

国际货币体系多元化走势与欧元的地位

◎高海红

摘要：欧元的诞生对国际货币体系产生重大影响。本文分析了在当前全球政治经济环境背景下国际货币体系的特征，提出美元仍居于主导地位，非传统货币在中央银行外汇储备中占比不断提升，黄金需求增加，新兴市场在国际市场上以本币进行融资的比重不断上升。在此基础上，本文分析了欧元的国际货币地位，总结对人民币国际化的启示。

关键词：欧元；国际货币体系；人民币国际化

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

欧元的诞生不仅是欧洲一体化的结晶，也对国际货币体系产生巨大的影响。近年来，全球地缘政治风险加大，经济全球化退潮，贸易体系出现碎片化倾向。在这一背景下，未来全球货币格局如何演变？欧元处于怎样的地位？欧元对人民币国际化有什么启示？本文试针对以上问题展开分析。

一、国际货币体系多元化走势

（一）美元仍居于主导地位

在当前世界货币格局中，美元仍居于主导地位。作为储备货币，美元在各国政府持有的外汇储备中占比为58%，这一比例比20多年前的70%有所下降，但下降速度非常缓慢。作为国际支付货币，美元在全球支付体系中的份额为47%。在外汇交易市场上，美元占交易总额的89%，是最大的交易货币。美元长期保持主导地位的背后有诸多的支持性因素，主要包括以下几方面：一是美元地位维持具有网络外部性；二是美元缺乏替代性；三是美元具有安全资产属性，主要体现在美国具有世界最大规模和最强流动性的资本市场。

布雷顿森林体系崩溃以来，美元主导是市场的选择。但这一选择并非最佳选择，具有以下问题：

作者简介：高海红，中国社会科学院长城学者，世界经济与政治研究所国际金融研究中心主任。

一是美债的可持续性。作为全球储备货币，美元供给主要来自美国贸易逆差和美国发行大量国债两个渠道。而近些年，美国发行国债越来越成为全球储蓄流向美国的重要渠道。二是美元流动性周期以及美联储货币政策调整具有很强的溢出效应，新兴经济体的政策空间受到严重挤压。更进一步来看，地缘政治紧张局势升级和俄乌冲突爆发很可能是美元体系的分水岭。

（二）经济与政治不确定性加速了国际货币多元化进程

国际货币多元化表现之一为非传统货币在中央银行外汇储备中占比不断提高。这里的非传统货币指的是包括澳元、加元等非国际货币基金组织特别提款权（SDR）篮子的货币。尽管人民币在 SDR 篮子中，其也属于非传统货币。传统货币指的是美元、欧元、日元和英镑这四个传统的储备货币。2008 年国际金融危机以来，外汇储备不断流向非传统储备货币。2009—2023 年，非传统货币占比从 3% 提高到 11.1%，传统货币占比从 97.1% 下降到 88.9%。这一变化既反映了新兴经济体和发达经济体央行储备投资组合多元化的决策；也是由于这些货币市场流动性有所改善，能够吸引更多寻求回报的投资。俄乌冲突爆发后，尽管这一趋势没有加速，但随着时间的推移，分散风险的动机将进一步带动非传统货币的储备职能的提升。

多元化表现之二为对黄金需求增加。自 2008 年国际金融危机以来，全球央行黄金购买量显著增加，且这一趋势在最近地缘政治风险上升后有所加剧。根据世界黄金协会的数据，2022 年全球央行购买了超过 1100 吨黄金，是 2021 年购买量的两倍多，2023 年仍保持了相当的购买水平。黄金需求增长，一是由于在央行独立性不断降低的情况下，黄金可以对冲通胀；二是在经济和金融不确定性增加时期，黄金被用作风险的对冲工具；三是在地缘政治风险上升期，黄金被用作制裁的对冲工具。2022 年俄乌冲突爆发以来，黄金需求大涨主要是受到制裁对冲因素的影响。黄金作为储备资产的属性曾经受到广泛的质疑，但是在地缘政治风险增大的情况下，黄金作为对冲工具，已成为国际货币体系多元化的重

要因素。

多元化表现之三是新兴市场国家在国际市场上以本币进行融资的比重不断上升。国际清算银行统计显示，过去 20 年间，新兴市场国家外币融资占总外债的比例从 88.3% 降到 82.7%。其中，政府部门的主权债外币融资从 2005 年的 76.1% 降到 2020 年的 39.4%。这些变化是本币融资比例不断上升带来的。从 20 世纪 90 年代以来，许多新兴市场国家就开始努力减少用外币进行融资。这些国家从 1997—1998 年亚洲金融危机中得到了教训：在那些对银行体系比较依赖的国家，使用大量外币进行借款的结果是出现银行体系的双重错配，即很多国家在国际市场获得以外币计价的短期借款，而在国内发放的是本币长期贷款，这就出现了货币币种与期限的双重错配。双重错配的结果是当汇率出现剧烈波动时，银行体系会出现较大的风险敞口。例如，在美元升值时期，一些国家的美元债会迅速增加，银行资产负债表会表现出巨额亏损。为缓解这一风险，部分国家的央行采取固定汇率制度，通过稳定币值对银行体系进行担保，这就出现了所谓的“浮动恐惧”，或“原罪”问题。为避免这些问题，许多国家努力减少对外币的依赖，发展本国债券市场，吸引外国资本投资本币债券。在地缘政治风险加大的情况下，一些新的清算系统被建立，叠加数字货币的发展，将进一步推动本币的国际使用。

二、欧元的国际货币地位

多年来，欧元一直处于美元的阴影之下，在一定程度上也可以说欧元是德国马克的遗产。欧央行对欧元国际化的态度也受德国央行过去对马克国际角色立场的影响。然而，欧洲早就意识到过度依赖美元所带来的问题。一个重要的契机是美国制裁伊朗直接导致欧洲寻求绕开美元为主的 Swift 系统的尝试，法国、德国和英国联合动议，2019 年投入运行“贸易互换支持工具”（INSTEX 机制）。尽管这一系统并不成功，但在一定程度上反映出美国的单边主义迫使欧洲领导人重新思考欧元的国际作用。欧盟前任主席容克曾明确表示，欧盟用美元支付石油交易是荒谬的，因为欧盟与美国石油贸易只占欧

盟石油进口的 2%，而欧盟 80% 的石油进口使用美元结算。他甚至指出：“欧元必须成为一个新的、更有主权的欧洲的门面和工具。”

很显然，欧元在过去 10 年中国际作用的韧性与欧元区在全球产出中所占份额的下降形成鲜明对比。欧元的国际角色在国际金融危机和欧洲主权债务危机时期受到比较大的冲击。但随后欧元的国际角色相对稳定。自 2022 年第四季度至 2023 年第四季度的一年中，按固定汇率计算，欧元国际作用的综合指数稍有下降；而按当前汇率计算，该指数基本稳定在 19% 以上。欧元的国际角色无疑为美元主导下的国际货币体系提供了多元化的选项。

第一，欧元一直以来是全球第二大贸易计价货币。欧元的势力范围主要在邻国，2022 年统计数据显示，斯洛文尼亚、立陶宛、斯洛伐克、克罗地亚、奥地利和意大利的贸易中欧元计价均超过 50%。欧元计价主要基于贸易关系的驱动。欧央行的研究发现，在欧元启用的前十年中，欧元计价比重上升的 40% 是贸易联系增加带来的。这被称作欧元国际化的贸易冲击。通常，由于网络外部性的存在导致锁定效应，挑战者货币需要很长时间才能取代现有货币。欧元区紧密的贸易联系在一定程度上突破了美元计价职能的惯性。

第二，欧元是重要的锚定货币。锚定货币是货币政策框架选择的一部分。在这一安排下，各国央行将汇率维持在预定的水平或范围内，并在必要时买入或卖出外汇进行市场干预。在国际货币基金组织成员国中，采用货币锚的国家占成员国总数的 41.7%。美元仍然是最主要的锚定货币，2022 年占成员国的 19.1%，这一比例与 2007 年的 34% 相比有大幅度下降。欧元是第二大锚定货币，有 26 个成员国以欧元作为锚定货币，占成员国的 13.4%。如果考虑货币篮子、特别提款权等锚定类别，根据欧央行的估计，全球范围内将欧元作为锚定货币的国家有 60 多个。

欧元锚定功能继承自其前身德国马克。20 世纪 90 年代初苏联解体以及自由化浪潮和恶性通货膨胀之后，大多数转轨经济体在几年内实施浮动的汇率制度。随后，这些经济体越来越多地开始将货币或紧或松地与德国马克和美元挂钩。例如，中欧

和东欧国家选择锚定德国马克（后来的欧元），而大多数苏联加盟共和国则选择美元作为锚货币。可以说德国马克日益普及，使得后来欧洲汇率机制乃至欧元建立成为马克网络效应的自然结果。之所以锚货币职能对欧元重要，是因为一旦一个国家选择欧元作为锚货币，该国央行需要持有欧元作为外汇储备，锚货币制度本身需要央行根据稳定性的目标进行外汇干预。在这种情况下，充足的外汇储备是干预行动的基本保障。

第三，欧元安全资产属性。欧元主权债是否具有安全资产属性是决定欧元国际角色的重要指标。从国际比较看，美国所能提供的安全资产占全球安全资产的近一半。欧盟核心国家政府仅提供 6.8%。仅靠欧元区核心国家发行主权债难以带动欧元区的整体融资能力，这也是近期对欧元区的超主权债的讨论越来越多的原因。目前泛欧主权债很少。2020 年和 2021 年，欧盟为应对新冠大流行后经济衰退出台两项债券发行计划：分别是在紧急情况下降低失业风险的临时支持（SURE）和下一代欧盟计划（NGEU）。SURE 和 NGEU 债券获得了两家主要评级机构的 AAA 评级，其发行也受到国际投资者的追捧，表明中央银行和其他官方投资者对该债券具有较高的参与度。当然，超主权欧元债要成为真正的安全资产，仍有较多的约束。例如，债券市场流动性仍然较低，SURE 和 NGEU 都是一次性有时间限制的欧盟债券，这阻碍投资者制定永久投资欧盟债券的计划；欧盟债券还缺乏私人部门的参与，缺乏衍生对冲工具等。

第四，地缘政治风险对欧元国际货币职能的影响具有不确定性。欧元储备减持不仅仅发生在非盟友国家，2023 年对比 2018 年，在持有欧元储备的 17 个非欧元区国家中，只有美国、摩尔多瓦和格鲁吉亚增持了欧元储备，其他国家，包括英国、瑞典、加拿大、捷克等都减持欧元储备。这一减持说明欧元储备的可替代性在提高。在地缘政治风险较高时期，欧元区所处的风暴中心地位对欧元有直接的冲击。当然核心问题是如何处置冻结的俄罗斯中央银行 3000 亿美元的储备资产。欧元区国家对处置俄罗斯冻结资产的态度比较谨慎。俄罗斯持有的外汇储备总额中有 40% 是欧元，占欧元外汇储备总额的

8%。欧元储备地位对地缘政治风险变化具有较高的敏感度。近期，G7领导人峰会再次谈论到对冻结资产的使用问题，并讨论将该资产的收益进行处置，筹措资金为乌克兰的军队、预算和重建提供额外的资金支持。无论以何种方式，只要动用这部分冻结的资产，就等于变相将欧元武器化，对欧元信誉存在潜在的不利影响。

三、欧元发展对人民币国际化的启示

从欧元发展的经验看，贸易关系对货币计价功能的提升有重要意义。欧元的国际使用在相当程度上依靠欧元区内部和外部的贸易联系。根据欧央行估计，自欧元诞生到2019年，在欧元区国家与邻国贸易货币计价中，以欧元计价的比重平均增加了20多个百分点，而同期美元计价比重则有所下降。但通常而言，尽管美国在全球产出和贸易中的份额有所下降，美元在贸易领域的计价功能非常具有惯性。欧元区紧密的贸易联系突破了美元计价职能的惯性。相比之下，人民币的支付货币职能仍有很大的提升空间。中国目前的对外贸易占全球贸易总额的21.6%，是全球第一大贸易国，然而，人民币占全球贸易计价的比重仅为3.7%。与中国在全球贸易和全球价值链中的地位相比，人民币贸易计价比重有很大的提升空间。

国内金融结构也是影响货币国际使用的一个重要因素。总体而言，欧元区国家的金融结构以银行为主，与中国金融结构相似，与美国以市场为基础的金融结构有很大的不同。市场主导或者直接融资主导的金融体系比银行主导或间接融资主导的金融体系更容易扩大与金融交易有关的货币职能。欧元在刚推出时比较成功的原因主要有三方面：一是欧元固定收益市场扩大；二是欧元区共同基金和商业票据极大发展；三是统一的支付系统的建立。所有这些欧元区内部市场的发展都对欧元国际地位的提升起了很大作用。中国在大力发展直接融资，扩大资本市场的融资能力和交易产品，这对提高人民币在金融市场中的融资功能有重大意义。

离岸市场发展与在岸市场发展相伴而生。20世纪60年代，美国政府对在岸的美元国际借贷和投

资实施了限制，却促成了欧洲美元市场的发展。类似的例子还发生在19世纪70年代，当时，德国货币当局限制非居民发行马克债券，其结果是德国境外的欧洲马克市场迅猛发展。值得一提的是，德国政府曾经担心由于欧洲马克市场不断壮大，欧洲马克市场与国内市场之间形成频繁的套利交易，使得国内货币政策更难推行。因此，在相当长的时间内，德国马克境外市场的发展并没有得到德国货币当局的支持。但是市场力量最终起了决定作用。而欧洲马克市场的迅速发展又反过来迫使德国政府放弃对马克境外交易的限制。经验表明，对一个具有强大的经济规模和国际贸易实力支持的货币来说，离岸市场发展是自发形成的结果，市场力量是货币国际化的根本推手。

总之，未来的国际货币体系仍将延续缺乏基于规则和制度性设计的安排。非经济因素对未来国际货币体系形成的影响更加明显。由于在非经济考虑下，对国家风险的规避成为重要因素，因此在极端情况下会出现毫无经济效率的货币集团。数字货币的发展在支付基础设施方面会带来革命性的变化，但目前其实施和普及仍具有不确定性。更为重要的是，在金融动荡时期主要国家之间缺乏国际合作的意愿，这将加速形成国际货币体系失序状态。在多极化加速的背景下，未来国际货币体系的稳定性或将面临严峻挑战。

(责任编辑：冯天真)