

双边贸易、外汇市场规模、 网络外部性与美元的国际地位

——基于国别(地区)市场的实证研究

钟 阳 丁一兵*

摘要: 美元堪称世界的“霸权”货币,其地位的维持要借助在位货币的优势和外力支持,本文通过面板模型对美元国际地位的影响因素进行了实证分析。在静态面板模型中发现,一国(地区)同美国的实际进出口贸易额、一国(地区)外汇市场规模对美元的国际地位均产生重要的正面影响,这表明一国(地区)与美国的实际进出口贸易额越大或一国(地区)外汇市场越发达,该国(地区)对美元的需求量越大。随后的动态面板模型不仅支持了上述结论,而且发现前一期外汇市场的实际货币交易量也是影响美元充当主要国际货币的重要因素,一国(地区)前一期外汇市场的实际货币交易量越大,其越青睐于持有美元,美元在该国(地区)的地位就越高。这一结论证实了网络外部性效应所发挥的重要作用。

关键词: 双边贸易 网络外部性 美元国际地位 静态面板 动态面板

一、引言

始于 2007 年的美国次贷危机引发了各界对美元国际地位的思考。面对这一较大规模的全球性金融危机,各国(地区)纷纷采取各种不同政策来抑制金融危机带给本国(地区)的负面影响。一些学者认为美国经济受到的负面冲击势必会动摇美元的地位,甚至美元的世界第一货币地位会被其他货币所取代。然而次贷危机虽然重创了美国经济,但经济实力的削弱是否必然转化为货币实力的下降,却并非是一个可以简单回答的问题。

进入 21 世纪以来,中国的整体经济实力与国际经济地位不断提高,尤其是在亚洲地区内的影响力明显增强,同时全球经济不平衡与金融危机又进一步暴露出现行国际货币体系存在的弊端。在此情况下,人民币未来的地位与作用自然引起人们的关注,人民币的区域化乃至国际化不仅能够提高中国的福利水平,而且会对整个亚洲的经济发展和稳定产生诸多正面影响。正是基于这样的事实,中国政府开始采取相应的政策措施逐步推进人民币的国际化进程。然而这一过程却并非是一蹴而就的,需要总结多方面经验。本文对美元国际化的影响因素进行深入分析,一方面可以总结及借鉴美元国际化的经验,促进人民币国际化;另一方面有利于中国认清国际形势,采取适当的政策措施使人民币国际化得以顺利开展。

基于以上分析,本文试图通过建立计量模型并进行实证检验来研究美元国际地位的决定因素。文章余下部分的结构安排如下:第二部分对相关文献进行了回顾,并在总结国内外研究现状的基础上提出了本文的研究特点;第三部分是对美元国际地位的现状进行总体分析;第四部分主要是构建了静态与动态面板模型,并对相关数据进行了详细说明;第五部分是对理论模型进行检验,得出重要的结论。最后一部分是对本文的研究进行总结得到有关结论并阐释了美元国际地位的决定因素对人民币国际化的启示。

二、文献回顾

近半个世纪以来,经济学家们从各种视角对货币国际化进程的条件以及一国(地区)货币地位的决定因

* 钟阳,吉林大学经济学院,邮政编码:130012,电子信箱:yunjing501501@163.com;丁一兵(通讯作者),吉林大学经济学院,邮政编码:130012,电子信箱:ding7327@gmail.com。

本文得到国家社科基金重点项目“中国积极参与国际货币体系改革研究”(项目编号:10ZD&054)、吉林大学社会科学基金项目“国际金融危机背景下东亚货币金融合作研究”的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见,当然文责自负。

素进行了大量研究,取得了一些成果并形成了一定的理论体系,掀起了学界对货币国际化决定因素进行研究的高潮。

有些学者从国际贸易视角对货币国际化程度的影响展开了讨论。Gerald(2000)认为,一国货币在国际贸易中应用越广泛,这种货币成为国际货币的可能性越大;Shams(2002)从贸易规模的角度进行分析,指出在全部世界贸易中占有最大份额的国家其货币国际化的条件更加优越。此外,货币的国际化过程必然伴随着货币的流出,因此贸易逆差更有助于一国货币的国际化;Anderson和Van Wincoop(2004)运用一个新开放宏观经济学模型,论证了进口商品的市场份额是采用进口商货币计价与否的一个决定因素。

部分经济学家认为一国金融市场的发展状况决定一国货币的国际化进程。Cohen(1971)的观点是:一国的金融市场越发达,则该国货币越容易被其他国家所接受。从历史来看,世界上先后有三种最主要的国际货币——荷兰盾、英镑、美元都产生于拥有成熟的金融市场的国家。Tavlas(1998)提出了类似的观点,指出国际货币发行国应具有相对稳定且管制放松的金融市场,并且金融市场的广度和深度也尤为重要。黄梅波(2001)指出,发达的金融市场可以为中央银行及各国投资者提供成本低、安全性高、流动性强的金融工具,有助于进出口商在国际贸易活动中规避外汇风险。Hartmann和Otmar(2002)认为成熟的金融市场是一种货币发挥作用的潜力保障和制度支撑。一般来说,提高金融市场质量和效率能减少市场摩擦,降低货币等金融资产的交易成本,增进货币的流动性并刺激货币在更广阔的范围内流动。

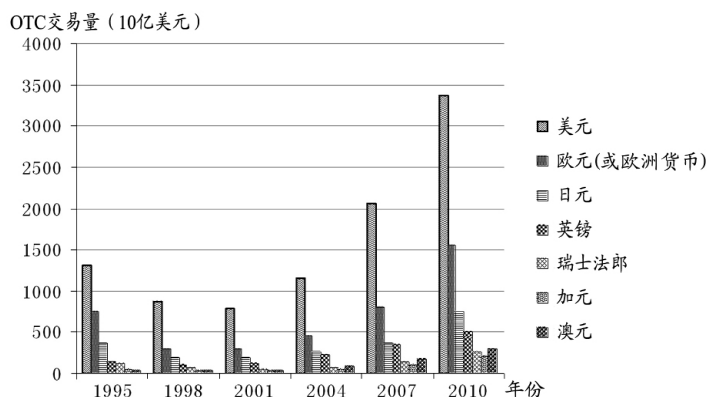
货币价值的稳定和预期其未来稳定的信心是影响一国货币国际化的重要因素。Hayek(1978)关于货币竞争的研究认为,币值的不稳定就会产生不确定性,金融代理机构便不愿接受那种币值不稳定的货币。只有那些信誉度较高的货币才能代替以前的(国际)货币成为国际货币。Barro(1986)指出,政府声誉在一定程度上能够解决政策的动态不一致性问题。当政府因严格遵守承诺而建立良好声誉的情况下,会使政策达到最优效果。货币价值不稳定容易造成人们对货币信心的紊乱,不利于一国货币的国际化进程。所以价格稳定是一国货币发展和维持国际地位的重要先决条件(Tavlas,1990;Maehara,1993)。Li和Matsui(2005)分析了一国制定不同的通货膨胀政策对于本国货币成为国际货币的影响。最后得出的结论是,在经济一体化程度不断加深的情况下,对于相对经济规模较大的国家而言,维持较低的通货膨胀率,有助于促使本国货币成为国际货币,反之则会对本币的国际地位产生不利影响。李稻葵和刘霖林(2008)通过计量分析,得出一国通货膨胀率、汇率升(贬)值率及波动幅度等是影响一国货币国际化水平的显著因素。

由一国货币在其他市场流通所产生成本大小或由此引发的外部网络效应会对货币国际化进程产生重要影响。Kindleberger(1967)认为:市场大小决定交易成本大小。交易成本大小的降低有利于货币的周转,进而加快货币国际化进程。Krugman(1980)通过对国际货币交易成本的研究发现,一国货币的平均交易成本会随其交易量的增加而下降,因此交易规模最大、交易成本最低的货币最有可能成为国际货币。另一方面,交易惯性则会促使在世界支付中已经占据了主导地位的货币延长其国际货币的职能。Matsuyama、Kiyotaki和Matsui(1993)以及Kiyotaki和Wright(1993)利用搜寻理论建立模型解释道:一些金融机构因持有不适的货币遭受损失,打破平衡,产生外部性。通过所建的模型也可对持久性进行预测。Craig和Waller(2000)引入了货币持有成本的概念,指出持有成本更小的货币在国际交易中可能会形成对高持有成本货币的替代性,从而成为国际货币。Flandreau和Jobst(2009)以货币选择的一个微观经济学模型为基础并利用十九世纪末的一些数据,对国际货币地位的决定因素以及外部性问题进行了实证分析。他们通过分析交易成本和货币持有行为的相互作用,证明策略外部性的存在。孙海霞和杨玲玲(2010)运用面板离散选择模型对货币国际化的决定因素进行实证分析,发现从动态分析角度看,国际货币的历史惯性对一国货币国际地位的高低具有显著影响。马丹和陈志昂(2010)对美国国际货币地位的影响因素进行研究发现,网络外部性是决定美元国际地位的重要因素。

通过对现有文献的总结可以看出:一方面,国内外学者多是从一国或几国货币相关指标的世界总量角度对货币国际化问题进行研究,较少针对市场国进行分国别(地区)的详细分析。美元在不同国家或地区的流通情况存在着较大的差异,并且影响这种流通差异的因素也各有特点,前人从总量角度研究得出的影响因素未必就是在不同市场上决定美元地位的重要原因,同时总量分析还无法加入一些重要的因素指标,另外要想找到产生这种差异的原因势必需要考虑一些双边因素。由于构建总量模型容易混淆国家差别,忽略一些重要因素的影响,可能会使结论有些模糊,而分国别(地区)构建模型进行分析有利于区分美元在不同市场上流通状况的决定因素,使研究更有针对性,研究结论也更为清晰。另一方面,针对货币国(地区)与市场国(地区)之间的双边互动指标以及市场国(地区)自身的经济指标的研究甚少。最后,现有文献较少使用静态和动态模型相结合的方式实证分析,研究结论可能存在片面性。因此,本文利用静态与动态分析相结合的方法,针对上述问题对美元国际地位的决定因素作深入的理论与实证分析。

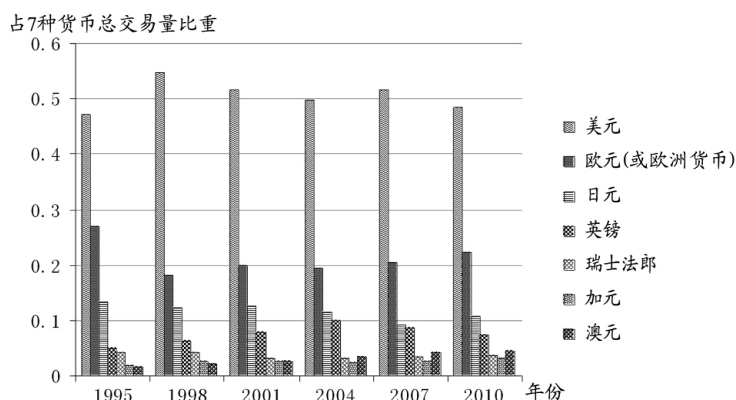
三、美元国际地位的现状概述

无论以何种货币职能标准衡量,美元都是当今世界的顶级货币。作为记账单位,世界上有近 2/3 的货币通过各种形式盯住美元,美元还在许多国家部分甚至完全替代了东道国货币的职能,即所谓的“美元化”现象;作为价值贮藏手段,从布雷顿森林体系瓦解以来三大货币占外汇储备的比重构成来看,美元依旧是各国外汇储备的主要货币,国际储备的整体格局并未改变;作为交易媒介,美元在全球外汇市场(OTC) 中的交易量居于首位,美元在全球外汇交易量中所占据的份额也处于绝对的优势地位。具体的交易情况见图 1 和图 2。



注:1995 年和 1998 年的欧洲货币为马克、法郎和欧洲货币单位三者的总量。

图 1 各主要货币在全球的场外交易量比较



注:1995 年和 1998 年的欧洲货币为马克、法郎和欧洲货币单位三者的总量占 7 种货币交易量的比重。

图 2 各主要货币的场外交易份额比较

从 1995 年以后七大货币的几年交易情况来看,美元在全球的场外交易量基本上都在十万亿美元以上,除 1998 年和 2001 年接近十万亿美元以外。而欧元的全球场外交易量在 2007 年以前均低于十万亿美元,仅 2010 年其交易量高于十万亿美元,但是其绝对量仍然远低于美国交易量(三十多万亿美元)。而日元各年的交易量就更不足以与美元相抗衡,除 2010 年以外各年交易量均在五万亿美元以下。其他四种货币(英镑、瑞士法郎、加元、澳大利亚元)的货币交易量更是远低于美元(见图 1)。

图 2 向我们展示了从 1995 年以后七种货币中的每种货币交易量占其总交易量的比重。其中美元各年的市场份额均处于 50% 左右,虽然这一比例随时间略有下降,但是其在国际上仍是最主要的交易货币。与此同时,继德国马克等货币国际化成果并以整个欧盟经济为后盾的欧元迅速成为世界第二大国际货币,对美元国际地位形成了一定冲击,不过近年来其各年市场份额大多在 20% ~ 30% 之间,与美元的市场份额仍存在着一定的差距,依然无法撼动美元的主导地位。日元各年的市场份额均在 15% 以下,且呈逐渐下降的趋势,日元国际化进程倒退,无法替代美元成为世界的主导货币。其他四种货币(英镑、瑞士法郎、加元、澳大利亚元)的市场份额均在 10% 以下,远远不能构成对美元国际地位的威胁。

四、模型构建及数据处理

(一) 模型构建

通常情况下主要利用一国货币的几大职能来衡量一国货币的国际地位,这些职能大体上包括记账单位、交易媒介和价值贮藏等职能。本文主要是针对美元在各市场国(地区)的分布情况进行详细分析,从这一视

角体现美元的国际地位,然而各种货币在各个市场国(地区)的计价、结算和储备数据信息难以获得,因此这里采用美元在各国(地区)市场的场外交易量这一指标来反映其国际地位。现有文献从不同角度对货币国际地位影响因素进行了研究,在指标选取上也各有不同之处。当前各国(地区)对美国的进出口贸易很大程度上采用美元进行结算,因而各国(地区)对美国的进出口贸易以及进出口贸易占其总进出口贸易的份额对美元在其国内交易量的大小的影响应该给予重视。各国(地区)外汇市场的规模对美元国际地位的影响也是非常重要的一个指标。理论上两国货币的双边汇率波动程度对于各国对美元的需求可能也存在着一定程度的影响。另外市场国(地区)对外直接投资和与美国之间的地理距离都是需要考虑的重要指标。由于利用面板模型可以构造比一般单独使用截面数据或时间序列数据更为具体细致的方程,并且可以对一些问题进行更为深入的研究。因此本文首先利用上述指标构建静态面板数据模型,其一般形式可表示为:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X_{it}\beta_{it} + \mu_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

其中: X_{it} 是 $k \times 1$ 维解释变量向量(k 表示解释变量个数), β_{it} 表示对应于解释变量向量 X_{it} 的 $k \times 1$ 维系数向量, α_{it} 为常数项向量, μ_{it} 是随机扰动项向量。这里假设随机扰动项相互独立,且满足零均值、等方差为 σ_μ^2 的条件, i, t 表示面板数据的两个维度(横截面和时间)。

根据所选择的被解释变量及解释变量的相关指标,结合静态面板数据模型的一般形式,所建立的模型具体可表示为:

$$FE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TA_{it} + \beta_2 TS_{it} + \beta_3 DM_{it} + \beta_4 ERF_{it} + \beta_5 FDI_{it} + \beta_6 DIS_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

式(2)中, FE_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 的外汇市场中美元的实际交易量; TA_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 与美国的实际贸易额; TS_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 与美国的双边贸易份额; DM_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 的外汇市场规模或发达程度; ERF_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 与美国的双边汇率波动程度; FDI_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 的对外投资情况; DIS_{it} 表示第 t 期国家(地区) i 与美国的距离。综合前人的理论与实证分析,我们预期 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ 和 β_5 为正值, β_4 和 β_6 为负值。

一国货币的国际化过程中往往存在网络外部性效应,因为人们的惰性偏向使人们愿意持有那些在近历史时期国际地位比较高的储备货币。这样一来我们综合考虑时期数和惯性效应,把滞后一期因变量加入模型中作为解释变量,构造动态面板数据模型来研究以上六种因素以及网络外部性因素对美元国际地位的影响。模型的具体形式可表示为:

$$FE_{it} = \alpha + \beta_1 TA_{it} + \beta_2 TS_{it} + \beta_3 DM_{it} + \beta_4 ERF_{it} + \beta_5 FDI_{it} + \beta_6 DIS_{it} + \beta_7 FE_{it-1} + \mu_{it} \quad (3)$$

其中, FE_{it-1} 表示滞后一期因变量,其他变量同静态模型中各变量。

(二)数据来源与处理

上述面板数据模型中被解释变量的原始数据来自于国际清算银行 1998 - 2007 年间每隔三年公布一次的报告(Triennial Central Bank Survey)中各市场国(地区)①美元的场外交易量,通过 CPI 指数(以 2005 年为基期)平减将其转换为实际货币交易量作为模型中的被解释变量。两个模型中共包括七个解释变量,均采用 1998 - 2007 间隔三年的数据,具体解释如下:

第一,有关贸易的指标涉及美国和市场国(地区)的双边贸易和双边贸易份额两个变量。二者的原始数据均由《Direction of Trade Statistics》查得。其中美国对市场国(地区)的双边贸易额(实际进出口贸易额)是由所获得的美国对市场国(地区)进出口贸易额经过 CPI 指数(以 2005 年为基期)调整为实际量而得;双边贸易份额是由美国对各市场国(地区)进出口贸易额与各市场国总贸易额做比算得。

第二,各国(地区)外汇市场的规模是由 BIS 所查得的各市场国(地区)外汇市场上即期、远期和互换货币交易量加权算得的结果与 GDP 做比求得(各种货币交易形式的权重分别赋值为 1、2、3)。

第三,双边汇率波动程度是由美国对各市场国(地区)名义汇率经过 HP 滤波处理所得到的波动成分来反映的。这里的双边名义汇率是来自美国联邦储备银行官网。

第四,美国与各市场国(地区)的距离是用美国首都华盛顿与各国首都的实际距离来表示,其具体数据由 <http://www.indo.com/distance> 网站查得。

第五,由于各市场国(地区)的 FDI 数据获得存在困难并且有一些缺失,这里采用各国(地区) FDI 与其 GDP 之比来反映对外直接投资情况,这一数据由世界银行官方网站查得。

①本文面板模型的样本包括 35 个国家(地区),分别为:巴西、智利、丹麦、巴林、奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、爱尔兰、意大利、马来西亚、荷兰、墨西哥、新西兰、挪威、菲律宾、葡萄牙、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、西班牙、瑞典、泰国、日本、瑞士、英国、加拿大、澳大利亚。

第六,在动态面板模型中,解释变量中加入了实际货币交易量的滞后一期变量,这样总的时期数减少一期。

五、实证分析

由于我们的面板数据中包括 35 个横截面和 4 个时间点,属于“宽而短”(横截面单元较多,时间序列较短)的面板数据类型。一般情况下,对于这种数据结构,大多不进行单位根检验,伪回归现象基本不存在。但是为了保证模型设定的准确性,我们仍然对模型中的变量进行单位根检验。面板单位根检验主要是为了考察面板数据残差序列平稳与否,不存在单位根的情况表明变量之间的关系是协整的,构建回归模型的合理性得以验证。检验结果如表 1 所示,在采用 Levin, Lin & Chut*、Hadri Z-stat 和 PP-Fisher Chi-square 检验方法中,所得到的统计量相伴概率都比较小,通过了显著性水平检验,因此本文面板模型中变量的残差序列符合平稳性条件,变量之间有协整关系。

表 1 面板单位根检验结果

检验方法	检验统计量	相伴概率
Levin, Lin & Chut*	-2.26885	0.0116
Hadri Z-stat	36.8465	0.0000
PP-Fisher Chi-square	461.257	0.0707

在以上面板数据模型中,由于解释变量数超过时期数,不具备采用变系数模型的条件。下面,根据 F 检验来确立变截距模型与等截距模型的选择问题。

在截面维等截距模型中,通过计算得到残差平方和 $RSS^* = 1.55E + 12$,而在变截距模型中,残差平方和 $RSS = 1.17E + 12$,故 $F = (RSS^* - RSS) \times (NT - N - K) / RSS \times (N - 1) = 0.945701$,而 F 统计量在 1% 的显著性水平下的临界值为 $F_{0.01}(34, 99) = 1.85106$,故接受原假设,采纳等截距模型。其中: $N - 1$ 表示受约束回归的约束个数, N 表示截面个数, T 表示面板数据的时期数, K 为模型中变量的个数。

在时间维等截距模型中,通过计算得到残差平方和 $RSS^* = 1.55E + 12$,而在变截距模型中,残差平方和 $RSS = 1.54E + 12$,故 $F = (RSS^* - RSS) \times (NT - T - K) / RSS \times (T - 1) = 0.281$,而 F 统计量在 1% 的显著性水平下的临界值为 $F_{0.01}(3, 130) = 3.93589$,故接受原假设,采纳等截距模型。这里 $T - 1$ 表示受约束回归的约束个数, N 、 T 、 K 的含义同上。

综合以上分析可以看出,从时间上看,不同个体之间不存在显著性差异;从截面上看,不同截面之间也不存在显著性差异,所建立的模型是一种混合估计模型,具体形式为:

$$FE_i = \alpha + \beta_1 TA_i + \beta_2 TS_i + \beta_3 DM_i + \beta_4 ERF_i + \beta_5 FDI_i + \beta_6 DIS_i + \mu_i \tag{4}$$

那么就可以直接把面板数据混合在一起利用普通最小二乘法(OLS)估计参数,估计结果见表 2。表 2 中各国(地区)与美国实际进出口贸易额、双边贸易份额和各国(地区)外汇市场发达程度等几个解释变量的估计系数均在 1% 的显著性水平下拒绝了解释变量系数为 0 的原假设。其中,一国(地区)与美国的实际进出口贸易额、一国(地区)外汇市场的发达程度两变量对美元的国际地位产生正面影响,与预期结果相同。这反映了一国(地区)与美国的实际进出口贸易额越大或一国(地区)外汇市场越发达,该国(地区)对美元的需求量越大,美元在该国(地区)的地位越高;而一国(地区)同美国的双边贸易份额这一变量的估计系数与预期相反。一国(地区)的对外直接投资、一国(地区)同美国的双边汇率波动程度以及地理距离几个解释变量的估计系数均不显著,可能是在我们的研究框架下这几个变量并不是影响美元国际地位的重要因素。

表 2 混合估计模型的输出结果

解释变量	估计系数	t 统计量	P 值
TA	0.766023	3.667874	0.0004
TS	-373516	-3.299225	0.0012
DM	1.07E+09	5.882566	0.0000
ERF	61.50657	0.376745	0.7070
FDI	-1700.953	-1.031403	0.3042
DIS	-3.550448	-1.288960	0.1996
C(常数项)	66634.33	2.287685	0.0237
Adj-R ²	0.32	DW 统计量	1.42
F 统计量	10.3783	Prob(F-统计量)	0.000000

以上是静态面板数据模型的实证检验。下面需要对动态面板数据模型进行估计,进一步分析上面六种

因素以及网络外部性因素对美元国际地位的影响。在动态面板模型中,由于以因变量的滞后项作为解释变量,这可能造成解释变量与随机误差项的相关性和解释变量的内生性问题。如果仍然使用传统的估计方法,将会导致参数估计的非一致性。Arellano 和 Bond(1991)建议采用一阶差分矩估计方法(first-differenced GMM)来克服上述两个问题。DGMM 估计方法的优点在于通过差分来控制未观察到的时间和个体效应,同时利用被解释变量的滞后项作为工具变量克服内生性问题。但由于在很多情况下变量的滞后值并不是一阶差分方程的理想工具变量,因此我们选择 Blundell 和 Bond(1998)提出的系统 GMM 估计(system GMM)方法对模型进行估计。估计结果见表 3。

表 3 动态面板模型的估计结果

变量	系数	Z 统计量	P 值
TA	0.0984076	1.91	0.053
TS	8459.003	1.54	0.125
DM	358.8829	47.28	0.000
ERF	-1.70549	-0.54	0.586
FDI	27.69089	0.58	0.563
DIS	82.57213	1.26	0.206
FE_{i-1}	0.1319098	4.06	0.000
C(常数项)	-716719	-1.23	0.219
Wald 检验	52850.69(0.0000)	Sargan 检验	2.811992(0.4215)

表 3 中 Sargan 检验为过度识别约束检验,测定了动态面板估计中工具变量选择的适宜性,由 Sargan 检验得到的 P 值(0.4215)可知,工具变量的选择是合理的,不存在过度识别问题。同时我们给出了 Wald 检验,它常用来检验联合系数是否有效,表中 Wald 统计量设定检验显示该假设不被拒绝,即解释变量对被解释变量的联合影响具有统计意义。由各变量系数估计的结果可以看出,一国(地区)与美国的实际进出口贸易额的系数估计值在 5% 的显著性水平上拒绝其系数值为 0 的原假设,即认为一国(地区)与美国的实际进出口贸易额是美元在该国(地区)地位的重要决定因素。由估计系数符号可知,一国(地区)与美国的实际进出口贸易额越大,该国(地区)对美元的需求量越大,美元的地位越高。而一国(地区)外汇市场规模及其前一期外汇市场的实际货币交易量的系数估计值均在 1% 的显著性水平拒绝系数值为 0 的原假设,表明二者对美元的国际地位均产生很重要的影响。从系数估计值可以看出,一国(地区)外汇市场发达程度及其前一期外汇市场的实际货币交易量越大,其越青睐于持有美元,在该国(地区)美元的地位就越高。其中,对于一国(地区)来说,其前一期外汇市场实际货币交易量对美元国际地位的影响证实了由人们的惯性所形成的网络外部性的确发挥了重要作用。当前在以美元为主导的国际货币体系中,美元和其他一些虽然国际化但历史上不曾占主导地位的国际货币或者经历短暂国际化过程的货币情况不同,前者的国际货币地位的维持受到经济基本面因素的影响相对要小一些,而网络外部性的作用要大一些。

六、结论及对人民币国际化的启示

本文通过综合运用静态面板和动态面板模型,从美元在各国(地区)外汇市场的场外交易量角度入手,对美元国际地位的决定因素进行了深入的分析。结果表明:在静态与动态面板数据模型中,一国(地区)与美国的实际进出口贸易额、一国(地区)外汇市场的发达程度两变量对美元国际地位的确定均产生重要的正面影响。这反映了一国(地区)与美国的实际进出口贸易额越大或一国(地区)外汇市场越发达,该国(地区)对美元的需求量越大,美元在该国(地区)的地位越高;一国(地区)的对外直接投资、一国(地区)同美国的双边汇率波动程度以及地理距离几个解释变量的估计系数均不显著性,这些并非是美元国际地位的决定因素。另外在动态面板数据模型中,前一期外汇市场的实际货币交易量也是美元充当主要国际货币的很重要影响因素。由估计系数的符号来看,前一期外汇市场的实际货币交易量越大,其越青睐于持有美元,美元在该国(地区)的地位就越高。这一结论证实了网络外部性效应所发挥的重要作用。回顾美元取代英镑的历史可以让我们更清楚地认识到美元被取代并不是轻而易举的。美国的经济规模在 19 世纪 70 年代开始超过英国,但是到 19 世纪末,英镑在世界外汇储备中的份额仍远远超过美元。直到 1945 年,美元在世界储备中的份额才超过英镑而成为布雷顿森林体系下的中心货币。换句话说,即便有一个经济体在经济规模和金融市场发达程度等方面超过了美国,但是美元的历史地位和人们的惯性偏向依然会使美元在很长的一段时期内称霸世界,作为国际主导货币。

当前,随着我国综合国力的持续增强,经济持续快速增长,国际影响力和话语权不断增大,人民币国际化已成为必然的战略选择,如何选择有效途径,以尽量低的成本实现最终目标,在这方面美元国际化的成功经

验给了我们一些启示: 我们需要继续发展并巩固对外贸易, 进一步加大进出口贸易中以人民币计价和结算的比率, 增强贸易谈判能力; 并且通过签订双边本币互换协定, 为对方提供短期流动性支持, 向对方国家的金融系统中注入人民币流动性; 还可以允许我国银行对这些国家中比较有信誉的国有银行拆放人民币资金来增强对方国家银行发放人民币贸易贷款的能力以及扩大我国银行对这些国家贸易商的买方或卖方信贷; 此外, 需要积极鼓励我国企业扩大对这些国家的直接投资。这样就可以扩大人民币在拥有发达金融市场的国家的交易量, 使人们逐步增强持有人民币的偏好, 激发人们产生持有人民币的惯性效应。

参考文献:

1. 黄梅波, 2001: 《货币国际化及其决定因素——欧元与美元的比较》, 《厦门大学学报(哲学社会科学版)》第2期。
2. 李稻葵、刘霖林, 2008 《人民币国际化: 计量研究及政策分析》, 《金融研究》第11期。
3. 马丹、陈志昂, 2010 《全球经济失衡与美元的国际地位》, 《数量经济技术经济研究》第1期。
4. 孙海霞、杨玲玲, 2010 《货币国际化进程影响因素研究——基于外汇储备职能的实证分析》, 《上海财经大学学报》第6期。
5. Anderson, J., and E. Van Wincoop. 2004. "Trade Costs." *Journal of Economic Literature*, 42(3): 691–751.
6. Arellano, M., and S. Bond. 1991. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations." *Review of Economic Studies*, 58(2): 277–297.
7. Barro, R. J. 1986. "Reputation in a Model of Monetary Policy within Complete Information." *Journal of Monetary Economics*, 17(1): 3–20.
8. Blundell, R., and S. Bond. 1998. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics*, 87(1): 115–143.
9. Cohen, B. 1971. *The Future of Sterling as an International Currency*. New York: St. Martin's Press.
10. Craig, B. R., and C. J. Waller. 2000. "Dual – Currency Economies as Multiple – Payment Systems." *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review*, Q1: 2–13.
11. Flandreau, M., and C. Jobst. 2009. "The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence." *The Economic Journal*, 119(537): 643–664.
12. Gerald, S. 2000. "The Suppression of State Banknotes: A Reconsideration." *Economic Inquiry*, 38(4): 600–615.
13. Hartmann, P., and I. Otmar. 2002. "The International Role of the Euro." *Journal of Policy Modeling*, 24(4): 315–345.
14. Hayek, F. A. 1978. *Denationalisation of Money: The Argument Refined*. London: Institute of Economic Affairs.
15. Kindleberger, C. 1967. *The Politics of International Money and World Language: Essays in International Finance*. Princeton: Princeton University Press.
16. Kiyotaki, N., and R. Wright. 1993. "A Search – Theoretic Approach to Monetary Economics." *American Economic Review*, 83(1): 63–77.
17. Krugman, P. R. 1980. "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange." *Journal of Money, Credit and Banking*, 12(3): 513–26.
18. Li, Y., and A. Matsui. 2005. "A Theory of International Currency and Seigniorage Competition." CEPR Discussion Papers No. 5529.
19. Maehara, Y. 1993. "The Internationalisation of the Yen and Its Role as a Key Currency." *Journal of Asian Economics*, 4(1): 153–170.
20. Matsuyama, K., N. Kiyotaki and A. Matsui. 1993. "Toward a Theory of International Currency." *Review of Economic Studies*, 60(2): 283–307.
21. Shams, R. 2002. "Why Do Countries Form Regions? The Political Economy of Regional Integration." HWWA Discussion Papers No. 169.
22. Tavlas, G. S. 1990. "On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark." IMF Working Paper, No. 90/3.
23. Tavlas, G. S. 1998. "The International Use of Currencies." *Finance & Development*, 35(2): 46–49.

Relationship Between Bilateral Trade, Exchange Market Size, Net Externality and the USD's Leadership: An Empirical Panel Analysis Using the Data by Market Countries or Regions

Zhong Yang and Ding Yibing
(School of Economics, Jilin University)

Abstract: As the most important currency in the world, the USD's leadership's decline will be a long historical process. A static panel model and a dynamic panel model are constructed to analyze the determinants of USD's status in this article. The results told us two variables (bilateral trade and exchange market size) are important positive determinants. Foreign exchange market trading volume of the last period also is a powerful driver of USD's leadership. It means that the larger foreign exchange market trading volume of the last period is, and the more possibility USD can be accepted in a given market. The evidence in this article thus leads to the conclusion that net externality acts as an important determinant of USD's leadership.

Key Words: Bilateral Trade; Net Externality; USD's Leadership; Static Panel Model; Dynamic Panel Model

JEL Classification: C51, E42, F41

(责任编辑: 陈永清)