

## 摘要

2013年9月，习近平总书记提出“一带一路”的倡议，为人民币国际化提供了重要契机。是否成为其它国家货币的锚货币，即作为其它国家汇率定价的参照标准，是一国货币国际化的重要体现。随着“一带一路”战略的提出，“一带一路”沿线各国货币是否开始从锚定美元、欧元、英镑和日元等传统国际货币转向锚定人民币？“一带一路”战略是否对提升人民币在沿线国家货币锚效应具有推动作用？如何进一步提升人民币的锚效应？上述问题受到学界的广泛关注，也是本文致力于回答的重要问题。

首先，本文通过对最优货币区理论、货币竞争理论和货币锚的基本概念及演化进行了梳理，为后文的研究提供理论支撑。同时分别针对货币锚效应的测度、人民币锚效应的影响因素和人民币国际化在“一带一路”区域内的进程三个方面的已有研究进行总结和归纳，发现已有研究在对人民币锚效应进行测度时，主要以我国的汇率改革进程为节点进行分段测度，缺少“一带一路”战略前后的对比分析。在探讨人民币锚效应影响因素时，现有研究主要基于从贸易或金融的单一视角，对“一带一路”战略对人民币锚效应的影响研究较少。本文以“一带一路”战略和疫情为节点，对人民币锚效应进行对比分析，从“一带一路”战略的视角进行人民币锚效应的影响因素研究，在研究视角上具有一定的创新。

其次，本文对从国内条件和国外条件两个角度对人民币成为“一带一路”沿线国家的锚货币的现实背景进行分析，认为人民币成为“一带一路”沿线国家的锚货币具有强大的国家经济实力支撑以及良好的国际机遇。同时发现疫情发生之后，我国经济在世界范围内具有突出的发展。

第三，基于以上分析，本文选取“一带一路”沿线的47个国家为研究样本，以“一带一路”战略和疫情为节点，将样本分为三个阶段，分别使用状态空间模型估计出人民币锚效应的时变参数。研究结果表明：三个阶段中，

美元在“一带一路”沿线各国的锚效应均保持强势。“一带一路”战略提出后，美元、欧元和英镑的锚效应下降，而人民币的锚效应提高，且集中体现在东南亚区域。疫情发生之后，人民币的锚效应显著提高，辐射区域更加广泛，在“一带一路”沿线国家的货币影响力仅次于美元。

第四，本文进一步选取人民币锚效应显著中的 13 个国家，以测度出来的人民币锚效应为被解释变量，从“一带一路”战略出发，选取伙伴关系、本币双边互换协议、对外直接投资和贸易依存度四个关键解释变量，构建时间固定效应模型，进行人民币锚效应的影响因素分析。研究发现：伙伴关系、本币双边互换协议和对外直接投资对人民币锚效应具有稳定的正向影响，但对外直接投资的影响系数较小。贸易依存度对人民币锚效应不具有显著的影响。

综合来看，“一带一路”战略提出后，沿线各国货币已经开始具有从锚定美元、欧元、英镑和日元等传统国际货币转向锚定人民币的趋势。疫情发生之后，这一趋势更为明显。“一带一路”战略对人民币锚效应的影响以政府合作和沟通为主要渠道，其投资和贸易渠道还有待提升。基于此，本文最后提出了四条关于提高人民币在“一带一路”沿线国家锚效应的建议，以期能够为推动人民币的区域化和国际化提供一定的参考。

**关键词：**一带一路；人民币；锚效应；疫情；伙伴关系；本币双边互换协议；对外直接投资；贸易依存度

## Abstract

In September 2013, General Secretary Xi Jinping put forward the "Belt and Road" initiative, which provides an important opportunity to promote the internationalization of RMB. Whether it becomes the anchor currency of other countries' currencies, that is, as the reference standard of the exchange rate pricing of other countries, is also an important embodiment of the internationalization of a country's currency. With the proposal of the "Belt and Road" strategy, have the currencies of countries along the "Belt and Road" route begin to shift from anchoring traditional international currencies such as the dollar, euro, pound and yen to anchoring the RMB? Does the "Belt and Road" strategy promote the monetary anchor effect of the RMB in countries along the "Belt and Road"? How to further enhance the anchor effect of the RMB? The above questions have been widely concerned by the academic community, and they are also the important questions that this paper is committed to answer.

First of all, this paper sorts out the optimal currency area theory, currency competition theory and the basic concepts and evolution of currency anchor, and provides theoretical support for the following research. At the same time, it summarizes and concludes the existing researches on the measurement of currency anchor effect, the influencing factors of RMB anchor effect and the process of RMB internationalization in the "Belt and Road". It is found that the existing researches mainly take the process of China's exchange rate reform as the nodes to measure the RMB anchor effect, and lack the comparative analysis before and after the "Belt and Road" strategy. When discussing the influencing factors of RMB anchor effect, the existing researches mainly discuss from the single perspective of trade or finance, and there are few researches on the influence of the "Belt and Road" strategy on RMB anchor effect. This paper takes the "Belt and Road" strategy and the epidemic as nodes to make a comparative analysis of the anchor effect of RMB, and studies the influencing factors of the anchor effect of

RMB from the perspective of the "Belt and Road" strategy, which is innovative in terms of research perspective.

Secondly, this paper analyzes the realistic background of RMB as the anchor currency of countries along the "Belt and Road" from the perspectives of domestic and foreign conditions, and believes that RMB becoming the anchor currency of countries along the "Belt and Road" has strong national economic strength support and good international opportunities. At the same time, we found that China's economy has developed significantly in the world since the outbreak of the epidemic.

Thirdly, based on the above analysis, 47 countries along the "Belt and Road" are selected as research samples in this paper. Taking the "Belt and Road" strategy and the global epidemic as nodes, the samples are divided into three stages. The state-space model is used to estimate the time-varying parameters of RMB anchor effect respectively. The results show that: in the three stages, the anchor effect of the US dollar in the countries along the "Belt and Road" remains strong. With the proposal of the "Belt and Road" strategy, the anchor effect of US dollar, euro and pound decreased, while that of RMB increased, and was concentrated in Southeast Asia. After the outbreak of the epidemic, the anchor effect of RMB has been significantly enhanced, and its radiation area has been more extensive. Its currency influence in countries along the "Belt and Road" is second only to the US dollar.

Fourthly, this paper further selects 13 countries with significant anchor effect of RMB. Taking the measured anchor effect of RMB as explained variable, starting from the "Belt and Road" strategy, this paper selects four key explanatory variables, namely diplomatic partnership, bilateral swap agreement of local currency, foreign direct investment and trade dependence, to build a time-fixed effect model. The influencing factors of RMB anchor effect are analyzed.

The results show that diplomatic partnership, local currency bilateral swap agreement and foreign direct investment have stable positive influence on the anchor effect of RMB, but the influence coefficient of foreign direct investment is small. Trade dependence has no significant influence on anchor effect of RMB.

To sum up, after the "Belt and Road" strategy was proposed, the currencies of countries along the "Belt and Road" have begun to have the trend of from anchoring traditional international currencies such as the US dollar, euro, pound

and yen to anchoring RMB. After the outbreak of the pandemic, the trend was even more pronounced. The influence of the "Belt and Road" strategy on the anchor effect of RMB takes government cooperation and communication as the main channels, and its investment and trade channels need to be improved. Based on this, this paper finally puts forward four suggestions on improving the anchor effect of RMB in countries along the "Belt and Road", hoping to provide certain references for promoting the regionalization and internationalization of RMB.

**Keywords:** The "Belt and Road"; RMB; Anchor effect; The epidemic; Diplomatic partnership; Bilateral currency swap agreements; Foreign direct investment; Trade dependence



# 目 录

<b>1.绪 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	3
1.2.2 实践意义.....	3
1.3 研究思路与方法.....	4
1.3.1 研究思路.....	4
1.3.2 研究方法.....	5
1.4 研究的创新.....	6
<b>2.理论基础与文献综述</b> .....	<b>7</b>
2.1 理论基础.....	7
2.1.1 最优货币区理论.....	7
2.1.2 货币竞争理论.....	9
2.1.2 货币锚的基本概念及演进.....	10
2.2 文献综述.....	12
2.2.1 关于货币锚效应的测度.....	12
2.2.2 关于影响人民币“锚”效应的因素研究.....	14
2.2.3 关于人民币国际化在“一带一路”区域内的进程研究.....	14
2.2.4 文献述评.....	15
<b>3.人民币成为“一带一路”沿线国家货币锚的现实背景</b> .....	<b>16</b>
3.1 国内条件.....	16
3.1.1 经济实力.....	16
3.1.2 对外开放.....	20
3.1.3 人民币国际化.....	22

3.2 国际条件 .....	25
3.2.1 国际货币体系存在结构缺陷 .....	25
3.2.2 美欧日元影响力下降 .....	26
3.2.3“一带一路”引领国际合作新格局 .....	26
<b>4.人民币锚效应的测度 .....</b>	<b>28</b>
4.1 模型介绍 .....	28
4.2 数据变量设定 .....	29
4.3 描述性统计分析 .....	31
4.4 平稳性检验 .....	32
4.5 协整关系检验 .....	35
4.5 实证结果分析 .....	38
4.5.1 第一阶段实证结果分析 .....	38
4.5.2 第二阶段实证结果分析 .....	40
4.5.3 第三阶段实证结果分析 .....	43
<b>5.人民币锚效应影响因素分析 .....</b>	<b>47</b>
5.1 变量选取及模型设定 .....	47
5.1.1 变量选取 .....	47
5.1.3 模型设定及样本说明 .....	50
5.1.2 描述性统计分析 .....	50
5.1.4 平稳性检验 .....	51
5.2 实证结果分析 .....	51
<b>6.结论与建议 .....</b>	<b>54</b>
6.1 结论 .....	54
6.2 政策建议 .....	55
6.2.1 保持经济的持续稳定增长 .....	55
6.2.4 推动人民币作为区域内结算货币 .....	56
6.2.3 加强与“一带一路”沿线国家的合作 .....	56
6.2.4 争取国际大宗商品定价权 .....	56
6.3 研究展望 .....	57
<b>参考文献 .....</b>	<b>58</b>



附 录.....	63
致 谢.....	75
在读期间科研成果.....	76

## 表目录

表 3-1 主要经济体 GDP 占世界 GDP 比重 .....	19
表 4-1 47 个“一带一路”国家货币信息和区域分布情况 .....	30
表 4-2 样本数据阶段划分 .....	31
表 4-3 名义汇率对数化后和一阶差分后的描述性统计分析 .....	31
表 4-4 对数化后的一阶差分 ADF 检验结果 (2010.07-2013.09) .....	33
表 4-5 对数化后的一阶差分 ADF 检验结果 (2013.10-2019.12) .....	34
表 4-6 对数化后的一阶差分 ADF 检验结果 (2020.01-2022.09) .....	35
表 4-7 协整关系检验结果 (2010.07-2013.09) .....	36
表 4-8 协整关系检验结果 (2013.10-2019.12) .....	37
表 4-9 协整关系检验结果 (2020.01-2022.09) .....	38
表 4-10 主要参考货币能产生显著锚效应的“一带一路”国家个数 (第一阶段) .....	39
表 4-11 人民币时变参数估计结果 (2010.07-2013.09) .....	40
表 4-12 主要参考货币能产生显著锚效应的“一带一路”国家个数 (第二阶段) .....	41
表 4-13 人民币时变参数估计结果 (2013.10-2019.12) .....	42
表 4-14 主要参考货币能产生显著锚效应的“一带一路”国家个数 (第三阶段) .....	43
表 4-15 人民币估计结果时变参数 (2020.01-2022.09) .....	44
表 5-1 关键解释变量说明 .....	49
表 5-2 控制变量说明 .....	49
表 5-3 人民币货币锚效应影响因素模型的解释变量解释 .....	49
表 5-4 描述性统计分析 .....	50
表 5-6 时间固定效应模型结果 .....	52

## 图目录

图 1-1 研究思路.....	5
图 3-1 中国国内生产总值.....	17
图 3-2 中国经济增长速度.....	18
图 3-3 中、美、日、欧对世界经济贡献率（汇率算法）.....	19
图 3-4 中国进出口贸易规模.....	20
图 3-5 中国 OFDI 流量及存量规模图.....	22
图 3-6 跨境贸易人民币结算业务金额.....	23
图 3-7 资本项目的跨境人民币结算.....	24
图 4-1 中国医药产品出口额.....	46



# 1.绪 论

## 1.1 研究背景

### (1) “一带一路”战略的提出

“一带一路”是指“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”。2000 多年前，陆上丝绸之路和海上丝绸之路相继兴起，成为联通欧亚，促进东西文化和贸易往来的重要枢纽。在这一历史背景以及新的时代背景下，2013 年 9 月，习近平总书记首次提出“一带一路”倡议。这一倡议旨在以陆上和海上“古丝绸之路”为载体和依托，构建国际经济合作大走廊，促进“一带一路”沿线，但不限于这一范围的全球各国及各经济组织之间的合作与发展，构建命运共同体，实现互利共赢。

“一带一路”的倡议与构想提出之后，得到了“一带一路”沿线各国及国际社会的广泛响应。截至 2023 年 1 月 6 日，我国已经同 151 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件<sup>1</sup>，已经覆盖了亚洲、非洲、欧洲、北美洲、南美洲和大洋洲等多个区域。“一带一路”战略除继续发展与区域内各国和各经济组织之间的双多边机制外，更是在基建和交通等的互联互通与贸易的便利化上多维发力。中国对“一带一路”国家的对外直接投资额基本呈逐年递增的趋势，并在 2021 年超过 200 亿美元。<sup>2</sup>

### (2) “一带一路”与人民币锚效应

是否成为其它国家货币的锚货币，即作为其它国家汇率定价的参照标准，是一国货币国际化的重要体现。目前美元仍在国际货币体系占据主导地位，人民币难以在全球范围内被广泛认可并使用。“一带一路”战略则成为了提升人民币锚效应，促进人民币国际化的重要契机。在“一带一路”建设的实

<sup>1</sup> 数据来源：中国一带一路网

<sup>2</sup> 数据来源：商务部发布的历年《中国对外直接投资统计公报》

质性推进中，大量的基础设施建设和贸易的互联互通，能够创造更多的贸易和投融资的机会，提高人民币的跨境结算规模。在贸易和投资走出去的基础上，有效带动资本输出，实现人民币的走出去，逐步形成以人民币为核心的跨境结算体系<sup>[1]</sup>。在“一带一路”战略中，我国扮演着最大的资金供给方和资本输出方的角色，为人民币使用范围以及使用规模的拓展提供了非常便利的途径<sup>[64]</sup>，有利于人民币实现在部分国家或地区中的突围，推动更多“一带一路”沿线国家将人民币作为锚货币。人民币锚效应的形成与增强意味着人民币在国际社会作为计价货币被接纳与使用，这也是人民币国际化中最为关键的一个环节。从“一带一路”战略的角度来对人民币锚效应进行研究有其必要性。研究人民币是否已经成为“一带一路”沿线的各个国家货币定价的参考货币及其影响因素，有利于为我国把握“一带一路”建设方向，实现“一带一路”战略和人民币国际化协调推进，提供一定的参考和依据。

### （3）全球疫情大流行与人民币锚效应

2020年，新冠肺炎疫情突如其来，使各国经济遭受重创，世界经济陷入了严重的衰退，全球产值的年增长率为-3.11%<sup>3</sup>。世界各国出现了负增长、大规模失业、财政赤字等情况。而中国率先走出疫情阴影，迅速复工复产推动产业复苏，通过各项政策稳定并促活经济，中国经济基本面稳定向好，成为了2020年全球唯一一个经济正增长的主要经济体，增长率为2.24%<sup>4</sup>。在这一情况下，国际社会对人民币的态度是否出现明显的转变，其在“一带一路”区域的货币锚效应又有何变化，这都是我国与外汇市场比较关心的问题。

## 1.2 研究意义

人民币作为国际货币的后起之秀，在推行国际化的过程中，必须不断地总结经验并调整方向，走出适合中国的货币国际化道路，这一问题也受到越来越多的学者的关注，然而相关的研究还处在起始阶段。因此，对“一带一路”战略与人民币锚效应的研究具有一定的理论意义和实际意义。

---

<sup>3</sup> 数据来源：世界银行 WDI 数据库。

<sup>4</sup> 数据来源：世界银行 WDI 数据库。

### 1.2.1 理论意义

第一，国际货币往往都是由发达国家的货币来充当，因此现有的国际货币理论也主要是关于发达国家货币。而中国作为世界上最大同时是最典型的发展中国家，因此对人民币的锚效应以及国际化进程的研究有助于完善现有的国际货币理论。本文通过对人民币、美元、欧元、英镑和日元在“一带一路”沿线国家锚效应的对比分析，为国际货币体系的变革提供了一定的理论依据。

第二，从“一带一路”的角度来研究人民币的锚效应，为人民币国际化的理论增添了不同的视角。已有研究在对人民币锚效应进行测度时，主要以我国的汇率改革进程为节点进行分段测度，缺乏“一带一路”战略以及疫情前后的对比分析。在探讨人民币锚效应影响因素时，现有研究主要从贸易或金融的单一视角出发进行讨论，对“一带一路”战略对人民币锚效应的影响研究较少。本文以“一带一路”战略和疫情为节点出人民币锚效应进行对比分析，从“一带一路”战略总体的视角进行人民币锚效应的影响因素研究，对现有研究具有一定的补充意义。

### 1.2.2 实践意义

第一，有利于为我国人民币国际化的推进方向提供一定的参考意见。本文通过与美元、欧元、英镑和日元四大主要参考货币的横向对比分析，研究人民币与它们之间的差距，为我国抓住历史机遇，推动人民币在当下以美国为主导、一超多元的国际货币格局中，获得一席之地提供一定的参考意见。

第二，本文以“一带一路”和疫情为节点，将时间分为三个阶段，分别使用状态空间模型测度人民币在“一带一路”沿线国家锚效应的时变参数，并观测与分析人民币在这三个阶段表现的纵向变化。同时利用时间固定效应模型分析了人民币锚效应的影响因素，能够为我国“一带一路”建设和人民币国际化协同发展提供一定的参考意见。

## 1.3 研究思路与方法

### 1.3.1 研究思路

第1章，绪论部分。本章首先介绍了本文的研究背景、研究意义；基于此，又对文章的研究思路和研究方法进行了具体的描述；最后，总结分析了研究的创新之处。

第2章，理论基础和文献综述部分。本章节主要介绍了本文的理论基础和文献综述。首先，在理论基础部分，本文详细阐述了最优货币区理论、货币竞争理论和货币锚的基本概念及演进。其次，在文献综述方面，主要针对货币锚效应的测度、人民币锚效应的影响因素以及“一带一路”国家内人民币国际化进程三个方面来归纳和总结已有的研究。

第3章，人民币成为“一带一路”沿线国家货币锚的现实背景。本章节对人民币成为货币锚的背景主要分为国内条件和国外条件来分别进行论证。在国内条件方面，主要从经济实力、对外开放和人民币国际化三个方面来进行论证。国际条件方面，主要从国际货币体系存在的结构缺陷、美欧日元影响力下降、“一带一路”引领国际合作新格局这三个方面来进行论证。

第4章，人民币锚效应的测度部分。本章节改进货币锚模型 F-W 模型，一是以两步法回归剔除共线性，二是引入状态空间模型，从而更加准确地对人民币在样本国家的锚效应进行测度。同时，将研究样本按照时间划分为“一带一路”战略前、“一带一路”战略后到疫情前、疫情后三个阶段，对比分析人民币锚效应在三个阶段的大小，直观地观测“一带一路”战略和全球疫情对人民币锚效应的影响。同时，在每个阶段，对美元、欧元、英镑、日元这四大参考货币和人民币的锚效应进行了区域对比分析，分析人民币锚效应与美元等的差距并深入挖掘人民币锚效应的空间特征。

第5章，人民币锚效应的影响因素部分。本章以上一章节中人民币锚效应显著的部分国家为样本国家，并以测度出来的人民币锚效应的大小为被解释变量，建立时间固定效应模型，分析人民币锚效应的影响因素。选取伙伴关系、本币双边互换协议、对外直接投资额和贸易依存度为关键解释变量，结合最优货币区理论选取我国对“一带一路”沿线国家的经济增长率差异、通货膨胀差异性和利率差异性为控制变量，来衡量“一带一路”合作战略对



人民币锚效应的影响。

第6章，结论、政策建议及研究展望。本章首先基于全文的研究分章节的阐述自己的结论并有针对性地提出相关的政策建议。其次，针对本文研究的不足之处提出展望。

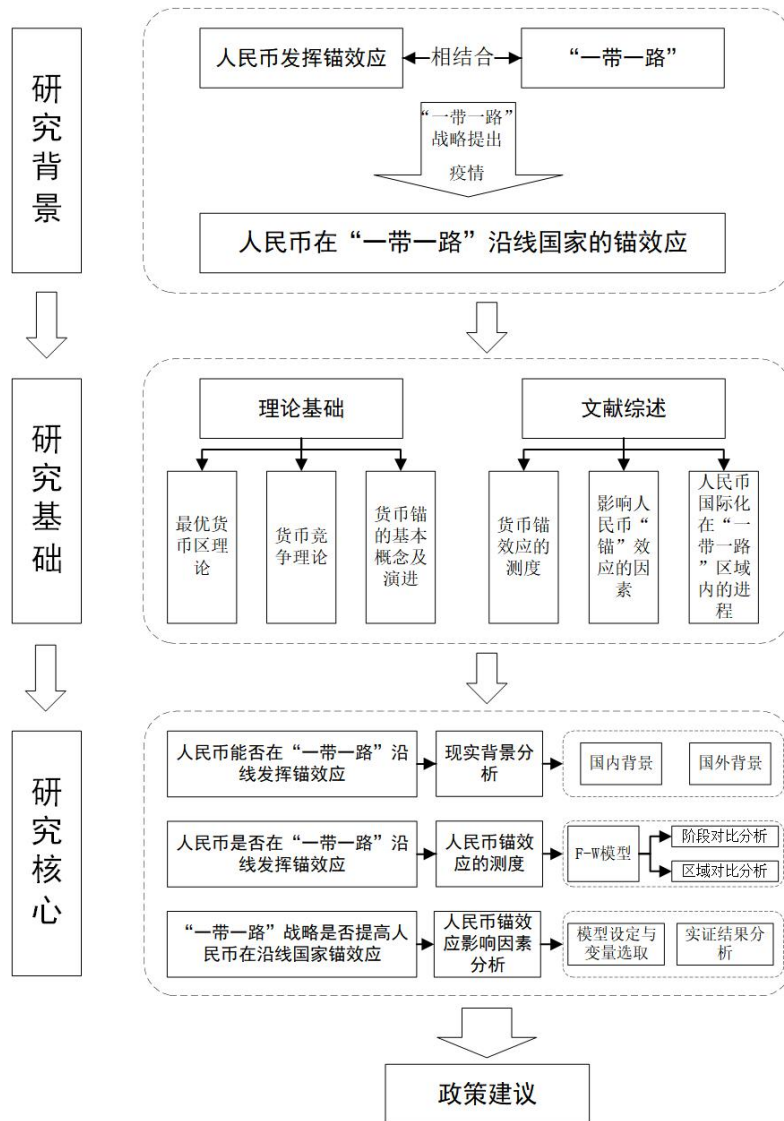


图 1-1 研究思路

### 1.3.2 研究方法

#### (1) 文献分析法

在研究之前以及研究的过程中，通过大量阅读相关文献，学习和掌握已

有研究所采用的研究思路及获得的研究成果，对适合本文的研究方法进行借鉴并改进，并采用最新的数据，以求获得最新的成果。

### （2）实证分析法

本文的实证研究包括两个部分。第一部分，本章节分两步改进 F-W 模型，一是以两步法回归剔除共线性，二是引入状态空间模型，从而对人民币锚效应更加准确地进行测度。第二部分，以估计出来的人民币锚效应作为被解释变量，采用时间固定效应模型来对人民币锚效应的影响因素进行分析。

### （3）对比分析法

本文在对人民币的锚效应进行测度时，分为“一带一路”战略前，“一带一路”战略到疫情前，疫情后三个阶段来进行测度，对比分析人民币锚效应在三个阶段的大小。同时在每个阶段，对美元、欧元、英镑、日元和人民币的锚效应进行了不同区域的对比分析。

## 1.4 研究的创新

本文的创新主要有以下两点：

第一，已有研究在对人民币锚效应进行测度时，主要以我国的汇率改革进程为节点进行分段测度，缺少“一带一路”战略前后的对比分析。本文以“一带一路”战略的提出与疫情为节点划分阶段对人民币锚效应进行测度，明确对比“一带一路”战略前后人民币锚效应的变化，同时创新地对疫情前后人民币锚效应的影响因素进行了分析。

第二，在探讨人民币锚效应影响因素时，现有研究主要基于从贸易或金融的单一视角，而对“一带一路”战略对人民币锚效应的影响研究较少。本文从“一带一路”战略的重点方向出发，引入伙伴关系、本币双边互换协议、对外直接投资和贸易依存度这四个关键的变量，更加具有针对性地探讨了“一带一路”战略对人民币锚效应的影响。

## 2.理论基础与文献综述

本章首先介绍了最优货币区理论、货币竞争理论和货币锚的基本概念和演变，为后文的研究做了理论上的铺垫；第二，在“一带一路”背景下，针对货币锚效应的测度、人民币锚效应的影响因素和人民币国际化在“一带一路”区域内的进程这三个层面，对现有的研究成果进行归纳与评价，以便更好地了解当前的研究趋势。

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 最优货币区理论

最优货币区理论最早由 Mundell 于 1961 年提出<sup>[9]</sup>。最优货币区理论主要是针对某一区域中的各个国家共同建立起一个最优货币区或某一国家若要加入一货币区所需要满足的各项条件来进行研究。所谓的最优货币区，其实就是指在某个区域内，各个国家之间的货币制度密切挂钩，例如各国均使用同一货币或者锚定相同的一揽子货币，货币区内的各个国家的汇率形成一体化效应，对内相互之间汇率保持稳定，而统一对外采取浮动汇率制度。最优货币区的构建，有利于推动生产要素在各货币区成员国内自由流动，从而使区内的各个国家能够以市场手段而非汇率手段来保持经济的均衡水平。Mundel 及后期的其他学者，对最优货币区的构建标准以及一国或地区是否适合进入货币区的判断标准进行了不断地探讨，其实这在一定意义上代表着最早的对货币锚影响因素的研究与探索。对前期研究进行总结之后，归纳出以下几个标准：生产要素的自由流动性（Mundell, 1961）、经济开放度（Mckinnon, 1963）、产品多样化程度（Kenen, 1969）、区域金融一体化程度（Ingram, 1969）、通货膨胀相似性（Flemming, 1971）和政策一体化（Haberler, 1970；

Flemming, 1971)。

#### (1) 生产要素的自由流动性

Mundell 在提出最优货币区的概念时,就明确地指出货币区内的各个国家或经济体之间的生产要素应当要在较高的水平上自由流动,这也是构建最优货币区的基础与前提<sup>[9]</sup>。例如,在由 A 国和 B 国共同组建的货币区中,如果其劳动力要素无法高度的自由流动。那么在 A 国市场需求迅速下降,而 B 国市场需求迅速提高的情况下,A 国将会产生大量的失业人口,失业率上升,而 B 国将会产生需求拉动型的通货膨胀,这时要实现货币区内的经济均衡,则必须要通过汇率调整来进行平衡。相反,如果两国之间的劳动力要素处于高度自由流动的状态,A 国的大量失业人口就可以直接去到 B 国寻求工作机会,两国经济就能在不调整汇率的情况下自然地回到均衡的状态。

#### (2) 经济的开放度

经济开放度这一标准是由 Mckinnon (1963) 提出<sup>[8]</sup>。Mckinnon 以一国或经济体中可以对外贸易的商品占有所有商品的比例来衡量经济的开放度,并认为较高的经济开放度也是区域内各国组建货币区或一国加入货币区的重要要求。这主要是由于如果一个国家的经济对外开放的水平非常高,那么其经济受汇率波动的影响就比较大,因此如果能够与贸易往来非常紧密地组建货币区,保持汇率的稳定,那么区域内各国的经济也能够随之保持相对的稳定状态。

#### (3) 产品多样化程度

Kenene (1969) 指出产品多样化程度较高的地区,在受到外部需求的冲击时承受能力也比较强,这主要是由于外部冲击可能只会对其中的部分产品造成冲击<sup>[7]</sup>。相应的,产品多样化程度较低的国家或地区,其承受外部冲击的能力较弱,更适合采用浮动的汇率制度来平衡经济冲击。因此,多样化程度较高的国家或地区适合组建货币区。

#### (4) 区域金融一体化程度

Ingram (1969) 认为高度的金融一体化程度也应当作为最优货币区的构建标准<sup>[6]</sup>。这是由于如果区域内各经济体具有高度的金融一体化,那么就意味着在各经济体之间资本可以完全自由地流动,从而得以平衡经济冲击,汇率才能得以保持稳定。

### （5）通货膨胀相似性

通货膨胀差异性这一指标是由 Flemming（1971）引入，他认为通货膨胀的差异性与组建货币区的成本呈反相关的关系<sup>[3]</sup>。也就是说，如果通货膨胀差异性较小，则会减少短期内投机资本的套利交易，从而保持国际收支平衡，促进汇率的稳定。

### （6）政策的相似性

政策相似性由以 Haberler（1970）<sup>[5]</sup>和 Flemming（1971）<sup>[3]</sup>为代表的学者提出。他们认为，如果货币区内各国实行高度相似的政策，意味着各国或地区具有共同的政治经济目标，在面对经济冲击时则能够更好地进行调整。

## 2.1.2 货币竞争理论

国际货币竞争的结果直接影响各国货币锚的选择。因此本文对货币竞争理论进行介绍。本节从成本—收益和影响因素两个角度来介绍货币竞争理论。

### （1）货币竞争的成本和收益分析

货币竞争理论认为，货币竞争会增加各国际货币的政策成本。例如美元作为目前主要的国际货币，除美国外还有一些国家也以美元为官方货币。对于美国而言，大量的货币需求导致美元难以保持顺差。同时，对于接受美元作为官方货币的国家而言，一方面是会损失掉铸币税，另一方面在汇率的制度的选择上也面临着两难的境地，其货币政策的独立性也会受到货币发行国的较大影响。

货币竞争的收益主要体现在直接收益和间接收益两个方面。各国不断进行货币竞争，推行本国货币国际化，最直接的就是为了要获取货币竞争的直接收益。其中，铸币税就是直接收益的典型代表。在间接收益方面，国际货币可以在给本国的对外贸易带来便利的同时节约持有外汇的成本和风险。国际货币的发行国的话语权和政治地位也会得到较大的提升。

### （2）货币竞争的影响因素

货币竞争结果受多元因素的影响，主要包括以下几点。

第一，经济规模，货币发行国的经济实力对货币的国际竞争具有较强的影响。第二，币值的稳定性，货币在长期内保持稳定的能力是其成为国际货

币的必要条件。第三，货币惯性，货币使用者越多，其使用货币所获得的边际效用也就越多，这一效应则又会导致更多的人成为该货币的使用者，因此已经正在被使用的国际货币不会轻易被替换。第四，政治实力，货币的国际化和一国的政治实力相互促进。

### 2.1.2 货币锚的基本概念及演进

#### (1) 货币锚的内涵

货币锚是一国为了保持其货币市场的稳定而对其发行规模进行设定与调节的依据，其实质是一种货币制度。锚货币的选择则体现了各个国家对不同的汇率制度倾向性。以货币规则为分类的依据，货币锚可以分为锚定黄金、锚定单一或一揽子货币、锚定一揽子商品和锚定货币供给量四种类型<sup>[10]</sup>。这四种类型又可以进一步归纳为外部锚和内部锚两种类型。黄金和货币属于前者，固定汇率制度的国家倾向于选择这两种类型。锚定黄金的国家追求黄金平价而锚定某一货币的国家则追求汇率的固定。但是黄金锚已经随着金本位时代的结束而逐步被抛弃。

商品和货币供给都属于内部锚，它们都是浮动汇率下的选项，因为这两种货币锚对一个国家的国际化程度以及货币本身的整体实力有较高的要求，因此在实践中很少使用。本文所说的“货币锚”是指“外部锚”，也就是一国货币锚定区域内的一种货币或者一揽子货币，即为了寻求其货币价值的相对稳定，使其货币与一种或一揽子货币的价格保持一个稳定的比价。同时，根据货币锚的表现形式，还可以将其划分为显性锚与隐性锚。所谓显性，即为国家公开公布的汇率制度，而隐形则是指具有内在的实际影响，但未经公布。本文中所提到的货币锚效应，则属于后者，是各国在贸易、金融等方面进行合作时自发形成的，未经公开公布也不固定在汇率制度里的内在机制。

#### (2) 货币锚的特点

一种货币是否能够成为货币锚，并不是由其使用范围和国际地位决定的，而是由以下几种无法被其它货币替代的特性决定。

第一，自身价值的相对稳定性。能够被各国视为“锚定”的货币，其必须有保持本身价值稳定的能力。这种相对稳定性主要体现在两个方面，一是该

货币对内必须要保持稳定的高购买力，这就要求该货币的发行国不能随意进行通货膨胀，必须要将物价水平稳定在一个固定的区间内。具备这一特性的货币才能得到货币使用者的信任，并愿意被持有。二是对外在汇率变动上必须保持基本的稳定。当一个国家的货币汇率出现了较大的波动或者是频繁的变动时，频繁的询价和竞价等交易成本以及货币使用者的兑换成本将造成损失。

第二，网络外部性。温信祥和徐昕（2015）认为货币的价值部分取决于它的被接受程度<sup>[59]</sup>。网络外部性即是指货币使用者的数量越多，货币的边际价值也就越高，货币使用者则会进一步增多的良性循环机制。使用某种货币的国家数量越多，货币的发行和使用国家都会因此享受到规模经济的福利，反馈到货币本身，这种规模效应也会使这种货币在国际上具有一定的垄断地位。这一垄断地位将会通过贸易、金融等路径传递给与货币使用国家联系比较紧密的国家，这类国家则会倾向于将这种货币纳入到自己的货币篮子当中对其进行锚定，最终产生锁定效应，合作共赢，不断提升这种货币对这类国家的锚效应。

### （3）货币锚的演化进程

实际上，货币锚最终反映的是一国的汇率制度安排，国际货币体系变革和汇率制度改革，都会对一国的锚货币选择产生影响。十九世纪末以来，国际货币体系和汇率制度经历了金本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系这三个主要阶段。

十九世纪中期到第一次世界大战期间，金本位制度被普遍使用。黄金是世界上第一个被公开认可的锚货币。每种货币都通过明确规定的法定含金量与黄金进行挂钩，各国之间的汇率比价都以法定含金量为中间变量来进行换算。除了黄金之外，英国以强大的经济实力以及国际经济中心的地位，促进了英镑的跨境结算功能，同时也带动了英镑的国际货币储备功能。在金本位下，法定含金量的存在，使各国汇率相对稳定，促进了国际经济和贸易的发展。但由于黄金分配的极不均衡、生产速度赶不上商品流通需要、无法通过财政政策和货币政策来达到经济均衡等原因，金本位最终退出了历史的舞台。

二战后，布雷顿森林体系形成。布雷顿森林体系以美元和黄金为基础，又被称为美元—黄金本位制。在这一体系下，美元与黄金直接挂钩，各成员

国货币锚定美元，以美元为中介兑换黄金，实质就是以美元为核心的国际货币体系。成员国采取的是一种可调节的固定汇率制，其法定汇率的浮动范围为1%。这一体系使国家间的汇率制得以维持稳定，并对世界贸易的发展产生了积极的作用。但是，与金本位制度类似，这种固定汇率制度使各国不能通过货币政策和财政政策来维持经济均衡。同时，由于汇率的灵活性不足，美国难以同时保持国际收支顺差、充足的外汇储备和稳定的官方金价这三个条件，这也是所谓的“特里芬”难题。最终美元危机爆发，美元与黄金挂钩的体制受到冲击，各国开始逐步取消钉住美元的固定汇率制度。20世纪70年代，布雷顿森林体系解体。

1976年4月，《IMF协定第二修正案》标志着牙买加体系的形成。在这个最新的国际货币体系下，各成员国拥有自主选择汇率制度的权力。在牙买加体系下，虽然美元仍占据主导地位，但其地位有所削弱，国际储备货币趋于多元，例如德国马克、欧元、日元等也开始走向国际货币的舞台。大部分与美国脱钩的发达国家开始转向钉住德国马克，这主要是由于德国经济发展迅猛，其货币当台更是强烈地反对通货膨胀，增强了各国对德国马克的信心。同时法属殖民地的非洲国家也开始盯住法郎，形成非洲法郎区。与金本位制度和布雷顿森林体系不同的是，牙买加体系下，汇率制度开始由固定向浮动转变，因此，各国可以通过灵活调节其它经济变量，例如外汇，来保持经济水平的平衡。

## 2.2 文献综述

### 2.2.1 关于货币锚效应的测度

现有研究在测度货币锚效应时主要采取两种实证方法，即购买力平价模型（G-PPP）和外币货币锚模型（F-W模型）及其改进。本节主要从这两个方向进行综述。

#### （1）购买力平价（G-PPP）模型

Edwards（1992）在基本的宏观经济变量的变化中寻求实际汇率的影响因素，认为宏观经济变量保持稳定的情况下，实际汇率也将随之保持稳定<sup>[2]</sup>，这



也是购买力平价模型的首次提出。在后期的研究中，学者将这一模型用于货币锚效应的测度。

高海红（2007）基于 G-PPP 模型来对东盟国家货币以及中、日、韩元的货币合作程度进行分析，认为样本国家可以具备构建最优货币区的基础<sup>[28]</sup>。方霞和陈志昂（2009）在东亚范围内，基于购买力趋同程度，对人民币、美元和日元三种货币进行对比分析，最终认为 2008 年金融危机爆发之前，东亚各经济体货币低频锚定美元，而危机之后开始逐渐地形成锚定人民币的趋势<sup>[26]</sup>。王颖和李甲稳（2015）使用 G-PPP 模型，对人民币、美元和日元这三种货币与东盟各国货币的趋同效应进行了分析，认为东盟区域内的国家可能会选择人民币作为锚<sup>[58]</sup>。

## （2）外部货币锚模型

外部货币锚模型最初由 Frankel 和 Wei（1994）提出，他们利用这一模型测度并检验东亚九国中美元和日元的锚效应大小<sup>[4]</sup>。Chen et al.（2007）开始引用 F-W 模型来测度人民币在东亚地区的锚效应，在解释变量中首次加入了人民币汇率因子。同时，为了防止伪回归，Chen et al.（2007）提出“两步法”，即通过辅助回归，用残差序列替代人民币汇率变量，从而剔除美元、欧元等货币对人民币汇率的影响，这一方法也被后续研究广泛采纳。其研究证明，2005 年的“711”汇改之后人民币对东亚区域各经济体的锚效应开始提高，但是仍然难以撼动美元的主导地位<sup>[1]</sup>。

曹彤和赵然（2014）基于 F-W 模型，测度出马克货币区和东盟货币区这两个区域的主导核心货币，并对其进行了对比<sup>[14]</sup>。丁剑平、方琛琳和叶伟（2018）以长短期汇率波动的差异，改进 F-W 模型，发现“一带一路”沿线，独联体和中亚区域的国家受人民币锚效应的影响最为显著<sup>[22]</sup>。张冲、叶茜茜和丁剑平（2023）利用 F-W 模型，对全球 182 个经济体进行分析，构建出包括人民币在内的几大主要国际货币的“隐形锚”指数，发现人民币“隐性锚”指数呈倒 U 形发展，其锚效应已经超过英镑和日元<sup>[63]</sup>。

为了能够更进一步地反映人民币锚效应随时间递进而发生变化的特征，各学者主要采用分段研究和引入状态空间模型的方法。吴秋实，朱小梅和张坦（2013）在 F-W 模型的基础上，将数据按时间分为三个子样本，分阶段地进行研究<sup>[60]</sup>。徐奇渊和杨盼盼（2016），姜红艳、苑西恒和曾冰（2018）在

F-W 模型的基础上引入状态空间模型，利用 Kalman Filter 估计出货币锚效应的时变参数，从而研究得以研究各国汇率货币篮子的动态演变<sup>[61][36]</sup>。

## 2.2.2 关于影响人民币“锚”效应的因素研究

大多已有研究是从最优货币区理论（OCA）和货币竞争理论出发选择人民币锚效应的影响因素，并在此基础上进行拓展。上述理论已在上一节中进行了具体的阐释，因此，本节主要总结归纳人民币锚效应的影响因素研究成果。在对现有研究进行归纳整理时，发现对人民币锚效应的影响因素研究主要集中于贸易和金融等方面。

阚澄宇和马斌（2013）认为，贸易一体化效应对人民币锚效应起主导作用<sup>[52]</sup>。冯永琦、代佳航和瞿亢（2020）以东亚各国为研究对象，认为对中国产品市场依赖度是人民币发挥货币锚效应的重要因素<sup>[27]</sup>。陶士贵和胡静怡（2021）通过对人民币锚效应分阶段的测度，发现较高的汇率自由度是贸易开放提高人民币锚效应的前提条件<sup>[54]</sup>。

杨荣海和李亚波（2018）表示，资本账户开放速度是对人民币货币“锚”地位具有显著的正向影响<sup>[62]</sup>。李文硕（2018）以东亚区域为样本对人民币锚效应影响因素进行研究时指出其中最重要的因素是货币化水平<sup>[39]</sup>。朱孟楠、袁凯彬和刘紫霄（2020）以双边货币互换协议（BSA）为关键变量探究区域金融合作对人民币锚效应的影响，并得出签署双边货币互换协议会显著提高人民币锚效应的结论<sup>[69]</sup>。

## 2.2.3 关于人民币国际化在“一带一路”区域内的进程研究

李俊久（2022）人民币要实现国际化，应从你优先推进区域和构建伙伴网络等方面出发<sup>[37]</sup>，推进“一带一路”战略则符合李俊久所认为的人民币国际化的现实逻辑。现有研究发现，“一带一路”倡议和人民币国际化两者之间存在着相互促进的良性关系<sup>[30][46]</sup>。刘刚和张友泽（2018）提出，“一带一路”倡议的提出对人民币锚效应的形成具有良好的促进效应。并认为，“一带一路”倡议提出后，总体来说，人民币在该区域的货币影响力在不断地增强<sup>[43]</sup>。

林乐芬和王少楠（2016）认为“一带一路”的推进过程中，政府主导是人民币国际化的一个重要因素<sup>[42]</sup>。中国人民银行广州分行课题组（2018）指出，为了降低交易成本，货币区内国家的最优选择即是锚定区内国家的货币，因此对于“一带一路”国家来说，其最优的选择锚定人民币与欧元<sup>[68]</sup>。蔡彤娟和林润红（2018）通过对人民币与“一带一路”主要国家货币进行汇率关联度分析，认为人民币在“一带一路”区域的接受和认可程度还有待提高<sup>[12]</sup>。何平和王淳（2019）利用贸易引力模型测算，测算我国与“一带一路”沿线国家的贸易效率，并以此为依据来探讨推进人民币使用的国别选择<sup>[32]</sup>。

#### 2.2.4 文献述评

第一，目前在锚效应的测度方面，主要使用购买力平价模型和 F-W 模型，并在此基础上进行改进。对于 F-W 模型的改进主要体现在“两步法回归”以及由静态研究向动态研究转变。本文总结学习前期学者对 F-W 模型的改进，首先采取“两步法”回归剔除共线性，并将样本数据按时间段划分为三个阶段进行对比分析，同时引入状态空间模型研究人民币锚效应的动态演进。

第二，以往的研究大部分停留在对人民币锚效应的测度上以及国际横向对比分析上，对人民币锚效应的影响因素做进一步研究的比较少。少数有做进一步分析的研究，也较少与“一带一路”联系起来进行分析。鉴于此，本文对“一带一路”区域内的人民币锚效应进行测度，随后又从“一带一路”战略出发选择解释变量，研究“一带一路”战略对人民币锚效应的影响机制。

第三，目前已有的研究主要以东亚或者亚洲区域为研究范围，研究的广度还有所不足。本文以“一带一路”沿线国家为研究范围，涵盖亚洲各个区域，并包括独联体和部分欧洲国家，在一定程度上延伸了研究的广度。

## 3.人民币成为“一带一路”沿线国家货币锚的现实背景

### 3.1 国内条件

#### 3.1.1 经济实力

国际货币竞争，其背后也隐藏着激烈的国家经济实力之争。货币发行国强大的经济实力是其货币取得竞争优势的重要保障。从国际货币的发展进程来看，无论是美元、英镑、欧元还是日元，其在成为重要的国际货币时都离不开本国经济的迅速发展。同时，我们可以看到，经济体量大的国家在面对经济冲击时更能够有效应对，由此能够增强货币使用者对该国货币的信心，从而提高使用该国货币的意愿。反之，小规模经济抵御外部冲击的能力较差，经济发展趋于不稳定，该国货币则难以被国际社会广泛接纳。因此，经济实力越强的国家，其本国货币在国际竞争中越具有优势。

改革开放后的 40 年，中国经济飞速发展，从一个落后的国家一跃成为世界上第二大经济与对世界经济的第一大贡献国。在这一背景下，相应的，我国也在世界经济体系中转变了角色，不再是世界经济的被动接受者，而是世界经济的主动影响者。党的十八大之后，我国综合国力进一步提升，国际影响力也随之提高。

本小节首先从我国的国内生产总值和经济增长速度对我国的经济发展进行了纵向分析，然后又通过我国 GDP 占世界的比重和我国对世界经济的贡献率横向描述了我国目前在国际所处的方位。

##### (1) 国内生产总值

如图 3-1 所示，自 1978 年以来我国的国内生产总值处于不断的上升，从

1978 年的 1495.4 亿美元，增长到了 2021 年的 177340.6 亿美元。其中，在 1998 年、2009 年和 2014 年实现了国内生产总值的阶段性突破，分别超过了 1 万亿美元、5 万亿美元、10 万亿美元。

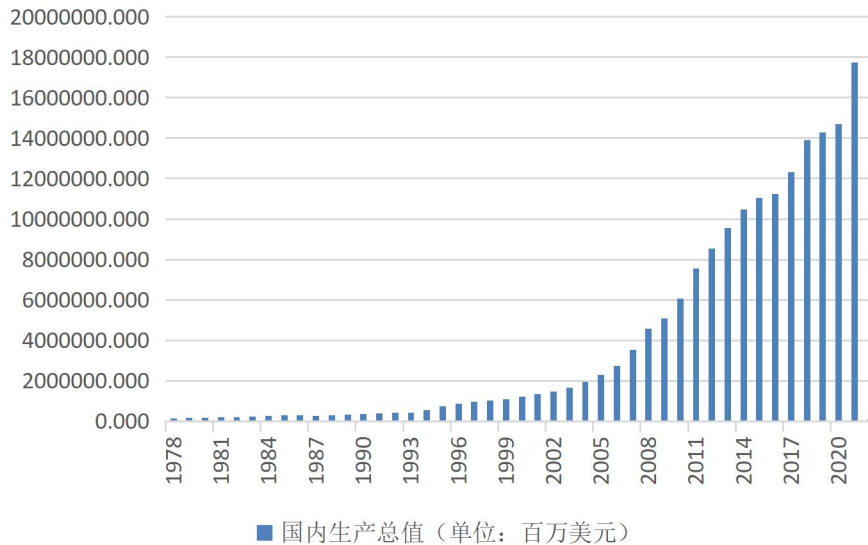


图 3-1 中国国内生产总值

(数据来源: 世界银行 WDI 数据库)

同时我们可以观察到，21 世纪开始之后国内生产总值处于迅速上升的阶段，2008 年国内生产总值较上年增长突破 1 万亿，这与北京奥运会的在中国的举办大力刺激了经济的发展相关。我国在 2010 年以 6.1 万亿美元的国内生产总值，超越了日本，一跃成为世界第二大经济体。2021 年国内生产总值增加值突破 3 万亿，我国在全球疫情之下，迅速控制疫情蔓延，复工复产，率先走出疫情阴影，充分彰显了我国作为最大的发展中国家的经济实力和大国力量，大大增强了国际社会对中国经济的信心，提高了国际社会对人民币的良好预期，促进人民币国际化的发展。

如图 3-2 所示，改革开放以来，我国经济一直处于正增长的状态。特别是 20 世纪 90 年代以来，经济基本处于高速增长的状态，从 1991 到 2019，也就是疫情暴发前夕，平均来看，我国经济增长率达到了 9.5%。我们可以观察到，2010 年以来，我国经济增长率开始逐步放缓，这一趋势与十八大中提出的我国经济已由高速增长转向中高速，经济发展进入新常态的说法相对应，从注重发展速度转向注重发展质量。在这种持续高速增长的状态下，中国迅

速崛起。在 2020 年全球新冠肺炎的巨大冲击下，各国经济陷入了负增长，中国的经济增长速度虽然也有所下滑，但仍然保持在 2% 以上，成为唯一一个实现经济正增长的主要经济体。



图 3-2 中国经济增长速度

（数据来源：世界银行 WDI 数据库）

前文已经提到，2010 年我国 GDP 超越日本，成为世界的第二大经济体。本节则对 2010 年以后中国 GDP 占世界 GDP 比重的变化进行研究。

如表 3-1 所示，我国 GDP 占世界 GDP 的比重从 2010 年的 9.14% 到 2021 年的 18.37%，增长幅度接近 10%，这直接体现出了我国国际影响力的迅速提升，与美国的差距也在逐步缩小。同时，我们可以关注到 2021 年，中国 GDP 占世界 GDP 的比重增加超过 1%，并超越欧盟，这也体现出我国在疫情之后得到了进一步的发展。

表 3-1 主要经济体 GDP 占世界 GDP 比重

	美国	欧盟	英国	日本	中国
2010	22.59%	21.86%	3.74%	8.65%	9.14%
2011	21.12%	21.35%	3.61%	8.44%	10.22%
2012	21.53%	19.39%	3.58%	8.31%	11.30%
2013	21.70%	19.71%	3.59%	6.72%	12.33%
2014	22.01%	19.63%	3.84%	6.14%	13.14%
2015	24.21%	18.03%	3.90%	5.91%	14.71%
2016	24.45%	18.16%	3.53%	6.54%	14.69%
2017	23.93%	18.14%	3.30%	6.06%	15.12%
2018	23.75%	18.48%	3.33%	5.83%	16.07%
2019	24.39%	17.90%	3.26%	5.84%	16.29%
2020	24.74%	18.06%	3.18%	5.92%	17.26%
2021	24.15%	17.80%	3.24%	5.12%	18.37%

(数据来源: 世界银行 WDI 数据库)

我们还可以从我国对世界经济的贡献率来观察经济实力的变化。如图 3-3 所示, 我国对世界经济的贡献率基本呈上升的态势, 于 2006 年超越美国对世界经济的贡献率, 尤其是在 2008 年金融危机下后的世界经济的复苏中, 我国作出了巨大的贡献, 此后年间, 我国对世界经济的贡献率基本都在四分之一以上。可以看出, 我国已经成为世界经济增长的重要来源。

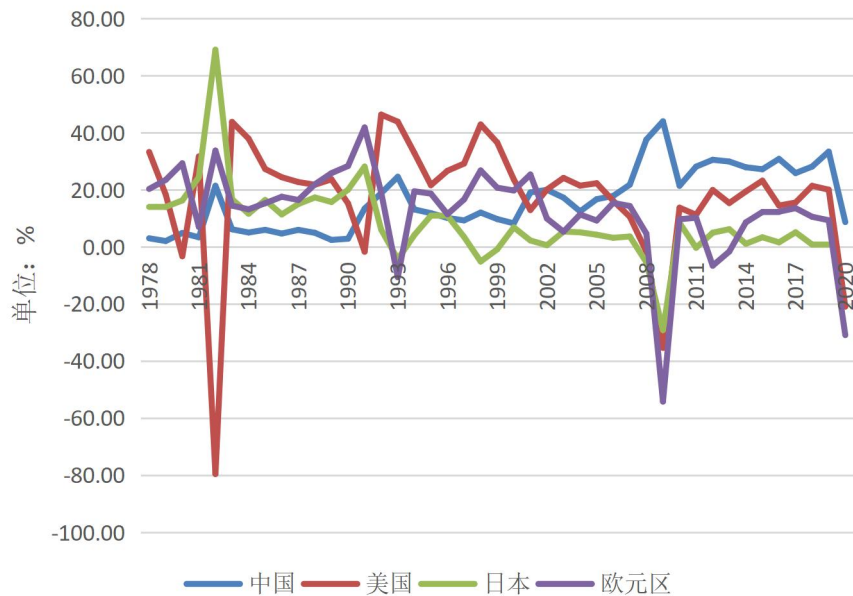


图 3-3 中、美、日、欧对世界经济贡献率 (汇率算法)

(数据来源: wind 数据库)

### 3.1.2 对外开放

改革开放后，我国走上了对外开放的道路。坚持对外开放这项基本的国策，实行全方位、多领域的对外开放，促进了我国抓住发展机遇，更好地融入世界经济发展。2001年，我国加入世界贸易组织，标志着中国经济开始与世界经济接轨，并在其中扮演着越来越重要的角色。同时，我国提出“一带一路”倡议、人类命运共同体等理念，积极地投身于世界经济建设，向世界传递了一个有责任有担当的大国形象。

本小节将从进出口贸易和我国的对外直接投资额来对我国的对外开放水平进行分析。

#### (1) 进出口贸易

如图 3-4 所示，在进口方面，我国的进口总额从 1978 年的 108.9 亿美元到 2022 年的 27159.99 亿美元，增长了约 248 倍。在出口方面，1978 年，我国出口额为 97.5 亿美元，2022 年我国出口总额为 35936.01 亿美元，期间增长了约 369 倍。从进出口总额来看，1978 年我国进出口总额为 206.4 亿美元，2022 年已达到 63096 亿美元，增长了近 306 倍。从以上数据可知，改革开放以来，我国进出口规模不断扩大，增加迅速，已经成为世界贸易大国。

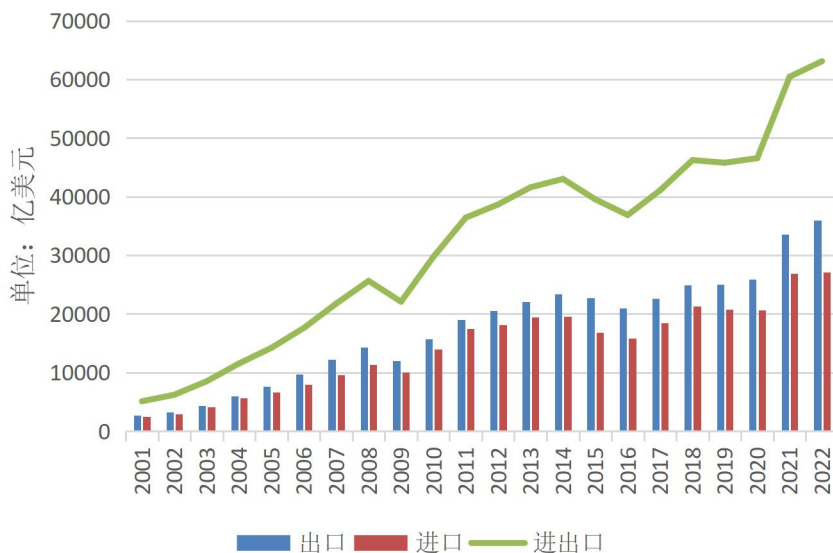


图 3-4 中国进出口贸易规模

(数据来源：海关总署)



加入世贸组织后，我国的对外贸易基本呈现贸易顺差。2004年，我国的贸易顺差额突破1000亿美元；2014年，我国的贸易顺差额突破3000亿美元；疫情之后，2020年和2021年，我国贸易顺差继续扩大，分别突破了6000亿美元和8000亿美元的大关。这说明我国在国际商品竞争中处于优势地位，且在“一带一路”战略提出后以及疫情之后有比较明显的增加。

从进出口贸易总额来看，我国进出口贸易总额基本呈快速增长的趋势。21世纪的头十年，我国进出口贸易处于规模迅速扩大的阶段，其中2004年和2007年，我国进出口贸易总额分别跃上了1万亿美元和2万亿美元的新台阶。但是可以看到2008年至2011年进出口总额从2981.31亿美元回落至1548.97亿美元，这主要是受到了2008年全球金融危机的冲击。2014年至2015年也有所回落，这与“一带一路”战略的提出时间吻合，但进出口贸易额的预期却是相反的，关于这一现象出现的原因，还有待探索。值得关注的是，2020年疫情暴发之后，我国进出口贸易总额不降反增，达到4万亿美元，较2019年同比增长1.7%，创造了我国进出口贸易总额的历史新高。其中，进口减少124亿美元，出口增加了905亿美元，这一情况的出现与我国率先复工复产后，向世界各国大量输出防疫物资不无关系。2021和2022年进出口总额均突破6万亿美元大关，这说明我国的对外贸易仍在迅猛发展。

我国的对外开放，不仅体现在进出口贸易，也体现在投资领域。如图3-5所示，从2003年至2021年，我国无论是对外直接投资额的流量还是存量都实现了巨大增长。对外直接投资额的流量由最初的25.85亿美元到2021年的178.82亿美元，增加值达到1762.35亿美元，同比增长约6819%；在对外投资额的存量上，实现了由332.22亿美元到27851.5亿美元的飞跃，增加值达到27519.27亿美元，同比增加8283.4%。在这近20年中，我国于2013年突破了对外直接投资额流量的千亿美元大关，较上一年度年同比增长达22.82%；对外直接投资额流量的峰值出现在2016年，较2015年同比增长34.66%，以1961.49亿美元创造我国对外投资额流量的最高纪录。这主要是由于2013年，我国提出“一带一路”战略，作为“一带一路”的资金供给方，对“一带一路”沿线地区进行了数额庞大的基础设施投资，大力开展设施联通，例如中老铁路、中泰铁路等。同时，成立亚洲基础设施投资银行，为沿线各国的基础设施建设解决融资问题。

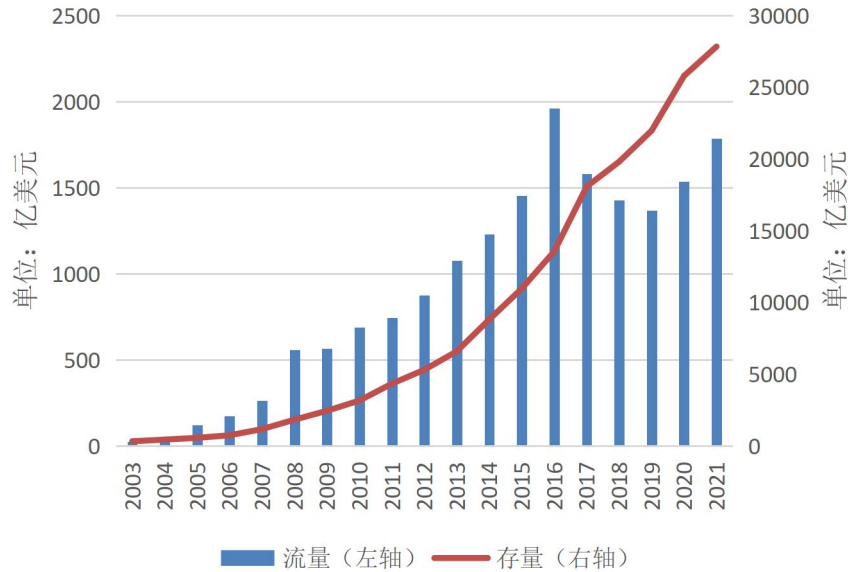


图 3-5 中国 OFDI 流量及存量规模图

（数据来源：商务部历年《中国对外直接投资统计公报》）

但在 2017 年至 2019 年的三年里，我国对外直接投资额流量走低，这主要是与 2016 年底我国对其的真实性和合规性审查有关，其量虽然有所减少，但结构却得到了优化。从国际横向对比来看，2021 年，我国以 1788.2 亿美元的对外直接投资流量位于世界第二位，占全球总量的 10%。但同时应该认识到，我们与排名第一的美国之间，仍然存在着不小的差距。因此我国的对外直接投资还有继续提高的空间。

2022 年，我国已经走过了十四五阶段的两年，“一带一路”战略仍在深入推进，同年 1 月，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式生效，这必然会拉动我国的进出口贸易和对外直接投资水平的继续提高，继而，高水平的对外开放也势必为人民币的国际化水平打下坚实的基础。

### 3.1.3 人民币国际化

2009 年 7 月，我国开始进行跨境贸易人民币结算试点工作，因此本节针对人民币国际化的研究都以 2010 年及以后的年份进行研究。

如图 3-6 所示，2010 年以来，以人民币进行结算的跨境贸易金额总体上呈现增加的趋势，从 2010 年的 5063.4 亿元，增长至了 2021 年的 79400 亿元，

增长了 15.68 倍。



**图 3-6 跨境贸易人民币结算业务金额**

(数据来源: wind 数据库)

事实上, 2011 年, 以人民币结算的跨境贸易规模就已经突破了 2 万亿, 直接相较 2010 年, 直接翻了 4.1 倍。这说明跨境贸易人民币结算试点工作是符合国际贸易对人民币的需求的。但是我们也关注到, 跨境贸易人民币结算的规模在 2015 达到一个峰值之后, 到 2017 年间, 呈下降的趋势, 一直到 2021 年才又以 79400 亿元创造了历史新高。这可能是由于 2015 年“一带一路”战略的提出, 让人民币跨境结算规模出现了一个短暂的高峰。同时, 数据中并没有体现出疫情对人民币跨境结算规模的影响。

以上所说的跨境贸易主要是指货物贸易和服务贸易等经常项目, 但如果要提高国际化程度, 成为国际货币, 人民币就必须在金融市场里也能够发挥交易和结算功能。

如图 3-7 所示。资本项目的跨境人民币结算规模在总体上呈增长的态势。在资本项目中, 外商直接投资的跨境人民币结算规模高于对外直接投资的跨境人民币结算规模。

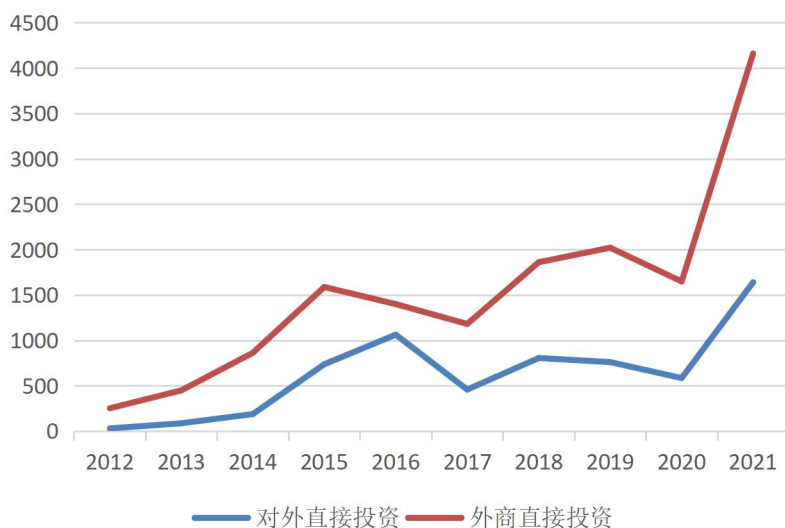


图 3-7 资本项目的跨境人民币结算

(数据来源: CEIC 数据库)

在资本项目上,使用人民币结算的外商直接投资规模始终处于对外直接投资规模之上。在对外直接投资项目下,对外直接投资的跨境人民币结算额从2012年的291.6亿人民币增长至2021年的16400亿人民币,直接从3位数跨越至5位数,增加了55.34倍。在外商直接投资项目下,从2012年的2509.9亿人民币增加至2021年的41600亿人民币,增加了15.57倍。由此可见,我国在“引进来”的同时,也一直在坚定“走出去”的战略,虽然外商直接投资的跨境人民币结算额相较于对外投资的跨境人民币结算额具有规模上的优势,但其增长速度却不及后者。对外直接投资的跨境人民币结算额在2013年至2016年、2017年至2018年以及2020年至2021年,这三个阶段有明显的大幅增长。在2015年,对外直接投资的跨境人民币结算额为7362亿元,相较于2013年的856.5亿元,增加了6505.5亿元,同比增长率达759.54%。这主要是因为“一带一路”战略的提出,我国对其沿线国家进行了大量的基础建设投资,增加了人民币的跨境结算额度。在2018年,对外直接投资的跨境人民币结算额为8048.1亿人民币,较2017年的4568.8亿人民币增长了3479.3亿人民币,同比增长率达76.15%,这与中国人民银行开始允许境内的金融机构和企业限定额度内开展人民币境外投资业务有关。最后,受疫情影响,2020年,我国对外直接投资的跨境人民币结算额为5836亿元,相较上年有所

减少，但 2021 年，我国对外直接投资的跨境人民币结算额直接突破了一万亿人民币的大关，达到了 16400 亿元，仅一年时间，翻了接近三倍，这也是疫情之后我国综合国力提高的表现。

## 3.2 国际条件

### 3.2.1 国际货币体系存在结构缺陷

布雷顿森林体系瓦解之后，美元与黄金脱钩，但其仍然在国际社会上保持着支配地位，这主要是由于美国强大的经济实力以及货币使用的惯性。但是这一状况并未解决上一章提到过的“特里芬难题”，更是造成了现行国际货币体系的结构缺陷。

现行国际货币体系对责任和利益的分配失衡。这一点主要体现在美国上，其主导着整个国际货币体系，享受着非常诸多利益，却不愿承担起相应的责任。例如，美国作为美元的发行国家，能够获得货币竞争的直接收益——铸币税，但却缺乏相应的国际约束来对美元的发行进行规范，以保证美元的货币使用国的利益不受到损害。因此，美国在面对金融危机等经济冲击时，只关注自身利益，而并不关注其货币政策的外溢性，直接采取量化宽松政策，肆意发行货币以抵消外债。这一举动传递到世界商品市场，则会导致以美元计价的大宗商品价格大幅上涨，引起全球性的通货膨胀；传递到世界金融市场，则会导致以美元为主要外汇储备的国家遭受因汇率变动而导致的巨大损失。综上可知，在现行国际货币体系之下，美国成为最大的受益者，但却没有承担起与之相应的国际责任，利用自身优势，肆意转嫁危害和风险。

现行汇率体系出现无秩序状态。在第二章中提到在牙买加体系允许各成员国自由选择汇率制度，因此也有人称牙买加体系为“无体系的体系”。由于贵金属逐步推出了锚货币的舞台，各国汇率就失去了实际约束，也就导致了部分国家通过汇率渠道来进行恶性竞争，即通过货币贬值来提高本国商品的价格竞争力，这一情况极大地加剧了现行国际货币体系下的汇率风险。

### 3.2.2 美欧日元影响力下降

第一，全球“去美元化”进程加速。世界各国为了避免遭受美国货币政策冲击，开始通过探索多样化的贸易结算方式、推进外汇储备多元化以及减持美债等方式来进行去“美元化”。例如，俄罗斯向部分国家或地区供应天然气时开始用卢布进行结算。2022年上半年，美国债券的主要持有国如中、日、德、法等20多个国家开始加大美债的抛售力度。

第二，欧元区经济持续疲软。2008年金融危机之后，引发了欧洲一系列的主权债务危机，其内在机制的弊端逐渐显露。欧盟内各个国家发展极度不平衡，采取统一的货币政策必然会加剧区域内两极分化。欧盟开始逐步从一体化经济的红利享受者转变为问题的承担者。2020年英国正式脱欧更是对欧元区经济造成严重的打击。在此背景下，欧元区经济长期处于疲软状态，欧元的货币影响力也随之下降。

第三，日本经济增长乏力。二战之后，由于美国的大力支持，日本经济突飞猛进，一跃成为世界第二大经济体。但上世纪七八十年代，日本的经济在相继经历石油危机和泡沫经济之后，就进入了长期低迷的状态。且由于日本受美国影响较大，日元的不确定性较强，二战战败国的身份也导致日元难以被所有国家接受。

### 3.2.3 “一带一路”引领国际合作新格局

目前，世界正处于百年未有之大变局中，国际格局和国际体系正在发生深刻的革命。这一背景下，中国以“一带一路”倡议主动引领全球经济合作，促进全球治理体系改革。

党的二十大报告指出共建“一带一路”成为深受欢迎的国际公共产品和国际合作平台。“一带一路”倡议提出的十年来，我国是始终坚持以共商共建共享为原则，重点推进基础设施的投资建设，实现“一带一路”区域的“硬联通”；同时，重视规则 and 标准等制度型对外开放，实现“一带一路”区域的“软联通”，多渠道推动“一带一路”高质量发展，构建“一带一路”命运共同体。“一带一路”不断向更加广阔的区域辐射，截至2023年1月6日，

中国已经同 151 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件，覆盖了非洲、亚洲、欧洲、大洋洲、南美洲、北美洲等多个区域。<sup>5</sup> “一带一路”倡议通过与区域内相关国家战略规划，例如东盟的互联互通总体规划等，进行有效对接，推动“一带一路”各国深度合作，协同联动发展，形成命运共同体，最终实现合作共赢。

李世财（2015）认为“一带一路”战略和人民币国际化之间存在协同性，二者可相互促进<sup>[38]</sup>。“一带一路”的战略也为人民币向外的主动输出提供了重要的平台，增加“一带一路”沿线国家对人民币的使用，由点及面，以人民币的区域化带动人民币的国际化。

---

<sup>5</sup> 数据来源：中国一带一路网

## 4. 人民币锚效应的测度

### 4.1 模型介绍

Frankle 和 Wei (1994) 最初将 F-W 模型用于测量美元等国际货币在东亚范围内的影响力<sup>[4]</sup>。在之后的研究中 F-W 模型被广泛使用，主要用其来测量货币篮子的权重以及某种货币的锚效应大小。

本文的货币锚效应测度模型则是基于 F-W 模型做出的改进。本文在 F-W 模型中引入新西兰元，将新西兰元作为计价兑换货币<sup>[22]</sup>。新西兰元自由浮动且无资本管制，基本不会锚定 F-W 模型中的任意货币，符合 F-W 模型的自由浮动条件。本文中测度货币锚效应的模型初始为：

$$\Delta \ln\left(\frac{Y_i}{\text{NZD}}\right)_t = \beta_{1t}\Delta \ln\left(\frac{\text{USD}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{2t}\Delta \ln\left(\frac{\text{EUR}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{3t}\Delta \ln\left(\frac{\text{GBP}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{4t}\Delta \ln\left(\frac{\text{JPY}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{5t}\Delta \ln\left(\frac{\text{CNY}}{\text{NZD}}\right)_t + \varepsilon_t \quad (4.1)$$

其中， $Y_i$ 表示“一带一路”沿线国家货币名义汇率的时间序列， $\Delta \ln\left(\frac{Y_i}{\text{NZD}}\right)_t$ ， $\Delta \ln\left(\frac{\text{USD}}{\text{NZD}}\right)_t$ ， $\Delta \ln\left(\frac{\text{EUR}}{\text{NZD}}\right)_t$ ， $\Delta \ln\left(\frac{\text{GBP}}{\text{NZD}}\right)_t$ ， $\beta_{4t}\Delta \ln\left(\frac{\text{JPY}}{\text{NZD}}\right)_t$ ， $\Delta \ln\left(\frac{\text{CNY}}{\text{NZD}}\right)_t$ 分别对应“一带一路”沿线国家货币、美元、欧元、英镑、日元在  $t$  时期兑新西兰元的名义汇率，对数化后的一阶差分形式。

同时，由于人民币汇率在 2005 年 7 月 21 日前主要盯住美元；“711”汇率改革之后，人民币汇率开始转为参考一篮子货币。为了减弱了人民币和其它四种货币间的共线性，防止伪回归，本文首先通过 OLS 回归构造辅助回归函数，使用残差序列替代原模型中的 $\Delta \ln\left(\frac{\text{CNY}}{\text{NZD}}\right)_t$ ，从而达到在人民币走势中消除其它四种货币成分的效果<sup>[1][67]</sup>。具体方程形式及操作如下：

$$\Delta \ln\left(\frac{\text{CNY}}{\text{NZD}}\right)_t = \alpha + \beta_{1t}\Delta \ln\left(\frac{\text{USD}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{2t}\Delta \ln\left(\frac{\text{EUR}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{3t}\Delta \ln\left(\frac{\text{GBP}}{\text{NZD}}\right)_t + \beta_{4t}\Delta \ln\left(\frac{\text{JPY}}{\text{NZD}}\right)_t + \gamma_t \quad (4.2)$$



接着，将（4.2）中的残差序列 $\gamma_t$ 代入（4.1），即令 $\Delta\ln(\frac{CNY'}{NZD})_t = \gamma_t$ ，得到新的模型如下：

$$\Delta\ln(\frac{Y_i}{NZD})_t = \beta_{1t}\Delta\ln(\frac{USD}{NZD})_t + \beta_{2t}\Delta\ln(\frac{EUR}{NZD})_t + \beta_{3t}\Delta\ln(\frac{GBP}{NZD})_t + \beta_{4t}\Delta\ln(\frac{JPY}{NZD})_t + \beta_{5t}\Delta\ln(\frac{CNY'}{NZD})_t + \varepsilon_t \quad (4.3)$$

最后，为了得到不同时期各个货币的估计系数，在上述模型中加入时变参数，在F-W模型的基础之上，引入状态空间模型，<sup>[36][52][61]</sup>分别得到量测方程和状态方程，如下：

量测方程：

$$\Delta\ln(\frac{Y_i}{NZD})_t = sv_{1t}\Delta\ln(\frac{USD}{NZD})_t + sv_{2t}\Delta\ln(\frac{EUR}{NZD})_t + sv_{3t}\Delta\ln(\frac{GBP}{NZD})_t + sv_{4t}\Delta\ln(\frac{JPY}{NZD})_t + sv_{5t}\Delta\ln(\frac{CNY'}{NZD})_t + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

状态方程：

$$\begin{aligned} sv_{1t} &= \tau_1 + sv_{1(t-1)} + \omega_{1t} \\ sv_{2t} &= \tau_2 + sv_{2(t-1)} + \omega_{2t} \\ sv_{3t} &= \tau_3 + sv_{3(t-1)} + \omega_{3t} \\ sv_{4t} &= \tau_4 + sv_{4(t-1)} + \omega_{4t} \\ sv_{5t} &= \tau_5 + sv_{5(t-1)} + \omega_{5t} \end{aligned} \quad (4.5)$$

$sv_{it}$ 表示状态变量，在前一期基础上发生变化，与上一期存在相关关系，以 $sv_1$ 、 $sv_2$ 、 $sv_3$ 、 $sv_4$ 、 $sv_5$ 分别表示美元、欧元、英镑、日元和人民币对“一带一路”沿线各国货币锚效应大小的动态变化。

## 4.2 数据变量设定

### (1) 样本范围

根据国家发展改革委、外交部和商务部联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，“一带一路”沿线主要包括了亚欧大陆上的65个国家。根据数据的可获得性，本文最终选取其中的47个国家进行分析。具体国家货币信息和区域分布情况见表4-1。

表 4-1 47 个“一带一路”国家货币信息和区域分布情况

地区	国家	货币	代码	国家	货币	代码
东南亚 (10)	新加坡	新加坡元	SGD	老挝	老挝基普	LAK
	马来西亚	马来西亚林吉特	MYR	柬埔寨	柬埔寨瑞尔	KHR
	印度尼西亚	印尼盾	IDR	越南	越南盾	VND
	缅甸	缅甸元	BUK	文莱	文莱元	BND
	泰国	泰铢	THB	菲律宾	菲律宾比索	PHD
东亚 (1)	蒙古	图格里克	MNT			
西亚 (12)	科威特	科威特第纳尔	KWD	伊拉克	伊拉克第纳尔	IQD
	黎巴嫩	黎巴嫩镑	LBP	约旦	约旦第纳尔	JOD
	也门	也门里亚尔	YER	伊朗	伊朗里亚尔	IRR
	阿曼	阿曼里亚尔	OMR	阿联酋	阿联酋迪拉姆	AED
	土耳其	土耳其新里拉	TRL	以色列	以色列新锡克尔	ILS
	卡塔尔	卡塔尔里亚尔	QAR	巴林	巴林第纳尔	BHD
南亚 (7)	印度	卢比	INR	马尔代夫	马尔代夫卢比	MVR
	巴基斯坦	巴基斯坦卢比	PRK	尼泊尔	尼泊尔卢比	NPR
	孟加拉国	孟加拉塔卡	BDT	斯里兰卡	斯里兰卡卢比	LKR
	不丹	努尔特鲁姆	BTN			
独联体 (9)	吉尔吉斯斯坦	吉尔吉斯斯坦索姆	KGS	塔吉克斯坦	塔吉克索莫尼	TJS
	格鲁吉亚	拉格鲁吉亚里	GEL	白俄罗斯	白俄罗斯卢布	BYN
	阿塞拜疆	阿塞拜疆马纳特	AZN	摩尔瓦多	摩尔多瓦列伊	MDL
	乌克兰	乌克兰格里夫纳	UAH	俄罗斯	俄罗斯卢布	RUB
	亚美尼亚	亚美尼亚德拉姆	AMD			
中东欧 (8)	波兰	波兰兹罗提	PLN	阿尔巴尼亚	阿尔巴尼亚列克	ALL
	捷克	捷克克朗	CSK	克罗地亚	克罗地亚库纳	HRK
	塞尔维亚	塞尔维亚第纳尔	RSD	保加利亚	保加利亚列弗	BGL
	匈牙利	匈牙利福林	HUF	马其顿	马其顿第纳尔	MKD

## (2) 阶段划分

大部分学者在进行阶段划分时，以中国的汇率改革进程为具体的阶段划分节点。根据本文主要希望探讨“一带一路”战略提出前后两个阶段人民币锚效应的变化。同时，在第三章的现实背景分析中，我们发现全球疫情发生后，我国在经济实力、外开放水平和人民币国际化等方面都具有比较明显的提升，因此，我们在阶段划分时，加入疫情节点，对疫情前后人民币锚效应的变化进行探讨。

大部分学者对人民币锚效应的研究包括 2005 年 7 月到 2008 年 9 月的汇率改革开启阶段<sup>[29]</sup>，以及 2008 年 10 月到 2010 年 6 月的全球金融危机阶段<sup>[55]</sup>。

但本文认为在全球金融危机这一阶段中，世界各国陷入危机，期间数据不具备代表性，同时，人民币与美元的汇率在这个阶段基本保持固定水平，仍在一定程度上锚定美元。因此，为避免共线性等问题，本文决定从金融危机结束之后的阶段开始进行研究。随着金融危机基本消退，2010年6月，人民币汇率改革也开始重启，同时基于第三章的分析，本文则以2010年6月作为起点，以“一带一路”倡议提出时间以及疫情暴发时间作为节点，分阶段对人民币锚效应进行对比研究，具体阶段如表4.2所示。

表 4-2 样本数据阶段划分

阶段	时间区间	说明
第一阶段	2010.07-2013.09	“一带一路”倡议提出前
第二阶段	2013.10-2019.12	“一带一路”建设至疫情暴发
第三阶段	2020.01-2020.09	疫情暴发后

### (3) 数据来源

本部分实证数据源于国际货币基金组织（IMF）的国际金融数据库、Wind数据库和CEIC数据库。

## 4.3 描述性统计分析

对各个国家货币兑新西兰元名义汇率进行对数化和一阶差分后的描述性统计分析如表4-3所示。

表 4-3 名义汇率对数化后和一阶差分后的描述性统计分析

变量	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGD/NZD	146	-0.001	0.018	-0.047	0.043
MYR/NZD	146	0.001	0.020	-0.044	0.052
IDR/NZD	146	0.002	0.023	-0.047	0.099
BUK/NZD	146	0.039	0.414	-0.087	4.996
THB/NZD	146	0.000	0.020	-0.048	0.053
LAK/NZD	146	0.003	0.025	-0.057	0.104
KHR/NZD	146	-0.002	0.024	-0.056	0.063
VND/NZD	146	0.000	0.023	-0.053	0.057
BND/NZD	146	-0.001	0.022	-0.077	0.047
PHP/NZD	146	0.000	0.021	-0.053	0.052
MNT/NZD	146	0.005	0.030	-0.077	0.111
KWD/NZD	146	-0.002	0.036	-0.085	0.084

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/707046063030006032>