

徐奇渊

xuqiy@163.com

杨盼盼

pamelapanda@126.com



东亚货币转向钉住新的货币篮子？*

摘要：基于状态空间模型的时变参数回归，本文的研究发现：全球金融危机以来，东亚经济体货币制度趋向于钉住一个货币篮子，然而对于篮子中锚货币的选择是否存在趋同则仍不确定。此外本文还得到了如下结论：美元在货币篮子中仍起决定性作用，人民币的地位仅有小幅提升；与传统观点相反，2008年金融危机增强了美元和欧元在这一地区的地位，同时削弱了人民币和日元。但与日元大不相同，在遭受短暂冲击之后，人民币的权重很快恢复并重拾上升势头，此后人民币的驻锚货币地位一直保持着上升趋势。

关键词：东南亚 汇率 货币锚 人民币区

* 徐奇渊：中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员
杨盼盼：中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员

一、前言

1998年金融危机席卷了东亚地区。当时，由于缺乏区域危机救援机制、而且国际的最后贷款人救援不力，以及东亚部分国家本身的政策问题，使得最初的货币危机在后来蔓延升级为金融危机和经济危机，重创了东亚地区的贸易和增长。东亚金融危机的惨痛教训，迫使各届开始思考国际货币体系改革、以及东亚区域的货币金融合作。

但是从国际货币体系改革来看，其核心机构IMF的理念虽然有些微妙的变化，例如在2008年金融危机后，IMF不再坚持对资本项目可兑换的教条，并且认可了资本管制也是一种“正当工具”。但是在另一方面，IMF份额与治理改革的仍然面临很大的阻力。从2010年IMF确定增资计划以来，这一计划一直受到美国方面的阻挠而未获通过，这将在很大程度上限制IMF在国际货币体系中发挥作用。在此背景下，东亚的经济体开展了积极的多边合作，这其中的成果包括清迈协议及其多边化、亚洲债券市场的建设等。除此之外，由于许多经济分析认为，东亚国家不合适的汇率制度与东亚金融危机的爆发有关，因此十多年以来，东亚区域的各国采用何种汇率制度，各国之间的汇率制度如何进行合作，以实现区域金融秩序的稳定——这也成为一个重要的研究领域。

目前，这方面的研究可以归结为三种类型：各国采取自由浮动的汇率制度，各国采取钉住单一货币的办法，以及各国钉住一个货币篮子的做法。这三类建议，实际上是20世纪50—60年代，固定汇率、浮动汇率之争在东亚区域汇率制度合作问题上的进一步延伸。

Eichengreen (1999) and Summers (2000)建议，亚洲国家选择自由浮动的汇率制度。其论断基于Obstfeld and Rogoff (1995)的理论基础，该理论认为开放经济体应当放弃中间汇率体制，汇率制度应完全固定或浮动。与固定汇率制度相比，浮动汇率制度能够更好的解决三元悖论，自由流动的资本以及更加独立的中央银行能够提高亚洲经济体的潜在增长率。

反对自由浮动观点的研究也不在少数。Cooper (1999)和其他一些研究者认为浮动汇率制度会导致汇率过度波动，这不利于东亚的发展中国家。汇率的不确定性会抑制全球贸易和直接投资的增长，还会引起国内金融市场的不稳定。即使发展中经济体摒弃了固定汇率而选择浮动汇率制度，他们仍然会对外汇市场做许多干预。Calvo and Reinhart (2000)注意到了这些历史的相似之处，并称这一现象为“浮动恐惧”(fear of floating)，而导致这一现象的主要原因是：在实践中，发展中经济体的中央银行

不愿意保持汇率制度的自由浮动，他们会为了追求政策声誉而干预市场。McKinnon (2000)就直接建议亚洲国家货币应当钉住美元。名义上的货币锚能够稳定货币的价值从而减轻原罪(Hausmann, 1999)，并且还能稳定国内的通胀和利率水平。

但是固定汇率也会带来问题，Taylor (2013)发现：近20年，尤其是2000年以来，储备货币的需求迅速上升。观察外汇储备占GDP的比例这一指标，1990年以来，发达经济体一直稳定在4%左右，则新兴经济体则从1990年的4%上升到了20%，外汇储备的绝对规模上则上升了整整60倍。这一方面是新兴经济体吸取了东亚金融危机的教训，开始积累外汇储备提供自我保险，另一方面Taylor (2013)也认为，新兴市场经济体不能克服汇率的“浮动恐惧”，因此而导致事实上的准固定汇率制度较为普遍，进而为了稳定汇率而需要积累大量的外汇储备。而外汇储备又以美元为主，因此加剧了国际收支失衡的矛盾，并且使特里芬矛盾再次凸现出来。

实际上，自由浮动和钉住单一货币各有各的问题，自由浮动可能使东亚国家之间的双边汇率出现大幅波动。而钉住单一货币，表面上看似乎实现了汇率稳定，但实际上却是以有效汇率的大幅波动为代价的。根据Ito, Ogawa and Sasaki (1999)和Rajan (2002)等人的研究，从福利损失函数的最优化的角度为所有亚洲国家设计了货币篮子，能够使由汇率波动而带来的成本最小。进一步，他们建议所有东亚国家应当钉住同一货币篮子，这样东亚经济体能够同时实现双边汇率、有效汇率的稳定，从而在稳定区内贸易的同时，也可以减少外部冲击所带来的非对称影响。Ogawa and Shimizu (2006)提出并且计算了亚洲货币单位(AMU)，使得东亚区域国家的汇率钉住一篮子有了具体、清晰的目标。

此后，关于AMU的研究一直没有停止，但是由于东亚地区中、日两国经济实力的对比发生变化，以及地区的政治关系紧张，实际上地区内的汇率政策协调基本没有进展。在东亚金融危机之前，多数经济体倾向于钉住美元，危机之后各国转向更加灵活的汇率制度安排。但是近10年以来有两大因素对各国的汇率制度产生了一定的冲击：其一，中国及其人民币地位逐渐上升，以及日本和日元相对地位的下降，其二，2008年全球金融危机。

在国际生产网络、国际货币体系面临重要变化的情况下，东亚地区各国的汇率制度发生了何种变化？这关系到对国际货币体系发展的判断，也关系到对东亚地区金融秩序稳定性的研究，同时这也关系到对于美元、人民币、日元等货币地位变化的理解。我们有必要重新审视这一地区各国的汇率制度安排。

根据国际货币基金组织在 2012 发布的汇率安排报告，我们可以观察主要东亚经济体事实上的（de facto）汇率体制安排。本文主要关注东盟六国、韩国、中国香港和中国台湾共 9 个经济体研究。除了香港，没有其他经济体选择硬钉住。而在检查各经济体软钉住情况时，我们可以发现一个非常重要的现象：在亚洲的主要经济体中，没有一个国家选择钉住单一货币，或者是一个固定的货币篮子。这与前述研究的建议颇有出入，这些经济体都没有退回到过去，从而钉住单一货币，甚至也没有钉住一个固定的货币篮子。越南选择稳定化安排（stabilized arrangement），这种汇率制度的弹性还是大于传统钉住。新加坡和马来西亚也转向了有管理的汇率制度，这意味着其汇率制度处于管理之下，但具体何种管理方式并不明确。这些经济体的汇率制度都属于中间汇率制度。虽然在 IMF 的分类中，印度尼西亚、韩国、菲律宾和泰国被归类为浮动汇率制度国家，但其都不是自由浮动类型。因为这些国家的汇率，仍然会时不时受到政府的干预。

根据国际货币基金组织基于事实的汇率制度分类可知，在东亚金融危机之后，多数东亚国家的实际情况是选择中庸，而非不是两个极端。货币当局仍然有干预市场的动机，但具体干预依据并不明确。我们无法直接观察到名义锚，但是货币当局应该都有自己名义驻锚的目标。不过，货币篮子的构成各国之间存在差异，而且货币篮子的构成本身也因时而变。在以下的分析中，我们需要考虑到以下两个事实：随着国家而不同的货币篮子，以及随着时间而发生变化的货币篮子。

本文剩余内容安排如下：第二部分对货币篮子分析做了文献综述；第三部分阐述了本文的方法论，采用不同的研究方法以作比较；第四部分解释了本文的主要发现并给出结论。

二、文献综述

在货币篮子分析领域有许多文献。早期研究始于 Frankel and Wei (1994)，该文已经成为讨论货币篮子问题的基准框架。他们的文章讨论了东亚地区是否存在日元集团（bloc）或美元集团。毫无疑问，那时的东亚国家货币篮子构成往往会考虑日元。因为在当时，日本在东亚地区经济中居于主导地位，与东亚经济体有密切的经贸关系。为了稳定对外贸易，各个亚洲经济体具有强烈意愿，使自己的货币至少部分钉住日元。进入 21 世纪之后，由于不同的经济形势和相同的经济动机，很多经济体的货币开始部分钉住人民币。如今的中国与 1990 年代的日本面临相似的境遇：中国已经成为世

界第二大、亚洲第一大经济体，对区域内贸易有着重要影响，并且已经成为东亚地区许多经济体的最大贸易伙伴国。此外，与 1990 年代相比有一个不同的背景是，新世纪以来，众多亚洲经济体倾向于放弃钉住美元、考虑其他的汇率制度安排。

Frankel and Wei (1994)所使用的货币篮子分析方法，使用一种货币汇率的日度差分数据作为被解释变量，然后用其他货币（例如美元、日元、英镑等）的同口径数据作为解释变量。此后基于在这种方法的基础上，研究者增加了人民币作为解释变量，从而考虑人民币在这一地区的影响。通过分析，我们就能研究一种货币的驻锚篮子中每一种构成货币的权重大小，并分析货币篮子的构成。

对于基准分析框架有多种扩展性研究，尤其是将人民币添加到货币篮子当中的讨论。在 2005 年 7 月 21 日汇率制度改革之前，人民币是钉住美元的，在此之后，人民币转向有管理的浮动，而不是完全浮动。因此，当美元和人民币都在回归方程的右侧作为解释变量时，需要特别注意多重共线性的问题。而且人民币本身处于参考一篮子、有管理浮动的汇率制度下，并且在过去十年中，这个货币篮子也发生了很大变化。因此，有必要说明人民币参考货币篮子本身的变化过程，有些研究已经考虑了这方面因素。

第一种方法，试图保留人民币兑美元浮动的时期（表面上看来），同时剔除掉人民币钉住美元的时间段。Subramanian and Kessler (2013)选择了两个样本期，第一阶段是 2005 年 7 月至 2008 年 8 月，第二阶段是 2010 年 7 月至 2013 年 7 月。他们试图利用上面提到思路，用基准回归方程来分析人民币在这两个阶段的影响力。该研究发现人民币已经具有了令人惊讶的国际地位，作者将其称之为“在美国后院的崛起”。

第二种方法由 Chen, Peng and Shu (2009)提出，即两步法分析法。首先使用各种主要驻锚货币，例如美元、欧元和日元等，对人民币进行回归，可以得到回归的残差，用这个残差序列替代人民币汇率的时间序列。然后用其作为解释变量之一，对其他经济体汇再次进行回归。从直觉来看，这一方法试图从这样的角度来理解人民币的回归系数，即其他货币对人民币自主波动的敏感性。

第三种方法是由 Spencer (2013)提出的主成分分析法：首先，使用第一种方法，挑选出所谓的“人民币集团”货币。然后将这些货币的汇率放在一起，通过主成分分析法，计算出这些货币汇率的主成分。再通过比较主成分的变化，与主要驻锚货币的变化，例如美元、日元和人民币等，从而识别这些货币是否钉住美元、日元或人民币。基于此，Spencer 认为，亚洲国家的货币具有更多“美元集团”的特征，而非“人民

币集团”。但在这种方法中，关于主成分与参考货币（reference currency）之间是否具有一致性的判断，在某种程度上具有主观性。

第四种方法则试图将市场干预因素添加到回归方程中。这一方法的基本思想，是将中央银行干预所施加的影响剔除。Frankel and Wei (2007)提出了这一方法，他们在回归方程中加入了一国外汇储备变动的百分比。事实上，正如 Subramanian and Kessler (2013)所提到的，用货币干预来估计方程实际很难做到，因为并非所有新兴市场国家都会每天报告外汇储备。在本文的第三部分我们将介绍更多相关评论。

Frankel and Wei (1994)的基准回归采用的是最小二乘法（OLS），这意味着估计的系数是样本区间的平均值，或者假设货币篮子的构成在样本期内保持不变。但是随球经济在过去十年间发生了巨大变化，我们无法接受亚洲货币所锚定的货币篮子在多年中保持不变这种假设。

为了解决货币篮子的时变问题，Ogawa and Sakane (2006)、Sun (2010)、Subramanian and Kessler (2013)将长期样本分解成几个阶段，然后对各阶段运用基准的回归方法。但是子样本的选择是基于作者各自的知识做出的先验判断。这种方法仍然需要假设，在子样本期内货币篮子的构成保持不变。但是如果子样本期太长，我们就无法接受这种假设。最重要的是，我们无法得知子样本期是否足够短，以使我们能捕捉随系数的时变特征。

在本文中，我们将基准的回归方法扩展为一个时变参数模型。基于状态空间形式 (Harvey, 1989; Hamilton, 1994)，待估计方程由测量方程(measurement equation)与状态方程(state equation)组成。参数则可以通过卡尔曼滤波(Kalman filter)来进行估计。基于此，我们可以描述货币篮子构成状态的演变过程。

第三部分描述了方法论和数据来源。然后，我们将基于状态空间模型进行回归分析，并得到参数的时变估计结果。

三、回归模型和参数估计

3.1 基准回归模型

为了分析亚洲货币事实上锚定的货币篮子成分，我们采用 Frankel and Wei (1994, 2007)的方法作为基准。首先选择参考货币的汇率作为解释变量，然后使用 OLS 方法对被解释的货币汇率做回归。系数的估计结果可以反应货币篮子的构成。下面的方程可应用于各个货币的汇率篮子分析：

$$d \ln\left(\frac{Y_{i,t}}{CHF_t}\right) = c + w_{i,1} * d \ln\left(\frac{EUR_t}{CHF_t}\right) + w_{i,2} * d \ln\left(\frac{JPY_t}{CHF_t}\right) + w_{i,3} * d \ln\left(\frac{CNY_t}{CHF_t}\right) + w_{i,4} * d \ln\left(\frac{USD_t}{CHF_t}\right) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Y_i 是某个亚洲货币汇率的序列，4 种可能的参考货币在式子的另一侧。所有汇率均套算成瑞士法郎 (CHF) 来表示。每个参考货币的系数，对应于其在 Y_i 篮子中的比重。常数 c 表明， Y_i 序列偏离货币篮子的趋势。

需要说明的是，每个经济体都会遭受大小不同的冲击，为了能控制这种影响，Frankel and Wei (2008) 引进了变量 ΔEMP 来描述外汇市场压力：

$$d \ln\left(\frac{Y_{i,t}}{CHF_t}\right) = c + w_{i,1} * d \ln\left(\frac{EUR_t}{CHF_t}\right) + w_{i,2} * d \ln\left(\frac{JPY_t}{CHF_t}\right) + w_{i,3} * d \ln\left(\frac{CNY_t}{CHF_t}\right) + w_{i,4} * d \ln\left(\frac{USD_t}{CHF_t}\right) + \rho_i * \Delta EMP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{其中} \quad \Delta EMP_{i,t} = \Delta \log \text{reserve}_{i,t} + \Delta \log\left(\frac{X_{i,t}}{CHF_t}\right)$$

ΔEMP 代表外汇市场压力的变动。对某一种货币需求的变动，要么体现在其价格变动上，要么就体现在其数量的变动上，何者体现更多，这取决于货币当局的不同反应。如果货币当局通过外汇市场的干预对货币需求的冲击进行了影响，那么其在数量操作上对冲击吸收的越多，那么冲击对价格的影响就越小。反之，数量冲销越少，则货币需求变化对价格会产生越大的影响。实际上，系数 ρ 可以简单地解释为汇率体制在事实上的灵活程度： $\rho=1$ 时表示高灵活性， $\rho=0$ 时表示完全固定的汇率制度。

但在本文中，我们倾向于忽略这种干预。根据和 Subramanian and Kessler (2013) 相同的考虑，本文关注不同货币汇率之间的协同变化感兴趣，而不管这到底是行政干预还是市场压力导致的。不论是这两种情况的哪一种，只要给定篮子货币的系数值高，就表明该汇率对于被解释的货币汇率具有重要影响。因此我们还是选择估计方程 (1) 而不是方程 (2)。

3.2 基于状态空间模型的时变参数估计

基准回归模型中采用了最小二乘法，这意味着参数估计值是所选样本期的平均值，或者是假设货币篮子的构成在样本期内保持不变。而实际上，在几年样本期内，外汇市场的供求、以及货币篮子的实际构成往往已经发生了显著的变化。长达数年的样本期内，货币篮子构成不变的假设难以成立；而货币篮子构成的平均水平，也无法准确

描述篮子构成的动态变化。

在本文中，我们将基准回归方法扩展到时变参数模型，以描述货币篮子构成的动态变化路径。基于状态空间形式 (Harvey, 1989; Hamilton, 1994) 的估计方程，可以描述为如下的紧凑形式：

测量方程：

$$d \ln \left(\frac{Y_{i,t}}{CHF_t} \right) = c + w(t)_{i,1} * d \ln \left(\frac{EUR_t}{CHF_t} \right) + w(t)_{i,2} * d \ln \left(\frac{JPY_t}{CHF_t} \right) + w(t)_{i,3} * d \ln \left(\frac{CNY_t}{CHF_t} \right) + w(t)_{i,4} * d \ln \left(\frac{USD_t}{CHF_t} \right) + \varepsilon(t)_i \quad (3)$$

状态方程：

$$w(t)_{i,1} = \lambda w(t-1)_{i,1} + \nu(t)_{i,1} \quad (4.1)$$

$$w(t)_{i,2} = \lambda w(t-1)_{i,2} + \nu(t)_{i,2} \quad (4.2)$$

$$w(t)_{i,3} = \lambda w(t-1)_{i,3} + \nu(t)_{i,3} \quad (4.3)$$

$$w(t)_{i,4} = \lambda w(t-1)_{i,4} + \nu(t)_{i,4} \quad (4.4)$$

$$\text{其中 } (\varepsilon_t, \nu_t)' : N \left(\begin{pmatrix} 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma^2 & 0 \\ 0 & R \end{pmatrix} \right) \quad (5)$$

在测量方程中：

$w(t)_{i,j}$ 是对应于各个参考货币的待估计参数，即各个参考货币在对应货币篮子中的待估计权重。需要注意的是，这一向量是随时间变化的，该估计量能够反映篮子构成的变动。在实际情况中，由于权重的变化总是在前一期基础上发生变化的，与上一期存在相关关系，因此在状态方程中，假定 w_t 服从 AR(1) 模型。

ε_t 和 ν_t 分别是测量方程和状态方程的随机干扰项。方程 (5) 表示 ε_t 和 ν_t 是互相独立的，并且均服从均值为 0，方差为 σ^2 ，协方差矩阵为 R 的正态分布。

到此为止，关于估计还存在一个问题。对于中国而言，人民币汇率所参考的货币篮子，在相当大程度上与美元有关。因此在研究其他亚洲货币的时候，如果同时将美元和人民币作为参考货币，则这两个时间序列数据之间很可能存在多重共线性。为了解决这一问题，本文遵循了 Chen, Peng and Shu (2009), Balasubramaniam, Patnaik, and Shah (2011), Fratzscher and Mehl (2011) 等采用的方法：首先用主要的参考货币对人民币做回归，将人民币中的非自主成分，即其他参考货币可以解释的成分剔除。这里选

取美元、欧元和日元作为人民币的参考货币。

$$d \ln\left(\frac{CNY_t}{CHF_t}\right) = c + \theta_{i,1} * d \ln\left(\frac{EUR_t}{CHF_t}\right) + \theta_{i,2} * d \ln\left(\frac{JPY_t}{CHF_t}\right) + \theta_{i,3} * d \ln\left(\frac{USD_t}{CHF_t}\right) + \omega_{i,t} \quad (6)$$

最后，残差项 $\omega_{i,t}$ 可以作为人民币的自主波动成分。我们使用该序列替代人民币

汇率，并将其带入到方程 (3)，使 $d \ln\left(\frac{CNY_t}{CHF_t}\right) = \omega_{i,t}$ 。

3.3 数据

样本中的经济体：基于数据的可得性，本文考察了 9 个经济体，分别是中国香港特别行政区、中国台湾、韩国以及其他六个东盟国家（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南）。

参考货币：如前文所述，我们选择了欧元、日元、人民币和美元，并且对人民币的时间序列数据按照方程 (6) 进行了预处理，以获取人民币汇率的自主波动成分。

样本期从 2005 年 7 月 21 日开始到 2013 年 10 月 20 日，初始日期是我国汇率体制改革的历史性时间点，这天中国放弃了此前在事实上严格钉住美元的汇率制度。

所有的时间序列日数据均来自 CEIC 数据库。

3.4 时变参数的估计结果

本文使用卡尔曼滤波方法来估计时变参数。具体地，因为 AR(1) 估计不能避免指定初始值的问题，而且不同的初始值会导致结果迥异。因此，我们没有采用 AR(1) 估计状态方程，而是用递归方法来进行处理。按此方法，我们得到了随时间变化的参数估计值。经过 ADF 检验，在九个经济体的状态空间模型中，残差时间序列可以被认为是平稳的，这可以证明回归的健全性。估计得到的所有时变参数结果，即各种亚洲经济体货币汇率的篮子演变情况，如图 1 所示。

四、结论

从图 1 和图 2 所示的结果可知，主要东亚经济体货币的篮子构成，在 2008 年金融危机之后变得更加稳定，或者说，各经济体参考货币的时变参数，在金融危机之后变得比以前更加稳定。此外，美元在东亚货币参考的篮子中占了大部分权重，其变动范围大致是 60% 到 100%。

4.1 更加稳定的货币篮子

图 1 和图 2 的结果大致刻画了全球金融危机前后，东亚各经济体货币篮子的不同变动趋势。具体地说，在金融危机之后，东亚货币钉住的篮子构成变得比之前更加稳定。

图 1 表明，在金融危机之前和金融危机期间，随时间变化的参数的曲线，即各个参考货币的权重相对而言较不稳定，但是在危机之后，几乎所有曲线都平坦稳定。这至少表明，不同的货币汇率各自都在朝着稳定的货币篮子方向发展。

为了清晰的度量这种趋势在危机前后的变化，笔者分别计算了 2006、2008 和 2013 年，4 种参考货币权重时间序列的标准差（即图 2）。结果显示，参考货币的权重在 2006 和 2008 年波动性很大，但在 2013 年几乎为零。香港和越南因为始终钉住美元，因此其货币篮子在危机前后几乎没有变化，因此没有纳入到图 2 的分析中。

更进一步考虑，不同货币的汇率是否有收敛到同一个货币篮子的趋势？实际情况颇为复杂。为了对此问题进行测算，我们还是剔除香港和越南，对其他 7 个经济体进行分析。以欧元的权重为例，在 2006、2008 和 2013 年，我们分别计算 7 个经济体货币汇率中欧元权重的年度均值，然后再计算上述 3 个年份中，欧元权重的均值在 7 个经济体之间的标准差。如果在上述 3 个年份中，欧元权重的标准差变小、趋向于 0，说明 7 个经济体的货币汇率中，欧元的权重地位是趋于一致的。相反，则说明欧元的权重地位有所分化。最后，如果 4 种参考货币的权重地位都趋于一致，则说明 7 个经济体货币所参考的篮子也在趋同，否则就说明并没有趋同。计算 4 种参考货币权重均值的标准差，具体结果在图 3 中显示。

图 1 东亚主要经济体的参考货币篮子构成：权重的时变路径

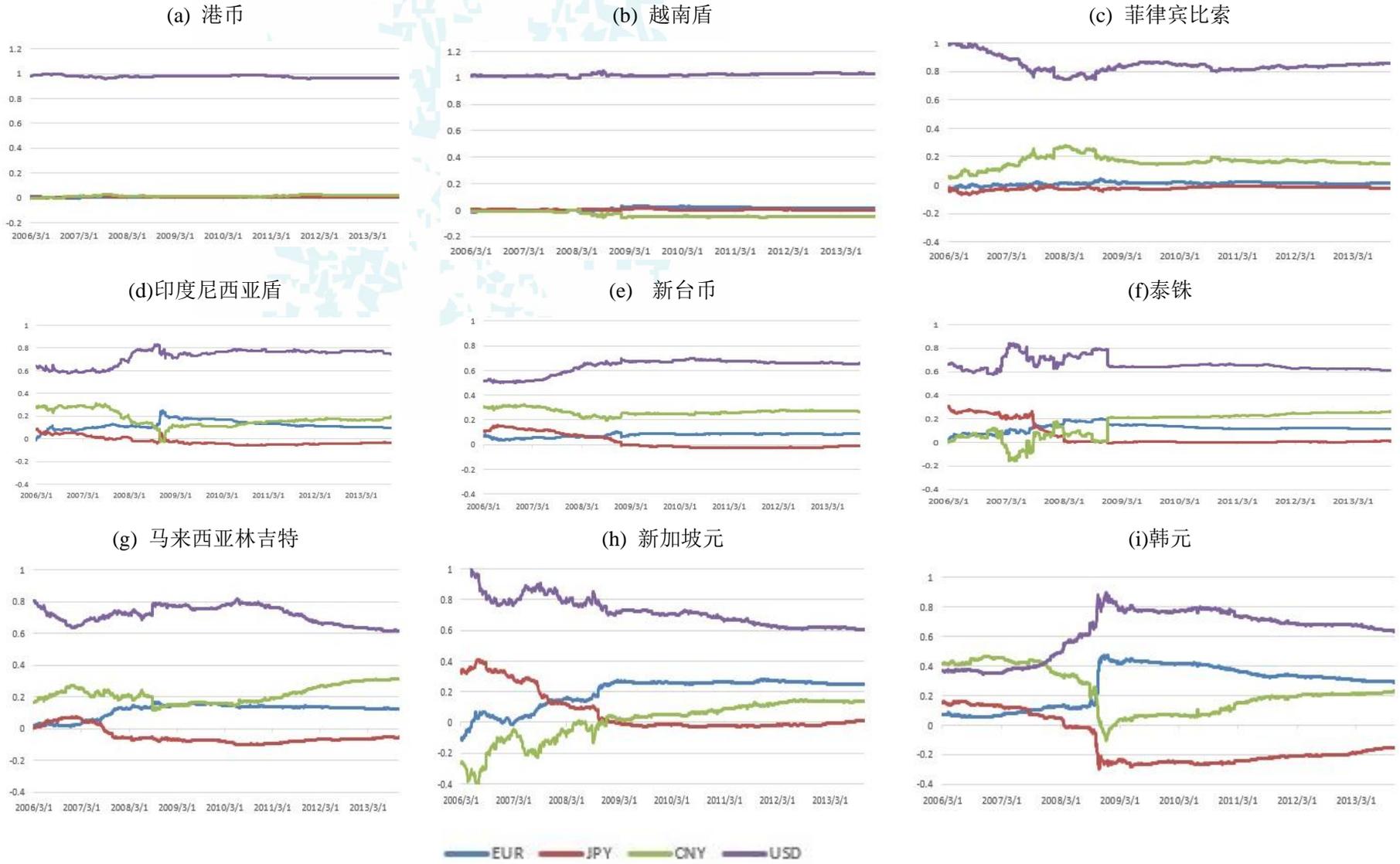
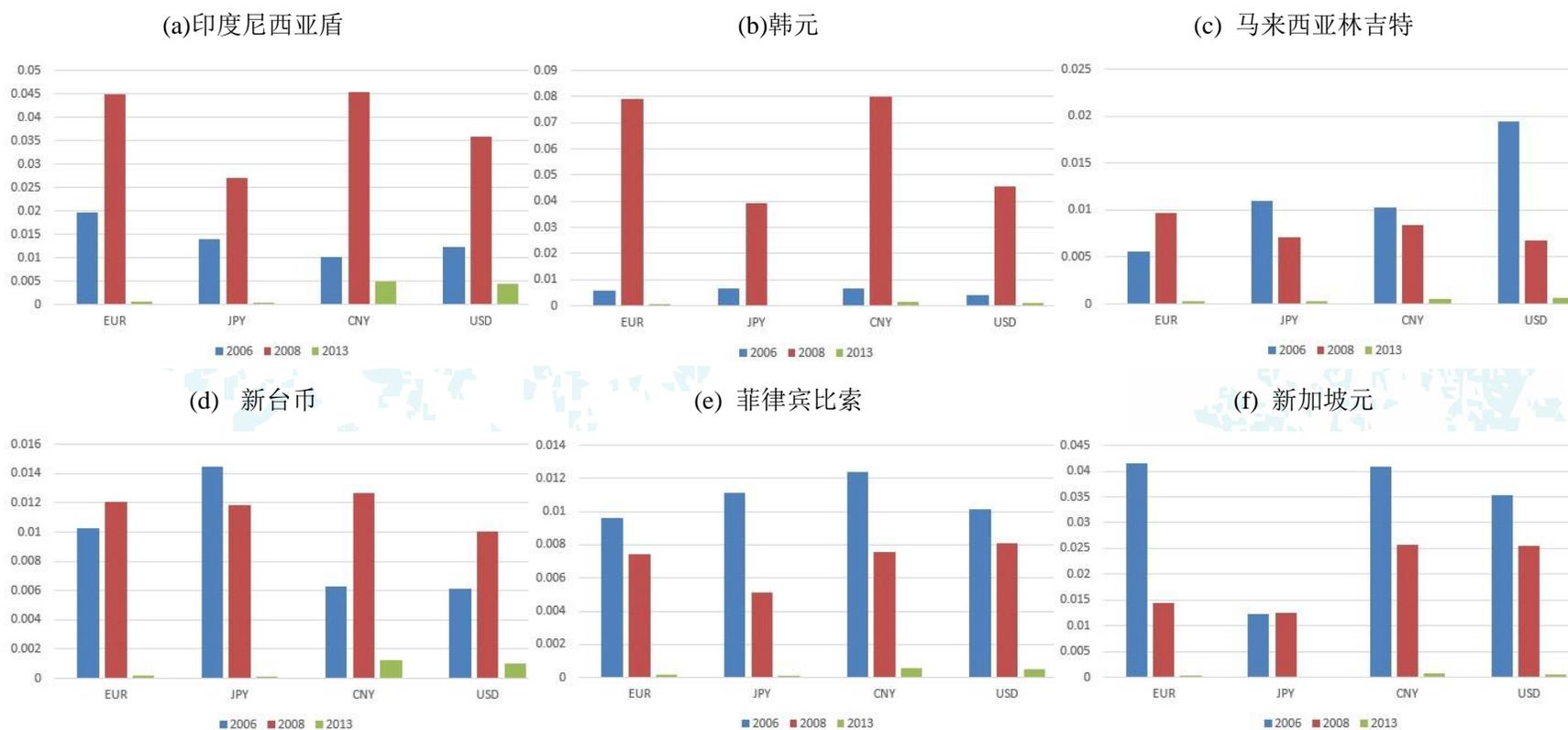


图 2 更加稳定的货币篮子构成：2006、2008 和 2013 年参考货币权重的标准差



注：本文分别计算了 2006、2008 和 2013 年 4 种参考货币系数的时间序列的标准差。这些图表显示，参考货币的权重在金融危机之前和期间的波动性很大，但在 2013 年变成几乎为零。香港和越南因其钉住美元的汇率制度而未进行分析。

(g) 泰铢

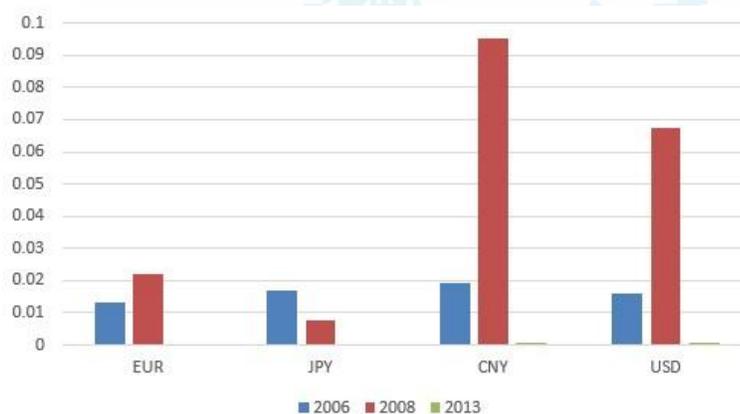
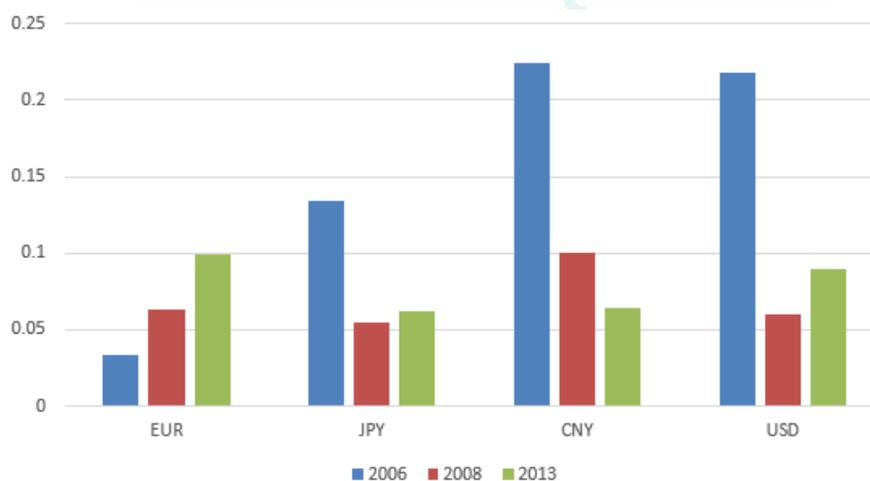


图 3 2006、2008 和 2013 年篮子构成的收敛指数



注：香港和越南因其钉住美元的汇率制度而未被囊括。如果指数越小，表示 7 个经济体货币汇率的参考篮子中，某种参考货币的权重有趋同表现。反之亦然。

图 3 显示，从长期来看，将 2013 年的情形与 2006 年对比，可以发现货币篮子有较显著的收敛趋势。在东亚货币的参考篮子中，美元权重的标准差显著降低，日元和人民币也有相似的情况。欧元权重的标准差虽然有所上升，但仍在较低水平。因此从长期角度来看，7 个经济体的货币篮子具有趋同的趋势。

但是从相对短时期来说，将 2013 年的情形与 2008 年比较：参考货币中的区域外货币，例如美元和欧元，其权重在 7 个东亚经济体货币篮子中的地位有发散的趋势。与此同时，区域内的参考货币，日元的标准差几乎没变，而人民币的权重则有所趋同。

表 1 中国在区域贸易中的地位显著上升

泰国	马来西亚
2005: 美国, 日本, 欧盟	2005: 美国, 新加坡, 欧盟
2012: 中国, 日本, 美国	2012: 中国, 新加坡, 欧盟
菲律宾	新加坡
2005: 美国, 日本, 欧盟	2005: 马来西亚, 欧盟, 美国
2012: 日本, 美国, 中国	2012: 马来西亚, 香港, 中国

4.2 崛起的人民币，黯淡的美元？

通过逐一审视各个东亚经济体的货币篮子，会发现在美元和人民币之间有明显的此消彼长的现象：当美元比重下降时，人民币就会上升。9 个经济体中有四个明显表现出这种趋势，分别是马来西亚林吉特、菲律宾比索、新加坡元和泰铢，美元下降的比重范围是 10%到 40%，人民币上升的范围是 10%到 30%。

这四个经济体的货币篮子中，人民币地位的上升有个重要背景，就是其与中国愈加紧密的贸易关系。在过去的 10 年中，对这些经济体而言，中国已经成为更加重要的贸易伙伴（见表 1）。2005 年，在这四个国家的最大贸易伙伴中，中国都排不进前三名，而在 2012 年，中国已经位列所有这些国家贸易伙伴的前三。

不过，印度尼西亚盾、韩元和新台币的参考篮子中，美元占比一直稳步上升，人民币的地位却有所下降，对韩国来说尤其如此。在样本期内，这些经济体的货币当中，美元的权重上升了大约 20%，而对于人民币而言，大约下降了 20%。美元仍然在港币和越南盾的货币篮子中保持 100%的权重地位，而人民币却不在这两者的货币篮子当中。

从 9 个经济体总体的货币篮子权重来看，人民币在主要东亚经济体中的影响力还是有小幅上升，而美元的地位有所下降。在 2005 年，人民币权重的简单平均值是 13%，而在 2013 年是 17%。相应地，美元的比重则从之前的 78%，下降到了 75%，变化幅度也较小。

与日元和欧元相比，人民币在货币篮子中扮演着越来越重要的角色。自 2005 年以来，在马来西亚林吉特、菲律宾比索和新台币的篮子中，人民币所占权重一直位居第二。在印度尼西亚盾的参考篮子中，人民币的权重尽管有波动起伏，但其最新位置

也居于第二。在泰铢的参考货币篮子中，人民币的权重超过了日元和欧元；在新加坡元的货币篮子中，人民币超过了日元但仍位居欧元之后。唯一有下降的就是在韩元篮子中，人民币曾经有较高权重，目前在美元和欧元之后居于第三位。

总体而言，除了韩元和新加坡元，以及钉住美元的港币和越南盾，在剩下的主要货币中，人民币权重均位居第二。从总的平均值比较来看，人民币和日元在 2005 年具有接近的权重值，两者占据着东亚主要经济体货币篮子中 11%到 13%的权重，并且当时欧元只占很小的部分。而到样本期末的 2013 年，欧元地位有明显上升，达到大约 14%的水平。与此同时，日元权重大幅萎缩，看起来日元在各经济体中的地位已经不再重要。

本文的时变估计表明，美元仍在东亚货币篮子中占据主导地位，虽然最近几年略有下降的趋势。而人民币的影响持续上升，并且对东亚大部分经济体的货币而言，已经成为其第二、或第三大权重的参考货币。欧元在这一地区的影响力也有所上升，而日元式微之势非常明显。

4.3 全球金融危机的影响

许多人断言全球金融危机会削弱美元的影响力。从理论角度而言，储备货币的多样化也很有必要。但是根据本文的估计，金融危机之后并没有出现美元地位的衰落，相反美元获得了更大的影响力。在前文中我们提及，作为驻锚货币美元地位的下降，主要发生在金融危机之前，而不是金融危机之后。

观察主要亚洲货币的参考篮子，就会发现，几乎所有货币篮子中美元的权重在金融危机之后都有所上升。香港和越南在金融危机前后始终都维持 100%钉住美元的汇率制度。除了新加坡，以及完全钉住美元的经济体之外，其他主要的东亚经济体货币，其参考篮子当中美元的地位在 2008 年到 2009 年均有一定程度的上升。

实际上，若是观察金融危机发生之前(2005-2007)美元在各个参考篮子中的权重，会发现其地位有显著下降的过程。正如本文已经提及的，2005 年美元在各个货币篮子中的权重平均值为 78%，但是在金融危机发生前夕却下降到了 70%，然后在金融危机期间，其权重又出现了大幅上升。因此在金融危机发生之后，各个货币的参考篮子中，美元权重均值的上升幅度实际上超过了 5 个百分点。

欧元的情况也相似。在 2008 到 2009 年期间，除香港、越南和菲律宾之外的所有其他货币篮子中，欧元的权重均有提升。由于美元和欧元地位的双双提升，日元的作

用则被侵蚀了很多。

人民币的权重也一度受到美元、欧元地位上升的挤压。在金融危机爆发之后，人民币作为锚货币的地位，在所有货币中均有所下降。但与日元大不相同的是，在遭受短暂冲击之后，人民币的权重很快恢复并重拾上升势头，从 2011 年到样本期末，人民币的驻锚货币地位一直保持着上升趋势。

参考文献：

1. Alan M. Taylor, 2013, "The Future of International Liquidity and the Role of China", NBER Working Paper No. 18771.
2. Balasubramaniam, Vimal, Ila Patnaik and Ajay Shah, 2011, "Who cares about the Chinese Yuan?", NIPFP Working Paper No. 89. New Delhi: National Institute of Public Finance and Policy.
3. Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart, 2002, "Fear of floating", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379-408.
4. Cooper, Richard N., 1999, "Exchange rate choices", in Sneddon & Olivei(eds.), *Rethinking the International Monetary System*, Federal Reserve Bank of Boston..
5. Fratzscher, Marcel and Arnaud Mehl, 2011, "China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system", CEPR Discussion Paper No. 8671. Washington: Center for Economic and Policy Research..
6. Hamilton, James Douglas, 1994, "Time series analysis", Princeton University Press.
7. Harvey, Andrew C., 1990, "Forecasting, structural time series models and the Kalman filter", Cambridge University Press.
8. Hausmann, Ricardo, 1999, "Currencies: Should there be five or one hundred and five", *Foreign Policy*, Vol. 116, No1 .pp. 65-79.
9. Hongyi Chen, Wensheng Peng and Chang Shu, 2007, "The potential of the renminbi as an international currency", *China Economic Issues*, Vol. 7, No. 07.

10. Jeffrey A. Frankel and Shang Jin Wei, 2007, "Assessing China's exchange rate regime", *Economic Policy*, Vol. 22, No. 51, pp. 575-627.
11. Jeffrey A. Frankel and Shang-Jin Wei, 1994, "Yen bloc or dollar bloc? Exchange rate policies of the East Asian economies", In: *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, NBER-EASE Volume 3 pp. 295-333.
12. Jeffrey A. Frankel and Shang-Jin Wei, 2008, "Estimation of de facto exchange rate regimes: synthesis of the techniques for inferring flexibility and basket weights", *IMF Staff Papers*, Vol. 55, No. 3, pp. 384-416.
13. Jie Sun, 2010, "Retrospect of the Chinese exchange rate regime after reform: Stylized facts during the period from 2005 to 2010", *China & World Economy*, Vol. 18, No. 6, pp. 19-35.
14. Kwan, Chi Hung, 1998, "The Yen, the Yuan, and the Asian currency crisis: changing fortune between Japan and China", *The A/PARC Occasional Paper*.
15. McKinnon, Ronald I., 2000, "The East Asian dollar standard, life after death?", *Economic Notes*, Vol. 29, No. 1, pp. 31-82.
16. Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, 1995, "The mirage of fixed exchange rates", *NBER Working Paper No. 5191*.
17. Ogawa Eiji, Shimizu Junko, 2006, "AMU Deviation Indicators for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia and their Relationships with Effective Exchange Rates", *The World Economy*, 29(12), 1691-1708.
18. Ogawa, Eiji and Michiru Sakane, 2006, "Chinese Yuan after Chinese exchange rate system reform", *China & World Economy*, Vol. 14, No. 6, pp. 39-57.
19. Ogawa, Eiji and Takatoshi Ito, 2002, "On the desirability of a regional basket currency arrangement", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 16, No. 3, pp. 317-334.
20. Rajan, Ramkishan, 2002, "Exchange Rate Policy Options for Post - crisis Southeast Asia: Is There a Case for Currency Baskets?", *The World*

Economy, Vol. 25, No. 1, pp. 137-163.

21. Spencer Michael, 2013, "A 'yuan bloc' in Asia? Not yet", Deutsche Bank Global Economic Perspectives, 7 February.
22. Subramanian, Arvind and Martin Kessler, 2013, "The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?", PIIE Working Paper WP 12-19.
23. Summers, Lawrence H., 2000, "International financial crises: causes, prevention, and cures", The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, pp. 1-16.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为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所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

附件1 迄今为止中国政府出台的关于资产证券化的主要政策

时间	部门	文件名	主要内容
2005年4月	央行、银监会	《信贷资产证券化试点管理办法》	信贷资产证券化产品在全国银行间债券市场上发行和交易，银监会监督管理有关机构的信贷资产证券化业务活动，央行监督管理资产支持证券在全国银行间债券市场上的发行与交易活动。
2006年2月	财政部、国税总局	《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》	为信贷资产证券化提供税收优惠。
2007	国务院		批复扩大信贷资产证券化试点。
2012年5月17日	央行、银监会、财政部	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》	扩大信贷资产证券化试点，规定发起人自持的最低档次证券比例不得低于发行总额的5%。
2012年8月3日	交易商协会	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》	启动资产支持票据发行。
2013年3月15日	证监会	《证券公司资产证券化业务管理规定》	券商资产证券化业务为其8年的试点宣告结束，开始转为常规业务。
2013年7月5日	国务院办公厅	《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》	逐步推进信贷资产证券化常规化发展，盘活资金支持经济结构调整。
2013年8月28日	国务院常务会议	决定进一步扩大信贷资产证券化试点	在实行总量控制的前提下，扩大信贷资产证券化试点规模。优质信贷资产证券化产品可在交易所上市交易。
2013年12月31日	央行、银监会	央行、银监会公告2013年第21号，进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为	自持比例不得低于发行总额的5%，持有最低档次证券的比例不得低于该档发行额的5%。
2014年4月	央行、银监会、证监会、保监会、外管局	《关于规范金融机构同业业务的通知》（127号文）	要求将不合规业务到期清理，按标的资产业务实质计提资本及拨备，这增加了银行将非标资产转为标准化资产的压力，增强了银行通过信贷资产证券化将非标转标的动力。
2014年5月8日	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	统筹推进符合条件的资产证券化发展。
2014年7月28日	保监会	《项目资产支持计划试点业务监管口径》	规定保监会对保险资管作为SPV的监管口径，规定资产种类限于信贷

日		径》(197号文)	资产、金融租赁应收款和每年获得固定分配的收益且对本金回收和上述收益分配设置信用增级的股权资产，其中股权资产的信用增级方式包括保证担保、抵押担保和质押担保。
2014年11月20日	银监会	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	信贷资产证券化业务由审批制改为备案制。
2014年11月21日	证监会	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。将管理人范围扩展至基金子公司，并将租赁债权纳入基础资产范围，将资产证券化发行定位为私募发行，明确资产支持证券可以按照规定在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行挂牌转让
2015年1月	银监会	《关于中信银行等27家商业银行开办信贷资产证券化业务资格的批复》	27家股份制银行与城市商业银行获得开办信贷资产证券化业务的主体资格
2015年1月6日	住建部	积极推进 REITs 试点	北上广深通过试点，将已建成的保障房证券化，来为后续建设提供资金。

资料来源：刘鏊等（2015），作者进行了补充。

附件 2 中国社科院世界经济与政治研究所资产证券化小组近年来的研究成果

1. 张明、邹晓梅、高蓓（2013）：“中国的资产证券化实践：发展现状与前景展望”，《上海金融》，第 11 期，第 31-36 页。文章被日本《中国资本市场研究》（季刊）2014 年 Vol. 8-1 全文转载。
2. 高蓓、张明、邹晓梅（2014）：“资产证券化的国际经验”，《中国金融》，第 10 期。
3. 邹晓梅、张明、高蓓（2014）：“美国资产证券化的实践：起因、类型、问题与启示”，《国际金融研究》，第 12 期，第 15-24 页。
4. 邹晓梅、张明、高蓓（2014）：“资产证券化的供给与需求：文献综述”，《金融评论》，第 4 期，第 99-111 页。
5. 邹晓梅、张明、高蓓（2015）：“欧洲的资产证券化：发展历程、特色产品及其对中国的启示”，《上海金融》，第 1 期。
6. 邹晓梅、张明、高蓓（2015）：“资产证券化能够提高商业银行的盈利水平吗？”，工作论文（已进入匿名审稿程序）。
7. 高蓓、张明、邹晓梅（2015）：“资产证券化与商业银行经营稳定性”，工作论文（已投稿）。
8. 张明、邹晓梅、高蓓（2015）：“中国资产证券化 2014 年年度报告”，工作论文。