

“人民币区”初现与中国培育区域性 货币依赖的可能性分析^{*}

付 争 许 佳

内容提要：通过对亚洲金融危机后人民币在东亚货币篮子中的权重估算发现，“人民币区”正在东亚区域内日益显现。文章认为，“人民币区”的出现源自中国在区域内所构建的贸易往来和产业资本投资网络，以及中国因综合国力提高所增强的地缘辐射能力，而非金融危机后的暂时性存在。因此，虽然中国在东亚地区尚不具有货币操纵的权力，但可以通过贸易分工、资本投资网络以及金融外交来巩固并强化周边国家和地区对人民币的货币依赖，以弱化美元“超级特权”对东亚地区经济平稳运行和货币政策自主性所施加的压力。

关键词：“人民币区” 隐含权重 货币依赖 东亚

作者简介：付争，辽宁大学国际关系学院讲师；

许佳，吉林大学《东北亚论坛》编辑部编辑

一、引 言

作为美国贸易逆差的主要来源地，东亚一直被视为“软美元区”，美元的“超级特权”在东亚得到了淋漓尽致的发挥。然而，2008年的全球金融危

* 本文受辽宁大学2013年度人文社科类青年基金项目“货币权力视角下的人民币国际化”（项目编号：2013LDQN25）、辽宁大学亚洲研究中心亚洲问题研究项目“中日韩比较优势变化对区域生产分工的影响”（项目编号：Y201412）和辽宁省社会科学界联合会2013年辽宁经济社会发展课题“新能源与辽宁经济发展研究”（项目编号：2013LSLKTZIJX-32）的资助。感谢《当代亚太》杂志匿名评审专家提出的宝贵意见和建议。文中错漏由笔者负责。

《当代亚太》2014年第4期，第101~125页。

Journal of Contemporary Asia-Pacific Studies (Bimonthly)

机以及美国随后采取的几轮量化宽松政策将东亚对当前国际货币体系的质疑推至新的高度，东亚愈加渴望从美国主导的国际金融秩序中争取更多的隔离性、自主性以及自由度。2008年全球金融危机后，为表达对美国经济调整溢出效应的不满以及争取更高的经济自主性，中国政府采取了一系列政策举措，以推进人民币的区域化乃至国际化进程，如签订一系列双边货币互换协议、鼓励人民币对外贸易结算、在香港地区建立人民币离岸市场以及建设沿海自由贸易区等，并在短时间内取得了令人瞩目的成绩。例如，据国际权威支付公司环球银行金融电信协会（SWIFT）估算，2013年11~12月，人民币支付量增长15%，而其他货币增长量普遍在7%左右；虽然约74%的人民币支付交易发生在香港地区，但英国、新加坡和台湾地区也都出现了强劲增长态势。2013年12月，应用广泛度排名全球第七的瑞士法郎占支付交易的比例为1.3%，而同期的人民币支付交易比例紧随其后为1.1%。^① 巴里·艾肯格林（Barry Eichengreen）甚至评估了中国推动人民币国际化对美元构成的挑战。^② 人民币周边化的顺利推行与中国经济实力的增强紧密相关，同时它也契合了东亚地区对弱化美元风险的诉求。实际上，在全球金融危机爆发前，东亚各经济体就试图在现行国际货币体系下寻找到更多的替代性选择。一些学者通过研究发现，许多东亚经济体已经在不同程度上对一篮子货币（但货币篮子中各货币种类与权重通常是不透明的）实行软盯住。^③ 尽管美元在这些货币篮子中的权重相当高，但一些东南亚国家货币兑人民币汇率的稳定性要高于其兑美元的稳定性。^④

面对人民币在东亚区域内地位的不断提升，艾伦·惠特利（Alan Wheatley）甚至提出这样的疑问——中国是否最终会放弃对汇率政策的控制

① <http://www.ftchinese.com/story/001054562>.

② Barry Eichengreen, "Is the Age of Dollar Dominance Coming to an End?" Global Financial Institute White Paper, Frankfurt: Deutsche Bank, 2012.

③ Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau and Peter Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Paper No. 9971, 2003; Barry, Eichengreen *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, New York: Oxford University Press, 2011, pp. 97-121.

④ Ulrich Volz, *Prospects for Monetary Cooperation and Integration in East Asia*, Cambridge, MA: MIT Press, 2010, pp. 41-46; Cavoli Tony and Ramkishan S. Rajan, *Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Management in Asia*, Hong Kong: Hong Kong University Press, 2009, pp. 3-37.

权，为人民币在东亚地区争取与美元类似的“超级特权”？^① 根据乔纳森·科什纳（Jonathan Kirshner）在《货币与强制》一书中的论证逻辑，基于强大的经济实力和巨大的外汇储备，中国在帮助那些处境危困的国家的同时，也必将着眼于推广人民币在国际市场上的使用，并最终将人民币打造成为东亚地区的国际化货币。他主张中国应鼓励人民币的区域使用，培养他国对中国的货币依赖，增强人民币在区域内的货币权力，进而将地缘邻国出于利益需要而对中国产生的依赖转变成中国的政治优势。这是因为，货币依赖一旦形成，实施国便可以通过强迫、驱逐、榨取和诱陷四种形式胁迫其他国家或改变它们的偏好。尤其是“诱陷”这一极具可观察性的货币依赖方式，实施国可通过加强“立场正确”的利益集团的地位和外汇储备分配，同时从企业层面和政府层面改变成员国的国家偏好，而不必凭借威胁或强制手段。^② 这对于正在推进人民币国际化的中国极具参考价值 and 启发性。然而，由于乔纳森·科什纳的研究主要从国际关系的角度切入，书中论据多为历史案例。本文将从经济学角度分析东亚地区是否对人民币产生了一定程度的货币依赖，通过探究亚洲金融危机后东亚各主要经济体货币篮子中的币种权重及其变化原因，甄别适宜中国拓展货币权力的周边国家和地区，进而对中国培育他国对人民币依赖的可能性进行深入分析。

二、人民币在东亚其他经济体货币篮子中隐含权重的变化

由于多数东亚经济体汇率的锚定目标并不公开透明，因此，很多学者曾致力于估测这些经济体货币篮子中各币种的隐含权重。杰弗里·弗兰克（Jeffrey Frankel）和魏尚进（Shang-Jin Wei）开启了一系列这方面的研究工作。^③ 随后，学者们从样本选择和实证方法等方面对东亚货币篮子隐含权重的估计进行了改进与完善，这些研究包括罗纳德·麦金农（Ronald Mckinnon）和冈瑟·施纳贝尔（Gunther Schnabl），杰弗里·弗兰克和魏尚进，舒

① Alan Wheatley, *The Power of Currencies and Currencies of Power*, London: The International Institute for Strategic Studies (IISS), 2013, p. II.

② 乔纳森·科什纳：《货币与强制》，李巍译，上海世纪出版集团 2013 年版，第 II 页。

③ Jeffrey Frankel and Shang-Jin Wei, “Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies”, in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, Chicago: University of Chicago Press, 1994, pp. 295-329.

(Shu) 等, 杰弗里·弗兰克和谢 (Xie) 以及兰德尔·亨宁 (Randall Henning)。^① 这些研究均论证了美元汇率的变化对东亚主要经济体汇率所产生的绝对影响力, 并探究了这一影响力随时间推移而产生的变化。2005 年 7 月, 中国政府实行汇率改革, 人民币不再盯住美元, 而是进入有管理的浮动期。与此同时, 中国经济发展突飞猛进, 使其在东亚区域内的分工地位、贸易地位以及金融地位都得以迅速提升。那么, 人民币在东亚的地位是否随着中国经济地位的提高而提高? 人民币在东亚其他经济体货币篮子中的隐含权重是否发生了变化? 东亚其他经济体^②的汇率波动在多大程度上依赖人民币? 对这些问题的回答将从经济的角度为人民币在区域内货币权力的提高提供实证支撑。早期学者们对货币隐含权重的估计方法同样适用于本文估计人民币在东亚其他经济体货币篮子中的权重。

(一) 亚洲金融危机后东亚主要经济体汇率走势的特点

从 1998 年到 2005 年 7 月汇率改革前, 人民币一直盯住美元, 因此, 在这一时期, 我们无法将人民币对东亚其他经济体货币的影响与美元区分开来。2005 年 7 月, 中国启动人民币汇率改革, 开始实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度。此时, 东亚其他经济体货币的软盯住目标既可以是美元, 也可以是人民币, 亦可以是两种货币占据相当权重的一篮子货币。那么, 这些经济体的现实选择是怎样的呢?

从整体来看, 东亚主要经济体货币的名义汇率与美元的相关系数明显高于人民币 (见表 1), 但在不同时期内, 从东亚主要经济体货币与人民币相关系数的变化可以推断, 自汇率改革后, 人民币在东亚地区的地位有所增强。例如, 在人民币汇率改革后至次贷危机爆发前, 印尼盾、韩元、马来西亚林

^① Ronald I. McKinnon and Gunther Schnabl, "The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue", *International Finance*, Vol. 7, No. 2, 2004, pp. 169-201; Jeffrey Frankel and Shang-Jin Wei, "Assessing China's Exchange Rate Regime", *Economic Policy*, Vol. 22, No. 51, 2007, pp. 575-614; Chang Shu, Nathan Chow, and Jun-Yu Chan, "Impact of the Renminbi Exchange Rate on Asian Currencies", Hong Kong Monetary Authority Working Paper Series, June 2007; Jeffrey Frankel and Daniel Xie, "Estimation of De Facto Flexibility Parameter and Basket Weights in Evolving Exchange Rate Regimes", PIIE Working Paper Series, No. 10-1, 2010; Randall C. Henning, "Choice and Coercion in East Asian Exchange Rate Regimes", PIIE Working Paper, No. 12-15, 2012.

^② 如无特别说明, 本文所指的“东亚其他经济体”具体包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、韩国、中国香港和中国台湾。

吉特、菲律宾比索、新加坡元、泰铢与人民币的相关系数都高于其与美元的相关系数；次贷危机爆发后至第一轮量化宽松结束前，日元与人民币的相关系数高于其与美元的相关系数，对比第一轮量化宽松后日元与人民币和美元的相关系数可知，在全球金融危机最严重期间，中国与日本这两个在东亚地区举重若轻的国家的货币相关性较平时明显增强；在美国第一轮量化宽松后至2014年4月期间，东亚地区小型经济体货币，诸如港元、韩元、菲律宾比索、新加坡元和泰铢，与人民币的相关性都高于人民币汇率改革初期。

表1 东亚主要经济体货币名义汇率与人民币和美元的相关系数

	人民币				美元			
	1998.12.15~2005.7.21	2005.7.22~2007.8.2	2007.8.3~2010.4.29	2010.4.29~2014.4.17	1998.12.15~2005.7.21	2005.7.22~2007.8.2	2007.8.3~2010.4.29	2010.4.29~2014.4.17
中国香港	1.000	0.611	0.816	0.893	1.000	0.997	0.999	1.000
印度尼西亚	0.777	0.386	-0.318	0.194	0.776	0.086	0.134	0.560
日本	0.856	0.029	0.625	0.154	0.855	0.729	0.246	0.469
韩国	0.848	0.429	-0.395	0.828	0.848	-0.066	0.172	0.850
马来西亚	1.000	0.727	0.203	0.671	1.000	0.138	0.643	0.889
菲律宾	0.890	0.579	0.124	0.833	0.889	-0.145	0.602	0.885
新加坡	0.979	0.508	0.513	0.885	0.979	-0.094	0.806	0.903
泰国	0.898	0.276	0.197	0.727	0.897	-0.506	0.708	0.898
中国台湾	0.953	0.399	0.466	0.835	0.952	0.870	0.792	0.924

注：为方便对比，在计算表中汇率相关系数时，笔者采用的东亚各主要经济体货币、人民币和美元的名义汇率均为兑瑞士法郎的双边汇率。四个时间段的划分依次为亚洲金融危机后~人民币汇率改革前、人民币汇率改革后~次贷危机爆发前、次贷危机爆发后~第一轮量化宽松结束、第一轮量化宽松结束后至今。

资料来源：根据美国互联网货币交易公司（OANDA Corporation）网站 <http://www.oanda.com/> 所提供的数据计算整理而得。

表2展示的是亚洲金融危机后，东亚主要经济体货币实际有效汇率与人民币和美元的相关系数。不难发现，菲律宾比索、新加坡元和泰铢的实际有效汇率与人民币的相关性一直较强，远高于与美元的相关系数；美国第一轮量化宽松政策结束后，港元、韩元和新台币与美元的相关系数大为降低，而开始紧跟人民币；马来西亚林吉特在全球金融危机期间也与人民币实际有效汇率走势较为相近。

表 2 东亚主要经济体货币实际有效汇率与人民币和美元的相关系数

	人民币				美元			
	1998.12~ 2005.07	2005.08~ 2007.08	2007.09~ 2010.04	2010.05~ 2013.12	1998.12~ 2005.07	2005.08~ 2007.08	2007.09~ 2010.04	2010.05~ 2013.12
中国香港	0.876	-0.451	0.698	0.834	0.568	0.951	0.943	0.555
印度尼西亚	-0.636	0.272	-0.429	-0.713	-0.307	-0.494	-0.611	0.030
日本	0.285	-0.672	0.817	-0.825	-0.035	0.868	0.670	-0.104
韩国	-0.706	0.088	-0.923	0.601	-0.426	-0.584	-0.680	-0.167
马来西亚	0.870	0.564	-0.277	-0.261	0.977	-0.673	-0.392	0.102
菲律宾	0.635	0.672	-0.123	0.850	0.240	-0.863	-0.231	0.125
新加坡	0.849	0.237	0.651	0.866	0.563	-0.667	0.217	-0.159
泰国	0.212	0.471	-0.510	0.550	-0.190	-0.903	-0.621	0.176
中国台湾	0.712	-0.607	-0.562	0.337	0.422	0.851	-0.369	0.004

注：表 2 中四个时间段的划分理由与表 1 相同。

资料来源：根据国际清算银行网站提供的数据计算整理而得，<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>。

综合表 1 和表 2 可推测，美元对东亚区域内货币的主导作用正日渐减弱（尤其是在实际有效汇率方面），而“人民币区”在东亚正日益凸显。那么，这些逐渐脱离美元而浮动的东亚货币究竟在多大程度上对人民币实行了软盯住？本文将通过实证分析对这一问题进行深入探究。

（二）东亚其他经济体货币篮子隐含权重的估计

为便于对比，除人民币外，本文也将美元、欧元和日元纳入东亚其他经济体隐含货币篮子之中。日汇率数据的样本区间为 1998 年 12 月 15 日至 2014 年 4 月 17 日。^① 由于人民币的汇率制度在此期间曾几度发生变化，因此，本文将分四个时间段对样本数据进行回归，它们分别是：1998 年 12 月 15 日～2005 年 7 月 21 日，人民币汇率盯住美元；2005 年 7 月 23 日～2009 年 7 月 2 日，人民币为有管理的浮动；2009 年 7 月 4 日～2010 年 6 月 18 日，人民币汇率变化再次回到盯住美元状态；2010 年 6 月 20 日～2014 年 4 月 17 日，人民币为爬行盯住。在人民币盯住美元期间，本文在回归方程中剔除了人民币变量，否则，回归结果将因存在多重共线性而失效。回归方程如下：

^① 样本区间始于 1998 年末的原因有二，一是欧元诞生，二是亚洲金融危机刚刚平息。

$$\Delta S_{ikt} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta S_{uskt} + \alpha_2 \Delta S_{eukt} + \alpha_3 \Delta S_{jpkt} + \alpha_4 \Delta S_{cnkt} + u_t$$

其中， S_{ikt} 、 S_{uskt} 、 S_{eukt} 、 S_{jpkt} 、 S_{cnkt} 分别表示东亚其他经济体货币、美元、欧元、日元和人民币兑瑞士法郎日汇率的对数， Δ 表示各变量的一阶差分，且所有经对数化处理后的汇率变量在一阶差分下都通过了平稳性检验。 α_1 、 α_2 、 α_3 、 α_4 分别表示上述四种货币在东亚其他经济体货币篮子隐含权重。回归结果如表 3~表 6 所示。

表 3 的结果与学者们先前的研究结果大体相同：在亚洲金融危机刚结束至人民币汇率改革之前，美元在东亚货币篮子中的隐含权重非常之高。 α_1 、 α_2 、 α_3 回归值的不同，代表了美元、日元和欧元三种不同货币每 1% 的变动会在多大程度上影响某一东亚货币的波动。在此期间，虽然与美元对东亚汇率的主导作用不可相提并论，但日元在印尼盾、韩元、新加坡元和泰铢的货币篮子中都占有相当比例的权重，如日元每升值 1%，新加坡元就会升值 0.2%。

表 3 东亚其他经济体货币中美元、欧元、日元所占隐含权重 (1998.12.16~2005.7.21)

		港元	印尼盾	韩元	林吉特	比索	新加坡元	泰铢	新台币
美元	α_1	0.987***	0.840***	0.750***	0.979***	0.911***	0.717***	0.776***	0.948***
	t-检验	429.517	18.512	31.906	131.645	45.730	77.142	53.006	50.681
	显著性	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
日元	α_2	0.006***	0.199***	0.206***	-0.007	0.092***	0.201***	0.171***	0.051***
	t-检验	3.056	4.943	9.974	-1.095	5.217	24.424	13.237	3.057
	显著性	0.002	0.000	0.000	0.274	0.000	0.000	0.000	0.000
欧元	α_3	0.014***	0.160*	-0.032	0.010	-0.027	0.044**	0.064**	-0.005
	t-检验	2.800	1.670	-0.648	0.634	-0.650	2.220	2.047	-0.124
	显著性	0.005	0.095	0.517	0.526	0.516	0.027	0.041	0.901
常数项	α_4	0.000	0.000	-0.000	0.000	0.000*	0.000	0.000	-0.000
	t-检验	0.217	0.488	-0.674	0.014	1.743	0.309	1.075	-0.036
	显著性	0.829	0.625	0.500	0.989	0.081	0.758	0.282	0.972
样本数		2410	2410	2410	2410	2410	2410	2410	2410
调整后 R ²		0.992	0.267	0.528	0.922	0.639	0.868	0.742	0.672
DW 检验值		2.152	2.002	2.022	2.138	2.003	2.002	2.007	2.024

注：***、**、* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的置信水平下显著。表 4~表 6 同此。

资料来源：同表 1。

□ 当代亚太

表 4 是人民币首次进入管理浮动时期东亚其他经济体货币篮子隐含权重的实证结果。人民币在新加坡元、泰铢和新台币的货币篮子中占有相当比例的权重，且统计上显著。但客观来说，在这段时期里，人民币对东亚其他经济体货币的影响十分有限，远不及美元和欧元。虽然与欧元等其他货币相比，美元在此时依然对东亚汇率走势有着绝对的影响力，但与自身相比，这一影响力却明显不及 1998~2005 年。与美元形成鲜明对比的是，欧元经过诞生后几年的市场磨合，在这段时期对东亚货币的影响显著增强，其中对马来西亚林吉特的影响甚至超过了美元。日元在这段时期内的变动与多数东亚货币呈负相关。

表 4 东亚其他经济体货币中美元、欧元、日元、人民币
所占隐含权重 (2005. 7. 23~2009. 7. 2)

		港元	印尼盾	韩元	林吉特	比索	新加坡元	泰铢	新台币
美元	α_1	0.968***	0.940***	0.850**	0.356	0.865***	0.381***	0.501***	0.447***
	t-检验	99.067	3.808	2.477	1.460	6.180	6.993	2.710	5.974
	显著性	0.000	0.000	0.013	0.144	0.000	0.000	0.007	0.000
日元	α_2	0.010***	0.034	-0.321***	0.015	-0.133***	-0.026**	0.008	-0.010
	t-检验	5.624	0.730	-5.226	0.348	-5.299	-2.411	0.225	-0.674
	显著性	0.000	0.465	0.000	0.728	0.000	0.016	0.822	0.500
欧元	α_3	0.001	0.437***	0.800***	0.378***	0.338***	0.347***	0.185***	0.253***
	t-检验	0.321	5.193	7.087	4.777	7.351	17.960	2.918	9.853
	显著性	0.748	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004	0.000
人民币	α_4	0.020*	-0.370	-0.190	0.163	0.027	0.279***	0.329*	0.368***
	t-检验	1.942	-1.458	-0.536	1.402	0.187	4.989	1.732	4.773
	显著性	0.052	0.145	0.483	0.161	0.852	0.000	0.084	0.000
常数项	α_0	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.000	-0.000	-0.000	0.000
	t-检验	0.237	0.132	0.701	0.145	-0.943	-0.516	-0.505	1.430
	显著性	0.813	0.895	0.483	0.885	0.346	0.606	0.614	0.153
样本数		1441	1441	1441	1441	1441	1441	1441	1441
调整后 R ²		0.997	0.192	0.171	0.314	0.546	0.830	0.381	0.377
DW 检验值		2.012	1.996	2.046	2.216	2.029	1.948	1.985	1.995

资料来源：同表 1。

为应对全球金融危机的冲击，2009年7月至2010年6月，人民币汇率又重新盯住美元，因此在这段时期的实证检验中，本文并没有估测人民币的隐含权重。除印尼盾、韩元和比索，美元在东亚其他货币篮子中的隐含权重较表4时期得到明显回升，但多数依然低于表3时期；日元继续与东亚其他货币保持负相关；欧元对印尼盾、韩元、林吉特、泰铢和新台币的影响力较表4时期有所提高（见表5）。

表5 东亚主要经济体货币中美元、欧元、日元所占隐含权重（2009.7.4~2010.6.18）

		港元	印尼盾	韩元	林吉特	比索	新加坡元	泰铢	新台币
美元	α_1	0.995***	0.430***	0.805***	0.840***	0.833***	0.687***	0.778***	0.908***
	t-检验	255.285	4.750	6.307	7.476	10.667	23.509	7.397	22.974
	显著性	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
日元	α_2	-0.008***	-0.137**	-0.336***	-0.173**	-0.187***	-0.083***	0.115	-0.093***
	t-检验	-2.879	-2.244	-3.891	-2.282	-3.562	-4.238	1.618	-3.492
	显著性	0.004	0.026	0.000	0.023	0.002	0.000	0.107	0.000
欧元	α_3	0.013**	0.511***	0.813***	0.618***	0.107	0.318***	0.553***	0.132**
	t-检验	2.106	3.661	4.004	3.487	0.905	6.853	3.353	2.186
	显著性	0.036	0.000	0.000	0.000	0.366	0.000	0.001	0.030
常数项	α_0	0.000	-0.000*	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000**	-0.000	-0.000
	t-检验	0.424	-1.874	-1.023	-1.221	-1.007	-2.400	-0.935	-1.188
	显著性	0.672	0.062	0.307	0.223	0.315	0.017	0.351	0.236
样本数		350	350	350	350	350	350	350	350
调整后 R ²		0.997	0.113	0.179	0.205	0.296	0.730	0.280	0.638
DW 检验值		1.988	1.996	1.941	1.950	2.082	1.917	1.953	2.107

资料来源：同表1。

2010年6月至2014年1月，人民币再次回归到管理浮动状态。表6显示，在此期间，美元权重下降至1998年以来的低位；日元不再与东亚其他货币呈显著负相关，但除了中国香港和新加坡，日元的变动已不再对东亚其他地区的货币产生显著影响；欧元对东亚地区的货币影响力较表5时期有升有降；而人民币在这一时期的表现却十分抢眼，其在东亚各经济体货币中的隐含权重都明显高于表4时期，并且，除了对印尼盾的回归系数不显著外，^①

^① 与其他货币不同的是，印尼盾相对2005~2009年这个时期更紧跟美元了。

□ 当代亚太

其他货币回归系数的统计显著性都明显增强。此外，人民币在韩元、林吉特、泰铢和新台币中的隐含权重均超过美元。

表 6 东亚其他经济体货币中美元、欧元、日元、人民币
所占隐含权重 (2010.6.20~2014.1.14)

		港 元	印尼盾	韩 元	林吉特	比 索	新加坡元	泰 铢	新台币
美 元	α_1	0.957***	0.758***	-0.136	-0.023	0.528***	0.296***	-0.571***	0.060
	t-检验	247.960	7.990	-1.165	-0.210	7.615	8.763	-5.272	0.670
	显著性	0.000	0.000	0.244	0.834	0.000	0.000	0.000	0.503
日 元	α_2	-0.003**	0.021	0.011	-0.012	-0.012	0.048***	0.039	0.026
	t-检验	-2.134	0.665	0.278	-0.333	-0.505	3.785	1.028	0.888
	显著性	0.033	0.507	0.781	0.739	0.614	0.000	0.304	0.375
欧 元	α_3	0.015***	0.196***	0.403***	0.267***	0.214***	0.401***	0.025	0.154
	t-检验	8.260	4.931	8.101	5.810	7.253	24.878	0.530	4.229***
	显著性	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.596	0.000
人民币	α_4	0.036***	0.018	0.794***	0.783***	0.270***	0.258***	1.529***	0.756***
	t-检验	9.681	0.193	6.850	7.226	3.916	7.882	14.328	8.339
	显著性	0.000	0.847	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
常数项	α_0	0.000	0.000*	-0.000	0.000	0.000	-0.000	0.000	0.000
	t-检验	0.069	1.523	-0.244	0.464	0.164	-0.355	0.607	0.191
	显著性	0.945	0.128	0.807	0.643	0.870	0.689	0.543	0.849
样本数		1396	1396	1396	1396	1396	1396	1396	1396
调整后 R ²		0.998	0.442	0.349	0.378	0.597	0.830	0.454	0.476
DW 检验值		1.886	2.046	2.009	2.004	2.017	1.956	1.951	2.120

资料来源：同表 1。

归纳表 3~表 6 可得出如下结论：第一，美元在东亚货币篮子中的隐含权重随时间的推移呈下降趋势。第二，自汇率改革后，人民币在东亚经济体货币篮子中的隐含权重呈上升趋势。自 2010 年中旬至今，人民币在泰铢、林吉特、韩元和新台币中的权重甚至高于美元，这些货币都曾一度紧跟美元，而在全世界金融危机后却逐渐独立于美元而向人民币靠拢。第三，在美元在东亚货币篮子权重逐渐下降的过程中，作为东亚首屈一指的国际化货币——日元，非但没有形成“日元区”，反而其波动与多数东亚货币相左。第四，即便是全球金融危机和欧洲主权债务危机也几乎没有对欧元在东亚货

币篮子中的地位产生影响，尤其在 2010 年中旬后，欧元在韩元、林吉特和新加坡元中的权重虽不及人民币，却也高于美元。^①

总之，多数东亚货币汇率正呈现影随人民币波动的趋势，这种趋势在人民币相对美元升值期间表现得更为明显。那么，这种若隐若现的“人民币区”是暂时性的名义汇率表现，还是形成于东亚区域内经济格局的变化？若“人民币区”是受后者驱动而成，那么中国在东亚区域内培育货币依赖就具备了现实的经济基础。下文将对这一问题进行探讨。

三、中国培育区域性货币依赖的可能性分析

乔纳森·科什纳在分析货币权力时曾提到，货币依赖作为货币权力运用的一种方式，^② 其通常通过创建正式或非正式的货币区来体现。一国是否愿意加入或退出某一货币区，主要基于三个相互关联的因素：维持货币稳定、清除贸易壁垒以及享受区内特权。^③ 那么，中国在这三方面做到了怎样的程度？目前的程度是否存在培育区域性货币依赖的可能性？下文将依次讨论。

（一）维持汇率稳定

一般来说，维持区域内汇率稳定有两种方法，一是设计一种货币安排以扩大外汇储备的供给，或者设计其他的机制来允许国际收支赤字国家获得短期资金支持；二是区域内各国货币相互挂钩，共同维持作为一个整体的货币体系的稳定及信誉，允许与核心国发行的关键货币进行自由兑换，从而将市场压力和风险向边缘国货币转移。

就东亚地区来看，“清迈倡议”（CMI）和“清迈倡议多边机制”（CMIM）与第一种方法较为对应。但从全球金融危机后东亚地区对 CMIM 的利用情况来看，这种多边货币互换基金并未发挥其应有的作用。李晓认为，这一方面是因为 CMIM 合作形式松散，另一方面是由于东亚地区没有关于区域货

^① 对于上述现象所反映出的人民币在东亚区域内货币权重的提高，可能会有观点认为，不能因隐含权重的提高而得出人民币在区域内货币地位提高的结论。兰德尔·亨宁在 2012 年的研究中对这类观点给予了驳斥，参见 Randall C. Henning, “Choice and Coercion in East Asian Exchange Rate Regimes”, PIIE Working Paper No. 12-15, 2012。

^② 乔纳森·科什纳将国际货币权力的运用方式分为三种，分别是进行货币操控（currency manipulation）、利用货币依赖（monetary dependence）和实施体系破坏（systemic disruption）。

^③ 乔纳森·科什纳：《货币与强制》，第 11~12 页。

币合作的长期目标。^① 通过前文对东亚货币篮子隐含权重的考察可以看出，全球金融危机后，人民币在东亚地区、尤其是在小型的新兴经济体货币篮子中的权重明显增强，以人民币为核心货币的货币区在东亚地区正若隐若现。虽然客观上看，目前东亚依然处于“软美元区”，无论各经济体货币的关联度较之前提高到了怎样的程度，其所营造的货币区稳定性和信誉度依然有赖于美元的稳定。然而，从中长期来看，如果中国能逐步实现区域内人民币可自由兑换，便于锚定人民币的东亚小型经济体将市场压力和汇率风险转移给中国，那么，由中国主导维持东亚“人民币区”汇率稳定及货币信誉并非不可能。

首先，从表 6 的回归结果可以看出，在全球金融危机过后的 4 年中，多数东亚新兴经济体不约而同地提高了人民币在货币篮中的隐含权重，无论这一选择是否源自危机推动，其至少说明，中国在这一时期稳定本币的能力得到了一定程度的认可。

其次，大规模的外汇储备为中国应对外来货币冲击提供了有力的防卫工具，也为援助危机国提供了充足的资金保障。亚洲金融危机后，为防止重蹈覆辙，东亚各主要经济体均开始增加外汇储备以应对未来可能再次到来的货币冲击，尤其是诸如泰国、印度尼西亚和马来西亚等重灾区国，它们的外汇储备占国内生产总值（GDP）比重在 1998 年后明显增加（见图 1）。中国外汇储备占 GDP 的比重则是在加入世界贸易组织（WTO）后开始激增的。2005 年，中国外汇储备占 GDP 的比重超过东亚其他经济体之和（见图 2）；2006 年，中国外汇储备规模超过日本；2012 年，中国外汇储备规模为 3.33 万亿美元，为 2006 年的 3 倍。^②

最后，中国是美国最大的债权国，理论上，在与美国进行利益博弈与外交谈判时较其他东亚小型新兴经济体更具优势。东亚地区的外汇储备主要由贸易盈余转化而成，由于现行国际货币体制为美元本位制，因此，东亚地区将相当一部分外汇储备资金投资于美国国债，东亚也因此成为美国的债权国集中地（见表 7）。东亚地区对美国国债的购买，不论是否有意为之，都会产生一定的市场影响。本·伯南克（Ben Bernanke）等人的研究指出，2003～2004 年日本财务省对美国国债的购买带来了意想不到的后果：日本每 10 亿

^① 李晓：《东亚货币合作为何遭遇挫折》，载《国际经济评论》2011 年第 1 期，第 110～111 页。

^② 世界银行经济发展数据库，<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>。

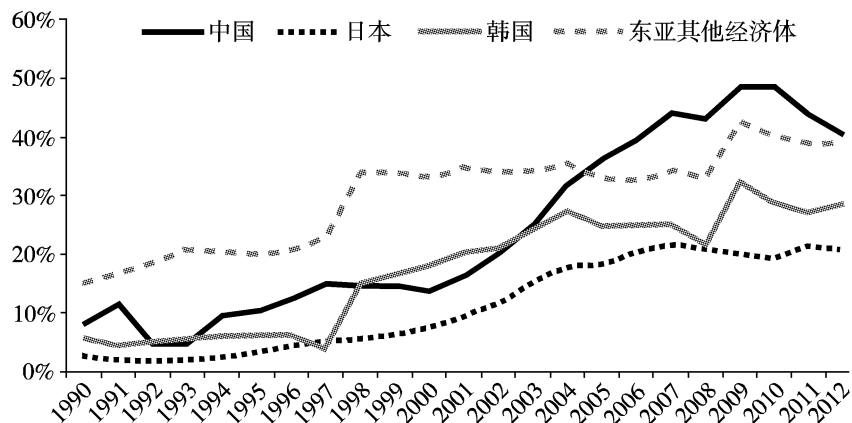


图1 东亚主要经济体外汇储备占 GDP 的比重

注：由于数据的连续性和可得性，图中的“东亚其他经济体”包括中国香港、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。

资料来源：世界银行经济发展指标数据库，<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>。

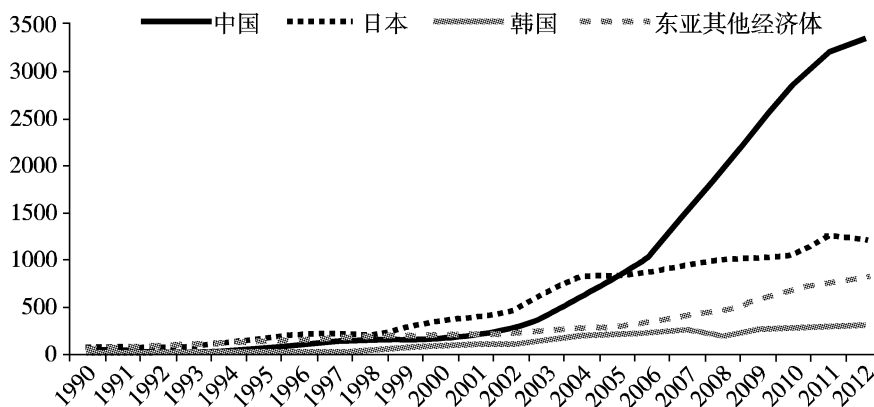


图2 东亚主要经济体外汇储备规模 (单位：10 亿美元)

注：由于数据的连续性和可得性，图中的“东亚其他经济体”包括中国香港、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。

资料来源：同图1。

□ 当代亚太

美元的干预伴随着 10 年期美国国债收益率约 1 个基点的下降。^① 2008 年，中国取代日本成为美国最大的债权国。因此，从理论上来说，中国既有能力影响美元资产利率的变化，同时也有能力在调整其储备资产组合时选择具体时间点以及公开与否，从而对美国的政策（包括货币政策）走向形成一定威慑。

表 7 东亚主要经济体持有美国政府债券占比（单位：%）

	中国大陆	日本	中国香港	马来西亚	菲律宾	新加坡	中国台湾	泰国	韩国
2001	7.56	30.56	4.59	—	—	1.92	3.39	1.51	3.15
2002	9.58	30.60	3.84	—	—	1.44	3.03	1.39	3.08
2003	10.44	36.16	3.28	—	—	1.39	3.34	0.77	4.14
2004	12.05	37.31	2.44	—	—	1.64	3.67	0.68	2.97
2005	15.24	32.94	1.98	—	—	1.62	3.35	0.79	3.39
2006	18.87	29.62	2.57	—	—	1.49	2.82	0.80	3.17
2007	20.30	24.70	2.18	—	—	1.69	1.62	1.16	1.67
2008	23.64	20.34	2.51	—	0.38	1.33	2.33	1.05	1.02
2009	24.28	20.78	4.04	0.32	0.32	1.06	3.16	0.90	1.09
2010	26.15	19.89	3.03	0.26	0.45	1.64	3.50	1.17	0.82
2011	23.01	21.13	2.43	0.41	0.65	1.50	3.54	1.03	0.94
2012	21.90	19.94	2.55	0.35	0.66	1.78	3.51	0.96	0.85
2013	23.03	20.75	2.48	0.21	0.70	1.53	3.21	0.87	0.81

资料来源：美国财政部网站，<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx#ussecs>。

（二）中国在东亚经济格局中的地位

货币依赖内生于以产业链纵深为基础的国家经济实力，因此，任何国家维系与拓展货币依赖的基本前提就是掌控产业链的纵深。这里所指的产业链纵深，不仅包括制造业等实体产业内的生产链条的纵深，也包括金融服务等产业间流通结算环节的交易与收益，即金融化的纵深。作为正在崛起的新兴制造业大国的货币，虽然人民币不及日元在国际市场上的影响力，但考虑到中国经济增长潜力以及与周边多数经济体之间的经济政治不对称，中国在客观上具有培

^① Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart and Brian P. Sack, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: an Empirical Assessment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 35, No. 2, 2004, pp. 1-100.

育货币依赖的竞争优势，这为人民币在东亚地区拓展货币权力提供了可能。

1. 中国在东亚贸易分工格局中的地位

加入 WTO 后，中国的出口对包括日本在内的东亚经济体起到了相当的替代作用。以对美国出口为例，与日本和其他亚太经济体下降趋势形成鲜明对比，中国对美国出口占美国市场份额呈持续扩张趋势（见图 3）。

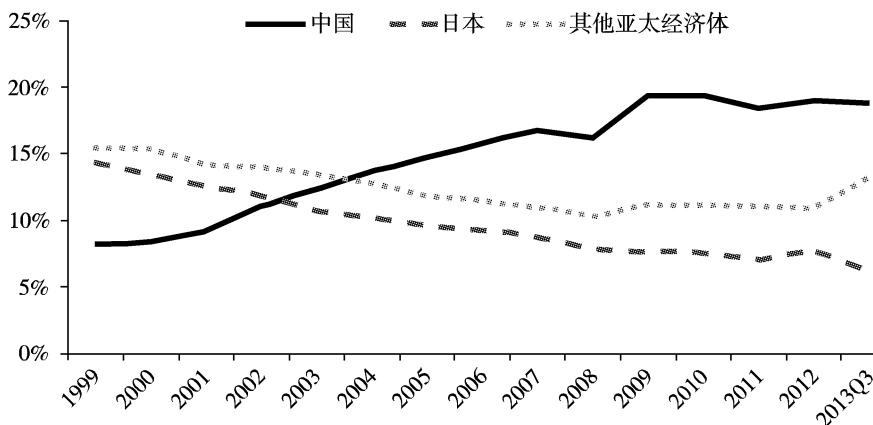


图 3 中国、日本和其他亚太经济体对美出口占美国市场份额

注：图中的“其他亚太经济体”包括澳大利亚、中国香港、印度、韩国、新加坡、中国台湾以及美国经济统计分析局可获得数据的其他亚太国家和地区。

资料来源：美国经济统计分析局（BEA），<http://www.bea.gov/>。

这种替代之所以形成长期趋势，与东亚地区“三角贸易”模式的转变密切相关，即东亚经济体由从日本引进资金和资本品，以对美贸易顺差弥补对日逆差的旧“三角”，转向对中国出口资本品，再由中国组装加工后向美国等发达国家出口最终制成品的新的“三角”。^① 在东亚区域内贸易中，中国逐渐取代日本，成为东亚其他经济体的主要出口国。如表 8 所示，在 20 世纪 90 年代，除了中国香港，东亚其他经济体对日和对美的出口份额远超过对华出口，但这一情形在进入 21 世纪后逐渐发生逆转：2005 年后，除了印度尼西亚，中国在东亚其他经济体出口中的比重明显超过日本和美国，韩国对华出口比重甚至超过其对日与对美出口之和。

^① 李晓、付竟卉：《中国作为东亚市场提供者的现状与前景》，载《吉林大学社会科学学报》2010 年第 3 期，第 17~28 页。

□ 当代亚太

表 8 中国、日本和美国在东亚其他经济体出口中的比重变动 (单位:%)

	1990			1995			2000			2005			2007		
	中国	日本	美国	中国	日本	美国	中国	日本	美国	中国	日本	美国	中国	日本	美国
中国香港	31.6	4.4	20.3	16.1	4.8	19.4	15.5	2.4	18.7	18.7	2.0	13.6	18.5	1.4	9.8
印度尼西亚	2.8	44.6	13.0	4.1	28.2	15.7	6.1	22.5	15.3	8.0	19.7	12.2	9.1	19.7	11.2
韩国	1.2	20.1	33.0	9.3	15.4	22.2	13.5	11.7	23.9	26.0	8.0	15.1	27.4	7.0	13.0
马来西亚	2.5	15.7	16.3	2.5	12.4	21.8	4.7	12.2	22.5	11.7	8.3	20.0	14.2	8.1	14.9
菲律宾	0.9	22.6	37.7	1.4	17.8	38.0	3.7	15.0	31.1	20.4	11.8	14.9	30.5	10.9	12.6
新加坡	2.2	8.5	24.6	4.1	8.2	22.6	5.1	6.3	18.7	11.2	4.1	9.7	9.1	3.5	9.2
中国台湾	0.0	12.4	32.5	0.3	11.8	23.7	2.9	11.2	23.6	21.5	7.6	14.8	25.0	6.4	13.2
泰国	1.7	18.5	24.6	3.2	19.2	23.1	6.0	14.0	23.6	11.8	12.6	17.5	14.8	11.1	14.1
	2008			2009			2010			2011			2012		
	中国	日本	美国	中国	日本	美国	中国	日本	美国	中国	日本	美国	中国	日本	美国
中国香港	15.9	1.3	7.6	15.4	1.3	5.4	15.0	1.6	5.1	14.3	1.4	4.3	57.7	3.8	8.9
印度尼西亚	8.9	20.2	10.2	10.5	16.8	10.4	12.3	16.6	10.1	14.5	15.7	9.1	11.4	15.9	7.8
韩国	27.1	7.0	11.8	30.1	6.3	11.7	30.3	6.1	10.9	31.0	7.5	11.2	24.5	7.1	10.7
马来西亚	13.6	9.4	11.8	17.5	8.6	10.9	20.5	8.8	9.1	22.3	10.5	8.1	12.6	11.9	8.7
菲律宾	27.3	11.1	12.3	22.9	11.4	13.0	22.2	10.1	11.0	24.9	11.4	12.5	11.8	19.0	14.2
新加坡	9.4	3.5	6.6	11.3	3.7	8.8	11.2	3.4	7.0	11.2	3.2	6.6	10.8	4.4	5.5
中国台湾	25.9	6.7	12.2	26.3	7.0	11.7	27.8	6.5	11.6	26.9	5.8	12.0	—	—	—
泰国	14.1	10.9	12.4	16.6	10.2	12.3	16.9	10.3	11.1	18.3	11.1	11.0	11.7	10.2	9.9

资料来源：日本经济产业研究所网站，<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/rieti-tid/index.html>；2012年数据来自美国商品贸易统计数据库（UNCOMTRADE），<http://data.un.org/Explorer.aspx?d=IFS>。

中国在东亚区域内贸易地位的变化也反映出其在该区域内贸易分工地位的变化。东亚新兴经济体对中国出口增长主要源自对华加工品、零部件和资本品的输出。从 90 年代初，加工品、零部件和资本品在“东盟+6”（“ASEAN+6”）^①对华出口中的比例不断上升，其中，零部件和资本品上升速度较快，前者在亚太地区对华出口中的比重从 1990 年的 22.8% 上升至 2011 年的 62.2%。

^① “ASEAN+6”包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、文莱、越南、老挝、缅甸、柬埔寨、中国、日本、韩国、印度、澳大利亚和新西兰。

资本品在“ASEAN+6”对华出口中的比重在2001~2002年间迅速上升，几乎与加工品持平，而在90年代，资本品与加工品比重平均相差20%左右（见图4）。

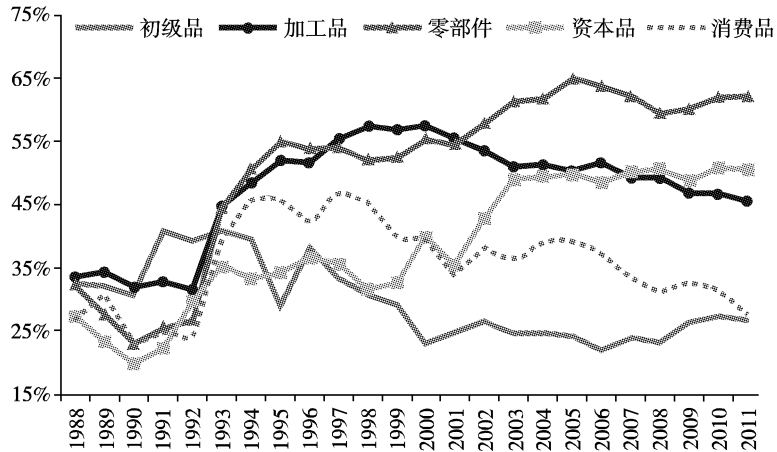


图4 “ASEAN+6”对中国出口产品结构

资料来源：日本经济产业研究所网站，<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/rieti-tid/index.html>。

中国在从东亚其他新兴经济体大量进口中间品和资本品的同时，也向北美和欧洲等发达地区输送最终产品（见表9）。从表面上看，中国的贸易增长对亚洲其他发展中国家的出口产生了“挤出效应”，但正如多数学者所认为的，中国的高速经济增长对东亚区域内的其他经济体既是一种竞争力又是一种联盟推动力；^① 中国贸易增长给其他东亚经济体造成竞争冲击力的同时，也为其出口提供了前所未有的市场机会；^② 中国和其他东亚经济体因拥有共同的贸易伙伴而成为利益共同体。^③ 霍尔斯特（Roland-Holst）在全面分析了东亚贸易结构发展趋势后预测，2020年，韩国、日本和东盟将构成中国在东亚地区最重要的进口来源地，并将形成以中国为贸易中转平台的贸易格局，即中国以对发达国家的结构性贸易顺差抵补来自其他东亚经济体规模大体相

① Beoy Kui Ng, “The Economic Rise of China: Its Threats and Opportunities from the Perspective of Southeast Asia”, *Copenhagen Journal of Asian Studies*, Vol. 25, 2007, pp. 9-27.

② Barry Eichengreen, Yeongseop Rhee and Hui Tong, “China and the Exports of Other Asian Countries”, *Review of World Economics*, Vol. 143, No. 2, 2007, pp. 201-226.

③ Alan Ahearne, John Fernald, Prakash Loungani and John W. Schindler, “China and Emerging Asia: Comrades or Competitors?” FRB International Working Paper, No. 789, 2003, p. 21.

□ 当代亚太

当的贸易逆差。^①

表 9 2011 年中国贸易产品类型的地域结构 (单位: %)

	初级品		加工品		零部件		资本品		消费品	
	出口	进口	出口	进口	出口	进口	出口	进口	出口	进口
ASEAN+6	45.4	26.9	34.7	45.8	25.6	62.2	22.1	50.6	20.4	27.6
EU15	18.4	3.3	15.7	10.3	16.2	14.8	18.9	25.8	24.4	39.8
NAFTA	9.7	8.8	16.7	10.1	21.3	7.8	29.6	11.4	30.1	15.6

资料来源: 同表 8。

此外, 自亚洲金融危机后, 中国对东亚其他经济体的直接投资规模与日俱增, 尤其是对中国香港、韩国和新加坡这类地理距离相对较近的国家地区形成了较强的对外直接投资地缘辐射能力。韩国和新加坡接受来自中国的直接投资占比增长态势尤为引人注目 (见表 10)。

表 10 中国对东亚其他经济体直接投资累积规模与占比 (单位: 10 亿美元, %)

	中国香港		中国台湾		韩国		新加坡		马来西亚		菲律宾		泰国		印度尼西亚	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
1998	18.51	28.61	—	—	1.80	8.02	3.40	12.01	0.34	1.30	0.18	0.57	0.21	1.39	0.07	0.39
1999	16.36	144.97	—	—	1.27	9.30	2.64	14.65	0.24	1.54	0.12	0.69	0.15	1.54	0.13	0.51
2000	15.50	160.47	—	—	1.49	10.79	2.17	16.82	0.20	1.74	0.11	0.80	0.20	1.75	0.15	0.66
2001	16.72	177.19	—	—	2.15	12.94	2.14	18.96	0.26	2.00	0.21	1.01	0.19	1.94	0.16	0.82
2002	17.86	195.05	—	—	2.72	15.66	2.34	21.30	0.37	2.37	0.19	1.20	0.19	2.13	0.12	0.94
2003	17.70	212.75	—	—	4.49	20.15	2.06	23.36	0.25	2.62	0.22	1.42	0.17	2.30	0.15	1.09
2004	19.00	231.75	—	—	6.25	26.40	2.01	25.37	0.39	3.01	0.23	1.65	0.18	2.48	0.10	1.20
2005	17.95	249.70	2.15	2.15	5.17	31.57	2.20	27.57	0.36	3.37	0.19	1.84	0.10	2.58	0.09	1.28
2006	20.23	269.93	2.14	4.29	3.89	35.46	2.35	29.92	0.39	3.76	0.13	1.97	0.14	2.72	0.10	1.38
2007	27.70	297.64	1.77	6.06	3.68	39.14	3.18	33.11	0.40	4.16	0.20	2.17	0.09	2.81	0.13	1.52
2008	41.04	338.67	1.90	7.96	3.14	42.27	4.44	37.54	0.25	4.41	0.13	2.29	0.13	2.94	0.17	1.69
2009	46.08	384.75	1.88	9.84	2.70	44.97	3.60	41.15	0.43	4.84	0.11	2.41	0.05	2.99	0.11	1.80

注: 表中的占比数据为中国对该经济体的直接投资占该经济体直接投资总流入的比例。

资料来源: 亚洲开发银行网站, <http://www.aric.adb.org/>。

^① David Roland-Holst, “An Overview of PRC’s Emergence and East Asian Trade Patterns to 2020”, ADB Institute Research Paper, No. 44, 2002, p. 36.

由此可见，在亚洲金融危机后，东亚区域内贸易分工格局的变化与前文货币篮子隐含权重的实证结果基本吻合，即采取带有浮动汇率性质的东亚其他经济体在增加对中国出口贸易过程中，其汇率走势也逐渐独立于美元，而与人民币的关联度日渐增强。这表明，如果中国能在此基础上加强区域内贸易合作，促进贸易自由化发展，其在东亚贸易分工格局中的地位必然将得到进一步的强化甚至提升，沿着贸易产业链的纵深所拓展的货币依赖也将更加牢靠。

2. 中国在东亚金融格局中的地位

货币市场是短期融资市场，具有传导货币政策的功能，因此，货币市场正向关联度高意味着货币政策趋同性高，而货币政策的趋同性往往源自经济周期处于类似的阶段。在 2005 年之前，东亚多数经济体与日本货币市场之间具有较高度度的正向关联，而在 2005 年后，除了印度尼西亚，表 9 中所列经济体与中国货币市场的正向关联度相对较高。这说明中国与东亚多数经济体处于经济发展周期的相似阶段，这种相似在人民币实行浮动汇率后表现得更为明显（见表 11）。

表 11 中国和日本与东亚其他经济体货币市场关联度

	韩 国		中国香港		印度尼西亚		马来西亚		中国台湾		泰 国		菲 律 宾		新加坡	
	中国	日本	中国	日本	中国	日本	中国	日本	中国	日本	中国	日本	中国	日本	中国	日本
2000	—	—	-0.2	-0.4	0.0	1.0	-0.1	0.7	-0.1	0.5	—	—	—	—	-0.3	0.4
2001	—	—	0.3	0.7	-0.4	-0.8	-0.4	-0.7	0.3	0.7	—	—	0.2	0.5	0.3	0.7
2002	—	—	0.2	0.6	0.4	0.7	0.3	0.6	0.4	0.6	0.1	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.5
2003	—	—	-0.5	0.3	-0.5	0.5	-0.5	0.4	-0.4	0.5	-0.4	0.1	-0.2	-0.5	-0.4	0.4
2004	0.6	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.4	0.2	-0.1	-0.2	0.3	-0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.3	0.2
2005	-0.5	0.1	-0.3	-0.4	-0.4	0.1	-0.3	0.1	-0.4	-0.1	-0.4	0.0	-0.1	0.3	-0.4	-0.2
2006	0.8	1.0	-0.1	-0.3	-0.7	-0.9	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	-0.2	-0.3	0.8	0.9
2007	0.5	0.9	0.2	0.2	-0.6	-0.9	-0.4	-0.7	0.5	0.8	-0.5	-0.9	0.4	0.8	-0.2	-0.4
2008	0.6	0.3	0.4	0.4	-0.7	0.1	0.8	0.0	1.0	0.1	0.2	0.1	0.4	-0.1	0.6	0.3
2009	0.5	0.2	-0.7	0.9	-0.6	0.9	0.0	0.6	0.2	0.4	-0.3	0.9	0.1	0.5	-0.8	0.9
2010	0.1	0.3	0.5	-0.6	-0.8	0.7	0.7	-1.0	0.2	-0.5	0.9	-0.9	-0.8	0.6	0.0	-0.2
2011	0.5	-0.5	0.3	-0.7	-0.3	0.8	0.7	-0.5	0.2	-0.2	0.7	-0.7	0.4	0.1	0.2	-0.8
2012	0.8	0.9	0.1	0.5	-0.5	-0.6	0.1	-0.5	0.2	-0.2	0.4	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9

资料来源：同表 10。

在债券市场方面，科尔斯顿（Gerlach-Kirsten）等通过对日本财务省购买美元随即又在其他债券市场上投资美国国债的影响进行实证分析后发现，日本对美债的投资对其他发达经济体影响较小，但对中国大陆和香港地区的债券市场产生的影响就相对较大，对韩国债券市场的影响也较大，但在统计上并不显著。^①这说明东亚地区内部各债券市场间的关联度高于东亚与欧美等发达国家的关联度。

在股票市场收益率关联度方面，在2001年，只有中国香港、新加坡和菲律宾的股票市场收益率与中国呈正向关联；而在次贷危机前的几年时间里，多数东亚经济体股票市场收益率都与中国存在较高度度的正向关联（见图5）。日本的情况恰恰相反。2001年，除了马来西亚，东亚其他经济体股票市场收益率均与日本正相关，但到了2006年，只有韩国和泰国还与日本存在正向关联关系（见图6）。美国次贷危机发生后，中国和日本与东亚各经济体股票市场收益率关联度差异消失殆尽，整个东亚地区的股票市场收益率关联度都非常高，近乎趋于一致。

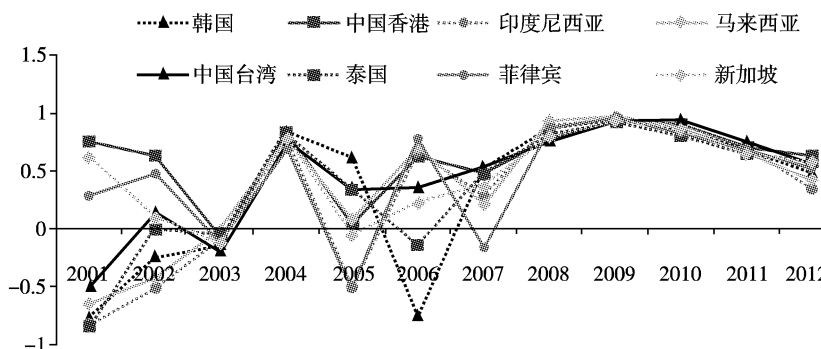


图5 中国与东亚其他经济体股票市场收益关联度

资料来源：亚洲开发银行网站，<http://www.adb.org/>。

由此可见，自亚洲金融危机后，东亚各经济体金融市场的融合度普遍提高。中国的金融竞争力虽不及日本，但与东亚其他经济体金融市场的关联度却也不输后者，且在全球金融危机后，中国与多数东亚经济体金融市场关联度甚至超过了日本。这一方面说明，中国与东亚其他经济体依然在相当程度

^① Petra Gerlach-Kirsten, Robert N. McCauley and Kazuo Ueda, “Currency Intervention and the Global Portfolio Balance Effect: Japanese Lessons”, BIS Working Papers No. 389, 2012, pp. 8-14.

上受制于美国经济，另一方面也说明，虽然中国没有采取全面的金融开放，但并未被东亚区域内金融市场融合进程所边缘化或孤立。

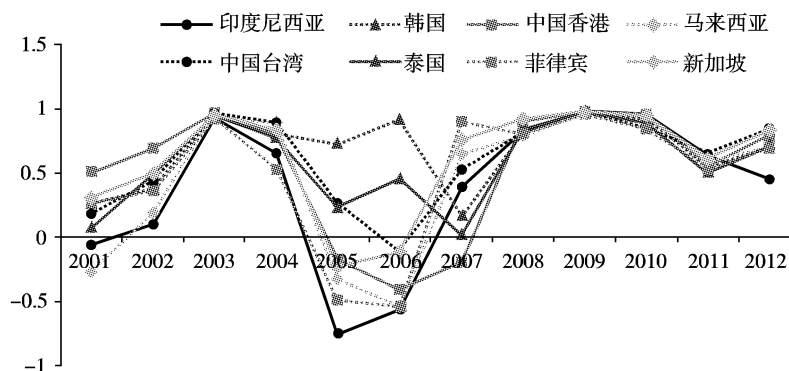


图 6 日本与东亚其他经济体股票市场收益关联度

资料来源：同图 5。

(三) 区域内特权

在已成形的货币区内，成员国享受很多区域内特权，如较少的区域内资本流动限制、从外汇储备库获取资金的优先权以及货币的相对稳定等。成员国在货币区所获得的特权越多，其退出货币区所需考虑的经济维度就越多（如货币的稳定、市场占有率的维持以及融资渠道的畅通等），从而货币区也就相对越稳定。因此，中国若欲在未来强化当前初露端倪的“人民币区”，就需要在贸易与金融领域给予周边国家和地区一些优惠政策或特权，尤其是已明显提高人民币在其货币篮子中隐含权重的国家和地区。

全球金融危机后，中国对与东盟国家建立货币互换安排持积极态度。2013年9月，中国人民银行副行长易纲就中国与东盟金融合作提出建议，中国与东盟国家签署了总额超过1.4万亿人民币的双边本币互换协议。2009年至2013年6月末，中国与东盟跨境人民币结算量超过1.12万亿人民币，并呈逐年增加趋势。^①此外，自2008年12月起，韩国央行便与中国频繁签署货币互换协议；2012年9月，在中日关系日渐紧张之际，韩国央行行长向外界传达出欲将中韩双边货币互换协议转变为永久性机制，以巩固双边贸易并提高应对全球金融震荡能力的信号。在2008年全球金融危机期间，东亚地

^① <http://finance.sina.com.cn/world/yzzj/20130906/071016681855.shtml>。

□ 当代亚太

区对于中国抵御金融危机能力的认可度较高，中国也通过双边货币互换协议为东亚地区应对危机冲击做出了积极贡献。不仅如此，2008年12月至今，中国人民银行已先后与20多个国家和地区达成了货币互换协议，人民币互换网络沿着从周边贸易伙伴（如中国香港和韩国）到新兴市场国家（如印度尼西亚）、到枢纽国家（如土耳其和阿联酋）、再到发达国家（如新西兰、澳大利亚和英国）循序渐进地在全球范围内延展（详见表12）。人民币互换网络的铺开，不仅方便了人民币的跨境贸易结算、降低了汇率波动风险，更有助于参与互换的国家在一定程度上摆脱对美元的过度依赖，提高人民币在国际外汇储备中的地位，从而进一步强化了东亚新兴市场对人民币的依赖。中国人民银行在与其他央行签署一系列人民币互换协议时，会适时支持互换资金用于贸易融资或延长互换的有效期，这些举措都推动了人民币的跨境贸易结算和直接投资。此外，从表12可以看出，中国的货币互换协议规模并不一定与互换国对华贸易规模呈正比，将近四分之三的人民币互换协议是与外汇储备丰富的国家或地区签订的，这间接表明中国的货币互换并非仅仅为了推动人民币的跨境贸易结算与投资，更是为了推动人民币成为区域性储备货币。

表12 2008年底以来中国签署的货币互换协议（单位：亿元）

日期	货币互换对象	用途	规模
2008.12.12	韩国	流动性支持	1800
2009.01.20	中国香港	流动性支持	2000
2009.02.08	马来西亚	推动双边贸易及投资	800
2009.03.11	白俄罗斯	推动双边贸易及投资	200
2009.03.24	印度尼西亚	支持双边贸易及直接投资、提供短期流动性	1000
2009.03.29	阿根廷	推动双边贸易及投资	700
2010.06.09	冰岛	推动双边贸易及投资、加强双边金融合作	35
2010.07.23	新加坡	推动双边贸易及直接投资	1500
2011.04.18	新西兰	加强双边金融合作、促进两国贸易和投资	250
2011.04.19	乌兹别克斯坦	加强双边金融合作、促进两国贸易和投资	7
2011.05.06	蒙古	促进双边贸易发展、提供短期流动性	50
2011.06.13	哈萨克斯坦	加强双边金融合作、便利两国贸易和投资	70
2011.06.23	俄罗斯	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资	不详
2011.10.26	韩国	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	3600
2011.11.22	中国香港	维护两地和区域金融稳定、便利两地贸易和投资、支持香港人民币离岸市场发展	4000

“人民币区”初现与中国培育区域性货币依赖的可能性分析 □

2011. 12. 22	泰 国	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	700
2011. 12. 24	巴 西	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	100
2012. 01. 17	阿联酋	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	350
2012. 02. 08	马来西亚	便利双边贸易和投资、维护地区金融稳定	1800
2012. 02. 21	土耳其	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	100
2012. 03. 21	蒙 古	便利双边贸易和投资、维护地区金融稳定	100
2012. 03. 22	澳大利亚	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	2000
2012. 06. 26	乌克兰	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、维护地区金融稳定	150
2013. 03. 26	新加坡	加强双边金融合作，便利双边贸易和投资，提供短期流动性支持	3000
2013. 03. 26	巴 西	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、共同维护金融稳定	1900
2013. 06. 23	英 国	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、共同维护金融稳定	2000
2013. 09. 10	匈牙利	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、共同维护金融稳定	100
2013. 09. 12	阿尔巴尼亚	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、共同维护金融稳定	20
2013. 09. 30	冰 岛	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、共同维护金融稳定	35
2013. 10. 10	欧洲中央银行	加强双边金融合作、促进双边贸易和投资、共同维护金融稳定	3500

资料来源：笔者根据中国人民银行网站提供的信息整理而得，<http://www.pbc.gov.cn/publish/huobizhengceersi/3135/index.html>。

在贸易方面，2010年1月，中国—东盟自由贸易区正式全面启动，双边贸易额从2009年的2127.11亿美元快速增长至2012年的3996.52亿美元。^①这表明，一方面，无论是中国还是与中国有着密切经贸往来的东亚区域内国家，都有着在金融领域加强合作与提高区域内贸易自由化的强烈意愿；另一方面，中国也正在积极拓展与周边国家和地区的经济合作。然而，这种程度上的合作与提供区域内特权，从而培养周边国家和地区对人民币的依赖还存在相当的差距。

四、结论与政策建议

亚洲金融危机后，虽然美元在东亚货币篮中依然占据主导地位，但其隐含权重明显下降，而欧元和人民币的隐含权重则呈上升趋势。尤其是在全球金融危机后人民币汇率恢复到爬行盯住期间，人民币在韩国、中国香港、中

^① 亚洲开发银行网站，<http://www.aric.adb.org/>。

国台湾以及东南亚四国（菲律宾、马来西亚、新加坡、泰国）货币篮中的隐含权重，较 2005 年汇改初期有了明显的提高，“人民币区”在东亚若隐若现。“人民币区”的出现得益于中国近些年来的积累：一是通过东亚地区的产业内分工所构建起来的广泛贸易往来和产业资本投资网络；二是中国综合国力提高所带来的地缘辐射能力的提升。考虑到中国在贸易与金融领域对美国的依赖以及中国在美元区产业链条上的中间地位，“人民币区”的出现并不是东亚地区对美元本位制的抵抗，而是东亚其他经济体对中国保持经济稳定能力的认可与信任，通过提高人民币在其货币篮中的权重，将自身对美经济往来可能产生的汇率和市场风险转移给了中国。

由于“人民币区”是以区域内贸易分工为基础，因此，它并非偶然的暂时性存在，这对于中国拓展人民币在东亚区域内的使用范围、培养东亚其他经济体对人民币的依赖、提高中国对美金融外交的议价筹码都具有重要意义。那么，中国究竟需要采取哪些措施才能充分利用当前的“人民币区”强化自身在东亚的货币权力呢？

首先，中国需要巩固并强化自身为东亚提供出口市场的能力。坚实的经济基础是拓展货币权力的基本保障与前提。“人民币区”的形成在很大程度上有赖于中国在东亚地区贸易分工地位的变化，即从全球产业链的末端上升至中间环节，成为东亚将初级品转化成最终品并出口到全球产业链顶端的中转平台。正是由于中国为东亚提供了广阔的出口市场，东亚其他经济体才愿意提高人民币在其货币篮子中的比重。提高中国作为东亚其他经济体出口市场的能力可以同时从两方面入手。一是拓宽初级品和中间品的进口口径，即从数量和种类上尽可能多地增加对初级品和中间品的需求，这意味着中国不仅要成为制造业大国，更要成为制造业强国。这就需要中国加快国内产业结构升级，提高生产高附加值制造品的能力。二是加快经济改革步伐，将经济增长方式由出口导向型转向内需拉动型，在中国向东亚地区市场提供者角色挺进的过程中，逐渐弱化美元本位制对中国经济自主性的干扰。

其次，积极鼓励人民币的境外使用，推进人民币周边化和区域化进程，提高人民币作为国际储备货币、投资计价货币和交易结算货币的地位。虽然由中国政府推动的人民币国际化在近期内取得了令人瞩目的成绩，但相对于交易功能与投资功能，人民币在国际储备功能方面存在严重短板。目前，在全球各国央行持有的外汇储备中，人民币资产仅占 0.01%，远低于美元的

60%和欧元的25%。^① 增加人民币在东亚地区货币储备中的比重，不但有利于中国货币权力向东亚新兴经济体的渗透，同时也能在一定程度上弱化美元对这些经济体货币走势的影响。在投资功能方面，中国政府已积极发行以人民币计价的离岸债券，并计划拉长国债收益率曲线，着力打造能满足国内外多种类型投融资者需求的资本市场。如果未来人民币汇率交易区间能够得以拓展，那么必将增强人民币作为国际投资工具的公信力。在交易结算功能方面，虽然人民币在2013年已跃升至全球第八大支付货币，但考虑到中国的经济规模和国际贸易地位，人民币在此方面还有相当大的发展空间。由于与东亚其他经济体贸易的人民币结算会同时带来货币互换协议规模的扩大、资产收储（官方）和本币跨境信贷提升（民间），因此，提升人民币结算功能是短期内在构建人民币区域化网络、拓展中国货币权力方面取得显著成效的上佳途径。

第三，通过提高区域内贸易自由度以及给予贸易伙伴国适当的贸易优惠政策来巩固当前尚未成形的“人民币区”。由前文可知，除了印度尼西亚，多数东亚新兴经济体皆因与中国密切的经济联系而在不同程度上加入了“人民币区”。因此，巩固加深与这些地区间的贸易往来，提高区域内贸易自由度，尽可能避免不必要的贸易摩擦是维护当前“人民币区”、确保以市场力量稳固“人民币区”根基的当务之急。

第四，提高金融开放度，鼓励区域内投资资本的自由流动，并尽全力争取区域货币合作时的主动，以谋求人民币在未来的领导地位，培养周边国家和地区对中国的货币依赖。此外，中国也应把握恰当时机，通过积极的金融外交从政府层面促进“人民币区”的成长，来自区域外的金融危机冲击、经济摩擦、甚至是政治冲突都会为中国在区域内开展金融外交提供机会。

^① 帕特里克·兹韦费尔：《世界即将迎来人民币时代》，FT中文网，<http://www.ftchinese.com/story/001054291>。