

区域货币与领先国际货币竞争力对比研究

于学伟

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 2007 年美国次贷危机爆发后, 人民币国际竞争力和影响力的得到极大提升, 人民币的区域化和国际化进程是否能够加快, 也引起了国际社会和各国货币当局的关注。本文选取货币竞争力的视角切入, 对欧元、美元等国际货币的发展历程作为铺垫, 进行实证分析, 对比各国货币竞争潜力, 由此寻求人民币国际竞争力提升的相关举措。

关键词: 货币竞争力; 美元霸权; 区域货币; 人民币

引言

2007 年美国次贷危机爆发后, 各国政府采用各种经济政策以达到鼓励出口、防范金融风险、减少储备损失等目的, 其中量化宽松政策的实施(主要采用降息、增发国债等方式)直接影响到各国货币价值的稳定, 各国主权货币的势力范围(尤其是领先国际货币)在这轮金融危机后产生较大调整, 其实力转变的深层次原因以及货币竞争一时成为了各国货币当局、理论界、实务界等各领域的热点话题。美元、欧元、英镑、日元等国际货币固然成为争论焦点, 针对各国量化宽松政策的实施对国际社会经济的影响, 以及本国货币影响力是否遭受冲击等问题进行了新的诠释, 而人民币国际竞争力和影响力的提升, 人民币的区域化和国际化进程是否能够加快, 也引起了国际社会和各国货币当局的关注。

为了给提升人民币国际竞争力提供参考, 适应我国经济国际化趋势的加强, 我们选取货币竞争力的视角切入, 将欧元、美元等国际货币的发展历程作为铺垫, 进行实证分析, 对比各国货币竞争潜力, 由此寻求人民币国际竞争力提升的相关举措。

一、欧元产生及其竞争力提升的理论基础

欧元的诞生经历了半个多世纪的努力, 其成功既是区域货币、最优货币等理论的验证, 又是对现行的国际货币体系动态优化的产物。欧洲共同市场计划的铺垫与欧盟国家政府的推动, 成为统一区域货币的必要条件, 至于欧元产生的动因前人已有详细透彻的分析且不是本文重点。本文希望通过回顾欧元的产生进一步分析其演变历程, 并由此从理论和实证两方面总结欧元国际影响力变化的决定性因素, 更重要的是与美元的国际竞争力进行对比。理论上, 关于目前国际货币体系所显现的内在缺陷, 如何进行改善的一些代表性观点大致分为三类: DFG 观点、Eichengreen 观点、蒙代尔观点。本文采纳了 Eichengreen 教授的思路进行阐述。

(一) Eichengreen 观点

加利福尼亚大学伯克利分校的 Barry Eichengreen 教授认为, 美国当前的经常帐户赤字难以继续维持, 美元地位将受到威胁, 现行货币体系将逐步朝着国际货币多元化的方向演进。在他看来, “新布雷顿森林体系”的说法对于判断国际货币和金融体系在 21 世纪的前景是一种误导(Eichengreen, 2004a)。Eichengreen 教授做出上述判断的理由是:

首先, 卡特尔(cartel)是一种不稳定的合作形式。他认为, 坚持出口导向经济增长战略的国家在对待美元的态度上具有集体动机, 是一种卡特尔。但这种合作是不稳定的, 因为, 当本币对美元贬值到一定程度时, 就会有国家退出这种联合, 抛售美元, 允许本币对美元升值, 从而无法保证贸易帐户区持续为美国的经常帐户赤字融资(Eichengreen, 2004a)。

其次, 当今世界已经发生了巨大变化。(Eichengreen, 2004a, 2004b)认为, 概括地, 与布雷顿森林时代相比, 当今世界的不同主要表现在:(1)亚洲国家的经济发展阶段不均衡, 因而政策优先权也不同, 所有这些因素使得认为亚洲国家将集体行事以维持国际货币体系现状的假设令人生疑;(2)欧元取代英镑地位成为第二国际储备货币;(3)外国央行持有美元

以维持卡特尔凝聚力的愿望依赖于他们对储备货币国维持其币值稳定承诺的理解。在布雷顿体系下，这种承诺至少在表面上是可信的。而现在，美国政策决策者的意图更加模糊；（4）资本控制的消除使得抑止私人金融交易更加困难；（5）国内金融市场的自由化意味着保持低汇率和高储蓄率不再能够保证新增投资以贸易商品部门为中心。亚洲国家政府越来越意识到现行策略（出口导向型）的风险加大，因此，他们有现在而不是将来就改变现状的动机。

第三，“在任何时点上只能存在一种国际货币”的观念不可取。在国际货币体系的近代史上，认为“无论何时，只能存在一种国际货币”的观念主要产生于“网络外在性”和美元在二战后所表现出的“惟我独尊”局面。Eichengreen 表示，特别是自 1990 年代以来，这些潜在储备货币国（德、法、日等）已经放松甚至取消了对资本流动的管制，这些货币将对美元构成竞争关系。

第四，“抵押观点”令人置疑。以中国为例，Eichengreen（2005）指出，认为中国大量积累的美元储备是美国向中国直接投资的抵押品是不妥的：首先，美元储备积累和 FDI 之间存在时间不一致性——美国对中国直接投资的大量增加大约发生在 1992 年，而中国大规模美元储备的增加却是在 10 年之后；其次，假定难以辨别美国国债持有者的身份，并且美国投资者的对华投资只占在华的很小比例，则我们必须设想美国不仅愿意为美国私人投资背提供公共商业信用，而且也必须为来自其他国家的投资者提供同样的信用。换言之，这种抵押关系是模糊的，或者说，事实上是不存在的。

最后，美国经常帐户赤字难以持续扩大。假定美国经济对投资者的吸引力是强有力的，则美国适度的外债规模并无大碍；但如果外债规模相对于其 GDP 不断增长，则美元资产将迟早失去吸引力，外国投资者减持美元资产的行为必然带来美国国内高通货膨胀压力。美联储的高利率政策能够解决经济增长与经常帐户赤字之间的两难困境吗？答案只能取决于高利率对两者的影响。除非高利率恰能抑制通胀而不引起衰退，否则，在财政扩张与外部失衡的环境下，高利率与美元贬值的结合正是触发金融危机的典型因素。

可以看出，Eichengreen 的研究更加强调微观因素的作用以及个人和政府的理性，不认为贸易帐户区国家政府（亚洲国家政府）的行为有什么特异性，相反，从长期看，他们与私人部门并无差异。

（二）评述

按照 Eichengreen 观点，美国的巨额经常帐户赤字无法长期存在，必须逐步得到调节，而美元地位是否因此而受到冲击，主要依赖于调节的方式和有效性，即只有在美国的高利率政策在相当程度上只抑制国内吸收而不抑制产出时，经常帐户赤字方可在无加速通胀的情况下得以改善，从而也就能确保美元的核心地位不受到影响。否则，私人投资者和政府当局最终势必会减持美元资产，使未来的国际货币体系呈现国际货币多元化态势。Dooley 等学者及 Eichengreen 教授的研究确实为后继的相关研究提供了很好的视角。也就是说，当前的全球经济失衡能否在平稳中得到调节是判断国际货币体系演进的关键，因为当前的全球经济不平衡是现行国际货币体系内在缺陷的集中体现；它决定着主要汇率的稳定、国际汇率安排的变化以及世界经济能否持续增长。

如上所述，按照 Eichengreen 的看法只有当美国的高利率只抑制国内吸收（提高美国国内储蓄率）而不抑制国内产出时，调节才不至于对美国经济从而对世界经济产生大的负面冲击。这些条件的实现需要加强美国主导下的国际合作。也就是说，从短期看在全球经济失衡调节过程中，美国仍将是加强国际合作和推动世界经济增长的主导因素，调节过程并不会导致美国 and 美元核心地位的下降。反之，如果美国不能真正取消对外需弹性较小的产品的出口限制，则高利率极有可能导致美国国内消费和投资的同步下降，一旦美国经济陷入衰退，则与美国经济密切相关的其他国家经济就会随之步入萎靡，这将无助于美国经常帐户逆差的纠正，势必直接影响到美元的国际地位。这已不仅仅是理论上成立的事实，以美国次贷危机为

导火索的全球经济下滑给出了更加生动的说明。在这个过程中，美元不仅不能帮助人们树立信心，反而成为了美国转嫁危机的直接手段和渠道，进一步削弱了国际社会对美元的信心，黄金价格的推高从另一侧面揭示了美元竞争力趋于下降的事实。图 1 为以 2001 年为基期 100 换算出的黄金价格走势和美元指数走势对比，不难发现，黄金价格一路飙升时美元相对弱势，国际竞争力下降。

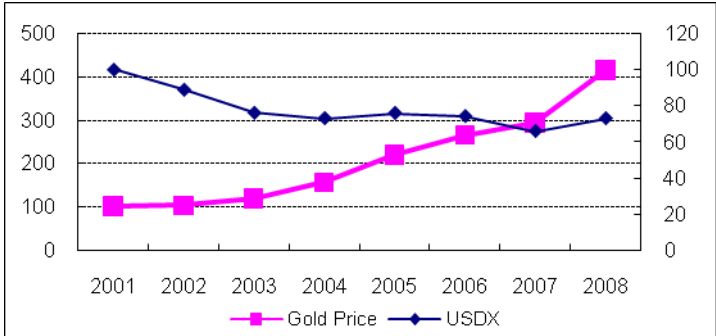


图 1 2001-2008 年黄金价格和美元指数走势对比

二、美元本位体系下欧元诞生的现实条件

在 1970 年马德里举行的有关最优货币区的会议上，蒙代尔提出了与其早期观点不同的模型，即在实行共同货币以后，由于各国产出的相关性较大，遭受不利影响的国家更有条件与贸易伙伴分担损失并且，在此次会议上，蒙代尔还提出了“欧洲货币计划”，清楚地表明了他对欧洲货币实践的热情（麦金农，2005）。总之，自蒙代尔首次提出最优货币区理论之后，经济学界不仅接受了他的观点，并对此产生了巨大的兴趣，进行了大量的后继研究，并最终被欧元的诞生及其竞争力迅速提升的实践所验证。1999 年 1 月 1 日欧元的正式启动，更是令人鼓舞。同时，关于最优货币区标准的内生性理论表明，一些国家之间即使事前并不能满足组建最优货币区的条件，加入货币区之后也有利于实现这些标准；最起码，经济一体化程度的提高，有利于减弱非对称的经济冲击和波动；当然，在采取共同货币的情况下，各国不再执行独立的货币政策，不同步的需求冲击将变得微乎其微（麦金农，2005）。

欧元区的诞生既体现了货币区域化合作的成功，又给货币体系变革带来了新的希望，美元本位的信用体系也面临重大挑战；不仅如此，以“金砖四国”为代表的经济增长速度超前的一些发展中国家实力也不容忽视，Eichengreen 教授就曾提出人民币具有较好发展前景，甚至具备成为世界货币的条件，当然，这并不是一蹴而就的。从欧元的发展脉络中可以得到如下启示：第一，经济一体化是货币联盟发展的基础和原动力；第二，政治和法律上的强有力支持是货币合作取得有效进展乃至最终成功的保证；第三，金融市场不稳定和经济失衡对货币合作进程有很大的阻碍甚至破坏作用。从《罗马条约》到欧元诞生的过程表明，强烈的合作意愿、稳定的政治关系、逐步融合的经济是货币合作走向成功的基本要素。也就是说，欧元区国家间相近的经济体制和相对较小的经济差距，使他们更容易启动经济一体化进程；一体化进程中要求经济稳定增长、降低交易成本以提高资源和要素配置效率的愿望是建立货币联盟的基础动力而联盟内部良好的政治基础和谋求更多共同政治经济利益的强烈意愿则是单一货币（欧元）诞生的“催化剂”。

虽然，在全球贸易结算中美元仍是最大占比，但欧元在短短几年内就成为世界第二，其重要性不容忽视，随欧元区国家的增多，欧元区国家整体实力的上升，欧元区的发展将是不可逆转的，它的逐步扩大和良好运行必将潜移默化地影响着货币竞争的格局。

在黄金非货币化的信用货币本位条件下，“在任何时点上只能存在一种国际货币”的观念将被“最优货币区”理论所取代，单一主权货币间竞争的态势可能被货币区间的竞争所取

代，从目前欧元与美元的竞争中可窥见一斑。即使在一定时期内有些货币合作区还难以达到共同货币的目标，比如东亚货币合作，由于货币区内的国家毕竟是在满足一定程度的最优货币区标准的情况下组建起来的；但更重要的是，这类货币区的成立更容易展开有效的区域国际合作；在信用货币本位制下，有效的国际合作是克服现行体系诸多内在缺陷的必由之路，但现行体系下有效国际合作的开展取决于各国自身利益驱动下的合作意愿。当遭受较大的不对称冲击时，国际合作的有效性往往会变得极为脆弱。区域性货币合作可以在程度上弱化这种脆弱性。另外，在一个范围有限的货币区内，具有支配性的“核心国家”（如欧元区的德国）在发挥其核心作用之时，也更容易兼顾区内其他国家的利益。

此外，货币区的优势还在于能够适应现行体系下汇率安排多样化的基本特点——区域内国家能够相对稳定的汇率关系甚至实行单一货币；而与区域外货币保持“自由浮动”的汇率关系。这一方面使得区域内国家既能依靠固定汇率来分散风险和促进区内经济一体化，又能通过浮动汇率制来实现外部经济的调节；另一方面，也有利于“少数”区域性核心货币在长期内实现更为有效的合作并维持可控制的相对稳定的汇率关系，使国际货币体系更加稳定的运行，同时各国货币竞争力被重新整合而形成全新的格局。

三、欧元与美元国际竞争力的对比分析

欧元启动后，全球外汇储备构成确实发生了变化，尤其是一些欧洲国家相对减持了美元储备。欧元区国家由于统一货币而使内部贸易成本大大降低，增强了欧元区产品的竞争力。但是欧元并不会迅速取代美元，美元依旧是国际贸易结算中占比最大的储备货币，单单统计国际货币基金组织成员国的外汇储备美元约占 66%，欧元只有 24% 左右，欧元竞争力的提升是一个长期的过程。

（一）欧元国际竞争力的迅速提升

欧元正式启动之前，蒙代尔曾经预言，欧元很有可能成为有能力挑战美元霸权地位的国际货币，一旦成为现实，国际货币体系又要经历一次洗礼，这种变革恐怕是英镑被美元取代以来最引人注目的事件。欧元是否会迅速占领市场，欧元的强势发展对美元会构成什么影响？国际货币体系是否将发生彻底的改变呢？Menzie Chinn 和 Jeffrey Frankel（2005）也对这个问题进行了深入的阐述。他们首先分析了欧元出现后的国际影响力，欧元作为区域性单一货币是否能够成为储备货币中的主导，储备货币份额大小的决定性因素等。20 世纪 70、80 年代日元和马克的国际清算能力和范围就快速扩大，同时美元的份额有所下降（见图 2：截至 2005 年 4 月中央银行所持主要储备货币份额）。由于 90 年代开始日本和德国的经济均经历了一次经济低谷时期，日元和马克的份额也随之下滑，而美元竞争力在此时又呈上升态势，并且拉美的美元化趋势逐步加强。这一轮美元份额的减少伴随的是美元的贬值，因此人们对美元作为领先的国际货币的信心有所动摇（见图 3）。而 2002 年到 2004 年间美元对欧元的贬值所导致的各国央行开始大规模改善储备货币的多样化和非美元化。不同于上一轮美元份额的减少，欧洲货币联盟强大的事实，欧元区国家货币改革的顺利完成，以及欧元进入国际市场成为新的储备和结算货币等因素的存在，形成了美元贬值、国际份额下降的外部动因。

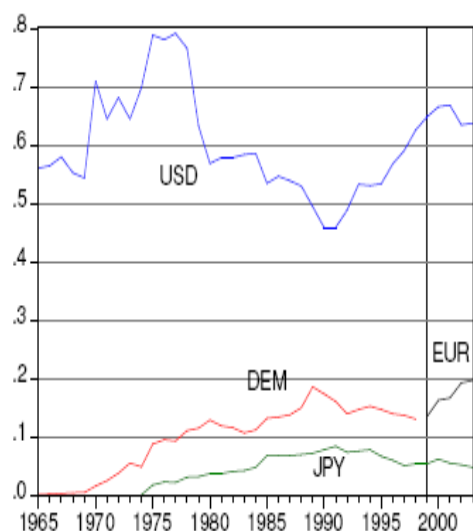


图2 截至2005年4月中央银行所持主要储备货币份额

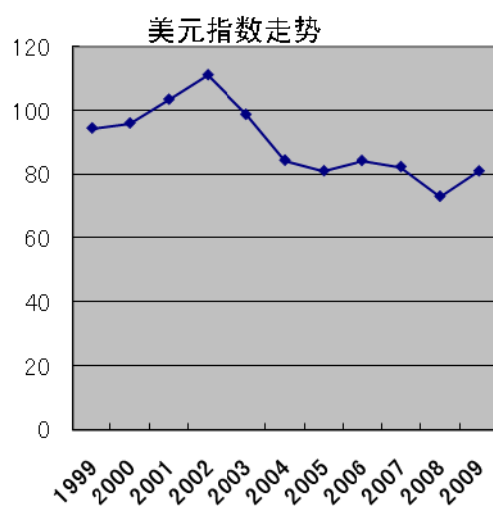


图3 欧元诞生后美元走势变化

资料来源：Menzie Chinn 和 Jeffrey Frankel（2005）

随着布雷顿森林体系的促成，尽管名义上黄金是该体系的官方国际储备资产，而实质上美元才是真正意义上的资产。欧洲国家和其他饱受战乱的国家为了彻底从战争的毁灭中恢复经济尽可能的通过改善贸易收支来赚取美元。直到1958年主要欧洲国家的国际收支充分改善并有足够的能力恢复和黄金的固定兑换比率（麦金农，1979）。1958年美国的国际收支赤字也开始增加，特里芬难题显现。全球对国际储备货币需求按照国际收入和贸易量的比例逐步增加，黄金的供给量或多或少是固定的，因此各国央行对美元储备资产的需求增强，为了实现这一目标必须保持对美的国际收支盈余。美国要么采取措施减少赤字，要么放任其他国家继续增加债权；前者会导致美元的供给量减少，后者会引起私人部门对美元信心的减弱。

为了解决这个两难，经济学家们开始探索：提高黄金的价格以增加有效的国际储备供给；创造出一种“纸黄金”作为新的储备资产；实行浮动汇率制度来减少其他国家国际储备的需求。于是，在1971年美国完全关闭了黄金窗口，1973年3月所有的工业国家纷纷放弃盯住美元的努力而实行浮动汇率制。从70年代后期开始，以美元所表示的储备部分开始下降，美元也经历了四次大幅度贬值的时期（1977-1979年，1985-1988年，1993-1995年，2002-2004年），每次贬值都造成了美国与贸易伙伴国之间的冲突，尤其是70年代美元的贬值被严重谴责，第四次有所不同——与美元竞争的埃居于1979年出现并最终成长为欧元。欧元诞生后迅速统治跨境交易，在欧洲内部以欧元为面值的企业债券数量增加，货币市场、政府债券市场、股权市场、和银行机构的一体化进程加快。欧元区以外，欧元也同样取得了成功。根据国际清算银行的调查发现，2001年美元在现货交易清算中仍旧位于第一位，随后是欧元和日元，比例分别为90.3%、37.6%和22.7%。2007年的数据显示美元占比进一步下降至86.3%¹，而外汇衍生工具市场上的欧元工具份额逐步增加，美元份额相反，其中欧元计价合约占比39%而美元则为32%。2010年度报告显示，包括衍生市场交易在内的美元外汇收益份额为84.9%，欧元为39.1%，日元为19%。2010年4月美元占比一度跌至85%，而欧元上升了2%达到39%，日元相较2007年也上升了2%但依旧低于其最高峰时期的24%（2001年时）²。短期内，欧元与美元的差距依旧明显。但是几乎只有3%的外汇市场交易中没有欧元或者美元参与，显然这两种货币充分发挥了国际交易媒介的职能。

（二）美元国际竞争力难以动摇

¹ 以上数据来自国际清算银行2007年年度报告，由于在同一笔交易中存在两种货币，因此单一货币的份额是以200%为基数进行计算的，2007年度报告中对2004年数据有所修正。

² 国际清算银行2010年年度报告数据中对2007年数据进行了修正，与2007年报告有所偏差。

根据我们前面的阐述，无论是在布雷顿森林体系时期还是其崩溃后的几十年里，国际货币体系内部各实体相互较量，美元的霸权地位几乎没有被撼动。美国的政治地位、经济实力、金融发达程度首屈一指，从规模经济、网络效应角度也没有一种货币具备同美元竞争的能力。美国也曾经历增长速度缓慢时期，财政和国际收支赤字庞大，而且还是世界上最大的债务国，可美元在经历了三次严重贬值的情形下仍主导着现行货币体系。20 世纪 70、80 年代，随着国际货币多元化趋势加强，美元储备占比短期有所下降，这与其他国家经济实力提升是分不开的，如日本经济快速发展下的日元国际化程度加深、德国经济稳健下的马克币值坚挺、中立国瑞士的瑞郎避险能力加强等。90 年代之后，美国经济持续稳定增长，外国国对美元信心再度提升，美元在全球外汇储备中的份额远远超过其他国际货币，成为国际货币集团中的最关键成员。最直接的原因在于，美国在经济总量、贸易量、金融规模等几方面遥遥领先。Eichengreen（1997）发现，在考虑规模经济和历史惯性要素的前提下，按照购买力平价计算，如果储备货币发行国的产出占世界产出的比重增加 1%，这一储备货币在全球外汇储备中的份额将会增加 0.9%。Eichengreen（1996）将历史惯性和规模经济等因素排除在外，计算得到储备货币发行国产出占世界产出的比例上升 1%，则其在全球储备中的份额将提高 1.33%。两个结果都认为产出规模直接影响货币的国际竞争力，且这种影响是正向的。

表 1 欧元诞生后主要储备货币占比（单位：百分比）

	1999 年		2002 年		2006 年		2007 年		2008 年	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
美元	54.98	71.01	50.03	67.08	43.11	65.48	41.29	64.13	40.27	64.05
英镑	2.24	2.89	2.10	2.81	2.88	4.38	3.01	4.68	2.55	4.06
日元	4.93	6.37	3.25	4.35	2.03	3.09	1.88	2.92	2.03	3.23
欧元	1.24	1.60	17.75	23.79	16.52	25.09	16.91	26.27	16.66	26.50

资料来源：根据 IMF 数据 COFER（2009）计算整理而得。注：（1）为每一种货币占全部外汇储备持有量比例；（2）为每一种货币占已分配外汇储备比例。

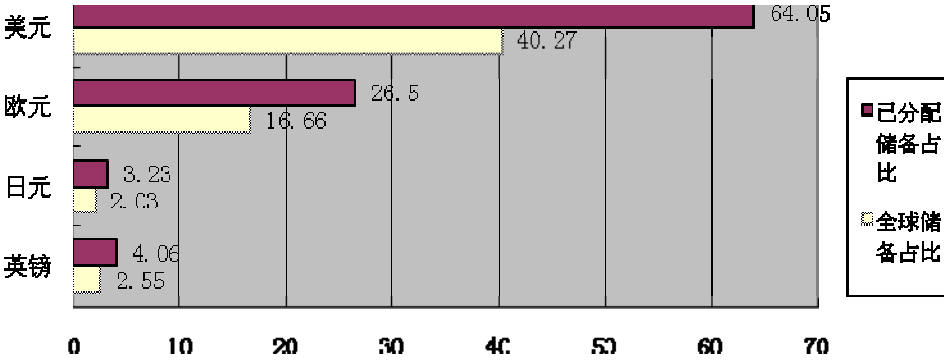


图 4 2008 年四种主要储备货币占比（单位：百分比）

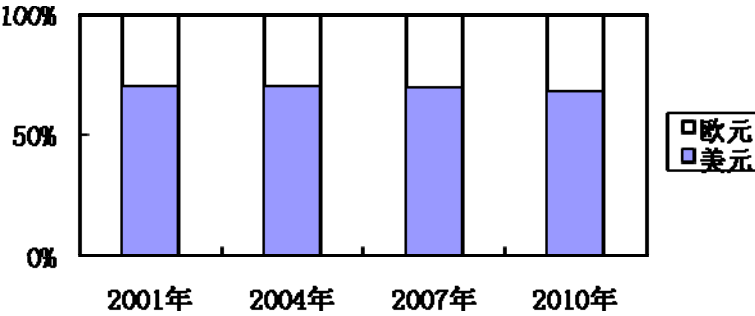


图 5 已知外汇市场收益中的货币分布情况（单位：百分比）

资料来源：国际清算银行（BIS）2010 年外汇和衍生工具市场活动报告，第 12 页。由于在同一笔交易中存在两种货币，因此单一货币的份额是以 200%为基数进行计算的，2010 年度报告中对 2007 年数据有所修正。

一种货币的竞争力强弱如何，可以参考一些相关指标，比如是否在国际贸易中作为计价和结算货币、比重如何，是否作为储备货币、占比如何，是否参与国际金融交易、份额如何等。因此，货币区域化或国际化是其竞争力提升的标志，且国际化程度越高竞争力越强；但是竞争力的内涵更加注重过程而非结果。将欧元与美元比较，欧元区的总体实力给欧元竞争力的提升创造了良好的机会，但欧元作为国际货币的影响力和辐射力还有待加强，欧元与美元的竞争将经历一个漫长的过程，在某种意义上就是美元霸权被削弱的过程。一方面，欧元交易网络的构成需要一个过程，对欧元的国际认知度和美誉度需要一定时间。欧元区经济发展是否稳定，欧元币值是否坚挺，欧元供给是否充足，欧元使用是否便利，欧元资产是否多样，这一系列问题都需要经过一段时间才能做出判断。另一方面，由于历史惯性，欧元储备的增加或者以欧元作为大宗商品的计价单位，还需较长一段时间的吸收和适应过程，大部分亚洲各国对外贸易都是以美元计价结算的，与美国的实体经济和虚拟经济关联度远远超过欧洲，欧元汇率变动如何会随着与欧元区贸易联系密切而逐步受关注，但欧元的启用确实给亚洲各国外汇储备多元化创造了条件，欧元将会不断扩大其影响力和辐射力。计价货币的选择取决于市场份额和商品差别化程度等要素。有学者预计，欧元在全球外汇储备中的比例可能会上升至 40%，与美元平起平坐。欧元启动之后的两年，表现虽不尽如人意，但在国际货币市场和资本市场上，份额大幅上升，以欧元计价的债券发行受到普遍欢迎，其货币市场工具不断丰富，广度、深度和流动性的不断改善。然而，欧元债券市场的良好表现也未能改变美元在国际债券市场上的统治地位，美元债券未清偿余额占全球国际债券余额的 45%。由于深度外部性的存在，美元是最主要的国际支付手段，美元在外汇市场中交易规模也最大，以美元交易可以获得规模经济效应，那么，只有在长期中欧元才有可能扩大外汇交易的占比。

四、衡量国际货币竞争力的一般指标

（一）国际储备货币竞争力强弱衡量的决定性因素

国际货币尤其是储备货币的竞争力，从全球视角看，一方面表现为在全球储备中的占比大小，另一方面表现为国际支付结算中的参与程度；从一国国内看，一方面以存款形式表现的外国货币流入量占全国总存量的比例，另一方面外币存款占全国货币存量的比例。这些指标都可以作为衡量货币竞争力的标准，在这些指标的背后，一国经济总量、贸易总量、经济开放程度、金融市场发达程度、货币价值对内和对外的稳定性、本币跨境流通性等多因素决定着货币竞争力的变化程度和速度。

1. 产出总量、贸易额

Chinn 和 Frankel（2008）指出，截至 2007 年，以产出和贸易额计算，美国排在全球首位，日本第二（2010 年中国已经上升到第二位），德国第三。将欧元区国家（已增至 15 个）作为一个整体考察，其经济比重加在一起远远超过日本，与美国相比还有一定差距，但如果将英国、瑞典和丹麦也计算在内就另当别论了（如表 2），即使目前来讲还是一种奢望。一国产出总量是货币竞争力的最核心影响因素，同时也可以参考对外贸易量指标反映出的一国与世界的经济关联程度。一国货币在国际产出、贸易和金融交易中的分量越重、影响力越强、优势越大。英镑衰落过程中，英国对外贸易量的下降，贸易范围的缩小，贸易模式的转变都起着至关重要的作用。拉美国家美元化的选择，也从一个侧面表现出这些国家对美贸易的依赖程度，即使通货膨胀的威胁不再、欧元显现出强劲的上升态势，这些国家依旧保持着与美元的紧密联系。

表 2 美国、欧元区国家和欧盟经济总量对比（单位：万亿）

	2003 年	2004 年 5 月	2007 年
美国 US	11.0	11.5	13.8
欧元区 Euro-zone	8.8 (12 个成员国)	9.0 (12 个成员国)	11.9 (13 个成员国)
欧盟 EU	11.8 (25 个成员国)	12.1 (25 个成员国)	16.6 (27 个成员国)

资料来源：根据 Chinn 和 Frankel（2008）整理，其中欧元区第 13 个国家为斯洛文尼亚，并未包括 2008 年初加入欧元区的两国（塞浦路斯和马耳他）；欧盟 27 国包括保加利亚和罗马尼亚。

2. 一国金融市场发展程度

为了增强一国货币的国际地位，国内的货币和资本市场不仅仅是开放无管制的，还要更加深入发达。纽约和伦敦这两个大型国际金融中心误以为美元和英镑的发展提供了有利条件，相对来看，欧元的“主战场”——法兰克福市场相比欠发达。虽然，东京和法兰克福金融市场在过去的二十年中发展迅速，但与纽约和伦敦的差距依然，此外新加坡和香港的市场趁机壮大（为人民币的壮大提供条件）。另一方面，一国中央银行和大型金融部门对贸易部门的政治影响力也是重要的一环。以华尔街为例，这一主要街道上的金融机构力量足以将来来自上方的政治压力传导至市场使得货币贬值而利于出口贸易。规模大、流动性强、发展成熟的货币市场越容易吸引资金的流入，出于降低交易成本的考虑，外国经济行为主体愿意投资于这样的市场；而外国资金的流入又反过来促进了本国货币市场的发展，强大的需求推动着货币市场工具的多样化，货币市场机制运转的灵活性，货币市场参与主体的多元化，货币市场监管体制的成熟度。外国投资者青睐于本国金融市场，以该国货币计价的金融产品需求量增加，货币影响力和辐射力随之扩大，尤其是本国市场提供的金融工具，可以减弱货币风险、利率风险发生的可能性，从而促进国际金融交易的良性发展。

外汇管制方面，美国和欧元区的开放程度几乎相当，无论货币市场还是资本市场都没有设置管制措施，欧元与美元竞争力的对比可以剔除管制因素影响。金融风险方面，两大经济体的政策措施独立性相对较高，应对外部冲击的能力较强，当面对国内金融市场风险或外部资本冲击时可以采取主动性政策措施进行抵御，保证其市场、金融、经济的稳定性；此外，具有较强的预防各种风险能力和相对较完善的制度设计。开放程度方面，从美元和欧元的对比来看，据国际清算银行的统计，欧元进出口商品和劳务占其国内生产总值的比例超过美国，以此为标准说明欧元区的开放程度甚至超过美国。货币市场上的欧元计价国际债券与美元相比发行量略有优势。资本市场方面，欧元区统一时间较短，整体评价不尽如人意，由于区域内部成员国差异使市场一体化程度受到影响，从规模上看也远远不如美国。经过欧元区市场的整合，相信其分散化形势会有所改善，一体化程度的深化可以促进欧元国际竞争力的提升。欧元区资本市场的广度和深度还有待加强，但是欧元区国家一直以来都以控制通货膨胀为货币政策目标，而且其货币政策的自主性很强，货币价值相对稳定，对外部经济冲击和影响抵御能力强。国际收支方面，欧元区的大多数国家稍有盈余，外汇储备总量超过美国，而美国长期经常账户赤字，财政赤字，是全球最大的债务国。虽然如此，欧元区也存在着不稳定性，由于欧元区成员国经济关联程度高，一旦一个国家出现债务危机对其他国家的经济产生负面影响，以致影响欧元价值的稳定。

欧元的国际竞争力之所以提升迅速，与欧洲经济一体化过程中的金融市场发展紧密联系。金融市场的开放程度和深入程度在很大程度上决定了一国货币作为资产的价值体现，能够保证货币较强的流动性，为投资者提供更加防范参与交易的平台，同时完善的货币市场和资本市场也能最大程度的满足投资者的多样化需求。

3. 对货币价值的信心

封闭经济时期，货币信誉或其价值稳定性往往在有通货膨胀预期时被关注，而作为关键货币或储备货币的主权货币价值在任何时刻都要保证一定的稳定性，无论是作为计价单位还是发挥价值储藏作用，即关键货币作为一种资产被政府或私人部门持有（比如公司具有的

外汇头寸，投资者持有的国际债券，中央银行持有的外币储备资产等）。20 世纪 70 年代的日本、德国和瑞士曾经建立起一种比美国更好的保持低通货膨胀的机制，从而帮助本国货币确立国际地位。80 年代时，美国通货膨胀率的均值和方差都高于上述三种硬通货国家，但是低于英国、法国、意大利等多数国家。90 年代后美国经济经历了快速发展阶段，对外举债规模加大，经常账户长期赤字，国内物价水平偏高，使美元面临巨大的贬值压力。欧元诞生后，一些未加入欧元区的欧盟成员首先将欧元作为盯住对象，或者将欧元汇率作为中心汇率，还有一些相邻国家将欧元作为货币篮子中的重要组成部分。欧元成为 50 多个国家的锚货币。

货币价值稳定性的衡量可以关注一国国内通货膨胀率以及一国货币的对外比率即汇率的变动率，通货膨胀变动率显现出本国居民和企业对货币价值的信心，汇率变动率显现出外国居民和企业对持有该国货币的坚持。随着金融市场发达程度的加深，实际利率水平的差异吸引着外国居民和企业对该国货币贮藏手段的需求，而金融市场流动性越强这种需求就会越广泛。

4. 网络外部性

一种国际货币就像本国货币一样，其价值本身来自于其使用价值。在这种意义上，任何一种货币或多或少都具有网络效应，一种货币有其辐射范围，国际货币或储备货币的网络外部延伸性更加明显。随着一国货币影响力的扩大，一国货币会超出领土范畴拥有一定跨区域优势，这种优势体现在促进国际贸易、国际投资以及其他对外经济事务中。一部分领土货币的这种优势会持续并深入，成为关键货币或储备货币；储备货币的网络效应进一步加强会使这种优势的短期效应发展成使用惯性。比如，英镑在英国于 20 世纪初时的领先地位逐步下降的时期仍旧维持其重要国际货币的地位。另一方面，从规模经济的角度看，上述这些对国际货币衡量标准的决定性因素在长期内仍旧呈现非线性特征。对于一个经济主体（出口商、进口商、借款人、贷款人或货币交易商等）来说，如果其他人都使用某种货币交易结算那么自己也很可能采用；如果某一种货币广泛用于贸易结算，那么也就更可能同样用于金融交易中，从而成为外汇交易中的工具。如果作为一种国际交易工具，那么就有可能被小国货币盯住（Eichengreen and Mathieson, 2000）。

利用 IMF1973 年到 1998 年的可查央行持有储备数据，根据 Chinn 和 Frankel 的测算，储备货币份额和发行国 GDP 份额之间是非线性的关系，因此把货币份额作为被解释变量，GDP 份额等要素作为解释变量，采用对数函数形式和计量经济学的最小二乘法进行估算。结果是：解释变量中的一国经济规模（相对收入）正面效应且相关度高；其他三个收益率变量则是负面效应，货币价值的下降使得储备货币吸引力降低。通货膨胀率指标比贬值趋势（按照平均 20 年的货币价值关于特别提款权的变动率计算）或者汇率波动率更加显著和一致性。至于外汇收益指标和对金融中心深度的测量显示与假设成正向，但是在统计上只是少数测验显著。滞后外生变量表现出一种缓慢的调整率，长期调整估计在 12% 左右，也就是说在 5-6 年左右的调整过程中会出现半数调整。随后，他们针对 1999 年欧元产生后到 2007 年的发展情况展开了进一步分析，并做出预测，欧元竞争力呈上升态势美元相反。由于 IMF 数据统计上的断层，两位学者对 2005 年以后的估计为美元份额为 70%，欧元为 25%。继续沿用上述模型和分析方法对欧元、美元和其他货币在未来的国际储备中所占比例。在 Chinn 和 Frankel（2005）的分析中，他们认为欧元最早超过美元成为全球第一储备货币应该是在 2020 年，前提条件是英国、瑞士等国家并不会加入欧元区，同时美元会延续 2001-2004 年贬值的趋势，再加上 2004 年后的数据，那么欧元会在 2022 年超越美元。当然，这个结果对美元的假设比较悲观：第一，美元需不断贬值，并且以超过长期历史水平的速度下降；第二，美国的经济增长速度放缓。此外，将法兰克福作为衡量欧元金融中心深度的市场指标越来越不适合，因为虽然英国置身欧洲货币联盟之外，但伦敦市场上的欧元交易的深度和多样化越

来越强。如果假设前提依旧是：英国、瑞典和丹麦不会加入欧元区；美元继续确定性贬值，未来贬值比率维持在 2007 年底之前的二十年平均水平；只有一些新的小经济体国家会加入货币联盟；采用 2007 年 GDP 的实际市场水平、汇率波动水平和贸易量进行计算；那么，美元依旧位于国际储备货币的首位，而欧元则可能需要 40-60 年的时间来缩小差距（图 6）。

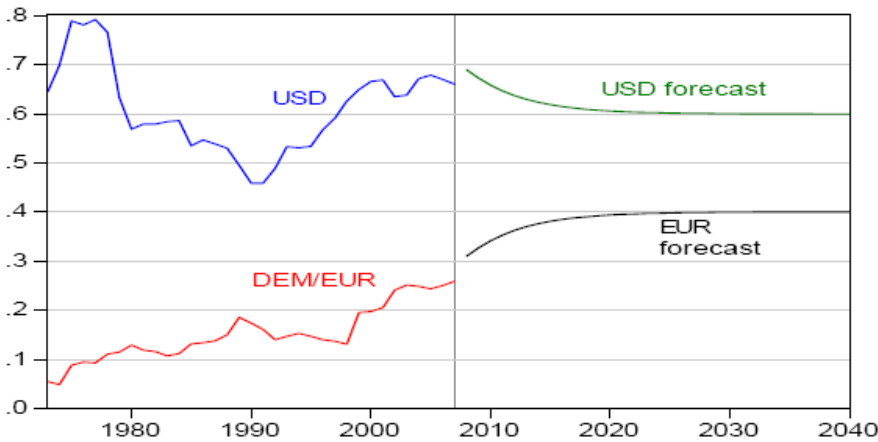


图 6 美元和欧元竞争力对比预测

资料来源：Chinn 和 Frankel（2008）。如果 2010 时英国仍旧没有加入欧元区的话，按照截止 2007 年的 20 年平均货币贬值率计算可得美元依旧保持国际储备货币首位，欧元需要较长时间缩小差距。

如果其他条件不变，更加乐观的估计，将伦敦市场数据作为衡量欧元金融深度的指标，那么欧元大约会在 2015 年超越美元。

根据贸易量、持有债务和现金以及用于外汇交易的货币量等指标进行的测算，尽管是集中于储备货币的，也是可以作为衡量其他国际货币的模型予以运用。

（二）国际储备货币竞争力指标体系的构建

以储备货币为例，将以上讨论的决定性因素变量化，为了保证模型的线性性，采用对数形式 OLS 方法建模。将储备货币占比作为被解释变量，样本期间为 1973 年到 1998 年，即布雷顿森林体系解体到欧元产生之前的验证；选择该阶段样本作为建模依据主要原因在于其代表性，另外 2004 年后 IMF 改变了公布数据的形式，COFER 不再公布各中央银行持有储备的状况，新增了“未分配储备”项目，而这个项目占比超过 25%，对我们模型的估计产生巨大影响；然而，此模型的结果仍就可对我们估计欧元产生后的形势变化带来很好的指导作用。 y 代表市场比率衡量的 GDP， π 代表通货膨胀变动率， Δd 代表贬值率， Δe 代表汇率变动率， f 代表外汇市场收益率。模型中所有数据都来源于 IMF 国际金融统计数据库，并且加入一阶滞后变量来验证各种货币的使用惯性。

回归方程 1：

$$\text{Log}\left(\frac{\text{Share}}{1-\text{Share}}\right)=\text{Log}(y)+\text{Log}(\pi)+\text{Log}(\Delta e)+\text{Log}(f)+\text{Log}\left(\text{Share}_{t-1}\right)$$

回归方程 2：

$$\text{Log}\left(\frac{\text{Share}}{1-\text{Share}}\right)=\text{Log}(y)+\text{Log}(\Delta d)+\text{Log}(\Delta e)+\text{Log}(f)+\text{Log}\left(\text{Share}_{t-1}\right)$$

	解释变量						
	y	π	Δd	Δe	f	Share _{t-1}	常数项
回归方程 1	2.22 (0.62)	-2.64 (1.16)		-0.98 (0.57)	0.45 (0.29)	0.85 (0.30)	-0.64 (0.14)
回归方程 2	2.77		-1.10	-0.58	0.21	0.88	-0.50

	(0.64)		(1.36)	(0.58)	(0.30)	(0.30)	(0.15)
--	--------	--	--------	--------	--------	--------	--------

两个方程的回归统计量 R^2 分别为 0.97 和 0.98, 说明回归结果良好。回归结果经济解释: 一国经济发展规模、相对收入、国内生产总值等经济总量变量对货币竞争力呈正向关系, 并且是解释力最强的变量——鲁棒估计值。通货膨胀率、汇率变动率、贬值率等三个变量与竞争力呈反向变化, 货币价值信心的降低会导致全球持有量的下降, 通货膨胀率升高、贬值率上升、汇率变动频繁都会带来对币值信心的降低。这三个解释变量中, 从 T 检验结果看, 通货膨胀率的解释力最强, 贬值率次之。用于衡量金融市场发展广度和深度的外汇收益率显现出的检验结果和假设一样, 外汇市场收益率越高货币竞争力越强, 也就是说货币的势力范围越大。滞后一阶变量的相关度检验呈现出竞争力变化的快慢程度, 这种调整是非常缓慢的, 同时验证了欧元竞争力虽然快速提升, 欧元结算范围和交易量已居世界第二, 但是和美元的差距甚远。美元在全球外汇交易、对外贸易结算和外汇储备中的份额几乎都在 60% 以上, 远远超过欧元在全球市场上的比重。因此, 相对于欧元区结束美元本位的“乐观”论调, 清醒的认识到欧元也要经历一系列挑战才能成为关键货币才是客观的结论。

五、结论

本文重点讨论了欧元作为区域货币与领先国际货币美元间竞争的历程, 力图找出决定主导国际货币竞争力的关键因素, 为其他国际货币和非国际货币影响力和辐射力的加强提供参照。

1. 作者认为“在任何时点上只能存在一种国际货币”的观念不可取。现行国际货币体系未必能持续很久, 美国的经常帐户赤字将使美元作为储备货币的吸引力下降, 在可预见的未来, 美元和欧元很可能分享国际储备货币地位, 但这会是一个相当缓慢的历程。

2. 在现行体系下, 一些发达国家为了促进本国与核心国或其它发达国家的经济往来也相继实行了独立浮动汇率制。这些国家在资本自由流动条件下可以确保货币政策的独立性并通过汇率的浮动使外部经济失衡得以自我恢复均衡。但是, 实现上述效果的前提条件是该国必备经济规模相对较大、对外依存度相对较低、通货膨胀历史记录相对较好、具有比较完善和发达的金融体系和金融市场等基本条件。然而如果核心国具有更强的政策主动性, 则与其相关的另一方的政策自主性自然会被削弱; 由此, 最优货币区的思想被付诸现实——欧元的成功。

3. 2002 年到 2004 年间美元对欧元的贬值所导致的各国央行开始大规模改善储备货币的多样化和非美元化。欧洲货币联盟强大的事实, 欧元区国家货币改革的顺利完成, 以及欧元进入国际市场成为新的储备和结算货币等因素的存在, 形成了美元贬值、国际份额下降的外部动因。

4. 综合美元化现象、英镑的衰落、美元崛起后的迅速扩张和欧元快速占领市场等事实剖析, 不难发现, 一国的经济总量、贸易模式、经济对外开放度和依赖度、金融市场发展广度和深度、货币价值稳定程度、货币交易网络外在性、货币惯性等因素构成了衡量国际货币竞争力指标体系。当然, 这一系列指标是否适合非国际货币比如人民币, 还需进行个案分析和验证。

参考文献

- [1] Aliber, Robert, 1966: The Future of the Dollar as an International Currency, Frederick Praeger, Publishers, New York.
- [2] Bank for International Settlements, 2005: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004, March.
- [3] Bank for International Settlements, 2007: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and

Derivatives Market Activity in 2007, December.

- [4] Bank for International Settlements, 2010: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in 2010, December.
- [5] Bank for International Settlements, 2008: 78th Annual Report from April 2007 to March 2008, June.
- [6] Bank for International Settlements, 2009: 79th Annual Report from April 2008 to March 2009, June.
- [7] Bergin Paul R. and Ching-Yi Lin, 2010: The Dynamic Effects of Currency Union on Trade, NBER Working Paper No.16259, August.
- [8] Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, 2008: The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, NBER Working Paper No.13909.
- [9] Eichengreen, Barry, 2005a: Europe, the Euro and the ECB: Monetary Success, Fiscal Failure, Journal of Policy Modeling, May.
- [10] Eichengreen, Barry, 2010b: 27 Up: The Implications for China of Abandoning its Dollar Peg, www.emlab.berkeley.edu, June.
- [11] 安 烨, 2002: 欧元与美元国际竞争力分析, 财经问题研究, (11): 46-49.
- [12] 陈亚温, 胡勇, 2003: 论欧元与美元的国际货币竞争, 厦门大学学报, (5): 86-93.
- [13] 李扬, 黄金老, 1999: 美元化问题研究, 金融研究, (9): 56-62.
- [14] 李海燕, 2003: 国际汇率安排中的美元霸权, 国际金融研究, (3): 33-37.
- [15] 张宇燕, 1999: 美元化: 现实、理论及政策含义, 世界经济, (9): 17-25.
- [16] 蒙代尔, 2003: 汇率与最优货币区, 蒙代尔经济学文集第五卷, 中国金融出版社.
- [17] 沈国兵, 2004: 日元与人民币: 区域内货币合作抑或货币竞争, 财经研究, (8): 28-39.
- [18] 何泽荣, 2002: 入世与中国金融国际化研究, 西南财经大学出版社.
- [19] 李向阳, 2005: 布雷顿森林体系的演变与美元霸权, 世界经济与政治, (10): 14-19.
- [20] 宋晓峰, 2004: 国际货币的竞争稳定, 世界经济研究, (3): 29-33.
- [21] 钟伟, 2001: 国际货币体系的百年变迁和远瞻, 国际金融研究, (4): 8-13.
- [22] 罗斌, 2009: 基于竞争的人民币走出去模式研究, 经济研究参考, (9): 38-47.

A Comparative Study on Regional Currency and Leading International Currency Competitiveness

Yu Xuwei

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: After the U.S. subprime loan crisis in 2007, the international competitiveness of RMB gets much enhancement. Meanwhile, upgrading the regionalization and the possibility of speeding up its internationalization have also attracted international monetary authorities' attention. From the perspective of the demand for money, this study, based on empirical analysis about the development history of euro and dollar, proposes some effective theoretical references for China's monetary authorities to raise the RMB influence.

Keywords: currency competitiveness; dollar hegemony; regional currency; the RMB

收稿日期: 2011-08-02

作者简介: 于学伟, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践