

基于共同因子模型的人民币币权实证分析

魏 黎^{1,2}, 朱小梅¹

(1. 湖北大学 商学院, 湖北 武汉 430062; 2. 三峡大学 经济与管理学院, 湖北 宜昌 443002)

摘 要: 币权对一国经济的发展和政治利益的扩张有着重要的意义。在介绍国内外币权研究成果的基础上, 结合中国的实际情况, 以人民币价格发现能力为中介, 运用共同因子模型对人民币币权的掌控程度进行实证分析。研究发现, 金融危机后我国对人民币币权的掌控在一定程度上有了明显的提升; 并提出应顺应国际货币格局向多极化发展的变动趋势, 采取合理的措施增强人民币币权, 提升人民币的国际地位。

关键词: 人民币币权; 共同因子模型; 价格发现

【中图分类号】 F830.92

【文献标识码】 A

【文章编号】 1672-867X (2014) 01-0100-06

DOI:10.13727/j.cnki.53-1191/c.2014.01.018

伴随着经济全球化进程的加速, 金融全球化也随之向纵深发展。在金融资源的重要性日益凸显的时代背景下, 币权逐步成为影响当今世界体系的重要因素之一, 对世界政治经济格局都有着重要且特殊的影响。币权即货币权利, 它既是核心货币国家和世界性金融机构通过全球货币体系的设计和运行去控制及影响当代世界体系的权利, 同时也是大国或国家联盟综合实力的特殊表现形式^①。

二战后, 美国凭借强权构建了“布雷顿森林体系”, 由此拉开了美元成为世界货币的序幕。此后“牙买加体系”的建立又进一步捍卫和巩固了美元的霸权地位。纵观历史, 从美苏冷战, 到伊拉克战争; 从二战后的经济衰退到 2008 年的金融危机, 美国都能全身而退。究其原因, 这其中都离不开拥有全球货币霸权的美元通过向全世界融资进而转移本国负担的身影。从这个意义来说, 几乎拥有无限的融资能力和权利的美元甚至能影响和左右风云变幻的世界政治经济格局。1999 年欧洲单一货币自诞生之日起就显现出不凡货币权利的实力。IMF 相关报告显示欧元是仅次于美元排名世界第二的储备货币, 这也就意味着欧元具备与美元争夺全球性货币权利的能力并在现实中已经与美元展开了争夺。2012 年 IMF 正式将澳元和加元列为储备货币。这意味着, 国际货币格局正向着多极化的方向发展, 币权对一国利益的重要性日益凸现。据国际清算银行 (BIS)

2013 年 9 月 6 日发布的最新报告显示, 人民币首次跻身于全球十大外汇交易货币, 位列第九。这显示出随着中国经济实力的不断增强, 人民币的国际地位也在逐步上升。而人民币地位上升, 走向国际的过程同样也是获取货币权利的过程。那么如何衡量人民币的币权? 人民币币权的现实掌控情况如何? 现阶段人民币币权面临哪些机遇与挑战? 下阶段如何进一步拓展和提升人民币的币权? 这些都是本文将进行相应的实证和研究的内容。

一、文献综述

国内研究大多从政治经济学或是国际关系学视角入手研究人民币货币权利的。王湘穗近年梳理了币权的概念和理论框架, 认为币权的出现是当代政治体系发生重大变化的标志, 而美元币权制衡的缺失是导致 2008 年金融危机的国际政治原因。^② 美国、欧洲和日本出于国家债务的共同压力, 正在形成“债务者同盟”; 而中国与其他“金砖国家”在货币领域的合作, 已然形成“债权者联盟”; 货币的权利之争趋于激化。兰永海等认为, 美元凭借其霸权可以在全球经济金融化竞争的资本扩张中获取利益并转嫁成本, 因此中国亟待恢复人民币的主权货币性质, 以陆权为基础构建人民币币权战略安全。^③ 林宏宇, 李小三认为欧元的崛起和人民币国际化使美元全球性货币权利难以为继, 美元、欧元

【作者简介】 魏黎, 湖北大学商学院博士研究生, 三峡大学经济与管理学院讲师。

【基金项目】 国家社会科学基金项目“区域货币合作的金融发展收敛因素研究”(项目编号: 12BJL055) 阶段成果。

① 林宏宇 《货币权利之争是地缘政治冲》, 《中国社会科学报》2011 年 12 月 15 日 (015)。

② 王湘穗 《币权: 世界政治的当代枢纽》, 《现代国际关系》2009 年第 7 期。

③ 兰永海, 贾林州, 温铁军 《美元“币权”战略与中国之应对》, 《世界经济与政治》2012 年第 3 期。

和人民币这三大货币权利板块之间的两条夹缝成为地缘政治冲突的重灾区。^① 国外没有专门针对人民币币权的研究。其现有的关于币权的研究主要集中在主权货币的研究上。例如 Andre Broome 研究了中亚地区(哈萨克斯坦, 乌兹别克斯坦和吉尔吉斯斯坦)的货币改革, 认为在 IMF 的帮助下, 上述三国顺利度过了前苏联解体后的本国货币混乱的过渡期, 保住了本国货币的主权。^②

围绕着货币价格发现这一主题, 国外相当一部分研究将视角放在货币价格的波动性溢出效应上。将不同外汇市场之间同种货币价格的波动性溢出效应, 作为判断货币价格发现能力的考据。这种波动性溢出关系, 也可以近似看成是即期、远期及 NDF 等相关外汇市场上的同种货币价格变动领先滞后关系。引领价格变动能力愈强的市场, 则其价格的波动性溢出效应愈强, 该市场也就拥有此货币更强的价格发现能力。反正, 价格被动跟随其他市场价格波动的市场, 其价格的波动性溢出效应相对更弱, 该市场的价格发现能力也就愈弱。基于此类研究, 所采用的方法主要有格兰杰因果检验法、多元 GARCH 模型(MGARCH 模型)、多元回归、向量误差修正模型等。例如: Jinwoo Park 使用 GARCH 模型对韩元汇改前后韩元的即期汇率与 NDF 汇率之间的价格溢出效应和波动性溢出效应进行比较, 认为汇改后韩元的价格存在单向的由 NDF 市场向即期市场传递的趋势。^③ 国外研究的另一个视角是通过计量和测度相关外汇市场的价格中对新信息的融入比率来实现的。这一思想基于 Garbade, Sillber 的共同因子理论, 采用 Gonzalo 和 Granger 提出的永久-短暂模型(PT 模型)和 Has-

brouck 提出的信息份额模型(IS 模型)的方法通过量化具体市场对外汇价格发现的贡献, 进而对相关市场的价格发现能力进行判断。例如: Tse, Joseph, Ju Xiang 借鉴此思想检验了相关市场的价格发现能力。结果表明相比于传统的场内交易市场, 电子交易平台能更具价格发现能力。^④ Joshua V. Rosenberg, Leah G. Traub 通过检验 1996 年和 2006 年外汇期货交易平台和即期外汇市场的相关数据, 发现即期外汇交易市场不但和外汇期货交易平台一样都含有确定汇率的独特相关信息, 而且在一定程度上占据信息份额的主导地位。^⑤

国内学者对人民币汇率的价格发现能力的研究概括起来, 主要是从汇价关系和市场关系两个角度对此问题进行研究。例如: 代幼渝、杨莹验证了境外 NDF 市场、境内远期外汇市场和即期外汇市场上人民币汇率的协整关系以及远期外汇市场份额有效性, 认为境内人民币市场是人民币外汇市场的信息中心。^⑥ 李宪铎、黄昌利实证研究了 2006 年 10 月出台的对境内机构和个人参加境外人民币 NDF 交易的限制性政策实施后人民币即期汇率与 NDF 汇率的相互影响, 认同上述观点。^⑦ 朱钧钧、刘文财采用高频数据研究了人民币即期汇率之间的价格发现能力, 认为境内市场的人民币价格发现能力主要来源于人民币中间价。^⑧ 而杨玲玲, 孙海霞则通过构建境内外人民币远期与即期汇率的基于汇率期限结构的 VECM 模型探讨了国内远期外汇市场的有效性, 得出了相反的结论——认为境外远期外汇市场的价格发现更能强于境内同类市场。^⑨ 这类研究都是从不同市场人民币汇率的汇价入手, 力求找

① 林宏宇, 李小三 《国际货币权力与地缘政治冲突》, 《国际关系学院学报》2012 年第 1 期。

② Andre Broome “The Currency of Power: The IMF and Monetary Reform in Central Asia”. International Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Mar 2010。

③ Jinwoo Park. “Information Flows between Non-deliverable Forward (NDF) and Spot Markets: Evidence from Korean Currency”. Pacific-Basin Finance. 2001. Journal。

④ Yiuman Tse, Joseph K. W. Fung, Ju Xiang. “Price discovery in the foreign exchange futures markets”. Journal of Futures Markets, March, 2006。

⑤ Joshua V. Rosenberg, Leah G. Traub. “Price Discovery in the Foreign Currency Futures and Spot Market”. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Cotober 2006. Revised February 2008。

⑥ 代幼渝, 杨莹 《人民币境外 NDF 汇率、境内远期汇率与即期汇率关系的实证研究》, 《国际金融研究》2007 年第 10 期。

⑦ 李宪铎, 黄昌利 《人民币即期汇率与 NDF 的关联性: 对 NDF 限制政策的实证研究》, 《中央财经大学学报》2008 年第 12 期。

⑧ 朱钧钧, 刘文财 《境外和境内人民币即期汇率: 究竟谁发现了价格》, 《上海金融》2012 年第 8 期。

⑨ 杨玲玲, 孙海霞 《境内外人民币远期外汇市场有效性及其价格发现力——基于汇率期限结构的实证检验》, 《当代经济科学》2011 年第 2 期。

寻不同市场人民币汇率价格之间的引导关系。从各人民币市场之间的联动关系入手,探寻发现和决定人民币价格市场的研究亦很多。例如:徐剑钢、李治国分析了人民币 NDF 市场和即期市场间均值和波动的溢出效应,认为汇改后,人民币 NDF 市场对即期市场具有报酬溢出效应。^①严敏、巴曙松运用对境内外人民币远期市场之间的联动及价格机理进行实证分析,发现境外 NDF 市场处于市场价格信息的中心地位。^②贺晓博、张笑梅对香港人民币即期交割和境内人民币即期交割之间的关系,香港人民币可交割远期、境内人民币远期和 NDF 价格之间的引导关系进行了实证分析,同样验证了上述观点。^③此外,也有不同的研究结果,王曦、郑雪峰分时间段检验了境内外远期外汇市场之间的信息传导关系的特征及其变化,得出了和上述相反的结论。^④伍戈使用 AR-GARCH 模型对人民币 CNY 市场,人民币 CNH 市场和人民币 NDF 市场的联动关系进行了检验,结果显示 CNY 市场依然具备人民币汇率定价的主动性。^⑤

综观上述研究可以看到,国内外学者在现有的研究中,将货币的价格发现能力与货币权利结合起来,从币权的角度入手,通过研究人民币的价格发现能力进而量化人民币币权实际掌控情况的研究还比较鲜见。本文综合国内外的相关研究成果,采用共同因子模型,在量化并对比金融危机前后人民币价格发现能力的基础上衡量人民币实际币权的掌控情况。本文的创新之处在于通过利用共同因子模型度量人民币的价格发现能力,进而度量我国对人民币币权的现实掌控状况。在此基础上为增强人民币币权,提升人民币的国际地位提出了相应的政策建议。本文的研究主旨在于通过分析人民币的价格发现能力,度量人民币货币权利的现实掌控情况。

二、理论模型

Garbade 和 Sillber 认为:虽然在不同市场上进行交易的相同标的物价格不尽相同,但它们都有一个或者多个共同因子(Common Factor)。对共同因子的贡献度即为该市场的价格发现程度。遵循这一理

论,Gonzalo 和 Granger 和 Hasbrouck 对价格发现分别做出了不同的定义。Hasbrouck 提出的信息份额模型(information share,简称为 I-S 模型)是按照共因子的新息方差来定义价格发现的。该模型通过测度不同市场新息的方差在共因子方差中所占的比重来测度和刻画各个市场的价格发现贡献度或者说各个市场价格发现能力。Gonzalo 和 Granger 提出的永久短暂模型(Permanent-Transitory,简称为 P-T 模型)则将关注点放在了误差修正系数上。该模型把价格的变化划分为永久冲击和短暂冲击,通过永久冲击的误差修正系数来研究每个市场对共因子的贡献,即价格发现能力。

无论 I-S 模型亦或是 P-T 模型都是通过构建向量误差修正模型(vector error correction Model,简称为 VECM 模型)为出发点的。故而首先构建 VECM 模型。

(一) 向量误差修正模型。VECM 模型是为了解决传统经济计量方法描述变量关系模型时存在的内生变量,使得估计和推断变得更加复杂这一问题而是采用的一种用非结构化的多方程。其本质是采用非结构性的方法来建立各个变量之间关系的模型。它被广泛应用于考察两个或多个存在协整关系的时间之间的动态关系,多用于说明相关市场价格的相互引导关系。具体模型为:

$$R_T = C + \alpha\beta R_{T-1} + \sum_{j=1}^k \alpha R_{T-j} + \varepsilon Z_t + l_T \quad (1)$$

其中 $R_T = (r_{St} \ r_{Nt})'$, $z_t = \beta' R_T = r_{St} - r_{Nt}$ 为误差修正项 $R_{T-1} = (r_{S,t-1} \ r_{N,t-1})'$, $R_{T-j} = (r_{N,t-j}, r_{S,t-j})'$, $\varepsilon Z_t = (\varepsilon_S Z_t \ \varepsilon_N Z_t)'$, $C = (c_S \ c_N)'$ 为常数项 ρ_{st} 为协整向量 $\rho_T = (\xi_{St} \ \xi_{Nt})'$ 为随机扰动项,序列不相关。

将(1)式展开,可以分别得到人民币即期市场和离岸人民币 NDF 市场的价格溢出关系模型。具体如下:

$$r_{St} = c_S + \alpha_{SS}\beta r_{S,t-1} + \sum_{j=1}^k \alpha_{SN} r_{N,t-j} + \varepsilon_S Z_t + \xi_{St} \quad (2)$$

$$r_{Nt} = c_N + \alpha_{NN}\beta r_{N,t-1} + \sum_{j=1}^k \alpha_{NS} r_{S,t-j} + \varepsilon_N Z_t + \xi_{Nt} \quad (3)$$

① 徐剑钢,李治国,张晓蓉 《人民币 NDF 与即期汇率的动态关联性研究》,《财经研究》2007 年第 9 期。

② 严敏,巴曙松 《境内外人民币远期市场间联动与定价归属:实证检验与政策启示》,《经济科学》2010 年第 1 期。

③ 贺晓博,张笑梅 《境内外人民币外汇市场价格引导关系的实证研究——基于香港、境内、NDF 的实证研究》,《国际金融研究》2012 年第 6 期。

④ 王曦,郑雪峰 《境内外人民币远期汇率信息传到关系的演变:一个实证分析》,《国际金融研究》2009 年第 11 期。

⑤ 伍戈,裴诚 《境内外人民币汇率价格关系的定量研究》,《金融研究》2012 年第 9 期。

其中 $r_{s,t}$ 表示在 t 时刻境内人民币即期市场上的汇价, $r_{N,t}$ 表示在 t 时刻境外离岸 NDF 市场上人民币的汇价, C_S 和 C_N 分别表示常数项, k 为滞后阶数, α_{SS} 、 α_{NN} 分别为人民币即期市场和境外人民币 NDF 市场的汇率的自回归滞后系数, α_{SN} 表示从境内人民币即期市场到离岸人民币 NDF 市场的价格溢出。如果 α_{SN} 显著异于 0, 则表示境内人民币即期市场的价格变化是离岸人民币 NDF 市场价格变化的格兰杰原因, 前者价格的变化能发现和影响后者市场人民币价格的变化, α_{NS} 表示从离岸人民币 NDF 市场到境内人民币即期市场的价格溢出。如果 α_{NS} 显著异于 0, 则表示离岸人民币 NDF 市场的价格变化是境内人民币即期市场的价格变化的格兰杰原因, 同样的, 前者价格的变化能发现和影响后者市场人民币价格的变化。

(二) 共同因子模型。为了更准确地度量不同市场人民币汇率价格的发现能力, 下面分别通过建立 $P-T$ 模型和 $I-S$ 模型, 从数量上度量不同市场人民币的价格发现能力。

1、永久短暂模型($P-T$ 模型)

首先将(1)式变换成 VMA 形式(向量滑动平均形式):

$$Y_t = J\Psi\left[\sum_{k=1}^l \varepsilon_k\right] + \Phi[L]\varepsilon_t \quad (4)$$

式(4)也可表示为公共因子表达式的紧密形式:

$$Y_t = Jf_t + C_2Z_t \quad (5)$$

对照式(4) Jf_t 为 $J\Psi\left[\sum_{k=1}^l \varepsilon_k\right]$ 表示公共因子部分, 也可看成是永久冲击部分; C_2Z_t 为 $\Phi[L]\varepsilon_t$ 表示短暂冲击部分, 亦可以看成是价格对信息的波动。将公共因子分解为价格的线性组合, 即 $f_t = \tau Y_t$, 定义公共因子系数为 $\alpha_{\perp}$, $\alpha_{\perp} = \tau = (\gamma_1 \gamma_2)'$, 则市场 i 的价格

发现贡献为:

$$S_i = \frac{\gamma_j}{\sum \gamma_j} \quad (6)$$

2、信息份额模型($I-S$ 模型)

将式(1)向量修正模型变换成式(4)的向量滑动平均形式后, 其残差的方差-协方差矩阵形式如式(7)所示:

$$\Omega = \begin{pmatrix} \sigma_S^2 & \rho\sigma_S\sigma_N \\ \rho\sigma_S\sigma_N & \sigma_N^2 \end{pmatrix} \quad (7)$$

其中 σ_S^2 、 σ_N^2 分别为人民币即期市场和人民币离岸 NDF 市场随机扰动项的方差, ρ 为相关系数。由于式(4)中的矩阵 Ω 为非对角阵, 因而对矩阵 Ω 进行平方根分解(Cholesky分解也称为乔里斯基分

解)。即: 若矩阵 $\Omega \in \mathbf{R}^{n \times n}$ 为 n 阶对称正定矩阵, 则存在一个对角元素为正数的下三角实矩阵 M ($M \in \mathbf{R}^{n \times n}$), 使得 $\Omega = MM'$, 当限定 M 的对角元素为正时, 这种分解是唯一的, M 也称为 Cholesky 因子。

Hasbrouck 将某个市场在价格发现中所占的信息份额定义为该市场在总方差中的比重。则, 市场 I ($I = N$ 代表境外人民币 NDF 市场; $I = S$ 代表境内人民币即期外汇市场)所占的信息份额 G_I 即为:

$$G_I = \frac{([\varphi M]_j)^2}{\varphi\omega\varphi'} \quad (8)$$

其中 $[\varphi M]_j$ 为行矩阵 φM 的第 j 个元素。由于汇率价格的变动反映了市场对信息的反应, 因此, 如果某个市场所占的信息份额均值比较大, 那么说明这个市场吸收了信息, 具有更强的决定人民币汇率价格的导向作用。

由此, 可推算出, 人民币即期市场汇价信息贡献份额的上限为

$$G_S^U = \frac{[\alpha_N \sum_S - \alpha_S \sum_N]^2}{\alpha_N^2 \sum_S^2 - 2\rho\alpha_S \sum_S \alpha_N \sum_N + \alpha_S^2 \sum_N^2} \quad (9)$$

人民币即期市场汇价信息贡献份额的下限为

$$G_S^L = \frac{\alpha_N^2 \sum_S^2 [1 - \rho^2]^2}{\alpha_N^2 \sum_S^2 - 2\rho\alpha_S \sum_S \alpha_N \sum_N + \alpha_S^2 \sum_N^2} \quad (10)$$

同理, 可推算出人民币离岸 NDF 市场汇价信息贡献份额的上限为:

$$G_N^U = \frac{[\alpha_S \sum_N - \alpha_N \sum_S]^2}{\alpha_S^2 \sum_N^2 - 2\rho\alpha_N \sum_N \alpha_S \sum_S + \alpha_N^2 \sum_S^2} \quad (11)$$

人民币离岸 NDF 市场汇价信息贡献份额的下限为:

$$G_N^L = \frac{\alpha_S^2 \sum_N^2 [1 - \rho^2]^2}{\alpha_S^2 \sum_N^2 - 2\rho\alpha_N \sum_N \alpha_S \sum_S + \alpha_N^2 \sum_S^2} \quad (12)$$

由于汇率价格的变动反映了市场对信息的反应, 因此, 哪个市场所占的信息份额均值比较大, 说明, 哪个市场具有更强的人民币价格的导向作用。如果境内即期市场对人民币价格决定的导向作用更强, 那么说明我国对人民币币权拥有较强的实际掌控能力, 反之如果境外离岸人民币市场对人民币的价格发现能力较强, 那么说明我国对人民币币权的掌控较弱, 人民币币权有待进一步增强。

三、实证研究结果与分析

(一) 数据及样本区间。由于 2005 年 7 月 21

日人民币汇改前,实行的是事实上的钉住美元的固定汇率制度,不存在价格发现的问题,因而人民币汇率的样本区间选为2007年7月21日至2012年12月30日。此外由于2008年的金融危机给美元币权带来了一定的影响,为了对比金融危机前后人民币币权的些许变化,因此将上述样本区间以金融危机为界,划分为两段。基于2008年美国的金融危机蔓延到全世界的范围内,且2008年5月15日人民币兑换美元的即期价格突破了7,而在2008

年2月、3月前后,境外NDF市场上,各期人民币兑换美元的汇率也都先后突破了7的关口。因此后危机时代数据选取的时间段为2008年5月16日到2012年12月30日,并将两个市场非同时开放日的交易数据删除。^①

(二) 人民币即期汇率与NDF汇率价格的ADF检验。本文使用ADF方法对数据的稳定性进行检验。检验滞后期阶数根据SIC准则确定。所得结果见表1。

表1 ADF平稳性检验

水平检验				差分检验			
变量	检验形式(c, t, p)	ADF值	P值	变量	检验形式(c, t, p)	ADF值	P值
SPOT	(c, t, 0)	5.9876**	0.0352	Δ SPOT	(c, t, 0)	-13.256***	0.0068
1M_NDF	(c, t, 2)	14.3245	0.2742	Δ 1M_NDF	(c, 0, 2)	-15.785**	0.0134
3M_NDF	(c, 0, 0)	-5.6792*	0.0647	Δ 3M_NDF	(c, 0, 1)	-20.439***	0.0013
6M_NDF	(c, 0, 1)	-9.5431*	0.0342	Δ 6M_NDF	(c, 0, 2)	-16.581***	0.0052
12M_NDF	(c, t, 1)	-1.4521*	0.0582	Δ 12M_NDF	(c, 0, 3)	-13.429***	0.0081

注: Δ 表示差分,检验形式(C, T, L)的参数,分别表示截距项,时间趋势,滞后阶数。其中滞后阶数按SIC最小原则选取滞后期。*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著

表2 基于共同因子模型的价格发现贡献度(%)

合约类别	市场类别	信息份额模型(I-S)			永久短暂模型(p-t模型)
		上界	下界	均值	
1 M	SPOT	70.32	23.04	46.68	51.47
	NDF	88.59	18.05	53.32	48.53
3 M	SPOT	48.32	1.4	23.46	42.63
	NDF	92.31	60.77	76.54	57.37
6 M	SPOT	72.01	24.63	48.32	51.38
	NDF	94.32	9.04	51.68	48.62
12 M	SPOT	65.43	7.63	36.53	42.89
	NDF	95.35	31.59	63.47	57.11

从表1的单位根检验的结果中可以看出,即期汇率序列表征平稳,而若干期限的NDF汇率存在不能拒绝存在单位根的原假设的情况,即存在汇率序列表征不平稳的情况。究其原因,这可能与境内即期汇率受到的管制相对于离岸NDF汇率而言更加严格有关。经过差分后,金融危机后的即期汇率与离岸NDF汇率的数据均在5%的水平下显著,是平稳的序列。

(三) 金融危机前后即期市场和NDF市场间汇价信息份额贡献估算。表2中的数据是运用共同因子模型计算得到的后危机时代即期市场和NDF市

场汇价信息的贡献份额。从计算结果中可以看到,尽管使用I-S模型和P-T模型的验证结果存在些微的相同。但总体趋势是人民币境内即期汇率和离岸人民币NDF汇率价格发现贡献度差别不大,这样从侧面反映出,后危机时代人民币境内即期汇率价格发现能力的提升。此外从具体数字来看,离岸人民币NDF的3个月期和12个月期的I-S模型和P-T模型的验证结果相同,都呈现出离岸人民币NDF汇率稍强于境内即期汇率的结果。这反映出短期合约和长期合约的引导作用并没有明显的孰强孰弱之分。这也就意味着金融危机后我国对人民币的

① 境内人民币兑美元即期汇率数据来源于中国银行和国家外汇管理局网站。境外NDF市场人民币兑美元远期汇率数据来源于Bloomberg数据库。

币权的掌控呈现出加强的趋势。

四、结论与建议

本文运用共同因子模型通过对金融危机前后境内人民币即期汇率与离岸人民币 NDF 汇率的价格发现能力进行实证分析, 进而度量人民币币权的实际掌控状况。结果表明: 后危机时代, 境内即期市场在人民币定价的信息主导权上升, 境外 NDF 市场的对人民币价格的主导权相对下降。人民币汇价的发现机制已经出现了由危机前 NDF 市场的单边引导向危机后境内外人民币交易市场共同影响的方向上转变的迹象。尽管经过金融危机的洗礼, 境内人民币即期市场对人民币汇率的定价能力有了一定程度的增强和提升。但境外 NDF 市场对境内人民币即期价格仍有一定的引导作用, 并且短期合约的引导作用不再明显强于长期合约的引导作用。这说明当前人民币的币权掌控情况既有乐观之处, 也存在值得警醒的地方。令人乐观的地方在于: 中国经济经过几十年的高速发展, 人民币币权实力得到强化。特别是在美元遭受金融危机重创, 欧元在欧债危机中饱受质疑后, 从人民币的价格发现能力来看, 人民币币权在一定程度上有了明显提升。这对于将来打开在国际市场的辐射空间、拓展人民币海外交易平台、提升人民币的国际地位, 渐次推进人民币国际化进程都有着积极的意义。尽管人民币的处境已发生变化, 但我们也应清醒的看到, 在相当长的一段时间内, 人民币难以撼动美、欧等国家或地区货币的霸权地位, 其国际地位与中国经济总量的全球排名并不相称。货币权利的形成和掌控更多的是一个长期和自发的过程。人民币在国际地位上升, 币权逐步提升的过程中, 还面临着很多风险和挑战。历史上, 曾经充当国际货币的英镑和正在充当国际货币的美元都经历过多轮升值贬值的波动,

而现实中的我国对人民币汇率价格的发现能力的掌控仅仅处于增强阶段。对此, 我们一方面不能过分高估人民币币权的实际掌控情况; 另一方面更不能低估人民币币权提升进程中将可能面临的不利和不确定因素。有鉴于此, 本文提出以下建议:

第一, 依托大陆经济体, 完善人民币汇率的定价机制, 以在岸市场发展带动离岸市场, 发挥境内人民币市场的价格发现能力。市场有效发现价格功能的实现, 离不开合理的制度安排和完善的法律法规框架。积极推动和完善现有的金融法律法规建设, 加快发展境内人民币市场的交易品种, 逐步完善境内人民币汇率的定价机制, 转变直接干预汇率价格的干预模式, 有步骤地放松外汇管制的政策。在削弱离岸人民币 NDF 汇率价格引导力的同时, 扩大即期汇率的弹性空间, 提高境内即期人民币市场对人民币汇率决定的话语权。最终发挥境内即期人民币市场价格发现的功能, 提升境内人民币的定价能力, 增强人民币币权掌控能力的目的。

第二, 顺应国际货币格局的变动趋势, 借助金融发展驱动, 增强人民币币权, 渐次提升人民币国际地位。随着全球经济向金融化发展的深入, 金融发展对一国货币权利的影响显得尤为重要。近年来, 中国在人民币结算货币和逐步货币国际化方面进行了一系列的推动, 但受制于起步较晚, 资本项目下的严格管制等多方面因素的影响, 人民币的货币权利无法与美元, 欧元和日元相比。国内货币格局向多极化方向发展是大势所趋。因此有必要借助我国国内金融发展的驱动渐次加大境内金融市场的开放力度, 辅以逐步加快人民币离岸金融市场的建设步伐, 加强与东南亚主要贸易伙伴的区域金融合作。力争在 IMF 的改革中获取更多的话语权, 巩固并发展人民币的国际地位, 捍卫并提升人民币币权, 保障并实现国家的经济金融利益。

A Study of the Monetary Power of RMB Based on the Model of Common Factors

WEI Li^{1 2}, & ZHU Xiao - mei¹

(1. School of Business, Hubei University, Wuhan 430062, China; 2. School of Economic Management, China Three Gorges University, Yichang 443002, China)

Abstract: Monetary power plays a key role in the economic development and political influence of a given country. With a review of the related studies at home and from abroad, the paper used the price discovery of RMB as the medium, and gives a study of the monetary power of RMB based on the model of common factors. It concludes that after the international financial crisis, China has improved its monetary power of RMB by following the international trend of financial pluralism and through adopting workable measures, which has improved the international influence of RMB.

Key words: monetary power of RMB; model of common factors; price discovery

(责任编辑 俞 茹)