

日元国际化的经验及其对人民币的启示*

徐奇渊

[摘要]在日元国际化初期,通常将日元在贸易结算中的弱势归咎于日元国际金融市场的发展滞后。这与目前人民币跨境结算面临情况的解释,甚为相似。但20世纪80年代中期以后,日本的金融市场自由化改革,并没有使原来的状况有彻底改观。因此,后继者开始从微观企业的定价行为、宏观的贸易结构等方面进行研究。比较有说服力的是日本的进口贸易结构因素,该因素甚至影响到微观企业的定价行为。此外,由于外汇储备等货币职能,系由贸易结算等基本职能所引致和衍生的;因此,缺乏贸易结算功能支撑的日元国际化,在长期中表现出波折也是可以理解的。而中国的贸易结构在目前仍然面临诸多的问题,这些问题将在短期对人民币贸易结算构成障碍,并将在长期对人民币国际化进程的稳健性形成消极影响。

关键词:日元国际化 人民币国际化 定价权

JEL 分类号:F02 F36 F49

自美国次贷危机演变成为全球金融危机以来,由于外汇资产价值面临的不确定性,以及国际社会对全球货币金融体系的变革诉求,人民币国际化战略应时而生,成为中国政府在金融危机乱世动荡之中的重要布局内容。围绕人民币国际化,中国政府先后推出了与周边国家地区的双边本币互换,人民币跨境贸易结算试点,在香港发行人民币国债等政策举措。人民币国际化的进程突进,受到来自国内外各界人士的高度关注。

国际货币金融体系的每一次动荡,都孕育着格局转变的契机。在20世纪70年代布雷顿森林体系风雨飘摇之际,已经持续高速增长了20多年的日本经济,开始在国际货币体系竖立起日元的坚挺地位,并进而以此为起点,开始了漫长的充满波折的国际化之路。回顾日元国际化在实体经济方面的背景,其与中国今日的经济有诸多相似之处:两者都经历了出口导向型带来的持续经济增长,积累了大量的贸易顺差,伴随形成了巨额的外汇储备并面临着本币的升值压力。两者在对外经济部门面临的这些相似性,还有日元国际化进程的一波三折,以及对人民币国际化未来的关注,这些都要求我们首先对日元国际化本身进行认真的回顾和总结,以期对现今的人民币国际化有所启发。

一、日元国际化的总体历史回顾

贸易立国的战略推动了20世纪50年代中期至70年代初期日本经济的高速增长,经济总量和生产率迅速上升。在此期间,政府对日元管制也逐渐放松。1964年日元实现了经常项目下的自由兑换。1965年开始,日本贸易收支开始出现顺差,且幅度越来越大,同时资本输出也明显增加,并很快成为资本输出国,日元呈现日渐强势之态。但由于布雷顿森林体系下的汇率安排的灵活性

* 徐奇渊,中国社会科学院,世界经济与政治研究所,国际金融研究中心,经济学博士。

较差,因此360日元对1美元的基准汇率一直维持到1971年。此后的两次美元危机中,日元与德国马克表现坚挺,开始成为公认的硬通货。

1976年以后,由于日元显著坚挺的缘故,日元的国际化以一种意义深远的方式开始(周林、温小郑,2001)。1980年,日元实现资本项目下可兑换,加速了日元的国际化进程。之后至1985年,日元汇率缓慢升值,但这段时期日元的升值幅度弱于总体趋势。

及至20世纪80年代中期,日本对外贸易连年出现巨额顺差,同时美国国际收支逆差越来越大,日本逐步取代美国成为世界最大的贷款国和债权国。终于,感到严重威胁的美国,在1985年与日、英、法、德等国召开“广场会议”,该会议使美元对日元等主要货币有秩序下调。此后,日元开始了长达10余年的升值历程。在此期间日元汇率升值势头明显强于长期趋势。

日本从主观上积极推进本币国际化的进程,具体表现为:

1、积极地发展以日元计价的金融市场。这方面具体包括:(1)在国外发行日元债券。20世纪80年代中期,日本债券市场已发展到能够与欧美债券市场相比较的程度。(2)以日元计价的中长期对外贷款。主要是日本对发展中国家的放贷中,但作为负债资产,日元的长期升值趋势意味着债务负担加重。因此,以日元计价的对外贷款数量受到了制约。(3)国际投资者进入日本的股票市场。国际投资者大量投入日本股票市场;同时,日本股票市场也以存款单的形式向世界各地的投资者提供新型股票。

2、将日元纳入外汇储备,作为储备资产使用。由于日元坚挺,从20世纪70年代,以尼日利亚为先,日元开始作为储备资产被其他国家持有;至1984年日本采取重要的自由化措施后,日元已成为美元和马克之后的第三个重要的储备货币。

3、国际贸易中的计价货币。日本政府在进、出口信贷方面采取了措施加强日元的结算功能,其中出口以日元计价的比重,20世纪80年代初为20%,80年代中期达到40%左右。但事实上,该比例与当时欧美主要国家相比仍然较低;更重要的,在进口方面,以日元计价的交易并没有伴随日元的国际化而有任何进展,即使在1985年日本的进口贸易只有约3%使用日元结算。此后,日元在进口贸易结算中的比重虽然有显著的上升,但其比重一直低于出口的情况。与同期的其他关键货币国家相比较,日元在贸易结算中发挥的作用是相当疲弱的。这在后文中继续有展开的分析。

由此可见,日元的国际化,在金融领域方面的发展相对于国际贸易方面要更为顺利。在上述几个方面因素的影响下,日元走出了一条奇特的国际化之路:(1)在日元国际化的初期(从20世纪70年代到90年代中期),金融市场领域发展相对快于国际贸易领域、价值贮藏功能地位相对强于贸易中的载体货币地位。(2)而在此之后(20世纪90年代中期以后),尤其是1998年日本推行“东京大爆炸”的金融自由化改革之后,日元的国际化地位反而出现了一些倒退。例如,在国际储备构成当中,日元的比重出现了显著的下降。

二、对日元国际化进程的理解

如前所述,至少在20世纪90年代中期以前,日元国际化的最大特点就是:作为一个重要的国际货币,日元主要执行价值贮藏的功能,而其贸易结算功能相对较弱。对于日元国际化进程中出现的这两个特点,一些研究者试图对其提供合理的解释。

(一)日元主要执行价值贮藏的功能

Ogawa和Sasaki(1998)的研究发现,基于市场网络的交易媒介职能,美元作为国际货币的地位享有很强的惯性(inertia)。而此前,Swoboda(1969)和Tavlas(1991)的研究也揭示了:一种货币,

一旦在国际范围内成为交易媒介，则其受欢迎程度将是具有历史惯性的。所不同的是，Ogawa 和 Sasaki(1998)的研究，通过一个货币在效用函数中(MIU)的形式，描述了货币的交易媒介职能，从而将其与货币的另一种职能——价值贮藏给区分开来；之后，他们使用 1986 年至 1993 年间季度数据对模型参数进行估计的研究发现：其他国际货币对美元的边际替代性是相当之低的。这意味着美元相较于其他货币而言，在交易媒介职能上具有绝对的优势地位。在此基础上，Ogawa(2001)的研究认为，美元在汇率长期走弱的情况下，却仍然能够保持其国际货币地位的强势，这意味着：对于货币持有人而言，货币的交易媒介职能比价值贮藏功能更为重要。同时，这也意味着：正是由于美元在交易媒介职能方面的强势，以及美元在此方面具有的惯性优势，像日元这样的货币只有在价值贮藏功能方面才能与美元进行竞争。

上述研究表明，由于美元在交易媒介职能方面的绝对优势；因此，日元在国际化进程中主要充当价值贮藏的功能。但是事实表明，日元执行国际货币职能的特点，在与其它一般国际货币对比的过程中，也表现出很强的不一致性。这是上述研究所无法解释的。

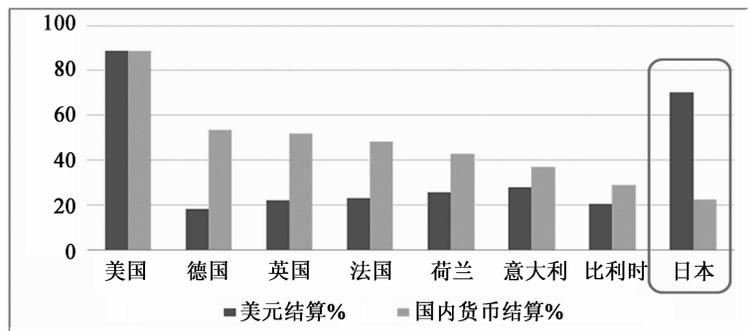


图1 货币在进口贸易结算中的比重:1992至1996年的平均值

数据来源: The Geography of Money. Benjamin J. Cohen. London: Cornell University Press, 1998.

如图1所示，除去美国之外，在所列举的国际货币国家当中：日本的进口贸易结算中，所使用的美元比例是最高的，在70%左右；而与此同时，日本进口贸易结算中，使用本币的比重是最低的，略高于20%。而其他国家的进口贸易中，使用美元结算的比重均低于30%，使用本币结算的比重均高于30%。可见，日元的贸易结算功能偏弱，不仅是相对于美元而言，甚至相对于其他一般的国际货币而言，亦是如此。再如图2所示，在20世纪90年代，日元在官方外汇储备中的地位，仅次于美元和马克，稳居于第三位，而高于英镑、法国法郎、荷兰盾等国际货币。

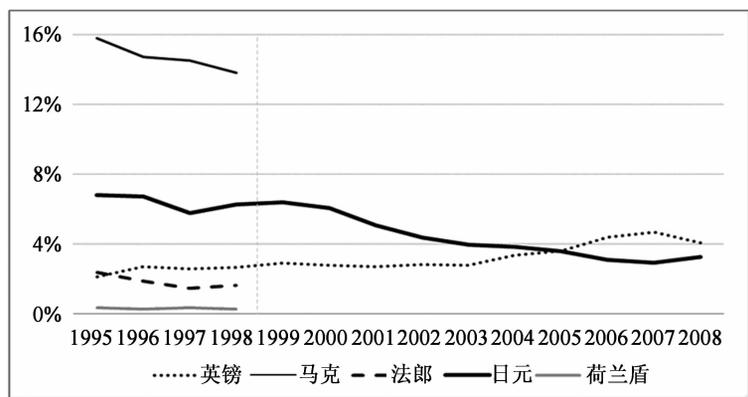


图2 全球官方外汇储备的构成(COFER)

数据来源: IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, June 30, 2009.

图1和图2给出了各种国际货币在两个职能方面的表现排序,我们将其总结于表1当中。该表显示:其他四种国际货币,在两种职能上的排序呈现出高度一致的情形;而日元的情况则非常奇特:在图1的贸易结算职能中表现最弱,在图2的外汇储备地位中却表现较强。显然,除了美元在交易媒介职能方面具有的惯性优势之外,肯定还有其他的原因,导致了日元与同期其他国际货币的不同表现。因此,我们还需要对其他角度的分析给予关注。

表1 两种货币职能的排序比较

排序	图1	图2
1	德国马克	德国马克
2	英镑	日元
3	法国法郎	英镑
4	荷兰盾	法国法郎
5	日元	荷兰盾

注:依据图1和图2的排序得到该表。

(二)日元的贸易结算功能相对较弱

在20世纪90年代之前,日本政府曾经在金融和贸易领域,对日元国际化进行了积极的推动。在金融方面措施包括:1.积极地发展以日元计价的金融市场。具体包括:(1)在国外发行日元债券。20世纪80年代中期,日本债券市场已发展到能够与欧美债券市场相比较的程度。(2)以日元计价的中长期对外贷款。主要是日本对发展中国家的放贷中,但作为负债资产,日元的长期升值趋势意味着债务负担加重。因此,以日元计价的对外贷款数量受到了制约。(3)国际投资者进入日本的股票市场。国际投资者大量投入日本股票市场;同时,日本股票市场也以存款单的形式向世界各地的投资者提供新型股票。2.推动将日元纳入外汇储备,作为储备资产使用。由于日元坚挺,从20世纪70年代,以尼日利亚为先,日元开始作为储备资产被其他国家持有;至1984年日本采取重要的自由化措施后,日元已成为美元和马克之后的第三个重要的储备货币。

而在国际贸易方面,日本政府虽然也有双管齐下的措施,但效果却相对较弱。其本币在进口、出口贸易结算中的比例,与同期欧美主要国家相比仍然较低(如图1所示)。在日元国际化的初期,由于以日元计价的货币、资本市场受到了管制;因此,日元计价的金融市场发展滞后,被认为是日元在国际贸易中使用比例较低的原因(与中国现在的情况是多么的相似)。而自20世纪80年代中期开始,日本在此方面采取放松管制的自由化改革之后,国际贸易使用日元结算的比例虽然有了一定程度的提高(如图3所示),但与其他国家相比(如图1所示),日元在贸易中的结算比例仍然是异常偏低的。

因此,一些研究者开始从贸易企业定价方式这样的微观层面来研究日元的结算比例偏低问题。例如,Ito(1993)的研究认为,日本出口企业采用的定价方式,是依市场定价(Price To Market)的模式,由此导致了使用日元进行贸易结算的比例较低。具体地,他发现日本出口企业由于以下两个原因而承担了使用外币结算的汇率风险:(1)日本出口企业看起来是以市场份额最大化为追求目标的。而由于巨大的沉没成本,以及美国市场的高度竞争性,日本出口企业为了保证销售价格的稳定而只得承担了汇率风险。(2)日本出口企业希望减少其交易对手的汇率风险,因为其交易伙伴通常是其子公司或附属机构,而母公司往往能以更低的成本对风险进行规避。此外,日元在相当长时间的升值趋势,也成为出口贸易使用日元结算的一个阻碍因素。

由于日元在进口贸易结算方面更加不成功,Fukuda(1996)和Sato(1999)等研究把关注焦点放到了进口贸易领域。这些研究都认为,进口贸易结构才是日元在进口贸易结算中使用率较低的主

要原因。Sato(1999)指出:1997年日本从东南亚进口的产品中,初级品和燃料占到了51.7%。由于初级品和国际大宗商品,在国际市场上一般以美元计价和交易,因此这种进口结构在很大程度上决定了日元在进口贸易结算方面的弱势,并且进一步通过日本企业的生产过程对日元在出口贸易中的使用产生了消极的影响。事实上,日本的进口贸易结构一直以来都存在这方面的问题。如图4所示,自有数据以来的近20年当中,日本进口贸易中国际大宗商品的占比一直高达40%至50%。而这部分商品的交易,基本是以美元来计价的。由此可见,日元在进口贸易中使用空间被严重挤压。并且,从图4来看,这种结构状况在近些年还有进一步恶化的趋势,对日元在贸易中的结算构成了消极的影响。

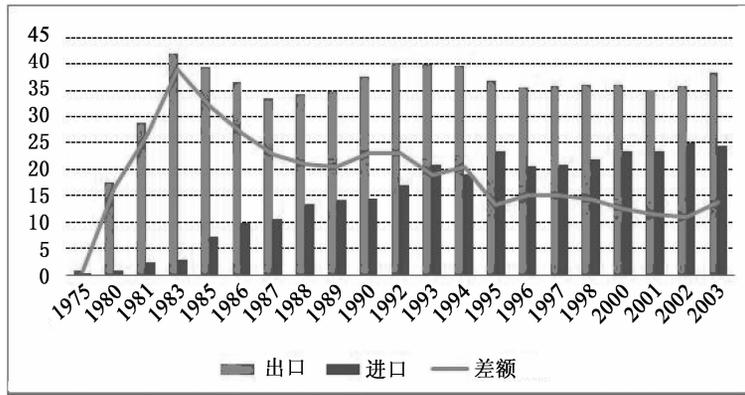


图3 日元在国际贸易结算中的比重(1975年~2003年)

数据来源:1983年及以前:ジェフェリー・A・フランケル、C・フレッド・バーグステン著、高橋由人訳、「円・ドル合意後の金融市場」、東洋経済新報社、1985年10月;1985年起:日本通産省「輸出確認統計」、「輸入報告統計」。

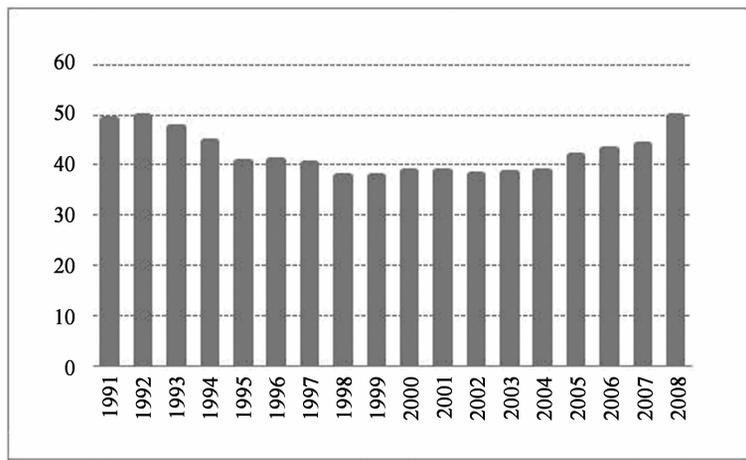


图4 国际大宗商品在日本进口贸易中的比重(%)

注:国际大宗商品指初级产品、矿物燃料以及农产品;在国际市场上,这些大宗商品是以美元来计价和交易的。
数据来源:Ministry of Finance, Japan。作者依相关数据加总得到。

三、外汇储备和贸易结算功能的关系

对于国际货币而言,外汇储备和贸易结算,是其全部功能的两个重要端点。如表2所示,根据

货币功能的3个方面以及2类使用主体,国际货币的职能可以细分为6种情况。其中的贸易结算属于私人将货币用于交易媒介的情况,处于表格的左上角;而外汇储备,则属于官方将货币用于价值贮藏,处于表格的右下角。

表2 国际货币的职能细分

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

资料来源:Hartmann(1998)。

这两种职能,分别处于国际货币职能诸多分类的两个极端。关于两者的关系:(1)一种货币在私人部门当中,被较多地用作交易媒介,则将引致官方对这种货币资产进行价值贮藏。而且,由执行交易媒介功能而引致的价值贮藏,由于具有真实的经济交易作为基础,因此其行为将具有相应的稳定性。(2)而缺乏交易媒介功能作为支撑的价值贮藏功能,这种行为易沦为纯粹的投机、投资工具,并且价值贮藏的角色地位也将受到这种货币价格(汇率)变化的影响而富有波动性。而日元则正是后一种情况,缺乏贸易结算功能的支持,日元在外汇储备中的地位也是非常不稳固的;也正是由于这种原因,日元国际化的长期进程缺乏实体经济及贸易部门的强有力支撑,因此出现了日元国际化的波折之路。

四、人民币在跨境贸易结算中(将会)遇到的障碍

与日元的情况相比,人民币在跨境贸易结算中遭遇的困难将会更为严重,这将在短期内严重限制人民币国际化在贸易领域有所作为,并将在长期中影响人民币国际化进程的稳健性。同样从贸易结构的角度来看,影响中国外贸企业采取依市场定价(PTM)行为的主要因素有以下几个方面,这些因素将导致人民币贸易结算的推进面临困难:

(一)中国的进口商品贸易结构中,国际大宗商品占比同样较高。一直以来,大宗商品在中国的进口贸易中占比在40%上下波动,在2001年前后有显著下降,但此后随着国际市场原油、铁矿石等商品的价格上涨和进口数量增加,其占比又开始呈现出上升趋势。2007年的比重略高于36%。这就意味着,在总体的进口贸易中,36%的部分将首先被确定使用美元进行结算,只有其余部分才有可能使用人民币结算。尽管这个比例低于日本的情况,但是考虑到后文所附的几个额外考虑,则中国的情况仍然不容乐观。

(二)中国企业自身的产品定价权(Pricing Power)较弱。在对外贸易中,以何种货币进行结算,关系到交易双方的汇兑成本、汇率风险等利益问题,由贸易结算货币的改变所带来的上述财务成本,都将被理性的交易双方所考虑。因此,贸易结算中的货币选择问题,从本质上来讲,就是一个交易双方定价权的权衡。最后的贸易结算币种选择,必然是倾向于定价能力更强的交易参与者,而定价能力较弱的交易者将承担更多的汇兑成本和汇率风险。2008年第2季度,中国人民银行进出口额前18位的省(市)1121家外贸企业进行的调查结果显示:中国出口企业在产品定价权方面处于弱势。如图6所示,完全没有定价权的企业数量约占10%,定价能力较弱的企业占47.4%,只有剩下四成的企业具有较强的定价能力——而这部分企业中又有相当的数量是外资企业。这些外资企业通常是其母公司在中国的分支机构。对于这部分企业而言,除非是将资金使用于中国的经营活动,否则使用人民币进行贸易结算的益处也并不明显。

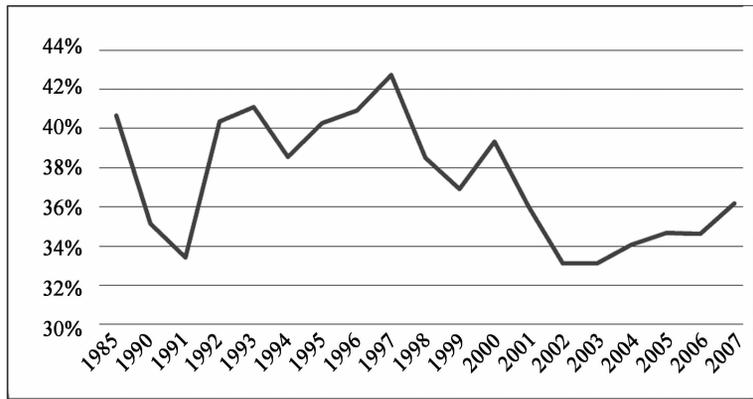


图 5 国际大宗商品在中国进口贸易中的比重(%)

注：国际大宗商品是指初级产品、矿物燃料以及农产品等；在国际市场上，这些大宗商品通常是以美元来计价和交易的。作者根据各项相关数据加总得到。

数据来源：《中国统计年鉴》，国家统计局。

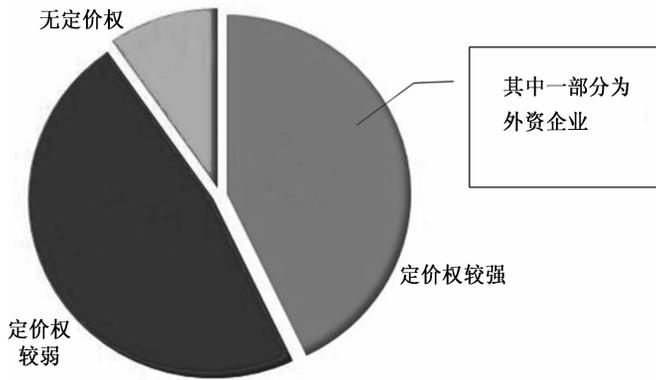


图 6 中国企业的出口定价权调查

数据来源：2008 年第 2 季度，中国人民银行进出口额前 18 位的省(市)1121 家外贸企业进行的调查。

(三)中国的加工贸易在外贸中占比很大。加工贸易，一般以“两头在外”和“低附加值”为特点。虽然这部分商品最终是由中国出口，但是，从增加值的角度看，这类商品的主要生产环节并不在中国。也就是说，在中国企业进行加工这个生产环节所产生的成本开支占比甚低。在此情况下，对于外国生产商而言，对加工贸易的进、出口环节同时使用外币计价和结算，既能减少汇兑成本，又能起到类似对冲的作用从而规避汇率风险。因此，占比较高的加工贸易，意味着人民币贸易结算的可能空间进一步受到了挤压。如图 7 所示，中国的加工贸易在总体外贸中的比重，在近些年来达到历史的高位然后趋于稳定。目前，进出口贸易中的加工贸易比重，分别达到约 40%和 50%的水平。

从总体上来看，虽然上述三个方面的因素有重叠的情况，例如：一个定价权很弱的出口企业，也可能同时是一个从事加工贸易的企业。尽管如此，与日本贸易结构特点主要反映在进口大宗商品比重较高相比，中国的贸易结构将会对人民币国际化制造更多的障碍。并且，鉴于日元在贸易结算职能和外汇储备职能方面的历史表现，中国也很有理由对人民币国际化的未来所可能具有的波折性表示同样的担心。

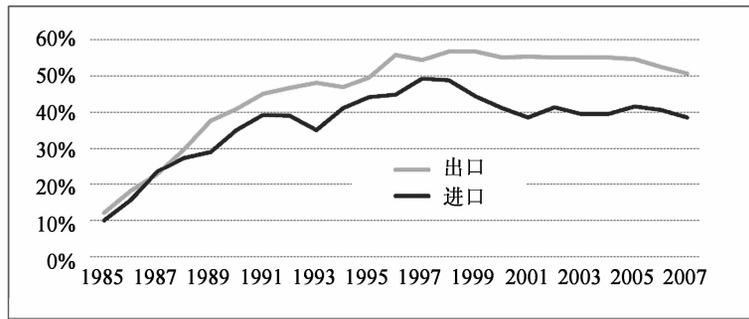


图 7 加工贸易在中国贸易中的比重

数据来源:CEIC, 2009。

参考文献

- Cohen, B. (1998): *The Geography of Money*, London: Cornell University Press.
- Fukuda, S. (1996): "The Structural Determinants of Invoice Currencies in Japan: The Case of Foreign Trade with East Asian Countries", In: Takatoshi Ito and Anne O. Krueger (eds.), *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago: University of Chicago Press.
- Hartmann, P. (1998): *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: the Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Ito, T. (1993): "The Yen and the International Monetary System", In C.F. Bergsten and M. Noland (eds.), *Pacific Dynamism and the International Economic System*, Washington, D.C.: Institute of International Economics.
- Sato, K. (1998): "The International Use of the Japanese Yen: the Case of Japan's Trade with East Asia", *Working Paper Series Vol. 98-16*, The International Centre for the Study of East Asian Development, Kitakyushu.
- Ogawa, E. (2001): "The Japanese Yen as an International Currency", *Regional Financial Arrangements in East Asia*, Korea Institute for International Economic Policy (KIEP).
- Ogawa, E. and Sasaki, Y. (1998): "Inertia in the Key Currency," *Japan and the World Economy*, 10, 421-439.
- Swoboda, A. (1969): "Vehicle Currencies and the Foreign Exchange Market: the Case of the Dollar", In Robert Z. Aliber (eds.), *The International Market for Foreign Exchange*, New York, Praeger Publishers.
- Tavlas, G. (1991): "On the International Use of Currencies: the Case of the Deutsche Mark", *Princeton Studies in International Economics*, International Economics Section, Department of Economics Princeton University.

(责任编辑:程 炼)