

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：葛奇 中国银行研究院

电话：010 - 6659 4016

签发人：陈卫东

审稿：钟红 边卫红

联系人：吕昊旻

电话：010 - 6659 4016

* 对外公开

** 全辖传阅

*** 内参材料

全球贸易结算格局与结算货币的选择

——基于美元、欧元和人民币结算的比较分析*

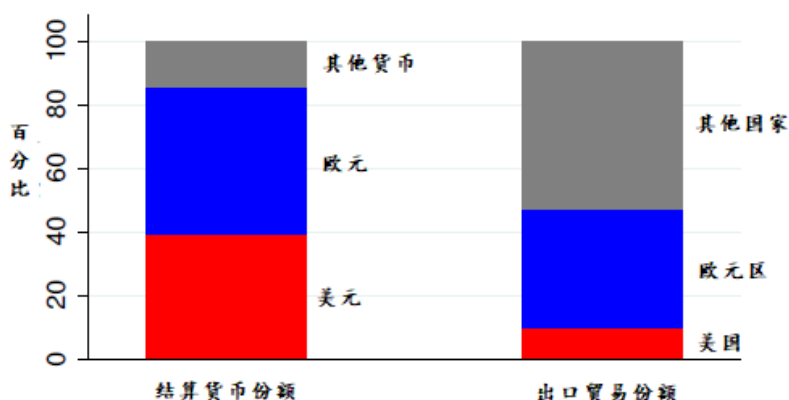
21 世纪以来，国际结算中的货币格局呈现两个重要变动特征：一是欧元、美元成为全球贸易结算的两大媒介货币。二是人民币在国际贸易结算货币中的份额呈现明显增长趋势。总体而言，战略互补、全球价值链之间的国际联结程度、政策推动是影响国际贸易结算中货币格局的重要驱动因素。

全球贸易结算格局与结算货币的选择

——基于美元、欧元和人民币结算的比较分析

美元在全球贸易结算货币中居支配地位。根据国际货币基金组织报告¹，1999-2019年在全球102个国家商品贸易中，大约40%以美元结算。图1显示，该比例相当于全球对美国出口贸易额占比的四倍。IMF统计分析显示，全球商品进口贸易中美元作为结算货币居支配地位与上述商品出口贸易的情况相类似。以1999-2014年的平均数为为例，美元在全球进口商品结算货币中所占的份额相当于美国在全球进口商品中所占份额的4.7倍；而欧元这两者的份额仅相差1.2倍。

图1：1999-2019年全球出口贸易份额与结算货币占比的比较



资料来源：IMF

美元在全球贸易结算货币中所占份额与美国在全球贸易中的占比之间的悬殊差异表明，美元在全球商品贸易结算中发挥了巨大的作用，IMF首席经济学家 Gita Gopinath 将美元在全球贸易定价或结算中扮演的这种支配性角色定义为“支配货币”模式（Dominant-Currency Paradigm），该模式既不同于传统的“生产者货币定价”模

¹ IMF Working Paper, Patterns in Invoicing Currency in Global Trade, July 2020.

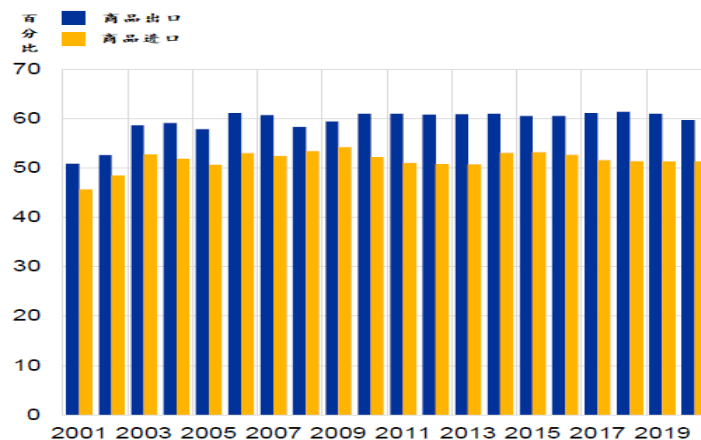
式（Producer-Currency Pricing）²，也不同于后来的“当地货币定价”模式（Local-Currency Pricing）³。

一、国际结算中货币格局变动的新特征

21世纪以来，国际结算中的货币格局呈现两个重要变动特征。

第一，自1999年欧元代替马克成为欧盟贸易的主要结算货币以来，欧元、美元成为全球贸易结算的两大媒介货币（Vehicle Currency）。作为媒介货币，其特征是这类货币与涉及双边贸易的国家发行的货币没有直接关系。根据欧洲中央银行（ECB）数据，在全球商品贸易中，有一半以上是以其他货币结算，其中欧元在全球出口贸易结算货币中的占比（46%）甚至超出了美元⁴（图2）。当然，如果将它与全球对欧元区国家的37%的商品出口份额相比，两者的差距并不显著。根据欧洲央行公布的最新数据，过去10年来欧元区国家向非欧盟成员国出口的商品中以欧元结算的份额一直维持在60%左右，而从非欧盟成员国进口的商品中以欧元结算的比重大约为50%左右。

图2：2001-2020年欧元区和非欧元区国家间进出口贸易中欧元结算的份额变化趋势



资料来源：ECB

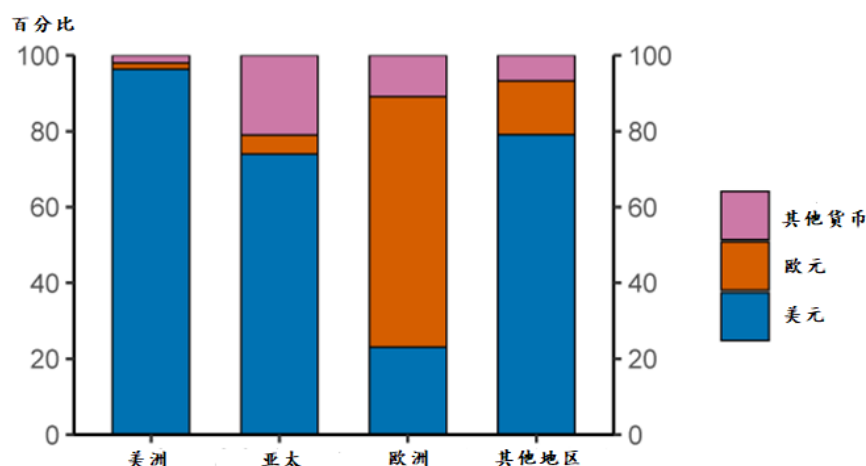
²生产者货币定价模式由瑞典经济学家 Lars Svensson 和丹麦经济学家 Van Wijnbergen 于 1989 年提出，指出口商品的价格均以出口国的货币定价。

³当地货币定价模式由美国经济学家 Caroline Betts 和加拿大经济学家 Michael Devereux 于 2000 年提出，指出口商品的价格均以目的地市场，也即进口国的货币定价。

⁴如把欧元区内部各国之间的贸易扣除在外，欧元在全球结算货币中的占比将降至 30%左右，美元的占比将升至 50%左右。

根据美联储数据，1999-2019 年按全球各个国家所在地区划分的出口贸易各主要结算货币的占比情况中，美元在美洲（96.3%）、亚太（74%）和其他地区（79.1%）的出口贸易结算货币中均占据支配地位，但欧元在欧洲商品出口结算货币中的占比高达 66.1%，远超过美元在该地区的 23.1%。主要原因在于：一是欧元区内部各国之间的贸易大部分使用欧元结算。二是非欧元区的欧洲国家以及部分非洲地区国家的出口贸易中使用欧元结算的部分超出了它们对欧元区国家出口中的欧元结算占比。一些 IMF 经济学家据此认为，美元是国际贸易结算的全球性支配货币，欧元只是一种区域性的支配货币。

图 3：美元、欧元和其他货币在全球各地区商品出口贸易结算中的占比

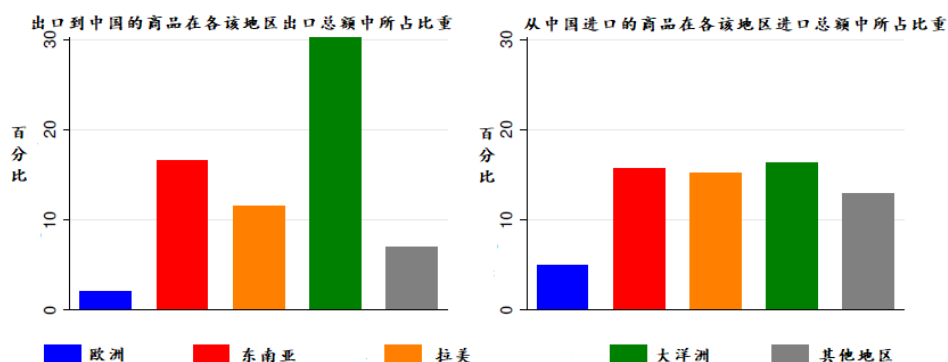


资料来源：Fed, The International Role of the U.S. Dollar, October 6, 2021.

第二，人民币在国际贸易结算货币中的份额出现明显增长趋势。尽管过去 20 年全球贸易结算格局从总体来看相对稳定，但 2011 年以来，除美元和欧元之外的其他货币在全球出口结算货币中的份额已出现小幅上升，而在此期间全球对美国 and 欧元区国家的出口份额却没有发生明显的变化。它反映了美元和欧元作为媒介货币在全球贸易结算中的使用频率在过去 10 年里已开始减少，意味着全球贸易中有一部分美元和欧元的结算可能已被人民币或其他货币的结算所取代。据中国人民银行统计，2020 年中国跨境贸易人民币结算金额已占到对外商品和劳务进出口总额的 18.44%；同年全球贸易中的人民币结算份额也已提高至 2.91%。尽管该份额与美元和欧元等媒介货币相比很低，

但较往年已有显著提高。1999-2019年中国在全球各地区进出口贸易中所占份额中，东南亚、大洋洲和太平洋等地区的国家与中国之间的贸易增长最为显著，统计显示，这些国家的贸易结算中人民币的占比增长也最为迅速（图4）。

图4：1999-2019年中国在全球各地区进出口贸易中所占份额的增长情况



资料来源：ECB, Fundamentals vs. Policies: Can the US Dollar's Dominance in Global Trade be Dented, Working Paper Series No. 2574, July 2021.

根据欧洲央行对全球出口贸易中对中国出口的占比与美元、欧元和人民币及其他货币在中国出口贸易结算中的占比进行回归分析，美元（欧元）在结算货币中的份额会随着各国向中国出口的商品份额的扩大而增加（减少），人民币的结算份额也与各国向中国出口的商品所占的份额呈正相关。该分析还发现，中国的商品进口与各货币结算之间的关系也与上述出口的情况相类似。欧洲央行由此得出结论，中国作为主要贸易伙伴的出现已经导致全球结算货币的格局发生变化。

贸易结算货币的选择是现代国际经济学的一个重要研究领域。西方理论将贸易结算模式分为“生产者货币定价”“当地货币定价”和“支配货币定价”三种，对这些不同结算货币的选择决定了一国汇率制度的优劣以及本国货币政策对其他国家的溢出效应。本文第二和第三部分分别讨论贸易结算货币选择的三种形式以及其对汇率传递、货币政策溢出效应的不同影响；第四和第五部分主要对影响美元和欧元结算的主要因素与人民币结算的决定因素进行分析比较。

二、贸易结算货币选择的三种模式

生产者货币、当地货币和支配货币这三种定价模式在决定贸易结算货币选择中扮演着不同的角色。在前两种定价模式中，由于结算货币是与双边贸易的国家所发行的货币有关，货币在国际贸易结算中扮演的角色是直接的。在第三种模式中，结算货币是一种连接第三国之间贸易的媒介货币，因而货币在国际贸易结算中扮演的角色是间接的。

（一）生产者货币定价

生产者货币定价模式是西方宏观经济学中粘性价格理论在开放经济中的应用。它基于国内生产的商品价格对本国货币具有粘性的假设，认为出口商品是由出口商/产地国的货币来定价。瑞典经济学家 Sven Grossman 最早进行数据分析，他不赞成当时的关于美元在国际贸易支付手段中居于支配地位的观点，认为美元在全球对外贸易支付交易中占有 21% 的较高比重，与美国的对外贸易在全球贸易中所占的份额几乎完全对应。相反，他从 20 世纪 60 年代瑞典和丹麦的双边贸易数据中发现，瑞典的商品出口中以瑞典货币计价的占比达 66%；而以丹麦货币计价的占比仅为 25%，至于第三国货币计价的比重则很小。同样，瑞典的商品进口中以丹麦货币计价也占了高达 59% 的比重，而瑞典货币的占比仅为 26%（表 1）。鉴于当时有关国际贸易结算货币的统计数据极为贫乏，Grossman 据此推论，国际贸易中的商品交易大约有三分之二是以出口商所在国的货币结算。这一关于对外贸易主要由出口国货币结算的早期经验推断被后人命名为“格罗斯曼法则”（The Grassman Law）。

表 1：1968 年瑞典对外贸易的货币计价

| | 出口国货币占比 | 进口国货币 | 第三国货币 |
|------|---------|-------|-------|
| 商品出口 | 66% | 25% | 9% |
| 商品进口 | 59% | 26% | 15% |

资料来源: Sven Grossman, A Fundamental Symmetry in International Payment Patterns, Journal of International Economics, 1973 3(2).

生产者货币定价对汇率传递效应的含义是，由于商品的出口价格由本国货币定价，汇率的变动将主要反映在商品的进口价格上。按照这种定价模式，一国货币的贬值一方面使出口商品的价格相对下降，从而提高了该国出口商品在国际市场上的竞争能力；另一方面也使以本国货币衡量的进口商品价格提高，从而使国内需求由国外产品向本国产品转移。

（二）当地货币定价

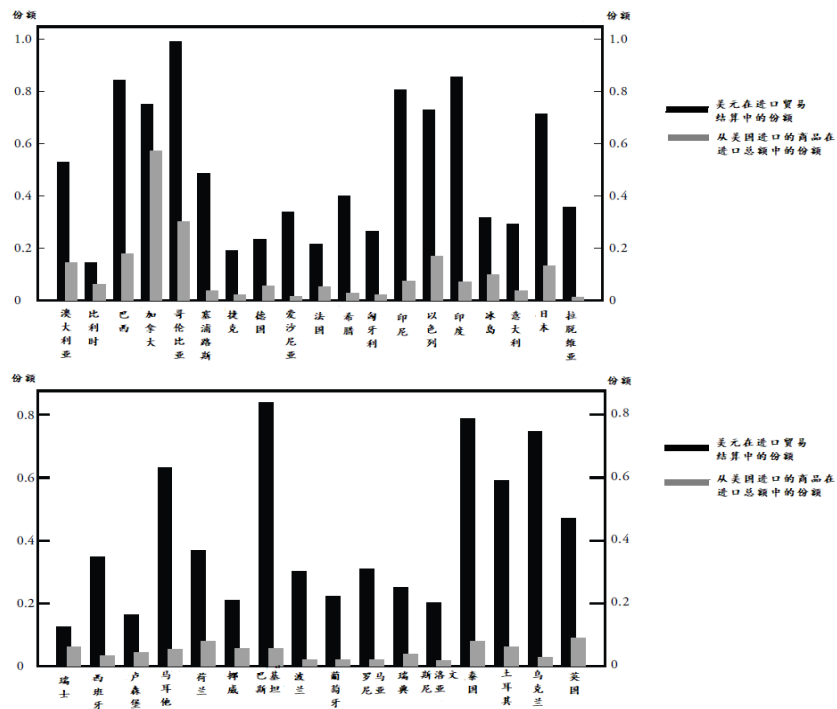
当地货币定价模式也是基于粘性价格的假设，它与生产者货币定价的不同之处在于，这里的商品出口是按照进口商/目的地国家的货币来定价。因此，在这种定价模式假设下，汇率的变动对出口商品的价格没有任何影响。当地货币定价最初是由 20 世纪 90 年代末美国经济学家 Goldberg & Knetter 发现的，即汇率的变动只有 50% 左右会反映在发达国家的进口商品价格上，因而与生产者货币定价的假设不符。此后大量经验数据也显示，从事国际贸易的生产者经常是以商品购买者，即进口商所在国的货币定价。这种当地货币定价模式实际上切断了名义汇率与购买者面临的商品进口价格之间的短期联系。按照这种定价模式，名义汇率的下跌既不会使一国的商品在国际市场上变得便宜，也不会使其他国家的进口商品在国内变得昂贵，因而支出转移不可能发生。

（三）支配货币定价

随着多年来有关结算货币方面的数据积累，尤其是所涵盖的贸易国家数量的不断扩大，一些经济学家发现全球大部分国家，特别是许多规模较小的国家，出口的商品主要使用美元结算，即便这里涉及的出口商或进口商的本国货币并不是美元。例如，欧元区国家的对外贸易并不是完全使用欧元结算。尤其在欧元区国家与美国或与新兴市场之间从事的进出口贸易中，美元一直是主要的媒介货币。至于欧盟成员国以外的所谓第三国之间进行的商品贸易主要使用美元，而非欧元结算。因此，美元在上述这些双边贸易的结算中居于支配地位。Gopinath 等人对 21 世纪以来贸易结算货币格局进行的实证分析发现，全球只有少数几种货币在贸易结算中扮演了媒介货币的作用，而其中又仅有美元在全球范围内具有支配货币地位，欧元只是在欧洲和一些非洲国家扮演地区性支配货币的角色。支配货币定价模式正是对这一现象的一种理论概括。

支配货币定价与生产者货币定价或当地货币定价之间的一个显著区别在于，货币在国际贸易中扮演的角色在后两种模式中是对称的。在生产者货币定价模式下，货币的使用与货币发行国的商品出口在全球贸易中的份额相对应；而在当地货币定价模式下，货币的使用则与发行国的商品进口在全球贸易中的份额相联系。图5对全球35个发达和发展中国家进口商品中美元的结算份额与这些国家从美国进口的商品份额进行了对比。如果按照生产者定价的假设，图中这两个份额应该大体相等，但实际上这些国家进口商品的美元结算份额远远超过它们从美国进口的商品份额。以土耳其、日本为例，土耳其和日本的进口商品中以其本国货币结算的份额分别仅为3%和23%。其中，土耳其的商品进口中有60%是以美元结算，尽管它从美国进口的商品平均仅占到其全部进口的6%。日本的商品进口中有71%是以美元结算，而美国的商品在其进口贸易中的份额平均只有13%。美元在各国进口商品结算中的支配地位意味着，美元汇率波动对进口价格的传递影响要超出进出口国家本币之间的双边汇率波动的影响。

图5：1990-2014年全球35个国家进口商品中美元结算份额与从美国进口商品份额的比较



资料来源: Gita Gopinath, The International Price System, 2015.

此外，IMF 对全球各国商品进出口的货币结算格局所做的统计分析显示，绝大多数国家的商品出口都不使用其本国货币结算。这意味着，一国出口商品价格对汇率的变动较为敏感，其敏感程度取决于外国货币在其出口商品结算中的占比。如按照生产者货币定价模式，一国货币的贬值只会导致进口价格提高，从而使该国的出口商品在全球市场上迅速变得便宜。但当大多数国家的出口都使用外国货币结算的情况下，显然不会出现这样的结果。

表 2 列出全球一些主要国家的进出口贸易中本币使用的占比情况。值得注意的是，即使像日本和英国这样的储备货币国，它们的商品出口中以日元和英镑本币结算的份额也分别仅占 39%和 51%。可以看出，这里的唯一例外是美国。由于美国的商品出口中有高达 97%的比重是以本币即美元结算，美元贬值将使几乎所有的美国商品出口都更便宜。换句话说，生产者货币定价的假设只是在这种场合下成立。

表 2：主要国家商品的进出口中使用本国货币结算的比率

| 国别 | 本币在进口结算中的占比(%) | 本币在出口结算中的占比(%) | 国别 | 本币在进口结算中占比(%) | 本币在出口结算中的占比(%) |
|------|----------------|----------------|-----|---------------|----------------|
| 美国 | 93 | 97 | 日本 | 23 | 39 |
| 意大利* | 58 | 61 | 加拿大 | 20 | 23 |
| 德国* | 55 | 62 | 波兰 | 6 | 4 |
| 西班牙* | 54 | 58 | 冰岛 | 6 | 5 |
| 法国* | 45 | 50 | 泰国 | 4 | 7 |
| 英国 | 32 | 51 | 以色列 | 3 | 0 |
| 澳大利亚 | 31 | 20 | 土耳其 | 3 | 2 |
| 瑞士 | 31 | 35 | 韩国 | 2 | 1 |
| 挪威 | 30 | 3 | 巴西 | 1 | 1 |
| 瑞典 | 24 | 39 | 印尼 | 1 | 0 |

注：带*的国家为欧元区国家，这些国家的数据反映它们与非欧元区国家之间进出口贸易中欧元结算的占比。

资料来源：Gita Gopinath, Dollar Dominance in Trade: Facts and Implications, December 21, 2017.

三、结算货币选择对汇率传递和货币政策溢出效应的影响

结算货币选择决定了一国汇率制度的优劣以及本国货币政策对其他国家外溢效应的大小。然而，西方学术界在结算货币选择对汇率传递和货币政策溢出的影响问题上存在着明显的分歧，主要集中在以下两个方面：一是一国的货币政策是否应该将重点放在维持国内的通货膨胀稳定和产量最大化这两大目标，或者说决策者是否可以将汇率变动视为一个独立于国内问题之外的政策变量。二是在什么条件下钉住汇率是一种优于浮动汇率的政策选择。

(一) 结算货币选择对汇率传递效应的影响

长期以来，在开放经济条件下，西方传统理论一般从生产者货币定价或当地货币定价的模式出发，描述一国结算货币的选择与汇率传递之间的关系。按照生产者货币定价模式，由于一国的出口商品是以本国货币定价，汇率的变动将 100%地反映在进口商品的价格上。在这种情况下，降低汇率只会提高进口商品的价格，浮动汇率制对该国的出口有利。而且，采取浮动汇率制还有利于一国货币政策的独立性，使该国的货币政策可以全部用来应对国内的经济冲击。因此，在“生产者货币定价”的假设条件下，如果一国企业的出口产品和其国内产品一样均以本国货币定价，则实行浮动汇率制可以使该国货币政策达到最优。

相反，按照当地货币定价模式，由于一国的出口商品是以消费者所在国的货币定价，汇率变动并不会改变消费者购买的进口商品的价格，进口商品与国内非贸易商品之间的相对价格也不会因汇率的波动而发生变化，汇率对进口商品价格的传递效应因此为零。在这种情况下，一国的货币政策需要同时应对来自国内和国外的经济冲击。因此，为了将汇率维持在较低水平，确保国内产品在国际市场的竞争性以及国内利润的稳定，钉住汇率就成为该国货币政策的最佳选择。

按照“支配货币定价”模式，大部分出口商是以占支配地位的货币，如美元为其商品定价，即便这里所涉及的出口国或进口国都未将美元用于其国内商品交易。在这种情况下，美元汇率上升将使所有国际贸易价格成比例地提高，导致所有国家的进出

口数量下降并使全球消费和产出下降。当然，美元汇率上升对全球贸易数量的总体影响将取决于各国的进口商品消费在其全部支出中所占的份额大小。美元的这种特殊作用为美国货币政策和金融状况向全球范围的传递提供了不同于生产者货币定价或当地货币定价的另一种渠道，它与生产者货币定价或当地货币定价模式的预测结果截然不同。按照后两种模式，美元汇率变化和其他任何国家的双边汇率一样，它影响的仅仅是与美国直接有关的商品交易，而不是与美国无关的其他国家的进出口贸易的数量以及它们的国内消费或产量，因此美元汇率上升一般只会导致商品生产和消费在各国之间的再分配，而不会造成所有国家的经济增长同时减缓。

IMF 首席经济学家 Gopinath 等对美元汇率的传递效应进行实证分析表明，汇率的传递效应将因结算货币选择的不同而有明显的差异。由于在大多数国家，尤其是新兴市场国家出口商品中美元的结算份额占绝对比重，其以美元计价的商品价格对美元汇率变动的敏感程度显著超过双边汇率的变动⁵。具体而言，在不考虑美元汇率影响的条件下，一国货币相对于其贸易伙伴国货币的汇率每下降 1%，该国进口商品的价格在一年内将提高 0.76%。换言之，此时双边汇率的传递效应基本符合“生产者货币定价”模式的假设，即本国货币的贬值基本将反映在以本币衡量的进口商品价格上。然而一旦将美元汇率与贸易国的双边汇率同时包括在内，则双边汇率的上述影响几乎完全被美元汇率所吸收：该国货币与美元之间的汇率每下跌 1%将使该国按本币衡量的进口商品价格提高 0.78%；相反，该国货币与进口国之间的双边汇率每下降 1%，其进口价格的上升幅度将由上述的 0.76%减至 0.16%。显然，“支配货币定价”模式的假设在这里完全成立。

然而，彼得森国际经济研究所经济学家 Joseph Gagnon & Madi Sarsenbayev 认为，IMF 的上述结论实际上是建立在两个不合理的假设基础之上。第一，汇率变动对进口商品价格的影响只发生在一年以内，它没有计算汇率变动对一年之后的未来进口价格的影响。根据测算，如果将汇率变动产生的累积效应或滞后影响也考虑在内，美元汇

⁵ 这里的分析不包括美元对美国进出口贸易价格的影响，由于美元在美国的贸易结算中占绝对比重，它并不代表一种支配货币。事实上，美元汇率与双边汇率的概念在这种场合并无区别。

率对进口商品价格的影响将会由原来的 0.78% 减至 0.50%；而出口商的生产价格和进口国商品的平均生产价格对进口商品价格的影响则分别为 0.22% 和 0.25%。第二，汇率变动对各国进口商品价格的影响是相等的，因而没有将各国贸易在全球贸易总额中所占的不同比重这一因素考虑在内。事实上，在 IMF 的 102 个样本国家中绝大部分国家的双边贸易规模都很小，意味着全球大部分的贸易量都发生在少数一些双边贸易规模很大的国家。根据测算，如果将贸易权重的影响计算在内，美元汇率在一年内对上述国家进口价格的平均影响将由原来的 0.78% 减至 0.58%，而出口商生产价格对进口商品价格的影响则增至 0.31%。据此他们认为，美元汇率对贸易商品价格的支配作用只是局限于双边贸易量规模较小的国家。如果再将汇率变动的滞后影响一并计算在内，则分析显示，美元汇率对上述国家进口价格的影响可以完全忽略不计，而出口商的生产价格和进口国商品的平均生产价格对进口商品价格的影响则分别提高至 0.42% 和 0.56%。

彼得森研究所最近测算了全球 33 个名义 GDP 超过 100 亿美元国家⁶的出口商品价格在 1983-2019 年因不同的货币定价而产生的变化，以便将汇率的累积效应和贸易权重这两个因素同时结合到汇率对贸易价格影响的分析之中。他们发现，这些国家的出口价格受本国货币定价变化的影响最大，即在 1% 的出口价格上涨中，0.52% 是由于出口国本国货币的定价变化而引起，0.28% 是由于进口国货币定价的变化推动，剩余的 0.20% 是因美元和欧元等支配货币的定价变化带来的结果。据此他们认为，对于大部分的国际贸易来说，美元和欧元除了作为美国和欧元区国家的本国货币被用于各自的进出口贸易结算之外，它们在其他国家作为支配货币所扮演的角色实际上非常有限。这与 IMF 的上述结论显然不同，因为按照后者，美元或欧元汇率的变动对其他国家贸易商品价格的影响将显著超过它们双边汇率变动的影响。

⁶ 33 个国家中不包括美国、欧元区国家以及使用美元作为其国内主要货币的国家。这是因为这些国家无论是以出口国或进口国的身份出现，美元或欧元都是它们的本国货币而不是支配货币。

对比 IMF 和彼得森研究所的分析结果可以发现，生产者货币定价、当地货币定价和支配货币定价这三种贸易结算方式实际上并不是相互排斥的，关键的问题在于如何正确地判断这些不同的定价方式在全球贸易价格决定中的相对重要性。

（二）结算货币选择对货币政策溢出效应的影响

近十年来，西方学术界在美联储货币政策对其他国家的溢出效应问题上一直存在较大的争议。传统的观点认为，一国宽松货币政策会产生两种影响。一是增加对国内产品和进口商品的需求并刺激其他国家的产品生产。二是促使本国货币贬值并有可能导致本国产品相对于外国产品较为便宜，从而对其他国家产生负的溢出效应。由于第一种影响与结算货币的选择无关，而第二种影响按照生产者货币定价模式的预测较大但按照当地货币定价模式的预测则很小，因此两者相抵，一国宽松的货币政策对其他国家所产生的净影响在前一种模式下为负，而在后一种模式下则为正。

但是按照支配货币定价模式的预测，由于各国的进出口商品价格大多以美元结算，美联储实行的宽松货币政策所导致的美元汇率下降，将会降低除美国以外的所有其他国家以本国货币计价的进口商品价格，它不仅带动了这些国家的国内非贸易产品的价格下降，而且还导致它们的出口商品价格下降，因而促进了全球贸易量的增长。此外，全球对进口商品需求的增长又推动了全球范围内产出和消费的增加。因此，即使当美国货币政策因受零利率下限约束而无法刺激国内的总需求，美元贬值对外国产量的溢出效应仍然可以为正。这一论点与传统理论截然不同，后者认为，汇率下降是一种以邻为壑的“零和”政策，它实际上是将衰退输出到其他国家并可能导致货币战。但按照支配货币定价理论，只有非媒介货币的贬值才会具有这种与美元贬值效果相反的负溢出效应，因为当第三国之间的双边贸易由出口国货币（即生产者货币）或进口国货币（即当地货币）结算时，美国的货币政策对其他国家没有影响。

然而在美元（即支配货币）结算条件下，这些国家的货币政策要同时应对来自两方面的冲击，它们不仅要通过调整总需求解决本国生产和就业的内部变化，还要采取相应的措施来解决因美元汇率波动引起的双边贸易条件的外部变化。由于后者的变化并不能真实反映第三国之间进出口商品生产率的相对水平，美元汇率的波动很可能造

成双边贸易价格的扭曲。因此，在全球贸易以美元为主要结算货币的条件下，一般认为，一国最优的货币政策通常应采取逆风策略以抵消美元汇率带来的不利影响，以便减少各国货币与美元之间的汇率波动。但是，这种所谓汇率稳定化的政策虽能使第三国之间的贸易商品价格更接近各自的相对生产成本，但它也会造成这些国家内部非贸易商品和进口商品之间相对价格的扭曲，因而这种政策也只能部分地抵消美元汇率的影响。按照支配货币定价模式的预测，最优的汇率政策对于第三国之间的贸易而言既不应该是完全浮动的，也不应该是完全固定的。在一些持支配货币定价观点的经济学家看来，这一预测与目前全球 70%以上的国家均采取管理浮动汇率制，并在其汇率政策中使用美元作为锚货币的实际状况是完全一致的。

各国的货币汇率跟随美元汇率变化而波动，意味着美国发生的冲击将会影响到所有国家，导致各国之间的货币政策立场具有高度的相关性，尽管这种外部冲击对它们本国经济的影响各不相同。例如，美国实行的扩张性货币政策导致美元汇率下降，促使其他国家也采取相对宽松的货币政策。由此看来，各国货币政策的这种同向共移的现象不仅是由于它们之间存在的各种金融联结，也是由美元在国际贸易结算中占据的支配地位所决定的。同时，企业结算货币的选择与政府的货币政策之间也存在着一定的战略互补关系。当出口商选择以美元作为结算货币时，钉住美元的汇率政策就是一种最优货币政策；反过来，由于这种汇率政策意味着美元要比其他货币更为稳定，它将促使出口商更愿意使用美元作为其贸易的结算货币。

与上述主流观点不同，彼得森国际经济研究所则认为，如果一国的出口商品以美元定价，美元升值将人为地推高其出口商品的价格，则该国的货币政策将无法影响到其出口商品在国际市场上的相对价格，以及国外对其国内商品的需求，因而失去了利用货币政策调整来影响本国经济活动和通货膨胀的传递渠道。但如果出口商品以本国货币结算，则在浮动汇率条件下一国的货币政策仍具有独立性。任何汇率的变动将基本反映在进口价格上，货币贬值可以刺激一国的出口因而有利于该国在国际市场的竞争。因此，一国货币政策的效果实际上取决于该国所采用的汇率制度。

四、影响美元和欧元贸易结算地位的主要因素：战略互补和全球价值链

西方主流观点认为，决定一国结算货币选择的基本经济因素有两个方面：战略互补和全球价值链中产品投入产出之间的国际联结。正是这两个因素证明了国际贸易结算与使用大国经济货币之间的内在联系，它不仅说明了美元和欧元为什么能够分别成为美国和欧元区国家对外贸易的主要结算货币，而且还解释了美元为什么能够区别于欧元而成为第三国之间贸易的主要媒介货币，从而奠定了美元在全球贸易结算中的支配货币地位。

在西方国际贸易理论中，结算货币选择的决定一般以产品的粘性价格为前提。在粘性价格条件下，当出口商选择的结算货币能够使既定的产品价格与其事后可能选择的最优价格之间发生的偏离程度达到最小时，结算货币的选择是最优的。以此为出发点，战略互补（Strategic Complement Arities）和全球价值链中产品投入产出之间的国际联结在当代西方文献中就成为决定结算货币选择的两个基本经济因素。依据战略互补理论，商品的相对价格和市场份额的变化会导致出口商的期望价格出现波动，促使出口商为避免因价格需求弹性的变化引起其规模报酬下降，而试图使其商品价格保持相对的稳定。在这种情况下，如果其他国家的竞争者使用美元作为结算货币，这将促使该出口商也以美元为其商品定价。投入产出的国际联结对结算货币选择的重要性在于，它将促使出口商选择某种能使其商品的边际成本保持稳定的货币为其商品定价。因此，如果来自全球价值链的中间产品进口是以美元结算，则出口商也希望使用美元为制成品出口定价，以稳定其企业利润。

与 Gopinath 将支配货币定价与传统的生产者货币定价和当地货币定价模式相对立的论点不同，英国经济学家 Dmitry Mukhin 将战略互补和投入产出国际联结这两个关于结算货币选择的决定因素结合到单一的模型框架中，描述了生产者货币定价、当地货币定价和支配货币定价这三种货币结算模式如何在当今国际价格体系中同时达到一种动态的均衡。首先，美国市场的庞大规模促使其他国家的出口商出于战略互补的考虑都倾向于选择以美元结算，以便使它们的商品价格能够与在美国国内的那些生产相

同商品的当地竞争者的价格趋于一致。因此，对美国的商品进口而言，这一结算货币的选择完全符合“当地货币定价”模式的假设。其次，对那些需要依赖中间产品进口的美国生产者来说，选择美元结算可以使其中间产品进口的美元价格保持稳定，而投入产出的国际联结又促使美国的生产者也愿意选择使用美元作为其出口商品的结算货币。因此，对美国的商品出口而言，这一结算货币的选择完全符合“生产者货币定价”模式的假设。反过来，这又将增加美国以外其他国家生产商的中间产品进口中的美元结算比重，促使这些生产商在向美国以外国家出口商品时也都倾向于使用美元结算。不仅如此，由于许多国家与贸易伙伴国之间的汇率波动相对较大，美元汇率的稳定又使美元成为这些国家从事双边贸易的媒介货币。这意味着，选择美元作为结算货币将有助于使非美国的出口商销往全球的商品价格与与之竞争的其他国家的出口商的价格趋于一致。因此，美国市场的庞大规模加上美元作为第三国贸易所广泛使用的媒介货币，是美元有别于其他货币而成为支配货币的两大基本优势。在此条件下，战略互补和投入产出的国际联结这两个因素的结合决定了第三国之间的贸易结算将符合“支配货币定价”的模式。

在 Mukhin 看来，正是由于商品生产的全球化导致了国际贸易中媒介货币使用的不断扩大。例如，由于一些亚洲国家在全球价值链中的高度参与，使得媒介货币定价的机会相对于生产者货币定价和当地货币定价而言有所提高。此外，像韩国、日本和澳大利亚等发达国家，它们的进出口商品中美元的结算份额之所以较高，很可能是出于战略互补对货币选择的影响，即由于在这一地区的其他国家均使用支配货币定价，对这些国家的生产商来说，使用美元作为出口商品的结算货币也许是一种最优选择。据此 Mukhin 得出结论，基于美国经济的规模以及美元作为一种锚货币在国际货币体系中的广泛使用，战略互补和投入产出的国际联结这两者的结合决定了除美国以外的其他国家之间的商品贸易将遵循“支配货币定价”的模式。

欧洲央行经济学家 Georgiadis 等认为，鉴于欧元作为一种主要媒介货币在国际贸易结算中扮演的重要角色，Mukhin 关于战略互补和投入产出国际联结在贸易结算货币选择中的决定性作用的分析，同样可以用来解释为何欧元在欧元区进出口贸易中成为

主要的结算货币。在对 1999-2019 年全球 115 个国家的进出口贸易使用美元和欧元结算的情况进行统计回归分析之后，他们的上述观点已经得到了验证。总体而言，根据美元和欧元在各国进出口贸易中的不同使用情况，我们可以将全球贸易结算格局按照生产者定价、当地货币定价和支配货币定价这三种结算模式具体归纳如下。

第一，凡是美国和欧元区国家向其他国家出口的商品，美元和欧元分别是这类贸易的主要结算货币。这里的结算货币选择显然与“生产者货币定价”模式的预测相一致。统计数据显示，2003-2019 年美国向全球其他国家出口的商品中美元结算的份额为 95.8%；同期，欧元区国家向其他国家出口的商品中，欧元结算份额为 74.4%。

第二，凡是美国和欧元区国家从其他国家进口的商品，美元和欧元也分别是这类贸易的主要结算货币。与以上情况不同的是，这里的结算货币选择显然与“当地货币定价”模式的预测相一致，它反映了因目的地市场的庞大规模而产生的战略互补效应。实证分析显示，其他国家的商品出口中向美国或欧元区国家出口的商品份额越高，它们的出口结算中美元或欧元的占比也越高。但相比之下，美元结算占比的提高程度要超过欧元。

第三，对美国和欧元区国家以外的第三国之间的双边贸易来说，如果可替代商品在其中的占比较大，则由于可替代商品的贸易所具有的战略互补效应，一般而言，它们会更多地使用美元或欧元这种媒介货币作为结算货币。但实证结果仅显示出对美元结算的影响，即第三国之间的进出口贸易中可替代商品的占比越大，美元的结算占比也会越大。欧元在第三国之间的可替代商品贸易中的结算占比反而会随着美元结算占比的增大而减小。换言之，第三国之间的可替代商品贸易的增加并未促使这类商品的结算方式由第三国本币向美元和欧元转移；相反，它将导致第三国之间的贸易结算由原来的本币和欧元变更为美元。显然，美元作为媒介货币在第三国之间进出口贸易定价中所占据的支配地位，既不符合生产者货币定价也不符合当地货币定价，它与“支配货币定价”模式的预测一致。

第四，对美国和欧元区国家以外的第三国之间的双边贸易来说，如果因出口商参与全球价值链的一体化而使第三国的出口商品必须依赖于中间产品的进口，则为了避

免汇率波动对其出口盈利的影响，它们的出口贸易一般会倾向于以美元或欧元这样的媒介货币来结算。由于各地区之间价值链的不同，这类出口商品究竟选择以美元、欧元或本国货币结算实际上与第三国出口商具体涉及的某一地区的价值链有关。实证分析显示，凡是主要从美国进口中间产品的第三国，它们向其他第三国出口的商品中使用美元结算的占比较高；同理，凡是主要从欧元区进口中间产品的第三国，它们向其他第三国出口的商品中使用欧元结算的占比则会较高。和上述战略互补效应所扮演的角色一样，投入产出的国际联结也促进了美元和欧元作为媒介货币在第三国贸易结算中的使用。它们在第三国贸易定价中居有的支配地位同样也符合“支配货币定价”模式的预测。

基于以上分析，我们可以得出以下几个结论：一是当前西方流行的关于经济基本因素和结算货币选择之间关系的理论大体解释了美元为何能在全球商品出口贸易中居于支配地位。二是全球贸易结算格局的变化表明，欧元区的庞大经济规模以及它在全球贸易中占有的巨大份额显著提高了欧元在全球，尤其是欧洲地区贸易结算中的地位，成功地阻止了美元成为全球唯一的支配货币。三是欧元在第三国贸易中扮演的媒介货币角色尚不足以提高它在全球贸易结算中的相对地位。四是美元和欧元的支配货币定价地位主要反映在第三国之间的双边贸易上，生产者货币定价和当地货币定价在美国和欧元区国家本身的进出口贸易中仍然发挥着主要的作用。

五、影响人民币在国际贸易结算中地位的主要因素

除了以上提到的战略互补和全球价值链这两个基本经济因素之外，国家政策因素对人民币在中国对外贸易结算中份额的提高扮演了更为重要的角色，促使人民币在贸易结算货币中成为不同于美元和欧元的一个显著特点。

（一）基本经济因素对人民币作为结算货币的影响

自2011年起，中国允许其所有国内企业使用人民币作为跨境贸易结算货币。自此人民币在中国对外贸易结算货币中所占的份额出现明显增长，人民币在全球贸易结算货币中的占比也在稳步提高。为了进一步分析它是否因此改变美元和欧元在全球商品

贸易中的结算占比，我们利用统计方法计算这几种货币的结算份额因中国与其他国家之间的进出口贸易的增长而发生的变化。

欧洲央行对过去 10 年来全球 38 个出口国和 49 个进口国使用的结算货币，与这些国家和中国的进出口贸易之间的相关关系进行回归分析发现，随着这些国家向中国出口的商品在其出口总额中占比的增加，美元在其结算货币中的份额相应提高，同时人民币的份额也有所增加，但欧元和其他货币的结算占比则会减少。从经济因素的角度分析，人民币结算份额的增加主要是因为中国作为目的地市场具有的庞大市场规模所产生的战略互补效应，促使其他国家，特别是东南亚地区国家的一些出口商更愿意选择以人民币结算。显然，这一结算货币的选择符合“当地货币定价”模式的假设。IMF 经济学家认为，近年来，随着非洲地区国家与中国之间贸易的日益增长，人民币已开始在许多非洲国家之间的贸易结算中扮演媒介货币的角色。至于美元结算份额增加的原因，在欧洲央行看来则是基于人民币与美元之间汇价的相对稳定，因而可将它视为“当地货币定价”模式在中国的一种变异形式，而不应简单地将其当作“支配货币定价”模式的一种反映。另外，欧洲央行的分析显示美元和人民币的结算占比也随着中国向其他国家出口份额的增加而提高，虽然人民币结算占比的提高程度不如美元显著，而欧元和其他货币的结算占比则出现下降。如果将人民币与美元之间汇价的相对稳定这一因素考虑在内，这里关于结算货币的选择在某种程度上符合“生产者货币定价”模式的假设。

当然，人民币在全球贸易结算货币中占比的增长尚未对美元在全球贸易结算中的支配地位带来挑战。事实上，随着其他国家对中国贸易敞口的扩大，美元结算份额反而增加。另外，作为全球贸易主要结算货币的欧元，除了在欧洲国家从中国的进口商品中还继续扮演主要结算货币的角色之外，美元结算份额的增加已使它逐步失去在中国贸易结算中原来保持的地位。

（二）政策因素对提高人民币贸易结算中所占份额的影响

中国政府采取了一系列旨在扩大人民币在国际贸易中结算份额的政策措施，推动人民币的国际化。除了 2009 年 7 月启动跨境贸易人民币结算试点并于 2011 年 8 月将

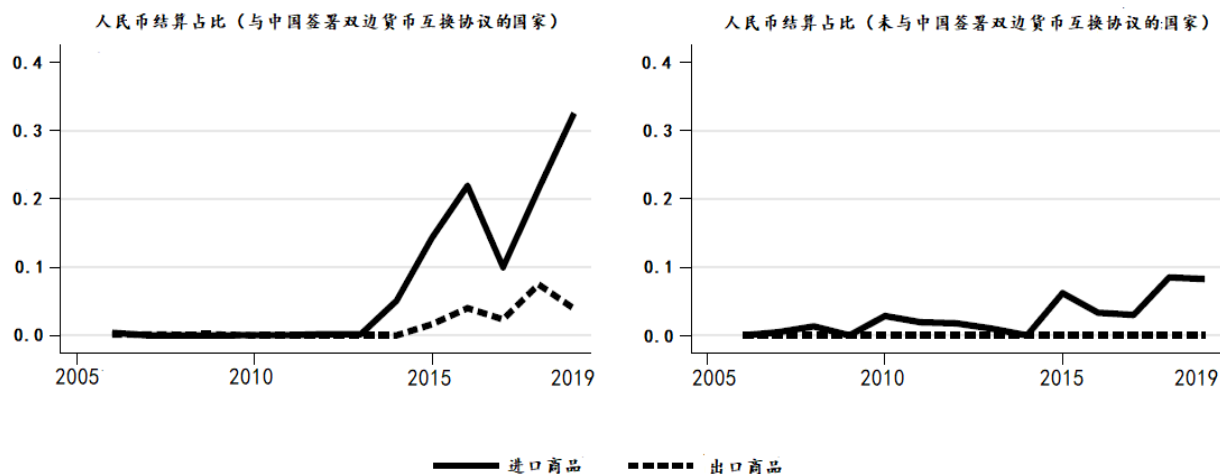
该试点政策扩大至全国之外，另一项与促进人民币贸易结算有关的重要政策工具是由中国人民银行与其他央行或货币当局之间建立的双边本币互换协议。由于资本项目的不可兑换性影响到人民币的境外融资，限制了外国进口商使用人民币与中国出口商进行贸易结算。人民币与外币之间的双边互换协议的作用在于它可以利用这一渠道，为有意参与人民币贸易结算的外国进口商提供资金来源。根据协议规定，外国央行可以按事先设定或市场决定的汇率用本币作为抵押向中国人民银行借入人民币，并以最后贷款人的身份通过当地金融机构向进出口商提供人民币贷款，以此增加人民币在贸易结算中的吸引力。显然，双边本币互换协议不仅可以提高人民币在一些国家的使用，同时也可降低签约国在双边贸易活动中面临的美元汇率波动的风险。在人民币实现完全自由可兑换之前，双边本币互换协议无疑为扩大人民币的贸易结算空间提供了必要的基础设施。截至 2020 年末，中国人民银行共与全球 40 个国家和地区的央行或货币当局签署了双边本币互换协议，互换总金额已达近 4 万亿元。

英格兰银行经济学家 Saleem Bahaj 等关于央行政策对货币选择的影响的理论研究表明，在一个开放经济中，企业不仅需要选择用于其营运资金和贸易信贷的货币，而且还要选择用于贸易结算的货币。一方面，企业的营运资金所选择的货币将直接影响到企业在所有市场出售的商品的边际成本。另一方面，企业选择以何种货币为其在不同市场出售的商品定价又会直接影响到它的盈利。因此，在这两种选择之间具有某种互补关系。正是这种互补关系决定了一国央行的金融政策，例如，双边本币互换协议，可以刺激本国货币在国外的使用。因为它降低了以本国货币计价的信贷预期成本，使一些企业的贸易信贷的货币选择由外币向本币转移。为了对其上述理论加以验证，Bahaj 等将 2009-2018 年与中国签署本币互换协议的 38 个国家的人民币境外支付情况进行了回归分析，结果发现，双边本币互换协议与人民币境外支付之间存在着显著的正相关。具体而言，凡是与中国签署人民币互换协议的国家和地区，当地人民币跨境使用概率将提高约 20%。

欧洲央行则对 2009-2019 年与中国人民银行签署双边本币互换协议的 41 个国家与其他未签署协议的国家进出口贸易结算中人民币的占比情况分别进行分析。图 6 显示，

凡是与中国签署双边本币互换协议的国家，它们的进出口贸易结算中人民币所占份额的增长明显较快。

图 6：人民币双边互换协议对贸易结算中人民币占比变化的影响



资料来源：ECB, Fundamentals vs. Policies: Can the US Dollar's Dominance in Global Trade be Dented, Working Paper Series No. 2574, July 2021.

欧洲央行的分析进一步显示，对于与中国之间具有重要贸易往来的国家，人民币双边互换协议不仅提高了人民币在这些国家进出口贸易中的结算占比，而且导致美元和欧元的结算占比下降。因此，不同于战略互补和投入产出的国际联结等基本经济因素，中国本外币互换的政策因素，促使其在全球范围建立人民币结算网络，显著地减少了人民币在贸易结算货币选择过程中形成的市场摩擦，成为一种有效的政策工具。

