

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

美國銀行美林證券東協研討會
「人民幣國際化的條件、收益與路徑」
出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：林秉融/助員

派赴國家：新加坡

出國期間：104年3月3日至3月7日

報告日期：104年6月

目 錄

壹、前言	1
貳、國際貨幣的定義	2
參、美元、日圓與歐元國際化的發展	5
肆、人民幣國際化的條件	9
伍、人民幣國際化的障礙	12
陸、人民幣國際化的收益與成本	15
柒、人民幣國際化的路徑	20
捌、心得與建議.....	21
參考資料.....	23

美國銀行美林證券東協研討會

「人民幣國際化的條件、收益與路徑」出國報告

壹、前言

職奉派於民國 104 年 3 月 3 日至 3 月 7 日參加美國銀行美林證券（Bank of America Merrill Lynch）所主辦，於新加坡舉行為期 3 日之「2015 ASEAN Conference—Connecting ASEAN」研討會。

本次研討會參加人員主要來自國際金融機構之固定收益部及股票交易部，合計報名註冊參與研討會之人員超過 700 人。在這三天期的研討會，主辦單位總共安排 26 場不同主題的研討會，內容包含東協國家產業投資分析、東協國家的經濟發展與政治現況、油價的影響、自由貿易協定、網路購物趨勢與人民幣國際化等多元化的主題。每場研討會的時間為 1 小時，講者主要為美國銀行美林證券之研究員，其他則為應邀之新加坡、泰國與印尼政府官員，以及私人企業主管，演講過程以摘要與圖表作概述性介紹為主，輔以 Q&A 與即時問券調查方式與現場人員互動。研討會議題內容層面較為廣泛，當中「人民幣國際化」的議題與職員業務相關，因此本報告將針對人民幣國際化發展的相關資料作進一步的報告。

本報告內容共分為七個小節，除前言外，第二與第三小節介紹國際貨幣的定義與身為當前國際貨幣的美元、日元與歐元的發展過程。第四與第五小節介紹人民幣國際化發展具備的有利條件與可能面臨的障礙，第六節介紹國際化可能獲得的收益與承擔的成本，第七節介紹人民幣國際化發展的路徑，最後第八節為結語與心得。

貳、國際貨幣的定義

貨幣國際化是一國主權貨幣使用的國際化，即一國貨幣跨越國界，在國際間流通用於貿易結算，進行金融市場交易，並且成為外匯準備的主要貨幣之一，能被國際上普遍接受和使用，最終成為國際貨幣的過程。

多數研究主要從使用範圍和貨幣的功能來定義國際貨幣(甄峰, 2014)。在使用範圍方面，國際貨幣的定義為：在國際往來支付中被廣泛使用的，以及在主要外匯市場上被廣泛交易的貨幣。此一定義是 International Monetary Fund(IMF)協定第三十款在對自由使用貨幣(freely usable currency)解釋的衍生。IMF 對一國貨幣加入特別提款權(Special Drawing Rights)，即要求該貨幣應當是可以「自由使用」的貨幣，而非「自由兌換」貨幣。前者比後者有更高的條件和要求，可自由使用的貨幣一定能夠自由兌換，但可自由兌換的貨幣未必能夠在全世界範圍或區域範圍內自由使用。而在廣泛使用和廣泛交易並未有明確的條件下，部分學者把占比全球外匯準備 1% 以上及外匯交易 4% 以上的貨幣稱為國際貨幣(陳建奇&張岸元，2014)。

在貨幣的功能方面，Cohen 於 1971 首次將貨幣的三種功能(交易媒介、計價單位元和價值儲藏)分別在公部門與私部門作探討，認為不論一國的公部門和私部門出於何種目的，將本幣使用範圍擴展到該國之外時，貨幣功能能從國內擴展到國外，該種貨幣即發展成為國際貨幣(Cohen，1998)。國際貨幣的功能於私部門和公部門所具有的特徵，如下表所示(沈中華&王儷容，2012)。在交易媒介方面，國際貨幣於私部門用於貿易和資本資產的交易結算，於公部門則用以調節外

匯市場和平衡國際收支；就計價單位而言，國際間商品、服務和金融交易使用國際貨幣作為計價的單位，在公部門則是被盯住的主要貨幣；在價值儲藏方面，國際貨幣在私部門成為持有與投資使用的貨幣，在公部門則成為政府的準備貨幣。

貨幣功能	私部門	公部門
交易媒介	結算貨幣： 私人用於清償彼此間債權及債務關係之貨幣。目前，美元是最為世界所接受做為交易媒介的貨幣。	干預貨幣(intervention currency)： 一國央行為了穩定其匯率所必須買進及賣出的的貨幣。
計價單位	計價貨幣： 國際間私人用於彼此間債券及債務關係之貨幣。例如國際上黃金、石油均是用美元來計算價格。	被釘住的貨幣(pegging currency)： 在公部門國際貨幣的計價功能是可以被他國釘住的貨幣。例如美元被大部份國家所釘住。
價值儲藏	投資貨幣： 私人持有國際貨幣及計價的金融資產。	準備貨幣(reserve currency)： 一國央行所持有國際貨幣及其計價的金融資產，作為其外匯存底的一部分。

資料來源：沈中華、王儷容(2012)

貨幣歷史學者將國際貨幣發展程度的差異，分為不同的層次結構，其中，Cohen(1998)根據競爭優劣將貨幣分為 7 個等級結構，稱為貨幣金字塔(Currency Pyramid)。金字塔頂端是頂級貨幣(Top Currency)，具有優勢的地位與全部的貨幣功能，在全球被廣泛使用。頂級貨幣下面是貴族貨幣(Patrician Currency)，雖然被廣泛使用，但達不到主導全球的程度。再下面則是所謂的精英貨幣(Elite

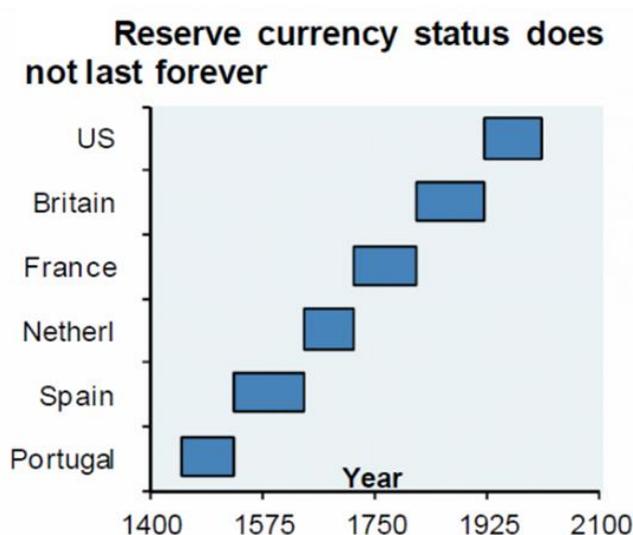
Currency)，在跨境使用上具有某種程度的吸引力，但只在有限的區域和範圍使用。最下面 4 個等級都是僅限於國內使用的貨幣。對於國際貨幣的分級，本國學者依據全球貿易、資產計價結算與外匯儲備作為衡量方式，將目前使用的國際貨幣化分為 4 個等級，第 1 級為美元，第 2 級是歐元，第 3 級是日圓與英鎊，第 4 級是瑞士法郎、澳元與加元，下表為文中所分級的國際貨幣所扮演的角色(黃志典，2013)。

	貿易計價結算	資產計價結算	外匯準備
第 1 級: 美元	美元是國際貿易主要的結算貨幣，在沒有美國參與的貿易中佔有重要地位。	主要國家銀行資產、國際債券市場與外匯衍生性商品市場的主要計價貨幣。	占全球外匯準備的 62%，為多數國家所持有。
第 2 級: 歐元	國際貿易中的結算比例僅低於美元，但主要在歐盟內部貿易中使用。	以歐元計價的銀行資產比例次高，國際債券比例高於美元，外匯衍生性商品明顯低於美元。	占全球外匯準備的 24%，歐盟國家及周邊國家持有比重較高。
第 3 級: 日圓、英鎊	國際貿易的結算比例明顯低於歐元，主要在有本國參與的進出口中使用。	國際金融市場所扮演的計價貨幣角色明顯低於歐元。	占全球外匯準備的 4% 左右。
第 4 級: 瑞士法郎、 澳元；加元	國際貿易中的結算比例比日圓和英鎊還要低。	國際金融市場所扮演的計價貨幣角色明顯低於日圓和英鎊。	各占全球外匯準備的 0.5% 以下。

資料來源：黃志典(2013)

參、美元、日圓與歐元國際化的發展

觀看近代的國際貨幣體系經歷了金本位時期、英鎊時期、布列敦森林體系(Bretton Woods system)的美元時期以及現行以美元為主導的多元貨幣體系時期，可知國際貨幣體系並非是單一不變。國際貨幣地位的競爭，都會隨著世界各國政治、經濟、軍事等國力的興衰而變。某些新興國家和地區經濟實力的增強，也可能使一國貨幣發展為被國際社會使用和接受的國際貨幣。下圖顯示從 15 世紀到 20 世紀身為國際主要準備貨幣國家的更迭，從歷史來看，沒有哪個國家的貨幣是能長期佔據主要國際準備貨幣的角色。上世紀崛起成為國際貨幣的幣別包括美元、日圓與歐元。本節將簡略介紹這三種貨幣發展的歷史。



資料來源: J.P.Morgan(2012), Figure c37

一、美元國際化的發展

儘管美國的經濟規模在 19 世紀末就已經超過了西歐各國，但英鎊仍有相當長的一段時間維持主要國際準備貨幣的地位。美元的國際化除了得益自身經濟實力的推升外，更受益於二次世界大戰提供的契機。第一次世界大戰使得歐洲政局動盪，大量資金和技術流向美國，這為美國本土的發展提供新的前進動能。在第二次世界大戰時期，由於美國本土遠離戰場，而成為同盟國的補給基地，美國在大發戰爭財之際，經濟實力也快速擴增並成為世界最大的債權國。美國的黃金儲

備在這段時間從 1938 年的 145.1 億美元快速增加到 1945 年的 200.8 億美元(楊虹，2010)，為美元獲得國際貨幣的主導地位創造了有利的條件。

1943 年 9 月到 1944 年 4 月，同盟國各國對重建國際貨幣制度的計劃有不同的設計與爭論，其中以美國與英國所提出的方案最受到重視。此一交鋒也反映美英兩國經濟地位變化，美國為自身國家利益與國際地位，爭取主導世界金融制度的企圖。1944 年 7 月 1 日，在美國的布列敦森林市召開 44 國代表參加的聯合國貨幣金融會議，當時正處於二戰的反攻時期，美國在政治、軍事與經濟實力皆達到壓倒性的主導地位，因此會議上通過以美國政府的懷特計畫為藍本的國際貨幣基金協定，確立以美元為中心的布列敦森林體系。

美元在二戰的特殊背景下崛起成為國際貨幣，在其強大經濟實力與國際影響力下，透過聯合國貨幣金融會議所通過布列敦森林協定成為唯一與黃金掛勾的國際計價單位，建立一個以美元為主體的全球性匯率制度。儘管在 26 年後因為美元氾濫無法與黃金繼續兌換而導致布列敦森林體系解體，但在之後美元仍依賴美國強大的政治經濟實力繼續維持著全球國際貨幣的主導地位。

二、日圓國際化的發展

在美國政府宣佈美元與黃金脫鉤後，日圓開始對美元浮動，啟動日圓升值的序幕。日本政府為應對日圓升值造成對日本企業出口的壓力，遂鼓勵在與日本進出口的貿易中使用日圓結算。1980 年日本政府修法，原則上取消外匯管制，實現日圓的自由兌換。之後日圓的國際化成為日本政府的目標，陸續放寬境外日圓貸款與發行日圓債券的

限制，設立日圓離岸中心，並取消資本管制的措施。80 年代日本因為連年巨額國際收支順差，取代美國成為世界最大的貸款國和債權國。隨著日元升值，日元大量流出日本，日元的使用範圍逐步擴大，在貿易結算、外匯準備、國際投資與信貸等方面的使用全面提高。在世界各國的外匯準備中，日圓的比重在 1990 年代左右達到高峰(Galati & Wooldridge, 2006)，成為多元國際貨幣體系中，僅次於美元和馬克的第三大國際貨幣。

雖然日元的國際化地位得到了各國的廣泛承認，日本政府也採取一系列的措施推動日圓的國際化，但是國際化過程中，日元大幅度的升值給日本經濟帶來了嚴重的負面影響，造成出口衰退與資產泡沫化。隨著 90 年代日本資產價格的崩跌，日本陷入經濟停滯的泥沼，為日本帶來失落的 20 年，也帶來日圓國際化成果的全面倒退，近年更是面臨東亞局勢變化的影響，占全球外匯準備的比例在 2014 年已下降至 4%(Wikipedia)，成為與英鎊相同等級的國際貨幣。

三、歐元國際化的發展

歐盟共同貨幣的建立經歷了半個世紀，首先是因應布列敦森林體系美元氾濫的信心危機，1969 年海牙會議，歐洲部分國家決定籌建歐洲經濟與貨幣聯盟，揭開歐元誕生的序幕。有鑑於各國對聯盟實施方式的爭執，以荷蘭首相兼外交大臣魏納為首的委員會於 1970 年 5 月提出歐洲經濟與貨幣聯盟的初步計畫，但因彼此歧異與國際情勢並未有實現的機會。後續歷經「蛇行浮動機制」與「歐洲貨幣體系」的嘗試，為之後共同貨幣的成立奠定結盟與合作的基礎。1991 年 12 月，12 國領袖聚集在荷蘭馬斯垂克舉行會議，通過「馬斯垂克條約」，約

定分三階段逐步實現歐洲經濟與貨幣的聯盟。條約生效後，歐盟於1994年成立「歐洲貨幣機構」，負責貨幣政策的協調，以及處理單一貨幣發行的細節，並1995年的馬德里歐洲高峰會議，決定以「歐元」作為共同貨幣的名稱。1998年符合條款標準的11個會員國，成為歐元區的第一波會員，同年「歐洲中央銀行」成立。1999年正式啟動歐元區，發行單一貨幣—歐元，以逐漸取代歐元區的各國貨幣，在2002年1月1日，歐元成為該區域內唯一在市場流通的法定貨幣。

歐元區啟動後，為加大歐元國際化的腳步，採取增加國際貿易中歐元結算的比重、加強歐元的國際投資貨幣的地位與完善歐洲金融市場等措施，在十年內發展成為僅次於美元的第二大國際貨幣。歐元的成功不同於傳統以國家主權為基礎的國際化貨幣，是依賴聯盟的強制力取代原有貨幣，成為世界貨幣史上第一個不依賴黃金又不依賴單一國家主權的國際區域貨幣。歐元能成為國際貨幣主要有下列4點有利的因素(餘翔，2009)。首先是歐元作為歐元區的單一貨幣，有助於減少區域內多種貨幣匯兌帶來的交易成本與匯率波動，有利於創造歐洲經濟的規模效應，促進貿易的增長。其次，歐元區整體的經濟實力為歐元國際化提供發展的支柱。第三，歐元區對成員國的政府財政預算赤字、預算平衡和公共債務、通貨膨脹率、利率都作了明確的規範，為歐元幣值的穩定提供制度性保障。第四，在以美元為首的多元貨幣體系下，歐元是替代美元最強而有力競爭貨幣，一些國家出於規避政治風險和經濟風險的考慮，將歐元視為替代美元的最好選擇。

四、國際化的歷史經驗

美元、日圓與歐元的國際化的發展歷程不同，但仍有共同之處。

曹玉瑾等(2014)回顧貨幣的國際化發展過程，總結下列七點經驗：

- (一)強大的經濟實力是一國貨幣國際化的基礎。
- (二)貨幣國際化過程除了市場競爭的淘汰優劣之外，政策推動的作用也是發展的關鍵因素。
- (三)穩定的貨幣購買力是一國貨幣成為準備貨幣的必要條件。
- (四)建立公開與穩定的金融市場是成為國際貨幣的前提和保障。
- (五)貿易的順差國需建立良好的貨幣循環流通管道。
- (六)正確抓住貨幣升值帶來的機會。
- (七)充分利用離岸市場促進貨幣國際化。

肆、人民幣國際化的條件

早在 1990 年代即有中國學者提出人民幣國際化的構想，但受限於當時的經濟實力、綜合國力與全球情勢，仍處於紙上談兵的階段。2008 年次級房貸後的美元量化寬鬆政策，導致中國龐大美元資產面臨貶值與購買力減損的威脅，而持續累積美元外匯的風險更不是中國所樂於承擔，中國政府遂於 2008 年後開始積極的推動人民幣國際化的政策。近年來人民幣在推動下於國際的使用上獲得快速的發展，2014 年已成為第 5 大跨境交易貨幣，不過占比僅 2% 左右，未來仍有很大的成長潛力。本節將敘述目前有利於人民幣國際化發展的條件。

一、經濟和貿易規模

人民幣能夠成為國際貨幣，其首要決定因素是中國對世界經濟的重要性不斷增加。中國 GDP 在 2010 年超過日本，成為全球第二大經

濟體，強盛的經濟實力使得人民幣初步具備國際化的條件，未來經濟規模不斷擴張下，預估可能在 10 年內超越美國，經濟實力將強力支持人民幣在全球發揮更大的功能。此外，中國對外貿易總量已在 2013 年超越美國，成為全球貨物貿易的第一大國，貿易規模和比重不斷提高使人民幣具備國際大規模交易和流通的基礎。Eichengreen (2011) 指出，中國身為全球第二大經濟體的規模，已具備建立具有深度以及流動性的金融市場所必需的條件；人民幣計價的金融市場，得益於龐大的對外貿易與國際資金的流入，也已具良好的內生條件。

二、國際貨幣格局的轉變

牙買加協定後，美元一枝獨秀的準備貨幣體系，雖被美元為首的多種貨幣體系所取代，但美元仍是最重要的國際貨幣，在國際貿易計價和結算支付、國際金融交易和借貸與全球外匯準備等多個方面，佔據明顯的領先地位。然而美國次貸危機演變為全球金融危機，暴露此一美元為首的國際貨幣體系的缺陷，使各國體認到多元貨幣體系和多種準備貨幣的重要性。將人民幣納入多元化國際貨幣體系，可以成為許多國家央行分散外匯準備風險的選擇，為人民幣走向國際化提供發展的空間(Lee, 2013)。

三、亞洲經貿合作加強

中國已經超過美國和日本，成為許多亞洲國家的第一大交易夥伴如日本、韓國、新加坡和馬來西亞。人民幣的區域化在亞洲部分地區已取得一定的進展，在一些邊境貿易和邊境直接投資中，人民幣成為直接計價和結算的貨幣，人民幣的支付、計價和儲藏等功能在區域內日益彰顯，影響力也不斷攀升。未來，東南亞區域全面經濟夥伴協

定(RCEP)、亞洲基礎設施投資銀行與一帶一路的政策推動，更將加強中國與許多亞洲國家的緊密經濟關係，將提升周邊國家和地區對人民幣的需求量，促進人民幣在亞洲地區的流通使用。

四、貨幣穩定性

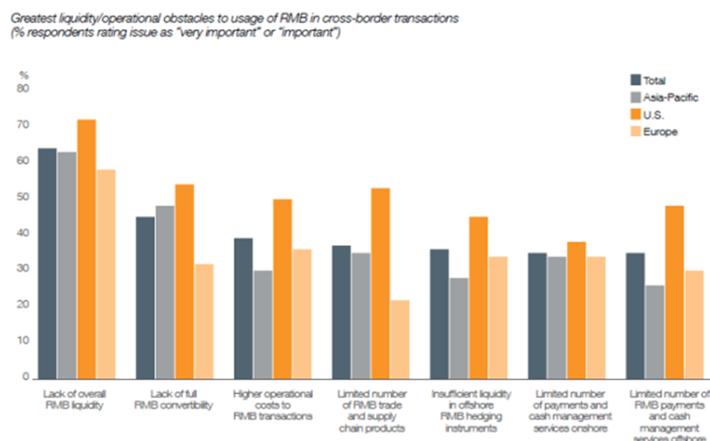
幣值穩定使持有者不易遭受損失，不斷升值又可使持有者獲得額外收益。中國國際收支順差使得人民幣穩步升值，連續多年的升值趨勢建立境內外對人民幣幣值長期穩定的心理預期，為人民幣國際化提供了有利的信心支援(李玉梅，2012)。只要中國經濟保持相對穩定的成長，短期人民幣匯率的波動，不會改變人民幣長期升值的預期，國際收支順差持續存在，人民幣匯率就會保持中長期的強勢。此外，中國龐大的外匯準備使持有者可以隨時將人民幣兌換成外匯，也能夠有效抵禦熱錢對人民幣投機性衝擊，為人民幣國際化提供了信心保障。

五、政治與軍事影響力

美國的經驗顯示國際政治與軍事影響力，在一定的程度左右當時以美元為主的布列敦森林體系的訂定。中國經過多年的改革開放，除了經濟實力的拓展，在國際政治的舞台也扮演越來越重要的腳色。在軍事力量方面，Global Firepower 公布 2015 年全球最新軍事排名，已成為僅次於美國與俄羅斯的強國。中國在經濟、政治與軍事的多方面的綜合實力，使中國的國際地位明顯大幅提升，在國際外交舞臺上扮演著越來越重要的角色，對世界事務的影響力不斷上升，上述變化將逐漸發酵在人民幣國際化的發展上。

伍、人民幣國際化的障礙

在 2015 年一份涵蓋 150 位資深經理人對人民幣使用的調查報告指出，64% 的人認為人民幣的流動性是造成人民幣跨境交易的主要障礙。此一結果顯示中國政府在推動人民幣邁向國際化的腳步時，仍有多阻礙需要克服。以下將介紹人民幣國際化的過程，可能需要面對與解決的障礙。



資料來源: Euromoney

一、貿易結構的限制

從中國的貿易區域結構來看，進出口主要集中在歐美等發達國家，在歐美區域多使用美元與歐元作結算，此一慣性的使用，對中國貿易人民幣結算形成重要障礙，在很大程度上影響了人民幣國際化的廣度。黃志典(2013)指出國際貨幣的使用有明顯的慣性，以美國為例，儘管其經濟規模占世界經濟規模的比重由二戰後初期的五成多下降跌到現在的 2 成左右，但美元仍在全球維持主導的地位，除非國際政經地位受到重大衝擊，否則其他國家的貨幣很難取而代之。

一國產品的差異程度越高，該國出口商選擇計價貨幣的權力越大，越可能使用本國貨幣(黃志典，2013)。從中國的貿易的產品結構來看，出口產品仍以全球供應鏈低端的勞動密集型產品與附加價值相對較低的資本密集型產品為主。在此情況下，中國企業實際上較難有使用人民幣作為計價貨幣的選擇，妨礙人民幣國際化的推展。

貿易結構的限制，也反應在目前人民幣跨境結算結構的失衡現象上。人民幣跨境結算的規模從 201 年的 0.51 萬億元成長到 2014 年的 6.55 萬億元，雖然近幾年獲得快速的提升和拓展，但仍存有結算區域失衡與收付比失衡的問題(蔣序懷，2015)。在結算區域方面，人民幣貿易結算主要集中在香港和新加坡等東亞國家地區，對與中國貿易關係密切且規模龐大的歐美國家幅射極為有限。在結算收付方面，存在進口支付人民幣比例較大，出口收入人民幣與貿易結算較少的問題。在目前中國國際貿易的跨境結算仍是以美元與歐元為主導且中國龐大的經常帳逆差仍持續累積外匯下，人民幣貿易結算收付比的失衡，長期將帶來負面的影響。

二、資本帳管制

中國的資本帳與金融帳未能完全自由兌換，對人民幣的自由流通造成很大的限制。境外居民在中國境內購買股票債券等金融資產受到限制，使用在離岸人民幣市場又有其侷限性，有限的投資管道與回流機制，除了降低境外居民持有的誘因，也約束人民幣在國際貿易與國際金融市場的發展空間。Kawai 和 Takagi(2011)基於日元國際化的經驗表示經濟實力與資本帳的自由開放是提高人民幣在國際角色的兩個基石，然而人民幣在缺乏資本帳可兌換性的情形下，絕不可能成為具有支配地位的國際貨幣，特別是存在其它有吸引力的競爭性國際貨幣時。

在一國貨幣的國際化進程中，經濟規模決定了貨幣地位的變化方向，而網路外部性決定了其變化速度(周宇，2012)。國際間越多人使用人民幣，持有人民幣的使用者就會獲得越高的使用價值，市場的接

受度也會相應提升，促進人民幣使用人數的擴大。中國資本帳管制措施，侷限非居民持有人民幣資產的流通管道，就會使全球使用該國貨幣進行交易的人數受到限制，該貨幣就無法擁有較好的網路外部性。而中國為了維持匯率的穩定與避免對國內金融市場與實體經濟的衝擊，仍需要以較長的時間緩步放鬆對資本帳的限制，這一政策會阻塞網路外部性的連結，推遲人民幣國際化的速度。

三、金融市場發展滯後

中國金融市場發展的落後，國際化程度不足，可能在中期內阻礙人民幣國際化所能達到廣度與深度的因素之一。目前中國金融市場發展落後的主要表現是金融體系仍然由銀行主導，受到政府的直接控制；股票市場雖然得到顯著發展，但在外國投資者參與市場方面仍然存在諸多限制；債券市場的規模與流動性遠遠落後於現有儲備貨幣發行國；外匯市場發剛剛起步，外匯衍生品發展滯後(沙文兵&孫君，2014)。

金融市場的發展也與網路外部性的形成相關，金融市場越發達，使用該國貨幣的交易者就越多，該貨幣的網路外部性就越強；反之，網路外部性就越弱(周宇，2012)。中國金融市場的落後妨礙網路外部性的形成，比如：中國銀行業的國際分支機構數量有限，外國客戶難以通過中資金融機構開展人民幣業務；公債市場的流動性較差與限制多，外國央行就會回避持有該國貨幣的外匯準備；金融市場的透明度較低，也影響非居民持有該國資產的積極性。

四、國際政治角力

人民幣國際化的推展，除了經濟因素，也會受到美國與日本對中

國崛起的反應等國際政治角力的影響。2014年10月在中國的主導下與印度與新加坡等21個國家簽署協議，宣佈籌設亞洲基礎設施投資銀行，這不僅有利於提升亞洲基礎設施建設，毫無疑問對於人民幣的區域國際化也有重要意義。日本出於對中國的考量沒有參與其中，韓國與澳洲兩個亞太主要經濟體在美國壓力下，並未在2014年申請為創始會員國，而是在2015年英國表態申請加入創始會員國後，才與其他歐洲國家成為第二波創始會員國。由此窺知在當前美國處於全球經濟主導地位與雙方政治理念存在根本差異的背景下，美國的態度有可能是阻撓人民幣成為世界主要國際貨幣的因素之一(蔣序懷,2015)。

五、經濟持續高速成長的隱患

近年來中國國內投資需求成為推動經濟持續增長的主要力量，但卻造產部分產業產能過剩、房地產泡沫化與地方債務高舉等隱憂。日本在上世紀末因日元大幅升值，出口嚴重削弱，出現資產價格泡沫帶來經濟成長的停滯，導致日元推行國際化成果的倒退。鑒於日圓的經驗，一旦中國經濟出現衰退，國際上對人民幣的需求必將大幅下降，將嚴重阻礙人民幣國際化的發展。在中國面臨經濟轉型的時刻，如何消除經濟增長的隱患、保持經濟健康發展與不斷增強經濟實力是推進人民幣國際化發展中最基本也是最重要的問題(莫凡、莫寧,2015)。

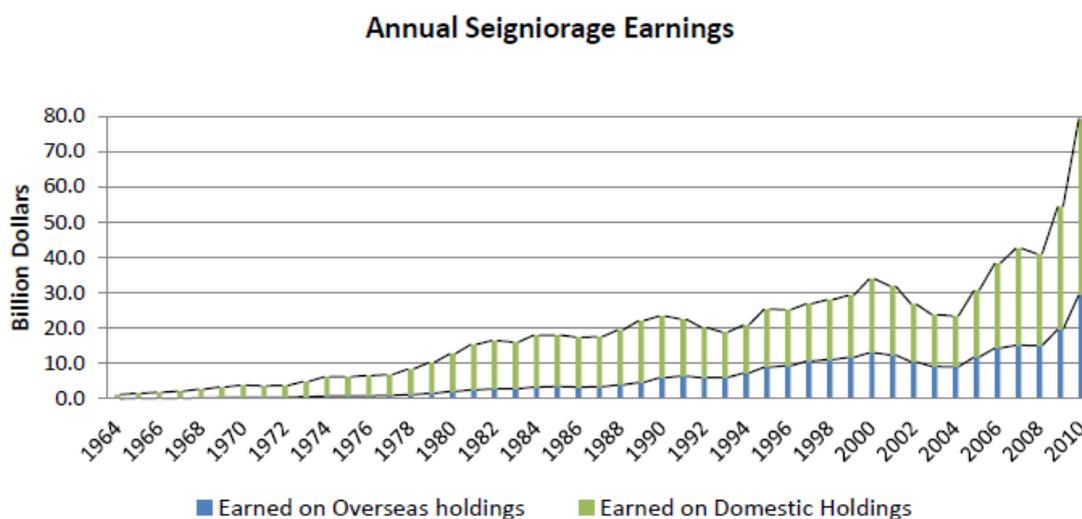
陸、人民幣國際化的收益與成本

中國將人民幣推向國際化的舞臺，勢必會從國際化中獲得益處與承受相對的成本。人民幣國際化的收益與成本在不同貨幣功能、國際化發展的層次以及國際化的週期有不同的衡量，本節僅僅是概略性介紹人民幣國際化可能的利益與成本。

一、國際化的利益

(一)國際鑄幣稅收益

鑄幣稅(Seigniorage)一般是指因貨幣發行所獲得現金面值超過其製作成本的鑄幣利差，而當一國的通貨被其他國家居民所持有時，該發行國即可獲得此一鑄幣利差，等於是貨幣在國際化後，該發行國以低廉的成本向外國居民換取實際經濟資源。以美國為例，過去文獻以 Federal Reserve Flow of Funds 的資料評估非美國本土持有的美元通貨發行量，在 1990 年至 2009 年之間，約落在 30% 至 39% (Feige, 2012)。下圖顯示美國從 1964 年至 2010 年從國外與本土所獲得的鑄幣稅，2010 年在國外所得鑄幣稅已高達將近 300 億美元。



資料來源: Feige (2012)

(二)融資成本的補貼

因為國際貨幣持有人的投資需要，使得該貨幣發行國的資產需求有效增加，因而降低該發行國的借貸成本，是變相的補貼該發行國的利息成本。Warnock and Warnock (2009)評估美國 10 年期國債，因為

國際美元持有者的需求，補貼利率高達 80 個基點，為美國聯邦政府和其國內其他借款人節約大約 1500 億美元。

(三)金融收益

國際貨幣發行國的金融機構能更容易創造以該貨幣計價的負債，獲得一種相對其他國家銀行的獨特競爭優勢，可以以更低成本拓展國際業務，獲取比國際化之前更大的收益。另外，透過發行國的金融機構進行國際貨幣的結算和支付，也為金融機構帶來相關的手續費收入。由此帶來的額外收益還包括投資的佣金收入和貸款、投資服務及其他輔助活動所產生的費用(馬榮華，2014)。

(四)減少交易與匯兌成本

國際貨幣發行國的非金融部門同樣受益，一個顯而易見的好處是，該國居民可以使用本國貨幣到國外旅行，享受旅行上的便利。對於該國居民從事對外貨品貿易、服務貿易與其他國際交易等使用本國貨幣，不僅可以去除匯率變動的風險，還可節省貨幣兌換的成本(黃志典，2013)。此外，該貨幣的本國企業在獲取該貨幣資金享有較低廉的成本，對企業的跨國經營帶來極大的便利性。

(五)融通國際收支赤字

非貨幣發行國國際收支赤字若透過緊縮性的經濟政策來調節該國收支，但這會對該國的經濟產生負面影響，造成失業增加、收入下降等後果，而國際貨幣發行國可以使用本國貨幣來融通此一赤字。美國過去因為全球準備貨幣地位，可以以低廉的成本向他國借來儲蓄盈餘融通其經常帳赤字的方式，被諷刺地稱為「囂張特權」(exorbitant

privilege)。此外，國際貨幣發行國也具有影響別國貨幣政策的主動權，非國際貨幣發行國只能根據貨幣發行國貨幣政策被動調節本國經濟政策(謝明瑞，2013)。

(六)國際影響力上升

影響力是貨幣國際化可能收益，原因是外國人在許多國際事務中產生對該貨幣的依賴，使貨幣發行國可以利用所掌握的金融資源對他國施加影響(馬榮華，2014)。國際貨幣發行國可藉由直接的行動影響他國，比如透過國際金融遊戲規則的制定，獲取政治與經濟的利益。相反地，敵對國家在局勢緊張時，可能會被國際貨幣發行國採取制裁的手段，比如美國曾經就凍結過巴拿馬的美元存款。

二、國際化的成本

(一)過度升值成本

貨幣在國際化過程中伴隨著一定程度的升值，對於發行國來說，持續地處於升值狀態會削弱該國的出口與內需市場競爭力。Dobbs et al.(2009)指出，美元因為是全球官方主要準備貨幣與流動資產，國際間對持有美元的需求增加，導致美元過度升值約 5%至 10%，評估對出口產業和跟國際產業競爭的內需產業帶來約 300 億至 600 億的財務成本。

(二)政策獨立性下降

貨幣國際化後，該國在調控經濟目標時，一方面要考慮到國內總體經濟狀況，另一方面要考量世界經濟變化的因素。在考慮政策變動對國內外經濟兩方面影響下，必然要平衡與協調內外政策目標，在必

要時為了國際經濟目標而可能喪失國內經濟某些方面的利益。國際貨幣發行國的貨幣政策目標也必須放在全球角度考慮，勢必需與其他國家的中央銀行在訊息溝通與目標政策協調等方面作更緊密的合作，貨幣政策的制定與執行將會受到牽制，降低了該國中央銀行政策的獨立性(黃志典，2013)。

(三)國內貨幣政策調控難度增加

因為他國居民持有大量國際貨幣，在國際資金自由進出的開放下，貨幣更容易受到外部的衝擊(李蕊，2015)。國內資金的流出，使得一國國內的貨幣政策只有部分作用於國內經濟變數，貨幣政策達不到預定的最終目標；而國外資金的流入，又使得國外政策波及到國內，可能使貨幣政策偏離預期目標甚至失效。國際資金的進出變大，將導致發行國中央銀行在制定與執行貨幣政策的難度上升。

(四)政策責任

取得國際貨幣地位後，作為獲取國際貨幣好處的回報，發行國要維持國外持有該貨幣者的信心，不得不根據國際經濟金融形勢的變化調整政策，以及在全球貨幣體系中承擔更大管理責任(馬榮華，2014)。相對於於所獲得的囂張特權，是其承擔國際責任並約束自我行為而帶來的成本。

(五)國際貨幣地位逆轉的風險

持有該國貨幣的外國居民，如果在各種國際貨幣間進行大規模轉換，可能形成對該國貨幣的擠兌和拋售，將對國際貨幣發行國的金融體系與實體經濟造成重大衝擊(黃志典，2013)。

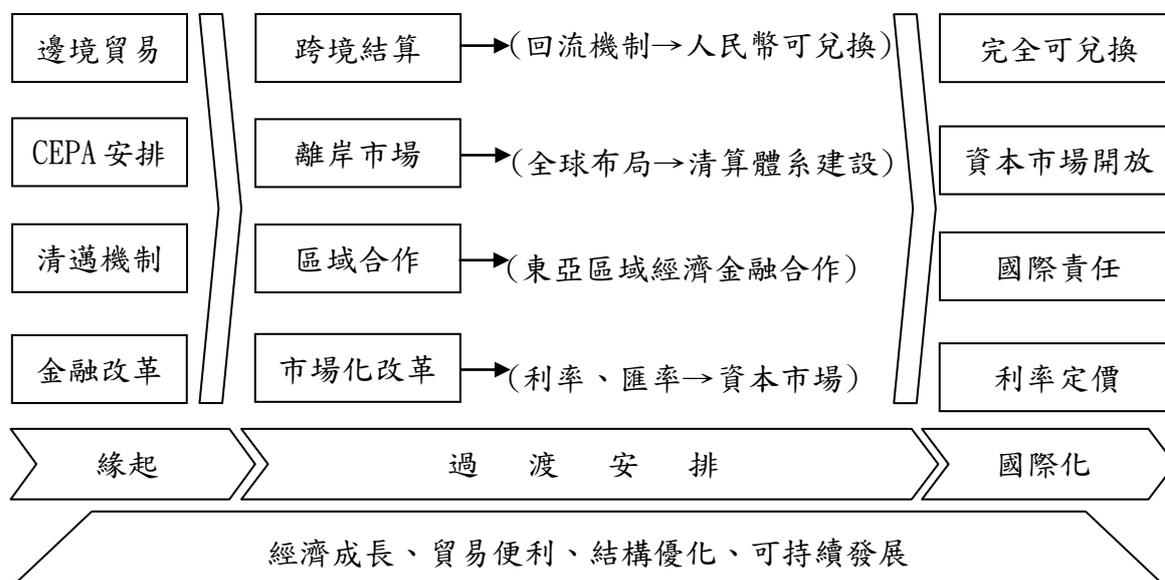
柒、人民幣國際化的路徑

黃志典(2013)指出一國貨幣國際化的路徑:就空間而言,是先周邊化,再到區域化,最後全球化;就貨幣功能而言,是從貿易貨幣到投資貨幣,到最後成為公部門準備貨幣;就金融政策而言,是先利率與匯率自由化,再到資本帳與金融帳自由化。

人民幣國際化的過程中,中國利用政策面的推進力量一直是在開放與衝擊之間的衡量下逐步調整自身的路徑,而這個步調或將是上述路徑相互銜接與相互交叉的穩步推進過程(邱晟晏、邱嘉鋒,2014)。就當前而言,人民幣國際化在起步階段已獲得較多的成果,目前的現況是:人民幣已逐漸實現周邊化的目標,在區域化上也獲得一定的發展;貿易項下的人民幣結算得到政策的大力扶持,發展迅速;除了存款之外的利率管制已全面開放,近期存款利率浮動區間上限與人民幣匯率雙向浮動區間的進一步擴大顯示中國在持續推進利率與匯率市場化的工作。而如貨幣互換協定、滬港通、成立亞投行等諸多已經實施或準備的政策,不單是為人民幣拓展了使用的網路與建立循環流動的機制,就國際化的發展來看,也是相互銜接人民幣國際化路徑的具體措施。

甄峰(2014)認為人民幣應該根據自身的特點進行多角度的穩步改革和推進,對人民幣國際化從萌芽、過渡階段到最後國際化,作了下圖的詮釋。周小川(2014)認為,人民幣國際化進程的緩急,最終仍然應當由市場決定。從目前的發展狀況,預估中國將在過度階段逐步的排除障礙與推進人民幣使用的廣度與深度,在中期內於亞洲地區發揮

國際貨幣的功能。



資料來源：甄峰(2014)

捌、心得與建議

身為符合目前國際貨幣的美元、歐元與日圓，在上世紀的發展過程有各自的歷史背景與特點，這些國際貨幣的發展條件值得作為人民幣國際化的借鏡。人民幣要推進貨幣在國際上的使用已經具備了一定的條件，在政策推動的助力下，近幾年取得快速的發展，然而背後也隱藏著不小的缺陷與阻礙。中國將在爭取利大於弊的衡量下，推動人民幣國際化的進程以及與其相關的資本帳可兌換、資本市場開放等項目，這個步調將是周邊化、區域化與全球化路徑相互銜接與相互交叉下穩步演變的過程。

本報告是比較基礎的學習，建立一個對人民幣國際化的輪廓，了解背景知識與相關的理論，透過建構人民幣國際化的框架，將有助於同仁在後續對資料與數據的解讀。本報告有下列限制。首先是近年

人民幣國際化的研究文獻越來越多，本告報僅在有限的資料作整理，觀點受限；其次是部分的概括性陳述，缺乏具體的文獻或數據為佐證；此外，題目的設定較為廣泛，許多項目可以在進行深入的探討；最後，報告主角是在人民幣國際化本身，並未探討到對臺灣的影響。

鑒於人民幣中期可能成為泛亞洲的共同使用貨幣，長期可能成為與美元和歐元相競爭的全球三大國際貨幣之一，本行應持續關注中國大陸相關的政策措施、實際的執行成效、市場資訊與國際情勢，評估對臺灣經濟環境與貨幣政策的中長期影響，以利於提出相對應的策略與方針，因應人民幣國際化所帶來的變化。

參考資料

- 李玉梅 (2012)，人民幣國際化進程中的障礙與建議，**國際貿易**，2012 年第 11 期。
- 李蕊 (2015)，人民幣國際化問題研究，**對外經貿**，2015 年第 2 期。
- 李慶利 (2014)，人民幣國際化利弊探討，**合作經濟與科技**，2014 年第 9 期。
- 沈中華、王儷容 (2012)，人民幣國際化，清算機制與台灣，**財團法人金融研訓院**。
- 沙文兵、孫君 (2014)，人民幣國際化的條件、影響與路徑，**經濟問題探索**，2014 年第 2 期。
- 周宇 (2012)，論人民幣國際化的兩難選擇，**世界經濟研究**，2012 年第 11 期。
- 金夢媛 (2015)，國際貨幣研究所:人民幣國際化不會一蹴而就，**大眾理財顧問**，2015 年第 3 期。
- 邱晟晏、邱嘉鋒 (2014)，人民幣國際化的路徑與措施探討，**學術交流**，2014 年第 5 期。
- 陳建奇&張岸元 (2014)，人民幣國際化研究文獻綜述，**經濟研究參考**，2014 年第 6 期。
- 黃志典 (2013)，人民幣國際化的現況、路徑與策略分析，**問題與研究**，第 53 卷第 53 期。
- 馬榮華 (2014)，人民幣國際化成本與收益再思考，**現代經濟探討**，2014 年第 2 期。
- 莫凡、莫寧 (2015)，人民幣國際化的起源、發展與未來，**哈爾濱金融學院學報**，2015 年第 1 期。
- 曹玉瑾、於曉莉 (2012)，主要貨幣國際化的歷史經驗，**經濟研究參考**，

2012 年第 9 期。

甄峰 (2014), 貨幣競爭與人民幣國際化, **金融監管研究**, 總第 31 期。

楊虹 (2010), 對人民幣國際化的思考:基於美元、日圓、歐元國際化的比較, **南京審計學院學報**, 2010 年第 3 期。

餘翔 (2009), 歐元國際化進程及其面臨的挑戰, **現代國際關係**, 2009 年第 1 期。

謝明瑞 (2013), 人民幣國際化的可行性分析, **財團法人國家政策研究基金會國政研究報告**。

蔣序懷 (2015), 人民幣國際化的現實基石:主要障礙及推進路徑, **中國經濟流通**, 2015 年第 3 期。

Cohen Benjamin (1998). *The Future of Money. Princeton University Press.*

Cohen Benjamin (2010). *Currency and State Power. APSA 2010 Annual Meeting Paper.*

Eichengreen Barry (2011). The renminbi as an international currency. *Journal of Policy Modeling*, 33(5), 723-730.

Feige Edgar L. (2012). New estimates of U.S. currency abroad, the domestic money supply and the unreported economy. *Crime, Law and Social Change*, 57(3), 239-263.

Dobbs Richard, David Skilling, Wayne Hu, Susan Lund, James Manyika, and Charles Roxburgh (2009), An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness. *McKinsey Global Institute.*

Galati Gabriele and Wooldridge Philip (2006). The Euro as a Reserve Currency: a Challenge to the Pre-Eminence of the US Dollar? *BIS Working Paper.*

Hartmann Philipp (1998). *Currency Competition and Foreign Exchange*

Markets. *Cambridge University Press*.

J.P. Morgan (2012). Eye on the Market: Outlook 2012. *J.P. Morgan Market and Economic Survey*.

Lee Jong-Wha (2013). Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency? *The World Economy*, 37(1), 42-62.

Long Kimberley (2015). RMB Usage Hampered by Expertise, Liquidity Deficit. *Magazine Euromoney*, Apr 2015.

Masahiro Kawai and Takagi Shinji (2011). The RMB as a Key International Currency: Lessons from the Japanese Experience. *Working Paper*.

Warnock Francis E. and Warnock Veronica C. (2009). International Capital Flows and U.S. Interest Rates. *Journal of International Money and Finance*, 28(6), 903-919.