

西方货币国际化理论综述

何国华

摘要:自20世纪60年代以来,随着美元霸权地位的衰落、日元国际化的推进以及欧洲货币一体化的成功进行和欧元作为国际货币的出现,货币国际化问题引起了越来越多西方学者的兴趣。对于什么样的货币能够成为国际货币、货币国际化对本国及其他国家会产生什么样的影响以及影响货币国际地位的因素等问题,西方学者从不同的角度进行了深入探讨。另外,对于国际货币之间的替代现象,学者们也通过模型分析给出了解释。

关键词:货币国际化 国际货币 货币替代

一、货币国际化的含义

Cohen(1971)最早从货币职能的角度定义国际货币。他认为国际货币的职能是货币国内职能在国外的扩展,当私人部门和官方机构出于各种各样的目的将一种货币的使用扩展到该货币发行国以外时,这种货币就发展到国际货币层次。Hartmann(1998)对国际货币的不同职能进行了分类,进一步扩展了Cohen的定义。他认为,作为支付手段,国际货币是在国际贸易和资本交易中被私人用于直接的货币交换以及两个其他货币之间间接交换的媒介货币,也被官方部门用作外汇市场干预和平衡国际收支的工具;作为记账单位,国际货币被用于商品贸易和金融交易的计价,并被官方部门用于确定汇率平价(作为汇率钉住的“驻锚”);作为价值储藏手段,国际货币被私人部门选择金融资产时运用,如表示非居民持有的债券、存款、贷款价值,官方部门拥有国际货币和以它计价的金融资产作为储备资产。

Tavlas(1997)认为当一种货币在没有该货币发行国参与的国际交易中充当记账单位、交换媒介和价值储藏手段时,该货币就国际化了。日本财政部(1999)给日元国际化下的定义为:提高海外交易及国际融资中日元使用的比例,提高非居民持有的以日元计价的资产的比例,特别是提高日元在国际货币制度中的作用以及提高日元在经常交易、资本交

易和外汇储备中的地位。蒙代尔(2003)认为,当货币流通范围超出法定的流通区域,或该货币的分数或倍数被其他地区模仿时,该货币就国际化了。

二、一国货币成为国际货币的条件

(一) 一国货币作为国际交换媒介的条件

Swoboda(1969)认为,如果没有国际交换媒介,不同货币区之间的贸易只能以不同国家的货币执行。如果交易商有许多需要不同货币的交易,他不得不持有大量的各种现金余额,携带成本很大。Karl Brunner和Allan Meltzer(1971)分析了货币交换的信息效率,认为获取任何资产特性的信息的边际成本随着这种资产被使用的频率的增加而递减。McKinnon(1969)综合了上述两位学者的理论,认为私人交易者会以最适当的主要的货币来从事交易,以节约携带成本,并使由于汇率浮动而产生的信息不确定性最小化。

Krugman(1980)研究了本国和外国货币之间的交易成本,发现随着交易量的增加,平均交易成本是递减的,有最低交易成本的货币,即有最大交易量的货币会成为媒介货币。Rey(2001)把货币交换的交易成本引入了一个三国一般均衡模型,从贸易关系的实力和交易成本的大小,在理论上证明了媒介货币选择的多重均衡如何出现。他发现媒介货币的出现是由各国的商品偏好决定的,而不是由他们的相

对规模决定。一国商品被需求得越多,它的出口越高,对该国货币的国际需求就越大,其外汇市场就越具有流动性,相关的交易成本就越小。具有最大开放度的国家的货币以及与其他国家货币相交换时成本最低的国家货币会成为媒介货币。

Matsuyama、Kiyotaki 和 Matsui (1993) 运用一个货币搜寻模型来分析创造媒介货币的机制,结果是在一个只有两种货币(本币和外币)存在的世界中将会出现三种均衡:(1) 地方性货币,在这种情况下绝对没有国际交易发生,本国货币在本国使用,外国货币在外国使用;(2) 单一的媒介货币,在此情况下,一种货币成为地区性货币,另一货币则在发行国和外国同时使用;(3) 双重媒介货币,两种货币在本国和外国都能使用,经济一体化程度越高,两种货币共存的可能性越大,经济开放的程度对决定哪种货币可在国际交易中运用起着关键作用,且拥有巨大经济规模的国家的货币更有可能成为主要媒介货币。

(二) 一国货币作为国际记账单位的条件

Mckinnon (1969) 区分了高度差异的制成品(第一类可贸易品)和相对类似的初级产品(第二类可贸易品)的贸易计价之间的区别。他认为国际交易者一般都偏好用他们本国的货币计价,但只有一方能如愿。在第一类可贸易品的交易中,生产者拥有保持价格固定的市场权力,一般以出口商本国货币计价交易;在第二类可贸易商品交易中,单个的生产者仅仅是价格的接受者,顾客价格比较的效率收益导致以一种单一的国际货币计价和结算。Grassman (1973) 定律则认为在国际贸易中一般倾向于以生产者货币作为计价货币。

Devereux 和 Engel (2001) 建立了一个包括本币和外部供给不确定性的动态均衡模型。他们发现本国和外国的企业会选择具有最小货币供给变化的国家的货币作为计价货币:当本国货币供给变化较小时,本国企业就会选择 PCP(生产者货币定价),外国企业选择 LCP(当地货币定价);而当本国货币供给变化较大时,本国企业会选择 LCP,外国企业则选择 PCP。

Hiroyuki (2003) 认为当企业既进行贸易交易也进行资本交易时,他愿意用同一种货币执行两种交易以便减少汇率风险。同时他利用 Bacchetta 和 Wincoop (2002) 的局部均衡模型证明了在垄断模型

中,当本国出口商的利润函数是汇率的凸函数时,本国货币会被选作计价货币,当利润函数是汇率的凹函数时,当地货币会作为计价货币;在寡头垄断模型中,利润函数是汇率的凸函数时,依然会选择本国货币作为计价货币,利润函数是汇率的凹函数时有两种情况:当本国的市场份额较小时以当地货币计价,否则他们宁愿选择本国货币计价。

Friberg (1998) 则认为我们除了要考虑到本国或贸易伙伴国货币作为计价货币的情况外,还应考虑到第三国货币作为计价货币的可能性。它证明了计价货币的选择不仅依赖于利润函数的形状,还依赖于两国汇率不确定性的程度(方差的大小),这一不确定性包括本国和贸易伙伴国货币之间以及第三国和贸易伙伴国之间的汇率不确定性。当利润函数是汇率的凹函数时,如果第三国和贸易伙伴国货币之间的汇率波动小于本国和贸易伙伴国之间的汇率波动,第三国货币将被选择为计价货币。

(三) 从综合的角度分析一国货币成为国际货币的条件

Bergsten (1975) 认为国际货币的条件应包括政治和经济两个方面。政治上应具有强大的政治权力并得到国际合作的支持。在经济上,他从外部经济条件和内部经济条件两个角度进行分析:外部经济条件包括维持可兑换信心、合理的流动性比率和健康的国际收支及其结构;内部经济条件包括保持经济增长、价格稳定、国际经济规模上的相对优势、经济货币的独立性以及发达的金融市场。

Tavlas (1997) 把影响货币国际运用的要素与最优货币区标准联系起来,认为最优货币区标准能被用来解释为什么国际交易者和投资者在跨国交易中选择一个特定的国际货币。最优货币区理论中的通货膨胀、贸易一体化和金融市场发达程度能帮助解释一种货币为什么被用作国际记账单位、交换媒介和价值储藏手段。

蒙代尔 (2003) 认为一国货币要成为国际货币取决于人们对该货币稳定的信心,而这又取决于以下因素:货币流通或交易区域的规模;货币政策的稳定;没有管制;货币发行国的强大和持久货币本身的还原价值。他认为货币作为公共物品,具有内在规模、范围经济,市场的广度、深度是衡量一种货币利用规模经济和范围经济的程度,流通区域越大货币

对付冲击的能力越强。

三、货币国际化的影响

对于货币国际化对经济政策的影响, Triffin (1961) 最早分析了在布雷顿森林体系下美元承担的两个责任, 即保证美元按官价兑换黄金、维持各国对美元的信心和提供清偿力之间是相互矛盾的(即特里芬两难)。Aliber (1964)、Bergsten (1975) 认为美元作为世界关键货币不仅面临“特里芬两难”, 而且美元的国际作用减少了美国执行独立货币政策以及运用货币贬值政策的能力。Trejos 和 Wright (1995, 1996) 通过讨价还价机制把价格引入了货币搜寻模型, 分析货币购买力问题, 他们发现, 国际货币在国内比国外有更大的购买力, 并且它比非国际货币在国外有更大的购买力。

对于货币国际化的福利效应, Aliber (1964)、Bergsten (1975) 认为国际货币发行国可通过发行本国货币为国际赤字融资。Tavalas (1998) 认为随着一种货币国际运用的扩张, 使得贷款、投资和商品、服务的购买都将通过该货币发行国的金融机构进行, 金融部门的收益会增加。Aliber (1964)、Cohen (1971)、Bergsten (1975)、Tavalas (1975) 认为发行国际货币的国家能够获得国际铸币税收入, 但铸币税收入的大小受多种因素的影响。Cohen (1971) 认为发行国际货币的国家所获得的国际铸币税的规模根本上依赖于该货币的国际垄断地位: 如果该国处于完全垄断地位, 净铸币税收益肯定相当大; 但如果他面临其他国际可接受的货币工具的竞争, 它的净收益会相应减少。同时他对 1965 - 1969 年间英镑的净铸币税收益进行了经验测试, 发现英国从英镑的国际使用中获得的净铸币税收益为零。

Tavalas (1998) 认为货币国际运用的成本主要体现在: 在钉住汇率制下, 外国人偏好的转移可能会导致大量的资本流动, 破坏货币当局控制基础货币的能力并影响国内经济活动; 在浮动汇率制下, 这种转移导致汇率的大幅度变动, 可能会限制货币当局的国内政策能力。Otani (2002) 发现如果把日本看作本国, 东亚看作外国, 当日元的国际运用扩张时, 如果有高比例的日本企业选择 PCP 定价和高比例的东亚企业选择 LCP 定价, 日本的货币扩张对东亚经济将产生正的影响(以经济福利衡量), 而东亚的货币

扩张对日本几乎没有影响。因此, 如果日元作为计价货币的运用扩大, 日本货币政策的外部影响将会更大, 所以当日本实行它的货币政策时可能会被要求把东亚考虑在内。

四、影响货币国际地位的因素

Andrew (1961) 认为, 货币国际化是一国货币与他国货币的竞争过程, 国家经济实力的强弱, 决定了货币竞争能力的强弱和生命周期的长短。Eichengreen (1994) 指出, 可行的国际货币体系具备一定的等级结构, 国家经济实力的差距, 在这种等级结构的形成和维持方面起着举足轻重的作用。Mundell (1983) 和小原三代平 (1984) 强调了政治、军事力量对货币国际地位的巩固作用。

Brinley (1975) 通过对英镑的观察, 发现某种货币拥有国际货币的特权后会产生“历史继承性”。Tavlas (1990) 从交易成本角度(获取信息、以及由不确定和计算产生的费用) 具体证明了国际货币使用上的历史继承性或惯性。

Hayek (1978) 指出, 作为一种资产, 持有者首先看重货币的实际购买力, 从动态角度看, 一种货币国际地位的变化在很大程度上依赖于该货币的稳定性或“未来价值的可预测性”。Cooper (1986) 持有类似的观点, 认为作为国际货币的一个必要标准是它的价值不会不规则波动。Williams (1968) 的研究发现, 国际货币的流动性较少依赖于发行国的实体经济, 而更多地依赖于该国金融部门的发展, “正是集中于伦敦的国际银行体系, 才提供了 1914 年以前英镑体系的核心。”Kenen (1988) 指出, 货币国际化需要有令人满意的货币供给条件, 只有资本的自由流动才能创造货币国际化所需的广度和深度, 因此金融市场自由化程度是决定货币国际化程度的关键性因素。

五、货币替代理论

国外对货币替代的理论研究始于 20 世纪 60 年代, 目前可知的最早论述是 1969 年 3 月 Chetty. V 在《美国经济评论》上发表的题为“On Measuring the Nearness of Near Moneys”的论文。进入 20 世纪 70 年代以后, 货币替代现象逐渐作为国际经济领域中的一个新问题凸现出来, 关于货币替代问题的理论研究也从此展开, 取得了丰硕的研究成果, 形成了不同

的理论派别。

(一) 马可·迈尔斯的货币替代理论及其修正

美国经济学家马可·迈尔斯(1978)认为,人们持有货币(M₁)是由于货币有服务性的功能,这一服务性的功能可以由本币提供,也可由外币提供。在给定资产约束的条件下,人们会根据持有本外币的边际收益和机会成本来灵活调整它们之间的比例,以求获得最大化的货币服务。

货币服务函数的具体形式为:

$$\lg M_d / E M_f = 1 / (1 + p) \lg (a_1 / a_2) + [1 / (1 + p)] \times \lg [(1 + i_f) / (1 + i_d)]$$

其中, M_d 为本币的名义持有量; M_f 为外币的名义持有量; E 为名义汇率(直接标价); a₁、a₂ 为本外币余额所提供的货币性服务的权重(持币的边际收益); i_f、i_d 为本外币的借款利率(持币的机会成本); p 为参数。

该式中, M_d / M_f 就表示外币对本币的替代程度,如果本币的持有量下降,外币的持有量上升,即 lg M_d / M_f 的比值变小,则说明出现了货币替代现象。

迈克·波尔多和伊萨·乔瑞对马可·迈尔斯的理论进行了修正,提出了“货币替代的边际效用理论”。该理论强调货币需求的交易动机,认为人们持有货币的目的在于便利交易和支付,这种便利效用实际上就是迈尔斯所指的“货币性服务”的具体化表现,个人通过持有有一定数量的本外币余额进而获得最大化的消费者效用。

货币需求函数形式如下:

$$\lg m_d = a_0 + a_1 \lg y + a_2 i_d + a_3 i_f \dots \dots \dots (1)$$

$$\lg m_f = b_0 + b_1 \lg y + b_2 i_d + b_3 i_f \dots \dots \dots (2)$$

其中, y 代表真实国内生产总值(GDP); a、b 均代表参数; m_d、m_f 分别代表本外币真实余额; i_d、i_f 分别代表本外国的真实利率水平。进一步假设非抵补的利率平价成立,即 i_d = i_f + E, 利用此假设将(1)、(2)式简化,可以得出:

$$\lg (m_d / E m_f) = c_0 + c_1 \lg y + c_2 i_d + c_3 (i_f - i_d) \dots \dots \dots (3)$$

其中, c₀ = a₀ - b₀; c₁ = a₁ - b₁; c₂ = a₂ + a₃ - b₂ - b₃; c₃ = a₃ - b₃。

与迈尔斯的货币需求函数相比,(3)式将更多的经济因素(如一国的国民收入、利率水平等)考虑进本外币的相对需求中,特别是将两国的利率水平之

差,即预期的汇率变动因素作为衡量本外币间替代弹性的一个重要变量,这是货币替代理论研究的一大进步。

(二) 资产组合和预防需求理论

“货币替代的边际效用理论”强调的仅是货币服务的交易媒介职能,李·索马斯等提出的“货币替代的资产组合理论”将货币作为人们手中持有的一种资产,并进一步考虑了债券等其他资产形式和价格随机波动的情况,引入不确定性分析,运用随机变量求解的方法,得到最优的本币资产和外币资产比例。

他们认为,开放经济下一国居民对本国货币的需求函数可以表示为: M_d / P = φ(y, i, u)。其中, M_d 为本币余额; P 为价格; y 为本国居民的永久收入; i 为持有本币资产的机会成本(如外币资产的收益率); u 为随机扰动因素,代表持币的风险程度; f(y, i, u) 为本国居民对货币服务的总需求函数; φ 为代表本币所提供的服务比率,且有 0 < φ < 1。

显然,本币所提供的货币服务的比率越高,表明持有本币的效益越大,人们越倾向于持有本币;反之亦然。因此,确定了 φ 值就可以得到本外币的余额在整个资产组合中的相对比例,继而确定了该国的货币替代程度,故研究货币服务比率的决定因素就成为该理论货币需求函数的核心内容之一。

加拿大学者史提芬·波罗兹在以往货币替代理论的基础上,考虑到经济主体面临支出的不确定性和流动性成本时,如何调整资产组合形式,提出了“货币替代的预防需求理论”,其需求函数为:

$$\text{本币需求函数: } M = M(r, s, b, c, Z, Z^*, P, B)$$

$$\text{外币需求函数: } M^* = M^*(r, s, b, c, Z, Z^*, P, B)$$

$$\text{本币债券的需求函数: } B = W - M - M^*$$

其中, W 表示财富总量; r 表示本币债券的收益率; s 表示本币相对于外币的贬值率; b 表示本币债券的兑换成本; c 表示本外币的兑换成本,且有 c < b; P 表示价格; Z 表示本币现金需求, f(Z) 表示本币现金需求的概率密度,均值为 Z; Z* 表示外币现金需求, f(Z*) 表示外币现金需求的概率密度,均值为 Z*, 并令 F(Z, Z*) 为高度是 1/4PB 的均匀密度函数,则有:

$$\frac{\partial M}{\partial r} < 0, \frac{\partial M}{\partial s} < 0; \frac{\partial M^*}{\partial r} < 0, \frac{\partial M^*}{\partial s} > 0; \frac{\partial B}{\partial r} > 0, \frac{\partial B}{\partial s} < 0。$$



由上式可知,当本币债券的收益率上升,对本币和外币的需求会减少,对本币债券的需求会增加,这时的债券就成为本外币余额的替代品。当本币的贬值预期上升,对本币和本币债券的需求就会减少,对外币的需求会增加,这时外币余额成为替代本币的资产选择。

六、小结

从西方学者的研究文献中我们不难发现:

第一,货币国际化是市场选择的结果,而市场选择的条件包括政治上的强大和稳定、经济规模、国际贸易投资的市场份额、金融市场的发达程度、货币价值的稳定和产品的差异度等;

第二,只有少数几种货币能同时执行多重的私人 and 官方职能,一国货币在国际上的地位与该国的综合竞争力密切相关;

第三,一国货币国际化既会给该国带来收益也会有成本,货币的国际地位越高,货币国际化将会获得更多的收益而承担较小的成本,国际地位低,货币国际化的成本可能会高于收益;

第四,一国货币成为国际货币后会面临其他国际货币的竞争,而要保持其竞争力、巩固甚至提高其在国际市场上的地位也受许多条件的制约,需要付出更多的努力。

西方货币国际化理论为我们研究和正确认识人民币国际化问题提供了有益的启示,人民币国际化进程已经开始,如何在借鉴西方理论的基础上,走一条适合中国特色的人民币国际化道路,是我们迫切需要研究的课题。

参考文献:

1. Eichengreen, Barry, 1994. "History and Reform of the International Monetary System." Center for International and Development Economics Research (CIDER) Working Papers C94-041, University of California at Berkeley.
2. Bergsten, C. Fred., 1975. The Dilemmas of the Dollar: the Economics and Politics of United States International Monetary Policy. Published for the Council on Foreign Relations by New York University Press.
3. Corden, W. M., 1972. "Monetary Integration: Essays in International Finance." International Finance Section, No. 93. Princeton University, Department of Economics.
4. De Grauwe, Paul, 1997. The Economics of Monetary Integration. Oxford: Oxford University Press, Third Edition.

5. Devereux, Michael B. and Engel, Charles, 2000. "Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility." NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research.

6. Friberg, Richard, 1998. "In Which Currency Should Exporters Set Their Prices?" Journal of International Economics, Vol. 45, pp. 59 - 76.

7. Fujiki, Hiroshi and Otani, Akira. 2002. "Do Currency Regimes Matter in the 21st Century?" An Overview, Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 20(S1), pp. 47 - 79.

8. Tavals, George S., 1998. "Internationalization of Currencies: The Case of the US Dollar and Its Challenger Euro." The International Executive, p. 581.

9. Hartmann, P., 2002. "The International Role of Euro." Journal of Policy Modeling, Vol. 24, p. 315.

10. Hayek, 1978. "Denationalization of Money." London: Institute of Economic Affairs.

11. Brunner, Karl and Meltzer, Allan H., 1972. "A Monetarist Framework for Aggregative Analysis." Proceedings of First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy Supplement to Credit and Capital.

12. Matsuyama, Kyotaki and Akihiko, 1993. "Towards a Theory of International Currency." Review of Economic Studies, pp. 283 - 307.

13. Mckinnon, R. I., 1969. "Portfolio Balance and International Payments Adjustment," in Monetary Problems of the International Economy. Chicago: University Press, pp. 199 - 234.

14. Mundell, R. A., 2003. The International Financial System and Outlook for Asian Currency Collaboration. The Journal of Finance, Vol. 58, No. 4, Aug., pp. 3 - 7.

15. Krugman, Paul, 1980. "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange." Journal of Money, Credit and Banking, pp. 513 - 526.

16. Swoboda, A. and Mundell, R. A., 1969. Monetary Problems of the International Economy. University of Chicago Press.

17. Tavlas, G., 1997. "The International Use of the US Dollar." World Economy, 20, pp. 709 - 49.

18. Triffin, Robert, 1961. Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility. New Haven: Yale University Press.

19. Rey, H., 2001. "International Trade and Currency Exchange." Review of Economic Studies, pp. 443 - 464.

20. 黄梅波:《货币国际化及其决定因素》,载《厦门大学学报》,2001(2)。

21. 黄燕君:《港币 - 人民币一体化:意义、条件、前景》,北京,中国社会科学出版社,2003。

22. [日]关世雄:《亚洲货币一体化研究——日元区发展趋势》,北京,中国财政经济出版社,2003。

23. 胡月晓、申红:《货币演进:货币替代与货币合作的综合解释》,载《上海金融》,2004(3)。

(作者单位:武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)
(责任编辑: S)