如商业银行及国内投资者在投融资上存在偏好倾向——优先或者只考虑国有银行作为投融资的对象。在金融产品风险管理方面则出现过度回避风险的倾向，商业银行则主要以股东收益和短期收益作为银行的主要盈利目标。为弥补上述金融体系的缺陷，中国金融体系将由银行业主导体系过渡为市场主导体系，实现金融体系内各行业均衡发展，不断健全和完善金融体系微观结构、法制建设、程序监管，继续推进金融产品的开发与创新，改进交易机制等。尤其是实现人民币国际化后，中国将要面临大笔资金离岸管理和操作及其风险承担与管理，因此建立一个结构完善、机制健全的离岸金融中心，为人民币回流以及各国货币自由流通搭建起新型平台具有长期发展意义。而这些理论与措施的实现都迫切需要中国金融体系加速改进发展结构，完善离岸经济、金融风险管理体系。

16

### 2.3.5 利率自由化促进人民币国际化

近年来，金融监管当局取消对金融机构设置利率限制的呼声越来越高涨，更多人意识到让利率水平由市场的资金供求关系来决定，才能使市场更加稳健的运行。利率自由化的初期，必然会导致利率上升，造成企业偿还债务的能力下降，从而影响到银行。更为严重的可能会爆发金融危机，所有我们有庇佑在利率自由化的过程中加强防范意识和研究。

2015年10月24日中国央行宣布利率再一次下调0.25个百分点，这是今年央行的第五次降息，第三次双降，伴随着央行在此次“降息”的同时，还开放了存款利率浮动上限。不过据央行知情人士透漏，这么做的目的并不是意味着央行不在对利率进行控制，而是为了更好的推进利率改革。此次降息，标志着中国利率市场化达到了一个新的阶段，基本完成了利率市场化。而央行此次

“双降”有两大利好，其中一个方面是利率市场化是为了加入SDR的最后冲刺，而据世贸组织有关人员说，人民币在年底前有望加入SDR，成为第五大国际货币。另一方面，“双降”并不意味者央行不再对干预利率市场，对利率进行管制，也不意味着利率的市场化基本完成，而是体现了经济的稳定增长、抗通缩的决心。

利率市场化的程度对一国货币国际化具有非常重要的作用，货币国际化的最重要条件是完善国家的金融市场，而关键和基础是利率市场化。没有利率市场化，金融市场的发展将严重滞后，一方面会导致各金融市场之间的资金价格割裂，降低资金流动性，不利于国际社会对人民币的接受意愿的提高。另一方面，商业银行对资金的调配和定价不能体现收益与风险匹配的原则，在一定程度上抑制了货币国际化进程。同时，利率市场化程度在跨国货币的规模和方向上产生一定影响，能够有效降低套利机会和预期，有利于国际化的稳健推动。

利率市场化之后，肯定会面临一系列的问题，在短期内一般会造成利率上升，致使贷款利率同步上升，甚至出现剧烈变动情况，但是在经过多次反复的市场博弈之后，利率就会逐渐下降，逐步回归到与市场需求相符合为止。在人民币还没有完全对外开放和自由兑换的情况下不会让更多的热钱流入境内。短期看，可以进一步刺激跨境人民币的需求，加速推动人民币国际化。因此，跨境人民币业务增多，投资需求就会上升。从长期来看，人民币在境外存量的增加，使得利率水平会下降，将会促进人民币项目贷款的发放，带动境外使用人民币的业务数量，同时将进一步增强人民币的跨进业务结算能力。

### 2.3.6 汇率变动对人民币国际化的影响

随着我国OFDI的不断增长，我国现行的汇率制度不能够满足当前对外直

17

接投资的形势需要，这就倒闭汇率制度改革，实现以市场为导向的汇率机制来使汇率更加稳定。梳理相关文献得知：在施行自由浮动汇率制度的经济体中，汇率水平的升值（水平变动）可以促进OFDI的增加，反之则抑制；汇率越稳定（波动）亦可促进OFDI。相对成本理论认为：本国货币升值无疑会提升本币的购买力，从而在资本和劳动力上降低了投资母国企业在投资东道国进行的投资活动的成本，有利于本国的OFDI。相对财富理论从融资的角度出发，如果投资母国的货币相对升值，那么就会增加东道国货币计价资产的市场净值，该公司的融资能力增强，也就拥有更多的资金进行对外投资。自多次汇改以来，人民币逐渐在形成可持续的市场化汇率机制，根据相对成本理论和相对财富理论，我国人民币的升值将使得我国企业在东道国拥有更低的成本，拥有更强的融资能力，从而扩大我国OFDI的规模。

无抛补的利率平价原理认为国内外利率差额影响汇率波动预期，因此汇率波动将传导至利率冲击，引起国际投机资本的加剧流动，带来通货膨胀，给币值稳定性带来冲击。人民币汇率波动波幅过大会带来人民币对外价值的不稳定，从而影响人民币作为价值尺度、价值储藏工具和国际储备货币的预期。人民币适度升值会带来通货膨胀预期的降低，有利于维持人民币对内价值稳定。同时，人民币升值不利于我国出口贸易，可以有效减少贸易顺差来缓解央行积累外汇储备和投放基础货币的压力，在一定程度上有利于人民币价值的稳定，提升国际上对人民币的信心，促进人民币国际化。

我国 OFDI 规模的增大

汇率适度升值

提升 人民币国际化程度

汇率稳定，波动较小

图2.2 我国OFDI、汇率和人民币国际化传导机制图

综上所述，我国的OFDI通过汇率的传导能够促进人民币国际化，因此，进一步分析我国OFDI与人民币国际化二者之间的内在关系显得非常重要。

### 2.3.7 “一带一路”投资建设将人民币国际化推向新的高度

“一带一路”指的是海上丝绸之路经济带和丝绸之路经济带的简称，旨在打造区域经济发展的新格局，是促进共同发作，合作双赢的新道路。“一带一路”

18

是我国扩大对外开放以及深化改革的重要战略和途径。资金融通在“一带一路”建设中发挥核心作用，逐渐国际化的人民币在基础建设、贸易往来、加强区域经济合作等方面也将起到关键作用，人民币国际化与“一带一路”必然会相互促进，息息相关。“一带一路”是推动人民币国际化的重要力量，实现沿途国家在金融创新等众多领域的共同发展，这有助于人民币在境外的结算和流通，同样对于刚刚起步的人民币国际化进程来说也将会迎来一个发展良机，而人民币国际化又可以加强“一带一路”中一路沿线各国的货币资金融通。建立一个人民币的区域，对于维护区域金融稳定，以及为沿线国家提供新的金融管理机制做出贡献，推动人民币国际化与“一带一路”主要体现在三个方面：

①“一带一路”能够更多的让人民币在对外贸易中结算，这是扩大沿线国家进行大宗商品贸易使用人民币结算的一个重要途径。“一带一路”沿线有全球

63%和全球29%的经济总量。这些国家和中国的双边贸易也是占中国外贸总出口的四分之一，超过了一万亿美元。如果沿线国家使用人民币进行大宗商品贸易的结算，尤其是在食品，能源和农业原材料和金属等方面，对双边贸易和经济增长都将产生重要的推动作用。如果在这些沿线国家对中国的出口中，有一半对中国大宗贸易商品出口中能用人民币结算的话，那么全球贸易中人民币结算将会大幅度上升，达到7.05%，这无疑会快速推进人民币国际化的进程，让人民币国际化更近了一步。为此中国目前要做好两项工作，第一是在“一带一路”沿线国家加强货币支付系统的建设，第二是发展大宗市场的人民币期货市场。

②人民币有希望成为在亚洲基础建设上的关键货币，中国拥有很高的基础建设水平，以及很高的储蓄率，这就能够有条件的成为了亚洲未来十年的基础设施建设的组织者和资金供应方，提高亚洲基础设施建设中人民币的参与度，成为亚洲基础资金建设的主要来源，中国政府首发倡议并主导推动成立的“亚投行”为亚洲国家的基础建设提供了融资保证，鉴于中国在亚洲的影响力，中国政府在“亚投行”的各个环节都具有很高的发言权，这将给人民币在亚洲区域内的流通带来极大的便利，在一定程度上可以助推人民币国际化。此外，还需增加对外直接投资中人民币产品种类，逐渐增加金融机构使用人民币的比例。

③将人民币看作是“一带一路”产业园中的一个重要支撑点。中国目前是全球第三大对外投资国，如果中国能在沿线经济道路建设一个特色产业园区，那么中国对外投资的比例将会从13%上升到30%。这样不仅可以帮助沿线国家解决资金问题，还推动中国与各个东道主国家之间的合作。中资企业必然会进入产业园，以满足园区早期的建设和运营，并且伴随着开发相应的人民币金融产品，提高人民币跨境使用率。伴随着园区的快速发展，金融机构顺势建立人

19

民币离岸市场，从而形成全球范围人民币交易网络。根据今年第一季度的显示，人民币结算业务同比增长接近五成。意味着跨境使用人民币的范围也在增加，

“一带一路”成为推动人民币国际化的重要力量。自21世纪以来，随着中国经济实力的增强和人民币国际地位的日益增长，人民币表现出了向世界许多国家和地区流动的趋势。据了解，早在上世纪九十年代，中国就在与东南亚等许多邻国的贸易中使用人民币，其中还包括与俄罗斯、朝鲜、吉尔吉斯坦等国家签署人民币结算的协议。近年来，人民币也逐渐在很多的发达国家使用，尤其是随着中国有游客的数量的上升，欧洲和美国等一些国家机场、饭店等地方开展了相关的人民币兑换业务。2014年，中国同金砖五国共同成立了金砖发展银行，同年10月，又倡导发起亚洲基础设施投资银行，宣布成立首期规模100亿美元的丝路资金，由此观止，周边国家和地区逐渐开始认同并接受人民币，然后，伴随着“一带一路”的进一步推进，人民币跨境结算业务的规模将得以不断增长。

### 2.3.8 特别提款权加速人民币国际化

特别提款权（Special Drawing Right, 简称SDR）亦称“纸黄金”，是国际货币基金组织(IMF)所创立设计的一种特有的货币型储备资产和新型记账单位。广泛意义上来说，SDR是IMF下设的一种国际储备资产，SDR的货币篮子之前由美元、欧元、日元和英镑按不同比例组成。由于SDR是IMF体系中对普通提款权的一种新的补充，由此称其为“特别提款权”。IMF 在董事会会议上宣布：自2016年10月1日起将人民币纳入SDR货币篮子。国际货币基金组织对有意愿加入SDR的各国货币设立了两项规定：一是货币发行国出口货物和服务的所加总数量需要位居所有组织中成员国前列，二是该国货币应具有“可自由使用”的特点和性质。针对第一项要求，IMF在2015年8月份中的报告称，

“在上一次的对中国申请的评估审查中，中国已满足出口商品服务数量及对外贸易规模上的基本要求。”；对于第二项要求中“可自由使用”，根据IMF条款定义：一国货币在国际交易中被广泛使用作为支付货币，也就是直接用于国际进出口贸易或者国际债务的支付，同时在国际汇率市场上被广泛兑换或者直接使用。自2010年以来，人民币作为可跨境使用的货币在国际交易中使用与交易金额已经有显著提升，在外汇市市场上，人民币也逐渐获得了频繁、大笔的交易者的热衷。2013年国际清算银行（BIS）排名显示，人民币在全球外汇交易中的规模首次跻身前十位，占总量的比例为2.2%，。又据中国银行报告显示，

2013年前11个月跨境贸易人民币结算业务累计发生4.07万亿元。可见时至今日，人民币在国际市场上运用的深度也可以符合IMF的操作要求了。

20

人民币加入SDR篮子是中国多年来推进人民币国际化进程的一个重大的一步，因为这意味着人民币将作为全球主要储备货币。据IMF宣称，人民币在

SDR货币篮子中的权重为10.92%，排名第三，然而仔细观察SDR新篮子权重表就会发现：人民币所获得新篮子权重后，只有欧元和英镑出现了权重明显下降的现象。其中，欧元由37.4%下降到30.9%，下降6.5个百分点；英镑由11.3%

下滑至8.1%，下降2.8个百分点。而日元和美元则分别仅下降1.1个百分点和

0.2个百分点，这表明人民币加入SDR货币篮子对欧洲经济的影响较大，但是对日元、美元作为主要国际结算货币的地位影响甚微。然而需要注意的是，人民币虽然加入了SDR货币篮子，但是“可自由使用”货币并不等价于完全自由可兑换货币，并且不对货币的汇率制度及资本项目自由化程度进行要求。融入国际体系是人民币的最终目的。就数据上看，人民币加入SDR新篮子更多层面上是一种象征意义。显然，提升各国央行对人民币作为其外汇储备的需求是人民币国际化不可或缺的一个进程，然而在短时间内提升世界各国的央行对人民币的作为新型外汇储备的需求并不是人民币加入SDR货币新篮子所要实现的最终目的，而是让中国经济融入到国际经济体系，让人民币融入到国际金融体系。

可以说，人民币加入SDR新篮子是对国际金融体系一次巨大的变革——国际外汇储备开始由成熟经济体开始向新兴经济体转移。曾有专家做过这样的一个预测：如果人民币能加入SDR货币新篮子，并且占据其中货币权重的10%，那么这将促使各国央行储备管理经理考虑或实施购买价值280亿美元的人民币的举措。在未来十到十五年间，人民币将逐渐作为各国新型外汇储备货币纳入其外汇储备体系，人民币会随着其国际化程度的不断加深而渗入到国际贸易的各个领域，最终将带动国际金融体系形成新的汇率均衡水平。

21

# 3 OFDI促进人民币国际化的理论分析

## 3.1 OFDI与人民币国际化之间内在关系的框架分析

OFDI可以说是中国对外开放经济发展到新一个阶段的产物。近年来中国不断出台政策加大对外投资力度，尝试扭转中国对外投资模式及改善对外贸易环境。中国由原先的以大宗商品出口为主的对外贸易模式到现阶段的通过合并、收购、购买股份、债券等偏向于资本输出方式来参与国际贸易，既表现了经济全球化对中国经济的影响在不断加深、中国受国际经济波动的影响越来越大，又体现了国内投资者对国际经济波动的敏感度与关注度加深，其中最为明显的表现即是OFDI投资额的大幅增加。从2007年以来中国OFDI投资净额大幅攀升之势自是离不开中国政府积极经济政策的支持和国内日渐开放对外投资环

境。自近十年来中国经济高速发展，到超越日本成为世界第二大经济体，国内经济大体维持着积极发展与繁荣的局面。随着居民收入水平的上升，恩格尔系数已不再是衡量人民生活水平的“唯一”指标，消费和投资逐渐成为了普通居民日常经济活动。正是这个时期个体投资者开始热衷于各种理财投资产品，而

2008 年的金融危机更是让这些投资者们和中小型金融机构开始正视国际经济对中国经济的影响力，OFDI就是在这个时期进入高速发展期，其主要表现为投资净额的“近直线”式攀升。随着国内投资者对对外投资的关注度不断上升，投资经验的累积，OFDI成为他们新的对外投资方式，并因为OFDI有助于了解一手投资当地市场行情、股权所有权优势及对小型投资机构和个体投资者的宽松优惠政策等优势深受中小型融资机构和个体投资者们的青睐。而且近两年来的OFDI投资方向更偏向于使用高精尖技术和传统文化对境外产业进行投资，一定程度上更符合、满足国内中小型投资者的投资偏好。

OFDI主要通过跨国公司来实现，直观来说，OFDI为中国投资者所热衷的人民币国际化进程的推进具有较大的促进作用。首先，OFDI拓展了人民币在国际社会的使用范围，促使更多境外企业及机构使用人民币进行国际投资及结算。OFDI作为一种资本输出的方式，让人民币作为一种资本在全球经济中的流通性大大加强，并在一定程度上降低了离岸人民币兑换成本，这不论是对于企业还是人民币国际化来说都是一种规模经济。其次，在OFDI中，人民币流动的“自由度”更高。国内投资者通过OFDI在境外企业直接使用人民币进行投资及结算的成本远低于在境外用人民币作为结算货币结算产品与服务的成本，而这其中的差额即是其他国家对中国设置的贸易壁垒。由此可见，OFDI可以合理避免一部分的贸易壁垒，从而降低人民币作为国际货币结算与投资时

22

的兑换成本。然后，国内投资者可以通过OFDI直观了解国际市场行情，减少和避免国际经济波动对自身的财产损失。近年来国际金融市场风险越发不可

OFDI

人民币国 际化

|  |  |
| --- | --- |
| 增大人民币结算范围 |  |
|  |
|  | |
| 增强人民币境外流通自由度 |  |
|  |
|  | |
| 有效避免贸易壁垒 |  |
|  |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 增强人民币的境外流通 |  | |
|  | |
|  | | | |
| 改善国际贸易环境，提高人民结算跨境能力 | | |  |
|  |

规避国际市场风险、降低成本

图3.1 OFDI与本币国际化内在关系图

捉摸，为将风险损失降到最小，及时了解真实有效的国际市场行情至关重要。从微观的国内投资者向宏观国内经济推演，假设每个国内投资者都能通过OFDI让自身资产在面临来自国际市场经济波动所带来的影响时的损失减少，那么中国国内经济受影响的程度也将呈线性趋势减少，从货币的角度反应即是人民币在国内的货币价值波动减小，有利于稳定人民币货币的内在价值，从而更省时、省力、高效的推进的人民币国际化。

## 3.2 OFDI对人民币国际化的促进作用

目前，我国的人民币国际化程度较低，国际化进程还处于起步阶段，除了在港澳台，东南亚等多个周边国家可以作为支付或储藏货币外，在其他绝大部分国家和地区没有被认可为国际货币。目前国际货币有美元，欧元，英镑和日元。尽管我国是世界上最大的贸易出口国，但是这依旧没有使人民币成为国际货币的趋势，占世界12%以上的贸易出口量却只有不到百分之四的人民币结算率，所以，人民币国际化不能只靠对外贸易，更应该发挥对外投资，形成双轮驱动，以直接投资的形式推动人民币国际化，目前，中国外汇储备居世界首位，经济总量居全球第二，也是全球第二大债权国，已具备人民币国际化的条件。

对外直接投资能加大人民币的国际流通量。今年10月26日国家领导人访

英，其目的之一是为了人民币国际化。中国投资400亿给英国，投资用于建设

核电站，码头，铁路等项目，而中国投资的400亿是用人民币投资，而英国还

23

款需要用英镑换成人民币，这就不得不促使英国增加人民币的持有数量。因此对外直接投资能够增加人民币的国际流通量和储备量。

国际流通量是衡量一国货币国际化程度的重要指标，增大人民币国际流通量的办法之一是对外投资。在金本位时代，以英国为例，英国以资本输出的方式向各国不断输出巨额数量的英镑成就了英镑的国际化。

对外直接投资能改善国际贸易环境。在一个国家国际贸易顺差的时候，往往会面临的是货币升值，会影响一国的经济状况，而一国将会加大对外直接投资来减少这种贸易顺差，减少货币升值压力从而维持货币稳定，改善贸易环境。在20世纪70年代，日本经济快速发展形成巨大的贸易顺差，日本为了缓解日元的升值压力，展开诸如对海外的大规模投资、调整国内产业结构等一系列措施，在一定程度上缓解了日元的升值压力，加之日本国内经济的快速发展增强了日元的国际影响力，从而进一步改善了其国际贸易环境。

对外直接投资能提高区域一体化程度。对外直接投资能够改善周边环境，推动区域经济合作，通过逐步相近的政治、经济利益和文化背景的区域内实行人民币的跨区投资，有利于人民币作为支付手段和储藏货币功能在区域内的进一步加强，逐步实现人民币国际化。

## 3.3 人民币国际化对OFDI的有利影响

人民币国际化为我国企业对外投资提供了非常便利的融资方式。一旦人民币成为国际货币，我国的企业就会有更多的渠道对外直接投资，就可以充分发挥人民币国际化的优势。

①人民币国际化降低了企业对外直接投资的成本，同时降低了汇率风险。人民币在今年10月26日宣布汇率自由化，并且延长外汇交易时间，就是

为了跟伦敦对接，中国采取一系列措施，力推人民币国际化。这样，企业对外直接投资就不会担心汇率波动问题所带来的损失，并且，人民币国际化以后，企业的融资成本会降低，提高企业的融资效率，减轻财务成本，降低了汇率的风险。

②人民币国际化提高了我国企业在国际上的竞争力。

人民币成为国际货币后，被投资国展开相关的经济活动，必须用本国货币兑换成人民币，使得被投资国不得不拥有人民币，以此借机扩大人民币的海外市场，推动人民币国际化。

从宏观经济发展的角度来说，人民币国际化与OFDI两者的发展是相辅相成、相互促进的。人民币国际化进程的推进离不开OFDI的发展，同时又为OFDI的发展奠定基础、提供便利。

24

# 4 货币国际化的经验借鉴

## 4.1 美元国际化

### 4.1.1 发展历程

在二十世纪以前，世界的主要国际货币是英镑，而美元作为世界货币的地位真正得到确立是在1944年7月布雷顿森林体系上。因此可见美元取代英镑成为世界货币也花费了相当长的时间。

第一阶段：英镑的衰落，美元国际化的崛起（1870-1914）。第二次世界大战结束后，英国作为二战欧洲主战区之一，经济金融基础设施与运行机制遭到严重破坏，使得英镑的衰落。当时的英镑正在衰落，而美国乘机取代了英镑成为了世界头号工业强国。直到二十世界初，英镑一直是世界上主要的储备货币。但是在19世界末期，世界经济出现了很大的变化。美国、法国、德国等国家的崛起，尤其是美国凭借很多优势一举超越英国，成为世界第一大经济体。在经历了两次世界大战之后，英国的经济出现了中场，大量的经济中心转向美国纽约。世界的金融中心逐渐开始从英国伦敦转向美国的纽约。英国的霸权主义地位受到严重的冲击，世界多个国家的货币多元化，使得美元的国际低位上升。

第二阶段：美元的由弱到强。第一，独特的优势。在十九世纪末，美国凭借其独特的优势，尤其是在社会制度和成本上的优势，使其经济得到了迅速的发展，一度超过英国。而在1913年期间，美国的工业产值有得到了大幅度的提

升，在1913年的时候美国的工业产值已经相当于英国、法国、德国三个国家的

工业产值。在国际贸易方面，美国也得到了快速的发展，在1929年的时候，美国已经占到世界贸易的14.2%，第一次在国际贸易中超过英国。第二，在第二次世界大战中，美国成为了世界上最大的债权国，美国通过向一些国家提供战后重建和物资支持，使得美国的低位大大提高。美国通过提供物资和战后重建，使得很多国家在还债的时候必须用美元还债，但是这就使得这些国家拥有大量的美元，必须用本国货币去兑换美元，而美元在各个国家的储存数量便会上升。在一战结束后，美国的黄金储备量已经居世界第一位，占世界黄金储备的40%。而美国拥有的财富也超过了五千亿美元，超过了整个欧洲各国的财富各国，美元的地位大幅度上升。第三，第二次世界大战更进一步提高了美元的地位，各国确立了以美元的国际核心的地位。当时美国的工艺产值已经占据世界的50%，使得第二次世界大战后金融中心再一次向美国转移。美国的世界贸易总额已经占据了世界的三分之一，黄金储备更是占据世界的59%，因此，巨大的贸易需

25

求以及巨大的黄金储备，必然使美元开始成为世界第一大货币。

尽管美元取代英镑是一个必然的结果，但是在这一个漫长的过程中，却是充满着英美双方的斗争。美国早在1919年GDP超过英国，但是直到1945年，美元才取代英镑，成为世界的主要货币。但尽管如此，二战结束后，英镑依然在全球国际贸易结算占的比例高达40%。为了使美元成为主要的国际货币，美国制定了以下战略：

①利用地缘优势，建立美元自由兑换区。

②以布雷顿森林体系为基础，让美元与黄金挂钩，确立并稳固其成为世界性货币的霸主地位。

③利用马歇尔计划，最终推动美元成功取代了英镑。

马歇尔计划是美国在欧洲的复兴计划，当时二战结束后，欧洲很多国家需要重建，需要大量的资金，因此美国拿出130亿美金用于购买欧洲生产的商品。通过美国这一计划，使得美元开始广泛用于国际贸易结算，有效的建立了美元在国际货币中的地位。

### 4.1.2 美元崛起的启示

成为国际货币必须依靠自身强大的经济体系。其实美国并没有推行美元国际化战略，但是美元成为国际货币是一个必然趋势，美元成为国际货币是因为当时形式的需要。美国当时在一战和二战中成为了重要的供给地来源，稳定的物价，可随时兑换的黄金使得美元成为当时最重要的流通货币。战后美国的金融地位和国际经济交易决定了美元的地位。美元之所以能成为国际货币，甚至很多国家使用美元都说明了美元承担了世界公共物品中的一个很重要的角色以及满足了官方需求，更重要的是能满足个人需求。发达的金融市场是美元崛起的坚实后盾。如果美元没有一个健康发达的金融市场，美元就很难会成为国际货币。美国发达的经济体系，开放的市场经济都为美元提供了一个良好的平台。在当时美国的金融市场和英国的伦敦市场一样发达，但相比之下，美国的金融市场更加安全，所以更多的投资会选择在美国。物价和经济的稳定是一国货币的重要部分通过研究可以发现，美国在实行美元国际化的过程中，通货膨胀率是远低于英国。这就意味着美元在当时较于英镑有着更为稳定的汇率及发展潜力。适时避免金融危机。在1929年，美元在推行美元国际化的时候，美国出现了经济大萧条，这是美元国际化过程中最大的失误。被称为美国金融中心的华尔街一片萧条，金融运行机制一片混乱，经济更是倒退的现象。美元在各国的货币储备急剧下降。直到1939年美元才再一次超越英镑。国际货币的转换过程要滞后于经济实力的变化。因为一国货币的国际化是该国经济国际化的货币表

26

现，因此只有国家经济发展起来，各类基础设施趋于完善，货币的国际化进程才能被有效体现。到2013年，海外资产占比美国就占据了41%，接近半壁江ft，欧元33.7%。英镑4.8%，日元4.0%，人民币0.8%。也就是说目前只有四个国际货币，而四大国际货币中美国就占了接近半壁江ft。中国目前排名第六，人民币要想成为国际货币，就要跻身前五。让更多的国家持有人民币。2013年世界出口贸易使用货币，美元占44.82%，2013债卷发行，美国占45.3%，2013年全球外汇交易，美国占43.5%。这都是需要成为国际货币的重要因素，而美元，英镑，欧元，日元都在这份榜单的前四，美元可谓是占据半壁江ft。

## 4.2 日元国际化

### 4.2.1 发展历程

日元国际化的过程经历了三个阶段。

第一阶段要追溯到上世纪的1964到1970末。当时的日本在1964年承诺了

自由兑换的协议。后来，随着布雷顿森林体系在1974年的崩溃，日本凭借其高速发展的经济在国际货币中崭露头角，即便如此，从日本国内看，日本政府和日本央行对日元国际化持有否定态度，甚至才去了多种措施，用来限制日元国际化。原因是在于日本特有的经济体制，致使日本政府和日本央行担心日元国际化会使多地介入致使央行的低位下降，在这个阶段，日元国际化并没有取得一定的成果。20世纪80年代，日元国际化进入第二阶段，新的《外汇法》将过去资本交易上的“原则上禁止”改成了“原则上自由”，解禁了日元自由兑换的限制，开启了日元国际化的新征程。在1985年日本外汇局印发了一系列的官方文件和协议，在这一阶段，日元国际化取得了重大突破。此后，由于日本经济的迅速崛起，加之金融市场的进一步完善，日本实施一系列的措施，比如宣布开放境外金融市场等一系列措施，致使日元多元化达到了一个前所未有的高度。1997年年底至今是日元国际化的第三个阶段。当时受到亚洲金融危机的冲击，致使人们将矛头指向东亚不合理的货币体系，因此人们针对东亚货币的新格局展开讨论，作为亚洲唯一国际货币的日元自然而然的就成了人们的焦点。所以在日本民众的顺应下，日元再次掀起了国际化的浪潮，全面展开其国际化的战略。

然而，日元国际化进程却遭遇了经济的低迷而停滞，日元作为国际化货币推进的进程停滞时间大约是在20世纪后半叶。由于日本对美国长期以来所积累

的巨大贸易顺差导致双方贸易摩擦持续加剧，并在1985年美国迫使下签订广场

协议，迫使日元升值。自此，日元出现快速的汇率上升趋势并持续10年之久，

27

从1985年出的1: 260到1995年一度达到1: 79。日元长时间的大幅升值使得以日元为计价的资产价值急速上升，国际热钱持续涌入，伴随着日本境内房价和股价的飙升，经济泡沫随之而来。加之日元的“疯狂”升值使其产品在国际市场的竞争力逐渐失去价格优势，双边贸易顺差的缩小，以及国际社会对日元贬值的预期使得经济泡沫最终破灭。在此后的十多年中日本进入平均经济增长率仅为1%的低迷阶段，日元国际化进程的推进也由此搁浅。

### 4.2.2 日元曲折发展的启示

日元国际化战略虽然在一定程度上取得了成功，但是在这之间却付出了很大的代价。截至目前，日元已成为全球四大货币之一，在2013年的一份数据显示，全球外汇交易美元占43.5%，日元占16.7%，英镑占5.9%。而中国只有1.1%，排名第九。而另外一份数据显示，在2013年世界出口贸易已经是世界上最大的贸易出口国，占世界贸易出口的12%以上，而在世界出口贸易中，有44.82%用美元结算，27.2%用欧元结算，8.45%用英镑结算，而日本排名第四，仅有2.7%是人民币结算。日元在2013年海外直接投资占比4.0%，仅落后于美元的41%，欧元的33.7%，英镑的4.8%。和日元的4.0%。所谓直接投资就是用本国货币投资，被投资的国家怎么还呢，就要用被投资国货币换成投资国货币。如此一来，被投资的国家就不得不拥有投资国的货币。而人民币在2013年海外资产占比仅有0.8%，排名世界第六。中国要想成为国际货币，首先要进入前五位。日元在国际化战略中的第一阶段属于失败的，因此人民币国际化战略要吸取日元国际化战略失败的教训。

日元国际化失败教训之一：低下的日元结算贸易。在上世纪80年度，对外贸易出口中使用日元结算的比例太低，事日本在国际化进程中遇到的第一个难题，就类似中国现在的现状，相当的大出口却占据很少的日元结算。在出口贸易中，日本政府需要将日元换成外汇，而在进口贸易中，需要外汇兑换成日元来进行交易。而当时，日元在日元结算本国出口贸易和进口贸易使用日元的结算率分别只有31%和4%。在日元国际化五年后，日元在日本的国际贸易出口中使用的日元结算率高达百分之37%，远比进口的15%高，日元贬值，日本出线泡沫危机爆发和持续的经济低迷。还有一个观点认为，日本进口贸易中日元结算率较低很大的一个原因在于日本独特的贸易形势，该观点认为，日本绝大部分情况都是从发展中国家进口原材料和中间商品，而在加工后，将制成品出口到发达国家，由于发达国家本身就是货币强国，导致日元在出口贸易中难以使用，难以发挥日元的作用。而另外一个观点认为日本太过于依赖海外市场，以至于丧失在贸易谈判中的能力。相比于上面的观点，下面一个观点并没有很

28

大的说服力。

日元国际化失败教训之二：离岸市场和在岸市场的“再贷款游戏”，过早的开放资本主义市场是日元国际化的第二个教训，而日本在金融市场上的主要措施，如利率自由化等一系列措施都发生在泡沫危机之后。所谓的离岸市场和在岸市场的贷款游戏是指，日元从日本本国流出，然后再流回日本本国。简单的说，就是日本人自己在玩弄自己的钱，想赚取更多的钱。通过日元国际化的过程我们很清楚的了解到，要想成为国际货币首要经过交易媒介和记帐单位的这两个阶段，即首先要在国际贸易中取得一定的地位，而中国目前世界贸易出口占12%，如此大的贸易量必然存在着很大的货币需求量，然后日元会被许多国家储藏。因此人民币要想国际化首先要稳健前行，不能盲目的追求人民币国际化的速度。人民币国际化不当会造成国内金融危机，经济下滑，就如同上世纪

80年代日本的泡沫危机。中国虽然在政治、文化、军事等很多方面与日本有很大的差异，但在工业生产等许多方面与上世纪八九十年代的日本有一定的相似程度，所以在人民币国际化的过程中，人民币应当稳健前行，要在确保人民币能够国际化和人民币国际地位的提升的前提下进行人民币国际化稳步扩张。人民币应该努力提高在国际贸易中的结算低位。正是因为日本在没有提高日元在国际贸易中的结算地位才导致日元国际化付出惨痛的代价。人民币国际化应该与其他领域的金融改革相匹配。而日本正是由于日本的金融体制、金融市场和金融产品没有配套，才导致了失败。日本虽然开放了资本市场，但是在开放资本市场方面并没有做太多的准备，因此人民币国际化不能在配套改革没有到位的情况下，贸然开放资本市场。

中国应该警惕人民币升值。中国应该按照当前形式，确保人民币的国际化战略走在正确的道路上，避免更多的国际压力，以免造成和日本上世纪一样而造成泡沫危机。

29

# 5 我国OFDI促进人民币国际化的实证研究

梳理相关文献，人民币国际化与OFDI两者的发展是互为补充、相互促进的。对外直接投资促进了人民币在境外的流通；随着人民币国际化的程度进一步加深，降低了企业对外直接投资的风险，减少了企业的海外投资成本，给企业海外投资带来更多的便利。因此，对外直接投资的人民币国际化进程的推进离不开OFDI的发展，同时又为OFDI的发展奠定基础、提供便利。为了进一步探究二者的内在联系，验证理论分析结论，这一部分将以实证加以研究。

## 5.1 变量和数据的引入

为了研究人民币国际化和对外直接投资的相互关系，根据以往研究和数据的可获得性，本文引入四个变量。OFDI表示对外直接投资，单位为亿美元，

DOFDI为其一阶差分；RGI（人民币环球指数：RMB Globalization Index，简称

RGI，由渣打银行推出，每月公布月度数据）衡量人民币国际化程度，其差分形式为DRGI; CPI表示我国消费者价格指数，用于衡量人民币对内稳定性，

LCPI为其对数形式消除异方差影响，DLCPI为差分形式；用汇率来衡量人民币对外稳定程度，用HL表示，DHL为其差分形式。

本文采用2013年01月至2015年11月期间的月度数据，OFDI数据来自于国家商务部，RGI数据由渣打银行每月公布，CPI数据来源于《中国统计年鉴》，HL数据来源于我国外汇管理局网站。其中OFDI月度数据由其年度数据通过频率转换得到。

## 5.2 实证的检验与分析

本文将以时间序列数据建立模型，根据后边Granger因果关系检验，先建立两变量的VAR模型，进而建立向量误差修正模型（VEC）。

### 5.2.1 时间序列的平稳性

时间序列的平稳性假定是时间序列研究的一个基本假定，具体指时间序列的统计规律不会随着时间的推移而发生变化。从时序图上直观得出，一个平稳的时间序列围绕其均值上下波动，反之则看以看出有时间趋势。生成时间序列的随机过程的特征不随时间的变化而变化。时间序列的平稳性分为弱平稳和严平稳两种。

①严平稳序列：时间序列的联合概率分布随时间的平移而不变化称之为严

30

平稳序列。

②弱平稳序列：在实际情况中，联合概率分布很难加以确定，我们用随机变量代替联合分布，如果随机变量同时满足同均值、同方差、协方差只与间隔相关时，我们称之为弱平稳序列。我们通常说的平稳为弱平稳，对于弱平稳而言，任何震荡的影响都会随着时间的推移而消失，时间序列也会恢复到长期的平均水平。

③非平稳序列：弱平稳的三个条件只要其中一个不满足就是非平稳序列。常见的非平稳序列有随机游走序列、带漂移项的随机游走序列、带趋势项的随机游走序列。

### 5.2.2 变量的平稳性检验

①图形判断：

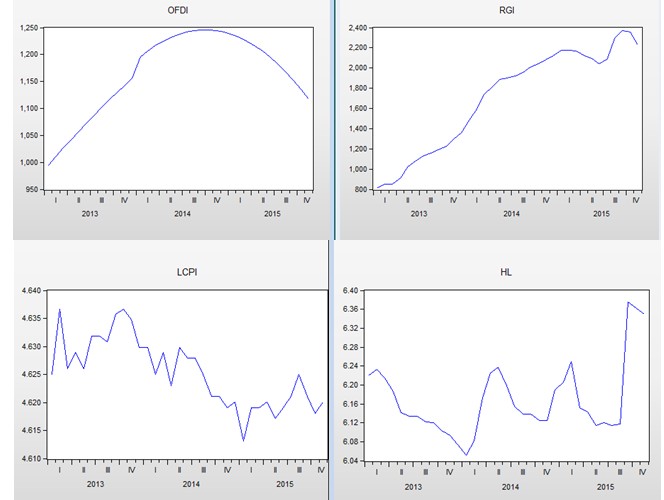


图 5.1 OFDI和RGI序列图

分别从OFDI、RGI、LCPI和HL的序列图看，RGI和LCPI存在明显的时间趋势，初步判定为非平稳序列，OFDI和HL也可能存在时间趋势，也具有时间趋势。由于时序图判断精度不高，其准确判断还需进一步做单位根检验。

31

②单位根检验：

常用的单位根检验有两种，分别为DF和ADF检验，其原理假设：H0：序列有单位根；H1：序列没有单位根，当检验值的绝对值大于显著性水平的临界值时就拒绝原假设而选择选择被择假设，即平稳，当检验值的绝对值小于显著性水平的临界值时就不能拒绝原假，即非平稳。

当一个序列做一次差分平稳时，我们称为一阶单整，计为I（1），做两次差分平稳称为二阶单整，计为I（2）,平稳序列计为I（0）。

由于DF检验的假定前提是随机误差项不存在自相关，而ADF检验却不受这一限制，因此我们通常采用ADF做单位根的平稳性检验，变量OFDI和RGI的ADF检验结果如下：

表5.1 所有变量的ADF检验结果

| 变量 | ADF 值 | 1%临界值 | 5%临界值 | 10%临界值 | 结论 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| OFDI | -1.337970 | -3.653730 | -2.957110 | -2.617434 | 非平稳 |
| DOFDI | -4.191465 | -4.162735 | -3.552973 | -3.209642 | 平稳\* |
| RGI | -3.393816 | -4.440739 | -3.632896 | -3.254671 | 非平稳 |
| DRGI | -4.385801 | -4.284580 | -3.562882 | -3.215267 | 平稳\* |
| LCPI | -2.105980 | -3.639407 | -2.951125 | -2.614300 | 非平稳 |
| DLCPI | -11.04406 | -4.262735 | -3.552973 | -3.209642 | 平稳\* |
| HL | -2.653634 | -4.339330 | -3.587527 | -3.229230 | 非平稳 |
| DHL | -2.214556 | -2.653401 | -1.953858 | -1.609571 | 平稳\*\* |

注：根据***AIC***和***SC***最小原则确定，\*、\*\*分别表示在1%、5%显著性水平下平稳。

由上表可知：OFDI的单位根检验分别在5%、10%的临近域上不能显著拒绝有单位根的零假设，即OFDI为非平稳序列，而其一阶差分在临界域可以显著拒绝零假设，一阶差分无单位根，DOFDI为平稳序列，因此OFDI为一阶单整，计为I（1）；同理RGI、LCPI、HL也均为一阶单整I（1）。

### 5.2.3 建立VAR模型

VAR模型和VEC模型均利用模型研究所以内生变量的动态关系。建立一个滞后阶数为p的向量自回归模型：

Yt=a0+b0Xt+b1Yt-1+……+bpYt-p+ut**…………………………………**(式5.1)

其中Yt为k维内生变量，Xt为d维外生变量；当b=0时，此模型为无约束的VAR。以变量OFDI和RGI先建立一个VAR（1,2）。

①VAR模型的最大滞后阶数确定

32

最大阶数选择一般采用AIC和SC准则。而VAR模型的最大阶数的选取既要考虑有足够的滞后项，又要保证自由度，通常采用LR（似然比）法则。

表5.2 VAR的最大滞后阶数选取

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 0 | -244.8181 | NA | 26.70680 | 14.63636 | 14.81593 | 14.69760 |
| 1 | -77.81234 | 284.8922\* | 0.003738\* | 5.753667\* | 6.651526\* | 6.059863\* |

由（表5.2）可知，VAR模型的最大滞后阶数为1。此滞后阶数也作为后边建立模型的滞后值。

②模型的调整

由于最大滞后阶数为1，因此，将VAR（1,2）模型调整为VAR（1,1）模型。结合Granger因果检验，建立四个变量的VAR（1,1）模型：

RGI

### T = -1204.92+ 0.96RGIt-1 + 0.127OFDIt-1 + 241.82LCPIt-1 - 383.21HLt-1…(式5.2)

5.2.4 VAR模型的稳定性检验

当VAR模型稳定时，其所有的根模的倒数全部小于1，也就是位于单位圆内；反之则不平稳。由下图可知，VAR模型是平稳的。

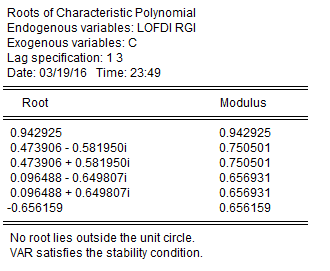
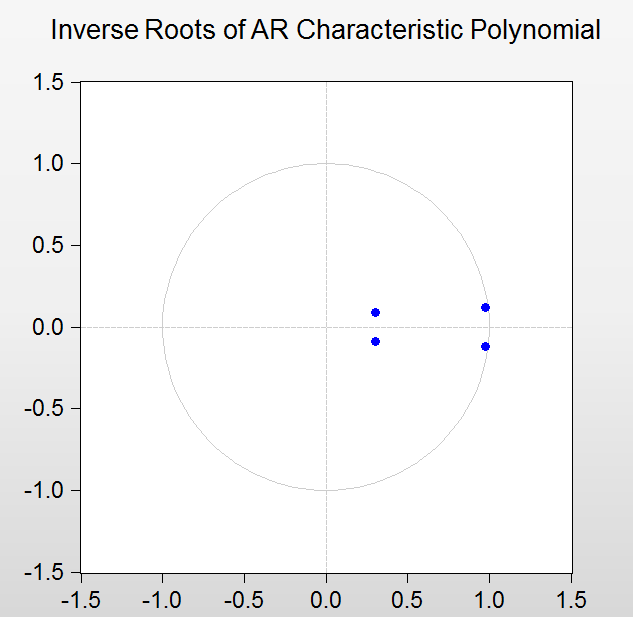


图5.2 模型的AR根检验

33

5.2.5脉冲响应分析

脉冲响应函数描述的是VAR模型中一个变量的冲击带给其他变量的影响。从（图5.3）左图得知：给予OFDI一个冲击，RGI的反应是在前面两期几乎没有影响，从第二期开始有持续的正向影响，直到第十期都没有达到峰值，这是由于我国对外直接投资起步较晚且初期发展较慢导致在前两期几乎毫无影响，随着我国“走出去”战略的进一步推进，对外直接投资增长迅猛，其对我国人



图 5.3 脉冲响应

民币国际化的促进作用也在持续增强；给予LCPI一个冲击，RGI反应为很小的负向影响，众所周知CPI是衡量国内通货膨胀的指标，通胀会不利于货币国际化，由于我国的通货膨胀水平较低对人民币国际化的负向水平影响不大，然而在第八期以后通胀对人民币国际化有正向影响，这是由于适当的较小通货膨胀有利于国内经济的发展，从而有利于提高人民币国际化的水平；给予HL一个冲击RGI在第四期达到负向的峰值，符合汇率变化越大导致人民币对外币值不稳定，不利于人民币国际化我国的汇率制度很长一段时间是盯住美元，缺乏有效的弹性机制，自811汇改以来，我国在不断的尝试推进人民币汇率形成机制改革，汇率制度在不断完善，汇率波动较小，汇率对人民币国际化的影响将会越来越小。

34

5.2.6方差分解分析

相对于脉冲响应分析，方差分解是通过每一结构冲击对变量变化的贡献度，从而进一步评价不同结构冲击的重要性。

表 5.3 方差分解结果

Variance

Decomposition of

RGI

OFDI

LCPI

HL

Period S. E. RGI OFDI LCPI HL 1 51.89265 100 0 00

2 71.16558 93.28192 0.001677 0.000559 6.715846

3 85.13262 85.01804 0.015528 0.041607 14.92482

4 95.47571 78.13532 0.142473 0.131981 21.59022

5 102.807 72.99225 0.527278 0.216167 26.26431

6 107.7271 69.22262 1.338579 0.263837 29.17497

7 110.9283 66.35508 2.75597 0.274022 30.61493

8 113.1717 63.96047 4.936405 0.264598 30.83853

9 115.25 61.68212 7.947066 0.264481 30.10633

10 117.9368 59.26478 11.67847 0.305983 28.75077

1 5.169766 1.493474 98.50653 00

2 7.888856 1.770754 96.51547 0.976651 0.737129

3 10.67975 5.85577 89.38468 1.741955 3.017595

4 13.81272 11.25511 79.95341 2.208426 6.583055

5 17.34912 16.34103 70.44461 2.487271 10.72709

6 21.26537 20.51861 61.95402 2.661562 14.86581

7 25.50292 23.75536 54.77906 2.777226 18.68835

8 29.99146 26.2116 48.84501 2.858117 22.08527

9 34.65925 28.07169 43.95826 2.916886 25.05317

10 39.43731 29.49011 39.91641 2.960656 27.63282

1 0.003656 0.914332 0.726859 98.35881 0

2 0.003834 1.421106 0.735717 97.80278 0.040396

3 0.003875 2.717885 0.738065 96.46796 0.076089

4 0.003908 3.959786 0.732554 94.93887 0.368791

5 0.003939 4.901425 0.722109 93.46679 0.909673

6 0.003966 5.543682 0.713214 92.20032 1.542788

7 0.003988 5.945759 0.717313 91.20942 2.127505

8 0.004004 6.169385 0.749278 90.49604 2.585299

9 0.004014 6.268269 0.825133 90.01477 2.891824

10 0.004022 6.289195 0.960135 89.69191 3.058756

1 0.04992 6.635289 0.280665 0.137239 92.94681

2 0.057778 10.45669 0.269558 1.1406988.13306

35

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 3 | 0.060377 | 14.26145 | 0.747052 | 1.505474 | 83.48603 |  |
| 4 | 0.062006 | 17.6696 | 1.666549 | 1.495505 | 79.16834 |  |
| 5 | 0.063847 | 20.4544 | 2.814146 | 1.41329 | 75.31816 |  |
| 6 | 0.066097 | 22.60858 | 3.967959 | 1.381813 | 72.04165 |  |
| 7 | 0.068664 | 24.24661 | 4.987805 | 1.412992 | 69.3526 |  |
| 8 | 0.071405 | 25.50251 | 5.816712 | 1.484166 | 67.19661 |  |
| 9 | 0.074197 | 26.48437 | 6.449699 | 1.572433 | 65.4935 |  |
| 10 | 0.076947 | 27.26767 | 6.906163 | 1.662808 | 64.16335 |  |

从上述方差分解结果（表5.3）可以看出，RGI的标准差大多数被自身承载，并且这种情况一直持续到第十期，OFDI解释了11%,解释力度较小，说明现阶段我国对外直接投资促进人民币国际化的力度有限，LCPI解释不到0.5%，而HL解释将近30%; OFDI的标准差由RGI解释将近30%，由HL解释不到30%；

LCPI的标准差大部分由其自身承载，RGI和HL一共解释不到10%；HL的标准差也是大部分由自身承载，RGI解释不到30%, OFDI和LCPI一共解释不到

10%。

5.2.7 Johansen协整检验

当两个非平稳的时间序列建立模型时很可能导致为回归现象，协整检验是检验非平稳模型的方法。协整检验告诉我们：存在某种线性组合的某两个或多个同阶时间序列向量，其线性组合之后得到一个平稳的误差序列，我们就说这些非平稳时间序列存在长期的均衡关系，即具有协整性。协整的前提是两个序列具有同阶单整，即OFDI、RGI、LCPI和HL均为I（1）。

VAR模型的协整检验采用Johansen和Juselius共同提出的Johansen协整检验，同时又称JJ检验。Johansen协整检验结果如下：

表5.4 Johansen协整检验结果

| Hypothesized No. of CE(s) | Max-Eigen Statistic | 0.05  Critical Value | Prob.\*\* |
| --- | --- | --- | --- |
| None \* | 0.599703 | 47.85613 | 0.0107 |
| At most 1 | 0.411589 | 29.79707 | 0.1922 |
| At most 2 | 0.133555 | 15.49471 | 0.6130 |
| At most 3 | 0.057864 | 3.841466 | 0.1608 |

Johansen协整检验结果表明RGI、OFDI、LCPI和HL之间在5%的临界域上接受至少存在3个协整关系。

36

5.2.8 Granger因果检验

Granger因果检验从预测的角度给出了因果关系的定义，要得到单一的因果关系需要拒绝A变量不是B变量发生的原因，同时还不能拒绝B变量不是A变量发生的原因。Granger因果检验的最大阶数选择为1阶。OFDI和RGI 的

Granger因果检验结果如下所示：

表5.5 格兰杰因果关系检验结果

| 滞后长度 | 格兰杰因果性 | F 值 | P 值 | 结论 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | RGI→OFDI | 4.97894 | 0.00330 | 不拒绝 |
|  | OFDI→RGI | 124.283 | 2.E-12 | 不拒绝 |
|  | LCPI→RGI | 4.6218 | 0.0051 | 不拒绝 |
|  | RGI→LCPI | 14.7146 | 0.0006 | 不拒绝 |
|  | HL→RGI | 11.8565 | 0.0017 | 不拒绝 |
| 1 | RGI→HL | 2.97059 | 0.0948 | 拒绝 |
|  | LCPI→OFDI | 21.9081 | 5.E-05 | 不拒绝 |
|  | OFDI→LCPI | 6.36439 | 0.0170 | 拒绝 |
|  | HL→OFDI | 9.36957 | 0.0045 | 不拒绝 |
|  | OFDI→HL | 0.20405 | 0.6546 | 拒绝 |
|  | HL→LCPL | 0.11714 | 0.7345 | 拒绝 |
|  | LCPL→HL | 1.34159 | 0.2556 | 拒绝 |

Granger因果检验结果显示：在1%的显著性水平下，RGI和OFDI互为因果，LCPI和RGI互为因果，HL是引起RGI变化的Granger原因。

5.2.9建立向量误差修正模型（VEC）

向量误差修正模型（VEC）是一种具有特定形式的计量经济模型，当OFDI和RGI具有协整关系时，即二者存在长期的均衡关系，当二者之间偏离长期均衡关系时需要修正。

则协整方程：

ECMt=RGI-2.81OFDI-3529.62LCPI+1420.35HL+9158.22 **………………**(式5.3)

VEC模型为：

DRGIt=30.01-0.16(RGIt-1-2.81OFDIt-1-3529.62LCPIt-1+1420.35HLt-1+9158.22) + 0.55DRGIt-1+3.45DOFDIt-1-1659.8DLCPIt-1+157.64DHLt-1**………**(式5.4)

37

此向量误差修正模型中，误差修正系数为-0.16体现了对偏离的修正，符合反向修正机制。当RGI的短期波动偏离其长期均衡时，将以（-0.16）的修正力度将其拉回到均衡状态。

38

# 6 结论与政策建议

通过以上的理论与实证分析的相关结论，接下来就我国的OFDI促进人民币国际化作出结论与对策建议分析。

## 6.1 研究结论

本文通过对OFDI与人民币国际化内在关系的理论和实证研究，得出理论研究发现二者具有相互促进的关系；而实证研究通过建立误差修正模型，通过了格兰杰因果检验发现：人民币国际化是引起对外直接投资变化的Granger原因，同时对外直接投资也是引起人民币国际化变化的Granger原因，二者具有互动关系，这与理论研究完全一致。从协整方程（式5.4）来看，T检验的绝对值都大于3，显著拒绝零假设，均已通过T检验；协整方程中OFDI的系数为

2.81，说明我国的对外直接投资对人民币国际化有正的促进作用，我国的OFDI每增加1亿美元，人民币国际化指数指标增长2.18，从短期来看，误差修正模型具有（-0.16）的反向修正力度；从脉冲响应分析图看出前两期对OFDI时RGI的反应几乎不明显，RGI的方差分解由OFDI解释部分前两期的数值几乎为零，这也应正了脉冲响应函数，前7期由OFDI解释的力度非常小，这是由于我国对外直接投资尚处于低端水平，对人民币国际化的促进作用的力度尚显不足。

同时，现阶段的我国人民币国际化也凸显一些问题：①人民币可自由兑换存在局限性，出于币值稳定性的考量之下，目前我国人民币自由兑换具有很强的局限性，被有限制地控制在跨境贸易范畴，尚未满足国际需求。②人民币境外使用不足的困境，对于全球而言，贸易结算网络和清算体系中的货币结算还是以美元、欧元和日元等为主，人民币结算比例尚不足5%，人民币在全球官方储备货币中的比例仍很低。③我国离岸人民币业务过度集中于中国香港地区，初步走向世界，自开展人民币离岸业务来前，香港发生的境外跨境贸易人民币结算额占我国整体结算额的比例高达85%以上，人民币国际化要求人民币离岸市场业务走向全球。④我国的OFDI相对较弱，虽然，我国的OFDI存量在2015年首次突破万亿美元大关，但相对于全球来说其比例还是很低，我国的对外直接投资还有很大发展空间。处于初始阶段的我国，对于加快人民币国际化进程，

OFDI还尚不能充分发挥其促进作用。

## 6.2 人民币国际化对策分析

改革开放以来，中国经历了一系列经济体制改革，目前我国GDP数额已经

39

超越日本成为全球第二大经济体，中国经济金融的发展势必要求人民币走向国际化，同时，人民币国际化也是全球经济发展的必然要求。本文根据以上研究，提出人民币国际化发展的一些相应建议。

### 6.2.1 进一步推进人民币对外直接投资，发挥OFDI对人民币国际化的促进作用

实证检验说明，我国的对外直接投资发挥加快人民币国际化进程作用的力度不是很足，需要发展到一定层次之后才有正向的持续影响。究其原因，是因为我国的OFDI尚处于一个低端水平，难以有效发挥对人民币国际化的促进作用，只有当我国的对外直接投资发展到一定规模以后才能有力的促进人民币国际化。因此，在人民币国际化进程即将提速的时候，应当大力鼓励国内企业“走出去”，投资海外从而更好的助推人民币国际化进程。

### 6.2.2 加强人民币离岸市场的建设与OFDI相结合促进人民币国际化

当前，我国离岸金融市场过度集中在香港的现状亟待改进，人民币离岸市场的建立可以极大的提高人民币的结算比例，提高人民币的国际影响力，同时也是完善金融体系的一部分，为对外直接投资提供有力保障。因此，加强人民币离岸市场的建设，再结合我国主导下的OFDI中用人民币结算，以此共同推进人民币国际化。

### 6.2.3 推进汇率制度改革与OFDI相结合促进人民币国际化

向量误差修正模型显示，汇率贬值有利于人民币国际化，而理论分析认为汇率适度升值有利于本币国际化。实证研究跟理论分析出现矛盾不一致的地方，这是因为汇率适度升值有利于本币国际化是以浮动汇率制度为前提而得出的，而我国在过去很长一段时间实行的是盯住汇率制度，自721汇改以来实行的是参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度。人民币加入SDR，新一轮的汇改将要来临，人民币的汇率制度将更加贴近于市场需求，形成有效的人民币汇率形成机制，更加稳健的汇率制度在一定程度上减小了我国OFDI企业的风险，势必带来OFDI的增加，同时更加稳健的以市场为导向的汇率浮动制度也会促进人民币国际化。推进汇率制度改革与OFDI相结合共同助推人民币国际化。

人民币国际化的进程并非一蹴而就，乃是循序渐进的，其发展过程应当遵循周边化→区域化→国际化的渐进发展模式。根据不同经济体的当前实际需求，实现人民币国际化的区域拓展，选择贸易结算、OFDI形式的资本输出和离岸市场多种方式相结合的发展道路，在试点、风险可控的前提下分步推进。

40

参考文献

[1] Kiyotaki, A Matsui, K Matsuyama, Toward a Theory of International Currency. [J], Review of Economic Studies, 1993, 60(2).

[2] Adler, M., D Dumas, B., and Exposure to currency risk: Definition and measurement[J]. Financial Management,1984(13):41一50.

[3] Cantwell, J. & P. E. E. Tolentino, Technological Accumulation and Third World Multinationals, International Investment and Business Studies, 1990，pp.1～58.

[4] Annette Kamps, The Euro as Invoicing Currency in International Trade[J], European Central Bank, Working PaPerSeries,2006, No.665.

[5] Baillie R, Bollerslev T. The message in daily exchange rates: a conditional variance tale. [J], Journal of Business and Economic Statistics l989(7):297一305.

[6] Campa, J., and L. Goldberg, Exchange Rate Pass一Through into Import Prices[J], Review of Economies and Statistics,2005(874):679一690.

[7] Chari, V., P. Kehoe, and E. Me Grattan, Can Sticky Price Models Generate Volatile and Persistent Exchange Rates?

[J]. ReviewofEeonomicStudies,2002(693):533一63.

[8]唐浩.人民币国际化演化与路径[M].科学出版社，2012 [9]曲金丽. 浅析人民币国际化[J].对外经贸，2013（04）

[10]王路，刘红超.对人民币国际化思考-基于国际直接投资角[J]. ft西财经大学学报.，2011（06）

[11]张春萍.中国对外直接投资的贸易效应研究[J].数量经济技术经济研究，2012

（06）

[12]李梅，柳士昌.对外直接投资逆向技术溢出的地区差异和门槛效应——基于中国省际面板数据的门槛回归分析[J].管理世界，2012（01）

[13]姚枝仲. 对外投资加速人民币国际化[J].财会研究，2012（03）

[14]李伏安，林衫.国际货币体系的历史、现状——兼论人民币国际化的选择. [J].金融研究，2006（05）

[15]林治洪，陈岩，秦学志.中国对外投资决定因素——基于整合资源观与制度视角的实证分析[J]. 管理世界，2012（08）

[16]赵晓斐. “一带一路”背景下人民币国际化问题研究[J].特区经济,2016（01）

41

[17] 刘阿利. “亚投行”背景下人民币国际化研究[J].合作经济与科技,2016 [18]林琳，简兵，马众浩.基于VAR模型的人民币国际化影响因素的经验分析[J].武

汉金融，2015(03)

[19]孙博. 人民币国际化存在的问题与实现路径[J].纵横经济，2015（05）[20]郭海瑞. 人民币国际化的路径选择[J].流通经济,2014,44

[21]孙海霞.货币国际化条件研究--一基于国际货币三大职能[D].上海：复旦大学，2011-04

[22]古广东.对外直接投资与母国经济利益：理论分析与实证研究[D].杭州：浙江大学，2006

[23]丁伟.中国对外直接投资对国内产业结构升级的影响[D].重庆：重庆师范大学，2014-03

[24]高和. 对外直接投资对母国货币国际化影响研究[D].重庆：重庆师范大学，2015-03

[25]李根.美国对外直接投资对美元国际化的影响研究[D].长沙：湖南大学,2012-04-11

[26]张敬之.人民币国际化与人民币对外直接投资的相关性研究[J].上海金融,2014（11）

[27]江小涓.对外投资理论及其对中国的借鉴意义[J].经济研究参考. 2002年第73

期

[28]魏巧琴，杨大楷.对外直接投资与经济增长的关系研究[J].数量经济技术经济研

究.2003年第1期

[29]黄梅波.货币国际化及其决定因素——欧元与美元的比较[J].厦门大学学报（哲学社会科学版）。2001（02）

[30]孙海霞.货币国际化进程影响因素研究——基于外汇储备职能的实证分析[J]. 上海财经大学学报,2010-12-20

[31]孙海霞.货币国际化条件研究——基于国际货币三大职能[D].上海：复旦大学,2011-04

[32]崔敏.离岸金融市场发展对货币国际化的影响研究[D].长沙：湖南大学，2012-10-10

[33]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) [34]李美洲.货币国际化影响因素研究——基于多国面板数据计量分析[J].上海金

融, 2012-12-15

[35]王万元.货币国际化决定因素研究——基于日元欧元实证分析[D].杭州：浙江大学，2013-05-28

42

[36]丁一兵.货币国际化的影响因素：基于交换结构矩阵的实证研究[J].国际经贸探索，2013-06

[37] 邓璐.出口贸易结构与货币国际化[D].长春：吉林大学，2014-05-01 [38]苑斯秀.资本项目开放度对货币国际化影响的实证分析[D].长春：吉林大

学,2014-05

[39]丁一兵. 金融市场发展影响货币国际地位的实证分析[J].吉林师范大学学报

（人文社会科学版,2014(02)

[40]丁剑平.货币国际化的影响因子分析——基于面板平滑转换回归(PSTR)的研究

[J].国际金融研究,2014-12

[41]陈雨露，王芳，杨明.作为国家竞争战略的货币国际化：美元的经验证据——兼论人民币的国际化问题[J].经济研究,2005-02-20

[42]巴曙松，吴博.人民币国际化对中国金融业发展的影响[J].西南金融[43]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(06)

[44]王晓燕，雷钦礼，李美洲.货币国际化对国内宏观经济的影响[J].统计研究,2012（05）

[45]王晓燕.货币国际化的综合影响分析——兼谈人民币国际化启示[J].西南金融,2013（04）

[46]刘玮.国内政治与货币国际化——美元、日元和德国马克国际化的微观基础[J]. 世界经济与政治,2014（09）

[47]陈小五.货币国际化的收益成本分析[J].上海金融,2012（06）

[48]邬红华. 中国对外直接宏观绩效的实证研究[J]. 科技进步与对策：2008，(12)：161-163

[49]古广东.中国企业对外直接投资对出口贸易影响分析[J].亚太经济：2008（1）：55-57

[50]古广东.中国企业对外直接投资对出口贸易影响分析[J].亚太经济：2008 （1）[51]古广东. 对外直接投资与中国国际收支：机理分析与尝试性检验. [J]. 重庆师

范大学学报：2008，(2):96-99

[52]杨丹丽，黄日涵. 浅析韩国FDI流出史对我国的启示[J].国际关系学报：2008，

（4）:33-37

[53]刘慧. 利用外汇储备优势加强对外直接投资[J]. 当代经济：2009，（9）: 84-85. [54]张翠霞. 中国对外直接投资宏观经济影响因素实证分析[J]. 经济研究导

刊:2009:166-167

[55]李良新，对外直接投资与经济增长关系研究———以湖南经济为例[F]，湖南涉

43

外经济学院：2010

[56]李东阳.国际直接投资与经济发展[M].北京：经济科学出版社：2002

[57]李荣林.国际贸易与国际投资的关系：文献综述.世界经济：2002，(4):44-46 [58]卢力平，中国对外直接投资战略研究[M]，北京：经济科学出版社：2010，（6）[59]戎建，苗瑞卿.美国对外直接投资对国际收支的影响[J].世界经济与政治：2005，

(5):76-80

[60]毛中根，段军ft，外汇储备与我国对外直接投资[J]，投资研究：2004，(10) [61]刘志伟，高利，陈刚，中国的对外直接投资对其国际收支影响的实证研究[J]，

国际贸易问题:2006, (12)

[62]茹玉骢.技术寻求型对外直接投资及其对母国经济的影响[J].经济评论：2004，(2):109-112

[63]蒋志强. 基于VAR模型的我国对外直接投资与经济增长关系经验研究[J]：2009 [64]范欢欢，王相宁.我国对外直接投资对国内产业结构的影响[J].科技管理研

究：2006(11)

[65]潘颖，刘辉煌.中国对外直接投资与产业结构升级关系的实证研究[J].统计与决策：2010，（02）

[66]尹冰.中国企业的对外直接投资与技术进步[J].社会科学家：2003，（9）

[57]赵伟，古广东，何元庆.外向FDI与中国技术进步：机理分析与尝试性实证[J]. 管理世界：2006，（7）

[68]项本武.中国对外直接投资.决定因素与经济效应的实证研究[M].北京：社会科学文献出版社：2005

[69]董会琳，黄少达.浅析扩大对外投资对就业的影响[J].财经科学（增刊）：2001: 201

[70]杨建清，对外直接投资对母国就业的影响[J].国际经贸，2004

[71]俞会新，薛敏孝.中国贸易自由化对工业就业的影响[J].世界经济：2002(10) [72]史雪娜. 主要货币国际化进程分析及对人民币国际化的启示[J].特区经济，

2010(10)

[73]叶华光. 人民币国际化与我国对外投资的协同演进[J]. 金融研究，2010(01) [74]刘艳靖. 国际储备货币演变的计量分析研究——兼论人民币国际化的可行性

[J].国际金融研究，2012(04)

[75]张志文，白钦先.汇率波动性与本币国际化：澳大利亚元的经验研究[J].国际金融研究，2013（04）

44

附录 A:作者攻读硕士学位期间发表的论文及科研情况

发表的学术论文：

[1] 古广东, 谭庆国. 职业教育促进城镇化发展对策研究[J]. 现代商贸工业.

2014 (05)

参与的科研项目:

[1] 古广东. 重庆社科基金项目《“一带一路”建设中重庆企业“走出去”投资的风险评估与预防研究》（重点项目）. 2015

45

附录 B：论文数据

附录B：论文数据，2013年01月至2015年11月的RGI和OFDI数据

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 日期 | OFDI 单位：亿美元 | RGI | CPI | HL |
| 2013.01 | 994.4282407 | 814 | 102.0000 | 6.2215 |
| 2013.02 | 1010.797685 | 851 | 103.2000 | 6.2323 |
| 2013.03 | 1026.836574 | 851 | 102.1000 | 6.2154 |
| 2013.04 | 1042.544907 | 909 | 102.4000 | 6.1861 |
| 2013.05 | 1057.922685 | 1022 | 102.1000 | 6.1416 |
| 2013.06 | 1072.969907 | 1075 | 102.7000 | 6.1342 |
| 2013.07 | 1087.686574 | 1134 | 102.7000 | 6.1343 |
| 2013.08 | 1102.072685 | 1155 | 102.6000 | 6.1213 |
| 2013.09 | 1116.128241 | 1193 | 103.1000 | 6.1198 |
| 2013.10 | 1129.853241 | 1224 | 103.2000 | 6.1032 |
| 2013.11 | 1143.247685 | 1298 | 103.0000 | 6.0929 |
| 2013.12 | 1156.311574 | 1361 | 102.5000 | 6.0738 |
| 2014.01 | 1194.897454 | 1486 | 102.5000 | 6.0509 |
| 2014.02 | 1206.215509 | 1591 | 102.0000 | 6.0816 |
| 2014.03 | 1216.118287 | 1742 | 102.4000 | 6.1729 |
| 2014.04 | 1224.605787 | 1816 | 101.8000 | 6.2246 |
| 2014.05 | 1231.678009 | 1885 | 102.5000 | 6.2380 |
| 2014.06 | 1237.334954 | 1899 | 102.3000 | 6.1984 |
| 2014.07 | 1241.57662 | 1923 | 102.3000 | 6.1541 |
| 2014.08 | 1244.403009 | 1956 | 102.0000 | 6.1382 |
| 2014.09 | 1245.81412 | 2007 | 101.6000 | 6.1382 |
| 2014.10 | 1245.809954 | 2044 | 101.6000 | 6.1251 |
| 2014.11 | 1244.390509 | 2079 | 101.4000 | 6.1249 |
| 2014.12 | 1241.555787 | 2124 | 101.5000 | 6.1886 |
| 2015.01 | 1237.305787 | 2173 | 100.8000 | 6.2056 |
| 2015.02 | 1231.640509 | 2178 | 101.4000 | 6.2495 |
| 2015.03 | 1224.559954 | 2172 | 101.4000 | 6.1513 |
| 2015.04 | 1216.06412 | 2124 | 101.5000 | 6.1434 |

46

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 2015.05 | 1206.153009 | 2095 | 101.2000 | 6.1137 |
| 2015.06 | 1194.82662 | 2042 | 101.4000 | 6.1207 |
| 2015.07 | 1182.084954 | 2087 | 101.6000 | 6.1149 |
| 2015.08 | 1167.928009 | 2297 | 102.0000 | 6.1172 |
| 2015.09 | 1152.355787 | 2369 | 101.6000 | 6.3752 |
| 2015.10 | 1135.368287 | 2355 | 101.3000 | 6.3613 |
| 2015.11 | 1116.965509 | 2230 | 101.5000 | 6.3495 |

47

致谢

在硕士学位论文即将完稿之际，回想起在重师求学三年的点点滴滴，思绪万千，对重师的眷念不舍之情油然而生。

时光荏苒，岁月如梭，一转眼就到了该研究生毕业的时候了，回首走过的岁月，往事历历在目，刚入学时候的情景恍如昨日。不知不觉我已经在重师呆了七个年头了，母校的一草一木我都是那么熟悉，校园里的奇闻乐趣我是如数家珍，这七年间我见证了大学城校园日新月异的变化，一起成长，结下不解之缘。

从论文选题到搜集资料、开题，从写稿到反复修改，这期间经历了喜悦、激动、困惑和痛苦，写作论文的过程中心情是如此的复杂。在这里，我诚挚的感谢我的导师古广东教授，在论文选题、资料搜集、论文撰写和修改的过程中古老师都给了我悉心指导，特别是在撰写实证研究部分遇到困难，难以继续下去时，我万分苦恼，古老师的一番话语让我醍醐灌顶、豁然开朗，成功找到了解决方法；也感谢古老师对我的莫大信任，经常将一些重要事情交给我去做，不仅提升了我的学术水平，还锻炼我的社会实践能力；古老师也经常打电话过问我论文的写作进度，关心我找工作情况，鼓励我向更高的目标发展。同时，我也要感谢教过和勉励过我的所有老师，再次说：声老师们，辛苦了！

当我完成这篇毕业论文的时候，有一种如释重负的感觉，感慨良多，还记得因为搜集不到数据资料而心急如焚的样子，还记得为了做实证研究到图书馆借阅了八本计量经济学的书籍，还记得为了赶论文进度持续熬了五个通宵。酸甜苦辣尽含其中，我要感谢师门的两位师兄，感谢你们给我学业上的指点和工作上的建议；感谢我的三位室友及身边的同学，在我最痛苦最难熬的时光有你们陪着，一起走过三年的硕士生涯；感谢身边的朋友给予的鼓励和有益建议；感谢家人的理解与支持！

谭庆国

二零一六年二月

48

独创性声明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得 重庆师范大学 或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明。

学位论文作者签名：签字日期：年月 日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解 重庆师范大学 有关保留、使用学位论文的规定，有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅。本人授权 重庆师范大学可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文。

学位论文作者签名：签字日期：年月 日

49