

# 国内政治与货币国际化\*

——美元、日元和德国马克国际化的微观基础

刘 玮

**【内容提要】** 20世纪,美国、德国和日本的货币国际化表现出不同的结果。作者试图建构一个以部门利益为基础的分析框架,探讨货币国际化的国内政治根源。货币发行国能够通过货币国际化实现收益,例如获得面值租金、降低外汇风险和交易成本等,也需承担放弃汇率和利率管制、开放国内金融市场等制度调整成本。货币国际化的分配效应集中于贸易和金融部门。贸易和金融部门的国际分工地位和内部企业特性影响了两大部门对于货币国际化国际收益和调整成本的权衡,最终决定了经济部门对货币国际化的国内支持力度。贸易部门的贸易流向、产品的差异化和企业的生产国际化程度会影响其对汇率干预和用本币结算降低外汇风险的态度,进而影响贸易部门对货币国际化的偏好。金融部门的金融管制程度、金融-产业关系和国际导向金融机构的分布会影响其对金融自由化和使用本币海外投融资获得面值租金的态度,进而影响金融部门对货币国际化的偏好。贸易和金融部门可以通过直接的市场行为和游说政府两种方式,影响货币国际化进程。在实证部分,作者对美元、德国马克和日元国际化进行了案例研究,进一步分析货币国际化的国内政治基础。

**【关键词】** 货币国际化;国际政治经济学;美元;德国马克;日元

**【作者简介】** 刘玮,北京大学国际关系学院博士研究生。(北京 邮编:100871)

**【中图分类号】** D815 F11 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-9550  
(2014)09-0129-27

\* 感谢王勇、玛格丽特·皮尔逊(Margret Pearson)、康杰以及《世界经济与政治》杂志匿名评审专家对文章提出的修改意见,文中疏漏由笔者负责。

## 一 引言

货币国际化是主权国家的货币跨越本国政治疆域,在国际层面履行货币职能的过程。在主权货币时代,货币国际化能够给货币发行国带来多种特权,而其他国家必须承担更多的交易成本和宏观经济调整成本。20世纪,美国、日本和德国三个工业大国各自实现了经济崛起,<sup>①</sup>但是,美元、德国马克和日元随后获得的国际地位却迥然不同。美元成为名副其实的世界顶级货币,德国马克在货币职能和地理疆域方面都只能算是部分意义上的国际货币,日元的货币国际化则几乎是失败的。那么是什么因素导致了工业崛起国货币国际化的不同结果?

经济学家将货币国际化视为市场力量自发作用的结果,认为国际领导货币会随着国际货币体系中货币发行国的经济要素的变化而调整。因此,经济学往往从货币发行国所具备的经济条件的角度解释货币国际化,忽视了货币发行国的政治因素在货币国际化所需的制度和政策供给中发挥的作用,也对国际制度和政治承诺对货币国际地位的“锁定”效应关注不足。<sup>②</sup>

货币国际化需要坚实的政治基础。已有的政治学研究强调了货币国际化的国际政治基础,集中论述了地缘政治、货币联盟和国际制度因素对货币国际化的作用。但是,对货币国际化的国内政治根源关注不足。货币国际化不仅会引起国家之间权力与财富的变更,而且会在货币发行国国内引发巨大的分配效应。同时,货币国际化涉及国内金融体制和对外经济政策改革,需要政府部门和市场主体的广泛支持。国内经济部门会影响货币国际化的政策供给,也可以在国际市场中通过日常交易行为直接“助推”本国货币的国际化。

特殊利益是多数经济政策分析的自然起点,在国际政治经济学中,贸易和汇率政策的研究越来越多地采用这种分析视角。<sup>③</sup> 本文希望补充已有货币国际化文献对国内政治视角的忽视,深入贸易和金融部门内部,探讨货币国际化偏好的微观基础。国

① 德国在冷战期间分裂为联邦德国和民主德国两个国家,德国马克是联邦德国发行的货币。因此,文中所提到的“德国”,指的是重新统一之前的联邦德国。

② 李巍:《货币盟友与人民币国际化》,载《世界经济与政治》,2014年第2期,第138页。

③ 美国的“开放经济政治学”从国内政治出发,建构了“利益-制度”的分析框架。关于“开放经济政治学”的介绍,参见王正毅:《超越“吉尔平”式的国际政治经济学》,载《国际政治研究》,2006年第2期,第22-39页;王勇:《国际政治经济学美英学派的论战——学术分野、国家地位与中国议题》,载《国际政治研究》,2011年第1期,第137-152页;戴维·莱克:《开放经济的政治学:一个新兴的交叉学科》,载《世界经济与政治》,2009年第8期,第45-59页;李巍:《国际政治经济学的演进逻辑》,载《世界经济与政治》,2009年第10期,第68-80页。

内企业不仅会获得货币国际化的国际收益,还需要承担国内制度调整的成本。国际收益和制度调整成本在国内不同经济部门之间的分布,决定了货币国际化的国内部门偏好。因此,国内经济部门会围绕货币国际化展开斗争,形成政治联盟,影响政府相关政策的出台。此外,国内经济部门还可以通过国际市场中的交易行为,促进或阻碍本国货币的国际使用。例如,货币发行国的企业在国际贸易和金融市场中率先使用本国货币的交易行为,会通过商业网络扩散到其他领域和市场主体,使国际市场对本国货币的需求增加。国内经济部门一方面影响了货币走出国门的政府政策供给,另一方面通过交易行为在国际市场上扮演了货币国际需求“催化剂”的角色。总之,围绕货币国际化政策,形成了以部门利益为基础的抵制/支持政治联盟。而所在国的贸易模式和金融结构决定了两大政治联盟的力量对比,影响货币国际化的成败。

本文将从以下几个方面展开。首先,在对货币国际化的经济学和政治学解释进行回顾的基础上,提出货币国际化的国内政治逻辑。其次,通过分析货币国际化的国际收益和调整成本在国内经济部门的不均衡分布所引发的政治行动,建构一个以部门利益为基础的分析框架以解释货币国际化。最后的实证部分通过对美元、日元和德国马克国际化的案例研究,进一步论证上述解释。

## 二 货币国际化的既有解释及其不足

经济学家对货币国际化进行了大量的研究,他们主要强调经济要素对货币国际化的决定作用,并一致认为广泛的交易网络、货币价值的信心和金融市场的流动性是一国货币成为国际货币的重要经济条件。<sup>①</sup> 一国货币之所以成为国际货币,主要是因为它对市场主体的吸引力,形成了广泛的国际需求。政治因素发挥的作用有限。

通过政府战略实现货币国际化的经验确实非常少见,<sup>②</sup>仅20世纪90年代的日本是真正意义上从官方层面推动货币国际化的国家,最后以失败告终。但是,我们并不能因此否认政治因素在货币国际化中的作用。实际上,美元成功替代英镑成为贸易融资市场的主要货币,正是新成立的美联储扮演“造市者”的角色,对美元贸易票据进行

<sup>①</sup> Ewe-Ghee Lim, “The Euro’s Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data,” IMF working paper, WP/06/153, 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06153.pdf>, 登录时间:2014年8月21日。

<sup>②</sup> 一套战略应该包括明确的目标和实现目标应采取的政策手段。麦考利(Franc McCauley)将这种由官方供给层面推动的货币国际化称为“管理的国际化”,参见Robert McCauley, “Internationalizing the Renminbi and China’s Financial Development Model,” Council on Foreign Relations, 2011, p. 1, <http://www.chinafile.com/library/reports/internationalizing-renminbi-and-chinas-financial-development-model>, 登录时间:2014年8月15日。

购买和贴现的结果。<sup>①</sup> 德国央行虽然曾公开反对德国马克的国际化,但其一直奉行的币值稳定的货币政策和德国政府后来推动的欧洲货币合作,实际上加强了德国马克的国际地位。因此,判断一国是否采取货币国际化战略,不能局限于确定其官方是否正式宣布以货币国际化为目标,而是要分析该国的政治因素具体如何发挥影响。

货币政治学者埃里克·赫莱纳(Eric Helleiner)为分析货币国际化的政治基础提供了有益的指导框架。他指出,政治因素可以通过直接和间接两个渠道影响货币国际化。一方面,政治因素可以直接影响货币国际化,例如,货币发行国通过经济援助、市场准入和军事保护换取其他国家对本国货币海外使用的支持;另一方面,政治因素通过影响一国货币国际化所需的流动性、信心和交易网络这些核心经济条件间接发挥作用。<sup>②</sup>

已有政治学研究主要关注国际政治因素对货币国际化的直接影响。货币发行国可以通过地缘政治和军事干预、<sup>③</sup>区域化战略<sup>④</sup>以及货币联盟和国际制度建设<sup>⑤</sup>对国际货币地位产生一种反市场的“锁定”效应。<sup>⑥</sup> 也有研究开始探讨不同的政策组合对货币国际化的影响。研究者通过对货币国际化历史经验的总结,分别对“资本输出-跨国企业”模式和“贸易结算-离岸市场”模式,<sup>⑦</sup>以工业竞争力为核心的“工业型”模式和以资本账户开放为核心的“金融型”模式,<sup>⑧</sup>“贸易依托”模式、“贸易和金融协同”模式和“金融依托”模式进行了比较分析,<sup>⑨</sup>探讨何种政策组合更能促进货币国际化成功。

对货币国际化国际政治基础的研究,揭示了主权国家对于塑造和提供货币国际化所需的国际市场条件和国际政治支持的作用,但对于货币国际化带来的国内分配效应及其引发的国内政治行动关注不足。而对于货币国际化不同政策组合的研究,忽视了

① Barry Eichengreen and Marc Flandreau, “The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914–1939,” BIS Working Paper, No. 328, November 1, 2010, pp. 14–15.

② Eric Helleiner, “Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar?” *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 3, 2008, pp. 354–378.

③ Emily Rosenberg, *Financial Missionaries to the World: The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900–1930*, Durham: Duke University Press, 2003; Eric Helleiner, “Dollarization Diplomacy: US Policy towards Latin America Coming Full Circle?” *Review of International Political Economy*, Vol. 10, No. 3, 2003, pp. 406–429; Adam S. Posen, “Why the Euro Will Not Rival the Dollar,” *International Finance*, Vol. 11, No. 1, 2008, pp. 75–100.

④ 李晓:《“日元国际化”的困境及其调整》,载《世界经济》,2005年第6期,第3–18页。

⑤ Susan Strange, *Sterling and British Policy: A Political Study of an International Currency in Decline*, London: Oxford University Press, 1971; 李巍:《制衡美元的政治逻辑——经济崛起国应对货币霸权》,载《世界经济与政治》,2012年第5期,第97–119页。

⑥ 李巍:《货币盟友与人民币国际化》,载《世界经济与政治》,2014年第2期,第138页。

⑦ 殷剑峰:《人民币国际化:“贸易结算+离岸市场”,还是“资本输出+跨国企业”?》,载《国际经济评论》,2011年第4期,第53–68页。

⑧ 赵柯:《工业竞争力、资本账户开放与货币国际化》,载《世界经济与政治》,2013年第12期,第140–155页。

⑨ 刘崇:《贸易发展、金融发展与货币国际化》,长春:吉林大学2007年博士学位论文,第110页。

这些货币国际化路径选择的政治根源。政府其实并没有足够的政策空间去选择不同的货币国际化路径,而是往往受到国内政治的约束。货币国际化是政府根据国内外经济情势,逐步出台配套政策去除货币走出国门的限制,并通过国内市场和制度建设激励国际市场主体对本国货币的国际需求的连续过程。

美国“开放经济政治学(OEP)”的国内政治研究传统,为我们分析货币国际化的国内政治逻辑提供了新的研究视角。但由于政治经济学学者认为,中央银行的独立性很强,货币政策的国内收入分配效应比较分散模糊,在国内层面面临集体行动的困境,<sup>①</sup>因而长期忽视了国内政治对国际货币政策的影响的研究。货币国际化的影响主要集中在参与国际商业程度较高的经济部门(主要是金融和贸易部门)且涉及重大的制度调整,国际收益和调整成本的分布都比较集中。其实,货币国际化对“面额租金”、交易成本、宏观政策自主性、汇率水平、国内金融结构、铸币税和外交政策的影响,都会涉及国内部门利益。<sup>②</sup>而且,国内制度也会影响国家的金融发展和货币领导权。有研究认为,宪政和对信贷权利的司法保护等一套国内政治制度为自由民主国家获取国际金融权力提供了制度优势,<sup>③</sup>同时,独立的中央银行和稳健可信的货币政策能够使市场主体和政府机构产生货币跟随的意愿。<sup>④</sup>

因此,本文希望借鉴“开放经济政治学”的研究视角,建构以国内部门利益为核心的分析框架,探讨货币国际化的国内政治根源。正如劳伦斯·布鲁兹(Lawrence Broz)和杰弗里·弗里登(Jeffrey Frieden)所言,我们需要对利益集团偏好的决定因素进行更细致的分析。<sup>⑤</sup>在确定部门偏好时,本文试图超越传统政治经济学界定商业联

① 参见田野、张晓波:《国家自主性、中央银行独立性与国际货币合作》,载《世界经济与政治》,2012年第1期,第94页;Jeffrey A. Frieden, “Real Sources of European Currency Policy: Sectoral Interests and European Monetary Integration,” *International Organization*, Vol. 56, No. 4, 2002, p. 841; Stephen Krasner, “US Commercial and Monetary Policy: Unravelling the Paradox of External Strength and Internal Weakness,” *International Organization*, Vol. 31, No. 4, 1977, pp. 635-671; Joanne Gowa, “Public Goods and Political Institutions: Trade and Monetary Policy Processes in the United States,” *International Organization*, Vol. 42, No. 1, 1988, pp. 15-32; Kathleen R. McNamara, *The Currency of Ideas: Monetary Politics in the European Union*, Ithaca: Cornell University Press, 1998。

② Eric Helleiner and Malkin Anton, “Sectoral Interests and Global Money: Renminbi, Dollars and the Domestic Foundations of International Currency Policy,” *Open Economies Review*, Vol. 23, No. 1, 2012, pp. 33-55。

③ David Stasavage, *Public Debt and the Birth of the Democratic State*, Cambridge: Cambridge University Press, 2003; Kenneth Schultz and Weingast Barry, “The Democratic Advantage: Institutional Foundations of Financial Power in International Competition,” *International Organization*, Vol. 57, No. 1, 2003, pp. 3-42。

④ Andrew Walter, “Domestic Source of International Monetary Leadership,” in David Andrews, ed., *International Monetary Power*, Ithaca: Cornell University Press, 2006。

⑤ J. Lawrence Broz and Jeffrey A. Frieden, “The Political Economy of Exchange Rates,” in Barry R. Weingast and Donald Wittman, ed., *The Oxford Handbook of Political Economy*, Oxford and New York: Oxford University Press, 2006, p. 590。

盟所采取的国际-国内导向两分法,<sup>①</sup>深入经济部门的“黑匣子”内部,分析处于不同国际分工地位和受不同国内制度保护的企业对于面值租金、外汇风险、汇率和利率干预国内金融管制的敏感程度,界定不同企业偏好聚合而成的部门利益。<sup>②</sup>在分析货币国际化的部门利益以及由此产生的部门政治行动的基础上,本文建构起对于货币国际化的国内政治分析框架。

### 三 部门利益与货币国际化:一个分析框架

#### (一) 货币的国际职能及其国内分配效应

货币国际化是指一种货币在执行其基本的职能如交易媒介、价值储存和计价单位时,超越其发行国的国界范围的过程。<sup>③</sup>国际货币的内涵是通过其发挥的职能来诠释的。本杰明·科恩(Benjamin J. Cohen)最早从货币职能的角度定义国际货币,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,这种货币就发展成为国际货币。<sup>④</sup>杰弗里·弗兰克(Jeffrey Frankel)在彼得·凯南(Peter Kenen)的基础上对国际货币的职能进行了梳理,并区分了国际货币在私人部门和官方部门承担的不同职能(见表1)。<sup>⑤</sup>就交易媒介职能来说,国际货币可以被私人部门用于商品或金融交易,也可以被官方用于在外汇市场上干预汇率水平;就价值储存职能来说,国际货币可以被官方用于外汇储备,私人部门也可以选择持有国际货币本身或以它计价的金融资产;就计价单位职能来说,官方部门可以将本币汇率钉住国际货币,这种国际货币就成为驻锚货币,私人部门也可以在其商品和金融交易中选择国际货币作为计价单位。<sup>⑥</sup>

① Jeffrey A. Frieden, “Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance,” *International Organization*, Vol. 45, No. 4, 1991, pp. 425-451.

② 劳伦斯·布鲁兹将此引入货币国际化研究,认为贸易和金融部门作为国际导向的经济部门,都会从国际商业拓展中获得收益,因此是国际货币联盟的重要支柱。参见 J. Lawrence Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System*, Ithaca: Cornell University Press, 1997.

③ Philipp Hartmann, *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, New York: Cambridge University Press, 1998, p. 12.

④ Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, London: Macmillan, 1971.

⑤ Menzie Chin and Jeffrey Frankel, “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?” in Richard Clarida, ed., *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Chicago: University of Chicago Press, 2007, p. 287; Peter Kenen, “The Role of the Dollar as an International Currency,” *Occasional Papers No. 13*, Group of Thirty, New York, 1983, p. 16.

⑥ 何帆:《人民币国际化的现实选择》,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文, No. 0906, 第7页。

表1 国际货币的职能

	官方部门	私人部门
交易媒介	外汇干预	国际贸易和金融中的支付货币
价值储存	国际储备	国外私人资产储备
计价单位	驻锚货币	国际贸易和金融中的计价单位

货币国际化不可能一蹴而就,国际货币在官方和私人层面的不同职能也不可能同时实现。货币所发挥的国际职能直接决定了其国际货币体系中的等级。不同层面的国际货币职能共同推进,才能推动货币实现完整的国际化。如果某一职能长期受到限制,那么这一货币很难成长为真正意义上的国际货币。科恩曾将国际货币分为两组:一组是完全国际货币,另一组是部分国际货币,部分国际货币在国际层面只发挥了部分的职能。<sup>①</sup> 后来,科恩把货币的职能范围和地理疆域要素纳入评价体系,将货币按等级界定为7类。<sup>②</sup> 而且,不同的国际货币职能给货币发行国带来收益的集中程度是不同的。

我们可以根据货币的职能,将货币的国际使用分为:在外汇储备领域的使用、在贸易领域的使用和在国际金融市场中的使用。根据科恩的解释,并不是每个国际职能都会带来国际货币的5种收益。<sup>③</sup> 本国货币在国际金融市场中与外汇储备方面的使用,带来铸币税和宏观经济政策灵活性的好处,才能真正地获得政治和经济上的收益,促进货币发行国的货币自主性,使货币发行国更容易推延和转移调整成本。<sup>④</sup> 不同货币职能从国内扩展到国际疆域,由此带来的国际收益和调整成本在国内经济部门之间的分布也是不均匀的。企业国际分工体系中的相对位置和所处的国内制度环境界定了货币国际化的部门分配影响。货币在国际贸易和金融领域使用,会带来非常集中的分配效应。一国货币作为计价和结算货币在国际贸易市场中广泛使用,会降低本国贸易商承受的交易成本和汇率风险,将对冲汇率风险的成本转移给其他国家。而货币在

① Benjamin J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, p. 8.

② 这七类分别是顶级货币(top currency)、贵族货币(patrician currency)、精英货币(elite currency)、平民货币(plebeian currency)、渗透货币(permeated currency)、准货币(quasi-currency)和伪货币(pseudo-currency),参见 Benjamin J. Cohen, *The Geography of Money*, Ithaca: Cornell University Press, 1998, pp. 117-118.

③ 科恩总结了货币国际化对于发行国所带来的交易成本、铸币税、宏观经济灵活性、战略工具、声誉这五个方面的收益以及货币升值、外部约束、政策责任三个方面的成本。参见 Benjamin J. Cohen, "The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right," *Open Economies Review*, Vol. 23, No. 1, 2012, pp. 13-31.

④ Benjamin J. Cohen, "The Macrofoundations of Monetary Power," in David M. Andrews, ed., *International Monetary Power*, pp. 31-50.

国际金融市场的使用会为本国金融机构带来巨额的面值租金。面值租金指货币发行国的金融机构通过向国际市场发放本国货币的债券而获得的收益,这一概念可扩展至货币国际化产生的海外金融服务需求对本国金融机构带来的收益。这些金融服务包括贸易融资、外汇交易、银行贷款和投资服务(从外国购买国内债券和在国内市场销售外国证券)等。<sup>①</sup>同时,货币职能的国际化还需要货币发行国进行相应的制度调整。经济学家大多认为,一国货币要能够发挥国际货币的功能,必须满足三个基本的经济条件:市场对货币价值稳定的信心、具有一定深度和广度的流动性和广泛的国际商业网络。对于工业崛起国来说,随着经济规模和贸易份额的增长,已经建立了广泛的国际商业网络。而货币价值信心和金融流动性的实现则需要经历重大的国内制度调整。这些国内制度调整的成本的分布也是不均匀的。

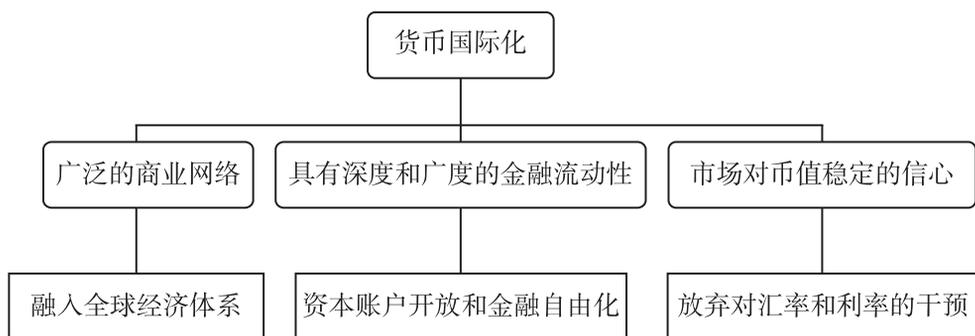


图1 货币国际化所需的制度调整

政府需要通过采取稳定货币政策的承诺来建立市场对本国货币稳定的信心。独立的中央银行、严格以低通胀为目标的货币增长纪律和固定汇率制度都是建立币值稳定的可信性承诺的有效制度安排。因此,政府需要放弃对利率(货币价格)和汇率(货币之间的比价)的干预以建立可信的市场承诺。长期享受利率管制好处的金融机构和依赖汇率干预保持国际竞争力的出口商必然承受制度调整的成本。

具有深度和广度的金融流动性需要通过金融自由化和资本账户开放来实现。一方面,政府需要解除对资本跨国流动的管制;另一方面,政府需要解除对金融机构市场准入的管制。资本跨国流动包括流入和流出两个方向,政府需要放松对外国投资的管制,包括外国资本购买本国公司股权和房地产、向本国企业借贷以及本国公司海外借

<sup>①</sup> 关于面值租金的讨论请参考 Alexander Swoboda, *The Euro-dollar Market: An Interpretation*, Princeton: Princeton University, 1968。

贷、本国银行国际业务的管制。同时,政府需要放松本国对外投资的管制,例如证券投资、本国机构向外国借贷以及向海外市场发售短期债券。金融机构的市场准入也包括两个方向:一方面,需要解除对外国银行、证券公司和其他非银行金融机构进入本国市场的管制;另一方面,要鼓励和支持本国银行、证券公司和非银行金融机构在海外建立分支和业务网络。在建立开放和市场友好型的国内金融环境,增加本国金融机构国际业务机会的同时,也会加剧国内金融市场的竞争,增加本国金融机构面临的国际竞争压力。

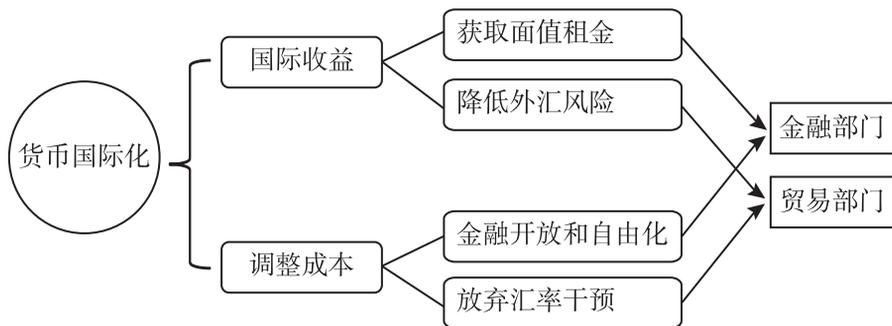


图2 货币国际化的国内分配效应

理性的市场主体都希望获得更多的国际收益,同时尽量推延或转嫁调整成本。因此,货币国际化的分配效应最集中的贸易部门和金融部门实质上面临着国际收益和调整成本之间的权衡。对于贸易部门来说,在国际贸易市场中推动本国货币计价和结算,可以降低交易成本和汇率风险。同时,增强币值稳定性的可信性承诺,又意味着承受失去汇率政策工具的成本。而对于金融部门来说,推动本国货币在跨境证券和交易方面的使用,可以拓展国际业务,获得巨额的面值租金。同时,资本账户开放和金融自由化也会带来更大的国际竞争。国内经济部门会围绕货币国际化形成政治联盟,支持或反对货币职能的国际扩展。如果货币发行国能够在国内形成对本国货币国际化的强大支持,则该国货币的国际化就更容易获得成功,而如果货币发行国国内形成了巨大的抵制力量,那么货币国际化的实现就更为困难。

## (二) 贸易模式、金融结构与货币国际化的部门偏好

我们可以对经济部门在国际分工体系中的相对地位和部门内部结构进行更细致的研究,来观察什么条件会影响贸易部门和金融部门在国际收益和调整成本之间权衡。

在贸易部门内部,不同类型贸易产品的制造商和不同贸易流向的生产商对于汇率干预和外汇风险的敏感度不同,因此会影响他们对于货币国际化的偏好。根据国际贸

易产品分类,出口制造商可以区分为标准化产品的制造商和差异化产品的制造商。标准化产品和差异化产品对于汇率变动的弹性(pass-through)不同。<sup>①</sup> 标准化的商品面对更激烈的市场竞争(例如小麦、纺织品、中低端电子产品以及机械零配件),价格会直接反映汇率的变动。而其他类型的产品,尤其是更专业化和差异化的产品,它们的质量、服务和消费者忠诚度(与市场份额相关的要素)的作用更大,市场对价格的弹性更小,例如交通工具、商用飞机、机床、精密仪器等。<sup>②</sup> 因此,专业化和差异化产品的出口制造商对于汇率贬值的期望并不是很强,而更关心汇率的稳定和外汇风险的降低。而且出口商往往比进口商更具有决定货币计价与结算的意愿和能力。<sup>③</sup> 因此,出口商品的差异化程度越高,出口商在和进口商谈判的过程中所占优势越大,越有利于采用“生产者货币定价”。<sup>④</sup> 同时,出口商的目标市场不同也会影响汇率风险的对冲成本。如果出口目的地主要是货币主导国市场,那么出口商通过货币替代降低汇率风险的激励就很低,因为主导货币的外汇对冲工具很多,在与货币主导国贸易时,使用主导货币的汇率风险往往更小。而且,贸易商在货币主导国面临的市场竞争压力更大(尤其是进口竞争部门),更倾向于“市场定价”。同时,制造业公司可以通过生产国际化战略控制全球生产与分销网络,多元对冲汇率风险,降低对汇率政策工具的依赖。因此,贸易部门内部围绕产品汇率弹性和外汇对冲成本形成了支持和反对货币国际化的不同集团。生产差异化产品和生产国际化程度高的出口制造商一起形成货币国际化的支持集团,而生产标准化产品和生产国际化低的出口制造商一起成为货币国际化的反对集团。

金融管制和金融-产业关系使金融市场内部在货币国际化议题上形成了不同的利益团体。体制内金融机构能够从金融管制中获得垄断性收益,而其他没有准入许可的金融机构不仅无法享受体制保护的好处,反而处于不公平的竞争地位。体制内金融机构成为金融管制的维护者。因此,虽然从表面上看,资本账户开放和国内债券市场的发展为国内金融部门提供了更广泛的海外商业机会,但也意味着体制内金融机构市场垄断权的丧失,面临更多的国内外竞争。因此,长期受到体制偏袒的金融机构往往

① 对产品价格对汇率变动的弹性的调研,参见 Penelopi Koujianou Goldberg and Michael M. Knetter, “Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?” *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 3, 1997, pp. 1243-1272。

② Jeffrey A. Frieden, “Real Sources of European Currency Policy: Sectoral Interests and European Monetary Integration,” p. 839。

③ 这一规律又被称作格拉斯曼(Grassman)法则,即贸易中一般会选择出口国货币作为交易媒介和计价单位。参见 S. A. B. Page, “Currency of Invoicing in Merchandise Trade,” *National Institute Economic Review*, Vol. 81, No. 1, 1977, pp. 77-81。

④ George S. Tavlas and Yuzuru Ozeki, *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, Washington, D. C.: International Monetary Fund, January 1992, p. 5.

会反对利率市场化改革和外资机构市场准入。<sup>①</sup> 金融-产业关系也会影响不同金融机构对于资本账户开放和金融自由化的态度。例如,与产业界联系紧密的银行拥有稳定的融资和业务保障,发展海外业务的动力往往不足;同时,与银行关系紧密的大型企业可以享受利率管制下低利率的好处,希望维持金融管制的现状。而那些无法获得金融管制体制保护以及与产业界联系松散的银行,则试图在国际市场寻找替代性的盈利来源。<sup>②</sup> 因此,金融管制越严重,享受体制保护的金融机构越强大,实现具有深度和广度的金融流动性所面临的阻力也就越大。金融-产业关系越紧密,<sup>③</sup>金融机构推动本国货币国际化以获取面值租金的动力越弱。相反,如果国内资本市场发展成熟,国内金融机构会更倾向于将货币国际化看作是国际业务扩展的机会,成为货币国际化的强力支持者。

表2 货币国际化的部门偏好

		货币国际化的促进集团	货币国际化的抵制集团
贸易部门	产品属性	专业和差异化产品的出口制造商	标准化产品的制造商
	贸易流向	向发展中国家出口的制造商	向货币主导国出口的制造商
	生产国际化	控制全球生产与分销网络,多元对冲汇率风险的企业	生产国际化程度低的企业
金融部门	金融管制	排除在金融保护体制之外和国际导向的金融机构	受金融管制体制保护的金融机构
	金融-产业关系	独立于产业界的金融机构	与产业界关系紧密的金融机构

### (三) 经济部门影响货币国际化的渠道:政策供给与市场选择

货币的国际化是市场选择和政府推动双重力量交互作用的结果,货币国际化的进程,需要市场“看不见的手”和政府“有形之手”的互动与配合。<sup>④</sup> 经济部门可以通过政府政策与市场选择两个渠道影响货币国际化。一方面,国内经济部门可以通过游说影响政府的货币国际化政策供给。货币的国际供给及其功能的扩展需要政府政策的推动。

① Stephan Haggard and Sylvia Maxfield, “The Political Economy of Financial Internationalization in the Developing World,” *International Organization*, Vol. 50, No. 1, 1996, pp. 35–68.

② C. Randall Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, pp. 29–30.

③ 对以信贷为基础和以资本市场为基础的金融体系的比较,参见 John Zysman, *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca: Cornell University Press, 1984; Peter Hall and David Soskice, eds., *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford: Oxford University Press, 2001.

④ 戴伟利:《货币国际化视角下的汇率制度选择研究》,长春:吉林大学2010年博士学位论文,第40–44页。

另一方面,本国企业在国际贸易和金融市场中的货币选择也是货币国际化的“催化剂”。正如何帆所言,企业和金融机构这些微观个体是建设货币国际化宏伟大厦的“工蚁”。<sup>①</sup>

货币国际化的国际收益和国内调整成本的不均衡分布,使得不同类型的贸易和金融企业形成了对于货币国际化的不同偏好。这些企业可以通过政治献金、为政府提供信息咨询、媒体宣传和其他游说活动影响政府的货币国际化政策。而且,强大的经济部门往往在整个国家的经济稳定、增长和就业中发挥重要作用,政府部门在决策时也需要考虑这些部门的利益。政府可以通过经济外交行为推动本国货币的国际扩张,也可以通过经济政策调整,尤其是汇率政策和资本账户与金融开放政策,为货币的国际供给提供制度基础。

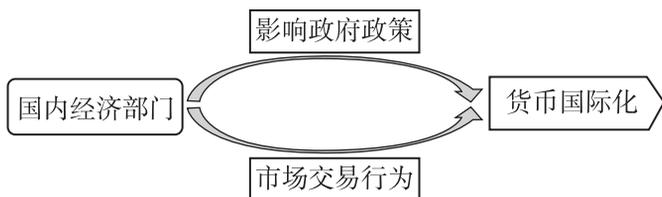


图3 国内经济部门影响货币国际化的渠道

贸易企业和金融机构作为市场主体,是国际货币的直接使用者,可以根据自身的利益决定是否在交易中使用本国货币。本国企业率先在国际市场推广本国货币,会在关联交易中促进其他国家的企业也使用该货币。而如果本国企业都拒绝在国际市场使用本国货币,那么货币国际化就会非常困难。同时,企业在国际分工体系中的相对位置也会影响其在国际市场使用本国货币的议价权力。差异化产品的制造商往往享有一定程度的市场垄断权力,<sup>②</sup>在交易中对贸易结算货币具有更大的决定权。向发展中国家出口的制造商比向发达国家尤其是货币主导国出口的制造商在货币结算上更有议价优势,因为发展中国家市场的竞争度更低。例如,伊藤隆敏(Takatoshi Ito)等人的研究表明,如果日本企业出口的产品是高差异度产品,尤其是在发展中国家占有很大市场份额,则更容易采用日元计价。那些生产高差异度产品的机械和电子元件公司在计价货币谈判中,明显拥有更大的谈判优势。<sup>③</sup> 在国际金融市场,国内金融机构融

① 何帆:《为什么日元没有成为亚洲的主要计价货币?》,载《国际经济评论》,2010年第6期,第157页。

② Ronald I. McKinnon, *Money in International Exchange*, New York: Oxford University Press, 1979, p. 75.

③ Takatoshi Ito, et al., "Why Has the Yen Failed to Become a Dominant Invoicing Currency in Asia? A Firm-Level Analysis of Japanese Exporters' Invoicing Behavior," No. w16231, National Bureau of Economic Research, 2010.

入国际市场越深,竞争力越强,越能够发展更多的本币汇率管理工具,发行以本币计价的债券,获得面值租金。

#### 四 美元、日元和德国马克国际化的微观基础

在国际货币体系的历史中,20世纪初的美元、20世纪70年代初布雷顿森林体系解体后的日元和德国马克,在当时都被认为是国际主导货币的替代者。这三个货币的发行国的经济总量和贸易规模都处于世界领先水平,达到了国际货币的宏观经济指标,但其货币却处于不同的国际货币地位。美联储采取积极政策使美元取代英镑成为国际主导货币;德国马克在贸易结算领域和欧洲区域内的国际化获得了成功,在国际金融领域却发展缓慢,只实现了部分的货币国际化,远不及美元的全球货币地位;日元在贸易结算领域的地位一直低下,在国际金融市场中至多是一种“载体货币(transit currency)”,其主要功能是用于国际金融市场中的套利交易(carry trade),并未发展为稳定的国际投资货币。<sup>①</sup> 本文选取这三种货币的国际化过程作为案例,首先是因为美元、日元和德国马克的国际化是20世纪以来工业大国向货币强国转化的重要案例。通过比较,我们可以发现哪些政治经济因素在工业大国转向货币强国的过程中发挥作用。其次,美元、日元和德国马克的货币国际化路径和结果不同,有利于我们进行比较研究。最后,美国、日本和德国在各自推动货币国际化时期的宏观经济条件相近,经济总量和贸易规模都居世界领先地位。而且,德国和日本都是战败国,需要恢复正常国家身份和修复与邻国关系。因此,选取这三个案例也可控制宏观经济条件和国际政治约束两个变量。

20世纪初,美国积极推动美元走出国门,并通过新成立的美联储一手培育了国际贸易融资的美元票据市场,通过“贸易融资+资本输出”模式的货币国际化路径,使得美元在20年代就超过英镑成为第一大贸易融资货币。而20世纪70-80年代的日本和德国虽然已经成长为经济强国,但两国政府随后并没有把货币国际化当作一项战略目标来推动,<sup>②</sup>德国甚至出台了很多措施限制本国货币的国际化,一直到80年代中后期,德国都保持了一定程度的资本管制措施。德国一直坚持低通胀目标制的货币政策和制造业优先的经济增长理念,为其赢得了币值稳定和经济强劲的国际声誉。与随后不断演进的欧洲一体化的货币制度框架一起促进了德国马克的国际货币地位。因此,

<sup>①</sup> Shigeo Nakao, *The Political Economy of Japan Money*, Tokyo: University of Tokyo Press, 1995, pp. 85-94.

<sup>②</sup> 参见 Jeffrey Frankel, “Internationalization of the RMB and Historical Precedents,” *Journal of Economic Integration*, Vol. 27, No. 3, 2012, pp. 333-334.

德国官方并没有出台货币国际化战略,而是在追求其他政策目标的过程中“非故意”地实现了德国马克在外汇干预市场和国际贸易结算领域的国际化。<sup>①</sup>德国通过“币值稳定+资本管制”逐渐使德国马克成为贸易结算和外汇干预货币,促进了德国马克部分的国际化。直到80年代中后期,日本政府出台了促进日元国际化的官方政策。日本首先修改了《外汇与外贸管理法》,原则上取消了外汇兑换的管制,日本政府又在东京创设离岸市场,开放境外金融市场,取消外资流出限制,同时提高对外资流入的限额,并对外国人在日本发行日元债券和发放日元贷款、非居民间的“欧洲日元”交易采取了一系列自由化措施。<sup>②</sup>日本采取的是“隔绝式金融自由化+离岸市场”模式的货币国际化。由于日本没有对国内的金融管理体制进行深入改革,却开放了资本账户,使得离岸市场成为日本金融机构逃避监管和套利的场所,从东京金融市场流出的日元又回流到日本的非银机构。这种方式对于推动日元在国际金融市场的使用并无实质作用。下文将通过具体的案例研究,分析部门政治是如何导致货币国际化的不同结果的。

表3 美元、德国马克和日元国际化的国内政治基础

	国内政治基础	国际化路径	国际化结果
美国	1. 专业化机械产品生产提高,崛起为贸易强国 2. 海外直接投资迅猛发展 3. 资本市场快速发展,货币中心银行希望扩张海外业务进行贸易融资	贸易融资+ 资本输出	美元成为国际 顶级货币
德国	1. 德国制造获得世界声誉,专攻高精尖的差异化产品,占领各个细分市场 2. 德国制造商采取生产国际化战略,控制全球生产与分销网络 3. 金融管制和补贴盛行,银企关系紧密,金融开放和国际化动力不足,债券发行受到严格监管	贸易计价+ 资本控制	部分的货币国际 化:德国马克成 为主要的贸易货 币,但是在金融 领域的使用有限
日本	1. 日本制造业表现出明显的“二元经济”,大型企业和受抑制的中小企业利润率很低,标准化生产的加工品比率高,国际竞争力不足 2. 日本对外直接投资比率很低,主要为了消减成本以维持出口竞争力 3. 日本银企关系松动,金融机构希望解除对海外业务和证券业务的管制,同时保留其他管制措施,并将日元离岸市场作为逃避金融监管和资金迂回的渠道	隔绝式金融 自由化+离 岸市场	失败的货币国际 化

<sup>①</sup> 德国马克的国际化是一种“非故意后果(unintended consequence)”的提法,参见赵柯:《货币国际化的政治逻辑》,载《世界经济与政治》,2012年第5期,第120-141页。

<sup>②</sup> 陈卫东、李建军:《日元国际化过程中值得关注的若干问题》,载《国际金融研究》,2010年第6期,第4页。

## (一) 贸易崛起、金融改革与美元国际化

### 1. 出口制造业的崛起与贸易融资

美国经济总产出在 1872 年就超过了英国,但直到一战之前,美元在全球市场中的作用与美国的经济条件和国际地位并不相符。1872-1913 年,美国的出口又经历了迅速的扩张,出口份额从占世界出口总额的 14.1% 上升到 22.1%,几乎与英国持平。<sup>①</sup> 这段时间,美国的主要出口产品也从农产品转变为工业制造产品,美国的机械和交通工具类产品出口在 1913 年分别占到这两类产品全球总出口的 27.7% 和 14.2%。蒸汽轮机和涡轮机、农业装备、特种工业机床以及其他的商业机械和设备都迅速发展。<sup>②</sup> 与小麦、钢铁这些标准化产品不同,机械和交通工具类都是专业生产的差异化产品,在贸易结算中有更大的议价权力。而且,美国的机械和交通工具类产品制造业非常集中,被少数大公司控制,进一步增加了美国制造业在国际贸易中的市场权力。同时,美国出口总量中向发展中国家的出口从 1872 年的 14% 上升到 20.8%,成为向发展中国家出口增长最快的国家。美国向拉丁美洲出口占其向发展中国家出口总额的 69%。<sup>③</sup> 美国向发展中国家出口的快速增长自然对美元的国际化有促进作用。

美国制造业的崛起增加了对美元贸易融资的需求。美国大型出口制造商希望美国本土银行能够为其提供更多的海外金融服务,尤其是以美元计价的贸易融资。缺乏美元融资和美国海外银行网络使得美国出口制造商面临更大的汇率风险和贸易融资成本,这成为他们同欧洲同行竞争的劣势。<sup>④</sup> 于是,这些大型出口制造商就向美国银行施加压力,要求设置海外分支机构并提供贸易融资。同时,随着美国战时借贷的发展,美国逐渐演变为国际债权人,到 1919 年,美国持有的私人 and 政府外债已经达到 125.6 亿美元。从 20 世纪 20 年代开始,美国的海外投资迅速增加。到 1929 年,美国对外投资达到 179 亿美元,其中证券投资 94.6 亿美元,直接投资 75.5 亿美元。<sup>⑤</sup> 美国国际借贷和投资的发展为美元走向海外提供了市场动力和条件。

① Charles P. Kindleberger, *The Terms of Trade: A Europe Case Study*, Cambridge: Technology Press of MIT, 1956, pp. 58-59, table 3-4a; J. Lawrence Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System*, p. 91, table 3.1.

② Mary L. Eysenbach, *American Manufactured Exports, 1879-1914*, New York: Arno Press, 1976, pp. 271-275, appendix table 8; Lawrence Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System*, p. 97.

③ J. Lawrence Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System*, p. 99.

④ J. Lawrence Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System*, pp. 153-154.

⑤ Robert E. Lipsey, Mario Schimberni and Robert V. Lindsay: "Changing Patterns of International Investment in and by the United States," in Martin Feldstein, ed., *The United States in the World Economy*, Chicago: University of Chicago Press, 1988, table 8.6, table 8.7.

## 2. 资本市场发展与银行海外扩张

当时除了英国在国际经济交往中的先发优势以外,美国国内金融监管禁令、低回报率以及频发的金融动荡严重阻碍了美国银行的国际业务,更不用谈美元的国际化。美国的经济体系中并没有中央银行,最明显的表征就是周期性的银行恐慌和利率的季节性剧烈波动。<sup>①</sup> 美国金融市场主要集中于纽约,随着商业票据的发展,美国已经形成了独立的资本市场。而债券的种类和数量却比较少,在市场终端,私人债券(例如铁路债券)在股票交易市场上很活跃,但公共部门发售的债券仅仅占证券交易中较小的部分。最重要的是,在1914年之前,没有短期的财政部发行的国库券。<sup>②</sup> 虽然商业票据已有了迅猛的发展,但是并没有银行承兑的初级和二级市场,严重影响了美元的国际地位。一个发展充分的银行承兑市场对于促进以该货币进行贸易融资和贸易结算非常重要。但根据《国家银行法案》第8款,美国银行被禁止开设海外分支机构,也没有权限接受贸易汇票承兑。<sup>③</sup>

美国的货币中心银行对美国当时的国际地位非常不满,<sup>④</sup>希望通过国内金融改革促进美元的国际化。作为纽约最具雄心的国际银行,国家城市银行在一份报告中称,英国银行每年至少从美国出口融资中收益1.5亿美元。<sup>⑤</sup> 为了获得美元国际化带来的额外利润,美国的货币中心银行对国内金融改革进行游说。货币中心银行起草了最初的立法改革草案,为确保草案在国会通过,还进行了大量的政治献金。1910年11月,华尔街大亨们齐聚杰基尔岛猎鸭俱乐部(duck-hunting club),<sup>⑥</sup>经过两周的磋商,起草了《联邦储备法案》。为了得到公众和社会各界的支持,美国的货币中心银行大力支持“银行改革法案”的公共宣传,宣传费用至少50万美元。纽约票据交换所承担了30万美元,芝加哥票据交换所承担了10万美元,其他城市票据交换所承担了余下

① J. Lawrence Broz, “Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-Rider Problem,” *International Organization*, Vol. 53, No. 1, 1999, p. 40.

② Paul Studenski and Herman Edward Krooss, *Financial History of the United States*, Wahington, D. C. : Beard Books, 2003, pp. 149-150.

③ Vincent Carosso, “U. S. Bank in International Finance,” in Rondo Cameron and V. I. Bovykin, ed., *International Banking, 1870-1914*, New York: Oxford University Press, 1991, p. 53.

④ 货币中心银行指的是总部位于纽约、芝加哥和旧金山这些金融中心的大型私人金融机构,这些机构主要开展批发和国际借贷业务,它们的客户包括政府、公司和其他银行,例如花旗、摩根大通、美国银行都属于这类银行。参见 J. Lawrence Broz and Michael Brewster Hawes, “Congressional Politics of Financing International Monetary Fund,” *International Organization*, Vol. 60, No. 2, 2006, p. 376.

⑤ National City Bank, *Foreign Exchange and International Banking*, New York: National City Bank, 1920, p. 5; J. Lawrence Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System*, p. 146.

⑥ 杰基尔岛是超级富豪的度假胜地,岛上的猎鸭俱乐部是直属摩根财团的高级会所。

部分。纽约票据交换所还专门成立特殊委员会来组织银行会员进行政治捐款。<sup>①</sup> 在关于金融改革的政治宣传活动中,库恩-洛布公司金融家保罗·沃伯格(Paul Warburg)和其他银行家将金融改革同提高美元国际地位联系在一起,大力推动纽约银行群体成为金融改革的领导者。杰基尔岛上提出成立美联储的先驱们,其真实目的是希望在未来获得美元国际化的收益。<sup>②</sup> 在美国国家货币委员会关于美联储建立的小册子中,银行家们痛惜美国银行被迫通过伦敦市场进行交易,增加了伦敦作为国际金融中心的重要性,阻碍了纽约发展成国际金融中心。芝加哥国家银行第一任副总裁指出,伦敦金融市场为美国外贸融资的“三角安排”应该消除,直接的美元交易市场就可以在美国、南美和东方之间形成,这可以削弱伦敦作为世界金融中心的过分的优势。<sup>③</sup> 沃伯格用“贡金”来比喻美国因对英镑承兑市场的依赖而向伦敦支付的额外费用:“很难估计美国每年通过承兑汇票的方式,共向欧洲支付多少……但数额达到数以百万计。我们之所以每年要向欧洲‘朝贡’,是因为我们的金融体系发展水平低,这不仅仅是浪费金钱,还有损美国作为世界政治经济中举足轻重的国家的尊严。”<sup>④</sup>

### 3. 美联储的建立与美元市场“造市者”

在国际货币联盟游说之下,美国国会在1913年通过立法创立了美联储。美联储的建立不仅使得国内金融体系明显变得稳定,增强了市场中持有美元的投资者的信心,而且美联储采取了一系列政策推动美元国际化。美联储早期采取的金融改革措施,去除了美元国际化的国内制度藩篱。这些措施包括:(1)通过严格遵守金本位制建立价格稳定的可信承诺。(2)通过创造更成熟的贴现和再贴现机制为美国金融市场提供必需的流动性。<sup>⑤</sup> 在美联储开创者及其他银行家的努力下,美联储解除了对美国银行设立海外分支的限制,并授权美国银行在贸易承兑汇票市场上进行交易。美元贸易承兑汇票是由国际贸易公司发放的以美元计价的短期债务工具,并在银行的担保下承诺在指定日期支付既定款额。银行和投资者可以在承兑汇票到期之前在二级市场上按面值进行折现交易。而且美联储在需要的时候会为美元承兑汇票进行贴现和

① J. Lawrence Broz, “Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-Rider Problem,” pp. 56-57.

② Ded Karmin, *Biography of the Dollar*, New York: Crown Business, 2008, p. 116.

③ Barry Eichengreen and Marc Flandreau, “The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-1939,” p. 4.

④ Paul Warburg, “The Discount System in Europe,” in Paul Warburg, ed., *The Federal Reserve System: Its Origin and Growth*, Vol. 2, New York: Macmillan, 1930, pp. 187-188.

⑤ Andrew J. Taylo, “Book Review of the International Origins of the Federal Reserve System,” *American Political Science Review*, Vol. 92, No. 3, 1998, pp. 702-703.

购买,以保持其价格稳定和市场的流动性。于是,美国银行就创造出了以美元计价的具有一定深度和流动性的金融工具。美元的国际需求因为美元承兑汇票的发展而创造出来。巴里·艾肯格林(Barry Eichengreen)认为,在银行间建立以美元计价的贸易票据市场对于改变美元的国际地位发挥了重要作用。<sup>①</sup>

美联储的低利率政策和对承兑汇票的贴现机制促使全世界的贸易商都购买以美元计价的贸易承兑汇票。在20世纪20年代后半期,超过一半的美国进口和出口都是用美元计价的承兑汇票融资,占整个国际贸易融资的大部分。处于纽约金融中心的美国银行因此获得大量手续费和佣金,在一战的掩护之下(伦敦的全球金融服务被迫中断),美国的银行迅速地在国际市场上扩张并超过欧洲同行,纽约成为全球金融中心。而且,美国私人银行积极与政府配合,通过给予一些国家贷款的方式推行“美元外交”,推动拉美和加勒比地区“黄金美元集团”的形成。<sup>②</sup>

美国国内联盟推动的国内制度革新由内向外推动了美国的货币扩张。美国开始作为“世界银行家”向国际体系提供美元流动性。美国的经济优势和美元作为国际支付货币的发展,使美元在1925年成为主要的国际贸易货币,并超越英镑成为全球储备资产的主要货币。二战之后,随着美国的资本输出和欧洲美元市场的发展,美国国际金融事务领导权得到了进一步巩固。

## (二) 德国马克国际化:货币职能的不均衡扩展

二战之后,联邦德国的经济奇迹带来了持续的贸易盈余。20世纪50年代末,联邦德国已经成为欧洲大陆的经济领导国。60-80年代期间,德国马克在外汇交易和贸易结算领域的国际使用率迅速提高。但是,由于德国马克在金融投资领域的国际化一直进展缓慢且德国马克的使用范围集中于欧洲区域内部,即使在欧元创立之前,德国马克也从未真正接近过全球货币地位。德国马克在覆盖地域和货币职能方面的不均衡发展阻碍了其国际地位的提升,只能算是部分实现了货币国际化。

### 1. 德国制造业与德国马克在国际贸易领域的使用

德国制造业对于推动德国马克在国际贸易计价和结算中的使用扮演了重要角色。在20世纪80年代,德国制造业逐渐从标准化产品生产转向专业化和定制化的差异产品生产,德国制造的国际声誉和在全球生产体系中的地位也逐渐确立。德国制造的差

<sup>①</sup> Barry Eichengreen and Marc Flandreau, “The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-1939,” p. 1.

<sup>②</sup> Emily Rosenberg, *Financial Missionaries to the World: The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930*, pp. 97-121; Eric Helleiner, “Dollarization Diplomacy: US Policy towards Latin America Coming Full Circle?” p. 409.

异化产品(SITC 7 机械设备类)在德国总体出口中的比重大幅提高,<sup>①</sup>从1980年的38%上升到1989年的47%。这类产品(例如机床和交通工具)生产周期更长、满足特定需求、对于汇率的弹性较低,其货币定价和结算的市场议价权力更大。同时,德国的制造企业开展生产国际化战略,增强了外汇管理能力并控制了全球生产和分销网络。因此,德国出口制造业对于马克升值的敏感性降低,开始更多地关注汇率稳定和外汇风险对冲成本。

德国制造业的转变从两方面促进了德国马克的国际化进程。一方面,这些制造业公司降低了反对汇率升值的政府游说力度,转向支持维持德国马克币值稳定的政策框架,这间接促进了马克的国际化进程。在20世纪60-70年代,德国制造业公司、银行和行业协会不断试图阻止政府和央行促使马克升值的政策,以免破坏它们的出口竞争力。<sup>②</sup>尤其是德国工业联合会(BDI)和机械设备制造业联合会(VDMA)非常积极地游说州政府和德国央行官员,反对马克升值。<sup>③</sup>如果德国企业界继续保持对汇率升值如此强烈的反对,那么德国马克的国际化就很难展开。正是德国制造业对通过汇率干预保持出口竞争力的依赖性降低,为德国政府转向信誉和稳定导向的货币政策释放了空间。德国政府开始放弃汇率作为提升出口部门竞争力的工具并进行了几次马克升值,而且在贸易领域鼓励德国马克的国际使用。20世纪80年代,德国产业界并没有像其60-70年代那样反对德国马克的升值。另一方面,德国企业在出口过程中大量使用德国马克计价和结算,直接促进了德国马克在国际贸易领域的使用。这些德国企业希望通过德国马克定价和结算降低所承担的汇率风险和交易成本。德国汉堡国际经济研究所(HWWA)1976年对德国719家企业、银行和贸易协会的问卷调查显示,96%的受访企业更偏向于在贸易结算中使用德国马克,其中63%的受访企业表示经常使用,33%的受访企业表示如果可能的话,会尽量使用德国马克,只有2.5%的企业并无此偏好。<sup>④</sup>这些生产专业化和差异化产品的出口企业占领着细分市场,处于价值链的上游,在货币议价中占有优势地位。

① 指的是国际贸易标准分类第七类。

② Daniel Kinderman, "The Political Economy of Sectoral Exchange Rate Preferences and Lobbying: Germany from 1960-2008, and Beyond," *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 5, 2008, p. 860.

③ 1960年,在因特拉肯召开的瑞士银行会议上,德国工业联合会和机械设备制造业联合会联合强烈反对德国马克升值。

④ 这719家不同规模和行业的德国企业的进口额和出口额分别占到德国进口总额的16.5%和出口总额的33.3%。参见Hans-Eckart Scharrer, "Currencies and Currency Hedging in German Foreign Trade," in *Deutsche Bank, ed., Studies on Economic and Monetary Problems, and on Banking History*, Mainz: V. Hase & Koehler, 1988, pp. 9-10.

以机床制造业为例,德国机床行业当时已经从标准化生产转向定制化和差异化生产。德国马吉(MAG)公司就应大众汽车公司等用户的使用要求,研发定制化机床。这种定制化生产方式既解决了机床企业和用户之间的工艺需求衔接问题,还使得这些中型机床制造企业根据市场需求在本领域内不断深入钻研,通过差异化路线在竞争中获胜,成为细分市场的隐形冠军。在这种情况下,汇率升值引起的价格变化对德国机床企业竞争地位的影响降低,德国机械设备制造业联合会(VDMA)甚至公开强调货币政策和货币稳定比政治化的汇率更重要。<sup>①</sup> 德国整体中小企业竞争力很强,都是高度精专的生产企业,被称为“隐形冠军”。<sup>②</sup> 这些企业不以发展一般产品作为其研制方向,而是走专业化生产的道路。根据美国《幸福》杂志报道,德国有超过80%的出口商品在国际市场是没有竞争对手的独家产品,这些中小企业掌控市场定价权。德国在大型工业设备、精炼化工产品、精密机床和高级光学仪器等方面确立了无可争辩的优势。<sup>③</sup> 这些生产专业特殊化产品的中小企业成为促进德国马克在国际贸易计价和结算中大规模使用的微观主体。

德国的贸易部门给予德国马克在国际贸易领域使用的强力支持。德国马克在全球贸易计价中所占的比重从1980年的13.6%上升到1992年的15.3%。欧洲紧密的商业联系也加强了德国马克在欧洲区域内贸易中的结算货币地位。<sup>④</sup> 因此,20世纪80年代之后,德国马克在贸易领域和欧洲地区的国际化迅速发展。

## 2. 金融抑制、资本控制与德国马克在金融领域的国际化

虽然德国马克在贸易领域的使用得到了迅速发展,但在国际金融领域的使用仍旧非常有限,这阻碍了德国马克整体的货币国际化进程。德国央行实质上采取了一系列措施限制马克在金融领域的国际化。一直到20世纪80年代中期,德国都保持着严格的资本控制,外国资本进入仍旧非常困难。<sup>⑤</sup> 而且德国金融当局采取了一系列的管制措施和税收政策,阻碍德国金融市场的外部联系,德国的债券和股票市场发展受限,国内金融工具非常有限。

德国央行还对对外债券市场和国际货币市场中德国马克计价的债务发放直接进

<sup>①</sup> Daniel Kinderman, “The Political Economy of Sectoral Exchange Rate Preferences and Lobbying: Germany from 1960–2008, and Beyond,” p. 863.

<sup>②</sup> Hermann Simon, *Hidden Champions: Lessons from 500 of the World's Best Unknown Companies*, Boston: Harvard Business Press, 1996.

<sup>③</sup> 参见尹柳营编:《他山之石:中小企业发展的经验与案例》,北京:清华大学出版社2005年版,第242页。

<sup>④</sup> 德国进口来源中,欧洲内部的比率在1988年增长到70%。

<sup>⑤</sup> Deutsche Bundesbank, “Freedom of German's Capital Transactions with Foreign Countries,” *Month Report*, July 1985, p. 16.

行控制。<sup>①</sup> 限制德国马克债券发放最主要的体现就是1968年德国央行和德国银行业之间所谓的“君子协定”。“君子协定”规定,只有德国银行可以作为主承销人组成承销团(syndicate)发放德国马克计价的债券,而且债券的发放规模必须经过中央资本市场委员会的同意。外国金融机构及其德国分支只被允许作为协助承销商参与德国马克计价的欧洲债券发放,不能以共同主承销人的身份参与。而且对外债券发放的类型也受到严格的限制,只有标准的固定利率债券被允许发放。这些限制措施保护了德国国内银行,也抑制了德国银行的竞争力。同时,德国对利息收入征收的预扣税使外国人在德国的收入所得无法通过已有的税收条款进行税收减免,也限制了德国金融的发展。直到20世纪80年代中期,德国央行的立场才开始发生变化。在1985年7月的月度报告中,德国央行改变了态度,提出对于德国马克的国际角色问题,德国不能将自身隔绝于世界趋势,德国马克必须在国际投资货币中保持竞争力。<sup>②</sup> 但是,德国债券发放的主要限制仍旧保留,德国马克债券必须在德国发放,德国的金融市场已经远远落后于纽约、伦敦等国际金融中心。

德国之所以采取严厉的资本控制措施,与德国央行担心大规模的资本流入(例如以德国马克债券的形式)会削弱其对货币政策的控制不无关系,但更重要的原因是德国对长期实行的管制型金融体系的依赖。德国国内银行机构长期受到政策保护,并没有国际业务拓展和金融创新的动机,对于资本开放、引入外部竞争持排斥态度。“君子协定”就是德国监管机构给予德国银行业在承销债券业务方面排外性的保护。德国银行的公共属性对其影响政府的经济政策也发挥了重要作用。公共银行与其所属州政府和市的紧密联系,为银行游说政府提供了渠道。<sup>③</sup> 例如,州中心银行通过与政府目标合作,形成共同利益,以逃避威胁自身地位的监管。<sup>④</sup> 而且,德国的银行业控制了德国的经济体系,垄断了产业界的融资渠道。在德国,银行与产业部门的利益紧密相关,特别是银行大量持有企业股票之后,德国银行控制了整个德国12%的股票。<sup>⑤</sup>

① Manfred J. Neumann, “Internationalization of German Banking and Finance,” in Korea Federation of Banks, *Internationalization of Banking: Analysis and Prospects*, Seoul: Korea Federation of Banks, 1986, p. 110.

② De Deutsche Bundesbank, “Freedom of German’s Capital Transactions with Foreign Countries,” *Month Report*, July 1985, p. 14.

③ Horst Siebert, *The German Economy: Beyond the Social Market*, Princeton: Princeton University Press, 2005, p. 223.

④ Jason A. Gorn, “German Banks in the Global Economy: Global Pressures and Public Sector Banking,” Pitzer Senior Theses, Paper 9, 2008, p. 47.

⑤ 例如,德国最大的银行德意志银行控制了德国最大公司戴姆勒-奔驰28%的股份,参见C. Randall Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, p. 37.

这种垄断地位使得德国银行并没有多大动力进行海外业务拓展。

德国管制型和统和主义的金融体系使德国银行拓展海外市场的动力很低,长期享受政府补贴与保护,能够游说政府继续维持资本控制,保护德国银行在整个德国政治和经济体系中的地位。这是德国马克在国际金融领域发展的强大国内政治阻力。因此,德国马克在国际金融领域的国际化一直进展缓慢。国际清算银行(BIS)的数据显示,<sup>①</sup>1985-1988年,德国马克在全球海外借贷和债券发放中所占比率都远低于美元和日元。德国马克的海外贷款只占全球总量的2.4%,同时期美元和日元计价的贷款分别占66.3%和12.7%。在全球海外债券发行中,德国马克计价的债券也只占到8.7%,而美元和日元计价的债券分别占47.1%和10.4%。

### (三) 独特的贸易模式、“隔离”式金融自由化与日元国际化

20世纪50年代起,日本通过扶植战略性产业、鼓励出口,获得了快速的经济增长。到60年代末,日本的国内生产总值(GDP)份额和全球贸易份额都处于世界领先水平,成为世界第一大债权国。然而,日元仍旧是国内货币。70年代,政府对于日元国际化持中立态度,但日本长期实行的出口竞争力优先发展模式 and 紧密的银企关系使得日本一直保持着严格的资本管制,日元走出国门一直受到限制。80年代中期,在美国外部压力和国内改革动力的双重作用下,日本政府开始通过“隔绝”式金融自由化推动日元国际化,尤其是90年代末,日本试图通过将东京打造成世界金融中心来促进日元的国际化。但是,日本80年代末到90年代初积累的房地产和股票市场泡沫导致了1997年系统性银行危机的爆发,日本的银行和跨国公司开始从东亚撤回,整个经济都开始步入衰退之路,日元国际化的经济基本面已经不具备了。

#### 1. 银行-产业联盟抵制日元国际化

直到1964年,日本接受国际货币基金组织(IMF)第八条款,才实现经常项目的可兑换,但日本仍旧维持着严格的资本控制。20世纪70年代,日本对外贸易中,0.9%的出口和0.3%的进口以日元结算,而国际金融交易中几乎没有日元使用的情况。<sup>②</sup>出于担忧汇率变动对出口商地位的影响以及资本开放和放松金融管制可能对国内金融业带来动荡,资本控制作为日本在20世纪80年代早期重要的汇率政策工具,限制

<sup>①</sup> George S. Tavlas, *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark*, International Monetary Fund, 1990, p. 45, table 16.

<sup>②</sup> Shinji Takagi, "Internationalization the Yen, 1984-2000: Unfinished Agenda or Mission Impossible," Paper presented at BOK-BIS Seminar on "Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific," 2009, p. 2.

着日元的国际使用。<sup>①</sup>即使在1980年《外汇与外贸管理法案》修订之后,也仅有少数几家银行和交易商被授予交易权利,而且禁止一切投机行为,外汇交易服务于实体经济的需要。除此之外,各种大大小小的正式限制(对外国银行和保险公司的经营限制以及对外国证券公司征收的预扣所得税)和非正式限制(证券公司上市的操作难度、广泛的相互持股等等)仍旧持续了若干年。<sup>②</sup> 银行机构享受着垄断国内金融市场、过度放贷与低利率的好处。由于上述政策,日本金融部门获得高额利润,<sup>③</sup>使其并没有多大动力去推动金融改革和资本账户开放。同时,日本的钢铁、家电、纺织、汽车制造业和造船业这些出口产业都是政治强力部门,能够通过像日本经济团体联合会这样的游说团体进行政治活动。而且,中小企业的贸易依赖非常严重,这些企业和当地经济有着紧密的联系,能够动员以农村为根基的自民党政治家。这些国内政治势力由于担心日元升值会影响出口而大力反对日元国际化。<sup>④</sup> 1976年和1977年日本就曾迫于出口部门的压力多次干涉日元升值。因此,日本政府对于日元国际化的政策相对中立,甚至是消极。虽然日本已经成为世界第一大债权国和贸易国,但日本官方并没有将货币国际化作为追求的目标,继续通过金融管制和外汇干预的方式支持以银行-产业联盟为基础的经济发展模式。

## 2. 独特的贸易模式与日元低下的贸易结算地位

在日本正式宣布推动日元国际化之前,日元的贸易结算努力就开始了。但是,日元在国际贸易结算中的使用一直进展缓慢。1980年,日元结算在本国出口和进口贸易中只占到31%和4%,远低于同期的美国的85%和60%、英国的76%和33%、德国的83%和45%。<sup>⑤</sup> 到1989年,即日本官方正式宣布日元国际化5年后,日元结算在本国出口和进口贸易中的比重也只占37%和15%。<sup>⑥</sup> 日元在国际贸易结算中的使用程

① Shinji Takagi, "Japan's Restrictive System of Trade and Payments: Operation, Effectiveness, and Liberalization, 1950-1964," IMF Working Paper, WP/97/111, 1997, p. 26.

② William Grimes, "Internationalization as Insulation: Dilemmas of the Yen," in Ulrike Schaeede and William Grimes, eds., *Japan's Managed Globalization: Adapting to the Twenty-First Century*, New York: M. E. Sharpe, 2003, pp. 47-76.

③ Kent Calder, *Strategic Capitalism: Private Business and Public Purpose in Japanese Industrial Finance*, Princeton: Princeton University Press, 1995, pp. 140-141.

④ 孙杰:《跨境结算人民币化还是人民币国际化?》,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文, No. 2014W15, 第6页。

⑤ Hiroo Taguchi, "On the Internationalization of the Japanese Yen," in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, Chicago: University of Chicago Press, 1994, p. 336.

⑥ 殷剑峰:《人民币国际化:“贸易结算+离岸市场”,还是“资本输出+跨国企业”?》,载《国际经济评论》, 2011年第4期,第59页。

度如此低下与日本的贸易部门没能形成对日元国际化的支持有关。日本国内出口企业非但没有作为日元国际化的“排头兵”，反而从商业层面抵制日元作为贸易结算货币的使用。根据1999年日本经济同友会的调查，76家日本公司中（制造业和服务业），有70家（占80%）企业仍旧认为增加日元的使用要么非常困难，要么不可能。<sup>①</sup>

日本企业没能够支持日元成为主要的贸易结算货币，是由日本制造业在全球分工体系中的地位与国内经济体制决定的。首先，从日本对外贸易流向来看，日本主要从发展中国家进口中间品和原材料，<sup>②</sup>然后向以美国为主的发达国家市场出口加工产品。日本进口的大量矿产、油气等大宗商品都是以美元计价。而日本又严重依赖于美欧出口市场，<sup>③</sup>由于主导货币拥有网络外部性和多元的外汇避险工具，在与这些货币主导国的贸易中进行货币替代会非常困难。而且，日本的出口产品多为标准化加工品，在向发达国家出口过程中市场竞争激烈，为了确保市场份额，往往采用市场定价行为，无法将汇率风险转嫁给进口方，只能选择以外币计价来维持稳定的销售价格。由于整个亚洲地区的生产主要以欧美为最终出口市场，为减少日本设立在亚洲的生产企业的汇率风险，即使日本企业在向亚洲出口产品时都很难选择使用日元，而大多采用美元计价，由日本母公司来承担日元对美元的汇率风险，当地企业则承担本地区货币对美元的汇率风险。<sup>④</sup>

其次，与德国以中小企业为主，通过高、精、专制造业主导各个细分市场，占领价值链上端不同，日本的制造业表现出了明显的“二元经济”特征。只有占全部企业数量0.1%的少数大型企业得到财阀体制、主银行体制和官僚体制的庇护，大量的中小企业则在各领域都受到抑制，这导致日本的中小企业和大型企业的国际竞争力都不足，净利润很低的日本大型企业极其依赖海外市场，进而丧失了谈判定价能力。<sup>⑤</sup>根据日本贸易振兴会的调查，日本企业不仅在纺织品和某些化学产品等传统贸易产品领域议价能力弱，而且在亚洲国家的竞争下，在具有一定竞争力的贸易产品领域（如电脑及其配件）也存在议价能力不足的问题。<sup>⑥</sup>同时，日本贸易的大部分由大的贸易商和跨国

① Saori Katada, “From a Supporter to a Challenger? Japan’s Currency Leadership in Dollar-Dominated East Asia,” p. 409.

② 1989年，日本的进口商品中中间品和能源等大宗商品分别占日本进口总额的47.6%和49.6%。参见 Shigeo Nakao, *The Political Economy of Japan Money*, pp. 16–17.

③ 1989年，日本向欧美市场的出口占其整个出口的54.4%。参见 Shigeo Nakao, *The Political Economy of Japan Money*, p. 18, table 1.2.

④ 刘瑞：《日元国际化困境的深层原因》，载《日本学刊》，2012年第2期，第103页。

⑤ 殷剑峰：《反思人民币国际化的模式：日本的教训》，中国金融四十人论坛工作论文，2011年6月，<http://www.cf40.org.cn/plus/view.php?aid=4104>，登录时间：2014年8月20日。

⑥ 中条诚一：《亚洲的日元国际化（下）》，载《经济资料译丛》，2002年第4期，第23页。

公司控制。它们能够通过对冲工具、债务债权合并、借入和借出外币来有效地管理汇率风险,所以并没有用日元计价和结算的强烈动机。<sup>①</sup>

最后,日本的制造业没有通过生产国际化战略控制全球生产和分销网络以多元对冲外汇风险。虽然日本企业“广场协议”之后增加了对亚洲地区的直接投资,但目的主要是削减制造成本,维持出口企业的竞争力,并未形成跨国企业在生产经营和人力资本层面的国际网络。<sup>②</sup>日本的大型贸易商和跨国公司仍旧未能通过生产国际化来多元对冲外汇风险,而是建立了以美元为核心的集中式、一元化外汇风险管理体制。例如,索尼就专门成立金融子公司(Sony Electronic Singapore)在亚洲地区集中统一管理外汇风险。<sup>③</sup>日本并未建立以母国跨国公司为核心理的全球产业链,对外直接投资规模仍旧非常有限。截至2010年年底,英国、法国、美国的对外直接投资存量与GDP之比分别为75.3%、59.1%和33.0%,而日本仅为15.1%。<sup>④</sup>

### 3. “隔绝”式金融自由化与日元在金融领域的国际化

随着对外直接投资的发展和海外资本限制的放开,日本的出口制造企业开始寻求海外融资,并通过股票市场融资。为了应对出口制造业新的融资需求,日本银行开始要求大藏省放松金融管制,以扩展海外贷款和证券业务。<sup>⑤</sup>1984年5月,“日元-美元委员会”发表了《日元美元委员会报告书》,日本大藏省也同期发表了《关于金融自由化、日元国际化的现状与展望》的报告,提出采取国内金融市场开放,改善外资金融机构市场准入,欧洲日元市场开放等措施来推动日元的国际化。从1986年12月起,日本政府在东京建立了离岸金融市场。20世纪90年代初,日本政府开始坚定地推动日元国际化,采取了一系列措施使日本短期资本和货币市场更加有吸引力。例如,取消对非居民的预扣税和债券所得税,对非居民间的“欧洲日元”交易采取自由化措施,发展不同期限政府债券以及增加清偿体系来使跨国交易便利化。

① 日本的综合商社参与了一半左右的日本进出口贸易。许多综合商社在进出口贸易中两头持有外汇,这不仅可以自动规避风险,而且能通过外汇头寸的中立化、机动的外汇操作等进行有效率的外汇风险管理。参见中条诚一:《亚洲的日元国际化(下)》,载《经济资料译丛》,2002年第4期,第23页。

② 米谷達哉·寺西幹雄:「円が国際的に利用される条件:試論」,『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2000-J-8,2000年6月16日,转引自刘瑞:《日元国际化困境的深层原因》,载《日本学刊》,2012年第2期,第111页。

③ 中条诚一:《亚洲的日元国际化(下)》,载《经济资料译丛》,2002年第4期,第25页。

④ JETRO「投資統計」,http://www.jetro.go.jp/world/statistics/data/wirlloutstock\_gdp.pdf,转引自刘瑞:《日元国际化困境的深层原因》,载《日本学刊》,2012年第2期,第104页。

⑤ Saori Katada, “Japan’s Financial Politics: Institutional Challenges toward and against Liberalization,” in Saadia Pekkanen and Kellee Tsai, eds., *Japan and China in the World Political Economy*, New York: Routledge, 2006, pp. 151-172.

日本通过放松金融管制和资本账户开放推动“日元国际化”是一种被动行为。一方面,日本受到来自美国的巨大压力,在日元-美元委员会的谈判过程中,美国不断向日本政府施压,要求日本开放东京金融市场,增加美国金融机构的参与程度;另一方面,日本旧有的金融管制体制已经不符合国内银行的利益。日本银行希望在保留政府对其保护的前提下进行去管制化改革,为其跟随日本企业拓展海外市场和证券业务开通道路。同时,“广场协议”后日元升值压力也在增加。日本政府在此背景下,努力在确保不破坏国内金融秩序和税收体系的前提下,开展“隔离”式金融自由化,促进日元国际化。因此,日本仍旧保留着各种金融管制,对国内贷款也施加了很多限制,在并没有实质性推行金融改革的前提下,就开放了资本账户。在日本国内还保存着“窗口指导”等管制措施的情况下,新成立的日元离岸市场(JOM)获取日元资金又非常容易,因此大量的日本资金经由日本公开市场向在中国香港的海外分行转移并返流至国内分行,满足国内非银行顾客的日元资金需求,形成了日元的国际迂回流动。<sup>①</sup> 日元离岸市场成为国内金融机构逃避国内金融监管的新渠道,<sup>②</sup>并未用于促进亚洲各地企业的贸易和投资活动,对日元国际化并没有起到积极的作用。<sup>③</sup> 而且,日本继续保留的银行管制限制了日元外汇的暴露程度。例如,大藏省规定,每个银行在每个工作日结束时,即期与远期纯外汇暴露不能超过100亿美元。于是,日本商业银行便使用外币(尤其是美元)进行海外资金期限转换和短期海外借贷。因此,在20世纪80年代,日本银行的海外借贷迅速增加,可是日元计价的借贷却仍旧只占到当时借贷总量的25%。<sup>④</sup> 而且,日本的资本市场,尤其是财政部债券和其他短期工具的发展仍旧不足。缺乏短期的流动性资产使得日元对于外国投资者来说吸引力不强。随着日本经济陷入长期停滞,日元国际化也偃旗息鼓了。

## 五 结论

正如拉斯韦尔(Harold Dwight Lasswell)在《政治学》一书中提出的:“政治就是研

① 参见殷剑峰:《人民币国际化:“贸易结算+离岸市场”,还是“资本输出+跨国企业”?》,载《国际经济评论》,2011年第4期,第53-68页。

② Toru Iwami, “The Internationalization of Yen and Key Currency Questions,” IMF Working Paper, No. 94/41, 1994, p. 25.

③ 中条诚一:《亚洲的日元国际化(下)》,载《经济资料译丛》,2002年第4期,第24页。

④ Mitsuhiro Fukao and Kunio Okina, “Internationalization of Financial Markets and Balance of Payments Imbalances: A Japanese Perspective,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 30, 1989, p. 197.

究谁得到什么以及何时和如何得到。”<sup>①</sup>货币国际化的政治动力源于其分配效应。在经济全球化的背景下,对外经济政策的调整会在国内产生受益者和受损者,国内企业不仅会出于自身利益对政府进行游说,还通过市场行为直接参与国际经济治理。货币国际化涉及国际-国内的一系列调整,货币发行国需要放弃外汇干预的政策工具,并使国内金融企业更多地暴露于国际市场,同时也可以获得面值租金和外汇风险等交易成本降低的好处。国际分工体系中的地位 and 国内体制保护的差异使得某些经济部门集中享受货币国际化的国际收益,而某些经济部门集中承担货币国际化的调整成本。不同的贸易模式和金融结构塑造不同的货币国际化的国内支持,导致不同的货币国际化路径,最终决定了货币国际化的成败。通过对20世纪三大工业崛起国——美国、日本、德国货币国际化历程的案例研究,我们发现:美元国际化依赖于出口制造业的崛起和货币中心银行海外扩张的动力,美元票据市场通过新成立的美联储得以培育,使得美元迅速替代英镑成为国际贸易融资市场的主导货币。德国制造业转向处于价值链上游的差异化产品的生产并通过国际化生产多元对冲外汇风险,为德国马克成为主要贸易结算货币提供了国内政治基础和微观市场支持。但德国落后封闭的金融体系限制了德国债券市场的发展,使得德国马克在国际金融领域的发展受到了限制。日本独特的贸易模式使日本出口制造企业既没有动力也没有能力支持日元作为国际贸易结算货币,而日本政府为了保护日本金融机构,采取“隔离”式的金融自由化促进日元在国际金融领域的国际化。离岸和在岸巨大的金融管制差别导致大型金融机构将离岸市场作为逃避监管、资金迂回的渠道,而不是真正促进日元成为国际投资货币。

(截稿:2014年7月 实习编辑:冷鸿基)

<sup>①</sup> Harold Dwight Lasswell, *Politics: Who Gets What, When, How*, New York: P. Smith, 1950.