

# 欧元： 愈加 全球化

欧元未来的使用将被大多  
政策制定者不能控制的因  
素所影响。



德国法兰克福的欧洲大厦。

Axel Bertuch-Samuels 和  
Parmeshwar Ramlogan

8年多前，被众人寄予希望在未来发挥国际作用的欧元启动了，甚至有人推测终有一天欧元将取代美元，成为国际最重要的货币。毫无疑问，欧元的推出是一种绝对的技术成功，欧元很快也很稳固地成为了世界第二大国际货币。如今，欧元的国际声望已经远远超过了其所取代的欧洲传统货币，而且超过了英镑、日元以及其他的主要国际货币，尽管欧洲中央银行（ECB）并没有主动寻求推进欧元在海外的使用，但其作用还是在不断增长。

国际货币是一种发行国境内外的居民都使用的货币，相反，国内货币是一种只在发行国境内使用的货币。对于欧元来说，国际使用是指被欧元区国家以外的居民使用。另一方面来说，拥有一个强势的国际货币就等于给予了发行国或者发行国集团政治和经济上的优势；在政治上，国际货币的发行国或者发行国集团也获得了国际声望，扩展了其全球影响力。而经济上的好处则包括交易费用和利率更低、金融机构的利润率更高，这也就促使国内资本市场活力和效率的增强；也增加了国家用自有货币为经常项目赤字融资的能力，由此还避免了累积外汇储备的需求；而且国家还能通过在换取货物服务的过程中发行无息债权，以获得铸币税收益。

不过货币的国际化也带来了风险和责任，制定

有力的宏观经济政策来维持物价和汇率稳定就变得至关重要了。但即使存在有力的政策保证，国家也将更多地暴露于波动的资本流，而这将导致金融和宏观经济的不稳定，限制政策选择。与此同时，货币目标的精细化也变得更加困难，因为部分货币被境外持有，这使执行货币政策变得复杂。

## 欧元是如何被实际使用的

欧元作为一个国际化的货币，其发展的道路不是平坦的。从功能角度来看，欧元在国际金融交易中（特别是作为一种国际债券用它标值的货币）取得了更多的进步，但在国际贸易交易中却是收效甚微。从地理角度来看，欧元作为国际化的货币的作用仍然大多限于那些和欧元区区域有着宗教和政治联系的国家，包括没有采用欧元的欧盟成员、欧盟新成员国以及非洲金融共同体法郎区。因此，有些人可能觉得欧元作用在地理上的限制使其仍然不能和美元处在同一等级。

那么，将欧元作为国际化货币来使用与使用美元相比，情况又如何呢？在官方使用方面，大约1/3的把自己货币盯住其他货币的国家把欧元作为自己的盯住货币，这些国家主要包括非欧元区域的欧盟



成员、欧盟新成员国或潜在新成员国以及法语系的非洲国家。而剩下的2/3的国家的绝大多数（在亚洲、非洲、中东和拉丁美洲）使用美元作为它们的盯住货币。已知的货币组合就反映了这个情况，在2006年9月底，以美元标值的外汇储备占了全世界官方持有的外汇储备的几乎2/3（见图1），以欧元标值的外汇储备则占了全世界外汇储备的1/4，而以日元和英镑值的外汇储备仅占全世界总量的7%。随着美元和日元份额的减少，欧元的份额增加了。欧元在发展中国家持有储备中的

份额比工业化国家更大，欧元区周边的国家和法语系非洲国家以欧元为主导的储备正反映了这点。

在私人使用中，美元作为发行国际债务和证券（面向非本国居民的国外货币和国内货币的发行）的最重要的货币的地位已经为欧元所超越。事实上，欧元的净发行量与其他货币的发行量相比已经迅速增加，截止到2006年9月底，欧元的发行已经占到未偿还的国际债券全球存量的将近一半（见图2）。尽管在亚洲和拉美地区欧元的发行量很小，但是在中欧和波罗的海国家，平均83%的未偿还国际债券都以欧元标值。

截至2006年6月底，国际银行业中全部贷款的

39%以及所有储蓄的28%都用欧元标值，而美元分别占41%和48%。而且，大部分交易涉及欧洲的非欧元区国家：欧元在欧洲以外的国际银行业务中使用的并不多。在外汇市场，欧元当前是紧跟美元之后的第二个被广泛交易的货币，欧元—美元是交易最频繁的货币对子，这暗示着欧元在外汇交易市场上是主要的货币工具。从欧洲中央银行（ECB）得到的有限的单证交易的数据显示出在欧洲的欧元区与非欧元区国家的单证贸易中，欧元是最重要的货币，但是它很少用在欧元区以外的国际贸易中（见图3）。这也恰好部分反映出商品贸易中还是传统地使用美元来开发票。

在欧元区周边的许多国家，欧元和这些国家的本国货币同时使用，甚至代替了它们的本国货币——这就是我们说的欧元化。这一渐长的趋势恰好证明了货币的所有职能：支付手段（现金和信用卡）、价值储存（银行储蓄）、记账单位（贷款合同）。这一现象的发生不足为奇。欧洲东部和南部的许多国家都致力于成为欧盟成员国（一旦满足一定的标准，就必须使用欧元），而且使用欧元进行贷款往往享受较低的利率。但是，大量未经套期保值的欧元借入借出使这些国家面对着投资者情绪的波动更加脆弱，这并不仅仅是由于这些国家的居民暴露于外汇风险面前。

## 影响欧元使用的因素

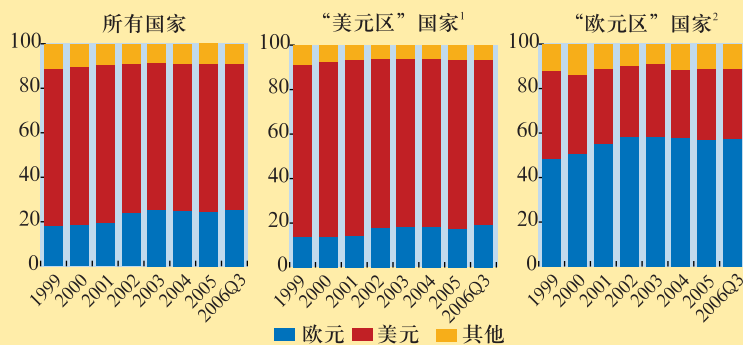
以下四个因素在很大程度上奠定了欧元作为国际货币的地位：

**经济规模和开放度。**一个经济体规模越大越有活力，那么它就越有潜力对全球经济产生影响，这在某种程度上是因为经济规模和开放程度与资本和贸易流动高度相关。作为一个拥有比美国更多人口、相互之间开放并且几乎和美国同样大（如果将欧盟考虑在内甚至更大）的聚生经济体，欧元地区很好的为欧元打造了一个重要的国际角色。然而，欧元区的经济增长却落后于其他国家，2003—2005年期间每年平均只有1.4%的增长率，而其他国家达到了5.7%。高增长会使欧元区作为投资目的地增加吸引力，同样会增强对欧元区的经济与欧元的信心，并且会带来长期的资本流入。加强经济增长基础的政策也起着重要的作用，包括改进公共部门资产负债质量，以及推进结构性改革以提高生产

图1  
外汇储备名列第二

欧元在世界各国外汇储备中越来越多地被使用，这一增长发生在与欧元区联系紧密的国家。

（占有归属的总储备的百分比）



资料来源：IMF和Lim（2006）。

<sup>1</sup>亚洲、西半球和其他主要盯住美元的国家。

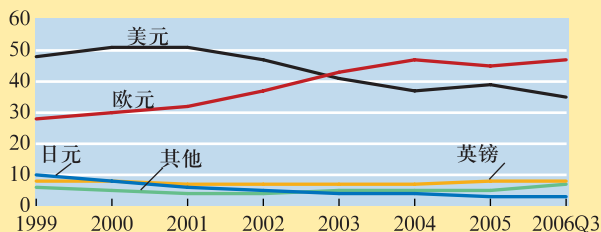
<sup>2</sup>欧元区周边国家和一些非洲国家。



图2

### 债券的领头羊

欧元作为一种发行国际债券和证券使用的货币，经历了惊人的增长。  
(占未偿还的国际债券与证券总量的百分比)

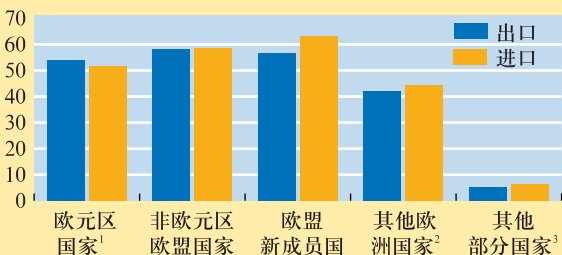


资料来源：国际清算银行。

图3

### 对贸易影响不大

欧元在贸易中的使用在欧元区以外影响依然不大。  
(贸易总额中使用欧元的百分比)



资料来源：欧洲中央银行；IMF工作人员的计算。

<sup>1</sup>部分国家。

<sup>2</sup>前南马其顿和乌克兰。

<sup>3</sup>澳大利亚、印度尼西亚、日本、韩国、巴基斯坦和泰国。这些国家为2003年的数据。

率和劳动力使用率。

**物价和汇率的稳定性。**发行国的物价和汇率的稳定性越高，成本和金融市场风险就越低，对货币的信心也就越高。马斯特里赫特条约授予欧洲中央银行稳固的权利和操作的独立性以维持物价的稳定，而且欧洲中央银行的记录是权威的。欧元地区的通货膨胀和通货膨胀预期较低，并且稳定，汇率的变动率也比较低。欧元本身就促进了货币政策的执行，并通过刺激货币市场的发展，维持了物价的稳定性。

**金融市场的发展和一体化。**现有的发展良好和一体化的国内金融市场是非常关键的。这些市场具有流动性，交易成本低，降低了不确定性和风险，进一步降低了防御成本，并导致低利率。它们同时促进了生产效率和经济的增长，加强了对欧元的信心。所有这些因素都影响着欧元作为世界货币用于储蓄、投资和借贷的使用程度。

传统上看，欧元区的金融系统很大程度上是以银行为基础的，它的金融市场的发展程度和完整性比美国的金融市场低。然而，欧洲金融系统在过去的20多年间正经历着一场平稳的转变——与这一进程相伴随的是欧元的推行和2002年3月金融服务行动计划(FSAP)的采纳。金融服务行动计划的目的是通过消除对跨境提供金融服务的管制和市场壁垒，建立一个统一的金融服务市场，从而鼓励欧盟内部资本的自由流动。

欧洲金融市场用多种方式显示出它正在不断发展和一体化。首先，欧洲公司和政府的债券市场已经大大扩张，并在欧元推行以后更具流动性。其次，证据表明欧元区内的股票市场一体化程度不断加深。股票价格共同变动的现象增加了，股票总市值中欧洲资金大量增多，市场参与者评价股票价值时将注意力更多地放在产业和公司因素上，而不太注意特定国家的因素。第三，欧元地区国家利率之间的巨大差距已经缩小。第四，金融改革取得了迅速的进步。市场结构正在调整，金融工具的使用范围变大、复杂性提高，贸易额也扩大了。

即使如此，欧洲金融市场并没有完全一体化。债券市场和零售金融市场还是分离的，商务票据市场发展不充分，国家证券市场还不够和谐。一些阻碍金融市场进一步完善的因素依然存在着。第一，各国之间管理着证券发行的法律体系没有统一的标准，导致了证券的异质性，不便于内部交换。第二，各国之间的证券结算和处理系统各不相同，结果导致会计记账和其他商业习惯大不相同，跨境交易成本相对过高。第三，各国之间的税收结构、消费者保护和商业法之间的差距也对跨境金融投资不利。第四，分离的监管体系框架阻碍了银行跨境操作的最优化，并且不具成本效益。随着时间的推移，金融服务行动计划的充分实施应该对清除这些障碍和提高效率、统一泛欧金融市场有所帮助。

**习惯和惯性。**规模经济可以提高效率并降低交易成本。大量金融市场工具所具有的便利性和有效性为经济代理人提供了强大的激励，使他们继续使用当前占主导地位的货币。例如，英国在失去了它在19世纪作为世界海军和经济力量的领军地位以后很长一段时间，在20世纪的前半个世纪，英镑仍一直作为世界主要的流通货币。

## 未来是什么样的

如果欧元成为真正的世界货币，它需要将它在国际上的使用边界扩展到欧元区周围以外的地方。

欧元面对这个挑战要增强的能力在很大程度上取决于结构障碍以及其他阻碍经济增长和金融市场在欧洲的发展的障碍在多大程度上得到克服。在国际舞台上包括国际金融事务中，欧洲越来越能用一个声音来说话的能力也是非常重要的。

对于欧元来说一个可喜的信号是自从它推出以来，流入欧元区的国外资本净额增加了，这从非本国居民所持有的净资产的存量从1999年到2006年底增长了两倍多的现象当中反映出来。这一增长在2002—2004年之间尤其迅速，当时欧元区资产的净流入量要多于美国。这些趋势可能反映出汇率的发展（2002—2006期间，除了2005年有所中断，欧元相对于美元升值），但是也可能暗示着欧元区保持着有竞争力的投资目的地的地位。2002年美国萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley Act）的颁布——尤其是第404条款规定了公司内部控制的证明文件——可能使美国资本市场吸引外国公司在其上市的魅力减少了。说明这一现象的有力证据是，大量国外公司正在从美国股票交易中撤出股票份额，国外公司首次公开收盘（IPOs）的大量减少，以及伦敦股票交易市场取代纽约作为外国公司选择首次公开收盘地点等事实。在欧洲大陆的股票交易中，首次收盘增多，尤其是在小公司的交易中（这也正是英国现在的情况）。如果英国决定加入欧元区并且欧洲股票市场得到统一，这会在将来大大促进欧洲资本市场的流动性，从而不利于美国资本市场。

其他两件事情的发展也会影响欧元将来的角色。第一个是全球不平衡的程度将会通过美元汇率的改变得到调整，全球资产配置也将得到改变。这个问题是一个很大的研究体系。例如，最近几版IMF的《世界经济展望》和《全球金融稳定性报告》就对渐进性的汇率调整和突然性的汇率调整两个假设方案进行了研究，无论哪一种方案下的条件和政策都有可能实现（IMF，2005和2006）。但是二者之间的一致意见是：调节全球不平衡都要包括努力使全球储蓄、投资和消费达到重新平衡，并且有多种方法可以实现。问题是调节到什么程度，要以多快的速度进行调节。全球资产配置的偏好是这场争论中的关键。渐进式的调整方案部分依赖于外国人继续购买美国资产的意愿。在投资组合偏好方面突然放弃美国资产，可能会使美元剧烈贬值，改变欧元与美元之间的相对信心，以牺牲美元为代价促进欧元作为国际货币的使用。但是对经常项目不平衡的一个更为渐进性的

修正避免了美元突然和大量的贬值，它似乎对欧元的国际地位没有重大影响。

据美国财政部数据表明，亚洲国家的投资者是迄今为止美国国债最大的国外持有者（到2006年10月底占57%），紧接着就是欧洲的投资者（21%），石油出口国只占了相对小的一部分（小于5%）。但是欧洲的投资者是美国证券最大的国外持有者（2005年6月占53%），接下来是西半球国家（26%）和亚洲（18%）。亚洲和欧洲投资者的行为正是对美元资产持续有力的需求的关键因素。这一需求正反映出美国经济的强劲有力、美国资本市场的深化和流动性以及汇率差别。如果出现大量的对美元风险增大的评价，公共和私人两个部门的投资者仍然愿意持有美元资产，那么有序的全球性调整和欧元的国际地位将陷入困境。

第二个发展便是中国和印度经济的持续高速增长和亚洲国家国外储蓄的积累。这两个国家的崛起将相对降低欧元区的全球重要性和影响力，并在贸易和资本流动中转向使用中国和印度的货币。但是并不能确定这两种货币在国际上的使用在可预见的未来会与两国经济同步增长。因此，一个重要的问题就是中国和印度将会采取什么指导政策来增强它们在在世界贸易和金融市场中的参与。同时，由于亚洲国家持有全球官方储备的大部分，它们对可能的持续美元贬值的反应也是非常关键的。

Axel Bertuch-Samuels, IMF 货币与资本市场部副主任; Parmeshwar Ramlogan, IMF 助理秘书长。

---

#### 参考文献:

Bertuch-Samuels, Axel, 2006, "The Role of the Euro as an International Currency," in Conference on, Experience with, and Preparations for the Euro, ed. by Franz Uaushnigg and Paul Schmidt (Vienna, Austria: Oesterreichische Nationalbank).

International Monetary Fund, 2005, "How Will Global Imbalances Adjust?" World Economic Outlook, September, Chapter 1, Appendix 1.2 (Washington).

———, 2006, Global Financial Stability Report, September (Washington).

Lim, Ewe-Ghee, 2006, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data," IMF Working Paper No. 06/153 (Washington: International Monetary Fund).

U.S. Treasury, 2006, Treasury Bulletin, December (Washington).